

# 火锅面米小龙虾，行业龙头正起航

## ——安井食品(603345.SH)首次覆盖报告

公司动态

### ◆国内火锅料制品龙头企业，业绩稳步增长

公司主要从事火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面米制品等速冻食品的研发、生产和销售，是行业内产品线较为丰富的企业之一。经过多年发展，公司已形成了以华东地区为中心，并以此辐射全国的营销网络，并逐步成长为国内较具影响力和知名度的速冻食品生产企业之一。近三年来，公司营收及归母净利润均保持稳定快速增长。2017年，公司实现营收34.84亿元，同增16.27%；归母净利润2.02亿元，同增14.11%。

### ◆速冻食品行业迎发展，安井品牌优势突出

我国速冻食品行业起步晚、发展快，目前人均年消费量仍不足10千克，对标美国/欧洲/日本的60千克/35千克/20千克存在巨大的增长空间。冷链物流的发展也将助力速冻食品行业增长。随着速冻食品行业洗牌、集中度提升，安井作为火锅料制品龙头企业，品牌优势将会凸显并进一步提高。

### ◆核心优势护航，小龙虾业务值得期待

作为火锅料制品行业的龙头企业，公司全方位地进行布局和管理，成功树立起了自身的核心优势。一方面，受益于庞大的采购规模，公司对上游供应商有较强的议价权。同时，公司于江苏泰州、辽宁、四川和湖北投资建厂以满足市场需求，产能扩张不仅能缓解当前的供需矛盾，也将推动未来营收的增长。在营销方面，公司经过几年的发展，目前已经建立了非常强大的销售模式和营销网络。此外，2018年初公司入股新宏业积极布局小龙虾产业，业绩有望迎来新的增长点。

### ◆估值与评级

三大业务齐头并进，公司有望成长为国内速冻食品行业龙头企业。预测18/19/20年EPS分别为1.23元/1.51元/2.00元，对应PE分别为30倍/25倍/19倍。我们给予公司2018年34倍PE估值，目标价格41.82元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ◆风险提示：

原材料价格波动；食品安全问题；小龙虾业务不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,997	3,484	4,248	5,209	6,282
营业收入增长率	17.00%	16.27%	21.92%	22.65%	20.58%
净利润(百万元)	177	202	265	327	432
净利润增长率	38.23%	14.11%	31.00%	23.19%	32.35%
EPS(元)	0.68	0.78	1.23	1.51	2.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.66%	11.95%	13.97%	15.23%	17.44%
P/E	50	44	30	25	19
P/B	8.8	5.2	4.7	4.1	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年7月11日

### 买入(首次)

当前价/目标价：37.39/41.82元

目标期限：6个月

### 分析师

谢宁铃 (执业证书编号：S0930512060002)

021-22169321

[xienl@ebsecn.com](mailto:xienl@ebsecn.com)

### 联系人

李泽楠

[lzn@ebsecn.com](mailto:lzn@ebsecn.com)

### 市场数据

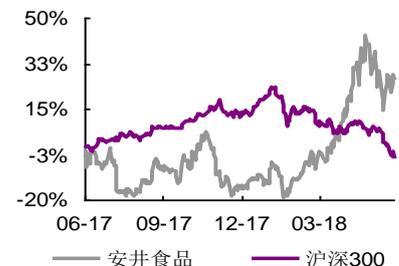
总股本(亿股)：2.16

总市值(亿元)：73.58

一年最低/最高(元)：22.00/39.50

近3月换手率：85.09%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.86	43.52	42.37
绝对	-2.75	31.19	35.31

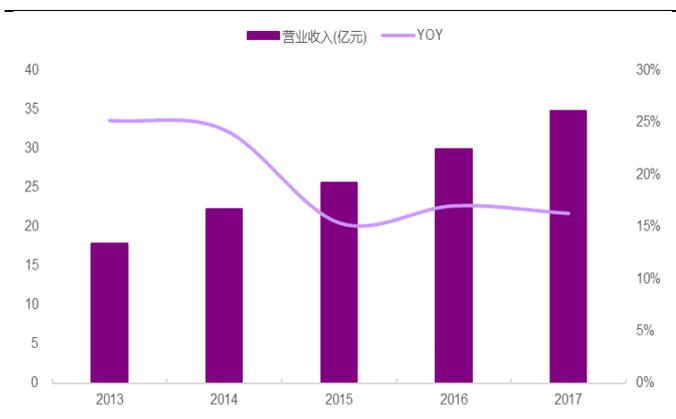
资料来源：Wind

## 1、国内火锅料制品龙头，业绩稳步增长

### 1.1、收入快速增长，盈利能力凸显

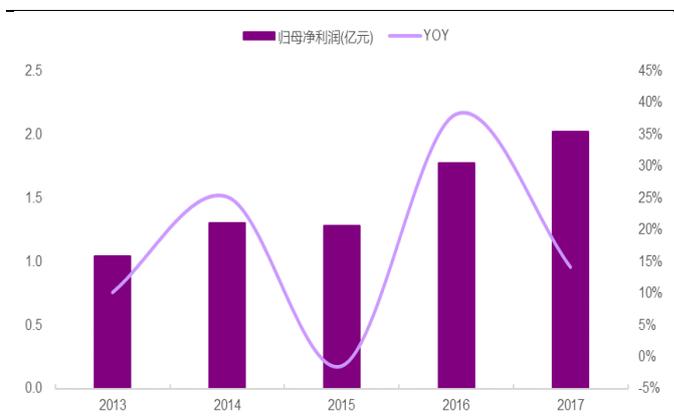
福建安井食品股份有限公司成立于2001年12月，于2017年2月在上海证券交易所主板挂牌上市。公司主要从事火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面米制品等速冻食品的研发、生产和销售，共计6大生产基地8个工厂，是行业内产品线较为丰富的企业之一。经过多年发展，公司逐步成长为国内较具影响力和知名度的速冻食品生产企业之一。近五年来，公司营收保持稳定快速增长。2017年，公司产量超35万吨，实现营收34.84亿元，同增16.27%；归母净利润2.02亿元，同增14.11%。2018年一季度公司实现营收9.56亿元，同增18.93%；归母净利润0.54亿元，同增20.53%，公司业绩近三年来保持稳健增长的步伐。

图 1：公司近 5 年总营收保持快速增长



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：公司近 5 年归母净利润及增速



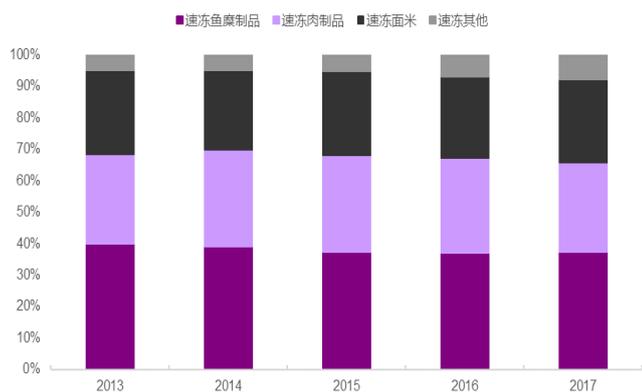
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

### 1.2、深耕华东市场，多渠道联营打造美食集团

公司产品种类已超过300种，确立并执行“火锅料制品为主、面米制品为辅”的产品策略，火锅料做全国品牌，面米制品做华东强势品牌。两大类产品的有机组合有助于公司深度拓展各细分市场，实现“1+1>2”的组合效果。2017年公司火锅料制品销售收入占营业收入的比重为73.17%（其中速冻鱼糜37.08%、速冻肉28.42%、速冻其他7.66%），速冻面米制品占比为26.57%。

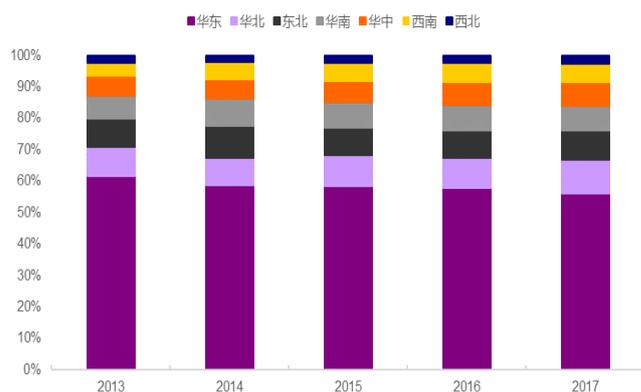
公司生产的速冻产品覆盖全国。从产品销售地域分布来看，人口密集、消费能力强劲的华东地区一直是公司的重点销售区域，近5年来华东地区为总营收贡献均达到约60%。从销售模式上来看，公司已经建立起了经销商模式、商超模式和特通模式三种模式，产品辐射超过4万家销售终端。

图 3：公司近 5 年主要产品结构



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：公司近 5 年各区域营收占比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

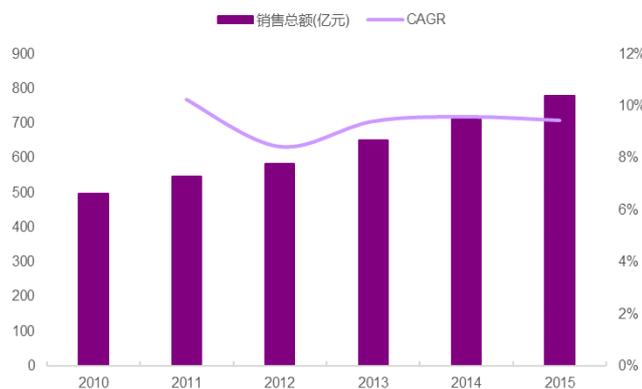
## 2、速冻食品方兴未艾，安井受益行业集中度提升

### 2.1、消费需求增长，推动行业发展

速冻食品由于其成本低、方便快捷、美味卫生等优势越发受到世界各国人民，尤其是发达国家人民的欢迎。前瞻产业研究院发布的《2017-2022 年中国速冻食品行业产销需求与投资预测分析报告》显示，美国速冻食品年产量已达 2000 万吨，人均年消费量超过 60 千克，均居世界第一位，速冻食品更是占据了食品行业的 60% 以上。日本是世界第三、亚洲第一大速冻食品消费市场，2012 年人均年消费量达到了 20 千克。

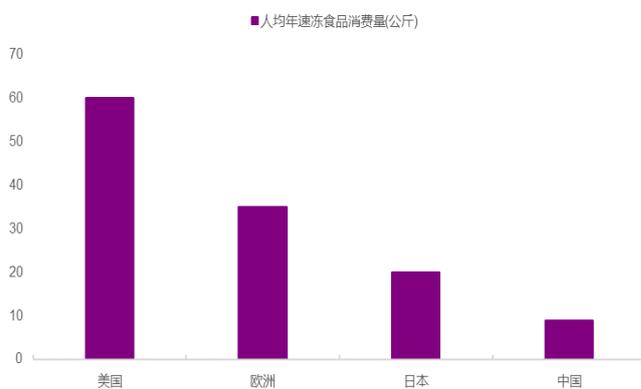
我国速冻食品行业起步较晚，虽然近些年发展较快，但目前人均年消费量不足 10 千克，与发达国家仍存在一定的差距。从国际经验来看，经济越发达、生活节奏越快，对营养方便的速冻食品的需求就越旺盛。随着中国经济的进一步发展，速冻食品将被越来越多的人接受成为日常饮食的一部分，我国对速冻食品的消费需求也将逐渐向发达国家靠拢。

图 5：我国速冻食品销售总额快速增长



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

图 6：我国人均年速冻食品消费量相对较低 (2014 年)

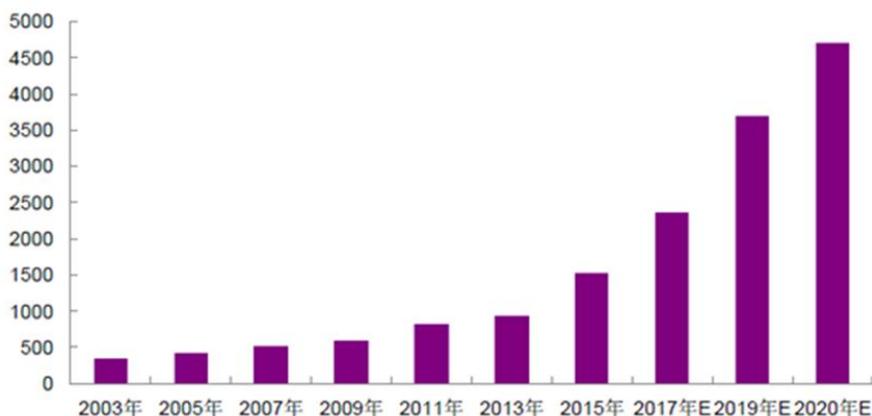


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

## 2.2、冷链物流迅猛发展，助力速冻食品行业

冷链配送系统的完善程度是影响速冻食品销售主要因素之一，近年来，伴随着网购、物流行业的迅猛发展，我国冷链配送系统行业同时迎来快速增长。未来，受益于巨大的市场空间，冷链物流将进一步延续当前的发展势头，消费者购买速冻食品将更加方便快捷，速冻食品行业也将随之受益。

图 7：冷链物流行业市场规模迅速扩大（亿元）



资料来源：中国产业信息网预测，光大证券研究所整理

## 2.3、行业集中度提升，品牌优势彰显

由于进入门槛不高，目前我国火锅料制品市场的竞争格局是行业龙头与大量中小企业并存，尚未有全国性品牌的确立，即便是年销售额最大的安井，所占市场份额也不足 10%。从发达国家过往经验来看，速冻食品行业马太效应突出。食品安全直接关系到国民的身体健康，因此政府监管和舆论监督将日益严格，小企业将因质量等不达标和缺乏有影响力的品牌而逐渐被市场淘汰，大企业由于具备产品质量好、品种多样化、管理规范的优势，在行业竞争中的优势将不断强化，市场份额将日趋集中。

表 1：安井速冻火锅料制品销量领先（2017 年）

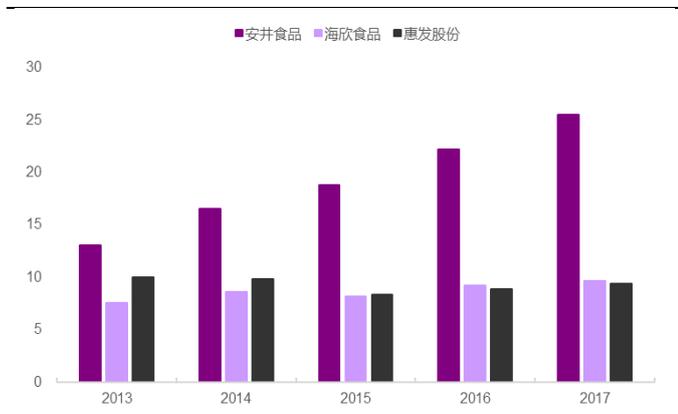
销售规模	商家
20-30 亿元	安井食品
10 亿元左右	海欣食品，汕头海霸王，惠发股份
5-8 亿元	漳州升隆，山东嘉士博，四海，广东津津
3-5 亿元	福建海壹，武汉源香，泉州富邦，广州高技，山东鹤福，山东得利斯，山东福春园
1-3 亿元	麒麟，庆丰，馥华，坤兴，天清，山东三全，济南成友
1 亿元以下	福建海生，佳泽，奇新，骏马，广东万丰，长乐，汕头八记，浙江南方，宁波飞日

资料来源：Wind，公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司坚持中高端定位，坚持“名牌即民牌”的品牌观，全力打造深入民心的品牌。经过多年培育，公司已在消费者中形成良好口碑，品牌美誉度也不断提升。从近几年火锅料制品的营收规模上来看，安井与主要竞争对手海欣食品（主营速冻鱼糜制品）、惠发股份（主营速冻调理肉制品）的差距已

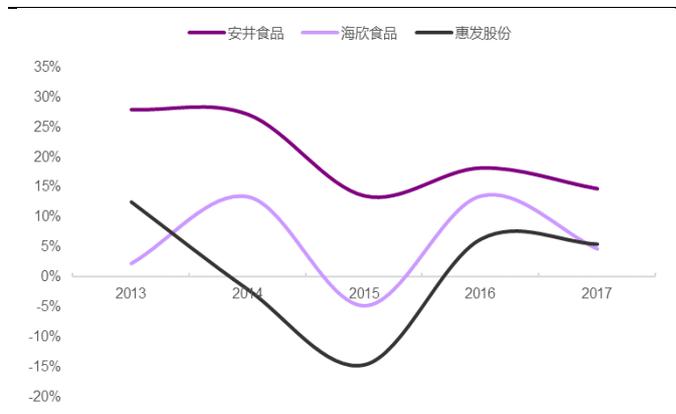
经逐渐拉开。安井不仅在火锅料制品营收总量上超过了两家竞争者之和，在增速上也居于领先身位。公司的品牌优势已经开始凸显，未来有望进一步提升市场份额。

图 8：安井火锅料制品营收已超两大竞争者之和（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 9：安井火锅料制品营收增速同样大幅领先



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

与火锅料制品行业不同的是，速冻面米制品行业已经进入到比较成熟的发展阶段，三全、思念和湾仔码头已经占据了将近七成的市场空间。公司将以追赶行业龙头为目标，力争获取更大的市场份额。

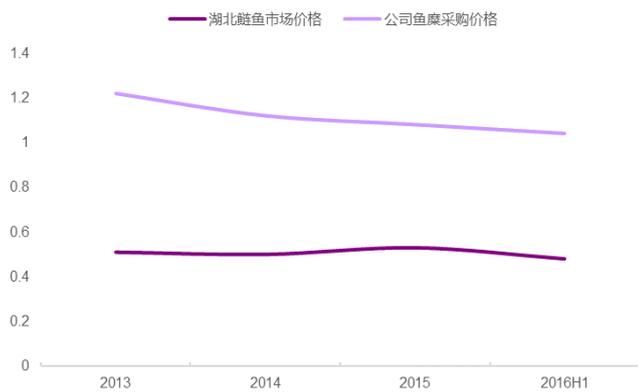
### 3、核心优势构建护城河，布局小龙虾未来可期

#### 3.1、集中采购手握较强议价权

作为火锅料制品行业的龙头企业，公司极具前瞻性地产业链的上下游进行开拓布局和管理。上游方面，由于近几年产能规模的不断提升，公司大量采购原材料，因而对上游供应商有较强的议价权，助力公司控制成本、缩小成本波动带来的负面影响，进一步扩大与竞争者的差距。

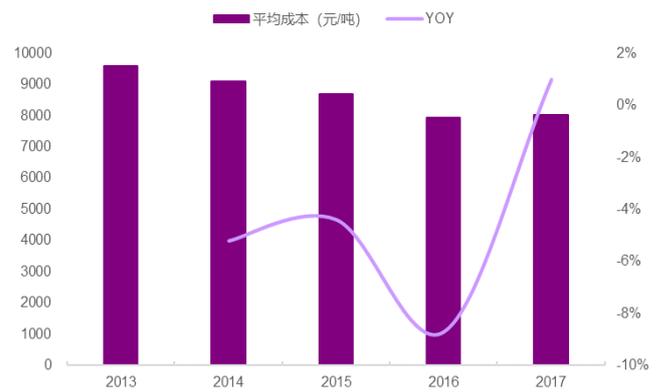
以鱼糜为例，随着业务规模的迅速扩张，公司的鱼糜采购量逐年上升。湖北地区的鲢鱼市场价格稳定在每吨 5000 元左右，而公司的平均采购价格呈现出逐年下降的趋势，反映出公司议价能力随着采购规模的扩大而提升。公司因而在成本控制方面受益，近几年鱼糜制品平均成本逐渐下降。猪肉类产品是公司的另一大原材料，对比活猪市场价格和公司采购价格可以发现，公司近几年采购价格均明显低于市价，与市场价通向波动，同样体现出公司的议价能力。

图 10: 公司鱼糜采购平均价格逐年下降 (万元/吨)



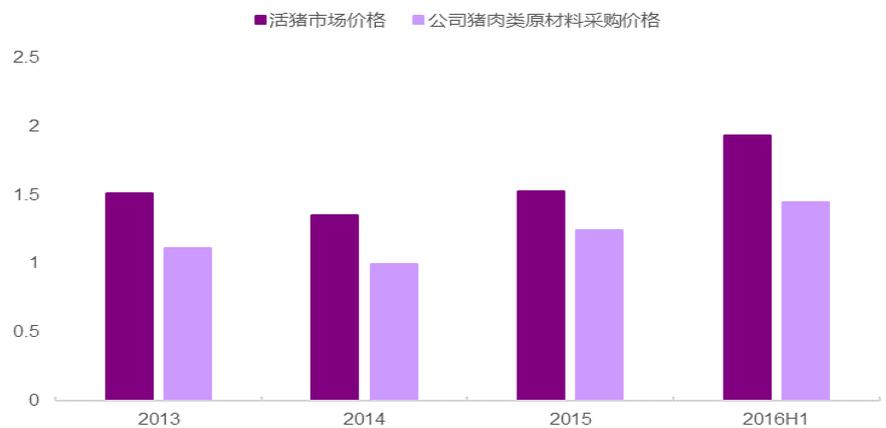
资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

图 11: 公司鱼糜平均成本呈下降趋势



资料来源: 公司年报, 招股说明书, 光大证券研究所整理

图 12: 公司猪肉类原材料采购价低于市场价 (万元/吨)



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

### 3.2、产能扩张叠加强大销售网络优势明显

公司遵循“销地产”的布局策略, 于江苏泰州、辽宁、四川和湖北投资建厂以满足市场需求。2018 年公司总共将新增泰州、辽宁、厦门三地的产能释放, 预计带来超过 40 万吨产能, 总产能提升近 10%。产能扩张一方面将缓解当前存在的供需矛盾, 同时也将推动公司的营收进一步增长。

表 2: 安井产能扩张 (单位: 万吨)

地点	类型	2016	2017	2018E	2019E
厦门	火锅	10	12	12	12
	面米			1	2
泰州	一期	8	8	8	8
	二期			5	6
无锡	面米	8	9	10	10
辽宁	一期	3	5	6	6
	二期				2
华中					2
四川				年底试产	2

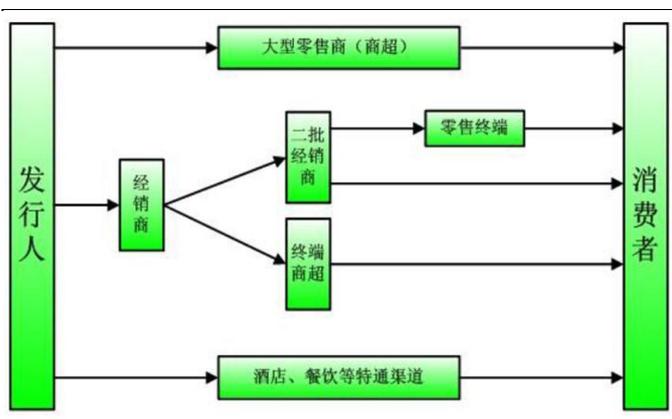
产能合计		29	34	42	50
------	--	----	----	----	----

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司经过几年的发展，目前已经建立了非常强大的销售模式和营销网络，拥有经销商客户 600 余家、商超网点 3000 多个、特通客户 40 多家，产品辐射超过 4 万家销售终端，对比公司主要竞争对手之一海欣食品 17000 多个终端网点优势明显。

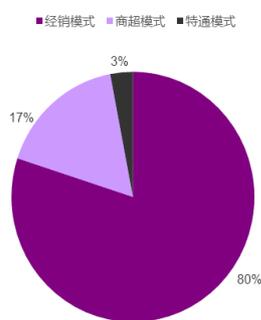
在销售渠道方面，目前公司的渠道策略是“经销商渠道为主，商超渠道为辅”，经销商模式为公司总营收贡献约 80%。公司在国内的商超客户主要包括沃尔玛、家乐福、大润发等国际型大卖场及苏果、华润万家、永辉、物美等国内连锁大卖场。此外，公司也与包括呷哺呷哺、海底捞等在内的国内多家知名餐饮客户和良品铺子等休闲食品客户建立了合作关系。

图 13：公司销售模式流程图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 14：2016 年公司三大销售渠道营收占比



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司根据不同区域市场成熟度和渠道结构情况，制定了不同的经销商客户管理策略。江苏、福建等根据地成熟市场采取密集分销的策略，西北、西南等相对偏远的边缘市场以省级代理为主，上海、北京、广东等重点市场则采取市级代理策略，渠道不断下沉。

表 3：公司各地区市场属性及渠道特点

地区	主要省份	市场属性	渠道特点
华东地区	江苏、福建、浙江、安徽	根据地市场	密集分销
	江西	边缘市场	市级代理
	山东、上海	重点市场	市级代理
华北地区	北京、天津、河北、山西	重点市场	市县代理
	内蒙古	边缘市场	市级代理
西南地区	四川、重庆、贵州、云南	边缘市场	省级代理
华中地区	湖北、湖南、河南	重点市场	市级代理
东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	重点市场	市级代理
华南地区	广东、海南	重点市场	市级代理
西北地区	新疆、陕西、甘肃	边缘市场	省市代理

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

截至目前，公司营销中心下设 5 个分公司，37 个联络处和 6 个独立工作站，销售人员三千多人，远超竞争对手海欣食品与惠发股份。其中，分公

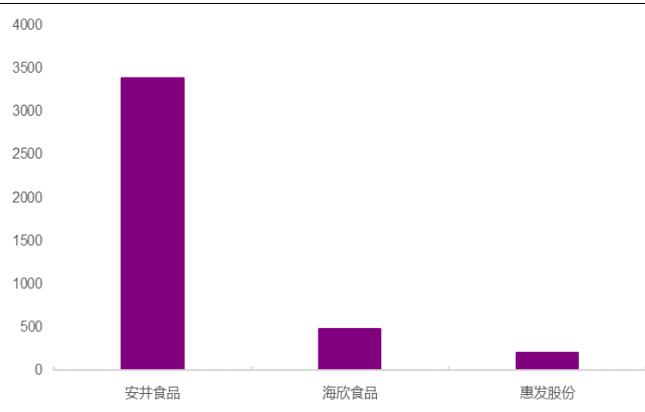
司分布于上海、南京、合肥、厦门、北京五个大中型城市，联络处分布于广州、沈阳、郑州、成都、福州等全国主要城市。强大的营销网络不但有利于公司进一步提升市场份额，也有助于公司在开拓新品时取得先发优势。

图 15: 辐射全国的营销网络



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

图 16: 2017 年安井销售人员数量远超竞争对手



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所整理

### 3.3、进军小龙虾产业开辟新增长点

农业部渔业渔政管理局委托、全国水产技术推广总站编写的《中国小龙虾产业发展报告(2017)》显示,我国小龙虾养殖产量由2007年的26.55万吨增加到2016年的85.23万吨,年均复合增速为13.8%。与此同时,2016年我国小龙虾消费量87.93万吨,2017年中国小龙虾产业养殖产量更是达100万吨,产值收入近2000亿元,我国已成为世界最大的小龙虾生产和消费国家。

图 17: 全国小龙虾养殖产量迅猛增长



资料来源:《中国小龙虾产业发展报告(2017)》, 光大证券研究所整理

小龙虾产业链经济总产值已达千亿级别,但由于季节性及供应链过长等问题,目前市场上还没有出现全国性的小龙虾品牌。公司因时制宜,于2017年6月推出速冻调味小龙虾新品虾客情,获得市场一致好评。与此同时,公司顺应小龙虾产业链发展一体化的趋势,向上游延伸,于2018年初宣布入股拥有完备小龙虾生产线的洪湖市新宏业食品有限公司,不仅保障了公司的

原材料供应，同时也降低了采购成本。2018年4月，新宏业建设完成3万吨小龙虾产能，进一步为公司开拓小龙虾业务铺平了道路，极具前瞻性的战略布局无疑将为公司的发展注入新动力。

小龙虾的消费旺季一般在每年的5-10月，速冻小龙虾可以突破季节性限制，与传统的小龙虾餐饮消费渠道展开差异化竞争，在通过速冻技术延长保质期的同时保留口感，实现反季节销售。在购买方式上，速冻小龙虾除了可以通过传统的餐饮、商超等渠道，还可以通过电商等新兴渠道直接到达消费者，体现出购买方式多样化且更加方便快捷的优势。此外，速冻小龙虾美味即食的便利性特征也可使家庭消费免去清洗、加工等冗杂的工序，迎合了当前消费者的需求的同时将进一步打开市场。受益于公司已有的产业链优势，与同类产品相比，安井小龙虾具备保质期长、综合成本低的竞争优势，单价也明显低于同类产品，在市场竞争中已经占据了有利位置。

**表 4：安井小龙虾价格优势明显**

品名	规格(千克)	价格(元)	单价(元/千克)
安井麻辣小龙虾	0.86	49.00	56.98
周黑鸭小龙虾	0.26	55.90	215.00
麻辣诱惑小龙虾	0.70	99.50	142.14
虾皇潜江小龙虾	1.00	159.00	159.00

资料来源：京东商城，光大证券研究所整理

小龙虾市场空间广阔且属于高毛利产品，入股新宏业后，公司将在试水虾客情产品及新宏业原有小龙虾产品线的基础上加快速冻小龙虾产品的推进行度，预计未来随着小龙虾产业的进一步爆发，安井速冻小龙虾的销售规模将迎来突破性增长，公司有望迎来新的业务增长点。

## 4、盈利预测

### 关键假设

综合考虑公司近几年的业务增长情况及发展战略，我们对公司接下来几年的发展做出如下假设：

假设 1：2018-2020 年，火锅料制品业务将进一步巩固已有的优势，收入增速维持在 15%，毛利率保持平稳在 26.5%。

假设 2：2018-2020 年，速冻面食制品业务将继续追赶行业内龙头企业，收入增速略快于火锅料制品，增速为 20%，毛利率为 27.5%。

假设 3：小龙虾业务的扩张将为公司带来新的增长点，预计 2018-2020 年为公司带来收入 2/5/8 亿元，毛利率为 38%。

### 盈利预测

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 42.48、52.09、62.82 亿元，对应同比增速为 21.92%、22.65%、20.58%；公司 2018-2020 年毛利率分别为 27.27%、27.84%、28.20%；公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.65、3.27、4.32 亿元，对应同比增速为 31.00%、23.19%、32.35%。

表 5：公司营收拆分预测（单位：百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>火锅料制品</b>					
营收	2221.52	2549.15	2931.52	3371.25	3876.94
YOY	18.22%	14.75%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	26.71%	26.13%	26.50%	26.50%	26.50%
<b>速冻面米制品</b>					
营收	773.60	925.86	1111.03	1333.24	1599.89
YOY	13.96%	19.68%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	28.31%	26.88%	27.50%	27.50%	27.50%
<b>调理水产品制品</b>					
营收		3.93	200.00	500.00	800.00
YOY			4989.06%	150.00%	60.00%
毛利率		1.40%	38.00%	38.00%	38.00%
<b>其他业务</b>					
营收	1.39	5.07	5.00	5.00	5.00
YOY	-58.13%	264.75%	-1.38%	0.00%	0.00%
毛利率	22.79%	0.97%	1.00%	1.00%	1.00%
<b>总营收</b>	2996.50	3484.01	4247.55	5209.49	6281.82
<b>YOY</b>	17.00%	16.27%	21.92%	22.65%	20.58%
<b>总毛利率</b>	27.12%	26.27%	27.27%	27.84%	28.20%
<b>归母净利润</b>	177.41	202.43	265.18	326.68	432.37

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

## 5、投资评级

三大业务齐头并进，公司有望成长为国内速冻食品行业龙头企业。我们看好公司的发展空间，预测 18/19/20 年 EPS 分别为 1.23 元/1.51 元/2.00 元，对应 PE 分别为 30 倍/25 倍/19 倍。选取同处食品行业的三全食品（主营速冻米面食品）和双汇发展（主营肉类加工产品）进行比较，考虑到公司作为速冻火锅料制品行业龙头，并且较早地布局速冻小龙虾产业，相比于传统的速冻食品行业，速冻小龙虾产业具有毛利高、待打开市场空间广阔等优势，因而享受一定的估值溢价，我们给予公司 2018 年 34 倍 PE 估值，6 个月目标价为 41.82 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：同类可比公司估值情况（股价截取 2018.7.11 收盘价）

代码	证券	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍数)		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002216	三全食品	6.47	0.15	0.22	0.31	45	30	22
000895	双汇发展	25.50	1.49	1.65	1.83	17	15	14
平均估值						31	23	18
603345	安井食品	37.39	1.23	1.51	2.00	30	25	19

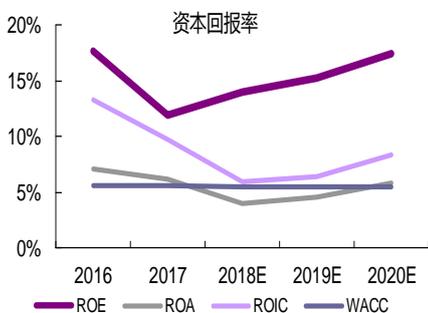
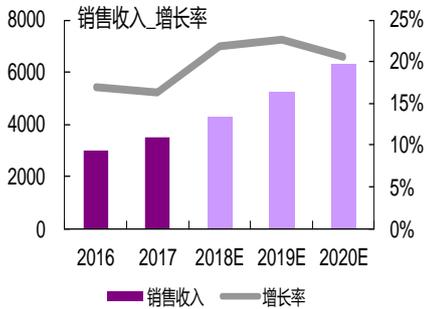
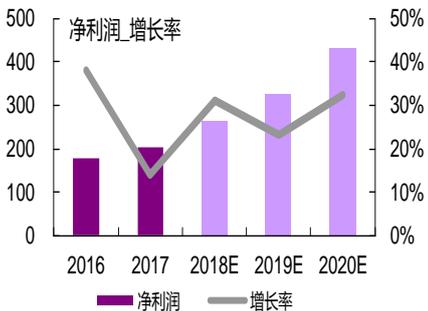
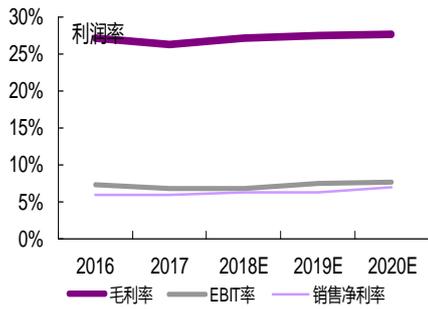
资料来源：安井食品为光大证券研究所预测，其他为 Wind 一致预期

## 6、风险提示

**原材料价格波动：**原材料价格的波动直接影响公司盈利，未来若原材料价格波动幅度过大，有可能造成公司盈利水平的大幅波动。

**食品安全问题：**行业中间产品标准缺失及上下游行业标准不统一可能会导致食品安全监管问题，同行业其他企业若发生重大食品安全事故等也会波及公司。

**小龙虾业务不及预期：**新业务的开展存在一定的风险和不确定性，如果市场需求增速低于预期或公司市场开拓不力，公司小龙虾业务存在推进不及预期风险。



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2997</b>	<b>3484</b>	<b>4248</b>	<b>5209</b>	<b>6282</b>
营业成本	2184	2569	3095	3781	4541
折旧和摊销	85	96	137	144	150
营业税费	25	33	53	52	63
销售费用	424	490	616	755	911
管理费用	145	152	204	234	283
财务费用	6	3	54	127	136
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	7	100	150	200
<b>营业利润</b>	<b>210</b>	<b>252</b>	<b>330</b>	<b>410</b>	<b>548</b>
<b>利润总额</b>	<b>231</b>	<b>263</b>	<b>349</b>	<b>430</b>	<b>569</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>177.41</b>	<b>202.43</b>	<b>265.18</b>	<b>326.68</b>	<b>432.37</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>2479</b>	<b>3251</b>	<b>6697</b>	<b>7103</b>	<b>7473</b>
流动资产	1271	1870	2197	2597	3042
货币资金	378	520	637	781	942
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	106	115	146	179	216
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	3	3	4	5	6
存货	738	804	990	1210	1453
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	973	1150	1158	1120	1055
无形资产	90	88	84	80	76
<b>总负债</b>	<b>1474</b>	<b>1557</b>	<b>4799</b>	<b>4958</b>	<b>4994</b>
无息负债	1302	1387	2781	2209	2718
有息负债	172	170	2018	2749	2275
<b>股东权益</b>	<b>1005</b>	<b>1693</b>	<b>1898</b>	<b>2145</b>	<b>2479</b>
股本	162	216	259	259	259
公积金	158	650	677	709	725
未分配利润	685	827	962	1176	1495
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>217</b>	<b>355</b>	<b>-1266</b>	<b>-380</b>	<b>743</b>
净利润	177	202	265	327	432
折旧摊销	85	96	137	144	150
净营运资金增加	95	447	-1070	972	-64
其他	-140	-391	-598	-1823	225
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-247</b>	<b>-681</b>	<b>-350</b>	<b>0</b>	<b>125</b>
净资本支出	-247	-297	-150	-100	-75
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-383	-200	100	200
<b>融资活动现金流</b>	<b>13</b>	<b>480</b>	<b>1733</b>	<b>524</b>	<b>-707</b>
股本变化	0	54	43	0	0
债务净变化	-1	-2	1848	731	-473
无息负债变化	187	86	1394	-572	509
<b>净现金流</b>	<b>-18</b>	<b>154</b>	<b>117</b>	<b>144</b>	<b>161</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	17.00%	16.27%	21.92%	22.65%	20.58%
净利润增长率	38.23%	14.11%	31.00%	23.19%	32.35%
EBITDA 增长率	46.54%	10.46%	26.32%	26.09%	19.27%
EBIT 增长率	49.42%	9.34%	19.70%	36.23%	25.12%
<b>估值指标</b>					
PE	53	46	30	25	19
PB	9	6	5	4	4
EV/EBITDA	20	24	26	22	18
EV/EBIT	28	34	39	30	23
EV/NOPLAT	37	44	51	40	31
EV/Sales	2	2	3	2	2
EV/IC	5	4	3	3	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	27.12%	26.27%	27.15%	27.43%	27.71%
EBITDA 率	10.07%	9.57%	9.91%	10.19%	10.08%
EBIT 率	7.23%	6.80%	6.68%	7.42%	7.70%
税前净利润率	7.71%	7.56%	8.21%	8.25%	9.06%
税后净利润率 (归属母公司)	5.92%	5.81%	6.24%	6.27%	6.88%
ROA	7.16%	6.23%	3.96%	4.60%	5.79%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.66%	11.95%	13.97%	15.23%	17.44%
经营性 ROIC	13.34%	9.76%	5.96%	6.46%	8.34%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.90	1.25	0.46	0.53	0.62
速动比率	0.38	0.71	0.25	0.28	0.32
归属母公司权益/有息债务	5.84	9.96	0.94	0.78	1.09
有形资产/有息债务	13.75	18.37	1.87	1.52	2.00
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.68	0.78	1.23	1.51	2.00
每股红利	0.15	0.24	0.31	0.38	0.50
每股经营现金流	0.84	1.37	-4.88	-1.47	2.86
每股自由现金流(FCFF)	-0.34	-1.79	4.90	-2.44	1.96
每股净资产	3.87	6.53	7.32	8.27	9.56
每股销售收入	11.56	13.44	16.38	20.09	24.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
安玲娟		021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
吴冕			18682306302	wumian@ebscn.com	
吕程		021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
李经夏		021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
高霆		021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元		021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
任真		021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
俞灵杰		021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	