

2019年03月23日

证券研究报告·公司研究报告

银都股份 (603277) 机械设备

增持 (首次)

当前价: 10.97 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

加大自主品牌海外拓展, 稳健发展

投资要点

- **国内商用餐饮制冷设备龙头。**公司主要产品包括商用餐饮制冷设备、自助餐设备和西厨设备等商用餐饮设备。国内市场的主要品牌为“银都餐饮设备”、“五箭”、“伊萨”等, 海外自主品牌名称为 ATOSA。公司海外营收占比约 70%, 其中美国市场占公司整体营收比例约 50%。预计美国商用餐饮制冷设备 (不含制冰机) 市场空间约 10 亿美元, 公司市占率约 10%。
- **加大海外 OBM 业务拓展, 提升盈利能力。**公司海外业务营收占比约 70%, 包括 OBM (自主品牌) 和 ODM (贴牌), 国内业务营收占比约 30%, 全部为 OBM 经营模式。盈利能力方面, 海外 OBM 毛利率最高、海外 ODM 次之, 国内 OBM 相对更低。海外市场上, 公司于近年在英国、美国、德国、法国、意大利设立销售子公司进行自主品牌产品 (ATOSA) 的推广工作, 收获品牌溢价, 提升公司发展空间及盈利能力。
- **加快海外建厂, 保障供应, 拓宽市场。**公司为拓展国际业务, 加大国际市场的参与程度, 在泰国设立阿托萨厨房设备 (泰国) 有限公司 (持股 98%), 投资建设年产 10 万台商用餐饮制冷设备项目, 预计投资总额为 1.5 亿元。公司预计, 项目建成后, 正常年份 (达产年) 年销售收入 4.7 亿元, 达产后平均年净利润 0.45 亿元。我们认为, 公司投建泰国项目, 不仅有助美国业务拓展, 并有助于开拓东南亚市场, 获得更大发展空间。
- **股权激励落地, 充分调动员工积极性。**公司 2018 年 11 月完成首次限制性股权授予, 首次授予人数 121 人, 包括公司任职的高级管理人员、中层管理人员及核心业务人员 (不包括独立董事、监事)。首次授予价格 4.74 元/股, 首次授予数量 916.5 万股。
- **首次覆盖, 给予“增持”评级。**公司通过加快海外市场拓展, 高毛利率 OBM 发展等保障业绩稳健增长。我们预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.53 元、0.54 元、0.66 元, 对应 PE 分别为 21/20/17 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 海外市场拓展或不及预期, 盈利能力或不及预期, 汇率波动不利影响风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1359.64	1454.72	1606.21	1783.56
增长率	18.40%	6.99%	10.41%	11.04%
归属母公司净利润 (百万元)	197.59	218.00	220.20	271.80
增长率	-18.34%	10.33%	1.01%	23.44%
每股收益 EPS (元)	0.48	0.53	0.54	0.66
净资产收益率 ROE	12.66%	12.60%	11.55%	12.73%
PE	23	21	20	17
PB	2.88	2.60	2.36	2.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

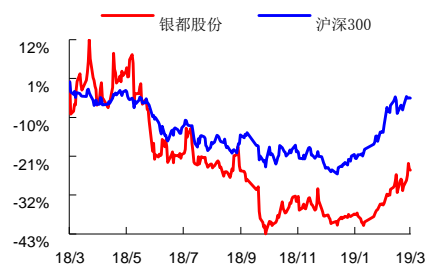
分析师: 梁美美

执业证号: S1250518100003

电话: 021-58351937

邮箱: lmm@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)	4.10
流通 A 股(亿股)	1.56
52 周内股价区间(元)	8.3-16.64
总市值(亿元)	44.97
总资产(亿元)	21.75
每股净资产(元)	4.25

相关研究

目 录

1 商用餐饮制冷设备龙头，稳健发展.....	1
2 商用餐饮设备需求稳健增长，市场不断集中	2
3 海外拓展，打开发展空间，提升盈利水平	5
4 盈利预测与估值.....	8
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司主营产品示意图.....	1
图 2: 公司 2017 年主营业务收入结构情况.....	1
图 3: 公司 2017 年主营业务毛利结构情况.....	1
图 4: 公司 2013 年以来营业收入及增速.....	2
图 5: 公司 2013 年以来净利润及增速.....	2
图 6: 毛利率维持高位.....	2
图 7: 公司 2013 年以来期间费用率.....	2
图 8: 我国餐饮业营业额.....	3
图 9: 城镇居民可支配收入.....	3
图 10: 农村居民可支配收入.....	3
图 11: 商用餐饮设备发展趋势.....	5
图 12: 公司主导产品.....	6
图 13: 国内外 OBM 业务营收占比.....	7
图 14: 国内外 OBM 产品毛利率情况.....	7

表 目 录

表 1: 行业内国外主要竞争者.....	4
表 2: 行业内国内主要竞争者.....	4
表 3: 公司竞争优势.....	6
表 4: 2018H1 公司募投资金项目投资情况.....	7
表 5: 公司盈利预测.....	8
表 6: 可比公司估值情况 (2019 年 03 月 21 日).....	9
附表: 财务预测与估值.....	10

1 商用餐饮制冷设备龙头，稳健发展

银都股份是一家专业生产商用餐饮设备的高新技术企业，成立于 2003 年。公司从事商用餐饮设备的研发、生产、销售和服务，旗下产品以商用餐饮制冷设备、自助餐设备、西厨设备等为主。公司主要产品商用餐饮制冷设备在国内市场有着较高的知名度和市场占有率。公司拥有多项专利，商用餐饮设备生产技术已达到国内先进水平，部分达到国际先进水平，产品已获得各种国内和国际认证。

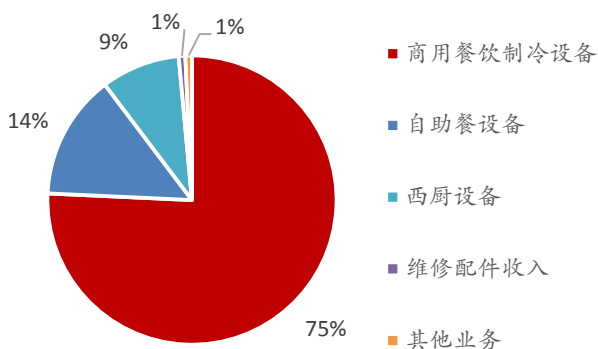
图 1：公司主营产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

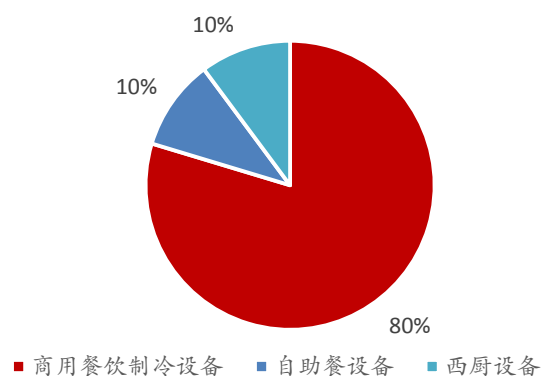
公司主营业务结构：2017 年公司商用餐饮制冷设备业务贡献 75% 营收（公司 2017 年总营收 13.60 亿元，其中主营业务 13.45 亿元，其他业务 0.14 亿元），以及 80% 的毛利，是公司主要业绩贡献来源。商用餐饮制冷设备业务的主要产品包含各类型商用冰箱、陈列展示柜、平面操作台、制冰机等。公司自助餐设备业务和西厨设备业务 2017 年营收占比分别为 14% 和 9%。自助餐设备产品包括各类型份盘、果汁/咖啡鼎、自助餐炉等；西厨设备产品包括炸炉、扒炉、烤炉、煲仔炉等。

图 2：公司 2017 年主营业务收入结构情况



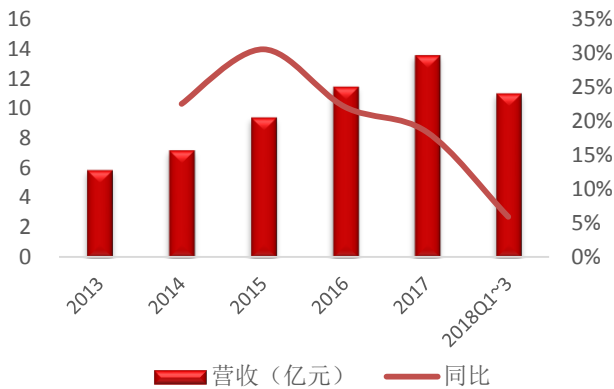
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司 2017 年主营业务毛利结构情况

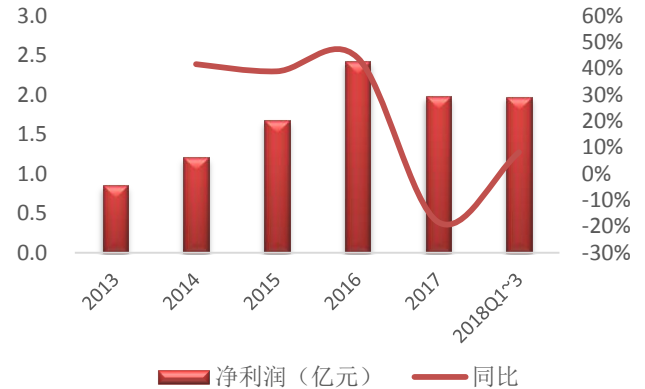


数据来源：wind，西南证券整理

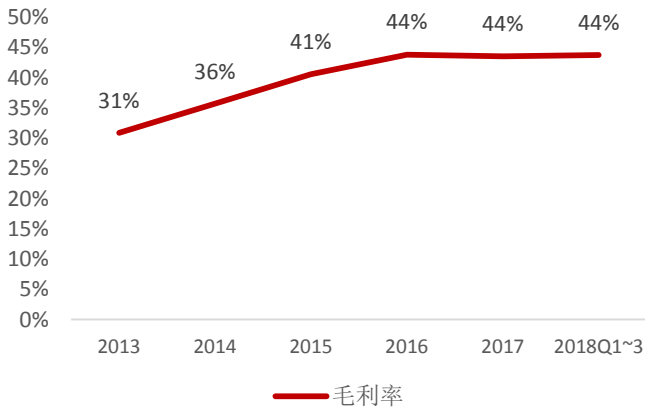
公司业绩状况:2013年~2017年,公司营收稳健增长,CAGR达到23.2%,净利润CAGR达到22.1%。2018年Q1~Q3公司实现营收11亿元,同比增长5.9%,实现归母净利润2.0亿元,同比增长8.2%,营收增长的主要原因是公司外销产品收入增长所致。公司2018年Q1~3毛利率为44%,基本持稳,期间费用率为23.5%(含研发)。期间费用率下降的主要原因是人民币对美元汇率持续贬值,汇兑收益增长较高导致财务费用率下降所致。

图4: 公司2013年以来营业收入及增速


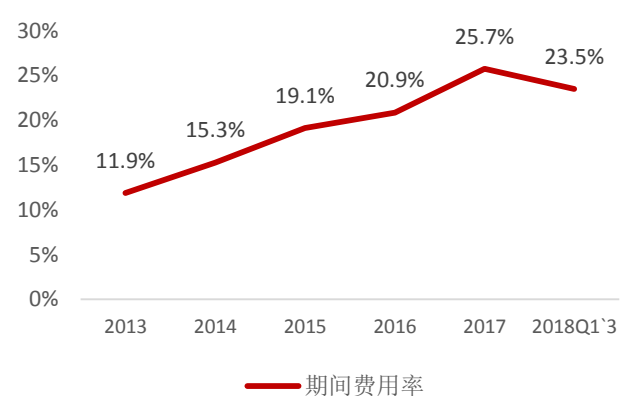
数据来源: wind, 西南证券整理

图5: 公司2013年以来净利润及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

图6: 毛利率维持高位


数据来源: wind, 西南证券整理

图7: 公司2013年以来期间费用率


数据来源: wind, 西南证券整理

2 商用餐饮设备需求稳健增长, 市场不断集中

公司主要从事商用餐饮设备的研发、生产、销售和服务, 主要产品包括商用餐饮制冷设备、自助餐设备和西厨设备, 属于通用设备制造业。

商用餐饮制冷设备为制冷设备的分支。国外老牌商用餐饮设备生产商均拥有多年的生产历史, 且于近年纷纷进入我国设立生产基地或建销售网络。而我国商用餐饮制冷设备产业起步较晚, 近年来在国内、外市场需求的共同驱动下, 我国商用餐饮制冷设备业保持了快速的发展。经过多年发展, 我国商用餐饮制冷产业技术与市场都较为成熟, 目前我国已成为商用餐饮制冷设备的生产、消费大国。

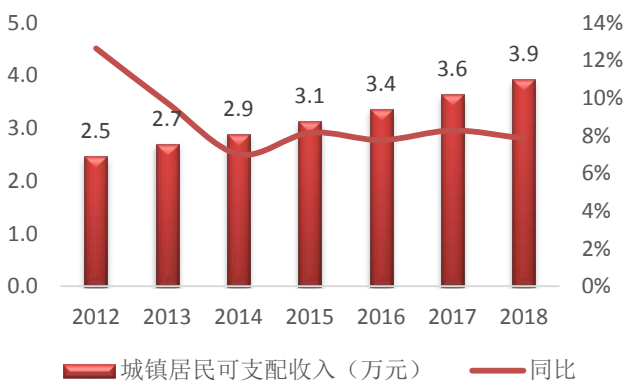
商用餐饮制冷设备上游为不锈钢、压缩机、铜管、冷凝器、塑化材料、风机、温控器等生产厂家。自助餐设备上游行业为各类不锈钢生产厂家。西厨设备上游行业为不锈钢、燃气温控阀和限温器等生产厂家。目前上游相关行业拥有充足的配套能力，能够满足正常生产需求。商用餐饮制冷设备、自助餐设备和西厨设备广泛应用于各类酒店、正餐、快餐、食堂等餐饮经营场所及超市、便利店等批发、零售行业及其他领域。

近年来，伴随着国民经济的持续平稳增长，我国餐饮行业也正经历着快速发展。根据国家统计局历年统计公报数据显示，近年来我国餐饮业营业额保持了快速增长趋势，从2006年的1574亿元增长到了2017年的5313亿元，年复合增长率11.7%。

图8：我国餐饮业营业额


数据来源：国家统计局，西南证券整理

伴随着我国经济的持续稳步发展，我国城镇居民及农村居民人均可支配收入近年来也保持着较快的增长，根据国家统计局提供的数据显示，我国城镇居民人均可支配收入由2001年的6860元增长到了2018年的39251元，增幅为472.17%，农村居民人均可支配收入由2001年的2366元增长到了2018年的14617元，增幅为517.79%。人均收入的稳步提升，为餐饮行业的发展奠定了基础。同时随着生活节奏加快，商务、社交活动的日益增多等因素，外出就餐需求不断释放。可见作为餐饮相关行业的必需品，商用餐饮制冷设备、自助餐设备和西厨设备拥有较大的市场空间。

图9：城镇居民可支配收入


数据来源：国家统计局，西南证券整理

图10：农村居民可支配收入


数据来源：国家统计局，西南证券整理

公司商用餐饮制冷设备业务，其行业市场化程度较高，市场竞争较为激烈。经过多年发展我国商用餐饮制冷设备行业已形成了以浙江为中心的华东区、以广东为中心的华南区和以山东为中心的华北区三大生产集中地，行业内大规模企业较少，多为小型企业和作坊式工厂，缺少研发能力和技术积累。总体而言，行业发展水平仍有待提高，规模化、规范化企业数量有限，技术水平和国外先进企业仍有一定差距。

目前我国的商用餐饮制冷设备生产企业能够生产绝大部分类型的商用餐饮制冷设备，并且相关产品性能指标能够满足实际使用要求，部分达到国际先进水平。但总体而言与发达国家的商用餐饮制冷设备相比，在生产工艺及产品性能方面存在着一定的差距。

表 1：行业内国外主要竞争者

国外竞争者	企业情况
True manufacturing	总部位于美国，拥有 60 多年的商用冰箱生产历史，在选材质量、工艺设计、产品性能、售后服务等方面都有出色的表现，专注于提供高品质的商用餐饮制冷设备产品。
Trubo air	总部位于美国，从事制冷产品及西厨加热产品的生产及销售，在美国、中国、韩国设有生产基地，其产品销往全球多个国家和地区。
Williams Refrigeration	总部位于英国，拥有 30 多年的历史，致力于生产高性能、高可靠性的商用餐饮制冷设备。其在中国广东建有生产基地，提供了一个广泛的餐饮系统并专门制作大型项目。
日本星崎	总部位于日本，为日本最大的厨房设备生产商之一，主要产品包含商用制冰机、商用冰箱及洗碗机等其他设备。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 2：行业内国内主要竞争者

国内竞争者	企业情况
广东星制冷设备有限公司	位于广东省，成立于 1989 年，致力于制冷产业的研发与制造，产品涵盖厨房冰箱、客房小冰箱、制冰机、毛巾消毒箱等，拥有获得北美能源之星 TMP 认证的型式试验室，是全国最大的商用厨房冰箱生产基地之一。
浙江爱雪制冷电器有限公司	位于浙江省，专业生产商用冷冻、冷藏冰箱、制冰机及陈列柜。所生产的商用厨房冰箱、制冰机、陈列柜、冷柜和超低温冰箱等广泛用于宾馆、酒店、超市、糕点、菜篮子工程。部分产品销往欧洲、中南美洲、东南亚等地。2015 年 6 月，被星崎（中国）投资有限公司收购。
山东宏泰电器有限公司	位于山东省，是“Ausplicou（宏祥）”牌电冰柜、电冰箱、展示柜、厨房冷柜等商用及家用电器的专业生产厂家，80 年代中期引进国外先进技术起步，至今已有多年的生产历史。年生产能力 60 万台。产品销往全国各地并出口欧洲、美洲、东南亚、中东等地区。
江门市宇辉西厨设备有限公司	位于广东省江门市，是一家专业的酒店餐饮业用品生产企业。对不锈钢异型产品和深拉工艺有多年的研究经验和一套成熟的生产、加工技术。主要生产不锈钢高级餐炉、等份盆、果汁鼎、咖啡鼎等一系列酒店用品，产品销往亚、欧、美洲等地区。
宁波南洋酒店用品制造有限公司	位于浙江省宁波市，是一家专业从事酒店用品开发、生产和销售的专业企业，产品涵盖各类餐炉、餐车、果汁鼎、份盘等系列产品，产品销往国内及世界各地。
青岛凯来新厨具有限公司	位于山东省青岛市，成立于 2002 年 1 月，是韩国贤东株式会社在中国大陆建立的全资子公司。目前主要生产不锈钢份数盆、玻璃纤维防滑托盘、聚碳酸酯份数盆、多层不锈钢锅等高档酒店用品和厨房用品，产品主要销往欧美和亚洲一些国家和地区。
英联斯特（广州）餐饮设备有限公司	位于广东省广州市，于 2013 年 7 月加入 ITW 集团。主要的品种和规格达 400 多种，生产西餐、快餐、酒吧、超市、小吃及机关团体部队所用的相关餐饮设备，并承接非标产品的制作。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

集中度不断提升。目前我国商用餐饮设备行业集中度较低，大部分企业规模较小，所生产的产品集中于中低端市场，同质化程度较高。未来随着竞争的不断加剧及技术的更新换代，具有先进技术及较大市场占有率的企业将会在竞争中占据优势地位，通过内生及外生式发展进一步扩大市场占有率，从而提升行业集中度。

向节能环保方向发展。绿色环保问题越来越引起广泛的重视，“安全、健康、节能、智能、环保”成为 21 世纪厨房革命的发展主题。如何有效降低商用餐饮设备生产及使用过程中的能源消耗及对于环境的负面影响已成为具有较强研发能力的商用餐饮设备生产企业共同的研究课题。

技术性更强。新技术在商用餐饮设备行业中的应用将越发广泛，产品更新换代速度也将不断加快。及时引进先进设备，更新观念、更新技术，生产组织方式上导入智能制造等概念，已经是行业内领先企业的共识。

图 11：商用餐饮设备发展趋势



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 海外拓展，打开发展空间，提升盈利水平

公司产品主要可分为商用餐饮制冷设备、自助餐设备和西厨三大类。其中商用餐饮制冷设备包含各类型冰箱、陈列展示柜、平面操作台等；自助餐设备包含各类型份盘、果汁/咖啡鼎、自助餐炉等；西厨设备包括炸炉、扒炉、烤炉、煲仔炉等。

公司自 2003 年设立以来，专注于商用餐饮设备的研发、生产、销售和服务，经过十多年的发展，通过不断的技术积累和创新，公司在餐饮设备生产领域具备了深厚的技术底蕴，积累了丰富的技术、经验、人才和市场优势。公司是高新技术企业，在研发能力、生产工艺、技术人员等方面均处于行业领先水平。公司目前拥有多项专利。公司曾被中华全国工商业联合会厨具业商会评为“中国厨具业十强优秀企业”、“中国商用厨具著名品牌”。

图 12: 公司主导产品

产品大类	细分产品	产品展示	
商用餐饮 制冷设备	商用冰箱		陈列展示柜 
	工作台		制冰机 
自助餐设备	餐炉		份盘 
	果汁/咖啡鼎		
西厨设备	炸炉		扒炉 
	烤炉		煲仔炉 

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

表 3: 公司竞争优势

竞争优势	具体表现
质量优势	公司商用餐饮设备生产技术已达到国内先进水平, 部分达到国际先进水平。公司已建立多个相关结构及电器实验室, 确保公司产品的合格率及质量稳定性, 全方位提升公司产品品质。
工装设备优势	近年来通过自主设计、改进生产设备(门体发泡线等)和外购国际先进水平设备(数控折弯机、激光切割机), 工装设备技术含量在行业内处于领先水平。
成本控制优势	公司重视成本控制, 从产品设计、生产工艺、采购等多方面入手, 建立完善的成本控制体系
销售渠道优势	在内销市场上, 公司由专人负责不同区域市场及销售渠道的维护和拓展。通过多年的开拓与维护, 公司目前已组建并有效运作了较为完善的全国性销售渠道网络。在外销市场上, 通过多年的开拓与维护, 公司产品已出口至全球多个国家和地区。并已在英国、美国、法国、德国、意大利建立子公司, 逐步开展 OBM 业务, 推广自主品牌产品, 充分发挥公司在相关领域的竞争优势, 并收获品牌溢价。
品牌与服务优势	公司曾被评为“中国厨具业十强优秀企”、“中国商用厨具 著名品牌”。多年来公司在保证产品质量的同时, 不断完善快速响应的售后服务体系, 目前公司已形成全国性的售后服务网络。
研发优势	公司多年来视技术为企业发展的基础, 通过不断的研发投入, 公司在商用餐饮设备生产领域具备了深厚的技术底蕴。目前公司已经形成了老中青结合、合理配备的研发团队。公司具有丰富的行业经验与技术储备, 目前共拥有 87 项专利和 2 项软件著作权。
管理优势	公司管理团队拥有丰富的商用餐饮设备行业经验, 各成员在技术研发、生产、采购、销售等领域各具优势, 形成优势互补, 合理的专业配置保证公司各领域的均衡发展。

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

加快海外建厂，保障供应，拓宽市场。公司为拓展国际业务，加大国际市场的参与程度，在泰国设立阿托萨厨房设备（泰国）有限公司（持股 98%），投资建设年产 10 万台商用餐饮制冷设备项目，预计投资总额为 1.5 亿元。公司预计，项目建成后，正常年份（达产年）年销售收入 4.7 亿元，达产后平均年净利润 0.45 亿元。我们认为，公司投建泰国项目，不仅有助美国业务拓展，并有助于开拓东南亚市场，获得更大发展空间。

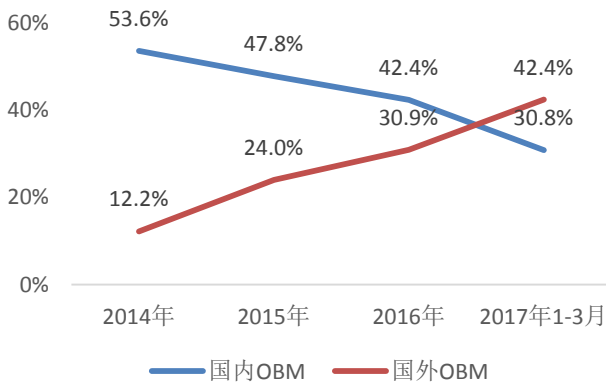
表 4：2018H1 公司募投资金项目投资情况

项目名称	项目总投资 (万元)	募投资金承诺投资额 (万元)	累计投入募投资金额 (万元)	投资进度
炉具等西厨设备扩产项目	40,355.00	40,355.00	6,120.13	15.17%
自助餐设备产业升级项目	9,743.00	9,743.00	882.55	9.06%
新增年产 10 万台商用制冷设备项目（变更）	14,367.90	14,367.90	437.33	3.04%
补充流动性	10,000.00	10,000.00	10,000.00	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

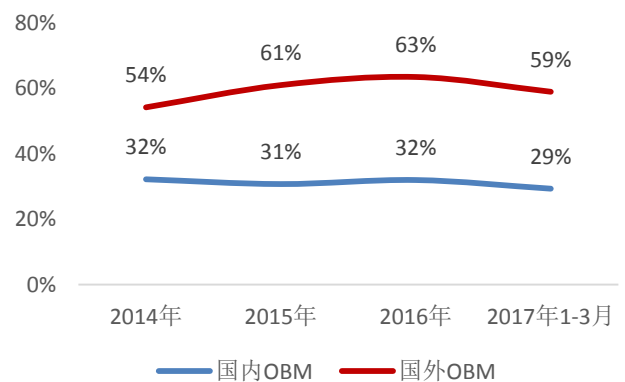
拓展海外 OBM 业务，有望大幅增厚公司利润。公司国内 OBM 产品的毛利率维持在 30% 左右的水平，OBM 产品在国外的销售毛利率一直维持在 60% 左右的水平，远远高于高内的水平。海外市场上，公司于近年在英国、美国、德国、法国、意大利设立销售子公司进行自主品牌产品（ATOSA）的推广工作。目前，公司正加大海外 OBM 业务拓展，收获品牌溢价，提升公司盈利能力。

图 13：国内外 OBM 业务营收占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 14：国内外 OBM 产品毛利率情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司授予 950 万股股权激励，调动员工积极性。2018 年 10 月 30 日，为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司高级管理人员、中层管理人员和核心业务人员的积极性，公司发布了《2018 年限制性股票激励计划》。

2018 年 11 月 16 日，公司进行了首次股权激励授予，实际授予人数为 121 人，包括在公司任职的高级管理人员、中层管理人员及核心业务人员（不包括独立董事、监事）。首次授予价格为 4.74 元/股，实际授予限制性股票的数量为 916.5 万股。

4 盈利预测与估值

关键假设:

1) 公司商用餐饮制冷设备随着泰国基地产能释放, 海外自主品牌营收占比提升, 预计营收增速进一步提升, 盈利能力提升。假设 2018-2020 年商用餐饮制冷设备销量增速为 7%、11%、12%, 价格不变, 毛利率分别为 44%、44.5%、45%。

2) 预计自助餐设备业务稳健发展。假设 2018-2020 年自助餐设备销量增速为 5%、5%、5%, 价格不变, 毛利率为 30%、30%、30%。

3) 预计西厨业务维持稳健向好发展。假设 2018-2020 年西厨设备销量增速分别为 10%、11%、12%, 价格不变, 毛利率为 50%、50%、50%。

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 5: 公司盈利预测

单位: 亿元		2017A	2018E	2019E	2020E
商用餐饮制冷设备	收入	10.25	10.97	12.17	13.63
	增速	-10%	7%	11%	12%
	成本	5.55	6.14	6.76	7.50
	毛利率	45.87%	44.00%	44.50%	45.00%
自助餐设备	收入	1.91	2.01	2.11	2.22
	增速	-35%	5%	5%	5%
	成本	1.33	1.40	1.50	1.58
	毛利率	30.46%	30.00%	30.00%	30.00%
西厨设备	收入	1.24	1.36	1.51	1.70
	增速	12%	10%	11%	12%
	成本	0.62	0.68	0.76	0.85
	毛利率	50.10%	50.00%	50.00%	50.00%
维修配件收入	收入	0.06	0.06	0.06	0.06
	增速	-90%	0%	0%	0%
	成本	0.04	0.04	0.04	0.04
	毛利率	32.04%	32.00%	32.00%	32.00%
其他业务	收入	0.14	0.15	0.17	0.20
	增速	56%	10%	12%	14%
	成本	0.14	0.15	0.17	0.19
	毛利率	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%
合计	收入	13.60	14.55	16.07	17.84
	增速	18%	7%	10.4%	11%
	成本	7.68	8.42	9.23	10.16
	毛利率	43.53%	42.13%	42.57%	43.05%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.18/2.20/2.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.53/0.54/0.66 元，对应 PE 估值分别为 21/20/17 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值情况（2019 年 03 月 21 日）

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
601717	郑煤机	0.16	0.50	0.63	38	13	10
002690	美亚光电	0.54	0.78	0.95	49	34	28
002444	巨星科技	0.51	0.82	0.94	24	15	13
002595	豪迈科技	0.84	1.11	1.28	25	19	16
平均值					34	20	17
603277	银都股份	0.48	0.53	0.54	23	21	20

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

5 风险提示

1) 海外市场拓展不及预期风险。公司海外业务占比较高，持续大力拓展海外市场有助于公司实现更快发展，但亦存在拓展不及预期风险。

2) 盈利能力不及预期风险。公司海外自主品牌业务毛利率较高，或存在竞争加剧、汇率波动加剧、原材料价格波动加剧等因素致使盈利能力不及预期风险。

3) 汇率波动产生不利影响风险。公司海外业务占比较高，且以美元定价，存在美元兑人民币出现较大贬值，从而对公司业绩产生不利影响风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1359.64	1454.72	1606.21	1783.56	净利润	197.59	218.00	220.20	271.80
营业成本	767.34	841.85	922.46	1015.68	折旧与摊销	26.58	24.33	25.91	27.83
营业税金及附加	14.67	13.56	15.23	17.20	财务费用	14.12	-15.63	-4.52	-5.10
销售费用	208.86	225.48	245.75	271.10	资产减值损失	7.23	8.00	8.00	8.00
管理费用	130.00	138.20	173.47	169.44	经营营运资本变动	-860.68	-62.45	-105.60	-123.64
财务费用	14.12	-15.63	-4.52	-5.10	其他	786.43	-18.43	-16.45	-15.49
资产减值损失	7.23	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	171.27	153.82	127.54	163.41
投资收益	5.26	8.00	8.00	8.00	资本支出	-101.93	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.17	0.04	0.06	0.08	其他	-739.49	8.04	8.06	8.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-841.42	-41.96	-41.94	-41.92
营业利润	226.60	251.30	253.88	315.32	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.79	8.41	8.45	8.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	235.39	259.71	262.33	323.81	股权融资	744.66	0.00	0.00	0.00
所得税	37.81	41.71	42.13	52.01	支付股利	-25.11	-39.52	-43.60	-44.04
净利润	197.59	218.00	220.20	271.80	其他	0.00	6.38	4.52	5.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	719.55	-33.13	-39.08	-38.94
归属母公司股东净利润	197.59	218.00	220.20	271.80	现金流量净额	39.40	78.72	46.52	82.55
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	270.40	349.12	395.64	478.19	成长能力				
应收和预付款项	108.04	126.58	136.36	150.96	销售收入增长率	18.40%	6.99%	10.41%	11.04%
存货	321.06	355.09	389.70	428.70	营业利润增长率	-12.62%	10.90%	1.03%	24.20%
其他流动资产	803.26	859.43	948.93	1053.70	净利润增长率	-18.34%	10.33%	1.01%	23.44%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	0.98%	-2.73%	5.88%	22.81%
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	271.75	305.07	336.79	366.60	毛利率	43.56%	42.13%	42.57%	43.05%
无形资产和开发支出	72.87	65.23	57.59	49.95	三费率	25.96%	23.93%	25.82%	24.41%
其他非流动资产	31.61	31.61	31.61	31.61	净利率	14.53%	14.99%	13.71%	15.24%
资产总计	1878.98	2092.12	2296.62	2559.70	ROE	12.66%	12.60%	11.55%	12.73%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.52%	10.42%	9.59%	10.62%
应付和预收款项	240.95	280.58	303.85	333.82	ROIC	21.31%	13.69%	13.35%	15.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.66%	17.87%	17.14%	18.95%
其他负债	76.86	81.14	85.76	91.11	营运能力				
负债合计	317.81	361.71	389.61	424.93	总资产周转率	0.96	0.73	0.73	0.73
股本	400.80	400.80	400.80	400.80	固定资产周转率	5.49	5.43	5.62	5.77
资本公积	678.91	678.91	678.91	678.91	应收账款周转率	18.47	17.44	17.16	17.49
留存收益	472.21	650.70	827.30	1055.06	存货周转率	2.65	2.46	2.46	2.47
归属母公司股东权益	1561.17	1730.41	1907.01	2134.77	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	资本结构				
股东权益合计	1561.17	1730.41	1907.01	2134.77	资产负债率	16.91%	17.29%	16.96%	16.60%
负债和股东权益合计	1878.98	2092.12	2296.62	2559.70	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.27	5.14	5.24	5.38
					速动比率	4.15	4.06	4.15	4.29
					股利支付率	12.71%	18.13%	19.80%	16.20%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	267.30	260.00	275.28	338.06	每股收益	0.48	0.53	0.54	0.66
PE	22.76	20.63	20.42	16.55	每股净资产	3.81	4.22	4.65	5.21
PB	2.88	2.60	2.36	2.11	每股经营现金	0.42	0.38	0.31	0.40
PS	3.31	3.09	2.80	2.52	每股股利	0.06	0.10	0.11	0.11
EV/EBITDA	15.32	15.45	14.42	11.50					
股息率	0.56%	0.88%	0.97%	0.98%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn