

业绩符合预期, 多线业务发展助力公司再启航

投资要点

- 业绩总结:** 公司2020年上半年实现营业收入115.1亿元, 同比增长6.0%; 实现归母净利润588万元, 同比减少97.4%, 主要由于20Q1新冠疫情对公司经营造成不利影响、公司股权激励费用摊销、印度子公司卢比贬值导致的汇兑损失以及动力电池业务持续投入但暂未实现盈利所致。2020Q2实现收入与归母净利润分别为63.1亿、1.09亿元, 同比增长2.2%、14.2%, 符合预期。
- 手机电池模组龙头, 5G换机潮+双电芯趋势将带动公司盈利能力提升。** 公司是全球手机电池模组领域龙头, 2019年全球手机电池模组市场占有率26%。公司深度绑定全球主流手机厂商, 未来在5G换机潮以及双电芯策略提升手机电池容量的趋势下, 电池ASP将大幅增加, 公司盈利能力有望提升。
- 笔电电池模组市占率逐年提升, 绑定大客户有望持续受益。** 随着笔记本电脑由传统的18650电池向锂聚合物电池转换, 依托在电池模组领域的深厚积累, 公司先后突破联想、苹果、戴尔、华为等全球主流笔记本电脑客户, 全球市场占有率从2015年的1.5%提升至2018年的近5%, 在笔电软包电池渗透率逐步提升的背景下, 未来有望持续受益。
- 电芯自供比率提升, 将为公司打开盈利空间。** 公司2014年收购东莞锂威51%股权切入锂离子电芯业务, 2018年收购剩余49%的股权。经过多年的技术沉淀, 公司掌握了多项核心技术和先进工艺, 2018年公司消费锂离子电芯整体自供率为9.5%, 2019年约为14%。随着兰溪锂威逐步投产, 预计公司2022年消费电池电芯产能将达到4亿支, 为电芯自供率提升奠定基础。
- 动力电池业务快速发展, 长期可期。** 公司2019年动力电池装机量0.65GWh, 同比提升586%, 排名首次进入国内前十。预计到2020年底, 公司将拥有14GWh PACK和12GWh电芯产能。目前公司已开始给雷诺、日产等车企批量供货, 动力电池装机量有望快速提升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为0.52元、0.87元、1.15元, 未来三年归母净利润将保持34%的复合增长率。公司目前多线业务布局, 经营情况持续改善, 给予公司2021年35倍估值, 对应目标价30.53元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 消费电池电芯出货不及预期、动力电池装机量不及预期、汇兑损失风险。

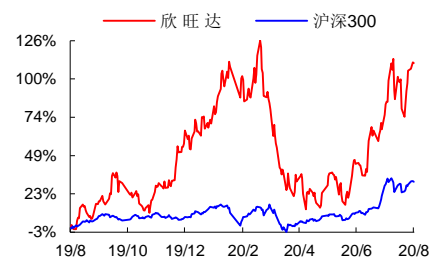
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	25240.66	29410.30	37681.38	43871.95
增长率	24.10%	16.52%	28.12%	16.43%
归属母公司净利润(百万元)	750.97	808.45	1368.63	1808.00
增长率	7.06%	7.65%	69.29%	32.10%
每股收益EPS(元)	0.48	0.52	0.87	1.15
净资产收益率ROE	12.52%	12.14%	17.40%	19.23%
PE	51	47	28	21
PB	6.65	5.97	5.03	4.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 倪正洋
执业证号: S1250520030001
电话: 021-58352138
邮箱: nzy@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)	15.69
流通A股(亿股)	13.89
52周内股价区间(元)	11.53-26.34
总市值(亿元)	378.58
总资产(亿元)	237.11
每股净资产(元)	3.70

相关研究

目 录

1 公司概况：全球消费电子 PACK 龙头，业务纵横拓展进行时	1
2 2020 年中报符合预期，下半年各业务有望其发力	2
2.1 手机电池模组龙头，5G 换机潮+双电芯趋势将带动公司盈利能力提升	3
2.2 笔电电池模组市占率逐年提升，绑定大客户有望持续受益.....	5
2.3 电芯自供比率持续提升，公司盈利空间已打开	7
2.4 动力电池业务快速发展，长期可期	8
3 盈利预测与估值	9
3.1 盈利预测	9
3.2 相对估值	10
4 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司六大产业群.....	1
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 公司 2020H1 营收 115.1 亿元, 同比增长 6.0%.....	3
图 5: 公司 2020H1 归母净利润 588 万元, 同比减少 97.4%.....	3
图 6: 公司 2020H1 主营业务结构情况.....	3
图 7: 公司 2020H1 主营业务毛利情况.....	3
图 8: 手机 PACK 营收及增长率.....	4
图 9: 手机 PACK 毛利率.....	4
图 10: 全球和中国智能手机出货量.....	4
图 11: 全球智能手机市场规模预测.....	4
图 12: iPhone X 双电芯电池.....	5
图 13: 全球智能手机出货量及市场份额.....	5
图 14: 中国智能手机出货量及市场份额.....	5
图 15: 笔电 PACK 营收及增长率.....	6
图 16: 笔电 PACK 毛利率.....	6
图 17: 全球笔记本电脑份额.....	6
图 18: 全球平板电脑出货量及市占率.....	6
图 19: 软包电池在全球笔记本锂电池的份额占比逐年提升.....	7
图 20: 动力电池业务营收及增长率.....	8
图 21: 动力电池业务毛利率.....	8

表 目 录

表 1: 公司消费类电芯核心技术.....	7
表 2: 分业务收入及毛利率.....	9
表 3: 可比公司估值.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

1 公司概况：全球消费电池 PACK 龙头，业务纵横拓展进行时

欣旺达成立于 1997 年，同年成为电池 OEM、ODM 供应商，先后进入康佳、飞利浦、NEC、海尔、联想、ATL、三星、中兴、OPPO、亚马逊、小米等供应链，涉及多种产品。2003 年布局模具、注塑、表面处理，2008 年研发电动汽车锂离子电池模组，2012 年成立自动化事业部，2014 年成立动力电池事业部，对新能源产业进行全面布局，同年投资成立欣旺达电动汽车电池有限公司、禹州禹科光伏电力有限公司，拓展下游产业，2018 年动力电池芯正式投产，2020 年通过 ASPICE CL2 国际认证，进一步提升公司在动力电池 BMS 方面的研发能力。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司以锂离子电池模组为主要产品，形成了动力电池及动力总成、储能系统与能源互联网、3C 消费类电池、智能硬件、自动化与智能制造、第三方检测服务等六大产业群。

图 2：公司六大产业群

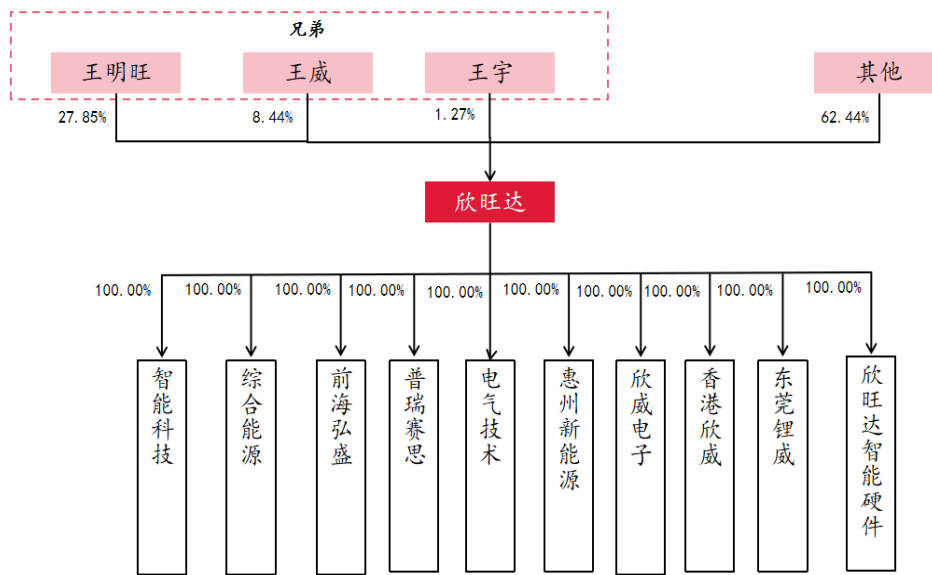


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司创始人王明旺先生与公司现任董事长王威先生，白手起家从销售做起，自 1994 年开始从事镍氢电池的制造加工，1997 年共同创办欣旺达。董事长王威先生在智能制造领域经验丰富，2008 年主导成立自动化测试部，2011 年成立自动化事业部，使公司有能力自主设计自动化产线。并且在生产管理中全面实施信息化建设，提升产品品质。

目前王明旺共持有公司 36.29% 股份，为公司实际控制人，其中 27.85% 为其直接持股，其兄弟王威担任公司董事长并持有公司 8.44% 的股份。除其兄弟王宇外，公司其余前十大股东多为基金持股。

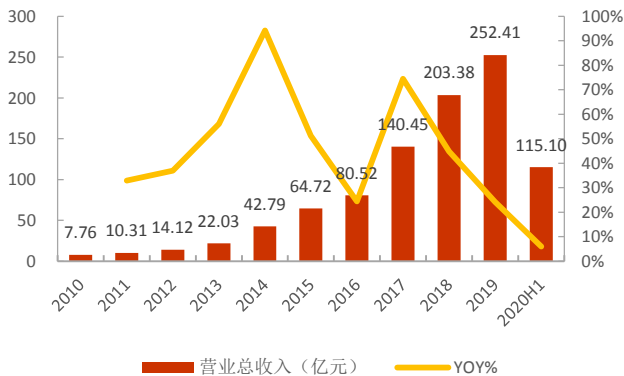
图 3：公司股权结构



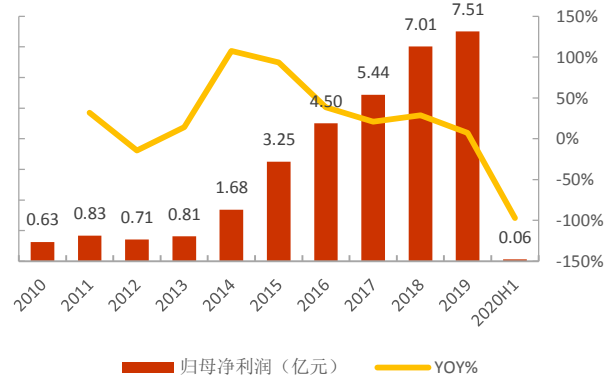
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 2020 年中报符合预期，下半年各业务有望其发力

公司业绩状况：公司 2020 年上半年实现营业收入 115.1 亿元，同比增长 6.0%；实现归母净利润 588 万元，同比减少 97.4%，主要由于 20Q1 新冠疫情对公司经营造成不利影响、公司股权激励费用摊销、印度子公司卢比贬值导致的汇兑损失以及动力电池业务持续投入但暂未实现盈利所致。2020Q2 实现收入与归母净利润分别为 63.1 亿、1.09 亿元，同比增长 2.2%、14.2%。

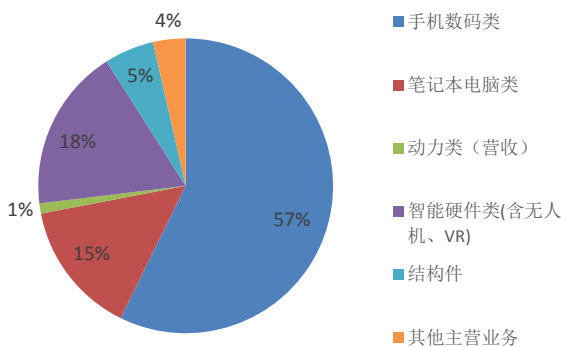
图 4: 公司 2020H1 营收 115.1 亿元, 同比增长 6.0%


数据来源: WIND, 西南证券整理

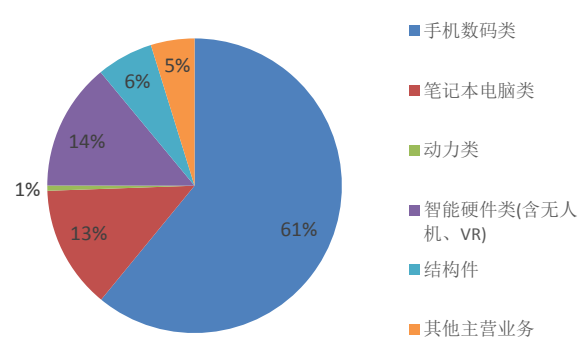
图 5: 公司 2020H1 归母净利润 588 万元, 同比减少 97.4%


数据来源: WIND, 西南证券整理

公司主营业务结构: 公司收入主要来自消费电池模组, 占比 72%, 其中手机类占比 57%, 笔电类占比 15%; 手机类贡献毛利 62%, 笔电类和智能硬件类均贡献 14%, 三块业务贡献超 9 成的毛利, 动力电池类、结构件以及其他主营业务体量较少, 导致贡献毛利较少。

图 6: 公司 2020H1 主营业务结构情况


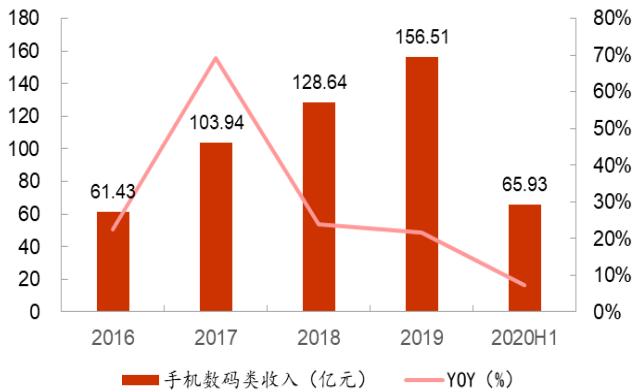
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 公司 2020H1 主营业务毛利情况


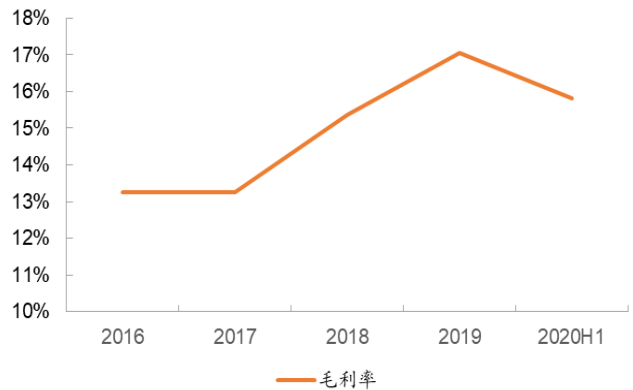
数据来源: Wind, 西南证券整理

2.1 手机电池模组龙头, 5G 换机潮+双电芯趋势将带动公司盈利能力提升

手机电池模组业务是公司的核心业务。2020 年上半年手机电池模组实现收入 65.9 亿元, 同比增长 7.4%, 毛利率 15.8%, 同比提升 2.7 个百分点, 主要是由于公司与国际化大客户合作广度与深度进一步加强, 形成稳定的大客户群体, 成为公司业绩增长的巨大保障。同时公司积极加大研发力度, 设计应用于 5G 手机方案的新产品于多款品牌旗舰手机, 提高单位产品的附加值。

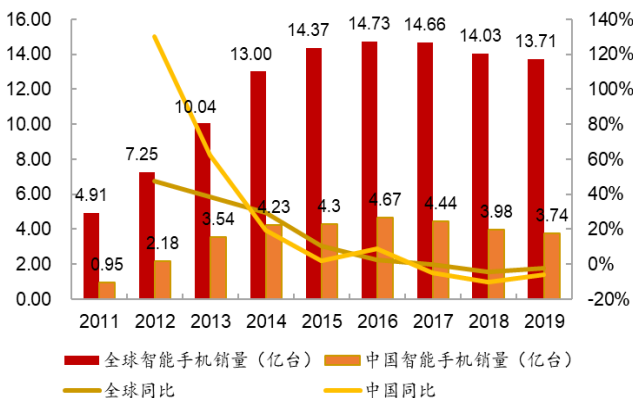
图 8: 手机 PACK 营收及增长率


数据来源: WIND, 西南证券整理

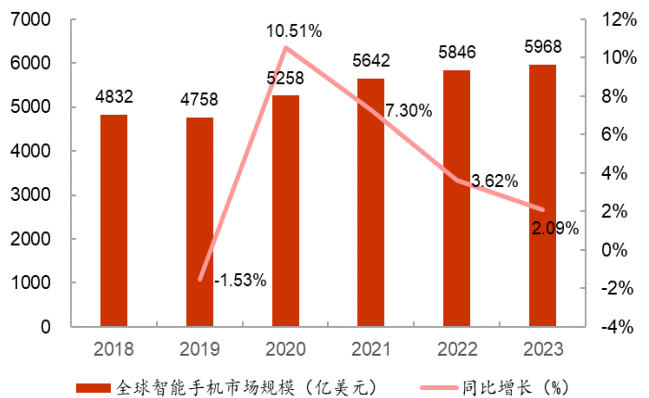
图 9: 手机 PACK 毛利率


数据来源: WIND, 西南证券整理

5G 换机潮引领智能手机触底反弹。全球智能手机销量自 2011 年保持了连续 5 年的高速增长, 年均复合增速达到 20%。2017 年开始, 国内外智能手机销量连续三年出现负增长, 智能手机进入存量市场。根据 IDC 数据显示, 2019 年全球智能手机出货量 13.71 亿台, 同比下滑 2.28%。但是随着 5G、折叠屏和全面屏等新技术的出现, 搭载相应软硬件功能的智能手机逐步放量, IDC 预计 2023 年全球智能手机市场规模将达到 5968 亿美元, 全球智能手机市场前景广阔。

图 10: 全球和中国智能手机出货量


数据来源: IDC, 西南证券整理

图 11: 全球智能手机市场规模预测


数据来源: IDC, 西南证券整理

双电芯技术带动电池模组环节价值量提升。目前双电芯技术已被华为、OPPO、苹果等手机厂商应用, 能够在消除安全隐患地基础上, 将电池容量提升一个等级, 以满足消费者对于手机长续航的需求。双电芯技术能够提升电池模组环节的附加值, 电池容量越大, 价值量越高。苹果 iPhone 8 Plus 采用的是单电芯, 电池容量 2675mAh, 而 iPhone X 和 iPhone XS Max 则采用双电芯技术, 电池容量分别提升至 2716mAh 和 3174mAh, 显著提升了电池容量水平。

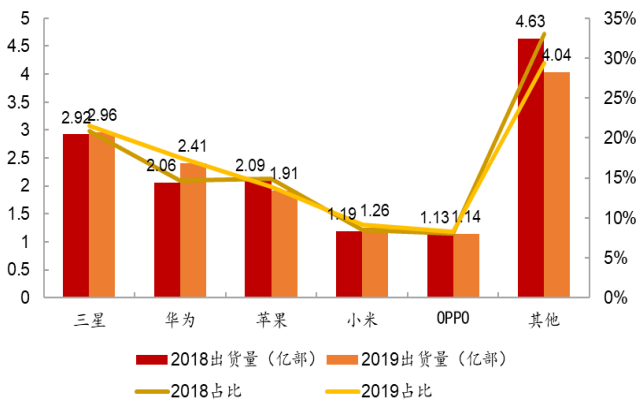
图 12: iPhone X 双电芯电池



数据来源: ZOL, 西南证券整理

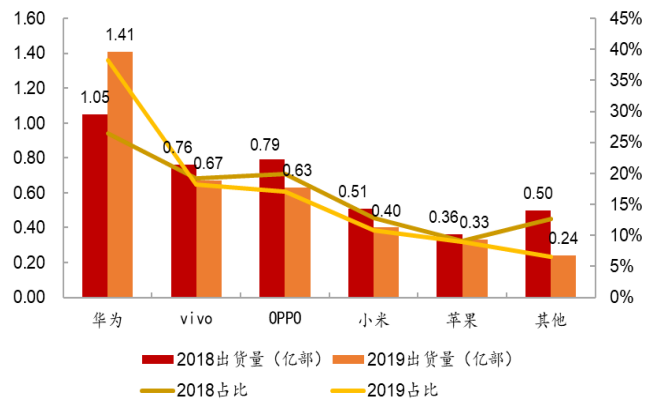
公司深度绑定国内主流手机厂商, 5G 渗透率提升将带动公司盈利能力提升。2019 年中国智能手机市场出货量为 3.74 亿台, 同比下滑 6.03%。然而, 中国作为推广 5G 商用的主要国家, 5G 智能手机势必会带来中国智能手机出货量的增长。根据 Canalys 预测, 2020 年中国智能手机中 17.5% 将支持 5G 功能, 到 2023 年这一比例将上升至 62.7%。2023 年全球 5G 手机的出货量将达到近 8 亿部, 占有智能手机出货总量的 51.4%。其中, 中国将占据 5G 智能手机出货总量的 34%。客户方面, 公司深度绑定华为、小米、OPPO、vivo 等国内主流手机厂商, 在其手机电池 PACK 的业务中份额均占到 40% 左右, 5G 手机对于电池容量的要求增加将带动电池 ASP 提升。因此, 随着中国市场 5G 渗透率的迅速提升, 公司将直接受益。

图 13: 全球智能手机出货量及市场份额



数据来源: IDC, 西南证券整理

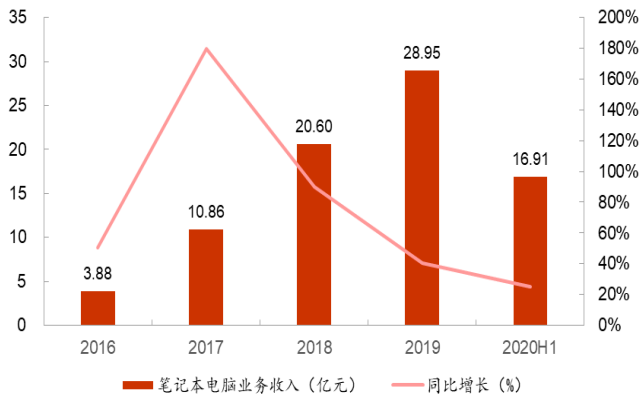
图 14: 中国智能手机出货量及市场份额



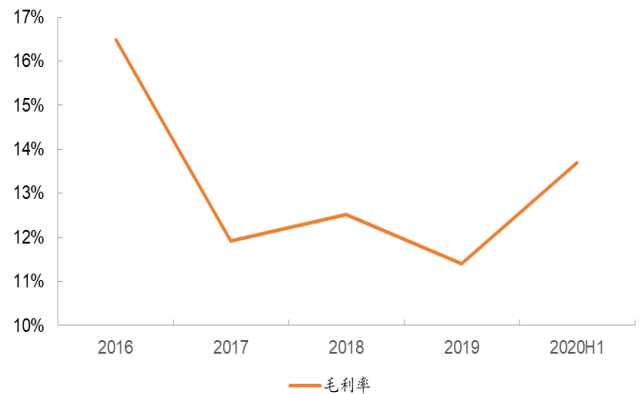
数据来源: IDC, 西南证券整理

2.2 笔电电池模组市占率逐年提升, 绑定大客户有望持续受益

公司 2020 年上半年笔电业务实现营业收入 16.9 亿元, 同比增长 25.2%, 毛利率 13.7%, 和去年同期持平。公司凭借技术储备、品质管控、供应链资源、自动化产线等核心竞争力, 服务于全球领先的厂商, 得到国内外众多优质客户的认可, 为未来业绩持续快速增长提供了重要保证。

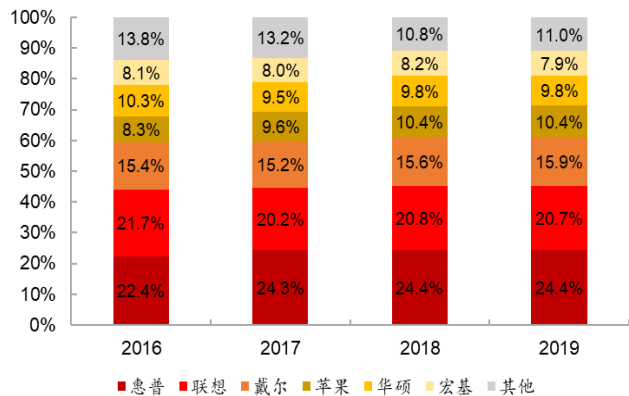
图 15: 笔电 PACK 营收及增长率


数据来源: WIND, 西南证券整理

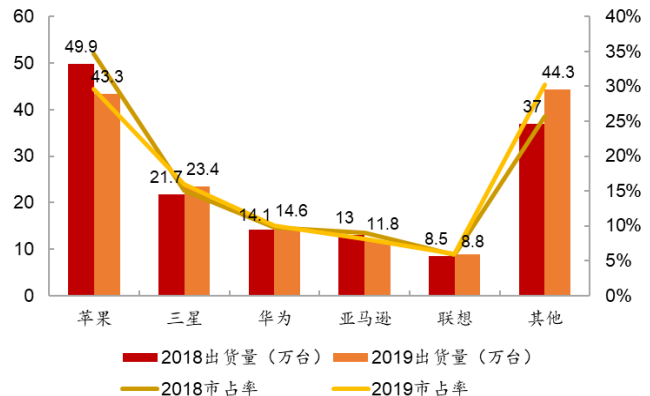
图 16: 笔电 PACK 毛利率


数据来源: WIND, 西南证券整理

全球电脑市场趋于饱和, 总体增长稳定。从笔记本电脑领域来看, 全球笔记本电脑市场趋于饱和, 总体增长逐渐稳定。根据 IDC 数据显示, 由于智能手持设备对市场的冲击, 全球笔记本电脑 2015 年-2018 年的出货量整体维持平稳, 约 1.6 亿台。其中, 2018 年全球笔记本电脑出货量为 1.64 亿台。IDC 预测, 2022 年全球笔记本电脑出货量将达到 1.67 亿台。从平板电脑领域来看, 全球平板电脑出货量略有下滑。根据 IDC 数据显示, 2018 年全球变形平板电脑和直板平板电脑出货量合计为 1.50 亿台, 预计 2022 年约为 1.29 亿台。总体来说, 从全球电脑市场来看, 电脑的各个领域均趋于饱和状态, 全球电脑市场增长规模将继续保持稳定, 这将为公司提供持续平稳的增长力。

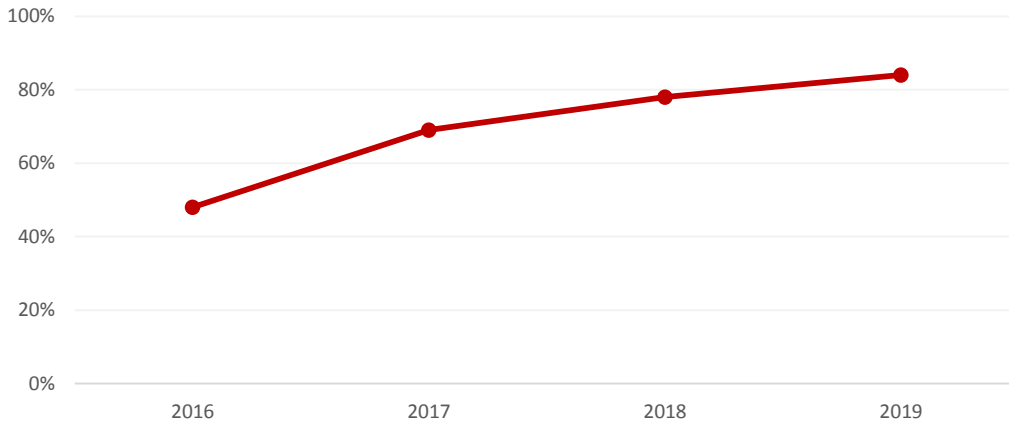
图 17: 全球笔记本电脑份额


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 全球平板电脑出货量及市占率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

笔电电池模组市占率逐年提升, 绑定大客户有望持续受益。根据 B3 数据显示, 2016 年至 2019 年软包电池在全球笔记本锂电池的份额占比分别达到 48%/69%/78%/84%, 替代进程逐年加速, 主要是由于和传统 18650 电池相比, 软包电池具有安全性能高、单体及系统能量密度强、不易发生衰减等特点, 能够很好地满足客户需求。随着笔记本电脑由传统的 18650 电池向锂聚合物电池转换, 依托在电池模组领域的深厚积累, 公司先后突破联想、苹果、戴尔、华为等全球主流笔记本电脑客户, 全球市场占有率从 2015 年的 1.5% 提升至 2018 年的近 5%, 在笔电软包电池渗透率逐步提升的背景下, 未来有望持续受益。

图 19: 软包电池在全球笔记本锂电池的份额占比逐年提升


数据来源: B3, 西南证券整理

2.3 电芯自供比率持续提升, 公司盈利空间已打开

布局上游电芯环节, 核心技术取得突破。锂离子电芯是锂离子电池模组的“心脏”, 为锂离子电池模组提供向外输出的电能。欣旺达实现了电芯+模组的一体化生产, 为客户提供了一站式服务。2014 年公司收购东莞锂威 51% 股权, 开始切入锂离子电芯业务, 2016 年 9 月成立东莞锂威全资子公司惠州锂威。2018 年, 收购东莞锂威剩余 49% 的股权, 收购完成后, 欣旺达拥有东莞锂威 100% 的股权。经过多年的技术沉淀, 公司掌握了多项核心技术和先进工艺, 公司主要产品的核心技术主要通过自主研发的方式获得, 具有自主知识产权。

表 1: 公司消费类电芯核心技术

序号	核心技术	技术先进性说明	产品应用	技术领先程度	所处阶段
1	4.4V 高低温兼顾电芯	1、-10°C 0.2C 3.4V 放电容量达 65% 以上 2、可满足 60°C28D 以上存储	消费类电芯	国内领先	批量生产
2	4.4V 高能量密度非快充电芯	4.4V 能量密度达 700Wh/L 以上	消费类电芯	国内领先	批量生产
3	4.4V 高能量密度快充电芯	1、能量密度达 680Wh/L 以上 2、可满足常温 2C 以上充电 3、可满足 0°C0.7C 以上充电 4、可满足 0°C 以下充电	消费类电芯	国内领先	批量生产
4	大容量电芯抗跌落技术	1、解决大容量锂离子电芯极限跌落类机械可靠性 2、量产可自动化生产, 生产效率高	消费类电芯	国内领先	批量生产
5	4.4V 大容量高安全电芯技术	1、5Ah 以上电芯可满足热箱极限测试 2、可满足 0.2C10V 以上过充	消费类电芯	国内领先	批量生产
6	4.45V 非快充电芯技术	能量密度达 725Wh/L 以上	消费类电芯	国内领先	批量试产
7	4.45V 快充电芯技术	1、能量密度达 700Wh/L 以上 2、可满足常温 2C 以上充电 3、可满足 0°C0.5C 以上充电	消费类电芯	国内领先	批量试产
8	高温长寿命电芯	1、满足笔记本 3 年以上使用寿命 2、可满足 60°C35D 以上存储	消费类电芯	国内领先	批量生产

序号	核心技术	技术先进性说明	产品应用	技术领先程度	所处阶段
9	阳极涂层技术	1、更好膜片粘接性 (可降低 SBR 含量) 2、提高电子导电率, 降低直流内阻	消费类电芯	国内领先	批量生产
10	超硬电芯技术	1、电芯硬度提升 5 倍以上 2、其它性能不恶化	消费类电芯	国内领先	批量生产
11	闪充电技术	可满足 3C 以上大倍率充电, 满充电时间可控制在 40min 内	消费类电芯	国内领先	批量试产

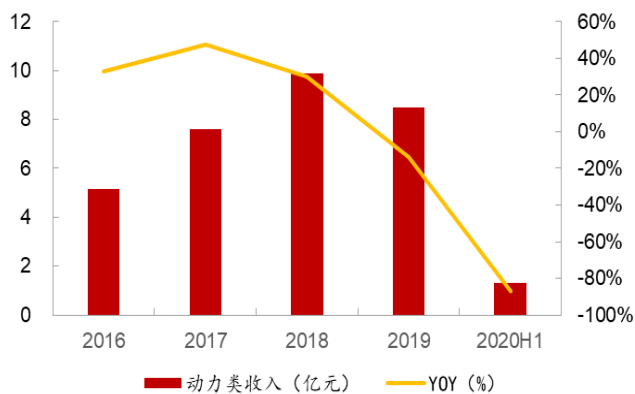
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

电芯自供比率提升, 将为公司打开盈利空间。2018 年公司消费锂离子电芯整体自供率为 9.5%, 2019 年约为 14%。随着兰溪锂威逐步投产, 预计公司 2022 年消费电池电芯产能将达到 4 亿支, 为电芯自供率提升奠定基础。

2.4 动力电池业务快速发展, 长期可期

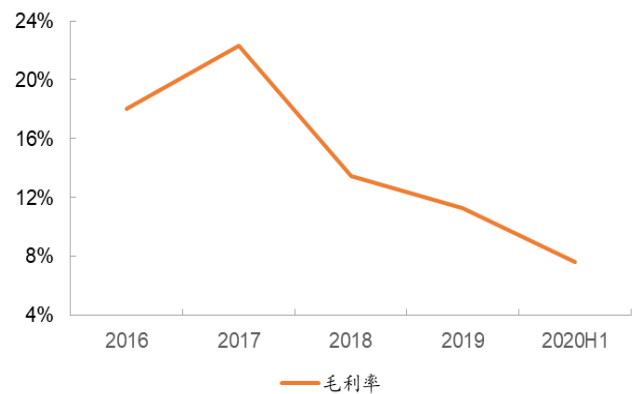
公司 2020 年上半年动力电池业务实现营业收入 1.29 亿元, 同比减少 87%, 毛利率 7.6%, 相比于去年同期减少 3.7 个百分点, 主要是由于 20Q1 国内电动车市场需求疲软导致动力类需求减少, 并且公司目前动力电池业务持续投入导致盈利能力下降所致。

图 20: 动力电池业务营收及增长率



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 21: 动力电池业务毛利率



数据来源: WIND, 西南证券整理

动力电池深度绑定日产, 放量在即。公司的 BEV 电池主要配套吉利帝豪 GSE、东风柳汽等, HEV 电池主要配套日产雷诺, 2019 年 4 月收到其发出的供应商定点通知书, 相关车型在 2020 至 2026 年的需求预计达到 115.7 万台; 2020 年 6 月 22 日, 公司与日产签署《备忘录》, 拟联合研发下一代日产电动汽车 e-POWER 的电池, 同时双方将会讨论开发高效的生产系统, 以确保联合开发的汽车电池具有稳定的供货能力。公司深度绑定日产, 动力电池装机有望快速提升。

2019 年动力电池装机量首进前十, 产能规划有条不紊。公司 2019 年动力电池装机量 0.65GWh, 同比提升 586%, 排名首次进入国内前十。预计到 2020 年底, 公司将拥有 14GWh PACK 和 12GWh 电芯产能, 随着未来南京工厂完全投产, 公司远期产能将达到 34GWh。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

行业假设：

- 1) 2020-2022 年全球手机出货量 11.94/13.13/13.13 亿台
- 2) 2020-2022 年全球笔记本电脑出货量 1.64/1.64/1.64 亿台

公司假设：

- 1) 公司 2020-2022 年消费电池电芯自供比例为 20%/28%/35%
- 2) 手机 PACK 业务：公司手机电池 PACK 全球市场份额 29%/32%/34%，手机 PACK 业务毛利率维持 16%，电芯毛利率 25%
- 3) 笔电 PACK 业务：公司笔电 PACK 全球市场份额 17%/21%/25%，笔电 PACK 业务毛利率维持 10%，电芯毛利率 25%
- 4) BEV 电池：公司 2020-2022 年出货量分别为 0.7/2.0/4.0GWh，度电价格分别为 0.92/0.85/0.78 元，电芯自供比例 70%/75%/80%，PACK 毛利率维持 10%，电池毛利率维持 12%
- 5) HEV 电池：公司 2020-2022 年配套出货量分别为 5/10/15 万台车，单台价值量分别为 6000 元，毛利率维持 25%
- 6) TWS PACK 业务：公司 2020-2022 年出货 TWS 耳机电池分别为 1.17/1.56/1.82 亿颗，毛利率维持 22%
- 7) 其他业务：包括精密结构件、智能制造类和智能硬件类产品，2019 年营收规模占公司总营收 23%，基数较小，业务常年发展平稳，预计未来三年 2020-2022 年营收稳中有升。

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：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
1) 手机 PACK	收入	156.51	155.11	195.75	212.91
	增速	22%	-1%	26%	9%
	毛利率	17.1%	16.8%	17.1%	17.3%
2) 笔电 PACK	收入	28.95	37.81	47.15	56.63
	增速	41%	31%	25%	20%
	毛利率	11.4%	10.5%	10.7%	10.9%
3) 动力电池	收入	8.49	10.56	25.41	43.87
	增速	-14%	24%	141%	73%
	毛利率	11.3%	15.5%	14.9%	14.5%
4) 智能硬件类	收入	40.03	46.03	52.94	60.88
	增速	31%	15%	15%	15%

单位: 亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
	毛利率	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%
5) TWS 耳机	收入		23.40	31.20	36.40
	增速			33%	17%
	毛利率		22.0%	22.0%	22.0%
6) 其他 (精密结构件、智能制造类)	收入	18.43	21.19	24.37	28.03
	增速	35%	15%	15%	15%
	毛利率	17.3%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	收入	252.41	294.11	376.82	438.73
	增速	33%	17%	28%	16%
	毛利率	15.4%	15.7%	15.9%	15.9%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上假设, 我们预计 2020-2022 年公司分别实现营业收入 294/377/439 亿元; 实现归母净利润 8.1/13.7/18.1 亿元; 对应 EPS 分别为 0.52/0.87/1.15 元, 对应当前 (8/4 日收盘价) 估值 47/28/21 倍。

3.2 相对估值

我们选取消费电子行业中的三家主流公司, 2020 年三家公司平均 PE 为 45 倍, 2021 年平均 PE 为 34 倍。公司目前多线业务布局, 经营情况持续改善, 未来三年公司营收复合增长率为 20.2%, 业绩复合增长率为 34.0%。结合可比公司估值并考虑目前欣旺达的业务布局 and 投产节奏, 我们给予公司 2021 年 35 倍 PE, 目标价 30.53 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000049.sz	德赛电池	57.33	2.42	2.37	2.89	3.07	24	24	20	19
300014.sz	亿纬锂能	55.81	1.57	1.10	1.43	1.79	36	51	39	31
002475.sz	立讯精密	56.24	0.88	0.95	1.27	1.63	64	59	44	35
平均值							41	45	34	28

数据来源: Wind, 西南证券整理

4 风险提示

- 1) 消费电池电芯出货不及预期
- 2) 动力电池装机量不及预期
- 3) 汇兑损失风险

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	25240.66	29410.30	37681.38	43871.95	净利润	750.12	807.53	1367.08	1805.95
营业成本	21366.70	24792.59	31690.23	36895.16	折旧与摊销	556.19	355.36	388.29	406.04
营业税金及附加	97.58	95.24	124.01	147.82	财务费用	379.80	282.94	255.76	233.46
销售费用	260.23	291.48	374.04	438.07	资产减值损失	-134.53	80.00	80.00	80.00
管理费用	857.31	3088.08	3768.14	4211.71	经营营运资本变动	-546.20	-111.48	-208.83	-247.27
财务费用	379.80	282.94	255.76	233.46	其他	-261.53	-157.34	-188.85	-189.49
资产减值损失	-134.53	80.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	743.85	1257.03	1693.45	2088.70
投资收益	146.78	100.00	100.00	100.00	资本支出	-1155.15	-250.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	15.18	7.59	8.85	9.49	其他	-1728.27	141.06	108.85	109.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2883.42	-108.94	-141.15	-140.51
营业利润	809.24	887.55	1498.04	1975.22	短期借款	3059.29	-1336.08	-307.74	-821.95
其他非经营损益	4.92	-0.68	-0.41	0.32	长期借款	105.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	814.16	886.87	1497.63	1975.55	股权融资	91.50	0.00	0.00	0.00
所得税	64.04	79.33	130.55	169.59	支付股利	0.00	-150.19	-161.69	-273.73
净利润	750.12	807.53	1367.08	1805.95	其他	-1906.51	-1394.30	-255.76	-233.46
少数股东损益	-0.85	-0.91	-1.55	-2.04	筹资活动现金流净额	1350.11	-2880.57	-725.19	-1329.13
归属母公司股东净利润	750.97	808.45	1368.63	1808.00	现金流量净额	-788.20	-1732.48	827.11	619.06
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	4673.51	2941.03	3768.14	4387.20	成长能力				
应收和预付款项	5339.73	7198.32	8918.18	10320.56	销售收入增长率	24.10%	16.52%	28.12%	16.43%
存货	4060.96	4709.05	6074.81	7105.41	营业利润增长率	3.47%	9.68%	68.78%	31.85%
其他流动资产	756.54	744.70	953.85	1110.40	净利润增长率	6.27%	7.65%	69.29%	32.10%
长期股权投资	294.97	294.97	294.97	294.97	EBITDA 增长率	32.86%	-12.57%	40.39%	22.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5413.55	5450.10	5453.72	5439.59	毛利率	15.35%	15.70%	15.90%	15.90%
无形资产和开发支出	712.72	651.73	590.74	529.75	三费率	5.93%	12.45%	11.67%	11.13%
其他非流动资产	2337.12	2256.20	2175.27	2094.35	净利率	2.97%	2.75%	3.63%	4.12%
资产总计	23589.11	24246.09	28229.69	31282.24	ROE	12.52%	12.14%	17.40%	19.23%
短期借款	5558.80	4222.72	3914.98	3093.03	ROA	3.18%	3.33%	4.84%	5.77%
应付和预收款项	8584.12	10908.98	13748.85	15905.42	ROIC	12.92%	10.98%	15.34%	17.84%
长期借款	812.54	812.54	812.54	812.54	EBITDA/销售收入	6.91%	5.19%	5.68%	5.96%
其他负债	2639.97	1650.22	1896.31	2082.00	营运能力				
负债合计	17595.43	17594.46	20372.67	21892.99	总资产周转率	1.19	1.23	1.44	1.47
股本	1569.14	1569.14	1569.14	1569.14	固定资产周转率	6.40	6.34	7.33	8.31
资本公积	1874.53	1874.53	1874.53	1874.53	应收账款周转率	5.13	5.00	5.04	4.90
留存收益	2617.97	3276.22	4483.16	6017.43	存货周转率	5.60	5.43	5.67	5.43
归属母公司股东权益	5769.56	6428.42	7635.36	9169.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.95%	—	—	—
少数股东权益	224.13	223.21	221.67	219.62	资本结构				
股东权益合计	5993.68	6651.63	7857.02	9389.25	资产负债率	74.59%	72.57%	72.17%	69.99%
负债和股东权益合计	23589.11	24246.09	28229.69	31282.24	带息债务/总负债	36.21%	28.62%	23.21%	17.84%
					流动比率	0.93	0.97	1.05	1.13
					速动比率	0.67	0.68	0.73	0.78
					股利支付率	0.00%	18.58%	11.81%	15.14%
					每股指标				
					每股收益	0.48	0.52	0.87	1.15
					每股净资产	3.68	4.10	4.87	5.84
					每股经营现金	0.47	0.80	1.08	1.33
					每股股利	0.00	0.10	0.10	0.17
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1745.23	1525.86	2142.09	2614.73					
PE	51.11	47.47	28.04	21.23					
PB	6.65	5.97	5.03	4.19					
PS	1.52	1.31	1.02	0.87					
EV/EBITDA	22.73	25.52	17.65	13.91					
股息率	0.00%	0.39%	0.42%	0.71%					

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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn