

2019年10月14日

哈尔斯 (002615.SZ)

## 牵手故宫文创，销售改善可期

■杯具行业空间大，龙头公司市占率有望提升：与日本等发达国家相比，我国保温杯保有量较低，有较大提升空间。近年来，受益国内消费水平提高，中国保温杯行业保持 20%以上快速增长。我们认为，哈尔斯具备技术优势，擅长 IP 营销，市场份额有望进一步提升。

■国内保温杯行业快速增长，市场尚需培育：相较于成熟市场，我国保温杯的人均保有量仍有提升空间，行业保持快速增长。根据欧立信咨询，2014~2018 年，我国保温杯市场销售额年均复合增速为 23.3%。我们认为，国内消费者对保温杯仍处于功能消费阶段，而如何推动功能消费过渡到品质消费，是各个公司面临的重要问题。根据欧立信咨询数据，2017 年，我国保温杯行业中，中低端产品销售占比 93%。

■公司注重研发，产品技术领先：哈尔斯重视研发投入。2014~2018 年，公司研发投入的年均复合增速为 20.2%。根据公告与调研，哈尔斯自主研发的轻量系列保温杯，在容量与竞品相同的情况下，杯子重量比竞品轻 30%，内胆厚度更薄，保温效果更好。

■哈尔斯携手故宫文创，相关产品有望放量：根据公告，哈尔斯与故宫文创达成合作，2019~2020 年，公司可以在杯具上使用文创相关标识。我们分析，文创 IP 有流量效应，关注度较高；而哈尔斯 IP 营销经验丰富，合作客户包括迪士尼、瑞幸咖啡，哈尔斯与文创联名产品或将放量。我们推算，2019~2020 年，合作产品的销售额可达 4000 万元、1 亿元，毛利率高于公司整体盈利水平。我们分析，未来，公司有望继续与强 IP 或具备渠道优势的企业合作，开发相关产品，增加业绩弹性。

■投资建议：公司拥有完整的杯具产业链，品牌影响力逐步提升；考虑到公司优化内销渠道，故宫文创产品有望放量，我们预计公司 2019~2020 年的 EPS 分别为 0.27/0.36 元，首次覆盖给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 7.20 元，对应 2020 年 20 倍动态市盈率。

■风险提示：原材料价格大幅上涨，行业竞争加剧

100,000,000	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	14.4	17.9	19.1	24.4	28.5
净利润	1.1	1.0	1.1	1.5	1.8
每股收益(元)	0.27	0.24	0.27	0.36	0.44
每股净资产(元)	1.97	2.01	2.18	2.38	2.60

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	21.2	23.4	20.7	15.8	12.8
市净率(倍)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2
净利润率	7.6%	5.5%	5.9%	6.0%	6.4%
净资产收益率	13.6%	12.1%	12.6%	15.1%	17.0%
股息收益率	3.5%	1.4%	1.9%	2.8%	3.9%
ROIC	17.4%	12.3%	9.1%	12.7%	12.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司分析

证券研究报告

小家电

投资评级 买入-A

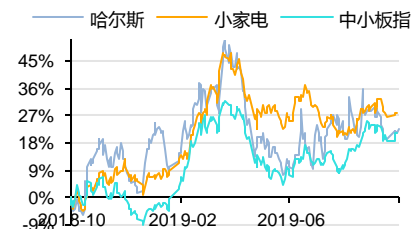
首次评级

6 个月目标价：7.20 元  
股价 (2019-10-14) 5.74 元

### 交易数据

总市值(百万元)	2,355.70
流通市值(百万元)	1,292.93
总股本(百万股)	410.40
流通股本(百万股)	225.25
12 个月价格区间	4.47/7.22 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.66	1.81	-10.71
绝对收益	-5.81	10.31	8.99

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005  
zhanglc@essence.com.cn

李奕臻

报告联系人

liyiz4@essence.com.cn  
0755-82825392

### 相关报告

## 内容目录

1. 保温杯行业龙头企业.....	3
2. 国内保温杯行业有较大发展空间.....	5
3. 牵手故宫文创，新品有望放量.....	6
3.1. 文创产品：从皇庭到家庭.....	6
3.2. 哈尔斯拥有一定 IP 营销经验，看好与故宫文创合作.....	7
4. 盈利预测.....	9
5. 投资建议与风险提示.....	11
附录：故宫、颐和园进军彩妆，景区文创为何盯上口红生意.....	12

## 图表目录

图 1：公司拥有“哈尔斯”、“SIGG”、“NONOO”、“SANTECO”四个自主品牌.....	3
图 2：外销业务贡献公司主要收入.....	3
图 3：不锈钢真空保温器皿为公司主营产品.....	3
图 4：2014~2018 年，公司收入年均复合增速为 24.5%.....	4
图 5：2014~2018 年，公司业绩年均复合增速为 9.0%.....	4
图 6：吕强为哈尔斯实际控制人.....	4
图 7：我国保温杯人均保有量较低.....	5
图 8：国内保温杯行业保持快速增长.....	5
图 9：2018 年，哈尔斯保温杯出口份额第一.....	5
图 10：2013 年之前，故宫文创产品风格较为严肃.....	6
图 11：2013 年之后，故宫文创产品风格有所转变.....	6
图 12：故宫文创产品创作流程图.....	6
图 13：一些热销的故宫文创产品.....	7
图 14：哈尔斯在杯具产品上使用迪士尼相关人物原型.....	8
图 15：哈尔斯在杯具产品上使用故宫文创相关标识.....	8
表 1：国内保温杯市场三个梯队.....	5
表 2：故宫联名产品销售情况较好.....	7
表 3：公司与故宫文创的合作产品有望在 2020 年放量.....	8
表 4：收入分类预测表.....	10

## 1. 保温杯行业龙头企业

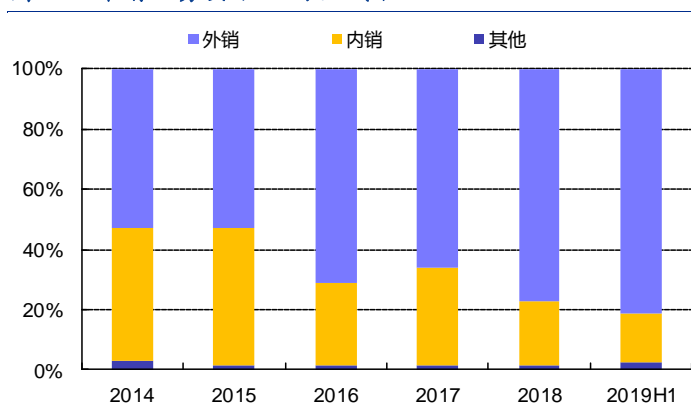
哈尔斯为国内领先的杯具生产与销售企业。1995年，公司成立于浙江省永康市，2011年在深交所上市。公司外销包含自主品牌与代工业务，内销以自主品牌业务为主。2018年，公司实现收入17.9亿元，YoY+24.7%；业绩9936.8万元，YoY-9.5%。2018年，公司外销收入占比总收入77%，保温杯出口份额位列国内第一。

图1：公司拥有“哈尔斯”、“SIGG”、“NONOO”、“SANTECO”四个自主品牌



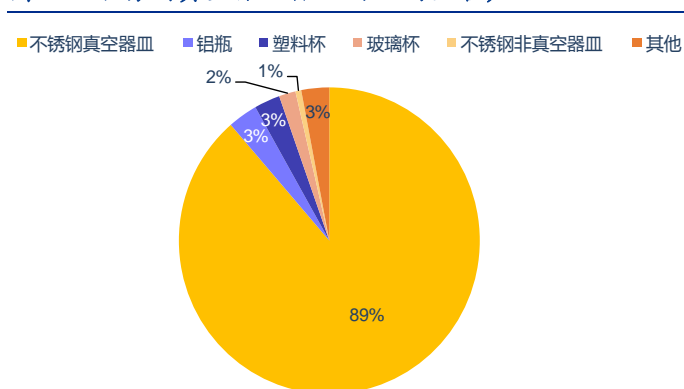
资料来源：天猫，安信证券研究中心

图2：外销业务贡献公司主要收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图3：不锈钢真空保温器皿为公司主营产品

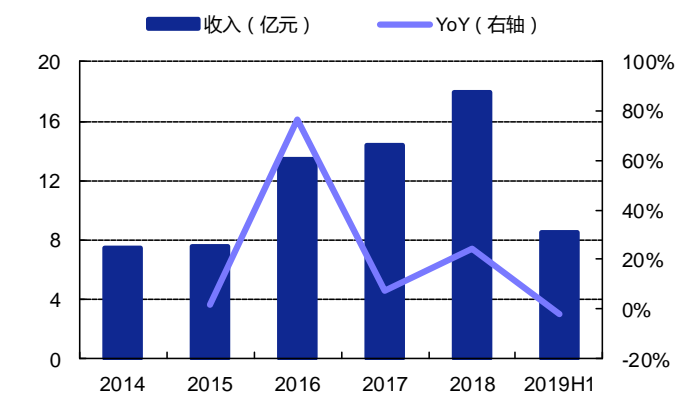


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

哈尔斯经营业绩曾出现波动，我们预计未来或改善。2017~2018年，公司业绩同比下滑，主

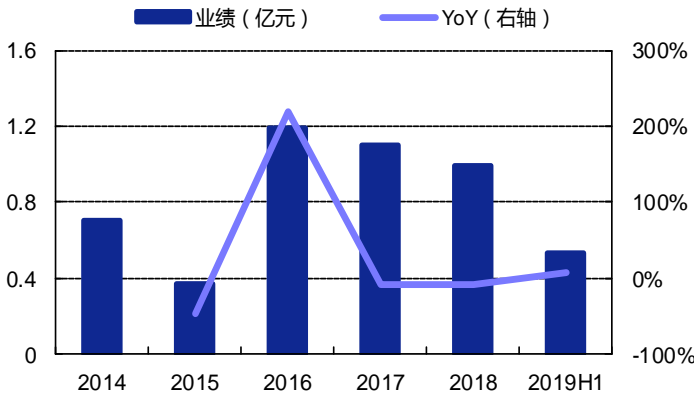
要原因为：1) 2017Q4~2018Q1 外销大客户 YETI 采用进料加工出口模式，影响哈尔斯外销毛利率，但 YETI 进料加工订单到 2018 年 1 季度末执行完毕，公司对其销售毛利率恢复正常。2) 人民币汇率波动，产生汇兑损失。3) 国内销售渠道进行调整，内销不及预期。目前，哈尔斯已逐步完成对国内经营渠道调整，预期内销将有所恢复。

图 4：2014~2018 年，公司收入年均复合增速为 24.5%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

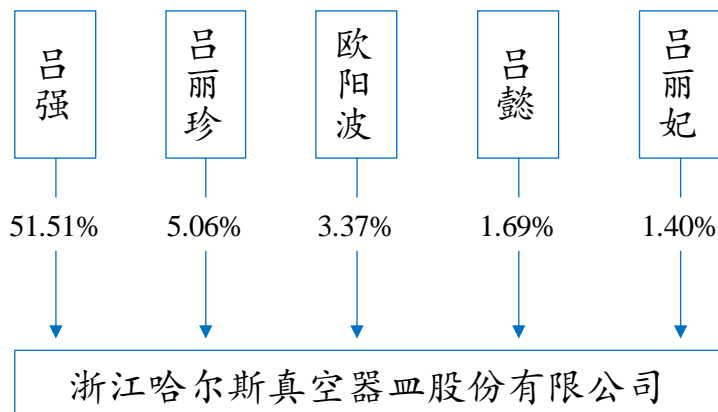
图 5：2014~2018 年，公司业绩年均复合增速为 9.0%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

吕强为公司实际控制人。截至 2019H1，吕强持股比例为 51.51%，任哈尔斯董事长、董事。2019 年 1 月，公司聘任郭俊峰为公司总裁。哈尔斯聘请职业经理人管理公司，管理体制逐渐走向成熟。

图 6：吕强为哈尔斯实际控制人

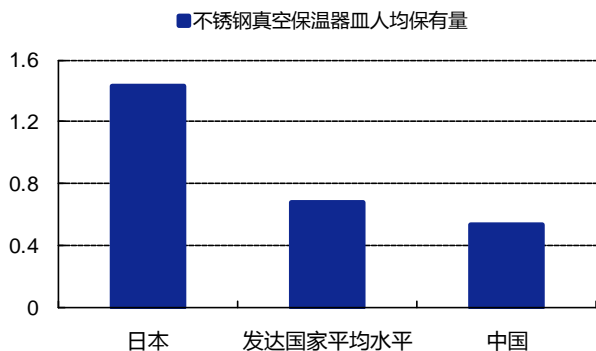


资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：截至 2019H1）

## 2. 国内保温杯行业有较大发展空间

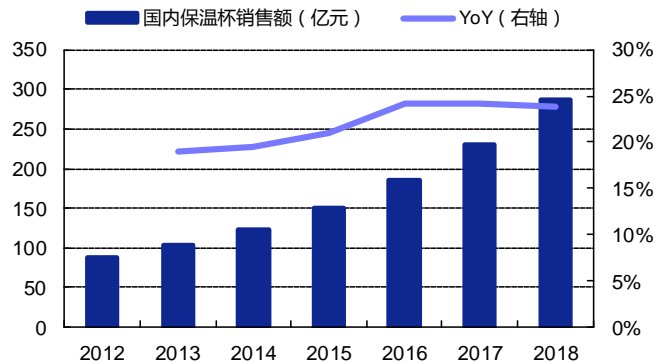
我国保温杯人均保有量较低。欧美、日韩等发达国家或地区，保温杯保有量较高，行业增长稳定。相较于成熟市场，我国保温杯的人均保有量仍有提升空间。随着国内居民消费水平的上升、杯具外观与功能不断丰富，国内保温杯行业有望保持快速增长。根据欧立信咨询，2014~2018年，我国保温杯市场销售额年均复合增速为23.3%。

图 7：我国保温杯人均保有量较低



资料来源：欧立信咨询，安信证券研究中心（注：选取2018年数据）

图 8：国内保温杯行业保持快速增长



资料来源：欧立信咨询，安信证券研究中心

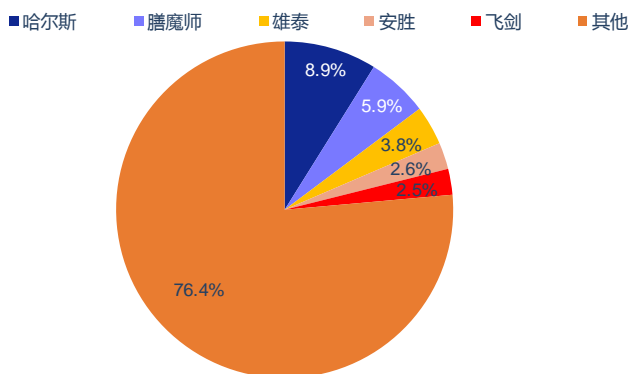
低端品牌产品占据国内主要市场。我国保温杯市场中，高端品牌主要包括膳魔师、虎牌、象印，中低端品牌有哈尔斯、富光、翔龙、苏泊尔等。根据欧立信咨询，2017年，我国保温杯行业中，低端产品销售额占比61%，中端产品占比32%，而高端品牌销售占比仅为7%，这说明，目前国内的消费者主要看重保温杯的基础功能，未对品牌或产品的附加功能产生认同与需求，市场尚需培育。

表 1：国内保温杯市场三个梯队

市场定位	品牌名称	价格区间	消费者定位
高端产品	膳魔师、虎牌、象印	200元以上	追求品质、时尚的高端消费者
中端产品	哈尔斯、富光、翔龙、思乐得、苏泊尔	50~120元	一般消费者
低端产品	一些小规模企业生产的产品	低于50元	尝试、体验性消费者

资料来源：欧立信咨询，安信证券研究中心

图 9：2018年，哈尔斯保温杯出口份额第一



资料来源：跨境易，安信证券研究中心



### 3. 牵手故宫文创，新品有望放量

#### 3.1. 文创产品：从皇庭到家庭

故宫文创是带有故宫元素的文化创意产品。故宫文创始于 2008 年，初期产品的设计风格相对单调，消费者对其兴趣度较低，销量情况一般；从 2013 年开始，产品风格转变，故宫博物院推出了一系列围绕着“把故宫文化带回家”的文创产品，贴近生活，受年轻人追捧。2013~2017 年，故宫文创产品销售额从 6 亿元增长到 15 亿元，年均复合增速为 25.7%。

图 10：2013 年之前，故宫文创产品风格较为严肃



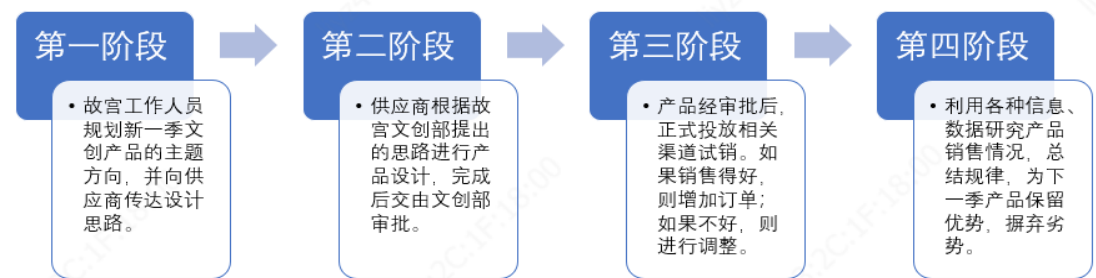
资料来源：淘宝，安信证券研究中心

图 11：2013 年之后，故宫文创产品风格有所转变



资料来源：淘宝，安信证券研究中心

图 12：故宫文创产品创作流程图



资料来源：中国经营报，安信证券研究中心

风格转变后的故宫文创产品，受到消费者的欢迎。故宫发布的美妆产品——故宫口红，一经推出就成为爆款产品。时任故宫院长单霁翔表示，故宫口红即使加急生产 90 万件，仍供不应求<sup>1</sup>。故宫文创产品热销，我们分析，主要原因有：1) 产品中融入了更多的生活元素。过去，故宫也做文化产品，但都是将书画、瓷器等进行简单复制，此类产品脱离日常生活，因此销量不佳。2) 文案出色。根据人民网，2014 年，故宫淘宝微信公众号刊登了《雍正：感觉自己萌萌哒》一文，语言风趣幽默，改变了年轻人对故宫文化的印象，故宫的 IP 价值也在传播中被不断放大。

<sup>1</sup> 详见附录

图 13: 一些热销的故宫文创产品



资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

表 2: 故宫联名产品销售情况较好

合作品牌	产品名称	推出时间	单价 (元)	销售情况
时尚芭莎	“故宫·芭莎红”玲珑福韵项链套装	2016	1680	预售刚开始, 就接到上百套的订单, 上架开售后供不应求。
华熙生物	口红	2018	199	2018 年及 2019Q1 分别实现销售收入 67.56 万元和 2416.30 万元。
农夫山泉	农夫山泉故宫瓶	2018	6.3	限量版, 推出几千万瓶“故宫瓶”
小米	MIX3 故宫特别版	2018	4999	不到一天, 就已在小米商城全部售罄。
百雀羚	雀鸟缠枝宫廷系列限量礼盒	2018	799	成为百雀羚天猫旗舰店销售爆款, 根据天猫官方数据显示, 百雀羚成为国产美妆品牌单日销量第一。
稻香村	故宫“酥酥乎乎”糕点礼盒	2018	199	预售期就已被一抢而空。
名创优品	生活百货、文具、饰品等	2019	香薰 49.9	预计 8 月初正式在全国门店上架销售。

资料来源: 新浪, 36Kr, IT 之家, 搜狐, 食经济, 寺库, 取暖, 淘宝, 凤凰网, 公司公告, 安信证券研究中心 (注: 根据淘宝, 9 瓶 550ml 农夫山泉故宫瓶的价格为 56.9 元, 折合每瓶价格 6.3 元)

### 3.2. 哈尔斯拥有一定 IP 营销经验, 看好与故宫文创合作

哈尔斯曾与迪士尼合作, 取得一定销售成绩。根据公告, 2015 年 6 月, 哈尔斯与上海迪士尼签署合作协议。协议规定, 在 2015 年 5 月 1 日~2017 年 12 月 31 日, 哈尔斯可在销售的杯具产品上, 使用迪士尼商标、相关人物原型。我们认为, 此次合作, 有利于公司提升品牌影响力。根据公告, 2015 年 9 月, 哈尔斯对相关产品进行铺货。至 2015 年年底, 产品销售额为 2500 多万元, 占比当年内销收入 7.3%。长期来看, 我们认为, 哈尔斯将积极与流量 IP、具有较强渠道建设能力的公司展开合作, 推出系列化产品, 既可宣传公司品牌, 也可拉动业绩增长。

图 14: 哈尔斯在杯具产品上使用迪士尼相关人物原型



资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

哈尔斯联名故宫文创。根据公告, 2019 年, 哈尔斯与故宫文创达成合作, 公司可以在相关杯具产品上, 使用故宫文创相关标识。双方的合作时间为 2019~2020 年, 哈尔斯于 2019 年 9 月开始推广相关产品。我们认为, 故宫文创产品热销, IP 有流量效应, 而 2020 年为故宫建成 600 周年, 故宫文创关注度上升。考虑到哈尔斯管理改善, 拥有 IP 营销经验, 我们预计相关产品或将放量。

图 15: 哈尔斯在杯具产品上使用故宫文创相关标识



资料来源: 公司调研, 安信证券研究中心

表 3: 公司与故宫文创的合作产品有望在 2020 年放量

	2019E	2020E
文创杯具销量 (万只)	100	250
文创杯具单价 (元/只)	40	40
文创杯具销售额 (万元)	4000	10000
毛利率	50%	50%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算



#### 4. 盈利预测

我们对哈尔斯 2019~2021 年盈利预测做出如下假设：

1. 行业方面，我们认为，随着居民收入水平提升，预计国内保温杯行业可保持快速增长，龙头公司具备领先优势。
2. 公司的核心管理团队经历调整，各项经营策略逐步优化，预计 2019 年下半年开始，各项核心业务的收入、业绩增长将逐渐加速。
3. 随着公司发力内销渠道建设，不断推出高端新品，品牌影响力提升，我们预计 2019~2021 年，哈尔斯（含文创产品）收入保持快速增长，盈利能力不断提升。
4. 哈尔斯具备领先的生产与技术优势，我们预计 2019~2021 年，公司 ODM、OEM 订单较为充足，该项业务保持快速增长。随着公司议价能力提升，ODM、OEM 业务毛利率亦呈上升趋势。
5. 哈尔斯目前处于品牌培育期，广告费用与产品研发投入较大，未来，公司销售费用率、研发费用率将有所提升。

表 4: 收入分类预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>哈尔斯 (不含文创)</b>				
收入 (亿元)	3.9	3.4	4.7	6.3
YoY	-23.3%	-12.0%	37.0%	35.0%
毛利率	40%	39%	39%	40%
<b>故宫文创</b>				
收入 (亿元)	0.0	0.4	1.0	-
YoY	-	-	185.7%	-
毛利率	-	50%	50%	-
<b>SIGG-中国</b>				
收入 (亿元)	0.0	0.1	0.5	1.0
YoY	-	-	400.0%	100.0%
毛利率	-	50%	50%	51%
<b>SIGG-海外</b>				
收入 (亿元)	1.3	1.6	1.9	2.2
YoY	46.2%	19.5%	17.6%	15.0%
毛利率	50%	50%	50%	51%
<b>NONOO</b>				
收入 (亿元)	0.2	0.4	0.6	0.8
YoY		135.0%	50.0%	40%
毛利率	40%	40%	40%	41%
<b>SANTECO</b>				
收入 (亿元)	0.0	0.1	0.3	0.6
YoY			200.0%	100.0%
毛利率		44%	45%	45%
<b>OEM</b>				
收入 (亿元)	10.9	11.7	13.5	15.1
YoY	49.8%	7.0%	15.4%	12.0%
毛利率	27%	26%	26%	27%
<b>ODM</b>				
收入 (亿元)	1.3	1.4	1.9	2.5
YoY	54.7%	7.0%	33.3%	30%
毛利率	30%	29%	29%	30%
<b>其他业务</b>				
收入 (亿元)	0.3	0	0	0
YoY	16.7%	-	-	-
毛利率	8.4%	-	-	-
<b>合计</b>				
收入 (亿元)	17.9	19.1	24.4	28.5
增长率	24.7%	6.4%	27.6%	17.1%
毛利率	31.6%	31.5%	32.8%	33.1%

资料来源: wind, 安信证券研究中心测算

## 5. 投资建议与风险提示

公司拥有完整的杯具产业链，品牌影响力逐步提升；考虑到公司优化内销渠道，故宫文创产品有望放量，我们预计公司 2019~2020 年的 EPS 分别为 0.27/0.36 元，首次覆盖给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 7.20 元，对应 2020 年 20 倍动态市盈率。

### 风险提示

#### 原材料价格大幅上涨

公司主要产品为不锈钢真空保温器皿，生产所需的原材料主要是不锈钢，因此不锈钢价格波动是影响公司产品成本变动的重要因素之一。钢材属大宗商品，其价格受国际国内宏观经济因素影响，若发生原材料价格大幅波动，会造成公司生产经营成本增加的风险。

#### 行业竞争加剧

随着生活水平的不断提高，消费者对保温杯需求结构和数量的增长给行业带来机遇的同时，也带来行业竞争的新变化，行业传统优势企业不断进行产品升级，提升性价比；新生品牌不断涌现，如本公司旗下品牌 NONOO，国际时尚潮品牌 SWELL 等；其他行业跨界介入，如小米、苏泊尔等。公司若不能持续提升产品创新和高端制造能力，将不能适应新的竞争形势，可能对公司持续增长带来风险。

## 附录：故宫、颐和园进军彩妆，景区文创为何盯上口红生意

资料来源：环球网

### 故宫口红“宫斗”唱罢，颐和园联名彩妆登场

#### 景区文创为何盯上口红生意？

互联网时代催生了无数跨界新玩法。彩妆品牌们可能怎么也想不到，以北京故宫、颐和园等为代表的公园文创产品有一天会成为自己的强劲对手。前有刷屏全网的两家故宫品牌口红的“嫡庶之争”，后有颐和园以粤绣屏风为设计灵感的“百鸟朝凤”彩妆，宫廷文化与时尚彩妆的融合让文创行业看到了新商机。记者注意到，景区文创紧跟时尚消费的同时，也在经受消费者挑剔眼光的考验，单靠颜值很难包打天下。

#### 纸胶带爆红引出口红生意

一说起各大景区、公园开发的传统文创产品，无外乎是摆件、冰箱贴、明信片之类。2016年，与手账等新兴爱好相结合，故宫淘宝推出了多款纸胶带，梅花仙鹤图、团聚杂宝纹、海水纹，种种故宫元素备受好评。不少网友把胶带贴在口红等彩妆上，打造所谓的私人“御用”定制款，效果十分惊艳。

2017年，故宫淘宝在微信文章《假如故宫进军彩妆界》中大开脑洞，虽然只是提出了不成熟的假想，却得到众多网友支持。经过近两年的酝酿，去年年底，故宫淘宝彩妆正式亮相，迅速成为刷屏爆款。故宫博物院文化创意馆与一家生物科技公司联合推出的六色故宫口红也在网络热销。

自故宫口红大卖后，凡是沾上知名景区文创IP推出的联名彩妆产品便成了新晋网红。在亚布力中国企业家论坛上，时任故宫博物院院长的单霁翔就表示，“故宫口红唯一的问题是买不到，虽然已经加急生产了90万件，依然供不应求。”

故宫彩妆探路在先，颐和园紧随其后。颐和园与彩妆品牌卡婷联合定制的“百鸟朝凤”系列彩妆包含口红、气垫、眼影和面膜。其中口红销量最大，天猫旗舰店显示已有1万余条销售评价。

根据官方介绍，“百鸟朝凤”系列的设计灵感取材于颐和园中重要文物——慈禧寝宫“百鸟朝凤”刺绣屏风。口红颜色的命名也十分宫廷化，凤仪红是“正宫色”，丰翎红是“贵妃红”，凤韶红是“格格色”，让消费者有极强的代入感。

#### 景区文创盯紧“她”经济

各大景区文创看上口红生意，除了无心插柳，更与时下女性消费崛起的趋势密切相关。

“故宫口红一支199元的价格，对于女性消费者来说压力很小，很容易因为从众心理引起购买冲动。”陕西历史博物馆文化产业部副主任李博雅曾表示，在陕西历史博物馆的文创产品中，与时尚相关的产品销量也很好。“比如根据馆藏文物鎏金铜蚕开发的一系列文创产品，配饰、胸针、项链，销量就比较好。生活用品价格比较亲民，大众都消费得起。”

从景区探索看，将文创产品开发和时尚领域相结合已经成了非常有效的方式。故宫曾经和时尚芭莎合作推出中国风珠宝系列，和时尚博主黎贝卡推出的联名首饰也很快售罄。甚至有博物馆开始探索中国文物与世界级奢侈品牌的合作。

不过，越来越多“搭车”文创IP的彩妆产品已经很难点燃全网热情。以颐和园口红为例，根据一些美妆博主的测评，“百鸟朝凤”系列口红外观设计风格与该品牌另一款“长相思”系列雷同，色号也比以前的口红少了很多，但是价格却因为“联名”贵了10元到20元。有微博甚至挑起了“口红界宫斗大戏，颐和园PK故宫，谁才是正宫口红”的话题，这让不少人担心，屈从于消费文化容易让传统文化流于肤浅。“天坛口红蓄势待发”，“长城眼影摩拳擦掌”，有网友调侃，联名款太多会让人陷入审美疲劳。

### 文创开发授权须谨慎

文创产品开发如今蔚然成风。故宫文创产品的年收入在 2017 年就达 15 亿元。2018 年北京市公园管理中心文创产品达到 4989 种,文创商品销售金额已超 4000 万元,文创商店 31 家、总面积近 3600 平方米。其中,颐和园、天坛、动物园线上商店逐步开通,开始实质性运作。跨界合作虽然为传统文创 IP 注入了新的活力,但从以往案例看,因质量问题“翻车”的情况频频发生。故宫淘宝彩妆一度停产,部分原因在于消费者对其产品“包装外壳缺乏质感”、“膏体颜色不够高级”的质疑。泸州老窖推出的定制香水,则被消费者吐槽包装不细致、瓶身缺乏质感、喷头容易坏、味道与某著名款香水雷同、价格偏贵等。大白兔唇膏在销售火爆后质疑声不断,甚至有人收货后表示,“没有广告宣传中称的大白兔奶香味,感觉像买到了假货。”

在业内看来,人们对文创产品的需求,最重要的依然是实用和品质。景区文创追求盈利无可厚非,但开发授权应当慎之又慎,不要在对消费潮流的盲目追随中,消耗了传统文化的口碑。同时景区文创产品也应肩负普及传统文化、美学教育的重任,让文创产品真正成为“带得走的文化”。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2017	2018	2019E	2020E	2021E	100,000,000	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	14.4	17.9	19.1	24.4	28.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	9.7	12.3	13.1	16.4	19.1	营业收入增长率	7.3%	24.7%	6.4%	27.6%	17.1%
营业税费	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	营业利润增长率	-19.6%	9.5%	13.4%	31.8%	26.2%
销售费用	1.5	1.8	2.1	2.6	3.1	净利润增长率	-7.8%	-9.5%	13.3%	30.5%	23.7%
管理费用	1.7	1.4	2.1	2.8	3.3	EBITDA 增长率	-2.9%	51.7%	-24.6%	30.8%	25.5%
财务费用	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	EBIT 增长率	-7.7%	59.9%	-31.1%	36.0%	27.8%
资产减值损失	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	NOPLAT 增长率	7.0%	-8.4%	-3.2%	36.0%	27.8%
加:公允价值变动收益	0.0	-0.0	-0.0	-	-	投资资本增长率	29.7%	30.3%	-2.0%	32.8%	-4.8%
投资和汇兑收益	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	净资产增长率	7.4%	2.2%	8.1%	8.7%	9.3%
<b>营业利润</b>	1.2	1.3	1.5	1.9	2.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.0	-0.0	-	-	-	毛利率	32.9%	31.6%	31.5%	32.8%	33.1%
<b>利润总额</b>	1.2	1.2	1.5	1.9	2.4	营业利润率	8.2%	7.2%	7.6%	7.9%	8.5%
减:所得税	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	净利润率	7.6%	5.5%	5.9%	6.0%	6.4%
<b>净利润</b>	1.1	1.0	1.1	1.5	1.8	EBITDA/营业收入	12.3%	15.0%	10.6%	10.9%	11.7%
						EBIT/营业收入	9.2%	11.8%	7.6%	8.1%	8.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	106	125	134	109	99
货币资金	2.6	1.4	1.5	1.9	2.3	流动营业资本周转天数	12	36	34	34	34
交易性金融资产	0.0	-	-	-	-	流动资产周转天数	181	160	144	139	137
应收帐款	1.5	2.5	1.7	3.5	2.4	应收帐款周转天数	35	40	39	38	37
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转天数	72	70	69	67	66
预付帐款	0.1	0.2	0.2	0.4	0.3	总资产周转天数	390	345	337	308	297
存货	3.1	3.9	3.4	5.6	4.8	投资资本周转天数	204	212	223	202	192
其他流动资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.6%	12.1%	12.6%	15.1%	17.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.2%	5.2%	6.1%	6.1%	7.8%
长期股权投资	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	ROIC	17.4%	12.3%	9.1%	12.7%	12.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	5.4	7.0	7.2	7.6	8.1	销售费用率	10.1%	9.9%	11.0%	10.9%	10.7%
在建工程	0.5	0.2	1.4	2.3	2.9	管理费用率	11.8%	7.9%	10.8%	11.6%	11.5%
无形资产	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	财务费用率	1.7%	1.3%	0.0%	0.3%	0.4%
其他非流动资产	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4	三费/营业收入	23.7%	19.1%	21.7%	22.7%	22.6%
<b>资产总额</b>	16.6	17.8	17.9	23.8	23.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2.3	3.4	3.8	4.5	5.6	资产负债率	51.0%	53.5%	50.0%	59.0%	54.1%
应付帐款	2.8	3.2	3.3	4.9	4.7	负债权益比	104.2%	114.8%	100.0%	144.2%	118.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.19	1.03	0.82	1.07	0.85
其他流动负债	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	速动比率	0.71	0.55	0.42	0.56	0.45
长期借款	2.0	1.5	0.3	3.0	0.7	利息保障倍数	5.29	9.02	2,109.81	31.54	22.82
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	8.5	9.5	9.0	14.0	12.6	DPS(元)	0.20	0.08	0.11	0.16	0.22
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	分红比率	74.8%	33.0%	40.0%	45.0%	50.0%
股本	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	股息收益率	3.5%	1.4%	1.9%	2.8%	3.9%
留存收益	4.0	4.2	4.8	5.7	6.6						
<b>股东权益</b>	8.1	8.3	9.0	9.7	10.6						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E		
净利润	1.0	0.9	1.1	1.5	1.8	EPS(元)	0.27	0.24	0.27	0.36	0.44
加:折旧和摊销	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	BVPS(元)	1.97	2.01	2.18	2.38	2.60
资产减值准备	0.1	0.1	-	-	-	PE(X)	21.2	23.4	20.7	15.8	12.8
公允价值变动损失	-0.0	0.0	-0.0	-	-	PB(X)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2
财务费用	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	P/FCF	36.9	-22.3	39.3	20.9	18.8
投资损失	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	P/S	1.6	1.3	1.2	1.0	0.8
少数股东损益	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-	EV/EBITDA	21.8	8.7	12.8	11.0	8.2
营运资金的变动	-1.8	-0.7	1.6	-2.6	1.8	CAGR(%)	12.0%	25.4%	-2.2%	12.0%	25.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	0.4	0.5	3.3	-0.4	4.7	PEG	1.8	0.9	-9.3	1.3	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1.3	-1.4	-2.0	-2.0	-2.0	ROIC/WACC	1.9	1.3	1.0	1.3	1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	1.0	-0.3	-1.2	2.8	-2.3	REP	2.3	1.5	2.3	1.4	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张立聪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034