

华东母婴零售龙头，行业爆发，线下专营业态最为受益

——中小盘首次覆盖报告

中小盘首次覆盖报告

孙金钜 (分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

任浪 (分析师)

021-68865595-232

renlang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010003

黄泽鹏 (联系人)

huangzepeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010039

强烈推荐 (首次评级)
市场数据
时间 2018.05.30

收盘价(元): 59.21

一年最低/最高(元): 23.94/81.99

总股本(亿股): 1.0

总市值(亿元): 59.21

流通股本(亿股): 0.25

流通市值(亿元): 14.8

近3月换手率: 1,237.86%

● A股母婴零售区域龙头崛起，首次覆盖给予“强烈推荐”评级：

我们认为公司的母婴线下专营店模式将显著受益于母婴行业爆发红利，随着公司品牌影响力逐渐增强，门店扩张+单店绩效提升将推动公司业绩稳步增长。预计公司2018-2020年归母净利润分别为1.22/1.56/1.93亿元，对应EPS分别为1.22/1.56/1.93元，当前股价对应2018-2020年PE分别为49、38和31倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 受益消费升级与人口红利，母婴行业蓬勃发展，线下专营店最受益：

母婴行业可分为母婴产品和母婴服务两大门类，2018年行业整体规模将超过3万亿，复合增速为15%。随着人口老龄化日趋显著，“421”家庭结构下婴幼儿消费受重视程度大大提升，叠加居民收入水平提高和“90后”育龄人群消费观念改变，母婴消费需求呈现快速增长态势。另一方面，由于母婴产品的特殊性，消费者对产品自身安全性、品质及商家专业化服务水平要求会更高，因此相较于传统商超和电商渠道，线下母婴专营店凭借特有产品体验式服务和较高的品牌信任度，将成为最显著受益行业消费升级的业态形式，预计未来5年复合增速有望超过20%。

● 门店扩张+全产业链升级打造母婴消费生态圈：

爱婴室拥有190家直营母婴商品连锁零售门店，为0-6岁婴幼儿家庭消费者提供母婴商品销售及服务。超过200家海内外高端品牌资源、线下渠道优质布局和专业化体验式服务构成公司核心竞争力。2017年，公司实现营收18.08亿(+14%)，净利润0.94亿(+27%)，业绩稳健增长，品牌价值持续提升。公司近三年毛利率稳步提升至28%，显著高于其他线下零售公司。根据公告，未来三年公司计划新设130家直营店，立足华东、布局华南，进一步提升区域影响力；同时，依托用户资源进行全产业链升级，线上线下渠道结合打造“一站式服务”的母婴生态系统平台。

● 风险提示：母婴市场发展不及预期、门店扩张速度不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1585	1,808	2,193	2,649	3,217
增长率(%)	14.2	14.1	21.3	20.8	21.4
净利润(百万元)	74.0	94	122	156	193
增长率(%)	24.1	26.5	30.1	27.8	23.8
毛利率(%)	26.7	28.4	28.9	29.2	29.4
净利率(%)	4.7	5.2	5.5	5.9	6.0
ROE(%)	24.8	25.4	24.4	24.4	23.5
EPS(摊薄/元)	0.74	0.94	1.22	1.56	1.93
P/E(倍)	80.02	63.3	48.6	38.1	30.7
P/B(倍)	19.65	15.8	11.7	9.2	7.2

中小盘研究团队

孙金钜 (分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪 (分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

吴吉森 (联系人): 021-68865595-205

证书编号: S0280118020006

黄泽鹏 (联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

1、爱婴室：A股母婴零售龙头

1.1、爱婴室是华东地区母婴零售服务商

爱婴室公司 2005 年 8 月成立于上海，通过超过 190 家直营母婴专营门店和电子商务等渠道，为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供中高端优质母婴商品和婴儿抚触等专业服务，并进一步打造一体化、全方位的母婴生活服务平台。公司目前门店主要集中在江浙沪及福建等华东地区，以线下直营门店销售为主，主营产品涵盖了婴幼儿乳制品、纸制品、喂哺用品、玩具、洗护用品、棉纺品、车床等品类，品种逾万种。长期以来，公司与超过 200 家国内外知名品牌建立深度合作，包括惠氏、雀巢、花王、迪士尼和乐高等。

图 1：爱婴室与超过 200 家国内外著名品牌建立了稳定的合作关系

乳制品类	用品类（纸制品、洗护）	棉纺类
		
食品类（辅食、营养品）	玩具类	车床类
		

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

1.2、业绩稳定增长，毛利率持续提升

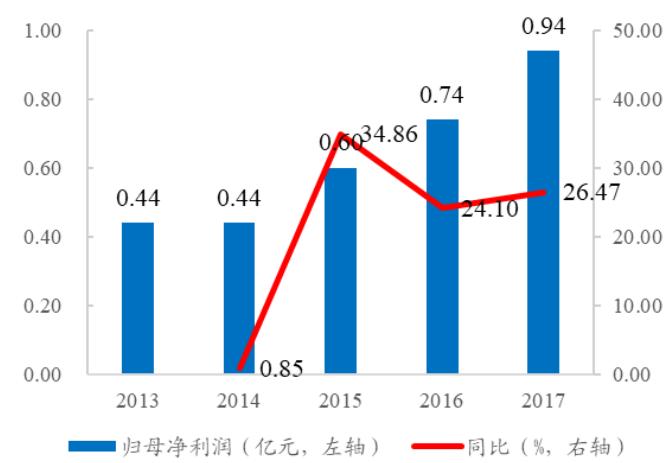
近年来，我国母婴市场蓬勃发展，公司通过有效的门店布局战略调整、经营网点扩张，叠加知名度提升和区域影响力增强，实现了营业收入、净利润的稳定增长，近 5 年营收/净利润复合增速分别达到 13.89%/20.90%。2017 年，公司实现营收 18.08 亿元 (+14.06%)，归母净利润 0.94 亿元 (+26.47%)。具体品类方面，母婴商品销售收入达到 16.9 亿元，占比 93.47%，是公司主要收入来源；渠道方面，线下直营门店销售收入达到 16.41 亿元，占比 97.12%；地区方面，销售则主要集中在上海、江苏和福建，三地合计占比达到 87%，随着线下渠道布局成熟，公司在华东地区已经具有显著品牌和竞争优势。另一方面，随着公司经营规模扩大、与供应商议价能力增强，2014-2018 年公司毛利也在稳步上升，2017 年已达到 28.41%，显著高于同业竞争对手。2018 年一季度，公司实现营收为 4.82 亿元，较上年同期增长 13.39%，归母净利润为 1213 万，较上年同期增长 18.92%。

图 2：公司 2017 年营收 18.08 亿元，同比增长 14.06%

图 3：公司 2017 年归母净利 0.94 亿元，同比增长 26.47%



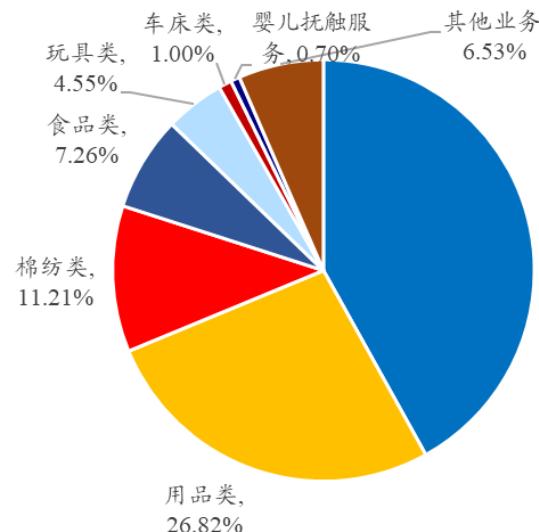
资料来源：公司公告、新时代证券研究所



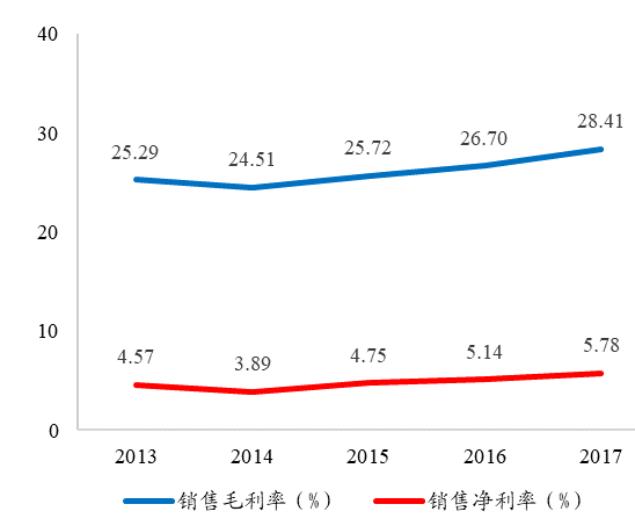
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图4：奶粉、用品类构成公司营收主要部分（2017年）

图5：公司毛利率/净利率稳步提升



资料来源：公司公告、新时代证券研究所



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2、消费升级驱动母婴行业蓬勃发展，线下专营店最为受益

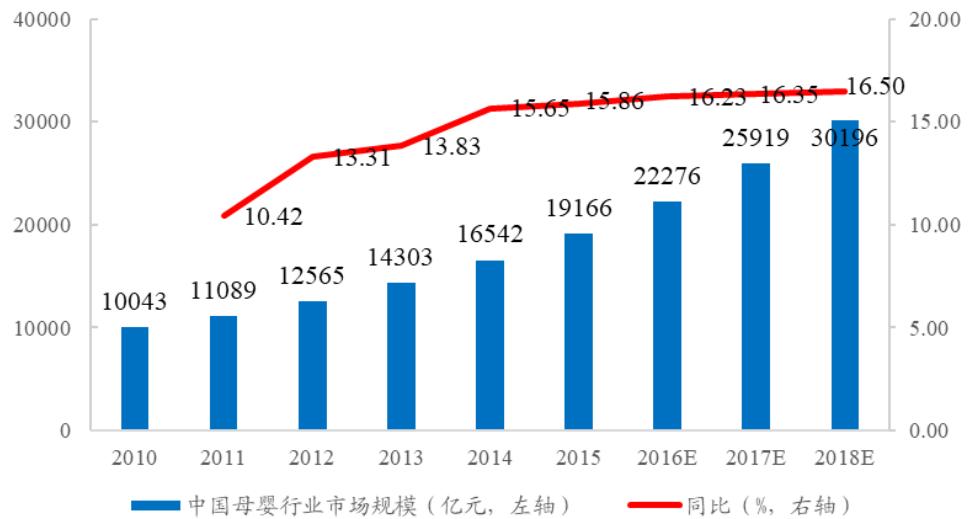
2.1、母婴行业市场规模超过3万亿元

母婴行业可分为母婴产品和母婴服务两大类。母婴产品主要包括婴童产品和孕妇产品，其中婴童产品又可以进一步分为以下四类：婴儿食品（奶粉、零食、辅食等）、衣物（童装童鞋）、耐用品（婴儿车、婴儿床、玩具、儿童自行车等）和易耗品（纸尿裤、哺育用品等）。母婴服务则包括婴童服务和孕妇服务，其中婴童服务又涵盖教育、娱乐、医疗、丽人和金融服务等五方面。在我国，母婴服务业尚处于初创期，相关法规和准入制度上都比较缺乏，未来将有较大的发展空间。

母婴行业市场规模将超过3万亿元，复合增速超过15%。中国母婴行业市场近年来一直呈现爆发增长态势，根据罗兰贝格预测数据，2018年我国整个母婴行业市场规模超过3万亿元，复合增速超过15%。具体来看，母婴产品市场规模达到1.42万亿元，其中婴童食品和婴童服装市场规模合计超过9000亿元；母婴服务市场规模将达到1.27万亿元，2015-2020年复合增长率接近20%。在各项服务子分类中，

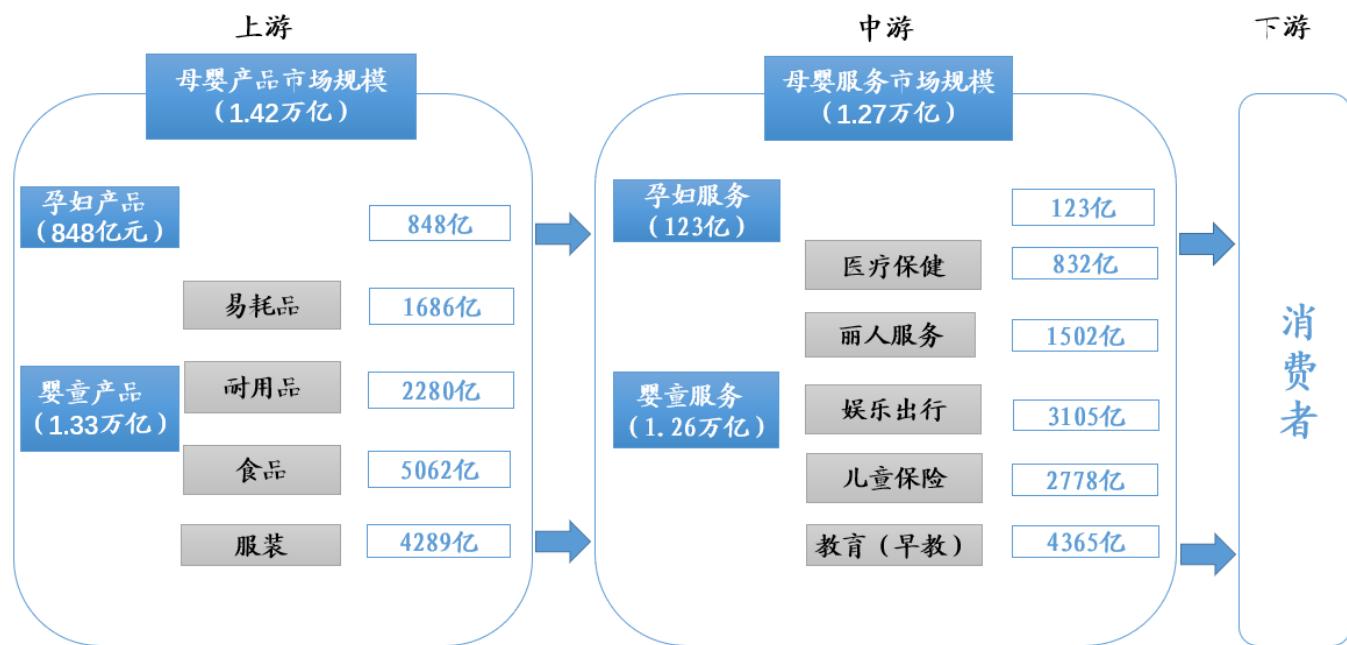
由于国内消费者对子女教育重视程度较高，教育（早教）服务长期占据市场最大比重，2018年预计市场规模超过4300亿元。

图 6：2018 年中国母婴行业市场规模将超过 3 万亿元



资料来源：罗兰贝格预测、新时代证券研究所

图 7：母婴行业产业链主要包括母婴产品和母婴服务两大类



资料来源：罗兰贝格预测、新时代证券研究所

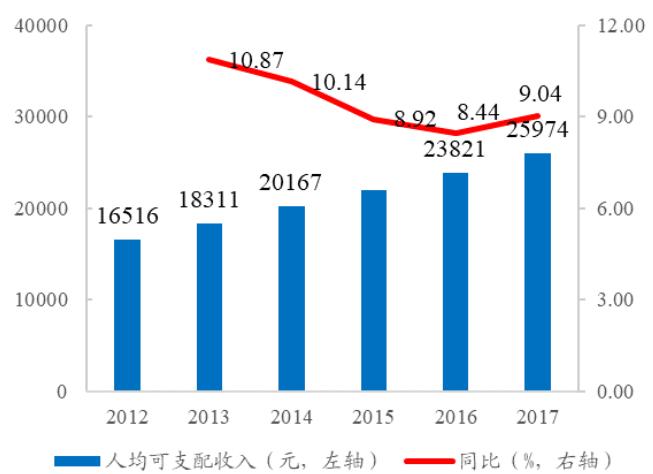
2.2、消费升级+人口红利双轮驱动母婴行业爆发

居民收入稳定增长，消费升级方兴未艾，新生代母婴用户消费观念悄然改变。根据国家统计局数据，2017 年中国人均可支配收入达到 25974 元，近 5 年复合增速为 9.59%，居民购买力的提高为母婴行业消费奠定物质基础。消费能力提升叠加消费意愿增强，成为驱动母婴行业迅速发展的重要动力。我们注意到，近年来随着“90 后”逐步进入育龄，新生代父母的消费观念相较于传统母婴消费群体发生了显著变

化。由于新生代父母在成长环境、受教育水平、经济基础和信息资源获取渠道上等方面较上一辈对比呈现出明显隔代特征。对新生代父母而言，产品的品牌力、安全性和商家提供的良好用户体验，正在逐渐取代商品价格，成为新生代母婴用户的主要考虑因素。

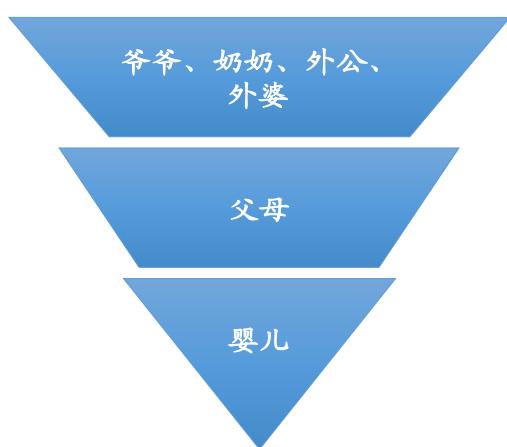
漏斗式家庭结构下，婴幼儿消费倍受重视。人口结构方面，随着过去 20 年计划生育政策开展和人口老龄化日趋显著，我国现阶段家庭结构正在呈现“421”的漏斗式特征：即多数家庭由 4 个老人、一对父母和 1 个小孩组成，在这样的家庭结构下，婴幼儿消费受重视程度将大大提升。在家庭经济条件整体改善背景下，家庭将更为关注新生儿的培育，把更多的收入投入到儿童上。根据 Frost&Sullivan 数据，中国城镇家庭的婴幼儿年平均消费数据，已经从 2007 年的 4260 元增长到 2016 年的 14000 元，复合增长率 15%；根据沪港经济统计，2016 年中国家庭消费约 33% 投入于儿童的日常消费。

图 8：中国人均可支配收入稳健增长



资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

图 9：漏斗式家庭结构下，婴幼儿消费倍受重视



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

二胎政策放开对母婴行业发展也有重要的推动作用。一方面，二胎政策对于拉动出生人口效果显著，2016 年我国全面放开后，当年二胎新生儿数量达到 820 万人，较 2015 年大幅增加；2017 年二胎新生儿数量进一步增加至 880 万人，在占比上已经超过了 2015 年的一胎新生儿数量。另一方面，我们也注意到，相较于一胎，二胎小孩多来自于经济实力较强的家庭，这部分家庭父母往往会有更高的婴幼儿消费意愿和消费能力，将显著拉动母婴消费用户整体消费水平。

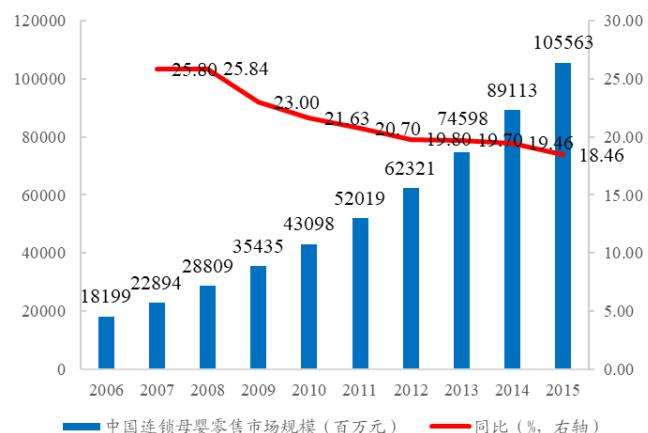
2.3、线下零售店模式有望成为母婴产业最受益业态

母婴消费特殊性决定线下渠道仍为母婴商品市场主流。目前，中国母婴商品市场主要包含 4 种零售业态：商场/百货、超市/大卖场、连锁母婴专营店和互联网线上销售。近年来，虽然线上渠道占比逐渐增加，但绝对数量来看线下渠道仍为主流，并有其不可替代性，原因在于：对母婴产品而言，消费者最大诉求是信任（正品保障），其次才是价格，因此线上电商渠道的价格优势作用被削弱；而以商超卖场和母婴专营店为代表的线下渠道，凭借更直接的产品体验、更完善的售后保障和更高的品牌信任度等优势，未来仍然占据母婴消费渠道主流。

连锁母婴专营店模式优势逐渐凸显。在几种线下渠道中，相较于商场百货、超市等业态，连锁母婴专营店模式具备品类齐全、品牌信任度高、一站式购物和体验式消费等优势，已成为母婴商品零售市场的重要业态之一。尤其是在体验式消费方面，

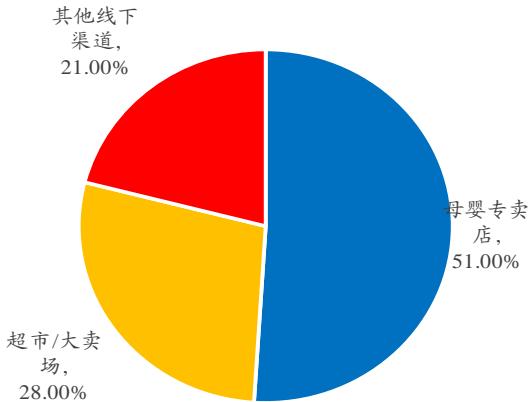
母婴专营店可以通过专业的育婴师等服务人员提供一对一的个性化导购和育儿成长咨询服务，这是传统商超卖场渠道所难以实现的，深度契合了新一代消费群体的个性化服务需求。根据 Euromonitor International 数据，中国连锁母婴商品市场规模在短短 10 年内从 2006 年的 182 亿元增长到 2015 年的 1056 亿元，复合增长率超过 21%，显著高于母婴市场整体增速，成长性更佳，未来更有望进一步侵蚀非连锁店和传统商超卖场市场份额。根据艾瑞咨询预测，到 2018 年母婴连锁专卖店份额占线下渠道的比例将达 51%，超过其他所有线下渠道总和。

图 10：中国连锁母婴商品市场规模增速达到 21%



资料来源：Euromonitor、新时代证券研究所

图 11：预计 2018 年线下渠道中母婴专卖店占比最高



资料来源：艾瑞咨询预测、新时代证券研究所

表 1：母婴消费不同业态对比：连锁母婴专营店兼具体验性、售后服务和亲子教育等优势

	商场/百货	超市/卖场	连锁母婴专营店	互联网销售
经营产品	主要经营毛利率较高的婴幼儿棉纺产品、玩具、耐用消费品如车床以及少数孕妇功能性服装等，产品较为单一	主要经营婴幼儿奶粉、辅食、纸尿片、洗护用品等快消品，少量喂哺用具及婴幼儿服装	主要有两种，一种是一站式母婴商品集成店，经营包括食品类、棉纺制品到用具类的全线母婴商品，有些还提供婴幼儿游泳、抚触等服务；另一种单一经营食品类、服饰类、用具类或兼营其中某两类	通常包括全线母婴商品，是实体店的有效补充
渠道优势	购物环境较好，通常品牌知名度较高，具有广告效应，依托商场较高的客流量确保销售业绩	依托卖场及超市的较大的客流量，适合大众中低端产品的销售	产品品类丰富、品牌多，选择范围广，有专业的导购，满足消费者对一站式购物及专业性服务的需求；连锁经营有益于控制营运成本，并迅速建立起品牌效应、实现规模化成长	快捷方便、节约时间成本，商家运营成本低
渠道劣势	经营费用较高，通常商场，有扣点，仅适宜于销售毛利率较高的商品	需进场费用，经营成本较高，适宜单品销量大的商品，不适用于品类繁多，单体销售量不突出的用具类产品；品类有限，用具类规格也较少	需要较大的营业面积，在大城市的经营成本较高，选址不慎将影响到客流量进而影响业绩；通常采取“大城市内多开店，小城市开大店”的策略	缺乏实体店的购物体验，大多消费者倾向于选择品牌官网及天猫、京东商城等第三方平台以确保品质

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

市场格局方面，母婴连锁零售企业呈现区域性发展特征。近年来，母婴行业蓬勃发展，目前市场格局较为分散，尚未出现全国性的母婴连锁龙头企业。而在北京、上

海和广州等国内经济发达城市，已有部分优质母婴商品连锁零售企业崭露头角，包括爱婴室、乐友中国、爱婴岛和贝贝熊等，分别占据我国华东、华北、华南和华中地区的母婴市场，而孩子王则主要覆盖全国二、三线城市母婴市场。考虑到母婴行业依赖当地供应链渠道、大幅跨区域运作成本高、管理难度较大，通常外地企业缺乏本土竞争力。因此具备渠道先发优势和品牌优势的企业将构筑较深的竞争壁垒。

表 2：母婴行业规模较大的连锁零售企业分布呈现区域性特点

	爱婴室	乐友中国	爱婴岛	贝贝熊	孩子王
主营业务	爱婴室成立于 2005 年，是一家结合电子商务、门店销售，为 0-6 岁婴幼儿家庭提供优质的母婴产品和服务的专业公司，经营产品涵盖了婴幼儿奶制品、纸尿裤、喂哺用品、玩具、等几十大类，销售产品数量逾万种	乐友孕婴童成立于 1999 年，销售的商品包括童装、孕装、玩具、等共 16 大类，3 万余种单品。与之合作的供应商超过 530 多家，遍布全球 21 个国家	爱婴岛儿童百货连锁机构创立于 1998 年，主营孕婴、儿童用品零售业务，是全国知名的儿童百货连锁企业。公司拥有数百个知名品牌和数万种单品	成立于 2003 年，是一家专注 0-3 岁，满足 0-6 岁，提供中高端产品和服务的专业孕婴童连锁零售企业，目前主营童装、童鞋、孕装、等十余个大类，数百个品牌，上万种商品，拥有众多国际、国内著名婴童用品的销售权	孩子王于 2009 年成立以来，拥有线上、线下两个服务平台，连锁门店、直购手册及电子商务三大渠道，主要提供准妈妈及 0-14 岁孩子的玩具、食品和一站式母婴服务
门店数量	全国 190 家直营门店（截至 2018 年 3 月 20 日）	全国 400 余家直营和加盟门店（截至 2014 年 12 月 31 日）	全国 1200 余家直营和加盟门店（截至 2017 年 12 月 31 日）	全国 220 余家直营门店（截至 2016 年 6 月）	全国 151 家直营门店（截至 2016 年 9 月 30 日）
覆盖区域	总部设在上海，并在无锡、南通、宁波等城市开设了 190 家直营门店，主要辐射江浙沪及福建等华东地区	总部位于北京，拓展城市天津、沈阳、西安等 30 个城市，主要覆盖华北地区	总部位于珠海，主要拓展城市为广州、苏州、无锡等 30 余个城市，但大多为加盟店形式。主要覆盖华南、华中地区	总部设在长沙，扩展城市：湖南、湖北、江苏等 20 多个城市，主要覆盖中部地区	主要扩展区域遍布江苏、上海、安徽、等全国 16 个省，78 个城市，主要覆盖二、三线城市

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3、门店扩张+全产业链升级打造母婴消费生态圈

3.1、品牌优势构筑竞争壁垒，婴儿抚触服务有效延长客户在店时间

公司线下门店打造一站式购物体验，提供优质客户服务。公司线下业务主要通过直营门店展开，门店销售收入构成公司最核心盈利来源，近三年收入占比超过 88%。公司对所有直营门店进行统一管理，打造人性化购物场所，配备专业导购及服务人员，带给顾客一站式的购物体验。公司对顾客满意度十分重视，具备优质的售后服务，在处理退换货等问题上建立了高效专业的售后流程，形成相对于线上电商的重要优势。

母婴产品消费者更注重品牌和品质，公司优质品牌资源构筑竞争壁垒。目前，公司已与包括惠氏、达能、花王等在内的 200 多家国内外著名中高端品牌建立了紧密合作关系，并获得多家公司新产品优先上市权以及一定时间内的独家销售权。除此之外，公司也在致力打造自有品牌，通过持续获取国际知名卡通形象授权，提升产品附加价值和差异性。由于母婴商品的特殊性，母婴用品消费者往往更注重品牌品

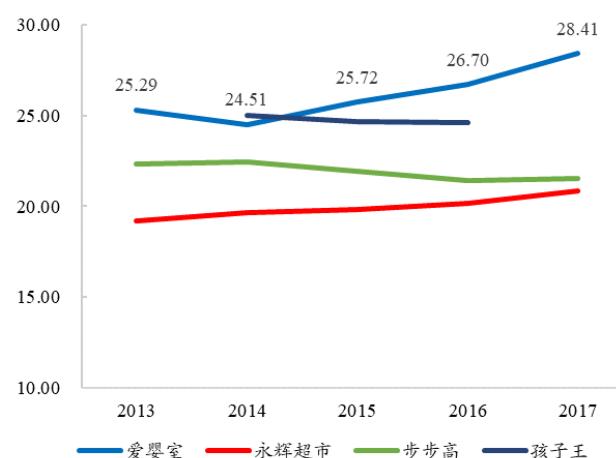
质而对价格敏感度较低，因此长期积累的品牌资源优势有助于大幅提升公司核心竞争力和知名度、认可度，令消费者放心。2017年，公司毛利率达到28.41%，显著高于国内不同业态线下连锁零售公司（永辉超市等）和同业竞争对手（孩子王等）。

图 12：爱婴室直营门店经营国内外母婴著名品牌



资料来源：爱婴室官网

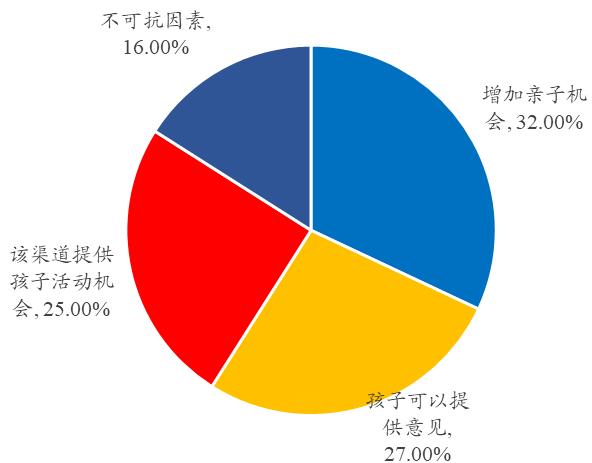
图 13：爱婴室毛利率显著高于其他零售业态



资料来源：Wind、新时代证券研究所

婴童抚触、娱乐等服务能有效延长顾客在店内停留时间，拉动消费。对线下零售业态而言，有效提升消费者在店停留时间，对坪效提高至关重要。公司在多家直营门店中设置了婴儿抚触、婴童娱乐等服务设施，例如占地3000平方米的浦东门店，包含了婴儿抚触室、游泳池、室内游乐园等场所，提供单价58元-78元不等的洗澡、游泳加抚触服务，持续时间超过半小时。有效延长顾客在店时间，对拉动消费效果显著。

图 14：消费者选择带孩子到店受多种因素影响



资料来源：罗兰贝格、新时代证券研究所

图 15：爱婴室提供婴儿抚触等服务



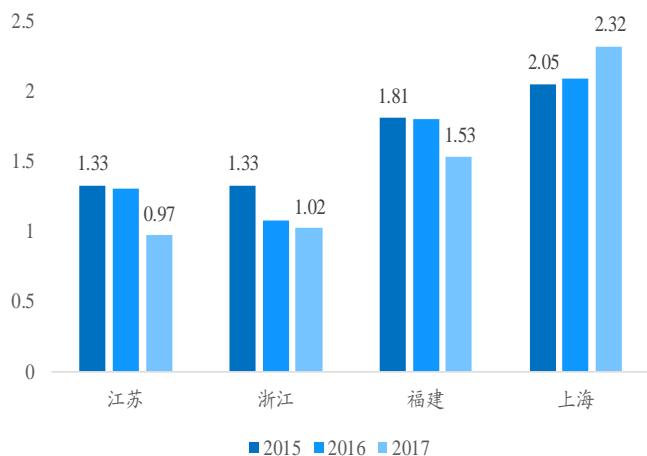
资料来源：爱婴室官网

3.2、门店区域扩张：立足华东、进军华南

2017年末，公司共开设并管理189家“爱婴室母婴生活馆”，单店面积300-3000平方米不等，主要分布在华东地区的上海、江苏、浙江和福建。从不同线下直营店运营效率来看，上海地区的运营效率显著高于福建、江苏和浙江地区。2017年，上海地区的坪效达到2.32万元/平米，福建、浙江、江苏该指标分别为1.53万元/平米、1.02万元/平米和0.97万元/平米。相较上海而言，福建、浙江、江苏三地坪效17年有所下降，主要是受到单店面积显著增加影响，从营收指标来看，四地均明显增长。

根据公告，未来三年公司的业务扩张策略包括在上海、江苏、浙江、福建、广东等5个省的7个城市新设130家直营店（3年分别为40、40、50家，其中36家直营店中包含提供婴儿抚触服务场馆），相比于2016年末的179个销售终端而言，门店数量增幅为72.63%，营业面积增幅超过90%，投资总额约为2.37亿元。公司将深耕长三角市场，不断扩大并完善华东区域的营销网络；同时布局华南区域市场，提升营销网络的渗透力，从而为公司市场规模增加、市占率提升和竞争力增强提供保障。

图 16：近3年区域坪效上海地区最高（万元/平米）



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图 17：公司门店拓展计划立足华东，进军华南



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.3、充分发掘用户资源，打造母婴消费生态圈

线上线下渠道结合，打造一站式母婴生态系统平台。根据公告，公司进行全产业链升级，开展O2O母婴产品营销与服务体系建设计划，开发集购物、服务社交及在线教育于一体的母婴生态系统平台。考虑到母婴社区类APP通常有着更好的用户接受度和用户粘性，未来社区类母婴APP依然是母婴移动产品的重要发展方向。公司未来在打造母婴生态系统平台过程中，也会基于手机APP，将月嫂、月子中心、产后恢复、催乳、母婴用品、儿童摄影、早教中心、儿童乐园等母婴服务机构和服务项目进行整合，针对现代社会个性需求的不同，为孕妇和婴幼儿家庭提供全方位综合全面的一站式服务。这样，充分发挥公司在母婴市场消费与服务领域的经验优势，依托公司覆盖长三角主要经济发达城市的数百家直营店和数百万会员群体用户，将用户导流到线下母婴服务机构体验消费，培育新的利润增长点，进一步增强公司的盈利能力。

图 18：爱婴室APP与第三方商家合作提供母婴服务

【仅需99元交通费】即可享馨莎母婴3天
月嫂在院服务



已报名: 5人 剩余名额: 95人

【上海】仅需59.9元! 萌娃的不一样
FACE系列



【免费拍!】十月之美,由我们来记录!
一键将美定格~



8.8元! 喜柚映像给宝宝一份美丽记忆



距离您 7328 米 [地图查看](#)

【护齿套餐】曙康口腔涂氟/窝沟封闭全
能套餐



距离您 957 米 [地图查看](#)

【仅售9.9元】安妮花英语绘本阅读馆,
2节磨耳朵体验课



距离您 5559 米 [地图查看](#)

资料来源: 爱婴室 APP、新时代证券研究所

4、 盈利预测和估值

4.1、 关键假设

- (1) 受益于消费升级和人口红利, 母婴行业保持稳定增长;
- (2) 公司线下门店拓展顺利进行, 2018-2020 年新开门店数分别为 40、40、50 家; 成熟门店坪效稳定增长, 新增门店在培育期后逐步贡献业绩;
- (3) 公司毛利率整体保持稳中略有提升, 2018-2020 年毛利率分别为 28.9%、29.2%、29.4%。

4.2、 盈利预测与估值

我们认为公司的母婴线下专营店模式将显著受益于母婴行业爆发红利, 随着公司品牌影响力逐渐增强, 门店扩张+单店绩效提升将推动公司业绩稳步增长。我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 21.93/26.49/32.17 亿元, 归母净利润分别为 1.22/1.56/1.93 亿元, 对应 EPS 分别为 1.22/1.56/1.93 元, 当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 49、38 和 31 倍。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

5、 风险提示

母婴市场拓展不及预期、公司门店扩张速度不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	513	613	1352	1522	1828	营业收入	1585	1808	2193	2649	3217
现金	75	116	684	799	878	营业成本	1162	1294	1560	1876	2271
应收账款	10	9	46	21	60	营业税金及附加	8	7	10	12	14
其他应收款	6	8	9	12	13	营业费用	253	307	373	450	546
预付账款	45	83	63	113	101	管理费用	55	63	77	93	113
存货	346	369	522	550	748	财务费用	6	6	-3	-9	-11
其他流动资产	32	27	28	28	28	资产减值损失	0	1	0	0	0
非流动资产	144	157	164	170	179	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1	2	1	1	2
固定资产	74	71	76	83	96	营业利润	102	141	178	230	285
无形资产	21	20	22	23	23	营业外收入	6	1	4	3	4
其他非流动资产	49	66	66	64	60	营业外支出	1	2	1	1	2
资产总计	657	770	1516	1692	2007	利润总额	107	139	181	232	287
流动负债	328	359	459	478	592	所得税	26	35	45	58	72
短期借款	0	0	16	0	0	净利润	82	105	136	174	215
应付账款	214	227	304	334	439	少数股东损益	8	11	14	18	23
其他流动负债	115	132	139	144	154	归属母公司净利润	74	94	122	156	193
非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	129	168	186	228	283
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.94	1.22	1.56	1.93
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	328	359	459	478	592	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	27	37	51	70	92	成长能力					
股本	75	75	100	100	100	营业收入(%)	14.2	14.1	21.3	20.8	21.4
资本公积	29	29	29	29	29	营业利润(%)	23.8	38.2	26.4	28.9	24.1
留存收益	197	270	376	522	708	归属于母公司净利润(%)	24.1	26.5	30.1	27.8	23.8
归属母公司股东权益	301	374	1006	1144	1323	获利能力					
负债和股东权益	657	770	1516	1692	2007	毛利率(%)	26.7	28.4	28.9	29.2	29.4
						净利率(%)	4.7	5.2	5.5	5.9	6.0
						ROE(%)	24.8	25.4	24.4	24.4	23.5
现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROIC(%)	26.5	27.3	24.4	24.5	23.9
经营活动现金流	121	108	60	162	112	偿债能力					
净利润	82	105	136	174	215	资产负债率(%)	50.0	46.6	30.3	28.3	29.5
折旧摊销	24	32	16	18	21	净负债比率(%)	-22.8	(28.3)	(119.8)	(111.9)	-96.0
财务费用	6	6	-3	-9	-11	流动比率	1.6	1.7	2.9	3.2	3.1
投资损失	-1	-2	-1	-1	-2	速动比率	0.5	0.7	1.8	2.0	1.8
营运资金变动	15	-23	-87	-20	-113	营运能力					
其他经营现金流	-5	-9	0	0	0	总资产周转率	2.6	2.5	1.9	1.7	1.7
投资活动现金流	-7	-31	-22	-23	-29	应收账款周转率	81.7	190.0	80.0	80.0	80.0
资本支出	38	34	8	6	9	应付账款周转率	6.0	5.9	5.9	5.9	5.9
长期投资	30	0	0	0	0	每股指标(元)					
其他投资现金流	61	2	-15	-17	-20	每股收益(最新摊薄)	0.74	0.94	1.22	1.56	1.93
筹资活动现金流	-46	-35	13	-8	-4	每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	1.08	0.60	1.62	1.12
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.01	3.74	5.06	6.44	8.23
长期借款	-30	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	25	0	0	P/E	80.02	63.27	48.64	38.05	30.74
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	19.65	15.83	11.71	9.19	7.20
其他筹资现金流	-16	-35	-12	-8	-4	EV/EBITDA	45.59	34.8	28.5	22.7	18.1
现金净增加额	67	42	51	131	79						

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙金钜，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

任浪，新时代证券研究所中小盘研究员，定增并购研究中心总监。2016年、2017年新财富最佳分析师中小市值研究第一名团队成员，2015年新财富最佳分析师中小市值研究第二名团队成员。连续多年水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究第一名团队成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话: 010-69004649
	手机: 13811830164
	邮箱: haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话: 021-68865595 转 258
	手机: 18221821684
	邮箱: lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话: 0755-82291898
	手机: 13266864425
	邮箱: shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区: 北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编: 100086

上海地区: 上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编: 200120

广深地区: 深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室 邮编: 518046

公司网址: <http://www.xsdzq.cn/>