

2020年07月20日

证券研究报告·公司研究报告

道道全 (002852) 农林牧渔

买入 (首次)

当前价: 19.48 元

目标价: 25.20 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 产能和渠道协同，业绩迎来爆发期

### 投资要点

- 食用植物油行业 5%左右的年化销量增长，进入相对成熟阶段，菜籽油受营养健康的影响，增速略快，菜籽油在小包装中占比从 17 年的 16%提升至 19 年的 19%；同时，食用植物油行业进入龙头+特色油品阶段，呈现出以金龙鱼、福临门为龙头，叠加特色油品牌化阶段，道道全以菜籽油著称。
- **短期——业绩迎来爆发期。**2019 年菜籽油价格由年初 6357 元/吨上涨至年末 7738 元/吨，2020 年 3 月一度回落至 6674 元后有所反弹；当前国产菜籽已陆续上市，对国内菜籽油供应形成有效补充；同时全球疫情，对菜籽需求减少，中短期看，未来菜籽油价格或将出现回落。同时，公司在 19 年三季度和 20 年 3 月份持续两次提价，总体提价幅度将近 10%；原材料价格下行，叠加公司两次提价，20Q1 公司扣非后净利润同比+73%，20Q2 原材料价格进一步下行，预计公司业绩将呈现爆发式增长。
- **中期——产能和渠道协同，业绩持续增长可期。**目前，公司市场分布主要以长江流域为主，湖南、湖北和川渝地区是核心市场，渠道以三四线城市流通市场为主，兼具部分中小型商超和餐饮，大型卖场和 KA 渠道鲜有铺货，主要原因是未上市之前，受产能和品牌势能限制，公司渠道向上突破面临困难。2017 年上市之后，加大费用投放，包括央视在内的多渠道运营，拔高品牌势能，具备从三四线城市向一二线城市开拓市场的品牌基础，2020 年成立针对大型卖场、KA 和新渠道的营销公司；同时 2019 年 7 月规划在广东茂名和江苏靖江新建两大生产基地，估计于 2021 年春节前后达产，将从两个方面显著提升盈利能力：1、小包装油产能大幅提升，结合渠道开拓，未来 1-3 年销量增长有望达到 20%以上；2、目前公司原材料以采购毛油为主，广东和江苏达产后，毛油自产，向上游延伸，原材料价格有望下降 5%左右；同时，多余产能可以实现对外销售；产能和渠道协同，业绩进入加速增长阶段。
- **长期——菜籽油龙头+特色小品种油，不排除全品类发力。**公司聚焦菜籽油领域，深耕长江流域、华南和西北等菜籽油核心消费区域，提升菜籽油市占率，同时逐步导入其他特色小品种油，2020 年下半年逐步推出茶籽油、核桃油、特色菜籽油等高附加小油品，形成菜籽油+特色小品种油的产品组合。在成为菜籽油龙头的同时，不排除全品类发力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年收入分别为 53.1 亿元、67.8 亿元、85.5 亿元，归母净利润分别为 2.1 亿元、2.9 亿元、3.7 亿元，未来三年归母净利润将保持 42%的复合增长率，给予公司 2020 年 35x 估值，对应目标价 25.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、市场开拓未达预期风险、产能未如期达产。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4116.73	5313.42	6779.50	8548.31
增长率	14.34%	29.07%	27.59%	26.09%
归属母公司净利润 (百万元)	128.84	207.05	293.53	368.09
增长率	-41.32%	60.71%	41.77%	25.40%
每股收益 EPS (元)	0.45	0.72	1.02	1.27
净资产收益率 ROE	6.13%	9.26%	11.61%	12.71%
PE	44	27	19	15
PB	2.78	2.52	2.23	1.94

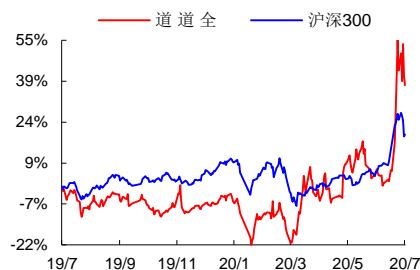
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

联系人: 周可为  
 电话: 023-67710114  
 邮箱: zhkw@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)	2.89
流通 A 股(亿股)	1.25
52 周内股价区间(元)	11.12-21.86
总市值(亿元)	56.30
总资产(亿元)	25.97
每股净资产(元)	6.74

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 菜籽油龙头企业，业绩拐点来临 .....	1
2 食用植物油行业进入成熟阶段，菜籽油低速增长 .....	2
3 产能和渠道协同，业绩迎来爆发期 .....	6
3.1 短期：原材料下行，产品涨价，20 年业绩爆发无忧 .....	6
3.2 中期：产能和渠道双协同，进入加速增长阶段 .....	7
3.3 长期：菜籽油+小品种油，打造差异化竞争核心优势 .....	8
4 盈利预测与估值 .....	8
5 风险提示 .....	9

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司 2019 年主营业务结构情况.....	1
图 3: 公司 2012 年以来主业分区域情况.....	1
图 4: 公司 2012 年以来营业收入及增速.....	2
图 5: 公司 2012 年以来净利润及增速.....	2
图 6: 食用植物油行业进入成熟期.....	3
图 7: 我国食用植物油消费量稳步提升 (单位: 千吨).....	3
图 8: 我国菜籽油消费量略有下滑.....	4
图 9: 我国菜籽油产量略有下滑.....	4
图 10: 我国菜籽油进口量持续增加.....	4
图 11: 我国菜籽油出口量保持低位.....	4
图 12: 小包装食用油销量结构.....	5
图 13: 小包装食用油销售额结构.....	5
图 14: 2019 年中国小包装食用油企业市场份额.....	5
图 15: 菜籽油期货收盘价格走势.....	6
图 16: 道道全近三年费用投放明显增加.....	8
图 17: 道道全投放央视《开门大吉》.....	8

## 表 目 录

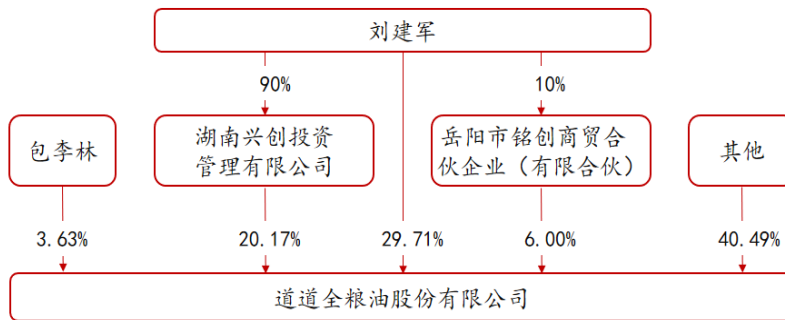
表 1: 公司产能情况 (单位: 万吨).....	7
表 2: 分业务收入及毛利率.....	9
表 3: 可比公司估值情况.....	9
附表: 财务预测与估值.....	10

## 1 菜籽油龙头企业，业绩拐点来临

道道全是一家集食用植物油及其相关副产品生产、研发、销售于一体的综合性油脂加工企业，同时也是国内第一家以菜籽油加工为主的上市公司。公司旗下拥有“道道全”、“菜籽王”、“金菜王”、“海神”等食用油知名品牌。作为国内领先的综合油脂加工企业，公司目前拥有 60 万吨油菜籽、大豆预榨产能，45 万吨的油脂精炼深加工产能，以及 19 条中小包装全自动化生产流水线。此外，公司 2019 年总计投资 22 亿元进行新生产基地建设，以此进一步扩大产能和完善生产布局。

**股权结构：**公司控股股东为刘建军先生，与一致行动人合计持股 48.46%，其担任公司董事长兼总经理。与此同时，包括副总经理，董事在内的多位高管通过铭创商贸持股 6%，管理层激励充分。

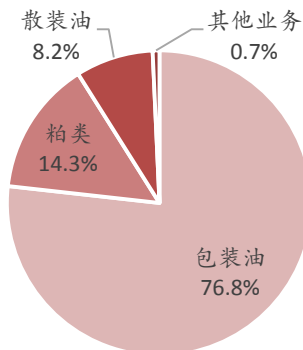
图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

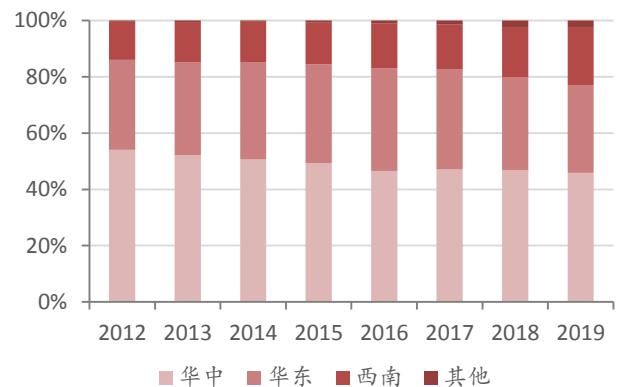
**主营业务结构：**公司业务包括包装油、粕类、散装油以及其他业务这四大板块，其中主要收入为包装油板块，收入占比为 76.8%。包装油包括菜籽油、大豆油、玉米油、葵花油及其调和油等植物油品种，其中以包装菜籽油类产品为主。从销售区域看，公司销售区域主要为华中、华东和西南地区，三者合计占比 97% 以上。随着公司持续市场开拓和产能布局，华东、华南占比将进一步提升。

图 2：公司 2019 年主营业务结构情况



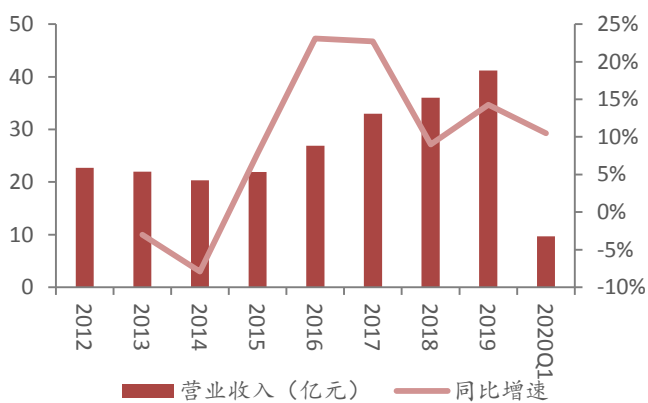
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2012 年以来主业分区域情况

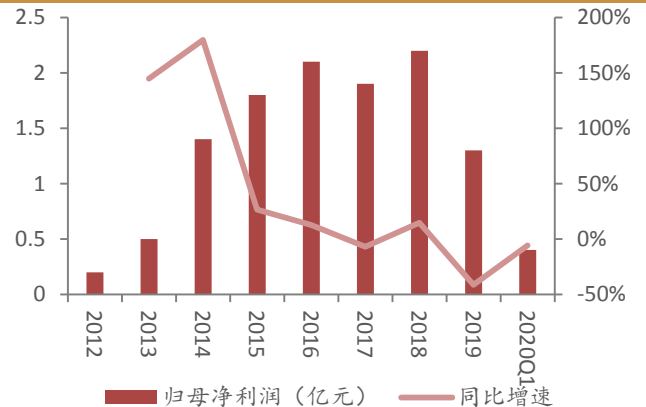


数据来源：公司公告，西南证券整理

**业绩状况：**公司自 2015 年以来收入总体保持平稳增长，2015-2019 年收入复合增速为 17.1%，2020Q1 收入增速为 10.5%。从利润端看，公司利润波动较大，2012-2016 年归母净利润快速增长，年均复合增速为 80.0%；2019 年原材料成本上升叠加品牌宣传投入加大，公司费用端大幅上升，导致归母净利润同比下降 41.3%，20Q1 受益于原材料价格下行和提价，扣非后净利润同比+73%。

**图 4：公司 2012 年以来营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：公司 2012 年以来净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 食用植物油行业进入成熟阶段，菜籽油低速增长

我国食用油行业经历 30 多年发展，目前已进入成熟阶段，行业规模趋于平稳。具体来看，我国食用油行业发展可划分为四个阶段：

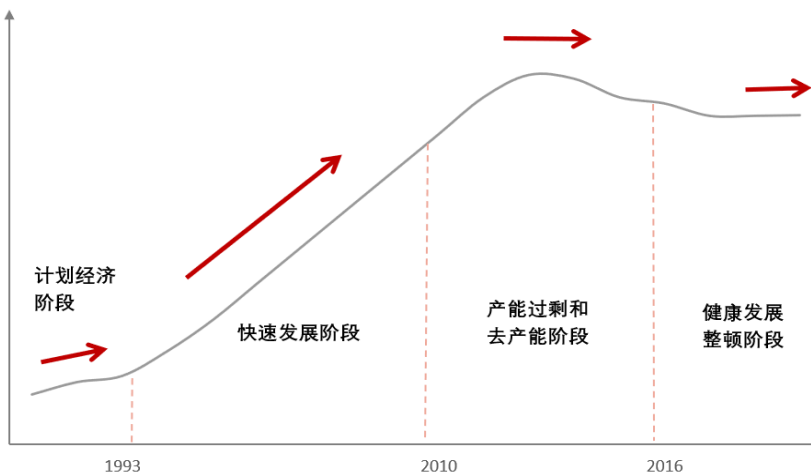
(1) 计划经济阶段（1993 年以前）：1993 年以前，国内油脂实施定量供应，油料加工业按计划生产，食用油行业效率低下，发展缓慢；

(2) 快速发展阶段（1994-2010 年）：我国食用油加工行业逐步市场化，行业规模快速扩张，跃居全球前列；

(3) 产能过剩和去产能阶段（2011-2016 年）：随着国内食用油行业的高速发展，国内食用油产业产能日益过剩，各大品牌食用油价格战异常激烈，食用油市场逐渐混乱，为了稳定市场环境，国家明确提出去除过剩产能；

(4) 健康发展整顿阶段（2017 年至今）：产能过剩后行业进入整合阶段，居民安全消费意识增强，政府出台政策规范食用油标准，行业进入健康发展整顿阶段。

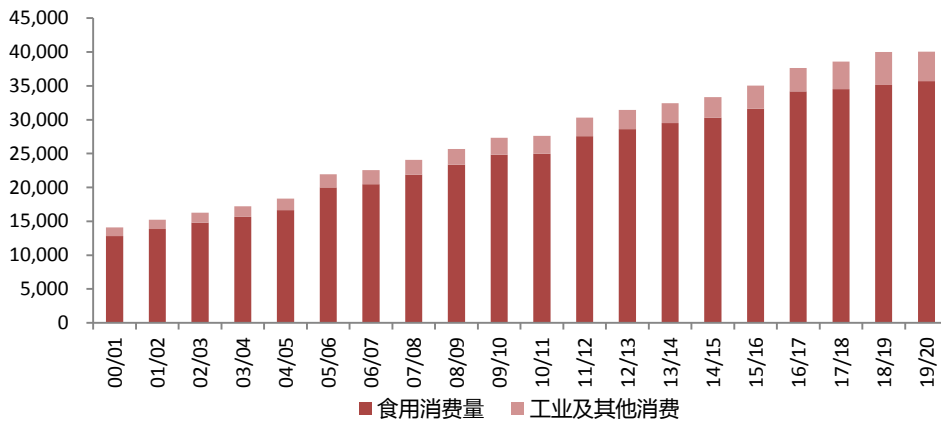
图 6：食用植物油行业进入成熟期



数据来源：中粮《中国食用油产业报告》、艾媒咨询，西南证券整理

过去二十年，食用植物油消费量 CAGR 为 6%左右。根据国家粮油信息中心数据显示，2019/20 年度，我国食用植物油消费量达到 4005 万吨，同比增加 6.5 万吨，其中食用消费量增加 56.5 万吨，工业消费量减少 50 万吨。过去二十年间，我国食用植物油消费量由 1280 万吨增长至 3568 万吨，年均复合增速为 6%左右。小包装油消费量呈稳健增长态势，散油消费逐步退出零售和批发市场，中包装替代散油消费不断增加。

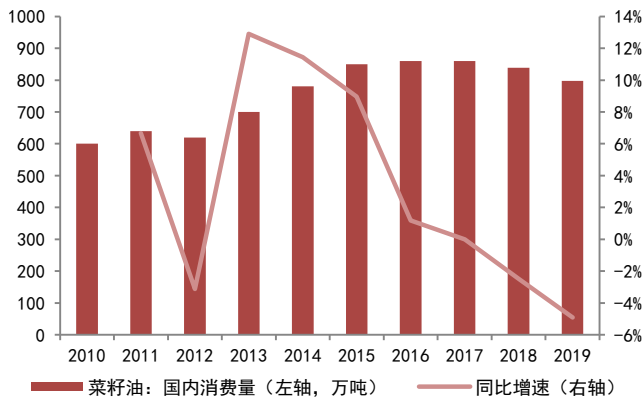
图 7：我国食用植物油消费量稳步提升（单位：千吨）



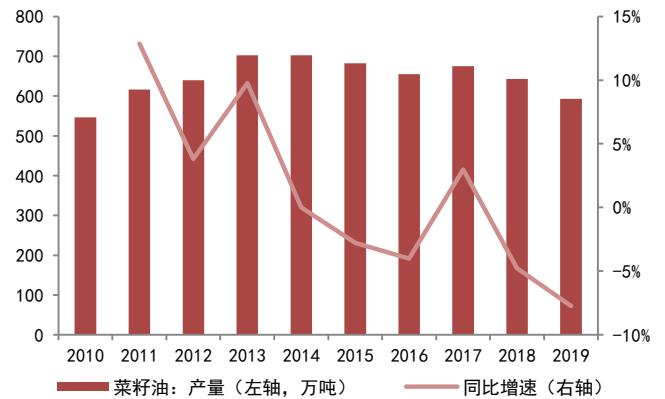
数据来源：国家粮油信息中心，西南证券整理；注：其中市场年度为当年 10 月至次年 9 月

菜籽油作为我国主要食用油之一，主要产于长江流域。长江流域既是油菜的主产区，也是菜油的加工区和首要消费区域，长江上中下游沿岸各省加工量约占全国总产量的 90%以上。长江上游三省一市（四川、贵州、云南、重庆）气候温和湿润，冬季无严寒，利于秋播油菜生长。长江中游（湖北、湖南、江西、安徽和河南信阳地区）雨水充沛，适宜油菜生长，产量分别占长江流域 50%以上，是长江流域油菜面积最大、分布最集中的产区。长江下游区域（江苏、浙江、上海）油料产量相对较少，但油脂产量高。油脂加工企业以生产豆油和菜油为主，规模较大，实力较强，经济效益较好。

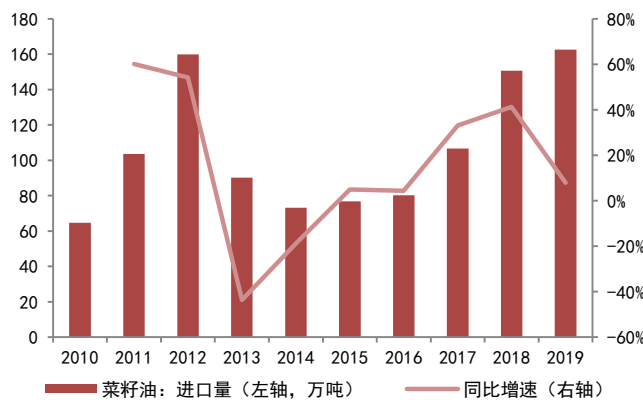
中国是全球菜籽油第一大生产国和消费国，总体消费量较为稳定。菜籽油产量于 2017 年达到顶点后菜籽油呈下行趋势，2019 年我国菜籽油消费量为 798 万吨，比 2018 年菜籽油消费量 834 万吨略有下降，国内菜籽油产量为 593 万吨，同比下滑 8%，行业增速逐步放缓。受我国油菜籽种植面积减少影响，我国菜籽油进口量有所增加，2019 年我国菜籽油进口量达 163 万吨，同比增长 8%。出口方面，我国菜籽油满足国内需求尚显不足，出口量一直保持低位。

**图 8：我国菜籽油消费量略有下滑**


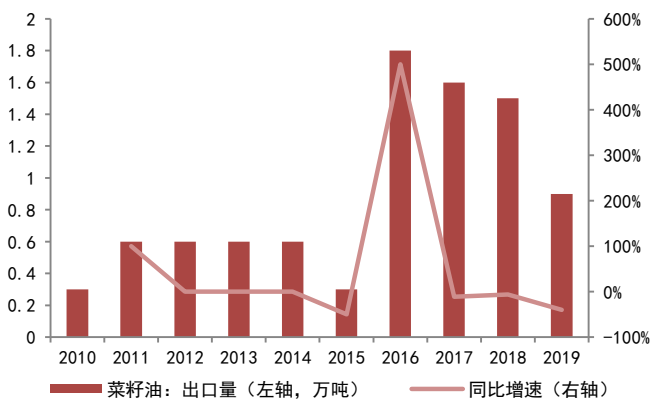
数据来源：Wind, USDA 西南证券整理

**图 9：我国菜籽油产量略有下滑**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 10：我国菜籽油进口量持续增加**


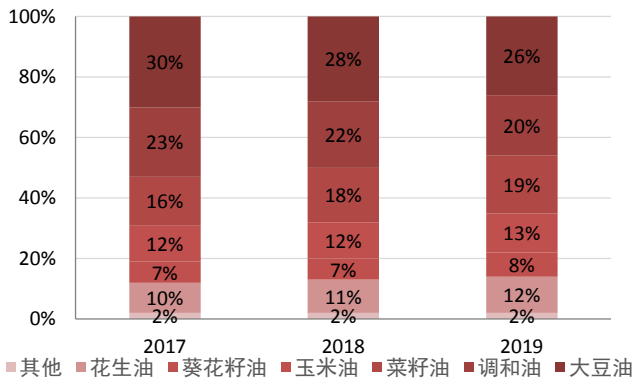
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 11：我国菜籽油出口量保持低位**


数据来源：Wind, 西南证券整理

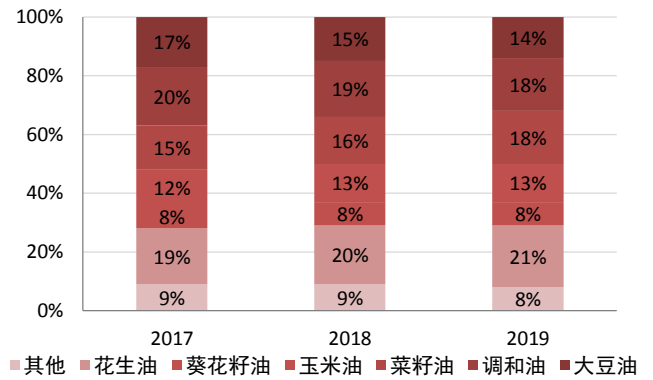
**小包装菜籽油占比提升。**食用油可分为植物油和动物油两大品类，植物油所占比重逐渐增多，占据主导地位。按原材料不同，植物油可划分为菜籽油、大豆油、玉米油、葵花籽油、橄榄油、调和油等品类；按照包装方式，可划分为散装油、中包装食用油以及小包装食用油。小包装食用油中，从销售量上看，中低价格带的大豆油、调和油、菜籽油、玉米油、葵花籽油占比较高，过去三年占比分别为 88%、87%、86%；但值得重视的是小包装领域，菜籽油占比在逐步提升，从益海嘉里招股说明书来看，小包装菜籽油占比从 17 年的 16% 提升至 19 年的 19%。

图 12: 小包装食用油销量结构



数据来源: 益海嘉里招股书, 西南证券整理

图 13: 小包装食用油销售额结构

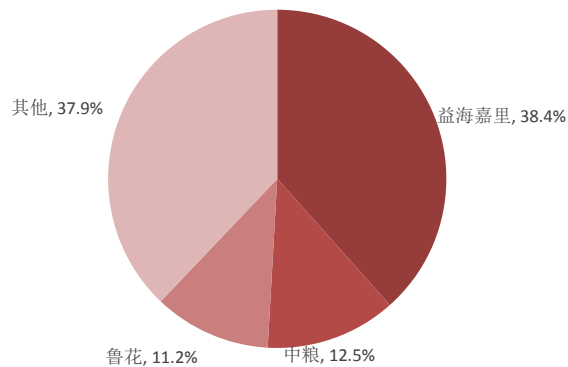


数据来源: 益海嘉里招股书, 西南证券整理

**食用植物油行业进入龙头+特色油品阶段。**目前食用油处于较为成熟发展阶段, 呈现出以金龙鱼、福临门为龙头, 叠加特色油品牌化阶段。2019 年金龙鱼食用植物油收入 815 亿元, 其中小包装食用油市占率为 38.4%, 居市场最大份额, 多品类运营, 尤其以豆油和调和油显著; 中粮福临门品牌亦是多油品运营, 2019 年小包装收入估计在 265 亿元左右, 市占率为 12.5%。在两大龙头多品类布局的格局下, 其他知名企业产品方面虽是多品种布局, 但已经明显具有特色油品的属性, 比如道道全以菜籽油著称、西王玉米油、鲁花花生油、多力葵花籽油。行业竞争格局进入龙头+特色油品品牌化阶段。

此种格局之下, 中小油品企业面临龙头的压力, 但在特色油品领域具有自身优势特征, 只要能够巩固好在该领域的品牌优势, 结合渠道布局和过硬的产品质量, 在特色油品领域可以取得长远的发展; 同时, 在特色油品取得绝对龙头之后, 布局多品种油。

图 14: 2019 年中国小包装食用油企业市场份额



数据来源: 益海嘉里招股书, 西南证券整理

### 3 产能和渠道协同，业绩迎来爆发期

公司业绩进入爆发期间。短期来看，原材料价格下行，叠加公司两次提价，20 年业绩爆发无忧。

中期来看，广东茂名和江苏靖江产能投产，产能受限得到有效缓解，倒逼销售和市场开拓；公司上市后，大力投放广告费用，品牌势能得到有效提升，具备从三四线城市进发一、二线城市的品牌基础。2020 年成立针对大型卖场、KA 和新渠道的营销公司；同时 2019 年 7 月规划在广东茂名和江苏靖江新建两大生产基地，估计于 2021 年春节前后达产，将从两个方面显著提升盈利能力：1) 小包装油产能大幅提升，结合渠道开拓，未来 1-3 年销量增长有望达到 20% 以上；2) 目前公司原材料以采购毛油为主，广东和江苏达产后，毛油自产，向上游延伸，原材料价格有望下降 5% 左右；同时，多余产能可以实现对外销售；产能和渠道协同，业绩进入加速增长阶段。

长期来看，布局菜籽油龙头+特色小品种油，不排除全品类发力。公司聚焦菜籽油领域，深耕长江流域、华南和西北等菜籽油核心消费区域，提升菜籽油市占率，同时逐步导入其他特色小品种油，2020 年下半年逐步推出茶籽油、核桃油、特色菜籽油等高附加小油品，形成菜籽油+特色小品种油的产品组合。在成为菜籽油龙头的同时，不排除全品类发力。

#### 3.1 短期：原材料下行，产品涨价，20 年业绩爆发无忧

**菜籽原材料价格预期下行。**自 2015 年以来，我国菜籽油价格处于震荡上行的态势，2019 年由年初 6357 元/吨上涨至年末 7738 元/吨，2020 年 3 月一度回落至 6674 元后逐步反弹。当前国产菜籽已陆续上市，对国内菜籽油供应形成有效补充，同时全球疫情，对菜籽需求减少，中短期看，未来菜籽油价格或将出现回落。

受原材料价格上涨和公司战略发展需要，道道全于 19 年三季度和 20 年 3 月份持续两次提价，总体提价幅度将近 10%；而公司原材料采购均价 20 年环比有所下降。受益于提价和原材料价格下行，20Q1 公司扣非后净利润同比+73%，20Q2 原材料价格进一步下行，预计公司业绩将呈现爆发式增长。

图 15：菜籽油期货收盘价格走势



数据来源：Wind，西南证券整理

### 3.2 中期：产能和渠道双协同，进入加速增长阶段

目前，公司市场分布主要以长江流域为主，湖南、湖北和川渝地区是核心市场，渠道以三四线城市流通市场为主，兼具部分中小型商超和餐饮，大型卖场和 KA 渠道鲜有铺货。主要原因是未上市之前，受产能和品牌势能限制，公司渠道向上突破面临困难。2017 年上市之后，加大费用投放，包括央视在内的多渠道运营，拔高品牌势能；同时募投项目相继达产，2019 年 7 月规划在广东茂名和江苏靖江分别投资 10-12 亿元新建两大生产基地，估计于 2021 年春节前后达产，未来 1-3 年产能和渠道双协同，进入加速增长阶段。

表 1：公司产能情况（单位：万吨）

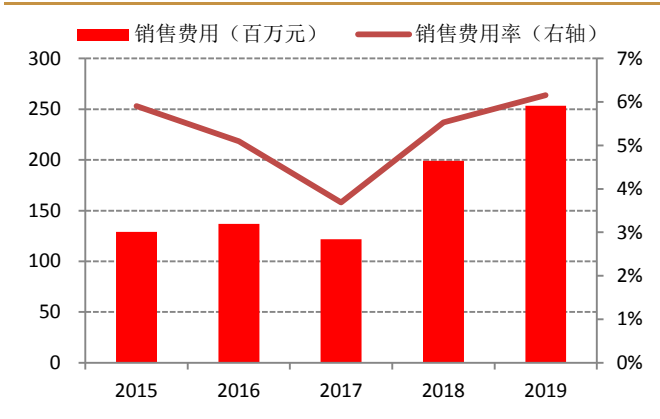
		压榨	精炼	包装
现有	岳阳	30	30	30
	重庆	1.5	18	10
2020-2022	靖江	90	30	30
	茂名	60	30	30

数据来源：公司公告，西南证券整理

**品牌势能提升，渠道开拓和下沉，布局大卖场和 KA。**公司上市后，持续进行费用投入，近两年销售费用金额均在 2 亿元左右（17-19 年市场宣传费分别为 0.4 亿元、1.2 亿元、1.5 亿元），销售费用率也从 17 年的 3.7% 提升至 19 年的 6.2%。线上线下、全国和区域相互协同，线上主要是电视和网络植入，央视投放广告，包括 2020 年春节晚会投放全国性广告，彰显公司布局全国市场的决心；同时，公司对于湖南、湖北、重庆等核心市场，进行区域线上广告投放，结合地推人员，带动销量持续增长。

上市+3—5 年品牌势能拉升，公司具备了从三四线城市往一二线城市进军的品牌基础，20 年 6 月份公司成立对接大型 KA 和新渠道的营销公司，采用直营模式拓展市场。结合产能布局，下一步重点布局华东和华南市场是公司核心战略的一步。华东和华南历来是消费品争夺的核心市场，亦是中国经济发展最好的两个区域，占领经济和优势区域高地，再协同向其他三四线城市做渠道下沉，事半功倍、游刃有余；看好公司品牌和渠道双协同，业绩进入爆发期。

值得一提的是，即使是核心市场两湖、西南区域，核心城市和大型商超并未大规模铺货，大本营长沙渠道覆盖率不足 40%，在商超布局铺货和品牌势能提升的趋势下，公司市场开拓和渠道下沉将进入加速阶段。

**图 16: 道道全近三年费用投放明显增加**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 17: 道道全投放央视《开门大吉》**


数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3.3 长期：菜籽油+小品种油，打造差异化竞争核心优势

长期——菜籽油龙头+特色小品种油，不排除全品类发力。公司聚焦菜籽油领域，深耕长江流域、华南和西北等菜籽油核心消费区域，提升菜籽油市占率，同时逐步导入其他特色小品种油，2020年下半年逐步推出茶籽油、核桃油、特色菜籽油等高附加小油品，形成菜籽油+特色小品种油的产品组合。在成为菜籽油龙头的同时，不排除全品类发力。

2019年，公司纯菜籽油销量超过30万吨，估计与金龙鱼相差不大，但远远高于其他竞品。但道道全目前布局的核心渠道仅为华中、西南等区域，全国大量的其他区域均处于大力开拓中；即使华中和西南渠道，一二线城市或核心商超等渠道均未大规模布局，渠道空白率达到一半左右。因此，如果道道全渠道建设发力，类比其他竞品渠道覆盖率，公司仅菜籽油就有望达到百万吨。在巩固渠道和菜籽油市占率同时，公司积极布局其他小品种油，尤其是茶籽油，是湖南地区具有核心竞争力的产品。

## 4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：假设 2020-2022 年公司包装油品类销售额同比增长 30%、28%、26%，毛利率分别为 13.5%、14%、14.5%；

假设 2：假设 2020-2022 年公司粕类销售额维持 30% 增长，毛利率分别为 4%、5%、6%；

假设 3：假设 2020-2022 年公司散装油销售额维持 20% 增长，毛利率分别为 5%、6%、6%。

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 2: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
包装油	收入	3160.40	4108.52	5258.91	6626.22
	增速	18.4%	30.0%	28.0%	26.0%
	毛利率	11.08%	13.50%	14.00%	14.50%
粕类	收入	587.81	764.16	993.40	1,291.43
	增速	-6.2%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	1.85%	4.00%	5.00%	6.00%
散装油	收入	338.90	406.68	488.02	585.62
	增速	20.0%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	5.00%	5.00%	6.00%	6.00%
其他	收入	29.61	34.05	39.16	45.04
	增速	30.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	收入	4,116.73	5,313.42	6,779.49	8,548.31
	增速	15.69%	29.07%	27.59%	26.09%
	毛利率	9.18%	11.40%	12.02%	12.56%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2020-2022 年收入分别为 53.1 亿元、67.8 亿元、85.5 亿元, 归母净利润分别为 2.1 亿元、2.9 亿元、3.7 亿元, 未来三年归母净利润将保持 42% 的复合增长率, 给予公司 2020 年 35x 估值, 对应目标价 25.2 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

**表 3: 可比公司估值情况**

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			营业收入 (百万元)			归母净利润 (百万元)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
002852.SZ	道道全	62	44	27	19	4,117	5,313	6,780	129	207	294
603288.SH	海天味业	4,243	66	56	46	19,797	22,995	26,667	5,353	6,177	7,402
600872.SH	中炬高新	506	70	43	34	4,675	5,312	6,191	718	858	1064
603317.SH	天味食品	330	111	90	74	1,727	2,317	3,008	297	365	443
603027.SH	千禾味业	218	77	57	46	1,355	1,653	1,981	198	243	304

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

原材料价格或大幅波动、市场开拓未达预期风险、产能未如期达产。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4116.73	5313.42	6779.50	8548.31	净利润	124.25	207.05	293.53	368.09
营业成本	3738.99	4707.87	5964.30	7474.89	折旧与摊销	52.15	66.42	68.66	72.00
营业税金及附加	8.86	11.44	14.59	18.40	财务费用	-1.59	0.00	0.00	0.00
销售费用	253.44	318.81	406.77	555.64	资产减值损失	-1.42	0.00	0.00	0.00
管理费用	63.80	79.70	101.69	128.22	经营营运资本变动	564.18	-188.68	-203.56	-241.16
财务费用	-1.59	0.00	0.00	0.00	其他	-914.58	-70.64	-99.99	-121.57
资产减值损失	-1.42	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-177.01</b>	<b>14.14</b>	<b>58.64</b>	<b>77.37</b>
投资收益	98.41	80.00	100.00	120.00	资本支出	-91.29	-80.00	-95.00	-118.00
公允价值变动损益	-0.78	0.00	0.00	0.00	其他	514.95	80.00	100.00	120.00
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>423.66</b>	<b>0.00</b>	<b>5.00</b>	<b>2.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>169.78</b>	<b>275.61</b>	<b>392.15</b>	<b>491.16</b>	短期借款	0.00	273.48	82.97	97.51
其他非经营损益	-4.06	-0.88	-1.53	-1.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>165.72</b>	<b>274.73</b>	<b>390.62</b>	<b>489.56</b>	股权融资	13.00	0.00	0.00	0.00
所得税	41.47	67.69	97.09	121.47	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	124.25	207.05	293.53	368.09	其他	-287.92	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-4.59	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-274.92</b>	<b>273.48</b>	<b>82.97</b>	<b>97.51</b>
归属母公司股东净利润	128.84	207.05	293.53	368.09	<b>现金流量净额</b>	<b>-28.69</b>	<b>287.62</b>	<b>146.61</b>	<b>176.88</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	243.72	531.34	677.95	854.83	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	221.46	263.62	342.90	429.15	销售收入增长率	14.34%	29.07%	27.59%	26.09%
存货	899.10	1122.77	1424.93	1789.80	营业利润增长率	-41.87%	62.33%	42.28%	25.25%
其他流动资产	290.74	305.81	325.49	349.23	净利润增长率	-43.91%	66.64%	41.77%	25.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-34.09%	55.23%	34.73%	22.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	789.94	789.33	796.47	820.28	毛利率	9.18%	11.40%	12.02%	12.56%
无形资产和开发支出	166.42	180.61	199.80	221.99	三费率	7.67%	7.50%	7.50%	8.00%
其他非流动资产	90.49	90.49	90.49	90.49	净利率	3.02%	3.90%	4.33%	4.31%
<b>资产总计</b>	<b>2701.88</b>	<b>3283.95</b>	<b>3858.03</b>	<b>4555.77</b>	ROE	6.13%	9.26%	11.61%	12.71%
短期借款	0.00	273.48	356.45	453.96	ROA	4.60%	6.30%	7.61%	8.08%
应付和预收款项	498.96	585.69	756.02	955.38	ROIC	6.18%	10.25%	12.42%	13.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.35%	6.44%	6.80%	6.59%
其他负债	175.07	189.88	217.13	249.90	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>674.02</b>	<b>1049.05</b>	<b>1329.60</b>	<b>1659.25</b>	总资产周转率	1.51	1.78	1.90	2.03
股本	289.00	289.00	289.00	289.00	固定资产周转率	5.65	6.87	8.95	11.31
资本公积	1040.28	1040.28	1040.28	1040.28	应收账款周转率	129.27	128.56	133.23	130.98
留存收益	797.46	1004.51	1298.03	1666.13	存货周转率	5.23	4.63	4.65	4.63
归属母公司股东权益	1967.46	2174.51	2468.03	2836.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.27%	—	—	—
少数股东权益	60.39	60.39	60.39	60.39	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2027.85</b>	<b>2234.90</b>	<b>2528.42</b>	<b>2896.52</b>	资产负债率	24.95%	31.94%	34.46%	36.42%
负债和股东权益合计	2701.88	3283.95	3858.03	4555.77	带息债务/总负债	0.00%	26.07%	26.81%	27.36%
					流动比率	2.82	2.31	2.23	2.18
					速动比率	1.29	1.15	1.08	1.04
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.45	0.72	1.02	1.27
					每股净资产	7.02	7.73	8.75	10.02
					每股经营现金	-0.61	0.05	0.20	0.27
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	220.34	342.03	460.81	563.16					
PE	43.70	27.19	19.18	15.29					
PB	2.78	2.52	2.23	1.94					
PS	1.37	1.06	0.83	0.66					
EV/EBITDA	22.97	14.76	10.81	8.71					
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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@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