

爱普股份 (603020.SH)

其它食品行业

评级：增持 首次评级

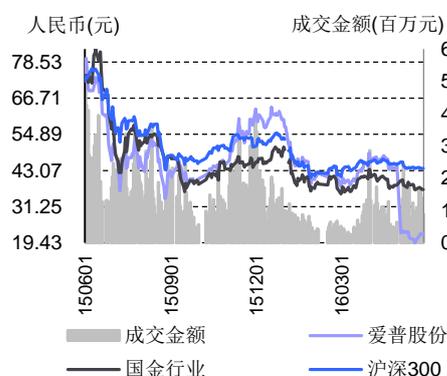
公司研究

市场价格 (人民币): 22.39 元
 目标价格 (人民币): 24.00-24.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	193.46
总市值(百万元)	7,164.80
年内股价最高最低(元)	79.72/19.43
沪深 300 指数	3062.50
上证指数	2821.05



食品配料发力，叠加香精香料业务提升竞争力

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.289	1.115	0.664	0.759	0.872
每股净资产(元)	7.31	11.03	11.70	12.48	13.40
每股经营性现金流(元)	0.98	1.18	1.22	1.18	1.43
市盈率(倍)	N/A	51.40	30.85	26.97	23.49
行业优化市盈率(倍)	48.42	81.68	60.13	60.13	60.13
净利润增长率(%)	3.01%	15.35%	19.04%	14.39%	14.83%
净资产收益率(%)	17.64%	10.11%	11.35%	12.17%	13.01%
总股本(百万股)	120.00	160.00	320.00	320.00	320.00

来源：公司年报、国金证券研究所

爱普股份主要经营食品配料、香精及香料业务，2015 年三项业务分别对应公司营收的 69%、26%和 4%。随着客户公司产品原料中高端产品使用率提升，公司业务结构开始向食品配料倾斜，主要是乳脂制品（黄油、奶料、奶粉等）、可可制品（巧克力、可可粉等）两大产品系列海外品牌的经销，下游对接烘焙连锁、乳品厂等食品饮料制造厂商。

投资逻辑

- **客户烘焙行业整体升级，带动公司食品配料收入增速超预期：**爱普股份主要客户是高端连锁烘焙企业，由于下游企业主要市场在经济较为发达城市，近年来烘焙连锁企业无论是在规模扩大以及高端产品比例上升，均对上游原料在数量、品质方面提出更高要求。公司作为香精香料行业龙头，同时经销国际一流品牌食品原料，受益高景气度下游行业需求量上升，食品配料业务收入平均增速超 15%，我们预计未来将继续保持两位数高增速。
- **食品配料收入占比提高或侵蚀毛利，期待高毛利巧克力占比提升：**由于下游客户本身升级，预计爱普股份食品配料业务将持续做大，但公司整体毛利率将随着经销业务比例的上升而略降。我们期待未来高端巧克力比重继续上升，将有助于拉动此块业务毛利提升。
- **食品配料+香精香料叠加提升产品附加值：**食品配料和香精香料对应同一目标客户群，公司可以充分发挥协同优势，将食用香精和食品配料有效组合，为客户提供更为完善的产品供应和食品制造解决方案，提升所提供产品的附加值。

估值

- 我们预计公司 2016/2017/2018 年主营业务收入 20.85/24.21/28.31 亿元，同比增速 13.9%/16.1%/16.9%，摊薄 EPS0.66/0.76/0.87 元/股，目前 22.39 元股价对应 2016/2017/2018 年 PE32/29/26 倍。考虑到公司业务食品配料流通收入的占比逐渐提高，作为流通商的毛利低于传统香料香精业务，我们给予公司 2017 年 32X 估值，目标股价 24 元，给予“增持”评级。

风险

- 进出口政策收紧；行业竞争加剧；食品安全问题。

申晟

联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号：S113051601000
 (8621) 60230244
 weilil1@gjzq.com.cn

内容目录

食品饮料消费升级，下游高景气度提供广袤空间	3
焙烤食品：增速略降空间仍大	3
液体乳及乳制品：高营养价值受青睐	4
巧克力：高端巧克力引领消费升级	5
爱普股份公司情况：香精香料与食品配料协同发展	7
香精香料业务：三大核心竞争力稳坐国内龙头	8
食品配料业务：通过业务链延伸打造“一站式服务”	10
投资建议	11
风险提示	12

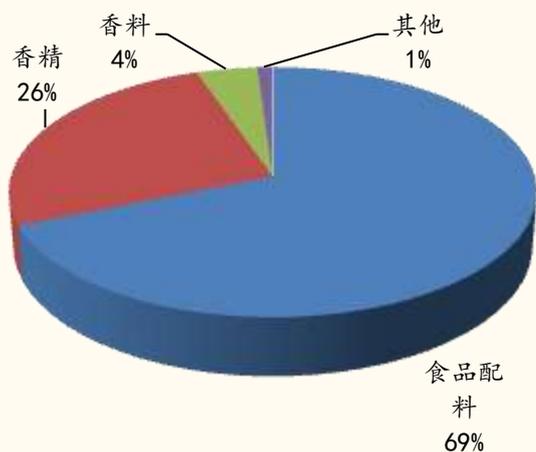
图表目录

图表 1：公司收入构成（2015 年）	3
图表 2：公司主营业务分拆及增速	3
图表 3：中国焙烤食品制造行业规模及增速	3
图表 4：中国焙烤食品零售额及增速	3
图表 5：各国焙烤食品行业增速	4
图表 6：2015 年焙烤类食品人均消费情况	4
图表 7：我国糕点面包原料构成统计	4
图表 8：我国液体乳及乳制品产量变动情况	5
图表 9：乳制品制造收入及增速	5
图表 10：我国液体乳及乳制品零售额及增速	5
图表 11：2015 年人均乳品消费情况	5
图表 12：巧克力制品中国零售额及增速	6
图表 13：大众品牌销量下降，高端巧克力异军突起	6
图表 14：糖果巧克力制品个别原料占比	6
图表 15：公司股权及持股公司情况	7
图表 16：公司营收、利润及同比增速	7
图表 17：各项业务毛利率	8
图表 18：各项业务占主营业务利润比重	8
图表 19：爱普股份公司业务模块	8
图表 20：食用香精在食品中的用途	9
图表 21：我国香精香料行业收入规模及增速	9
图表 22：我国香精香料行业利润规模及增速	9
图表 23：公司香精配方情况	10
图表 24：公司主要经销产品情况	10
图表 25：公司经销品牌及下游核心客户	11
图表 26：爱普分产品预测	12

食品饮料消费升级，下游高景气度提供广袤空间

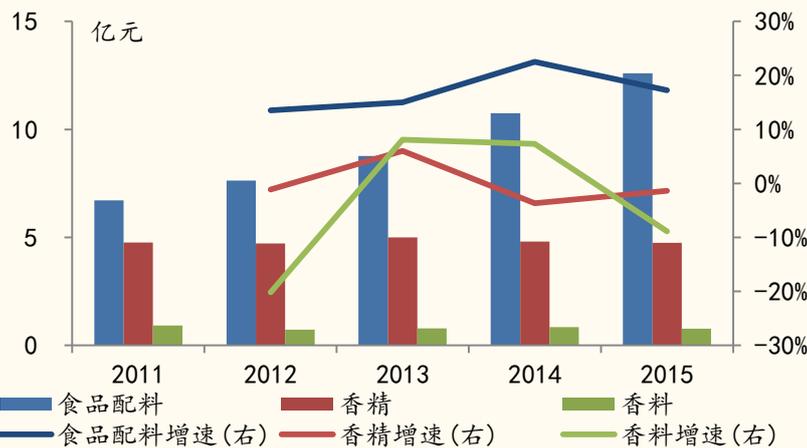
爱普股份主要经营食品配料、香精及香料业务，2015年三项业务分别对应公司营收的69%、26%和4%。在香精平稳、香料收缩的情况下，随着客户公司产品原料中高端产品使用率提升，公司业务结构开始向食品配料倾斜，主要是乳脂制品（黄油、奶料、奶粉等）、可可制品（巧克力、可可粉等）两大产品系列海外品牌的经销，下游对接烘焙连锁、乳品厂等食品饮料制造厂商。

图表 1：公司收入构成（2015 年）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 2：公司主营业务分拆及增速



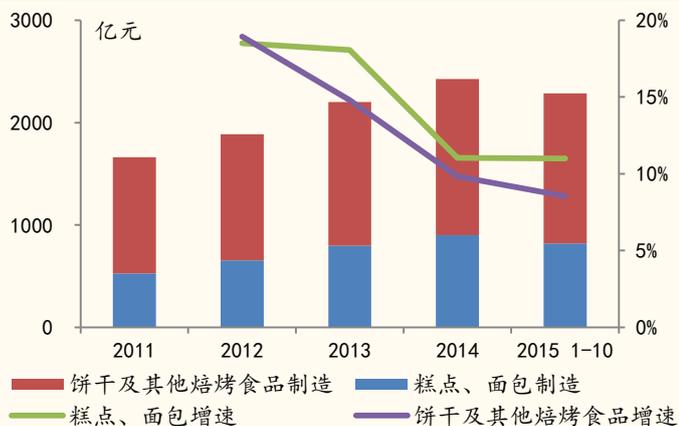
来源：公司年报，国金证券研究所

烘焙食品：增速略降空间仍大

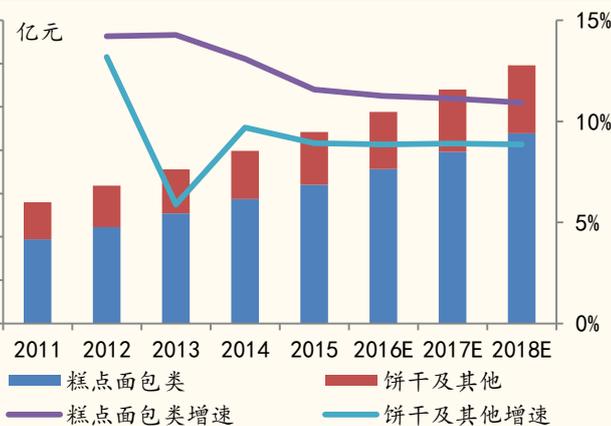
烘焙食品包括糕点、面包、饼干（含谷物棒）等，我国传统的代表性烘焙食品主要有月饼、麻花、糕团等，这类食物常作为零食出现，除去传统节日没有固定的日常消费场景，因此一直以来体量难以爆发。相对地，随着全球文化融合，亚太地区出现饮食西化趋势，西方的面包及甜点越来越多地出现在人们的早餐及下午茶场景。相比起传统中式早餐，面包更能适应现代人的快节奏生活；而西式甜点则代表一种高端享受的生活态度，贴合当前消费升级需求。

2005-2014 年，我国烘焙食品收入规模从 355 亿扩张至 2,427 亿，十年增长 7 倍，复合增速 23.8%。从消费端看，烘焙食品整体销售额从 779 亿增至 1,994 亿，2015 年突破 2200 亿。近几年行业出现一定程度的增速放缓，但面包行业始终维持双位数增长，饼干、糕点行业也接近 10%，相比其他国家仍处于较高水平。2015 年，我国烘焙食品人均消费额仅 38.3 美元，是瑞士的十分之一、日本的六分之一，存在很大的上升空间。由此可见，在我国，烘焙食品依然是一个正在发展、景气度高、空间广阔的领域。

图表 3：中国烘焙食品制造行业规模及增速

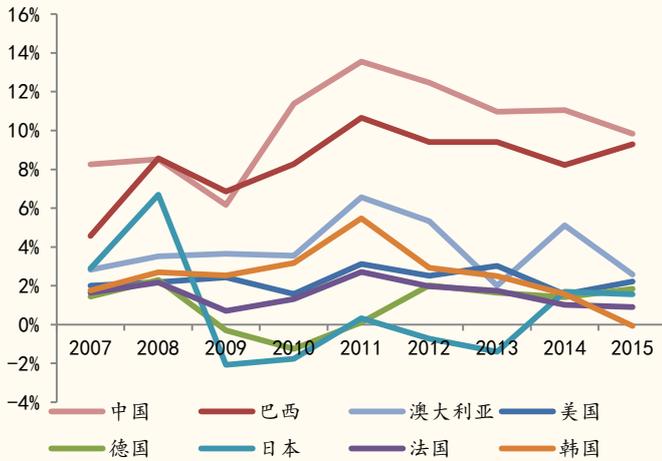


图表 4：中国烘焙食品零售额及增速



来源：WIND，国金证券研究所

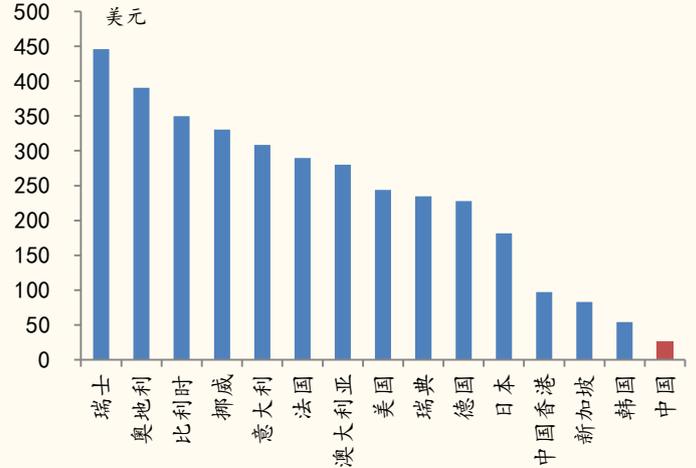
图表 5：各国焙烤食品行业增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

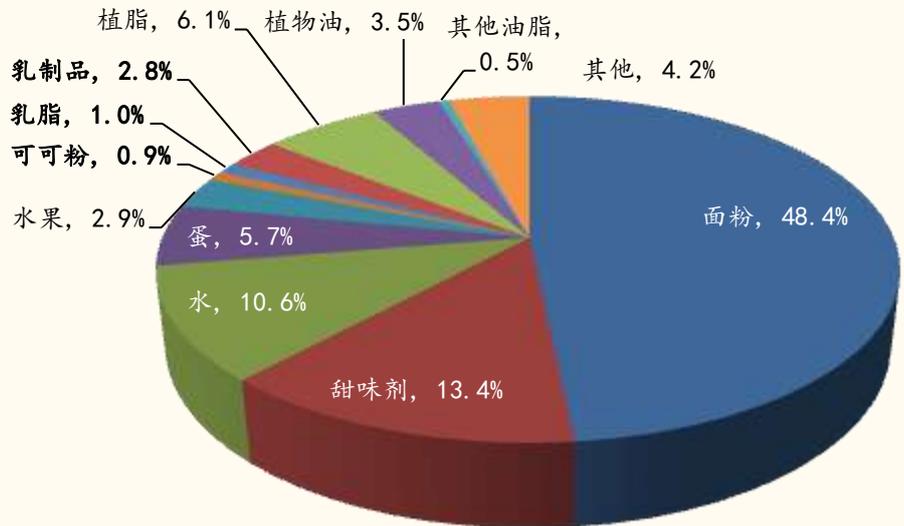
图表 6：2015 年焙烤类食品人均消费情况



来源：Euromonitor，国金证券研究所

乳脂制品和可可制品是焙烤食品不可或缺的原料。以糕点面包类为例，公司业务涉及的乳制品、乳脂和可可粉分别占比 2.8%，1.0%和 0.9%，这部分虽然整体占比较小，但往往是产生口味和风味的关键。近几年，国人口味升级带动了乳制品（尤其是奶酪制品）在所有原料的占比提升（三年+0.1ppt），由于国产制奶成本较高，目前烘焙用到的乳制品原料往往依赖进口。

图表 7：我国糕点面包原料构成统计



来源：Euromonitor，国金证券研究所（注：乳制品包含黄油、奶油、奶酪、奶粉等）

液体乳及乳制品：高营养价值受青睐

液体乳包括牛奶、酸奶、花色乳等，乳制品包括奶粉、炼乳、奶油（黄油）、奶酪等，液体乳和乳制品的增长也是我国消费升级的一个重要方面。根据欧睿统计，2011-2015 年，我国液体乳及乳制品零售规模从 2312 亿元增至近 4000 亿元，将近翻倍。其中奶酪和酸奶增长迅速，五年 CAGR 分别达到 24.5%和 20.5%；牛奶每年也呈现双位数增长。乳品行业的亮眼表现，一方面源于我国主力消费者对其营养价值的认可，另一方面源于低基数下的上升空间。2015 年，我国人均消费乳制品 46.9 美元，不到北欧人均的十分之一，也不及日本或韩国一半，这一水平仍然很低。预计未来，人均消费能力的提升、餐饮习惯的西化、

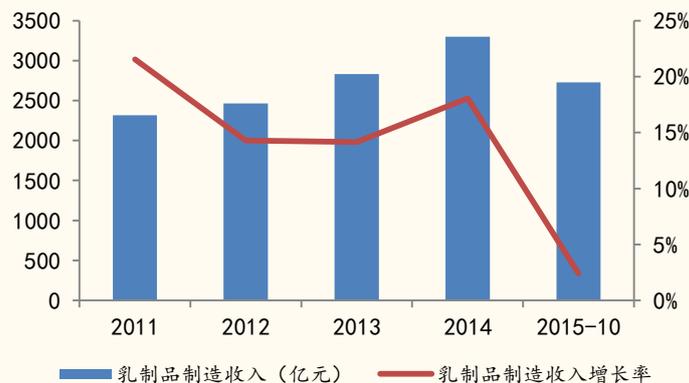
生活方式的改变（健身、乐活等）均会促成我国液体乳及乳制品市场需求的持续性提升。

图表 8：我国液体乳及乳制品产量变动情况



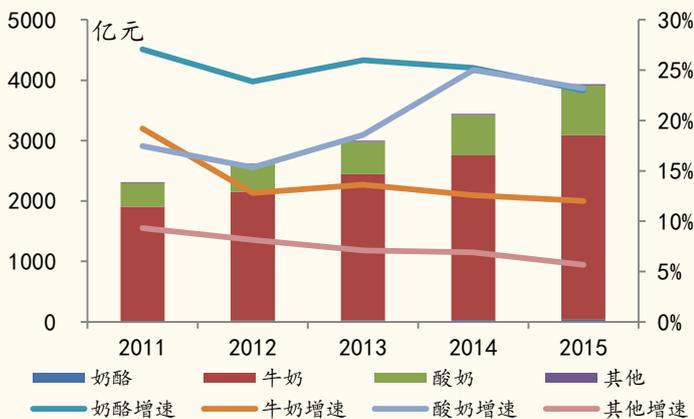
来源：WIND，国金证券研究所

图表 9：乳制品制造收入及增速



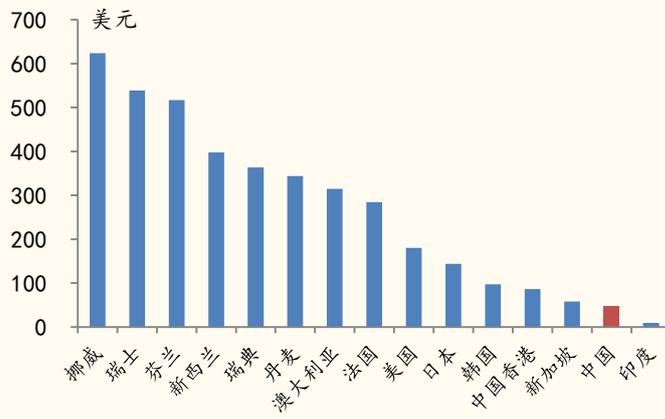
来源：WIND，国金证券研究所

图表 10：我国液体乳及乳制品零售额及增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 11：2015 年人均乳品消费情况



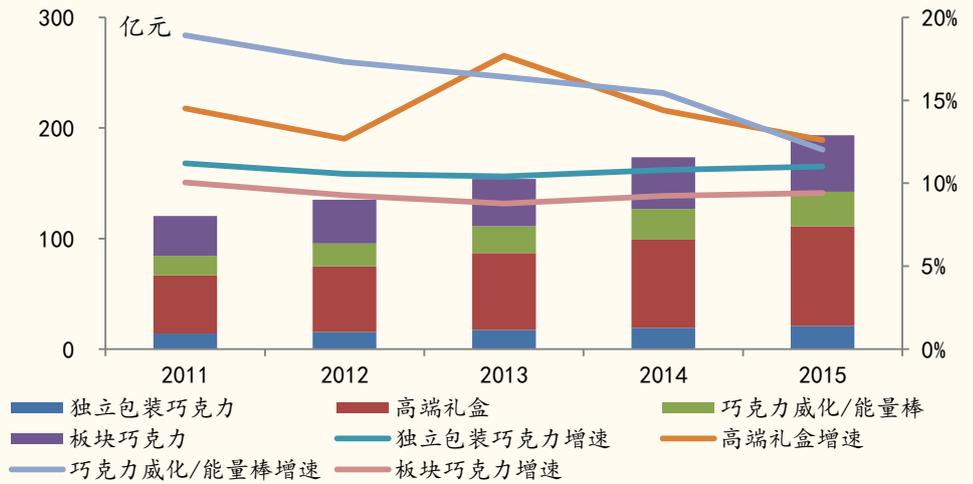
来源：Euromonitor，国金证券研究所

巧克力：高端巧克力引领消费升级

在所有食品中，巧克力类亦取得了出色表现。2011-2015 年，我国巧克力规模从 120 亿元增至近 200 亿，5 年 CAGR12.58%。其中，以巧克力礼盒、巧克力威化/能量棒为代表的高端巧克力复合增速达到 15%，成为推动巧克力需求增长的主要动力。目前我国人均年消费巧克力仅为 50g，比起欧洲人均 10kg 距离甚远，未来成长空间也较为确定。

对比我国巧克力配方构成与国际平均水平，可发现其中天然可可制品（可可脂、可可液块、可可粉）占比仍较低，这是产生口味差异的主要来源，即所谓的口感醇厚程度。未来巧克力产品升级将促使天然可可含量较高的巧克力代替原有代可可脂制品，因而无论通过引入海外品牌还是本土产品升级，我国都将产生对可可原料制品的极大需求。2015 年我国巧克力市场规模 193 亿元，保守估计未来五年仍呈现 10% 复合增长，则 2020 年预计达到 310 亿容量。目前巧克力成品中可可制品仅占原料的 1.9%，假设五年追至全球平均水平，则原料可可的规模增速可达 70%。

图表 12: 巧克力制品中国零售额及增速



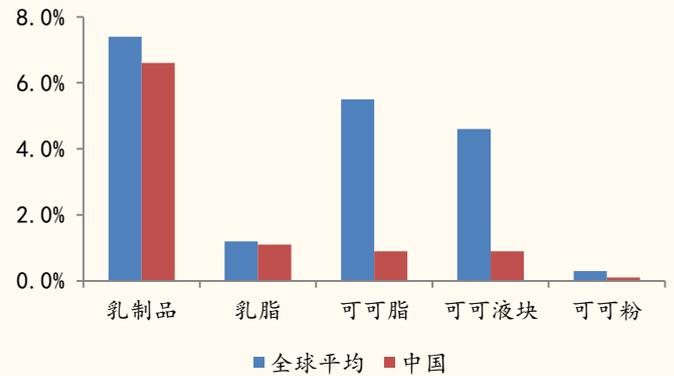
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 13: 大众品牌销量下降, 高端巧克力异军突起



来源: 国金证券研究所

图表 14: 糖果巧克力制品个别原料占比

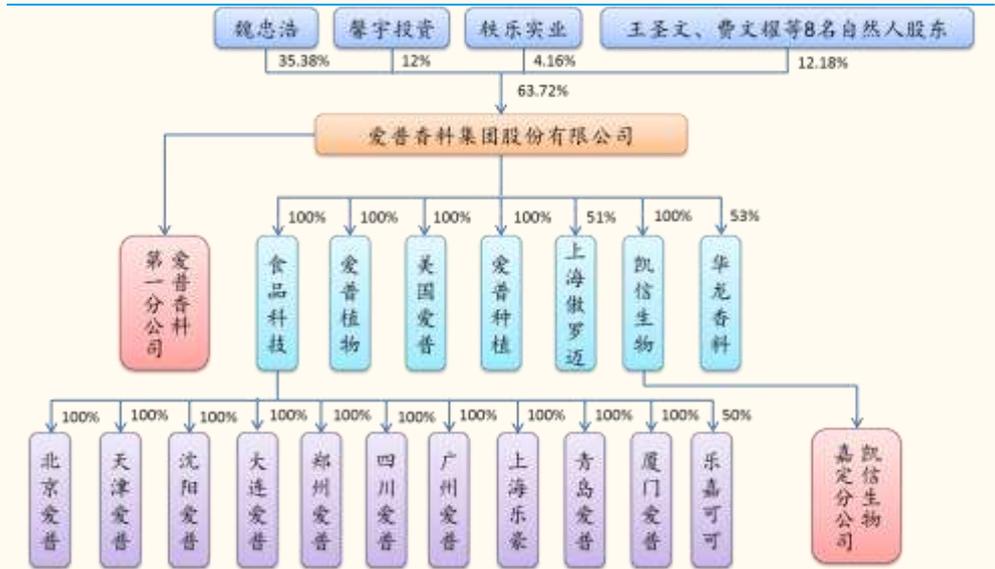


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

爱普股份公司情况：香精香料与食品配料协同发展

爱普股份成立于 1995 年，是我国香精香料和食品添加剂行业最大的制造企业之一。公司通过设立上海爱普科技有限公司、上海凯信生物科技有限公司、河南华龙香料有限公司等子公司，分管天然香料、生物香料和合成香料的研究和生产；并通过组建全资控股的上海爱普食品科技（集团）有限公司，在上海、北京、天津、沈阳、大连等十地设立全资销售子公司，为全国 1000 多家代理商和大中型直销客户提供产品和服务。

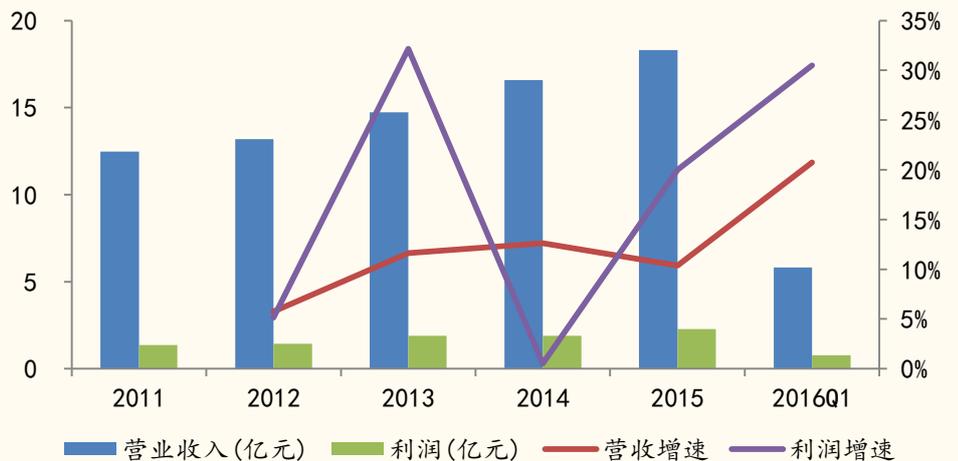
图表 15：公司股权及持股公司情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

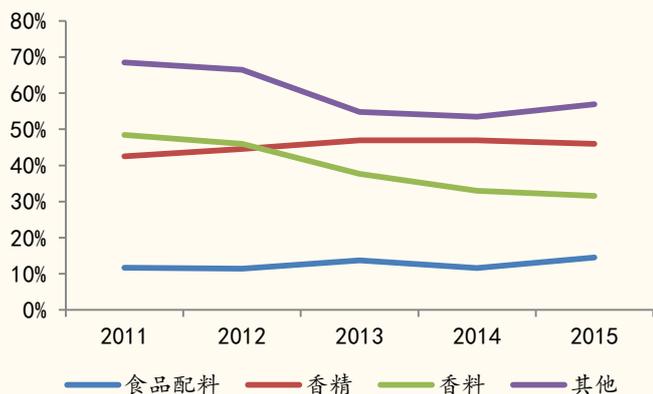
2015 年，公司实现营收 18.31 亿元，同比增长 10.37%；归母净利 1.78 亿元，同比增长 15.35%。2016 年一季度，公司实现营收和归母净利分别为 5.81 亿元和 0.59 亿元，同比增长 20.76%和 27.68%。一季度毛利率 23.46%，同比下降 1.83ppt，源于食品配料业务比例的提升；净利率 10.31%，同比上升 0.56ppt，盈利能力保持平稳增长。

图表 16：公司营收、利润及同比增速



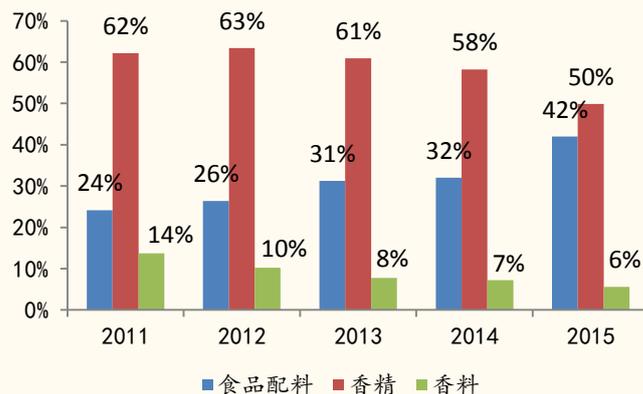
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17: 各项业务毛利率



来源: 国金证券研究所

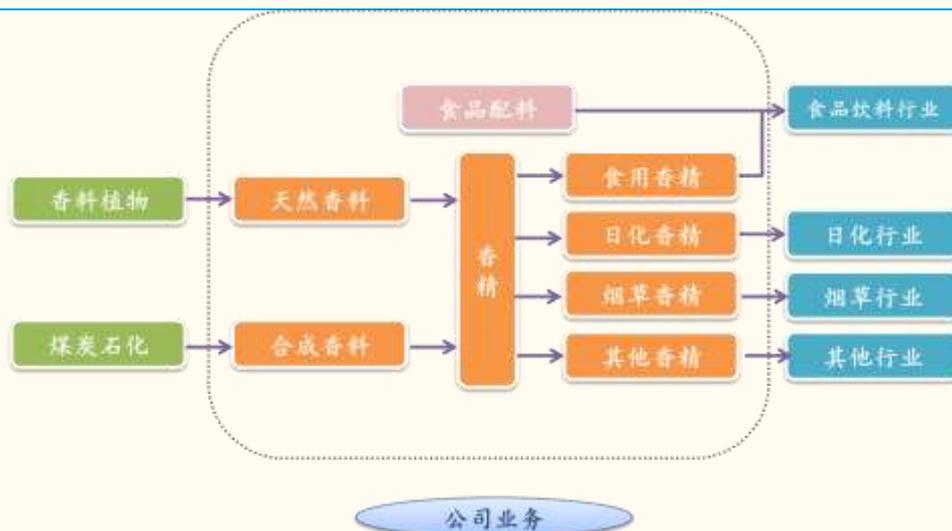
图表 18: 各项业务占主营业务利润比重



来源: 国金证券研究所

香精香料的研发生产为公司的传统业务, 该项业务毛利率约为 45%, 在公司的销售规模和利润占比分别 30%和 56%, 是主要的利润来源。经过十余年发展, 公司已是国内香精香料行业龙头企业, 其中食用香精规模全国第一。另外, 公司同时经销国际知名品牌食品配料, 向下游客户提供“食用香精+食品配料”的一站式解决方案。随着下游食品饮料行业需求的不断扩大, 公司食品配料业务的利润贡献也逐年增大。

图表 19: 爱普股份公司业务模块



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

香精香料业务: 三大核心竞争力稳坐国内龙头

现代香精香料工业起源欧洲, 二战后发扬于美国和日本。1990-2013 年, 全球香精香料规模从 78 亿美元增长至 239 亿美元, 年复合增速超 5%。根据 Freedonia 研究报告, 预计到 2016 年, 香精香料全球总额将增至 265 亿美元。在目前规模中, 香料占 1/3, 香精占 2/3 (其中食用香精和日化香精各占 50%)。

香精有“工业味精”之称, 具有独特性和不可替代性。在我国, 香精香料带动的下游行业产值高达 10 万亿元。食用香精常被用以产生、改变或提高食品的风味。

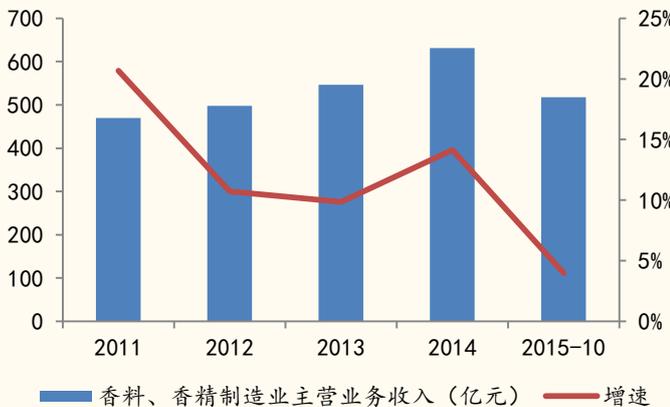
图表 20: 食用香精在食品中的用途



来源：招股说明书，国金证券研究所

我国香精香料行业 2014 年收入规模 631 亿元，同比增长 14.14%；利润规模 79 亿元，同比增长 27.36%。2015 年 1-9 月，行业营收和利润增速分别为 3.66% 和 14.61%。增速的下滑一方面由于国民经济整体趋缓，另一方面源于消费者诉求迁移引起的消费升级。预计未来消费者对食品“安全、天然、环保”的需求将对行业增速形成一定限制，同时也对企业产品结构（天然香精香料比例）及香精研发合成能力提出更高要求。

图表 21: 我国香精香料行业收入规模及增速



来源：WIND，国金证券研究所

图表 22: 我国香精香料行业利润规模及增速



来源：WIND，国金证券研究所

在我国，香精香料行业集中度较低，截至 2015 年 9 月，国内生产香精香料的企业共计 1000 余家，其中规模以上企业共计 351 家，呈现大量中小企业竞争格局。爱普股份的香精香料业务目前在国内市场占据 5%，位列行业第一。

公司做到香精香料行业龙头地位，主要依靠以下三个核心竞争力：

■ 香料与香精的协同发展

香料是香精的上游产业，将天然香料或合成香料混合相应辅料，可得到香气稳定、具有实用价值的香精。公司是中国唯一一家同时开展香料及香精业务的企业，业务深度、广度均为行业领先。公司通过全资子公司爱普种植和爱普植物，实现天然香料植物的筛选、驯化、育种及香料生产，子公司华龙香料进行合成香料的生产。目前，公司已通过专利或非专利技术，

对部分核心香料实施垄断，在满足自身下游需求的同时部分对外销售，在有效控制成本、匹配需求的同时保障了产品品质的稳定性。

■ 卓越高效的香料提取与香精调配技术

目前世界香料品种有 7000 多种，中国企业能够规模化生产的仅 1000 多种。公司拥有香精香料技术专利超过 27 项，科研人员 200 余人，占总员工比例 1/5。目前，公司已掌握合成香料生产技术约 500 种，其中商品化品种超过 100 种。截至 2013 年末，公司拥有食用香精配方和日化香精配方均超过 11,000 份，烟草香精配方超过 1,200 份，综合实用率高达 98% 以上。

图表 23：公司香精配方情况

产品类别	配方总数 (份)	有效配方 (份)	实用率
食用香精	11659	11281	96.75%
日化香精	11307	11272	99.69%
烟草香精	1214	1186	97.69%
总计	24180	23739	98.17%

来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 下游独家配套服务提升客户粘性

公司在研制香精香料的同时，还参与下游（主要是食品制造业）客户的产品设计，提供配套的口味和配方定制服务。即不但提供“用什么”，还能够告诉客户“怎么用”。由于公司这方面产品仅占客户成本的千分之一，而口味的连贯性和产品的安全性又是客户刚需，因此我们判断公司的香精香料业务在客户中已形成一定不可替代性，短期竞争优势还将持续。

食品配料业务：通过业务链延伸打造“一站式服务”

在香精香料核心业务之外，公司同时从事食品配料的经销业务，此块业务毛利率近 15%，在公司的销售规模和利润占比分别 69% 和 42%。近几年，公司通过倾斜业务重心、完善业务范围（加强客户培训等），使得食品配料业务的规模占比和毛利水平均实现逐年攀升，2015 年分别同比+4ppt 和+3ppt。

公司的食品经销业务目前重点集中在两类食品：一类为乳制品，主要是黄油和奶酪；另一类是可可制品，主要是可可粉和巧克力等。公司向上海新西兰恒天然、百乐嘉利宝等国际知名企业采购产品，在国内面向烘焙连锁、乳品企业等下游产业销售产品及服务。

图表 24：公司主要经销产品情况

产品	制造商	公司的角色
安佳天然乳脂黄油，奶酪，稀奶油等产品	新西兰恒天然 (Fonterra Co-operative Group Ltd., 世界十大乳品商之一)	中国大陆指定经销商
梵豪登专业型经典系列巧克力，代脂巧克力等产品	瑞士百乐嘉利宝 (Barry Callebaut, 全球领先的高质量可可和巧克力制造商)	中国大陆经销商
贝蒂低脂可可粉，高脂可可粉，可可液块，可可白脱等可可制品	印尼贝蒂可可食品有限公司 (BT COCOA, 印尼规模最大、加工能力最强的专业可可生产企业)	中国授权进口商和经销商，全面代表贝蒂可可在中国大陆进行销售和市场营销
伊顿淡味奶酪，高达淡味奶酪	荷兰皇家弗里斯兰康必奶公司 (Friesland Campina, 世界上最大的乳品合作社)	“皇冠牌”产品 中国大陆经销商
大豆卵磷脂	美国杜邦集团下属 SOLAE 公司 (全球大豆基技术专业企业，一家全方位卵磷脂供应商)	进口产品中国指定经销商 国内产品中国经销商
MLEKOVITA 甜乳清粉、脱盐乳清粉	波兰 MLEKOVITA 公司 (波兰第一大乳品制造商，国内设有甜乳清粉和 D40 脱盐清粉库存)	中国大陆指定进口商
日光牌瓜尔豆胶粉	印度 Rama Industries 公司 (具有 20 多年丰富加工经验，领先的瓜尔豆片和粉制造专家)	“日光牌”瓜尔豆胶粉中国市场授权经销商

来源：国金证券研究所

我们看好公司的食品配料业务，主要源于其以下三方面实力：

■ 与时俱进加码高端，坐享消费升级红利

目前，公司是歌帝梵（Godiva）等高端巧克力的原料经销商，2016年Godiva在中国开设门店超过100家，随着高端巧克力在中国市场的持续突破，公司计划继续加码此项业务。由于巧克力作为食品原料，在产成品中用量较小，客户对其价格敏感度也较低，因此可可制品的毛利率高于乳制品原料。在巧克力业务具有确定上升空间的前提下，我们判断公司食品配料业务毛利率也将持续逐年上升。另外，抹茶粉、果酱等烘焙用料的产销也在公司的未来计划之列。通过瞄准消费升级领域，公司有望享受到广袤市场带来的红利。

■ 针对性的营销策略和完备的销售网络

营销策略方面，公司采取以点带面、重点突破的策略，在全国主要省市设立经销商，对重要客户采取专人直销服务。这种“直销+经销”相结合的模式横向上增加了公司产品的辐射度和客户数量，不断扩大市占率；纵向上针对重要客户进行开发和渗透提升服务质量、提升客户粘性。目前，公司以食品科技及其下属十家子公司为主脉络，铺设了全国营销网络，下游对接超过600家直销客户和1000家经销客户，相应销售、技术应用人员超过100名，成功维系包括伊利、蒙牛、汇源等知名企业客户。

■ 香精配料协同将客户关系升级战略合作

通过在现有产品基础上导入产品组合、香精和食品配料一体化的销售形式，公司有效提升了客户对公司产品和服务的全方位认知，成功将部分原来只向公司采购食品配料的客户转变为购买香精配料产品组合的战略合作伙伴。未来，公司还将继续推动香精和食品配料的互动，促进两项业务协同发展。

图表 25：公司经销品牌及下游核心客户



来源：国金证券研究所

投资建议

我们认为目前我国食品饮料行业的快速升级将为公司业务带来巨大提升空间，预计公司食品配料业务将持续扩大，高端巧克力比重上升将拉动此块业务毛利上升，但公司整体毛利率将随着经销业务比例的上市而略降。未来公司香精、配料一站式服务的日趋完善将有助提升企业产品的附加价值，完善的经销网络也为公司扩大业务规模提供了保障。

图表 26: 爱普分产品预测

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
单位: 人民币百万元								
营业收入	1,248	1,320	1,473	1,659	1,831	2,085	2,421	2,831
产品	1,248	1,320	1,473	1,640	1,812	2,064	2,400	2,809
食品配料	672	763	877	1,074	1,259	1,511	1,844	2,249
香料香精	569	545	579	566	552	553	556	559
香精	477	471	500	481	475	479	484	489
香料	92	73	79	85	78	74	72	70
其他	7	12	17					
其他业务				18	19	20	21	22
销售收入增速		5.8%	11.6%	12.6%	10.4%	13.9%	16.1%	16.9%
产品		5.8%	11.6%	11.4%	10.4%	14.0%	16.2%	17.0%
食品配料		13.5%	15.0%	22.5%	17.3%	20.0%	22.0%	22.0%
香料香精		-4.2%	6.3%	-2.2%	-2.5%	0.2%	0.5%	0.6%
香精		-1.2%	6.0%	-3.7%	-1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
香料		-20.2%	8.1%	7.3%	-8.9%	-5.0%	-3.0%	-2.0%
其他		72.5%	37.7%					
其他业务					4.4%	5.0%	5.0%	5.0%
销售毛利	331	339	394	388	437	489	562	655
产品	331	339	394	378	426	478	550	643
食品配料	79	87	120	124	183	234	304	394
香料香精	247	244	264	254	243	243	246	249
香精	203	210	234	226	218	220	223	227
香料	45	34	30	28	24	23	23	22
其他	5	8	9					
其他业务				10	11	12	12	13
销售毛利率	26.5%	25.7%	26.8%	23.4%	23.9%	23.5%	23.2%	23.2%
产品	26.5%	25.7%	26.8%	23.1%	23.5%	23.1%	22.9%	22.9%
食品配料	11.7%	11.4%	13.7%	11.6%	14.6%	15.5%	16.5%	17.5%
香料香精	43.5%	44.7%	45.7%	44.8%	43.9%	44.0%	44.2%	44.5%
香精	42.5%	44.5%	46.9%	46.9%	45.9%	45.9%	46.0%	46.3%
香料	48.4%	46.0%	37.7%	32.9%	31.6%	31.6%	31.8%	32.0%
其他	68.5%	66.5%	54.8%					
其他业务				53.5%	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%

来源: 国金证券研究所

我们预计公司 2016/2017/2018 年主营业务收入 20.85/24.21/28.31 亿元, 同比增速 13.9%/16.1%/16.9%, 摊薄 EPS0.66/0.76/0.87 元/股, 目前 22.39 元股价对应 2016/2017/2018 年 PE32/29/26 倍。考虑到公司业务食品配料流通收入的占比逐渐提高, 作为流通商的毛利低于传统香料香精业务, 我们给予公司 2017 年 32X 估值, 目标股价 24 元, 首次覆盖评级“增持”。

风险提示

进出口政策收紧; 行业竞争加剧; 食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,473	1,659	1,831	2,085	2,421	2,831	货币资金	281	342	947	1,152	1,233	1,337
增长率		12.6%	10.4%	13.9%	16.1%	16.9%	应收账款	204	217	216	240	272	308
主营业务成本	-1,079	-1,271	-1,394	-1,596	-1,859	-2,175	存货	216	279	306	328	382	447
%销售收入	73.2%	76.6%	76.1%	76.5%	76.8%	76.8%	其他流动资产	82	50	340	351	377	401
毛利	394	388	437	489	562	655	流动资产	783	888	1,809	2,071	2,264	2,493
%销售收入	26.8%	23.4%	23.9%	23.5%	23.2%	23.2%	%总资产	76.9%	79.8%	88.2%	89.8%	90.6%	91.2%
营业税金及附加	-5	-5	-8	-9	-10	-12	长期投资	37	36	66	66	66	66
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	159	153	140	136	137	142
营业费用	-79	-83	-101	-113	-129	-151	%总资产	15.7%	13.7%	6.8%	5.9%	5.5%	5.2%
%销售收入	5.4%	5.0%	5.5%	5.4%	5.3%	5.3%	无形资产	28	27	29	26	26	25
管理费用	-123	-118	-124	-141	-163	-190	非流动资产	235	225	243	236	236	239
%销售收入	8.3%	7.1%	6.8%	6.8%	6.7%	6.7%	%总资产	23.1%	20.2%	11.8%	10.2%	9.4%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	187	183	204	226	260	303	资产总计	1,018	1,112	2,052	2,307	2,500	2,732
%销售收入	12.7%	11.0%	11.2%	10.9%	10.8%	10.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	6	0	12	22	25	27	应付款项	216	198	247	275	322	381
%销售收入	-0.4%	0.0%	-0.6%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	其他流动负债	22	23	24	136	152	171
资产减值损失	-12	-8	-11	0	0	0	流动负债	239	222	270	411	475	552
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	7	7	7	7	其他长期负债	3	2	2	3	3	3
%税前利润	0.3%	0.2%	3.1%	2.5%	2.3%	2.0%	负债	242	223	272	414	477	554
营业利润	182	175	212	255	292	337	普通股股东权益	764	877	1,765	1,872	1,996	2,144
营业利润率	12.4%	10.5%	11.6%	12.2%	12.1%	11.9%	少数股东权益	12	12	15	21	27	34
营业外收支	7	15	16	17	18	19	负债股东权益合计	1,018	1,112	2,052	2,307	2,500	2,732
税前利润	189	190	228	272	310	356	比率分析						
利润率	12.9%	11.5%	12.5%	13.0%	12.8%	12.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-37	-35	-45	-54	-61	-70	每股指标						
所得税率	19.6%	18.3%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	每股收益	1.251	1.289	1.115	0.664	0.759	0.872
净利润	152	155	183	218	249	286	每股净资产	6.367	7.307	11.031	11.698	12.477	13.401
少数股东损益	2	1	5	6	6	7	每股经营现金净流	1.210	0.978	1.175	1.222	1.176	1.425
归属于母公司的净利润	150	155	178	212	243	279	每股股利	0.000	0.300	0.800	0.660	0.740	0.820
净利率	10.2%	9.3%	9.7%	10.2%	10.0%	9.9%	回报率						
							净资产收益率	19.65%	17.64%	10.11%	11.35%	12.17%	13.01%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	14.75%	13.91%	8.70%	9.21%	9.72%	10.21%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	19.37%	16.77%	9.21%	9.60%	10.33%	11.18%
净利润	152	155	183	218	249	286	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	11.61%	12.62%	10.37%	13.86%	16.12%	16.94%
非现金支出	34	31	34	22	25	28	EBIT增长率	30.93%	-2.50%	11.84%	10.84%	15.01%	16.46%
非经营收益	3	-1	-6	-24	-25	-25	净利润增长率	29.68%	3.01%	15.35%	19.04%	14.39%	14.83%
营运资金变动	-44	-69	-23	-21	-62	-60	总资产增长率	18.65%	9.23%	84.50%	12.43%	8.39%	9.27%
经营活动现金净流	145	117	188	196	188	228	资产管理能力						
资本开支	-27	-14	-13	1	-8	-13	应收账款周转天数	46.2	43.2	40.3	39.4	38.5	37.5
投资	-90	-1	-864	0	0	0	存货周转天数	64.1	71.0	76.6	75.0	75.0	75.0
其他	0	2	9	7	7	7	应付账款周转天数	53.1	47.4	42.2	42.0	41.6	41.3
投资活动现金净流	-118	-13	-869	8	-1	-6	固定资产周转天数	37.0	30.3	25.2	21.4	17.1	12.6
股权募资	0	0	775	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-29	0	0	2	0	0	净负债/股东权益	-36.21%	-38.47%	-53.19%	-60.87%	-60.96%	-61.39%
其他	-26	-44	-63	0	-106	-118	EBIT利息保障倍数	-29.1	1,697.6	-17.2	-10.4	-10.5	-11.4
筹资活动现金净流	-55	-44	712	2	-106	-119	资产负债率	23.76%	20.09%	13.27%	17.96%	19.09%	20.29%
现金净流量	-28	60	31	205	81	104							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD