

国内按摩椅龙头，海外客户稳定

投资要点

- **投资逻辑：**公司作为市场认可度极高的中高端国有品牌，是我国按摩椅行业的领跑者。一方面，公司海外业务因大客户 BODY FRIEND 的紧密合作而具有较强稳定性；另一方面，随着人们对生活质量需求的不断上升，按摩椅行业在国内将迎来快速发展，作为行业领先的企业，公司市场地位稳固，将充分享受行业增长带来的红利。
- **内销、服务双引擎助力 18 年业绩稳步提升。**公司 18 年内销同比增长 37%，服务（体验按摩）同比增长 58%，在外销同比减少 2% 的不利情况下，公司营收仍保持 19.7% 的增速。随着国内市场的逐步发力，预计未来内销将成为公司业务主要增长点。
- **海外大客户关系紧密，外销业务稳定。**2017 年，公司与大客户 BODY FRIEND 的销售收入占外销收入的 72.2%。BODY FRIEND 自 2012 年与公司展开合作以来，一直与公司保持紧密合作。2016 年，公司与 BODY FRIEND 签订了《长期供货协议》，协议约定至 2019 年，BODY FRIEND 在公司每年度采购量不低于其当年度在中国采购按摩椅总量的 50%。与 BODY FRIEND 的紧密关系保证了公司外销业务的稳定性。
- **国内市场快速发展，行业红利可期。**当前我国大陆市场的按摩椅家庭渗透率非常低，与日本、我国香港地区、我国台湾地区和韩国的差距较大，我国大陆市场未来空间巨大。随着消费升级，按摩椅作为改善生活质量的家电发展迅猛，同时，公司在国内市场的中高端领域占据品牌优势，未来公司将充分享受行业增长带来的红利。
- **“摩摩哒”小按摩椅，填补低端市场。**公司“摩摩哒”品牌主要经营共享按摩和小型按摩椅。随着 17 年下半年共享按摩市场遇冷，公司对共享按摩战略由积极扩张转为以效益优先的稳健发展。未来公司通过“摩摩哒”小型按摩椅增强低端按摩椅竞争力。“摩摩哒”按摩椅销售额由 2017 年的数百万增加到 2018 年的 6 千万元以上，市场表现强劲。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 19/20/21 年 EPS 为 2.07/2.47/2.91 元。公司作为按摩椅龙头企业，体验式按摩服务领导者，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险，新品推广或不及预期。

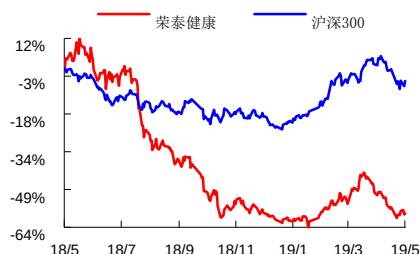
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2295.65	2701.81	3168.61	3688.46
增长率	19.69%	17.69%	17.28%	16.41%
归属母公司净利润（百万元）	249.21	290.40	345.67	407.01
增长率	15.28%	16.53%	19.04%	17.74%
每股收益 EPS（元）	1.78	2.07	2.47	2.91
净资产收益率 ROE	16.68%	17.54%	18.67%	19.57%
PE	18	15	13	11
PB	2.93	2.65	2.37	2.11

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)	1.40
流通 A 股(亿股)	0.51
52 周内股价区间(元)	26.25-82.19
总市值(亿元)	42.43
总资产(亿元)	22.28
每股净资产(元)	11.05

相关研究

目 录

1 公司概况：国内按摩椅龙头，业绩增长明显	1
2 按摩椅国际市场：产品推广迅速，公司海外客户稳定	2
2.1 缘起日本，全球市场发展迅速	2
2.2 公司海外业务稳定，大客户关系良好	3
3 按摩椅国内市场：市场空间巨大，公司内销高速增长	4
3.1 后发居上，国内市场空间巨大	4
3.2 把握国内市场，公司内销大幅增长	5
4 “摩摩哒”：共享按摩引领者，小型按摩椅填补低端市场	7
4.1 共享按摩领导者，快速扩张转效益优先	7
4.2 小型按摩椅，完善公司按摩椅布局	7
5 盈利预测与估值	9

图 目 录

图 1: 公司 2011 年以来营收及增速	1
图 2: 公司 2011 年以来净利及增速	1
图 3: 2018 年国内外营业收入占比	1
图 4: 2018 年主营业务构成	1
图 5: 按摩器具在国际市场上的发展历程	2
图 6: 全球按摩器具行业规模	2
图 7: 中国按摩器具出口情况	2
图 8: 主要客户 BODY FRIEND 占营收比例	3
图 9: 主要客户 BODY FRIEND 占外销比例	3
图 10: 公司外销额及占营收比例	4
图 11: 公司外销同比情况	4
图 12: 按摩器具在国内市场上的发展历程	4
图 13: 2012-2017 我国按摩器具市场规模情况	5
图 14: 按摩椅占按摩器具近一半份额	5
图 15: 各地区按摩椅渗透率保守估计	5
图 16: 测算我国按摩渗透率对应的市场规模 (亿元)	5
图 17: 国内按摩椅市占率测算 (收入口径)	6
图 18: 公司内外销占营收比重情况	6
图 19: 2013-2017 公司按摩椅销售情况	6
图 20: 2013-2017 公司按摩小电器销售情况	6
图 21: 按摩器具在国内市场上的发展历程	7
图 22: 近 20 年颈椎病发病率变化	8
图 23: 2019 年 3 月关注“按摩椅”的年龄分布	8
图 24: 京东主要品牌销量前 5 产品价格区间	8

表 目 录

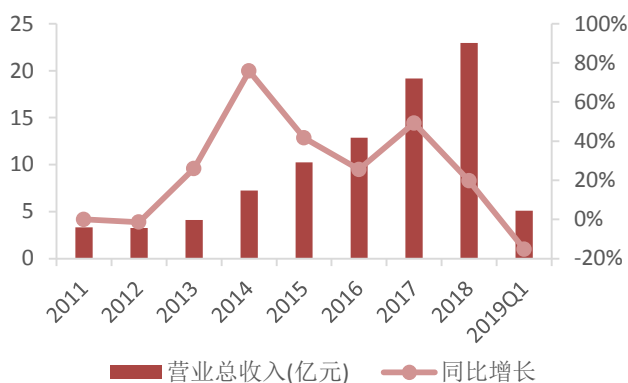
表 1: 各品牌京东销量前十产品价格及均价 (元)	6
表 2: 分业务收入及毛利率	9
表 3: 可比上市公司一致预测与估值	9

1 公司概况：国内按摩椅龙头，业绩增长明显

上海荣泰健康科技股份有限公司成立于2002年，品牌创立于1997年，于2017年1月11日在A股上市。公司主营业务为按摩椅、按摩小电器的研发制造与营销业务，是国内一流的按摩椅制造企业。

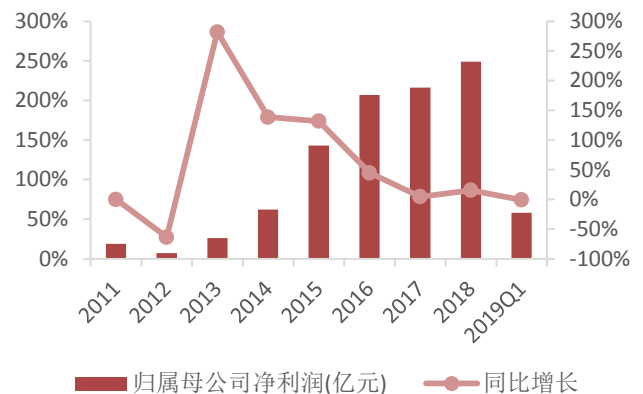
2012年以来，公司营收及归母净利润呈上升趋势。2018年实现营业收入22.96亿元，同比增长19.71%；实现归母净利润2.49亿元，同比增长15.28%。2019Q1实现营业收入5.11亿元，同比下降15.22%；实现归母净利润5776.77万元，同比下降0.83%。

图1：公司2011年以来营收及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

图2：公司2011年以来净利及增速

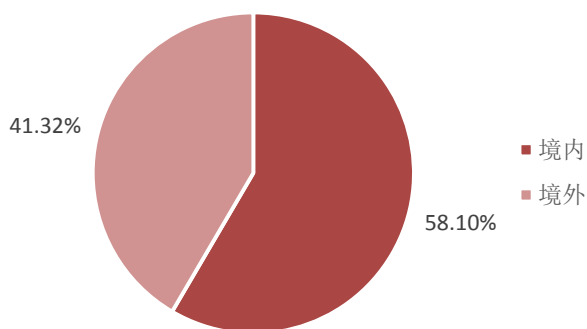


数据来源：公司年报，西南证券整理

分地区来看：2018年，公司境内营业收入13.34亿元，同比增长42.05%，占营业收入比重58.44%；境外营业收入9.49亿元，同比下降2.05%，占营业收入比重41.56%。

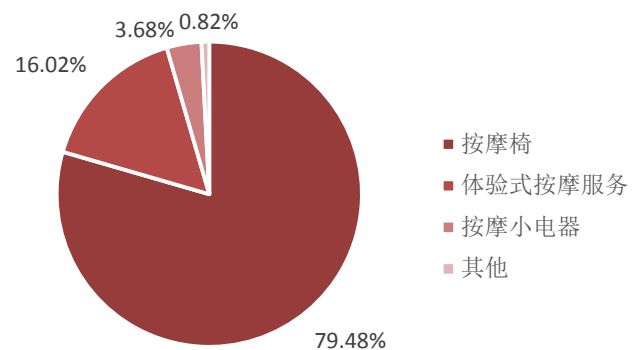
从业务构成来看：按摩椅业务收入18.14亿元，占营业收入的79.48%，同比增长13.94%；体验式按摩服务业务收入3.66亿元，占营业收入的16.02%，同比增长56.71%。

图3：2018年国内外营业收入占比



数据来源：公司年报，西南证券整理

图4：2018年主营业务构成



数据来源：公司年报，西南证券整理

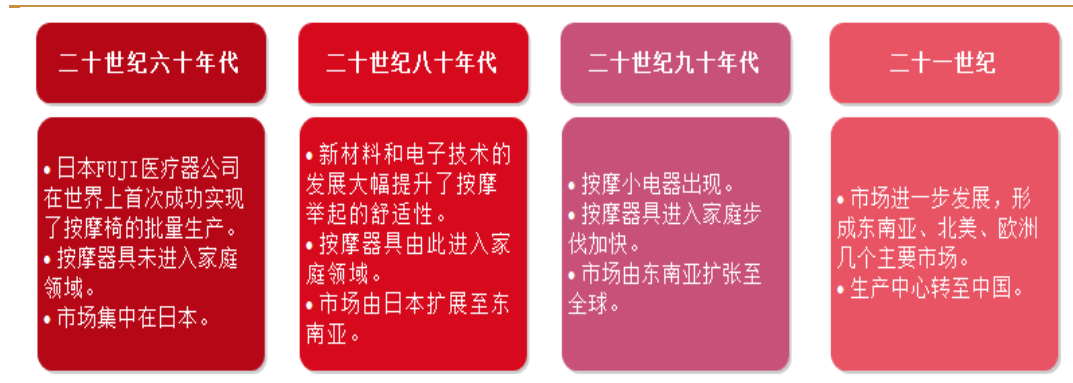
2 按摩椅国际市场：产品推广迅速，公司海外客户稳定

2.1 缘起日本，全球市场发展迅速

现代按摩器具起源于上世纪六十年代的日本。由于当时的按摩器具较为粗糙，一直未能得以快速发展，也未能进入家庭领域。上世纪八十年代，新材料和电子技术的发展大幅提升了按摩举起的舒适性，按摩器具由此进入家庭领域，市场由日本扩展至东南亚。

进入九十年代，按摩椅进入家庭步伐加快，各种按摩小电器开始出现，逐步衍生出针对人体各个部位的按摩器具。同时，按摩器具的市场进一步扩张，有东南亚扩张至全球，在东南亚以按摩椅为主，欧美市场则以按摩小电器为主。进入二十一世纪，全球市场进一步发展，形成东亚、东南亚、北美、欧洲几个主要市场。生产中心则转入中国。

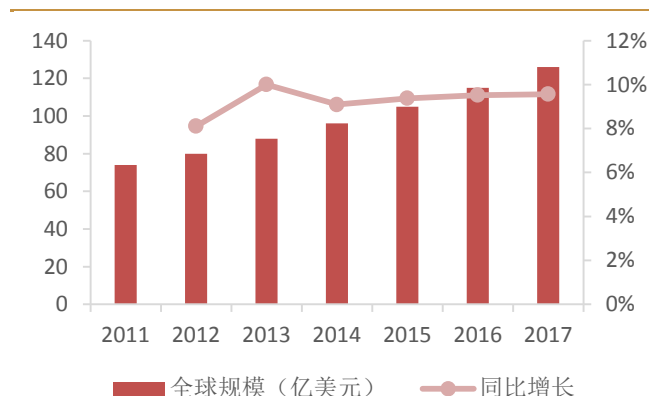
图 5：按摩器具在国际市场上的发展历程



数据来源：西南证券整理

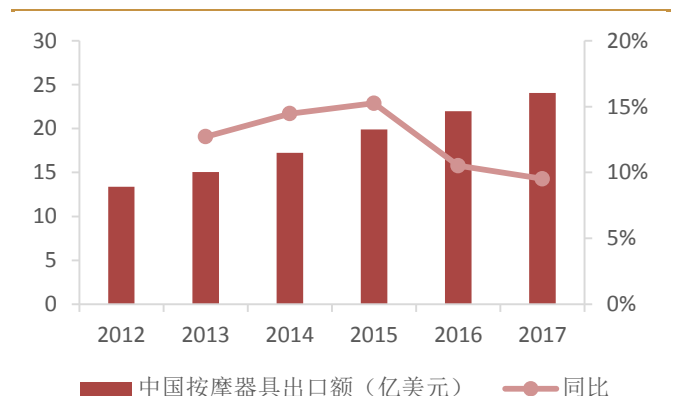
近年来，按摩器具在国际市场增长明显，中国按摩器具依靠自身强大的制造实力借势而起。从全球按摩器具的行业规模来看，整个全球按摩器具从 2011 年以来增长态势明显，年复合增速高于 8%。而中国按摩器具跟随国际市场大势，积极扩张市场，出口规模基本保持两位数的增速。

图 6：全球按摩器具行业规模



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 7：中国按摩器具出口情况



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

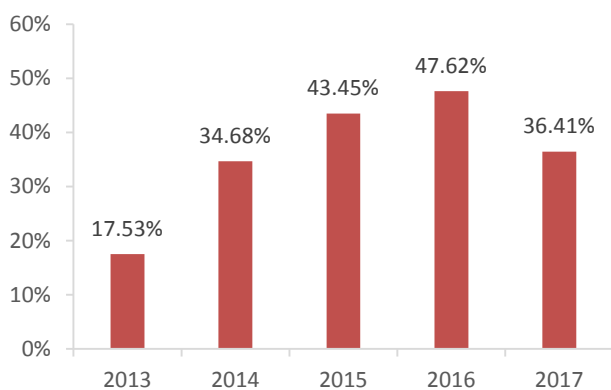
2.2 公司海外业务稳定，大客户关系良好

韩国 BODY FRIEND 公司为公司海外业务的主要合作对象，2012 年 BODY FRIEND 准备向中高端按摩椅市场渗透，而原有厂商无法满足其要求，遂与公司展开合作。因公司产品在韩国市场取得了良好的市场反响，2013 年起，双方迅速扩大业务规模，并签订了长期供货协议，BODY FRIEND 由此成为公司第一大客户。

2015 年，BODY FRIEND 对公司采购额占其按摩椅采购总额的比例近 85%。2016 年 11 月 28 日，公司与 Body Friend 签订《长期供货协议》，约定 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日期间，Body Friend 向公司采购按摩椅的数量为每年不低于 5 万台，每年度采购量不低于其当年度在中国采购按摩椅总量的 50%。

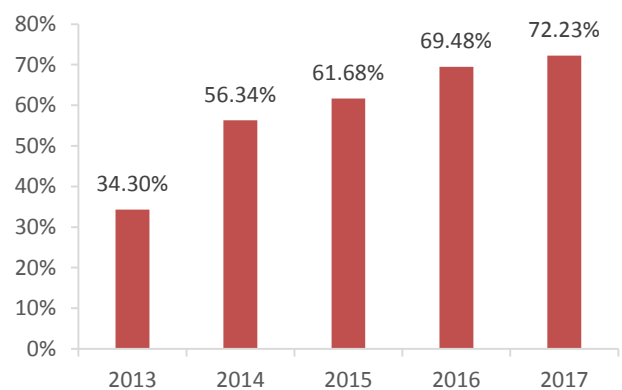
公司与 BODY FRIEND 的关系稳固，年报数据显示与 BODY FRIEND 的交易占外销收入的占比由 2013 年的 34.30% 提升至 2017 年的 72.23%，与 BODY FRIEND 的关系对公司外销至关重要。2017 年，公司对 BODY FRIEND 子公司 BODY FRIEND, INC.、BAHC CO., LTD 增资，双方关系进一步深化。

图 8：主要客户 BODY FRIEND 占营收比例



数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

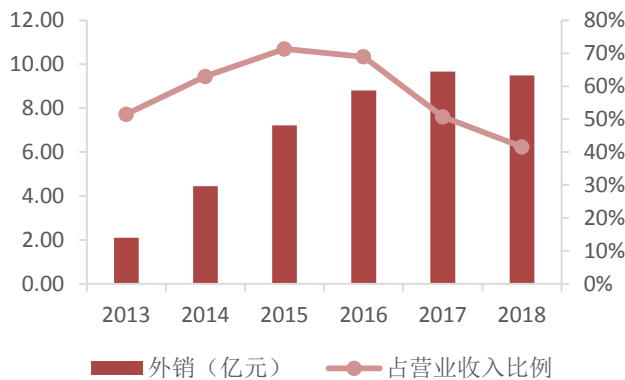
图 9：主要客户 BODY FRIEND 占外销比例



数据来源：招股说明书，公司年报，西南证券整理

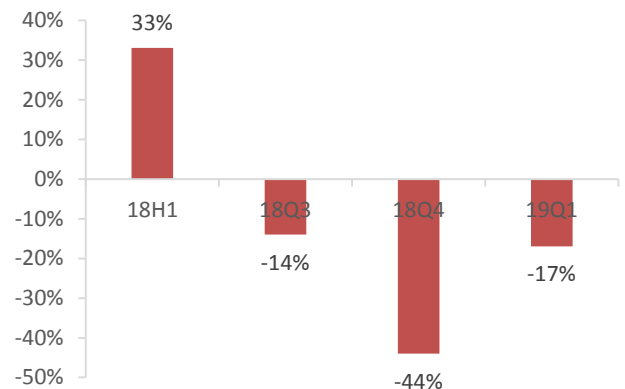
公司 18 年下半年外销出现大幅度下滑，主要原因系 18 年上半年公司大客户 BODY FRIEND 对市场判断较为乐观，订单较大，一方面造成 18Q1 公司的外销收入基数较大，另一方面，销售未同步造成 BODY FRIEND 库存较高，下半年提货减少。高基数影响下，公司外销 19Q1 同比出现下滑，但实际已经处于较为正常水平。

图 10: 公司外销额及占营收比例



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 11: 公司外销同比情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 按摩椅国内市场: 市场空间巨大, 公司内销高速增长

3.1 后发居上, 国内市场空间巨大

相比于国际市场, 我国按摩器具的发展略显滞后, 在 2000-2003 年期间, 由于国内消费水平有限, 我国按摩椅生产企业主要以出口为主; 从 2004 年开始, 国内市场开始发力, 销量大幅增加, 按摩器具企业开始注重国内企业; 2008 年以来, 消费者关注度大幅提升, 社会需求量急速增加。

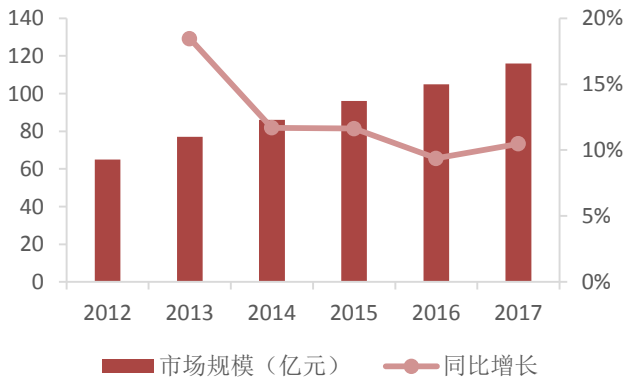
图 12: 按摩器具在国内市场的发展历程



数据来源: 西南证券整理

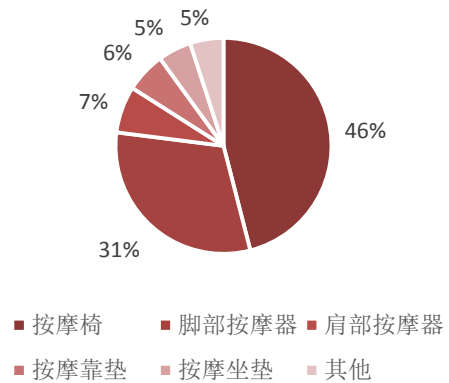
多年来我国按摩器具规模保持 10%以上的增速高速增长。在我国的按摩器具的产品中, 按摩椅是最为重要的组成部分, 其市场份额占按摩器具的 46%。

图 13: 2012-2017 我国按摩器具市场规模情况



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 14: 按摩椅占按摩器具近一半份额

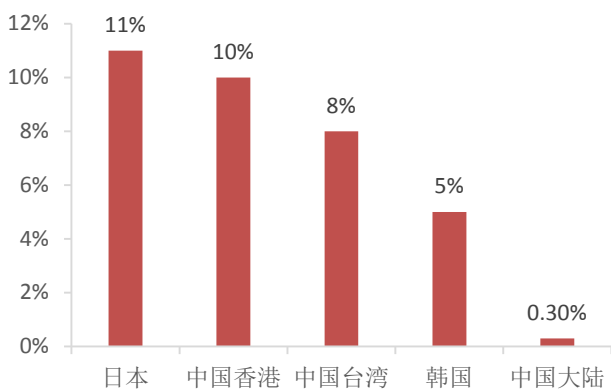


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

3.2 把握国内市场, 公司内销大幅增长

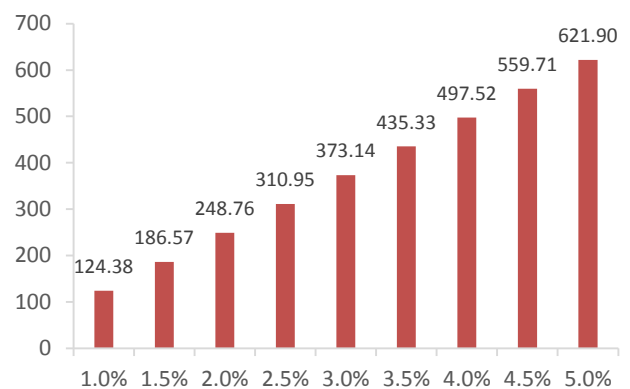
当前我国大陆市场的按摩椅家庭渗透率非常低, 与日本、我国香港地区、我国台湾地区 and 韩国的差距较大, 我国大陆市场未来空间巨大。按照中国产业信息网的测算数据, 假如我国仅达到韩国按摩椅 5% 的渗透率, 市场规模也将扩大至 620 亿元。

图 15: 各地区按摩椅渗透率保守估计



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

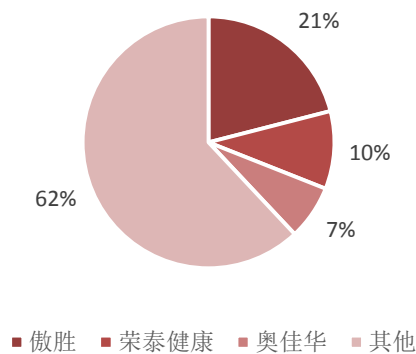
图 16: 测算我国按摩渗透率对应的市场规模 (亿元)



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

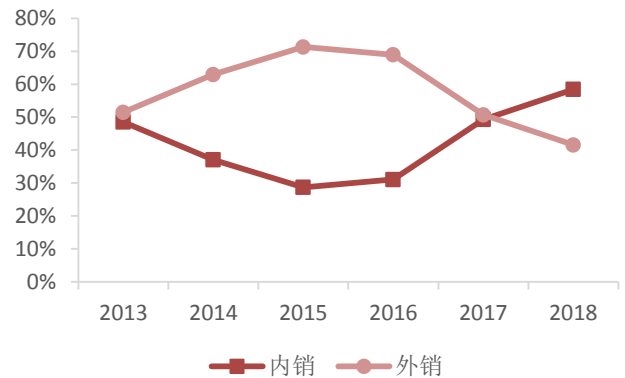
公司在国内按摩椅行业中保持领先地位, 同时从京东销量前十的产品价格及均价来看, 公司产品均价最高, 公司产品的中高端定位得到市场认可。17 年公司内销在营收占比和外销基本持平, 而在 18 年内销彻底反超外销额, 内销业务已成为公司新的业绩增长点。

图 17: 国内按摩椅市占率测算 (收入口径)



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 18: 公司内外销占营收比重情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

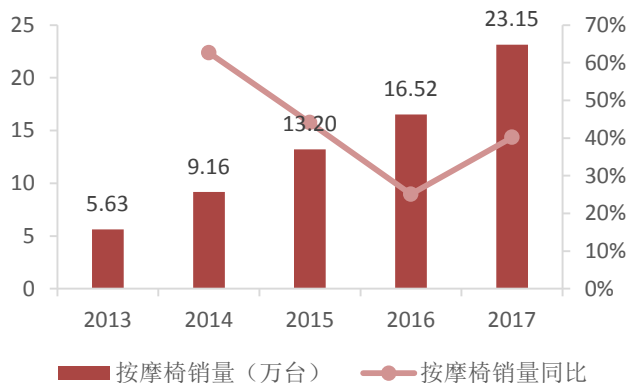
表 1: 各品牌京东销量前十产品价格及均价 (元)

品牌	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	均价
荣泰	14599	11800	11800	17800	18800	9999	9599	5499	6999	25800	13270
奥佳华	11999	9699	8900	6999	8400	14100	9999	7900	14100	17200	10930
傲胜	14999	12999	18999	4499	10599	7999	13999	28800	9999	6099	12899
iRest	9880	8980	7780	11700	10600	8080	15800	18000	13300	8980	11310

数据来源: 京东官网, 截至 2019 年 4 月 19 日

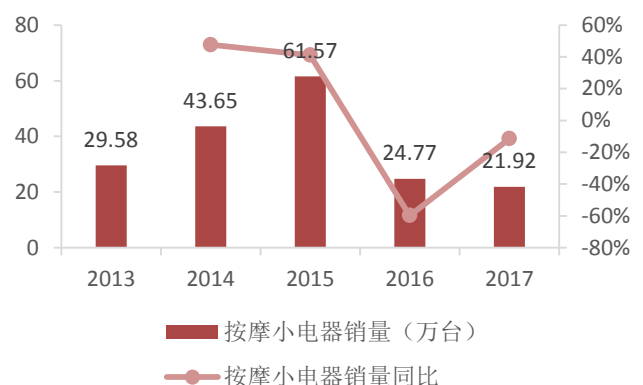
公司 3 月底推出的新品瑜伽椅在市场供不应求。公司主要产品按摩椅销量多年来持续上升, 同比增速均高于 20%, 增长明显。而公司的按摩小电器在 2016 年后销量大幅下滑, 主要原因系 2016 年以来, 公司按摩椅订单规模继续快速上升, 由于产能无法完全满足生产需要, 为提升产能利用效率, 公司将部分按摩小电器产能转为生产按摩椅。

图 19: 2013-2017 公司按摩椅销售情况



数据来源: 招股说明书、公司年报, 西南证券整理

图 20: 2013-2017 公司按摩小电器销售情况



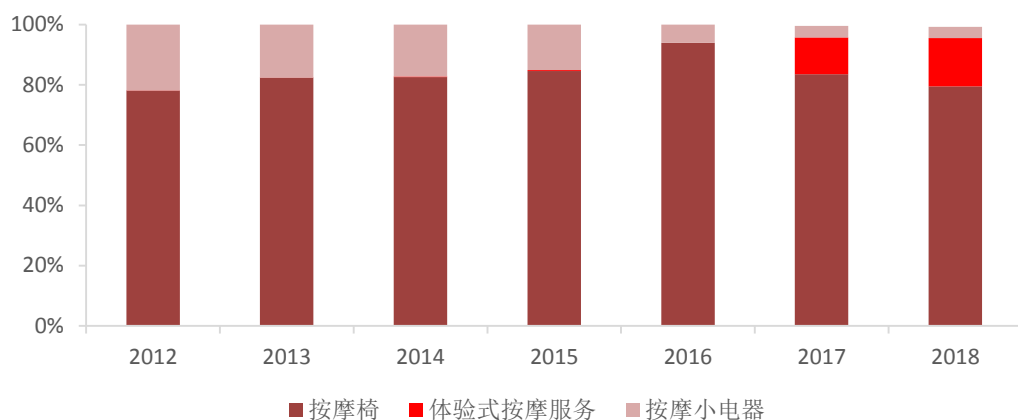
数据来源: 招股说明书、公司年报, 西南证券整理

4 “摩摩哒”：共享按摩引领者，小型按摩椅填补低端市场

4.1 共享按摩领导者，快速扩张转效益优先

为了增加消费者对按摩椅的了解，公司推出体验式按摩服务，旨在通过共享按摩椅的形式，完成按摩椅市场培育。共享按摩椅业务发展初期，公司采取高速推广的策略。公司数据显示，2017 年一季度末，公司累计铺设共享按摩椅 15000 台，2017 年末累计铺设数量增至 52584 台，而到了 2018H1，累计铺设数量已达 72787 台。共享按摩椅的高速铺设使得按摩服务业务的快速增长，年报显示体验式按摩服务已成为公司的主要业务板块之一，2017、2018 营收占比分别达 12.24% 和 16.02%。

图 21：按摩器具在国内市场上的发展历程



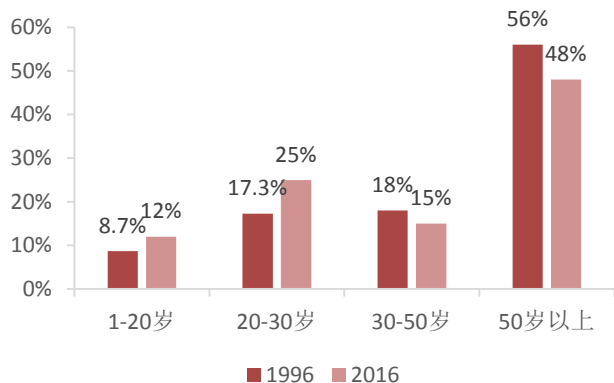
数据来源：公司年报，西南证券整理

然而，随着竞争者不断进入共享按摩椅领域，共享按摩椅的租金成本不断上涨，同时人口密集的优质铺设地点大多已完成铺设，继续铺设成本大而收益小，公司转而采取以效益为主的发展策略，以保证当前市场为主，不再大量增加共享按摩椅的铺设。

4.2 小型按摩椅，完善公司按摩椅布局

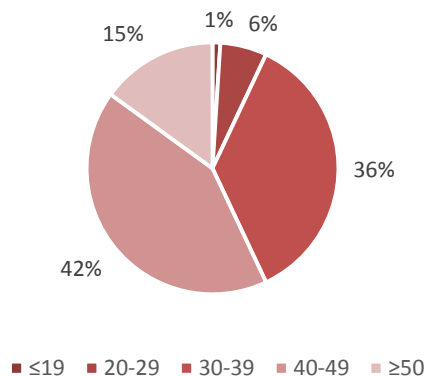
20 年来，颈椎病呈不断年轻化的趋势，随着智能产品的普及，可以预见未来颈椎病的发病率还将进一步年轻化；且根据国家卫生部数据显示，腰椎疾病发病率已经仅次于感冒。而按摩椅对于颈椎病、腰椎病都有一定的舒缓作用，因此可以预见未来按摩椅将会加速普及。根据百度指数的数据，当前关注按摩椅的人群中，30 岁以上就已经成为主力群体。

图 22: 近 20 年颈椎病发病率变化



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 23: 2019 年 3 月关注“按摩椅”的年龄分布



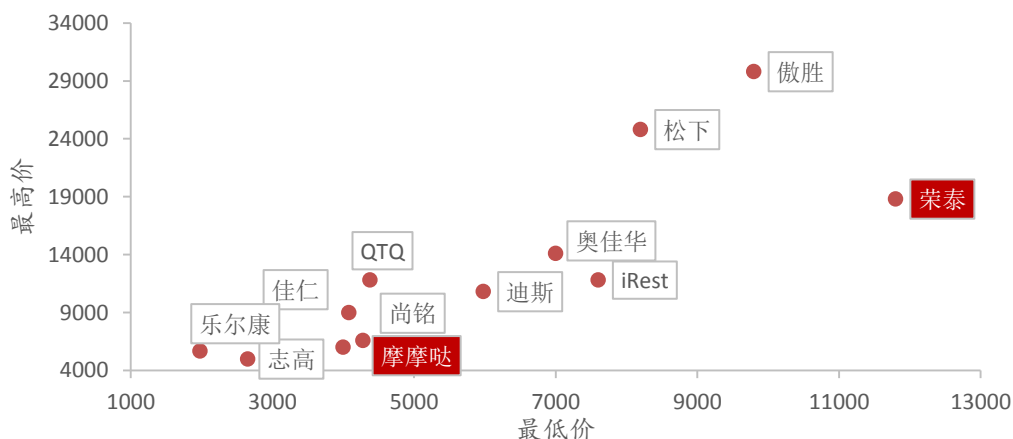
数据来源: 百度指数, 西南证券整理

90 后已逐渐成为消费主体, 更年轻化、更具性价比的产品更易受到市场的欢迎。而经过公司近几年的在共享按摩椅领域的运营, “摩摩哒”品牌已经具有一定的知名度, 且“摩摩哒”品牌名等属性本身也易被年轻消费者接受。基于此, 公司推出“摩摩哒”小型按摩椅, 一方面, 可以更好地争夺相对低端的市场, 另一方面, 也可以更好的满足年轻人的需求。

公司“摩摩哒”按摩椅在 2017 年销售额仅几百万元, 到 2018 年销量已达 6 千万元至 8 千万元, 2019Q1 也表现强劲, 整体增速呈几何形上升趋势。未来公司将把“摩摩哒”按摩椅作为新的战略支点, 目前公司有专门的团队来保证“摩摩哒”按摩椅的研发, 未来“摩摩哒”按摩椅定价将在 4000-6000 元的区间, 弥补公司“荣泰”品牌按摩椅所没有触及的低端领域, 对公司按摩椅业务是一个强力的补充。

我们按照“摩摩哒”预计售价 4000-6000 元, 对比当前京东官网主要品牌销量前五产品的价格, 在图 23 中, 品牌越靠近右上角越高端, 左下角的则是相对低端的产品。我们可以看到“荣泰”是属于中高端的产品, 对于相对低端的市场不能有效兼顾, 因此“摩摩哒”定位相对低端, 能有效完善公司按摩椅布局。

图 24: 京东主要品牌销量前 5 产品价格区间



数据来源: 京东官网, 西南证券整理, 截止 2019 年 4 月 24 日

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：消费升级带动按摩器具市场持续放量，公司作为行业龙头，预计按摩椅销量保持稳步上升，毛利率保持稳定，预计 19-21 年毛利率为 36.5%、37%、37.3%；

假设 2：公司产能提升，按摩小器具销量稳步回升；

假设 3：内销占比提升，自主品牌销售费用较高，预计 19-21 年销售费用率为 13.50%、13.70%、13.80%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
按摩椅	收入	1814.11	2086.23	2399.16	2759.03
	增速	13.95%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	36.62%	36.50%	37.00%	37.30%
按摩小电器	收入	83.99	92.39	103.48	115.89
	增速	16.35%	10.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	22.10%	20.00%	21.00%	22.00%
体验式按摩服务	收入	365.62	475.31	594.13	712.96
	增速	56.71%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	23.38%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	31.93	47.89	71.84	100.57
	增速	56.45%	50.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	42.64%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	2295.65	2701.81	3168.61	3688.46
	增速	19.69%	17.69%	17.28%	16.41%
	毛利率	34.07%	34.68%	35.01%	35.21%

数据来源：wind，西南证券

表 3：可比上市公司一致预测与估值

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002614.SZ	奥佳华	17.21	1.01	1.32	1.71	17.08	13.08	10.06
603355.SH	莱克电气	22.23	1.32	1.50	1.59	16.81	14.84	14.02
平均值			-	-	-	16.95	13.96	12.04

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

我们预计 19/20/21 年 EPS 为 2.07/2.47/2.91 元。公司作为按摩椅龙头企业，体验式按摩服务领导者，首次覆盖给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2295.65	2701.81	3168.61	3688.46	净利润	249.94	291.25	346.69	408.20
营业成本	1513.60	1764.90	2059.40	2389.78	折旧与摊销	100.78	71.49	74.22	76.78
营业税金及附加	6.30	6.66	8.03	9.39	财务费用	2.57	-4.69	-8.36	-10.39
销售费用	283.48	364.74	434.10	509.01	资产减值损失	10.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	78.94	237.76	278.84	324.58	经营营运资本变动	24.78	139.43	-4.49	-2.90
财务费用	2.57	-4.69	-8.36	-10.39	其他	-126.85	8.48	7.59	7.86
资产减值损失	10.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	261.35	505.96	415.64	479.54
投资收益	-8.23	0.00	0.00	0.00	资本支出	-61.99	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	-10.80	-6.88	-7.82	-8.01	其他	62.41	-6.88	-7.82	-8.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	0.42	-36.88	-37.82	-38.01
营业利润	280.69	325.55	388.77	458.08	短期借款	-45.00	-105.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.18	2.90	2.20	2.26	长期借款	30.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	281.86	328.45	390.97	460.34	股权融资	-14.38	0.00	0.00	0.00
所得税	31.93	37.20	44.28	52.14	支付股利	-112.00	-129.12	-150.45	-179.09
净利润	249.94	291.25	346.69	408.20	其他	-20.57	-12.30	8.36	10.39
少数股东损益	0.73	0.85	1.01	1.19	筹资活动现金流净额	-161.95	-246.42	-142.10	-168.70
归属母公司股东净利润	249.21	290.40	345.67	407.01	现金流量净额	97.75	222.66	235.72	272.83
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1085.94	1308.60	1544.33	1817.16	成长能力				
应收和预付款项	229.45	293.16	339.63	391.93	销售收入增长率	19.69%	17.69%	17.28%	16.41%
存货	151.93	175.56	205.36	238.67	营业利润增长率	9.00%	15.98%	19.42%	17.83%
其他流动资产	129.04	151.87	178.10	207.32	净利润增长率	10.31%	16.53%	19.04%	17.74%
长期股权投资	42.45	42.45	42.45	42.45	EBITDA 增长率	10.66%	2.16%	15.87%	15.36%
投资性房地产	1.62	1.62	1.62	1.62	获利能力				
固定资产和在建工程	397.55	349.18	298.09	244.44	毛利率	34.07%	34.68%	35.01%	35.21%
无形资产和开发支出	70.89	79.01	87.13	95.25	三费率	15.90%	22.13%	22.24%	22.32%
其他非流动资产	57.96	56.71	55.46	54.21	净利率	10.89%	10.78%	10.94%	11.07%
资产总计	2166.81	2458.16	2752.17	3093.05	ROE	16.68%	17.54%	18.67%	19.57%
短期借款	105.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.53%	11.85%	12.60%	13.20%
应付和预收款项	451.93	697.12	787.83	891.69	ROIC	36.60%	44.88%	59.41%	68.83%
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	EBITDA/销售收入	16.73%	14.52%	14.35%	14.22%
其他负债	81.74	70.76	77.82	85.74	营运能力				
负债合计	668.67	797.87	895.65	1007.43	总资产周转率	1.05	1.17	1.22	1.26
股本	140.00	140.00	140.00	140.00	固定资产周转率	6.22	7.78	10.54	14.77
资本公积	724.64	724.64	724.64	724.64	应收账款周转率	18.18	19.22	18.17	18.40
留存收益	625.05	786.34	981.56	1209.47	存货周转率	8.75	10.73	10.73	10.70
归属母公司股东权益	1489.68	1650.97	1846.20	2074.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.84%	—	—	—
少数股东权益	8.47	9.32	10.33	11.52	资本结构				
股东权益合计	1498.14	1660.29	1856.52	2085.63	资产负债率	30.86%	32.46%	32.54%	32.57%
负债和股东权益合计	2166.81	2458.16	2752.17	3093.05	带息债务/总负债	20.19%	3.76%	3.35%	2.98%
					流动比率	2.62	2.61	2.71	2.80
					速动比率	2.37	2.37	2.46	2.55
					股利支付率	44.94%	44.46%	43.52%	44.00%
					每股指标				
					每股收益	1.78	2.07	2.47	2.91
					每股净资产	10.70	11.86	13.26	14.90
					每股经营现金	1.87	3.61	2.97	3.43
					每股股利	0.80	0.92	1.07	1.28
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	384.04	392.35	454.64	524.46					
PE	17.62	15.12	12.71	10.79					
PB	2.93	2.65	2.37	2.11					
PS	1.91	1.63	1.39	1.19					
EV/EBITDA	8.87	7.81	6.22	4.87					
股息率	2.55%	2.94%	3.43%	4.08%					

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn