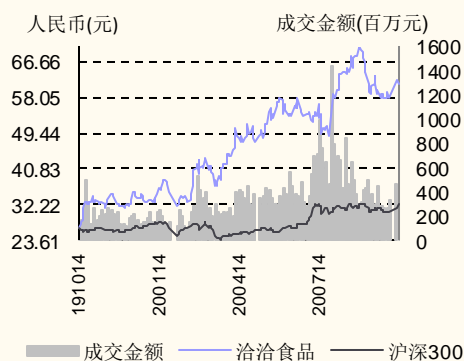


市场价格 (人民币): 61.43 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.07
已上市流通 A 股(亿股)	5.07
总市值(亿元)	311.45
年内股价最高最低(元)	63.02/57.70
沪深 300 指数	4823
中小板综	12780



## 相关报告

- 1.《洽洽食品 2020H1 业绩点评-瓜子增长焕发, 坚果盈利与成长并...》, 2020.8.13
- 2.《业绩符合预期, 盈利能力稳步提升-洽洽食品点评报告》, 2020.4.23
- 3.《瓜子坚果齐开花, 盈利能力稳步提升-洽洽食品年报点评报告》, 2020.4.9
- 4.《业绩超预期, 聚焦核心业务效果显著-洽洽食品点评报告》, 2020.2.24
- 5.《业绩超预期, 利润率水平创新高-洽洽三季报点评》, 2019.10.18

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001  
wang\_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001  
wang\_yingxue@gjzq.com.cn

## 每日坚果上新, 下半年推广力度加大

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,197	4,837	5,764	6,789	7,860
营业收入增长率	16.50%	15.25%	19.16%	17.78%	15.77%
归母净利润(百万元)	433	604	755	853	993
归母净利润增长率	35.58%	39.44%	25.14%	12.95%	16.39%
摊薄每股收益(元)	0.854	1.190	1.490	1.683	1.958
每股经营性现金流净额	1.47	1.27	0.92	1.18	1.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.01%	16.52%	18.25%	18.35%	18.93%
P/E	22.30	28.54	41.24	36.51	31.37
P/B	2.90	4.71	7.53	6.70	5.94

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **7月推出两款坚果类新品, 试销情况乐观:** 推出新品益生菌每日坚果和每日坚果燕麦片, 短期来看, 疫情后消费者对于自身健康的关注度进一步, 对健康食品接受度较高。长期来看, 两款新品的目的主要是开拓新人群和新场景, 益生菌每日坚果将消费人群覆盖至儿童; 每日坚果燕麦片切入代餐领域。试销阶段, 每日坚果燕麦片在三个月里销售量 10 万袋, 获超 3 万条好评, 益生菌每日坚果线下试销表现亦较好。
- **结合上新, 下半年推广力度加大:** 2019 年公司便和分众传媒签订战略合作协议, 今年 3 月公司又启动营养师带货策略。随着线下外出和消费活动回归常态, 下半年公司继续携手分众传媒和营养师渠道, 加大新品和常规款每日坚果的推广力度, 通过分众传媒聚焦宣传保鲜技术, 通过营养师渠道实现营养搭配的内容输出, 达成消费者教育, 有望实现第二增长曲线的跃升。
- **线上渠道维持较高增速, 前期投入效果显现:** 2016 年便开始加大对电商运营的投资、建设电商物流中心; 营销方面深度参与直播带货, 不仅和薇娅、罗永浩等头部 KOL 合作, 还孵化自有直播机构。凭借前期投入, 公司近两年的销售额增速均超过线上三巨头; 今年许多线上品牌均出现不同程度的下滑, 但公司 2020 年 1-8 月天猫渠道营收同比增加 63.4%。而且随着前期的电商物流中心项目落地, 以及线上业务规模持续提升形成规模效应, 使得线上业务毛利率从 2018 年的 14.74% 提升至 2020H1 的 19.42%。

## 投资建议

- 我们认为公司每日坚果市场空间较大, 增长态势较好, 看好公司加大营销力度后的放量空间。预计公司 2020-2022 年营收增速为 19.16%/17.78%/15.77%, 相较之前的预测上调 2.16%/1.78%/1.77%。归母净利润增速为 25.14%/12.95%/16.39%, 相较之前变化了 -7.86%/-5.05%/1.39%, 主要系提高了销售费用率。

## 估值

- 给予洽洽食品 2020 年 50 倍 PE 估值, 目标价 74.5 元, 维持“买入”评级。

## 风险

- 宏观经济下行、行业竞争加剧、终端消费恢复不及预期、存货周转率较低。

## 内容目录

持续打造差异化形象，坚果推新切入新场景.....	3
每日坚果市场放量迅速，知名品牌瓜分市场.....	3
继续强调锁鲜技术，突显匠心精神.....	3
7月推出两款新品，拓展每日坚果消费场景.....	4
结合上新，下半年推广持续加码.....	5
线下渠道覆盖全国，新品类推广有优势.....	5
继续牵手分众，加大营养师带货.....	5
线上渠道维持高增速，前期投入效果显现.....	6
电商渠道找准发力点，发展迅速.....	6
线上增长态势优异，经营效率提升改善毛利.....	7
盈利预测与投资建议.....	8
盈利预测.....	8
投资建议及估值.....	9
风险提示.....	9

## 图表目录

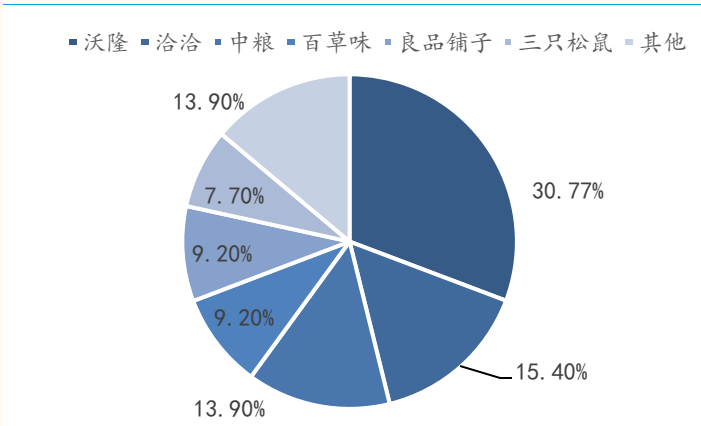
图表 1：每日坚果竞争格局.....	3
图表 2：公司每日坚果营收.....	3
图表 3：各大品牌每日坚果对比.....	3
图表 4：公司在生产工艺上具备锁鲜技术.....	4
图表 5：公司“透明工厂”直播宣传海报.....	4
图表 6：公司新品益生菌每日坚果.....	5
图表 7：公司新品每日坚果燕麦片.....	5
图表 8：瓜子品类铺货情况.....	5
图表 9：每日坚果品类铺货情况.....	5
图表 10：公司携手分众传媒.....	6
图表 11：公司与营养师合作.....	6
图表 12：公司电商领域营收增速及占比.....	7
图表 13：公司与线上三巨头销售额同比增速.....	7
图表 14：公司线上渠道量价拆分.....	7
图表 15：电商渠道毛利率逐步提升.....	8
图表 16：盈利预测.....	8
图表 17：可比公司估值比较（市盈率法）.....	9

## 持续打造差异化形象，坚果推新切入新场景

### 每日坚果市场放量迅速，知名品牌瓜分市场

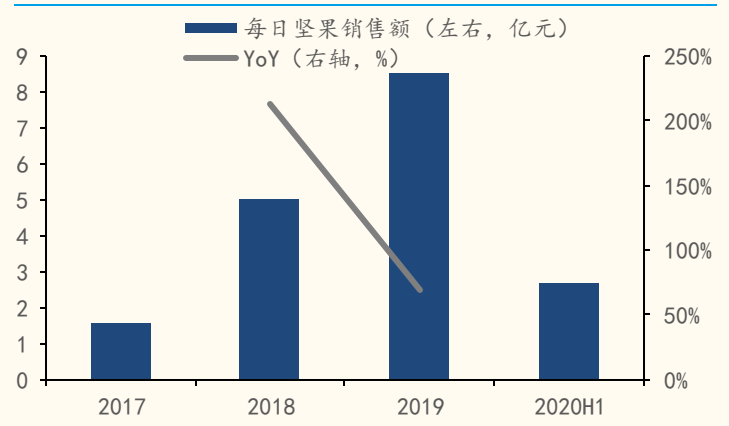
- 2015年沃隆正式推出每日坚果，2016年下半年开始迅速放量，2018年每日坚果在坚果行业的市场份额已经达到四分之一，2019年的市场规模突破100亿，预计2022年将突破200亿；可以说每日坚果已经成为坚果领域的新蓝海。
- 目前每日坚果的参与者包括沃隆、洽洽、良品铺子、三只松鼠、百草味等头部品牌。根据中国食品协会统计，2018年沃隆的市场份额占比最高，占比为30.77%，其次是洽洽和中粮，占比分别为15.4%、13.9%。CR3市占率60%，CR6市占率86%，与整个坚果行业相比，每日坚果的市场竞争格局比较清晰，知名品牌基本瓜分市场。说明在每日坚果领域，消费者对品牌的认可度更高。
- 公司每日坚果增长迅速，2020年上半年创下营收2.7亿，占比达到11.77%；2017-2019年，营收的复合增长率为130.49%。

图表 1：每日坚果竞争格局



来源：中国食品协会，国金证券研究所

图表 2：公司每日坚果营收



来源：公司年报，国金证券研究所

### 继续强调锁鲜技术，突显匠心精神

- **每日坚果同质性较高。**各品牌每日坚果产品的主要成分差别不大，基本都是果干搭配坚果果仁。沃隆作为创始品牌和龙头品牌，价格高于竞品达到149元/750g，洽洽、良品铺子、三只松鼠和百草味都卡位在140元/750g左右，中粮定价较低，为118元/750g。

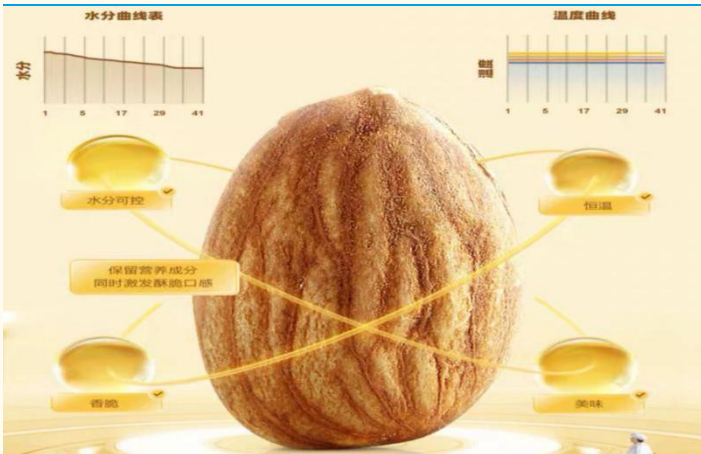
图表 3：各大品牌每日坚果对比

品牌	价格	主要成分
沃隆	149 元/750g	蔓越莓干、蓝莓干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、扁桃仁
洽洽	139 元/750g	蔓越莓干、葡萄干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、巴旦木仁
中粮	118 元/750g	红提子、蓝莓干、蔓越莓干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、扁桃仁
良品铺子	138 元/750g	红提子、蓝莓干、蔓越莓干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、开心果仁
三只松鼠	138 元/750g	黑加仑葡萄干、蓝莓干、蔓越莓干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、开心果仁、夏威夷果仁
百草味	138 元/750g	黑加仑葡萄干、蔓越莓干、樱桃干、核桃仁、腰果仁、榛子仁、巴旦木仁

来源：淘宝，国金证券研究所

- 在产品差异化定位上，洽洽结合自身优势聚焦其“锁鲜技术”。2019年公司和分众传媒合作，将营销理念“新鲜”、“品质”深入每一个可能的消费场景，让广告精细化直达潜在消费者。2020年7月27日，洽洽上线全面升级的透明工厂全球云直播，向全球消费者全方位展示其原材料产地及坚果生产工艺。百万网友共同参与监工洽洽透明工厂，该直播充分向消费者展示了“够新鲜，敢透明”的精神和态度，同时也为公司和产品带来了热度。根据官方发布的数据显示，在当天11个小时的直播里，线上累计观看总人数超过513万，直播间互动消息突破4万条，在全网曝光量累计6000万条以上。

图表 4：公司在生产工艺上具备锁鲜技术



来源：天猫，国金证券研究所

图表 5：公司“透明工厂”直播宣传海报



来源：公司官网，国金证券研究所

#### 7月推出两款新品，拓展每日坚果消费场景

- 2020年7月公司推出新品益生菌每日坚果和每日坚果燕麦片。看准疫情后消费者对于自身健康的关注度达到前所未有的高度，随着消费需求的复苏，公司及时推出两款健康产品。
- 从长远来看，两款新品的目的主要是开拓新人群和新场景，益生菌每日坚果的品牌定位是营养、健康、新鲜，而且甜味产品更适合儿童，可将每日坚果的消费人群覆盖至儿童；每日坚果燕麦片以“干脆”的形象进行推广，切入代餐领域。从过往来看，补充益生菌大多依靠酸奶等乳制品，因此乳制品的健康定义地位稳固。但酸奶需要低温保存，冷链运输导致存在区域扩张的难点。公司推出益生菌每日坚果将新西兰的酸奶益生菌附着在坚果表面，实现美味和健康的结合。
- 试销阶段，新品销售情况乐观。每日坚果燕麦片以7倍的坚果含量在同类产品中胜出，线上试销三个月，销售量10万袋，有超过3万条好评。益生菌每日坚果线下试销表现亦较好。

图表 6：公司新品益生菌每日坚果



来源：天猫，国金证券研究所

图表 7：公司新品每日坚果燕麦片



来源：天猫，国金证券研究所

### 结合上新，下半年推广持续加码

#### 线下渠道覆盖全国，新品类推广有优势

- 公司本身线下下沉能力优秀，覆盖率 60 万家终端门店。根据草根调研，坚果领域公司铺货能力明显优于同行：瓜子品类基本可全产品铺货，每日坚果方面，公司和中粮的产品上架情况明显优于三只松鼠、百草味等，目前新品益生菌每日坚果上架率较好。

图表 8：瓜子品类铺货情况



来源：草根调研，国金证券研究所

图表 9：每日坚果品类铺货情况



来源：草根调研，国金证券研究所

- 在传统线下渠道，公司每日坚果的渗透率和瓜子相比，还有进一步提升空间。今年下半年公司计划在县城和乡镇市场进一步下沉每日坚果，同时结合线上渠道，使得每日坚果可以触达更多低线城市。

#### 继续牵手分众，加大营养师带货

- 2019 年公司便和分众传媒签订战略合作协议，分众传媒通过电梯广告高频次触达消费者，将洽洽的“健康”形象植入消费者心中，辐射更多年轻群体，增加品牌影响力。随着国内疫情的稳定，下半年公司继续携手分众传媒，每日坚果持续加码聚焦保鲜技术，同时加大新品推广力度，实现第二增长曲线的跃升。

- 2020年3月公司就启动了营养师带货策略，与首都保健营养美食学会建立了合作关系，投入约10万元为学会中的2000位营养师开通直播账号，推广旗下产品。疫情期间邀请顶级营养师顾中一微博直播讲解坚果营养、均衡搭配，热度冲破200万；通过此次直播，洽洽每日坚果月销7.5万单、辣烤腰果月销8.5万单。公司计划下半年继续加大营养师推广营销，引导消费者观看营养宣传片，并且提供营养搭配的建议，通过内容输出完成消费者教育。

图表 10：公司携手分众传媒



来源：国金证券研究所

图表 11：公司与营养师合作



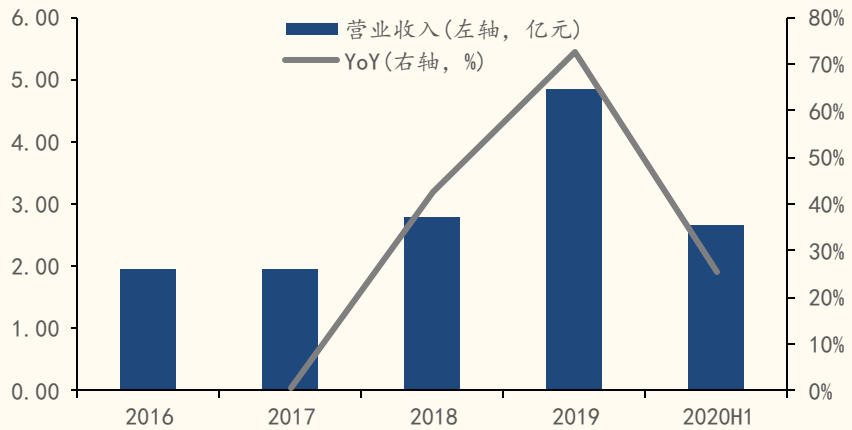
来源：国金证券研究所

## 线上渠道维持高增速，前期投入效果显现

### 电商渠道找准发力点，发展迅速

- 2015年公司开始布局电商渠道。2016年开始加大对电商运营固定资产的投资，完成了从电商基础设施布局到线上引流、创造流量的蜕变，并且投资建设电商物流中心。直到2018年-2019年，实现线上线下融合，逐步完成新零售整合。
- 结合电商渠道，公司积极尝试新式营销。公司联合薇娅、罗永浩等头部KOL直播带货，达成一分钟内两个单品售罄的记录。此外洽洽还发布“我就是主播”招募大赛，招募自有直播，通过打造专业直播团队，成为零食类目TOP商家，培养人气网红，孵化洽洽直播机构；依托自有线下实体资源，整合线上用户。
- 公司2020年上半年实现电商渠道收入2.66亿，2016-2019年化复合增长率超过35.40%。营业收入占比从2016年的5.55%提升到2020H1的11.59%。

图表 12: 公司电商领域营收增速及占比

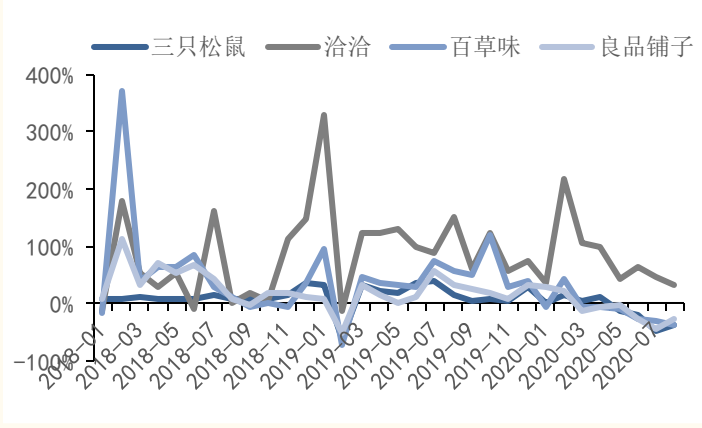


来源: 公司年报, 国金证券研究所

线上增长态势优异, 经营效率提升改善毛利

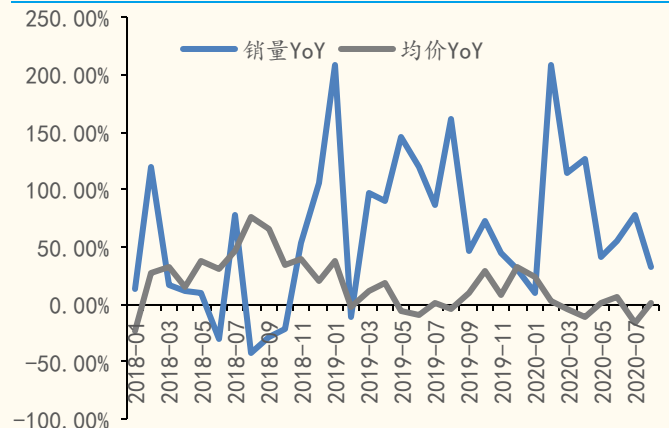
- 凭借前期投入和营销, 公司目前线上渠道的增长态势良好。在天猫渠道, 公司近两年的销售额增速均超过线上三巨头 (三只松鼠、百草味、良品铺子), 尤其今年以来, 线上三巨头都出现了不同程度的下滑, 从 5 月份开始甚至出现负增长。但是公司电商渠道增速一直保持正增长, 2020 年 1-8 月线上渠道同比增加 63.4%; 在 2 月份一度达到 208%, 远远超过同行。
- 通过对销量和均价进行拆分, 可以发现公司线上销售额的增长主要来自销量的增长。在线上渠道, 产品溢价不大, 而且头部品牌的促销活动比较频繁, 因此提价空间不大, 部分时间段均价还会下降。

图表 13: 公司与线上三巨头销售额同比增速



来源: 阿里数据, 国金证券研究所

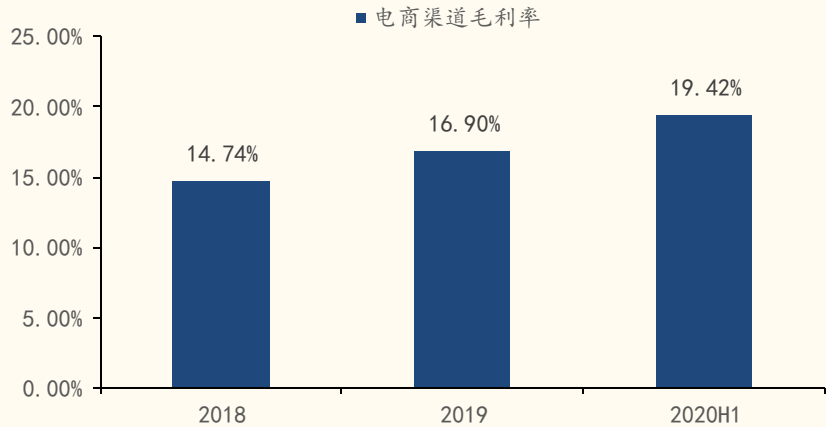
图表 14: 公司线上渠道量价拆分



来源: 阿里数据, 国金证券研究所

- 而且公司电商渠道的毛利率也在逐步提升, 从 2018 年的 14.74% 提升至 2020H1 的 19.42%。在均价没有大幅提升的情况下, 公司毛利提升主要来自经营效率的改善。随着前期的电商物流中心项目继续落地, 公司完成仓储配送闭环, 同时线上业务规模持续提升形成规模效应, 使得线上业务毛利率将持续提升。

图表 15: 电商渠道毛利率逐步提升



来源: 公司年报, 国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

- 收入端:** 由于上半年居家消费增加, 2020H1 葵花子品类营收增速达到 23.07%, 高于过去几年常态增速, 随着外出活动的增加, 预计增速回落至正常水平, 预计 2020-2022 年, 葵花子业务的营收增速分别为 20%、17%和 15%。因上半年促销、推广活动受阻, 上半年坚果业务增速不佳, 但公司计划下半年加大新品和基础款的推广力度, 目前新品试销效果较好, 结合推广活动有望给坚果业务带来新的增长空间。预计 2020-2022 年, 坚果业务的营收增速分别为 30%、30%和 25%。公司目前在其他品类上发力较少, 重点聚焦葵花子和坚果, 预计 2020-2022 年, 其他品类营收增速缓慢下降, 分别为 17.8%、15.3%和 13.1%。预计公司 2020-2022 年, 主营业务营收增速分别为 19.2%、17.8%、15.8%。
- 毛利率端:** 经过多年发展, 葵花子业务相对成熟, 目前毛利率稳定在 35%左右, 预计未来保持不变。近几年公司在生产端推进自动化生产, 使得坚果业务毛利率逐步提升, 且仍有一定提升空间, 预计 2020 至 2022 年, 坚果业务的毛利率分别为 27.5%、28.0%和 28.3%。我们预计 2020 至 2022 年公司综合毛利率分别为 33.3%、33.4%和 33.6%, 呈现稳中有升趋势。

图表 16: 盈利预测

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3603	4197	4837	5764	6789	7860
yoy	2.6%	16.5%	15.3%	19.2%	17.8%	15.8%
营业成本	2526	2889	3228	3846	4520	5217
毛利率	29.9%	31.2%	33.3%	33.3%	33.4%	33.6%
<b>葵花籽类</b>						
收入占比	69.5%	66.9%	68.3%	68.7%	68.3%	67.8%
营业收入	2504	2809	3302	3963	4636	5332
yoy	-1.2%	12.2%	17.5%	20.0%	17.0%	15.0%
营业成本	1665	1821	2146	2576	3004	3439
毛利率	33.5%	35.2%	35.0%	35.0%	35.2%	35.5%
<b>坚果类</b>						
收入占比	6.9%	12.0%	17.1%	18.6%	20.5%	22.2%
营业收入	247	502	825	1073	1394	1743
yoy	129.2%	103.1%	64.2%	30.0%	30.0%	25.0%

营业成本	207	406	606	778	1004	1250
毛利率	16.2%	19.2%	26.5%	27.5%	28.0%	28.3%
<b>其他休闲食品</b>						
收入占比	23.6%	21.1%	14.7%	12.6%	11.2%	10.0%
营业收入	852	885	710	729	758	785
yoy	-2.1%	3.9%	-19.8%	2.7%	4.1%	3.5%
营业成本	653	662	476	493	511	528
毛利率	23.3%	25.2%	33.0%	32.4%	32.6%	32.8%

来源：国金证券研究所

## 投资建议及估值

### 市盈率法

预计公司 2020-2022 年净利润为 7.55 亿元、8.53 亿元和 9.93 亿元，对应 EPS 为 1.49 元、1.68 元和 1.96 元，对应 PE 为 41.24 倍、36.51 倍和 31.37 倍。

我们选取 4 家可比公司对洽洽食品进行市盈率估值。在生产模式方面，其中盐津铺子和甘源食品与洽洽食品一样都是采取自主生产，三只松鼠和良品铺子是代工生产；在主营业务方面，甘源食品和洽洽食品一样，业务聚焦，主营品类都是坚果炒货类，采取大单品策略。盐津铺子、三只松鼠和良品铺子都是多品类企业，覆盖品类较广。

在同行里面甘源食品和洽洽食品的业务类型最为相似，经过多年耕耘，在存量领域里都已经是龙头，且在新品方面营收增速较快，市场空间大。目前市场给甘源食品 2020 年的一致估值为 56.5 倍，我们给予洽洽食品 2020 年 50 倍 PE 估值，目标价 74.5 元，维持“买入”评级。

图表 17：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002847.SZ	盐津铺子	152.00	1.79	2.57	3.48	77.68	54.15	40.02
002991.SZ	甘源食品	122.67	2.19	2.88	3.75	56.51	43.04	33.00
300783.SZ	三只松鼠	57.78	0.66	0.90	1.17	87.81	63.80	49.10
603719.SH	良品铺子	64.67	0.97	1.28	1.62	64.02	48.75	38.51
<b>平均值</b>						<b>71.51</b>	<b>52.44</b>	<b>40.16</b>
002557.SZ	洽洽食品	61.43	1.49	1.68	1.96	41.24	36.51	31.37

来源：Wind，国金证券研究所

## 风险提示

- **宏观经济波动。**由于外部环境与国内经济发展形势仍有不确定性，若经济增长不及预期，消费需求存在下降风险。
- **行业竞争加剧。**当前休闲食品行业集中度仍较分散，各家竞争较为激烈，如果未来行业竞争进一步加剧，费用投放超预期，不利于行业良性发展。
- **终端消费复苏不及预期。**虽然线下消费逐步复苏，但受疫情影响，居民短期收入水平和消费能力可能下降，影响消费支出意愿。
- **存货周转率较低。**公司存货周转率低于同行，可能物流运输效率较低，或者产品动销较慢。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,603	4,197	4,837	5,764	6,789	7,860	货币资金	234	376	254	503	477	818
增长率		16.5%	15.3%	19.2%	17.8%	15.8%	应收账款	202	184	230	411	484	560
主营业务成本	-2,526	-2,889	-3,228	-3,852	-4,527	-5,222	存货	1,069	1,209	1,390	1,530	1,798	2,074
%销售收入	70.1%	68.8%	66.7%	66.8%	66.7%	66.4%	其他流动资产	1,444	1,656	1,790	1,728	1,738	1,749
毛利	1,077	1,308	1,609	1,913	2,263	2,638	流动资产	2,949	3,425	3,664	4,172	4,497	5,201
%销售收入	29.9%	31.2%	33.3%	33.2%	33.3%	33.6%	%总资产	63.1%	66.8%	67.7%	73.6%	74.1%	76.3%
营业税金及附加	-43	-46	-46	-49	-64	-75	长期投资	178	157	156	26	26	26
%销售收入	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	固定资产	1,181	1,178	1,210	1,203	1,285	1,328
销售费用	-489	-570	-666	-721	-883	-1,022	%总资产	25.3%	23.0%	22.4%	21.2%	21.2%	19.5%
%销售收入	13.6%	13.6%	13.8%	12.5%	13.0%	13.0%	无形资产	296	266	269	266	262	258
管理费用	-210	-216	-248	-294	-346	-401	非流动资产	1,725	1,703	1,745	1,495	1,573	1,612
%销售收入	5.8%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	%总资产	36.9%	33.2%	32.3%	26.4%	25.9%	23.7%
研发费用	0	-25	-31	-35	-41	-47	<b>资产总计</b>	<b>4,674</b>	<b>5,128</b>	<b>5,409</b>	<b>5,667</b>	<b>6,070</b>	<b>6,812</b>
%销售收入	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	短期借款	707	595	298	268	64	0
息税前利润 (EBIT)	335	451	618	815	928	1,094	应付款项	444	636	705	748	880	1,015
%销售收入	9.3%	10.7%	12.8%	14.1%	13.7%	13.9%	其他流动负债	346	489	685	513	476	552
财务费用	-10	6	16	1	11	24	流动负债	1,497	1,720	1,688	1,529	1,420	1,567
%销售收入	0.3%	-0.1%	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-6	-7	-2	0	0	0	其他长期负债	45	49	65	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0	负债	1,542	1,769	1,754	1,529	1,420	1,567
投资收益	40	87	54	70	70	70	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,063</b>	<b>3,326</b>	<b>3,654</b>	<b>4,137</b>	<b>4,649</b>	<b>5,245</b>
%税前利润	9.6%	15.2%	7.0%	7.3%	6.4%	5.5%	其中：股本	507	507	507	507	507	507
营业利润	367	542	695	892	1,017	1,195	未分配利润	753	975	1,325	1,778	2,290	2,886
营业利润率	10.2%	12.9%	14.4%	15.5%	15.0%	15.2%	少数股东权益	69	33	1	1	1	1
营业外收支	50	31	71	70	70	70	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,674</b>	<b>5,128</b>	<b>5,409</b>	<b>5,667</b>	<b>6,070</b>	<b>6,812</b>
税前利润	417	573	766	962	1,087	1,265	<b>比率分析</b>						
利润率	11.6%	13.6%	15.8%	16.7%	16.0%	16.1%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-95	-131	-162	-207	-234	-272	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.9%	22.9%	21.2%	21.5%	21.5%	21.5%	每股收益	0.630	0.854	1.190	1.490	1.683	1.958
净利润	322	442	603	755	853	993	每股净资产	6.041	6.560	7.208	8.161	9.170	10.345
少数股东损益	2	9	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.578	1.473	1.270	0.916	1.181	1.667
归属于母公司的净利润	319	433	604	755	853	993	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.596	0.673	0.783
净利率	8.9%	10.3%	12.5%	13.1%	12.6%	12.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	10.42%	13.01%	16.52%	18.25%	18.35%	18.93%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	6.83%	8.44%	11.16%	13.33%	14.05%	14.57%
净利润	322	442	603	755	853	993	投入资本收益率	6.74%	8.79%	12.31%	14.51%	15.46%	16.36%
少数股东损益	2	9	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	123	133	130	124	134	143	主营业务收入增长率	2.55%	16.50%	15.25%	19.16%	17.78%	15.77%
非经营收益	-31	-107	-91	-25	-132	-139	EBIT增长率	-15.62%	34.38%	37.02%	31.89%	13.98%	17.78%
营运资金变动	-120	279	1	-390	-256	-152	净利润增长率	-9.75%	35.58%	39.44%	25.14%	12.95%	16.39%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>293</b>	<b>747</b>	<b>644</b>	<b>465</b>	<b>599</b>	<b>845</b>	总资产增长率	10.75%	9.72%	5.47%	4.77%	7.11%	12.23%
资本开支	-125	-238	-168	-34	-142	-112	<b>资产管理能力</b>						
投资	-330	-145	-75	130	0	0	应收账款周转天数	17.2	16.1	15.3	16.0	16.0	16.0
其他	92	91	90	70	70	70	存货周转天数	155.7	143.9	146.9	145.0	145.0	145.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-364</b>	<b>-292</b>	<b>-153</b>	<b>165</b>	<b>-72</b>	<b>-42</b>	应付账款周转天数	44.9	53.2	60.1	55.0	55.0	55.0
股权募资	0	0	0	30	0	0	固定资产周转天数	105.7	88.5	85.5	70.0	58.5	47.8
债权募资	344	-114	-295	-95	-204	-64	<b>偿债能力</b>						
其他	-259	-202	-322	-316	-350	-399	净负债/股东权益	15.10%	6.52%	-30.83%	-33.96%	-34.04%	-37.90%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>85</b>	<b>-316</b>	<b>-617</b>	<b>-381</b>	<b>-553</b>	<b>-463</b>	EBIT利息保障倍数	34.0	-80.4	-39.1	-806.2	-82.2	-45.0
<b>现金净流量</b>	<b>15</b>	<b>139</b>	<b>-125</b>	<b>249</b>	<b>-26</b>	<b>341</b>	资产负债率	33.00%	34.49%	32.42%	26.98%	23.39%	23.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

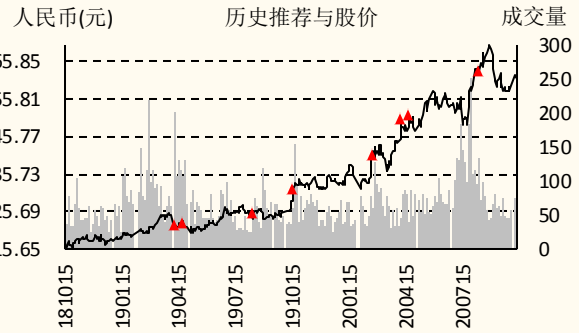
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-12	买入	22.57	N/A
2	2019-04-25	买入	24.16	28.00~28.00
3	2019-08-16	买入	24.84	N/A
4	2019-10-18	买入	28.99	N/A
5	2020-02-24	买入	40.90	N/A
6	2020-04-09	买入	46.53	N/A
7	2020-04-23	买入	51.88	N/A
8	2020-08-13	买入	64.10	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH