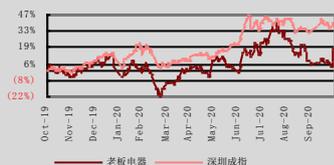


002508.SZ
买入

市场价格：人民币 36.53

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.4	11.7	(4.5)	19.8
相对深证成指	(17.0)	9.2	(2.8)	(16.9)

发行股数(百万)	949
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	34,668
3个月日均交易额(人民币 百万)	412
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
杭州老板实业集团有限公司	50

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2020年10月31日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

家用电器
证券分析师：孙谦

(8621)20328348

qian.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520070001

证券分析师：张译文

(8621)20328764

yiwen.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090004

老板电器

行业龙头，收获稳稳的幸福

随着疫情影响的逐步缓和，竣工逻辑回归厨电短期需求回补；公司依靠多元化渠道与产品策略协同发展，龙头地位稳固。工程与创新渠道稳步推进，龙头竞争优势明显；传统烟灶产品市占率位居行业第一，新厨电产品表现亮眼，首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **厨电行业龙头。**经过40余年的发展与积累，公司已成为中国厨房电器行业发展历史最悠久、市场份额最高、生产规模最大的企业，2019年老板油烟机内销份额为15%，居行业第一。
- **短期需求回暖，环比改善趋势有望延续。**老板油烟机线下零售额累计增速由3月份接近60%的下滑幅度逐步收窄至约10%的下滑幅度，油烟机线上零售额累计增速由3月份23%的下滑改善至20%的增长。考虑到前期地产竣工交付压力逐步释放，后续零售端环比改善趋势有望延续。叠加公司渠道库存较低，为代理商销售改善提供保障。
- **B端渠道先发优势明显，利于公司市占率不断提升。**1) 精装修渗透率提升是大势所趋，公司作为行业龙头率先受益，2019年精装渠道中老板市占率约36%，维持行业第一的水平。公司资金实力雄厚，竞争优势明显，市场占有率有望稳步提升。2) 公司积极与家居、家装、设计师等创新渠道合作，把握消费者前端流量入口，打造创新销售平台，强化品牌护城河。
- **产品与品牌力，保障公司长期稳定增长。**公司持续以领先行业的研发技术推动行业发展，并通过精准高效的广告投放不断向大众传递“专注高端”“大吸力”的品牌与产品特点。近两年公司稳步推进新厨电品类的研发生产，为公司拓展增长边际。

估值

- 在当前股本下，预期公司2020-2022年每股收益分别为1.82元、2.10元、2.38元，对应市盈率分别为20.1、17.4、15.4倍，首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 新冠疫情影响超预期；终端表现不及预期；原材料价格上涨。

投资摘要

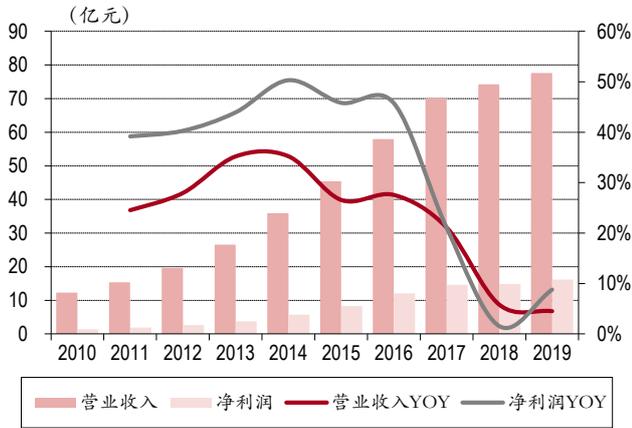
年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	7,425	7,761	8,159	9,222	10,280
变动(%)	6	5	5	13	11
净利润(人民币 百万)	1,474	1,590	1,728	1,993	2,260
全面摊薄每股收益(人民币)	1.549	1.671	1.817	2.095	2.376
变动(%)	0.6	7.9	8.7	15.3	13.4
全面摊薄市盈率(倍)	23.6	21.9	20.1	17.4	15.4
价格/每股现金流量(倍)	23.0	22.3	54.3	12.5	31.4
每股现金流量(人民币)	1.59	1.63	0.67	2.93	1.16
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.4	18.2	16.5	13.3	11.5
每股股息(人民币)	0.798	0.168	0.545	0.629	0.713
股息率(%)	2.2	0.5	1.5	1.7	2.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

老板电器：厨电行业领导品牌

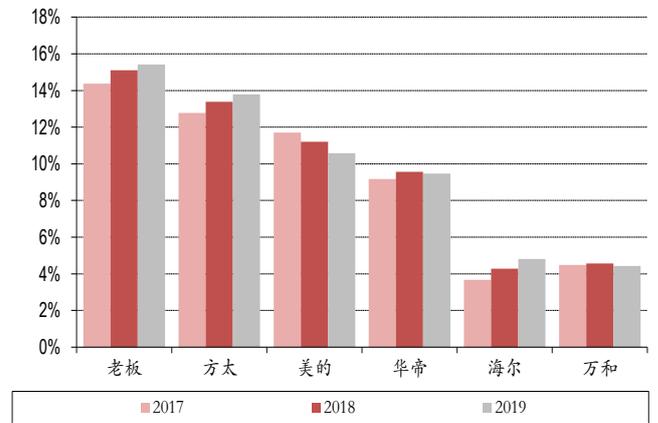
“老板”品牌始创于1988年，专注于厨房电器产品的研发、生产、销售和综合服务的拓展，旗下拥有名气、金帝多品牌矩阵，布局多维度消费市场；产品涉及吸油烟机、燃气灶、消毒柜、蒸箱、烤箱、蒸烤一体机、洗碗机、净水器、热水器、微波炉、集成灶等。经过40余年的发展与积累，公司已成为中国厨房电器行业发展历史最悠久、市场份额最高、生产规模最大的企业。根据产业在线统计，2019年老板油烟机内销份额为15%，居行业第一。

图表49. 2010-2019年老板电器营收复合增速23%



资料来源: Wind, 中银证券

图表50. 老板电器市占率第一且稳步提升



资料来源: 产业在线, 中银证券

从老板电器上市以来的经营表现来看，其营收增长波动性低于地产销售表现，正确的渠道布局助力公司平滑周期波动性，收获稳健增长。

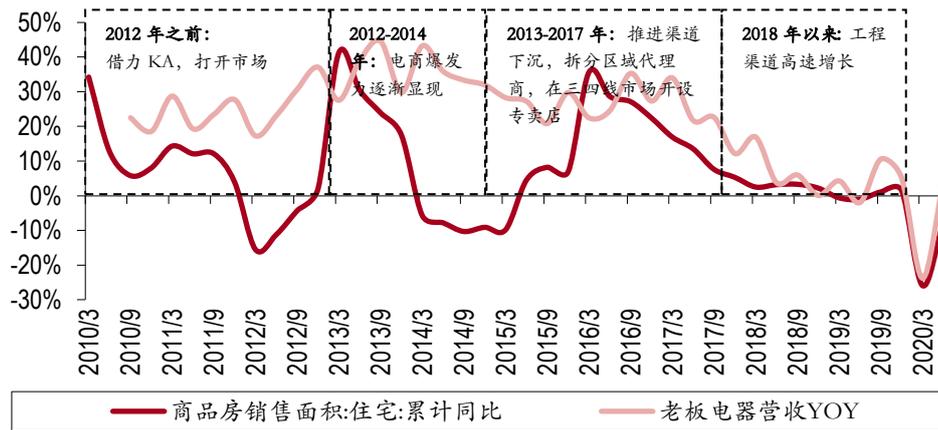
(1) **2000-2012年，借力KA，打开市场。**2000-2012年是以苏宁国美为代表的传统家电零售平台高速发展的10年，新开店数量持续提升，老板电器高端厨电的品牌定位与传统KA卖场主要布局一二线的策略不谋而合，公司成功搭乘以苏宁为代表的传统KA卖场的高速列车，实现收入的高速稳定增长。

(2) **2012-2014年，发力线上，穿越周期。**进入2012年，KA的规模增速有所放缓，电商爆发力逐渐显现，老板电器作为厨电行业最早一批布局电商渠道的公司，积极与电商各大平台展开合作，充分享受了电商增长带来的红利。2012年地产表现低迷，正确的渠道布局策略助力公司穿越景气周期。

(3) **2013-2017年，渠道下沉，把握三四线市场机遇。**2013年后，房地产市场迎来高速增长，特别是在棚改等政策刺激下，三四级房地产市场逐步崛起，三四线城市购买力同步提升，公司为顺应市场发展迅速调整渠道策略，积极推进渠道下沉，拆分区域代理商，在三四线市场开设专卖店。2014-2015年公司拆分代理商至82家，专卖店数量增长至2450家。

(4) **2017年以来，着力发展工程渠道。**公司较早发掘精装房市场中厨电部品的配套需求，积极与TOP50房开商展开战略合作，持续保持工程渠道市占率第一的领先地位，为2018年以来行业低迷时期，公司营收实现稳定增长保驾护航。

图表51. 老板电器营收增长波动性低于地产销售表现

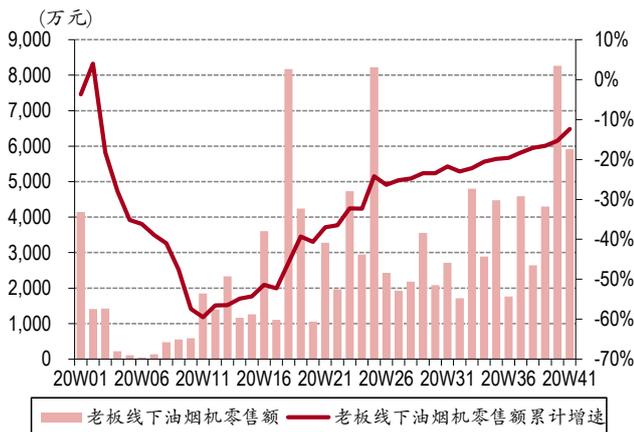


资料来源：Wind，中银证券

短期需求回暖，环比改善趋势有望延续

2020年，随着疫情影响逐步减弱，零售景气度逐步回升，特别是线上渠道表现较好，根据奥维云网数据，老板线下油烟机零售额累计增速由3月份接近60%的下滑幅度逐步收窄至约10%的下滑幅度，线上油烟机零售额累计增速由3月份23%的下滑改善至20%的增长。考虑到前期地产竣工交付压力逐步释放，后续零售端环比改善趋势有望延续。叠加公司渠道库存较低，为代理商销售改善提供保障。

图表52. 老板油烟机线下零售逐步回暖



资料来源：奥维云网，中银证券

图表53. 老板油烟机线上零售改善较为明显



资料来源：奥维云网，中银证券

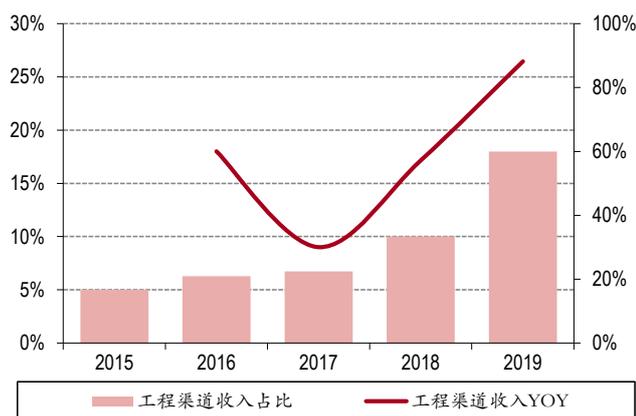
B端渠道先发优势明显，利于公司市占率不断提升

工程渠道市占率第一，品牌优势明显

2017年以来，公司率先把握精装房渗透率提升的行业发展机遇，积极与TOP50的地产开发商建立战略合作，在各地棚改政策逐步退出，房地产增速放缓的近两年，特别是2020年疫情对线下实体经济的冲击之下，公司仍能够保持收入的稳定增长，表现出高于行业平均水平的增长韧性，这与公司在工程渠道的高速稳定增长直接相关。

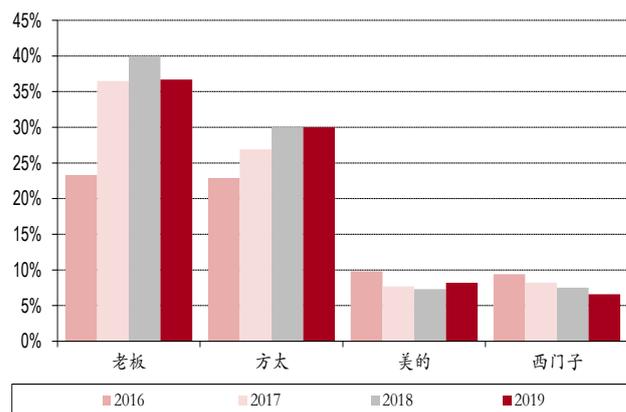
根据前文分析，精装修渗透率提升是大势所趋，老板电器作为行业龙头率先受益，2019年精装渠道中老板市占率约36%，维持行业第一的水平。作为行业龙头，公司资金实力雄厚，盈利能力及现金储备优势明显；目前公司正积极拓展战略客户合作范围，市场占有率有望持续稳步提升。

图表54. 老板电器工程渠道占比不断提升



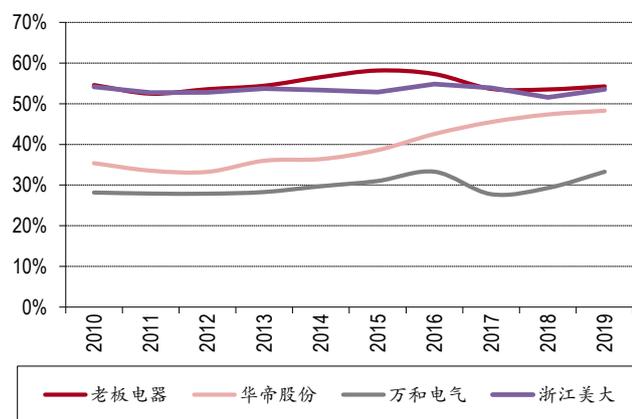
资料来源: Wind, 中银证券

图表55. 老板电器工程渠道市占率第一且稳步提升



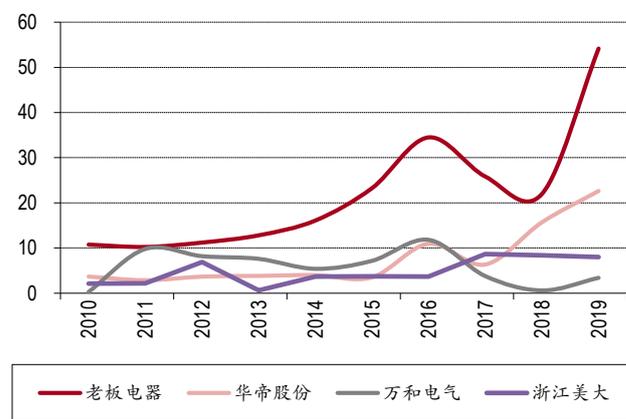
资料来源: 奥维云网, 中银证券

图表56. 老板电器毛利率高于同业



资料来源: Wind, 中银证券

图表57. 老板电器现金储备高于同业



资料来源: Wind, 中银证券

双品牌赋能, 创新渠道谋共赢

老板电器是行业内较早与家居、家装、设计师等创新渠道合作的厨电公司, 目前公司合作的对象包括欧派、索菲亚、维尚等全屋定制公司, 以及爱空间、金螳螂、东易日盛等家装公司, 通过积极探索把握消费者前端流量入口, 打造创新销售平台, 强化品牌护城河。以老板和欧派家居的合作为例, 老板为欧派提供专供机型, 标有“ROBAM”及“OPPEIN”双品牌的 LOGO。欧派会在门店中, 为老板提供专门的展柜, 以实现双品牌共赢。

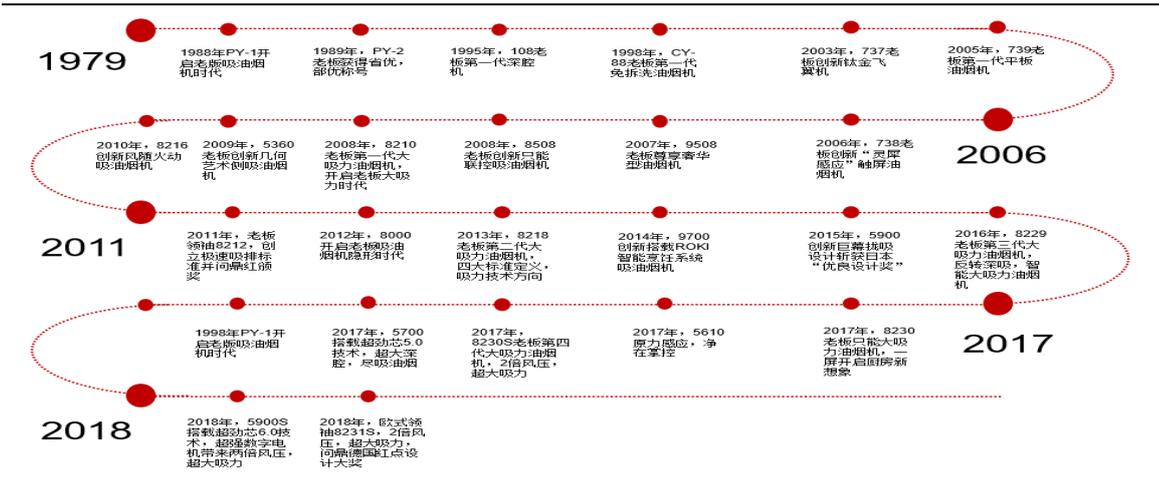
家居家装公司的赋能, 对于老板电器来说一方面拓展渠道提高产品市占率, 另一方面有利于公司盈利能力的提升。1) 从装修习惯来讲, 通常橱柜的选择相较厨电更为前期, 公司通过与家居家装公司合作, 能够更早环节进入消费者的选择范围, 根据公司 2019 年年报披露, 欧派橱柜、索菲亚门店数量分别为 2334 家、2501 家, 且在三四线市场分布广泛, 进一步丰富了老板电器地域辐射半径。2) 家居、家装公司为提高自身品牌形象, 设计师为获得更高的抽成, 通常会选择更为高端的产品型号, 从而产品毛利率相对更高; 同时从渠道层级来看, 创新渠道的销售环节少于层层分销的经销环节, 销售费用率更低, 创新渠道占比的提升, 有助于提高公司盈利能力。

产品与品牌力，保障公司长期稳定增长

研发技术领先，行业变革见证者

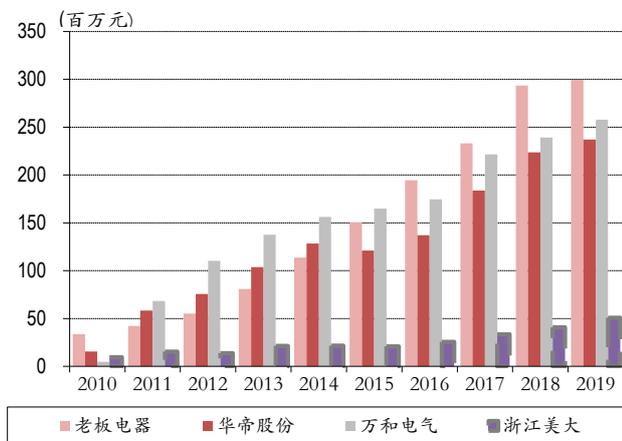
40年来公司在秉持“产品领先”的基础上，不断追求“技术领先”，持续以领先行业的研发技术推动行业发展。20世纪80年代，老板将吸油烟机引入中国；1998年，老板首次破解油烟分离这一行业性难题，推出了行业首台免拆洗油烟机，引领行业进入免拆洗时代。2008年，老板首创大吸力油烟机，通过搭载“极速洁净”技术平台，首创360°螺旋吸烟、免拆洗A++技术，以及双劲芯3.0风机系统，从“拢吸、强滤、速排、节能”四方面打造大吸力系统，突破了传统意义上以单一指标衡量吸力的标准，在业内首次实现油烟机鲸吸效果，并创立了吸油烟机极速吸排的行业标准。2019年，公司共申请专利509项，其中发明专利115项，专利授权417项，其中发明专利11项。上市以来公司研发支出持续提升，且居行业领先水平。

图表58. 老板电器油烟机发展史



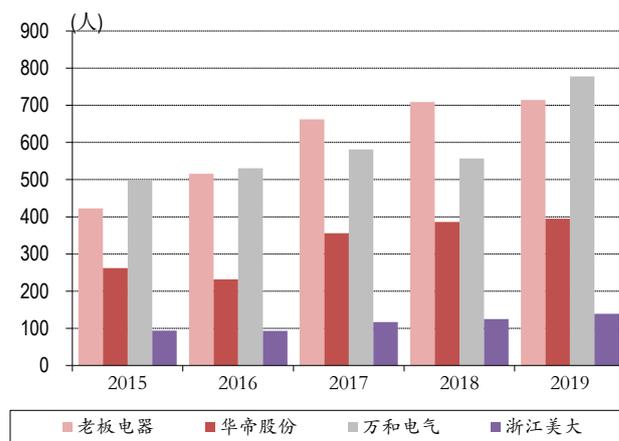
资料来源：公司官网，中银证券

图表59. 老板电器研发支出行业领先



资料来源：Wind，中银证券

图表60. 老板电器研发人员数量逐年提升



资料来源：Wind，中银证券

稳步推进新品类发展

公司长期以来致力于构建效率与活力并重的研发机制，聚焦产品，在新品类拓展、专利开发、国家标准制定等方面取得了显著成果，以多样化的产品形态满足不同的客户需求，根据消费者使用习惯切换产品形态，切实解决消费者使用痛点。近两年公司稳步推进新厨电品类的研发生产，从当前新厨电产品的品牌格局来看，外资品牌具备一定的先发布局优势，我国厨电企业在新品类布局上虽起步较晚，但追赶劲头较足。

2015 年公司推出下翻嵌入式洗碗机，定义厨房高端生活美学；2016 年首次推出抽屉式洗碗机，以解决洗碗机使用空间问题；2017 年推出五重洁净系统技术创新，进一步优化洗碗机清洁能力；2019 年推出台嵌两用洗碗机，解决安装改造问题。公司成立中国“蒸文化”研究院，将传统的烹饪智慧融入现代科技，连续 13 年获亚洲 500 强，58 项蒸烤专利，应用于蒸箱、蒸烤一体机等多项厨电新品。2019 年公司洗碗机、一体机营收增速分别为 31.82%、3717.95%，远高于公司 4.52% 的总体营收增速。老板电器 2019 年年报披露，老板嵌入式一体机、嵌入式电蒸箱、嵌入式电烤箱、嵌入式洗碗机市场份额分别为 21.6%（市场第 2）、31.6%（市场第 2）、25.4%（市场第 2）、7.0%（市场第 4）；线上市场老板嵌入式电蒸箱市场份额 17.6%（市场第 1），居行业前列。

图表61. 老板电器新品类市场份额居行业前列

线下							
品类	消毒柜	嵌入式一体机	嵌入式电蒸箱	嵌入式电烤箱	嵌入式微波炉	嵌入式消毒柜	嵌入式洗碗机
份额(%)	22.70	21.60	31.60	25.40	35.60	27.80	7
排名	2	2	2	2	1	2	4
线上							
品类	消毒柜	嵌入式电蒸箱	嵌入式消毒柜				
份额(%)	5.10	17.60	9.90				
排名	4	1	3				

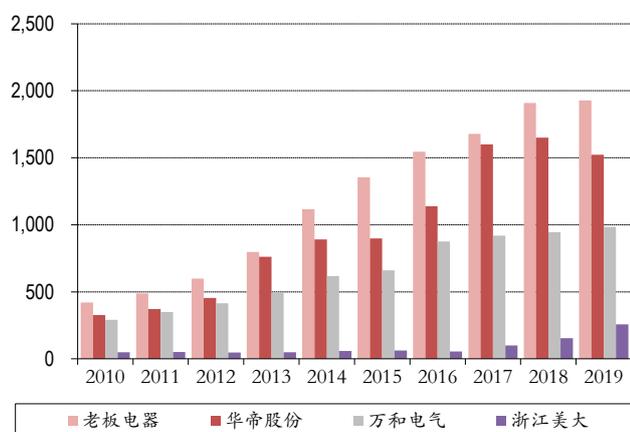
资料来源：公司公告，中银证券

品牌定位高端，持续精准营销

自成立以来，公司通过精准高效的广告投放不断向大众传递“专注高端”“大吸力”的品牌与产品特点，持续打造高端品牌体验，“老板”品牌已成为国内知名度最高、最受消费者喜爱的专业化高端厨房电器品牌之一，连续 6 年入围“BrandZ 最具价值中国品牌 100 强”，连续 14 年荣膺“亚洲品牌 500 强”。

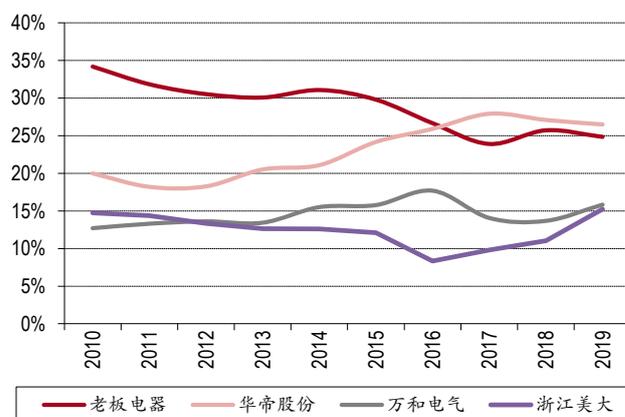
公司结合当下时代特点，推行最有效的营销方式。前些年公司通过在央视黄金时段的广告宣传、与视频网站合作宣传等方式营销；近两年公司通过冠名卫视跨年晚会，与热门综艺节目合作，携手国潮先锋乐队打造“老板电器国潮音乐厨房”，与消费者深度互动，深化品牌年轻化形象、传递高端品牌价值，积极拥抱数字化营销时代，增强品牌曝光度助力公司品牌力不断提升。

图表62. 老板电器销售费用行业领先



资料来源：Wind，中银证券

图表63. 老板电器销售费用率居行业前列



资料来源：Wind，中银证券

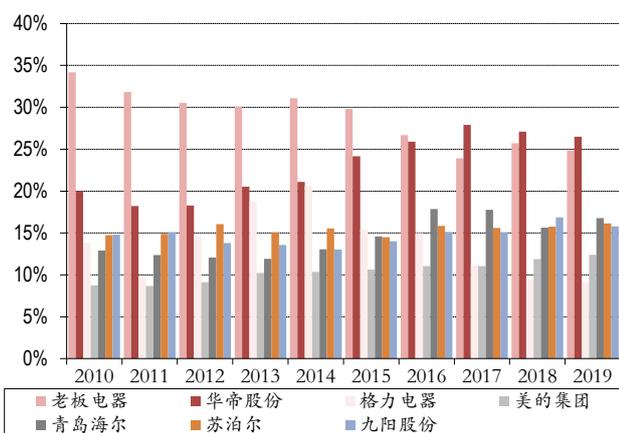
财务分析

B 端业务收入占比提升，对公司盈利能力影响有限

伴随公司 B 端业务收入占比提升，市场普遍担心，公司在 B 端业务的议价能力弱于 C 端，公司盈利能力会受到影响。从毛利率角度来看，公司在线下零售渠道、线上渠道和工程渠道的毛利率水平分别约为 55%、70%和 40%，且在工程渠道中战略客户的议价能力普遍高于一般客户，工程渠道毛利率水平承受一定压力。但随着公司工程渠道的稳步推进，对三四线市场的布局逐步完善，客户范围由 TOP50 拓展至 TOP100，议价能力逐步提升，2020 年三季度公司实现毛利率 60.02%，同比提升 4.32pct，一部分原因则来自于工程渠道客户结构的变化。

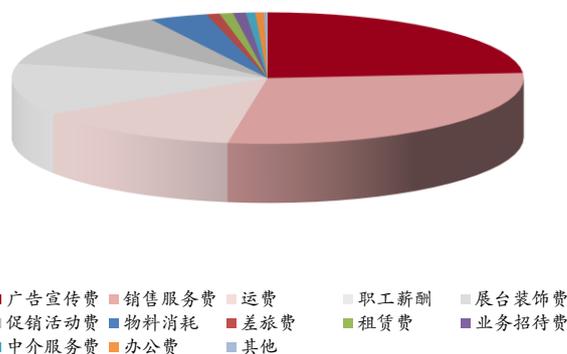
从净利率角度来看，工程渠道相较于零售渠道的费用投放要求不高，特别是销售费用的投放，根据上文分析厨电企业销售费用率水平普遍较高，从销售费用的结构来看，广告宣传费、展台装饰费、促销活动费、进场费等项目基本不涉及工程项目，因此较低的费用投放，相应释放工程渠道毛利率较低的压力。

图表64. 厨电行业公司销售费用率高于其他行业



资料来源: Wind, 中银证券

图表65. 老板电器销售费用构成 (2019 年)



资料来源: Wind, 中银证券

对于公司整体盈利能力，公司仍具备以下几点调节空间：

1) 工程渠道、创新渠道渠道增量，进一步增强公司规模效益的发挥；2) 工程渠道产品结构升级，提高毛利率水平。一方面随着精装修中高端房屋占比的提升，配套厨电产品结构相应优化；另一方面，随着洗碗机等新厨电产品渗透率的提升，有助于工程渠道毛利率水平的提升。

工程渠道账期较长，考验公司现金周转能力

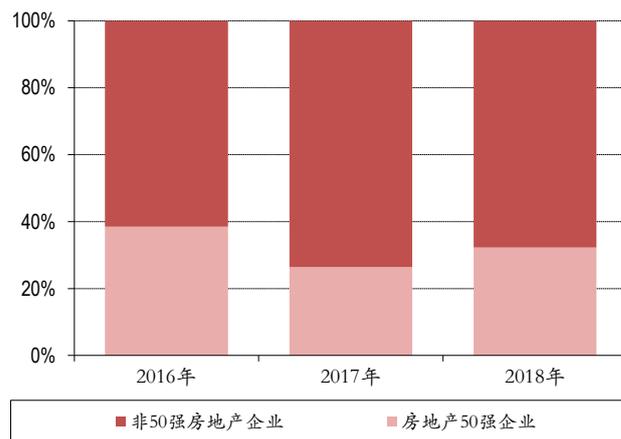
工程渠道回款速度慢于零售渠道，账期在半年至一年，随着工程渠道占比的提升，公司应收账款周转率降低。公司现金储备较高，为公司正常经营提供了较高保障；同时根据前文分析，前期 TOP50 的地产开发商所占据业务比重较高，对公司账期造成一定压力，随着工程渠道客户结构的调整，应收账款周转率走低趋势有望改善。

图表66. 工程渠道占比提升, 应收账款周转率降低



资料来源: Wind, 中银证券

图表67. 精装修项目中房开商类型结构



资料来源: Wind, 中银证券

盈利预测与投资建议

关键假设

根据前文对传统厨电、新兴厨电品类的行业空间, 公司在线下零售、电商渠道终端销售逐步回暖的表现, 以及在工程渠道的竞争优势, 对公司的经营表现进行预测。

图表68. 老板电器营业收入与毛利率预测

	2020E	2021E	2022E
油烟机			
销量 (万台)	276	314	344
同比增长(%)	3	14	10
收入 (百万元)	4,193	4,691	5,100
同比增长(%)	3	12	9
毛利率(%)	59	59	60
燃气灶			
收入 (百万元)	1,900	2,125	2,321
同比增长(%)	3	12	9
毛利率(%)	57	57	58
洗碗机			
收入 (百万元)	207	476	714
同比增长(%)	50	130	50
蒸烤一体机			
收入 (百万元)	383	8	11
同比增长(%)	200	60	50
营业收入合计 (百万元)	8,159	9,222	10,280
同比增长(%)	5	13	11
综合毛利率(%)	57	58	58

资料来源: 中银证券

盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 81.59 亿元、92.22 亿元、102.80 亿元, 分别同比增长 5.1%、13.0%、11.5%; 净利润为 17.28 亿元、19.93 亿元、22.60 亿元, 分别同比增长 8.7%、15.3%、13.4%; 在当前股本下, 每股收益分别为 1.82 元、2.10 元、2.38 元。

相对估值

我们选取厨电行业主要标的老板电器、华帝股份和浙江美大作为可比公司进行估值比较, 根据 2020 年 10 月 29 日收盘价, 公司 2019-2021 年对应市盈率分别为 21.8、20.6、18.3 倍。

图表69. 老板电器可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价(元)	总市值 (亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
老板电器	002508.SZ	36.85	350	1.68	1.79	2.02	21.8	20.6	18.3	买入
华帝股份	002035.SZ	9.21	80	0.78	0.85	0.72	10.2	12.8	10.6	买入
浙江美大	002677.SZ	19.57	126	0.59	0.71	0.81	27.1	24.2	20.2	未有评级
行业均值							19.7	19.2	16.4	
老板电器	002508.SZ	36.85	350	1.68	1.79	2.02	21.8	20.6	18.3	买入

资料来源: Wind, 中银证券

投资建议

厨电行业长期成长空间广阔, 伴随更新需求逐步释放以及新厨电品类规模的提高, 整体厨电行业的增速有望再次切换至较高水平; 短期来看, 随着疫情影响的逐步缓和, 竣工逻辑回归将带动厨电短期需求的回补。渠道 B 端化变革稳步推进, 老板电器工程渠道市占率稳居行业第一, 行业竞争力有望进一步提升, 首次覆盖给予**买入**评级。

风险提示

精装修渗透率提升不及预期

如果我国精装修渗透率提升进度不及预期, 可能对公司市占率提升速率造成影响。

厨电市场竞争加剧

如果厨电市场竞争持续加剧, 可能会对公司的盈利能力造成影响。

原材料价格不利波动

如果原材料价格上升, 公司成本有可能上升, 盈利能力有可能下降。

地产周期影响大于预期

公司所处厨电行业与地产周期相关性较大, 如果地产周期持续下行, 可能继续减弱厨电需求, 进而可能影响公司未来收入及净利润增长

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	7,425	7,761	8,159	9,222	10,280
销售成本	(3,521)	(3,615)	(3,590)	(4,011)	(4,420)
经营费用	(2,389)	(2,461)	(2,726)	(3,102)	(3,475)
息税折旧前利润	1,515	1,685	1,843	2,109	2,384
折旧及摊销	(102)	(110)	(126)	(141)	(154)
经营利润(息税前利润)	1,413	1,575	1,717	1,967	2,231
净利息收入/(费用)	202	168	251	329	418
其他收益/(损失)	188	213	161	179	178
税前利润	1,702	1,872	2,003	2,311	2,617
所得税	(218)	(257)	(275)	(318)	(357)
少数股东权益	10	24	0	0	0
净利润	1,474	1,590	1,728	1,993	2,260
核心净利润	1,474	1,590	1,729	1,995	2,261
每股收益(人民币)	1.549	1.671	1.817	2.095	2.376
核心每股收益(人民币)	1.549	1.671	1.817	2.097	2.377
每股股息(人民币)	0.798	0.168	0.545	0.629	0.713
收入增长(%)	6	5	5	13	11
息税前利润增长(%)	(8)	11	9	15	13
息税折旧前利润增长(%)	(7)	11	9	14	13
每股收益增长(%)	1	8	9	15	13
核心每股收益增长(%)	1	8	9	15	13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,702	1,872	2,003	2,311	2,617
折旧与摊销	102	110	126	141	154
净利息费用	(101)	(83)	(125)	(164)	(209)
运营资本变动	248	(65)	(1,036)	1,233	(1,049)
税金	(208)	(233)	(275)	(318)	(357)
其他经营现金流	(234)	(45)	(52)	(414)	(50)
经营活动产生的现金流	1,509	1,555	640	2,790	1,106
购买固定资产净值	204	97	82	110	88
投资减少/增加	9	126	75	80	82
其他投资现金流	(1,396)	833	(164)	(221)	(176)
投资活动产生的现金流	(1,184)	1,056	(7)	(30)	(6)
净增权益	(759)	(159)	(518)	(598)	(678)
净增债务	0	0	10	10	10
支付股息	759	159	518	598	678
其他融资现金流	(712)	(759)	(376)	(434)	(469)
融资活动产生的现金流	(712)	(759)	(366)	(424)	(459)
现金变动	(386)	1,852	268	2,336	641
期初现金	2,582	2,197	4,054	4,322	6,658
公司自由现金流	325	2,611	633	2,760	1,100
权益自由现金流	224	2,527	518	2,605	902

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,197	4,054	4,322	6,658	7,298
应收帐款	1,715	1,712	2,507	2,262	3,054
库存	1,347	1,339	1,316	1,650	1,618
其他流动资产	59	50	58	63	71
流动资产总计	7,980	9,052	10,082	12,551	13,942
固定资产	1,027	1,098	1,069	1,052	1,000
无形资产	194	220	206	192	178
其他长期资产	48	201	201	201	201
长期资产总计	1,270	1,519	1,476	1,445	1,379
总资产	9,455	10,652	11,638	14,076	15,401
应付帐款	1,607	1,998	1,566	2,416	1,970
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,625	1,559	1,740	1,924	2,102
流动负债总计	3,232	3,557	3,306	4,339	4,072
长期借款	0	0	10	20	30
其他长期负债	92	121	121	121	121
股本	951	951	951	951	951
储备	5,100	5,931	7,140	8,535	10,117
股东权益	6,051	6,882	8,091	9,487	11,068
少数股东权益	85	110	110	110	110
总负债及权益	9,455	10,652	11,638	14,076	15,401
每股帐面价值(人民币)	6.36	7.23	8.51	9.97	11.64
每股有形资产(人民币)	6.16	7.00	8.29	9.77	11.45
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.31)	(4.26)	(4.53)	(6.98)	(7.64)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.4	21.7	22.6	22.9	23.2
息税前利润率(%)	19.0	20.3	21.0	21.3	21.7
税前利润率(%)	22.9	24.1	24.6	25.1	25.5
净利率(%)	19.8	20.5	21.2	21.6	22.0
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.5	3.0	2.9	3.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	3,299.3	10,900.1	4,163.9	2,832.5
净权益负债率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
速动比率(倍)	2.1	2.2	2.7	2.5	3.0
估值					
市盈率(倍)	23.6	21.9	20.1	17.4	15.4
核心业务市盈率(倍)	23.6	21.9	20.1	17.4	15.4
市净率(倍)	5.7	5.1	4.3	3.7	3.1
价格/现金流(倍)	23.0	22.3	54.3	12.5	31.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.4	18.2	16.5	13.3	11.5
周转率					
存货周转天数	127.5	135.6	135.0	135.0	134.9
应收帐款周转天数	76.0	80.6	94.4	94.4	94.4
应付帐款周转天数	74.2	84.8	79.7	78.8	77.9
回报率					
股息支付率(%)	51.5	10.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	26.0	24.6	23.1	22.7	22.0
资产收益率(%)	14.2	13.5	13.3	13.2	13.1
已运用资本收益率(%)	6.5	6.1	5.7	5.6	5.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测