2021年03月24日 证券研究报告·2020年年报点评 中炬高新 (600872) 食品饮料 买入 (维持)

当前价: 48.30 元

目标价: ——元 (6 个月)



# 渠道扩张稳步推进, 中长期规划清晰

#### 投资要点

- 事件:公司发布 2020 年年报,2020 年全年实现营业收入51.2 亿元(+10%), 归母净利润8.9 亿元(+24%),其中Q4 单季实现营业收入13.1 亿元(+15%), 归母净利润2.2 亿元(+29%),与此前业绩快报一致。
- 调味品业务增长稳健,全国化扩张有序推进。美味鲜 2020 年实现营业收入 49.8 亿元(+11%),归母净利润 8.6 亿元(+18%)。1、分品类看,三大核心品类酱油、鸡精鸡粉、食用油分别实现营业收入 31.2 亿元(+8%)、4.9 亿元(-6%)、6.0 亿元(+35%),酱油品类稳中有升;鸡精鸡粉营收随着餐饮渠道恢复,恢复正增长;食用油延续高增长态势。2、分区域看,东部/南部/中西部/北部地区分别营业收入增速分别为 1%/7%/31%/16%,东部、南部是公司传统优势市场,餐饮比重大,增速有所降低,中西部、北部地区在公司着力开发战略下,增长势头较快。3、渠道建设层面,截止 9 月底,公司共有经销商 1421 家,相较于19 年底净增加 370 家,北部区域招商节奏显著加快。
- 房地产业务业绩下滑,本部因分红扭亏。1、房地产业务:中汇合创去年实现营业收入5262万元(-41%),归母净利润1196万元(-52%)。2、制造业:受汽车行业下滑影响,中炬精工实现营业收入5675万元(-19%),归母净利润207万元(-3%)。3、本部:2020年全年实现收入2907万元(-30%),净利润7.68亿元,同比扭亏8.06亿元,主要系2020年度美味鲜公司向总部分红7.5亿元。
- 毛利率同比上行环比降低,费用率下行,盈利能力提升。美味鲜 20 年全年毛利率为 41.8%,同比提升 2.2pp,主要受益于部分原材料、包装物等原材料价格下降;Q4 单季毛利率环比有所降低,主要系原材料黄豆采购成本增加。2、费用方面,20 年全年销售费用率为 11.2%,同比上升 1.2pp,主要是促销推广费、人工费用、运费、广告宣传费增加;管理费用率(含研发费用)7.4%,同比下降 0.9pp,受疫情影响,公司享受社保减免优惠政策,管理人员社保支出同比下降;财务费用率 0.2%,同比下降 0.79pp。整体净利率为 18.9%,同比上升 1.0pp,公司毛利率上行,经营效率不断提升,带动盈利能力提升。
- 省外开拓+机制变革+产能扩张, 21 年收入目标高增长。公司 21 年收入目标为 61 亿元, 同比增长 19%, 归母净利润目标为 9.9 亿元, 同比增长+11%, 公司 在加快渠道开拓节奏下, 收入目标有望超预期, 伴随产品结构升级, 利润增速 将略高于收入增速。中长期来看, 1、渠道端, 公司在省外市场加速扩张, 以华南为大本营向东部、中西部、北部发力, 设立中西部五个试验市场, 加快全国扩张步伐; 加快餐饮渠道开发, 推出大众化产品抢占餐饮渠道市场份额, 餐饮渠道贡献高增长, 家庭端抓住高鲜风口, 加码营销整体稳中有升; 2、激励机制方面, 公司加大中层业务激励力度, 突出收入指标权重, 与"双百"目标一致, 团队积极性提升, 业绩有望加速发展。3、产能方面, 厨邦三期扩产项目预计今年底投入使用, 设计产能 17 万吨, 可增加蚝油产能 10 万吨, 为公司"双百"目标保驾护航。
- 盈利预测与投资建议。预计 2021-2023 年收入分别为 61.0 亿元、71.9 亿元、84.5 亿元, 归母净利润分别为 10.7 亿元、13.6 亿元、17.5 亿元, EPS 分别为 1.34、1.70、2.19 元, 对应 PE 分别为 36X、28X、22X, 维持"买入"评级。
- 风险提示:原材料价格或大幅波动;食品安全风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5123.37	6102.31	7188.64	8447.70
增长率	9.59%	19.11%	17.80%	17.51%
归属母公司净利润(百万元)	889.93	1068.26	1356.40	1747.92
增长率	23.96%	20.04%	26.97%	28.87%
每股收益 EPS(元)	1.12	1.34	1.70	2.19
净资产收益率 ROE	19.46%	19.46%	20.49%	21.71%
PE	43	36	28	22
PB	7.71	6.56	5.52	4.59

数据来源: Wind, 西南证券

#### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001 电话: 023-63786049 邮箱: zhz@swsc.com.cn

联系人: 周可为 电话: 023-67710114 邮箱: zhkw@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)	7.97
流通 A 股(亿股)	7.97
52 周内股价区间(元)	41.5-82.85
总市值(亿元)	384.78
总资产(亿元)	66.59
每股净资产(元)	5.79

#### 相关研究

- 中炬高新(600872): 渠道开拓和激励完善, 业绩加速基本确立 (2020-11-25)
- 中炬高新(600872): 调味品增长稳健, 继续看好公司长期发展 (2020-10-31)
- 中炬高新(600872): Q2 业绩超预期, 净利率水平创新高(2020-08-21)
- 中炬高新(600872): 一季度平稳开局, 盈利能力持续优化 (2020-04-30)



附表: 财务预测与估值

学业技人 2020A 2021E 2022E 2023E	111221 71 71 72 72 74 7	·							1	
登业政本 2893.92 3647.50 4274.53 4886.76 が日かけ 153.53 198.82 210.99 224.01 音を収全文用か 566.39 762.79 862.64 929.25 対象を削り 566.39 762.79 862.64 929.25 対象を削り 566.39 762.79 862.64 929.25 対象を削り 280.65 323.42 359.43 405.49 数字を削り 133.2 30.51 0.00 -42.24 対象を削り 1266.39 417.90 0.00 0.00 -42.24 対象を削り 1266.39 417.90 0.00 0.00 -42.24 対象を削り 1266.39 1130.30 86.05 417.90 -90.76 90.64 対象を削り 1267.00 -150.00 1510.00 大変を対象を対象を対象を対象を対象を対象を対象を対象を対象を対象を対象を対象を対象を	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
## 188	营业收入	5123.37	6102.31	7188.64	8447.70	净利润	971.37	1141.26	1429.40	1820.92
## 音響	营业成本	2993.92	3647.50	4274.53	4986.76	折旧与摊销	153.53	196.82	210.99	224.01
安原寺   1332   35943   40549   大学寺   125503   -885.35   -417.90   -512.54   対サ	营业税金及附加	58.07	69.17	81.48	95.75	财务费用	13.32	30.51	0.00	-42.24
中子炎門	销售费用	566.39	762.79	862.64	929.25	资产减值损失	-1.42	0.00	0.00	0.00
接音が成性	管理费用	280.65	323.42	359.43	405.49	经营营运资本变动	-1253.03	-685.35	-417.90	-512.54
接接政益 85.45 90.00 90.00 90.00	财务费用	13.32	30.51	0.00	-42.24	其他	1117.22	-89.92	-90.76	-90.64
点大性性受毒磁温     1.01     0.50     0.59     0.63     其他性等相互     -122.35     88.59     88.63       基地性等相互     0.00     0.00     0.00     0.00     4.00     20.00     0.00     0.00       非性非常性素質     38.69     116.76     -19.51     -21.06     181.04     2142.26     247.56     13.14     6.61     181.64     2142.26     247.66     185.70     201.40     252.22     321.34     大排榜款     0.00	资产减值损失	-1.42	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1001.00	593.33	1131.72	1399.52
映色経営補属     1168.76     135942     1701.15     2183.32     表情の情景     247.66     134.64     349.487     0.00       利瀬島頼     1130.08     1342.66     1681.64     2142.26     股村療徒     0.00	投资收益	85.45	90.00	90.00	90.00	资本支出	97.25	-150.00	-150.00	-150.00
### 24-4月	公允价值变动损益	1.01	0.50	0.59	0.63	其他	-1222.35	88.50	88.59	88.63
株田非珍寺福温   138.08   1342.66   1681.64   2142.26   版材融資   1130.08   1342.66   1681.64   2142.26   版材融資   0.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1125.10	-61.50	-61.41	-61.37
料別込額	营业利润	1168.76	1359.42	1701.15	2163.32	短期借款	247.56	134.64	-394.87	0.00
解得税 158.70 201.40 252.25 321.34	其他非经营损益	-38.69	-16.76	-19.51	-21.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润   971.37   1141.26   1429.40   1820.92   其德   -431.68   -30.96   0.00   42.24   少表能序模量   -407.18   -163.30   -716.35   -364.68   136.46   93.04   407.18   -163.30   -716.35   -364.68   93.47   2020A   2021E   2022E   2023E   大多春養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養	利润总额	1130.08	1342.66	1681.64	2142.26	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股店根益 麻麻か剛成神啊     81.44     73.00     73.00     73.00     73.00     73.00     73.00     73.00     73.00     73.00     73.00     273.07     現産油量種類     -530.78     368.53     354.96     973.47       養产養権 育管 長成市所付款項 其他流动資产 長期股权投资 大規資性房地产 日間宣養产産産産生工 1685.25     2021E 103.17     2022E 203E 203E 203C 203C 203C 203C 203C 203C 203C 203C	所得税	158.70	201.40	252.25	321.34	支付股利	-223.06	-266.98	-320.48	-406.92
極馬弥鳴歌神神神   889,93   1068.26   1356.40   1747.92   <b>決全流量神額</b>   -530.78   368.53   354.96   973.47   <b>次全流量神額</b>   -530.78   368.53   354.96   973.47   <b>次全流量</b>   <b>次全流量神額</b>   -530.78   368.53   354.96   973.47   <b>次全流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次全流量</b>   <b>次全流量</b>   <b>次全流量</b>   <b>次全流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流量</b>   <b>次金流</b>   <b>36.64</b>   <b>36.65</b>   <b>37.65</b>   <b>37</b>	净利润	971.37	1141.26	1429.40	1820.92	其他	-431.68	-30.96	0.00	42.24
養产負債を (百不元)     2020A     2021E     2022E     2023E     対子分析稿标     2020A     2021E     2023E     2023E     2020A     2021E     2023E     2023E     2020A     2021E     2022E     2023E     2023E     2022E     2023E     2023E     2022E     2023E     2022E     2023E     2022E     2023E     2022E     2028E     206.19     193.66     85.01     97.55     116.25     48.60     9     19.11%     17.51%     65.75     67.50     75.07     5.07	少数股东损益	81.44	73.00	73.00	73.00	筹资活动现金流净额	-407.18	-163.30	-715.35	-364.68
資布資金   241.70   610.23   965.19   1938.66   成米能力   人名比森特技項   71.86   85.01   97.55   116.25   構作人用水平   9.59%   19.11%   17.80%   17.80%   17.51%   持度人品持済率   2613.17   2356.18   2636.95   2862.35   持規指水平   25.55%   16.31%   25.14%   27.17%   持規指水平   25.55%   16.31%   25.14%   27.17%   持規指水平   25.55%   16.31%   25.14%   27.17%   持規請水平   25.55%   16.31%   25.14%   27.17%   持規請水平   22.55%   17.49%   25.25%   27.39%   表现的的的数据水平   20.25%   27.39%   表现的的数据水平   20.25%   27.39%   表现的的数据水平   20.25%   27.39%   表现的的数据水平   20.25%   27.39%   表现的的数据水平   20.25%   27.39%   表现的数据水平   20.25%   27.39%   26.49%   22.64%   27.76%   26.49%   22.64%   27.64%   20.24%   22.55%   27.39%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.66%   24.94%   20.55%   22.56%   22.65%   22.17%   24.94   20.49%	归属母公司股东净利润	889.93	1068.26	1356.40	1747.92	现金流量净额	-530.78	368.53	354.96	973.47
資布資金   241.70   610.23   965.19   1938.66   成米能力   人名比森特技項   71.86   85.01   97.55   116.25   構作人用水平   9.59%   19.11%   17.80%   17.80%   17.51%   持度人品持済率   2613.17   2356.18   2636.95   2862.35   持規指水平   25.55%   16.31%   25.14%   27.17%   持規指水平   25.55%   16.31%   25.14%   27.17%   持規指水平   25.55%   16.31%   25.14%   27.17%   持規請水平   25.55%   16.31%   25.14%   27.17%   持規請水平   22.55%   17.49%   25.25%   27.39%   表现的的的数据水平   20.25%   27.39%   表现的的数据水平   20.25%   27.39%   表现的的数据水平   20.25%   27.39%   表现的的数据水平   20.25%   27.39%   表现的的数据水平   20.25%   27.39%   表现的数据水平   20.25%   27.39%   26.49%   22.64%   27.76%   26.49%   22.64%   27.64%   20.24%   22.55%   27.39%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.64%   22.66%   24.94%   20.55%   22.56%   22.65%   22.17%   24.94   20.49%										
度接和預付款項 71.86 85.01 97.55 116.25 存貨 1681.91 2081.34 2415.38 2824.44 共産協議資产 2103.17 2356.18 2636.95 2962.35 公司 5.07 5.07 5.07 5.07 5.07 技資性房地产 545.11 545.11 545.11 545.11 自定资产和企建工程 1685.25 1647.03 1594.64 1529.23 元形资产和发支出 199.10 191.46 183.81 176.16 共产业的 6658.92 7648.21 8571.53 10226.16 対価 528.21 394.40 443.30 498.84 共産債債債 528.21 394.40 443.30 498.84 共産債債債 528.21 394.40 443.30 498.84 身債債債 528.21 394.40 443.30 498.84 身債債債債 528.21 394.40 443.30 498.84 身債債債 528.21 394.40 443.30 498.84 身債債債 528.21 394.40 443.30 498.84 身債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債債	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
存賃   1681.91   2081.34   2415.38   2824.44   营业利润增长率   25.55%   16.31%   25.14%   27.17%     基他流动資产   2103.17   2356.18   2636.95   2962.35   長期限核投資   5.07   <	货币资金	241.70	610.23	965.19	1938.66	成长能力				
其他流动資产   2103.17   2356.18   2636.95   2962.35   净利润增长率   22.75%   17.49%   25.25%   27.39%     长期股杖投资   5.07   6.06   4.02.40   4.0.23%   40.	应收和预付款项	71.86	85.01	97.55	116.25	销售收入增长率	9.59%	19.11%	17.80%	17.51%
长期股权投资 投资性房地产   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   5.07   投资性房地产   545.11   616.18   172.82   41.83.81   176.16   40.87   40.97%   41.83.97   40.97%   41.92%   16.83%   17.81%   80   20.00   0.00   0.00   0.00   0.00   0.00   0.00   0.00   0.00   0.00   0.00	存货	1681.91	2081.34	2415.38	2824.44	营业利润增长率	25.55%	16.31%	25.14%	27.17%
接寄性房地产 545.11 545.11 545.11 545.11 545.11 545.11 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1	其他流动资产	2103.17	2356.18	2636.95	2962.35	净利润增长率	22.75%	17.49%	25.25%	27.39%
國定資产和在建工程 1685.25 1647.03 1594.64 1529.23 毛利率 41.56% 40.23% 40.54% 40.97% 元形資产和开发支出 199.10 191.46 183.81 176.16 其他非流动资产 125.76 126.80 127.84 128.88 資产基計 6658.92 7648.21 8571.53 10226.16 短期借款 360.24 494.87 100.00 100.00	长期股权投资	5.07	5.07	5.07	5.07	EBITDA 增长率	19.17%	18.80%	20.51%	22.64%
元形資产和开发支出	投资性房地产	545.11	545.11	545.11	545.11	获利能力				
其他非流动资产   125.76   126.80   127.84   128.88   净利率   18.96%   18.70%   19.88%   21.56%     黄产总计   6658.92   7648.21   8571.53   10226.16   ROE   19.46%   19.46%   20.49%   21.71%     短期借款   360.24   494.87   100.00   100.00   100.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00   20.00%   26.60%   27.76%     其他负债   528.21   394.40   443.30   498.84   498.84   40.66   786.64   796.64 <th< td=""><td>固定资产和在建工程</td><td>1685.25</td><td>1647.03</td><td>1594.64</td><td>1529.23</td><td>毛利率</td><td>41.56%</td><td>40.23%</td><td>40.54%</td><td>40.97%</td></th<>	固定资产和在建工程	1685.25	1647.03	1594.64	1529.23	毛利率	41.56%	40.23%	40.54%	40.97%
黄产总计   6658.92   7648.21   8571.53   10226.16   ROE   19.46%   19.46%   20.49%   21.71%     短期借款   360.24   494.87   100.00   100.00   100.00   100.00   14.59%   14.92%   16.68%   17.81%     应付和预收款项   778.83   893.47   1053.84   1238.92   ROA   14.59%   14.92%   16.68%   17.81%     收息债债   528.21   394.40   443.30   498.84   498.84   406.67.28   1782.74   1597.14   1837.77   26.64   796.64 <t< td=""><td>无形资产和开发支出</td><td>199.10</td><td>191.46</td><td>183.81</td><td>176.16</td><td>三费率</td><td>16.79%</td><td>18.30%</td><td>17.00%</td><td>15.30%</td></t<>	无形资产和开发支出	199.10	191.46	183.81	176.16	三费率	16.79%	18.30%	17.00%	15.30%
短期借款 360.24 494.87 100.00 100.00	其他非流动资产	125.76	126.80	127.84	128.88	净利率	18.96%	18.70%	19.88%	21.56%
应付和預收款項 778.83 893.47 1053.84 1238.92 长期借款 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.	资产总计	6658.92	7648.21	8571.53	10226.16	ROE	19.46%	19.46%	20.49%	21.71%
长期借款   0.00   0.00   0.00   0.00   0.00   0.00   498.84   增速能力   26.07%   26.00%   26.60%   27.76%     身債合計   1667.28   1782.74   1597.14   1837.77   总资产周转率   0.81   0.85   0.89   0.90     股本   796.64   796.65   594.76   費金   查查格的   111.82%   111.82%   111.82%   111.82%   111.82%   111.82%   11.84   1	短期借款	360.24	494.87	100.00	100.00	ROA	14.59%	14.92%	16.68%	17.81%
其他負債   528.21   394.40   443.30   498.84   普运舱力   8     負債合計   1667.28   1782.74   1597.14   1837.77   总资产周转率   0.81   0.85   0.89   0.90     股本   796.64   20.05   位水账款周转率   3.56   4.18   4.99   6.05     資本公和   371.33   4512.61   5548.52   6889.53   7793.63   有貨周转率   1.84   1.94   1.90   1.90     申屬公司股东权益   375.76   448.76   521.76   594.76   黃水花柏   111.82%   —   —   —   —   —   —   查債券結內   11.82%   —   —   —   —   查債券結內   11.82%   —   —   —   上   查債券科 <th< td=""><td>应付和预收款项</td><td>778.83</td><td>893.47</td><td>1053.84</td><td>1238.92</td><td>ROIC</td><td>28.32%</td><td>25.99%</td><td>28.09%</td><td>31.84%</td></th<>	应付和预收款项	778.83	893.47	1053.84	1238.92	ROIC	28.32%	25.99%	28.09%	31.84%
负债合计   1667.28   1782.74   1597.14   1837.77   总资产周转率   0.81   0.85   0.89   0.90     股本   796.64   20.87   6.05   4.18   4.99   6.05     資本收益   371.33   4512.61   5548.52   6889.53   793.63   精育高級供育林利息管业人   11.82   1.94   1.90   1.90     少数股东权益   4991.64   5865.47   6974.39   8388.39   資产負債率   25.04%   23.31%   18.63%   17.97%     政府和股东权益合计   4991.64   5865.47   6974.39   8388.39   30   27.66   2.66%   2.54%   2.63   3.07   4.11   4.54	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.07%	26.00%	26.60%	27.76%
股本 796.64 796.64 796.64 796.64 796.64 796.64	其他负债	528.21	394.40	443.30	498.84	营运能力				
资本公积   91.47 <th< td=""><td>负债合计</td><td>1667.28</td><td>1782.74</td><td>1597.14</td><td>1837.77</td><td>总资产周转率</td><td>0.81</td><td>0.85</td><td>0.89</td><td>0.90</td></th<>	负债合计	1667.28	1782.74	1597.14	1837.77	总资产周转率	0.81	0.85	0.89	0.90
留存收益 3711.33 4512.61 5548.52 6889.53 存货周转率 1.84 1.94 1.90 1.90	股本	796.64	796.64	796.64	796.64	固定资产周转率	3.56	4.18	4.99	6.05
中属母公司股东权益   4615.88   5416.71   6452.63   7793.63   特售商品提供券報到現金管业收入   111.82%   一 一 一 一 一 少数股东权益   375.76   448.76   521.76   594.76   資本结构   資产负债率   25.04%   23.31%   18.63%   17.97%   5658.92   7648.21   8571.53   10226.16   帯息债务/总负债   21.61%   27.76%   6.26%   5.44%   流动比率   2.63   3.07   4.11   4.54   2.90   上資和估值指标   2020A   2021E   2022E   2023E   建功比率   1.55   1.82   2.49   2.90	资本公积	91.47	91.47	91.47	91.47	应收账款周转率	175.99	163.37	161.98	164.97
少数股东权益 375.76 448.76 521.76 594.76   股东权益合计 4991.64 5865.47 6974.39 8388.39   负债和股东权益合计 6658.92 7648.21 8571.53 10226.16   业绩和估值指标 2020A 2021E 2022E 2023E   EBITDA 1335.61 1586.75 1912.15 2345.09   PE 43.24 36.02 28.37 22.01   PB 7.71 6.56 5.52 4.59   PS 7.51 6.31 5.35 4.55   EV/EBITDA 27.00 22.58 18.34 14.54     费本结构 25.04% 23.31% 18.63% 17.97%   费本结构 25.04% 23.31% 18.63% 17.97%   市息债务/总负债率 25.04% 23.31% 18.63% 17.97%   市息债务/总负债率 25.04% 23.31% 14.54 2.63 3.07 4.11 4.54   建动比率 25.06% 24.99 23.63% 23.28%   股利支付率 25.06% 24.99% 23.63% 23.28%   每股准标 1.12 1.34 1.70 2.19   专院公司公司公司公司公司公司公司公司公司公司公司公司公司公司公司公司公司公司公司	留存收益	3711.33	4512.61	5548.52	6889.53	存货周转率	1.84	1.94	1.90	1.90
股东权益合计 4991.64 5865.47 6974.39 8388.39 负债和股东权益合计 6658.92 7648.21 8571.53 10226.16	归属母公司股东权益	4615.88	5416.71	6452.63	7793.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.82%	_	_	_
负债和股东权益合计 6658.92 7648.21 8571.53 10226.16 带息债务/总负债 21.61% 27.76% 6.26% 5.44%   业绩和估值指标 2020A 2021E 2022E 2023E   EBITDA 1335.61 1586.75 1912.15 2345.09 股利支付率 25.06% 24.99% 23.63% 23.28%   PE 43.24 36.02 28.37 22.01 每股指标 9股利支付率 4.59	少数股东权益	375.76	448.76	521.76	594.76	资本结构				
业绩和估值指标 2020A 2021E 2022E 2023E   EBITDA 1335.61 1586.75 1912.15 2345.09   PE 43.24 36.02 28.37 22.01   PB 7.71 6.56 5.52 4.59   PS 7.51 6.31 5.35 4.55   EV/EBITDA 27.00 22.58 18.34 14.54   2023E 2023E 2023E 2023E   建功比率 1.55 1.82 2.49 2.90   BR 支管理 25.06% 24.99% 23.63% 23.28%   BR 数据标 1.12 1.34 1.70 2.19   48 数學產产 6.27 7.36 8.75 10.53   EV/EBITDA 27.00 22.58 18.34 14.54	股东权益合计	4991.64	5865.47	6974.39	8388.39	资产负债率	25.04%	23.31%	18.63%	17.97%
业绩和估值指标 2020A 2021E 2022E 2023E   EBITDA 1335.61 1586.75 1912.15 2345.09   PE 43.24 36.02 28.37 22.01   PB 7.71 6.56 5.52 4.59   PS 7.51 6.31 5.35 4.55   EV/EBITDA 27.00 22.58 18.34 14.54   Bell Daily 1.55 1.82 2.49 2.90   Bell Daily 25.06% 24.99% 23.63% 23.28%   Bell Daily 4.59 4.59 4.59 4.59   Bell Daily 4.55 4.55 4.55 4.55 4.55   Bell Daily 4.55	负债和股东权益合计	6658.92	7648.21	8571.53	10226.16	带息债务/总负债	21.61%	27.76%	6.26%	5.44%
EBITDA   1335.61   1586.75   1912.15   2345.09   股利支付率   25.06%   24.99%   23.63%   23.28%     PE   43.24   36.02   28.37   22.01   每股指标						流动比率	2.63	3.07	4.11	4.54
PE   43.24   36.02   28.37   22.01   每股指标   日本	业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	速动比率	1.55	1.82	2.49	2.90
PB 7.71 6.56 5.52 4.59 每股收益 1.12 1.34 1.70 2.19   PS 7.51 6.31 5.35 4.55 每股净资产 6.27 7.36 8.75 10.53   EV/EBITDA 27.00 22.58 18.34 14.54 每股经营现金 1.26 0.74 1.42 1.76	EBITDA	1335.61			2345.09	股利支付率	25.06%	24.99%	23.63%	
PB 7.71 6.56 5.52 4.59 每股收益 1.12 1.34 1.70 2.19   PS 7.51 6.31 5.35 4.55 每股净资产 6.27 7.36 8.75 10.53   EV/EBITDA 27.00 22.58 18.34 14.54 每股经营现金 1.26 0.74 1.42 1.76	PE	43.24	36.02	28.37	22.01	<b>每股指标</b>				
PS 7.51 6.31 5.35 4.55 每股净资产 6.27 7.36 8.75 10.53   EV/EBITDA 27.00 22.58 18.34 14.54 每股经营现金 1.26 0.74 1.42 1.76	РВ	7.71	6.56	5.52		每股收益	1.12	1.34	1.70	2.19
EV/EBITDA 27.00 22.58 18.34 14.54 每股经营现金 1.26 0.74 1.42 1.76		7.51			4.55	每股净资产	6.27	7.36	8.75	10.53
	股息率	0.58%	0.69%		1.06%	每股股利	0.28	0.34	0.40	0.51

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

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

公司评级 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

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

行业评级 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
	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
上海	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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cr
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.c
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	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
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.c