

2020年06月30日

证券研究报告·公司研究报告

飞科电器 (603868) 家用电器

持有 (首次)

当前价: 48.43 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

蓄势待发, 品类横向拓展有望突破增长瓶颈

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司以电动剃须刀起家, 成长为个护小家电龙头, 2018年线上零售量市场份额为51%, 居业内第一。电商红利逐渐消失、品牌调整以及渠道改革导致公司业绩承压。公司围绕小家电进行了同心多品类拓展, 虽然渠道改革短期拉低了公司业绩, 但长期来看渠道改革成效将在新品类推广过程中逐步显现。
- **个护小家电具备广阔成长空间, 电动剃须刀进入量稳质升阶段。** 我国个护小家电渗透率低, 2016年每百户家庭仅拥有30台个护小家电, 而美国每百户家庭拥有354台个护小家电, 对标美国成长空间大。电动剃须刀在个护电器中占比80%, 由于发展时间长, 目前已进入量稳质升阶段, 增长点在于技术升级带来的存量市场挖掘。公司的技术发展能否同居民消费品质提升保持同步将是公司能否制胜的关键。
- **研发设计+品牌营销, 打造核心竞争力。** 公司在2000年仿制出第一款双头旋转剃须刀, 并且不断进行产品的迭代升级。近三年来公司研发费用连续增长, 2019年研发费用同比增长60.51%, 研发费用率达2.26%。此外, 公司抓住了传统媒体发展机遇, 从2001年开始就投入大量资金在央视黄金时间段打广告, 高销售费用投入使公司提前抢占市场。公司凭借研发设计能力和品牌营销能力迅速抢占中低端市场实现了高速发展。随着电动剃须刀进入量稳质升阶段, 公司在2016年推出了防御性子品牌博锐, 主打低端市场, 在博锐的托底下飞科进行转型升级以适应行业新趋势。
- **品类拓展, 协同效应凸显。** 2020年公司有望推出电动牙刷, 由于目前电动牙刷在我国处于发展初期, 市场被国外高端品牌占领, 电动牙刷的推出有望依靠高性价比复制电动剃须刀的成功之路, 驱动业绩进一步增长。2020年3月公司公告称将通过入股纯米科技进入厨电领域, 一方面, 厨电是小家电行业中规模最大的子领域, 具备增长潜力; 另一方面, 纯米科技可以将智能化经验赋能给公司现有品类, 实现协同发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.63元、1.71元、1.86元, 未来三年归母净利润将保持5.6%的复合增长率。鉴于公司积极拓展产品品类, 渠道调整近尾声, 改革成效逐步显现, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧、新品拓展或不及预期、渠道改革成效或不及预期。

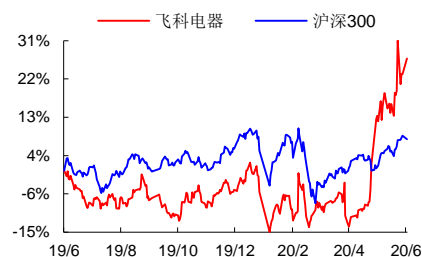
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3759.37	3840.66	4087.69	4463.01
增长率	-5.46%	2.16%	6.43%	9.18%
归属母公司净利润(百万元)	685.82	708.21	746.50	808.50
增长率	-18.83%	3.26%	5.41%	8.31%
每股收益EPS(元)	1.57	1.63	1.71	1.86
净资产收益率ROE	25.99%	21.16%	18.24%	16.49%
PE	31	30	28	26
PB	8.02	6.32	5.17	4.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@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)	4.36
流通A股(亿股)	4.36
52周内股价区间(元)	33.44-50.04
总市值(亿元)	210.96
总资产(亿元)	33.33
每股净资产(元)	6.33

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：飞科的成功与困境	1
2 行业分析：个人护理小家电行业成长空间广阔	3
2.1 个护行业成长具备确定性	3
2.2 剃须刀行业双寡头垄断，格局稳定	4
3 渠道改革服务品类拓展，新的业绩增长点将兑现	5
3.1 研发设计脱离低端市场，双品牌运营强势宣传	5
3.2 自主+外包管控成本，轻资产运营贡献高 ROE.....	6
3.3 品类拓展焕发新活力	6
3.4 渠道调整，为品类拓展奠定基础	7
4 盈利预测与估值	7
4.1 盈利预测	7
4.2 相对估值	8
5 风险提示	8

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主营业务及产品.....	1
图 3: 公司 2019 年主营业务结构情况.....	2
图 4: 公司 2019 年主营业务毛利占比情况.....	2
图 5: 公司 2011 年以来营业收入 (亿元) 及增速.....	2
图 6: 公司 2011 年以来归母净利润 (亿元) 及增速.....	2
图 7: 2013-2018 分渠道营收 (亿元) 及增速.....	3
图 8: 公司 2011 年以来主营产品营收 (亿元) 及增速.....	3
图 9: 2014 年、2018 年小家电行业规模 (亿元).....	3
图 10: 2016 年每百户家庭拥有个护小家电数量 (台/百户).....	3
图 11: 主要个护电器规模 (亿元) 及增速.....	4
图 12: 2018 年电动剃须刀线上零售量市场份额.....	4
图 13: 2018 年电动剃须刀线下零售量市场份额.....	4
图 14: 公司期间费用率.....	5
图 15: 博锐和飞科产品价格区间 (元).....	5
图 16: 2011 年-2019 年公司销售费用率 (%).....	6
图 17: 电动剃须刀外包生产数量占总产量的比例.....	6

表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率.....	7
表 2: 可比公司估值.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

1 公司概况：飞科的成功与困境

1999年，公司前身“永嘉县飞科电器有限公司”在浙江温州成立，主营电动剃须刀业务，公司是国内首家推出电动剃须刀产品的国产企业。公司定位中低端，通过大规模的广告投入迅速打开市场，2008年营收突破10亿元，2016年公司于上交所主板上市。为了降低业务过度集中的风险，2016年公司业务拓展至生活电器领域。目前，公司业务涉及个护电器、生活电器和电工电器三大板块，个护电器中的电动剃须刀和电吹风一直是公司的主要营收来源。

图 1：公司发展历程



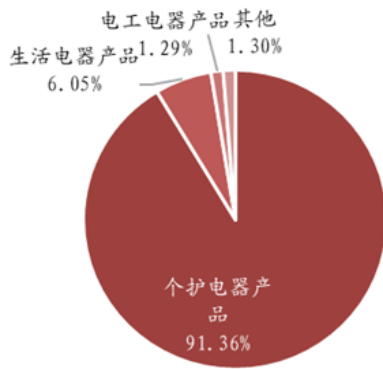
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司主营业务及产品

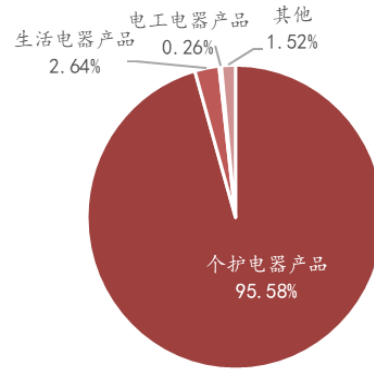


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司收入主要来自个护电器，占比 91.4%，其中电动剃须刀占比 64.7%，电吹风占比 17.6%。由于毛利率高，个护电器贡献 95.6%毛利，其中电动剃须刀占比 75.4%；电吹风占比 13.8%。电工电器毛利率较低，导致贡献毛利较少。

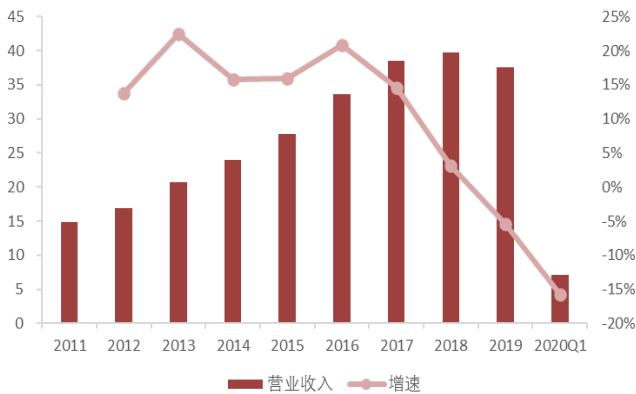
图 3：公司 2019 年主营业务结构情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

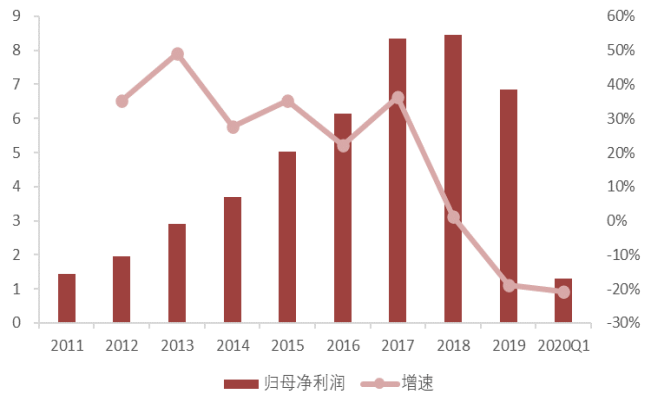
图 4：公司 2019 年主营业务毛利占比情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司业绩状况：近十年，随着居民消费水平的提高，小家电行业快速增长，飞科电器享受行业增长红利得到了快速发展。2011 年至 2017 年，公司营业收入从 14.9 亿元增长到 38.5 亿元，复合增长率为 14.6%。2018 年开始公司增速放缓，受渠道和品牌调整影响，2019 年公司营收和净利负增长。2019 年公司实现营业收入 37.6 亿元，同比下降 5.5%；实现归母净利润 6.9 亿元，同比下降 18.8%。

图 5：公司 2011 年以来营业收入（亿元）及增速


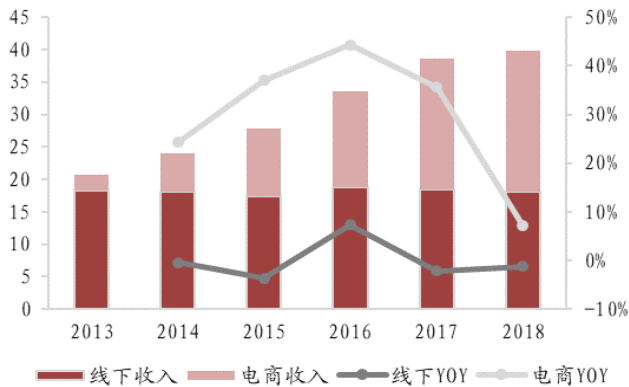
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2011 年以来归母净利润（亿元）及增速


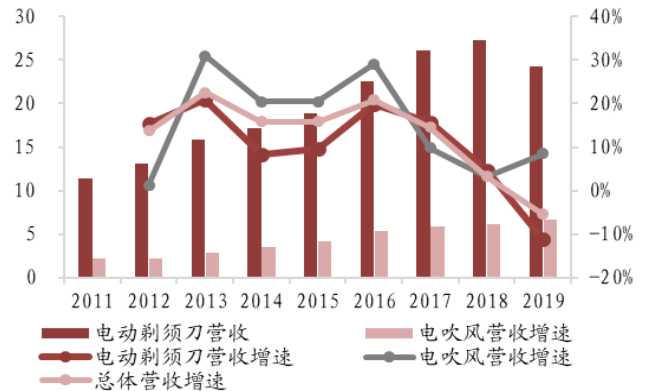
数据来源：公司公告，西南证券整理

分渠道看，传统销售渠道陷入增长瓶颈，电商渠道红利驱动业绩快速增长。近年来传统线下渠道营收基本持平，没有显著增长。由于公司提前布局了线上渠道，享受了电商发展红利，带动公司业务快速增长。2015-2017 年，公司电商渠道营收增速维持在 30% 以上。随着电商红利的消退，电商渠道营收增速放缓，2018 年电商渠道营收增速为 7.1%。

分产品看，电动剃须刀产品驱动业绩快速增长。电动剃须刀是公司最主要的产品。随着人均消费水平的提高，电动剃须刀保有量提升，公司电动剃须刀产品量价齐升，营收连续几年实现高速增长，2016 年公司电动剃须刀营业收入增速达 19.9%。随着行业竞争加剧，2017 年后公司传统品类业绩承压，受渠道调整和削减子品牌博锐的品类和型号的影响，2019 年电动剃须刀产品营收同比下滑 11.1%。公司以往的业绩驱动力减弱，电商红利减退和电动剃须刀品类增长减速共同作用下，2018 年公司营收增速放缓，2019 年营收负增长。

图 7: 2013-2018 分渠道营收 (亿元) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司 2011 年以来主营产品营收 (亿元) 及增速


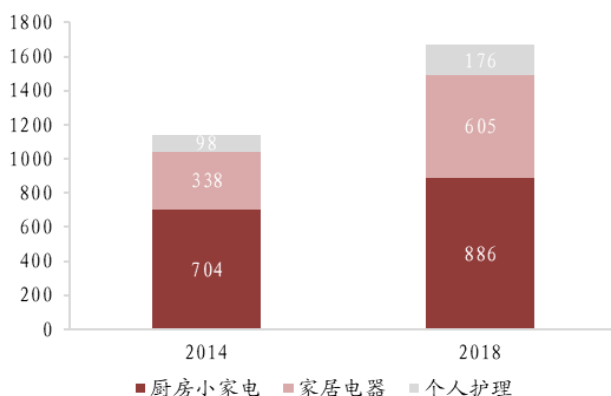
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 行业分析: 个人护理小家电行业成长空间广阔

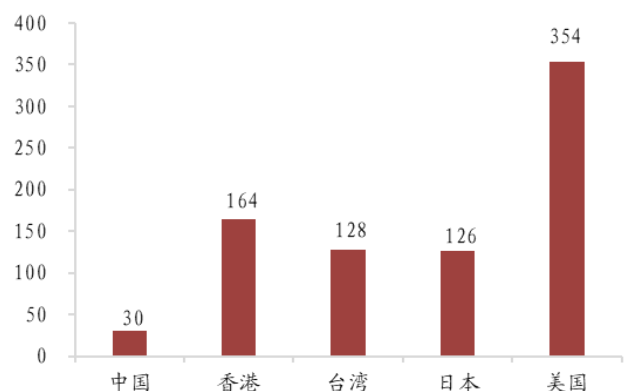
2.1 个护行业成长具备确定性

小家电中的个人护理行业处于发展初期, 人均保有量低。对标海外发展较成熟的市场, 我国小家电行业仍处于发展初期, 我国小家电品类不到 100 种, 约为欧美发达国家品类数量的 1/2; 家庭平均拥有小家电不到 10 件, 而欧美国家每户拥有 20-30 件, 可见小家电行业具备较大成长空间。

按照使用功能, 小家电可分为厨房电器、家居电器和个人护理电器三类, 2018 年我国小家电市场规模达 1667 亿元, 其中个护电器占比 10.56%, 规模达 176 亿元。目前, 个护电器在我国的渗透率低, 2016 年我国每百户家庭仅拥有 30 台个护小家电, 而美国每百户家庭拥有 354 台个护小家电。随着居民可支配收入的提高和消费需求向品质型需求转变, 将催生更多个护电器需求, 预计未来个人护理行业将会持续增长。

图 9: 2014 年、2018 年小家电行业规模 (亿元)


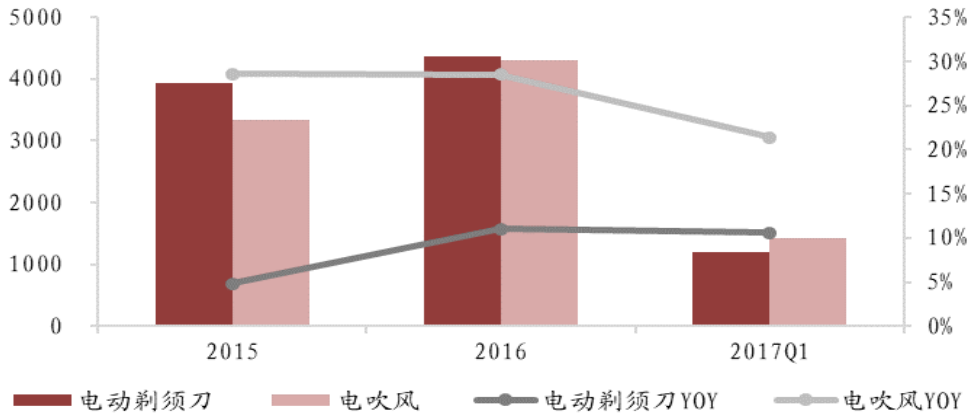
数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

图 10: 2016 年每百户家庭拥有个护小家电数量 (台/百户)


数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

剃须刀行业进入量稳质升阶段。国内企业从上世纪 80 年代就开始进入电动剃须刀行业，目前剃须刀占据个人护理电器行业 80% 的份额，属于普及率较高的产品。中怡康零售监测数据显示，2016 年中国电动剃须刀零售量为 4370.1 万台，同比增长 11.0%，零售额为 71.5 亿元，同比下降 0.3%。

图 11：主要个护电器规模（亿元）及增速

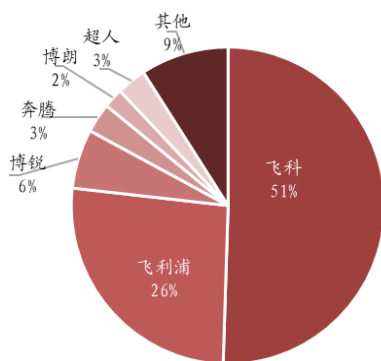


数据来源：中怡康，西南证券整理

2.2 剃须刀行业双寡头垄断，格局稳定

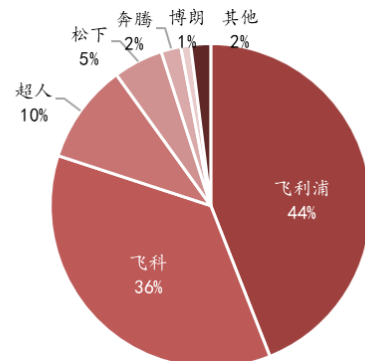
市场集中度高，马太效应显现。飞利浦与飞科电器是电动剃须刀市场市占率最高的两个品牌，无论是线上还是线下渠道，CR2 合计占比约 80%。飞利浦在上世纪 90 年代进入中国市场，凭借技术优势积累了较高的知名度；飞科电器是国内个人护理行业龙头，近年来凭借电商渠道实现了高速发展。据中怡康数据显示，2018 年飞科/飞利浦线上零售量市占率分别为 51%/26%，线下零售量市占率分别为 36%/44%。

图 12：2018 年电动剃须刀线上零售量市场份额



数据来源：中怡康，西南证券整理

图 13：2018 年电动剃须刀线下零售量市场份额



数据来源：中怡康，西南证券整理

外资品牌占据高端市场，国内本土品牌集中于中低端市场，竞争激烈。由于存在较高的技术门槛，飞利浦、松下、博朗等外资品牌单位售价高，牢牢霸占产品单价在 300 元以上的高端市场。飞科、奔腾、超人等国内品牌主要在中低价格段位进行价格竞争。

3 渠道改革服务品类拓展，新的业绩增长点将兑现

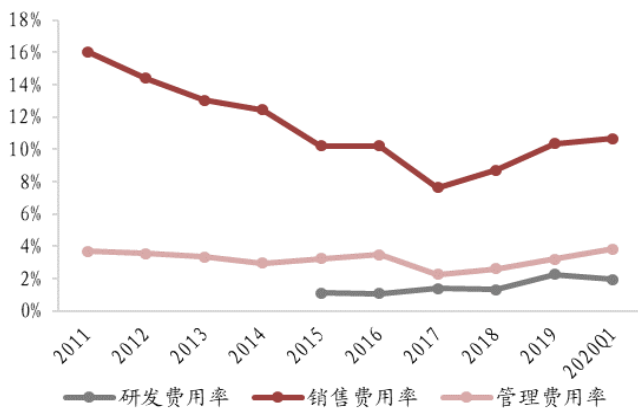
3.1 研发设计脱离低端市场，双品牌运营强势宣传

瞄准价格空档，技术脱离低端。在国内剃须刀行业初创期，技术格局两级分化。飞利浦、松下大品牌掌握高端技术，凭借技术优势产品实现高定价，而一些本土品牌由于缺乏技术，只能在低端市场开展价格战。飞科在成立之初便瞄准了中间价格空档，2000年仿制出国产第一款双头旋转剃须刀，是第一家冲出低端竞争红海的本土企业。中低端的定位在兼顾了品质要求的同时，相对海外高端品牌而言更符合当前我国居民的消费水平情况，能依靠先发优势快速抢占市场。我们认为，虽然居民人均收入持续提高，但与发达国家仍存在一定差距，低端高端转变的过渡期将长期存在，飞科电器将持续受益。公司的技术发展能否同居民消费品质提升保持相同的节奏将是飞科电器能否制胜的关键。

双品牌运营，博锐进行价格防御，飞科顺应行业趋势转型。随着电动剃须刀行业进入量稳质升阶段，飞科开始进行战略升级。2016年公司推出防御性子品牌“POREE 博锐”，主打中低端市场，承接99元以下的产品。“FLYCO 飞科”主打中高端市场，进行产品功能升级。2019年公司重新规划和调整了博锐品牌部分产品品类和型号，突出其年轻化和极致性价比的市场定位。根据中怡康统计数据，公司“FLYCO 飞科”品牌电动剃须刀2019年度线上/线下市场零售量占比分别为46.15%/39.15%，子品牌博锐电动剃须刀2019年度线上/线下市场零售量占比分别为5.30%/0.23%。由于技术升级是公司下一步致胜的关键，近三年来研发费用连续增长，2019年研发费用同比增长60.51%，研发费用率达2.26%。

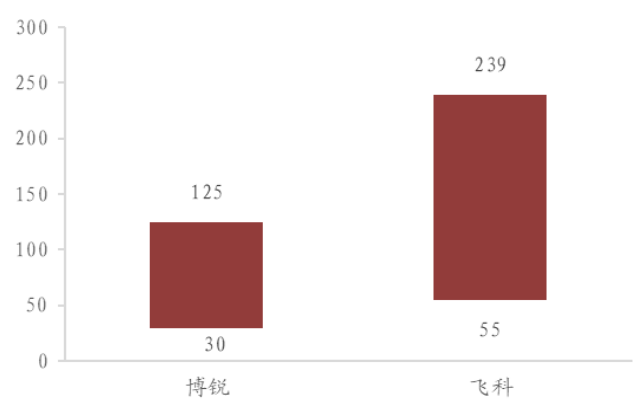
抓住传统媒体机遇，强势宣传抢占市场。公司创立之初主要通过义乌的批发市场销售产品，需要中间的代理商来连接工厂和消费者。2001年公司开始开拓面向消费者的终端渠道，结合产品中低端的特性，选择连锁超市作为主要布局方向。公司随后在2002年公司投入500万元在中央五台打广告以打开品牌知名度，塑造了高性价比的品牌形象，此后一直维持了较高的销售费用投入，在全国性主流电视频道通过高频率高密度的硬广投放、电视栏目冠名或内容合作等方式进行强势的广告宣传推广。近年来随着营销重心向电商渠道倾斜，公司减少了传统媒体广告投放力度，加大互联网营销，销售费用率有所下降，但仍维持在10%以上。由于早期高额的销售费用投入，飞科品牌形象深入人心，抢占了国内市场，我们认为品牌优势是其发展电动剃须刀业务最核心的优势。

图 14：公司期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：博锐和飞科产品价格区间（元）



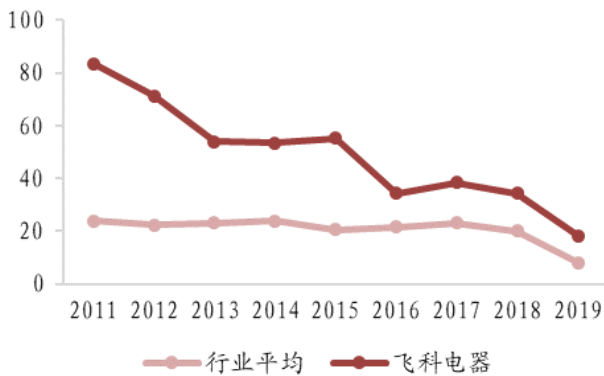
数据来源：京东，飞科商城，西南证券整理（数据截止2020.6.11）

3.2 自主+外包管控成本，轻资产运营贡献高 ROE

自主生产技术新品和高端产品，低端产品外包。2002 年公司进行了大规模广告投入后销量激增，但存在产能无法跟上需求的问题，公司开始采取低端产品外包的形式进行生产，充分利用了外包厂家所在地的产业集群效应和生产成本优势。2019 年，公司产品外包生产数量占总数量的比例为 66.9%。

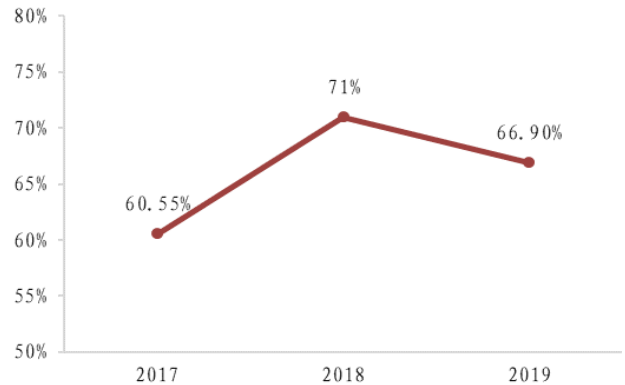
轻资产运营模式下公司 ROE 水平位于行业前列。2019 年公司 ROE 为 18.18%，在申万家指数 48 只成分股中位列第七，高于行业 8.21% 的平均水平。近年来 ROE 呈现明显的下滑趋势，是由于项目工程建设导致资产大福增加所致。由于过度依赖外包，存在产品质量不受控制的问题，公司在 2011 年后相继建立了研发中心、松江基地和芜湖基地进行自主研发设计和负责生产部分产品。2019 年公司电动剃须刀外包生产比例降至 66.9%，预计未来公司将适当提高自主生产比例。

图 16：2011 年-2019 年公司销售费用率 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：电动剃须刀外包生产数量占总产量的比例



数据来源：公司年报，西南证券整理

3.3 品类拓展焕发新活力

品类横向拓展协同效应明显。由于电动剃须刀业务增速放缓，公司围绕小家电进行了多元化尝试，早期公司围绕人体毛发进行多元化，推出了电吹风、电动理发器等产品，之后进一步尝试多元化，进入了生活电器和电工电器领域，2018 年推出了加湿器和空气净化器，2019 年推出了延长线插座和健康秤。公司的品类拓展围绕小家电进行，新品类可以共享电动剃须刀的经销商渠道，实现快速推广的同时减少了渠道建设成本。公司从 2016 年就开始了电动牙刷的研发，产品有望在今年下半年推出，价位定位在 200-300 元。

受让纯米科技股权进入厨电领域，接受智能化经验赋能。为实现同心多品类战略，完善个人护理电器、生活电器、厨房电器小家电产品链，2020 年 3 月公司公告称拟通过股权受让及增资的形式投资纯米科技，交易完成后将合计持有纯米科技 15% 的股权，成为公司第二大股东。纯米科技是一家专注于互联网厨电的企业，是小米生态链企业。纯米科技在 2016 年发布了第一款智能电饭煲“米家压力 IH 电饭煲”。除米家品牌外，纯米旗下有高端互联网厨电 TOKIT、复古设计家电圈厨、厨房周边系列知吾煮三个子品牌。分别定位于不同的细分人群。厨电是小家电中规模最大的子领域，也是家电行业中毛利率最高的行业，飞科电器借助纯米科技进入厨电市场可以分享厨电市场行业发展红利。另外，由于目前小家电逐渐向高端智能方向发展，纯米科技可以将其智能化经验赋能给飞科电器。

3.4 渠道调整，为品类拓展奠定基础

为了规范管理层级，2017年始，公司进行了线下经销体系的调整。2017年取消义乌全国批发经销商，转型为区域批发。2019年将区域批发调整为全国批发，由于经销商的培育需要时间，线下经销体系的调整导致了2019年电动剃须刀库存量同比增长62.5%，公司营收负增长。但长期来看，**经销体系的提前调整有利于新品类的推广**。随着线下经销体系调整完毕，公司营收将逐步恢复，改革成效将逐步显现。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司积极拓展新品类，整体毛利率维持相对稳定，预期 2020-2022 年公司毛利率为 38.72%/38.54%/38.5%；

假设 2：公司持续加大品牌宣传与研发投入，整体费用率保持稳定，预计未来三年销售费用率为 10%/10%/10%，管理费用率为 5.4%/5.4%/5.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
电动剃须刀	收入	2429.6	2308.12	2261.96	2284.58
	增速	-11.1%	-5.00%	-2.00%	1.00%
	毛利率	44.96%	46.00%	46.00%	46.00%
电吹风	收入	662.3	728.53	837.81	963.48
	增速	8.57%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	30.29%	31.00%	33.00%	35.00%
电动理发器	收入	272.5	327.00	392.40	463.03
	增速	20.58%	20.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	24.18%	25.00%	26.00%	27.00%
毛球修剪器	收入	152.6	144.97	140.62	137.81
	增速	-33.65%	-5.00%	-3.00%	-2.00%
	毛利率	24.97%	24.00%	24.00%	24.00%
其他	收入	242.37	332.04	454.90	614.12
	增速	37.3%	37.00%	37.00%	35.00%
	毛利率	22.50%	25.00%	27.00%	28.00%
合计	收入	3,759.37	3,840.66	4,087.69	4,463.01
	增速	-5.46%	2.16%	6.43%	9.18%
	毛利率	38.61%	38.72%	38.54%	38.50%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了小家电行业中三家公司作为可比公司，2019年三家公司平均 PE 为 25 倍，2020 年平均 PE 为 31 倍。公司积极拓展品类，渠道调整近尾声，预期经营改善，未来三年公司营收复合增速为 5.9%，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002242	九阳股份	37.4	1.07	1.21	1.40	1.60	22.43	30.87	26.52	23.22
002032	苏泊尔	71.58	2.34	2.42	2.79	3.10	32.84	29.2	25.34	22.78
002705	新宝股份	36.58	2.11	2.02	2.47	2.86	19.23	33.13	27.27	22.56
平均值							24.83	31.07	26.38	22.85

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 1) 市场竞争加剧；
- 2) 新品拓展或不及预期；
- 3) 渠道改革成效或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3759.37	3840.66	4087.69	4463.01	净利润	683.52	705.83	743.99	805.78
营业成本	2307.85	2353.53	2512.11	2744.85	折旧与摊销	61.29	94.60	117.90	133.35
营业税金及附加	26.02	32.27	31.90	34.41	财务费用	-3.08	0.00	0.00	0.00
销售费用	389.54	384.07	408.77	446.30	资产减值损失	-3.14	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	120.99	207.40	220.74	241.00	经营营运资本变动	174.33	52.29	-31.98	-37.14
财务费用	-3.08	0.00	0.00	0.00	其他	-445.60	-25.46	-24.45	-24.58
资产减值损失	-3.14	-1.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	467.32	826.25	804.45	876.41
投资收益	25.02	25.00	25.00	25.00	资本支出	-356.62	-96.00	-95.00	-95.00
公允价值变动损益	1.05	0.52	0.61	0.66	其他	-204.10	25.52	25.61	25.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-560.72	-70.48	-69.39	-69.34
营业利润	860.20	889.93	940.78	1023.11	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	50.58	50.58	50.58	50.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	910.78	940.50	991.35	1073.69	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	227.26	234.68	247.36	267.91	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	683.52	705.83	743.99	805.78	其他	-652.60	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-2.30	-2.38	-2.51	-2.72	筹资活动现金流净额	-652.60	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	685.82	708.21	746.50	808.50	现金流量净额	-745.99	755.78	735.07	807.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	227.40	983.17	1718.24	2525.31	成长能力				
应收和预付款项	603.91	547.53	610.54	665.25	销售收入增长率	-5.46%	2.16%	6.43%	9.18%
存货	692.62	707.31	754.88	824.84	营业利润增长率	-20.67%	3.46%	5.71%	8.75%
其他流动资产	758.74	759.37	761.28	764.18	净利润增长率	-18.98%	3.26%	5.41%	8.31%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-18.14%	7.20%	7.53%	9.24%
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	1146.06	1152.38	1135.41	1102.98	毛利率	38.61%	38.72%	38.54%	38.50%
无形资产和开发支出	213.44	209.17	203.89	198.61	三费率	13.50%	15.40%	15.40%	15.40%
其他非流动资产	51.98	51.34	50.69	50.04	净利率	18.18%	18.38%	18.20%	18.05%
资产总计	3694.16	4410.27	5234.92	6131.21	ROE	25.99%	21.16%	18.24%	16.49%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.50%	16.00%	14.21%	13.14%
应付和预收款项	932.56	942.28	1020.99	1108.63	ROIC	32.50%	33.68%	35.67%	38.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.43%	25.63%	25.90%	25.91%
其他负债	131.66	132.22	134.17	137.04	营运能力				
负债合计	1064.21	1074.50	1155.16	1245.67	总资产周转率	1.02	0.95	0.85	0.79
股本	435.60	435.60	435.60	435.60	固定资产周转率	6.18	5.20	4.55	4.67
资本公积	688.05	688.05	688.05	688.05	应收账款周转率	6.72	7.10	7.55	7.47
留存收益	1506.02	2214.23	2960.73	3769.23	存货周转率	3.67	3.36	3.43	3.47
归属母公司股东权益	2629.67	3337.87	4084.37	4892.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.46%	—	—	—
少数股东权益	0.28	-2.10	-4.61	-7.33	资本结构				
股东权益合计	2629.95	3335.77	4079.76	4885.55	资产负债率	28.81%	24.36%	22.07%	20.32%
负债和股东权益合计	3694.16	4410.27	5234.92	6131.21	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.38	3.09	3.66	4.18
					速动比率	1.65	2.36	2.94	3.46
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	918.42	984.53	1058.68	1156.46	每股收益	1.57	1.63	1.71	1.86
PE	30.76	29.79	28.26	26.09	每股净资产	6.04	7.66	9.37	11.22
PB	8.02	6.32	5.17	4.32	每股经营现金	1.07	1.90	1.85	2.01
PS	5.61	5.49	5.16	4.73	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	21.88	19.64	17.57	15.39					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	持有：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 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn