



俱乐部模式运营, 户外生活领导者

投资要点

- **专业户外用品零售商:** 公司是以经营专业户外用品为主、大众户外用品为辅, 线上线下同步发展, 各门店全资直营的户外用品多渠道连锁零售商。目前下辖 37 家门店, 主要分布在一、二线城市。公司实际控制人张恒是户外运动爱好者, 对公司定位、目标客户群、公司的产品结构和品牌结构都有非常清晰的认识, 准确把握渠道运营的专业性, 对市场潮流有快速反应。
- **行业处于成长期, 加之政策催化, 未来空间广阔:** 户外行业在中国是一个快速成长的新兴产业, 从市场容量和消费额占比来看, 欧盟和美国都遥遥领先, 我国户外行业仍处于萌芽阶段。随着健康意识的提高, 户外消费理念提升, 年轻消费群体对于新型体育运动的兴趣更强, 体育消费从传统体育项目转向娱乐性和观赏性更强的项目, 如马拉松、攀岩、户外滑雪等, 将带动户外用品比重快速提升。加之今年多项体育政策连续出台, 冬奥申办成功的刺激, 户外运动也将突破少数专业爱好者的限制, 发展空间广阔。
- **户外用品的功能性和专业性成就专业渠道商:** 我们认为未来专业渠道商将迎来发展先机, 主要由于 1) 近年户外用品品牌数快速增长, 品牌商之间竞争激烈, 竞争壁垒越来越难确立。但对于渠道商而言, 品牌数量的增多意味着可选品牌更加丰富, 渠道商议价能力变强; 2) 目前国内户外用品销售渠道仍以商场店为主, 商场店由于租金高、空间有限, 一般只销售个别爆款产品, 装备类和细分领域的小众产品较少, 对产品性能、体验感重视程度不够, 无法实现一站式购物。纵观美国运动品发展历程, 过去十几年运动品行业的时代特征是功能性和专业性在强化, 需求越来越细分, 品牌在弱化。基于此, 我们认为能为消费者提供商品销售、活动组织、赛事举办的全方位户外运动服务体系的专业渠道商竞争地位将加强。公司通过旗下的俱乐部以会员制模式提供除商品销售外的高附加值服务, 提升用户粘性的同时构筑多方位盈利体系, 有望成长为中国版 REI。
- **估值与评级:** 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.43 元、0.46 元和 0.51 元, 由于公司 2015 年 12 月刚上市, 已经享有较高的次新股估值溢价, 目前暂不给予估值与评级。
- **风险提示:** 终端销售不景气的风险; 俱乐部运作不达预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	291.50	317.41	353.53	403.38
增长率	2.65%	8.89%	11.38%	14.10%
归属母公司净利润(百万元)	27.85	28.94	30.86	34.44
增长率	-14.53%	3.91%	6.63%	11.61%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.43	0.46	0.51
净资产收益率 ROE	14.09%	8.80%	8.78%	9.12%
PE	220	211	198	178
PB	30.95	18.61	17.40	16.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

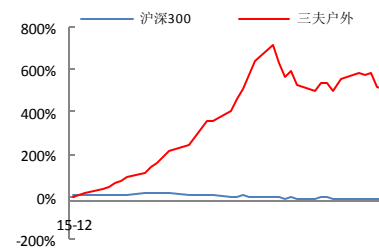
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	0.67
流通 A 股(亿股)	0.17
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	55.08
总资产(亿元)	2.33
每股净资产(元)	4.17

相关研究

目 录

1. 户外生活领导者.....	1
2. 分享户外用品市场高速增长红利.....	2
2.1 行业处于成长期，对比欧美空间广阔.....	2
2.2 政策冬奥双催化，冰雪运动始爆发.....	3
2.3 行业集中度低，盈利能力有待增强.....	4
3. 公司有望成长为中国版 REI.....	5
4. 盈利预测与投资建议.....	6

图 目 录

图 1: 公司主营业务收入及同比增长情况.....	1
图 2: 公司净利润及同比增长情况.....	1
图 3: 户外用品门店增长情况.....	2
图 4: 户外用品零售额增长情况.....	2
图 5: 各国户外用品消费占 GDP 比重.....	2
图 6: 户外用品零售额情况.....	2
图 7: 户外用品品牌数变化（个）.....	3
图 8: 户外用品渠道变化（家）.....	3

表 目 录

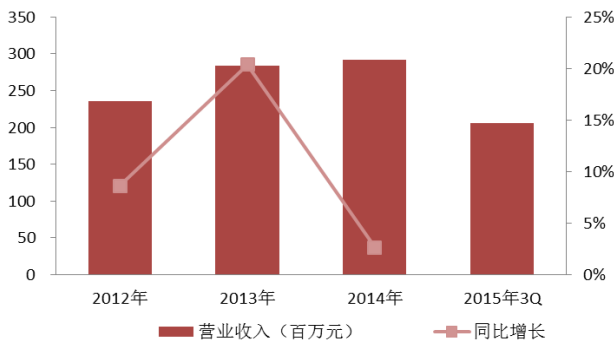
表 1: 近年出台的关于促进体育产业发展的政策.....	4
表 2: 各户外品牌毛利率变动情况.....	5
表 3: 分业务收入（百万元）及毛利率.....	6
附表: 财务预测与估值.....	8

1. 户外生活领导者

公司是以经营专业户外用品为主、大众户外用品为辅，线下线上同步发展，各门店全资直营的户外用品多渠道连锁零售商。经营产品主要分为户外服装、户外鞋袜与户外装备三大类别，并陆续引入自驾车类、儿童户外、自行车类、跑步、滑雪类产品，基本覆盖了户外用品的所有种类；经营的品牌约 380 多个，覆盖了户外用品主流品牌，以高中端品牌为主、低端品牌为辅。近年来，公司以专业户外店为基本业态，以商场店为补充，并与电商和移动互联网渠道进行整合。截至 2015 年 11 月，公司共有 15 家子公司，下辖 37 家门店，分布于北京、上海、深圳、南京、杭州、成都、沈阳、长春、石家庄、青岛、苏州、无锡等城市。

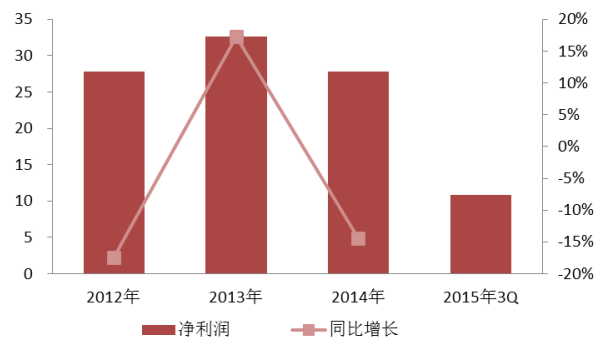
公司业绩状况：公司 2012-2014 年实现营收 2.36、2.84 和 2.92 亿元，同比增速为 8.6%/20.4%/2.7%；实现净利润为 0.28、0.33 和 0.28 亿元，分别同比增长 -17.4%/17.3%/-14.5%。户外行业处于爆发前的混战期，受国内品牌自有渠道的冲击，14 年出现下滑，预计 15 年收入端和利润端均有所回升。公司销售主要集中在华北、东北以及华东地区。公司的销售存在明显的季节性，春夏季销售较淡，秋冬季为旺季。

图 1: 公司主营业务收入及同比增长情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司净利润及同比增长情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

高层爱好户外运动，准确甄别产品：公司创始人张恒，现任公司董事长兼总经理，国际市民体育联盟第二届中国十大徒步人物，中国纺织协会中国纺织服装商业 20 年杰出人物，多次作为户外经理人，并多次获得创业类大奖。专业户外用品连锁零售企业需要拥有对户外产品的深刻了解，根据公司定位和目标客户群，确定公司的产品结构、品牌结构，同时合理规划产品门类组合、高中低端配比，还要对产品的功能性、专业性、面料等进行甄别，张恒先生兼具户外运动专业知识、服装连锁专业知识和对市场潮流的把握，能够对公司的产品结构做出合理规划，并且甄别具有市场潜力的产品。

多渠道运营，俱乐部联动发展：公司以连锁专业店为基础，积极发展线上端，通过俱乐部开拓会员、组织活动、提高用户粘性，借由网络扩大销售覆盖面，形成多渠道多层次的成熟运营模式。电商业务发展良好，在户外用品品类均位于前列，2012 年线上销售额 4.3% 的占比上升到 2015 年上半年的 11.6%，线上渗透率提高。三夫俱乐部每年组织多场户外活动，以 2014 年为例，公司仅在北京、上海就组织各项户外活动近 350 次，上万户外爱好者参与，公司也借此从产品零售商转为户外运动综合服务商，成为我国户外生活的专业领导者。公司现有全国会员总数超过 16 万人，且 2010 年 1 月至今平均每月保持约 2000 人的高速增长。公司的大部分收入靠会员贡献，表明公司已经有较高的会员基础，这部分变现有很大空间。

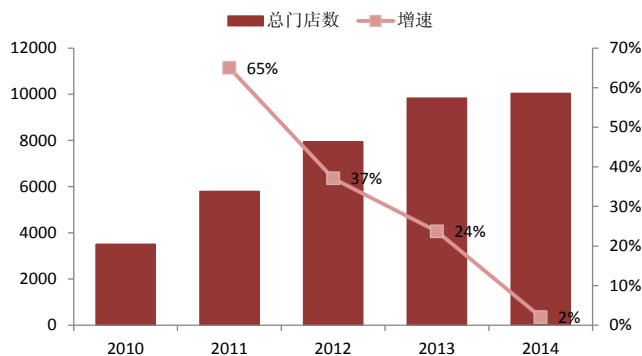
公司会员具有稳定性强、忠诚度高的特点，入会时间超过 1 年的会员超过 80%，超过 2 年的会员占比超过 60%，超过 3 年的会员占比达到 40%。

2. 分享户外用品市场高速增长红利

2.1 行业处于成长期，对比欧美空间广阔

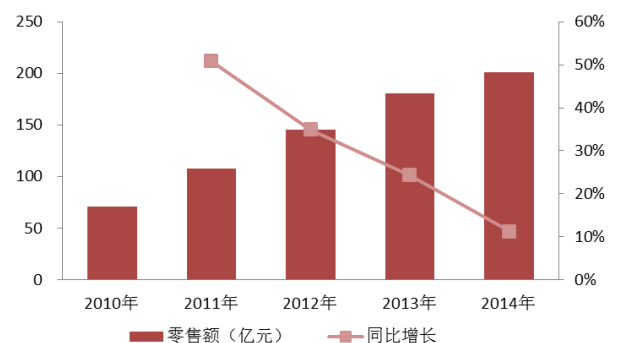
户外行业在中国是一个快速成长的新兴产业。根据 COCA 统计，2013、2014 年中国专业户外运动用品的零售总额分别是 181 亿和 201 亿元，2013 年和 2014 年分别同比上涨 24.3% 和 11.3%，专业店数量稳步上升达到 2000 余家，但期间门店数量增幅小于零售额增幅，说明户外用品单店的盈利能力提升迅速，户外品牌商和渠道商均取得了健康快速的发展。

图 3: 户外用品门店增长情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

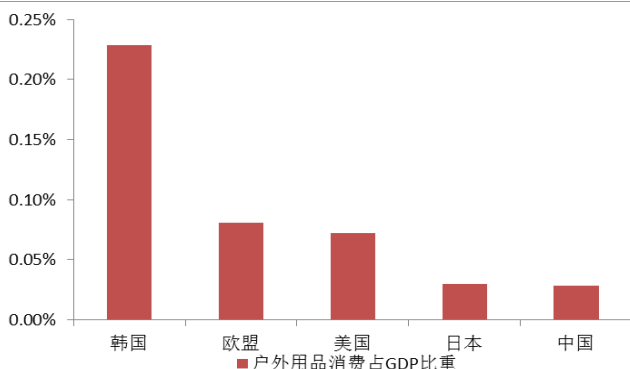
图 4: 户外用品零售额增长情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

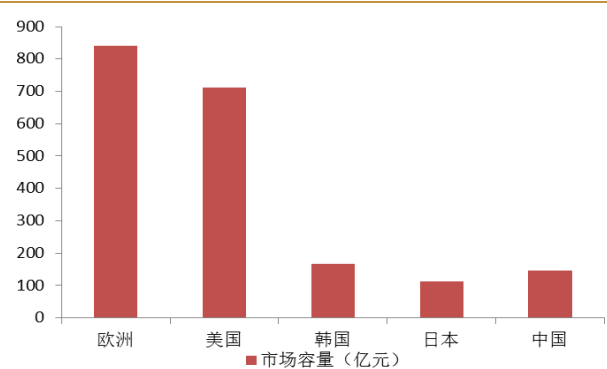
户外行业在欧美已有上百年发展历史，据美国户外产业协会（OIA）统计，2013 年美国户外运动用品零售额为 119 亿美元；据欧洲户外集团（EOG）的统计，2012 年欧洲专业户外运动用品零售总额为 101 亿欧元，日本、韩国近几十年来户外运动产业也发展迅猛。2012 年，从市场容量而言，欧盟、美国遥遥领先，中国与日韩在总量上差距不大，但人均消费水平远落后于日韩；从户外用品消费额占 GDP 比重而言，韩国最高，欧盟、美国次之，当年中国的 GDP 为欧盟的 50% 左右，但户外用品消费额仅为欧盟的 17.28%。因此，随着健康意识的提高，户外消费理念提升，户外用品额比重将进一步加大，户外用品市场广阔。

图 5: 各国户外用品消费占 GDP 比重



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 户外用品零售额情况

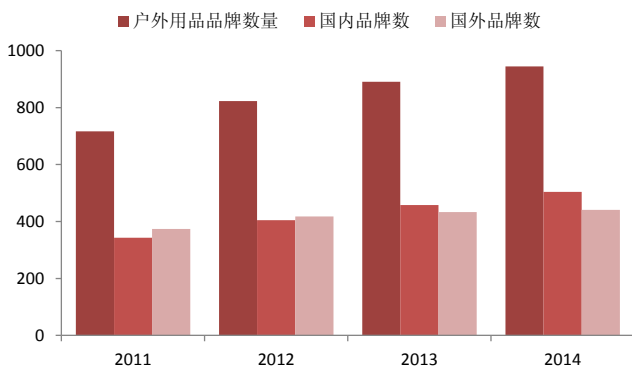


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

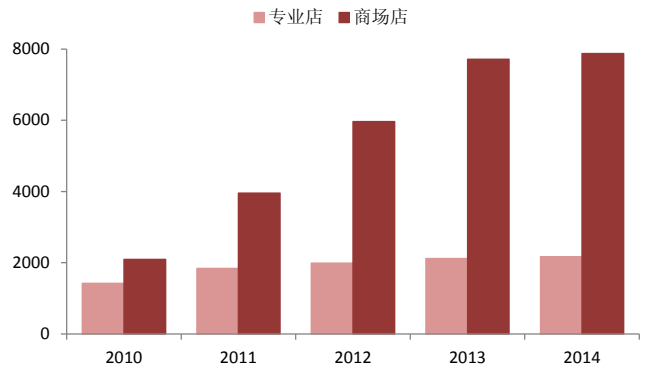
目前国内销售的户外用品品牌数超过 900 个，其中国内品牌数在 2013 年首次赶超国外品牌数量，达到 504 个（2014 年），海外品牌数增长有限，竞争格局稳定。由此可见我国户外用品生产制造企业逐渐进入爆发前期，当然我国民族品牌主要定位中端，高端产品仍被国外品牌占据，像始祖鸟、乐斯菲斯、哥伦比亚都是典型的海外品牌商。

但相比品牌商之间的激烈竞争，渠道竞争相对缓和。零售终端数量稳步增长，2014 年户外店总数达到 10037 家。户外产品销售渠道表现出我国户外行业尚未成熟的两大特点：专业性不够强、消费频次较低。户外用品主要在商场销售，商场店数量快速上升，从 2010 年的 2000 家增长到 2014 年的 7800 多家。而专业店开店速度则明显放缓，最近几年门店数一直稳定在 2000 余家。商场店由于租金较高、空间有限，一般只销售个别爆款产品，装备类和细分领域的小众产品较少，对产品性能、体验感重视程度不够，无法实现一站式购物。反观国外户外品牌销售渠道，多以专业体验店为主。将体验感做到极致的当属迪卡侬，涵盖了潜水、游泳、篮球、足球、自行车、羽毛球、高尔夫球、攀岩等 35000 多种产品，服装、配饰、装备、器械等均有，大众化和细分类产品同在，以实现中低端多层次覆盖。迪卡侬着力创造体验式的购物环境，商场内部和周围设有产品体验区和免费运动场，定期举办活动，消费者可以充分体验高尔夫、攀岩、轮滑等各项运动。

我们认为，过去十几年运动品行业的时代特征是功能性和专业性在强化，需求越来越细分，品牌在弱化。对于品牌商来说，随着品牌数逐年增多，国内市场的竞争日趋激烈，竞争壁垒越来越难确立。但对于渠道商而言，品牌数量的增多意味着可选品牌更加丰富，渠道商议价能力变强。基于此，我们认为一站式购物的户外用品渠道商将迎来发展先机，尤其有益于三夫户外这种以专业店为主要渠道的零售商。

图 7: 户外用品品牌数变化 (个)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 户外用品渠道变化 (家)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 政策冬奥双催化，冰雪运动始爆发

2015 年 7 月 31 日，北京与张家口成功申办 2022 年冬奥会的外部刺激将会极大地促进冰雪项目这一细分领域户外运动的普及。奥组委预测到 2022 年将有 3 亿人参与冰雪运动，产生巨大的市场空间。而在消费层面，2014 年国内人均 GDP 约 7500 美金，群众对运动健身的消费需求增加；体育消费从传统的体育鞋服的消费转向娱乐性消费和观赏性消费；年轻消费群体对于新型体育运动的消费需求增强，如冰上运动、马拉松、户外滑雪运动等。

近年来，国家出台多项政策大力支持体育产业发展，鼓励全民健身。随着经济发展，人们对生活品质追求提高，体育运动市场逐步释放，在多重政策利好下，我国体育事业发展明显。2014-2015年，全国各大城市相继举办多场马拉松大赛，全民运动风潮掀起。户外运动也将突破少数专业爱好者的限制，更加大众化。

表 1: 近年出台的关于促进体育产业发展的政策

时间	相关政策	发布部门	相关内容
2014年10月	《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国务院	鼓励社会资本进入体育产业领域，建设体育设施，开发体育产品、提供体育服务。进一步拓宽体育产业投融资渠道，支持符合条件的体育产品、服务等企业上市，支持符合条件的企业发行债券、公司债、短期融资券、中小企业集合票据和中小企业私募债等非金融企业债务融资工具。鼓励各类金融机构在风险可控、商业持续的基础上积极开发新产品，拓业务增基础上积极开发新产品，开拓业务，增加适合中小微体育企业的信贷品种。
2013年2月	《国民旅游休闲纲要（2013—2020年）》	国务院	（五）推进国民旅游休闲基础设施建设。加强城市休闲公园、休闲街区、环城市游憩带、特色旅游村镇建设，营造居民休闲空间。 （六）加强国民旅游休闲产品开发与活动组织。鼓励开展城市周边乡村度假，积极发展自行车旅游、自驾车旅游、体育健身旅游、医疗养生旅游、温泉冰雪旅游、邮轮游艇旅游等旅游休闲产品，弘扬优秀传统文化。大力发展红色旅游，提高红色旅游经典景区和精品线路的吸引力和影响力。
2011年4月	《体育事业发展“十二五”规划》	国家体育总局	（三十二）引导和扩大体育消费需求。适应人民群众生活水平提高、消费结构变化的新形势，加强宣传和引导，更新群众体育消费观念，积极扩大群众体育消费。不断增强体育产品和服务的供给能力，提升体育产品与服务的质量，以优质的服务促进体育消费，保护消费者的合法权益。合理引导高、中、低收入群体的体育消费行为，积极扩大中低收入群体体育消费需求，满足消费者的多元需要。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 行业集中度低，盈利能力有待增强

户外用品零售行业的集中度较低，店铺规模、企业规模普遍较小，连锁化程度较低，与传统的超市连锁行业、电器连锁零售业，或者与国外的户外用品连锁零售业相比，国内户外用品连锁零售行业尚处于萌芽期。

渠道商的企业规模在一定程度上决定其竞争力和盈利能力。经营较大连锁零售企业既能够增强其对上游供应商的采购优势以获得较低成本；又能够发挥规模效应、降低运营成本节约费用。公司作为国内多品牌户外用品连锁零售行业中门店较多、分布区域较广、销售额位于前列的企业，同样具有店铺规模较小的问题。国美、苏宁等电器零售卖场的面积一般在3000平方米以上，沃尔玛、联华等超市的卖场面积一般在5000平方米以上，美国最大的户外用品零售商REI与欧洲最大的体育用品零售商迪卡侬的经营面积一般在2000平方米以上，国内户外用品门店的经营面积一般在200-500平方米，旗舰店一般也在1000-1500平方米，远小于电器零售卖场、超市与国外同行，不能充分发挥规模效益的优势。

户外用品零售商整体毛利率水平在30%-45%之间。根据COCA统计，自2006年以来全行业的毛利率逐年提升，预计未来行业平均毛利率还将稳中有升。主要原因在于户外用品市场规模扩大，零售商店数量增加、经营规模扩大、零售商规模效益日益凸显，在定价上的议价能力增强，从而促使毛利率提升。

表 2: 各户外品牌毛利率变动情况

品牌	2012 年毛利率	2013 年毛利率	2014 年毛利率
三夫户外	41.97%	41.60%	43.60%
探路者	50.94%	50.02%	48.84%
美国 REI	41.57%	43.06%	43.31%
哥伦比亚	42.91%	44.13%	45.46%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3. 公司有望成长为中国版 REI

REI 是一家专做户外和运动产品销售的渠道品牌, 是全球最大的户外用品连锁零售组织, 2014 年销售额超过 20 亿美元, 最大的直营分店面积超过 10000 平米。作为中国户外渠道商龙头, 公司有望成长为中国式的 REI。

REI 的经营模式是会员制。2014 年底, REI 已拥有 550 万活跃会员, 该年新增会员数达到 95 万。REI 的会员每年支付一定额度的会员费, 购买产品上可享受一系列价格优惠及无限期退货服务。除了户外产品 REI 还为顾客提供技能培训、专家咨询、装备购买建议、活动策划等一系列的有偿服务。REI 时常组织形式多样的户外旅行活动, 包括徒步、登山、划船、自行车、皮划艇等, 旅行形式包括家庭旅行、度假、志愿者旅行、周末旅行等多种形式。REI 定期为其会员邮寄目录, 这一传统自 1948 年延续至今, 通过这些方式达到宣传公司品牌的目的, 促使会员重复消费, 提高复购率。REI 的会员贡献了该公司大约 80% 的销售收入, 复购频率很高。正是因为服务内容多样, REI 的收入结构程多元化发展, 公司除销售收入外, 还获得包括培训收入、户外活动组织收入等。公司强大的用户基础和高粘性铸就足够深的护城河。

公司与 REI 相似, 也采用会员制度, 通过俱乐部模式经营。公司旗下的三夫俱乐部已在全国六个城市建立了分部, 是国内目前专业工作人员最多, 规模最大的专业户外运动俱乐部之一, 现有全国会员总数近 16 万人, 2014 年, 公司会员总消费额约 1.85 亿元, 占公司营业收入的 64%。俱乐部会员是公司长期稳定的消费群体, 变现力强, 品牌忠诚度高, 消费频次高, 对价格的敏感度较低, 对品牌的树造起关键作用。

通过组织户外活动、举办赛事等多种方式, 提供高附加值服务, 营造体验式消费模式, 构筑商品销售、活动组织、赛事举办的全方位户外运动服务体系。对比 REI, 公司从会员发展规模, 会员消费额占比和总额上都还有很大的成长空间, 目前中国户外运动正进入大众化阶段, 市场规模还远小于美国市场, 而三夫作为行业龙头市占率近 1.5%, 远低于美国成熟市场龙头 REI 18.6% 的市占率, 未来不管是行业空间还是市占率空间考虑, 公司都有很大的发展潜力。

户外用品行业的市场化程度更高, 其运动特性要求专业化更强。户外运动需要对运动者提供配套的咨询和技能培训, 因此最接近终端的专业零售商有长期存在的重要价值和发展空间, 业务也有很大的延伸性。目前国内户外用品零售行业的集中度较低, 渠道商之间的竞争相对处于早期阶段, 未来产业整合有望加速。

4. 盈利预测与投资建议

户外行业处于蓬勃发展的前期阶段，目前三夫户外是 A 股中唯一一家户外用品渠道公司，在品牌竞争日趋激烈的情况下渠道类公司享有更高议价能力，我们认为一站式购物的户外用品渠道商将迎来发展先机。对于公司未来几年的基本数据做如下假定。

假设 1：目前服装类和鞋袜类产品销售壁垒不高，国内很多品牌自建销售渠道，对公司形成一定竞争。但随着户外行业逐渐进入爆发期，衣着服饰类产品受行业带动，将迎来较快增长。我们预计 2015 年-2017 年服装类产品增速分别为 9%、11%和 14%，鞋袜类产品增速为 5%、10%和 13%。

假设 2：我们认为户外用品的专业性和功能性将在未来几年越体现。这就要求销售人员在销售产品时需要对产品性能、使用方式和注意事项详细介绍，特别是对于装备类产品。因此我们判断一站式购物的专业户外店会有更高壁垒，未来几年将快速发展，2015-2017 年增速分别为 11%、13%和 15%。

假设 3：我们认为未来几年公司毛利率会逐渐上升，主要是因为渠道竞争弱于品牌竞争，而专业渠道比商场渠道更有竞争力，享有更强的议价能力。基于此，我们预计 2015-2017 年公司毛利率分别为 44%，44.6%和 45.4%。

表 3：分业务收入（百万元）及毛利率

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	291.50	317.40	353.52	403.37
yoy	2.65%	8.89%	11.38%	14.10%
营业成本	164.41	177.71	195.83	220.29
毛利率	43.60%	44.01%	44.61%	45.39%
服装类				
收入	169.62	184.89	205.23	233.96
yoy	10.70%	9.00%	11.00%	14.00%
成本	97.58	105.76	116.36	131.02
毛利率	42.47%	42.80%	43.30%	44.00%
装备类				
收入	69.00	76.59	86.54	99.53
yoy	13.08%	11.00%	13.00%	15.00%
成本	38.08	41.89	46.30	51.75
毛利率	44.81%	45.30%	46.50%	48.00%
鞋袜类				
收入	48.85	51.29	56.42	63.76
yoy	-26.18%	5.00%	10.00%	13.00%
成本	27.08	28.21	31.03	35.07
毛利率	44.56%	45.00%	45.00%	45.00%
其他				

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	4.03	4.63	5.33	6.13
yoy	13.84%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	1.67	1.85	2.13	2.45
毛利率	58.56%	60.00%	60.00%	60.00%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.43 元、0.46 元和 0.51 元, 由于公司 2015 年 12 月刚上市, 已经享有较高的次新股估值溢价, 目前暂不给予评级和估值。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	291.50	317.41	353.53	403.38	净利润	27.85	28.94	30.86	34.44
营业成本	164.42	177.72	195.83	220.29	折旧与摊销	3.06	4.08	5.41	6.98
营业税金及附加	2.92	3.18	3.54	4.04	财务费用	4.25	3.26	3.94	4.57
销售费用	61.39	71.42	81.31	94.79	资产减值损失	1.81	0.00	0.00	0.00
管理费用	19.84	23.81	28.28	34.29	经营营运资本变动	-14.01	-6.62	-18.43	-19.88
财务费用	4.25	3.26	3.94	4.57	其他	-5.70	-0.47	0.48	0.20
资产减值损失	1.81	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	17.26	29.19	22.26	26.31
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.23	-1.12	-1.65	-2.18
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3.93	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3.70	-1.12	-1.65	-2.18
营业利润	36.88	38.03	40.62	45.39	短期借款	0.16	-7.03	0.00	0.00
其他非经营损益	0.47	0.56	0.52	0.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.35	38.58	41.14	45.92	股权融资	0.00	110.00	0.00	0.00
所得税	9.50	9.65	10.29	11.48	支付股利	-9.10	-7.78	-8.08	-8.62
净利润	27.85	28.94	30.86	34.44	其他	1.29	-3.26	-3.94	-4.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-7.65	91.93	-12.02	-13.19
归属母公司股东净利润	27.85	28.94	30.86	34.44	现金流量净额	5.91	120.00	8.59	10.94
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	65.35	185.36	193.94	204.89	成长能力				
应收和预付款项	31.61	28.19	34.32	37.48	销售收入增长率	2.65%	8.89%	11.38%	14.10%
存货	132.44	144.92	158.09	178.63	营业利润增长率	-14.77%	3.10%	6.82%	11.75%
其他流动资产	3.37	1.92	2.48	3.31	净利润增长率	-14.53%	3.91%	6.63%	11.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-9.18%	2.65%	10.16%	13.95%
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	12.17	12.04	12.32	12.98	毛利率	43.60%	44.01%	44.61%	45.39%
无形资产和开发支出	0.38	0.30	0.25	0.23	三费率	29.32%	31.03%	32.11%	33.13%
其他非流动资产	6.91	6.67	5.58	3.34	净利率	9.55%	9.12%	8.73%	8.54%
资产总计	252.25	379.41	406.98	440.85	ROE	14.09%	8.80%	8.78%	9.12%
短期借款	7.03	0.00	0.00	0.00	ROA	11.04%	7.63%	7.58%	7.81%
应付和预收款项	45.92	48.82	53.45	61.28	ROIC	16.21%	15.31%	15.12%	15.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.16%	14.29%	14.14%	14.12%
其他负债	1.61	1.73	1.90	2.12	营运能力				
负债合计	54.56	50.56	55.35	63.40	总资产周转率	1.21	1.01	0.90	0.95
股本	50.00	67.00	67.00	67.00	固定资产周转率	23.72	26.21	29.02	31.88
资本公积	38.00	131.00	131.00	131.00	应收账款周转率	30.92	25.64	28.47	27.49
留存收益	109.69	130.85	153.62	179.45	存货周转率	1.23	1.27	1.28	1.30
归属母公司股东权益	197.69	328.85	351.63	377.45	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	116.83%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	197.69	328.85	351.63	377.45	资产负债率	21.63%	13.32%	13.60%	14.38%
负债和股东权益合计	252.25	379.41	406.98	440.85	带息债务/总负债	12.88%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.27	7.14	7.04	6.70
					速动比率	1.84	4.27	4.18	3.88
					股利支付率	32.67%	26.87%	26.19%	25.02%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	44.19	45.37	49.98	56.95	每股收益	0.42	0.43	0.46	0.51
PE	219.68	211.43	198.29	177.66	每股净资产	2.95	4.91	5.25	5.63
PB	30.95	18.61	17.40	16.21	每股经营现金	0.26	0.44	0.33	0.39
PS	20.99	19.28	17.31	15.17	每股股利	0.14	0.12	0.12	0.13
EV/EBITDA	101.97	130.75	118.52	103.81					
股息率	0.15%	0.13%	0.13%	0.14%					

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

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn