

## 老板电器 (002508.SZ)

## 2023 年分红比例超一半，未来三年预计稳步提升

2024 年 04 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陈怡仲（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

chenyizhong@kysec.cn

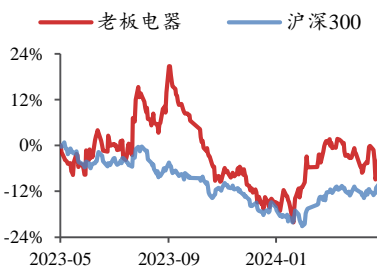
证书编号：S0790520030002

证书编号：S07905202030002

证书编号：S0790123070024

日期	2024/4/29
当前股价(元)	23.85
一年最高最低(元)	30.95/19.66
总市值(亿元)	226.34
流通市值(亿元)	223.42
总股本(亿股)	9.49
流通股本(亿股)	9.37
近3个月换手率(%)	53.97

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《工程渠道放缓导致 Q3 收入略低于预期，新品类加速拓展趋势向好——公司信息更新报告》-2023.11.5

《保交楼驱动 Q2 收入加速增长，盈利能力持续提升——公司信息更新报告》-2023.8.24

### ● 2023 年分红比例超一半，未来三年预计稳步提升，维持“买入”评级

2023 年实现营收 112.0 亿(同比+9.1%，下同)，归母净利润 17.3 亿(+10.2%)，扣非归母净利润 15.8 亿(+7.1%)；2024Q1 公司实现营收 22.4 亿(+2.8%)，归母净利润 4.0 亿(+2.5%)，扣非归母净利润 3.5 亿(+3.3%)。2023 年公司分红比例合计约 55%，2024-2026 年股东回报规划预计每年两次分红，且分红比例较 2023 年稳步提升，有效夯实投资者信心。考虑到地产承压，我们下调 2024-2025 年、新增 2026 盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利 19.2/21.5/23.7 亿元（2024-2025 年原值为 20.6/22.8 亿元），对应 EPS 为 2.02/2.26/2.49 元，当前股价对应 PE11.8/10.5/9.6 倍，维持“买入”评级。

### ● 传统品类地位稳固、稳健增长，水洗、集成类新品类打造第二增长曲线

分产品看：（1）传统品类地位稳固、实现稳健增长：2023 年公司吸油烟机/燃气灶同比分别+10.13%/+8.71%。根据奥维数据，老板品牌烟灶套餐、吸油烟机等多个品类线上份额实现第一，其中厨电套餐线上零售额市占率为 31.5%(+1pcts)。线下渠道方面，油烟机、燃气灶市占率分别为 31.0%/30.0%、份额引领。（2）水洗、集成等新品类实现较快增长：2023 年公司洗碗机/热水器/集成灶/其他小家电收入同比分别+27.94%/+21.17%/+20.58%/+63.16%。根据奥维数据，2023 年公司嵌入式洗碗机线下份额达 19.6%、排名第二。分销售模式看：2023 年公司代销/经销/直营/工程/其他渠道收入同比分别+19.5%/-21.0%/+8.5%/+0.8%/+67.2%。报告期内公司理清名气品牌定位，与老板主品牌实现互补，重点聚焦发力电商、全面融合下沉渠道，2023 年名气品牌实现收入 4.5 亿元（+33.3%）。

● 品类和渠道结构变化下毛利率有所扰动，降本控费提效下盈利能力保持稳定 2023 年毛利率 50.7%(+0.7pct)，2024Q1 毛利率 50.6%(-4.1pct)，单季度毛利率波动预计系新兴品类和性价比名气品牌较快增长，以及原材料扰动所致。费用端看，2024Q1 期间费用率 31.8%(-4.8pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-4.2/+0.1/持平/-0.7pct。综合影响下 2023 年净利率为 15.3%(+0.1pct)，归母净利率 15.5%(+0.2pct)，扣非净利率 14.1%(-0.3pct)；2024Q1 净利率 17.7%(-0.1pct)，归母净利率为 17.8%(-0.05pct)，扣非净利率为 15.8%(+0.1pct)，盈利能力保持稳定。

● 风险提示：需求下滑风险；原材料价格风险；新品销售不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,272	11,202	12,420	13,690	15,078
YOY(%)	1.2	9.1	10.9	10.2	10.1
归母净利润(百万元)	1,572	1,733	1,915	2,149	2,367
YOY(%)	18.1	10.2	10.5	12.2	10.1
毛利率(%)	50.0	50.7	51.5	52.0	52.5
净利率(%)	15.3	15.5	15.4	15.7	15.7
ROE(%)	15.8	16.1	15.3	15.0	14.4
EPS(摊薄/元)	1.66	1.83	2.02	2.26	2.49
P/E(倍)	14.4	13.1	11.8	10.5	9.6
P/B(倍)	2.3	2.2	1.8	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目录

1、传统品类地位稳固、稳健增长，水洗、集成类新品类打造第二增长曲线.....	3
1.1、按产品拆分：烟灶传统品类保持稳健增长，新兴品类增长亮眼.....	4
1.2、按销售模式：销售渠道布局完整，直营模式营收占比最大.....	4
1.3、按区域拆分：华东南依然贡献主要收入，西南地区增速显著.....	5
2、品类和渠道结构变化下毛利率有所扰动，降本控费提效下盈利能力保持稳定.....	6
2.1、盈利能力：2023年及2024Q1整体保持稳定.....	6
2.2、存货周转效率有所提升，现金流状况良好.....	8
3、现金分红比例超过一半，股权激励计划彰显发展信心.....	8
4、盈利预测与投资建议.....	9
5、风险提示.....	9
附：财务预测摘要.....	10

## 图表目录

图 1：2023 年公司实现营业收入 112 亿元（+9.1%）.....	3
图 2：2023Q4/2024Q1 分别实现营业收入 32.7 亿(+7.7%)/22.4 亿(+2.8%).....	3
图 3：2023 年公司实现归母净利润 17.3 亿元(+10.2%).....	3
图 4：2023Q4 公司实现归母净利润 3.6 亿元(+6.2%)，2024Q1 公司实现归母净利润 4.0 亿元(+2.5%).....	3
图 5：公司已经形成了四大品牌、十二大厨电品类的布局.....	4
图 6：2023 年公司第一品类群/第二品类群/第三品类群/集成灶的收入占比分别为 75.54%/7.39%/9.22%/4.14%.....	4
图 7：2023 年公司代销/经销/直营/工程/其他渠道分别实现收入 29.23 亿/2.39 亿/58.62 亿/20.75 亿/1.03 亿.....	5
图 8：华东地区和华南地区华东地区分别贡献 57.11 亿和 13.75 亿.....	5
图 9：2023 年公司毛利率 50.7%(+0.7pct).....	6
图 10：2023Q4 毛利率 47.3%(-1.1pct)，2024Q1 毛利率 50.6%(-4.1pct).....	6
图 11：2023 年吸油烟机/燃气灶毛利率分别为 53.99%/55.77%，同比分别+2.26/+1.16pct.....	6
图 12：2023 年华东地区/华南地区/华北地区的毛利率分别为 53.98%/45.82%/53.40%.....	6
图 13：2023 年公司期间费用率 32.8%(+0.8pct).....	7
图 14：2023Q4 期间费用率 31.5%(+0.9pct)，2024Q1 期间费用率 31.8%(-4.8pct).....	7
图 15：2023 年公司净利率为 15.3%(+0.1pct).....	7
图 16：2024Q1 净利率为 17.7%(-0.1pct).....	7
图 17：2023 年经营性现金流净额为 23.9 亿元(+23.0%).....	8
表 1：2024-2026 年度公司股票期权激励计划&事业合伙人持股计划业绩考核目标.....	9

## 1、传统品类地位稳固、稳健增长，水洗、集成类新品类打造

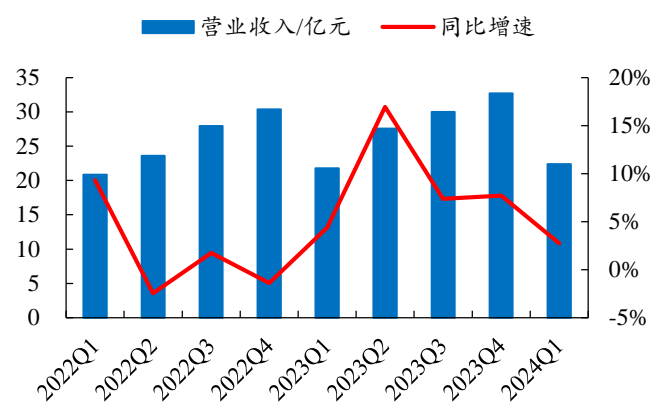
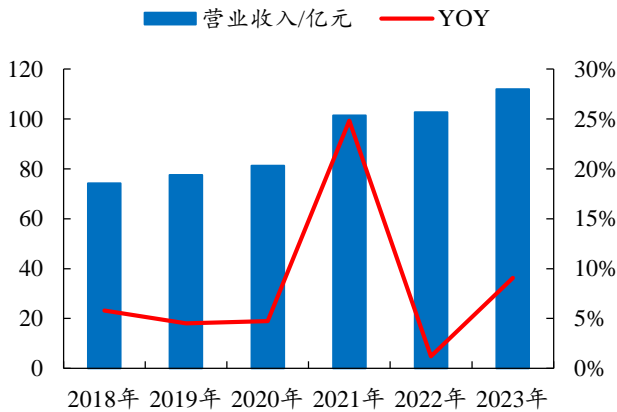
### 第二增长曲线

2023 年实现营业收入 112 亿元(+9.1%)，归母净利润 17.3 亿元(+10.2%)，扣非归母净利润 15.8 亿元(+7.1%)，行业需求复苏下公司作为龙头实现快于行业增长。根据奥维云网(AVC)的零售数据显示，中国厨卫大盘零售额达到 1669 亿元，同比增长 5.3%。厨电行业经历了连续五年的下跌后迎来了复苏，但进度仍然较慢。

单季度上看，2023Q4 公司实现营业收入 32.7 亿元(+7.7%)，归母净利润 3.6 亿元(+6.2%)，扣非归母净利润 3.0 亿元(-13.4%)，扣非归母净利润出现下降主系应收款项减值准备大量转回所致。2024Q1 公司实现营业收入 22.4 亿元(+2.8%)，归母净利润 4.0 亿元(+2.5%)，扣非归母净利润 3.5 亿元(+3.3%)，地产大环境承压下，公司作为厨电行业龙头，业绩增速有所放缓。

图1：2023 年公司实现营业收入 112 亿元 (+9.1%)

图2：2023Q4/2024Q1 分别实现营业收入 32.7 亿(+7.7%)/2.4 亿(+2.8%)

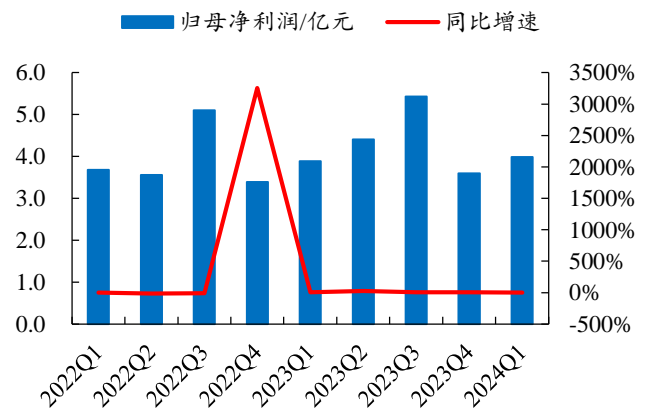
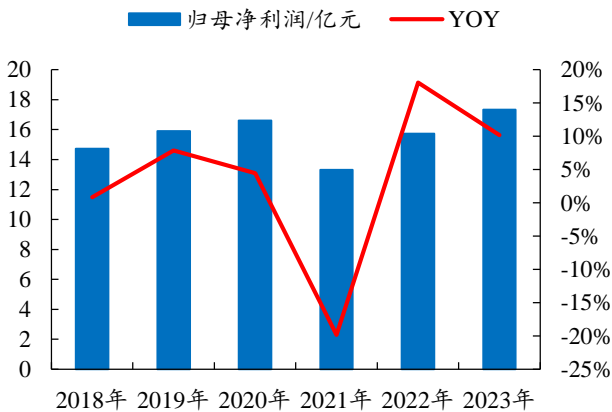


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年公司实现归母净利润 17.3 亿元(+10.2%)

图4：2023Q4 公司实现归母净利润 3.6 亿元(+6.2%)，2024Q1 公司实现归母净利润 4.0 亿元(+2.5%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.1、按产品拆分：烟灶传统品类保持稳健增长，新兴品类增长亮眼

经过多年品牌运作，公司已经形成了四大品牌、十二大厨电品类的布局。公司核心老板主品牌定位于中高端市场，帝泽品牌布局超高端市场，名气品牌主打性价比，金帝品牌则主要布局集成灶等新兴品类。产品看，公司主要涵盖三大品类：第一品类指以烟机为代表的烟灶消产品群。第二品类指以蒸烤一体机、蒸箱、烤箱为代表的电气化烹饪产品群。第三品类指以洗碗机、燃气热水器、净水器为代表的水厨电产品群。此外，还包含以集成灶、集成油烟机为代表的集成类产品群以及冰箱等品类，为消费者提供全套厨房电器解决方案。多元化的品牌矩阵和产品布局助力公司有效应对更广泛的市场需求，减少单一品类营收下降的风险。

2023年公司第一品类群/第二品类群/第三品类群/集成灶/其他小家电的收入占比分别为75.54%/7.39%/9.22%/4.14%/0.99%，同比分别-0.08/-1.58/+1.04/+0.39/+0.33pcts。

(1) **第一品类群**：2023年实现营收84.92亿(+8.95%)，其中吸油烟机业务53.22亿(+10.13%)，燃气灶26.71亿(+8.71%)，消毒柜4.69亿元(-1.71%)，传统品类保持稳健增长。

(2) **第二品类群**：2023年实现营收8.27亿(-10.28%)，其中一体机6.87亿元(-7.06%)，蒸箱0.68亿(-32.49%)，烤箱0.72亿(-12.20%)，整体阶段承压。

(3) **第三品类群**：2023年实现营收10.33亿(+22.96%)，其中洗碗机7.60亿(+27.94%)，净水机0.4亿(-25.41%)，热水器2.33亿(+21.17%)。作为传统优势品类的配套产品，报告期内洗碗机和热水器品类实现较快增长。

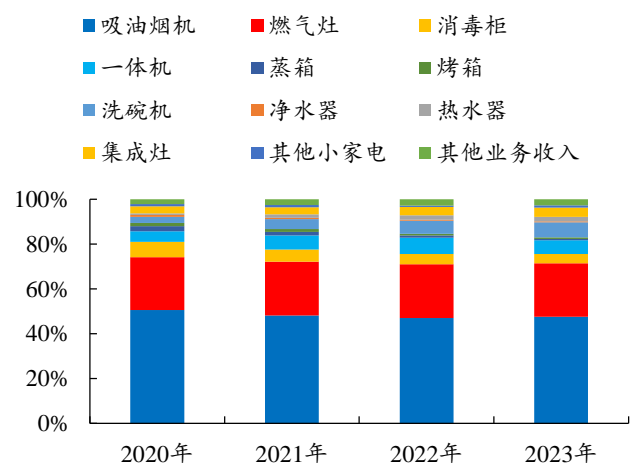
(4) **其他品类**：2023年集成灶业务收入4.64亿(+20.58%)，其他小家电1.11亿(+63.16%)，其他业务收入3.05亿(+5.11%)。随着公司不断拓展线下门店数，集成灶品类实现快速增长。

图5：公司已经形成了四大品牌、十二大厨电品类的布局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2023年公司第一品类群/第二品类群/第三品类群/集成灶的收入占比分别为75.54%/7.39%/9.22%/4.14%



数据来源：Wind、开源证券研究所

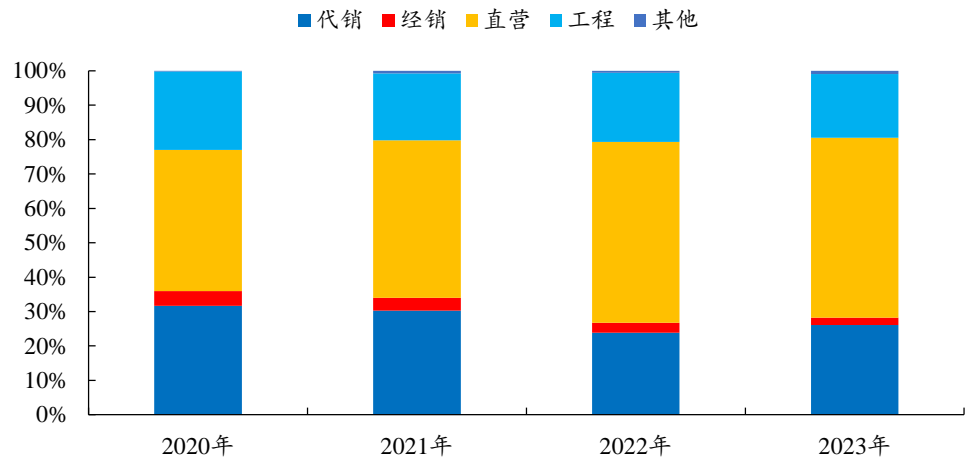
## 1.2、按销售模式：销售渠道布局完整，直营模式营收占比最大

在销售模式方面，老板电器渠道布局完整，现已形成线下零售、线上电商、精

装修工程为主的三大渠道以及海外渠道。

2023 年公司代销/经销/直营/工程/其他渠道分别实现收入 29.23 亿/2.39 亿/58.62 亿/20.75 亿/1.03 亿, 占公司营业收入比例分别为 26.09%/2.13%/52.33%/18.53%/0.92%, 收入同比分别+19.47%/-20.99%/+8.50%/+0.81%/+67.23%。代销、直营和其他渠道实现较快增长, 经销、工程等传统渠道有所承压。

**图7：2023 年公司代销/经销/直营/工程/其他渠道分别实现收入 29.23 亿/2.39 亿/58.62 亿/20.75 亿/1.03 亿**



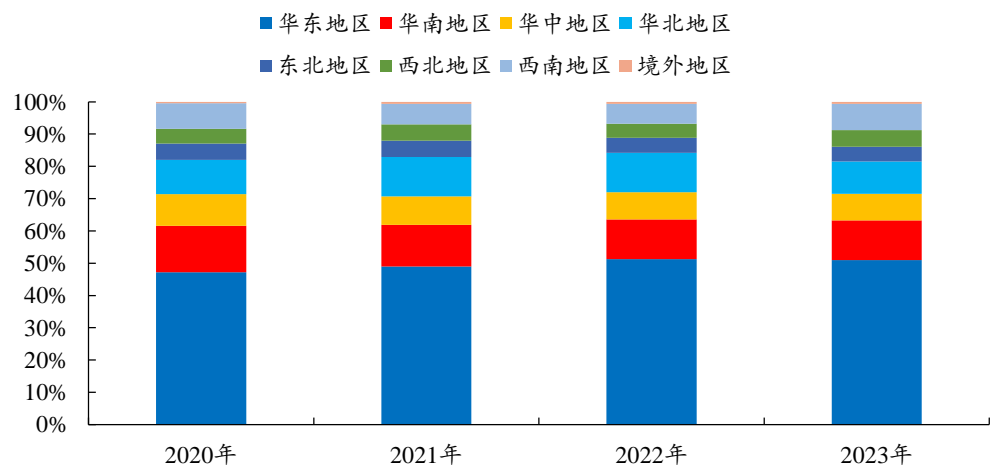
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、按区域拆分：华东华南依然贡献主要收入，西南地区增速显著

2023 年公司国内业务实现营收 111.34 亿, 同比+9.06%, 其中华东地区 57.11 亿, 华南地区 13.75 亿, 华中地区 9.28 亿, 华北地区 11.22 亿, 东北地区 5.08 亿, 西北地区 5.71 亿, 西南地区 9.19 亿, 同比分别+8.48%/+8.33%/+8.02%/-10.27%/+4.92%/+28.56%/+44.09%。国外业务实现营收 0.68 亿, 同比+9.93%。

华东及华南优势地区实现稳健增长, 西北及西南地区贡献了较多增量。

**图8：华东地区和华南地区华东地区分别贡献 57.11 亿和 13.75 亿**



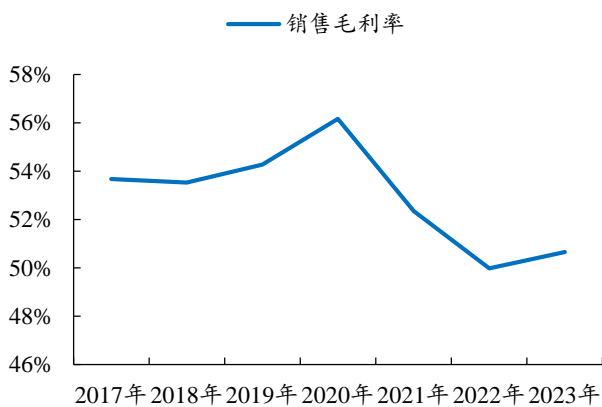
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、品类和渠道结构变化下毛利率有所扰动，降本控费提效下 盈利能力保持稳定

### 2.1、盈利能力：2023 年及 2024Q1 整体保持稳定

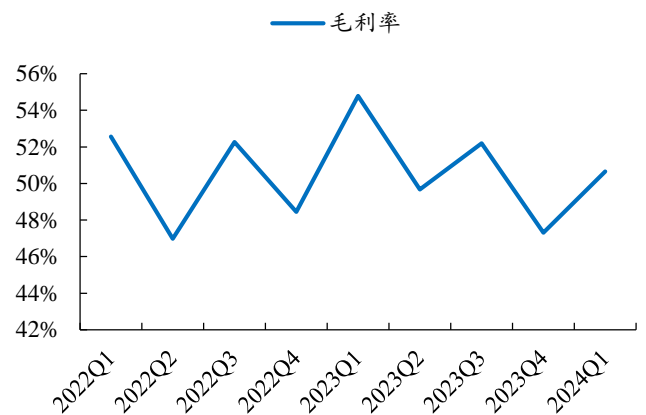
**毛利率：**2023 年毛利率 50.7%(+0.7pct)，主系核心品类毛利率稳步提升所致。单季度看，2023Q4 毛利率 47.3%(-1.1pct)，2024Q1 毛利率 50.6%(-4.1pct)。我们预计公司核心品类毛利率保持平稳，单季度毛利率下降主系规模爬升期的新兴品类实现较快增长、名气品牌拉动下的下沉市场较快增长，以及原材料价格上升所致。

**图9：2023 年公司毛利率 50.7%(+0.7pct)**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：2023Q4 毛利率 47.3%(-1.1pct)，2024Q1 毛利率 50.6%(-4.1pct)**



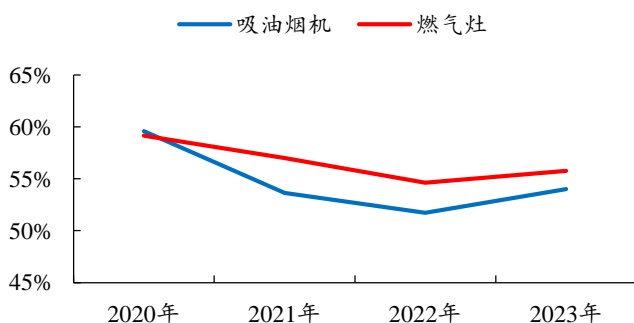
数据来源：Wind、开源证券研究所

**分产品看，**2023 年吸油烟机/燃气灶毛利率分别为 53.99%/55.77%，同比分别 +2.26/+1.16pct。

**分销售模式看，**2023 年代销/直营/工程渠道的毛利率分别为 44.28%/58.02%/41.95%，同比分别 +3.03/+2.58/-6.02pct。代销模式的毛利率提升显著。

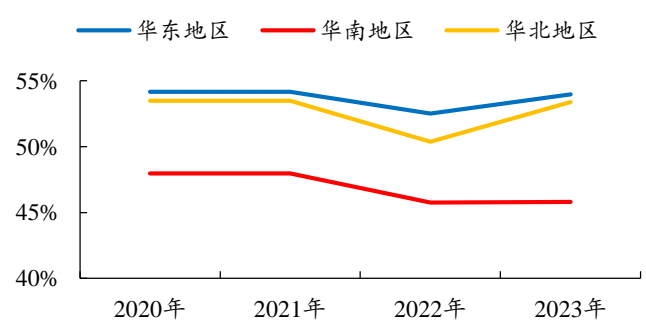
**分地区看，**2023 年华东地区/华南地区/华北地区的毛利率分别为 53.98%/45.82%/53.40%，同比分别 +1.05/+0.07/+3.03pct。

**图11：2023 年吸油烟机/燃气灶毛利率分别为 53.99%/55.77%，同比分别+2.26/+1.16pct**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图12：2023 年华东地区/华南地区/华北地区的毛利率分别为 53.98%/45.82%/53.40%**

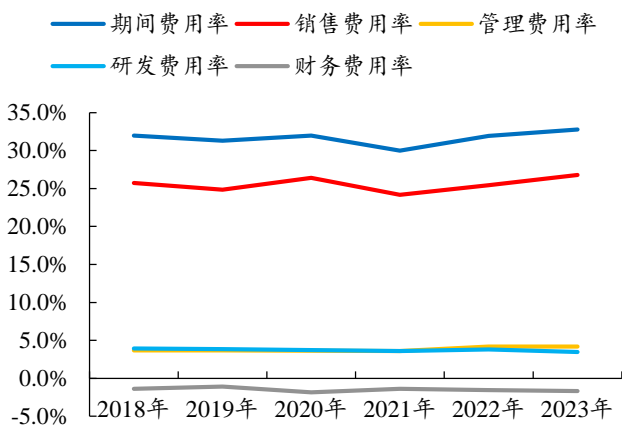


数据来源：Wind、开源证券研究所

**费用端：**2023 年公司期间费用率 32.8%(+0.8pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.8%/4.2%/3.5%/-1.7%，同比分别+1.4/持平/-0.4/-0.2pcts，公司销售费用率大幅提升主系公司推广新品牌、打造高端化产品下，广告宣传、推广费及促销费支出增加。

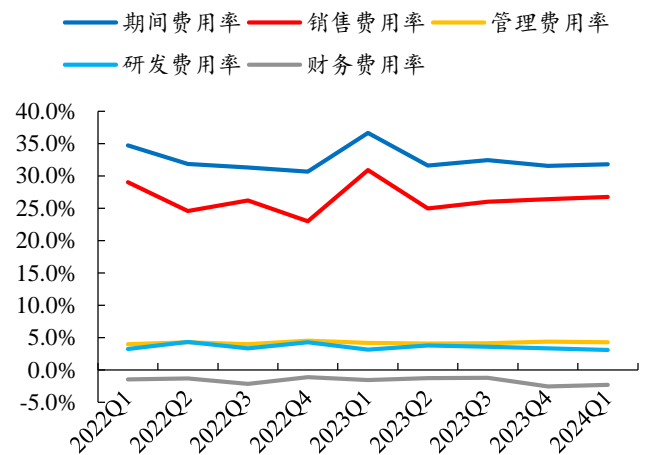
**单季度看，**2023Q4 期间费用率 31.5%(+0.9pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.4%/4.4%/3.3%/-2.6%，同比分别+3.4/-0.1/-1.0/-1.4pct。2024Q1 期间费用率 31.8%(-4.8pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.7%/4.3%/3.1%/-2.3%，同比分别-4.2/+0.1/持平/-0.7pct。

图13：2023 年公司期间费用率 32.8%(+0.8pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023Q4 期间费用率 31.5%(+0.9pct)，2024Q1 期间费用率 31.8%(-4.8pct)

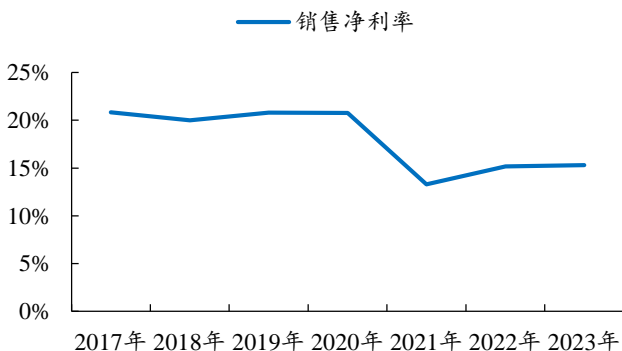


数据来源：Wind、开源证券研究所

**净利率：**2023 年公司净利率为 15.3%(+0.1pct)，归母净利率为 15.5%(+0.2pct)，扣非净利率为 14.1%(-0.3pct)。2023 年公司通过有效管理应收账款和降低坏账损失，信用减值损失拖累大幅降低，叠加毛利率稳步上行，盈利能力保持提升。

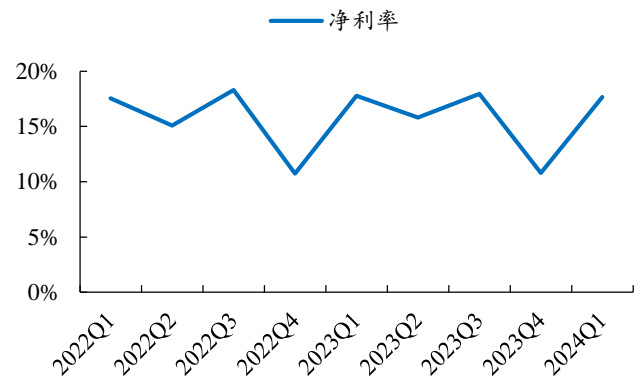
**单季度看，**综合影响下 2023Q4 净利率为 10.8%(+0.1pct)，归母净利率为 11.0%(-0.2pct)，扣非净利率为 9.2%(-2.2pct)，非经常性损益主要是单独进行减值测试的应收款项减值准备转回。2024Q1 净利率为 17.7%(-0.1pct)，归母净利率为 17.8%(-0.04pct)，扣非净利率为 15.8%(+0.1pct)，控费提效下盈利能力保持稳定。

图15：2023 年公司净利率为 15.3%(+0.1pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024Q1 净利率为 17.7%(-0.1pct)



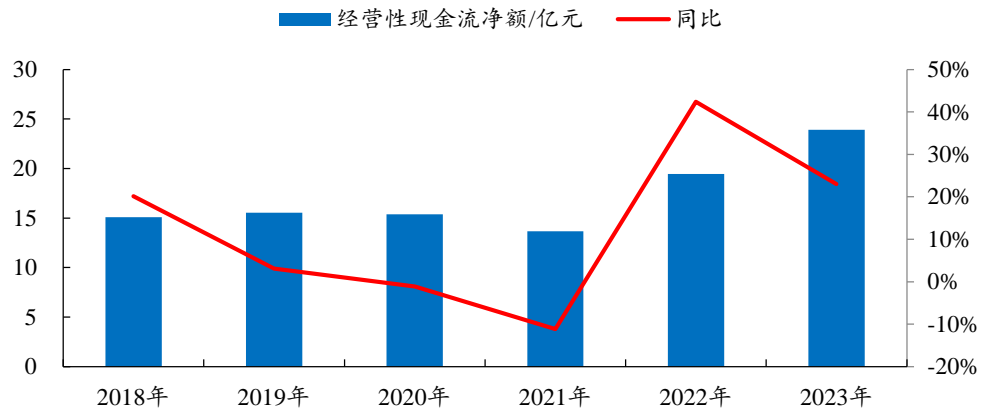
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、存货周转效率有所提升，现金流状况良好

截至 2023 年 12 月 31 日，公司存货为 15.2 亿元(-5.3%)，存货周转天数为 102.1 天(-16.4 天)。

**现金流：**2023 年经营性现金流净额为 23.9 亿元(+23.0%)，经营质量较好。

图17：2023 年经营性现金流净额为 23.9 亿元(+23.0%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、现金分红比例超过一半，股权激励计划彰显发展信心

**2023 年度现金分红比例超过一半，未来三年预计稳步提升。**根据《杭州老板电器股份有限公司特别分红权益分派实施公告》和《杭州老板电器股份有限公司关于 2023 年度利润分配预案的公告》，2023 年共计两次向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元(含税)，合计分配利润 944,094,916 元，约占当期归母净利润的比例为 54.57%。此外公司公告《未来三年（2024 年-2026 年）股东回报规划》，披露未来分红计划：2024-2026 年现金分红比例较 2023 年稳步提升、分红比例不低于 50%，原则上每年进行上、下半年各一次现金分红。

**2024 年 4 月，公司公布新一期股票期权激励计划草案及第二期事业合伙人持股计划，持续稳固发展信心。**

**(1) 股票期权激励计划：**拟授予的股票期权总量为 575.00 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.61%。激励对象人数总数为 341 人，包括中层管理人员及核心技术（业务）骨干。本激励计划授予的股票期权的行权价格为 18.92 元/份。考核目标为收入，以 2023 年营收为基数，2024-2026 年营收 CAGR 目标值为 10%，触发值为 5%。费用摊销方面，2024-2027 年需摊销的总费用为 3599.5 万元。

**(2) 第二期事业合伙人持股计划：**主要聚焦于核心高管，资金来源为专项基金（每年的基础计提部分为 2023 年扣非归母的 0.5%，增量计提部分按照对应年度扣非归母扣除 2023 年度水平的百分比计提，达到触发值计提 5%，达到目标值计提 10%），有效期 7 年，以 2024-2026 年为考核年度，在 2025-2027 年进行提取，并购买标的股票；收入考核目标同激励计划，利润考核目标为考核年度的扣非归母不低于 2023 年水平。



**表1：2024-2026 年度公司股票期权激励计划 & 事业合伙人持股计划业绩考核目标**

行权期	对应考核年度	收入考核目标（以 2023 年为基数，对应的复合增长率）		扣非归母净利润考核目标（仅事业合伙人持股计划）
		目标值	触发值	
第一个行权期	2024 年	10%	5%	不低于 2023 年
第二个行权期	2025 年	10%	5%	不低于 2023 年
第三个行权期	2026 年	10%	5%	不低于 2023 年

数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

考虑到地产承压，我们下调 2024-2025 年、新增 2026 盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利 19.2/21.5/23.7 亿元（2024-2025 年原值为 20.6/22.8 亿元），对应 EPS 为 2.02/2.26/2.49 元，当前股价对应 PE11.8/10.5/9.6 倍，维持“买入”评级。

#### 5、风险提示

需求下滑风险；原材料价格风险；新品销售不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	12244	11587	13393	16792	20884
现金	5293	1985	3975	6614	9912
应收票据及应收账款	2571	2506	3124	3399	3947
其他应收款	80	53	126	58	147
预付账款	178	140	222	171	266
存货	1610	1524	1891	1835	2227
其他流动资产	2512	5378	4054	4716	4385
<b>非流动资产</b>	2795	5193	5231	5265	5299
长期投资	9	8	8	7	6
固定资产	1622	1721	1804	1873	1940
无形资产	221	215	206	192	176
其他非流动资产	943	3249	3214	3193	3176
<b>资产总计</b>	15040	16780	18624	22057	26182
<b>流动负债</b>	5017	5973	5898	7541	9637
短期借款	52	95	95	95	95
应付票据及应付账款	3291	3647	3980	5132	7601
其他流动负债	1674	2231	1823	2314	1941
<b>非流动负债</b>	165	176	176	176	176
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	165	176	176	176	176
<b>负债合计</b>	5182	6149	6074	7717	9813
少数股东权益	126	108	112	109	98
股本	949	949	949	949	949
资本公积	410	412	412	412	412
留存收益	8674	9462	10326	11270	12283
<b>归属母公司股东权益</b>	9732	10523	12438	14231	16271
<b>负债和股东权益</b>	15040	16780	18624	22057	26182

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1945	2392	2015	2924	3480
净利润	1558	1715	1919	2146	2356
折旧摊销	164	188	171	188	209
财务费用	-157	-189	-111	-206	-302
投资损失	-99	-83	-78	-88	-87
营运资金变动	101	401	-186	503	825
其他经营现金流	378	360	300	380	478
<b>投资活动现金流</b>	-44	-5275	-132	-135	-157
资本支出	503	327	210	222	244
长期投资	356	-698	1	1	1
其他投资现金流	102	-4250	77	87	86
<b>筹资活动现金流</b>	-430	-436	107	-150	-25
短期借款	22	43	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	5	2	0	0	0
其他筹资现金流	-457	-481	107	-150	-25
<b>现金净增加额</b>	1476	-3318	1990	2639	3298

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	10272	11202	12420	13690	15078
营业成本	5137	5528	6024	6571	7162
营业税金及附加	79	99	106	113	125
营业费用	2614	3002	3130	3478	3877
管理费用	431	470	485	543	613
研发费用	392	387	454	497	549
财务费用	-157	-189	-111	-206	-302
资产减值损失	-25	-71	0	0	0
其他收益	148	174	92	59	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	99	83	78	88	87
资产处置收益	0	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	1775	1988	2203	2459	2704
营业外收入	3	5	3	3	3
营业外支出	5	7	5	5	6
<b>利润总额</b>	1773	1986	2201	2457	2702
所得税	215	271	282	311	346
<b>净利润</b>	1558	1715	1919	2146	2356
少数股东损益	-14	-18	4	-3	-11
<b>归属母公司净利润</b>	1572	1733	1915	2149	2367
EBITDA	1781	2120	2295	2499	2676
EPS(元)	1.66	1.83	2.02	2.26	2.49

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.2	9.1	10.9	10.2	10.1
营业利润(%)	15.6	12.0	10.8	11.6	9.9
归属于母公司净利润(%)	18.1	10.2	10.5	12.2	10.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	50.0	50.7	51.5	52.0	52.5
净利率(%)	15.3	15.5	15.4	15.7	15.7
ROE(%)	15.8	16.1	15.3	15.0	14.4
ROIC(%)	14.3	15.5	14.6	14.0	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.5	36.6	32.6	35.0	37.5
净负债比率(%)	-51.8	-16.5	-29.8	-44.5	-59.1
流动比率	2.4	1.9	2.3	2.2	2.2
速动比率	2.1	1.2	1.7	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	6.2	6.4	6.4	6.2	6.0
应付账款周转率	2.2	2.2	2.3	2.3	1.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.66	1.83	2.02	2.26	2.49
每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	2.52	2.12	3.08	3.67
每股净资产(最新摊薄)	10.26	11.09	13.11	15.00	17.15
<b>估值比率</b>					
P/E	14.4	13.1	11.8	10.5	9.6
P/B	2.3	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.5	8.6	7.1	5.5	3.9

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

10/12

### 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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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9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