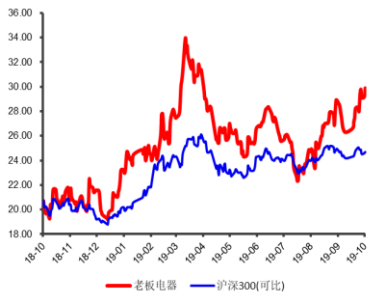


**老板电器(002508)/家电**

# 走出低谷，未来可期？

**评级：买入(首次)**
**分析师：邓欣**
**执业证书编号：S0740518070004**
**Email: dengxin@r.qlzq.com.cn**
**基本状况**

总股本(亿股)	9.49
流通股本(亿股)	9.35
市价(元)	28.91
市值(亿元)	274
流通市值(亿元)	270

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**《小熊电器：差异化的“萌家电”战斗机》2019.9.27**
**《公牛集团：竞争壁垒深厚、品类扩张可期》2019.9.16**
**《苏泊尔：在消费升级与品类扩张下“脱颖而出”》2019.8.6**
**《格力八问，解构空调巨头的周期与成长》2019.7.1**
**《小米集团：从巨头环伺中突围的科技消费品旗舰》2019.4.12**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,017	7,425	8,086	9,163	10,210
增长率 yoy%	21.10%	5.81%	8.90%	13.33%	11.42%
净利润	1,461	1,474	1,631	1,817	2,067
增长率 yoy%	21.08%	0.85%	10.68%	11.43%	13.76%
每股收益(元)	1.54	1.55	1.72	1.92	2.18
P/E	18.78	18.62	16.82	15.10	13.27
P/B	5.22	4.54	3.57	3.08	2.63

**投资要点**

老板电器 1979 年成立、2010 年上市，与方太、西门子三大品牌共同位居中国高端厨电市场的佼佼者。厨电行业在经历飞速发展的十年后，于 2018 年增长陷入停滞。由于地产周期影响、众多新晋品牌竞争等诸多不利因素，老板电器股价也出现了深刻的跌幅。但未来，随着地产竣工的逐步回暖，公司工程端的发力和新品的推出，我们认为，老板电器有望走出长达两年的回调泥潭，恢复往日增长。

我们的行文思路如下：

1. 品类属性探讨
2. 过往上涨与下跌逻辑
3. 最新变化与投资价值

**一、品类属性探讨**

1. **成长属性**：厨电渗透率低于冰洗，加之嵌入式新品拓展，长期成长空间可观。2. **地产后周期属性**：厨电在家电中与地产关联度最高，消费以新增需求居多、更新周期较长。3. **竞争属性**：厨电集中度低于白电，因消费者存在高重置成本（拆卸麻烦+更新较长）导致品牌属性较强，高端市场局势稳固，低端市场高度分散。4. **行业变革**：消费趋势快速裂变下厨电行业近年最显著的变量包括①**精装兴起**，厨电企业从纯 TO C 市场转换为部分 TO B，引发下游用户属性的转变（未来家庭用户和商业用户并行）；②**消费前置**，消费者越发倾向于在装修环节将厨电与家居进行一体化整装设计，引发渠道零售主场的转变（从连锁卖场走向建材卖场和智慧体验中心）。

**二、过往上涨与下跌逻辑**

1. **上涨逻辑**：2010-2016 年老板的高成长性，一方面得益于行业规模的持续增长，另一方面更离不开公司层面的 4 重逻辑，即①**收割份额提升销量**，②**结构升级提升均价**，③**与代理商互相持股渠道增利**，④**顺应趋势持续提升电商占比**。2. **下跌逻辑**：2017-2018 年老板增速放缓，2018 年 3 月成为公司市值的分水岭，从彼时的高点 500 亿一路下行至 2019 年的 250 亿，收入利润增速突破上市以来最低水平。核心原因在于：①**一二线地产萎靡**，②**同业竞争加剧**，③**提价、电商靠近瓶颈**。

**三、最新变化与当前价值**

我们认为，不论是从外部因素（主要是地产端），还是从公司因素分析，老板电器已处于底部反转的最佳时期。1. **地产需求逐步释放**，竣工有望边际改善。2. **工程渠道表现优异**，加固公司市场地位，预计工程渠道将持续快速增长，销售占比有望由目前 14% 增至 30%。3. **零售渠道库存释放**，有望促进业绩触底回升，目前零售渠道库存水平仅一个月左右，处于历史较低水平。

**盈利预测与投资建议**

预计 2019-2021 年，公司净利润 16.3 亿、18.2 亿、20.7 亿，EPS1.72 元、1.92 元、2.18 元；对应当前股价 PE17X、15X、13X。首次覆盖，给予买入评级。

**风险提示** 地产景气不及预期，工程渠道增速放缓，竞争恶化

## 内容目录

前言 .....	- 4 -
一、品类属性探讨 .....	- 5 -
1、成长属性 .....	- 5 -
2、地产后周期属性 .....	- 6 -
3、竞争属性 .....	- 6 -
4、行业变革 .....	- 7 -
二、上涨与下跌逻辑 .....	- 9 -
1、上涨逻辑 .....	- 9 -
2、下跌逻辑 .....	- 11 -
三、最新变化与当前价值 .....	- 15 -
1、地产需求逐步释放，竣工有望边际改善 .....	- 15 -
2、工程渠道表现优异，加固公司市场地位 .....	- 15 -
3、零售渠道库存释放，有望促进业绩触底回升 .....	- 16 -
四、盈利预测与投资建议 .....	- 17 -
1. 盈利预测 .....	- 17 -
2. 投资建议 .....	- 17 -
风险提示 .....	- 18 -

## 图表目录

图表 1: 老板电器股价与估值变动 .....	- 4 -
图表 2: 老板电器收入和净利润增速 .....	- 5 -
图表 3: 2017 年各细分品类保有量 (台/户) .....	- 5 -
图表 4: 嵌入式厨电零售额及增速 .....	- 5 -
图表 5: 2018 年地产对各品类内销需求变化量的贡献 .....	- 6 -
图表 6: 2018 年细分品类 CR3 零售量份额 .....	- 7 -
图表 7: 2018 年高端烟灶和大众烟灶市场集中度 .....	- 7 -
图表 8: 国内精装房渗透率 .....	- 7 -
图表 9: 家居建材渠道厨电销量占比 .....	- 8 -
图表 10: 油烟机和燃气灶产量 (万台) .....	- 9 -
图表 11: 老板厨卫销售量及增速 .....	- 9 -
图表 12: 老板油烟机零售量份额 .....	- 10 -
图表 13: 老板油烟机零售均价 .....	- 10 -
图表 14: 公司代理商持股计划 .....	- 11 -
图表 15: 老板电器线上销售额占比 .....	- 11 -
图表 16: 40 大中城市房屋竣工面积累计同比 (%) .....	- 12 -
图表 17: 2017 年不同品类品牌数量及变化 .....	- 12 -
图表 18: 不同品牌油烟机零售均价 .....	- 13 -
图表 19: 苏泊尔油烟机线上和线下零售量份额 .....	- 13 -
图表 20: 厨电行业线上零售额、占比及增速 .....	- 14 -
图表 21: 销售和竣工面积累计同比 .....	- 15 -
图表 22: 工程渠道收入占比及公司份额 .....	- 16 -
图表 23: 2019-2021 年分渠道盈利预测 .....	- 17 -
图表 24: 同业比较 .....	- 18 -
图表 25: 盈利预测 .....	- 19 -

## 前言

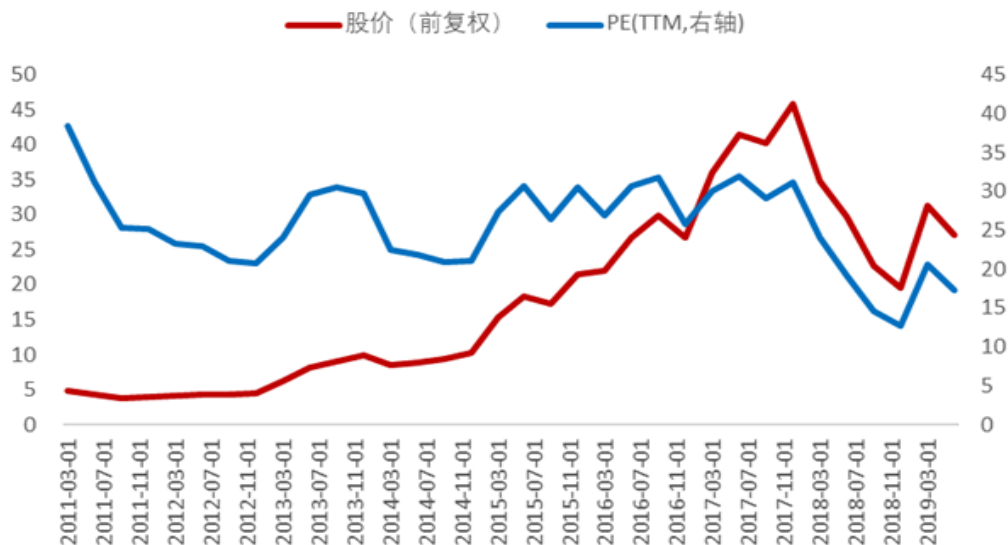
老板电器于 1979 年成立、2010 年上市，公司与方太、西门子三大品牌共同位居中国高端厨电市场的佼佼者。厨电行业在经历飞速发展的十年后，于 2018 年陷入增长停滞。由于地产周期影响、众多新晋品牌竞争等不利因素，老板电器股价也出现了较大跌幅。随着地产竣工的逐步回暖，公司工程端的发力和新品的推出，我们认为，老板电器有望走出长达两年的泥潭，恢复往日的高增长。

本文的评估思路如下：

1. 品类属性探讨
2. 过往上涨与下跌逻辑
3. 最新变化与投资价值

2010 年上市至今，老板电器业绩 CAGR30.9%，市值一度持续攀升，直至超越 500 亿水平；但也同时经历了大起大落，2018 年起至 2019 年公司股价深度回调乃至腰斩；从老板电器身上，我们可同时窥见戴维斯双击与戴维斯双杀的发生。

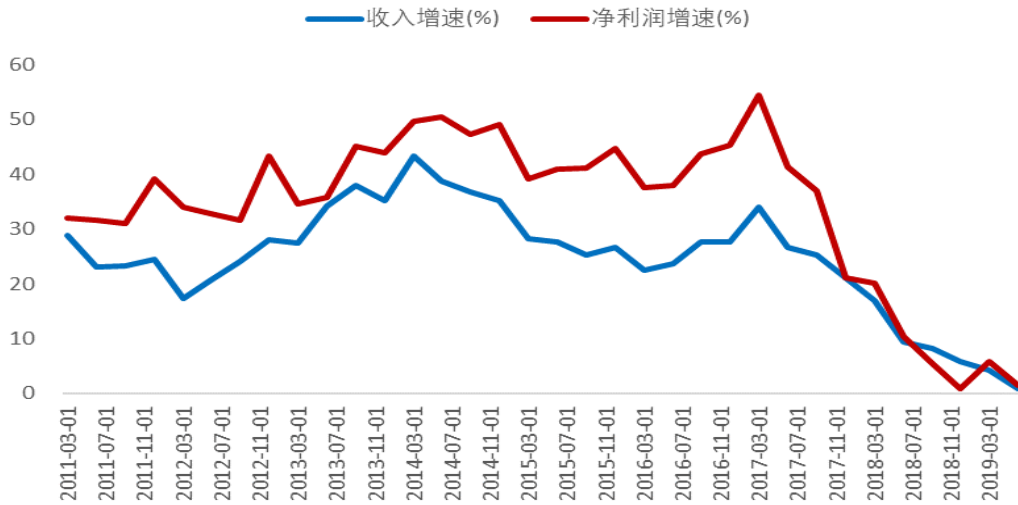
图表 1: 老板电器股价与估值变动



来源: wind, 中泰证券研究所

分阶段看，2010-2016 年，公司收入、净利 CAGR 高达 29.5%、45.0%，成长强劲；而 2017-2018 年，公司收入增速分别为 21.1%、5.8%、净利增速分别为 21.1%、0.9%；到 2019H1，公司收入、净利均与上年基本持平，收入+0.88%，扣非净利+4.37%。业绩持续探底。

图表 2: 老板电器收入和净利润增速



来源: wind, 中泰证券研究所

## 一、品类属性探讨

不同于白电、黑电、小家电, 老板电器所在的厨电领域具备以下典型特性:

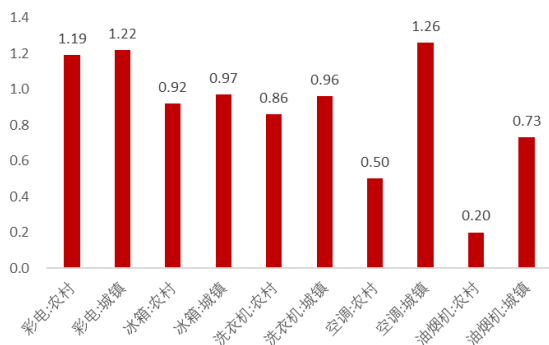
### 1、成长属性

厨电渗透率低于冰洗, 加之嵌入式新品拓展, 长期成长空间可观。

对于油烟机、燃气灶等成熟品类, 不论新增、存量都存很大成长空间。奥维云网显示, 2017 年家电各细分品类保有量对比: 城镇油烟机保有量为 0.73 台/户, 低于城镇冰箱 (0.97 台/户)、洗衣机 (0.96 台/户)、彩电 (1.22 台/户) 及空调 (1.26 台/户), 而农村油烟机保有量更只有 0.20 台/户, 渗透率提升空间大。

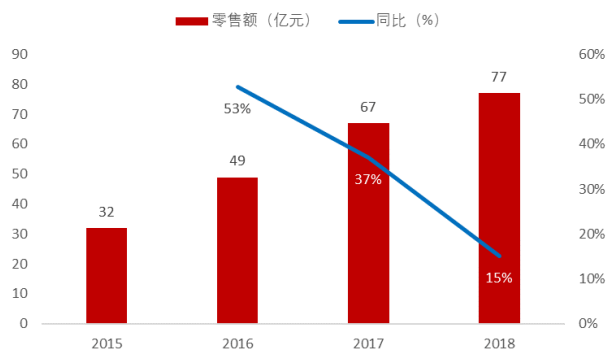
厨电行业内部, 嵌入式厨电近年增长迅猛, 相较于厨电的整体疲软, 嵌入式厨电 2017、2018 年仍保持 37% 和 15% 的较快增长, 2018 年嵌入式零售额已达 77 亿元。

图表 3: 2017 年各细分品类保有量 (台/户)



来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

图表 4: 嵌入式厨电零售额及增速



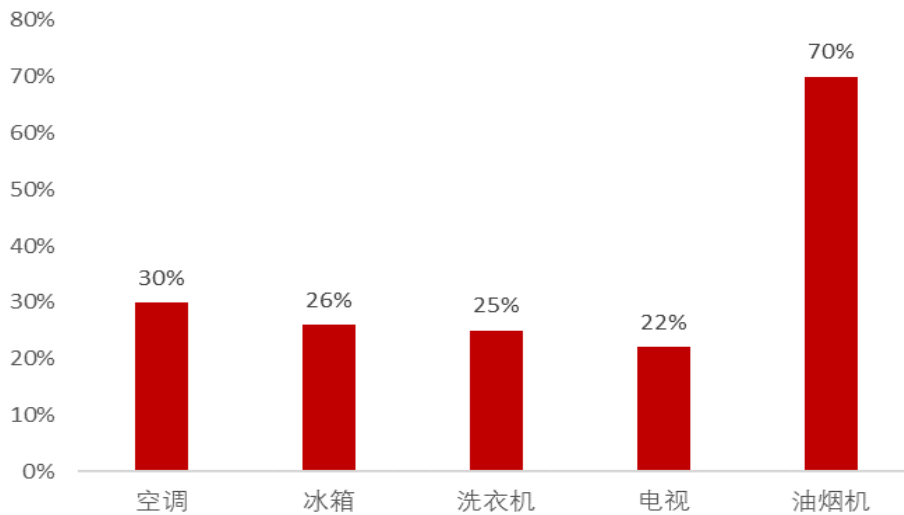
来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

## 2、地产后周期属性

厨电在家电中与地产关联度最高，消费以新增需求居多、更新周期较长。

与其它家电品类不同，厨电具备显著的地产后周期属性，更新换代速度慢，消费以新增需求（消费采购更多与新房配套）为主，因此更易随地产周期波动。依据我们的测算，2018年地产对油烟机内销需求变动的贡献高达70%，远高于白电和黑电主要产品。

图表 5：2018 年地产对各品类内销需求变化量的贡献



来源：wind，产业在线，中泰证券研究所测算

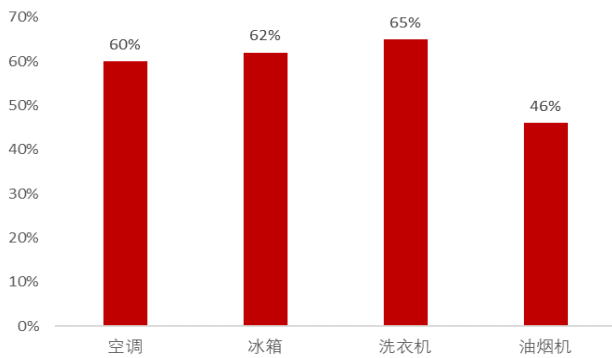
## 3、竞争属性

厨电集中度低于白电，因消费者存在较高重置成本（拆卸麻烦+更新较长）导致品牌属性较强，高端市场局势稳固，低端市场高度分散。

由于厨电具备广阔的成长空间和高利润率，且洗碗机、微波炉、热水器等品类又处于厨电与白电的交融区域，美的、海尔等巨头企业已纷纷布局厨电领域。不过，综合性品牌的主战场仍然聚焦于中低端层级，暂未对高端市场造成强烈冲击。

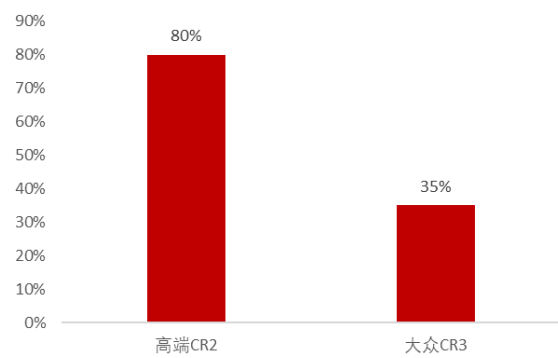
中怡康 2018 年细分品类零售量显示，油烟机 CR3 低于 50%，处于相对分散状态；而细看高端烟灶和大众烟灶市场集中度的区别可以发现，高端 CR2 高达 80%，而大众烟灶 CR3 仅有 35%，据此，厨电竞争属性表现为：总体集中度较低但呈结构性分化，高端市场格局较为稳固，大众市场格局相对分散。

图表 6: 2018 年细分品类 CR3 零售量份额



来源: 中怡康, 中泰证券研究所

图表 7: 2018 年高端烟灶和大众烟灶市场集中度



来源: 中怡康, 中泰证券研究所

#### 4、行业变革

近年, 消费需求与趋势发生了诸多快速的变化, 厨电行业也迎来悄然间的变革, 其中最显著的变量包括:

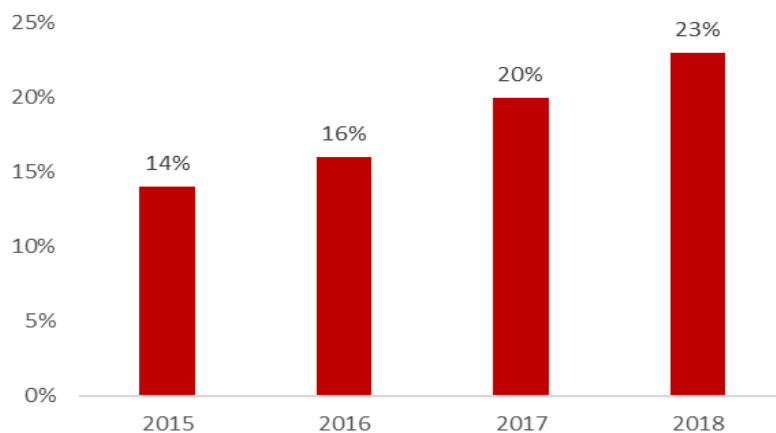
##### (1) 精装兴起

厨电企业从纯 To C 市场转换为部分 ToB, 引发下游用户属性的转变 (未来家庭用户和商业用户并行)。

精装修、全装修的全国推广, 将对厨电领域产生很大影响。相对于白电、黑电, 厨电 (燃气灶、吸油烟机、洗碗机等) 由于采购环节相对居前、品牌定位相对确定, 与精装趋势的贴合更为紧密。

目前精装市场玩家主要集中在恒大、碧桂园、融创、万科等头部房企, 并以一线和新一线为核心, 故公司的议价能力较弱, 以抢占市场为主。目前的精装市场中, 老板电器市场份额最高, 达 40%, 呈现出极强的竞争力。

图表 8: 国内精装房渗透率



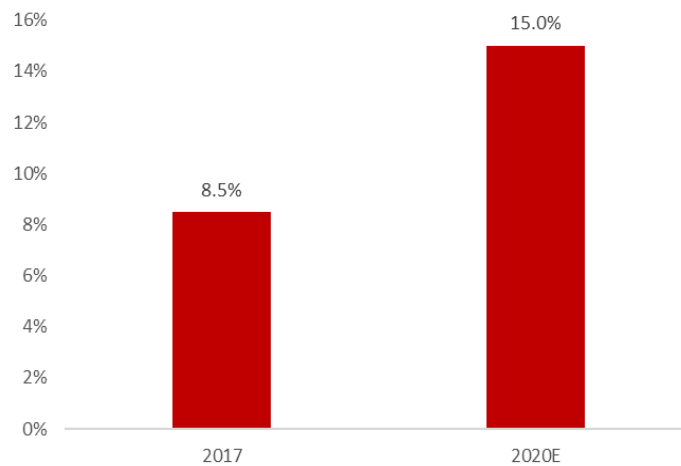
来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

## (2) 消费前置

消费者越发倾向于在装修环节将厨电与家居进行一体化整装设计，引发渠道零售主场的转变（从连锁卖场走向建材卖场和智慧体验中心）。

除精装趋势以外，近年嵌入式厨电的快速发展也是一体化整装趋势的典型表现；一体化整装趋势同样引发厨电渠道零售主场的转变，从传统的连锁渠道转向更为前置的家居建材渠道与提升成套率的智慧体验中心，据奥维云网预计，2020年家居建材渠道厨电销量占比将达15.0%，相比2017年的8.5%，占比接近翻倍。

**图表 9：家居建材渠道厨电销量占比**



来源：奥维云网，中泰证券研究所

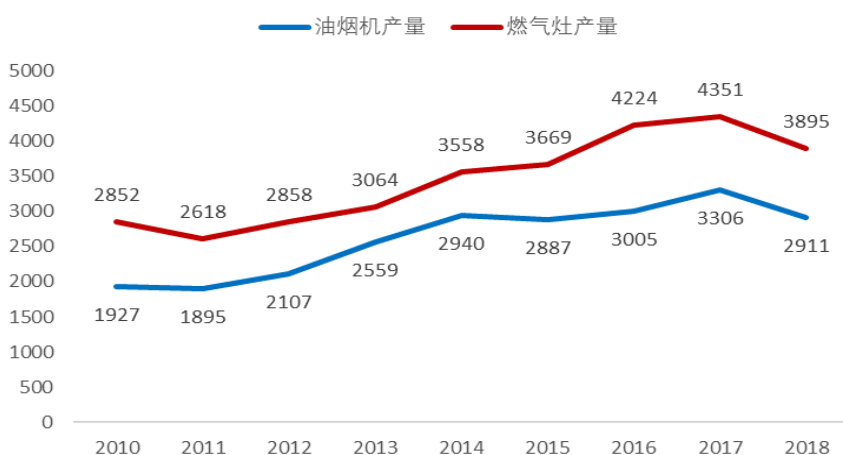


## 二、上涨与下跌逻辑

### 1、上涨逻辑

2010-2016 年老板的高成长性，首先得益于行业规模的持续增长，即便在 2011 年、2015 年因地产下行致使行业景气回落期间，老板的业绩股价依然一骑绝尘、持续穿越周期。

图表 10: 油烟机和燃气灶产量(万台)



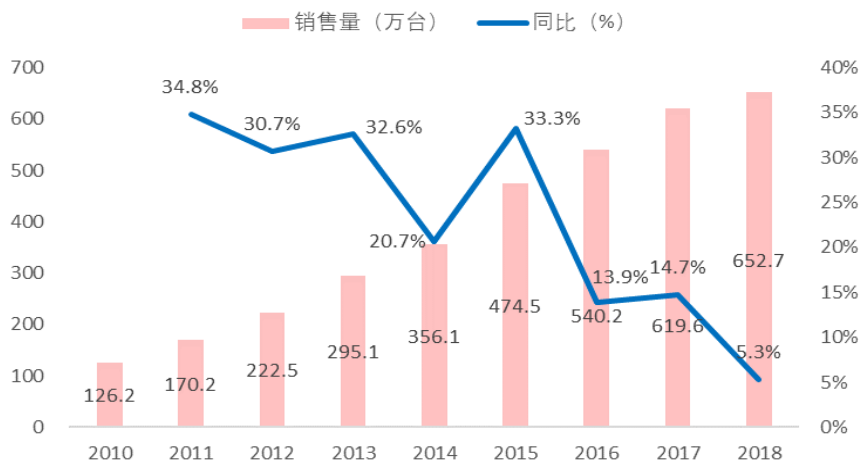
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

我们认为，除行业因素外，更离不开公司层面的 4 重核心逻辑:

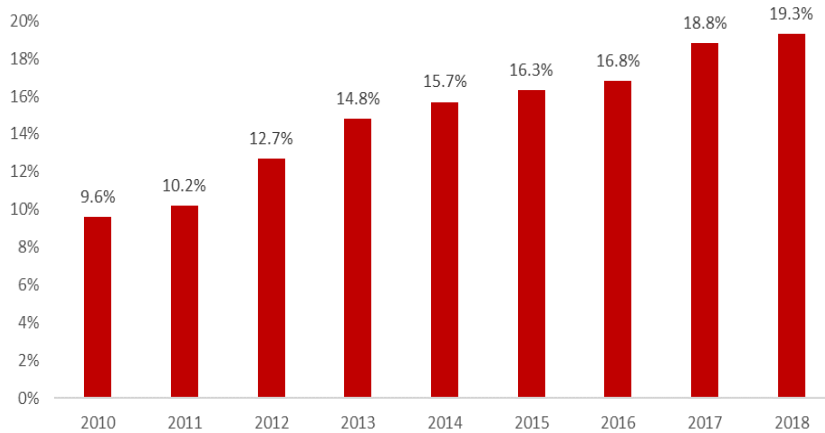
#### (1) 销量提升

老板定位高端，人均收入提升背景下公司销量持续高增，不断收割市场份额。据公司年报，老板厨卫家电销售量由 2010 年的 126.2 万台增至 2016 年的 540.2 万台，CAGR 达 27.4%。据中怡康数据，老板油烟机零售量份额由 2010 年上市前的 9.6% 增长至 2016 年的 16.8%，增加 7.2pct。

图表 11: 老板厨卫销售量及增速



来源：公司年报，中泰证券研究所

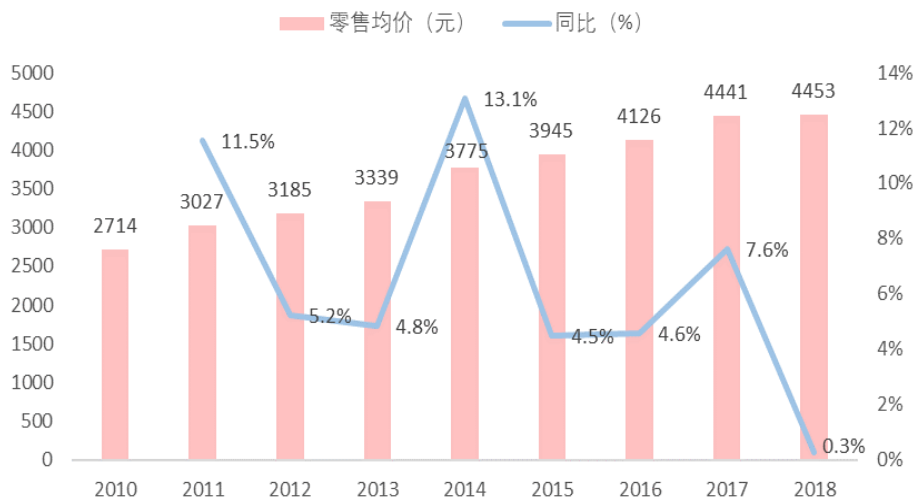
**图表 12：老板油烟机零售量份额**


来源：中怡康，中泰证券研究所

### (2) 价格上涨

产品升级带动均价，油烟机零售均价从 2000+元/台持续攀升至 4000+元/台。

过去十年间，伴随零售份额的逐年递增，公司产品均价也呈现平稳上涨态势。2010-2016 年间，老板油烟机零售均价从 2714 元/台上升至 4126 元/台，CAGR 为 7.2%。

**图表 13：老板油烟机零售均价**


来源：中怡康，中泰证券研究所

### (3) 渠道增利

公司首创核销式直控模式，后与代理商交叉持股，通过渠道不断增利。

老板于 2000 年开启改革销售体制，成功提升市占率，后续又于 2015 年 12 月完

成第一期代理商持股计划, 持股数量占总股本比例 1.50%。2018 年 3 月, 老板电器第二期代理商持股计划完成, 持股数量为 831.12 万股, 占总股本比例的 0.88%。与渠道相互持股可以进一步起到激励渠道的作用, 进一步实现渠道增利。

图表 14: 公司代理商持股计划

公告时间	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)	购买方式	锁定期
2015 年 12 月 25 日	728.12	1.50%	二级市场竞价	12 个月
2018 年 3 月 17 日	831.12	0.88%	二级市场竞价	13 个月

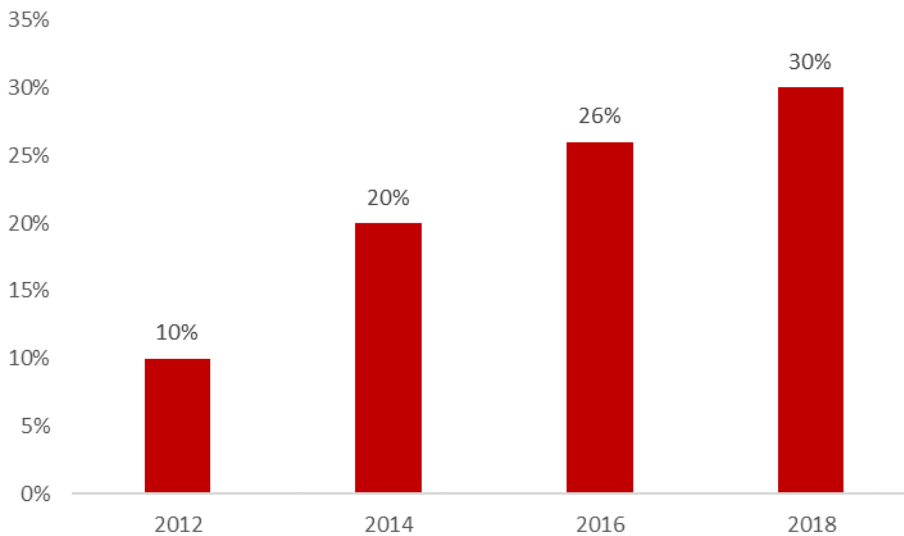
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

#### (4) 电商崛起

高成长高毛利的电商渠道占比逐步提升。

电商渠道的崛起是过去十年老板业绩飞速增长的又一重要因素, 我们根据公司公开交流信息测算, 线上毛利率高于公司整体毛利率, 线上销售额增长迅速, 销售占比从 2012 年的约 10% 提升到 2016 年的约 26%。

图表 15: 老板电器线上销售额占比



来源: 中泰证券研究所测算

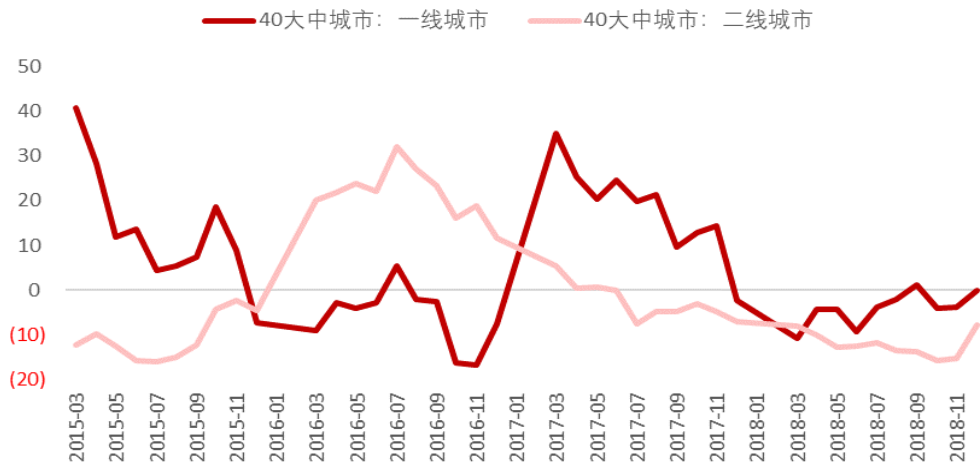
## 2、下跌逻辑

2017-2018 年老板增速放缓, 2018 年 3 月成为公司市值的分水岭, 从彼时的高点 500 亿一路下行至 2019 年的 250 亿, 收入利润增速突破上市以来的最低水平。核心原因在于:

### (1) 一二线地产萎靡

老板主攻一二线市场,而一二线地产自 2016 年末起开启了长达近 2 年的调整期。根据国家统计局数据,国内 40 大中城市中,一二线城市房屋竣工面积同比增速在 2016 年后陆续开启调整模式,尽管中间有部分月份短暂反弹,但调整趋势明显,且时间较长,给处于地产后周期的厨电行业很大打击。

图表 16: 40 大中城市房屋竣工面积累计同比 (%)



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

### (2) 同业竞争加剧

苏泊尔、九阳等家电企业、林内、A0 史密斯、欧派家居知名品牌不断跨界入局。不论是传统烟灶品类,还是热水器、电烤箱等品类,目前都处于激烈竞争中,不断有新品牌进入和旧品牌退出,在销品牌数量居高不下,2017 年各品类净增品牌 80 个,在销品牌 475 个。

图表 17: 2017 年不同品类品牌数量及变化

	油烟机	燃气灶	热水器	电烤箱
新进品牌数	105	127	84	73
退出品牌数	102	115	60	32
在销品牌数	475	546	416	246

来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

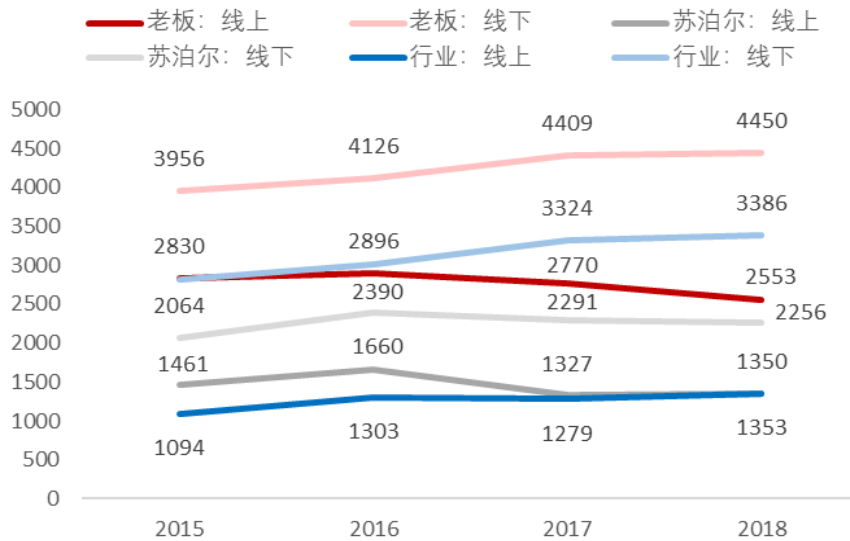
### (3) 提价、电商面临瓶颈

跨界品牌主打性价比,而老板品牌因持续提价,面临切入低线的阻力,公司通过不断加大新品投放、设立名气品牌等方法应对需求环境与竞争环境的承压,但收效有限。

以苏泊尔为例,线上和线下零售均价与行业持平,均明显低于老板。2015 年苏

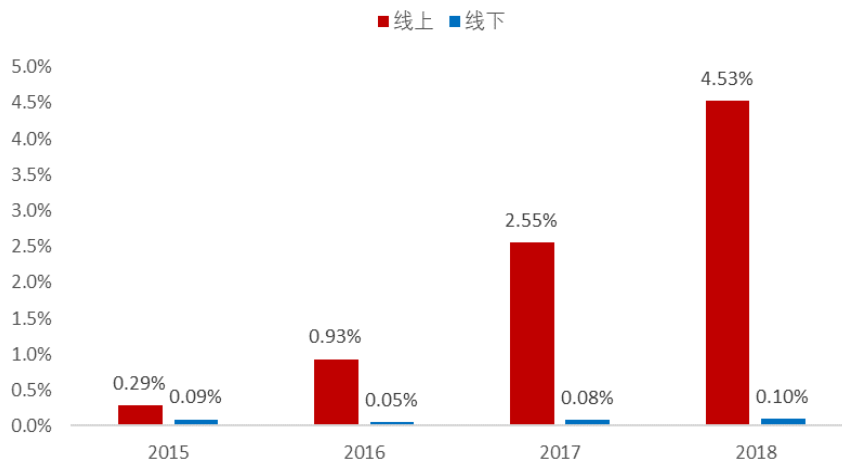
泊尔的油烟机线上、线下份额分别仅为 0.29%和 0.09%，但经过三年的发展，线上份额已经陡增至 4.53%。

图表 18: 不同品牌油烟机零售均价



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 19: 苏泊尔油烟机线上和线下零售量份额

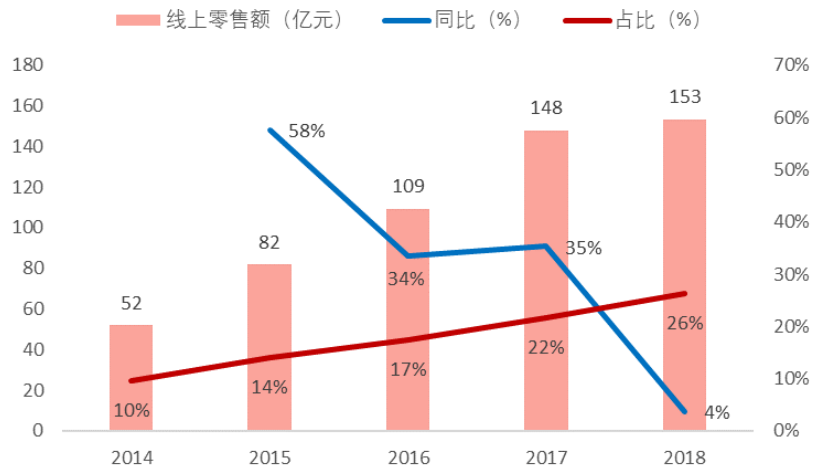


来源: wind, 中泰证券研究所

电商渠道的增长降速、逼近瓶颈也是近年业绩徘徊的重要原因。

从行业看，厨电线上销售增速有所放缓，2018 年厨电线上销售额占比 26%，同比增速仅 4%。从公司看，老板 2018 年线上销售占比超 30%，线上增速不足 10%，电商渠道逐渐显露增长瓶颈。

图表 20: 厨电行业线上零售额、占比及增速



来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

### 三、最新变化与当前价值

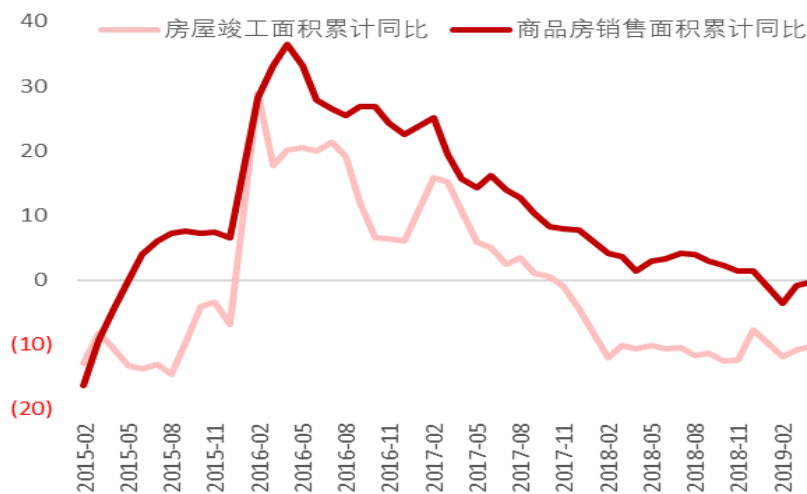
我们认为，不论是从外部因素（主要是地产端）、还是从行业、公司因素分析，老板电器已处于底部反转的最佳时期。

#### 1、地产需求逐步释放，竣工有望边际改善

房屋竣工和商品房销售情况持续好转，厨电行业有望触底回升。

2016年以来，房屋竣工面积和商品房销售面积同比增速逐渐放缓。至2017年末，房屋竣工面积出现负增长。2019年6月以来，房屋竣工面积累计同比持续收窄，商品房销售面积累计同比持平。

图表 21：销售和竣工面积累计同比



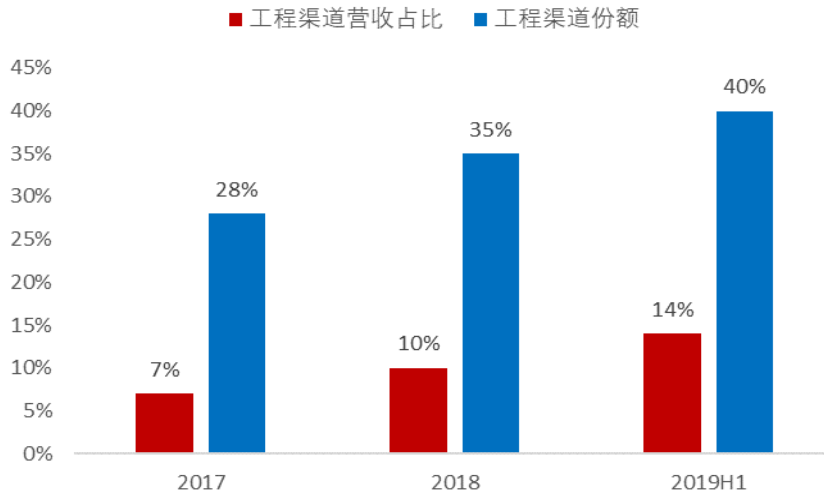
来源：国家统计局，中泰证券研究所

#### 2、工程渠道表现优异，加固公司市场地位

公司工程渠道未来有望持续高增。工程渠道收入占比已经由2017年的7%提升至2019H1的14%，H1增速维持50%+，市占率近40%大幅领先同业。

这主要是由于，一方面工程渠道具有 to B 的特征，相对于零售业务，房地产商对品牌、质量更加看重，而老板高端品牌形象稳固；另一方面老板及时调整渠道策略，较早布局工程渠道。未来，我们预计公司工程渠道将持续快速增长，销售占比有望到达1/3以上。

图表 22: 工程渠道收入占比及公司份额



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 3、零售渠道库存释放, 有望促进业绩触底回升

零售渠道库存释放, 有望配合地产市场的逐步复苏与工程渠道的迅速鹤起, 带动公司业绩触底回升。

根据公司公告信息, 目前零售渠道库存水平在一个月左右, 相对历史, 处于偏低的水平。我们预计未来伴随零售渠道补库存需求, 有望促进公司业绩触底回升。



## 四、盈利预测与投资建议

### 1. 盈利预测

公司持续深耕厨房电器领域，产品、品牌、渠道优势显著，高端龙头地位稳固。伴随行业景气上行、工程渠道持续开拓、零售渠道补库存等利好，公司业绩有望触底回升。

本文预计 2019-2021 年，公司收入 80.9 亿、91.6 亿、102.1 亿，同比增长 8.90%、13.33%、11.42%；净利润 16.3 亿、18.2 亿、20.7 亿，同比增长 10.68%、11.43%、13.76%；EPS1.72 元、1.92 元、2.18 元；对应当前股价 PE17X、15X、13X。

图表 23：2019-2021 年分渠道盈利预测

	2019E	2020E	2021E
<b>1. 线上渠道</b>			
收入	23.39	25.73	28.3
增速	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	63.00%	63.00%	63.00%
<b>2. 线下渠道</b>			
<b>KA渠道</b>			
收入	17.63	17.11	16.93
增速	-5.00%	-3.00%	-1.00%
毛利率 (%)	51.00%	50.00%	50.00%
<b>专卖店渠道</b>			
收入	21.87	21.21	21
增速	-5.00%	-3.00%	-1.00%
毛利率 (%)	52.00%	52.00%	51.00%
<b>工程渠道</b>			
收入	14.11	22.57	29.34
增速	90.00%	60.00%	30.00%
毛利率 (%)	41.00%	42.00%	44.00%
<b>创新渠道</b>			
收入	3.86	5.02	6.53
增速	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	50.00%	50.00%	50.00%
<b>【总计】</b>			
收入	80.86	91.63	102.1
增速	8.90%	13.33%	11.42%
毛利率	52.95%	52.14%	52.08%

来源：中泰证券研究所测算

### 2. 投资建议

我们通过可比比较，发现老板电器相比同业具有更好的成长性、更高的盈利水平；从估值看，相比白电中的冰洗，由于厨电行业成长空间更大，长期可容纳的估值水平更高，且伴随未来地产回暖行业景气度提高，有望估值切换；另一方面，老板电器估值已处公司上市以来的底部区域，伴随未来业绩的触底回升，逐渐达到可投资区间。结合上述盈利预测和估值分析，本文首次覆盖给予老板电器“买入”评级。

图表 24: 同业比较

	2019E					2020E				
	营收同比	净利润同比	净利率	ROE (摊薄)	PE	营收同比	净利润同比	净利率	ROE (摊薄)	PE
老板电器	6%	8%	20.2%	23.0%	17	9%	11%	20.5%	21.9%	15
华帝股份	3%	15%	12.3%	24.7%	11	11%	16%	12.9%	23.9%	10
美的集团	8%	16%	8.3%	23.3%	16	10%	14%	8.6%	22.6%	14
海尔智家	9%	11%	4.1%	17.4%	12	10%	11%	4.1%	16.8%	11

来源: wind 一致预期 (2019 年 10 月 28 日数据)

### 风险提示

1. 地产对厨电需求影响较大, 地产能否持续向好将影响行业需求, 并进一步影响公司业绩。
2. 工程渠道市场份额已经达到较高水平, 份额触及天花板情况下, 工程渠道增速可能放缓。
3. 白电、小家电、家居等企业龙头加速布局厨电, 竞争加剧可能影响利润率。
4. 行业需求不能回暖且竞争加剧情况下, 公司估值切换不及预期。

图表 25: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>7,017</b>	<b>7,425</b>	<b>8,086</b>	<b>9,163</b>	<b>10,210</b>	货币资金	2,582	2,197	3,913	5,095	6,692
增长率	21.1%	5.8%	8.9%	13.3%	11.4%	应收款项	1,430	1,785	1,356	2,204	1,763
营业成本	-3,251	-3,451	-3,804	-4,385	-4,892	存货	1,113	1,347	1,195	1,735	1,534
% 销售收入	46.3%	46.5%	47.1%	47.9%	47.9%	其他流动资产	1,570	2,651	2,651	2,669	2,666
毛利	3,767	3,974	4,281	4,778	5,318	流动资产	6,695	7,980	9,115	11,704	12,656
% 销售收入	53.7%	53.5%	52.9%	52.1%	52.1%	% 总资产	84.5%	84.4%	86.2%	89.0%	90.0%
营业税金及附加	-67	-71	-77	-87	-97	长期投资	152	123	123	123	123
% 销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	828	843	787	729	669
营业费用	-1,678	-1,910	-2,021	-2,245	-2,450	% 总资产	10.5%	8.9%	7.4%	5.5%	4.8%
% 销售收入	23.9%	25.7%	25.0%	24.5%	24.0%	无形资产	168	194	207	219	228
管理费用	-481	-272	-297	-336	-375	非流动资产	1,231	1,475	1,458	1,441	1,410
% 销售收入	6.9%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	% 总资产	15.5%	15.6%	13.8%	11.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	1,541	1,721	1,886	2,110	2,396	<b>资产总计</b>	<b>7,927</b>	<b>9,455</b>	<b>10,573</b>	<b>13,145</b>	<b>14,066</b>
% 销售收入	22.0%	23.2%	23.3%	23.0%	23.5%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	92	101	-20	-30	-30	应付款项	2,375	3,012	2,484	3,813	3,208
% 销售收入	-1.3%	-1.4%	0.2%	0.3%	0.3%	其他流动负债	222	221	221	221	221
资产减值损失	5	15	0	0	0	流动负债	2,597	3,232	2,704	4,034	3,429
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	1	88	0	0	0	其他长期负债	72	92	92	92	92
% 税前利润	0.1%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>2,669</b>	<b>3,325</b>	<b>2,797</b>	<b>4,126</b>	<b>3,521</b>
营业利润	1,640	1,926	1,866	2,080	2,366	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,261</b>	<b>6,045</b>	<b>7,680</b>	<b>8,910</b>	<b>10,421</b>
营业利润率	23.4%	25.9%	23.1%	22.7%	23.2%	少数股东权益	-3	85	97	109	124
营业外收支	3	1	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,927</b>	<b>9,455</b>	<b>10,573</b>	<b>13,145</b>	<b>14,066</b>
税前利润	<b>1,642</b>	<b>1,927</b>	<b>1,866</b>	<b>2,080</b>	<b>2,366</b>						
利润率	23.4%	25.9%	23.1%	22.7%	23.2%						
所得税	-231	-218	-224	-250	-284						
所得税率	14.1%	11.3%	12.0%	12.0%	12.0%						
净利润	1,461	1,484	1,642	1,830	2,082						
少数股东损益	0	10	11	13	14						
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,461</b>	<b>1,474</b>	<b>1,631</b>	<b>1,817</b>	<b>2,067</b>						
净利率	20.8%	19.8%	20.2%	19.8%	20.2%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,461	1,484	1,642	1,830	2,082	<b>每股指标</b>					
加: 折旧和摊销	90	102	99	103	107	每股收益 (元)	1.54	1.55	1.72	1.92	2.18
资产减值准备	5	15	0	0	0	每股净资产 (元)	5.54	6.37	8.09	9.39	10.98
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	1.32	1.59	1.92	1.99	2.38
财务费用	1	-1	20	30	30	每股股利 (元)	0.75	0.75	0.00	0.62	0.59
投资收益	-1	-88	0	0	0	<b>回报率</b>					
少数股东损益	0	10	11	13	14	净资产收益率	27.78%	24.38%	21.24%	20.40%	19.84%
营运资金的变动	-1,809	-1,042	57	-76	40	总资产收益率	18.43%	15.69%	15.53%	13.92%	14.80%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,256</b>	<b>1,509</b>	<b>1,819</b>	<b>1,887</b>	<b>2,259</b>	投入资本收益率	226.79%	56.58%	44.11%	50.21%	56.10%
固定资本投资	3	-178	-60	-60	-50	<b>增长率</b>					
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,782</b>	<b>-1,184</b>	<b>-86</b>	<b>-86</b>	<b>-76</b>	营业总收入增长率	21.10%	5.81%	8.90%	13.33%	11.42%
股利分配	-712	-712	0	-588	-556	EBIT 增长率	22.49%	16.68%	5.13%	11.84%	13.56%
其他	363	0	-17	-30	-30	净利润增长率	21.08%	0.85%	10.68%	11.43%	13.76%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-349</b>	<b>-712</b>	<b>-17</b>	<b>-618</b>	<b>-586</b>	总资产增长率	23.56%	19.29%	11.82%	24.32%	7.01%
<b>现金净流量</b>	<b>-875</b>	<b>-386</b>	<b>1,716</b>	<b>1,183</b>	<b>1,597</b>	<b>资产管理能力</b>					
						应收账款周转天数	19.7	22.8	21.2	21.2	21.2
						存货周转天数	52.0	59.6	56.6	57.6	57.6
						应付账款周转天数	108.3	116.9	112.6	112.6	112.6
						固定资产周转天数	43.1	40.5	36.3	29.8	24.6
						<b>偿债能力</b>					
						净负债/股东权益	-41.78%	-63.82%	-65.52%	-74.20%	-74.92%
						EBIT 利息保障倍数	-16.7	-17.7	94.3	70.3	79.9
						资产负债率	33.67%	35.16%	26.45%	31.39%	25.03%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。