

## 对标防水行业龙头，当前价值存在修复空间 买入（维持）

2021年02月08日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002  
18811311450

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号：S0600520070005  
18806288427

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,271	2,634	3,291	4,120
同比（%）	27.80%	15.97%	24.97%	25.17%
归母净利润（百万元）	362	435	563	698
同比（%）	5.28%	20.21%	29.32%	23.90%
每股收益（元/股）	1.51	1.77	2.29	2.83
P/E（倍）	20.82	17.77	13.74	11.09

### 投资要点

【青鸟消防】作为我们 2021 年的重点推荐标的，我们将其与【东方雨虹】做个类比，相同点与不同点陈列如下（详细内容请见正文部分）。

#### 一、相同点

- 1) 下游客户：最终的下游客户均为地产商、工商业建筑、商业物业等，前 5 大客户销售额占比为 20% 以上。
- 2) 行业地位：均是各自所在行业龙头，且市占率仍在逐年提升。
- 3) 渠道管控：均有成熟的经销商体系，且管控渠道的能力较强。
- 4) 产品性能：产品投入占比建安总成本较低，但是重要性极其显著。
- 5) 品类扩充：深耕传统业务的同时，充分发挥渠道和客户优势，扩展产品品类。
- 6) 企业文化：狼性文化充分发挥员工主观能动性，人均创收领跑全行业。

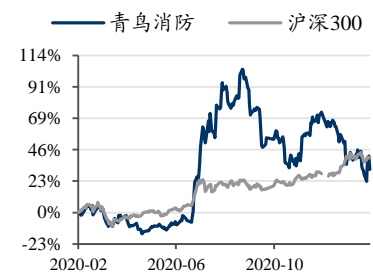
#### 二、不同点

- 1) 相比东方雨虹，青鸟消防的资产更轻、资本开支更少。
- 2) 相比东方雨虹，青鸟消防的研发投入占比更高，产品竞争力优势更明显。
- 3) 相比防水行业，消防产品行业既存在横向上民用和工业消防市场的扩容，还存在纵向上智能化升级改造的增量空间。
- 4) 相比东方雨虹，青鸟消防的安全边际更加充足、价值严重低估。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.35、5.63、6.98 亿元，EPS 分别为 1.77、2.29、2.83 元，对应 PE 分别为 18、14、11 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	31.42
一年最低/最高价	20.10/50.94
市净率(倍)	2.54
流通 A 股市值(百万元)	3881.94

### 基础数据

每股净资产(元)	12.38
资产负债率(%)	22.02
总股本(百万股)	246.21
流通 A 股(百万股)	123.55

### 相关研究

- 1、《青鸟消防（002960）：六问六答，当前位置我们坚定看好并推荐的原因》2021-02-01
- 2、《青鸟消防（002960）：青鸟消防：提前布局家用消防市场，行业持续扩容+龙头市场集中度提升》2020-12-29
- 3、《青鸟消防（002960）：应急疏散业务前三季度增速 180%，通过收购快速扩张产能紧抓风口》2020-11-15

【青鸟消防】作为我们 2021 年的重点推荐标的，我们将其与【东方雨虹】做个类比，相同点与不同点陈列如下：

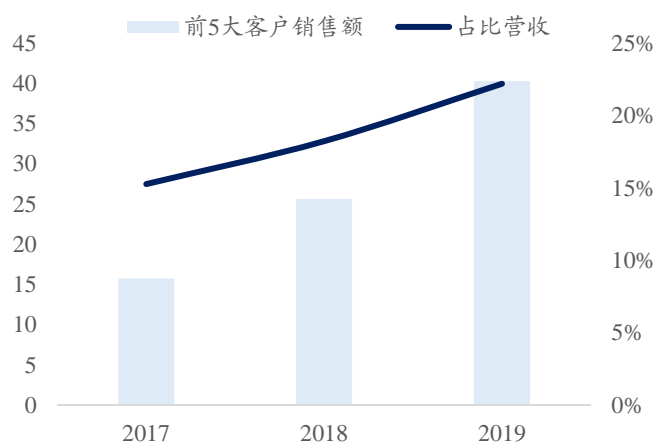
## 一、相同点

### 1. 下游客户：最终的下游客客户均为地产商、工商业建筑、商业物业等，前 5 大客户销售额占比为 20%以上

**东方雨虹：**2017-2019 年，东方雨虹的年报并未披露前 5 大客户的具体名称，但是我们根据公司公告的转债募集说明书，2017 年 1-6 月，公司前 5 大客户分别为万科、保利、融创、荣盛、中海，销售额占比营收合计为 14.35%，同时近年来公司的业务和产品并未发生明显变化，因此可以判断，公司下游客户基本以地产商为主。2017-2019 年，公司对前 5 大客户的销售额分别为 15.73、25.62、40.31 亿元，占比营收分别为 15.28%、18.24%、22.20%。

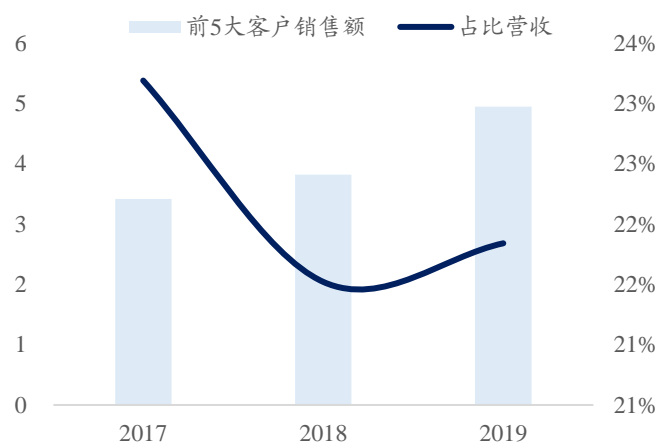
**青鸟消防：**根据公司的招股说明书和年报，2017-2019 年，公司对前 5 大客户的销售额分别为 3.42、3.82、4.96 亿元，占比营收分别为 23.19%、21.52%、21.84%，虽然公司前五大客户均是经销商，但是最终下游客户主要为地产商、工商业建筑、商业物业等，与东方雨虹的客户结构基本相同。

图 1：2017-2019 年东方雨虹前 5 大客户的情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 2：2017-2019 年青鸟消防前 5 大客户的情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 2. 行业地位：均是各自所在行业龙头，且市占率仍在逐年提升

**东方雨虹：**品牌首选率方面，根据中国房地产业协会、中国房地产测评中心联合发布的 2018-2020 年《中国房地产开发企业 500 强测评研究报告》，2018-2020 年，防水建材类品牌首选率东方雨虹均为第一名，首选率分别为 25%、36%、36%。营收规模方面，2019 年东方雨虹、科顺股份、凯伦股份的营收分别为 181.54、46.52、11.65 亿元，公司行业龙头地位十分显著。市占率方面，防水材料市场空间超过千亿，且竞争格局较为分散（2019 年有 10752 家企业从事防水材料业务），2011-2019 年，东方雨虹市占率从不到 5% 提升至 12% 左右，且对标海外防水材料龙头，公司市占率仍有望持续提升，远期来看达到 30% 以上市占率可期。

**青鸟消防：**品牌首选率方面，根据中国房地产业协会、中国房地产测评中心联合发布的 2018-2020 年《中国房地产开发企业 500 强测评研究报告》，2019、2020 年青鸟消防的品牌首选率分别为 16%、21%，且在 2020 年首次超过海湾，成为消防设施类排名第一。营收规模方面，2019 年，行业前五家头部公司（青鸟、海湾、三江、利达、中消云）的营收分别为 22.71、21.00、9.35、8.00、7.47 亿元，公司处于行业龙头地位。市占率方面，消防产品市场空间超过千亿，且竞争格局较为分散，根据慧聪消防网数据显示，国内消防企业以销售规模 500 万元以下的小公司为主，根据我们的统计，2017-2019 年，青鸟消防的市占率分别为 6.14%、6.93%、8.35%，相比海外市占率达到 20%-30% 的头部企业，公司市占率仍存在显著提升空间。

表 1：消防产品行业中的头部企业市场占有率情况（单位：亿元）

	2017		2018		2019	
	收入	市占率	收入	市占率	收入	市占率
青鸟消防	14.75	6.14%	17.77	6.93%	22.71	8.35%
海湾安全					21.00	7.72%
三江电子	7.38	3.07%	8.31	3.24%	9.35	3.44%
利达华信					8.00	2.94%
中消云	5.54	2.31%	6.21	2.42%	7.47	2.75%
松江繁飞	4.50	1.87%				
鼎信消防	0.54	0.22%				

数据来源：青鸟消防招股说明书、东吴证券研究所

表 2：2018-2020 年中国房地产开发企业 500 强首选供应商

2018		2019		2020	
海湾	16%	海湾	22%	青鸟消防	21%
霍尼韦尔	14%	青鸟消防	16%	海湾	18%

利达华信	12%	泰和安	12%	鼎信	13%
泰和安	10%	霍尼韦尔	11%	尼特	11%
泛海三江	9%	鼎信	9%	泛海三江	9%
尼特	8%	尼特	9%	利达华信	7%
鼎信	8%	利达华信	4%	泰和安	6%
依爱	7%	泛海三江	4%	松江	5%
松江	5%	松江	4%	赛科	4%
泰科	4%	依爱	3%	依爱	2%
合计	93%	合计	94%	合计	96%

数据来源：《中国房地产开发企业 500 强首选供应商》、东吴证券研究所

### 3. 渠道管控：均有成熟的经销商体系，且管控渠道的能力较强

**东方雨虹**：公司于 2016 年正式推出合伙人制度，2016 年 4 月，公司遴选出 199 名工程渠道代理商作为合伙人发起设立合伙公司，东方雨虹持有 51% 股权。2017 年，东方雨虹出资 3.02 亿元，接连成立了三家子公司，分别是浙江科技、浙江虹毅、浙江虹致，其中东方雨虹持股占比都是 51%，合伙人持股 49%。类型上，事业合伙人分为工程渠道合伙人、零售渠道合伙人，其中工程渠道合伙人可在公司直销模式的区域开展销售工作，零售渠道事业合伙人可在公司限定的区域范围内，开展专营雨虹防水及相关业务。渠道合伙人制度能够填补公司的资源短板，帮助东方雨虹覆盖原直销模式难以覆盖的市场（空白的地级市场和有潜力的县级市场），通过合伙人机制，要求合伙人专营公司的产品，实现对友商的排他性竞争，通过对合伙人收取履约保证金，有助于公司回款。**2019 年年初，东方雨虹还只有 900 多家工程渠道合伙人，到 2019 年年底拥有将近 1800 家工程渠道合伙人，同期竞争对手科顺只有 600 多家渠道经销商，代理商规模上远超竞争对手。**

**青鸟消防**：公司成立之初即确定经销策略，2008 年推出新机制绑定经销商利益。青鸟消防自成立之初即确立了以“经销为主、直销为辅”的发展策略，公司经销模式的演变可以归纳为以下三个阶段：

**2001-2003 年**，公司处于初创期，知名度很低并且缺乏运行业绩，公司采取了“一般经销”模式，即经销商既可以经销本公司的产品，也可以经销其他品牌的产品。**2004-2007 年**，公司产品逐渐被市场认可，品牌知名度有了一定提升，公司主动向全国各主要城市及区域拓展，采取了在全国重点城市设立办事处以及子公司、参股公司进行经销的模式。大部分设立的办事处均为自负盈亏的经销商性质，在经销产品的价格、业绩指标考核等方面与一般经销商一致。**2008 年至今**，为了解决激励机制和运营费用高企的问题，公司一方面将办事处转变为公司制运营的经销商，另一方面要求一般经销商全部转变为专卖经销商。其中，将办事处转变为公司制经销商的具体原则为：鼓励办事处

的主要业务骨干单独或与当地较有实力的经销商共同投资成立公司制企业，公司通过与其签订经销协议，形成牢固的专卖经销商关系；办事处的员工自愿成为新成立的公司制运营的经销商的员工，并与公司解除劳动关系；为帮助个别公司制运营的经销商度过成立之初的困境，打消经销商的股东对于市场开拓的顾虑，公司采用了参股该等经销商，辅导其进行市场开拓的策略。

特有经销商模式效果显著，经销商数量稳定且单体规模持续扩张。根据我们前文中介绍的青鸟消防的经销商模式，我们可以发现其特点是：1) 公司向经销商销售产品全部实行买断式销售；2) 排他性专卖，即经销商不准经营与公司产品同类的其他品牌的消防产品；3) 经销商负责本区域的产品销售及提供售后服务；4) 公司通过定期或者不定期组织技术人员和管理层人员对各地经销商进行专业化培训、提供技术支持作为后盾、对经销商给予一定的信用额度（超过信用额度的贷款实行现款现货制度）、通过全年销售任务和全年区域目标两个指标对经销商业绩进行考核等办法进行管理。从实施效果来看：

**2016-2019 年经销商数量较为稳定：**根据公司招股说明书，2016-2018 年，有 56 家经销商持续与公司合作，收入合计分别为 9.25、10.85、12.80 亿元，占比经销总收入分别为 93.90%、96.86%、96.87%。2019 年详细数据没有披露，但是根据公司 2019 年年报内容，公司在国内有 60 余家一级经销商，因此我们可以判断，2016-2019 年公司经销商数量，尤其是核心经销商数量应该是极其稳定。

**2016-2019 年经销商单体销售金额持续扩张：**根据公司的招股说明书，2016-2018 年，公司的经销商中销售额在 4000 万以上的数量分别为 3、6、9 家，数量逐年增多；2016 年公司前三大经销商（山东青鸟、河南青鸟、合肥青鸟）的销售收入分别为 0.85、0.75、0.48 亿元，2017 年前三大经销商（河南青鸟、山东青鸟、合肥青鸟）分别为 1.00、0.92、0.58 亿元，2018 年前三大经销商（山东青鸟、河南青鸟、合肥青鸟）分别为 1.05、0.91、0.79 亿元，2019 年前三大经销商分别为 1.48、1.23、0.81 亿元。因此我们可以发现，一方面公司的经销商中头部经销商的数量逐年增加，另一方面经销商单体销售金额持续扩张。

表 3: 2016-2018 年持续合作的 56 家经销商收入情况（亿元）

项目	2016	2017	2018
持续合作的 56 家经销商收入合计	9.25	10.85	12.80
经销收入总额	9.85	11.20	13.21
占比	93.90%	96.86%	96.87%

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

表 4: 2016-2018 年，公司对单个经销商收入的分布情况（家）



经销商销售额分布	2016	2017	2018
500 万以下	15	13	11
500-1000 万	16	12	12
1000-2000 万	14	17	16
2000-3000 万	9	7	9
3000-4000 万	5	4	4
4000 万以上	3	6	9
合计	62	59	61

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

#### 4. 产品性能：产品投入占比建安总成本较低，但是重要性极其显著

**东方雨虹：**根据中国产业信息网的公开数据，防水工程成本占比建安总成本较低，一般 1 亿的地产项目防水材料成本约为 300 万左右，占比为 3%。但是防水材料好坏对建筑质量和居住体验影响很大，从过去经验数据来看，防水材料不合格的建筑质量投诉比例高达 60%-70%，一旦产品出现问题，无论是对地产商声誉还是最终用户的日常生活都会造成极大的损失和麻烦。

**青鸟消防：**我们以一个典型商业建筑的建安成本明细表测算，消防产品（包含应急照明）投入占比约为 2.56%；而根据慧聪网的公开数据，消防产品占比建安成本约为 5% 以下。根据应急管理部消防救援局的统计数据，2009-2019 年我国火灾共造成 1335 人死亡、837 人受伤、直接财产损失达 36.12 亿元，我们可以发现，消防产品与防水材料类似，虽然产品投入占比建安成本较低，但是一旦发生事故，就会造成极大的损失，因此下游地产商在采购消防产品时，往往更愿意采购品牌信誉度高、产品质量有保障的头部企业

#### 5. 品类扩充：深耕传统业务的同时，充分发挥渠道和客户优势，扩展产品品类

**东方雨虹：**除了深耕传统主业防水材料以外，公司于 2016 年 12 月以 1.8 亿人民币收购德国建筑涂料企业 DAW 旗下控股子公司 DAW ASIA 公司 90% 的股权，并于 2017 年 5 月通过 DAW ASIA 成立注册资本 2 亿元的德爱威（中国）有限公司，正式进军建筑涂料领域。由于涂料与防水的渠道和客户高度重叠，且采用共同的原材料聚丙烯酸乳液，因此协同效应彰显，未来在涂料领域有望再造一个东方雨虹。

**青鸟消防**：消防应急照明和疏散指示系统广泛应用于机场、高速铁路、地铁、大型商场、酒店、写字楼等公共场所，在紧急情况下，为人员智能疏散和逃生指引方向。2019年3月，《消防应急照明和疏散指示系统技术标准》发布实施；2020年4月，市场监管总局优化强制性产品认证目录，消防应急照明和疏散指示产品作为“避难逃生产品”平行于“火灾报警产品”，成为一个独立品类。2019年开始，智能疏散市场快速放量，根据公司2019年年报，2019年智能疏散及防火门监控系统业务合计收入1.72亿，其中智能疏散和防火门占比差不多各50%。同时，根据公司公开交流的内容，截至2020年三季度末，智能疏散业务收入同比增长170%，我们推测2020年仅智能疏散业务收入有望达到2.0亿元以上，同时根据我们产业链调研和走访政策专家的情况，预计2021、2022年智能疏散市场均是翻倍以上的增长，考虑到智能疏散的渠道和传统烟雾报警产品的渠道是完全重合的，**我们有理由相信2021、2022年公司智能疏散业务均实现翻倍以上增长，分别达到4-5亿、8-10亿的收入规模**。除了应急疏散以外，2020年青鸟消防的产品正式进入工业领域，根据公司公开交流内容，工业消防业务已有部分订单落地，预计2021年可以在报表端体现。

## 6. 企业文化：狼性文化充分发挥员工主观能动性，人均创收领跑全行业

**东方雨虹**：公司的企业文化具有鲜明的狼性特征，鼓励员工充分发挥主观能动性，根据公司年报，2017-2019年，公司员工总数分别为6998、8084、8036，人均创收分别为147.08、173.75、225.91万元，而同行业的科顺股份和凯伦股份的人均创收分别为102.35、112.69、159.70万元和77.91、92.30、126.49万元，差距较为明显。

**青鸟消防**：与东方雨虹类似，青鸟消防的企业文化也具有鲜明的狼性特征，根据公司年报，2017-2019年，公司员工总数分别为1820、2135、2434，人均创收分别为81.03、83.23、93.31万元，而同行业的三江电子和中消云的人均创收分别为35.19、50.18、54.15万元和49.84、70.35、72.16万元，差距较为明显。

表 5：2017-2019 年防水和消防行业头部企业的员工人数和人均创收（单位：万元）

	2017 员工人数	2018 员工人数	2019 员工人数	2017 人均创收	2018 人均创收	2019 人均创收
<b>防水行业</b>						
东方雨虹	6998	8084	8036	147.08	173.75	225.91
科顺股份	1992	2748	2913	102.35	112.69	159.70
凯伦股份	506	671	921	77.91	92.30	126.49
<b>消防行业</b>						

青鸟消防	1820	2135	2434	81.03	83.23	93.31
三江电子	2097	1655	1727	35.19	50.18	54.15
中消云	1111	882	1035	49.84	70.35	72.16

数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 二、不同点

### 1. 相比东方雨虹，青鸟消防的资产更轻、资本开支更少

2017-2019 年东方雨虹的固定资产分别为 19.11、30.32、43.49 亿元，对应营收分别为 102.93、140.46、181.54 亿元；而青鸟消防的固定资产仅为 2.14、2.66、2.76 亿元，对应营收分别为 14.75、17.77、22.71 亿元，**很明显，青鸟消防的资产更轻**。同时，资本开支方面，2017-2019 年，东方雨虹购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 11.08、17.43、13.45 亿元，而青鸟消防仅为 0.88、0.34、0.36 亿元，**资本开支更少**。

表 6: 相比东方雨虹，青鸟消防的资产更轻、资本开支更少

青鸟消防	2017	2018	2019
固定资产	2.14	2.66	2.76
营业收入	14.75	17.77	22.71
资本开支	0.88	0.34	0.36
东方雨虹	2017	2018	2019
固定资产	19.11	30.32	43.49
营业收入	102.93	140.46	181.54
资本开支	11.08	17.43	13.45

数据来源：Wind、东吴证券研究所

### 2. 相比东方雨虹，青鸟消防的研发投入占比更高，产品竞争力优势更明显

根据公司年报，2017-2019 年，东方雨虹的研发费用分别为 2.04、2.68、3.57 亿元，占比营收分别为 1.98%、1.91%、1.96%；而青鸟消防的研发费用分别为 0.66、0.93、1.16 亿元，占比营收分别为 4.50%、5.22%、5.11%，青鸟消防的研发投入绝对值不但是消防行业最高，2018、2019 年青鸟消防一家的研发投入相当于行业龙三三江电子和龙五中消



云两家之和，目前公司在产品线上相比竞争对手已经拉开了代际差距，竞争优势更为明显。

表 7: 相比东方雨虹，青鸟消防的研发投入占比更高（亿元）

	2017	2018	2019
青鸟消防研发费用	0.66	0.93	1.16
青鸟消防研发费用占比	4.50%	5.22%	5.11%
东方雨虹研发费用	2.04	2.68	3.57
东方雨虹研发费用占比	1.98%	1.91%	1.96%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

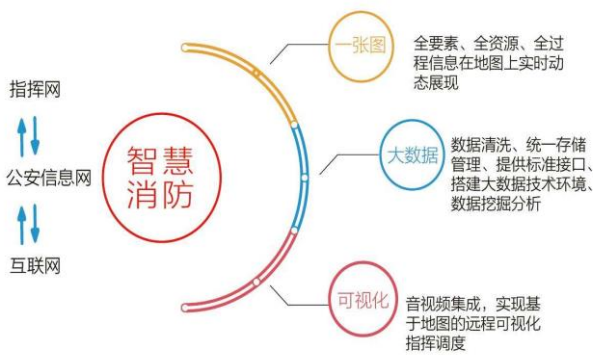
### 3. 相比防水行业，消防产品行业既存在横向上民用和工业消防市场的扩容，还存在纵向上智能化升级改造的增量空间

横向上，消防产品行业空间不断扩容，工业+民用住宅，相比目前存量空间至少倍增以上。工业：市场空间无明确数据，我们产业调研以及走访政策专家，预计工业消防的市场空间约为 100-200 亿/年，2020 年以前该领域基本完全由外资（霍尼韦尔、西门子，以及部分海湾品牌产品）把控，2020 年青鸟消防的产品正式进入工业领域，根据公司公开交流内容，工业消防业务已有部分订单落地，预计 2021 年可以在报表端体现。住宅：在美国等发达国家，可以发现，住宅端（即住宅入户）贡献了消防行业收入的 90% 以上，目前在国内由于受制于收费模式，住宅端尚无明确政策要求，但是考虑到：一、民用消防报警是内在需求，二、北京、苏州等地已经开始出现部分城区入户消防报警试点，我们判断住宅市场空间开启是早晚的事情。

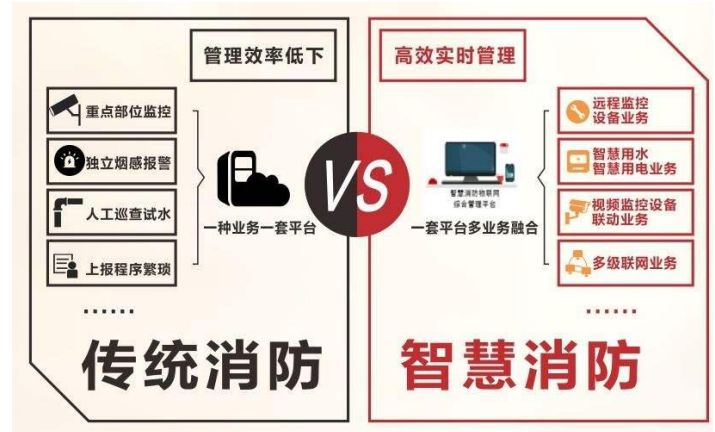
纵向上，“传统消防”向“智慧消防”转变是必然趋势，升级改造需求进一步做大市场蛋糕。2017 年 10 月，公安部消防局发布了《关于全面推进“智慧消防”建设的指导意见》要求综合运用物联网、云计算、大数据、移动互联网等新兴信息技术，加快推进“智慧消防”建设，全面促进信息化和消防业务工作的深度融合，为构建立体化、全覆盖的社会火灾防控体系，打造符合实战要求的现代消防警务勤务机制提供有力支撑，全面提升社会火灾防控能力、部队灭火应急救援能力和队伍管理水平，实现“传统消防”向“智慧消防”的转变。另一方面，随着智慧城市和智慧楼宇概念的提出，消防智能化已和网络化成为行业必然发展趋势，大数据和模式识别技术使得单一传感器可以区分烟雾、水蒸气和粉尘等；物联网技术应用使多种传感器组网成为可能，并创建新的综合感知体系。在标准不断提升、技术不断升级的过程中，重研发、重创新的头部企业核心竞争力进一步彰显。

图 3: 智慧消防的特点、模式、功效和呈现方式

图 4: 传统消防与智慧消防的对比和优劣



数据来源：慧聪安防网、东吴证券研究所



数据来源：华数余杭官网、东吴证券研究所

#### 4. 相比东方雨虹，青鸟消防的安全边际更加充足、价值严重低估

根据东方雨虹发布的业绩预告，2020 年归母净利润为 30.99-37.19 亿元，同比增长 50%-80%；根据 Wind 一致预期，2020-2022 年东方雨虹的归母净利润分别为 31.33、38.26、47.03 亿元，PE 分别为 39、32、26 倍。而根据我们的预测，2020-2022 年青鸟消防的归母净利润分别为 4.35、5.63、6.98 亿元，PE 分别为 18、14、11 倍，安全边际更加充足、价值严重低估。

#### 5. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.35、5.63、6.98 亿元，eps 分别为 1.77、2.29、2.83 亿元，pe 分别为 18、14、11 倍，维持“买入”评级。

#### 6. 风险提示

- 1) 销量：受到疫情的影响，下游工商业企业、地产商的需求下降，由此造成公司销售量不达预期；
- 2) 价格：行业竞争加剧，价格战使得公司的产品价格和毛利率下降幅度超预期；
- 3) 成本：原材料价格持续上涨造成公司成本上涨幅度超预期；
- 4) 云服务：公司的青鸟云服务推广若不达预期，或对公司估值和业绩造成不良影响等。

## 青鸟消防三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3,237	3,632	4,329	5,033	<b>营业收入</b>	2,271	2,634	3,291	4,120
现金	1,061	1,396	1,354	1,796	减:营业成本	1,373	1,584	2,006	2,519
应收账款	871	838	1,297	1,376	营业税金及附加	16	17	21	27
存货	243	305	389	483	营业费用	218	215	269	337
其他流动资产	1,062	1,092	1,288	1,378	管理费用	103	292	348	436
<b>非流动资产</b>	372	420	504	608	财务费用	6	7	19	33
长期股权投资	1	5	9	14	资产减值损失	-2	49	22	32
固定资产	276	311	386	480	加:投资净收益	-2	5	4	5
在建工程	5	11	18	26	其他收益	1	0	0	0
无形资产	32	34	32	31	<b>营业利润</b>	415	515	666	826
其他非流动资产	58	58	58	57	加:营业外净收支	-2	0	0	0
<b>资产总计</b>	3,609	4,051	4,833	5,641	<b>利润总额</b>	414	515	666	826
<b>流动负债</b>	837	891	1,108	1,221	减:所得税费用	62	72	93	116
短期借款	250	250	250	250	少数股东损益	-10	8	10	12
应付账款	414	475	651	764	<b>归属母公司净利润</b>	362	435	563	698
其他流动负债	173	165	207	207	EBIT	397	494	641	795
<b>非流动负债</b>	3	12	21	29	EBITDA	427	519	672	835
长期借款	0	9	18	26					
其他非流动负债	3	3	3	3	<b>重要财务与估值指标</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	840	903	1,129	1,250	每股收益(元)	1.51	1.77	2.29	2.83
少数股东权益	26	33	43	56	每股净资产(元)	11.14	12.65	14.87	17.61
	2,744	3,115	3,660	4,335	发行在外股份(百万股)	240	246	246	246
归属母公司股东权益					ROIC(%)	11.3%	12.6%	14.0%	14.8%
<b>负债和股东权益</b>	3,609	4,051	4,833	5,641	ROE(%)	12.7%	14.1%	15.5%	16.2%
					毛利率(%)	39.6%	39.9%	39.1%	38.9%
<b>现金流量表(百万元)</b>	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	15.9%	16.5%	17.1%	16.9%
经营活动现金流	110	464	97	628	资产负债率(%)	23.3%	22.3%	23.4%	22.2%
投资活动现金流	-665	-68	-111	-140	收入增长率(%)	27.8%	15.97%	24.97%	25.17%
筹资活动现金流	972	-61	-28	-46	净利润增长率(%)	5.3%	20.21%	29.32%	23.90%
现金净增加额	426	335	-42	442	P/E	20.82	17.77	13.74	11.09
折旧和摊销	30	25	31	40	P/B	2.82	2.48	2.11	1.78
资本开支	36	43	80	100	EV/EBITDA	14.85	11.60	9.05	6.78
营运资本变动	-314	-7	-522	-150					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>