

老板电器 (002508.SZ) 增持 (首次评级)

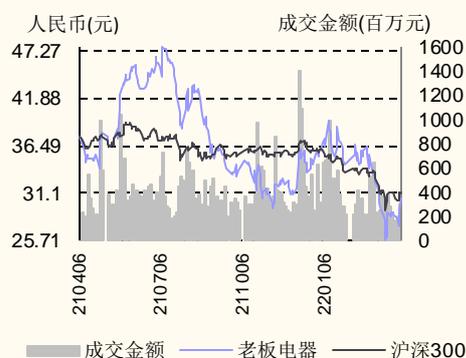
公司研究

市场价格 (人民币): 30.50 元

目标价格 (人民币): 34.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.49
已上市流通 A 股(亿股)	9.35
总市值(亿元)	289.45
年内股价最高最低(元)	47.70/25.71
沪深 300 指数	4276
深证成指	12228



强化龙头地位，新品类逐渐走出第二增长曲线

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,761	8,129	10,148	11,925	14,007
营业收入增长率	4.52%	4.74%	24.84%	17.51%	17.46%
归母净利润(百万元)	1,590	1,661	1,334	2,164	2,616
归母净利润增长率	7.89%	4.46%	-19.66%	62.16%	20.92%
摊薄每股收益(元)	1.675	1.750	1.406	2.280	2.757
每股经营性现金流净额	1.63	1.53	1.73	2.72	2.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.16%	20.63%	15.07%	20.66%	20.82%
P/E	20.18	23.30	21.70	13.38	11.06
P/B	4.67	4.81	3.27	2.76	2.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高端品牌力与精细渠道为公司发展基石:** 公司持续进行高端品牌力建设, 销售费用率维持 25% 以上水平, 坚持高端厨电定位, 品牌力突出。同时, 公司不断多元化渠道结构, 为公司持续注入新活力, 目前已扩展到包括线下零售渠道、电商渠道、工程渠道和创新渠道等在内的多元化渠道结构体系。渠道广泛且管理精细, 为公司发展奠定坚实基础;
- **烟灶为基石, 新品类增长可期:** 公司优势品类烟灶份额保持领先, 2021 年线下销售额份额分别为 30.6%/29.3%。并先后把握市场需求, 发力高增长新品类, 洗碗机主打中式特色, 21H1 公司洗碗机实现营收 1.7 亿元, 同比 +148%, 营收占比 4%, 同比提升 2pct; 22 年即将主品牌发力集成灶品类, 有望再助力营收增长。
- **减值风险释放, 轻装上阵:** 根据业绩快报, 2021Q4 公司归母净利润为 -0.1 亿元。Q4 业绩亏损, 主要由于计提坏账准备影响。公司预计 2021 Q4 计提合计约 7.1 亿元, 其中, 恒大集团及其成员企业约 6.3 亿元, 其他客户约 8000 万元。至此, 与恒大集团相关的坏账已全部计提完毕, 减值风险已释放。在工程渠道的后续发展中, 公司亦将主动调整客户结构, 更多寻求与国有地产企业、中小地产商合作, 降低大客户依赖带来的经营风险, 同时推动毛利率提升。客户结构的调整将助力公司工程渠道良性发展。

投资建议&盈利预测

- 公司已发布 2021 年业绩快报, 实现收入 101.5 亿元, 同比 +24.8%, 实现归母净利润 13.3 亿元, 同比 -19.7%; 2021 年公司收入首次突破百亿规模, 龙头地位稳固。我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 101.5、119.2、140.1 亿元, 同比分别增长 24.8%、17.5%、17.5%, 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 13.4、21.6、26.2 亿元, 同比分别 -19.7%、+62.2%、+20.9%。当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 22x、13x、11x。我们选取华帝股份以及集成灶企业作为可比公司, 2022 年可比公司 PE 中位数为 9 倍, 给予公司 2022 年 15 倍估值, 对应目标价 34.20 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险

- 地产增速放缓风险; 原材料价格上涨风险; 新品类扩张不及预期风险。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人
dengying@gjzq.com.cn

内容目录

1、基本情况：深耕厨电，把握品类扩张机遇	3
2、亮点：渠道扎实、产品走出第二增长曲线	4
2.1 高端品牌力建设&渠道广而扎实	4
2.2 烟灶为基石，新品类增长可期	5
3、减值风险释放	7
4、盈利预测及投资建议	8
5、风险提示	9

图表目录

图表 1：老板电器历年营收及增速	3
图表 2：老板电器历年利润及增速	3
图表 3：老板电器各品类收入占比	4
图表 4：厨电公司销售费用率对比	4
图表 5：老板电器广告宣传推广费（亿元）	4
图表 6：老板电器历年油烟机收入及增速	5
图表 7：老板电器油烟机销售额市场份额	5
图表 8：老板电器历年燃气灶收入及增速	6
图表 9：老板电器历年洗碗机收入及增速	6
图表 10：老板新品洗消一体机	7
图表 11：老板会洗锅的洗碗机	7
图表 12：盈利预测拆分	8
图表 13：可比公司估值表	9

1、基本情况：深耕厨电，把握品类扩张机遇

公司作为厨电行业龙头，深耕厨电行业，前期聚焦于烟灶品类，受益于房地产市场的高景气度与厨电保有量提升，公司油烟机、燃气灶零售规模、市占率不断提高；老板在厨电行业经历十几年发展后，随着传统烟灶保有量提升，行业增长相对放缓，为寻求持续增长，公司积极拓展新品类；公司目前已形成以“烟灶消”为主导，其他品类共同发力的业务格局。2021年，公司凭借优秀的经营管理能力及渠道根基、把握品类扩张机遇，重回中高速增长。

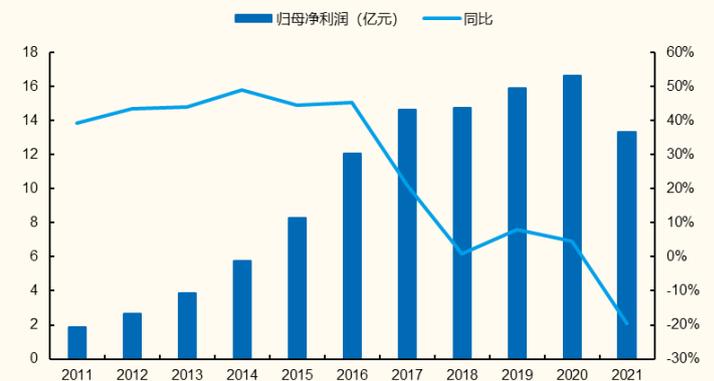
根据业绩快报，公司2021年实现收入101.5亿元，同比+24.8%，实现归母净利润13.3亿元，同比-19.7%；对应2021Q4单季度实现收入30.8亿元，同比+23.0%，归母净利润-0.1亿元。2021年公司收入首次突破百亿规模，龙头地位稳固。受7.1亿元的工程坏账减值影响，Q4业绩亏损，2021年归母净利润同比下降。

图表 1：老板电器历年营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：老板电器历年利润及增速

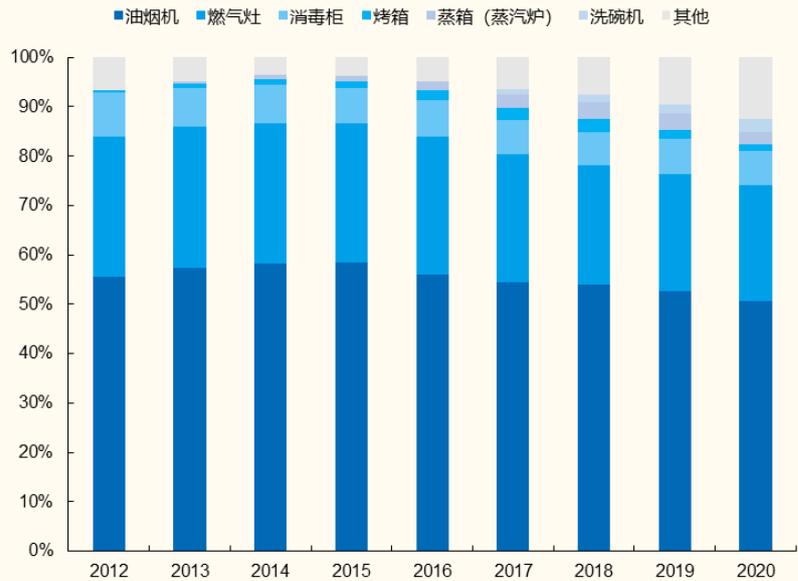


来源：公司公告，国金证券研究所

烟灶消作为公司主要产品，2020年营收占比达81.02%。公司在烟灶领域龙头地位稳固，根据奥维数据，2020年老板油烟机和燃气灶线下销售额份额分别为28.30%/25.80%，稳居市场第一。同时，公司精准把握消费需求变化，适时推出新品类，为公司增长提供更多元化的动力支撑。

目前公司产品主要涵盖三大品类群：第一品类群——以烟机为代表的烟灶消产品群（油烟机、燃气灶、消毒柜）、第二品类群——以蒸箱一体机为代表的电气化烹饪产品群（蒸烤一体机、蒸箱、烤箱）和第三品类群——以洗碗机为代表的水厨电产品群（洗碗机、净水器、热水器）。第一品类群烟灶消保障公司稳定发展；第二、三品类群营收占比持续提升，为公司构建起第二增长曲线。

图表 3: 老板电器各品类收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

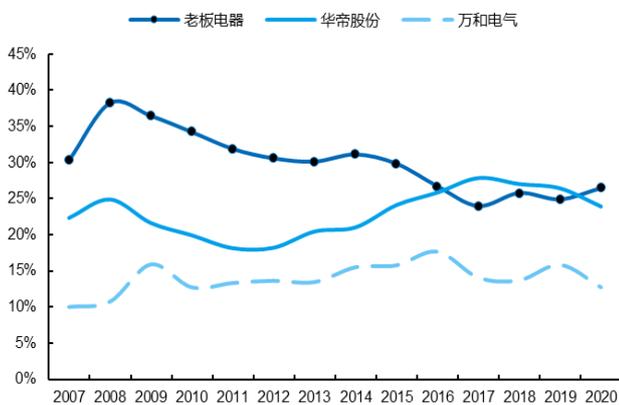
2、亮点: 渠道扎实、产品走出第二增长曲线

2.1 高端品牌力建设&渠道广而扎实

公司在品牌力的塑造上具有先发制人的优势。公司从发展初期, 就开始大力投入品牌建设、抢占先发优势, 广为人知的品牌知名度和经久不衰的高端定位是其品牌力的核心, 这种品牌力为公司此后发展奠定了坚实的基础, 可谓是高速增长的助推器。

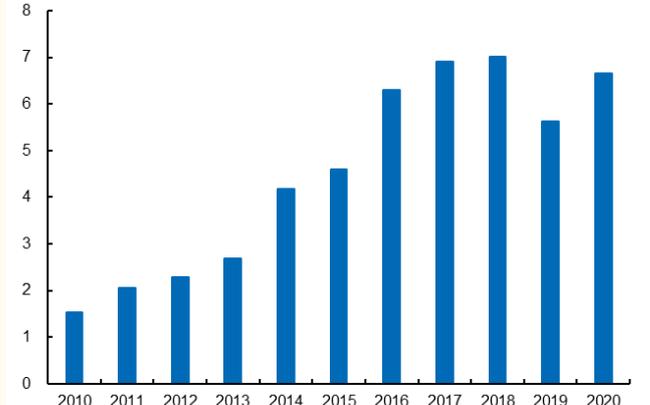
良好品牌力的塑造离不开有效的广告宣传, 公司一直在广告宣传上大力投入。从销售费用来看, 公司前期销售费用率明显高于行业内可比公司, 并一直维持在较高水平。公司在前期通过较大的营销投入, 结合多元且有效的营销方式, 不断深化消费者对老板品牌的认知, 目前已在消费者心中建立了品牌高端、产品实用的形象, 形成了优秀的品牌力, 有助于公司在行业竞争环境的起伏中一直处于领先地位。后续随着品牌效应的形成, 可以不再需要大力投入营销费用, 但此时公司优秀品牌力这一核心竞争力已经建立, 对后续竞争者形成一定品牌壁垒。

图表 4: 厨电公司销售费用率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 老板电器广告宣传推广费 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司善于抓住每一轮渠道变革红利, 不断多元化渠道结构, 为公司持续注入新活力; 从最开始的单一 KA 渠道, 扩展到目前包括线下零售渠道、电商渠

道、工程渠道和创新渠道等在内的多元化渠道结构体系。目前公司已成为行业内终端渠道构成最完整、各终端渠道销售比例最优的企业之一。多渠道融合发展，显示出了积极的协同效应。

当前，线下渠道仍为公司的主要销售渠道，2021年零售+创新渠道销售收入占比40%左右。线下零售渠道是公司多年来稳定发展的重要支撑。公司多年来积极改革和完善线下渠道布局，打造独特的代理商模式，渠道广而精细。

电商渠道率先布局，2021年电商渠道销售收入占比30%左右。老板于2008年积极布局电商渠道，充分享受电商红利，通过较高的品牌定位，精准把握消费者需求，并不断开发差异化产品努力提升线上均价，使得线上渠道为公司增长提供源源不断的动力。线上渠道的发展能够有效提升公司盈利能力，同时帮助公司建立更年轻的品牌形象。

工程渠道的前瞻性布局，帮助公司在精装修时代来临时能够顺利搭乘渠道红利。2017年以来，精装修市场快速发展，工程渠道成为公司收入重要补充。而随着地产公司出现违约风险，公司主动控制工程渠道收入，占比已降至20%左右，并降低客户集中度，提升国有企业占比，通过完善合作条款、缩短账期等方式控制风险。

2.2 烟灶为基石，新品类增长可期

(1) 烟灶为基石

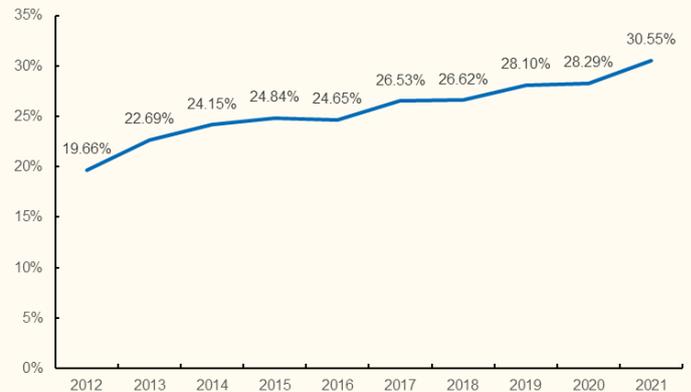
烟灶作为公司主导产品，2020年油烟机营收占比达50.56%，燃气灶营收占比23.59%。公司在烟灶领域龙头地位稳固。根据奥维数据，2021年老板油烟机和燃气灶线下销售额份额分别为30.55%/29.27%，稳居市场第一。高端定位的烟灶品类盈利能力较好，2020年烟灶毛利率分别达59.59%/59.14%，高于公司整体56.16%的毛利率。从需求结构上来看，更新需求占比呈不断上升趋势，而具有更新需求的消费者更偏向于在龙头品牌范围内选择产品。公司作为传统龙头且较早地在存量房市场发力，未来市场空间广阔。

图表 6：老板电器历年油烟机收入及增速



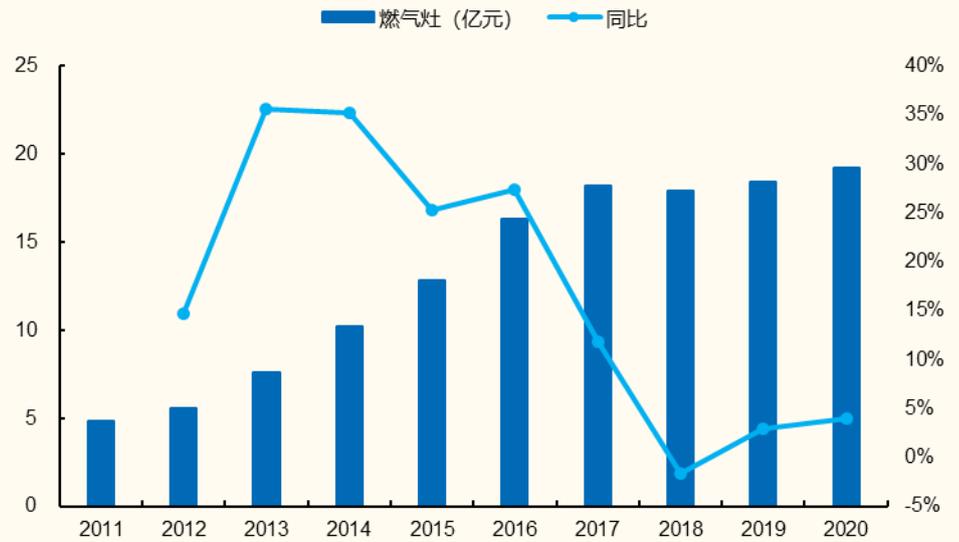
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：老板电器油烟机销售额市场份额



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 8: 老板电器历年燃气灶收入及增速

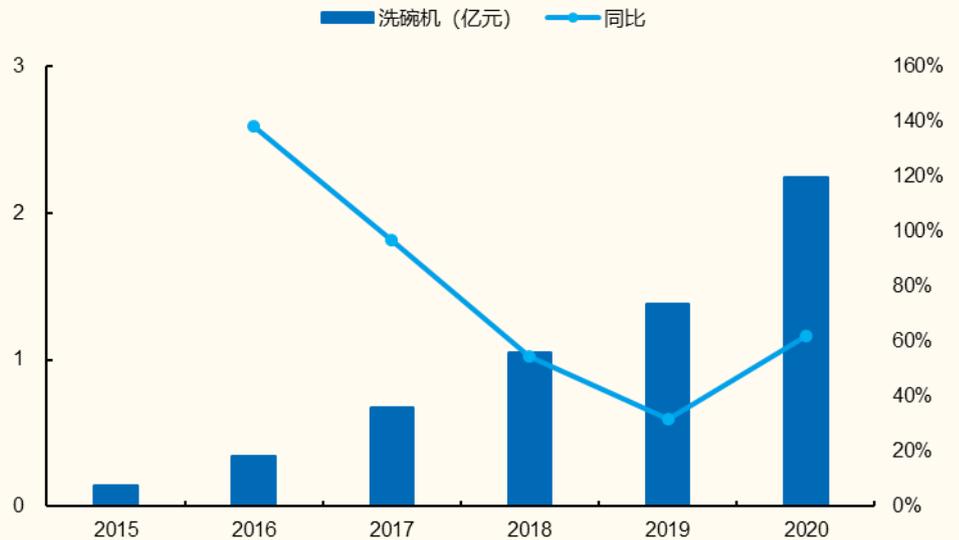


来源: 公司公告, 国金证券研究所

(2) 打造中式洗碗机, 持续高增

2020 年, 老板洗碗机实现销额为 2.24 亿元, 同比+62.13%。根据奥维云网, 2021 年老板洗碗机线上、线下销额分别为 2.43/3.06 亿元 (同比+120.9%/+113.1%), 销额市场份额分别为 5.15%/17.51%, 较上年分别提升 2.61%/7.96%, 规模快速扩大, 增长势头迅猛。

图表 9: 老板电器历年洗碗机收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司于 2017 年切入洗碗机市场, 用差异化战略抢占市场, 主打中式烹饪, 直击消费者痛点。与西门子的西式洗碗机和方太的水槽洗碗机不同, 老板电器提出“创造中国新厨房”理念。一方面, 中式烹饪具有油多味重的特点, 老板针对中式烹饪特点, 开发出专为中国厨房定制的强力洗洗碗机, 研发出万向喷淋旋洗的创新专利, 能够实现 360°强劲冲刷, 解决深层清洗难题; 另一方面, 洗锅也非常困扰中国家庭, 公司推出的洗碗机另一大功能便是能够把锅放进去一起洗, 从形态、性能指标等多维度全面升级。

同时，为解决广大消费者对厨房清洁的需求，公司在 2021 年创造性推出集洗碗机+消毒柜+碗柜功能于一身的洗消一体机光焱 S1，在每种功能上进行了完善和升级，一次性搞定餐具清洗、消毒和储存难题，解放烹饪者双手，更节省有限的厨房空间。

图表 10: 老板新品洗消一体机



来源：国金证券研究所，天猫官方旗舰店

图表 11: 老板会洗锅的洗碗机



来源：国金证券研究所，天猫官方旗舰店

(3) “老板”品牌即将进入集成灶市场

2017 年以来，集成灶市场发展迅速。公司适时捕捉到市场变化，及时布局集成灶品类。2018 年，公司收购金帝公司 51% 的股权，正式控股金帝集成灶，防御性布局集成灶品类。随着集成灶渗透率进一步提升，公司于今年 3 月使用“老板”主品牌推出集成灶产品，同时加大研发和渠道建设力度，将有望凭借“老板”品牌力享受集成产品市场红利。

(4) 大厨发力台式，摆脱地产束缚

2020 年 12 月公司正式发布大厨品牌，基于市场痛点和行业发展趋势，布局非嵌入式产品，结合自身的优势挖掘潜力赛道。受城市高房价的影响，中国家庭普遍厨房空间较小，而嵌入式厨电价格高，改造要求高、安装成本高。据此，大厨品牌产品将嵌入式厨电技术应用于台式厨电，定位于高频耐用的、拥有台式烹饪形态的、可以被高度信赖的、高颜值的高端厨电品牌，弥补了市场上厨房家电的不足。大厨蒸烤炸一体机在 2021 年天猫 618 年中大促中，成为高端电烤箱类销售 TOP1，2021 年 9 月，大厨珐琅蒸烤炸一体机在天猫平台限量首发，成为天猫电烤箱类目单品销售 TOP1。大厨品牌为高端非嵌入式厨电打开了全新的市场想象空间。

3、减值风险释放

根据业绩快报，2021Q4 公司单季度实现收入 30.8 亿元，YoY+23.0%；实现归母净利润-0.1 亿元。Q4 亏损，主要是由于计提坏账准备的影响。公司对应收款项可回收性分析评估后，对部分财务状况困难的精装修业务客户单项计提坏账准备，预计 2021 年度（第四季度）计提合计约 7.1 亿元，其中，恒大集团及其成员企业约 6.3 亿元，其他客户约 8000 万元。至此，与恒大集团相关的坏账已全部计提完毕，减值风险已释放。

同时，在工程渠道的后续发展中，公司亦将主动调整客户结构，一方面更多寻求与国有地产企业的合作，降低应收款方面的风险；另一方面，积极与中

小地产商合作，降低大客户依赖带来的经营风险，同时推动毛利率提升。客户结构的调整将助力公司工程渠道良性发展。

4、盈利预测及投资建议

我们对公司分渠道及产品进行盈利预测分析：

分渠道看，工程渠道为降低风险，对客户进行主动筛选，降低风险较高客户占比，并开拓国有地产企业客户，增速预期环比有所下降；电商渠道持续发力，营收占比预期呈上升趋势，预期能够维持 20%以上增长趋势；线下渠道受疫情及需求往线上转移影响，营收占比或小幅降低，2020、2021 年因疫情影响，增速有所波动，考虑到 22 年线下渠道将有新产品集成灶拉动，22 年营收增速预期为 20%。

分产品看，烟灶产品受益于公司份额仍有提升趋势，营收增速预期略高于行业增速。新品类公司大力投入，需求端洗碗机接受度持续提升，公司洗碗机市场份额持续提升，预期 22 年营收增速有望达到 80%；22 年公司以老板进入集成灶市场，渠道产品拓展中，有望提供较大增量，预期 22 年集成灶营收增速有望达到 80%。

利润端看，公司主要产品原材料为铜铝、塑料等，受原材料涨价压力，22 年毛利率预期小幅下行，其中油烟机因发布双腔油烟机等高端产品，对毛利率有所拉动，油烟机毛利率维持相对平稳，燃气灶品类 22 年毛利率或小幅下滑；考虑新品类布局需加大市场投入等因素影响，销售费用率小幅上行，剔除减值影响，净利率小幅下行。

图表 12：盈利预测拆分

(单位：亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
分渠道					
工程渠道	13.97	18.26	21.00	23.10	25.87
YOY		31%	15%	10%	12%
电商渠道	25.23	28.87	36.95	44.34	54.10
YOY		14%	28%	20%	22%
线下渠道	28.35	26.44	33.04	39.65	46.00
YOY		-7%	25%	20%	16%
其他渠道	10.05	8.75	10.48	12.16	14.10
YOY		-13%	20%	16%	16%
分产品（主要品类）					
油烟机	40.82	41.10	47.26	51.99	55.63
YOY		1%	15%	10%	7%
毛利率	58%	60%	59%	59%	59%
燃气灶	18.43	19.17	21.47	22.55	23.45
YOY		4%	12%	5%	4%
毛利率	56%	59%	58%	58%	59%
洗碗机	1.38	2.24	5.06	9.11	13.66
YOY		62%	126%	80%	50%
集成灶	2.12	2.59	5.18	9.33	13.99
YOY		22%	100%	80%	50%
合计	77.61	82.31	101.47	119.25	140.07
YOY		6%	23%	18%	17%
毛利率	54.3%	56.2%	55.5%	54.7%	54.5%
销售费用率	24.8%	26.4%	28.0%	28.5%	28.0%
净利率	20.5%	20.4%	13.1%	18.2%	18.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 101.5、119.2、140.1 亿元，同比分别增长 24.8%、17.5%、17.5%，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 13.4、21.6、26.2 亿元，同比分别-19.7%、+62.2%、+20.9%。当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 22x、13x、11x。我们选取华帝股份以及集成灶企业作为可比公司，2022 年可比公司 PE 中位数为 9 倍，给予公司 2022 年 15 倍估值，对应目标价 34.20 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 13：可比公司估值表

公司	EPS					PE				
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
华帝股份	0.85	0.47	0.50	0.63	0.72	6.46	11.72	11.05	8.72	7.61
火星人	0.66	0.76	1.02	1.37	1.79	52.09	45.24	33.66	25.06	19.24
亿田智能	1.23	1.35	2.03	2.69	3.54	43.27	39.42	26.22	19.81	15.05
浙江美大	0.71	0.84	1.03	1.23	1.44	19.49	16.48	13.44	11.24	9.61
帅丰电器	1.65	1.70	1.85	2.40	3.07	15.39	14.94	13.73	10.57	8.27
中位数	0.85	0.47	0.50	0.63	0.72	6.46	11.72	11.05	8.72	7.61
老板电器	1.68	1.75	1.41	2.30	2.79	18.15	17.43	21.70	13.25	10.93

来源：wind，国金证券研究所（注：PE 采用 2022 年 4 月 1 日收盘价计算）

5、风险提示

地产增速放缓风险：厨电安装属性较强，新房销售对产品销售有一定影响，因此地产增速放缓对公司有一定不利影响；

原材料价格上涨风险：公司产品原材料以铜铝钢等为主，原材料价格上涨对盈利能力有一定不利影响；

新品类扩张不及预期风险：洗碗机国内渗透率尚低，消费者接受度存一定不确定性；集成灶尚未正式销售，最终市场销售情况存一定不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	7,425	7,761	8,129	10,148	11,925	14,007
增长率		4.5%	4.7%	24.8%	17.5%	17.5%
主营业务成本	-3,451	-3,549	-3,563	-4,516	-5,408	-6,373
%销售收入	46.5%	45.7%	43.8%	44.5%	45.4%	45.5%
毛利	3,974	4,212	4,565	5,632	6,517	7,634
%销售收入	53.5%	54.3%	56.2%	55.5%	54.7%	54.5%
营业税金及附加	-71	-67	-62	-81	-95	-111
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,910	-1,928	-2,147	-2,841	-3,399	-3,920
%销售收入	25.7%	24.8%	26.4%	28.0%	28.5%	28.0%
管理费用	-272	-284	-297	-355	-423	-499
%销售收入	3.7%	3.7%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%
研发费用	-293	-299	-303	-352	-429	-501
%销售收入	4.0%	3.9%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	1,428	1,633	1,756	2,002	2,171	2,602
%销售收入	19.2%	21.0%	21.6%	19.7%	18.2%	18.6%
财务费用	101	83	150	123	170	214
%销售收入	-1.4%	-1.1%	-1.8%	-1.2%	-1.4%	-1.5%
资产减值损失	-15	0	0	-797	-11	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	88	127	39	100	121	143
%税前利润	5.2%	6.8%	2.0%	6.5%	4.7%	4.6%
营业利润	1,702	1,872	1,951	1,544	2,587	3,127
营业利润率	22.9%	24.1%	24.0%	15.2%	21.7%	22.3%
营业外收支	1	0	-3	-4	-3	-3
税前利润	1,702	1,872	1,949	1,540	2,584	3,124
利润率	22.9%	24.1%	24.0%	15.2%	21.7%	22.3%
所得税	-218	-257	-261	-186	-388	-469
所得税率	12.8%	13.7%	13.4%	12.1%	15.0%	15.0%
净利润	1,484	1,614	1,687	1,353	2,196	2,655
少数股东损益	10	24	27	19	33	39
归属于母公司的净利润	1,474	1,590	1,661	1,334	2,164	2,616
净利率	19.8%	20.5%	20.4%	13.1%	18.1%	18.7%

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,197	4,054	3,921	4,274	5,648	7,014
应收款项	1,785	2,232	2,898	2,922	3,231	3,927
存货	1,347	1,339	1,386	1,856	2,222	2,619
其他流动资产	2,651	1,426	2,423	2,942	3,461	3,978
流动资产	7,980	9,052	10,627	11,994	14,563	17,538
%总资产	84.4%	85.0%	85.3%	86.7%	87.9%	89.1%
长期投资	123	106	108	10	12	14
固定资产	1,027	1,098	1,288	1,433	1,566	1,687
%总资产	10.9%	10.3%	10.3%	10.4%	9.5%	8.6%
无形资产	279	301	318	394	418	442
非流动资产	1,475	1,600	1,830	1,837	1,997	2,144
%总资产	15.6%	15.0%	14.7%	13.3%	12.1%	10.9%
资产总计	9,455	10,652	12,458	13,831	16,560	19,682
短期借款	0	0	6	0	0	0
应付款项	1,841	2,240	2,718	3,221	3,937	4,606
其他流动负债	1,391	1,317	1,384	1,447	1,804	2,125
流动负债	3,232	3,557	4,108	4,668	5,741	6,731
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	92	121	155	150	150	150
负债	3,325	3,678	4,264	4,818	5,891	6,881
普通股股东权益	6,045	6,864	8,051	8,851	10,474	12,567
其中：股本	949	949	949	949	949	949
未分配利润	4,224	5,054	6,240	7,041	8,664	10,756
少数股东权益	85	110	143	162	195	234
负债股东权益合计	9,455	10,652	12,458	13,831	16,560	19,682

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.553	1.675	1.750	1.406	2.280	2.757
每股净资产	6.370	7.233	8.483	9.327	11.036	13.242
每股经营现金净流	1.590	1.629	1.529	1.730	2.721	2.671
每股股利	0.800	0.500	0.500	0.562	0.570	0.551
回报率						
净资产收益率	24.38%	23.16%	20.63%	15.07%	20.66%	20.82%
总资产收益率	15.58%	14.93%	13.33%	9.65%	13.06%	13.29%
投入资本收益率	20.27%	20.18%	18.53%	19.53%	17.29%	17.28%
增长率						
主营业务收入增长率	5.81%	4.52%	4.74%	24.84%	17.51%	17.46%
EBIT增长率	-7.36%	14.37%	7.54%	14.01%	8.42%	19.88%
净利润增长率	0.85%	7.89%	4.46%	-19.66%	62.16%	20.92%
总资产增长率	19.29%	12.65%	16.95%	11.03%	19.72%	18.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.1	27.6	38.9	50.0	48.0	48.0
存货周转天数	130.1	138.1	139.6	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	118.5	133.2	159.7	165.5	169.2	168.0
固定资产周转天数	41.4	38.9	37.0	29.5	24.6	20.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.83%	-77.63%	-76.48%	-79.06%	-84.36%	-84.88%
EBIT利息保障倍数	-14.1	-19.6	-11.7	-16.3	-12.8	-12.2
资产负债率	35.16%	34.53%	34.23%	34.83%	35.57%	34.96%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,484	1,614	1,687	1,353	2,196	2,655
少数股东损益	10	24	27	19	33	39
非现金支出	117	110	109	910	137	133
非经营收益	-103	-160	-73	12	-117	-140
营运资金变动	12	-18	-272	-633	367	-114
经营活动现金净流	1,509	1,546	1,451	1,642	2,583	2,535
资本开支	-181	-272	-282	-335	-287	-287
投资	-1,090	1,205	-992	-514	-502	-502
其他	87	122	56	100	121	143
投资活动现金净流	-1,184	1,056	-1,218	-749	-668	-646
股权募资	0	0	7	0	0	0
债权募资	0	0	0	-6	0	0
其他	-711	-759	-469	-534	-541	-523
筹资活动现金净流	-711	-759	-463	-540	-541	-523
现金净流量	-386	1,843	-229	353	1,374	1,366

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	14	25	55	66	149
增持	1	1	3	4	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.07	1.04	1.08	1.08	1.02

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402