

行业整合与 B 端拓展利好行业龙头

投资要点

- 友邦吊顶是首家专业从事集成吊顶研发、生产和销售的上市公司，是集成吊顶行业的领军企业。**公司总股本为 8763.2 万股，其中，流通股占比为 23.9%，流通限售股占比为 76.1%。2013-2016 年公司业绩规模不断扩大，业绩增速回落。2017Q1 公司业绩表现强势，营业收入为 8907 万元，同比增 34.3%，归母净利润为 1730 万元，同比增 48.7%，公司 2017 年全年业绩有望超预期。
- 集成吊顶即将迎来行业整合期。**(1) 集成吊顶是家居建材行业中细分的新兴业态。集成吊顶与传统吊顶相比，进一步契合了客户对美观、功能、环保等需求的升级，符合国家工业化建筑产业政策。(2) 集成吊顶行业即将进入行业整合期，龙头受益。从行业生命周期看，集成吊顶仍处于快速增长期，2017 年市场规模约 200 亿元，年均增速约 20%。从竞争格局上看，集成吊顶行业集中度非常低，一线二级品牌的市场集中度不到 20%。原材料价格波动整体利好集成吊顶龙头公司。(3) 在稳定厨卫空间的同时，应用空间以客厅为核心进行拓展。从行业角度，集成吊顶已经进入到多应用场景、智能化阶段，高势能的客厅空间向卧室、餐厅等空间拓展是行业大趋势，龙头企业具有更强的拓展能力。
- 强劲研发与 B 端开拓铸就友邦集成吊顶龙头地位。**(1) 强劲的研发实力是公司作为集成吊顶龙头的核心竞争力，公司已经研发出客厅及卧室、餐厅等应用空间的集成吊顶，集成墙面产品正在研发之中，“新应用空间+新产品”刺激需求端，品牌效应进一步强化。(2) 与恒大合作打开 B 端市场。C 端市场的拓展是基于线下空间的拓展，公司目前 C 端客户主要集中在华东和华北地区。与恒大签订合作框架协议，推进 B 端客户开发，影响主要有三点：第一，B 端客户毛利率将拉低公司整体毛利率。第二，B 端客户有利于提高公司品牌形象及市场占有率。第三，可以充分利用 B 端客户搭建起的市场平台，提高公司在东北、西南、西北等地区的市场占有率。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.8 元、2.41 元、3.3 元，未来三年归母净利润将保持 32% 的复合增长率，考虑到公司在集成吊顶行业的龙头地位、研发实力以及 B 端市场的打开，给予公司 2017 年 40 倍估值，对应目标价 72 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动的风险；新产品推广不及预期的风险；地产调控引起 C 端需求下降的风险；B 端用户单方解除合同的风险。

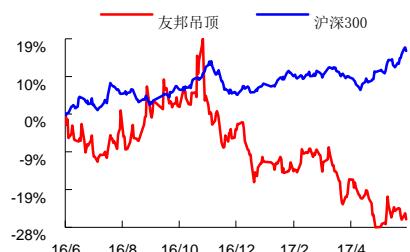
西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wanglz@swsc.com.cn

联系人: 余尊宝
电话: 023-63786519
邮箱: yzba@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)	0.88
流通 A 股(亿股)	0.21
52 周内股价区间(元)	54.78-92.17
总市值(亿元)	49.34
总资产(亿元)	13.27
每股净资产(元)	12.00

相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	508.10	691.98	958.43	1350.31
增长率	23.71%	36.19%	38.51%	40.89%
归属母公司净利润 (百万元)	126.48	158.02	211.45	289.43
增长率	4.72%	24.94%	33.81%	36.88%
每股收益 EPS (元)	1.44	1.80	2.41	3.30
净资产收益率 ROE	12.12%	13.67%	15.83%	18.27%
PE	40	32	24	17
PB	4.84	4.29	3.71	3.14

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：全国集成吊顶行业领军企业	1
2 行业分析：集成吊顶即将迎来行业整合期	2
2.1 集成吊顶：家居建材行业中细分的新兴业态	2
2.2 集成吊顶行业将进入行业整合期，龙头受益	3
2.3 在稳定厨卫空间的同时，应用空间以客厅为核心进行拓展	4
3 强劲研发与 B 端开拓铸就友邦集成吊顶龙头地位	4
3.1 强劲的研发实力背书，“新应用空间+新产品”形成合力	4
3.2 与恒大合作打开 B 端市场	5
4 盈利预测与估值	7
5 风险提示	8

图 目 录

图 1: 公司主业构成 (2016 年年报)	1
图 2: 公司股权结构 (2017 年一季报)	1
图 3: 2013-2017Q1 营业收入	1
图 4: 2013-2017Q1 归母净利润	1
图 5: 2013-2016 中国家居建材行业整体市场规模	2
图 6: 2013-2016 中国集成吊顶行业整体市场规模	2
图 7: 集成吊顶所处行业生命周期	3
图 8: 集成吊顶生产企业分类	3
图 9: 友邦吊顶产品结构	4
图 10: 奥普集团产品结构	4
图 11: 友邦吊顶客厅产品系列	5
图 12: 2009-2016 年公司集成吊顶毛利与毛利率水平	6
图 13: 恒大集团全国地产项目	6

表 目 录

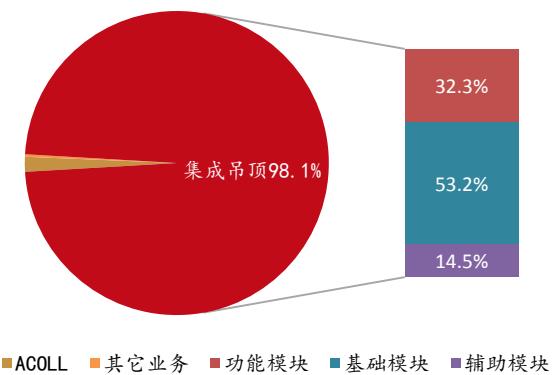
表 1: 公司 2015-2016 年营业收入构成 (按地区)	5
表 2: 分业务收入及毛利率	7
附表: 财务预测与估值	9

1 公司概况：全国集成吊顶行业领军企业

友邦吊顶是首家专业从事集成吊顶研发、生产和销售的上市公司，是集成吊顶行业的领军企业。如图1所示，公司主营业务为集成吊顶，收入占比为98.1%，其中，集成吊顶由三大模块产品组成，功能模块、基础模块和辅助模块，收入占比分别为32.3%、53.2%和14.5%。ACOLL产品是公司2014年推出的成套家饰产品，2016年该产品在收入中的占比为1.6%。

公司股权结构清晰，第一期员工持股计划实施完毕。公司董事长时沈祥和骆莲琴夫妻二人合计持有公司股份64.1%，为公司共同实际控制人。公司董事长时沈祥先生为全国工商联家具装饰业商会天花吊顶专业委员会会长。公司第一期员工持股计划实施完成，该计划持股占比为0.65%，股票为通过二级市场购买，平均购买价格为每股73.54元。

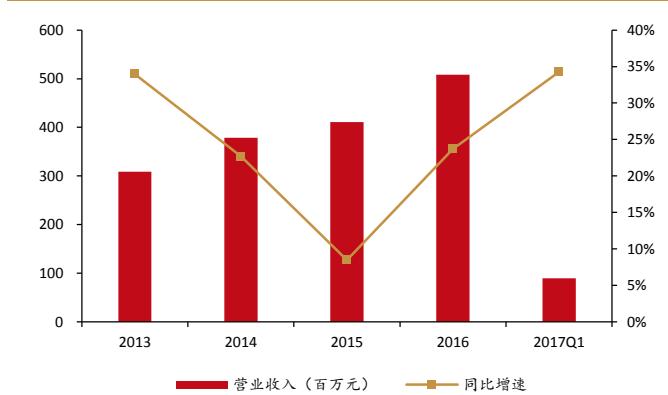
图1：公司主业构成（2016年年报）



数据来源：Wind，西南证券整理

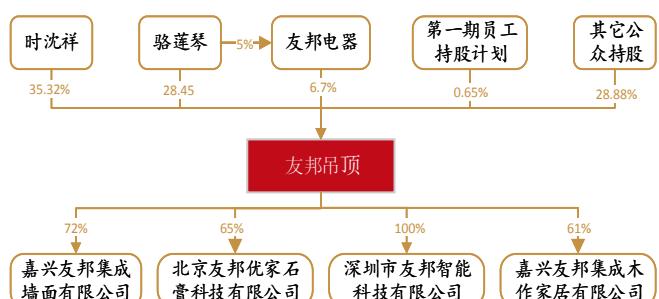
公司总股本为8763.2万股，其中，流通股占比为23.92%，流通限售股占比为76.08%。友邦吊顶于2014年上市并发行股份1310万股，2015年以公积金每10股转增6股，2016年非公开发行507.18万股。

图3：2013-2017Q1 营业收入



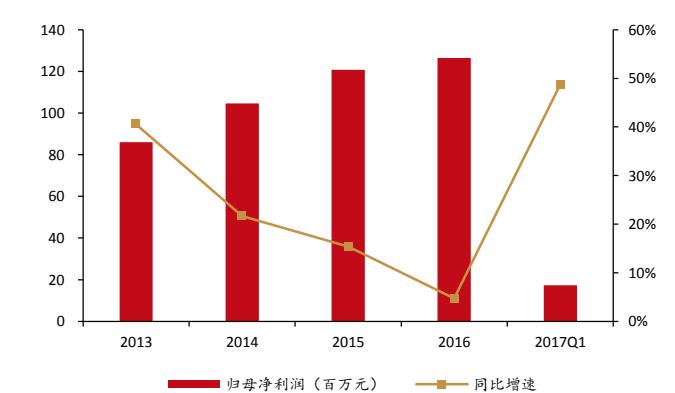
数据来源：Wind，西南证券整理

图2：公司股权结构（2017年一季报）



数据来源：Wind，西南证券整理

图4：2013-2017Q1 归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

2013-2016 年公司业绩规模不断扩大，业绩增速回落。营业收入方面，收入规模从 2013 年的 3 亿增长到 2016 年的 5 亿，收入增速从 2013 年的 34% 迅速回落到 2015 年的 8.5%，2016 年反弹到 23.7%；归母净利润方面，增速回落明显，从 2013 年的 40.6% 逐步回落至 2016 年的 4.7%，主要是公司 2015-2016 年公司不断加强渠道建设和新产品推广力度，管理和销售费用较高。

2017Q1 公司业绩表现强势。如图 1、图 2 所示，2017Q1 公司营业收入为 8907 万元，同比增速为 34.3%，归母净利润为 1730 万元，同比增速为 48.7%。公司 2017Q1 业绩高增长主要得益于公司渠道建设和新产品市场推广初显成效。公司经营具有季节性，一般上半年为淡季下半年为旺季，公司 2017 全年业绩有望超预期。

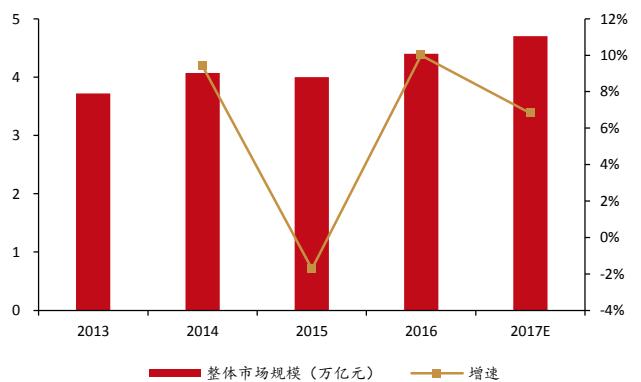
2 行业分析：集成吊顶即将迎来行业整合期

2.1 集成吊顶：家居建材行业中细分的新兴业态

集成吊顶与传统吊顶相比，进一步契合了客户对美观、功能、环保等需求的升级，符合国家工业化建筑产业政策。从行业的角度看，集成吊顶兴起于 21 世纪初，集成吊顶在家居建材行业中属于细分的新兴业态。从国家工业化建筑产业政策讲，集成吊顶现场安装，产生的建筑垃圾较少，空气污染和噪声污染都较少。

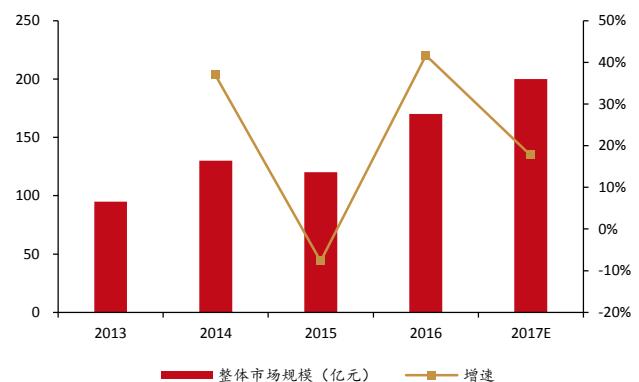
集成吊顶市场空间已经打开。从我国 2013-2016 年家居建材行业整体市场规模来看，如图 3 所示，2013 年约为 3.7 万亿元，2014 年约 4.1 万亿元，由于 2014 年高度泡沫化的房地产业陷入停顿，2015 年家居建材市场规模回落到 4 万亿元左右，随着 2016 年房地产去库存从一、二线城市扩大至三、四线城市且成效显著，预计 2017 年家居建材市场规模将达到 4.7 万亿元。吊顶在家居建材行业中的占有率为较低，而且集成吊顶最早出现在 21 世纪初，快速发展在 2005-2010 年间，市场渗透率较低。如图 6 所示，2013 年集成吊顶市场规模约为 95 亿元，2016 年约为 170 亿元，预计 2017 年将达到 200 亿元。

图 5：2013-2016 中国家居建材行业整体市场规模



数据来源：西南证券整理

图 6：2013-2016 中国集成吊顶行业整体市场规模



数据来源：西南证券整理

集成吊顶的市场渗透率将进一步提高。集成吊顶从客户需求的角度讲，渗透率最高的两个应用场景是厨房和卫生间，目前的渗透率约 20%，随着集成吊顶在视觉和功能上的优势进一步受到消费者认可，集成吊顶的应用场景将逐步拓展到客厅、卧室、阳台等空间，由此可见，随着集成吊顶从集成到智能上发展，集成吊顶的市场渗透率有望快速提高。多因素推动行业持续快速发展，行业龙头市占率有望大幅提升。在消费期待问题上，消费者更加注重产品的功能性，这也正是集成吊顶未来发展的主要方向之一，即更加强调吊顶功能性，从而进一步提高产品的使用率和附加值。

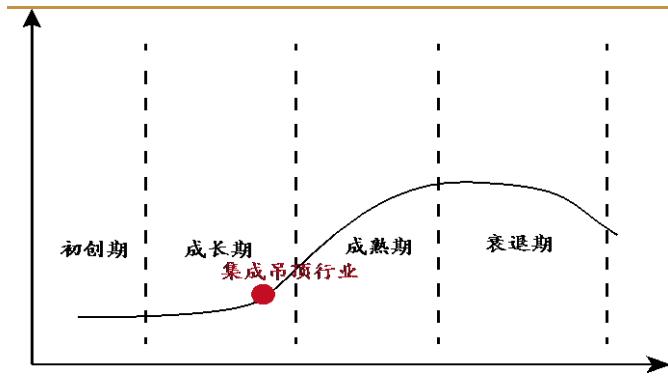
消费升级是集成吊顶行业的催化剂。在消费者消费能力及选择上，价格已不是最主要考量因素，消费者最为关注的是产品质量问题，同时消费者也日益关注安全环保问题。存量二次装修迎来爆发期有望在 3-5 年内到来，装修的升级换代，相对于价格，品质是消费者更关心的问题。

2.2 集成吊顶行业将进入行业整合期，龙头受益

从生命周期上看，集成吊顶仍处于快速成长期。如图 7 所示，2005 年以前是集成吊顶初创期，集成吊顶的概念初步成型；2005 年以后，集成吊顶迎来成长期，陆续有厂商推出集成吊顶产品，其中，友邦于 2004 最早提出 MSO 模块化吊顶技术并推出相关产品，奥普集团于 2006 年推出集成吊顶品类。

从竞争格局上看，集成吊顶行业集中度非常低。目前，集成吊顶生产企业上千家，如图 8 所示，大量的企业为区域性品牌，一线品牌包括友邦、奥普、美尔凯特、法狮龙和容声，二线品牌包括宝兰、品格、时代 1+1、巴迪斯和鼎美。行业集中度上，虽然友邦是集成吊顶中的龙头企业，但其市场占有率也仅有 3% 左右，一线二线品牌的市场集中度也不到 20%。

图 7：集成吊顶所处行业生命周期



数据来源：西南证券整理

图 8：集成吊顶生产企业分类



数据来源：西南证券整理

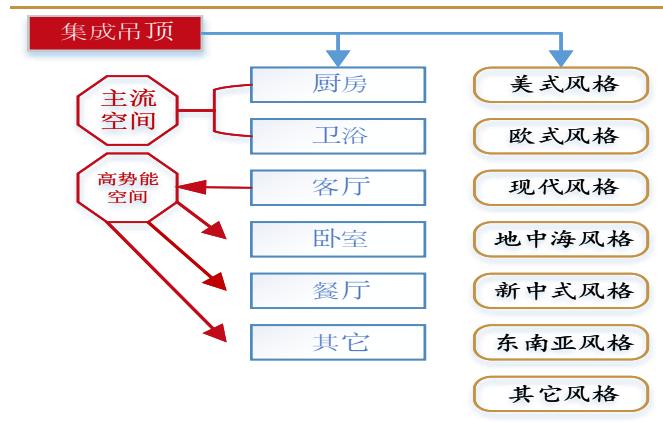
原材料价格波动整体利好集成吊顶龙头企业。集成吊顶的上游包括铝板、钢板、SBS 粒子、取暖泡等，其中，铝板和钢板成本占比最高，价格波动较大，对集成吊顶毛利率影响较大，影响集成吊顶企业的盈利能力。从这个角度讲，原材料价格波动对公司是一种挑战，压缩了公司的盈利空间。同时，由于品牌和服务等问题，中小企业只能依靠价格优势挤占部分低端市场。由于集成吊顶行业过高的毛利率与较低行业门槛，行业竞争格局混乱，原材料价格波动会挤压小型集成吊顶企业的生存空间，对龙头企业是一种利好。未来随着领头企业品牌、研发和渠道竞争力不断加强，以及消费者认知程度进一步提高，行业发展也将成熟化，弱势企业和弱势品牌在竞争中将不断被淘汰或被整合，优势企业强者愈强。

2.3 在稳定厨卫空间的同时，应用空间以客厅为核心进行拓展

从行业角度，集成吊顶已经进入到多应用场景、智能化阶段。目前，集成吊顶的主要应用场景在厨卫，市场渗透率约 30%。未来预计在行业消费升级、全装修政策推广、二次装修及婚育高峰等因素的驱动下，集成吊顶在厨卫空间的渗透率还会进一步提升。导致集成吊顶市场渗透率较低的因素主要有两个：一是价格，集成吊顶价格要远高于传统吊顶；二是产品认知度，由于集成吊顶行业集中度低，产品质量良莠不齐，消费者虽然对集成吊顶有购买意向，但信心不足。

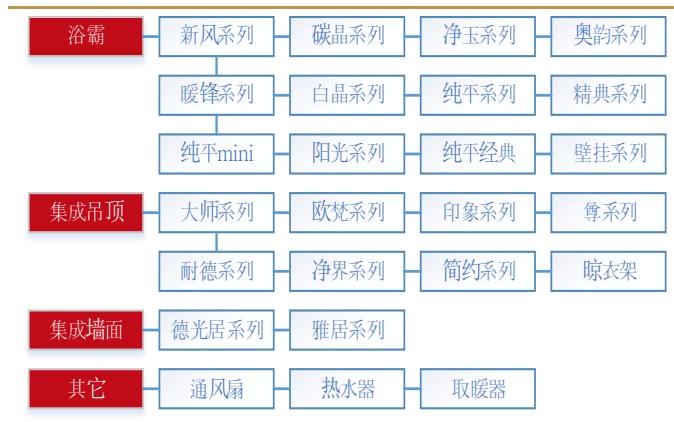
行业内目前具有较高品牌影响力包括友邦和奥普，两家企业的市占率都比较低，空间的拓展在两家公司的发展中体现非常明显。友邦吊顶是集成吊顶的龙头企业，主流的应用空间在厨卫，如图 9 所示，公司已经开始从高势能的客厅空间向卧室、餐厅等空间拓展。奥普集团主要产品为浴霸，包括新风、碳晶等 12 个产品系列（如图 10 所示），2006 年首次推出集成吊顶品类，品类下也包含众多系列，此外，公司也在积极拓展集成墙面品类，目前公司在这一品类下有两个系列。

图 9：友邦吊顶产品结构



据来源：友邦吊顶官网，西南证券整理

图 10：奥普集团产品结构



据来源：奥普集团官网，西南证券整理

3 强劲研发与 B 端开拓铸就友邦集成吊顶龙头地位

3.1 强劲的研发实力背书，“新应用空间+新产品”形成合力

需求的开发是公司提升市占率的首要任务。从供给端来讲，公司于 2016 年以非公开发行方式募资 3.4 亿用于新建产能，这一新项目可新增 2100 万片基础模块、80 万套功能模块和 50 万 M² 公装吊顶生产产能，加上原有产能，公司能够保证充足的产品供应。同时，公司在 2016 年做了第一期员工持股计划，将员工与公司利益深度绑定，解决了公司在员工激励上的问题。参与对象包括董事总经理、董事副总经理、财务负责人等在内的 408 名员工。从需求端来看，公司 2015 年布局电商 O2O，在天猫开设旗舰店，从线上引流。由于集成吊顶商品特殊性，除了产品交易更涉及到设计、安装、售后等内容，线上交易在更大程度上是向线下的引流。

强劲的研发实力是公司作为集成吊顶龙头的核心竞争力，“新应用空间+新产品”刺激需求端，强化品牌效应。在公司目前的收入构成中，三大模块是主力，以 2016 年年报数据为

例，基础和功能模块收入总占比达到 85%，平均毛利率近 50%。公司于 2014 年推出 ACOLL 成套家饰系列产品。目前 ACOLL 收入占比还不高，未来随着公司业务不断向全屋空间延伸，该部分业务也有望逐步放量。

从应用空间来看，厨房和卫生间是公司主流的两个应用空间，然而，在家装十大空间中，客厅才是具有最高势能的应用空间，客顶吊顶的风格直接影响卧室、阳台、餐厅等空间的风格。目前，集成吊顶在客厅空间的拓展还处于起步阶段，在客厅集成吊顶上，公司走在市场前列，目前已经有 4 款客厅产品，如图 11 所示。另外，公司新产品除了在集成吊顶应用空间上拓展外，也开始向集成墙面延伸，目前公司集成墙面正处于研发之中。

图 11：友邦吊顶客厅产品系列



数据来源：友邦吊顶官网，西南证券整理

3.2 与恒大合作打开 B 端市场

C 端市场的拓展是基于线下空间的拓展。以公司 2015、2016 年营业收入按地区构成为例，如表 1 所示，公司营业收入主要来自华东和华北地区，两个地区营业收入占总收入的比重在 50%以上。从变动百分比来看，各个地区有微小变化，其中，华南地区比重增加 2.5 个百分点，华中地区下降 2 个百分点。

表 1：公司 2015-2016 年营业收入构成（按地区）

地区	2015 年营收（百万元）	占比（%）	2016 年营收（百万元）	占比（%）	2016 年较 2015 年变动百分点
华东地区	129.9	31.6%	155.8	30.7%	-0.9
东北地区	30.2	7.4%	37.1	7.3%	-0.1
华南地区	39.1	9.5%	60.9	12%	2.5
西南地区	54.8	13.3%	60.7	12%	-1.3
华北地区	76	18.5%	103.8	20.4%	1.9
华中地区	64.6	15.7%	69.7	13.7%	-2.0
西北地区	15.7	3.8%	18.7	3.7%	-0.1
其他	0.4	0.1%	1.4	0.2%	0.1

数据来源：公司 2016 年年报，西南证券整理

与恒大签订合作框架协议，推进 B 端客户开发，销售渠道可以充分依托 B 端客户的市场平台。公司于 2017 年 4 月 25 日公告，基于友邦吊顶在集成吊顶上的产品优势与服务优势，广州恒大材料设备有限公司（恒大地产集团全资子公司）与公司签订框架协议，承诺在

2017-2019 年期间向公司采购总额不少于 5 亿元, 2017-2021 年意向采购金额约为 10 亿元。公司 2016 年向恒大材料销售集成吊顶产品的收入为 1400 万元, 占公司总收入的 2.4%。对比公司 2016 年营业收入, 与恒大材料合作的价款较大, 对公司业绩有积极影响。整体而言, B 端客户的开拓, 对公司有三个重要影响:

第一, B 端客户毛利率将拉低公司整体毛利率。目前, 公司客户以 C 端客户为主, 综合毛利率较高, 如图 12 所示, 公司 2011 年毛利率最高, 达 53%, 受市场竞争环境影响, 2013-2016 年公司毛利率缓慢下降, 但集成吊顶产品整体毛利率水平仍维持在高位。B 端客户在采购过程中需求量大且议价能力较强, B 端客户的毛利率整体较 C 端客户低, 这种差额与 B 端客户的议价能力直接相关, 随着 B 端客户收入比重上升, 公司集成吊顶的整体毛利率将会逐渐下降。

第二, B 端客户有利于提高公司品牌形象及市场占有率。B 端客户, 除了地产商, 还包括家装公司, 从客户开拓的角度看, 大的 B 端客户由总公司牵头, 小的 B 端客户由经销商开拓。从家装趋势上看, 房地产精装房和家装整装的市场偏好度在上升, B 端客户的市场空间潜力巨大。目前, 公司已与东易日盛、业之峰等全国性家装公司, 以及小米爱空间、有住网“百变加”、土巴兔、金螳螂家等互联网家装渠道合作, B 端市场打开将进一步提升公司的品牌形象及市场占有率。

第三, 可以充分利用 B 端客户搭建起的市场平台。与恒大合作中, 列明了双方产品供应的大框架, 但并没有限制在某一个或某几个楼盘, 所以公司对恒大的供货理论上是全国范围的。如图 13 所示, 恒大地产在北京、上海、广州、深圳等国内 240 个城市拥有 700 多个项目, 恒大地产在空间区域上的拓展非常广, 依托这一平台, 公司可以快速提升收入占比比较低的东北、西北、西南等地区的品牌知名度, 提高这些地区 C 端用户的渗透率。

图 12: 2009-2016 年公司集成吊顶毛利与毛利率水平



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 恒大集团全国地产项目



数据来源: 恒大集团官网, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司 C 端客户定单需求增速保持不变，B 端客户需求量较大，对三大模块的需求在 C 端基础上普遍增加 5-15 个百分点；

假设 2：B 端客户的毛利率要低于 C 端客户，三大模块的毛利率较公司 2014-2016 年平均毛利率普遍下降 1-2 个百分点；

假设 3：ACOLL 产品处于市场开拓早期且 2016 年销量基数小，产品销量增速 100%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
基础模块	营业收入	265.342	398.0	597.0	895.5
	YOY	36.5%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	46.2%	45.0%	45.0%	45.0%
功能模块	营业收入	161.02	193.2	231.9	278.2
	YOY	10.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	57.8%	56.0%	56.0%	56.0%
辅助模块	营业收入	72.21	83.0	95.5	109.8
	YOY	10.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	44.1%	45.0%	45.0%	45.0%
ACOLL	营业收入	8.17	16.3	32.7	65.4
	YOY	95.5%	100.0%	100.0%	100.0%
	毛利率	29.6%	30.0%	30.0%	30.0%
其它业务	营业收入	1.36	1.4	1.4	1.4
	YOY	277.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
合计	营业收入	508.1	692.0	958.4	1350.3
	YOY	23.7%	36.2%	38.5%	40.9%
	毛利率	49.5%	47.8%	47.2%	46.6%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.8 元、2.41 元、3.3 元，未来三年归母净利润将保持 32%的复合增长率，考虑到公司在集成吊顶行业的龙头地位、研发实力以及 B 端市场的打开，给予公司 2017 年 40 倍估值，对应目标价 72 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

(1) 原材料价格波动的风险。公司上游原材料主要为铝和钢板，铝和钢板的市场价格主要受市场供求影响，具有较大波动性。如果原材料价格出现大幅上升，且成本涨价不能传导至终端产品价格上，则企业毛利率存在大幅下降的风险。

(2) 新产品推广不及预期的风险。为了提高公司品牌影响力和市场竞争力，公司不断研发和推出新产品，由于集成吊顶市场属于买方市场，所以新产品推出存在市场接受的不确定性。

(3) 地产调控引起 C 端需求下降的风险。集成吊顶的 C 端需求与房地产市场的成交量高度正相关，如果地产调控导致房地产成交不活跃，则可能引起市场对集成吊顶的需求下降。

(4) B 端用户单方解除合同的风险。公司与 B 端客户签订合同，B 端客户一般会保留产品质量和服务不符要求单方解除合同的权利。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	508.10	691.98	958.43	1350.31	净利润	125.27	159.62	213.59	292.35
营业成本	256.84	361.04	505.78	721.12	折旧与摊销	11.02	12.25	12.25	12.25
营业税金及附加	5.12	6.60	9.21	9.32	财务费用	-8.73	0.04	0.05	0.07
销售费用	54.02	68.08	95.28	135.33	资产减值损失	1.67	0.00	0.00	0.00
管理费用	53.90	75.72	103.81	146.75	经营营运资本变动	-315.28	-99.09	-150.01	-219.64
财务费用	-8.73	0.04	0.05	0.07	其他	318.84	-2.42	0.77	-3.02
资产减值损失	1.67	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	132.80	70.40	76.64	82.00
投资收益	0.64	2.42	1.23	2.02	资本支出	-57.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-411.70	2.42	1.23	2.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-469.25	2.42	1.23	2.02
营业利润	145.91	182.92	245.52	339.74	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.88	3.49	3.87	2.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	146.79	186.41	249.39	341.99	股权融资	327.63	0.00	0.00	0.00
所得税	21.52	26.79	35.80	49.63	支付股利	-41.28	-25.30	-31.60	-42.29
净利润	125.27	159.62	213.59	292.35	其他	0.00	-0.04	-0.05	-0.07
少数股东损益	-1.21	1.60	2.14	2.92	筹资活动现金流净额	286.35	-25.33	-31.65	-42.36
归属母公司股东净利润	126.48	158.02	211.45	289.43	现金流量净额	-50.09	47.48	46.22	41.67
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	422.46	469.95	516.17	557.83	成长能力				
应收和预付款项	58.72	61.88	90.86	131.54	销售收入增长率	23.71%	36.19%	38.51%	40.89%
存货	42.52	59.77	81.74	118.39	营业利润增长率	8.35%	25.36%	34.22%	38.38%
其他流动资产	310.77	423.23	586.19	825.88	净利润增长率	3.71%	27.42%	33.81%	36.88%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.50%	31.71%	32.08%	36.55%
投资性房地产	1.71	1.71	1.71	1.71	获利能力				
固定资产和在建工程	161.24	155.61	149.98	144.35	毛利率	49.45%	47.83%	47.23%	46.60%
无形资产和开发支出	63.94	57.33	50.71	44.10	三费率	19.52%	20.79%	20.78%	20.90%
其他非流动资产	96.71	96.71	96.71	96.71	净利润率	24.65%	23.07%	22.29%	21.65%
资产总计	1158.08	1326.19	1574.07	1920.51	ROE	12.12%	13.67%	15.83%	18.27%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.82%	12.04%	13.57%	15.22%
应付和预收款项	106.00	132.70	188.75	270.49	ROIC	31.16%	25.43%	28.05%	30.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.17%	28.21%	26.90%	26.07%
其他负债	18.69	25.77	35.62	50.27	营运能力				
负债合计	124.69	158.47	224.37	320.75	总资产周转率	0.55	0.56	0.66	0.77
股本	87.63	87.63	87.63	87.63	固定资产周转率	5.76	8.38	12.46	18.94
资本公积	450.60	450.60	450.60	450.60	应收账款周转率	36.89	36.57	41.04	39.35
留存收益	496.37	629.10	808.94	1056.08	存货周转率	7.52	7.06	7.05	7.10
归属母公司股东权益	1034.60	1167.32	1347.17	1594.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.33%	—	—	—
少数股东权益	-1.21	0.39	2.52	5.45	资本结构				
股东权益合计	1033.39	1167.71	1349.70	1599.76	资产负债率	10.77%	11.95%	14.25%	16.70%
负债和股东权益合计	1158.08	1326.19	1574.07	1920.51	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	6.76	6.45	5.71	5.11
EBITDA	148.20	195.20	257.81	352.06	速动比率	6.41	6.07	5.35	4.74
PE	39.56	31.66	23.66	17.29	股利支付率	32.64%	16.01%	14.95%	14.61%
PB	4.84	4.29	3.71	3.14	每股指标				
PS	9.85	7.23	5.22	3.71	每股收益	1.44	1.80	2.41	3.30
EV/EBITDA	30.22	22.70	17.01	12.34	每股净资产	11.81	13.32	15.37	18.19
股息率	0.82%	0.51%	0.63%	0.85%	每股经营现金	1.52	0.80	0.87	0.94
					每股股利	0.47	0.29	0.36	0.48

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	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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