

## 内外兼修拥抱消费升级, 民族日化龙头加速崛起

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司是国内民族日化行业的龙头企业, 聚焦于洗护类产品, 该产品市场份额为 3.4%, 居民族品牌榜首。随着公司内生外延并举, 在“品牌”和“渠道”的双轮驱动下, 后续有望实现高增长。
- **对内:** (1) **聚力打造“拉芳”品牌群, 细分产品市场定位清晰。** 公司立足原有的“拉芳”品牌, 逐步打造了“雨洁”、“美多丝”、“缤纯”、“圣峰”等多个品牌, 构建“拉芳”品牌群。2017年, 公司高端品牌“美多丝”营收占比创新高至 13.1%, 品牌升级带动公司产品盈利性的提升。在产品受众上, 公司明确“大众”、“中端”及“高端”的定位; 在产品功能上, 公司按“柔顺”、“头皮护理”、“受损修复”等进行划分。多类型产品精准的市场定位, 覆盖多层次消费者。(2) **全渠道立体化协同发展。** 公司以经销、商超渠道为主, 辅以电商渠道。在经销商方面, 核心经销商数量稳定在 390 家以上, 实力雄厚的经销商营收贡献率已至 29%。在商超渠道方面, 公司与沃尔玛、家乐福等多家大型商超合作, 且买断式交易占比达 95% 以上。在电商渠道方面, 2015 年至 2017 年电商渠道营收占比分别为 4.1%、5.0% 和 9.1%, 且 2016 年公司电商渠道的毛利率高达 71%, 电商渠道快速扩张, 带动公司的毛利率不断增加。
- **对外:** (1) **增资宿迁百宝, 拥抱 IP 电商。** 公司持有宿迁百宝 20% 股权, 多位互联网名企创始人系宿迁百宝高管, 乘母婴经济和社交内容电商东风, 宿迁百宝作出高业绩承诺, 彰显发展信心与潜力。(2) **设立产业基金+收购蜜妆信息 26.8% 股权, 布局美妆领域。** 一方面, 公司设立美妆产业基金, 欲寻找优质美妆项目, 积极布局美妆线下 CS 连锁店, 搭建营销渠道, 积累流量。另一方面, 公司拟收购蜜妆信息 26.8% 股权, 步入自媒体和美妆领域。对标青岛金王发展路径, 公司在渠道建设和美妆领域的发展潜力无限。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.03 元、1.23 元、1.44 元, 未来三年归母净利润将保持 22.03% 的复合增长率, 对应动态 PE 分别为 28 倍、23 倍、20 倍。我们选取上海家化、珀莱雅、御家汇作为可比公司, 根据 wind 一致预测, 2018 年三家公司平均估值为 40 倍, 给予公司 33 倍 PE, 对应 6 个月目标价为 34.00 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧、原材料价格大幅上涨、募投项目建成及达产进度或不及预期等风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	981.12	1097.37	1148.50	1201.04
增长率	-6.47%	11.85%	4.66%	4.57%
归属母公司净利润(百万元)	138.05	179.84	213.81	250.83
增长率	-7.64%	30.27%	18.89%	17.32%
每股收益 EPS(元)	0.79	1.03	1.23	1.44
净资产收益率 ROE	8.12%	9.71%	10.54%	11.21%
PE	36	28	23	20
PB	2.93	2.69	2.46	2.23

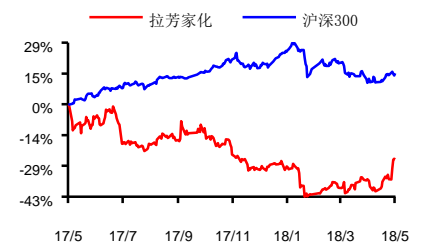
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@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)	1.74
流通 A 股(亿股)	0.63
52 周内股价区间(元)	21.73-38.44
总市值(亿元)	49.58
总资产(亿元)	19.05
每股净资产(元)	10.00

### 相关研究

## 目 录

1 聚焦洗护类产品，书写民族日化新篇章.....	1
2 消费升级推动日化行业高速发展，品牌及渠道竞争激烈.....	5
3 聚力打造“拉芳”品牌群，细分品牌市场定位明确.....	7
4 全渠道立体化协同发展.....	8
5 外延投资拥抱 IP 电商，美妆领域寻求新突破.....	10
5.1 增资宿迁百宝，母婴流量精准变现.....	10
5.2 设立产业基金+收购蜜妆信息 26.8%股权，步入美妆领域值得期待.....	14
6 盈利预测与估值.....	15
6.1 主营业务盈利预测.....	15
6.2 相对估值.....	16
7 风险提示.....	16

## 图 目 录

图 1: 国内香皂市场容量不断萎缩 .....	1
图 2: 2016-2020 年我国化妆品市场复合增长率 5.05% .....	1
图 3: 拉芳家化股权结构清晰且股权集中 .....	2
图 4: 公司 2012 年以来营业收入及增速 .....	3
图 5: 公司 2012 年以来归母净利润及增速 .....	3
图 6: 公司 2017 年主营业务结构情况 .....	3
图 7: 公司主营业务毛利率 .....	3
图 8: 2012-2017 年公司主营业务收入分区域情况（万元） .....	4
图 9: 2017 年公司主营业务收入区域分布情况 .....	4
图 10: 2015-2030 年人口净流动量及预测 .....	4
图 11: 2012-2022 年我国日化行业市场规模高速扩张 .....	5
图 12: 拉芳在洗护品市场占有率达 3.4% .....	5
图 13: 2008 年以来我国人均 GDP 及增速 .....	5
图 14: 2008 年以来社会消费品零售额 .....	5
图 15: 洗护产品销售金额区域占比 .....	6
图 16: 洗护产品销售收入增长率 .....	6
图 17: 日化行业销售模式 .....	6
图 18: 2008-2016 年电子商务规模高速增长 .....	6
图 19: 聚力打造“拉芳”品牌群 .....	7
图 20: 2012-2017 年美多丝品牌营业收入及占比 .....	8
图 21: 2013-2016 年美多丝品牌毛利及毛利率 .....	8
图 22: 2013-2017 年营业收入分渠道占比 .....	8
图 23: 2013-2016 年毛利率分渠道分析 .....	8
图 24: 2014-2016 年核心与非核心经销商数量 .....	9
图 25: 2014-2016 年核心经销商等级与收入占比分布 .....	9
图 26: 电商渠道快速拓展 .....	10
图 27: 宿迁百宝股权结构图 .....	11
图 28: 2016 年和 2017 年中国典型社交应用使用率 .....	12
图 29: 网络购物/手机网络购物用户规模及使用率变化情况 .....	12
图 30: 2000-2017 年我国出生人口数变化情况 .....	13
图 31: “小小包麻麻”小程序界面 .....	13

## 表 目 录

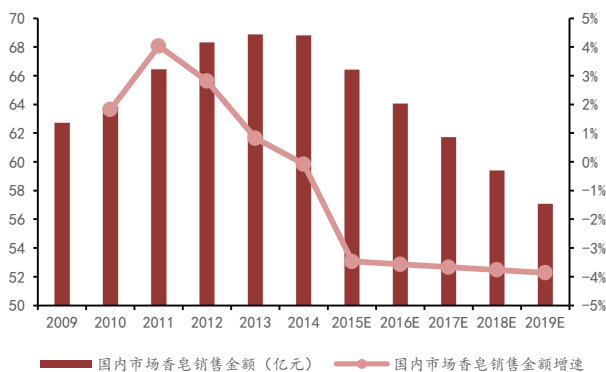
表 1：拉芳家化主要产品产能产量 .....	1
表 2：股票期权激励计划授予情况 .....	2
表 3：“拉芳”品牌群市场定位及营收情况 .....	7
表 4：公司商超销售方式 .....	9
表 5：公司电商渠道销售平台营收情况 .....	10
表 6：公司创始股东系多家知名互联网企业创始人 .....	11
表 7：宿迁百宝业绩承诺 .....	12
表 8：截至 2017 年 12 月青岛金王美妆品全产业链并购标的 .....	15
表 9：分业务收入及毛利率 .....	15
表 10：日化行业可比公司估值情况 .....	16
附表：财务预测与估值 .....	17

## 1 聚焦洗护类产品，书写民族日化新篇章

拉芳家化是我国民族日化行业的领军企业，2017年3月公司挂牌上市，公司的主要产品包括洗发水、护发素、沐浴露、香皂、膏霜等洗护沐浴品。目前，公司正立足原有品牌“拉芳”，聚力打造包括“美多丝”、“雨洁”、“缤纯”、“圣丰”在内的“拉芳”品牌群，以建立具有市场影响力的民族洗护品牌。

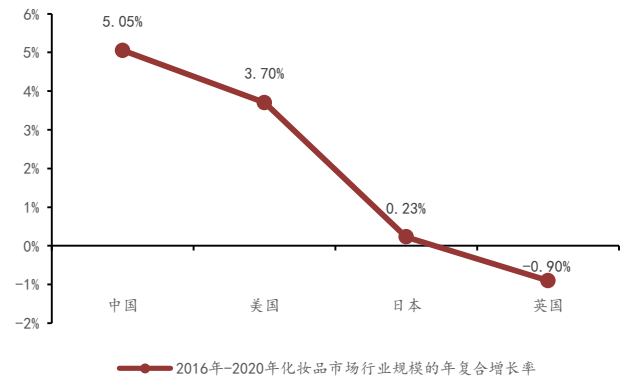
**重心转移至洗护类产品，IPO项目扩展产能以突破瓶颈。**据Euromonitor估计，因大众消费习惯的改变，2014年至2019年，国内香皂市场将以3.7%的年均复合降速不断萎缩。且据其估计，2016年至2020年，我国化妆品（护肤、护发、沐浴、彩妆、香水）行业年均复合增长率有望达5.05%。基于对香皂和洗护类产品市场的整体判断，公司自2015年开始，将发展重心聚焦于洗护类产品。2014年至2017年公司香皂的产能利用率不断下降，分别为107.0%、55.9%、55.0%和55.0%。公司目前拥有洗护类产品产能36843吨/年，2015年至2017年，公司洗护类产品产能利用率分别为113.6%、101.0%和101.4%，产能利用率趋于饱和，随着公司销售规模的不断扩大，公司目前的生产线将不能满足未来生产量的需求，因此公司IPO募集资金17968.8万元投资日化产品（洗发水、沐浴露）二期项目，拟新建洗发水产能10000吨、沐浴露产能10000吨，该项目预计将于2019年12月完工。

图 1：国内香皂市场容量不断萎缩



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 2：2016-2020年我国化妆品市场复合增长率 5.05%



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

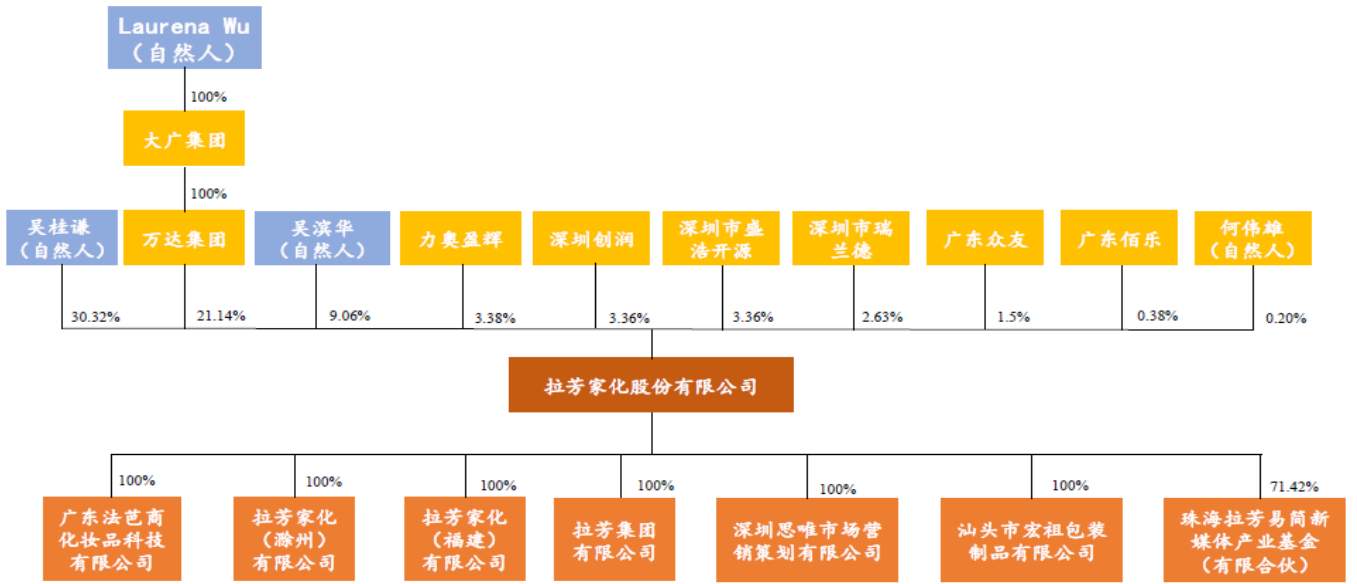
表 1：拉芳家化主要产品产能产量

产品	时间	产能 (吨)	产量 (吨)	产能利用率	备注
洗护类	2014年	36843	41755	113.3%	
	2015年	36843	41858	113.6%	
	2016年	36843	37206	101.0%	
	2017年	36843	37733	101.4%	
	2019年12月	56843			日化产品（洗发水、沐浴露）二期项目： 洗发水 10000 吨、沐浴露 10000 吨
香皂	2014年	6000	6418	107.0%	
	2015年	6000	3356	55.9%	
	2016年	6000	2999	50.0%	
	2017年	6000	2998	50.0%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构集中且结构清晰，利好公司长期稳定发展。公司实际控制人为吴桂谦、吴滨华和 Laurena Wu，其中，吴滨华和 Laurena Wu 为吴桂谦之女。吴桂谦持有公司 30.32% 的股份，吴滨华持有公司 9.06% 的股份，Laurena Wu 100% 控股大广集团，而该公司通过其全资子公司万达集团间接持有拉芳家化 21.14% 的股权。且吴桂谦、吴滨华和 Laurena Wu 为一致行动人，三人合计持有拉芳家化 60.52% 的股份。公司股权结构清晰，且较为集中，有利于公司长期稳定发展。

图 3：拉芳家化股权结构清晰且股权集中



数据来源：公司公告，西南证券整理

**实施股票期权激励计划，稳定团队+注入新动力。**公司于 2017 年 9 月 20 日实施股票期权激励计划，授予公司核心管理级员工（28 人）和核心业务（技术）骨干（41 人）共计 116 万份股票期权，预留 30 万份股票期权，行权价为 32.75 元/股。在本次激励计划中，公司层面的业绩指标为：2018 年至 2020 年公司各年度实现的归属于上市公司股东的净利润与 2017 年相比，增长率不得低于 30%、50%、80%。对应 2018 年至 2020 年利润复合增速为 21.64%，远高于公司实施该激励计划前三年（2014 年-2016 年）的指标值。本次股权激励计划有助于公司稳定现有的团队力量，为公司的经营与发展注入新的增长动力，强化公司的盈利能力。

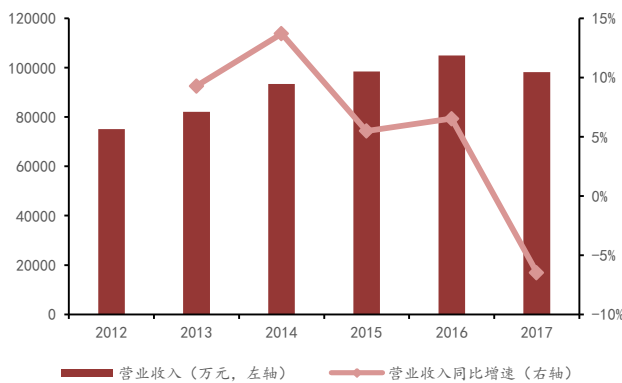
表 2：股票期权激励计划授予情况

激励对象	获授的股票期权份数（万份）	获授股票期权占授予总数的比例	获授股票期权占当前总股本比例
核心管理级员工（合计 28 人）	40	27%	0.23%
核心业务（技术）骨干（合计 41 人）	76	52%	0.44%
预留股票期权	30	21%	0.17%
合计	146	100%	0.84%

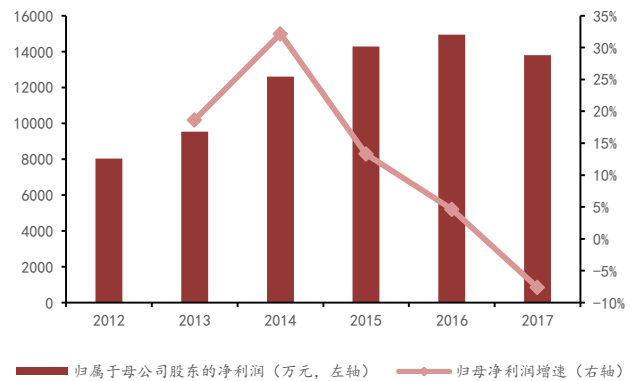
数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩状况：**2012 年至 2016 年公司业绩稳健增长，2017 年公司业绩出现下滑。在消费升级的背景下，公司立足于市场需求，首先，以“拉芳”品牌为核心，不断拓展其细分产品如：“拉芳”控油、植物精粹系列洗发水。其次，2015 年公司对旗下洗发品牌“美多丝”

实施品牌升级, 将该产品市场定位提升为中高端品牌, 并顺势推出一系列中高端洗发水, 2015年至2017年“美多丝”品牌营业收入分别为0.9亿元、1.6亿元和1.8亿元, 对应同比增速分别为76.5%、66.1%和13.1%。最后, 由于近几年洗护产品中植物草本、无硅油等概念层出, 为满足市场需求以及跟进市场竞争步伐, 公司推出“陶然”、“娇草堂”、“曼丝娜”和“依媚”等绿色健康洗护品牌, 不断丰富公司产品结构, 满足不同层次消费者的需求。但2017年因日化市场竞争加剧, 公司主营业务中占比88.9%的洗护类产品的营业收入较2016年下降7.1%, 加之公司期间费用和税金及附加合计占营业收入的比例上升了1.49个百分点至45.14%, 收入的下降和成本的上升带动公司归母净利润同比下降7.64%。随着公司加速布局电商渠道, 投资美妆领域, 加之高端洗护产品占比的持续增大, 在流量增多以及品牌的升级的双重预期下, 投资收益有望高速增长、主营业务或将稳健增长, 二者有望共同助力公司业绩重回稳健增长的轨道。

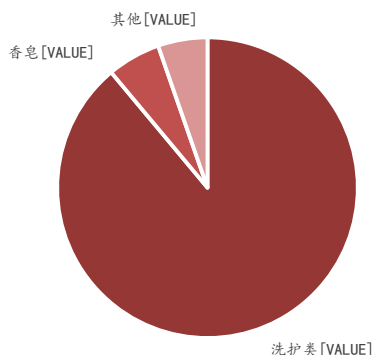
**图 4: 公司 2012 年以来营业收入及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

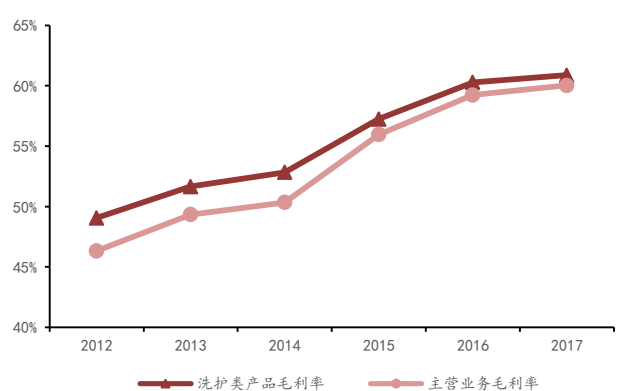
**图 5: 公司 2012 年以来归母净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司主营业务结构:** 公司主营业务收入主要来自洗护类产品, 占比 88.9%, 同时, 其也贡献 90.2% 的毛利。2017 年公司洗护类产品实现营业收入 8.7 亿元, 同比下降 7.1%, 收入下降主要系洗发水、护发素收入下降所致。但 2017 年洗护类产品制造费用同比下降了 18.05%、原材料成本因产品销量的下滑同比下降 8.32%, 人工费同比上涨 1.23%, 导致该年度洗护类产品毛利率上涨至 60.88%。因洗护类产品毛利率的持续提升, 主营业务毛利率由 2016 年的 59.19% 上升至 60.05%, 实现自 2012 年以来的第五个增长。

**图 6: 公司 2017 年主营业务结构情况**


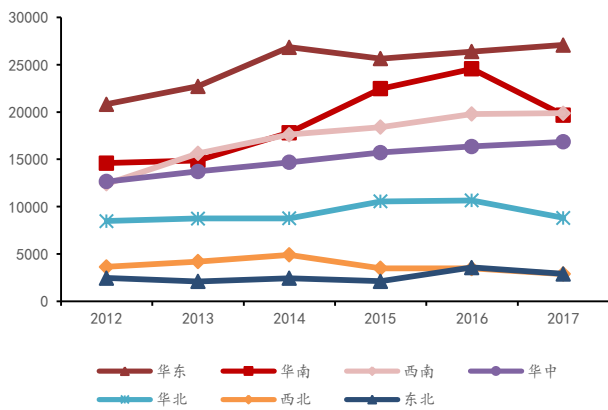
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 7: 公司主营业务毛利率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

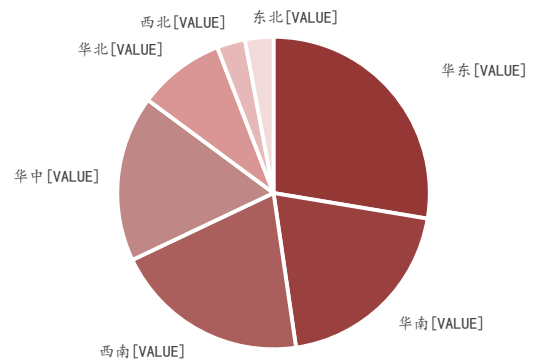
**公司主营业务区域分布：**公司主要收入来源于华东、华南和西南地区，2017 年主营业务收入中，华东地区贡献 27.6%，华南地区贡献 20.1%，西南地区贡献 20.3%。2012 年-2017 年，除西北地区外，其余地区主营业务收入均有一定程度的增长，其中西南、华南、华中和华东地区增幅领先，分别为 60%、35%、33%和 30%。同时，据 CNKI 研究表明，在 2020 年、2025 年和 2030 年中，预计浙江、广东、上海、北京以及江苏将成为主要的人口净流入地区。目前公司已有的客户人群主要分布在华东、华南地区，未来随着人口净流向于华南和华东地区，公司将在已有的销售渠道布局上，享受人口净流入的红利，实现营业收入的大幅增长。

图 8：2012-2017 年公司主营业务收入分区域情况 (万元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2017 年公司主营业务收入区域分布情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2015-2030 年人口净流量及预测

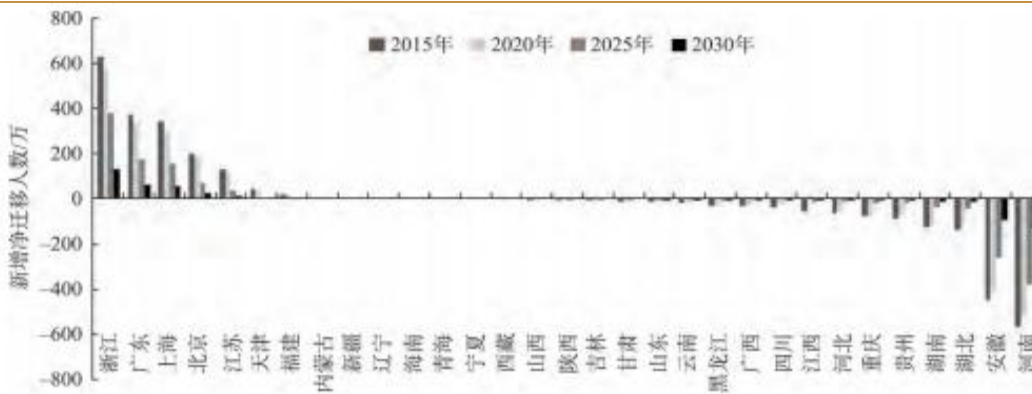


图 5 未来 15 年省际流动人口净迁移量预测结果

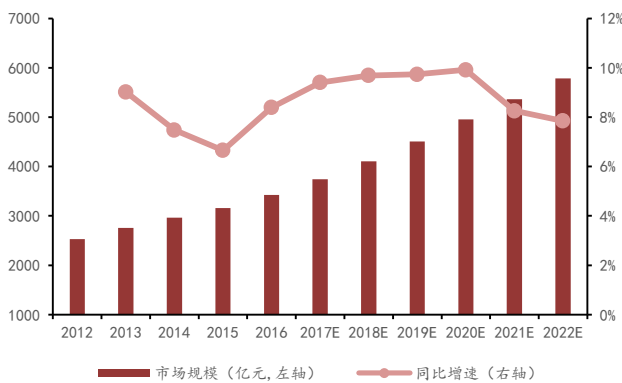
数据来源：CNKI，西南证券整理



## 2 消费升级推动日化行业高速发展，品牌及渠道竞争激烈

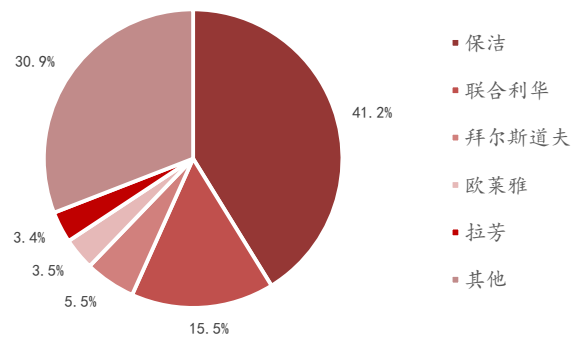
日化行业高速扩张，拉芳洗护品市场份额在民族品牌中遥遥领先。据中商产业研究院统计数据显示，2012年至2022年，我国日化行业高速扩张，年均复合增速达7.9%。2016年我国日化行业市场规模已达3424亿元，预计截至2022年，这一数值有望增加至5785亿元，即2016年至2022年，我国日化行业市场规模年均复合增速有望达9.1%。根据智研咨询统计结果显示，2015年拉芳在我国洗护品市场的占有率为3.4%，居民族品牌首位。随着日化行业的高速扩张，作为洗护行业民族品牌的龙头企业，拉芳有望乘行业发展的东风，在产品升级和渠道拓展的催化下，实现民族日化龙头品牌的崛起。

图 11：2012-2022 年我国日化行业市场规模高速扩张



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

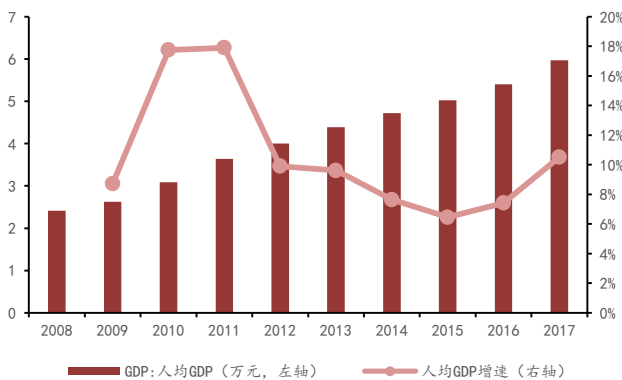
图 12：拉芳在洗护品市场占有率达 3.4%



数据来源：智研咨询，西南证券整理

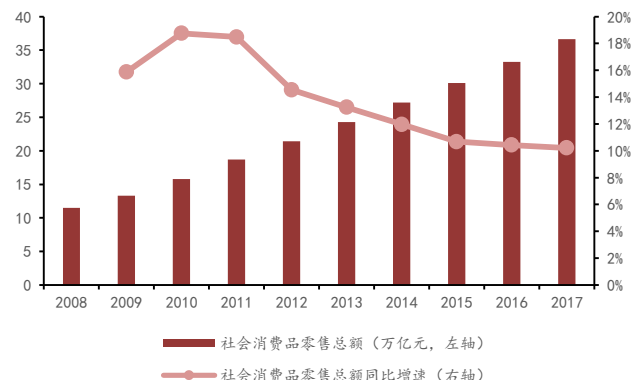
**影响市场需求变动因素 1：经济复苏带动需求上升。**自 2008 年经济危机以来，全球经济陷入萎靡，我国经济增速也逐渐放缓，步入新常态。总体来看，我国人均 GDP 逐渐增加，且自 2015 年以来，增速逐渐加快。经济的复苏，带动需求稳步上升，以我国社会消费品为例，随着经济的逐步复苏，其增速一直保持在 10% 以上的水平。

图 13：2008 年以来我国人均 GDP 及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 14：2008 年以来社会消费品零售额

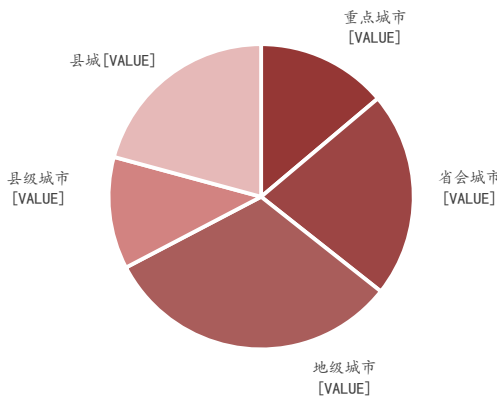


数据来源：国家统计局，西南证券整理

**影响市场需求变动因素 2：三四线城市消费潜力不容忽视，民族品牌占据优势。**就城市级别与日化产品市场的关系而言，目前我国一、二线城市日化市场已经相对成熟，而三、四线城市以及城镇、农村地区市场经过培育，已经步入成长期，对于日化产品的消费能力也逐

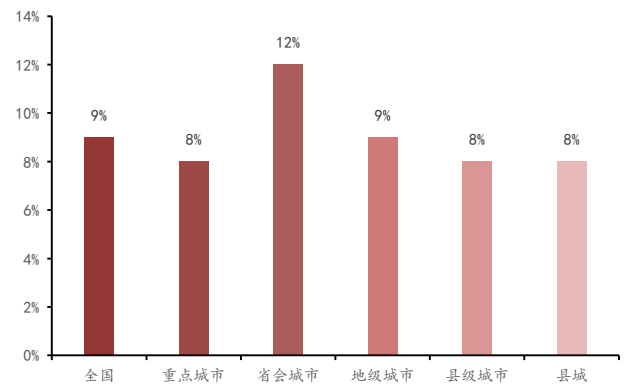
渐成长起来，尤其是对洗发水、沐浴露等产品的需求旺盛。据 Kantar Worldpanel 研究结果表明，洗护产品的销售收入在我国各级城市之间分布较为均匀，其中，重点城市和省会城市占比 36%，地级城市占比 32%，县级城市及县城占比 33%。此外，省会城市洗护产品销售收入增长率达 12%，而地级城市、县级城市和县城的增长率均持平或超过重点城市的增长率，说明洗护用品在小城市、县城及农村地区也具有广阔的市场空间。而拉芳作为民族品牌，在三四线城市及农村地区具备一定的品牌基础，此外，经销渠道占比较大的现状，也为拉芳抢占中小城市及农村地区市场创造条件。

图 15: 洗护产品销售金额区域占比



数据来源: Kantar Worldpanel, 西南证券整理

图 16: 洗护产品销售收入增长率



数据来源: Kantar Worldpanel, 西南证券整理

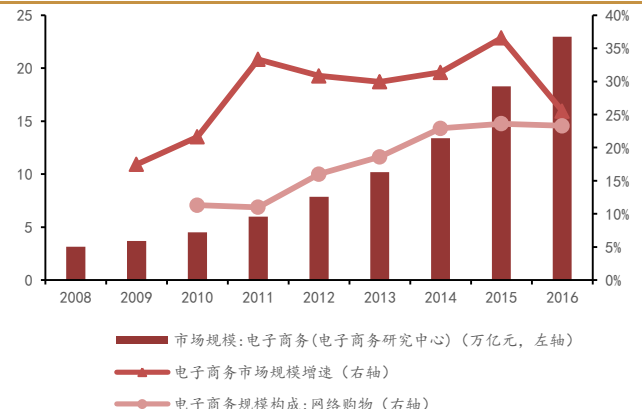
**电商渠道将成为行业竞相争夺点。**日化行业销售模式主要为三种，第一种为经销模式，即厂商与经销商达成协议，由经销商在约定的期限和地域内销售指定的商品，经销商通过自有渠道向下游客户销售商品。第二种为商超模式，即厂商与商超渠道零售商签订销售合同并向其销售产品，零售商购入产品后直接销售给终端消费者。商超对于品牌知名度、产品新鲜度等多项指标均有要求，因此洗护品牌进入大型商超的门槛较高。第三种为电子商务模式，其交易成本较低，市场渗透速度快，随着互联网的发展和人们购物习惯的改变，近些年来我国电子商务规模高速增长，日化公司也加紧抢占电商高地，拓宽电商渠道。

图 17: 日化行业销售模式



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 2008-2016 年电子商务规模高速增长



数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3 聚力打造“拉芳”品牌群，细分品牌市场定位明确

“拉芳”多层次品牌群协同并进，强化企业竞争力。在日化行业，产品品牌的知名度在很大程度上影响消费者的购买决定，由于“拉芳”品牌具有较高的市场知名度和品牌影响力，代表了公司的整体形象，为公司其他品牌的推广提供了质量和信誉保证，公司立足原有“拉芳”品牌，已逐步打造了“雨洁”、“美多丝”、“缤纯”、“圣峰”等多个品牌。

图 19：聚力打造“拉芳”品牌群



数据来源：公司公告，西南证券整理

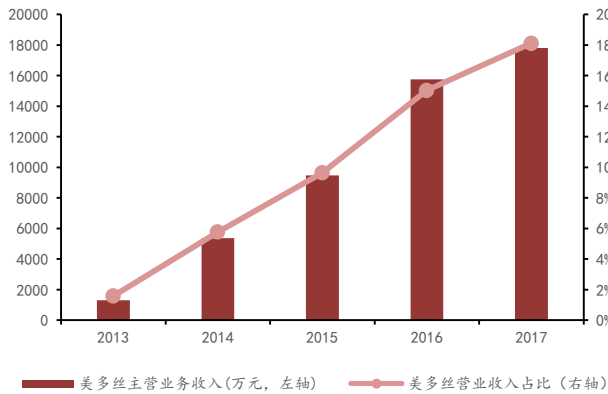
**品牌受众及功能定位清晰。**公司对“拉芳”品牌群定位清晰，在产品受众上，公司明确“大众”、“中端”以及“中高端”的定位；在产品功能上，公司产品功能包括“柔顺”、“头皮护理”、“受损修复”等，指向性明确。其中，“拉芳”品牌定位为大众营养柔顺系列产品，“雨洁”品牌定位为大众头皮护理及去屑系列产品，“美多丝”品牌定位为中高端头发受损修复系列产品，“缤纯”定位为大众日常膏霜护肤类产品，“圣峰”定位为大众口腔清洁牙膏类产品，同时，为了迎合消费者对无硅油等绿色健康洗护产品的需求，公司推出了“陶然”、“娇草堂”、“曼丝娜”、“依媚”等多种品牌。

表 3：“拉芳”品牌群市场定位及营收情况

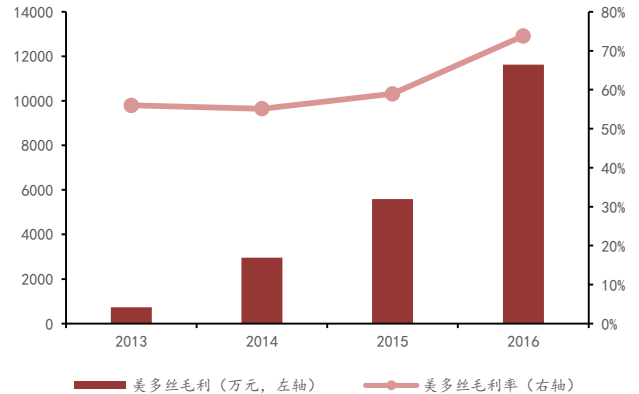
品牌	创设时间	产品定位		2014 年 营业收入占比	2015 年 营业收入占比	2016 年 营业收入占比	2016 年 毛利率
拉芳	2001 年	营养柔顺系列产品	大众	66.7%	64.5%	62.4%	56.2%
雨洁	2003 年	头皮护理及去屑系列产品	大众	20.1%	20.5%	16.0%	60.1%
美多丝	2013 年	头发受损修复系列产品	中高端	5.8%	9.6%	15.0%	73.8%
缤纯	2009 年	日常膏霜护肤类产品	大众	7.5%	5.4%	6.6%	59.23%
圣峰	2005 年	口腔清洁牙膏类产品	大众				
其他（注 1）	-	绿色健康洗护产品	中端				

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理（注 1：其他品牌包括“陶然”、“娇草堂”、“曼丝娜”、“依媚”等）

中高端产品盈利能力强劲，营收占比逐年增大。2015 年公司开始对“美多丝”进行品牌升级，将其定位为中高端洗护品牌。该年度，公司加大了对“美多丝”品牌的推广力度，并推出了多款定位于中高端市场且定价较高的护发素产品。自 2016 年开始，公司聘请刘诗诗为“美多丝”品牌代言人，同时对《花样姐姐》、《我爱挑战》等多档热播综艺，集中进行广告投放。期间，“美多丝”品牌盈利效果明显，2015 年至 2017 年分别实现营业收入 9480 万元、15751 万元和 17816 万元，同比增速分别为 76.5%、66.1%和 13.1%，营收占比分别为 9.6%、15.0%和 18.1%。同期，“美多丝”品牌毛利率也不断提升，2015 年和 2016 年，该数值分别为 59.0%和 73.8%。

**图 20: 2012-2017 年美多丝品牌营业收入及占比**


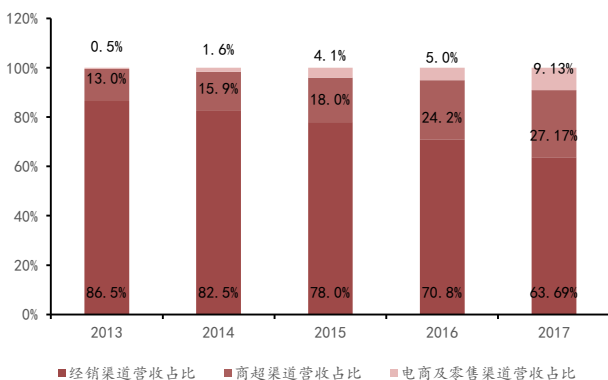
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 21: 2013-2016 年美多丝品牌毛利及毛利率**


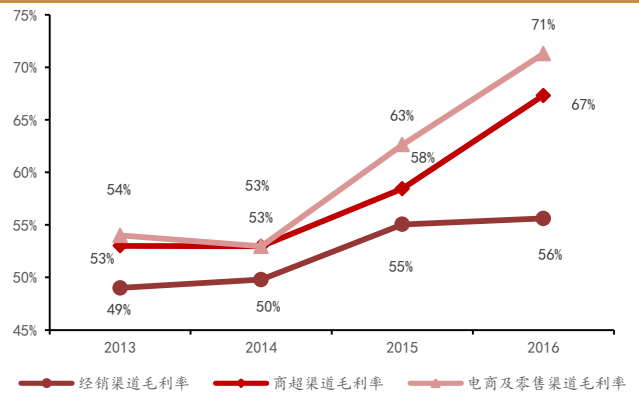
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 全渠道立体化协同发展

经销、商超为主，电商渠道占比扩大且毛利率攀升。公司目前已经建立了覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区的全国性营销网络。因为公司产品以大众日化品为主，故经销渠道一直占比在 70%以上，但是近些年随着大众消费习惯的改变，以及互联网购物浪潮的掀起，公司不断加强电商渠道的建设，截止 2017 年末，公司电商渠道占比已由 2013 年的 0.5%，扩增至 2017 年的 9%。且 2014 年至 2016 年电商渠道和商超渠道毛利率水平高速增长，因此，扩大商超和电商渠道的规模，有利于增强公司的盈利水平。

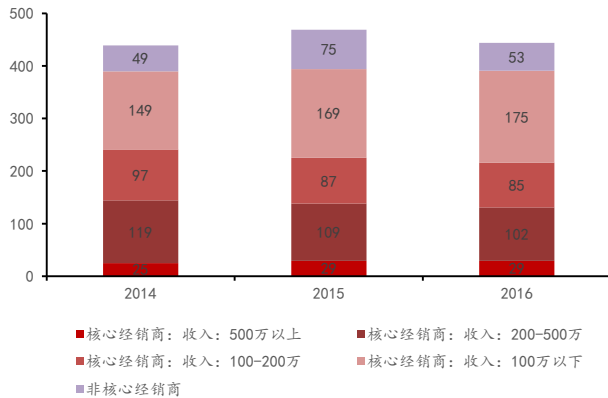
**图 22: 2013-2017 年营业收入分渠道占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

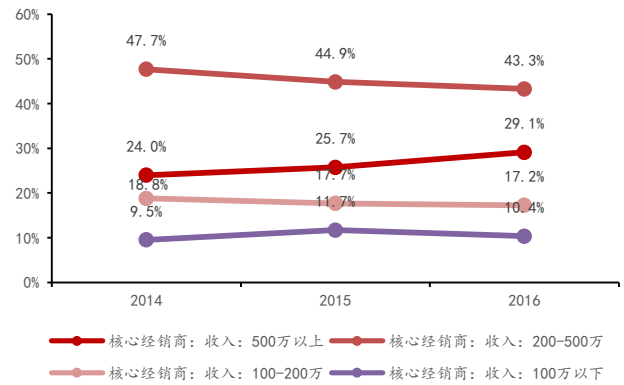
**图 23: 2013-2016 年毛利率分渠道分析**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**经销渠道：核心经销商数量稳定，且实力雄厚的核心经销商收入占比逐年增加。**经过多年的开拓经营，公司拥有一批合作关系稳定、销售业绩良好的核心经销商，2014年至2016年，公司核心经销商的数量稳定，分别为390家、394家和391家。同期，核心经销商中，收入在500万以上的大型经销商营收贡献率逐年攀升，分别为24%、26%和29%。表明，公司与大型核心经销商的合作与往来更加密切，公司经销渠道的竞争力不断增强。

**图 24：2014-2016 年核心与非核心经销商数量**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 25：2014-2016 年核心经销商等级与收入占比分布**


数据来源：公司公告，西南证券整理

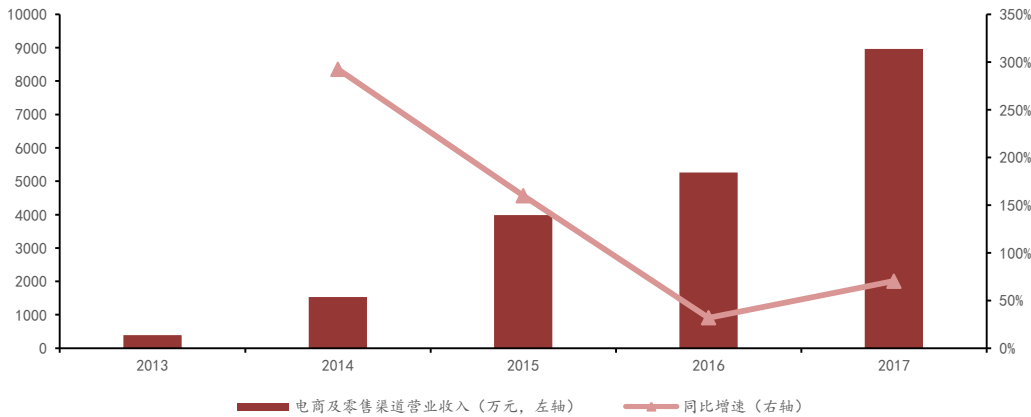
**商超渠道：买断式占比增大，销售风险降低。**公司商超渠道主要分为买断式和代销式，其中，买断式交易中，公司将商品的所有权及报酬转让给商超，商超自主进行销售；代销式交易中，商超仅为代销方，无商品所有权，定期与公司结算。目前公司已与沃尔玛、家乐福等知名大型商超进行买断式合作，且2014年至2016年买断式交易占比分别为92%、90%、96%，其风险可有效地转移，保障公司营收稳定，从而降低现金流风险。

**表 4：公司商超销售方式**

销售方式	销售模式	商超客户	2014 年 营收占比	2015 年 营收占比	2016 年 营收占比
买断式	公司将商品所有权上的主要风险和报酬转让给商超，商超自主销售。	沃尔玛、家乐福、康成投资等。	91.76%	90.28%	95.54%
代销式	商超对未出售商品无所有权，仅为代销方，定期与公司进行结算。	苏果、丹尼斯、大商集团、新玛特等。	8.24%	9.72%	4.46%

数据来源：公司公告，西南证券整理

**电商渠道：公司电商渠道营收占比逐年增加，截止2017年，已由2012年的0.5%增加至9.1%。**2015年至2017年电商渠道营业收入分别为3987万元、5260万元和8958万元，同比增速分别为159.9%、31.9%和70.3%，电商渠道营收持续高速增长。目前公司电商渠道以天猫为主，公司充分利用“618中促”和“双十一”等重要活动进行宣传促销，同时公司通过外延式投资介入社交内容电商等领域，进一步丰富和拓展了电商渠道。

**图 26: 电商渠道快速拓展**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 5: 公司电商渠道销售平台营收情况**

电商平台	2014 年收入 (万元)	2014 年占比	2015 年收入 (万元)	2015 年占比	2016 年收入 (万元)	2016 年占比
天猫旗舰店	1004.71	100%	3560.03	94.34%	4879.93	95.37%
京东	0	0	213.49	5.66%	236.93	4.63%
合计	1004.71	100%	3773.52	100%	5116.86	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

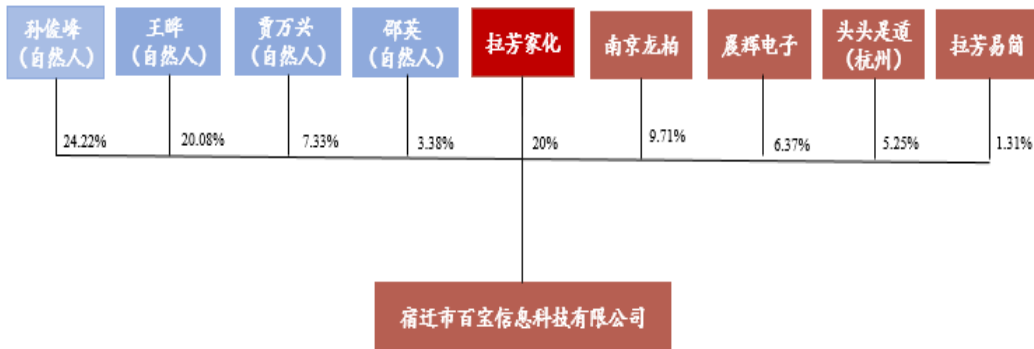
## 5 外延投资拥抱 IP 电商，美妆领域寻求新突破

### 5.1 增资宿迁百宝，母婴流量精准变现

#### 1) 持有宿迁百宝 20% 股权，涉足社交内容电商

2017 年 9 月 8 日，公司发布公告称对宿迁市百宝信息科技有限公司（下称“宿迁百宝”）增资 1.095 亿元，以取得其 20% 股权，以涉足社交电商领域。

宿迁百宝自然人股东系多家知名互联网企业创始人。宿迁百宝的创始股东为孙俊峰、王晔、贾万兴和邵英。其中，王晔曾是驱动之家和驱动精灵的创始人，现任宿迁百宝总裁；邵英曾是 Windows 优化大师的联合创始人，超级兔子&安兔兔的总经理、创始人，现任宿迁百宝首席营销官，2013 年安兔兔被猎豹移动（原金山网络）并购；贾万兴先生曾是 TomPDA 智能手机网的创始人、CEO，现任宿迁百宝 CEO，TomPDA 是中国最早的智能手机网站、国内知名的二手手机交易平台；孙俊峰则为贾万兴的岳父。综上，宿迁百宝自然人大股东具有丰富的互联网创业与管理经验，这对于公司未来在电商市场争夺流量，实现流量变现具有重要的意义。

**图 27: 宿迁百宝股权结构图**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 6: 公司创始股东系多家知名互联网企业创始人**

股东姓名	持股比例	在宿迁百宝现任职务	曾经业绩	公司图片
王晔	20.08%	总裁	驱动之家和驱动精灵的创始人	
邵英	3.38%	首席营销官	Windows 优化大师的联合创始人, 超级兔子 & 安兔兔的总经理、创始人	
贾万兴	7.33%	CEO	TomPDA 智能手机网的创始人、CEO	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**宿迁百宝打造母婴新媒体矩阵, 精准实现流量变现。**宿迁百宝主营母婴、女性自媒体社群和电商业务。其通过在微信公众号平台上撰写优质文章, 低成本聚拢精准粉丝, 向粉丝提供优质服务提升粘度, 并依托忠实粉丝群体的高转化率实现婴幼儿用品、女性用品的规模化销售, 是目前国内最具代表性的社群电商企业之一。目前, 宿迁百宝旗下拥有“小小包麻麻”、“小说说咱家娃”和“宝宝营养辅食”在内的十余个母婴、女性类微信公众号。通过设立多个微信公众号, 宿迁百宝正积极打造母婴和女性类的新媒体矩阵, 内容覆盖育儿知识、育儿用品评测、图书(故事、英语)、教育、医疗等细分领域, 目前旗下公众号已拥有 800 多万精准粉丝。

**宿迁百宝业绩承诺彰显公司发展信心。**宿迁百宝及其创始股东承诺: (1) 2018 年度实现归属于母公司所有者的净利润达 3000 万元; (2) 2017、2018 年度实现归属于母公司所有者的净利润合计达到 4500 万元; (3) 2017 年度、2018 年度实现营业收入合计达到 90000 万元。若实现以上三个承诺中的任意一个, 即为完成业绩承诺。据已公告的最新的数据显示, 宿迁百宝 2017 年 1-6 月销售收入 14373.84 万元, 较 2016 年下半年销售收入增加 3741.39 万元, 增长 35.19%。根据电商行业的销售特点, 上半年为销售淡季, 下半年为销售旺季, 因此, 其 2017 年下半年销售收入较上半年同期增幅将更加明显。在母婴流量精准变现的时

代，随着公司旗下公众号粉丝数目的不断增多，公司销售收入有望持续增长，实现业绩承诺的概率较大。

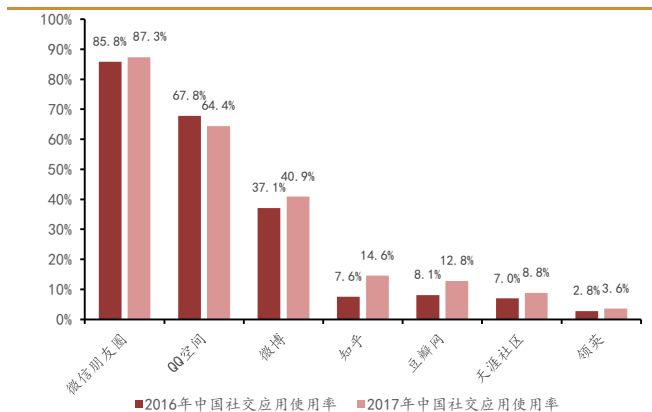
**表 7：宿迁百宝业绩承诺**

业绩承诺	宿迁百宝承诺内容
业绩承诺 1	2018 年度实现归属于母公司所有者的净利润达到 3000 万元
业绩承诺 2	2017、2018 年度实现归属于母公司所有者的净利润合计达到 4500 万元
业绩承诺 3	2017 年度、2018 年度实现营业收入合计达到 90000 万元

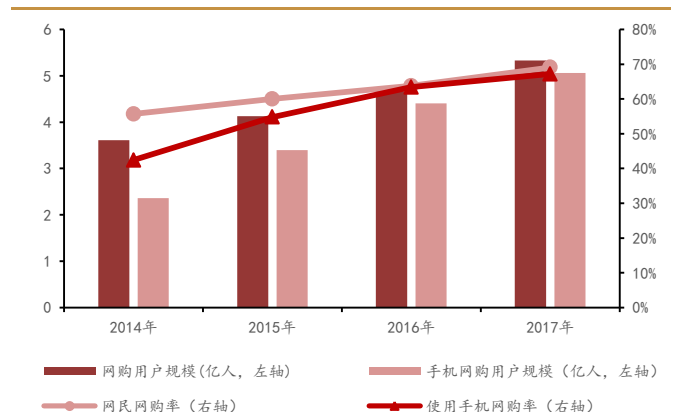
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2) 微信社交电商，精准聚焦粉丝，流量高效转化。

微信使用率居社交应用榜首，移动端网购比率逐年递增。据中商产业研究院统计数据显示，2017 年微信朋友圈使用率高达 87.3%，较去年增加 1.5 个百分点，且相较于其他社交应用，如 QQ 空间、微博、知乎、豆瓣网等，微信朋友圈的使用率遥遥领先，比较优势突出。此外，据 CNNIC 和中商产业研究院的数据显示，我国网络购物用户规模和手机网络购物规模均呈现逐年递增的态势，同时，网民网购率和使用手机网购率也不断提升。截止 2017 年，在规模上，我国手机网络购物用户已达 5.06 亿人，同比增长 11.7%；在网购工具上，手机网购使用率已达 67.2%，同比增加 2.8 个百分点。在微信使用率和移动端网购比率持续提升的背景下，宿迁百宝面临着良好的市场发展机遇，微信电商有望迎来黄金时代。

**图 28：2016 年和 2017 年中国典型社交应用使用率**


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

**图 29：网络购物/手机网络购物用户规模及使用率变化情况**


数据来源：CNNIC，中商产业研究院，西南证券整理

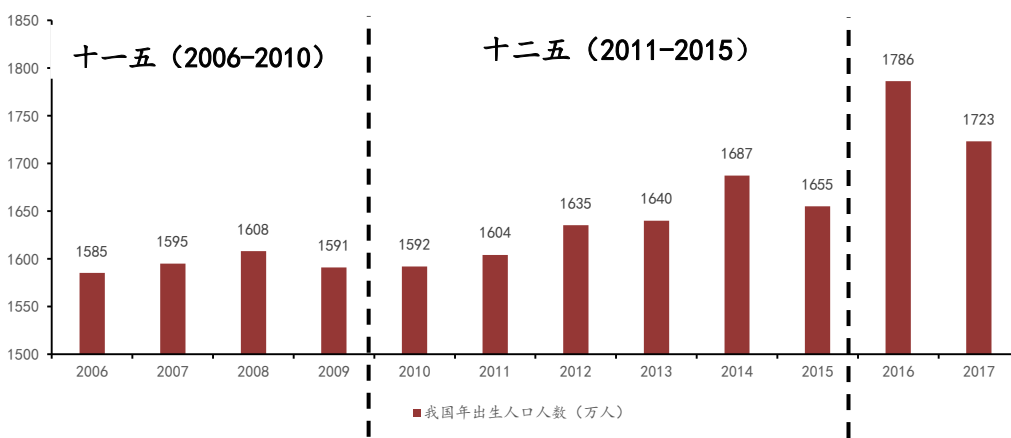
**微信内容电商流量转换“四步曲”。**(1) 优质内容聚焦目标客户。微信内容电商的核心是内容，一方面，内容是界定受众及潜在客户标杆；另一方面，内容是提高客户粘性的关键，只有优质而精准的内容，才能长期吸引客户。(2) 社交平台提高流量数量。借助微信，目标人群会向自己情况相似的人推荐，这种传导效应，一方面扩大了用户规模，另一方面通过用户之间的信任感，客户粘性增强。(3) 大数据时代，精准推送实现高流量转换率。借助云计算等高科技，对海量客户的年龄、性别以及浏览习惯进行数据分析，并精准地推送符合其消费需求，适合其消费水平的物品，通过微信内嵌小程序，实现流量高效地转化。(4) 内容最终向产业转换，产业链议价能力强。当内容实现商业化之后，背后支撑商业发展的是产业链，而平台直接拥客户资源，且维护成本较低，因此，其在整个供应链中的议价能力较强。

## 3) 社交电商拥抱母婴经济，双行业风口有望迎来业绩爆发



“二胎”政策催生母婴经济。“二胎”政策的实施，催生了新一代婴儿潮，根据国家统计局数据显示，2016年和2017年我国出生人口数量分别为1786万人和1723万人。虽然2017年出生人口数有所下滑，但是相较于“十一五”和“十二五”期间的出生人口，该数值仍处于高位。且从人口结构角度来看，1982年-1987年出生的“二胎妈妈”们正处于人生中经济收入较好的阶段，她们不仅具有较强的购买力，同时也对物品的质量有着严格的要求，主导消费升级。根据《2016 尼尔森网络购物者趋势研究报告》显示，在女性网购人群中，妈妈人群占比达65%以上，且其消费金额和消费频率是女性均值水平的1.4倍，妈妈们不仅购买孩子的东西，还需要为自己以及整个家庭购置物品，因此，“母婴经济”未来有望向“大母婴经济”发展，潜力无限。

图 30：2000-2017 年我国出生人口数变化情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

“小小包麻麻”以内容取胜，实现流量高效转化。“小小包麻麻”是宿迁百宝旗下的同名母婴公众号孵化的电商小程序，目前已拥有300万以上的用户，且粉丝复购率达80%。从2017年初开始，“小小包麻麻”开始布局小程序，截止2017年6月，基本上所有的交易都已经转移至小程序内。“小小包麻麻”作为一个IP化的内容电商，其主要通过严格的筛选与检测，寻找优质产品，并控制推荐质量，将信息获得和购买整合起来，针对不同的客户精准推送，这样使得客户对价格不敏感，从而高效地实现流量的转化。

图 31：“小小包麻麻”小程序界面



数据来源：公司网站，西南证券整理

## 5.2 设立产业基金+收购蜜妆信息 26.8%股权，步入美妆领域值得期待

**设立美妆产业基金：**2018年3月22日公司发布公告称公司拟与华熙基金、品观科技共同设立1亿元规模的美妆产业基金，首期规模为5000万元，其中公司拟出资4700万元。2018年4月4日，出资主体“品观科技”变更为邓敏（自然人）。邓敏系“品观科技”实际控制人、法定代表人、董事长，曾担任《化妆品观察》总编、品观传媒董事长，具有丰富的美妆行业执业经验和市场灵敏度，且管理理念先进。由其担任产业基金的有限合伙人有利于更好地推进美妆行业线下渠道商、代理商、服务方案提供商、境内外优质化妆品品牌公司、B2B智能硬件等领域资源的进一步整合。

**美妆产业基金设立目的：**因近年来，化妆品领域进口品牌不断崛起，且消费渠道逐渐向连锁CS门店靠拢，为进一步完善拉芳家化在日化行业的布局，公司拟借助合作伙伴的丰富资源和专业能力，积极寻找、储备和培育美妆领域的优质项目资源，尤其是优质的美妆线下渠道商（以进驻shopping mall、进口化妆品为主的连锁CS门店为代表），合理降低公司面临的日化产业整合可能存在的风险。

**收购蜜妆信息 26.8%股权。**2018年5月16日公司发布公告称，公司拟以人民币3,440万元收购广州蜜妆信息科技有限公司（以下称“蜜妆信息”）26.80%的股权。蜜妆信息的主营业务为自媒体原创内容运营以及自有彩妆品牌“MeetDay”的品牌管理和运营。其中，蜜妆信息运营的自媒体主要以微信公众号及微博“MK凉凉”为主，拥有“小五月狂想曲”、“粉星种草鸡”、“托腮少女张橙子”及“MK的小宇宙”等微信公众号矩阵，形成了覆盖600多万粉丝的网红平台。蜜妆信息通过上述平台发布精准的美妆、部分时尚类教程的图文信息或视频信息等原创内容，并主要通过植入品牌推广获取收入。此外，蜜妆信息拥有的“MeetDay”美妆品牌的产品为彩妆及美妆工具，主要针对16-30岁的高校在校生、职场新人以及初接触化妆的女性，其销售平台以淘宝为主。公司通过此次入股蜜妆信息，进入自媒体和美妆领域，可形成优势互补，丰富公司产品结构，增强品牌推广效率，拓展公司营销渠道，从而进一步提升公司整体的业务能力。

**对标青岛金王，渠道布局打开美妆新领域。**青岛金王的化妆品产业近年来增长迅猛，目前已拥有200家品牌经销代理权，旗下运营品牌包括雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗、Whoo、欧舒丹、谜尚、薇姿、理肤泉在内的40多个美妆品牌，合作运营范围覆盖了国内所有的B2C平台，包括天猫/淘宝、聚美、唯品会、京东等。青岛金王在化妆品线上线下、品牌、营销、生产研发、供应链体系等多个领域都有布局。拉芳家化通过设立产业基金，投资美妆项目，可以借鉴青岛金王的发展规划，首先，通过收购渠道商，积累流量，代理多品牌产品，引入独家、自有品牌提升盈利点。其次，通过宿迁百宝此类的社交电商，链接品牌、渠道、BA和消费者，实现线下BA资源变现。最后，搭建化妆品S2B2C（供应链-渠道商-客户）平台，朝着全球采购、智慧物流、数字化CS店、客户大数据、金融服务等方向发展。综上，公司通过产业基金，步入美妆领域发展前景巨大，未来可期。

**表 8: 截至 2017 年 12 月青岛金王美妆品全产业链并购标的**

类型	公告/过户时间	标的名称	股权	交易价格 (亿元)	标的概况
研发/生产	2014 年 7 月	广州栋方	45%	0.5192	OEM (代工) /ODM(研发+生产)生产商, 客户包括植萃集、阿芙精油、名创优品等众多知名品牌。
品牌 (彩妆+护理)	2016 年 4 月	广州韩亚	100%	3.73	集彩妆与护理于一体, 拥有研发、生产、销售全产业链, 旗下品牌: 蓝秀、LC 等。
渠道 (线上代运营)	2014 年 3 月	杭州悠可	37%	1.52	在天猫、京东等代运营雅诗兰黛集团、欧莱雅集团、爱茉莉集团等旗下 40 余品牌。
	2017 年 5 月	杭州悠可	63%	6.8	
渠道 (屈臣氏)	2014 年 12 月	上海月洋	60%	1.46	以屈臣氏渠道为主运营美津植秀和肌养品两大护肤品牌, 2016 年 Q4 导入韩束品牌并快速放量。
	2016 年 4 月	上海月洋	40%	2.8	
渠道 (CS/百货/KA 等)	2016 年 (1 月-11 月)	浙江金庄、四川弘方等 18 家经销商 51%-60%股权, 金王喜爱、烟台合美 2 家 CS 连锁 51%股权。	51%	5.1	个经销商代理自然堂、欧诗漫、卡姿兰、美即面膜、阿玛尼、梦妆、Gucci、CK 等国内外知名化妆品品牌, 合计覆盖 27116 家终端零售网点, 数十万名 BA。 金王喜爱、烟台美妆在青岛、烟台周边共有 43 家美妆连锁。

数据来源: 中国报告网, 西南证券整理

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 主营业务盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 日化产品二期项目 10000 吨洗发水产能、10000 吨沐浴露产能预计 2020 年初顺利投产, 预计 2018-2020 年洗护类产品销量增速分别为 13%、5%和 5%, 产品不含税价格分别为 26.00 元/千克、26.20 元/千克、25.85 元/千克;

假设 2: 预计 2018-2020 年公司香皂销量增速分别为 4%、3%和 3%, 产品不含税价格分别为 17.75 元/千克、17.71 元/千克、17.70 元/千克;

假设 3: 其他业务保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

**表 9: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	981.12	1097.37	1148.50	1201.04
	增速	-6.47%	11.85%	4.66%	4.57%
	成本	391.98	425.01	441.81	466.17
	毛利率	60.05%	61.27%	61.53%	61.19%
洗护类	收入	871.98	985.40	1034.90	1085.70
	增速	-7.12%	13.01%	5.02%	4.91%
	成本	341.130	372.56	388.29	411.60

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
香皂	毛利率	60.88%	62.19%	62.48%	62.09%
	收入	56.34	58.58	60.21	61.95
	增速	0.75%	3.97%	2.80%	2.88%
	成本	34.04	35.48	36.55	37.59
	毛利率	39.59%	39.44%	39.30%	39.32%
其他业务	收入	52.80	53.39	53.39	53.39
	增速	-2.58%	1.12%	0.00%	0.00%
	成本	16.82	16.97	16.97	16.97
	毛利率	68.15%	68.21%	68.21%	68.21%

数据来源：Wind, 西南证券

## 6.2 相对估值

拉芳家化是民族日化领军企业，据我们的预测，2018-2020年拉芳家化归母净利润分别为1.80亿元、2.14亿元和2.51亿元，对应动态PE分别为28倍、23倍和20倍。由于公司加速布局电商渠道和美妆领域，叠加公司品牌升级，我们认为公司估值可参考同行业平均水平。因此，我们选取上海家化、珀莱雅和御家汇作为民族日化企业的估值参考，根据wind一致预测，2018年这三家公司的平均估值为40倍，因此给予公司33倍PE，对应6个月目标价为34.00元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：日化行业可比公司估值情况

代码	证券简称	营业收入（百万元）			归母净利润增速			PE		
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
600315.SH	上海家化	6488	7717	9357	94.0%	37.3%	32.8%	64	53	40
603605.SH	珀莱雅	1783	2059	2364	30.7%	27.1%	20.2%	29	29	24
300740.SZ	御家汇	1646	2269	3044	114.9%	37.2%	37.5%		37	27
平均值								47	40	30
603630.SH	拉芳家化	981	1097	1149	7.6%	30.3%	18.9%	36	28	23

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 7 风险提示

市场竞争加剧、原材料价格大幅上涨、募投项目建成及达产进度或不及预期等风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	981.12	1097.37	1148.50	1201.04	净利润	138.05	179.84	213.81	250.83
营业成本	391.98	425.01	441.81	466.16	折旧与摊销	15.50	19.73	25.69	29.58
营业税金及附加	12.82	14.34	15.01	15.70	财务费用	-12.10	-2.55	-2.66	-3.08
销售费用	371.52	404.60	419.20	438.38	资产减值损失	3.29	3.30	3.30	3.30
管理费用	70.63	79.56	83.27	87.08	经营营运资本变动	-440.50	-12.89	-38.33	-34.05
财务费用	-12.10	-2.55	-2.66	-3.08	其他	355.16	-30.60	-53.09	-91.17
资产减值损失	3.29	3.30	3.30	3.30	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>59.39</b>	<b>156.83</b>	<b>148.72</b>	<b>155.41</b>
投资收益	6.29	26.50	50.00	88.00	资本支出	-36.27	-159.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-429.74	-9.55	10.95	45.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-466.01</b>	<b>-168.55</b>	<b>-9.05</b>	<b>25.95</b>
<b>营业利润</b>	<b>151.48</b>	<b>199.61</b>	<b>238.57</b>	<b>281.51</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.65	8.54	8.55	8.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>159.13</b>	<b>208.15</b>	<b>247.13</b>	<b>290.06</b>	股权融资	750.91	0.00	0.00	0.00
所得税	21.08	28.31	33.32	39.22	支付股利	-29.82	-27.54	-35.88	-42.66
净利润	138.05	179.84	213.81	250.83	其他	-1.02	2.25	2.36	2.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>720.06</b>	<b>-25.29</b>	<b>-33.52</b>	<b>-39.88</b>
归属母公司股东净利润	138.05	179.84	213.81	250.83	<b>现金流量净额</b>	<b>313.45</b>	<b>-37.02</b>	<b>106.15</b>	<b>141.48</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	795.34	758.32	864.47	1005.95	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	94.04	96.38	102.30	108.10	销售收入增长率	-6.47%	11.85%	4.66%	4.57%
存货	264.41	254.50	272.47	289.35	营业利润增长率	-7.83%	31.77%	19.52%	18.00%
其他流动资产	392.54	439.05	459.51	480.53	净利润增长率	-7.64%	30.27%	18.89%	17.32%
长期股权投资	207.26	243.26	282.26	324.26	EBITDA 增长率	-10.61%	39.97%	20.67%	17.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	72.02	212.67	208.37	200.18	毛利率	60.05%	61.27%	61.53%	61.19%
无形资产和开发支出	50.01	48.62	47.23	45.85	三费率	43.83%	43.89%	43.52%	43.49%
其他非流动资产	5.66	5.71	5.76	5.81	净利率	14.07%	16.39%	18.62%	20.88%
<b>资产总计</b>	<b>1881.27</b>	<b>2058.52</b>	<b>2242.36</b>	<b>2460.02</b>	ROE	8.12%	9.71%	10.54%	11.21%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.34%	8.74%	9.53%	10.20%
应付和预收款项	167.02	192.45	198.37	208.02	ROIC	21.21%	19.54%	20.98%	23.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.79%	19.76%	22.78%	25.64%
其他负债	15.14	14.66	14.65	14.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>182.16</b>	<b>207.11</b>	<b>213.03</b>	<b>222.52</b>	总资产周转率	0.66	0.56	0.53	0.51
股本	174.40	174.40	174.40	174.40	固定资产周转率	13.68	11.05	7.96	7.45
资本公积	870.65	870.65	870.65	870.65	应收账款周转率	11.79	12.24	12.39	12.19
留存收益	654.07	806.36	984.29	1192.46	存货周转率	1.55	1.63	1.67	1.65
归属母公司股东权益	1699.12	1851.41	2029.33	2237.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.10%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1699.12</b>	<b>1851.41</b>	<b>2029.33</b>	<b>2237.51</b>	资产负债率	9.68%	10.06%	9.50%	9.05%
负债和股东权益合计	1881.27	2058.52	2242.36	2460.02	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.07	7.91	8.41	8.90
					速动比率	7.52	6.61	7.06	7.53
					股利支付率	21.60%	15.32%	16.78%	17.01%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	154.88	216.79	261.61	308.00	每股收益	0.79	1.03	1.23	1.44
PE	36.09	27.71	23.30	19.86	每股净资产	9.74	10.62	11.64	12.83
PB	2.93	2.69	2.46	2.23	每股经营现金	0.34	0.90	0.85	0.89
PS	5.08	4.54	4.34	4.15	每股股利	0.17	0.16	0.21	0.24
EV/EBITDA	27.00	19.46	15.72	12.89					
股息率	0.60%	0.55%	0.72%	0.86%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn