

## 电视 ODM 逆势增长, LED 产业链蓄势待发

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2019 年年报。报告期公司实现营业收入 133 亿元, 同比增长 3.4%; 实现归母净利润 11.4 亿元, 同比增长 154.8%; 实现扣非后归母净利润 9.1 亿元, 同比增长 264%。2018 年公司非经常性损益为 2 亿元, 其中对非金融企业收取的资金占用费为 1 亿元。Q4 单季度实现营业收入 42.7 亿元, 同比增长 9.7%; 实现归母净利润 4.7 亿元, 同比增长 421.6%; 实现扣非后归母净利润为 3.6 亿元, 同比增长 1590.3%。
- **液晶电视 ODM 逆势增长。** 公司的多媒体视听业务是公司营收的主要来源, 报告期内多媒体视听业务营收占比 82.9%。2019 年公司多媒体视听业务实现营业收入 110.2 亿元, 同比-0.9%。在行业出货量疲势的背景下, 公司液晶电视 ODM 的出货量逆势增长, 营收保持了相对稳定。根据 DISCIEN 的统计数据, 2019 年全球 TV 代工出货量 1.05 亿台, 同比下滑 8.1%, 公司液晶电视 ODM 业务的出货量较上年同期增长了 34%, 位于全球前四。
- **LED 全产业链扬帆起航, 产业协同效应增强。** 公司 LED 外延片及芯片项目于 2019 年第四季度正式投入运营, 预计该项目满产后计划月产 50-60 万片 4 寸外延片。此外, 公司第一期 1000 条 LED 封装生产线扩建项目全部落成, 第二期 1200 条 LED 封装生产线扩建项目预计 2020 年底前投产。产能不断提升, 公司 LED 业务蓄势待发。LED 专利技术方面, 兆驰半导体累计获得实用新型专利 31 个, 2019 年共申请发明专利 11 个, 实用新型专利 3 个。报告期内, 公司 LED 产业链实现营业收入 21.4 亿元, 同比增长 22.4%; 毛利润为 4.4 亿元, 同比增长 78.5%。随着公司 LED 产业链的不断完善, 产能的不断扩大, 预期 LED 业务将成长为公司新的利润增长点。
- **盈利能力提升。** 报告期内, 公司综合毛利率为 14.9%, 同比提升 4.8pp。主要受益于公司 LED 业务盈利能力的提升。2019 年公司 LED 产业链和多媒体视听业务毛利率分别为 20.5%和 12.9%, 同比提升 6.4pp 和 3.4pp。公司管理费用率和销售费用率分别为 3.7%和 3.1%, 同比变动+0.1pp 和-0.1pp。由于公司利息收入增加, 公司财务费用为-1.1%, 同比减少 1.7pp。由于整体毛利提升以及费用率的减少, 公司净利率为 8.9%, 同比提升 5.6pp。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.27 元、0.3 元、0.36 元, 参考可比公司一致预期, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 体育赛事推迟影响黑电市场需求; LED 产能拓展不及预期。

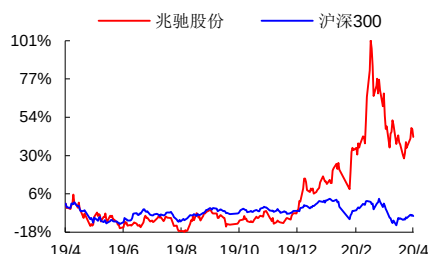
| 指标/年度         | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 13302.20 | 14323.64 | 15869.46 | 17974.13 |
| 增长率           | 3.38%    | 7.68%    | 10.79%   | 13.26%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1134.73  | 1216.74  | 1376.29  | 1632.84  |
| 增长率           | 154.77%  | 7.23%    | 13.11%   | 18.64%   |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.25     | 0.27     | 0.30     | 0.36     |
| 净资产收益率 ROE    | 12.05%   | 11.51%   | 11.52%   | 12.02%   |
| PE            | 18       | 17       | 15       | 13       |
| PB            | 2.10     | 1.87     | 1.66     | 1.46     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
 执业证号: S1250518090001  
 电话: 023-63786049  
 邮箱: gmh@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)      | 45.27     |
| 流通 A 股(亿股)   | 44.96     |
| 52 周内股价区间(元) | 2.64-6.46 |
| 总市值(亿元)      | 205.52    |
| 总资产(亿元)      | 219.86    |
| 每股净资产(元)     | 2.15      |

### 相关研究

1. 兆驰股份(002429): Q2 利润大幅增长, 盈利能力提升 (2019-08-26)
2. 兆驰股份(002429): 多媒体+LED 双轮驱动, 有望重回稳健增长 (2019-05-24)

## 1 液晶电视代工逆势增长，LED 全产业链蓄势待发

公司成立于 2005 年，以 ODM 制造起步，主要从事家庭视听类及电子类产品的研发、制造、销售与服务。从公司业务发展历程来看，公司通过横向和纵向拓展业务布局。一方面，公司不断丰富产品品类，产品不断拓展到机顶盒、液晶电视、通信产品、智能投影仪等，实现业务的横向拓展。另一方面，公司业务领域从电视制造延伸到基础部件 LED 封装，从 LED 封装拓展到上游 LED 外延及芯片、下游应用照明。此外，公司还收购了风行在线控股权，从电视制造延伸到内容运营，实现了业务领域的纵向拓展。目前形成了三大住户要业务板块：家庭娱乐生态、智慧家庭组网、LED 全产业链。

### （1）家庭娱乐生态（电视制造+自主品牌+内容运营服务）

液晶电视是公司的核心业务。公司从事液晶电视的研发、设计、生产和销售十余年，具备丰富的行业经验，已经形成相对完整的产品体系，可以根据客户的需求进行定制化产品的研究和开发。公司整合战略合作伙伴优质资源以及风行运营平台，推出自有品牌“风行互联网电视”，并取得日本著名消费电子品牌 JVC 的授权，在全球范围内开展联合销售等多元化合作。此外，公司通过旗下风行在线搭建互联网运营平台，提供以风行为基础，并连接内容与平台的多屏、跨屏营销，在深度内容和多场景渠道领域做垂直整合服务。

### （2）智慧家庭组网（接入网+家庭组网+终端设备）

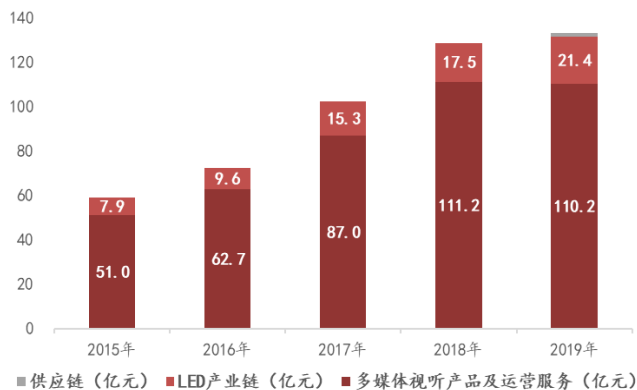
公司通过数字机顶盒、网络通信设备、新形态智能终端三条线布局，形成了涵盖“接入网、家庭内部组网和视听终端设备”的智能家庭产品矩阵。接入网：公司推出了光纤用的 GPON、同轴线用的 CableModem 等；家庭组网：wifi 路由器、wifi 中继器、PLC 电力猫以及 G.hnPLC 电力猫等；终端设备：各式数字机顶盒、游戏盒子、智能音箱以及智能微型投影仪等。

### （3）LED 全产业链（外延及芯片+封装+应用照明）

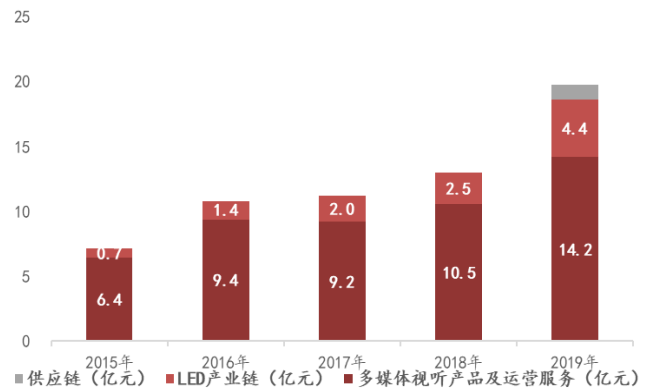
公司大力筹建 LED 外延芯片项目，拥有全球最大的单一主体厂房，通过“信息化+自动化”构建智能工厂，完成“蓝宝石平片→图案化基板 PSS→LED 外延片→LED 芯片”整个制作流程，能够提供全面的芯片解决方案。LED 封装业务板块主要从事 LED 器件及其组件的研发、生产与销售，产品定位于 LED 照明、LED 背光源以及 LED 显示三大核心应用领域。此外，公司积极布局“兆驰”品牌以及 ODM 业务在照明领域的建设，不断推出家居照明以及商业照明相关灯饰产品。

### （4）供应链管理业务

公司围绕核心产业发展，利用自身强大的资源优势向产业链合作伙伴及其合作方提供优质便捷的资金融通服务，同时积极探索多种方式的保理业务，通过安全便利的途径为客户开辟资产通道，帮助客户切实缓解资金压力。

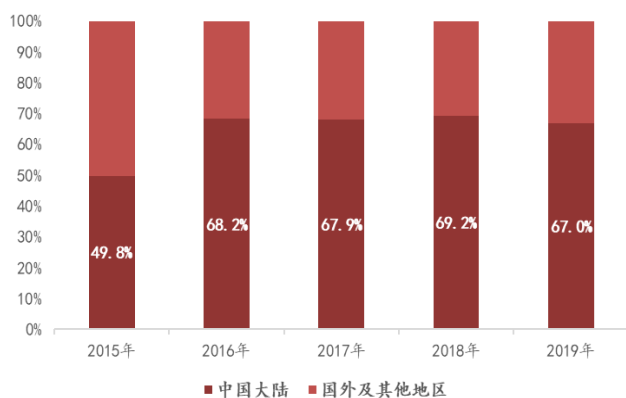
**图 1：公司 2015-2019 年主营业务收入结构情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

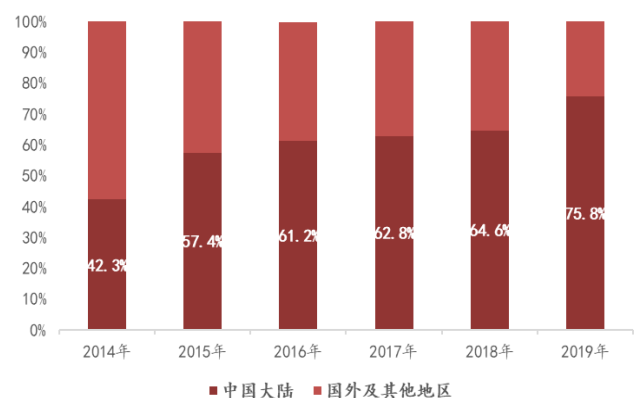
**图 2：公司 2015-2019 年主营业务毛利润情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**多媒体业务贡献主要的营收利润。**2019 年，公司多媒体视听产品及运营服务实现收入 110.2 亿元，占总体营业收入的比例为 82.9%；LED 产业链实现收入 21.4 亿元，占总体营收的比例为 16.1%；供应链实现收入 1.4 亿元，占总体营收的 1.1%。毛利润方面，2019 年公司毛利润为 19.8 亿元，其中多媒体视听产品及运营服务实现毛利润 14.2 亿元，占比 71.7%；其中 LED 产业链实现毛利润 4.4 亿元，占比 22.2%；供应链实现毛利润 1.2 亿元，占比 6.1%。从增长速度来看，2019 年多媒体营收同比减少 0.9%，毛利润同比增长 34.7%；2019 年 LED 产业链收入同比增长 22.4%，毛利润同比增长 78.9%。公司的 LED 业务的营收增速都呈现高速增长。

**图 3：公司 2015-2019 年境内外收入占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

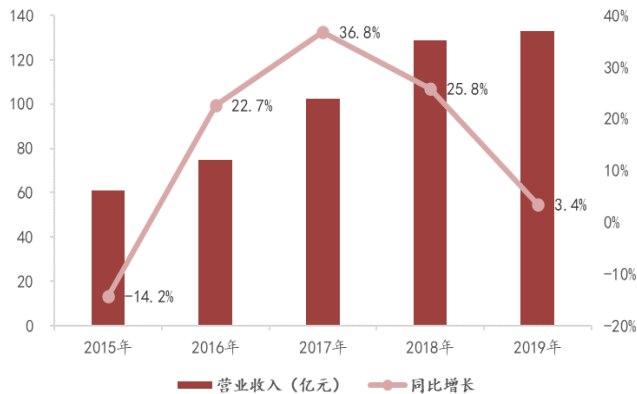
**图 4：公司 2015-2019 年境内外毛利占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

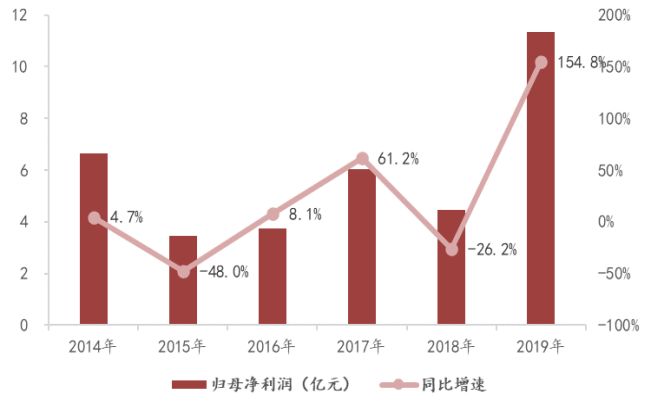
**公司业绩情况：**2019 年，公司总营业收入同比增长 3.4%，归属于上市公司净利润同比增长 154.8%。随着国内业务规模不断扩大，国内营收规模占比不断提升。2019 年，中国大陆营收占比为 67%，毛利润占比为 64.6%。公司营业收入以中国大陆为主。

2019 年，公司综合毛利率为 14.9%，同比提升 4.8pp。其中公司 LED 产业链毛利率为 20.5%，同比提升 6.4pp；多媒体视听业务的毛利率为 12.9%，同比提升 3.4pp。费用率方面，2015-2019 年，公司整体费用率呈现下降趋势，公司运营效率不断提升。报告期内，公司管理费用率和销售费用率分别为 3.7%和 3.1%，同比变动+0.1pp 和-0.1pp。由于公司利息收入增加，报告期内公司财务费用呈现较大下降幅度，公司财务费用为-1.1%，同比减少 1.7pp。

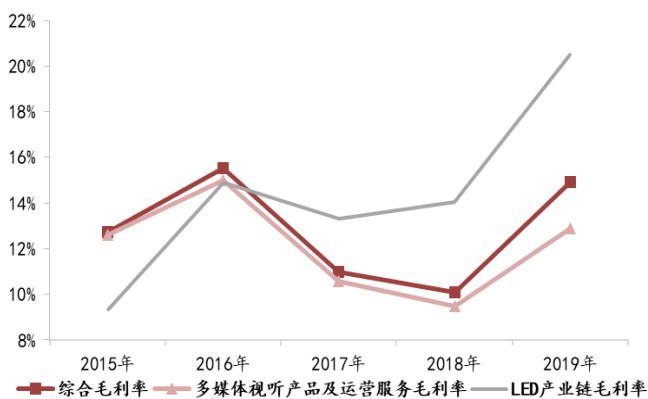
由于整体毛利提升以及费用率的减少,公司盈利能力有所增强。报告期内,公司净利率为 8.9%,同比提升 5.6pp。

**图 5：公司 2015-2019 年营业收入及增速**


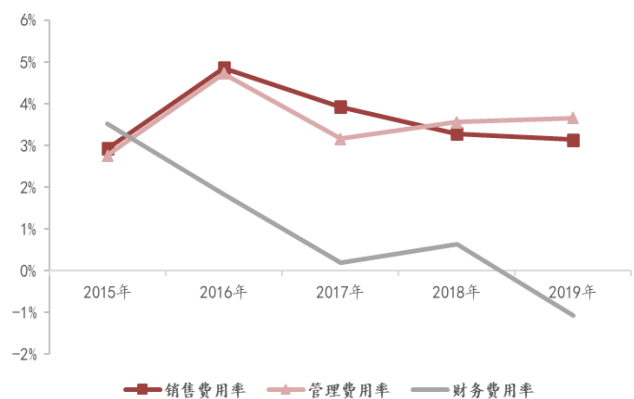
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：公司 2015-2019 年归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：公司 2015-2019 年综合及分业务毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：公司 2015-2019 年相关费用率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 液晶电视 ODM 逆势增长

公司是国内电视 ODM 的龙头企业，凭借可靠的质量、稳定的供应链管理、快速的响应速度成为了消费电子品牌和厂商的长期合作伙伴。国内市场，公司坚持大客户战略，与知名品牌深化合作；海外市场，公司通过获得的 Google、Roku 授权，推出集终端、内容、平台于一体的智能电视，既以 JVC 独立品牌进行销售，也为第三方品牌提供软硬一体的整机方案供其销售。根据 DISCIEN 的统计数据，2019 年全球 TV 代工出货量 1.05 亿台，同比下滑 8.1%，公司液晶电视 ODM 业务的出货量较上年同期增长了 34%，位于全球前四，在复杂严峻的经济环境和行业态势中实现逆势增长。

### LED 全产业链扬帆起航，产业协同效应增强

公司位于江西南昌的兆驰半导体 LED 外延芯片项目在 2019 年第四季度正式投入运营，具有单一主体厂房最大外延及芯片产能。根据公司公告披露，预计该项目满产后计划月产 50-60 万片 4 寸外延片，能够为客户提供全面的封装类型需求芯片解决方案。在专利技术方

面，兆驰半导体累计获得实用新型专利 31 个，2019 年共申请发明专利 11 个，实用新型专利 3 个。

图 9：兆驰半导体工厂



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：兆驰半导体工厂



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 LED 产业链中游封装业务主要由控股子公司江西兆驰光元科技股份有限公司主导。2019 年，兆驰光元第一期 1000 条 LED 封装生产线扩建项目已全部落成。公司根据市场需求和 LED 全产业链的战略布局，制定了第二期 1200 条 LED 封装生产线的扩建计划，预计于 2020 年年底前投产，旨在进一步扩大规模优势，持续提高高附加值产品的比重，为公司 LED 全产业链的快速发展奠定坚实的基础。

在应用照明领域，公司通过独立品牌“兆驰照明”及 ODM 事业部进行布局。产品端，公司已推出上千余款产品，覆盖商照、工程、家居、流通类等渠道的十余个品类，产品阵容初具规模。销售端，公司 ODM 及海外业务至今已有 8 年历史，凭借优秀的产品力、稳定的品质和极具竞争力的成本优势在业内赢得了良好的口碑，与部分国内外一线品牌均有紧密合作；自有品牌“兆驰照明”积极探索多元化业务模式，通过资源整合，从渠道运营向地产公司战略集采业务转型，通过与头部地产公司战略集采系统紧密合作，大力推动商业地产项目集采业务的快速拓展。

### 多产品融合，丰富智慧家庭组网

以智慧家庭组网为核心，不断丰富产品品类。数字机顶盒方面，一方面通过 ODM 与知名品牌合作，另一方面通过建立自由品牌“飞越数字”、“castpal”等布局国内外市场。网络通信设备领域，公司研发并推出网络接入终端、智能网关等；智能终端方面，基于通信技术，设计新形态产品，比如钉钉打卡机、万能遥控器等。

2018 年，公司投资深圳市橙子数字科技有限公司，与其在智能投影仪领域展开深度合作。公司积极进行业务拓展与多元化合作，将智能投影仪纳入业务版图，作为现有液晶电视、数字机顶盒产品线的红药补充，与物理大屏电视形成业务互补，为公司拓展新业务提供契机。随着 5G 时代的发展以及数据化与物联网等应用的推进，公司在不断拓展“多智能”终端市场规模的同时，积极布局 5G 相关产品。

### 研发实力与技术储备领先

公司在深圳、北京、武汉、南昌等多地设立了研发中心，累计申请专利超过 263 件，多次荣获工业设计奖项，并申报了多个国家及地区科技项目。在多媒体视听终端、通信产品以及 LED 产品等领域，掌握了多项核心技术，比如超高清量子点、4K/8K、OLED、全光谱健康照明等等。在互联网联合运营业务领域，风行在线在多屏视屏客户端、视频播放、视频运营管理等方面上积累了经验。在 LED 业务方面，兆驰半导体累计获得实用新型专利 31 个，2019 年共申请发明专利 11 个，实用新型专利 3 个。

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：视听及通信类电子产品。在行业出现颓势的背景下，2019 年公司液晶电视出货量仍呈现高速增长。公司电视 ODM 规模全球第四，产业优势明显，我们预计 2020-2022 年相应收入增速分别为 5%、8%和 10%；

假设 2：LED 系列产品。公司 LED 产业链布局完善，随着 LED 芯片的项目投产以及公司封装业务产线的逐步扩产，公司 LED 产能有望迎来较大提升。我们预计 2020-2022 年相应收入增速分别为 20%、22%和 25%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入

| 单位：百万元     |    | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|------------|----|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 视听及通信类电子产品 | 收入 | 11,020.38 | 11571.40  | 12497.11  | 13746.82  |
|            | 增速 | -0.9%     | 5.0%      | 8.0%      | 10.0%     |
| LED 系列产品   | 收入 | 2,141.30  | 2,569.56  | 3,134.86  | 3,918.58  |
|            | 增速 | 22.4%     | 20.00%    | 22.00%    | 25.00%    |
| 其他         | 收入 | 182.68    | 237.48    | 308.73    | 182.68    |
|            | 增速 | 30.00%    | 30.00%    | 30.00%    | 30.00%    |
| 合计         | 收入 | 13,302.20 | 14,323.64 | 15,869.46 | 17,974.13 |
|            | 增速 | 3.38%     | 7.68%     | 10.79%    | 13.26%    |

数据来源：Wind，西南证券

### 2.2 相对估值

鉴于公司电视 ODM 规模全球第四，产业优势比较明显。此外，公司 LED 业务一体化布局，生产线不断扩建，公司产能有望得到较大提升。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.27 元、0.3 元、0.36 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

| 证券代码   | 可比公司   | 市值（亿元） | EPS（元） |      |      |      | PE    |       |       |       |
|--------|--------|--------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
|        |        |        | 18A    | 19A  | 20E  | 21E  | 18A   | 19A   | 20E   | 21E   |
| 000100 | TCL 科技 | 440.73 | 0.26   | 0.19 | 0.28 | 0.36 | 9.57  | 23.10 | 16.03 | 12.36 |
| 000810 | 创维数字   | 126.62 | 0.31   | 0.60 | 0.70 | 0.84 | 18.21 | 20.08 | 16.68 | 13.92 |
| 002449 | 国星光电   | 456.49 | 0.72   | 0.66 | 0.87 | 1.09 | 14.41 | 19.40 | 13.27 | 10.65 |
| 平均值    |        |        |        |      |      |      | 14.06 | 20.86 | 15.33 | 12.3  |

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.04.12）

### 3 风险提示

- 1) 体育赛事推迟影响黑电市场需求。
- 2) LED 产能拓展不及预期。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           | 现金流量表（百万元）        | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E          |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 营业收入          | 13302.20        | 14323.64        | 15869.46        | 17974.13        | 净利润               | 1177.94         | 1263.08         | 1428.70         | 1695.02        |
| 营业成本          | 11318.87        | 12124.47        | 13368.98        | 15062.54        | 折旧与摊销             | 204.18          | 286.88          | 372.36          | 419.85         |
| 营业税金及附加       | 65.95           | 71.60           | 80.78           | 90.55           | 财务费用              | -142.88         | 165.78          | 170.87          | 139.61         |
| 销售费用          | 417.36          | 444.03          | 491.95          | 557.20          | 资产减值损失            | -164.83         | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| 管理费用          | 191.37          | 429.71          | 491.95          | 575.17          | 经营营运资本变动          | -975.59         | -1430.01        | -657.69         | -1038.37       |
| 财务费用          | -142.88         | 165.78          | 170.87          | 139.61          | 其他                | -1578.79        | -207.77         | -254.90         | -251.86        |
| 资产减值损失        | -164.83         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-1479.97</b> | <b>77.97</b>    | <b>1059.34</b>  | <b>964.24</b>  |
| 投资收益          | 43.02           | 250.00          | 250.00          | 250.00          | 资本支出              | -2753.13        | -166.00         | -115.00         | -115.00        |
| 公允价值变动损益      | -3.20           | -1.28           | -1.55           | -1.73           | 其他                | 5483.51         | 248.72          | 248.45          | 248.27         |
| 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>2730.38</b>  | <b>82.72</b>    | <b>133.45</b>   | <b>133.27</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>1340.36</b>  | <b>1336.77</b>  | <b>1513.36</b>  | <b>1797.33</b>  | 短期借款              | -404.71         | -895.03         | -867.33         | -747.43        |
| 其他非经营损益       | -84.37          | 10.00           | 10.00           | 10.00           | 长期借款              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>1255.98</b>  | <b>1346.77</b>  | <b>1523.36</b>  | <b>1807.33</b>  | 股权融资              | -15.22          | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| 所得税           | 78.04           | 83.69           | 94.66           | 112.30          | 支付股利              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| 净利润           | 1177.94         | 1263.08         | 1428.70         | 1695.02         | 其他                | -140.22         | -1876.51        | -170.87         | -139.61        |
| 少数股东损益        | 43.21           | 46.34           | 52.41           | 62.18           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-560.14</b>  | <b>-2771.53</b> | <b>-1038.21</b> | <b>-887.04</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 1134.73         | 1216.74         | 1376.29         | 1632.84         | <b>现金流量净额</b>     | <b>645.33</b>   | <b>-2610.84</b> | <b>154.58</b>   | <b>210.47</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           | 财务分析指标            | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E          |
| 货币资金          | 4043.20         | 1432.36         | 1586.95         | 1797.41         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                |
| 应收和预付款项       | 4166.00         | 4331.44         | 4795.94         | 5464.86         | 销售收入增长率           | 3.38%           | 7.68%           | 10.79%          | 13.26%         |
| 存货            | 2133.45         | 2244.34         | 2485.37         | 2808.18         | 营业利润增长率           | 176.58%         | -0.27%          | 13.21%          | 18.76%         |
| 其他流动资产        | 5929.12         | 6199.83         | 6853.85         | 7744.31         | 净利润增长率            | 182.89%         | 7.23%           | 13.11%          | 18.64%         |
| 长期股权投资        | 3.64            | 3.64            | 3.64            | 3.64            | EBITDA 增长率        | 90.94%          | 27.66%          | 14.93%          | 14.60%         |
| 投资性房地产        | 53.26           | 53.26           | 53.26           | 53.26           | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                |
| 固定资产和在建工程     | 4228.89         | 4129.10         | 3893.84         | 3611.08         | 毛利率               | 14.91%          | 15.35%          | 15.76%          | 16.20%         |
| 无形资产和开发支出     | 1214.48         | 1195.80         | 1176.12         | 1156.44         | 三费率               | 3.50%           | 7.26%           | 7.28%           | 7.08%          |
| 其他非流动资产       | 213.70          | 211.28          | 208.87          | 206.45          | 净利率               | 8.86%           | 8.82%           | 9.00%           | 9.43%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>21985.74</b> | <b>19801.06</b> | <b>21057.83</b> | <b>22845.64</b> | ROE               | 12.05%          | 11.51%          | 11.52%          | 12.02%         |
| 短期借款          | 3897.29         | 3002.27         | 2134.94         | 1387.50         | ROA               | 5.36%           | 6.38%           | 6.78%           | 7.42%          |
| 应付和预收款项       | 5343.99         | 4482.06         | 5146.71         | 5945.08         | ROIC              | 11.74%          | 10.92%          | 11.38%          | 12.41%         |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 10.54%          | 12.49%          | 12.96%          | 13.11%         |
| 其他负债          | 2971.40         | 1339.39         | 1370.14         | 1411.99         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>12212.68</b> | <b>8823.72</b>  | <b>8651.79</b>  | <b>8744.58</b>  | 总资产周转率            | 0.65            | 0.69            | 0.78            | 0.82           |
| 股本            | 4526.94         | 4526.94         | 4526.94         | 4526.94         | 固定资产周转率           | 8.17            | 5.72            | 5.10            | 5.53           |
| 资本公积          | 154.22          | 154.22          | 154.22          | 154.22          | 应收账款周转率           | 3.97            | 3.90            | 4.03            | 4.06           |
| 留存收益          | 5109.98         | 6326.73         | 7703.02         | 9335.85         | 存货周转率             | 6.37            | 5.49            | 5.56            | 5.62           |
| 归属母公司股东权益     | 9751.95         | 10909.89        | 12286.18        | 13919.01        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 99.44%          | —               | —               | —              |
| 少数股东权益        | 21.11           | 67.45           | 119.87          | 182.05          | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                 |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>9773.06</b>  | <b>10977.34</b> | <b>12406.04</b> | <b>14101.07</b> | 资产负债率             | 55.55%          | 44.56%          | 41.09%          | 38.28%         |
| 负债和股东权益合计     | 21985.74        | 19801.06        | 21057.83        | 22845.64        | 带息债务/总负债          | 31.91%          | 34.02%          | 24.68%          | 15.87%         |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.46            | 1.83            | 2.07            | 2.31           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.27            | 1.54            | 1.74            | 1.95           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.25            | 0.27            | 0.30            | 0.36           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 2.16            | 2.42            | 2.74            | 3.11           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | -0.33           | 0.02            | 0.23            | 0.21           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                |
| 业绩和估值指标       | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           |                   |                 |                 |                 |                |
| EBITDA        | 1401.66         | 1789.43         | 2056.60         | 2356.79         |                   |                 |                 |                 |                |
| PE            | 18.11           | 16.89           | 14.93           | 12.59           |                   |                 |                 |                 |                |
| PB            | 2.10            | 1.87            | 1.66            | 1.46            |                   |                 |                 |                 |                |
| PS            | 1.55            | 1.43            | 1.30            | 1.14            |                   |                 |                 |                 |                |
| EV/EBITDA     | 15.39           | 12.09           | 10.02           | 8.34            |                   |                 |                 |                 |                |
| 股息率           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           |                   |                 |                 |                 |                |

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  
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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      |
|    | 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      |
|    | 付禹     | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚     | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 王梓乔    | 销售经理    | 13488656012   | 13488656012 | wzqiao@swsc.com.cn   |
|    | 高妍琳    | 销售经理    | 15810809511   | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn      |
| 广深 | 王湘杰    | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚    | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tll@swsc.com.cn      |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |