

运动营养品强势崛起, Q10 和 VD3 提价明显

投资要点

- **事件:** 公司发布员工持股计划, 通过二级市场购买(大宗交易、竞价交易等方式), 总金额不超过 5000 万元(员工自筹和控股股东借款的比例为 1:1, 不超过公司总股本的 0.63%)。员工持股共涉及不超过 85 人, 包括 6 名董监高和不超过 79 名核心员工。
- **战略布局运动营养品, 打通全产业链提高综合竞争力。** 全球保健品市场规模接近 2000 亿美元, 年复合增速超过 6%, 亚太地区增长潜力最大增速也最快。中国保健品市场规模超过 2000 亿, 但与美国相比无论是人均消费、渗透率、覆盖年龄都还有巨大的提升空间, 未来发展潜力巨大。运动营养品定位运动和健身人群, 随着健康意识提升和全面健身推广, 未来有望成为增速最快的保健品细分领域。公司重点布局运动营养品市场, 已经形成了初步的产业链, 原料端能够自产辅酶 Q10、VA、VD3 或采购其他原料从而降低成本, 生产端 Vitabest 拥有世界级的生产基地凭借规模致胜, 品牌端布局了普通保健-瘦身系列-极限运动的多层次多品牌, 市场端通过名人代言+体育赛事提升市场影响力, 销售端通过线上线下结合+跨境电商从而实现放量。通过并购整合, 运动营养品板块有望实现规模和盈利能力快速提升。
- **辅酶 Q10 有望量价齐升, VD3 提价效应逐步显现。** 1) 全球辅酶销量约为 750 吨, 保持 9.5% 的复合增速。公司是全球辅酶 Q10 龙头生产企业, 年产能超过 540 吨, 市占率接近 50%。辅酶 Q10 价格明显上涨, 从年初最低点的 150 美元/千克上涨至超过 250 美元, 有望突破 300 美元。公司有望享受辅酶 Q10 放量和提价带来的显著业绩弹性, 保守估计全年销量和价格有望提升 20%, 全年贡献净利润增至 1.8 亿。2) VD3 由于环保压力加大导致部分企业产能收缩, 6 月初从底部 69 元/千克迅速上涨至 140 元/千克, 同比提价幅度达到 33%, 未来仍将延续提价趋势或将超过上轮最高价 200 元/千克。预计 VD3 的提价效应将在下半年体现在利润中, 由于销售规模较小, 预计全年有望增厚 0.1 亿净利润。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.61 元、0.72 元、0.84 元, 对应 PE 分别为 21 倍、18 倍、15 倍。参照可比公司(VA、VD3 和保健品), 2017 年平均 PE 为 26 倍。预计公司 2017 年归母净利润增速 25%, 我们认为给予公司 2017 年 26 倍 PE 比较合理, 对应股价为 15.86 元。考虑到辅酶 Q10 提价和保健品业务高速增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 保健品销售或低于预期的风险; 辅酶 Q10 提价幅度或低于预期的风险; VA 降幅度或超出预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1662.75	2026.61	2333.37	2620.18
增长率	38.12%	21.88%	15.14%	12.29%
归属母公司净利润(百万元)	299.77	375.35	446.93	519.52
增长率	166.29%	25.21%	19.07%	16.24%
每股收益 EPS(元)	0.49	0.61	0.72	0.84
净资产收益率 ROE	13.76%	15.27%	15.79%	15.94%
PE	26	21	18	15
PB	3.60	3.19	2.77	2.41

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

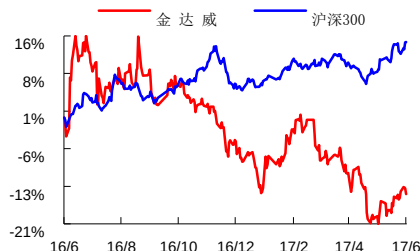
分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhuguo@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.16
流通 A 股(亿股)	5.76
52 周内股价区间(元)	12.06-17.57
总市值(亿元)	78.48
总资产(亿元)	31.54
每股净资产(元)	3.61

相关研究

1. 金达威(002626): 维生素持续提价, 保健品想象空间巨大 (2017-03-01)

目 录

1 公司概况	1
2 布局运动营养品全产业链，打开未来成长空间.....	2
3 辅酶 Q10 有望量价齐升，VD3 提价空间大	5
4 盈利预测与估值.....	8
5 风险提示	9

图目录

图 1: 公司收入增长趋势	1
图 2: 公司归母净利润增长趋势	1
图 3: 公司产品收入结构	1
图 4: 公司产品毛利结构	1
图 5: 公司产品毛利率变化趋势	2
图 6: 公司期间费率变化趋势	2
图 7: 中国保健品市场增速	2
图 8: 2015 年各国保健品人均消费比较(美元)	2
图 9: 金达威在保健品产业链的竞争优势	3
图 10: Labrada 登录中国市场	4
图 11: Prosupps 极限王者中华之战宣传海报	4
图 12: DRB 收入增长趋势	5
图 13: DRB 净利润和净利率提升趋势	5
图 14: 辅酶 Q10 销量增长趋势(吨)	5
图 15: 辅酶 Q10 原料市场规模增长趋势(亿美元)	5
图 16: 全球老龄化发展趋势	6
图 17: 全球辅酶 Q10 消费分布	6
图 18: VA 报价变化趋势	6
图 19: VD3 报价变化趋势	7

表目录

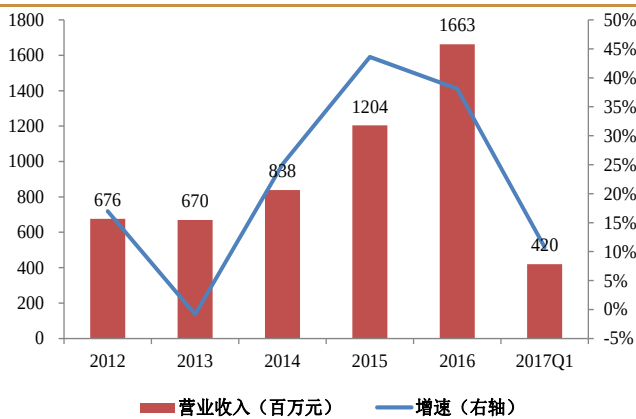
表 1: 公司旗下保健品品牌	3
表 2: 各季度 VA 报价平均值	7
表 3: 各季度 VD3 报价平均值	8
表 4: 公司主营业务收入分拆与预测(百万元)	8
表 5: 可比公司估值情况	9
附表: 财务预测与估值	10

1 公司概况

公司是全球最大的辅酶 Q10 供应商和重要的 VA 和 VD3 供应商，近年来通过外延并购从营养原料供应商向下游保健品延伸，在全球战略布局运动营养和功能性健康食品等领域。

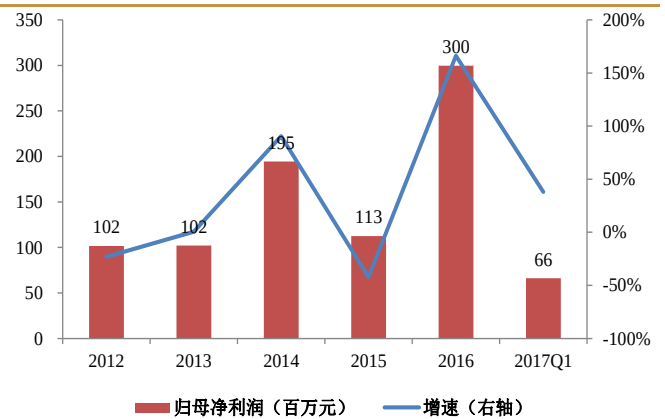
公司业绩持续保持高增长态势，收入从 2012 年的 6.8 亿增长到 2016 年的 16.6 亿，年均复合增速达 25%，归母净利润从 2012 年的 1.0 亿增长到 2016 年的 3.0 亿，年均复合增速达 31%。2017Q1 的收入和归母净利润增速分别为 11% 和 33%。

图 1：公司收入增长趋势



数据来源：西南证券

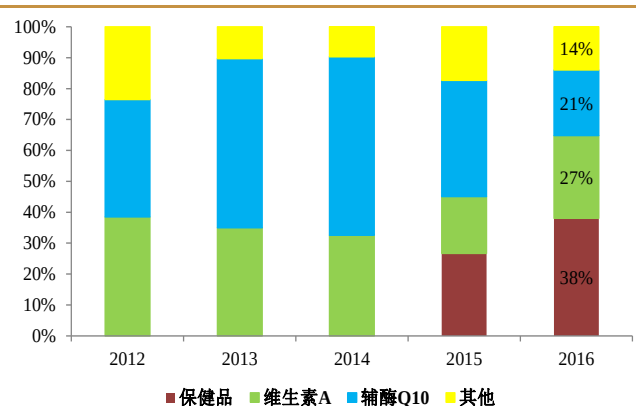
图 2：公司归母净利润增长趋势



数据来源：西南证券

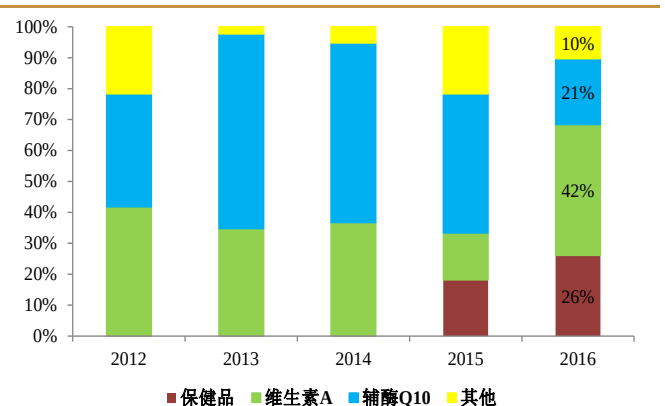
从产品结构来看，保健品通过并购整合，2016 年收入和毛利占比分别为 38% 和 26%，VA 收入和毛利占比分别为 27% 和 42%，辅酶 Q10 的收入和毛利占比均为 21%。随着公司持续加强保健品板块的布局 and 投入，预计其收入和毛利占比仍将持续提升。

图 3：公司产品收入结构



数据来源：西南证券

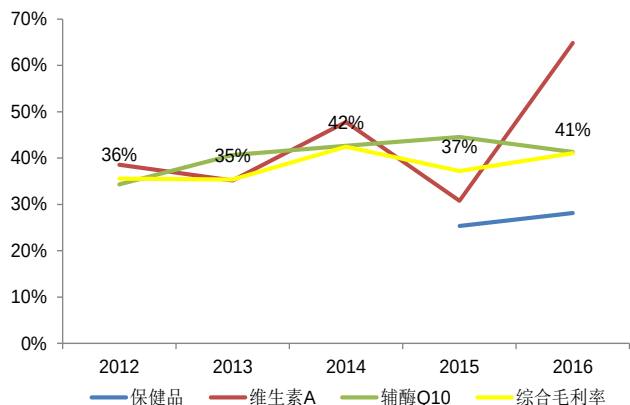
图 4：公司产品毛利结构



数据来源：西南证券

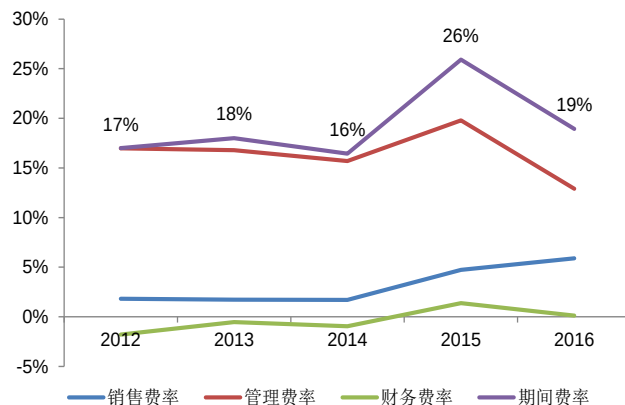
公司综合毛利率保持提升趋势，2016 年综合毛利率为 41%，同比提升 4pp，其中 VA 由于提价毛利率明显提升，保健品毛利率有所增长，辅酶 Q10 毛利率基本稳定。2016 年期间费率下降 7pp，其中管理费用率大幅度下降 7pp，销售费率提升 1pp。

图 5：公司产品毛利率变化趋势



数据来源：西南证券

图 6：公司期间费率变化趋势



数据来源：西南证券

2 布局运动营养品全产业链，打开未来成长空间

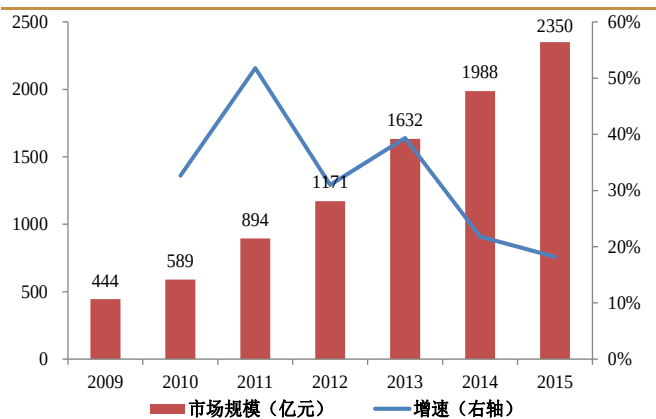
通过持续外延并购，公司从营养原料领域向下游保健品行业延伸，重点布局高端运动营养品市场。目前公司已经拥有多个知名保健品品牌，包括 DRB、VitaBest、金乐心辅酶 Q10、ProSupps、LABRADA、舞昆、恩基美等品牌进入中国市场。全球品牌、中国运作的模式有望迅速抢占中国保健品市场。

随着居民消费水平提升和老龄化发展，全球保健品市场持续增长，预计 2017 年全球市场规模将达到 2048 亿美元，增速超过 6%，其中亚太地区增速预计将超过 7%。发达国家是全球主要的保健品市场，但亚太地区增长速度快，尤其是中国和印度发展潜力巨大。

近年来中国保健品市场保持高速增长，市场规模从 2009 年的 444 亿元增长到 2015 年的 2360 亿元，2015 年增速达 18%。

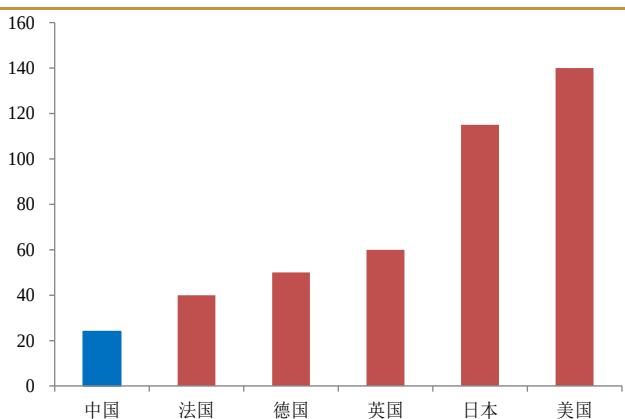
中国消费品市场仍然处于发展阶段，未来增长潜力巨大。从人均消费来看，2015 年中国保健品人均消费约为 23.8 美元，仅为美国 140 美元人均消费量的 1/5。从消费者渗透率来看，中国市场仅 20% 左右，美国市场已达到 50%。从消费者年龄来看，中国主要为老年人和婴幼儿，美国已渗透到各个年龄段。

图 7：中国保健品市场增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2015 年各国保健品人均消费比较（美元）

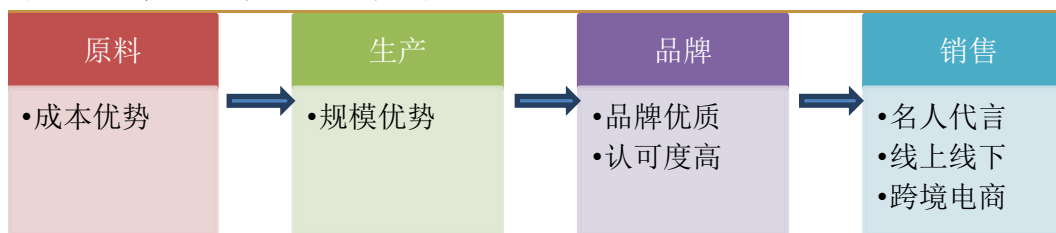


数据来源：公司公告，西南证券整理

运动营养品将会成为保健品市场增长最快的细分领域。随着生活水平提高和健康意识增强,居民对运动健身的需求持续增长,越来越多的人参与健身和户外运动,运动营养品市场也将迎来高速发展。目前全球运动营养品市场主要集中在欧美发达国家。但近年来随着中国经济水平提升和国家大力推动全民健身战略,市场有望迎来爆发。

金达威已完成运动营养品产业链的初步布局,覆盖了从原料到生产到销售的整个环节。

图 9: 金达威在保健品产业链的竞争优势



数据来源: 西南证券

- **原料:** 金达威可以提供辅酶 Q10、VA、VD3 等膳食补充剂, 凭借在国内多年的经营能够获得价格更低的原料。
- **生产:** Vitabest 收购了 Vitatech 的经营性资产。Vitatech 是北美的知名保健品生产商, 具有先进的保健品生产技术、产能空间、品牌与客户资源。Vitatech 生产能力丰富, 产能可达到 600 万千克粉剂、12 亿粒胶囊、18 亿片片剂。公司致力于将其打造成集团生产基地, 主要为已收购及合作品牌提供规模化生产, 如有充裕产能还可承接外包生产订单, 充分发挥产能和成本优势。
- **品牌:** 公司收购及合作的企业都具有极高的知名度, 在细分市场影响力大, 尤其是运动营养品更是获得了市场高度认可。

表 1: 公司旗下保健品品牌

品牌	市场定位
金乐心	国内辅酶 Q10 市场教育的先行者, 西甲官方指定营养品, 产品质量高标准
DRB	美国亚马逊、iHerb 等网站上整合镁、辅酶 Q10、氨糖软骨素销售最高的品牌
Labrada	美国运动营养领域最值得信赖的品牌, 健康营养产品的市场领导者, 聚焦专业健身和大众瘦身, 包括即饮饮料、蛋白质奶昔、粉剂和运动表现系列产品
ProSupps	美国销量增速最快的运动营养品品牌, 品牌定位于极限、热血、精准定位、年轻化, 产品针对运动员和健身爱好者, 并成功延伸到大众化市场
舞昆	合作方舞昆是日本的天然食品王国, 开发出了革新性的酵素产品, 因其高活性、低热量、易吸收三大优势, 得到明星、商界及大众的热爱与好评, 是日本知名的天然食品品牌
恩基美	日本的新一代专利酵素, 具有小分子、耐高温、抗酸强、低热量的特性, 具有提高免疫力、美容养颜、减肥瘦身等功效,

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

- **市场:** 名人宣传+体育赛事迅速提升知名度。各大品牌都邀请了名人宣传, 快速提升市场影响力。公司还通过参与体育赛事, 将体育运动精神融入运动营养品牌。如金乐心辅酶 Q10 与西甲联赛合作成为官方指定用品, 金达威体育与国家体育总局冬季运动管理中心合作获得了 2016-2022 年期间国内冬季运动赛事的商务推广。

- **销售：**线上线下齐发力，海外通过亚马逊、iHerb 等知名电商品牌，国内入驻天猫、京东。另外还通过参股网营科技、卡路里电商平台，通过跨境电商渠道将海外品牌引入国内，有助于实现快速放量。

在高端运动营养品领域，公司已经搭建了普通保健、瘦身系列、极限运动的各类品牌。

- **普通保健：**以 DRB 和金乐心为代表。DRB 致力于科学营养，旗下拥有辅酶 Q10、硫酸软骨素、腺苷蛋氨酸、螯合镁等营养补充剂，在亚马逊、iHerb 等网站的销售排名靠前。金乐心辅酶 Q10 开发了保护心脏的益心系列、女性美容的益颜系列、预防亚健康健康的益元系列、运动健身保健的益健系列等多个领域，并与西甲联赛达成合作协议进行推广。另外还有日本酵素品牌舞昆和恩基美等。
- **瘦身系列：**Labrada 主要布局大众瘦身和专业瘦身市场。创始人 Lee Labrada 是全球健美先生、健身界的传奇人物，曾经荣获 22 项健美殊荣、入驻健美名人堂。Labrada 拥有最好的健身及营养专家和世界级运动员建立专属团队，开发了完整的塑身营养产品，覆盖专业健身和大众健身两大市场。LABRADA 以其专业优质、口感美味的健身营养品风靡欧美塑身瘦身市场，畅销全球 50 多个国家和地区，是欧美各大健身房和超市的热卖品牌。
- **极限运动：**Prosupps 秉承“爱至极限，练到精准”的理念，崇尚极限运动。通过精准时间控制和精准能量补充，追求终极力量、极限体能和极致身材。旗下的知名品牌 Mr. Hyde 风靡全球热血运动。刚进入中国市场就在全中国启动了“极限王者中华之战”，吸引全国运动爱好者纷纷参赛角逐极限运动王者称号。

图 10: Labrada 登录中国市场



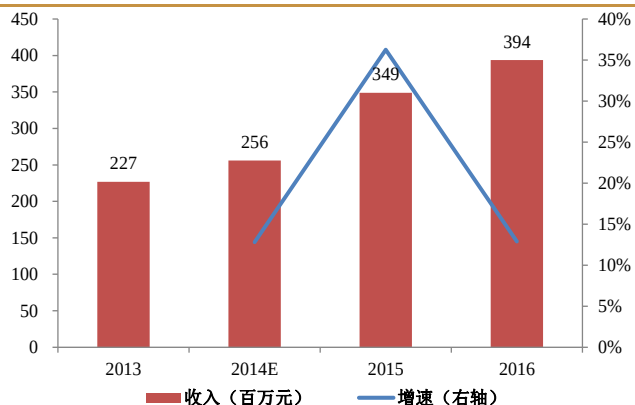
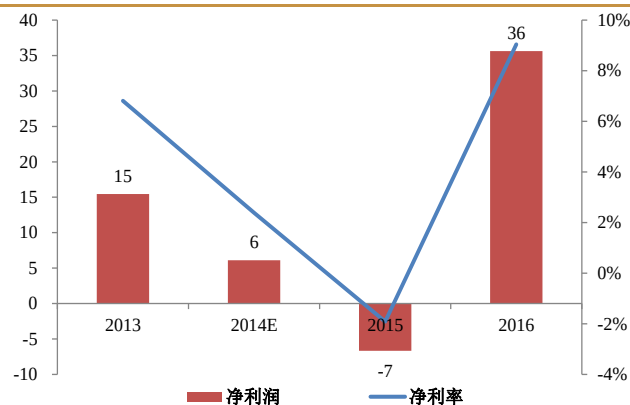
数据来源：公司网站，西南证券整理

图 11: Prosupps 极限王者中华之战宣传海报



数据来源：公司网站，西南证券整理

公司通过并购整合，有望迅速切入运动营养品领域抢占市场份额。以 DRB 为例，公司收购完成后无论是收入还是净利率都有明显提升。随着 DRB 加大中国市场开发力度和生产端成本控制，未来收入和盈利能力都将持续提升。

图 12: DRB 收入增长趋势

图 13: DRB 净利润和净利率提升趋势


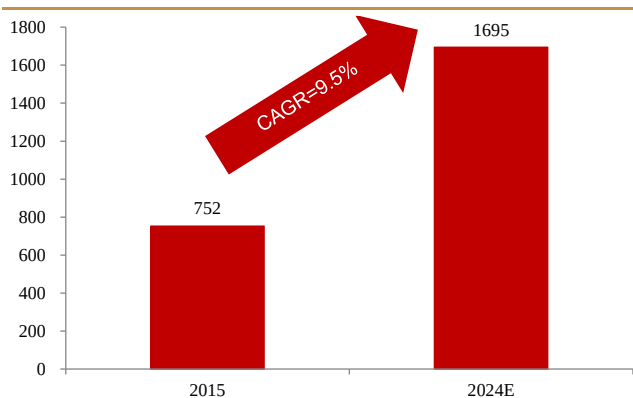
数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2014 年数据为根据前三季报推算全年数据）

3 辅酶 Q10 有望量价齐升，VD3 提价空间大

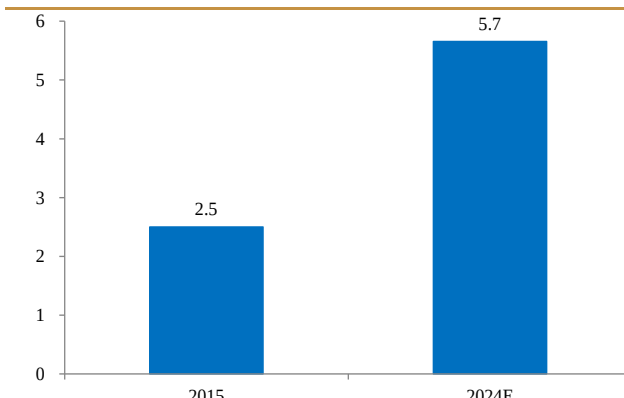
➤ 辅酶 Q10

辅酶 Q10 是一种代谢激活剂，能激活细胞呼吸，加速细胞制造能量，是细胞自身产生的天然抗氧化剂，具有强抗氧化作用，同时具有免疫增强作用。辅酶 Q10 在心脏保健、抗衰老、抗疲劳和提高免疫力等方面具有良好的效果，在发达国家广泛应用于心脑血管保健。

Grand View Research 发布的研究报告显示 2015 年辅酶 Q10 的供应量为 752 吨，预计未来将保持 9.5% 的复合增速，2024 年供应量将增长到 1695 吨。北美辅酶 Q10 协会主席表示当前辅酶 Q10 原料的市场规模约为 2.5 亿美元，如价格不变市场规模按照 9.5% 的复合增速测算，2024 年有望达到 5.7 亿美元。

图 14: 辅酶 Q10 销量增长趋势 (吨)


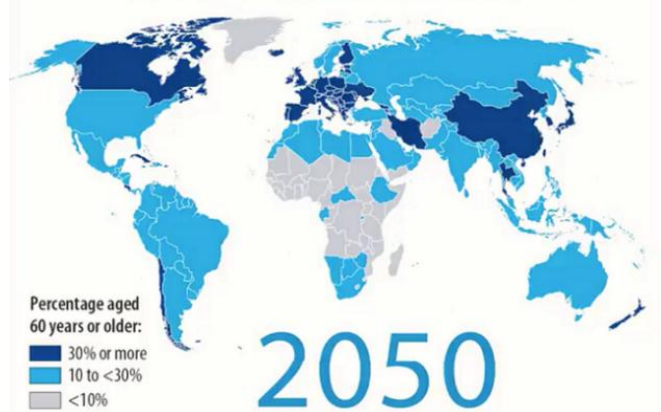
数据来源：Grand View Research，西南证券整理

图 15: 辅酶 Q10 原料市场规模增长趋势 (亿美元)


数据来源：北美辅酶 Q10 协会，西南证券整理

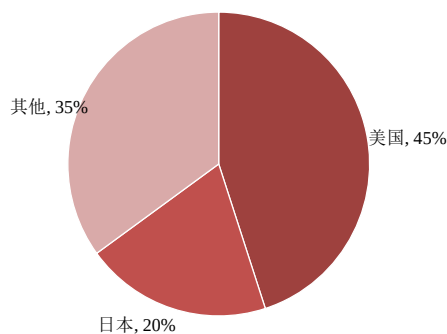
辅酶 Q10 市场的主要增长来自于：1) 全球老龄化加快，因为人体内的辅酶 Q10 水平会随着年龄增长而下降，全球会有越来越多的老年人需要补充辅酶 Q10；2) 心血管慢性病患者增加，因为辅酶 Q10 的能量生成机制使得其广泛应用于心脏保健，心血管患者人群增加将进一步扩大辅酶 Q10 的目标人群；3) 使用范围扩大，如辅酶 Q10 应用在化妆品中能够发挥明显的皮肤保健作用；4) 受益人群扩大，目前辅酶 Q10 绝大多数都在发达国家使用，其中美国和日本消费占比分别为 45% 和 20%，未来有望扩大到全球其他国家。

图 16: 全球老龄化发展趋势



数据来源: WHO, 西南证券整理

图 17: 全球辅酶 Q10 消费分布



数据来源: Grand View Research, 西南证券整理

中国是全球最大的辅酶 Q10 原料出口国。金达威是全球最大的辅酶 Q10 供应商, 当前年峰值产能超过 500 吨, 市占率约为 50%。其他主要生产企业包括神州生物、新和成、丽珠、浙江医药等, 市占率一般在 10% 左右不等。

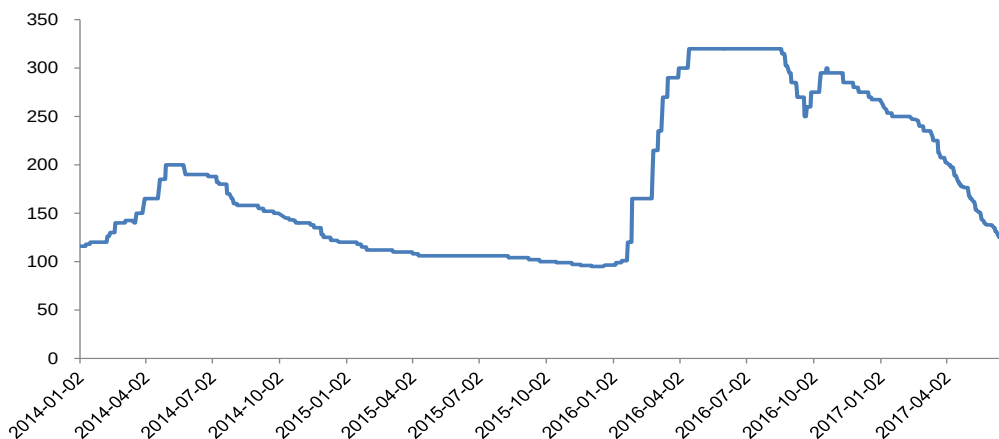
辅酶 Q10 经历 2016 年的降价之后有所反弹。2016Q1 报价约为 200 美元/kg, 2017 年初最低价格到达 150 美元/千克, 此后价格明显反弹, 最新报价已超过 250 美元/千克, 预计价格仍有持续上涨空间, 有望突破 300 美元/千克。随着价格上涨和销量提升, 我们估计辅酶 Q10 有望迎来量价齐升, 假设销量和价格均提升 20%, 全年贡献净利润有望从 2016 年的 0.7 亿提升至约 1.8 亿, 显著增厚公司业绩。

➤ VA

在 VA 和 VD3 市场上, 公司不具备市场定价权, 主要是随行就市。VA 基本锁定全年收益, VD3 有望享受提价带来的业绩弹性。

本轮 VA 价格从 2016 年初开始提价, 2016 年 4-6 月达到最高峰, 最高涨幅超过 220%, 之后价格出现下滑。目前 VA 报价为 123.5 元/千克, 同比下滑 61%。当前报价接近上轮周期最低价 100 元/千克, 而且国外企业的 VA 售价也在 120 元/千克左右, 估计向下空间不大。

图 18: VA 报价变化趋势



数据来源: Wind, 西南证券

从报价到实际成交最后再完成销售确认收入需要一定的时间, 大概在 3 个月左右。因此 2017 年的产品销售价格实际上是按照 2016Q4-2017Q3 的报价。2016Q4 和 2017Q1 的价格虽然有所下滑, 但同比分别提价 192% 和 25%, 也就意味着上半年仍能给公司带来显著的业绩弹性。假设 2017Q3 的平均报价维持在 100 元左右, 则 2017 年平均报价约为 197 元, 2016 年平均报价为 227 元, 同比下降幅度仅 15%。

因此我们认为 VA 全年价格降幅不大, 估计 2017H1 平均销售价格仍然有明显涨幅, 能够提前锁定收益。参照 VA 全行业出口数量和价格, 估计 VA 销量下降 10%, 平均价格降幅在 20% 左右, 全年有望贡献约 0.8 亿净利润。

表 2: 各季度 VA 报价平均值

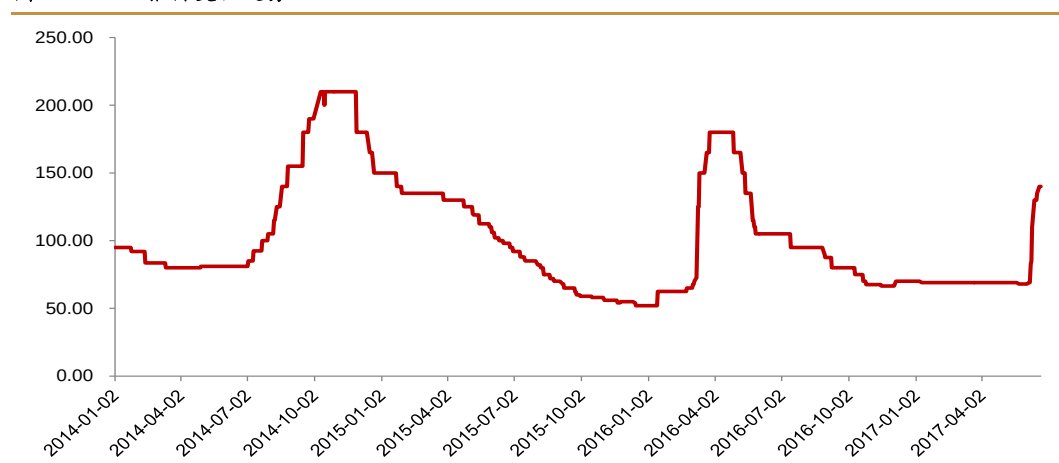
时间	报价平均值	变化幅度
2015Q4	97.21	
2016Q1	191.36	
2016Q2	317.62	
2016Q3	301.89	
2016Q4	283.52	192%
2017Q1	238.90	25%
2017Q2	156.84	-51%

数据来源: wind, 西南证券整理

➤ VD3

近期 VD3 价格大涨, 6 月 7 日开始提价, 不到 1 个月时间, 从底部 69 元/千克迅速上涨至 140 元/千克, 同比提价幅度达到 33%。此轮 VD3 提价的主要原因估计在于环保压力加大导致部分企业产能收缩, 预计未来将延续提价趋势。

图 19: VD3 报价变化趋势



数据来源: Wind, 西南证券

随着报价持续上涨, 预计 2017Q4 公司有望享受 VD3 提价带来的业绩增厚。全年提价幅度有望达到 50% 左右, 由于 VD3 销售规模较小, 全年有望新增约 0.1 亿净利润。

表 3：各季度 VD3 报价平均值

时间	报价平均值	变化幅度
2015Q4	55.57	
2016Q1	89.81	
2016Q2	139.05	
2016Q3	91.86	
2016Q4	69.32	25%
2017Q1	69.07	-23%
2017Q2	79.63	-43%

数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，综合考虑对 2017-2019 年主营业务的增长情况判断如下：

假设一：保健品子公司 DRB（2016 年 6 月起持股比例从 49.6%提升至 96.11%）和 Vitabest 的随着市场扩张，保持 15%的销量增长；

假设二：辅酶 Q10 市场行情回暖，预计 2017-2019 年期间的销量增速分别为 30%、15%、10%，2017 年价格提升 20%，2018-2019 年价格保持稳定；

假设三：2017 年 VA 平均价格降低 20%；

假设四：随着销售推广力度加大，销售费率会有所提升，预计 2017-2019 年销售费率分别为 6.5%、6.5%、7.0%。

表 4：公司主营业务收入分拆与预测（百万元）

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
营业收入	1203.8	1662.8	2026.6	2333.4	2620.2
Yoy	43.6%	38.1%	21.9%	15.1%	12.3%
毛利率	37.2%	41.0%	41.2%	41.1%	42.0%
保健品					
收入	321.3	632.4	930.0	1069.5	1229.9
Yoy		96.8%	47.1%	15.0%	15.0%
毛利率	25.3%	28.2%	35.0%	38.0%	40.0%
维生素 A					
收入	220.6	444.8	311.4	373.7	411.0
Yoy	-19.2%	101.6%	-30.0%	20.0%	10.0%
毛利率	30.8%	64.8%	50.0%	40.0%	40.0%
辅酶 Q10					
收入	453.1	352.9	529.3	608.7	669.6
Yoy	-6.37%	-22.11%	50.00%	15.00%	10.00%

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	44.52%	41.27%	50.00%	50.00%	50.00%
其他					
收入	208.9	232.7	256.0	281.6	309.7
Yoy	157.14%	11.42%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	46.53%	30.22%	35.00%	35.00%	35.00%

数据来源: wind、西南证券

综合分析,我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.7 亿、4.5 亿、5.2 亿,增速分别为 25%、19%、16%,对应 PE 分别为 21 倍、18 倍、15 倍。

参照可比公司(VA、VD3 和保健品),2017 年平均 PE 为 26 倍。预计公司 2017 年归母净利润增速 25%,我们认为给予公司 2017 年 26 倍 PE 比较合理,对应股价为 15.86 元,维持“买入”评级。

表 5: 可比公司估值情况

代码	证券简称	最新收盘价	总市值(亿元)	市盈率 PE		
				TTM	17E	18E
002001.SZ	新和成	18.45	201	16	20	16
300401.SZ	花园生物	34.45	62	104	44	32
600216.SH	浙江医药	9.93	96	23	15	11
300146.SZ	汤臣倍健	11.78	173	29	26	23

数据来源: wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 保健品销售或低于预期的风险;
- 辅酶 Q10 提价幅度或低于预期的风险;
- VA 降幅幅度或超出预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1662.75	2026.61	2333.37	2620.18	净利润	300.06	375.72	447.36	520.03
营业成本	980.33	1191.19	1374.62	1520.64	折旧与摊销	91.95	71.92	73.53	75.45
营业税金及附加	15.37	15.41	18.35	20.98	财务费用	2.14	4.05	4.67	5.24
销售费用	98.17	131.73	151.67	183.41	资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	214.61	243.19	256.67	275.12	经营营运资本变动	-120.67	-99.27	-102.11	-81.76
财务费用	2.14	4.05	4.67	5.24	其他	100.72	-1.26	-6.65	3.53
资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	374.05	351.16	416.81	522.49
投资收益	-2.46	0.00	0.00	0.00	资本支出	-266.41	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-205.78	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-472.18	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	349.83	441.03	527.39	614.79	短期借款	-648.23	-7.75	0.00	0.00
其他非经营损益	13.29	9.95	10.44	10.75	长期借款	90.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	363.11	450.98	537.83	625.54	股权融资	647.41	0.00	0.00	0.00
所得税	63.05	75.26	90.47	105.51	支付股利	0.00	-59.95	-75.07	-89.39
净利润	300.06	375.72	447.36	520.03	其他	438.88	-287.01	-4.67	-5.24
少数股东损益	0.29	0.37	0.44	0.51	筹资活动现金流净额	528.70	-354.71	-79.74	-94.63
归属母公司股东净利润	299.77	375.35	446.93	519.52	现金流量净额	436.38	-53.54	287.07	377.87
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	840.60	787.06	1074.12	1451.99	成长能力				
应收和预付款项	310.71	411.53	472.53	522.62	销售收入增长率	38.12%	21.88%	15.14%	12.29%
存货	287.71	352.99	415.32	456.11	营业利润增长率	180.03%	26.07%	19.58%	16.57%
其他流动资产	84.39	102.86	118.43	132.99	净利润增长率	172.82%	25.21%	19.07%	16.24%
长期股权投资	27.75	27.75	27.75	27.75	EBITDA 增长率	106.99%	16.46%	17.13%	14.84%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	544.64	552.67	559.10	563.60	毛利率	41.04%	41.22%	41.09%	41.96%
无形资产和开发支出	888.79	861.38	833.96	806.55	三费率	18.94%	18.70%	17.70%	17.70%
其他非流动资产	116.26	113.72	111.19	108.65	净利率	18.05%	18.54%	19.17%	19.85%
资产总计	3100.86	3209.95	3612.40	4070.26	ROE	13.76%	15.27%	15.79%	15.94%
短期借款	57.75	50.00	50.00	50.00	ROA	9.68%	11.70%	12.38%	12.78%
应付和预收款项	149.37	227.56	252.63	275.80	ROIC	14.57%	17.41%	19.68%	21.94%
长期借款	379.63	379.63	379.63	379.63	EBITDA/销售收入	26.70%	25.51%	25.95%	26.54%
其他负债	334.18	92.66	97.74	101.79	营运能力				
负债合计	920.93	749.85	780.01	807.22	总资产周转率	0.57	0.64	0.68	0.68
股本	616.48	616.48	616.48	616.48	固定资产周转率	3.02	3.84	4.48	5.05
资本公积	885.28	885.28	885.28	885.28	应收账款周转率	7.25	7.20	6.74	6.73
留存收益	627.62	943.01	1314.87	1745.00	存货周转率	3.28	3.61	3.53	3.46
归属母公司股东权益	2164.98	2444.78	2816.63	3246.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.27%	—	—	—
少数股东权益	14.95	15.32	15.76	16.27	资本结构				
股东权益合计	2179.93	2460.10	2832.39	3263.04	资产负债率	29.70%	23.36%	21.59%	19.83%
负债和股东权益合计	3100.86	3209.95	3612.40	4070.26	带息债务/总负债	47.49%	57.30%	55.08%	53.22%
					流动比率	3.16	5.33	6.11	6.97
					速动比率	2.57	4.19	4.89	5.73
					股利支付率	0.00%	15.97%	16.80%	17.21%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.61	0.72	0.84
					每股净资产	3.54	3.99	4.59	5.29
					每股经营现金	0.61	0.57	0.68	0.85
					每股股利	0.00	0.10	0.12	0.14
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	443.92	517.01	605.59	695.48					
PE	26.18	20.91	17.56	15.11					
PB	3.60	3.19	2.77	2.41					
PS	4.72	3.87	3.36	3.00					
EV/EBITDA	17.12	14.31	11.74	9.68					
股息率	0.00%	0.76%	0.96%	1.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn