

强烈推荐-A (维持)

金河生物 002688.SZ

目标估值: 16.10-17.48 元

当前股价: 8.07 元

2017 年 06 月 1 日

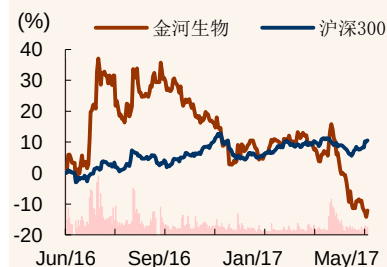
疫苗随风起, 业绩尤可期

基础数据

上证综指	3117
总股本(万股)	63529
已上市流通股(万股)	52862
总市值(亿元)	51
流通市值(亿元)	43
每股净资产(MRQ)	2.4
ROE(TTM)	10.1
资产负债率	40.5%
主要股东	内蒙古金河建筑安装
主要股东持股比例	38.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	-26	-12
相对表现	-18	-25	-26



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《金河生物(002688)——受益下游景气度回升, 环保动保前景广阔》2017-04-18
- 2、《金河生物(002688.sz)-金霉素有望提价, 动物疫苗待爆发》2017-03-06
- 3、《金河生物(002688.sz)-二联疫苗获美许可, 玉米深加工沐浴曙光》2017-01-02

周莎

0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理

雷轶

075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

我国猪圆环疫苗市场潜力巨大, 2012-2015 年复合增速为 35%, 金河佑本凭借其高品质的猪圆环 II 型全病毒灭活疫苗, 成功进入牧原股份的采购目录。

□ 猪圆环疫苗“联姻”牧原, 携手共进

2016 年公司收购杭州佑本 67% 股权的工商变更登记手续已完成, 同年 9 月子公司法玛威收购美国普泰克公司 100% 股权。2016 年 11 月公司推出首个新产品——“佑圆宝”凭借先进的纯化和定量检测工艺, 实现了大客户采购的重大突破, 有望实现“进口替代”, 2017 年佑本猪圆环疫苗与牧原股份“牵手”, 强强联合。此外受益猪圆环疫苗前景广阔, 增长迅速, 国产疫苗占有率提升空间大等因素, 公司疫苗板块有望加速发展。

□ 依托技术优势, 乘风猪圆环疫苗市场

根据中国兽药协会数据, 我国国内疫苗生产企业猪圆环 II 型疫苗收入 2012-2015 年复合增速为 35%, 销售额高速增长。据统计, 国内猪圆环疫苗生产企业市场份额不足 15%, 渗透率 20% 左右, 远低于国外的 47%, 预计未来渗透率有望快速提升, 从而带动整个市场高速增长。我国猪圆环疫苗生产商越来越多地采用基因工程工艺, 其原因并非效果好于全病毒疫苗, 而是因为无法解决全病毒疫苗的纯化和定量检测工艺。事实上, 全病毒疫苗的效果远好于基因工程疫苗; 而金河佑本成功解决了猪圆环全病毒灭活疫苗的纯化和定量检测工艺这个世界级难题, 产品效果和品质处于全球领先地位。

盈利预测与估值: 预计公司 2017/18/19 年营收分别为 19.87/24.45/28.67 亿元, 净利润分别为 2.95/3.77/4.94 亿元, 给予 17 年 35-38 倍 PE, 得出目标价区间为 16.10-17.48 元, 较现价具有 99.50%-166.05% 上涨空间, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示: 玉米价格快速上涨、汇率异常波动、海外收购的协同效应不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1250	1496	1987	2445	2867
同比增长	49%	20%	33%	23%	17%
营业利润(百万元)	121	209	354	448	582
同比增长	45%	73%	69%	27%	30%
净利润(百万元)	105	164	295	377	494
同比增长	36%	57%	80%	28%	31%
每股收益(元)	0.48	0.26	0.46	0.59	0.78
PE	16.8	31.2	23.3	18.2	13.9
PB	1.7	3.4	4.1	3.5	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 2015-2017 的股本为 2.18、6.35、6.35 亿股。

一、猪圆环疫苗“联姻”牧原，携手同进

1、猪圆环疫苗可圈可点

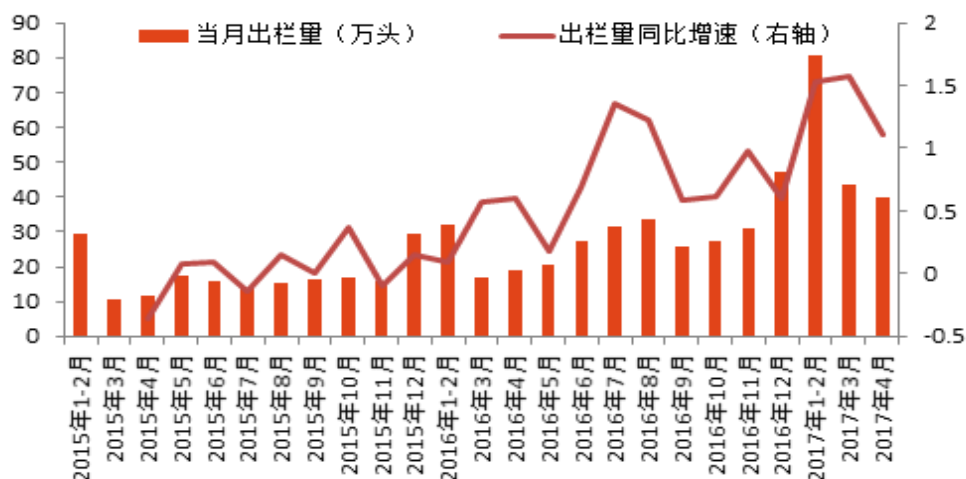
金河生物子公司金河佑本的猪圆环疫苗主要供应牧原股份，2016 年 11 月佑本推出第一款动物疫苗产品猪圆环病毒 II 型灭活疫苗（ZJ/C 株），终端零售价格为 16.8 元/头份。该产品定位于 1000 头母猪以上规模的大型养猪场，具有完整圆环病毒颗粒浓度 $\geq 3 \mu\text{g/ml}$ 、纯度 $\geq 4\%$ 的特点，相对于国际猪圆环疫苗龙头勃林格的产品，浓度更高，价格更低，实现了进口替代。此外，孙公司美国普泰克（子公司法玛威并购 100% 股权）向美国农业部申报的猪支原体-猪圆环病毒 II 型二联疫苗，已经获得美国农业部颁发的兽用生物制品许可证，并于 2017 年 4 月 1 日正式上市销售。未来金河生物可凭借“佑本+普泰克”的合力，利用先进的技术优势和丰富的产品储备，为业绩增长贡献强劲的动力。

佑本的猪圆环疫苗自 2015 年下半年开始进入牧原股份动物实验，至今已进入第三期，前二次实验效果显著，一方面是抗原含量高且稳定，另一方面是免疫后维持机体血液中活病毒零检出的时间长达 80 天，相对于竞争对手（基因工程疫苗仅 30 天）具有较大的优势。抗原含量和免疫后维持机体血液中活病毒零检出的时间是检验与鉴定疫苗效果的两大关键指标，疫苗免疫后维持机体血液中活病毒零检出的时间越长，越有利于规模猪场实现猪群的净化。国外有研究认为，由于猪圆环病毒的特殊性，只有全病毒灭活疫苗才能最终实现猪场的净化。

2、牧原股份需求强劲

牧原 2016 年生猪出栏量为 311.4 万头，我们预测其 2017 年出栏量能够达到 680 万头，增长势头强劲。目前，金河佑本的猪圆环疫苗已经与牧原股份签订了正式采购协议，成为金河佑本疫苗业务扩张的重要里程碑。牧原股份的全程自繁自养一体化模式和单体大规模养殖结构决定了疫病防控的重要性，导致其在选择疫苗产品和供应商时非常谨慎。市场上很多中小生猪养殖场会跟随牧原采购疫苗，从而形成示范效应，带动更多的养殖户订购金河佑本疫苗，进一步扩大金河佑本市场份额。同时，预计佑本的产能瓶颈在 2017 年下半年将得到彻底解除，销量将随之快速增长。同时，销售量和收入增长会带来规模效益，佑本的毛利率和费用率会快速下降，导致公司净利润加速增长。

图 1：牧原股份每月出栏量及其同比增速



资料来源：公司资料、招商证券

牧原猪圆环疫苗需求提升空间巨大：保守估计 2017 年牧原的能繁母猪平均存栏量为 40 万头，假设免疫比例 100%；生猪出栏量 680 万头，假设免疫比例 100%。我们对 2017 年牧原股份的猪圆环疫苗需求进行测算。

- 佑本提供给牧原的疫苗单价为零售价的一半，即 16.8×0.5 元/头份
- 生猪年使用量为 1 头份/年，母猪为 2 头份/年
- 母猪免疫比例 100%，肥猪免疫比例 100%

假设全部采购自佑本，则 2017 年牧原的猪圆环疫苗采购额约为 6384 万元。金河佑本技术先进，产品储备丰富，随着彼此的合作进一步加深，未来盈利空间巨大。

表 1：预计 2017 年牧原的猪圆环免疫规模

	数量 (万头)	疫苗单价 (元/头份)	免疫次数	免疫比例	市值 (万元)
存栏母猪	40	16.8×0.5	2	100%	672
出栏肥猪	680	16.8×0.5	1	100%	5712
合计	720				6384

资料来源：牧原股份年报，招商证券

二、依托技术优势，圆环取得突破

1、猪圆环：生猪养殖的幽灵

猪圆环病毒最早由德国人发现 (PCV)，是迄今发现动物体内最小的病毒，欧美市场对生猪养殖厂的疫病防控能力强，只流行几种疾病，猪圆环病毒位列其中，导致猪圆环病毒疫苗销量自上市以来增长迅速，在猪类疫苗中位居前列。猪圆环病毒分为 1 型 (PCV1) 和 2 型 (PCV2)，而猪圆环病毒病 (PCVD) 是由 PCV2 引起的猪圆环及相关的疾病，包括断奶仔猪多系统衰竭综合症 (PMWS)、皮炎肾炎综合症 (PDNS)、繁殖系统障碍 (RF)、猪呼吸道疾病综合症 (PRDC) 等，这种病毒会造成生长迟缓，生猪免疫能力下降、消瘦甚至死亡。

表 2：猪圆环病毒

	猪圆环病毒（PCV1）	猪圆环病毒（PCV2）
致病性	无	强
并发症	强且多	断奶衰竭综合症（PMWS） 皮炎肾炎综合征（PDNS） 繁殖系统障碍 肺炎 呼吸道疾病

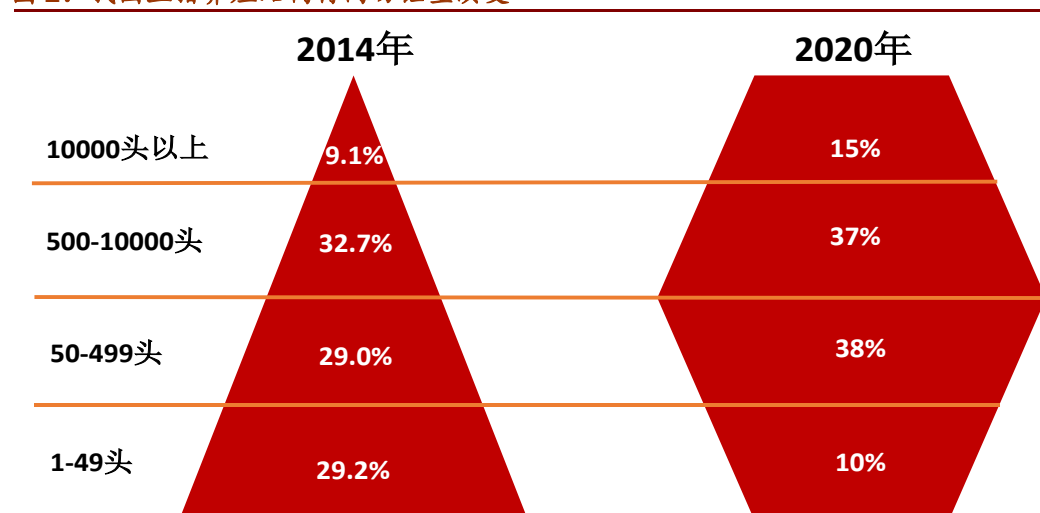
资料来源：新牧网，招商证券

2、猪圆环疫苗市场规模高速增长

渗透率提升潜力巨大。2010 年猪圆环疫苗首次在我国上市，根据农财宝典杂志披露，2015 年我国猪圆环疫苗的渗透率为 20%左右（据勃林格最新发布数据，2016 年中国的猪圆环疫苗渗透率为 27%），同时期欧洲渗透率为 75%，北美 96%，拉丁美洲达到了 64%。按照全球其他国家 5 年增长到 20%左右，10 年达到 80%的速度，我国猪圆环疫苗市场是一块待开发的宝地，蕴含着巨大的商机。

规模化养殖驱动市场发展。中国养猪业自 2007 年开始整合，截止至 2015 年，养殖户数量不断下降，幅度高达 40%。出栏 500 头以上的猪场出栏占比达到 45%，同时场均存栏数提升约一倍，但是仍然处于较低水平。我们认为，未来中国的生猪养猪结构将由目前的金字塔形向纺锤形转变。预计未来三到五年，会出现 2-3 个千万头规模以上的企业；还会涌现出一大批出栏量在 5000-10000 头间的规模猪场。以上两类生猪供应主体将成为国内生猪的主要来源，共同保障稳定的猪肉供应和食品安全。规模化猪场对高品质疫苗的需求持续扩容，将孕育出一批优质的动保企业脱颖而出。

图 2：我国生猪养殖结构将向纺锤型演变



资料来源：公司资料、招商证券

3、疫苗百家争鸣，佑本一枝独秀

目前市场上猪圆环疫苗的种类繁多，按来源分类有进口和国产，据中国动物保健网统计，在我国的大规模猪场中，进口品牌占比达到了 35%，国产品牌 65%，其中主要国产疫苗提供商是普莱柯、海利生物，二者合计占比超过 50%。按照生产方式来划分主要分

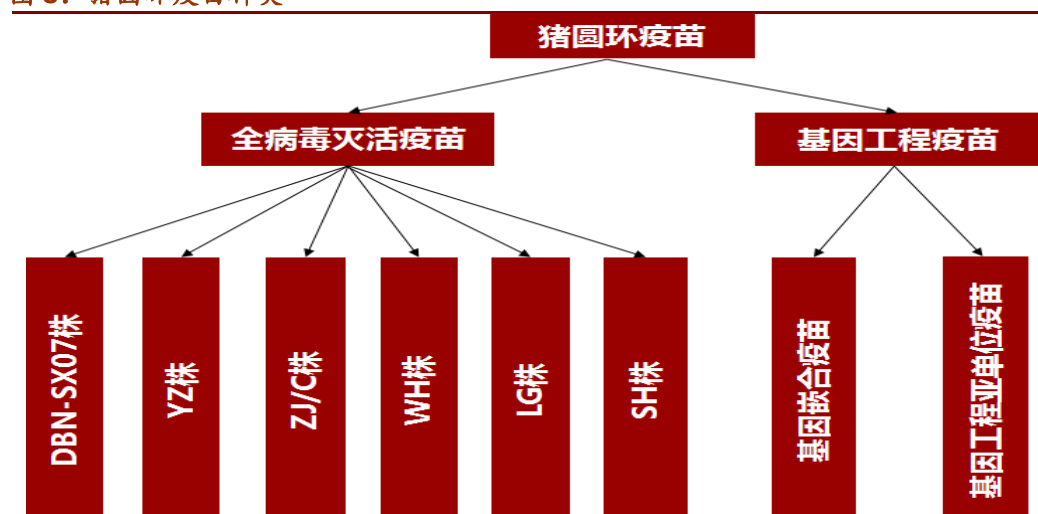
为基因工程疫苗和全病毒灭活疫苗，目前金河佑本采用的是全病毒工艺。

基因工程疫苗：基因工程疫苗的主要原理有二种，一种是利用猪圆环病毒 2 型的 Cap 蛋白在昆虫细胞或大肠杆菌中重组出抗原的主要成分为 PCV2a-Cap 蛋白，制备亚单位疫苗，其次是以富道/硕腾的 PCV1-PCV2 嵌合疫苗为代表，用 PCV-2 的 ORF2 基因替换 PCV-1 的 ORF2 基因，以此来灭活制备基因嵌合体疫苗。基因工程技术采用原核表达和真核表达的方式，对技术要求较高，我国企业与国外大型疫苗厂商还存在一定的差距。生产基因工程疫苗的代表企业主要是勃林格、英特威和先灵葆雅，在我国大规模生猪养殖场中，勃林格的猪圆环基因工程疫苗市场占有率超过了 30%。

全病毒灭活疫苗：原理是对分离的毒株通过化学药剂（如甲醛）灭活制成的疫苗，目前我国企业大多数采用全病毒灭活技术生产疫苗。据中国兽药网统计，截止 2017 年 4 月，我国获得生产猪圆环疫苗资格的厂商共计 32 家，超过 90%的生产商生产全病毒灭活疫苗。

猪圆环疫苗市场的主要生产商有普莱柯、武汉中博、南农高科、海利生物，中牧股份，天邦股份，瑞普生物和生物股份等，由于国内主要圆环疫苗生产企业产品储备主要为单一毒株疫苗，国内各厂商彼此毒株之间的同源性较高，导致抗原含量差别不大的情况下效果差别不大。因而，疫苗中的抗原含量决定了产品效果，形成了抗原含量越高，免疫效果越好的基本格局。

图 3：猪圆环疫苗种类



资料来源：中国兽医杂志、招商证券

表 3：各企业猪圆环病毒简介

主要企业	通用名	商品名	主要成分与含量
武汉中博	猪圆环病毒 2 型杆状病毒载体灭活疫苗 (CP08 株)		疫苗主要成分为表达的猪圆环病毒 2 型 Cap 蛋白, 每头份相对效力 ≥ 1.0
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (WH 株)		主要成分为猪圆环病毒 2 型, 灭活前每头份病毒含量应 $\geq 107.0\text{TCID}_{50}$ 。
南农高科	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (SH 株)	圆克清	疫苗中含有灭活的猪圆环病毒 2 型 SH 株, 灭活前每毫升病毒含量至少为 106.0TCID_{50}
青岛易邦	猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗	易圆净	含有表达的猪圆环病毒 2 型 Cap 蛋白抗原, Cap 蛋白的琼扩效价 $\geq 1:2$, Cap 蛋白含量 $\geq 100 \mu\text{g/ml}$ 。
海利生物	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (LG 株)	圆毕净	本品含灭活的猪圆环病毒 2 型病毒液及适量的免疫佐剂, 灭活前每毫升病毒含量至少为 105.5TCID_{50}
成都天邦	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (DBN-SX07 株)	圆力佳	含灭活的猪圆环病毒 2 型 (SX07 株), 灭活前每毫升病毒含量 $\geq 105.5\text{TCID}_{50}$ 。
杭州佑本	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株)	佑圆宝	完整圆环病毒颗粒浓度 $\geq 3 \mu\text{g/ml}$ 完整圆环病毒颗粒纯度 $\geq 4\%$

资料来源：各公司官网，招商证券

4、金河佑本：技术决定实力

金河的核心竞争力在于解决了纯化和定量检测工艺。金河生物子公司金河佑本已构建完成了四大技术平台：抗原工业化量产技术平台、基因工程亚单位抗原构建技术平台、抗原纯化技术平台、抗原定量检测技术平台，形成了企业独具优势的产品技术优势，这四大技术平台成为产品升级和创新的坚实基础和保障，以此创造出全球顶级的动物疫苗产品。

2016 年公司推出首个动物疫苗战略性产品——“佑圆宝”，佑圆宝是公司利用四大平台生产的第一款具战略意义的高浓度、高纯度的完整圆环病毒颗粒灭活疫苗产品，是公司先进技术的集中体现。未来公司将继续加大研发投入，利用海外子公司技术完善自身，使公司成为疫苗行业的佼佼者。

图 4：杭州佑本——佑圆宝



资料来源：公司官网、招商证券

公司杭州基地有两条悬浮培养生产线，第一期微载体悬浮培养生产线最快 6 月底投产，第二期纯悬浮培养生产线预计 7-8 月投产，除培养罐外，生产线上其他的核心设备全部是进口。每个培养罐容量 1000L，一期共计 6 个培养罐，第二期 16 个培养罐。我们预计两条线的年产能合计为 4-5 亿毫升左右，能够满足未来五年的生产需要。投入成本上第一期累计投入 3 千多万，第二期 6 千多万。此外，工艺技术，产品研发投入和人力资源储备等资本投入量巨大，以此保证生产线技术的先进性。公司打算在内蒙古新增二个基地，一个在呼市经济开发区，包含研究院，销售中心和诊断中心，预计两年后投产。另外一个基地在内蒙古托县，是生产基地。两个基地投资总额 15-16 个亿，我们预计公司将于今年下半年启动定增。

盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预计公司 2017/18/19 年营收分别为 19.87/24.45/28.67 亿元，净利润分别为 2.95/3.77/4.94 亿元，给予 17 年 35-38 倍 PE，得出目标价区间为 16.10-17.48 元，较现价具有 99.50%-166.05%上涨空间，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 4：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	403	348	349	350	449	338
营业毛利	42	61	54	40	58	50
营业费用	16	16	25	20	36	21
管理费用	48	31	43	65	50	37
财务费用	2	9	-4	4	-11	11
投资收益	0	0	0	-4	0	0
营业利润	42	61	54	36	58	50
归属母公司净利润	36	51	44	29	41	41
EPS (元)	0.06	0.08	0.07	0.05	0.06	0.06
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	27.1%	34.1%	35.1%	37.4%	31.0%	36.6%
营业费用率	4.1%	4.6%	7.0%	5.8%	8.0%	6.2%
管理费用率	11.8%	8.8%	12.4%	18.6%	11.1%	10.9%
营业利润率	10.4%	17.5%	15.5%	10.3%	13.0%	14.9%
有效税率	7.6%	11.3%	20.9%	19.9%	24.9%	14.1%
净利率	8.9%	14.5%	12.5%	8.3%	9.1%	12.1%
YoY	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	36.2%	22.6%	30.4%	18.4%	11.3%	-2.9%
归属母公司净利润	138.3%	114.2%	59.8%	64.9%	13.0%	-18.8%

资料来源：公司数据、招商证券

表 5：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
收入合计	1496	1987	2445	2867
兽用药物添加剂	1078	1218	1315	1410
淀粉及联产品	277	300	360	405
污水处理	30	120	150	180
兽药制剂	95	150	300	400
兽用疫苗	41	180	300	450
其他业务	17	19	20	22
收入增长率	19.6%	32.8%	23.1%	17.3%
兽用药物添加剂	4.9%	13.0%	7.9%	7.2%
淀粉及联产品	156.0%	8.4%	20.0%	12.5%
污水处理	131.2%	306.1%	25.0%	20.0%
兽药制剂	-2.3%	58.0%	100.0%	33.3%
兽用疫苗	/	334.9%	66.7%	50.0%
其他业务	211.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	35.1%	37.5%	39.0%	40.1%
兽用药物添加剂	40.9%	38.0%	38.0%	38.0%
淀粉及联产品	5.5%	4.5%	2.5%	1.5%
污水处理	63.8%	70.0%	72.0%	74.0%
兽药制剂	34.3%	53.4%	55.6%	55.6%
兽用疫苗	32.1%	55.0%	55.0%	55.0%
其他业务	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%

资料来源：公司数据、招商证券

表 6：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1250	1496	1987	2445	2867
营业成本	889	984	1222	1491	1717
营业税金及附加	6	14	19	24	14
营业费用	69	97	121	149	174
管理费用	146	189	241	309	362
财务费用	18	(2)	26	20	14
资产减值损失	2	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	121	209	354	448	582
营业外收入	8	12	12	12	12
营业外支出	0	6	6	6	6
利润总额	129	215	360	454	588
所得税	13	41	46	54	64
净利润	116	174	314	400	524
少数股东损益	11	10	18	23	30
归属于母公司净利润	105	164	295	377	494
EPS (元)	0.48	0.26	0.46	0.59	0.78

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

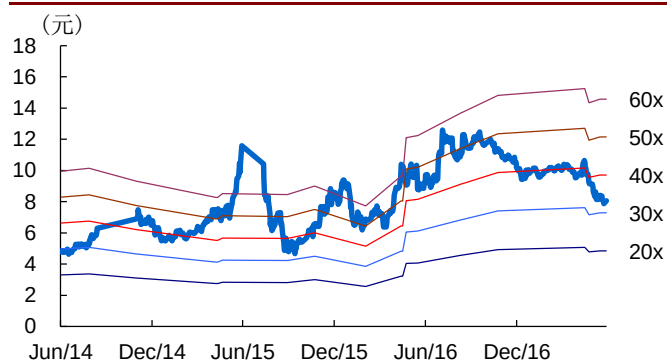
表 7：估值对比表

公司	股价	EPS			盈利增长率			PE			PB	ROE	市值
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E	(MRQ)	(TTM)	
金河生物	8.07	0.48	0.26	0.46	36%	57%	80%	17	31	23	4.29	10.97%	51
中牧股份	18.99	0.64	0.78	0.92	-1%	28%	18%	30	24	21	2.72	9.96%	82
天康生物	7.71	0.27	0.41	0.36	6%	59%	45%	29	19	21	3.29	13.82%	74
天邦股份	8.15	0.51	0.59	0.69	296%	246%	382%	16	14	12	5.50	29.10%	63
生物股份	33.04	0.85	1.11	0.99	19%	35%	27%	39	30	33	5.17	15.64%	203
平均					80%	92%	118%	28	22	22	4.17	17.13%	

资料来源：公司数据、招商证券注：中牧股份、生物股份 EPS 为 wind 一致预测。

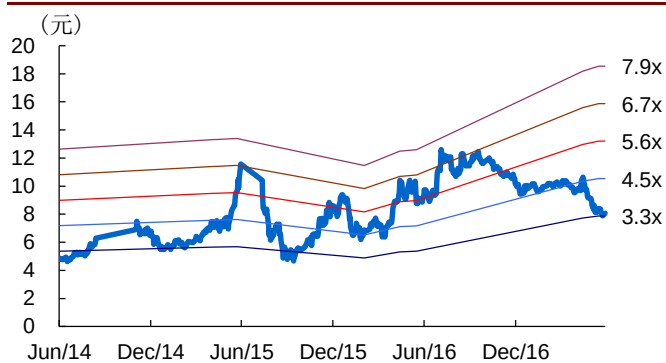
3、PE-PB Band

图 5：金河生物历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：金河生物历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

玉米价格快速上涨、汇率异常波动、海外收购的协同效应不达预期。

参考报告:

- 1、《金河生物(002688.sz)-金霉素有望提价, 动物疫苗待爆发》2017-03-06, 作为全球饲用金霉素绝对龙头, 公司充分受益于国内养殖龙头规模快速扩张下的市场扩容, 以及疫苗新产品放量下的巨大业绩弹性。<http://t.cn/RiuX9J5>
- 2、《金河生物(002688.sz)-二联疫苗获美许可, 玉米深加工沐浴曙光》2017-01-01, 12月29日, 公司公告普泰克公司向美国农业部申报的猪支原体-猪圆环病毒II型二联疫苗获得美国农业部颁发的兽用生物制品许可证。
- 3、《金河生物-市场回暖销量增加, 玉米降价毛利提升》2016-10-28, 10月25日, 公司发布三季报, 前三季度实现营收10.5亿元, 同增23.59%; 归母净利润1.23亿元, 同增79.83%; 单三季度实现归母净利润0.3亿元, 同增64.88%。公司预计2016年归母净利润为1.47-1.88亿元, 同增40%-80%。<http://t.cn/RVnxJr9>
- 4、《金河生物-收购美国普泰克, 渠道+研发完美协同》2016-09-19, 9月18日, 公司发布收购公告。本次收购将海外业务版图拓展到动物疫苗领域, 凭借普泰克雄厚的研发实力及丰富的产品储备将渠道的价值发挥到极致。我们上调公司16/17/18年净利润至2.14/3.15/4.24亿元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。<http://t.cn/RcNR19Q>
- 5、《金河生物-靓丽中报, 成长无忧》2016-8-16, 8月16日公司发布中报, 实现营收6.97亿, 同增26.36%; 归母净利0.94亿, 同增85.04%。单二季度实现收入6.97亿, 同增161%; 净利0.94亿, 同增248%。<http://t.cn/RtQzheQ>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	802	865	925	1133	1403
现金	225	239	136	166	281
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	14	20	26	32	38
应收款项	168	193	252	311	364
其它应收款	17	11	15	18	21
存货	310	300	366	447	514
其他	67	102	130	159	184
非流动资产	1083	1797	1869	1935	1997
长期股权投资	225	1	1	1	1
固定资产	526	671	810	937	1054
无形资产	277	671	604	544	489
其他	55	454	454	453	453
资产总计	1885	2662	2793	3068	3400
流动负债	812	529	442	405	325
短期借款	489	296	194	115	0
应付账款	113	142	176	215	247
预收账款	5	11	13	16	19
其他	206	80	59	59	59
长期负债	19	549	549	549	549
长期借款	0	206	206	206	206
其他	19	343	343	343	343
负债合计	831	1078	991	954	874
股本	218	635	635	635	635
资本公积金	499	430	430	430	430
留存收益	318	431	631	920	1301
少数股东权益	19	88	106	129	160
归属于母公司所有者权益	1035	1496	1696	1985	2366
负债及权益合计	1885	2662	2793	3068	3400

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	215	292	342	419	557
净利润	105	164	295	377	494
折旧摊销	54	57	125	130	135
财务费用	19	26	26	20	14
投资收益	(0)	4	4	4	4
营运资金变动	20	(74)	(128)	(138)	(122)
其它	17	115	20	26	32
投资活动现金流	(371)	(456)	(200)	(200)	(200)
资本支出	(142)	(129)	(197)	(197)	(197)
其他投资	(229)	(328)	(4)	(4)	(4)
筹资活动现金流	196	207	(246)	(188)	(242)
借款变动	234	(316)	(124)	(79)	(115)
普通股增加	0	417	0	0	0
资本公积增加	2	(69)	0	0	0
股利分配	(22)	(44)	(95)	(89)	(113)
其他	(18)	218	(26)	(20)	(14)
现金净增加额	40	43	(104)	30	115

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1250	1496	1987	2445	2867
营业成本	889	984	1222	1491	1717
营业税金及附加	6	14	19	24	14
营业费用	69	97	121	149	174
管理费用	146	189	241	309	362
财务费用	18	(2)	26	20	14
资产减值损失	2	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	121	209	354	448	582
营业外收入	8	12	12	12	12
营业外支出	0	6	6	6	6
利润总额	129	215	360	454	588
所得税	13	41	46	54	64
净利润	116	174	314	400	524
少数股东损益	11	10	18	23	30
归属于母公司净利润	105	164	295	377	494
EPS (元)	0.48	0.26	0.46	0.59	0.78

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	49%	20%	33%	23%	17%
营业利润	45%	73%	69%	27%	30%
净利润	36%	57%	80%	28%	31%
获利能力					
毛利率	28.9%	34.2%	38.5%	39.0%	40.1%
净利率	8.4%	11.0%	14.9%	15.4%	17.2%
ROE	10.1%	11.0%	17.4%	19.0%	20.9%
ROIC	7.5%	8.0%	15.1%	17.0%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	44.1%	40.5%	35.5%	31.1%	25.7%
净负债比率	32.8%	19.7%	14.3%	10.4%	6.1%
流动比率	1.0	1.6	2.1	2.8	4.3
速动比率	0.6	1.1	1.3	1.7	2.7
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	2.9	3.2	3.7	3.7	3.6
应收帐款周转率	7.9	8.3	8.9	8.7	8.5
应付帐款周转率	8.0	7.7	7.7	7.6	7.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.48	0.26	0.46	0.59	0.78
每股经营现金	0.99	0.46	0.54	0.66	0.88
每股净资产	4.75	2.36	2.67	3.12	3.72
每股股利	0.20	0.15	0.14	0.18	0.23
估值比率					
PE	16.8	31.2	23.3	18.2	13.9
PB	1.7	3.4	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	45.3	33.4	17.1	14.4	11.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016 年 1 月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。