

九阳股份 (002242.SZ) 炊具、电饭煲品类表现亮眼，外销维持高增

2021年09月02日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

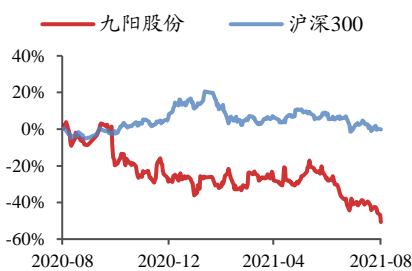
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/9/1
当前股价(元)	21.25
一年最高最低(元)	45.98/20.66
总市值(亿元)	162.99
流通市值(亿元)	162.78
总股本(亿股)	7.67
流通股本(亿股)	7.66
近3个月换手率(%)	40.55

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-疫情不改龙头本色，股权激励夯实增长信心》- 2021.4.6

《公司信息更新报告-2020Q3 公司收入端快速增长，利润端略低于预期》- 2020.10.27

● 2021H1 外销维持高增，长期来看内销有望恢复增长，维持“买入”评级

2021H1 营收 47.44 亿元 (+4.06%)，归母净利润 4.51 亿元 (+8.06%)，扣非后归母净利润 3.49 亿元 (-11.22%)，非经常性损益项目主要来自政府补助及理财投资收益。2021Q2 营收 25.01 亿元 (-12.45%)，归母净利润 2.71 亿元 (+0.17%)。考虑到行业需求回落影响，我们调整盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 10.00/11.48/13.05 亿元 (2021-2023 原值为 10.25/11.52/12.99 亿元)，对应 EPS 为 1.30/1.50/1.70 元，当前股价对应 PE 为 16.3/14.2/12.5 倍。长期来看，随着行业需求回暖，叠加公司产品优势，业绩有望迎来拐点，维持“买入”评级。

● 关联交易推动外销高增长，炊具、电饭煲品类表现亮眼

(1) 分地区看，2021H1 公司实现外销/内销收入 6.40 亿元/41.04 亿元，同比分别+243.20%/-6.14%，其中与 SharkNinja 关联交易金额为 5.29 亿元 (+472.53%)。
(2) 分产品看，2021H1 食品加工/营养煲/西式小家电/炊具品类同比分别-14.44%/+48.21%/-19.28%/+36.91%，炊具、电饭煲品类在需求回落下表现依旧亮眼。

● 内销毛利率展现较强韧性，费用率维持稳定，扣非净利率阶段性下滑

原材料上涨背景下，2021H1 公司整体毛利率 30.66% (-1.95pcts)，其中内销毛利率 34.14% (+0.51pcts)，内销韧性强主系产品结构升级、预付款锁材等。费用端维持稳定，2021H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.00pcts/-0.25pcts/+0.01pcts/+0.12pcts。毛利率下降拖累净利率，2021H1 扣非净利率 7.36% (-1.27pcts)。预计随着行业整体需求回暖，毛利率、净利率将逐步得到改善。

● 产品核心竞争优势不减，需求回暖下内销业绩有望恢复

魔镜数据显示，2021H1 公司破壁机淘系市占率为 36.39% (+5.66pcts)，破壁机等细分行业需求回落下公司产品依旧保持较强竞争力。2021H1 公司电饭煲淘系销售额同比增长 20.06%，高于行业的 12.46%。此外，炊具多款产品位列京东/天猫热销榜前列。我们认为公司产品具备持续竞争优势，需求回暖下业绩有望恢复。

● **风险提示:** 行业需求回暖不及预期、新品推广不及预期、原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,351	11,224	12,605	14,887	16,936
YOY(%)	14.5	20.0	12.3	18.1	13.8
归母净利润(百万元)	824	940	1,000	1,148	1,305
YOY(%)	9.3	14.1	6.3	14.9	13.6
毛利率(%)	32.5	32.1	31.1	31.1	31.2
净利率(%)	8.8	8.4	7.9	7.7	7.7
ROE(%)	21.5	21.4	22.0	22.4	22.4
EPS(摊薄/元)	1.07	1.23	1.30	1.50	1.70
P/E(倍)	19.8	17.3	16.3	14.2	12.5
P/B(倍)	4.3	3.8	3.6	3.2	2.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内需求回落致 Q2 内销下滑，关联交易推动外销高增长.....	3
2、内销毛利率韧性较强，费用率维持稳定，盈利能力短期承压.....	4
3、静待需求回暖带动内销边际改善，看好产品、渠道驱动业绩增长.....	6
3.1、产品端：外看需求修复，内看产品深化及结构升级.....	6
3.2、渠道端：传统电商与内容电商齐头并进，线上线下融合发展.....	8
4、盈利预测与投资建议.....	8
5、风险提示.....	9
附：财务预测摘要.....	10

图表目录

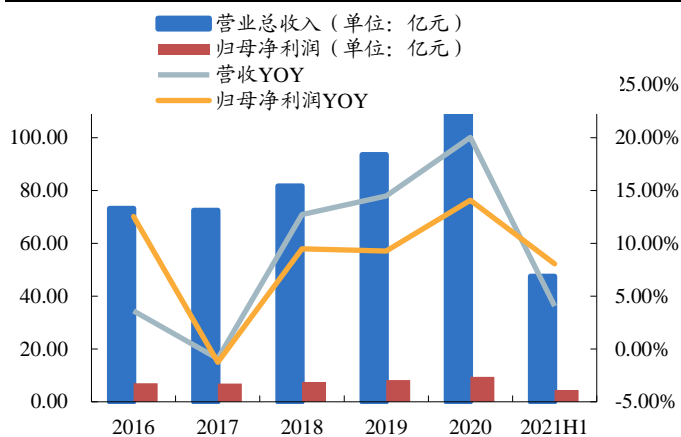
图 1：2021H1 营收、利润实现低单位数增长.....	3
图 2：受需求回落影响 2021Q2 营收、利润有所下滑.....	3
图 3：2021H1 各费用率维持稳定.....	5
图 4：2021Q2 销售费用率稍有上升.....	5
图 5：2021H1 政府补助致扣非净利率低于净利率水平.....	6
图 6：2021Q2 政府补助致扣非净利率低于净利率水平.....	6
图 7：公司炊具品类位列京东/天猫热销榜单前列.....	7
图 8：国内市场聚焦主流产品推出多款新品.....	8
图 9：Joyoung 布局美国亚马逊渠道.....	8
图 10：传统电商与内容电商齐头并进.....	8
表 1：食品加工机/西式小家电收入下滑，营养煲、炊具表现优异.....	3
表 2：内销承压明显，关联交易推动外销持续高增长.....	4
表 3：2021H1 整体毛利率有所下滑，内销毛利率展现较强韧性.....	5

1、国内需求回落致 Q2 内销下滑，关联交易推动外销高增长

收入端：2021H1 公司实现营业收入 47.44 亿元，同比增长 4.06%。单季度来看，2021Q2 公司实现营业收入 25.01 亿元，同比下降 12.45%，Q2 增速放缓主要系食品加工机等核心品类市场需求下滑所致。

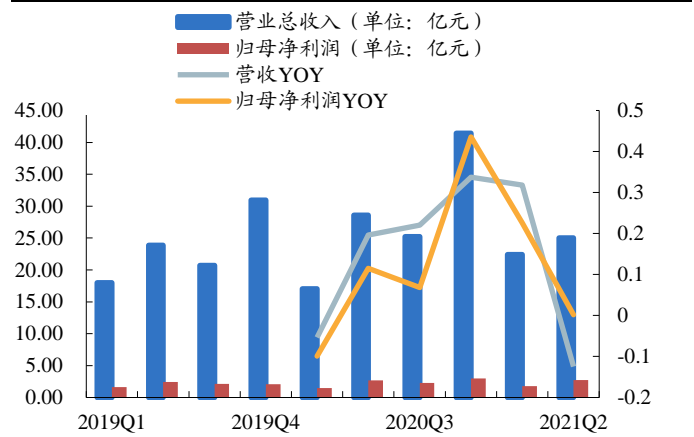
利润端：2021H1 公司实现归母净利润 4.51 亿元，同比增长 8.06%，2021H1 扣非归母净利润为 3.49 亿元，同比下降 11.22%，非经常性损益主要来源于品牌研发投入等政府补助以及持有理财产品的投资收益，二者合计 1.03 亿元。单季度来看，2021Q2 公司实现归母净利润 2.71 亿元，同比增长 0.17%，扣非归母净利润为 1.87 亿元，同比下降 24.90%，主要系政府补助达 0.65 亿元。

图1：2021H1 营收、利润实现低单位数增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：受需求回落影响 2021Q2 营收、利润有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 分品类看：食品加工机、西式小家电收入下滑，营养煲、炊具表现优异

(1) 2021H1 食品加工品类实现收入 19.55 亿元(-14.44%)，收入占比为 41.22%，同比下降 8.91pcts，主要系破壁机等行业需求下滑所致，根据魔镜数据显示，2021H1 破壁机/豆浆机淘系销售额分别为 18.23 亿元/5.24 亿元，分别同比下滑 30.14%/32.20%。

(2) 2021H1 营养煲品类实现收入 18.25 亿元(+48.21%)，收入占比为 38.46%，同比上升 11.46pcts，主要系饭煲和压力煲的增长推动。根据魔镜数据显示，2021H1 公司电饭煲类目/电饭煲行业整体销售额增速分别为 20.06%/12.46%，公司饭煲增速高于行业整体增速。

(3) 2021H1 西式小家电品类实现收入 5.78 亿元(-19.28%)，收入占比为 12.19%，同比下降 3.52pcts，主要系面条机/三明治机等行业需求回落所致。

(4) 2021H1 炊具已发展成为公司重点产品线之一，因此本报告期单独披露炊具数据。2021H1 炊具品类实现收入 2.73 亿元(+36.91%)，收入占比为 5.76%，同比上升 1.38%，主要系晶钻耐磨不粘锅等新品推动所致。相反，2016-2020 年电磁炉品类成长受限，对营收贡献持续下降，因此不单独披露业务数据。

表1：食品加工机/西式小家电收入下滑，营养煲、炊具表现优异

		2016	2017	2018	2019	2020	2020H1	2021H1
食品加工机系列	收入 (亿元)	30.63	31.50	34.08	40.97	47.55	22.85	19.55

	收入占比	42%	43%	42%	44%	42%	50.13%	41.22%
	收入同比	-13%	3%	8%	20%	16%		-14.44%
营养煲系列	收入(亿元)	24.15	23.07	27.40	31.05	34.79	12.31	18.25
	收入占比	33%	32%	34%	33%	31%	27.01%	38.46%
	收入同比	21%	-4%	19%	13%	12%		48.21%
西式小家电系列	收入(亿元)	8.35	8.89	10.75	11.53	15.32	7.16	5.78
	收入占比	11%	12%	13%	12%	14%	15.71%	12.19%
	收入同比	48%	6%	21%	7%	33%		-19.28%
电磁炉系列	收入(亿元)	7.60	6.60	6.61	6.03	5.46		
	收入占比	10%	9%	8%	6%	5%		
	收入同比	1%	-13%	0%	-9%	-9%		
炊具系列	收入(亿元)						2.00	2.73
	收入占比						4.38%	5.76%
	收入同比							36.91%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

■ 分地区看：行业景气下降致内销承压，关联交易推动外销持续高增长

(1) 2021H1 公司内销收入 41.04 亿元 (-6.14%)，收入占比为 86.51%，同比下降 9.4pcts，主要系国内小家电行业整体景气度下滑导致公司食品加工等核心品类收入下滑严重，叠加 2020Q2 较高基数所致。

(2) 2021H1 公司外销收入 6.40 亿元 (+243.20%)，收入占比为 13.49%，同比上升 9.4pcts。其中向 SharkNinja 销售商品产生的交易金额为 5.29 亿元(+472.53%)，关联交易金额占境外收入比例为 82.62%，同比上升 33.09pcts，**关联交易大幅提升推动公司外销收入持续高增长**。根据关联交易预告，预计 2021 年关联交易金额为 1.68 亿美元，折合人民币约 11 亿元，同比增长 48.40%，继续保持快速增长。

表2：内销承压明显，关联交易推动外销持续高增长

		2017	2018	2019	2020	2020H1	2021H1
境内	收入(亿元)	71.06	78.83	88.32	102.90	43.72	41.04
	收入占比	98.04%	96.50%	94.45%	91.68%	95.91%	86.51%
	收入同比	-0.86%	10.93%	12.04%	16.50%		-6.14%
境外	收入(亿元)	1.41	2.86	5.19	9.34	1.86	6.40
	收入占比	1.95%	3.50%	5.55%	8.32%	4.09%	13.49%
	收入同比	-3.88%	102.23%	81.73%	79.88%		243.20%
境外：向 SN 销售商品	交易金额(亿元)		1.88	3.86	7.41	0.92	5.29
	占境外收入比例		65.95%	74.40%	79.35%	49.52%	82.62%
	金额同比			105.01%	91.85%		472.53%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、内销毛利率韧性强，费用率维持稳定，盈利能力短期承压

低毛利境外业务收入占比提升致毛利率下滑。2021H1 公司销售毛利率 30.66%，同比下降 1.95pcts。单季度来看，2021Q2 毛利率为 29.97%，同比下降 2.21pcts。毛利率下降主要系低毛利率境外业务占比持续提升，2018-2020 公司境外收入占比由 3.5% 上升至 8.32%，2021H1 占比达到 13.49%。

大宗原材料上涨背景下，内销毛利率展现较强韧性。分地区看，2021H1 公司境内业务毛利率为 34.14%，同比上升 0.51pcts，内销毛利率稳步提升主要系：（1）产品结构优化，“价值登高”战略下新品拉动客单价提升，高毛利率产品占比提升；（2）成本管控效果良好，公司与供应商谈判通过预付款项锁定原材料采购成本，截至 2021H1 公司预付款项 0.74 亿元，同比增长 354.97%。

表3: 2021H1 整体毛利率有所下滑，内销毛利率展现较强韧性

	2018	2019	2020	2020H1	2021H1	2021Q1	2020Q2
整体毛利率	32.13%	32.52%	32.05%	32.62%	30.66%	31.44%	29.97%
同比变化		0.39%	-0.47%	0.28%	-1.95%	-1.90%	-2.21%
分产品							
食品加工系列	39.01%	39.44%	37.90%	37.09%	36.71%		
营养煲系列	26.05%	25.02%	23.33%	25.83%	23.07%		
西式电器系列	32.40%	33.58%	32.90%	33.69%	34.71%		
分地区							
境内	32.97%	33.95%	34.24%	33.63%	34.14%		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

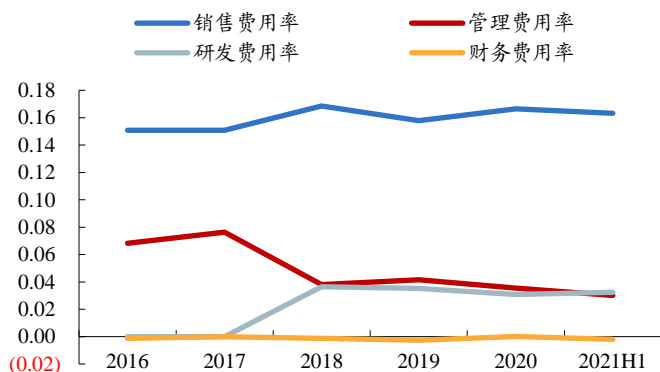
费用管控良好，期间费用率维持稳定。2021H1 公司销售期间费用率 22.37%，同比上升 0.87pcts。单季度来看，2021Q2 期间费用率为 22.12%，同比上升 0.68pcts。费用率略微上升主要系公司渠道及品牌推广费用上升所致。具体来看：

（1）2021H1 销售费用率为 16.32%，同比上升 1.00pcts，主要系渠道及品牌推广费用占营收比例提高，2021H1 渠道及品牌推广费用占营收比例为 9.75%，同比上升 1.12pcts。单季度来看，2021Q2 销售费用率 16.83%，同比上升 0.67pcts。

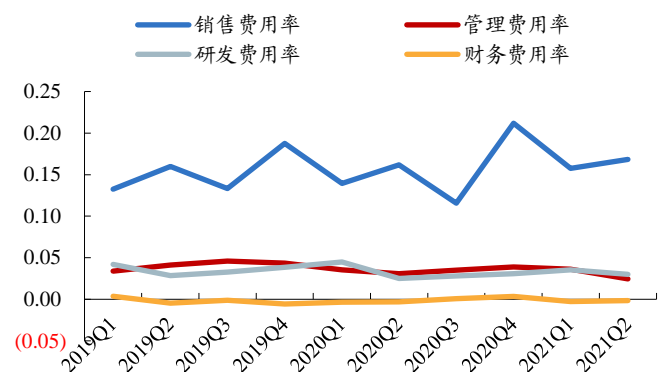
（2）2021H1 管理费用率为 3.01%，同比下降 0.25pcts。单季度来看，2021Q2 管理费用率为 2.45%，同比下降 0.64pcts。

（3）2021H1 研发费用率为 3.25%，同比上升 0.01pcts，考虑品牌专项研发补助后研发费用率为 4.52%。单季度来看，2021Q2 研发费用率为 3.01%，同比上升 0.51pcts。

（4）2021H1 财务费用率为-0.21%，同比上升 0.12pcts。单季度来看，2021Q2 财务费用率为-0.16%，同比上升 0.14pcts，主要系人民币汇率升值带来的汇兑损益所致，但整体来看受汇率波动影响较小，汇兑损益占营收比例为 0.13%。

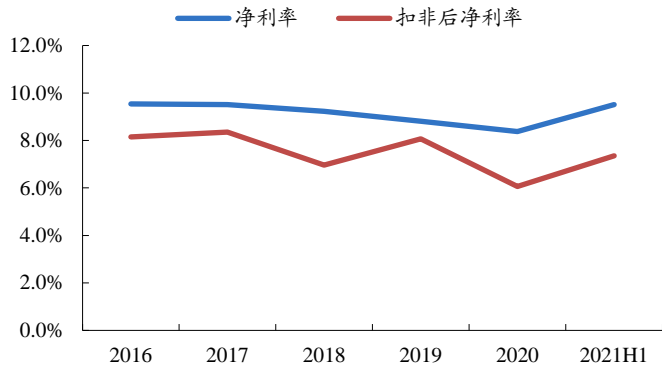
图3: 2021H1 各费用率维持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

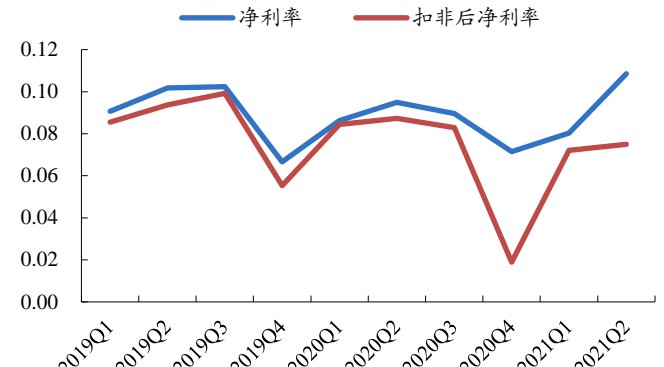
图4: 2021Q2 销售费用率稍有上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

2021H1 公司净利率 9.52%，同比增长 0.35pcts，扣非净利率为 7.36%，同比下降 1.27%，主要系低毛利境外业务占比提升所致。单季度来看，2021Q2 公司净利率为 10.85%，同比增长 1.37%，扣非后净利率为 7.49%，同比下降 1.24%。

图5：2021H1 政府补助致扣非净利率低于净利率水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021Q2 政府补助致扣非净利率低于净利率水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

■ 营运能力方面：规模扩张、锁材致应收及现金流表现短期承压。

存货：2021H1 公司存货 7.7 亿元 (+19.28%)，占总资产比例为 9.57%，同比下降 0.77pcts。存货周转天数 46.93 天，同比减少 3.81 天，存货营运表现良好。

应收账款：2021H1 公司应收账款 7.72 亿元 (+84.45%)，占总资产比例为 9.60%，同比增长 7.27pcts。应收账款周转天数 18.68 天，同比增加 6.36 天，主要系对 JS Gopal 应收账款的增加，尚未达到账期所致。我们认为此次应收账款增加系正常规模扩张所致。

经营性现金流：2021H1 公司经营性现金流净额为 -3.32 亿元，同比下降 163.10%，主要系为应对原材料上涨提前支付原材料款所致。我们认为随着产品生产销售，经营性现金流有望边际改善。

3、静待需求回暖带动内销边际改善，看好产品、渠道驱动业绩增长

3.1、产品端：外看需求修复，内看产品深化及结构升级

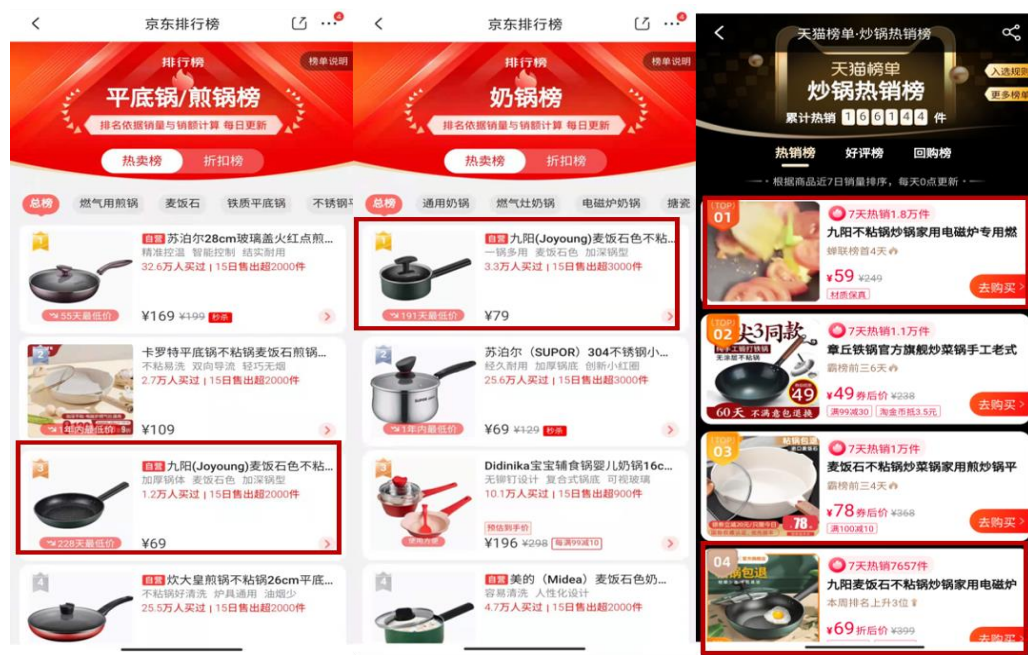
食品加工品类：2020 年受疫情推动作用显著，导致需求透支，看好需求修复下快速恢复增长。根据魔镜数据显示，2020H1 破壁机/豆浆机淘系销售额分别同比增长 85.77%/93.27%，叠加 2021 年疫情缓和外出频次增加，2021H1 需求回落导致公司破壁机、豆浆机、榨汁机等核心产品下滑明显。但仍可以看到公司产品的核心竞争优势依然显著，作为新兴品类的破壁机市占率提升，2021H1 公司破壁机淘系市占率为 36.39%，同比上升 5.66%，发展多年的豆浆机 2021H1 市占率略有下降但仍维持在 55% 以上。我们认为破壁机等仍处于消费者教育阶段，尚有产品升级空间，未来需求将逐步回暖，而拥有一定竞争优势的公司将快速恢复至增长态势。而豆浆机用户粘性较强，公司具备一定规模优势，成本还有降低空间。

饭煲品类：2020 年受疫情推动作用较小，看好产品结构优化下维持高增。根据魔镜数据显示，2020H1/2021H1 电饭煲淘系整体销售额分别同比增长 11.45%/12.46%，

行业需求稳定，公司聚焦主流刚需品类，实现高于行业的增速，2021H1 公司电饭煲淘系销售额同比增长 20.06%，市占率为 8.14% (+0.52pts)。我们认为随着公司持续深耕电饭煲品类，该品类将维持较高增速。

炊具品类：多元化布局成效显著，预计未来将为业绩提供有力支撑。2021H1 公司积极进行多元化布局，炊具系列产品表现优异，根据天猫/京东实时热销榜单，公司多款产品位列该品类前列，其中在京东奶锅榜及天猫炒锅榜重均位列第一。随着公司加大推广力度以及布局线下渠道，我们认为炊具品类有望借助公司强大的销售网络及运营经验实现较大突破。

图7：公司炊具品类位列京东/天猫热销榜单前列



资料来源：天猫、京东 APP、开源证券研究所

■ 推新情况：国内市场聚焦主流和刚需产品，海外市场 Joyoung 品牌初探

内销市场方面：(1) 持续深耕“不用手洗”系列，推出鸿蒙智联免洗破壁机 Y521；(2) 抓住净水和炊具两大增长品类，推出热小净、晶钻耐磨不粘锅；(3) 聚焦主流刚需产品推出智能炭钢釜电饭煲 F921；(4) 关联方 Shark 创新推出吸拖一体洗地机 V5 和蒸汽电动拖把 T21，8 月 30 日新上市自清洁洗地机 ED200，为公司中国研发团队设计。长期来看，我们认为公司与 SharkNinja 的协同效应将持续赋能 Shark 中国区发展，同时助力公司进入清洁小家电领域。

外销市场方面：亚马逊渠道初探，2021 年 5 月 Joyoung 布局美亚渠道，上市首款空气炸锅及榨汁机。长期来看依托于自身的供应链和产品优势，有望实现额外的业绩增量。

图8：国内市场聚焦主流产品推出多款新品



资料来源：公司微信公众号

图9：Joyoung 布局美国亚马逊渠道



资料来源：美国亚马逊

3.2、渠道端：传统电商与内容电商齐头并进，线上线下融合发展

线上渠道方面，2021H1 公司把握直播风口开设九阳抖音超品日直播间，618 期间进驻李佳琦直播间，传统电商与内容电商齐发力，打造行业最快最强直播矩阵。

线下渠道方面，2021H1 公司新开 Shopping Mall 高端门店 200 余家，一方面能够更快触达主力消费人群并提供优质售前、售后服务，另一方面能够全面展现品牌价值，提高线下体验的同时引流线上。长期来看随着 ASP 的提升，用户会更加注重产品体验，预计将为线下渠道提供增长契机。

图10：传统电商与内容电商齐头并进



资料来源：公司微信公众号

4、盈利预测与投资建议

公司受原材料价格上涨影响较小，但考虑到行业需求回落影响，我们调整盈利预测，2021-2023 年归母净利润为 10.00/11.48/13.05 亿元（2021-2023 原值为 10.25/11.52/12.99 亿元），对应 EPS 为 1.30/1.50/1.70 元，当前股价对应 PE 为

16.3/14.2/12.5 倍。长期来看，公司产品具备一定竞争优势，随着行业需求回暖以及公司产品/渠道端的持续发力，业绩有望快速恢复，维持“买入”评级。

5、风险提示

行业需求回暖不及预期、新品推广不及预期、原材料价格上涨等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5522	7300	8524	9995	10920
现金	1603	1961	4177	4729	5276
应收票据及应收账款	1442	2108	1879	2830	2527
其他应收款	24	169	48	208	83
预付账款	17	16	21	23	27
存货	1086	945	1803	1505	2318
其他流动资产	1349	2101	596	700	689
非流动资产	1946	1835	1336	1373	1468
长期投资	255	183	133	80	22
固定资产	681	646	698	802	870
无形资产	123	125	110	95	79
其他非流动资产	887	881	395	396	496
资产总计	7468	9135	9860	11368	12388
流动负债	3700	4800	5302	6273	6616
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2781	3673	3677	5004	4865
其他流动负债	919	1127	1625	1269	1752
非流动负债	17	53	53	53	53
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	53	53	53	53
负债合计	3717	4852	5354	6326	6669
少数股东权益	-2	-1	-10	-31	-56
股本	767	767	767	767	767
资本公积	887	934	934	934	934
留存收益	2066	2561	2821	3129	3507
归属母公司股东权益	3753	4284	4516	5074	5774
负债和股东权益	7468	9135	9860	11368	12388

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1253	2009	1149	1064	1143
净利润	806	916	991	1127	1280
折旧摊销	90	90	71	80	95
财务费用	-25	1	-54	-85	-93
投资损失	-60	-62	-86	-86	-74
营运资金变动	410	1159	247	52	-34
其他经营现金流	32	-95	-20	-25	-31
投资活动现金流	-365	-660	1781	-7	-85
资本支出	90	76	32	89	53
长期投资	122	20	50	58	58
其他投资现金流	-153	-565	1863	141	25
筹资活动现金流	-637	-780	-713	-506	-511
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	44	46	0	0	0
其他筹资现金流	-682	-827	-713	-506	-511
现金净增加额	253	553	2216	552	547

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9351	11224	12605	14887	16936
营业成本	6310	7626	8685	10257	11660
营业税金及附加	47	59	78	83	93
营业费用	1477	1868	2080	2456	2794
管理费用	389	398	378	491	550
研发费用	330	346	391	476	542
财务费用	-25	1	-54	-85	-93
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	46	37	0	0	0
公允价值变动收益	13	66	20	25	31
投资净收益	60	62	86	86	74
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	943	1066	1153	1318	1493
营业外收入	6	6	9	6	7
营业外支出	9	10	10	10	10
利润总额	940	1063	1152	1314	1490
所得税	134	147	162	187	210
净利润	806	916	991	1127	1280
少数股东损益	-18	-24	-9	-21	-24
归母净利润	824	940	1000	1148	1305
EBITDA	982	1094	1131	1261	1435
EPS(元)	1.07	1.23	1.30	1.50	1.70

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.5	20.0	12.3	18.1	13.8
营业利润(%)	7.3	13.1	8.2	14.3	13.3
归属于母公司净利润(%)	9.3	14.1	6.3	14.9	13.6
获利能力					
毛利率(%)	32.5	32.1	31.1	31.1	31.2
净利率(%)	8.8	8.4	7.9	7.7	7.7
ROE(%)	21.5	21.4	22.0	22.4	22.4
ROIC(%)	20.4	20.2	20.2	20.0	19.9
偿债能力					
资产负债率(%)	49.8	53.1	54.3	55.6	53.8
净负债比率(%)	-42.7	-45.8	-92.7	-93.8	-92.2
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	4.7	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.23	1.30	1.50	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	2.62	1.50	1.39	1.49
每股净资产(最新摊薄)	4.89	5.58	5.89	6.61	7.53
估值比率					
P/E	19.8	17.3	16.3	14.2	12.5
P/B	4.3	3.8	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	14.8	12.0	10.7	9.2	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn