

2020年10月29日

天康生物 (002100): 乘行业转型之风, 养殖板块加速布局 推荐(维持)

农业

当前股价: 14.18 元

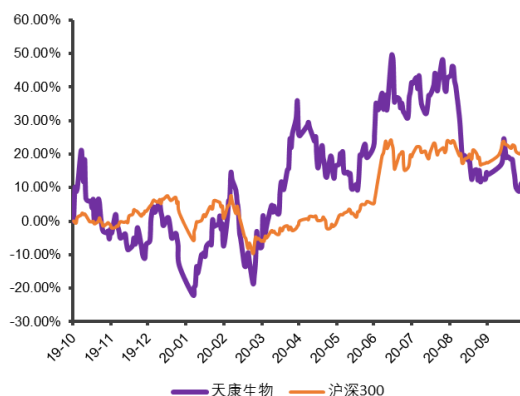
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,476	11,145	13,806	15,857
(+/-)	41.8%	49.1%	23.9%	14.9%
营业利润	591	2,217	2,308	2,074
(+/-)	77.3%	275.2%	4.1%	-10.2%
归属母公司净利润	644	2,282	2,380	2,151
(+/-)	105.4%	254.1%	4.3%	-9.6%
EPS (元)	0.60	2.14	2.23	2.02
市盈率	23.2	6.6	6.3	7.0

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	107513/107513
流通市值 (亿元)	151
每股净资产 (元)	5.56
资产负债率 (%)	53.7

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰
执业证书编号: S1050520020002
电话: (86 21) 64967860
邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编: 200030
电话: (86 21) 64339000
网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司是国内一流现代畜牧产业链公司, 是集兽用生物制品与动物疫病防治、现代生猪科学育种与养殖、饲料研发与生产、生猪屠宰加工配售为一体的农牧类上市公司。公司在饲料、兽用生物制品、生猪养殖、放心肉食品等关键环节精耕细作, 成功搭建起集饲料、生物制药、养殖、食品、蛋白油脂、融资担保为主的农牧产业链。

● 公司拥有四大核心竞争力。国家首批农业产业化重点龙头企业和高新技术企业。形成了动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构。持续加大研发投入, 提高科技创新能力, 形成了丰富的产品和技术储备。同时, 管理团队年轻且基础扎实。

● 生猪养殖稳步增长, 屠宰加工实现飞跃。生猪养殖板块收入保持良好的增长态势, 2017-2019 年生猪养殖板块收入增速分别达到 63.9%、69.2% 和 43.2%。屠宰加工板块经历了 2017、2018 年的沉寂后, 在 2019 年收入爆发式增长, 达到了 124.2% 的增长。

● 存栏下滑趋缓, 行业集中度或将提升。在稳产保供政策激励和市场需求拉动下, 新建猪场不断增多, 补栏增养较快, 生猪生产逐渐恢复。而非洲猪瘟疫情对生猪养殖的模式形成了巨大的影响, 使得低效产能和高风险养殖场加速出清, 行业集中度有望提升。

● 盈利预测: 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 111.45 亿元、138.06 亿元和 158.57 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 22.82 亿元、23.80 亿元和 21.51 亿元。按照公司最新收盘价测算, 对应的市盈率分别为 6.6 倍、6.3 倍和 7.0 倍。考虑到前期猪价下行的预期正在逐步兑现, 叠加近期估值有所调整, 维持“推荐”的投资评级。

● 风险提示: 生猪价格剧烈下跌的风险; 饲料原材料价格波动风险; 市场系统性风险等。

正文目录

1. 公司业务分析	4
1.1 国内一流现代畜牧产业链公司	4
1.2 四大核心竞争力	5
1.3 屠宰和养殖业务带动业绩高速增长	6
1.4 毛利率净利率皆稳步上升	6
1.5 短期偿债能力较强，资产负债率低	7
1.6 2020 年三季度业绩表现依然稳定，净利率持续改善	7
2. 原有核心业务稳步发展，养殖板块突飞猛进	8
2.1 公司业务结构变化历程	8
2.2 原材料价格趋稳，饲料板块成本端边际改善	8
2.3 兽用生物药品板块收缩，研发费用保持增长	9
2.4 生猪养殖稳步增长，屠宰加工实现飞跃	10
3. 非瘟疫情下生猪养殖产业迈向新周期	11
3.1 存栏下滑趋缓，出栏有望改善	11
3.2 行业集中度低，猪瘟疫情或改变竞争格局	12
3. 公司盈利预测与估值	13
4. 风险提示	14

图表目录

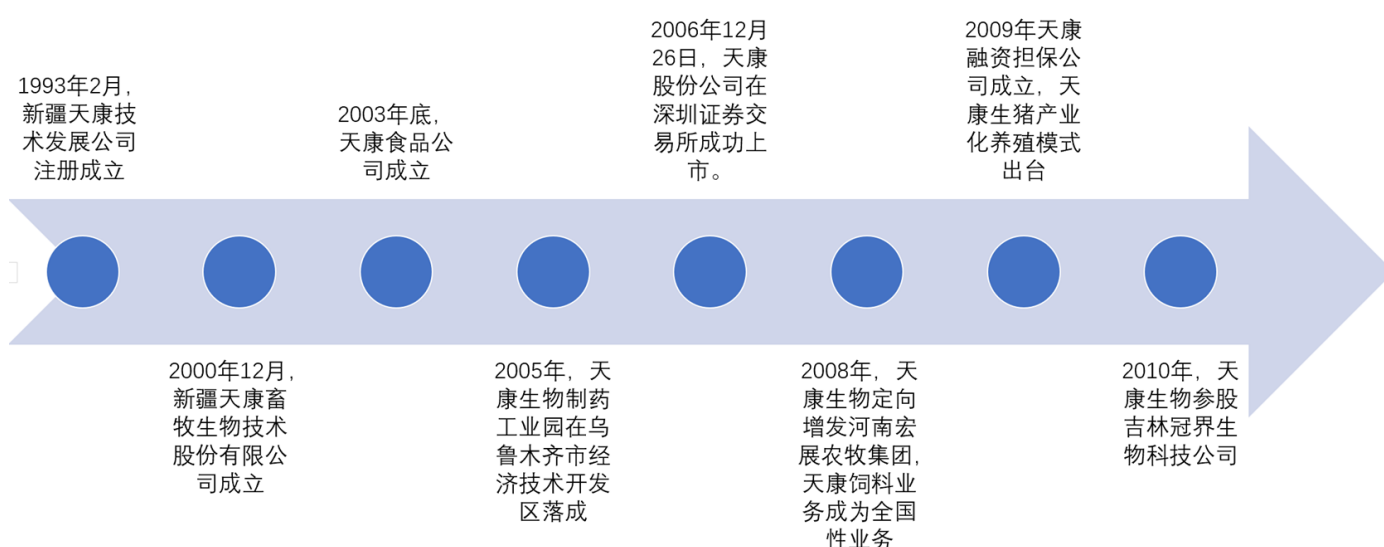
图表 1 公司发展历程.....	4
图表 2 公司股权结构图.....	4
图表 3 公司业务应用广泛.....	5
图表 4 公司营业收入（百万元）及增速（%）	6
图表 5 公司归母净利润（百万元）及增速（%）	6
图表 6 公司近期毛利率净利率表现（%）	7
图表 7 公司近期费用率表现（%）	7
图表 8 公司流动比率与速动比率（%）	7
图表 9 公司资产负债率与已获利息倍数.....	7
图表 10 目前公司主营业务占比.....	8
图表 11 公司饲料产品成本结构.....	9
图表 12 2009-2020 年公司饲料原材料现货月平均价（元/吨）	9
图表 13 2014-2019 年公司兽用生物药品板块收入下行（万元）	10
图表 14 2016-2019 屠宰加工与生猪养殖板块收入不断上行（万元）	10
图表 15 2015-2020 年生猪、仔猪、猪肉均价（元/千克）	11
图表 16 2015-2020 年生猪存栏与出栏量（头）	11
图表 17 2019 年前四大企业生猪出栏量	12
图表 18 公司营业收入假设.....	13

1. 公司业务分析

1.1 国内一流现代畜牧产业链公司

公司是一家集兽用生物制品与动物疫病防治、现代生猪科学育种与养殖、饲料研发与生产、生猪屠宰加工配售为一体的农牧类上市公司。公司在饲料、兽用生物制品、生猪养殖、放心肉食品等关键环节精耕细作，成功搭建起集饲料、生物制药、养殖、食品、蛋白油脂、融资担保为主的农牧产业链。公司将坚定地依据自身的专业能力和核心竞争力，紧紧围绕畜牧养殖的关键环节。努力把公司打造成为国内一流的“健康养殖服务商，安全食品供应商”。

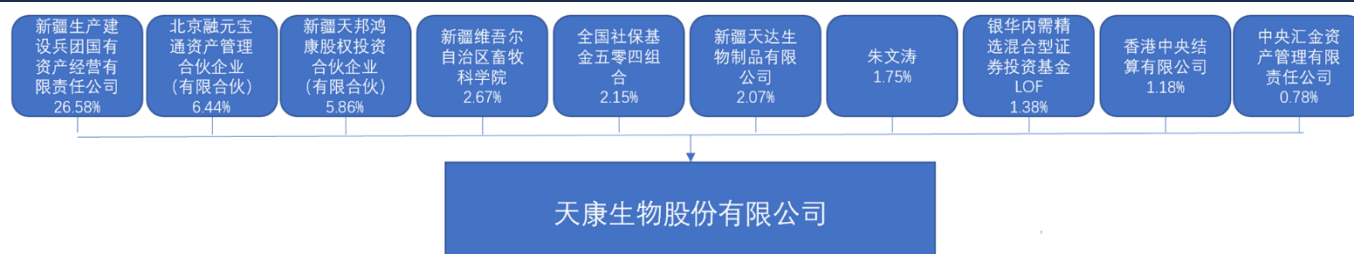
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

公司第一大股东、实际控制人为新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司，直接持有公司 26.58%的股份，为地方国有企业。

图表 2 公司股权结构图

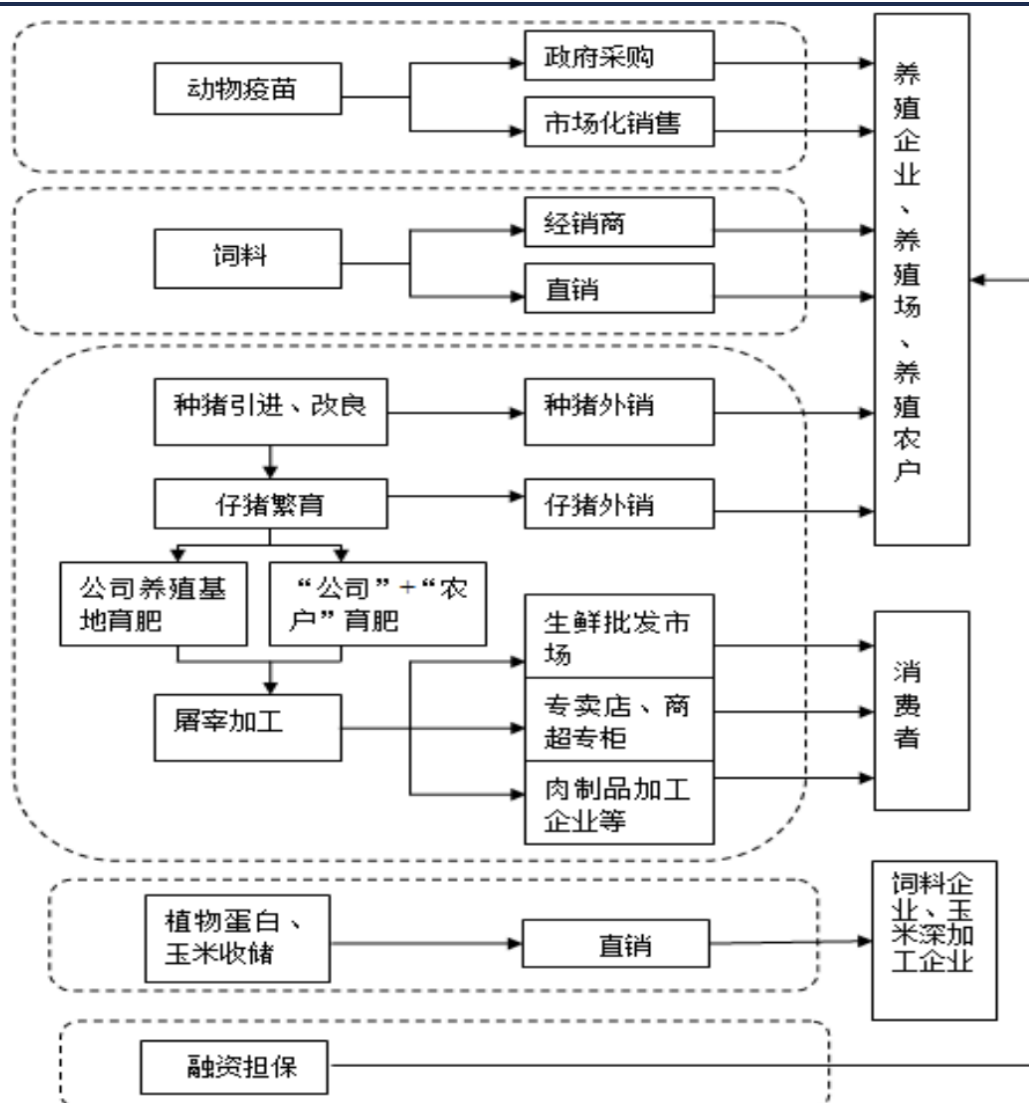


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司以成为中国一流的健康养殖服务商和安全食品供应商为目标，实现了现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售 4 个关键环节的完整闭合，形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加

工及肉制品销售的全产业链架构。

图表 3 公司产业链结构



资料来源：公司公告

1.2 四大核心竞争力

一、传统主业行业领先

国家首批农业产业化重点龙头企业和高新技术企业。饲料方面，公司是全国饲料工业 30 强企业；疫苗方面，公司是农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，是全国八家口蹄疫疫苗定点生产企业之一，是农业部指定的猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗的定点生产企业，目前公司已进入全国兽用生物制品企业 10 强。

二、全产业链架构

公司实现了从现代畜牧业畜禽良种繁育，到饲料与饲养管理，到动物药品及疫病

防治，再到畜产品加工销售这四个关键环节的完整闭合，形成了动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构。

三、研发实力强大

公司持续加大研发投入，提高科技创新能力，形成了丰富的产品和技术储备，公司研发中心是国家认定企业技术中心。公司已经取得兽药证书和正在申报注册的兽药涵盖小反刍兽疫、山羊痘二联活疫苗，猪口蹄疫 O 型、A 型二价疫苗，猪圆环病毒灭活疫苗等多个疫苗种类，研发投入也不断增加。

四、专业的管理团队

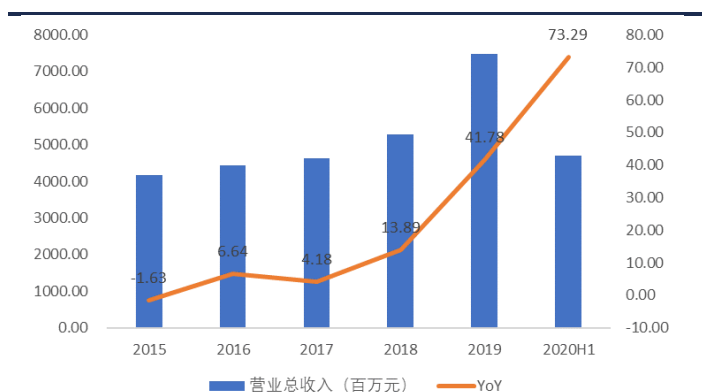
公司拥有一支团结、务实、朝气蓬勃的年轻管理团队，凝聚了浓厚的企业文化，基础管理扎实，为公司进一步的发展奠定了较好基础。

1.3 屠宰和养殖业务带动业绩高速增长

近两年公司的饲料业务发展较为稳定，而屠宰加工业务和生猪养殖业务增长较快，带动了公司整体业绩。2015-2019 年期间，公司营业收入从 41.67 亿元增长至 74.76 亿元，年均复合增长率为 15.73%。2015-2019 年期间，公司归母净利润从 2.46 亿元上升至 6.44 亿元，年均复合增长率为 27.2%。2015-2019 年期间，屠宰加工业务收入从 4.74 亿元增长至 11.63 亿元，年均复合增长率为 25.16%，生猪养殖业务收入从 0.38 亿元增长至 4.81 亿元，年均复合增长率为 88.62%，而同时期饲料业务年均复合增长率为 5.4%。

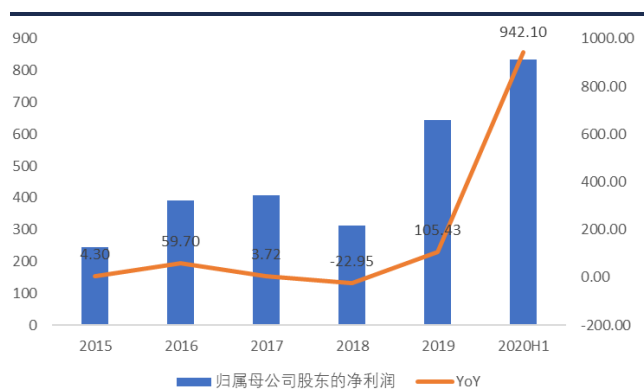
养殖与屠宰业务的高增速主要是源于非洲猪瘟背景下国内猪肉供需关系发生改变，进而导致猪肉和猪肉制品价格飞速上涨。非洲猪瘟的常态化使得行业进入门槛变高，技术不成熟不过关的企业和个人养殖户逐渐退出市场，市场集中度有所提升。同时公司提前进行全产业链布局，在特殊时期来临时，通过大力发展养殖和屠宰业务，收到了良好效果，营收与净利润齐头并进，实现了业绩上的突破。

图表 4 公司营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5 公司归母净利润（百万元）及增速（%）



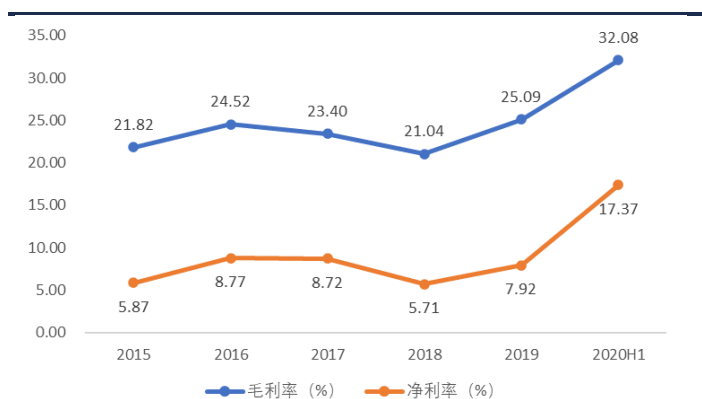
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.4 毛利率净利率皆稳步上升

公司 2018 年以来毛利率呈现稳步增长的趋势，其中饲料与兽用生物药品的市场格

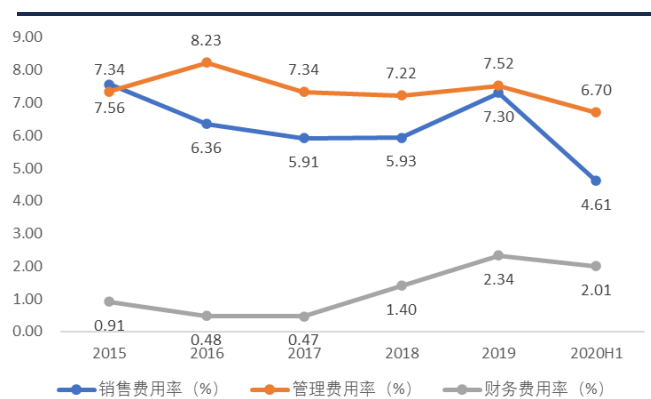
局变化不大，毛利率维持小幅波动。生猪养殖和屠宰加工业务毛利率在 2019 年获得了较大幅度的增长，主要是因为 2018 年非洲猪瘟导致公司毛利率下降，基数变低，而 2019 年开始公司对疫情采取了积极有效行动，使得毛利率大幅回升。公司销售费用率和管理费用率在 2018 年以后有所下调，财务费用率近年来持续上升，这跟近两年公司负债增加有关，尽管财务费用率的小幅提升，公司净利率在 2018 年后依旧有较大幅度的增长。

图表 6 公司近期毛利率净利率表现 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 7 公司近期费用率表现 (%)

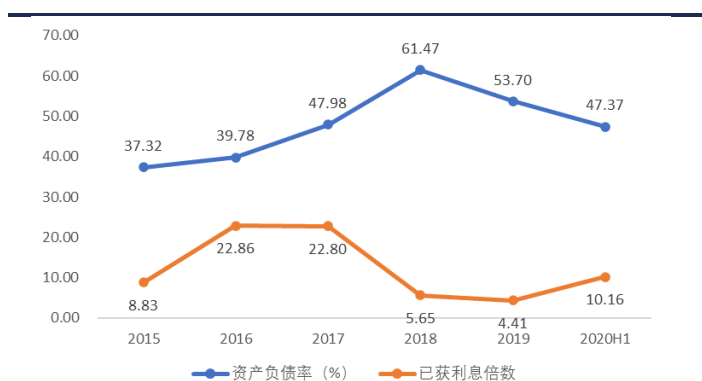


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

1.5 短期偿债能力较强，资产负债率低

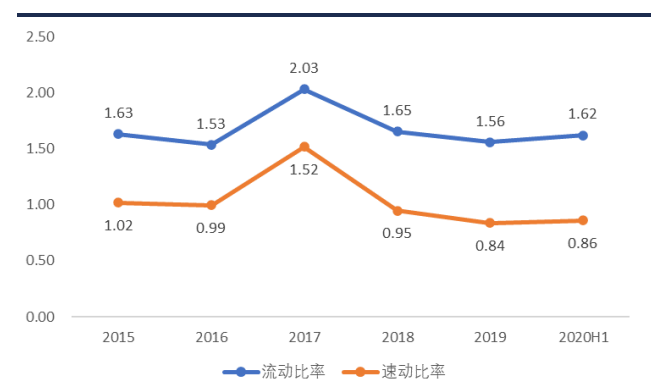
近年来公司流动比率和速动比率有所提升，主要因为 1) 短期借款一直保持较低水平，应付账款和应交税费保持稳定，2) 货币资金相对充裕，应收账款与存货增长幅度较快，拉高了公司的短期偿还能力。另一方面公司资产负债率自 2013 年以来一直处于下行通道，至 2019 年第三季度已经不足 16.18，同时已获利息倍数在 2014 年以来一直维持在 3 倍以上，长期偿债能力也有保证，公司财务状况良好。

图表 8 公司流动比率与速动比率 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 9 公司资产负债率与已获利息倍数



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

1.6 2020 年三季度业绩表现依然稳定，净利率持续改善

公司前三季度实现营业收入 86.21 亿元 (YoY+66.43%)，归母净利润 14.78 亿元

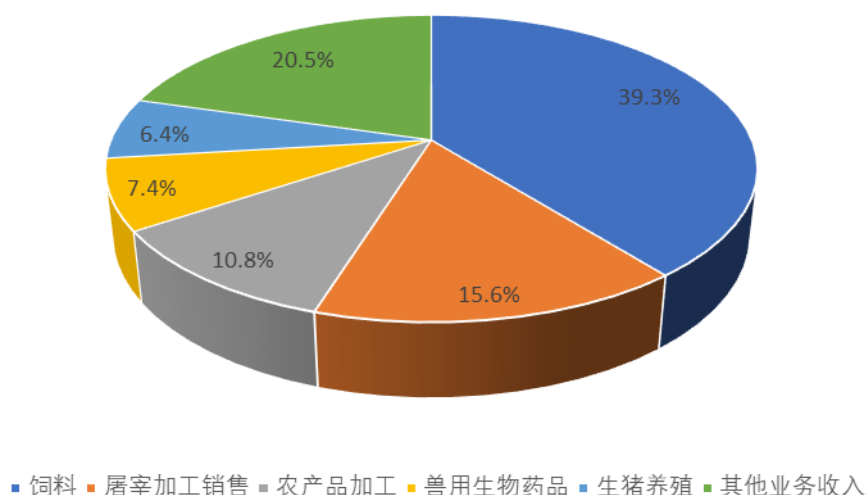
(YoY+389.75%)。其中，第三季度实现营业收入 39.17 亿元 (YoY+58.88%)，归母净利润 6.44 亿元 (YoY+190.4%)，业绩依然维持较高的同比增速。公司前三季度毛利率 31.22%，同比+10.5pct，环比-0.86pct，净利率 17.57%，同比+13.09pct，环比+0.2pct。由于生猪平均价格较 2 季度略低，毛利率环比小幅回落，但同去年相比仍有很大的涨幅。而受益于公司费用管控成效显著，公司净利率持续边际改善。

2. 原有核心业务稳步发展，养殖板块突飞猛进

2.1 公司业务结构变化历程

公司上市之初，业务主要以饲料和兽用生物疫苗为主，饲料和兽用生物疫苗营业收入分别占到总收入的 72.4% 和 22.5%。2015 年通过重组，拓展了生猪养殖和屠宰加工两大业务领域，形成畜禽用生物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构。随后在 2016 年和 2019 年分别进军农产品加工和玉米青贮，实现了单一业务布局到多元化产业链布局的转变。2019 年年报公布的数据来看，公司的饲料业务在营业收入方面仍是比重最高的，但占比已经下降到营业收入的 39.3%，兽用生物疫苗占比也下降到了 7.4%，目前增速较快的屠宰加工和生猪养殖业务占比分别达到了 15.6% 和 6.4%。

图表 10 目前公司主营业务占比



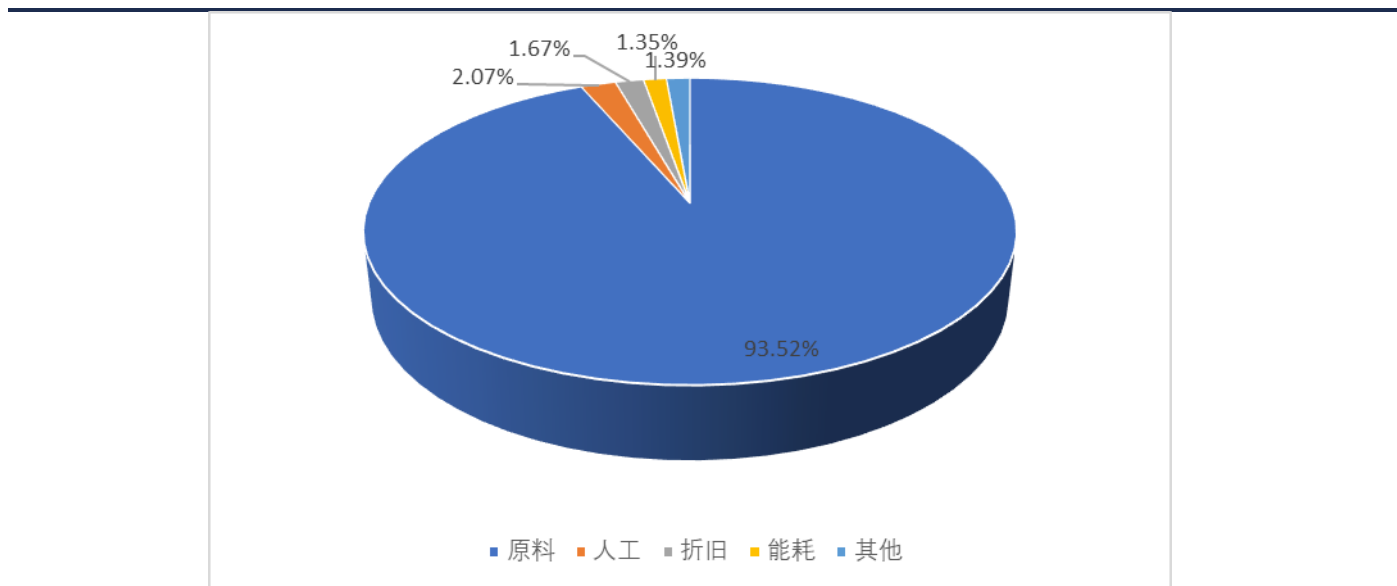
资料来源：wind，华鑫证券研发部

2.2 原材料价格趋稳，饲料板块成本端边际改善

公司主营业务为饲料及以兽用生物制品为主的兽药的生产、销售，饲料以猪禽饲料为主，牛羊等反刍饲料和水产饲料为补充。根据年报披露数据显示，公司饲料产品的成本 93% 左右来自原料。饲料原材料为公司的主要原材料，公司饲料原材料主要包括

玉米、豆粕、棉粕、赖氨酸等。

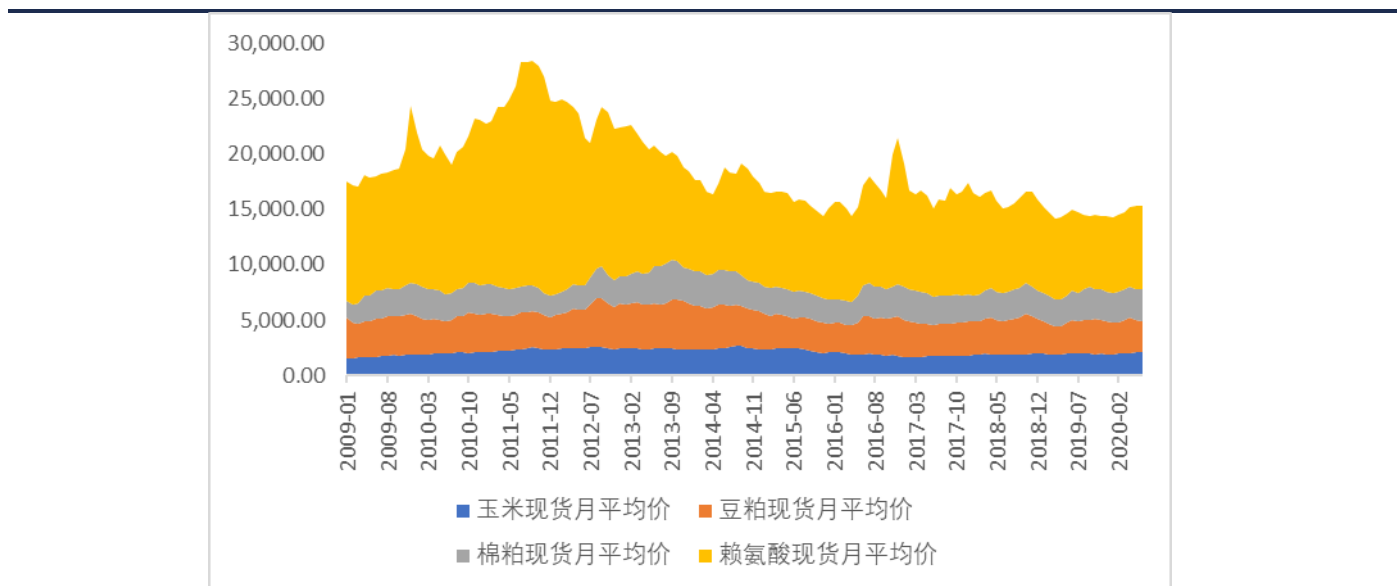
图表 11 公司饲料产品成本结构



资料来源：wind，华鑫证券研发部

从现货价格来看，公司饲料原材料价格走势相对平稳，玉米、豆粕、棉粕价格波动不大，赖氨酸价格在近 5 年也没有太大的价格变化。从整体来看，上游原材料价格自 2011 年以来呈现缓慢下降趋势，成本端的改善让公司的传统饲料业务能够持续稳定的发展。

图表 12 2009-2020 年公司饲料原材料现货月平均价（元/吨）



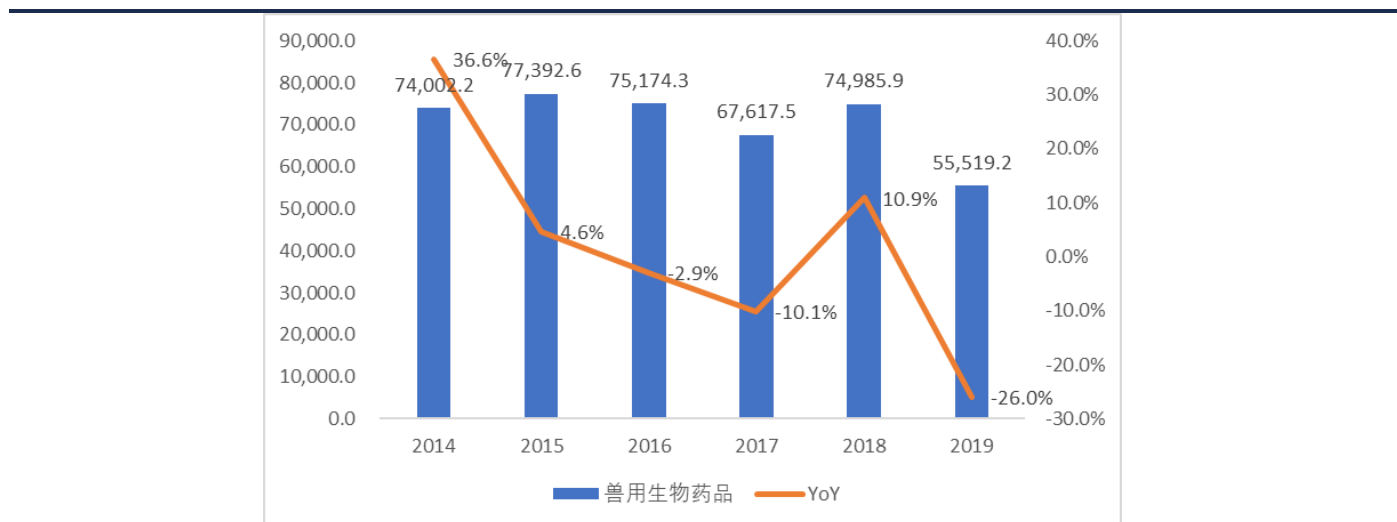
资料来源：wind，华鑫证券研发部

2.3 兽用生物药品板块收缩，研发费用保持增长

2019 年同时受到猪周期和非洲猪瘟的叠加影响，生猪产能连带兽药需求不断下降。

公司近年来为了强化疫苗板块在行业的竞争力，继续保持着研发费用的增长，2018 年研发费用打到 7865 万，2019 年上升到 8489 万。与此同时，公司兽用生物药品收入自 2014 年以来，从 7.4 亿元降至 2019 年的 5.55 亿元，同比下降了 25%左右。

图表 13 2014-2019 年公司兽用生物药品板块收入下行（万元）

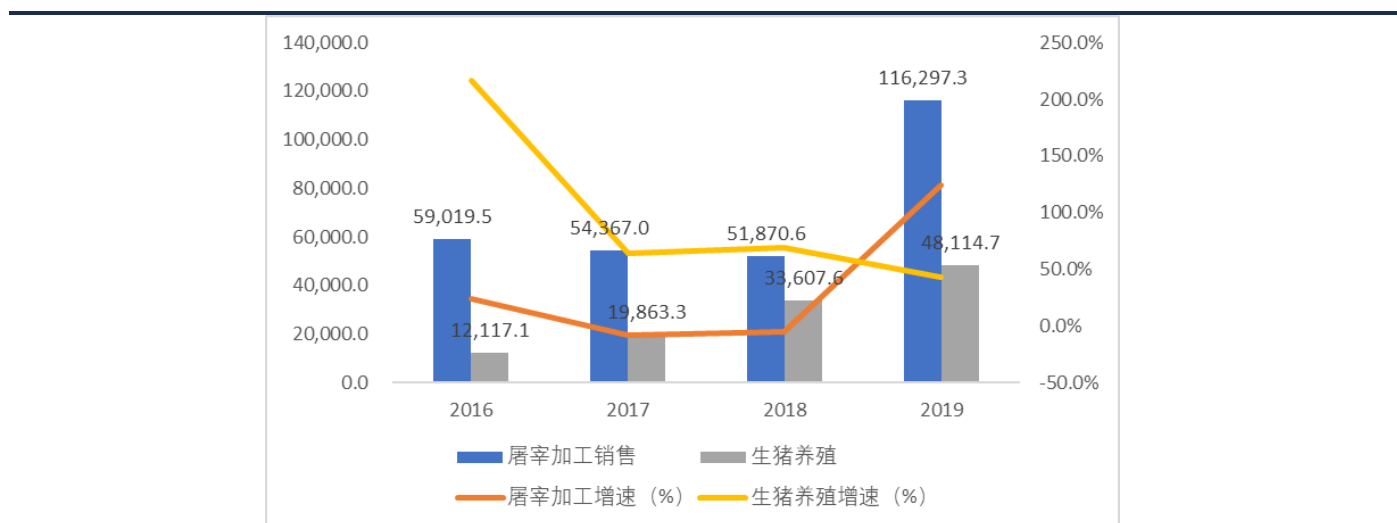


资料来源：wind，华鑫证券研发部

2.4 生猪养殖稳步增长，屠宰加工实现飞跃

公司 2017 年至 2019 年生猪出栏数呈现逐年增长的态势，2017 年至 2019 年生猪出栏分别为 48.94 万头、64.66 万头、84.27 万头，使得生猪养殖板块收入保持良好的增长态势，2017-2019 年生猪养殖板块收入增速分别达到 63.9%、69.2%和 43.2%。屠宰加工板块经历了 2017、2018 年的沉寂后，在 2019 年收入爆发式增长，达到了 124.2%的增长。在非洲猪瘟疫情的特殊时期，公司严控疫情，充分发挥出养殖屠宰饲料疫苗一体化的优势，在集中度逐渐提高的背景下不断提升养殖和屠宰板块的规模，收到了非常明显的效果，从而巩固了公司的养殖、屠宰板块在行业中的地位。

图表 14 2016-2019 屠宰加工与生猪养殖板块收入不断上行（万元）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

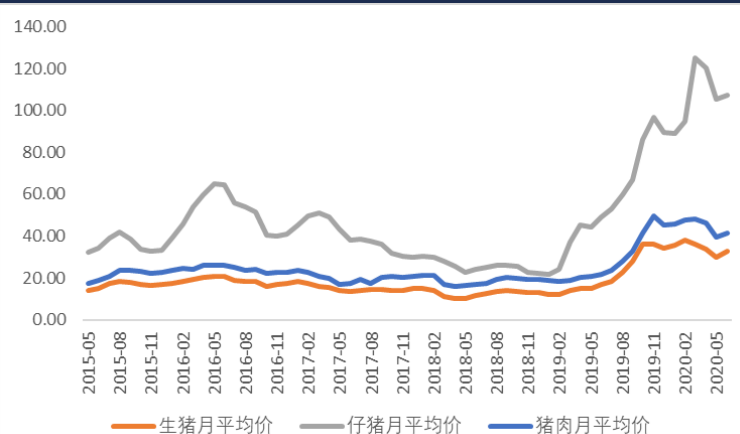
3.非瘟疫情下生猪养殖产业迈向新周期

3.1 存栏下滑趋缓，出栏有望改善

自 2018 年 8 月我国首例非洲猪瘟在辽宁爆发以来，已经过去 25 个月。据统计，2018 和 2019 年分别发生 99 起和 63 起非洲猪瘟疫情，相关地区都进行了封锁。我国能繁母猪存栏量从 2018 年以来一直处于急速下滑通道，直到 2019 年下半年才有所缓和。存栏量的严重缩水导致生猪供给一直处于较为紧缺的状态，生猪价格在 2019 年下半年涨到了 36 元/公斤左右的高位，并且一直维持在高位运行。

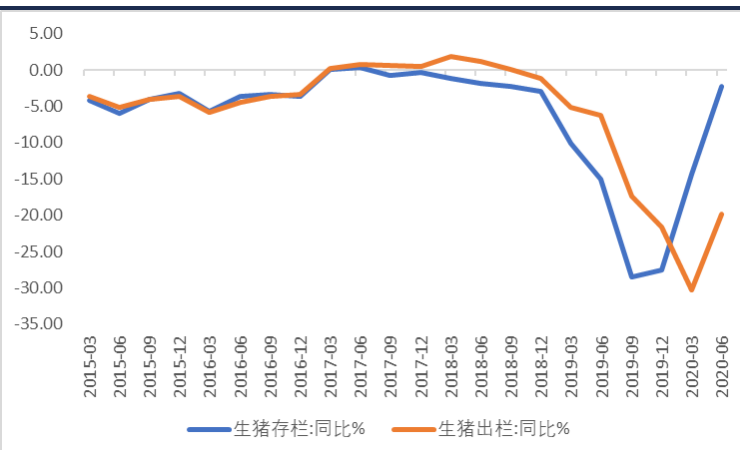
在稳产保供政策激励和市场需求拉动下，新建猪场不断增多，补栏增养较快，生猪生产逐渐恢复。今年以来，去年空栏的规模猪场已有 11200 余个复养，并且有 9000 余个新建规模猪场投产。散养户补栏积极性也在恢复，农业农村部对 4000 个定点监测村的监测显示，小散养殖户生猪存栏连续 6 个月增长，养猪户比重也由降转升。农业部数据显示，生猪存栏同比降幅已从 2019 年 9 月的-28.5%，缩窄至 2020 年 6 月的-2.2%，基本已经回到 2018 年 9 月的存栏水平。

图表 15 2015-2020 年生猪、仔猪、猪肉均价（元/千克）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

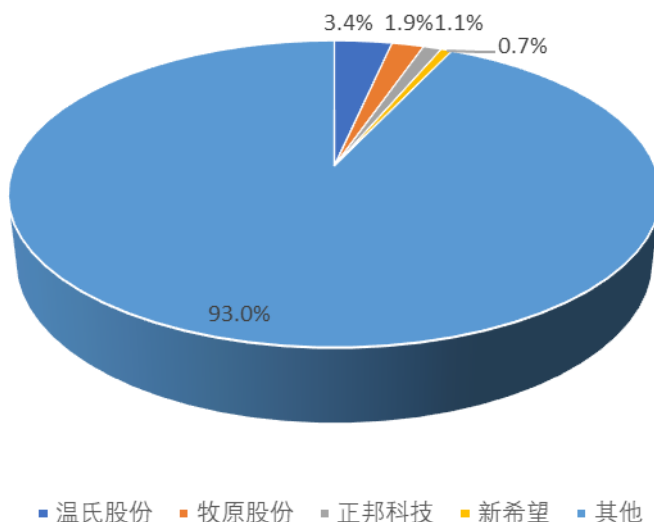
图表 16 2015-2020 年生猪存栏与出栏量（头）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

2.2 行业集中度低，猪瘟疫情或改变竞争格局

图表 17 2019 年前四大企业生猪出栏量



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研究所

2019 年我国生猪行业出栏量前十企业为温氏、牧原、正邦、新希望、正大、天邦、双胞胎、中粮、大北农、杨翔。其中温氏股份年出栏量位居第一，出栏量 1852 万头。紧随其后的牧原股份、新希望 and 正邦科技分别贡献 1025、587 和 355 万头生猪出栏。全国生猪出栏总数大约为 54419 万头，行业 CR4 为 7.1%，集中度非常低。

对于中小规模的养殖场而言，一方面建设“防非”养猪场需要大量资金支持，而对于已经经历了非洲猪瘟的养殖户主，前期损失较大，短期内难以满足建造专业养殖场的需要；另一方面，非洲猪瘟变相抬高了行业的进入壁垒，只有具备专业防疫技术、精细化管理、各类智能化信息系统的养殖场才能更高效、低风险地开展养殖生产。因此非洲猪瘟疫情对生猪养殖的模式形成了巨大的影响。

目前很多地区和企业采用的是公司+农户/合作社的养殖模式，合作农户/合作社可以依托于养殖集团的防疫体系，满足他们最基本的防疫需求。同时养殖集团可以采用育肥环节外包的模式，做到“全进全出”和封闭式养殖，减少外界车辆接触，降低了感染的风险。

我们认为养殖模式的改变会加速小规模养殖场的出清，增加专业养殖企业与农户的合作，养殖资源不断流入各个地区的头部养殖企业，从而不断提升行业的集中度。

3. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

(1) 预计公司 2020 年饲料、屠宰、农产品加工、疫苗、生猪养殖板块收入增速分别为 48%、40%、40%、55%、230%，综合毛利率 33.9% 左右。随着猪周期在 2020 年达到一个峰值，预计 2021、2022 年毛利率进入下行通道，各板块营收增速将收窄。

(2) 公司销售费用率和管理费用率小幅上升，整体相对稳定；

(3) 公司其他收入保持相对稳定；

(5) 公司总股本按照当前股本 10.75 亿股计算。

图表 18 公司营业收入假设

营业收入（万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
饲料	256,206.8	293,077.2	433,754.3	559,543.1	643,474.5
YOY	16.5%	14.4%	48.0%	29.0%	15.0%
屠宰加工销售	51,870.6	116,297.3	162,816.2	211,661.0	253,993.3
YOY	-4.6%	124.2%	40.0%	30.0%	20.0%
农产品加工	85,492.1	80,580.9	112,813.2	124,094.5	127,817.4
YOY	1.4%	-5.7%	40.0%	10.0%	3.0%
兽用生物药品	74,985.9	55,519.2	86,054.8	94,660.3	94,660.3
YOY	10.9%	-26.0%	55.0%	10.0%	0.0%
生猪养殖	33,607.6	48,114.7	158,778.6	222,290.1	288,977.1
YOY	69.2%	43.2%	230.0%	40.0%	30.0%
其他业务	24,299.0	152,691.0	160,325.6	168,341.8	176,758.9
合计：	526,462.0	746,280.4	1,114,542.7	1,380,590.8	1,585,681.4
营业成本（万元）	2018A	2018A	2019E	2020E	2021E
饲料	218,673.8	251,093.6	371,120.2	478,745.0	550,556.8
屠宰加工销售	41,810.8	60,677.3	61,870.2	95,247.5	126,996.6
农产品加工	75,109.3	71,858.8	101,531.9	111,685.1	115,035.6
兽用生物药品	30,772.9	22,138.0	25,128.0	27,640.8	27,640.8
生猪养殖	30,495.0	33,983.3	49,221.4	113,367.9	202,283.9
其他业务	19,481.0	120,282.0	128,260.4	134,673.5	141,407.1
合计：	416,342.8	560,032.9	737,132.1	961,359.8	1,163,921.0
毛利率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
饲料	14.6%	14.3%	14.4%	14.4%	14.4%
屠宰加工销售	19.4%	47.8%	62.0%	55.0%	50.0%
农产品加工	12.1%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
兽用生物药品	59.0%	60.1%	70.8%	70.8%	70.8%
生猪养殖	9.3%	29.4%	69.0%	49.0%	30.0%
其他业务	19.8%	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计：	20.9%	25.0%	33.9%	30.4%	26.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 111.45 亿元、138.06 亿元和 158.57 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 22.82 亿元、23.80 亿元和 21.51 亿元。按照公司最新收盘价测算，对应的市盈率分别为 6.6 倍、6.3 倍和 7.0 倍。考虑到前期猪价下行的预期正在逐步兑现，叠加近期估值有所调整，维持“推荐”的投资评级。

4. 风险提示

（1）生猪价格剧烈下跌的风险

2019 年年底存栏量大幅增长，存栏量下降趋势或将很快结束，若未来生猪存栏增速过快，将会导致生猪价格出现大幅下跌，过快迎来下跌周期，从而压制公司生猪养殖业务的毛利率。

（2）饲料原材料价格波动风险。

公司的主要原材料包括玉米、豆粕等大宗农产品的价格波动，会对饲料业务的业绩产生不利影响。

（3）市场系统性风险。

国内外经济形势变化带来的证券市场波动等。



图表 13 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产:					营业收入	7,476	11,145	13,806	15,857
货币资金	2,001	1,574	840	-10	营业成本	5,600	7,371	9,614	11,639
应收款	367	557	690	793	营业税金及附加	25	30	36	44
存货	3,097	4,095	5,341	6,466	销售费用	546	513	635	729
其他流动资产	1,229	1,351	1,487	1,635	管理费用	478	747	925	1,062
流动资产合计	6,694	7,578	8,358	8,884	财务费用	175	184	178	180
非流动资产:					费用合计	1,198	1,443	1,738	1,972
金融类资产	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
固定资产+在建工程	3,831	4,867	5,877	6,860	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	240	265	291	320	投资收益	23	24	25	26
其他非流动资产	388	427	470	517	营业利润	591	2,217	2,308	2,074
非流动资产合计	4,460	5,559	6,638	7,696	加: 营业外收入	2	3	3	3
资产总计	11,154	13,136	14,996	16,581	减: 营业外支出	3	4	4	4
流动负债:					利润总额	590	2,216	2,307	2,073
短期借款	2,708	2,700	2,700	2,700	所得税费用	-2	-9	-10	-9
应付账款、票据	251	389	481	550	净利润	592	2,225	2,317	2,082
其他流动负债	1,342	1,036	1,140	1,254	少数股东损益	-52	-57	-63	-69
流动负债合计	4,301	4,125	4,321	4,503	归母净利润	644	2,282	2,380	2,151
非流动负债:									
长期借款	1,403	1,500	1,500	1,500	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	286	315	346	381	成长性				
非流动负债合计	1,689	1,815	1,846	1,881	营业收入增长率	41.8%	49.1%	23.9%	14.9%
负债合计	5,990	5,940	6,167	6,384	营业利润增长率	77.3%	275.2%	4.1%	-10.2%
所有者权益					归母净利润增长率	105.4%	254.1%	4.3%	-9.6%
股本	1,066	1,066	1,066	1,066	总资产增长率	31.1%	17.8%	14.2%	10.6%
资本公积金	1,376	1,376	1,376	1,376	盈利能力				
未分配利润	1,958	3,767	5,167	6,327	毛利率	25.1%	33.9%	30.4%	26.6%
少数股东权益	572	572	572	572	营业利润率	7.9%	19.9%	16.7%	13.1%
所有者权益合计	5,165	7,196	8,829	10,196	三项费用/营收	16.0%	12.9%	12.6%	12.4%
负债和所有者权益	11,154	13,136	14,996	16,581	EBIT/销售收入	10.5%	21.6%	18.0%	14.2%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	7.9%	20.0%	16.8%	13.1%
净利润	592	2225	2317	2082	ROE	11.5%	30.9%	26.2%	20.4%
折旧与摊销	334	385	482	583	营运能力				
财务费用	193	184	178	180	总资产周转率	67.0%	84.8%	92.1%	95.6%
存货的减少	-595	-998	-1246	-1125	资产结构				
营运资本变化	-212	-52	-41	-34	资产负债率	53.7%	45.2%	41.1%	38.5%
其他非现金部分	-5	-63	-69	-76	现金流质量				
经营活动现金净流量	307	1680	1620	1610	经营净现金流/净利润	0.52	0.76	0.70	0.77
投资活动现金净流量	-1362	-1420	-1491	-1566	每股数据 (元/股)				
筹资活动现金净流量	933	-688	-863	-894	每股收益	0.60	2.14	2.23	2.02
现金流量净额	-122	-428	-734	-850	每股净资产	4.85	6.75	8.28	9.57

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020 年 1 月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>