

华帝股份 (002035)

证券研究报告

2021年07月31日

品类扩充套系化落地，新零售+出海助力业绩提升

事件：公司2021H1实现营业收入26.59亿元，同比+59.46%；归母净利润2.39亿元，同比+45.42%；扣非归母净利润2.27亿元，同比+51.75%。其中，2021Q2实现营业收入16.07亿元，同比+64.69%；归母净利润1.62亿元，同比+36.98%；扣非归母净利润1.56亿元，同比+42.45%。

新兴品类加速套系化落地，新零售+出海助力业绩提升。分品类看，1) 因公司致力于全业态布局，烟机&燃气灶占比19年同期有所下滑，分别-1.4/-1.0pct。公司通过消费需求的洞察，逐步实现产品矩阵扩充、产品结构体系完善，从而减弱对个别品类的依赖度，有利于减弱负外部性的影响。2) 主营产品类中热水器占比有所提升，较19年同期+1.2pct。主因为市场消费升级、健康需求高涨的大背景下，公司将热水器产品的功能由基本的热水充足得到进一步延伸，通过消费者多样化需求的满足推动产品放量。伴随产品开放更多维度，沐浴定制自由化继续提升，热水+净水产品有望为公司增长赋予新动能。3) 受益于市场全屋定制、一站式采购趋势，橱柜/定制家居20H1成为营收逆势上扬品类，营收占比有大幅提升；21H1全品类加速修复带动营收同比高增，定制家居占比略有下滑，但较19年同期仍有4.1pct的提升，消费升级趋势下“华帝家居”的定制模式优势彰显。分渠道看，2021H1四大渠道收入同比高增，其中新零售&海外渠道营收增速亮眼，我们预计公司未来将依托新零售模式实现渠道下沉，拓宽海外渠道强化多元布局。

原材料价格上涨毛利率承压，研发&营销投入不断加大。盈利能力方面，2021H1公司毛利率为42.92%，同比-2.11pct；净利率为9.17%，同比-0.83pct，根据中报数据，油烟机/燃气灶/热水器三大主营产品毛利率同比有所下降。我们认为，原材料、物流及人工成本的上涨为原因之一。费用方面，公司2021H1销售/管理/研发费用分别同比+50.09%/+20.50%/+51.66%；三费率分别同比-1.46/-1.20/-0.26pct。销售&管理费用提升，主要为公司促销支持、广告支持及售后费用等同比提升，营收增速大于费用投入增速，故二者费用率同比下降；为迅速响应市场需求，公司持续不断地推进产品技术创新，Q2研发投入与费用率同比提升。

渠道降库存效果显著，运营回款能力提升，经营性现金流改善。从资产负债表看，公司积极围绕渠道、销售网点动销推进营销体系转型，21H1公司(应收账款+票据)/营收、库存商品/流动资产同比有所下降。伴随疫情影响逐步缓和，线下门店客流提升带动渠道库存释放，公司渠道库存有望走向下降通道。从运营情况看，公司2021H1期末存货、应收账款和应付账款的周转天数较19年同期分别+32.13、-5.46和-4.58天，考虑到21H1公司电商与工程渠道的营收占比19年同期提升了6.3pct，而工程业务结算周期较长、线上销售额滞后确认，我们认为公司存货周转仍保持在合理水平。从现金流量表看，公司2020H1经营活动产生的现金流量净额同比+117.51%，因21H1公司销售收入上升带来回款增加，叠加去年同期应付票据到期导致支付增加，企业经营活动同比有所改善。

投资建议：在行业拐点已至、景气度上行的背景下，公司积极推进渠道变革，强调降本增效，产品端场景化&套系化赋予新动能，渠道端多元化布局趋势锚定，中报业绩迅速修复，21年起有望进入上升通道。结合21年中报业绩情况，我们预计公司21-23年公司归母净利润6.10/6.97/7.65亿元(21/22年前值为6.15/7.28亿元)，当前股价对应21-23年9.86x/8.63x/7.86x PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济尤其房地产市场波动风险；市场竞争风险；原材料价格大幅波动风险；海外业务及汇率变动风险；人力资源流失的风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,748.06	4,360.47	5,582.40	6,229.92	6,832.20
增长率(%)	(5.69)	(24.14)	28.02	11.60	9.67
EBITDA(百万元)	1,145.48	721.22	705.60	815.23	900.67
净利润(百万元)	747.77	407.89	610.22	697.23	765.30
增长率(%)	10.46	(45.45)	49.60	14.26	9.76
EPS(元/股)	0.86	0.47	0.70	0.80	0.88
市盈率(P/E)	8.04	14.75	9.86	8.63	7.86
市净率(P/B)	2.00	1.90	1.60	1.43	1.27
市销率(P/S)	1.05	1.38	1.08	0.97	0.88
EV/EBITDA	7.99	7.93	4.08	3.94	2.21

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	6.92元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	869.23
流通A股股本(百万股)	782.96
A股总市值(百万元)	6,015.07
流通A股市值(百万元)	5,418.11
每股净资产(元)	3.77
资产负债率(%)	46.52
一年内最高/最低(元)	12.55/6.15

作者

孙谦 分析师
SAC执业证书编号: S1110521050004
sunjiana@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

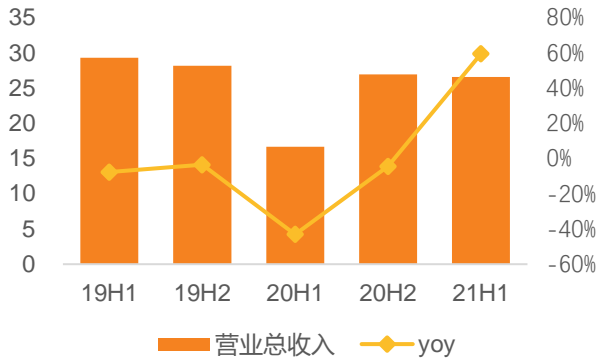
相关报告

- 《华帝股份-公司点评:Q4收入端大幅改善,业绩有所下滑》2021-02-26
- 《华帝股份-季报点评:收入降幅环比显著改善,线上市场表现亮眼》2020-10-29
- 《华帝股份-半年报点评:工程渠道业务显著提升,研发投入持续加大》2020-08-31

事件

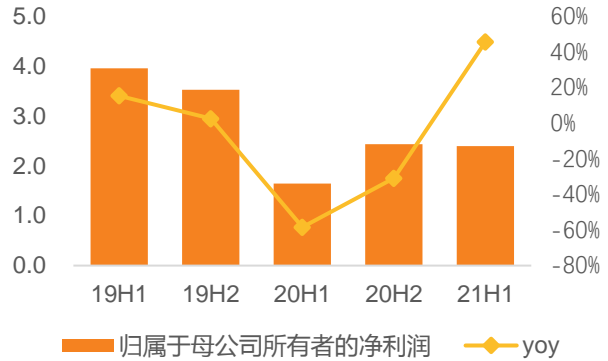
公司 2021H1 实现营业收入 26.59 亿元,同比+59.46%;归母净利润 2.39 亿元,同比+45.42%;扣非归母净利润 2.27 亿元,同比+51.75%。其中,2021Q2 实现营业收入 16.07 亿元,同比+64.69%;归母净利润 1.62 亿元,同比+36.98%;扣非归母净利润 1.56 亿元,同比+42.45%。业绩表现超预期。

图 1: 2019-2021H1 公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019-2021H1 公司归母净利润情况 (亿元)



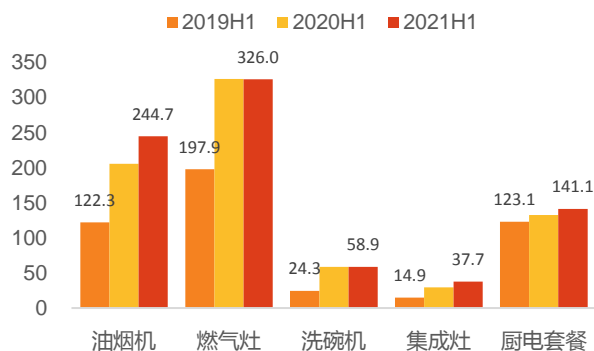
资料来源: wind, 天风证券研究所

行业端：厨卫市场稳健向好，行业景气度持续上行

2021H1 厨电行业双线快速修复，产品更新换代提升长期规模。据奥维云网，2021H1 油烟机、燃气灶、热水器、洗碗机、集成灶等 8 个厨电品类的零售额/零售量分别为 726 亿元/4506 万台，分别同比+25.8%/+8.8%。其中，线上销额/销量分别为 273 亿元/2197 万台，分别同比+32.2%/+14.2%；线下（仅包含 KA 渠道）销额/销量分别为 452 亿元/2308 万台，分别同比+22.3%/+4.2%。根据国家标准，吸油烟机的使用年限为 7 年，厨电产品将逐步进入替换周期。叠加厨电产品的技术迭代与居民消费的持续升级，厨电产品的更新换代有望加速，存量需求得到进一步释放。

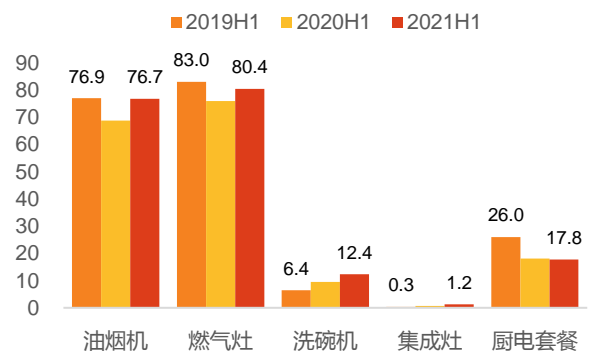
针对公司主要布局的业务烟机、燃气灶、洗碗机、集成灶与厨电套餐，我们分析了行业近三年发展趋势：1) 2020H1 疫情催化下消费者购买习惯由线下转为线上，以烟机、燃气灶为代表的厨电传统品类线下销量同比削减，线上销量提升明显；受益于消费者悦己、便利需求趋势凸显，洗碗机与集成灶为代表的新兴品类双线销量维持上升态势，集成灶双线量价齐升表现亮眼；厨电套系化品类的线上购买热度有所提升。2) 2021H1 行业景气度上行的背景下，各品类线上线下均价有所提升，传统品类线下需求修复，新兴品类延续热度量价继续攀升，厨电套系化品类的线上购买趋势延续。

图 3: 2019H1-2021H1 厨电分品类线上销量 (万台)



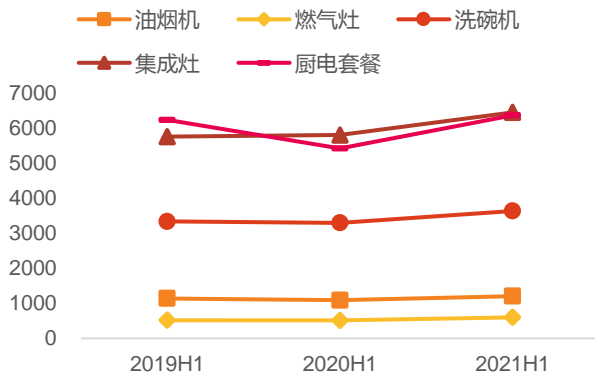
资料来源: 奥维云网, 天风证券研究所

图 4: 2019H1-2021H1 厨电分品类线下销量 (万台)



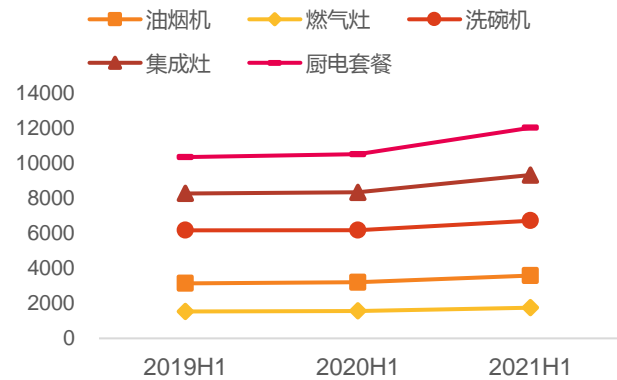
资料来源: 奥维云网, 天风证券研究所

图 5：2019H1-2021H1 厨电分品类线上均价（元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 6：2019H1-2021H1 厨电分品类线下均价（元）



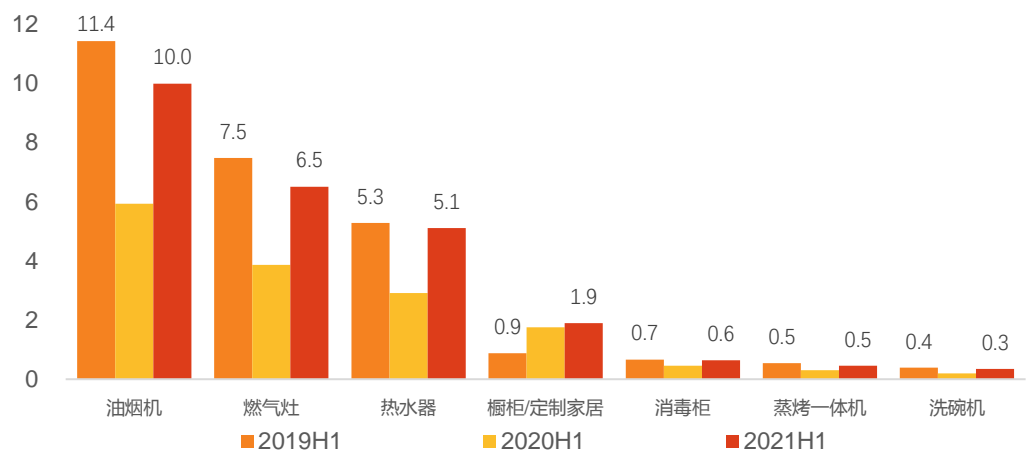
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

公司端：新兴品类加速套系化落地，新零售+出海助力业绩提升

在行业发展利好的大背景下，公司多维度发力推动业绩增长。2021H1 华帝为顺应行业高端化、智能化发展趋势，将品牌营销重心从“高端智能品牌”调整为“全系时尚厨电”，并积极布局产品+渠道端升级，提升公司综合竞争力。

产品端：全品类营收迅速修复，抢占新兴品类加速套系化落地。2021H1 公司全力打造智能化、信息化制造工厂，灶具、热水器、洗碗机整体效率分别提升 2.44%/7.82%/2.94%，生产端实现降本增效。叠加上半年需求修复带动厨电行业需求回暖，21H1 公司全品类收入实现同比正增长。其中，传统厨电品类烟机&燃气灶 21H1 营收分别同比+69%/+68%，虽较 19 年同期仍存在缺口，伴随公司经营调整逐步显效，厨电行业产品更新换代释放存量需求，公司未来业绩有望持续改善。针对以洗碗机与蒸烤一体机为代表的、热度持续高涨的新兴品类，公司通过设立独立的项目事业部加大研发和创新，并不断落实产品功能升级与新品迭代，在行业双线销量攀升的背景下，21H1 公司新兴品类收入同比高增。在传统品类优势不断夯实、新兴品类持续发力的基础上，公司致力于打造集成产品线、建立厨房空间解决方案，多元化产品矩阵推动套系化布局落地，并于 7 月 13 日推出 1.0 版本家居一体化套系家电，初步实现家居+家电融合发展。伴随公司的套系化产品逐渐完善，叠加消费者配套率提升，各品类有望加速放量。

图 7：19H1-21H1 公司各业务营收（亿元）



资料来源：公司半年报，天风证券研究所

与 2019H1 营收情况对比，我们对 2021H1 公司产品结构变化趋势进行了分析：

1) 因公司致力于全业态布局，传统厨电品类烟机&燃气灶占比较 19 年同期有所下滑，分别 -1.4/-1.0pct。目前，公司已形成了以烟机、灶具等厨电产品为核心，覆盖以集成灶、洗碗机、蒸烤一体机为代表的新兴集成厨电，同时延伸至全屋定制及净水器、壁挂炉等产品结构体系。公司通过消费需求的洞察，逐步实现产品矩阵扩充、产品结构体系完善，从而减弱对个别品类的依赖度，有利于减弱负外部性的影响。

2) 主营产品类中热水器占比有所提升，较 19 年同期+1.2pct。主因为市场消费升级、健康需求高涨的大背景下，公司将热水器产品的功能由基本的热水充足得到进一步延伸，通过零冷水、恒温、除菌、护肤等多重健康维度实现“沐浴场景定制”，消费者多样化需求的满足助力产品放量。伴随产品开放更多维度，沐浴定制自由化继续提升，热水+净水产品有望为公司增长赋予新动能。

3) 受益于市场全屋定制、一站式采购趋势，橱柜/定制家居 20H1 成为营收逆势上扬品类，营收占比有大幅提升；21H1 全品类加速修复带动营收同比高增，定制家居占比略有下滑，但较 19 年同期仍有 4.1pct 的提升。作为专注套系化、定制化、智能化三大领域的品牌，消费升级趋势下“华帝家居”的定制模式优势彰显，驱动公司整体业绩增长。

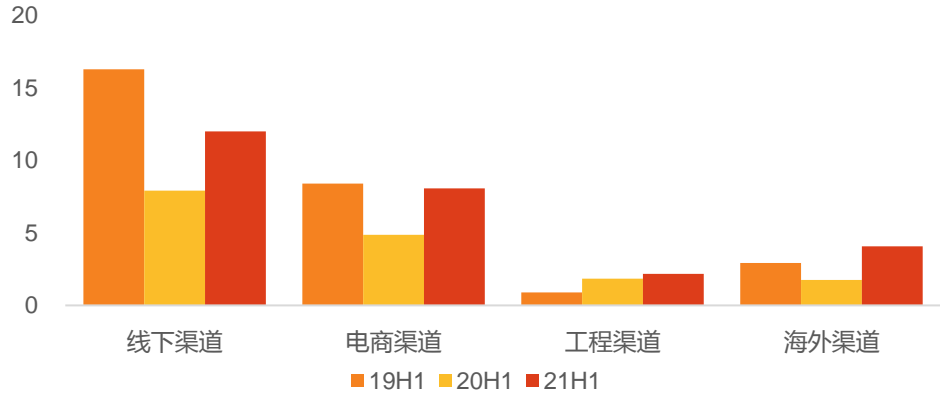
图 8：19H1-21H1 公司各业务营收占比



资料来源：公司半年报，天风证券研究所

渠道端：依托新零售模式实现渠道下沉，拓宽海外渠道强化多元布局。公司 2021H1 主营业务四大渠道收入同比高增，其中，线下渠道中的新零售渠道与海外渠道营收增速亮眼，分别同比+153.24%/+131.05%。因此，在实现传统线上/线下赛道营收绝对值同比提升的同时，我们预计未来公司业务重点为 1) 依托新零售模式实现渠道下沉；2) 拓宽海外渠道强化多元布局。

图 9：19H1-21H1 公司各渠道营收（亿元）

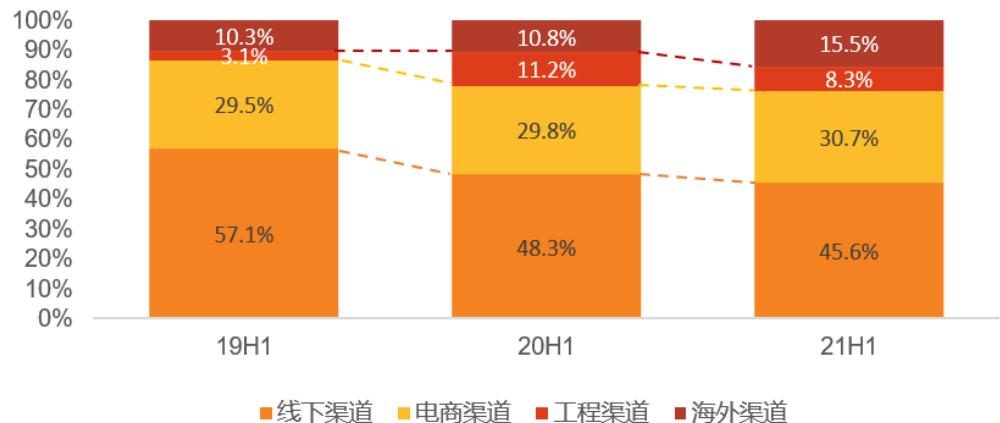


资料来源：公司半年报，天风证券研究所

依托长期的拓展与服务，公司 21H1 线下渠道占比 45.6%，较 19 年同期-11.5pct，仍为公司营收占比最大的渠道；随着多元渠道布局的推进，公司电商/工程/海外渠道占比较 19H1 有所提升，分别+1.2/+5.1/+5.2%，工程与海外渠道对公司营收的贡献逐渐提升。

- 1) 针对**线下渠道**，公司致力于一二级市场提高中高端&套系化产品销售与配比，并不断加大 KA 渠道市场的投入，强化终端体验；三四级市场依托京东专卖店、苏宁零售云等新零售模式实现渠道下沉，并借助三级市场直营商力量、线上线下双线融合方式进一步辐射和打通物流及市场。
- 2) 目前线上渠道呈碎片化发展，四大专业电商平台基础上抖音、快手、小红书等新兴渠道依托年轻群体崛起，因此公司**线上渠道**布局聚焦年轻群体的消费需求与圈层文化，通过消费者+内容双维度运营强化线上线下场景联动和相互导流，并加强新兴平台的合作，助力品牌营销模式的优化。消费者运营方面，公司借助抖音、社群等第三方平台布局新增用户的引流，2021H1 直播成交金额 1.93 亿元，同比+115%。内容运营方面，公司着力打造店铺类目爆款实现量价齐升，例如，2021H1 主推 3500 价格段烟灶销量同比+30%，客单价同比+9%。
- 3) 公司持续深耕房地产精装市场实现**工程渠道**拓宽。在产品端不断优化矩阵、提高整体配套比例；服务端逐步扩大服务团队、确保项目高品质交付，并不断加快与百强房企的战略合作关系。同时，公司通过业务培训、人员赋能等多种方式支持代理商的发展，2021H1 代理经营模式业务同比+54.13%。
- 4) 公司依托“OEM+自主品牌”营销策略实现产品出海。在**海外渠道**需求逐步修复背景下，公司积极洞察海外市场需求调整市场策略，“因地制宜”提升外销竞争力，故公司 2021H1 产品出口订单饱满，推动海外营收占比大幅提升。

图 10：19H1-21H1 公司各渠道营收占比

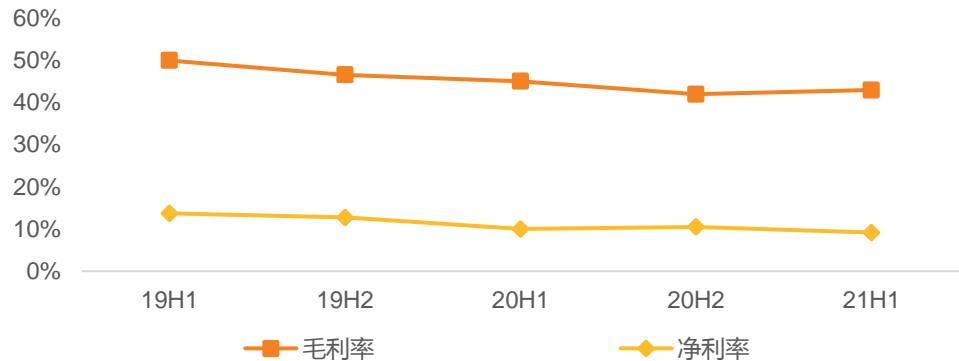


资料来源：公司半年报，天风证券研究所

原材料价格上涨毛利率承压，研发投入、营销投入不断加大

盈利能力方面，2021H1 公司毛利率为 42.92%，同比-2.11pct；净利率为 9.17%，同比-0.83pct。2021Q2 公司毛利率为 43.47%，同比-2.38pct；净利率为 3.70%，同比-8.50pct。分产品看，油烟机/燃气灶/热水器毛利率分别为 48.00%/46.72%/36.57%，分别同比-0.45/-3.37/-5.00pct。我们认为，原材料、物流及人工成本的上涨为导致各主营产品毛利率同比下降的因素之一，伴随终端需求改善、公司降本增效规模效应显现，预计公司盈利能力将有所改善。

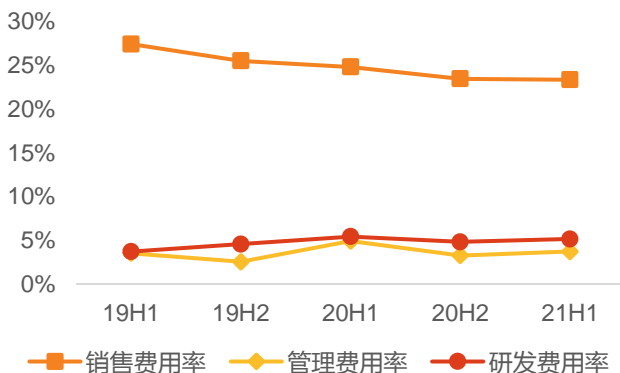
图 11：2019-2021H1 公司毛利率&净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

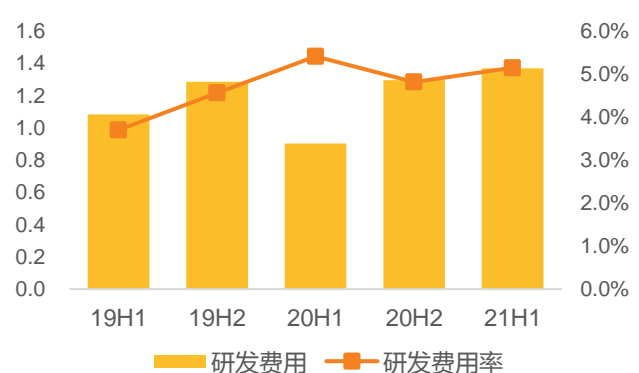
费用方面，公司 2021H1 销售、管理、研发费用分别为 6.21/0.99/1.37 亿元，分别同比 +50.09%/+20.50%/+51.66%；三费费用率分别为 23.35%/3.71%/5.15%，分别同比-1.46/-1.20/-0.26pct。2021Q2 销售、管理、研发费用分别为 3.44/0.54/0.83 亿元，分别同比 +52.20%/+20.07%/+80.03%；三费费用率分别为 21.40%/3.36%/5.15%，分别同比-1.76/-1.25/+0.44pct。销售&管理费用提升，主要为公司促销支持、广告支持及售后费用等提升，营收增速大于投入增速，故二者费用率下行；为迅速响应市场需求，稳固市场地位，公司持续不断地推进产品技术创新，故研发投入增加，带动 21Q2 研发费用率同比提升。

图 12：2019-2021H1 公司三费费率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：20H1 起公司研发费用持续攀升（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

渠道降库存效果显著，运营回款能力提升，经营性现金流改善

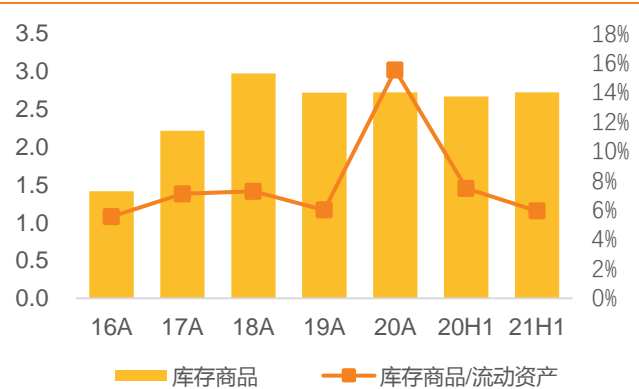
从资产负债表看，公司 2021H1 存货为 8.63 亿元，同比+2.35%，其中库存商品 3.51 亿元，同比+28.85%，发出商品 3.73 亿元，同比+37.84%。应收账款+票据合计为 19.16 亿元，同比+46.81%；应付账款+票据合计为 18.77 亿元，同比+45.33%。值得注意的是，公司 17-18 年应收款项占营收比重及库存商品账面价值快速提升，主因为 18 年起商品房销售面积增速下行，房地产竣工进程放缓导致终端需求减弱，渠道积压库存带来应收款项的提升；针对该现象，公司积极围绕渠道、销售网点动销推进营销体系转型，19 年起库存商品下降明显，21H1 公司（应收账款+票据）/营收、库存商品/流动资产同比均有所下降，体现公司对渠道掌控力的逐渐提升。伴随疫情影响逐步缓和，线下门店客流提升带动渠道库存释放，公司库存有望走向下降通道，资产质量将得到优化。

图 14：2016-2020 年公司应收票据+应收账款（亿元）



资料来源：Wind，公司半年报，天风证券研究所

图 15：2016-2020 年公司库存商品（亿元）



资料来源：Wind，公司半年报，天风证券研究所

从运营情况看，公司 2021H1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 90.51、51.24 和 75.40 天，较 19 年同期分别+32.13、-5.46 和 -4.58 天。公司存货周转天数有所提升，可能与公司渠道结构的变化有关，21H1 公司电商与工程渠道的营收占比较 19 年同期提升了 6.3pct，考虑到工程业务结算周期较长、线上销售额滞后确认等因素，我们认为公司存货周转仍保持在合理水平。

从现金流量表看，公司 2020H1 经营活动产生的现金流量净额为 0.70 亿元，同比+117.51%；其中 2020Q2 经营活动产生的现金流量净额为 1.24 亿元，同比+179.26%，因 21H1 公司销售收入上升带来回款增加，叠加去年同期应付票据到期导致支付增加，企业经营活动同比有所改善。公司 2020H1 投资活动产生的现金流量净额为 2.97 亿元，同比-38.06%；其中 2020Q2 投资活动产生的现金流量净额为 1.20 亿元，同比-78.49%，主要系 2021H1 理财产品到期收回本金导致投资活动现金流增加。

投资建议

19 年起厨电行业进入调整周期，市场需求承压。在行业拐点已至、景气度上行的背景下，公司积极推进渠道变革，强调降本增效，产品端场景化&套系化赋予新动能，渠道端多元化布局趋势锚定，中报业绩迅速修复，21 年起有望进入上升通道。结合 21 年中报业绩情况，我们预计公司 21-23 年公司归母净利润 6.10/6.97/7.65 亿元（21/22 年前值为 6.15/7.28 亿元），当前股价对应 21-23 年 9.86x/8.63x/7.86x PE，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济尤其房地产市场波动风险：公司所处行业受宏观经济及市场供需状况的影响，会随着整体经济状况或市场环境的变化而出现一定的波动。

市场竞争风险：企业在应对市场动态发展时若缺乏实时掌控性，会给企业发展带来一定的市场竞争风险。

原材料价格大幅波动风险：公司产品的主要原材料为钢材、玻璃等，原材料占主营业务成本比例较高。2021H1 原材料行业景气度持续上行，为应对原材料涨价风险，公司通过供应链条将涨价因素进行了有效传导，与产业链的优秀企业保持良好合作，并与关键材料供应商建立战略合作伙伴关系，优化供应链资源，加强材料供应商的多元化，提高原材料采购管理水平和议价能力，但仍存在原材料价格大幅波动的风险。

海外业务及汇率变动风险：2021 年上半年，海外疫情持续，全球总体政治经济不确定性因素仍然存在，对公司海外市场开拓带来一定挑战。同时，公司的出口业务主要以美元、欧元进行结算，结算货币与人民币之间的汇率可能随着国内外政治、经济环境及国际贸易政策的变化而波动，导致公司面临汇率变动风险。

人力资源流失的风险：人力资源是决定公司未来发展的重要因素之一。公司地理位置及行业的激烈竞争可能导致人才的异动与流失。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,031.71	914.09	2,301.79	2,063.90	3,304.72	营业收入	5,748.06	4,360.47	5,582.40	6,229.92	6,832.20
应收票据及应收账款	1,631.73	1,683.91	1,470.86	2,049.85	1,811.22	营业成本	2,973.93	2,480.31	3,048.76	3,376.86	3,696.60
预付账款	33.24	14.17	44.11	20.44	50.23	营业税金及附加	34.52	25.01	37.12	41.43	45.43
存货	563.73	663.84	495.85	788.64	617.47	营业费用	1,522.37	1,045.22	1,442.88	1,610.25	1,765.92
其他	1,269.24	999.93	919.04	953.92	929.96	管理费用	174.98	169.84	181.14	202.16	221.70
流动资产合计	4,529.66	4,275.94	5,231.64	5,876.75	6,713.60	研发费用	223.62	220.10	238.97	266.69	292.47
长期股权投资	10.73	7.16	7.16	7.16	7.16	财务费用	(5.27)	2.75	3.52	3.92	4.30
固定资产	564.01	544.19	663.83	734.22	761.51	资产减值损失	(1.54)	1.96	26.35	26.35	26.35
在建工程	209.94	381.53	264.92	206.95	154.17	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	204.45	199.40	194.15	188.90	183.65	投资净收益	52.73	34.59	36.22	36.22	36.22
其他	457.25	435.23	301.48	220.09	220.09	其他	(43.77)	(80.81)	(109.24)	(109.24)	(109.24)
非流动资产合计	1,446.38	1,567.52	1,431.55	1,357.32	1,326.58	营业利润	816.49	461.49	676.67	775.28	852.44
资产总计	5,976.03	5,843.46	6,663.19	7,234.07	8,040.18	营业外收入	33.54	13.45	21.23	21.23	21.23
短期借款	0.00	149.74	0.00	0.00	0.00	营业外支出	5.72	7.44	6.27	6.27	6.27
应付票据及应付账款	1,872.98	1,590.67	1,586.28	1,932.57	1,919.46	利润总额	844.31	467.50	691.63	790.24	867.40
其他	920.62	819.79	1,182.78	936.40	1,238.68	所得税	83.75	51.95	81.41	93.02	102.10
流动负债合计	2,793.60	2,560.20	2,769.05	2,868.97	3,158.14	净利润	760.56	415.55	610.22	697.23	765.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	12.80	7.65	12.08	13.80	15.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	747.77	407.89	610.22	697.23	765.30
其他	65.81	49.39	48.14	48.14	48.14	每股收益(元)	0.86	0.47	0.70	0.80	0.88
非流动负债合计	65.81	49.39	48.14	48.14	48.14						
负债合计	2,859.41	2,609.59	2,817.19	2,917.11	3,206.28						
少数股东权益	108.97	72.62	84.70	98.50	113.64	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	869.23	869.23	869.23	869.23	869.23	成长能力					
资本公积	80.91	80.91	80.91	80.91	80.91	营业收入	-5.69%	-24.14%	28.02%	11.60%	9.67%
留存收益	2,338.36	2,491.95	2,892.07	3,349.23	3,851.03	营业利润	2.29%	-43.48%	46.63%	14.57%	9.95%
其他	(280.85)	(280.85)	(80.91)	(80.91)	(80.91)	归属于母公司净利润	10.46%	-45.45%	49.60%	14.26%	9.76%
股东权益合计	3,116.62	3,233.87	3,846.00	4,316.96	4,833.90	获利能力					
负债和股东权益总计	5,976.03	5,843.46	6,663.19	7,234.07	8,040.18	毛利率	48.26%	43.12%	45.39%	45.80%	45.89%
						净利率	13.01%	9.35%	10.93%	11.19%	11.20%
						ROE	24.86%	12.90%	16.22%	16.53%	16.21%
						ROIC	92.22%	82.78%	50.71%	112.16%	54.47%
						偿债能力					
						资产负债率	47.85%	44.66%	42.28%	40.32%	39.88%
						净负债率	-33.10%	-23.64%	-59.85%	-47.81%	-68.37%
						流动比率	1.62	1.67	1.89	2.05	2.13
						速动比率	1.42	1.41	1.71	1.77	1.93
						营运能力					
						应收账款周转率	3.72	2.63	3.54	3.54	3.54
						存货周转率	10.98	7.10	9.63	9.70	9.72
						总资产周转率	1.02	0.74	0.89	0.90	0.89
						每股指标(元)					
						每股收益	0.86	0.47	0.70	0.80	0.88
						每股经营现金流	0.90	-0.12	1.57	0.06	1.75
						每股净资产	3.46	3.64	4.33	4.85	5.43
						估值比率					
						市盈率	8.04	14.75	9.86	8.63	7.86
						市净率	2.00	1.90	1.60	1.43	1.27
						EV/EBITDA	7.99	7.93	4.08	3.94	2.21
						EV/EBIT	8.35	8.50	4.47	4.33	2.42

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	760.56	415.55	610.22	697.23	765.30
折旧摊销	135.22	148.53	62.22	72.83	80.74
财务费用	0.05	3.58	3.52	3.92	4.30
投资损失	(52.73)	(34.59)	(36.22)	(36.22)	(36.22)
营运资金变动	29.94	(670.48)	713.52	(701.68)	693.14
其它	(94.22)	34.87	12.08	13.80	15.15
经营活动现金流	778.84	(102.53)	1,365.34	49.88	1,522.41
资本支出	215.16	208.09	61.25	80.00	50.00
长期投资	7.21	(3.57)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,197.82)	(77.21)	124.54	(123.78)	(63.78)
投资活动现金流	(975.44)	127.31	185.78	(43.78)	(13.78)
债权融资	0.00	149.74	0.00	0.00	0.00
股权融资	(67.25)	(2.75)	196.42	(3.92)	(4.30)
其他	(333.43)	(298.25)	(359.85)	(240.06)	(263.50)
筹资活动现金流	(400.67)	(151.25)	(163.43)	(243.99)	(267.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(597.28)	(126.47)	1,387.70	(237.89)	1,240.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com