

公司研究

为什么是绝味？

——绝味食品（603517.SH）动态跟踪兼论成长型消费品公司分析框架

要点

再论分析框架：经典的消费品研究框架属于静态分析，更适合成熟型消费公司，对于成长型的消费品公司，可以采用动态分析框架。企业发展可以归结为四个阶段：**阶段一**，从无到有，解决生存问题，抓手在于提供产品和服务；**阶段二**，从小到大，解决可复制的问题，抓手在于解决产品和服务的标准化；**阶段三**，从大到强，解决竞争力问题，抓手在于应用经典五维度框架；**阶段四**，从强到久，解决如何塑造企业文化的问题。

再论对绝味鸭脖的品类理解：为什么国内出现了卤味鸭脖这个消费品类？1)从工业生产的角度来看，肉鸭的生产周期比肉鸡更短，可以被工业化养殖。2)从消费者的角度看，肉鸭相对肉鸡通常被更多的分割使用。3)从“脖子”这个部位来看，鸭脖相对鸡脖长度更长，供给总量更大，更容易形成规模。**丑小鸭是怎么变白天鹅的？**喝的（含水）比吃的（含肉）的毛利率要更高，这是普适的产业规律。通过对肉鸭的分割，鸭脖由农副食品属性转变为休闲食品属性，降低了消费者价格敏感性。绝味和煌上煌还原加盟环节后的毛利率基本在60%以上，堪比国内一般白酒以及国外主流奢侈品集团的毛利率水平。

再论对绝味商业模式的理解：绝味产品的价值链分布对我们理解其商业模式的启示在于：绝味的单店模型支撑其通过加盟商来拓展业务；15%的净利率不足以再做二次切分，意味着其加盟商层级需要相对扁平化；原材料和制造费用的节省是增厚工厂毛利、反哺门店运营端的抓手。绝味产品的标准化使工厂端具备规模化能力，门店端的标准化管理实现了门店数量的规模化。

再论绝味核心竞争力之加盟管理体系：由大到强的过程，是构建核心竞争力的过程。我们认为理解绝味的加盟管理体系有助于理解其最核心的竞争力和护城河。绝味加盟管理体系包括加盟商甄选、加盟分级与差异化资源输出、加盟商管理委员会三部分，其中加委会是核心。绝味加委会是公司组织架构和市场作战机制伴随公司业务规模发展壮大进行适时调整的产物。战区作为加委会的最基层营销组织，通过“公司专员、加盟商与门店店员铁三角”的模式达成理念一致和目标一致，最终实现共同激励和奖优罚劣。公司通过多种手段帮助加委会获得加盟商以及公司经营团队的信任，并反向强化加委会成员的管理信心。

盈利预测、估值与评级：公司具备优秀的加盟商管理能力，战略具有一定前瞻性。维持公司2021-23年营收预测为66.82/80.64/96.90亿元，归母净利润预测为10.28/13.52/16.41亿元，折合2021-23年EPS为1.69/2.22/2.70元，当前股价对应21-23年PE为51x/39x/32x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，一级市场投资风险，食品安全风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,172	5,276	6,682	8,064	9,690
营业收入增长率	18.41%	2.01%	26.64%	20.69%	20.15%
净利润（百万元）	801	701	1,028	1,352	1,641
净利润增长率	25.06%	-12.46%	46.51%	31.56%	21.40%
EPS（元）	1.32	1.15	1.69	2.22	2.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.54%	14.13%	17.15%	18.41%	18.27%
P/E	65	74	51	39	32
P/B	11.4	10.5	8.7	7.1	5.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-05-31

买入（维持）

当前价：85.72元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

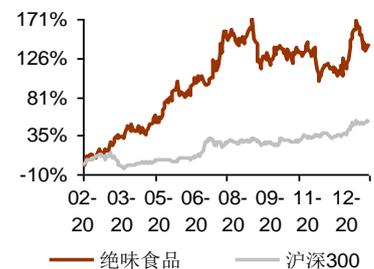
021-52523689

chenyt@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	6.14
总市值(亿元)	526.51
一年最低/最高(元)	61.08/107.88
近3月换手率	37.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.74	-3.51	19.22
绝对	-0.11	2.09	25.93

资料来源：Wind

相关研报

精益求精，行稳致远——绝味食品（603517.SH）跟踪报告（2021-05-08）

21Q1业绩如期高增，同店表现持续改善——绝味食品（603517.SH）2021年一季度点评（2021-04-26）

2020年圆满收官，21Q如期高增——绝味食品（603517.SH）2020年年报及2021年一季度业绩预告点评（2021-04-16）

目 录

1、再论分析框架.....	4
2、再论对绝味鸭脖的品类理解.....	4
3、再论对绝味商业模式的理解.....	6
4、再论绝味核心竞争力之加盟管理体系.....	9
5、结语.....	10
6、风险分析.....	10

图目录

图 1: 消费品企业动态分析框架.....	4
图 2: 肉鸡、肉猪、肉牛平均料肉比	5
图 3: 食品饮料子行业近三年和近五年平均毛利率	6
图 4: 奢侈品/白酒/卤味企业毛利率	6
图 5: 卤制品产业链.....	6
图 6: 2019 年中式酱料和调味品行业规模及市场集中度	7
图 7: 2011-2020 年中国冷冻食品市场规模及增速	7
图 8: 2020 年中国冷冻食品结构拆分	8
图 9: 2012-2015 年绝味等上市公司主营成本平均结构.....	8
图 10: 绝味门店运营标准化	8
图 11: 加盟商准入评估思维模型之优秀加盟商的臻选指南.....	9

表目录

表 1: 绝味等加盟模式企业价值链拆分.....	7
--------------------------	---

1、再论分析框架

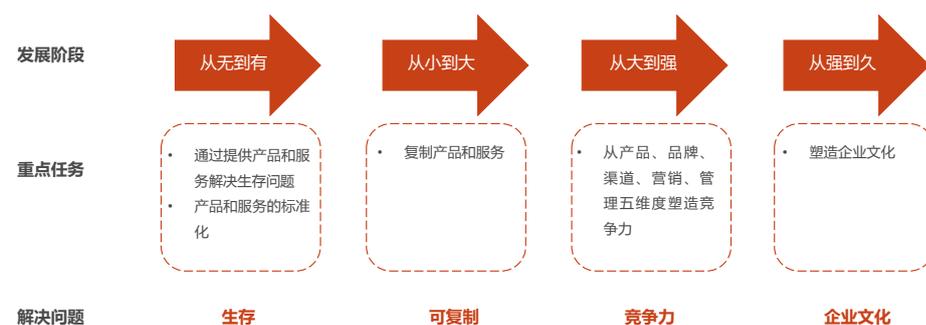
由静态到动态，换个框架来梳理成长型的消费品公司。经典的消费品研究框架通常从产品、品牌、渠道、营销、管理五大维度对企业进行静态剖析，这种框架的逻辑假设是企业已进入成熟期，它侧重于对企业进行全面了解和价值评估，为投资者在价格偏离价值的情况下提供决策依据。

但是，随着产业基础设施的升级和迭代，以及建立在这种变化之上的商业模式创新，越来越多的新赛道、新品类、新模式进入到投资者的研究清单。在平时的研究和路演交流中，我们发现通过常用的五要素分析框架很难对那些处于产业早期阶段的公司建立深度认知。

对于消费品的成长型企业，不妨换一种常见的框架。最近看到一个颇有启发的观点认为¹，“企业发展可以归结为四个阶段：阶段一，从无到有，解决生存问题；阶段二，从小到大，解决可复制的问题；阶段三，从大到强，解决竞争力问题；阶段四，从强到久，如何塑造企业文化的问题”。

至于每个阶段，解决问题的抓手不尽一致。从无到有的阶段，一定是通过提供产品和服务解决生存的问题。进一步，产品和服务是否能标准化的问题，决定了这门生意到底是作坊小生意还是产业大生意；产品和服务标准化的难易程度问题，决定了这门生意到底是区域型、全国型甚至是全球型。其实，这也就是第二阶段要解决的问题，因为标准化才是可复制的。第三阶段，其实是企业如何去树立竞争壁垒和拓宽护城河，这是一个竞争维度的问题，是产品、品牌、渠道、营销、管理五维度分析框架最有应用价值的阶段。但是真正建立信仰的则是对公司管理团队和治理结构的信心，特别是中国的食品饮料行业相较于其他行业，产业化进程较晚，优秀的管理团队和治理结构不仅相对稀缺，同时也更容易把事情干成。

图 1：消费品企业动态分析框架



资料来源：《企业发展的四个阶段》叶阿次，光大证券研究所绘制

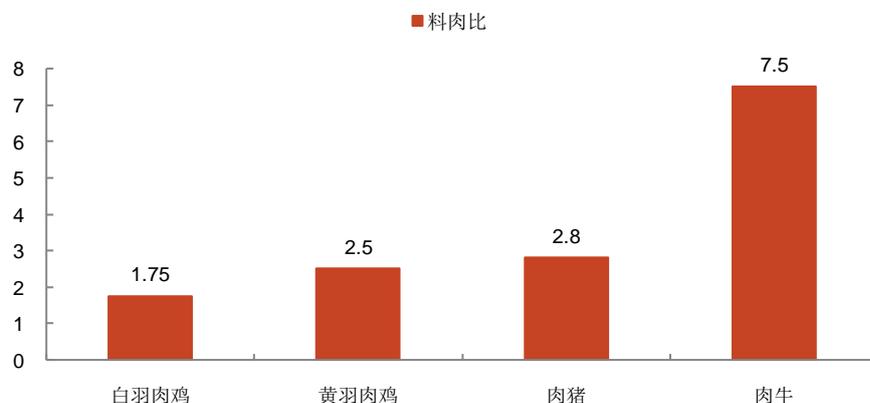
2、再论对绝味鸭脖的品类理解

为什么国外有麦当劳/肯德基，国内有正新鸡排？因为，品类的天然属性是一门生意诞生或者做大的前提。（1）鸡肉单位重量的蕴含的蛋白质跟牛肉不相

¹ 参考来源：<https://zhuanlan.zhihu.com/p/168286468>

上下；（2）鸡肉饲养周期更短，肉鸡从出生到被屠宰 1.5-2 个月，对比养猪 6 个月，养牛 1-3 年。生产周期的差异带来料肉比的差异，进而造成工业化养殖投入产出比的差异。前者的特性满足了消费者的需求，而后的特性满足了生产者的要求。因此，鸡肉成本低，成为了西式快餐以及中式休闲餐饮中最具普适性的食材。

图 2：肉鸡、肉猪、肉牛平均料肉比

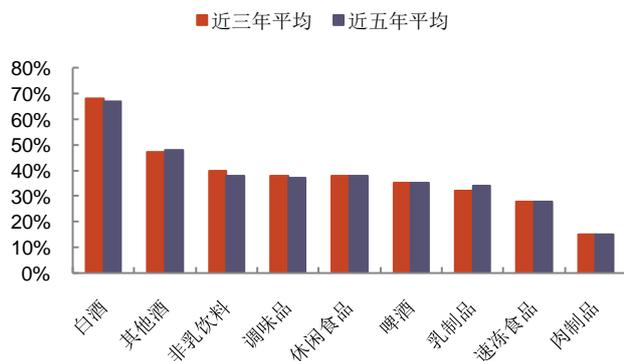


资料来源：《2007 年全国白羽肉鸡生产回顾与 2008 年展望》，中国畜牧业协会，光大证券研究所

为什么国内出现了卤味鸭脖这个消费品类？ 鸡鸭虽都属禽类，但是品类属性也有差异。从工业生产的角度来看，鸭的杂食性更强更容易育肥，因此肉鸭的生产周期甚至比肉鸡更短，可以被工业化养殖解决核心矛盾。从消费者的角度看，因为更容易育肥，鸭子皮下脂肪更厚、肌肉纤维更粗，纯肉的烹饪方式和食用方式相较于鸡肉更为受限，肉鸭相对肉鸡通常被更多的分割使用。从“脖子”这个部位来看，鸭脖相对鸡脖肉质更紧实而且长度更长，不仅更适合卤制同时也因为脖子更长，供给总量更大，更容易在供给端形成规模。

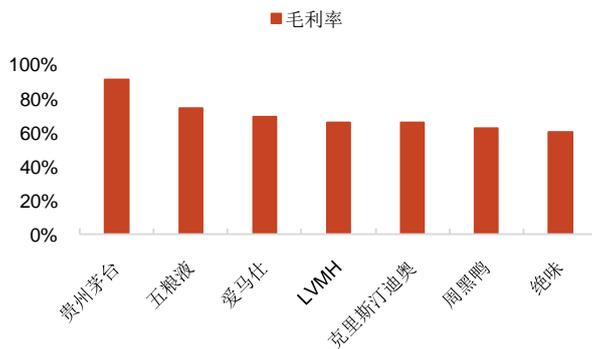
丑小鸭是怎么变白天鹅的？ A 股食品饮料板块 120 家公司的平均毛利率结构清晰地指明了一个普遍适用的产业规律，即喝的（含水）比吃的（含肉）的毛利率要更高。其实，归纳成本结构可以看到，原材料占营业成本重的日常消费品，如肉、奶、油等产品毛利率天然偏低。把鸭脖这个品类变成一门生意的巧妙之处在于，通过对肉鸭的分割，将鸭肉品类的日常、必选、农副食品属性转变为非日常、可选、休闲食品属性，从而降低了消费者对日常消费品的价格敏感度。事实上，周黑鸭的直营模式、绝味和煌上煌还原加盟环节后的毛利率基本在 60% 以上，堪比国内一般白酒以及国外主流奢侈品集团的毛利率水平。

图 3：食品饮料子行业近三年和近五年平均毛利率



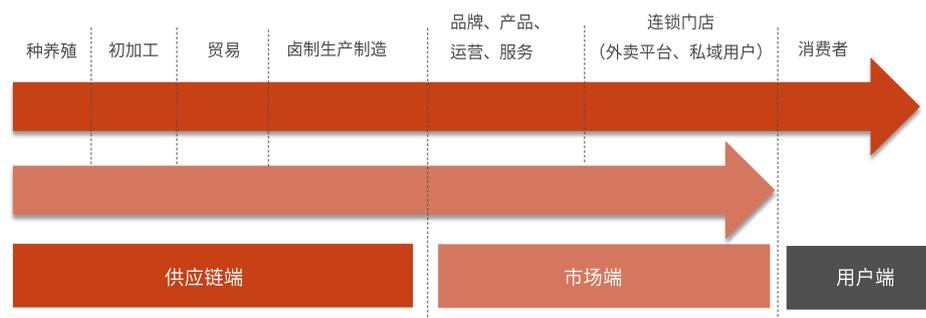
资料来源：wind，光大证券研究所（注：近 3 年为 2018-2020 年，近 5 年为 2016-2020 年，食品饮料子行业根据中信食品饮料指数分类）

图 4：奢侈品/白酒/卤味企业毛利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所（注：白酒和奢侈品公司毛利率为 2018-2019 年平均值，周黑鸭为上市第一年(2016 年)毛利率，绝味毛利率根据 2018-2020 年报表平均毛利率和加盟商平均毛利率推算）

图 5：卤制品产业链



资料来源：光大证券研究所

3、再论对绝味商业模式的理解

对价值链的拆分，是理解一门生意商业模式的起点。对绝味定价 100 元的终端产品进行价值拆分，门店运营端拿走 40 元，工厂端拿走 60 元。其中，门店运营端费用占 25 元，门店净利润 15 元；工厂端的原料/制造费用/直接人工占到 40 元，工厂再加价 20 元。

绝味产品的价值链分布对我们理解其商业模式有三条启示：（1）门店端扣掉进货成本和运营费用，净利率大致做到 15% 左右。进一步考虑它 1.5 年左右的投资回收周期，3%-4% 远低于行业平均水平的关店率，绝味的单店模型支撑其通过加盟商来拓展业务。（2）15% 的净利率不足以再做二次切分，意味着其加盟商层级需要相对扁平化，绝味采用的单店特许而非二级特许模式拓展加盟商，对其管理能力提出更高的要求。（3）工厂端拿走的 60 元中，20 元是工厂毛利，40 元是成本，其中原材料/制造费用/直接人工分别占到 34/5/1 元。

表 1: 绝味等加盟模式企业价值链拆分 (元)

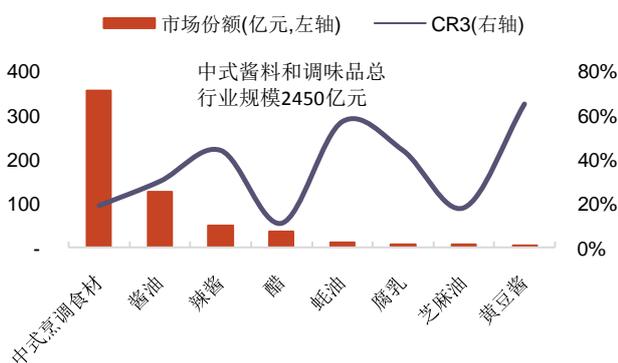
价值链	绝味	味知香	巴比食品
原材料	34	53	24
制造费用	5	1	4
人工费用	1	2	5
成本	40	56	34
价格	60	80	50
加盟进货价格	60	80	50
加盟商其它费用合计	25	7	30
加盟商净利润	15	13	20
终端零售价	100	100	100

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

可以看到, 通过原材料和制造费用的节省是增厚工厂毛利、反哺门店运营端的抓手, 规模效应的体现一方面需要观察其对上游原材料的采购议价权, 一方面需要观察其如何通过产能提升实现降本增效。

如何达到规模化? ——精简品类、标准生产、渠道放量。 规模化是企业做大的必经之路, 这是每家企业在发展过程中必须解决的问题。我们认为在 A 股的餐饮供应链赛道甚至是食品制造业, 海天和安井的规模化之路是诸多企业可参考借鉴的模板。海天的先天优势在于身处酱油这一天然的大单品赛道, 后天的战略前瞻则在于切入餐饮酱油用量更大且极具用户粘性的渠道; 安井的巧妙之处则在于发展早期并未选择在产业化进程较早的冷冻米面领域通过水饺、馄饨与三全、思念进行直面竞争, 而是另辟蹊径, 选择当时处于野蛮生长的火锅料去切入。在产品战略明晰之后, 公司随即缩减 50% 的 SKU, 产品策略主打撒尿牛丸、章鱼丸、爆汁小鱼丸新三大丸; 渠道策略则依据品类属性构建, 选定了火锅料用量更大的农贸渠道去做大流通产品。随着公司规模的不壮大, 产销模式从最早期的产地销转为销地产, 当下为了打透当地市场, 进一步还匹配了产地研的模式。事实上, 安井的成本结构不同于绝味食品的成本结构, 考虑速冻食品运输费用占比较高, 就地设厂可以大幅降低运输成本, 它的规模效应在更多地体现在就地设厂。

图 6: 2019 年中式酱料和调味品行业规模及市场集中度



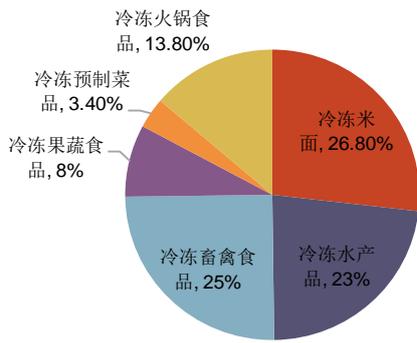
资料来源: 光大研究所根据各公司公告整理, 光大证券研究所

图 7: 2011-2020 年中国冷冻食品市场规模及增速



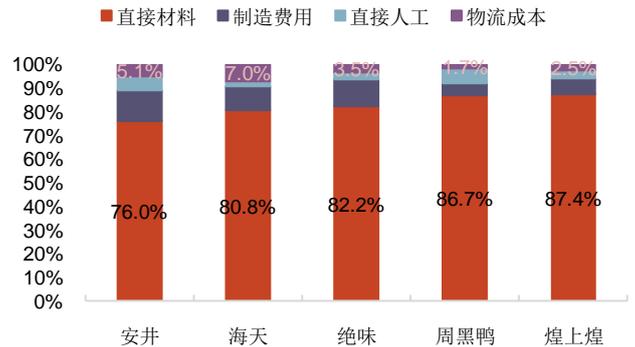
资料来源: 利和味道路演 ppt, 光大证券研究所

图 8：2020 年中国冷冻食品结构拆分



资料来源：利和味道路演 ppt，光大证券研究所

图 9：2012-2015 年绝味等上市公司主营成本平均结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：绝味和周黑鸭主营成本结构仅在招股说明书中披露，统一口径为 2012-2015 年平均值）

绝味的工厂生产端具备标准化和规模化的能力，关键是如何通过门店运营端的标准化来实现门店数量的规模化？（1）多选取 15-25 平米且位置合适的单体门店，通过提高普适性扩容潜在的门店数量。（2）店员必备人数低至 1 人，且对年龄、性别和形象无要求。（3）店内操作流程简化，并且通过对门店空间设计的优化、设备的合理设计以及工作要求的合理化来简化门店经营动作。（4）严格管理门店 SKU 数量。（5）标准化的管理和培训输出。

图 10：绝味门店运营标准化

- 多选取 15-25 平米且位置合适的单体门店
- 人员要求：1 人站店，健康+通过培训，不苛求年龄/性别/形象
- 门店面积
- 店内人员
- SKU
- 操作流程
- 不超过 35 个
- 极致简化操作，不切配/不拌料
- 配置收银机/店 POS

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

进一步来看，绝味对门店的标准化就是对**人、货、场以及线上渠道四大维度进行精细化管理**。（1）在对人的管理方面，一方面，通过树立运营管理标杆，借助内训师培育其他店员，从而形成自动运转体系；一方面，选拔金牌店长，调动店员整体的主动性、成就感和归属感。（2）货的管理方面分为两个层面，第一个层面是门店展示柜的空间管理以及客户订单管理。第二个层面，是公司总部通过营销与管理手段对全国范围的门店实行品类管理。（3）场的管理，则包括营造现场氛围、引客入店以及商圈拦截等措施。（4）线上渠道建设，从 2015 年成立绝味数字营销，到 2016 年启动公众号商城，再到 2017 年进行数字营销团队进行调整，直至 2019 年实现会员人数/外卖门店分别做到 6000 万/8000 家。

4、再论绝味核心竞争力之加盟管理体系

由大到强的过程，是构建核心竞争力的过程。我们从品类属性回答了绝味鸭脖诞生的问题，从商业模式的剖析回答了绝味食品如何做大的问题。对于长期投资者而言，仍然需要解决绝味食品到底强不强？其核心竞争壁垒到底是什么的问题。而我们认为理解绝味的加盟管理体系有助于理解其最核心的竞争力和护城河。

绝味加盟商管理体系之加盟商甄选。在绝味的认知体系里，加盟商不仅仅是一个简单的投资者，更是一个经营者。成为绝味的加盟商不仅仅需要具备商铺资源和财务能力更需要逐渐培养出对公司的文化认同、以及商业意识、学习能力以及团队管理能力。

图 11：加盟商准入评估思维模型之优秀加盟商的臻选指南



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

绝味加盟商管理体系之加盟分级与差异化资源输出。针对近+3000 家加盟商，公司通过赛马机制和动态评估将资源聚焦配置到最有效的加盟商。公司根据日常的经营业绩以及和公司的配合度，通过动态评估，将加盟商分级为 A 级核心加盟商、B 级优秀加盟商、C 级合格加盟商、D 级待优化加盟商。各级加盟商在公司资源和管理能力获取方面形成差异化，最终实现优胜劣汰。

绝味加盟商管理体系之加盟商管理委员会。绝味加委会的设立宗旨是通过广泛凝聚共识来促进厂商关系。加委会的设立理念则是将公司的要求转变为加盟商之间的示范效应、将加盟商被动接受管理变为加盟商主动树立主人翁意识、将加盟商简单赚钱的想法转变为其自我价值实现的驱动。它是保障绝味实现规模化发展的基础。

(1) 首先，绝味的加盟商委员会不是横空出世，它是公司组织架构和市场作战机制伴随公司业务规模发展壮大进行适时调整的产物²。回顾历史来看，绝味的组织架构历经直线管理模式、职能管理模式、以及事业部管理模式，最终形成董事会管理模式。虽然管理总部逐渐庞大，但是公司持续推动了市场作战机制的效率提升，具体的策略包括管理总部的精简化、中层组织的片区化、以及基层组织的战区化。

² <http://huiyi.ccf.org.cn/portal/cn/xiangxi.jsp?id=439898&type=10004>

(2) 战区作为加委会的最基层营销组织，通过“公司专员、加盟商与门店店员铁三角”的模式达成理念一致（服务消费者）和目标一致（拔势能提营收），最终实现共同激励和奖优罚劣。

(3) 公司通过多种手段帮助加委会获得加盟商以及公司经营团队的信任，并反向强化加委会成员的管理信心。一方面，加委会获得加盟商信任的主要工作手段包括每月对区域的巡检帮扶、定期收集门店经营问题并反馈跟进解决；另外一方面，加委会获得公司经营团队信任的手段包括配合公司战略制定工作计划、协助解决个体加盟商问题；而公司强化加委会成员信心的手段则包括提供 EMBA 学习深造的机会、以及各加委会之间的走访交流等。

5、结语

强化认知，强化信念。从 2017 年上市至今，市场对绝味的认知，从早先的加盟/直营模式之争，到门店总量之争，再到供应链比较优势之争，最后到“第二成长曲线”之争。市场的关注点一直集中在绝味是怎么去处理问题而非绝味为什么能处理这些问题。此次报告，我们试图通过对产品品类、商业模式、加盟体系这三大基础要素进行深度思考，从而去解决这个问题。借助鸭脖这个品类，绝味公司实现了从无到有，这跟鸭脖品类天生的属性不无关联。凭借对连锁加盟这一商业模式的理解，绝味实现从小到大，这取决于管理层的战略眼光和知识变现能力。而凭借对加盟管理体系的不断完善以及不断积累的规模优势，绝味正走在由大变强的路上，再加上公司不断进化的企业文化，公司有足够的能力应对包括行业竞争、市场需求、品类迭代等不断变化的市场因素。维持公司 2021-23 年营收预测为 66.82/80.64/96.90 亿元，归母净利润预测为 10.28/13.52/16.41 亿元，折合 2021-23 年 EPS 为 1.69/2.22/2.70 元，当前股价对应 21-23 年 PE 为 51x/39x/32x，维持“买入”评级。

6、风险分析

原材料价格波动风险

公司营业成本当中，超过 70%以上的成本来自原材料成本，如果原材料价格波动较大，会对公司盈利能力产生较大负面影响。

一级市场投资风险

公司在构建美食生态的同时，不可避免的要在一二级市场进行了相对应的投资，一级市场投资风险较高，如果投资失败，或对公司业绩造成负面影响。

食品安全风险

公司所处行业为休闲卤制品制造业，如果出现食品安全问题，将对公司品牌造成严重负面影响，甚至可能受到监管问责，最终将影响到公司的销售收入。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,172	5,276	6,682	8,064	9,690
营业成本	3,416	3,510	4,409	5,289	6,343
折旧和摊销	100	120	120	136	156
税金及附加	41	40	51	61	73
销售费用	422	322	420	490	615
管理费用	294	332	554	523	586
研发费用	16	11	14	17	21
财务费用	26	-8	-17	-27	-41
投资收益	49	-101	45	45	45
营业利润	1,006	956	1,345	1,781	2,168
利润总额	1,050	971	1,370	1,803	2,188
所得税	259	279	343	451	547
净利润	791	692	1,028	1,352	1,641
少数股东损益	-10	-9	0	0	0
归属母公司净利润	801	701	1,028	1,352	1,641
EPS(按最新股本计)	1.32	1.15	1.69	2.22	2.70

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,028	916	1,053	1,385	1,670
净利润	801	701	1,028	1,352	1,641
折旧摊销	100	120	120	136	156
净营运资金增加	78	103	364	304	364
其他	48	-9	-459	-407	-490
投资活动产生现金流	-799	-932	-845	-765	-805
净资本支出	-523	-366	-420	-460	-500
长期投资变化	1,122	1,558	-400	-350	-350
其他资产变化	-1,399	-2,124	-25	45	45
融资活动现金流	669	-503	46	-38	41
股本变化	199	0	0	0	0
债务净变化	-30	-145	29	-65	0
无息负债变化	133	179	128	276	320
净现金流	899	-520	254	582	906

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.9%	33.5%	34.0%	34.4%	34.5%
EBITDA 率	21.6%	23.9%	20.2%	22.9%	23.1%
EBIT 率	19.1%	20.9%	18.4%	21.2%	21.5%
税前净利润率	20.3%	18.4%	20.5%	22.4%	22.6%
归母净利润率	15.5%	13.3%	15.4%	16.8%	16.9%
ROA	14.5%	11.7%	14.5%	15.6%	15.4%
ROE (摊薄)	17.5%	14.1%	17.2%	18.4%	18.3%
经营性 ROIC	24.5%	23.0%	22.5%	27.1%	28.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	16%	16%	15%	15%	15%
流动比率	2.81	2.44	2.51	2.79	3.03
速动比率	2.05	1.49	1.48	1.76	2.05
归母权益/有息债务	25.37	140.31	92.66	-	-
有形资产/有息债务	28.82	159.56	106.49	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,463	5,922	7,107	8,670	10,631
货币资金	1,602	1,082	1,336	1,918	2,825
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	10	37	9	12	15
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	51	71	0	0	0
存货	669	857	1,101	1,310	1,558
其他流动资产	40	40	110	179	260
流动资产合计	2,471	2,201	2,667	3,552	4,816
其他权益工具	6	6	6	6	6
长期股权投资	1,122	1,558	1,958	2,308	2,658
固定资产	1,144	1,345	1,464	1,617	1,798
在建工程	232	307	451	580	697
无形资产	197	213	208	204	200
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	199	214	284	284	284
非流动资产合计	2,992	3,721	4,440	5,118	5,814
总负债	897	932	1,089	1,300	1,620
短期借款	180	35	65	0	0
应付账款	311	432	534	631	743
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	138	0	0	0	0
其他流动负债	0	14	155	293	456
流动负债合计	881	904	1,061	1,273	1,592
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	25	25	25	25
非流动负债合计	17	28	27	27	27
股东权益	4,565	4,990	6,018	7,370	9,011
股本	609	609	609	609	609
公积金	1,761	1,902	1,902	1,902	1,902
未分配利润	2,191	2,457	3,485	4,837	6,478
归属母公司权益	4,567	4,964	5,992	7,344	8,985
少数股东权益	-2	26	26	26	26

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	8.16%	6.10%	6.29%	6.08%	6.35%
管理费用率	5.69%	6.28%	8.29%	6.49%	6.05%
财务费用率	0.50%	-0.16%	-0.25%	-0.33%	-0.42%
研发费用率	0.31%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
所得税率	25%	29%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.53	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.69	1.50	1.73	2.28	2.74
每股净资产	7.50	8.16	9.84	12.07	14.76
每股销售收入	8.50	8.67	10.98	13.25	15.92

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	65	74	51	39	32
PB	11.4	10.5	8.7	7.1	5.8
EV/EBITDA	46.6	41.4	37.3	26.9	21.7
股息率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE