



休闲卤制品巨头，扩产+渠道建设助力行业领跑

投资要点

- **事件:** 近期，我们拜访了公司管理层，并对公司经营状况和发展战略进行交流。
- **休闲卤制品龙头企业，渠道覆盖全国。** 公司主要从事休闲卤制食品的开发、生产和销售，是目前国内规模最大的休闲卤制食品连锁企业。公司“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化的门店运营管理，拥有门店 7758 家，销售区域覆盖全国 29 个省市和自治区，门店数量和收入规模均处于行业领先水平，在休闲卤制品行业市占率达 8.9%。公司 2012-2016 年营收复合增长率为 13.6%，归母净利润复合增长率为 25.8%，业绩稳步增长。公司目前处于高速成长期，通过不断新增门店推进渠道下沉，未来业绩有望进一步释放。
- **休闲卤制品行业景气度高，消费升级推动行业快速发展，龙头企业有望受益行业集中度提升。** 受益于国民经济水平的提高，消费者从过去的生存型消费向享受型消费和发展型消费逐渐过渡。以鸭脖为代表卤制品通过休闲零食定位打开行业成长空间，消费场景多元化拓宽消费群体，增加消费频次。我国休闲卤制食品行业增速(约 20%)远高于农副食品加工行业整体增速(6%)，行业景气度高。目前行业仍处于粗放发展初期，竞争格局分散，80%以上企业均为技术含量不高的小作坊，CR5 仅为 20%。消费升级趋势下，消费者愈加重视食品安全问题，在产品选择上将向大品牌、知名企业倾斜，不符合卫生要求的路边摊、小作坊将加速退出，整个行业集中度将会大幅提升，行业龙头有望充分受益行业整合，提升市场占有率。
- **加盟模式助力公司快速扩张，募投项目进一步提升核心竞争力。** 公司拥有 7643 家加盟连锁店，贡献主营收入 93%，直营门店 115 家，贡献主营收入 5%。加盟优势在于能最快地实现跑马圈地、全国市场扩张的发展目标，其次加盟形式能充分激发加盟商积极性，相同费用投放下产出更高。目前公司仍保持每年 800-1200 家速度开发新店，不断推进渠道下沉。此次公司 IPO 募投项目将进一步提升竞争力：1、计划净增产能 4.85 万吨，解决产能局限；2、三年内新建直营连锁店 180 家，有助于树立品牌形象，拓宽销售渠道，同时以自营店带动加盟店数量，切实提升销售收入和市场占有率；3、加强研发创新，不断满足市场的动态变化需求，保持公司持续竞争力。公司多项举措助力巩固行业龙头地位，进一步提升市场份额。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年收入分别为 38.1 亿元、44.6 亿元、52.3 亿元，增速分别为 16.5%、17.0%、17.3%，归母净利润分别为 4.7 亿元、6.1 亿元、7.5 亿元，EPS 分别为 1.16 元、1.49 元、1.83 元，对应动态 PE 分别为 34 倍、26 倍、21 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 鸭类原材料价格或面临上行压力；市场开拓或不达预期；募投项目进展或不及预期。

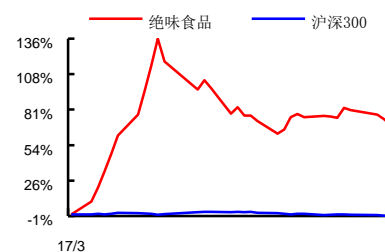
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3274.14	3812.60	4459.84	5229.43
增长率	12.08%	16.45%	16.98%	17.26%
归属母公司净利润(百万元)	380.30	475.24	609.74	750.91
增长率	26.42%	24.96%	28.30%	23.15%
每股收益 EPS(元)	0.93	1.16	1.49	1.83
净资产收益率 ROE	25.95%	18.59%	20.25%	21.07%
PE	42	34	26	21
PB	10.96	6.28	5.33	4.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.10
流通 A 股(亿股)	0.50
52 周内股价区间(元)	23.17-54.62
总市值(亿元)	160.56
总资产(亿元)	28.79
每股净资产(元)	5.67

相关研究

目 录

1 公司概况：休闲卤制品龙头企业，渠道覆盖全国	1
2 行业景气度高，加盟模式助力公司快速扩张	3
2.1 消费场景多元化打开休闲卤制品成长空间，行业景气度高.....	3
2.2 消费升级推动行业快速发展，龙头企业受益行业集中度提升.....	3
2.3 加盟模式助力公司快速扩张，渠道覆盖全国领跑行业.....	4
2.4 募投项目致力扩产能+营销网络建设+研发创新.....	6
3 盈利预测与投资建议	8
4 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司股权结构图	1
图 2: 2016 (1-9 月) 主营收入构成: 鸭类卤制品占比大	1
图 3: 2016 (1-9 月) 鸭类卤制品毛利率情况: 鸭锁骨毛利率高	1
图 4: 2016 收入分布-深耕中华华东, 布局全国	2
图 5: 华南地区有较快增速, 西南、西北地区占比下降	2
图 6: 绝味 2017Q1 业绩增速可观	2
图 7: 公司近五年归母净利润稳步增长	2
图 8: 三费率稳中略降	3
图 9: 2015 年来公司受益于鸭类原材料价格下降迅速	3
图 10: 2012 年以来国内农副食品加工业增速放缓 (亿元)	3
图 11: 2010 年以来休闲卤制品行业增速维持接近 20% 增速	3
图 12: 休闲卤制品企业市场占有率 (按零售额划分)	4
图 13: 非品牌类产品仍占据一半以上市场份额	4
图 14: 加盟店数量增长较快	5
图 15: 加盟渠道贡献超 90% 收入	5
图 16: 直营和加盟模式对比	6
图 17: 直营渠道毛利率远高于加盟渠道	6
图 18: 公司 2013 年来产能情况 (单位: 吨)	7
图 19: 产能利用率逐渐上升, 接近饱和	7

表 目 录

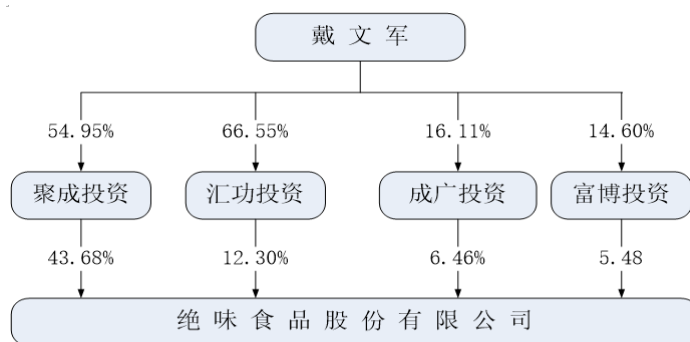
表 1: 卤制品行业主要竞争对手情况对比	5
表 2: 募投项目基本情况	6
表 3: 180 家直营店建设情况	7
表 4: 公司分项收入成本预测 (百万元)	8
附表: 财务预测与估值	10

1 公司概况：休闲卤制品龙头企业，渠道覆盖全国

绝味食品主要从事休闲卤制食品的开发、生产和销售，是目前国内规模最大的休闲卤制食品连锁企业，销售区域覆盖全国 29 个省市和自治区。公司拥有 7768 家连锁门店，其中直营门店 115 家，连锁门店 7643 家。公司致力于让公众最便捷地获得安全、味美、丰富的特色美食，力争打造一流特色美食平台。

公司为民营企业，实际控制人戴文军先生，亦为公司董事长、总经理，通过聚成投资和汇功投资持股 56%，部分公司高管通过聚成投资、汇功投资、成广投资、富博投资等对绝味食品间接持股，管理层与股东利益高度一致，股权相对集中，利于公司稳定发展。

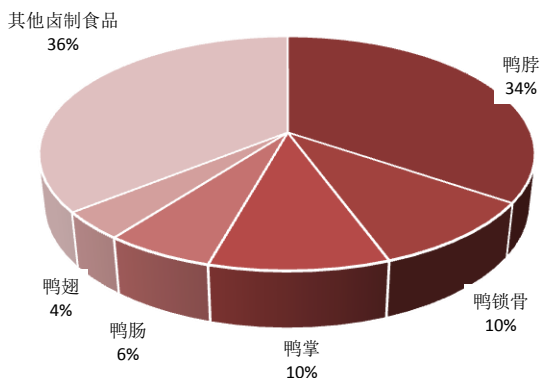
图 1：公司股权结构图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

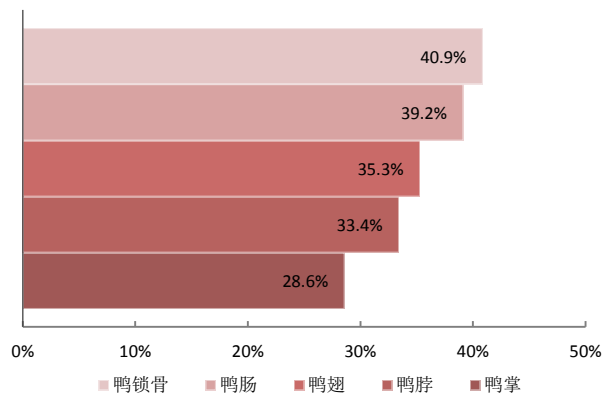
主营业务结构：公司主打休闲卤制食品，收入占比 98% 左右，包括鸭类卤制品、豆制品、素食凉菜等；其他收入来源包括对加盟商收取管理费、屠宰业务收入等，占比 2% 左右。2016 年前三季度，休闲卤制食品中，鸭类卤制品占主营收入 64%，是公司重要的收入来源。其中，鸭脖占主营收入比重最大，达 34%，鸭锁骨毛利率最高，为 40.9%。

图 2：2016（1-9 月）主营收入构成：鸭类卤制品占比大



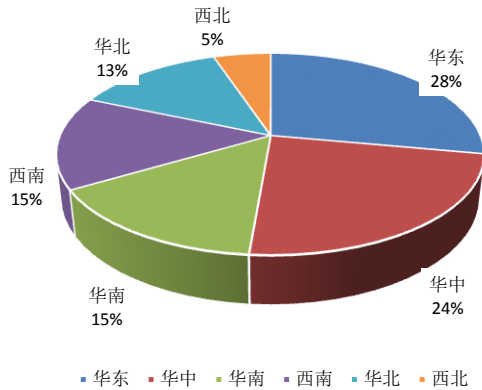
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：2016（1-9 月）鸭类卤制品毛利率情况：鸭锁骨毛利率高

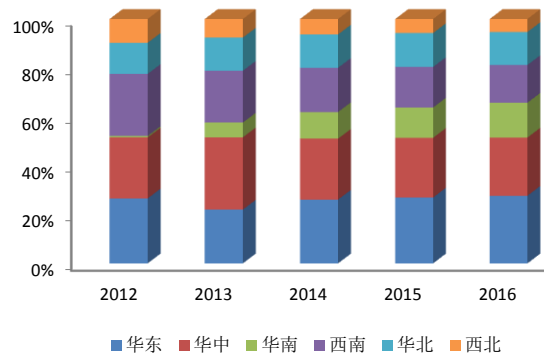


数据来源：招股说明书，西南证券整理

分区域来看，公司网点覆盖全国 29 个省市，主要集中在华东、华中区域，收入占比接近 50%。近 5 年华南地区有较快增长，收入占比从 2012 年的 1% 上升至 2016 年的 14%，西南、西北地区发展较缓，西南收入占比自 2012 年的 25% 下降至 2016 年的 15%；西北收入占比自 2012 年的 10% 下降至 2016 年的 5%。

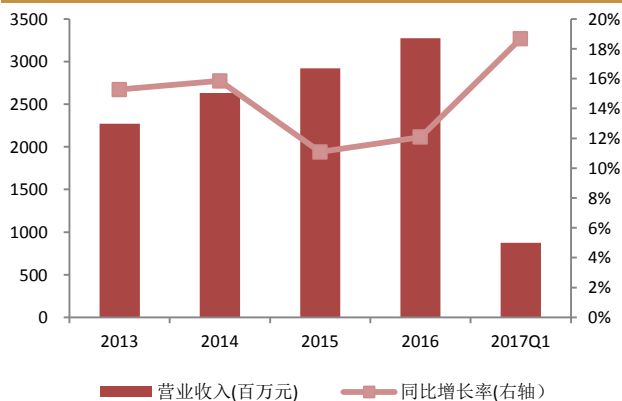
图 4：2016 收入分布-深耕华中华东，布局全国


数据来源：招股说明书，西南证券整理

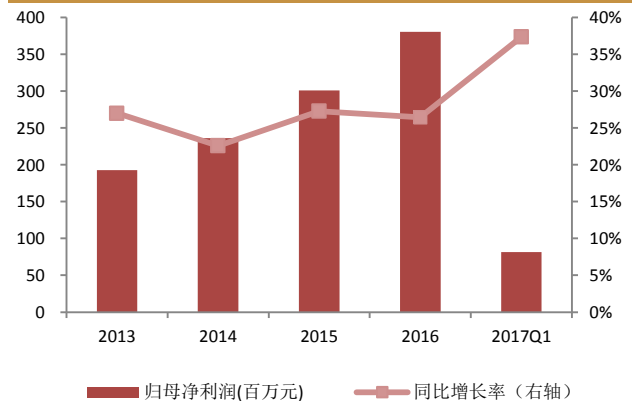
图 5：华南地区有较快增速，西南、西北地区占比下降


数据来源：招股说明书，西南证券整理

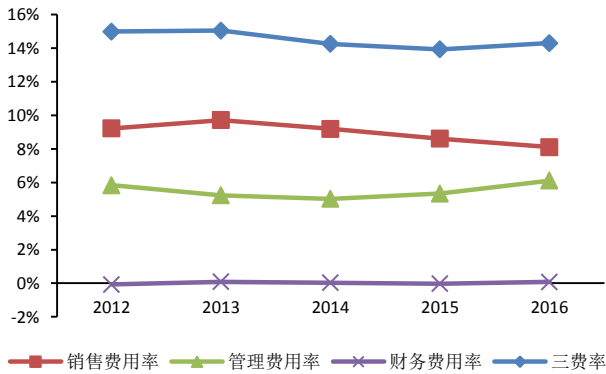
业绩状况：2012 年以来公司营收、归母净利润皆稳步上升，2012-2016 年营收复合增长率为 13.6%，归母净利润复合增长率为 25.8%。利润增速好于收入增速，主要原因系加盟连锁的扩张带来显著规模效应，营收增速超过期间费用增速，三费率保持稳中略降。公司在 2016 年营收 32.7 亿，归母净利润 3.8 亿元，同比增长 26.4%。归母净利润在 2015 年基础上保持高增速，原因系鸭类原材料价格下降迅速，单位生产成本下降。2017 第一季度营收 8.8 亿元，同比+18.7%，归母净利润 1.15 亿元，同比+37.6%，业绩增速可观。未来三年公司将进一步下沉渠道开拓市场，看好公司业绩持续增长。

图 6：绝味 2017Q1 业绩增速可观


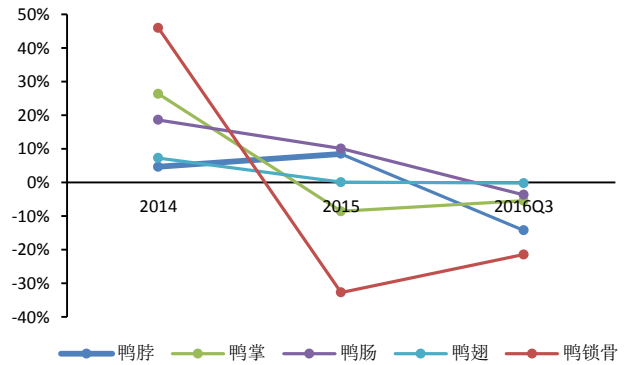
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司近五年归母净利润稳步增长


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：三费率稳中略降


数据来源：公司公告，西南证券整理

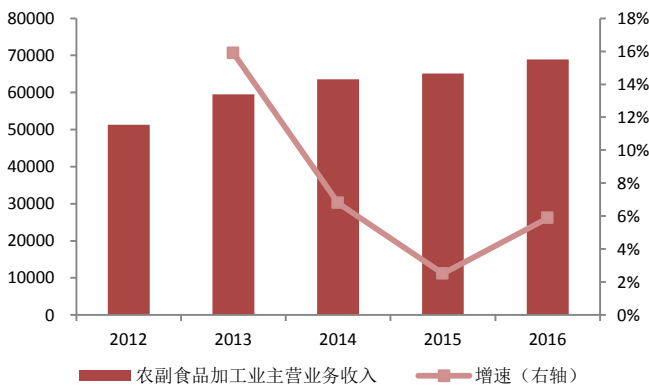
图 9：2015 年来公司受益于鸭类原材料价格下降迅速


数据来源：公司公告，西南证券整理

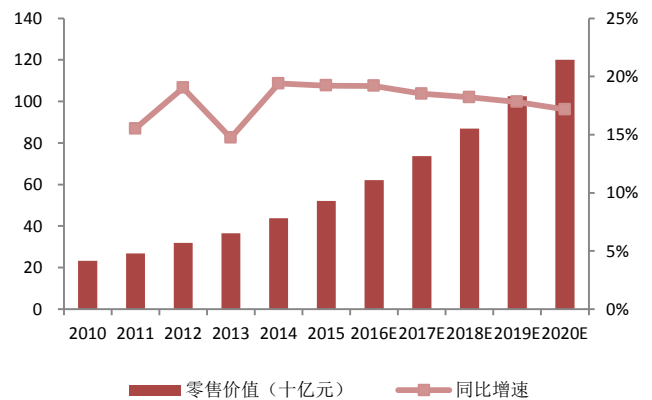
2 行业景气度高，加盟模式助力公司快速扩张

2.1 消费场景多元化打开休闲卤制品成长空间，行业景气度高

过去卤制品的定位下酒菜，主要用于佐餐，消费场景局限于餐桌之上，导致卤制品行业空间受限，鸭脖等卤制品通过休闲食品的定位打开行业发展空间。消费场景的多元化（从餐饮到休闲零食）拓宽了消费群体和消费频次，人均消费量大幅提升。根据 Frost&Sullivan 数据显示，自 2013 年以来，我国休闲卤制品行业一直保持在接近 20% 左右增速，远高于整个农副食品加工行业的增长速度，行业景气度高。2015 年整个休闲卤制品行业零售额达 521 亿元，到 2020 年有望超 1200 亿元，年复合增速达 18.2%。

图 10：2012 年以来国内农副食品加工工业增速放缓（亿元）


数据来源：WIND 资讯，西南证券整理

图 11：2010 年以来休闲卤制品行业增速维持接近 20% 增速


数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

2.2 消费升级推动行业快速发展，龙头企业受益行业集中度提升

休闲卤制品的持续高速发展主要有以下两方面原因：（1）人均收入水平提高，消费能力提升，推动消费升级。（2）受益于物流行业迅速发展，保鲜期较短的卤制品行业运输成本下

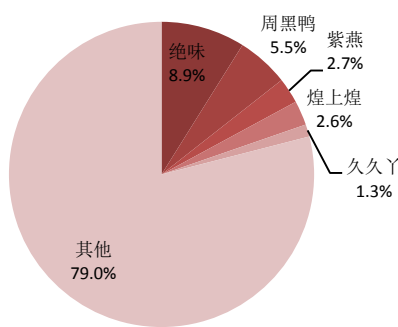
降，质量提升，供给量上升。当前休闲卤制品行业集中度低，未来将朝着规模化、品牌化方向发展，品牌卤制品将逐步替代非品牌产品，像绝味、周黑鸭等行业龙头企业有望凭借品牌优势和先发优势，进一步提高市占率。

(1) 消费升级推动行业快速发展。近年来随着人均收入水平的不断提高，消费者消费能力得到提高，休闲食品行业得到迅速发展。消费者从过去的生存型消费向享受型消费和发展型消费逐渐过渡。绝味所在的卤制品行业主要销售对象为 18~35 岁的青年人，这类人群更看重消费带来的品牌效用、质量安全以及携带便利性等。消费升级将敦促卤制品行业愈加关注产品质量安全和品牌建设，整个食品加工行业尤其是休闲卤制品行业将得到快速发展。

(2) 仓储物流技术进步降低运输成本，助力品牌推广。休闲卤制食品锁企业物流特点为：小批量、高频次、多点快速配送。这需要完善的仓储物流体系和先进的食品保鲜技术来支撑。仓储物流和保鲜技术的发展速度直接影响休闲卤制食品行业销售网络的铺设和市场的反应速度。近年来我国物流行业冷链运输技术得到快速发展，低温保鲜、高压保鲜等先进技术得到广泛应用，食品质量安全得到保障，产品配送效率提高，利好加盟连锁品牌的发展。随着仓储物流技术的不断进步，2015 年我国肉类冷链流通率提高到 30% 以上，冷藏运输率提高到 50% 左右，流通环节产品腐损率降至 8% 以下。

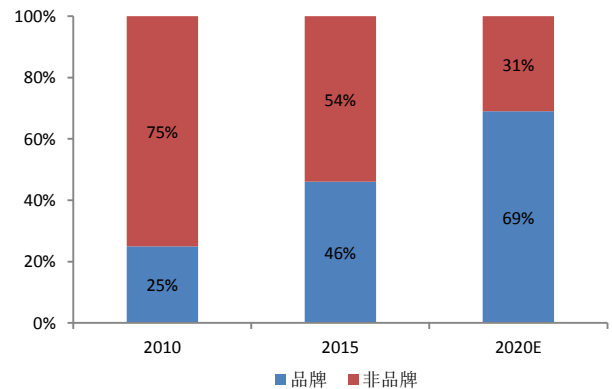
(3) 卤制品行业分散，行业龙头有望受益行业整合。根据 Frost&Sullivan 报告显示，以零售额计算 2015 年绝味食品市占率为 8.9%，周黑鸭为 5.5%，行业前五企业市占率也仅为 20% 左右，市场比较分散。整个卤制品行业有上万家企业，规模以上企业极少，80% 以上企业均为技术含量不高的小作坊，非品牌产品占比仍在 50% 以上。消费升级趋势下，消费者愈加重视食品安全问题，在产品选择上将向大品牌、知名企业倾斜，不符合卫生要求的路边摊、小作坊将加速退出，整个行业集中度将会大幅提升，行业龙头有望充分受益。

图 12：休闲卤制品企业市场占有率（按零售额划分）



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

图 13：非品牌类产品仍占据一半以上市场份额



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

2.3 加盟模式助力公司快速扩张，渠道覆盖全国领跑行业

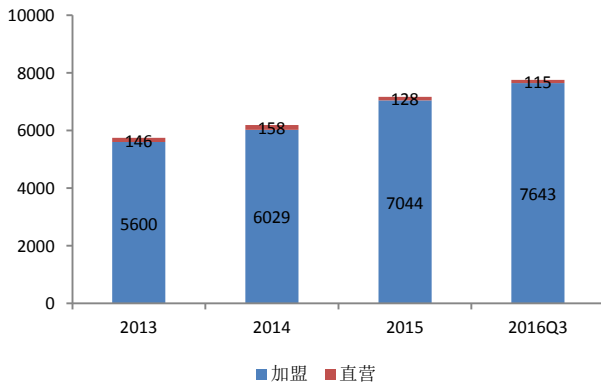
绝味作为卤制品行业规模最大的连锁企业，拥有门店 7758 家，销售区域覆盖全国 29 个省市、自治区，具有明显的规模优势和品牌优势。未来公司持续受益于消费升级和行业集中度提升带来的红利，有望通过规模优势和品牌优势进一步领跑卤制品行业，推动卤制品行业整合升级，巩固龙头地位。

表 1: 卤制品行业主要竞争对手情况对比

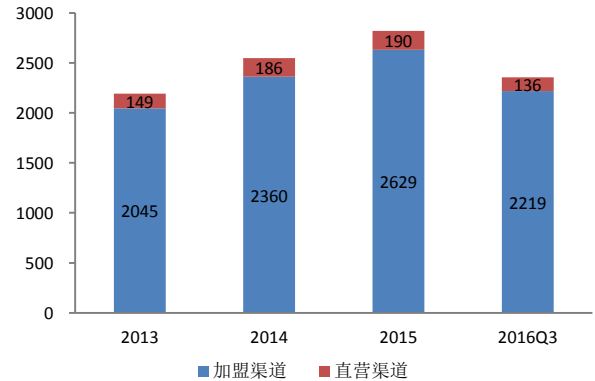
品牌	门店	主销区域	主销产品
绝味食品	7758 家 (直营+加盟)	湖南、湖北、江西、福建、辽宁、陕西、北京、上海、天津、浙江、河南、广西、四川、重庆、云南、贵州、山东等 29 个城市	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品，豆制品、素食凉菜等佐餐凉菜
煌上煌	2500 家左右 (直营+加盟)	江西、广东、福建、辽宁、安徽、河南、天津、江苏等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品，豆制品、素食凉菜等佐餐凉菜，米制品
周黑鸭	700 家左右 (直营为主)	北京、江西、湖北、湖南、广东、河南、上海等 12 个城市	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品，香干、藕干等佐餐凉菜
久久丫	1000 家左右 (直营+加盟)	北京、江苏、浙江、四川、上海、广东等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品
紫燕	1500 家左右 (直营为主)	四川、重庆、上海、安徽、江苏、浙江等	百味鸡、芙蓉鸭、油烫鸭、藤椒鸡、凤爪、鹅翅、鸭脖、夫妻肺片等酱卤肉制品，海带、云丝等佐餐凉菜

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主要通过“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化的门店运营管理。目前公司拥有的 7758 家门店中加盟店数量为 7643 家，直营店仅为 115 家，且较过去略有减少。**加盟的好处：1) 通过加盟形式能最快地实现公司跑马圈地，实现快速扩张的目的；2) 加盟形式能充分激发加盟商积极性，相同费用投放下产出更高。**目前公司仍保持每年 800-1200 家速度开发新店，不断推进渠道下沉。

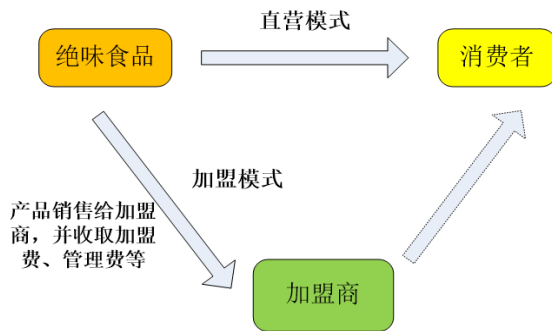
图 14: 加盟店数量增长较快


数据来源：招股说明书，西南证券整理

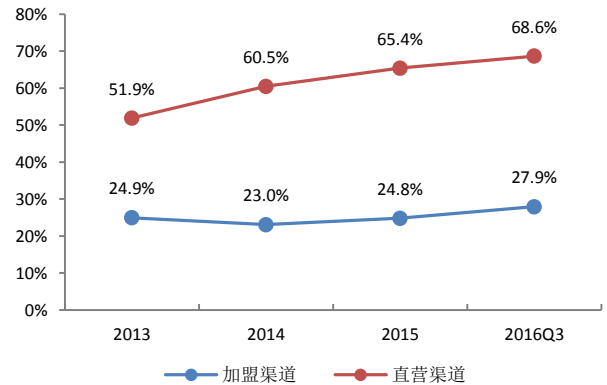
图 15: 加盟渠道贡献超 90% 收入


数据来源：招股说明书，西南证券整理

直营模式单店收入与毛利率更高。直营店较普通加盟店规模更大，因此单店收入远高于加盟店。高毛利率主要来自于两个方面：1) 直营模式下产品直接出售给消费者，加盟模式下产品由公司出售给加盟商，通常价格为终端售价六折，两者类似于批发与零售关系；2) 直营店一般进驻高铁站、飞机场等场所，销售价格略高于普通门店价。目前公司收入主要源自加盟渠道，2016 年 (1-9 月) 加盟模式贡献主营收入 93%，直营模式贡献收入仅为 5%。

图 16：直营和加盟模式对比


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 17：直营渠道毛利率远高于加盟渠道


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司对加盟商的加盟和运营进行规范化管理。公司对加盟商有一套完整的评估体系和方法。公司会对加盟商门店经营人员进行产品知识、设备操作、销售技巧、门店日常管理等方面的系统性培训，要求所有加盟商经营人员和直营门店的员工达到相同的标准和服务。在加盟渠道下，加盟商需使用公司的品牌、公司制定的价格向消费者出售公司产品。公司规模得到迅速扩张，市占率进一步提升。但另一方面，随加盟扩张，加盟店经营水平层次不齐，管理难度上升，管理效率仍有待提升。

2.4 募投项目致力扩产能+营销网络建设+研发创新

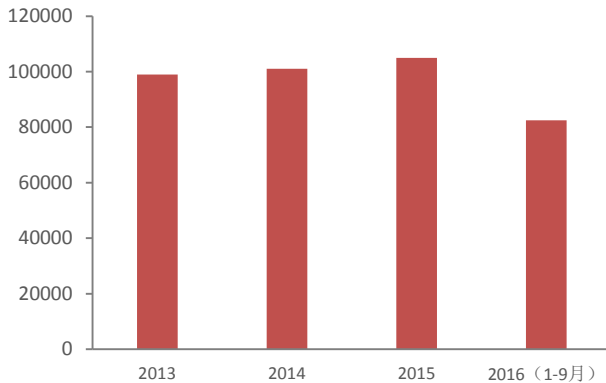
公司今年3月上市，实际募资总额8.0亿元，募资净额7.4亿元用于：（1）扩建产能，更新固定资产，预计项目建成后将新增产能9万吨。（2）建设营销网络和终端信息化升级：公司拟在地铁、机场、高铁、传统核心商圈地带新增直营连锁店180家，充分利用定价优势。同时公司对终端信息化升级管理系统，进一步优化内部资源配置。（3）加强研发创新：公司近年研发/收入比例逐渐上升，从2013年的0.8%，上升至2015年的1.4%，加强研发投入力求优化产能状况，不断满足市场的动态变化需求，提升核心竞争力。公司多项举措助力巩固行业龙头地位，进一步提升市场份额。

表 2：募投项目基本情况

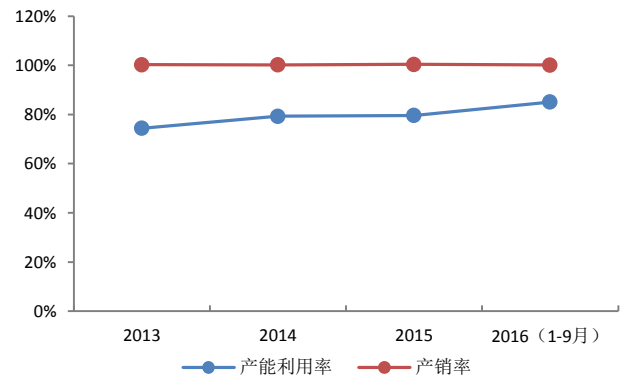
序号	项目名称	投资总额	募集资金投资额	建设期
1	湖南阿瑞食品有限公司年产 16500 吨酱卤食品加工建设项目	13,114	13,114	2 年
2	江西阿南食品有限公司年产 14000 吨酱卤食品加工建设项目	11,212	11,212	2 年
3	黑龙江阿滨食品有限公司年产 8000 吨酱卤食品加工建设项目	7,091	7,091	2 年
4	上海阿康食品有限公司年产 10000 吨酱卤食品加工建设项目	7,193	7,193	2 年
5	贵州阿乐食品有限公司年产 5000 吨酱卤食品加工建设项目	3,675	3,675	2 年
6	河南阿杰食品有限公司年产 12000 吨酱卤食品加工建设项目	8,367	8,367	2 年
7	四川阿宁食品有限公司年产 17000 吨酱卤食品加工建设项目	12,731	12,731	2 年
8	西安阿顺食品有限公司年产 12000 吨酱卤食品加工建设项目	9,698	698	2 年
9	绝味食品股份有限公司营销网络建设和培训中心及终端信息化升级项目	17,808	5,976	3 年
10	湖南阿瑞食品有限公司建设研发检验中心及信息化升级建设项目	4,002	4,002	1 年
合计		94,891	74,059	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

扩产能突破增长瓶颈。2013年以来，公司产能利用率逐渐上升，产能利用率从2013年的74%上升至2016年（第三季度）的85%。由于公司直营、加盟模式都采用“以销定产”方式进行投产，产销率稳定维持100%左右。伴随着休闲卤制食品市场需求的增加以及消费者消费需求的逐步升级，公司生产中心将面临着产能不足的问题。本次募投项目达产后年新增产能9.45万吨，相应的原租赁厂房将逐步停止使用，净增产能约4.85万吨，未来两年净产能增加59%。

图 18：公司 2013 年来产能情况（单位：吨）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 19：产能利用率逐渐上升，接近饱和


数据来源：招股说明书，西南证券整理

扩大直营店规模，树立品牌形象。公司拟在地铁、机场、高铁、传统核心商圈地带新增直营连锁店180家，届时公司直营店数量将达到接近300家。通过上百家直营门店的建设，将能够更加全面、准确地诠释公司的品牌文化，实现品牌形象与文化的更好传播，进一步提升公司的品牌形象，同时还将对区域内的市场起到样板、示范和加盟招商的作用，对公司拓宽销售渠道，切实提升销售收入和市场占有率。直营店在在单店收入和毛利率方面均高于加盟店，对整体盈利能力提升也将起到十分积极的意义。

表 3：180 家直营店建设情况

时间安排	交通枢纽店		核心商圈店		建店数量
	高铁	机场	地铁	传统核心商圈	
第一年	72	12	12	17	113
第二年	26	3	13	9	51
第三年	2		5	9	16
合计	100	15	30	35	180

数据来源：招股说明书，西南证券整理

同时公司未来3年将致力于渠道开拓计划，自建独立美食线上销售APP，同时与国内知名第三方平台合作建立线上美食销售渠道，弥补线下销售不足，拓宽市场渠道，有望成为公司未来新的利润增长点。

3 盈利预测与投资建议

关键假设：

1) 公司毛利率主要受鸭类原材料价格波动较大，假定未来三年原材料价格趋于稳定；

2) 公司业务处于持续开拓期，尤其是新增门店过程中，销售管理费用投入增加，但考虑规模扩张，营业收入也随之上升，假定未来三费率保持稳定。

表 4：公司分项收入成本预测（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	3,274	3,813	4,460	5,229
yoy	12.1%	16.4%	17.0%	17.3%
总成本	2,232	2,563	2,957	3,443
毛利率	31.8%	32.8%	33.7%	34.2%
加盟渠道				
收入	2988	3436	3986	4663
YOY	13.6%	15.0%	16.0%	17.0%
成本	2136	2440	2806	3264
毛利率(%)	28.5%	29.0%	29.6%	30.0%
自营渠道				
收入	176	246	320	384
YOY	-7.4%	40.0%	30.0%	20.0%
成本	53	69	88	104
毛利率(%)	70.1%	72.0%	72.6%	73.0%
加盟商管理				
收入	41	47	54	62
yoy	7.2%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	7	8	8	9
毛利率(%)	83.2%	83.0%	85.0%	86.0%
其他				
收入	1	1	1	1
yoy	-54.3%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	1	1	1	1
毛利率(%)	-17.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务收入				
收入	69	83	99	119
yoy	10.5%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	35	45	55	65
毛利率(%)	49.3%	45.0%	45.0%	45.0%

数据来源：招股说明书，西南证券（16年数据根据前三季度测算）

预计 2017-2019 年收入分别为 38.1 亿元、44.6 亿元、52.3 亿元，增速分别为 16.5%、17.0%、17.3%，归母净利润分别为 4.7 亿元、6.1 亿元、7.5 亿元，EPS 分别为 1.16 元、1.49 元、1.83 元，对应动态 PE 分别为 34 倍、26 倍、21 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

4 风险提示

鸭类原材料价格或面临上行压力；市场开拓或不达预期；募投项目进展或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3274.14	3812.60	4459.84	5229.43	净利润	380.30	475.24	609.74	750.91
营业成本	2231.75	2562.92	2957.40	3443.38	折旧与摊销	73.48	64.22	97.81	123.46
营业税金及附加	32.32	37.74	44.60	52.29	财务费用	2.70	0.00	0.00	0.00
销售费用	265.50	335.51	379.09	444.50	资产减值损失	10.96	5.00	5.00	5.00
管理费用	200.20	228.76	258.67	287.62	经营营运资本变动	36.39	16.37	-24.59	-5.54
财务费用	2.70	0.00	0.00	0.00	其他	-9.95	6.13	-5.21	-15.08
资产减值损失	10.96	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	493.89	566.96	682.75	858.75
投资收益	-22.36	-5.00	0.00	5.00	资本支出	-357.43	-400.00	-400.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	-5.00	0.00	5.00	其他	125.03	-10.00	0.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-232.40	-410.00	-400.00	-90.00
营业利润	508.36	632.67	815.08	1006.63	短期借款	-23.00	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.54	10.00	10.00	10.00	长期借款	29.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	516.89	642.67	825.08	1016.63	股权融资	0.00	740.69	0.00	0.00
所得税	136.59	167.43	215.34	265.73	支付股利	-97.20	-124.40	-154.83	-198.92
净利润	380.30	475.24	609.74	750.91	其他	-2.91	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-93.21	586.29	-154.83	-198.92
归属母公司股东净利润	380.30	475.24	609.74	750.91	现金流量净额	168.28	743.25	127.93	569.83
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	399.78	1143.03	1270.96	1840.79	成长能力				
应收和预付款项	66.37	89.97	103.64	118.92	销售收入增长率	12.08%	16.45%	16.98%	17.26%
存货	408.28	422.65	507.30	589.81	营业利润增长率	31.42%	24.45%	28.83%	23.50%
其他流动资产	11.51	13.41	15.68	18.39	净利润增长率	26.42%	24.96%	28.30%	23.15%
长期股权投资	130.87	130.87	130.87	130.87	EBITDA 增长率	33.52%	19.22%	31.00%	23.79%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	721.00	1068.53	1382.48	1370.78	毛利率	31.84%	32.78%	33.69%	34.15%
无形资产和开发支出	132.71	121.80	110.89	99.99	三费率	14.31%	14.80%	14.30%	14.00%
其他非流动资产	91.37	90.52	89.67	88.82	净利率	11.62%	12.46%	13.67%	14.36%
资产总计	1961.90	3080.78	3611.50	4258.36	ROE	25.95%	18.59%	20.25%	21.07%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.38%	15.43%	16.88%	17.63%
应付和预收款项	348.01	394.32	456.97	535.63	ROIC	33.45%	33.69%	34.23%	37.71%
长期借款	29.90	29.90	29.90	29.90	EBITDA/销售收入	17.85%	18.28%	20.47%	21.61%
其他负债	88.68	99.73	112.88	129.10	营运能力				
负债合计	496.59	523.95	599.76	694.62	总资产周转率	1.83	1.51	1.33	1.33
股本	360.00	410.00	410.00	410.00	固定资产周转率	8.93	6.23	4.37	4.07
资本公积	72.50	763.19	763.19	763.19	应收账款周转率	1282.32	1183.35	1347.50	1282.89
留存收益	1032.81	1383.64	1838.55	2390.54	存货周转率	5.86	6.16	6.35	6.27
归属母公司股东权益	1465.31	2556.83	3011.75	3563.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.29%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1465.31	2556.83	3011.75	3563.74	资产负债率	25.31%	17.01%	16.61%	16.31%
负债和股东权益合计	1961.90	3080.78	3611.50	4258.36	带息债务/总负债	12.06%	5.71%	4.99%	4.30%
					流动比率	1.96	3.48	3.42	3.95
					速动比率	1.06	2.60	2.50	3.04
					股利支付率	25.56%	26.18%	25.39%	26.49%
					每股指标				
					每股收益	0.93	1.16	1.49	1.83
					每股净资产	3.57	6.24	7.35	8.69
					每股经营现金	1.20	1.38	1.67	2.09
					每股股利	0.24	0.30	0.38	0.49
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	584.54	696.89	912.89	1130.09					
PE	42.22	33.78	26.33	21.38					
PB	10.96	6.28	5.33	4.51					
PS	4.90	4.21	3.60	3.07					
EV/EBITDA	23.45	21.37	16.17	12.56					
股息率	0.61%	0.77%	0.96%	1.24%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn