



## 渠道开拓和激励改善, 期待业绩加速

### 投资要点

- **事件:** 近期我们对公司进行调研, 就公司情况与管理层进行了交流。
- **核心观点:** 目前公司调味品规模位列全国第二名, 名下拥有“厨邦”与“美味鲜”两大品牌, 建立了丰富的调味品产品矩阵。实控人变更后, 公司展开系列机制改革, 加强员工激励, 确立五年双百目标。伴随未来空白市场的逐步开发、餐饮渠道拓展以及新兴品类的扩张, 公司有望加速发展。
- **加快开发空白市场, 餐饮渠道贡献增量。** 目前公司已覆盖 80% 的地级市, 仍有约 70 个地级市尚未覆盖; **1、分区域来看: 公司将加快成熟市场精耕细作和空白市场覆盖。** 东部和南部地区一直是公司传统优势区域, 占比维持在 65% 以上, 渠道密度较高, 消费者认知较强, 但中西部、东北部地区渠道覆盖率较低, 提升空间大。**2、分渠道类别来看: 加强餐饮渠道拓展。** 而公司餐饮结构中, 餐饮渠道占比仅为 30% 左右, 家庭端占比较高, 占销售额 70% 左右。未来公司将通过厨邦厨师训练营等营销活动提升公司知名度, 并开发专门针对餐饮渠道的经销商开拓餐饮渠道。
- **酱油为主力产品, 新兴品类加速发展。** 公司以酱油为核心品类, 鸡精鸡粉是公司传统优势产品, 陆续推出食用油、罐头、料酒、米醋等新兴产品, 调味品种类不断丰富。在现有调味品平台基础上, 新兴品类有望实现快速增长, 2019H1, 酱油、鸡精鸡粉基数较大, 增长稳健, 保持在 10% 以上; 食用油、腐乳增速较快, 增速超过 25%; 蚝油、料酒增长迅猛, 增速超过 60%。
- **新机制更具活力, 产能释放奠定增长动力。** 宝能系入主后, 公司对管理机制进行了一系列改革, 提高收入指标权重, 将绩效考核与“五年双百”目标紧密结合; 进一步改革绩效考核与薪酬激励制度, 重视中层激励, 提高奖金分配比例。可期待公司员工积极性和创造性进一步提高, 伴随公司产能的有序释放, 公司业绩有望加速。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年收入分别为 46.5 亿元、54.5 亿元、63.7 亿元, 归母净利润分别为 7.3 亿元、9.1 亿元、11 亿元, 三年复合增速 21.7%, EPS 分别为 0.91 元、1.14 元、1.37 元, 对应动态 PE 为 46X、37X、30X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 食品安全风险, 房地产业务业绩波动。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4166.46	4648.62	5454.23	6370.28
增长率	15.43%	11.57%	17.33%	16.80%
归属母公司净利润(百万元)	607.43	727.10	906.71	1095.06
增长率	34.01%	19.70%	24.70%	20.77%
每股收益 EPS(元)	0.76	0.91	1.14	1.37
净资产收益率 ROE	17.26%	17.80%	18.90%	19.38%
PE	55	46	37	30
PB	8.39	7.23	6.16	5.23

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@swsc.com.cn

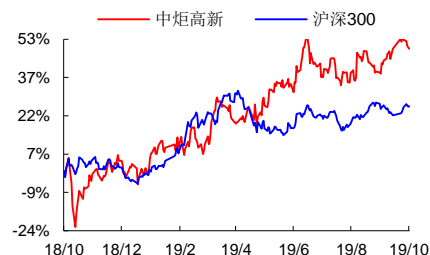
分析师: 周金菲

执业证号: S1250519080002

电话: 0755-23614240

邮箱: zjfei@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)	7.97
流通 A 股(亿股)	7.97
52 周内股价区间(元)	22.23-44.46
总市值(亿元)	336.66
总资产(亿元)	62.42
每股净资产(元)	4.52

### 相关研究

1. 中炬高新 (600872): 美味鲜增长稳健, 激励加大有望提振业绩 (2019-08-23)
2. 中炬高新 (600872): 新人新气象, 静待改革落地业绩加速 (2019-06-30)
3. 中炬高新 (600872): 稳健前行, 期待业绩加速 (2019-03-31)
4. 中炬高新 (600872): 董事会成功换届, 中炬开启新篇章 (2018-11-16)
5. 中炬高新 (600872): Q3 业绩增速放缓, 机制改革加速有望释放活力 (2018-10-30)

## 目 录

<b>1 概况：聚焦调味品主业，规模位列第二</b> .....	<b>1</b>
<b>2 公司看点：渠道扩容贡献业绩，新兴品类逐步扩张</b> .....	<b>3</b>
2.1 加快开发空白市场，餐饮渠道贡献增量 .....	3
2.2 酱油为主力产品，新兴品类加速发展 .....	5
2.3 新机制更具活力，产能释放奠定增长动力 .....	7
<b>3 盈利预测与评级</b> .....	<b>8</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>9</b>

## 图 目 录

图 1: 公司 2010 年来调味品业务占比不断提升 .....	1
图 2: 公司酱油业务占比不断降低 .....	2
图 3: 公司 2014 年来营收及增速情况 .....	2
图 4: 公司股权结构情况 .....	2
图 5: 公司区域市场占比 .....	3
图 6: 公司 2015 年来区域增速 .....	3
图 7: 海天和美味鲜各渠道占比 .....	4
图 8: 厨邦顶级厨师训练营第十二期 .....	5
图 9: 2019H1 公司调味品各品类占比 .....	5
图 10: 2019H1 公司调味品各品类增速 .....	5

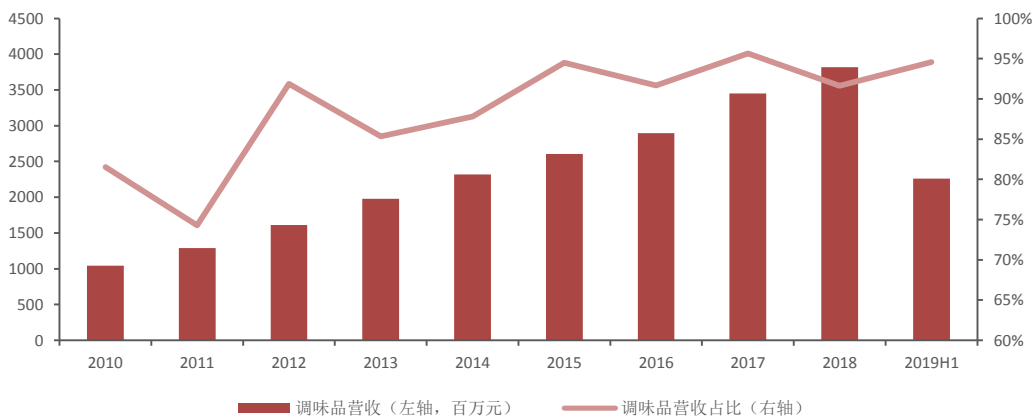
## 表 目 录

表 1: 公司五级市场网络 .....	4
表 2: 各公司推出高鲜酱油产品 .....	6
表 3: 阳西厨邦生产基地产能规划 .....	7
表 4: 阳西美味鲜生产基地产能规划 .....	7
表 5: 分业务收入及毛利率 .....	8
附表: 财务预测与估值 .....	10

## 1 概况：聚焦调味品主业，规模位列第二

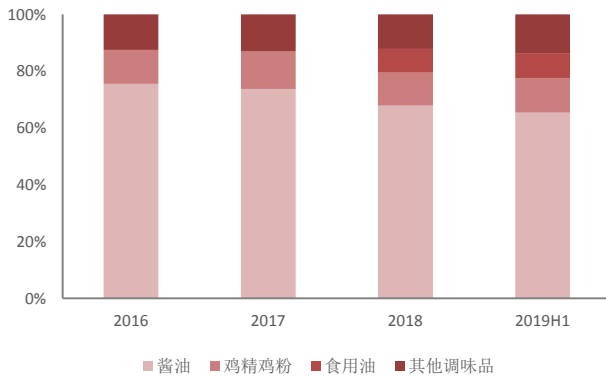
中炬高新成立于1993年1月，经由中山高新技术产业开发总公司进行股份制改组，并于1995年1月在上交所挂牌上市。公司依靠珠三角地区的区位优势，利用国家开发区的优势资源，历经二十余年发展，公司成长为一家调味品龙头企业，并兼顾房地产开发、工业园区开发管理及汽车配件等。目前公司拥有“厨邦”与“美味鲜”两大品牌：“厨邦”定位中高端市场，差异化营销，在消费者间具有较高知名度；“美味鲜”性价比高，是中华老字号品牌。过去十年间，公司调味品业务占比不断提升，2019年上半年达到95%，成为公司收入的主要来源。

图1：公司2010年来调味品业务占比不断提升

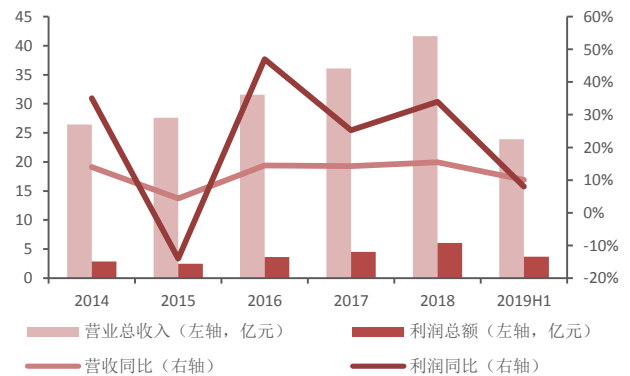


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司酱油业务规模位列全国第二名，新兴品类快速成长，形成了丰富的调味品矩阵，酱油业务占比不断降低；调味品业务稳健增长，房地产业务开发、工业园区开发业务业绩波动较大。公司目前战略规划明确，五年内实现健康食品产业年营业收入过百亿、年产销量过百万吨的“双百”目标。酱油业务为公司主要的营收来源，近年来公司陆续推出蚝油、调味酱、食用油、料酒、米醋等系列产品，新兴品类占比在逐步提升，酱油业务收入的占比逐步下降，公司逐步从单一调味产品领域向健康食品领域发展。业绩方面，自2014年来，公司营业收入增速稳定，利润波动较大，2019年上半年营业收入和利润总额分别为23.9亿元/3.7亿元，同比增长10%/8%。宝能系进驻公司管理层后，对公司管理机制进行改革，激发员工创造性和积极性，未来三年公司归母净利润有望保持20%增速。

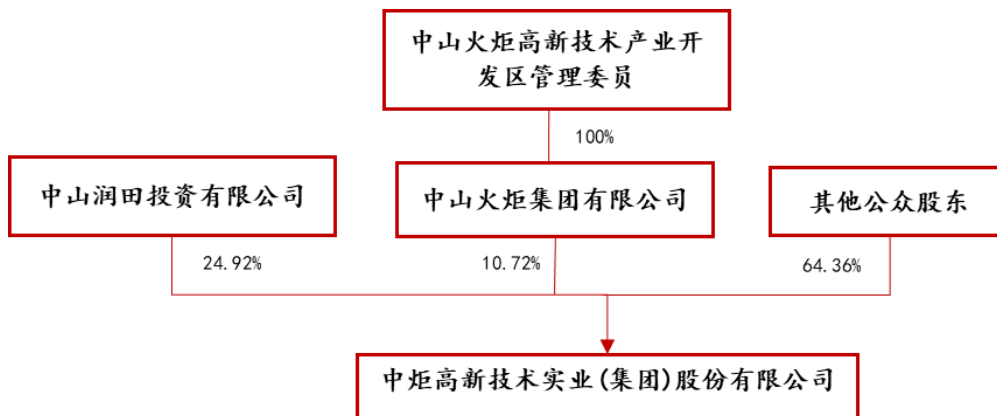
**图 2: 公司酱油业务占比不断降低**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 3: 公司 2014 年来营收及增速情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**实控人变更, 民营资本入主。**公司的实际控制人为姚振华, 间接持股比例为 24.92%。中山润田投资有限公司为第一大股东, 持股 24.92%, 系宝能系全资子公司, 实际控制人为姚振华。中山火炬开发区管委会所属的国有独资企业中山火炬集团有限公司, 以持股 10.72% 的比例成为第二大股东。

**图 4: 公司股权结构情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

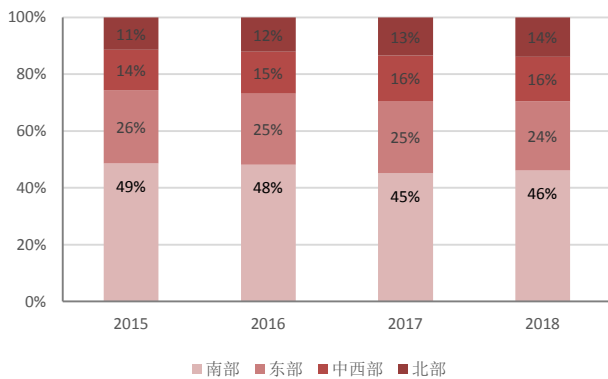
## 2 公司看点：渠道扩容贡献业绩，新兴品类逐步扩张

### 2.1 加快开发空白市场，餐饮渠道贡献增量

公司立足于华南地区优势资源，逐步发展壮大向全国扩张。目前公司已覆盖 80% 的地级市，仍有约 70 个地级市尚未覆盖；覆盖深度方面，截至 2019 年 H1，经销商总数达到 975 家，中西部、北部区域分别增加 44、55 家，空白市场开发力度进一步加强。与海天味业相比，海天目前有经销商 5300 多家，覆盖 100% 地级市，1000 多个县，公司在渠道精耕和覆盖空白市场方面存在较大空间。

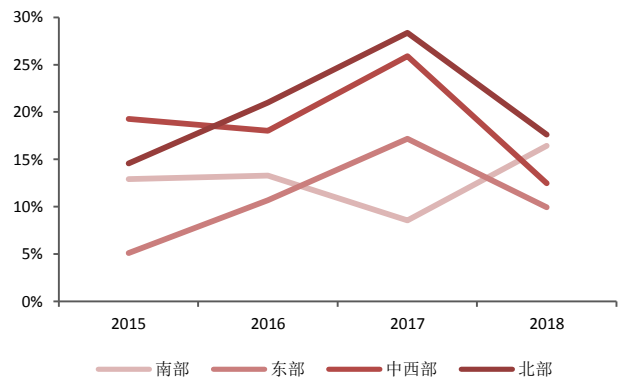
公司的渠道模式为一级经销商和二级分销商的渠道管理体系，渠道利润较高，公司直接管控一批商，由一批商管控二批商，一批商和二批商价格独立，主要由二批商对终端出货。

图 5：公司区域市场占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2015 年来区域增速



数据来源：Wind，西南证券整理

➤ 分区域来看，公司将加快成熟市场精耕细作和空白市场覆盖

东部和南部地区一直是公司传统优势区域，占比维持在 65% 以上，渠道密度较高，消费者认知较强，伴随公司加快开发空白市场，近年来东部/南部占比有所降低。在“稳步发展东南沿海，重点提升中北部和东北市场，加速开拓西南区域，逐步推进西北市场”战略指导下，2019 年上半年，中西部和北部地区增长明显加快，增速分别为 24%/21%，加快推进全国化扩张战略。

公司将全国市场按成熟度划分为五级市场，不同层级的市场制定不同的拓展策略，一、二级市场较为成熟，公司将重点进行渠道精耕，不断渗透至乡镇和村一级市场，产品不断拓展新兴品类；三、四、五级市场覆盖深度尚有提升空间，公司将重点进行渠道下沉，不断填补空白市场。未来市场增量将主要来自于：一、二级市场的渠道精耕以及品类扩张；三、四级市场的渠道下沉至县级、地级市；五级市场的空白市场覆盖。

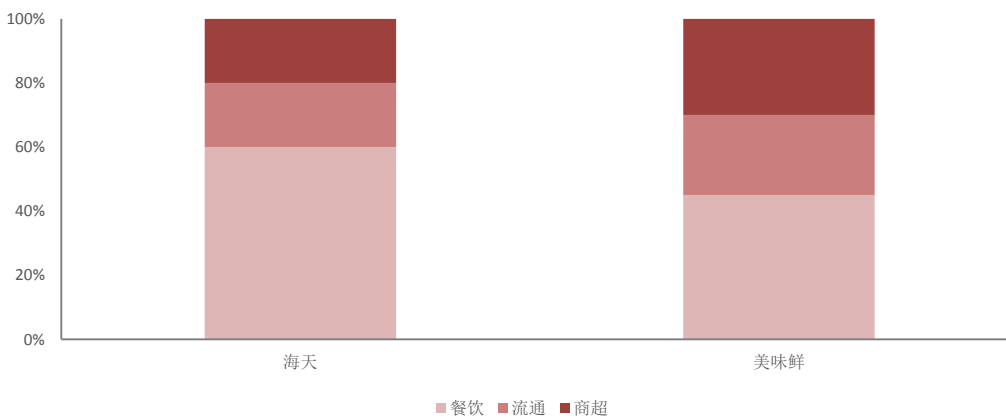
**表 1: 公司五级市场网络**

	覆盖地区	覆盖深度	重点拓展方向
一级市场	广东、浙江、海南	乡镇	品类扩张
二级市场	广西、福建、江西	县	渠道精耕+品类扩张
三级市场	东北	地级市	渠道下沉
四级市场	华北（北京、天津、上海、河南、河北等地区）	省会	渠道下沉
五级市场	西北、西南等其它地区	省会	覆盖空白市场

数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 分渠道类别来看，餐饮渠道比重较低，加大投放力度

在调味品下游消费中，餐饮渠道消费粘性高、购买频次高、客单价高，成为调味品企业的兵家必争之地；而家庭消费者购买频次相对低、客单价低，易攻难守。海天味业的渠道结构为餐饮/流通/商超占比 60%/20%/20%，与整体调味品行业结构相似。而公司餐饮结构中，餐饮渠道占比仅为 30%左右，家庭端占比较高，占销售额 70%左右。

**图 7: 海天和美味鲜各渠道占比**


数据来源：Wind，西南证券整理

**营销层面：公司通过一系列营销活动策划提升公司知名度，扩大餐饮企业使用黏性。**公司在北上广深等经济发达地区，采取厨艺竞赛、厨师训练营、厨艺交流会多种方式，以厨师作为意见领袖，带动在发达城市的厨师圈子，配合地面销售推进。公司建立了厨师顶级俱乐部，目前俱乐部会员 15 万，认证厨师 7000 多人，通过公关型的关系，我在全国签约了擅长各种菜系的厨师作为我们的厨务顾问，利用他们的厨师圈子，配合公司在地面的批发市场打造餐批旗舰店，公司同步进行门店广告投放、给予政策支持等，与厨师俱乐部形成联动，来推广公司的战略产品。

**图 8：厨邦顶级厨师训练营第十二期**

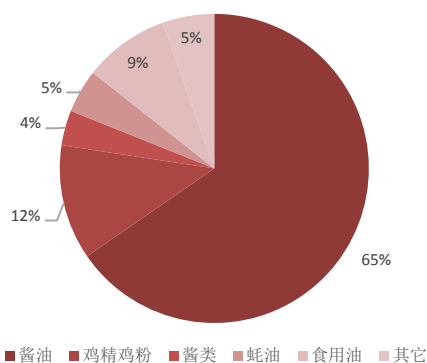

数据来源：Wind，西南证券整理

**经销商制度层面：**进行专业化分工改革，开发专门针对餐饮渠道的经销商。公司过去重点开拓流通渠道和商超渠道，餐饮渠道未重点发力，现在公司在经销商层面进行改革，将与有实力的经销商进行合作，在空白市场，开发专门做餐饮渠道的成熟经销商，利用其经验和餐饮资源，迅速开拓新兴地区；在成熟市场，现有的经销商也将配备开拓餐饮业务专职人员。

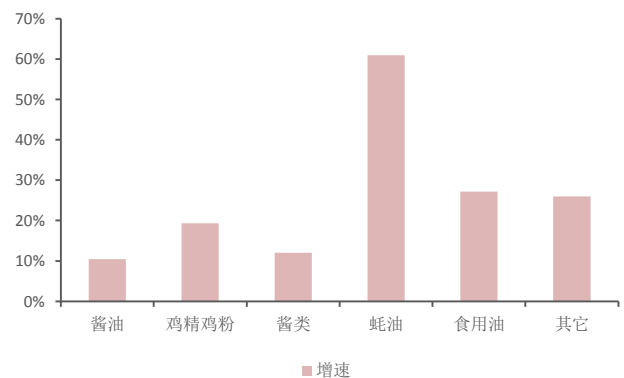
**产品层面：**公司将针对餐饮渠道开发高性价比产品。餐饮端采购者向来成本概念较重，更为注重产品性价比，公司将针对推出风味鲜美但价格不贵的产品。

## 2.2 酱油为主力产品，新兴品类加速发展

公司以酱油为核心品类，鸡精鸡粉是公司传统优势产品，陆续推出食用油、罐头、料酒、米醋等新兴产品，调味品种类不断丰富。2019H1，酱油、鸡精鸡粉基数较大，增长稳健，保持在 10% 以上；食用油、腐乳增速较快，增速超过 25%；蚝油、料酒增长迅猛，增速超过 60%。

**图 9：2019H1 公司调味品各品类占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：2019H1 公司调味品各品类增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理



公司调味品共有“美味鲜”和“厨邦”两个品牌，其中厨邦产品针对定位中高端，公司迎合高鲜酱油发展趋势，推出厨邦高鲜酱油，含氮量高，深受市场欢迎，厨邦产品占公司调味品营收比重在 90% 以上。其它调味品企业也纷纷针对高鲜酱油风口，推出多款单品，海天推出 365 高鲜头道酱油，高端产品占比不断提升；千禾以零添加为主打，推出高鲜 135 等多款酱油；欣和进行产品升级，推出六月鲜特级酱油单品。

**表 2：各公司推出高鲜酱油产品**

产品	价格	含氮量
厨邦特级生抽	15.9 元/410ml	≥1.30g/100ml
厨邦味极鲜酱油	40 元/1.68L	≥1.20g/100ml
海天金标生抽	16 元/500ml	≥1.20g/100ml
千禾高鲜 135 酱油	16.8 元/500ml	≥1.20g/100ml
海天味极鲜酱油	19.9 元/450g	≥1.20g/100ml
李锦记一品鲜特级酱油	8.9 元/500ml	≥1.20g/100ml
李锦记味极鲜	26.9 元/1650ml	≥1.20g/100ml
欣和六月鲜特级酱油	16.9 元/500ml	≥1.0g/100ml

数据来源：天猫商城，西南证券整理

以现有调味品平台为依托，新兴品类成长快速。2015-2018 年公司酱油品类销量从 31 万吨增长至 40 万吨，鸡精鸡粉从 2 万吨增长至 2.4 万吨，食用油从 2017 年的 2.3 万吨增长为 2.8 万吨。酱油一直是公司的主力产品，辐射范围已由华东走向全国，渠道覆盖城市广，在流通渠道、商超渠道、餐饮渠道均较为完备，后续能够带动其它新兴品类在现有渠道平台上快速实现增长。

- **食用油：市场容量大，与现有产品渠道共享。**食用油作为中式烹饪的必需品，消耗量大，2018 年中国消耗量为 3767 万吨；厨邦利用现有渠道和经销商资源，延伸至食用油品类。目前公司生产花生油、玉米油、菜籽油及调和油等产品，2018 年公司食用油销量 2.8 万吨，营业收入 3.2 亿元，同比增长 16%。
- **蚝油：产能释放+市场培育，有望高速增长。**蚝油作为华南地区传统的鲜味调料，逐步走向全国，未来成长空间广阔。在海天的不断培育之下，消费者对蚝油的认知增强，使用频次提升，目前蚝油市场已经初具规模。公司目前名下渔女蚝油品牌存在已久，在消费者中知名度较高，2018 年公司蚝油品类销量 3 万吨，营业收入 1.4 亿元，同比增长 42%。伴随未来阳西厨邦生产基地的产能释放，以及消费者培育更为成熟，公司蚝油品类有望保持 20% 以上增速。
- **调味酱：市场成熟，成长效果显著。**在海天等企业的不断培育下，消费者逐步习惯使用黄豆酱等产品，调味酱市场加速发展。目前公司有黄豆酱、下饭酱、拌面酱等多种产品，2018 年，公司调味酱品类销量 1.5 万吨，营业收入 1.4 亿元，同比增长 8%。

## 2.3 新机制更具活力，产能释放奠定增长动力

**宝能系入主，改革管理机制。**2015年4月，前海人寿曾举牌并增持中炬高新，成为公司第二大股东；2015年9月，中炬高新发布非公开发行预案，发行完成后，宝能系共计持股34.02%，公司控制权发生变更。2018年11月，在董事会换届选举中，宝能系高管占据四席，时任深圳市宝能投资集团有限公司高级副总裁担任中炬高新董事长，宝能系掌握经营公司话语权。

**加大激励机制，考核制度更为市场化。**公司修订了2019版的《绩效考核与薪酬激励制度》，提高收入指标权重，将营收、归母净利润、净资产收益率的权重由从2:6:2调整为4:4:2，将绩效考核与“五年双百”目标紧密结合；公司进一步改革绩效考核与薪酬激励制度，重视中层激励，奖金分配向中层业务骨干倾斜，员工可提取超额增量部分的15%、25%作为奖金奖励。新的考核机制与激励机制下，可期待公司员工积极性和创造性进一步提高，从而推动公司业绩加速释放。

**产能有序释放，提供增长动力。**除人员的治理机制改革外，公司针对酱油、食用油、鸡精鸡粉等核心产品，进行产能扩张、推进产能升级。目前，公司拥有产能50万吨左右，其中中山基地产能为31万吨左右，阳西生产基地为19万吨；分品类看，目前中山拥有18条酱油生产线，产能为22万吨，阳西拥有7条酱油生产线，产能为18万吨，阳西酱油生产线效率更高。

- **阳西厨邦基地：**2020年达产后，总产能将达80万吨左右，酱油产能55万吨，其他调味品产能将达到25万吨左右，大幅提升现有水平；

**表 3：阳西厨邦生产基地产能规划**

预期达产时间	酱油	鸡精鸡粉	调味酱	蚝油	醋	食用油	合计
2014年	5.10	0.31	0.17	0.27	0.11	0.18	6.14
2016年	13.46	1.08	0.58	1.15	0.38	0.65	17.3
2018年	22.97	1.98	1.09	2.76	0.73	1.16	30.69
2020年	33.37	3.16	1.71	5.59	1.22	1.83	46.88

数据来源：公司公告，西南证券整理

- **阳西美味鲜生产基地：**于2017年进行进一步扩充，2023年达产后产能会有65万吨提升。

**表 4：阳西美味鲜生产基地产能规划**

预期达产时间	料酒	蚝油	醋	食用油	合计
2023年	5	20	10	30	65

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 盈利预测与评级

**表 5: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
酱油	收入	2589.5	2903.1	3434.9	4024.4
	增速	9.1%	12.1%	18.3%	17.2%
	毛利率	44.14%	44.0%	44.50%	45.00%
鸡精鸡粉	收入	442.7	473.7	511.6	557.6
	增速	7.2%	7.0%	8.0%	9.0%
	毛利率	40.7%	40.0%	40.0%	40.0%
酱类	收入	135.5	146.3	159.5	175.4
	增速	8.5%	8.0%	9.0%	10.0%
	毛利率	34.8%	35.0%	35.0%	35.0%
蚝油	收入	139.6	195.5	263.9	343.0
	增速	41.8%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	29.7%	30.0%	30.5%	31.0%
醋类	收入	76.9	82.3	88.9	96.9
	增速	6.2%	7.0%	8.0%	9.0%
	毛利率	28.6%	30.0%	30.5%	31.0%
料酒	收入	57.7	92.3	138.4	193.8
	增速	68.9%	60.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	29.7%	30.0%	30.5%	31.0%
食用油	收入	321.3	375.9	441.6	521.1
	增速	15.9%	17.0%	17.5%	18.0%
	毛利率	18.4%	30.0%	30.5%	31.0%
腐乳	收入	33.1	35.8	38.6	41.7
	增速	-2.2%	8%	8.0%	8.0%
	毛利率	7.0%	8.0%	8.5%	9.0%
其它调味品	收入	33.1	33.1	33.1	33.1
	增速	-19.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
皮带轮及汽车、摩托车配件	收入	69.9	69.9	69.9	69.9
	增速	7.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	25.7%	26.0%	27.0%	28.0%
房地产及服务	收入	126.5	164.45	197.34	236.81
	增速	155.6%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	34.8%	35.0%	35.0%	35.0%
其它业务	收入	152.4	76.22	76.22	76.22
	增速	262%	-50%	0%	0%
	毛利率	43.8%	30.0%	30.0%	30.0%

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	4,166.3	4,648.4	5,454.0	6,370.0
	增速	15.4%	11.6%	17.3%	16.8%
	毛利率	39.1%	40.8%	41.4%	41.4%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2019-2021 年收入分别为 46.5 亿元、54.5 亿元、63.7 亿元, 归母净利润分别为 7.3 亿元、9.1 亿元、11 亿元, 三年复合增速 21.7%, EPS 分别为 0.91 元、1.14 元、1.37 元, 对应动态 PE 为 46X、37X、30X, 维持“买入”评级。

## 4 风险提示

原材料价格或大幅波动, 食品安全风险, 房地产业务业绩波动。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4166.46	4648.62	5454.23	6370.28	净利润	681.24	815.45	1016.89	1228.12
营业成本	2536.75	2749.74	3196.90	3730.27	折旧与摊销	130.45	175.13	193.51	208.63
营业税金及附加	69.47	69.68	83.33	98.19	财务费用	54.18	65.08	65.45	63.70
销售费用	431.29	464.86	523.61	592.44	资产减值损失	-2.07	6.00	5.00	5.00
管理费用	275.84	423.02	474.52	528.73	经营营运资本变动	-156.16	-321.42	-394.69	-468.40
财务费用	54.18	65.08	65.45	63.70	其他	15.94	-94.72	-95.25	-95.09
资产减值损失	-2.07	6.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>723.57</b>	<b>645.52</b>	<b>790.91</b>	<b>941.97</b>
投资收益	95.69	90.00	90.00	90.00	资本支出	-311.86	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	4.52	88.00	88.00	88.00
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>-307.35</b>	<b>-62.00</b>	<b>-62.00</b>	<b>-62.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>798.55</b>	<b>960.24</b>	<b>1195.42</b>	<b>1441.94</b>	短期借款	-12.84	231.08	-233.24	0.00
其他非经营损益	-5.98	-1.14	-1.24	-1.21	长期借款	-19.83	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>792.57</b>	<b>959.10</b>	<b>1194.18</b>	<b>1440.73</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	111.33	143.66	177.29	212.61	支付股利	-143.39	-182.23	-218.13	-272.01
净利润	681.24	815.45	1016.89	1228.12	其他	-95.00	-564.64	-65.45	-63.70
少数股东损益	73.81	88.35	110.18	133.06	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-271.06</b>	<b>-515.78</b>	<b>-516.82</b>	<b>-335.72</b>
归属母公司股东净利润	607.43	727.10	906.71	1095.06	<b>现金流量净额</b>	<b>145.26</b>	<b>67.74</b>	<b>212.09</b>	<b>544.25</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	397.13	464.86	676.95	1221.21	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	80.75	117.04	134.30	152.54	销售收入增长率	15.43%	11.57%	17.33%	16.80%
存货	1594.14	1763.29	2038.93	2378.42	营业利润增长率	30.69%	20.25%	24.49%	20.62%
其他流动资产	1548.83	1728.06	2027.54	2368.06	净利润增长率	33.21%	19.70%	24.70%	20.77%
长期股权投资	6.14	6.14	6.14	6.14	EBITDA 增长率	22.90%	22.10%	21.15%	17.87%
投资性房地产	283.69	283.69	283.69	283.69	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1719.27	1703.21	1668.77	1619.20	毛利率	39.11%	40.85%	41.39%	41.44%
无形资产和开发支出	211.67	203.99	196.31	188.62	三费率	18.27%	20.50%	19.50%	18.60%
其他非流动资产	142.08	142.69	143.31	143.93	净利率	16.35%	17.54%	18.64%	19.28%
<b>资产总计</b>	<b>5983.69</b>	<b>6412.97</b>	<b>7175.94</b>	<b>8361.81</b>	ROE	17.26%	17.80%	18.90%	19.38%
短期借款	2.16	233.24	0.00	0.00	ROA	11.38%	12.72%	14.17%	14.69%
应付和预收款项	850.46	895.21	1051.11	1231.33	ROIC	17.31%	18.86%	21.43%	23.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.60%	25.82%	26.67%	26.91%
其他负债	1183.27	703.88	745.42	794.97	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2035.89</b>	<b>1832.33</b>	<b>1796.53</b>	<b>2026.30</b>	总资产周转率	0.74	0.75	0.80	0.82
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	固定资产周转率	3.25	3.33	3.75	4.38
资本公积	282.05	282.05	282.05	282.05	应收账款周转率	72.82	82.03	76.74	78.19
留存收益	2509.72	3054.59	3743.17	4566.22	存货周转率	1.68	1.64	1.68	1.69
归属母公司股东权益	3604.79	4149.28	4837.86	5660.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.03%	—	—	—
少数股东权益	343.01	431.36	541.54	674.60	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3947.80</b>	<b>4580.64</b>	<b>5379.40</b>	<b>6335.51</b>	资产负债率	34.02%	28.57%	25.04%	24.23%
负债和股东权益合计					带息债务/总负债	19.70%	34.50%	22.21%	19.69%
					流动比率	2.28	2.94	3.62	3.88
					速动比率	1.28	1.67	2.11	2.37
					股利支付率	23.61%	25.06%	24.06%	24.84%
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	983.17	1200.45	1454.38	1714.27	每股收益	0.76	0.91	1.14	1.37
PE	54.56	45.58	36.55	30.26	每股净资产	4.96	5.75	6.75	7.95
PB	8.39	7.23	6.16	5.23	每股经营现金	0.91	0.81	0.99	1.18
PS	7.95	7.13	6.08	5.20	每股股利	0.18	0.23	0.27	0.34
EV/EBITDA	33.22	26.93	21.92	18.28					
股息率	0.43%	0.55%	0.66%	0.82%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn