



2021年11月30日

朱老六 (831726)：东北区域腐乳行业龙头

食品饮料

审慎推荐(首次)当前股价：14.49元

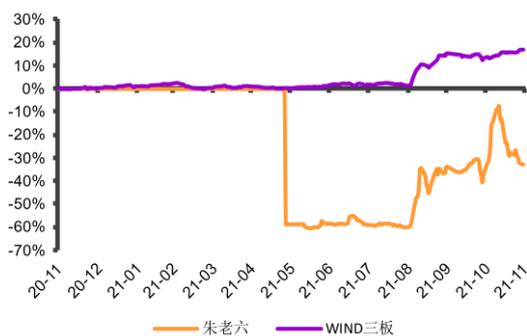
主要财务指标 (单位：百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	256	298	340	376
(+/-)	35.3%	16.2%	14.3%	10.6%
营业利润	66	74	87	99
(+/-)	100.9%	12.3%	18.2%	13.4%
归属母公	50	56	66	75
司净利润				
(+/-)	102.1%	12.3%	18.3%	13.4%
EPS (元)	0.64	0.55	0.64	0.73
市盈率	22.6	26.6	22.5	19.8

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	10218 / 2057
流通市值 (亿元)	3
每股净资产 (元)	4.12
资产负债率 (%)	14.9

股价表现 (最近一年)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

投资要点：

- **北交所首家调味品上市公司。**公司为农业产业化国家级重点龙头企业，主营业务系腐乳、酸菜和料酒等产品的研发、生产和销售。公司创始人团队自1991年起开发腐乳产品，并于1997年创立“朱老六”品牌，专研地道东北味，有着多年的专业经验和深厚的行业积淀，在行业内拥有良好的信誉和广泛的知名度，2019年腐乳产量规模达到国内腐乳细分行业前三名，为第一家在北交所上市交易的调味品企业。
- **产品升级转型致业绩波动较大。**2018-2021Q3，公司营业收入为2.10、1.89、2.56和2.00亿元，增长率分别为10.67%、-9.95%、35.28%和13.63%，净利润为0.40、0.25、0.50和0.44亿元，增长率分别为45.67%、-39.16%、102.08%和23.05%，整体波动较大，主要是2018年下半年以来新设备改造和调试过程影响了产品的产量以及2019年公司持续加强产品生产流程优化、自动化改造和调试致营业收入下降。
- **公司腐乳产品具有广阔的市场空间。**公司腐乳产品主要为红腐乳和青腐乳，产品咸鲜适口，根据《2017年度美食消费报告》，咸鲜口味位居菜品味道受欢迎程度的首位，占比23.30%。腐乳是火锅的重要基础蘸料之一，预计至2022年，火锅市场规模将达到7,077亿元。因而，火锅行业的快速发展将助推腐乳行业稳步增长。随着新一代消费者的逐渐成长，火锅和东北菜系渗透率持续提高，公司腐乳产品具有广阔的市场空间。
- **盈利预测与投资评级。**我们预测公司2021-2023年实现归属于上市公司股东净利润分别为0.56、0.66和0.75亿元，对应EPS分别为0.55、0.64和0.73元，当前股价对应PE分别为26.6、22.5和19.8倍，首次覆盖，给予“审慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**食品安全控制风险；价格波动风险；经销商管理风险等。

目录

1. 公司介绍	4
1.1 公司概况	4
1.2 主营业务构成	5
1.3 财务状况分析	6
2. 我国调味品行业发展趋势	7
2.1 行业稳步增长，升级趋势明显	8
2.2 餐饮业快速发展成为打开调味品行业空间的重要推手	8
2.3 监管政策引导行业健康有序发展，集中度提升	9
3. 公司核心竞争优势	10
3.1 腐乳产品具有广阔的市场空间	10
3.2 研发实力雄厚	11
3.3 拓展省外市场完善营销网络	12
3.4 募投项目提高产能规模	13
4. 盈利预测与投资评级	14
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司部分主要产品	5
图表 4: 近年来公司营业收入构成 (%)	6
图表 5: 近年来公司营业收入/净利润及增长情况 (亿元, %)	6
图表 6: 近年来公司盈利能力分析 (%)	7
图表 7: 近年来公司负债情况 (亿元, %)	7
图表 8: 餐饮行业不同消费群体的购买特征	9
图表 9: 近年来国家相关产业政策	10
图表 10: 2013-2020E 年我国火锅行业市场规模 (亿元, %)	11
图表 11: 公司核心技术	12
图表 12: 公司营业收入占比 (按地区, %)	13
图表 13: 公司募投项目 (万元)	13
图表 14: 公司盈利预测	15

1. 公司介绍

1.1 公司概况

公司为农业产业化国家级重点龙头企业，主营业务系腐乳、酸菜和料酒等产品的研发、生产和销售。公司创始人团队自 1991 年起开发腐乳产品，并于 1997 年创立“朱老六”品牌，专研地道东北味，有着多年的专业经验和深厚的行业积淀，在行业内拥有良好的信誉和广泛的知名度，2019 年腐乳产量规模可达到国内腐乳细分行业前三名。

公司被评为“农业产业化国家级重点龙头企业”、“农业产业化省级重点龙头企业”、“吉林省农产品加工业百强企业”和吉林省“放心调味品生产企业”，并获得“长春市名牌农产品”等荣誉称号；“朱老六”牌腐乳被评为“第十二届中国长春国际农业·食品博览（交易）会金奖农产品”、“2013 年长春名特优农产品”。

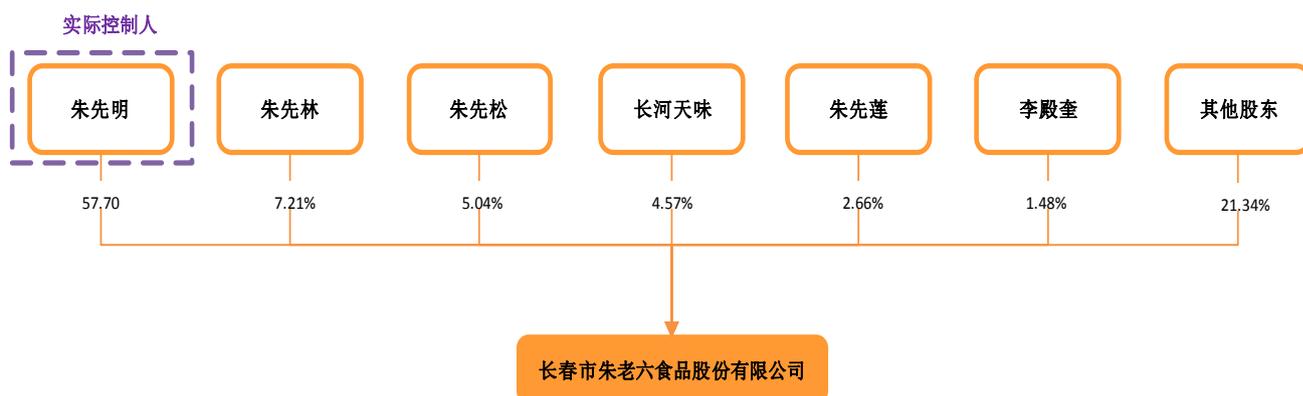
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华鑫证券研发部

公司前十大股东合计持股 82.26%，其中朱先明持股 57.70%，为公司控股股东、实际控制人。朱先明与朱先松、朱先林、朱先莲、李殿奎彼此存在亲属关系，五人为公司的一致行动人，合计持股 74.09%，公司股权结构集中。

图表 2：公司股权结构



资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

1.2 主营业务构成

公司主要通过研发、生产与销售腐乳、酸菜和料酒等产品以获取利润。

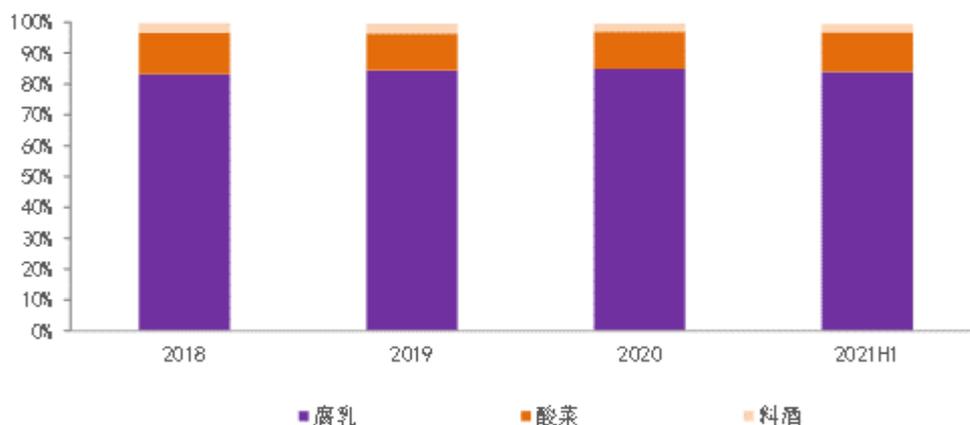
图表 3：公司部分主要产品

序号	品名	规格（瓶/袋）	部分产品列示
1	红腐乳	350g、620g、650g、800g、800g 精制、1.1kg、2.2kg、5kg	 (350g 红) (800g 红) (800g 精制红)
2	青腐乳	350g、800g、800g 精制、1.1kg、2.2kg	 (350g 青) (800g 青) (800g 精制青)
3	酸菜	500g、750g	 (500g) (750g)
4	料酒	500ml	

资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

腐乳产品主要为红腐乳和青腐乳，2018-2021H1 腐乳产品销售收入占公司主营业务收入的比例分别为 83.38%、84.90%、85.24%和 83.91%，是公司营业收入和利润的主要来源；酸菜产品销售占比分别为 13.38%、11.85%、12.15%和 12.88%；料酒产品销售占比分别为 3.24%、3.25%、2.61%和 2.59%。

图表 4：近年来公司营业收入构成（%）

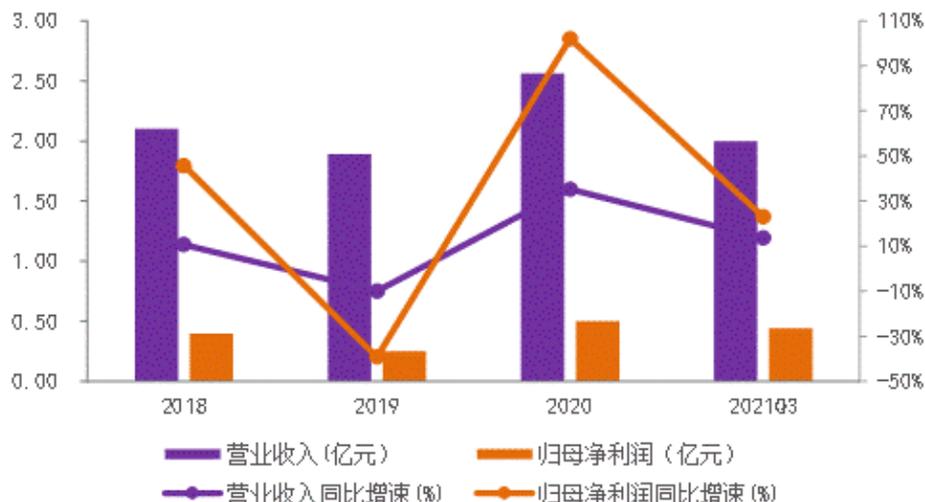


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.3 财务状况分析

2018-2021Q3，公司营业收入为 2.10、1.89、2.56 和 2.00 亿元，增长率分别为 10.67%、-9.95%、35.28%和 13.63%，净利润为 0.40、0.25、0.50 和 0.44 亿元，增长率分别为 45.67%、-39.16%、102.08%和 23.05%，整体波动较大，主要是 2018 年下半年以来新设备改造和调试过程影响了产品的产量，2019 年公司持续加强产品生产流程优化、自动化改造和调试致营业收入下降。

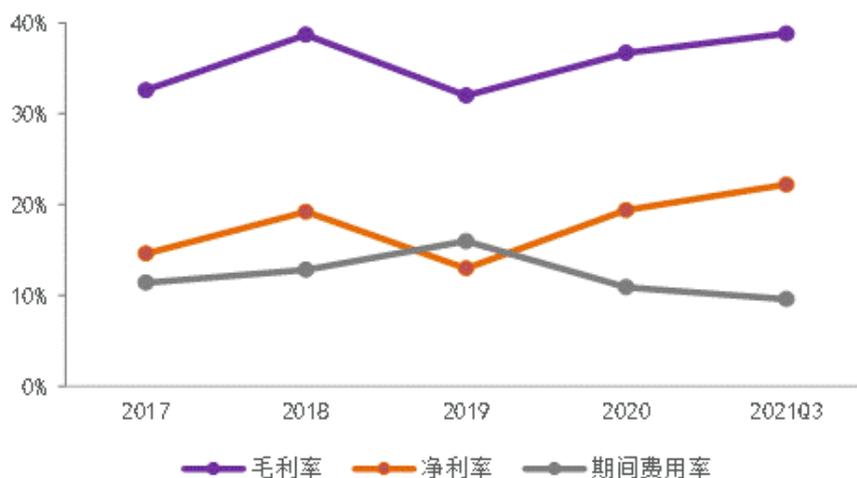
图表 5：近年来公司营业收入/净利润及增长情况（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2018-2021 上半年, 公司综合毛利率分别为 38.69%、32.00%、36.70%和 38.83%, 腐乳产品的毛利率为 41.77%、32.00%、36.70%和 40.10%。公司腐乳产品毛利占总毛利的比例分别达到 89.76%、95.06%、87.08%和 83.03%, 是公司利润的主要来源。

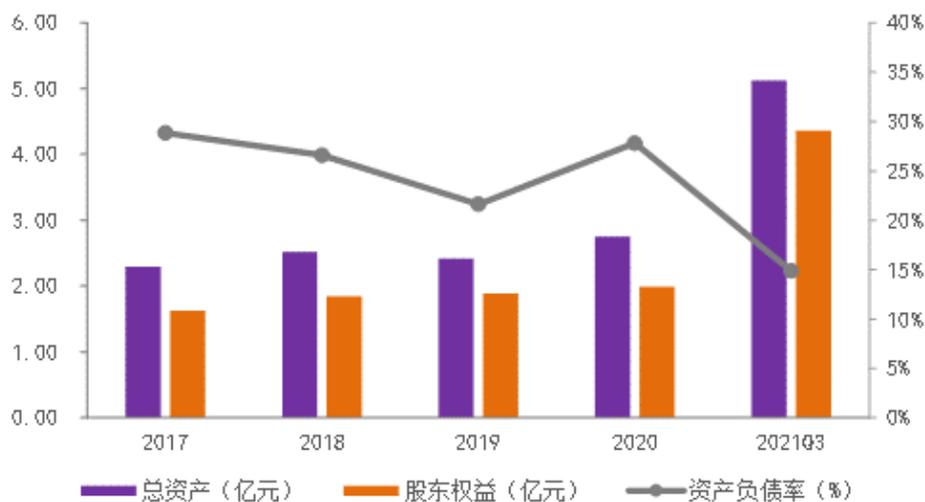
图表 6: 近年来公司盈利能力分析 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2021Q3 公司销售净利率和 ROE 分别为 22.18%和 13.98%, 总体来看, 公司盈利能力较强; 总资产为 5.12 亿元, 资产负债率为 14.88%, 资产负债率维持在较低水平。

图表 7: 近年来公司负债情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 我国调味品行业发展趋势

调味品是指能在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用的, 用于调和滋味和气味并具

有去腥、除膻、解腻、增香、增鲜等作用的产品，可分为食用盐、食糖、酱油、食醋、味精、芝麻油、酱类、豆豉、腐乳、鱼露、蚝油、虾油、橄榄油、调味料酒、香辛料和香辛料调味品、复合调味料及火锅调料等 17 大类。

2.1 行业稳步增长，升级趋势明显

近年来，随着我国居民人均可支配收入稳步增长、生活水平日益提升、餐饮业和食品加工业的快速发展，我国调味品行业发展迅速，调味品消费量、频次和消费金额上有望获得持续提升空间。2012-2018 年，我国调味品、发酵制品制造行业销售收入年均复合增长率为 8.53%，由 2012 年的 2,097.50 亿元增长至 2018 年的 3,427.20 亿元，2019 年预计将超过 3,700 亿元；人均调味品支出由 2013 年的 9 美元增至 2019 年的 14 美元，年均复合增长率 7.64%，2023 年有望达到 20 美元。

随着人们物质生活水平的提升，生活节奏的加快，消费者对调味品方便化、健康化会有更大的需求，这必将驱动调味品行业产品升级。调味品的升级不仅体现在包装多样化、便捷化等方面，更主要体现在保留传统工艺的基础上引进现代化、标准化的生产体系，建立起新的生产质量标准。

2.2 餐饮业快速发展成为打开调味品行业空间的重要推手

我国经济稳定发展，城镇化率显著提升、居民可支配收入继续上涨、生活节奏加快、人口结构变迁等因素带来居民饮食习惯的改变，外出就餐和外卖频率显著增加，餐饮行业处于快速发展阶段。2013 年我国餐饮业收入 2.53 万亿元，到 2019 年已增长至 4.67 万亿元，2014-2019 年复合增长率达到 10.89%。由于年轻一代的消费观念，以及长期在外求学形成的就餐习惯、懒人经济、就业环境等多种因素，年轻一代在就餐上会更加依赖于外部餐饮。根据《中国餐饮报告 2019》显示，2018 年餐饮消费者中 90 后人数占比 51.4%，远高于其占总人口 17% 的比例。未来几年，我国餐饮业的消费主力人群将逐步转移至 80-90 后，这将进一步刺激餐饮市场的需求。

调味品行业下游渠道主要有餐饮、家庭和食品加工业三个渠道，餐饮行业是调味品消费的主力，对于调味品的人均使用量远大于家庭消费。据统计，在外用餐的人均调味品摄入量约为家庭烹饪的 1.6 倍，且为追求味道的稳定，餐饮业对调味品的品牌粘性更高。2007 年三个渠道比例为 4:3:3，随着外卖、团餐等新型餐饮业态的诞生，餐饮渠道比例不断提高，根据调味品协会 2020 年 2 月最新数据，调味品的餐饮渠道占

比已提高至 50%，家庭和工业渠道比例则为 30%、20%。餐饮业的快速增长已成为打开调味品行业空间的重要推手。

图表 8：餐饮行业不同消费群体的购买特征

消费群体	餐饮消费	家庭消费	食品加工制造
消费特点	专业厨师使用，对质量要求高，要求品质和口味长期稳定，粘性强	关注品牌、品质和价格，易受品牌宣传和促销等影响，做饭频率高者粘性强	关注产品成本和质量，偏向于基础调味料
使用特征	消耗量大、用量稳定、消费频率高，对专业化、功能化的调味料有更多需求，易守难攻	消耗量小、注重味觉体验和产品健康、竞争相对激烈，新老产品更新升级较快，易攻难守	用量大，产品要求相对简单，易守难攻
主要渠道	以农贸批发市场为主，以商超、电商等为辅	以商超、便利店等现代流通渠道为主，以电商、传统流通渠道为辅	厂家或经销商直供等
价格敏感度	具有一定的价格敏感度，随着餐饮等级提升而降低	占家庭食品开支比重较低，价格敏感度相对较低	一般长期合作，价格敏感度高

资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

2.3 监管政策引导行业健康有序发展，集中度提升

调味品行业与民生息息相关，且其上游行业为农业产业，近年来，我国陆续出台了一系列产业政策，促进调味品行业做大做强，持续密集出台的多方位、多层次的产业扶持政策为调味品行业的快速、稳健发展提供了良好的政策保障。随着政府的有效引导，行业将健康有序发展，将为规范化生产企业带来良好的发展机遇。

目前，调味品行业品类较多，整体市场集中度较低，多数细分品类仍是以区域品牌为主。2018 年我国调味品行业 CR5 仅为 20.08%，许多细分品类甚至尚未形成龙头。据 Euromonitor（欧睿）统计，2011-2017 年料酒市场规模的复合增速为 13%，2017 年中国料酒的行业产量约为 290 万吨，市场静态规模约 70-80 亿元。据中国产业信息网数据，2019 年料酒行业市场规模 120 亿左右。

随着消费者对食品安全日益重视以及国家对环保监管力度的不断加大，部分规模较小、经营不规范的企业将逐渐被淘汰，优势企业发展将更加迅速，行业整合进一步加速，市场集中度不断提高，企业规模化经营将成为行业发展的必然趋势，有利于规范市场竞争秩序，维护行业形象，保障食品安全，同时也有利于规模企业有效降低固定成本和管理成本，加大在食品安全、品牌、研发、营销等方面的投入力度，进一步提高企业经营效益。

图表 9：近年来国家相关产业政策

序号	名称	颁布单位	发布时间	主要内容
1	《中共中央国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见》	国务院	2019年5月	到2035年，基本实现食品安全领域国家治理体系和治理能力现代化。食品安全标准水平进入世界前列，产地环境污染得到有效治理，生产经营者责任意识、诚信意识和食品质量安全管理水平明显提高
2	《大豆振兴计划实施方案》	农业农村部办公厅	2019年3月	统筹安排东北地区玉米大豆生产者补贴，按照总量稳定、结构优化的原则，充分考虑平衡玉米大豆种植收益，合理确定玉米大豆具体补贴标准，充分调动农民种植大豆积极性。及早发布玉米大豆生产者补贴政策，释放政策信号，便于农民合理安排生产
3	《“十三五”国家食品安全规划》	国务院	2017年2月	推动各地加快食品生产加工小作坊和食品摊贩管理等地方性法规规章制修订
4	《关于促进食品工业健康发展的指导意见》	国家发改委、工信部	2017年1月	积极推进传统主食及中式菜肴工业化、规模化生产，深入发掘地方特色食品和中华传统食品
5	《关于进一步促进农产品加工业发展的意见》	国务院	2016年12月	根据全国农业现代化规划和优势特色农产品产业带、粮食生产功能区、重要农产品生产保护区分布，合理布局原料基地和农产品加工业，形成生产与加工、科研与产业、企业与农户相衔接配套的上下游产业格局，促进农产品加工转化、增值增效
6	《全国农产品加工业与农村一二三产业融合发展》	农业部	2016年11月	农产品加工业快速发展，成为了产业融合的重要力量。产业加速集聚，初步形成了东北地区和长江流域水稻加工、黄淮海地区优质专用小麦加工、东北地区玉米和大豆加工、长江流域优质油菜籽加工、中原地区牛羊肉加工、西北和环渤海地区苹果加工、沿海和长江流域水产品加工等产业聚集区
7	《中国食物与营养发展纲要》	国务院	2014年1月	充分发挥我国传统大豆资源优势，加强大豆种质资源研究和新品种培育，扶持国内大豆产业发展，强化大豆生产与精深加工的科学研究，实施传统大豆制品的工艺改造，开发新型大豆食品，推进大豆制品规模化生产
8	《关于加快转变东北地区农业发展方式建设现代农业指导意见的通知》	国务院	2010年11月	培育壮大农业产业化龙头企业。着力培育一批市场开拓能力强、经营规模大、辐射面广的大型龙头企业，支持企业加大科研开发和技术改造力度，打造知名品牌。鼓励龙头企业通过定向投入、委托生产、保护价收购、入股分红和利润返还等多种形式，与上下游建立稳定的利益联结机制。支持龙头企业大力发展无公害农产品、绿色食品和有机食品，建立产品质量追溯机制，推行标准化生产

资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

3. 公司核心竞争优势

3.1 腐乳产品具有广阔的市场空间

腐乳是火锅的重要基础蘸料之一。火锅在我国有着悠久的历史，是大众喜闻乐见的餐饮形式，以口味的丰度和广度奠定了其第一大餐饮品类的地位，根据 36 氪研究

显示，2013年至2018年，我国火锅行业市场规模从2,813亿元增长至4,814亿元，年均复合增长率11.34%，预计至2022年，火锅市场规模将达到7,077亿元；根据光大证券研究所数据，2019年火锅行业市场规模5,304亿元，2013-2019年年复合增速11.15%，火锅行业的快速发展将助推腐乳行业稳步增长。

图表 10：2013-2020E 年我国火锅行业市场规模（亿元，%）



资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

按地方风味分类，公司腐乳产品属于东北风味调味料，而作为东北风味调味料载体的东北菜，在各菜品统计的口径中均占有一席之地。根据百度地图统计，东北菜为2017年热卖菜系第五名；根据美团点评统计，东北菜为2017年热卖菜系第三名。

与此同时，第一财经商业数据中心研究显示，随着新一代消费者的逐渐成长，他们对各地口味的接受度越来越高，口味多元化表现更加明显，以东北菜为代表的北方菜系在南方已大范围渗透。因而，随着东北菜系在南方市场的渗透率提高，公司腐乳产品具有广阔的市场空间。

3.2 研发实力雄厚

公司实行以自主研发为主、委外研发为辅的研发模式，此种研发模式有利于借助外部资源，实现产、学、研相结合。经过长期的实验研究、生产实践，公司开发出多项核心技术，截至2020年底，公司已取得11项专利技术，其中包括2项发明专利、7项实用新型专利和2项外观专利，并与吉林大学、吉林农业大学等高校建立了良好的研发合作关系。

目前，公司腐乳产品种类为红腐乳和青腐乳，为满足不同地区消费者的口味差异

及新一代消费者需求，公司正在研发多种口味及包装形态的腐乳产品，如麻辣腐乳、低盐白腐乳、独粒装腐乳等，以增强公司腐乳产品在不同地区及年轻消费人群的拓展能力。

图表 11：公司核心技术

技术名称	技术来源	对应专利或非专有技术
菌种培育技术	自主研发	非专利技术
接菌方式	自主研发	非专利技术
一种腐乳的制备方法及其制品	自主研发	发明专利
腐乳腌制过程中的串水设备	自主研发	实用新型专利
酸菜冷杀菌罐	自主研发	实用新型专利
恒温密封发酵罐	自主研发	实用新型专利
一种改善酸菜品质的腌制方法	自主研发	发明专利
大豆除石筛选清洗设备	自主研发	实用新型专利
腐乳霉菌生长专用盒	自主研发	实用新型专利
豆浆烧制缓冲装置	自主研发	实用新型专利
腐乳白坯修坯机	自主研发	实用新型专利
食品包装袋（东北酸菜）	自主研发	外观专利
腐乳瓶	自主研发	外观专利

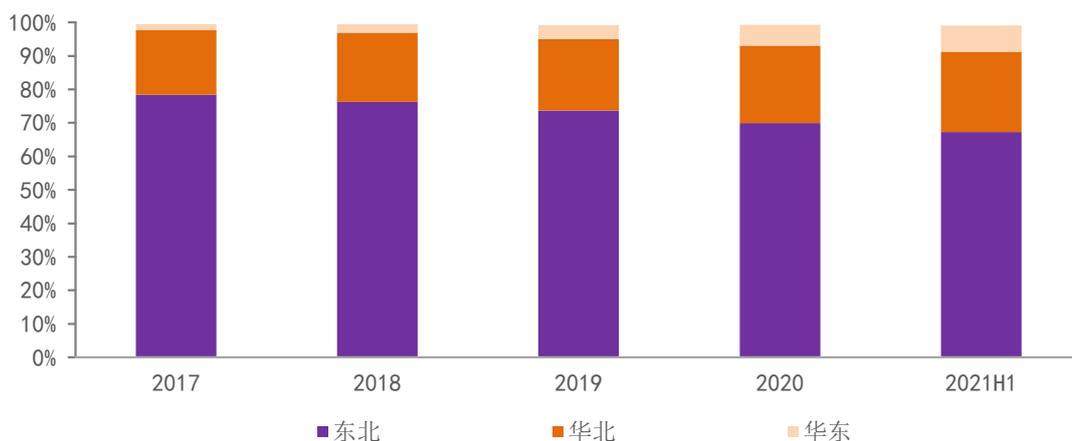
资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

3.3 拓展省外市场完善营销网络

公司采取经销为主的销售模式，主要依靠经销商庞大的经销网络完成终端客户的拓展及既有终端客户的维护，通过设定销售目标达成返利、品牌推广返利等返利政策激励经销商进行市场开拓。

经过近二十年的市场培育，公司在东北地区已基本建成覆盖全部市县并可辐射乡镇、村屯的经销商网络。在东北地区，公司不断加强空白地区市场开拓及渠道下沉，构建庞大且快捷的经销网络，东北地区经销商已超 130 家；在东北三省以外其他地区，公司大力拓展华北和华东市场，2021H1 华北和华东地区营业收入占比分别为 24%和 7.85%，同比增 1.48pct 和 1.10pct。

图表 12: 公司营业收入占比 (按地区, %)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

3.4 募投项目提高产能规模

募集资金主要用于生产基地扩能建设项目、营销服务及信息化综合配套建设项目和研发中心升级建设项目。2018-2020 年, 公司腐乳和料酒产品的平均产能利用率分别为 90.53% 和 73.74%, 已接近饱和, 生产基地扩能建设项目拟新建高标准、智能化的腐乳和料酒产品生产设施, 项目达产后年预计新增腐乳产品产量 15,000 吨、料酒产品产量 1,500 吨, 为下一步战略布局储备充裕产能; 营销服务及信息化综合配套建设项目着力强化公司的业务扩展和品牌建设能力, 构建线上线下联动营销架构, 并全面提升公司信息化管理水平, 增强公司综合竞争力; 研发中心升级建设项目围绕纵向产品品质、包装和口味提升, 并同步增聘高水平科研人员, 完善研发架构, 形成统一协调、高效运作的研发管理体系。

图表 13: 公司募投项目 (万元)

序号	项目名称	项目投资总额
1	生产基地扩能建设项目	12,531.18
2	营销服务及信息化综合配套建设项目	5,336.55
3	研发中心升级建设项目	2,758.44
	合计	20,626.17

资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研发部

4. 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2021-2023 年实现归属于上市公司股东净利润分别为 0.56、0.66 和 0.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.55、0.64 和 0.73 元，当前股价对应 PE 分别为 26.6、22.5 和 19.8 倍，首次覆盖，给予“审慎推荐”的投资评级。

5. 风险提示

经济景气度下行、原材料价格波动、食品安全风险等。



图表 14: 公司盈利预测

资产负债表(百万+B35:M)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	256	298	340	376
货币资金	25	253	283	320	营业成本	162	191	217	238
应收款	3	3	6	5	营业税金及附加	3	4	4	4
存货	103	117	137	155	销售费用	11	12	13	14
其他流动资产	2	2	2	2	管理费用	16	16	18	19
流动资产合计	133	375	428	481	财务费用	-1	-1	-2	-2
非流动资产:					研发费用	2	3	3	4
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	28	30	33	35
固定资产+在建工程	109	113	117	120	资产减值损失	-1	0	0	0
无形资产+商誉	24	27	29	32	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	9	10	11	12	投资收益	0	0	0	0
非流动资产合计	142	150	157	165	营业利润	66	74	87	99
资产总计	275	524	585	646	加: 营业外收入	0	0	0	0
流动负债:					减: 营业外支出	0	0	0	0
短期借款	30	32	33	35	利润总额	66	74	87	99
应付账款、票据	14	16	25	26	所得税费用	16	18	21	24
其他流动负债	25	27	30	33	净利润	50	56	66	75
流动负债合计	69	75	88	94	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债:					归母净利润	50	56	66	75
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	8	8	8	9					
非流动负债合计	8	8	8	9					
负债合计	76	83	96	103					
所有者权益									
股本	78	102	102	102					
资本公积金	39	217	217	217					
未分配利润	66	101	142	188					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	199	441	489	543					
负债和所有者权益	275	524	585	646					
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	50	56	66	75	成长性				
折旧与摊销	14	11	12	13	营业收入增长率	35.3%	16.2%	14.3%	10.6%
财务费用	1	-1	-2	-2	营业利润增长率	100.9%	12.3%	18.2%	13.4%
存货的减少	-20	-14	-21	-18	归母净利润增长率	102.1%	12.3%	18.3%	13.4%
营运资本变化	-6	2	6	3	总资产增长率	13.9%	90.6%	11.6%	10.4%
其他非现金部分	0	-1	-1	-1	盈利能力				
经营活动现金净流量	39	53	61	70	毛利率	36.7%	35.9%	36.3%	36.7%
投资活动现金净流量	-14	-15	-15	-16	营业利润率	25.7%	24.9%	25.7%	26.4%
筹资活动现金净流量	-11	189	-15	-18	三项费用/营收	10.9%	10.0%	9.6%	9.4%
现金流量净额	14	228	30	36	EBIT/销售收入	25.9%	25.0%	25.9%	26.6%
					净利润率	19.4%	18.7%	19.4%	19.9%
					ROE	25.0%	12.6%	13.5%	13.8%
					营运能力				
					总资产周转率	93.1%	56.8%	58.2%	58.3%
					资产结构				
					资产负债率	27.8%	15.8%	16.4%	16.0%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.80	0.95	0.93	0.94
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.64	0.55	0.64	0.73
					每股净资产	2.56	4.32	4.79	5.31

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>