

业绩超预期，疫情下的“危与机” 增持（下调）

2020年03月29日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,282	5,400	7,332	9,806
同比（%）	59.71%	26.10%	35.76%	33.75%
归母净利润（百万元）	719	889	1196	1596
同比（%）	38.79%	23.73%	34.56%	33.44%
每股收益（元/股）	0.69	0.85	1.14	1.52
P/E（倍）	79	64	48	36

事件：公司发布 2019 年年报。2019 年共实现营收 42.82 亿元，同比增长 59.7%；归母净利 7.19 亿元，同比增长 38.8%。

投资要点

■ **2019 经营表现续写高成长篇章。**公司 2019 年营收 42.82 亿元 (yoy+59.7%)，其中关联方收入 16.63 亿元(yoy+41.42%，占比 38.84%)，第三方收入 26.19 亿元 (yoy+74%，占比 61%)。期内实现归母净利 7.19 亿元 (yoy+38.8%)，少数股东权益（馥海）7600 万元。

■ **营收高成长，立体多维度实现新突破。**

- 1) **产品多点开花：方便速食再超预期，中式复合调味品/火锅调味料持续放量。**
 - 火锅调味料实现收入 28.1 亿 (+43.9%)，收入占比下降 7.2pct 至 65.7%；得益于配方工艺改进及产品结构调整，毛利率（39.7%）稳中有升 (+0.39pct)。其中，关联方销售贡献 15.92 亿元 (yoy+39.3%，占比 56.6%)，第三方销售贡献 12.21 亿(yoy+50.3%，占比 43.4%)。毛利率保持稳定；
 - 中式复合调味品实现营收 3.95 亿元 (+54.6%)，收入占比 9.2%。其中，关联方销售贡献 0.49 亿 (yoy+84.7%，占比 12.5%)，第三方销售贡献 3.46 亿 (yoy+51.0%，占比 87.5%)。该项业务毛利率有所下降主要系产品结构变化所致：19H1 颐海对蜀海提供的定制餐调业务收入约 3700 万，低毛利业务导致拖累关联方及整体毛利率有所下降，公司其他产品盈利水平仍保持稳定。该项定制餐调业务已于 19H2 停止供应；
 - 方便速食产品实现收入 9.99 亿元 (+122.4%)，收入占比 23.3%。该业务主要以第三方销售贡献为主（占比 97.9%），其中尤以小火锅销售最为亮眼；
 - “产品项目制”高激励，激活新产品研发。公司全年共开发 42 款新品(8 款中式复合调味品+7 款火锅底料+2 款自加热小火锅+3 款自加热米饭+4 款即食酱+4 款休闲食品及 14 款标准化餐饮装产品)。后续储备新品丰富。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	60.00
一年最低/最高价	32.60/61.50
市净率(倍)	21.83
港股流通市值(百万港元)	62814.00

基础数据

每股净资产(元)	2.50
资产负债率(%)	17.62
总股本(百万股)	1046.90
流通股本(百万股)	1046.90

相关研究

- 1、《颐海国际 (01579)：激励再升级，渠道、产能全面扩张促发展》2020-01-12
- 2、《颐海国际 (01579)：中报业绩靓丽，销售渠道多元化，产品结构多样化》2019-08-21
- 3、《颐海国际 (01579)：龙头初长成，打破边际看平台》2019-08-10

- 2) **渠道扩张持续深化。经销商贡献快速增长，电商渠道稳中前行。**2019 年公司电商渠道收入 2.75 亿元 (yoy+26.5%)；第三方销售收入达到 26.2 亿元 (yoy+74.0%)，内部销售占比提升+5.03pct 至 61.17%。其中：
- 经销商渠道实现收入 23 亿元 (yoy+82.4%)，已覆盖中国大陆/港澳台及 49 个海外国家与地区，经销商数量净增 900 家至 2400+家 (yoy+60%)。单一经销商平均提货额约 96 万 (yoy+14%)。
 - 目前，公司部分渠道已拓展至 4-5 线县级城市，同时积极拓展便利店、车站、高速服务区等网点。此外，亦通过增加分仓缩短发货周期，降低经销商库存。
- **整体毛利率受小火锅占比提升影响有所下降，期间费用率保持稳定。**2019 年销售毛利率 38.33%(-0.41pct)；分产品看：火锅调料毛利率稳定提升 0.39pct 达到 39.7%；复合调味料毛利率 46.9% (-2.2pct)；方便速食品毛利率提升 1.8pct 至 32.7%，相对较低毛利的方便速食品销售占比提升，结构变化拉低公司整体毛利率。公司全年期间费用率同比保持相对稳定。
- **销售体系不断裂变升级，渠道持续深化。**1) 销售系统“合伙人”激励机制，提升渠道费用使用效率以及销售人员工作热情；2) “师徒制”。激励保障销售经验传承，增强服务力。据公司披露，目前师徒合伙人分别约为 180/74 人。3) 引入 PK 制度，强化销售考核。公司通过全方位考核机制，通过渠道库存、经销商反馈、费销比等指标对销售人员分级评定，并将 3C 人员予以淘汰，推动销售合伙人优胜劣汰。4) 内部市场化。2020 年公司进一步改革，通过在内部实施市场化竞争机制，破除内部垄断，提升经营效率。
- **高管换帅，渠道销售进一步增强。**公司于 3 月 25 日公告任命执行董事郭强先生为首席执行官。郭强先生营销经验丰富，2016 年起加入公司任职营销总监并负责公司品牌、销售及市场业务。加入颐海前，郭强先生先后任职于国内及国际知名食品及零售企业负责销售业务。
- **“新冠”疫情下展望 2020，短期冲击不改长期趋势，方便速食业务有望持续受益。**
- **关联方业务：**海底捞大陆门店于 1 月 26 日（大年初二）正式全面暂停营业，并于 3 月 12 日首度逐步恢复营业，目前约 600+门店恢复营业。受海底捞门店停业影响，我们预计 4 月份开始海底捞全国门店全部恢复营业，并假设 4-7 月门店效益（客流/翻台率）分别经历 20%、40%、60%、80%的爬坡期，并于 7 月恢复至正常水平。在此假设下，预计关联方 2019 年销售收入同比下降 9%左右；
 - **第三方业务：**受益于疫情影响刺激，公司方便食品业务需求激增，全年销售有望实现高增长。在中性假设下，预计 2019 年公司火锅调料、中式复合调味品在第三方渠道销售增速分别为 40%、40%；考虑对疫情发展的谨慎性假设，方便速食产品有望受益于“宅”需求持续放量，预计销售增速约 61%。整体来看，预计 2020 年公司第三方业务将有望实现营收 39 亿左右，同比增长约 48%。
 - **新增产能建设进度适当延缓。**我们预计霸州工厂一期工程南车间将于今年 Q3 完工，霸州二期和马鞍山工厂、漯河一期预计将推后至 2021 年。
 - **后期疫情时代，公司产品有望持续受益。**
 - 1) **方便速食等产品在疫情中逐步完成消费者教育。**公司已陆续上线推出冲泡米饭、冲泡粉等新产品，价格亲民，预计公司后续将利用“筷手小厨”品牌，持续推广中式复合调味料。
 - 2) **伴随业务出海，或将建设海外工厂。**目前公司在英国、美国、马来西亚、泰国、新加坡、日韩、台湾等地都设有分公司，产品在海外华人聚集区均有部分售点，但过去管理相对松散。此次疫情后，预计公司将加速推进海外建厂，优先补足当地产能，推动海外业务发展。此外，海外产能后续与国内供应链形成互补，加强协同。

- **盈利预测:** 基于上述疫情假设调整全年盈利预测, 预计 20-22 年公司营收为 54.0、73.3、98.1 亿元, 同比增速为 26.1%、35.8%、33.7%, 预计 20-22 年归母净利为 8.9、12.0、16.0 亿元, 同比增速为 23.7%、34.6%、33.4%, EPS 为 0.85、1.14、1.52 元, 对应 PE 为 64、48、36 倍, 考虑今年业绩受疫情影响, 存在一定不确定性, 下调评级至“增持”。
- **风险提示:** 输入性疫情爆发风险, 销售不及预期, 经济波动, 食品安全等风险。

表 1: 20-22 年收入预测 (按产品)

收入单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
总营收	4282.49	5400.36	7331.56	9805.69
yoy	59.7%	26.1%	35.8%	33.7%
关联方	1663.17	1512.80	2256.58	2992.95
yoy	41.4%	-9.0%	49.2%	32.6%
第三方	2619.32	3887.57	5074.98	6812.75
yoy	74.0%	48.4%	30.5%	34.2%
归母净利润	718.63	889.16	1196.43	1596.46
yoy	38.8%	23.7%	34.6%	33.4%
动态 PE	79x	64x	48x	36x
火锅调料	2813.36	3156.50	4457.88	5940.99
yoy	43.9%	12.2%	41.2%	33.3%
毛利率	39.7%	42.5%	41.7%	41.8%
关联方	1592.33	1442.17	2162.39	2867.33
yoy	39.3%	-9.4%	49.9%	32.6%
毛利率	27.5%	27.6%	27.6%	27.6%
第三方	1221.03	1714.33	2295.49	3073.66
yoy	50.3%	40.4%	33.9%	33.9%
毛利率	55.6%	55.0%	55.0%	55.0%
中式复合调味品	394.95	524.75	725.37	974.61
yoy	54.6%	32.9%	38.2%	34.4%
毛利率	46.9%	48.0%	48.1%	48.1%
关联方	49.47	41.36	55.39	74.16
yoy	84.7%	-16.4%	33.9%	33.9%
毛利率	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%
第三方	345.48	483.39	669.98	900.45
yoy	51.0%	39.9%	38.6%	34.4%
毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
方便速食产品	998.97	1611.55	1994.51	2670.15
yoy	122.4%	61.3%	23.8%	33.9%
毛利率	32.7%	32.8%	32.8%	32.8%
关联方	20.49	29.26	38.80	51.45
yoy	335.6%	42.8%	32.6%	32.6%
毛利率	35.3%	35.5%	35.5%	35.5%
第三方	978.48	1582.29	1955.71	2618.70
yoy	120.1%	61.7%	23.6%	33.9%
毛利率	32.7%	32.7%	32.7%	32.7%

数据来源：公司公告，自主测算，东吴证券研究所

表 2：核心业绩数据拆分

单位：百万元	2017	2018	2019	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
利润表拆分							
营业收入	1,646.22	2,681.37	4,282.50	1,003.95	1,677.42	1,655.76	2,626.75
yoy	51.31%	62.88%	59.71%	59.14%	65.21%	64.92%	56.59%
营业成本	1,034.42	1,642.48	2,641.10	641.10	1,001.37	1,031.66	1,609.44
毛利	611.81	1,038.90	1,641.40	362.85	676.05	624.10	1,017.30
yoy	46.74%	69.81%	57.99%	70.14%	69.63%	72.00%	50.48%
毛利率	37.16%	38.74%	38.33%	36.14%	40.30%	37.69%	38.73%
销售费用	164.62	241.47	383.30	87.48	153.99	163.99	219.31
销售费用率	10.00%	9.01%	8.95%	8.71%	9.18%	9.90%	8.35%
管理费用	76.42	163.20	265.60	55.54	107.66	113.82	151.78
管理费用率	4.64%	6.09%	6.20%	5.53%	6.42%	6.87%	5.78%
其他支出-经营	43.75	56.48	79.03	26.74	29.74	32.06	46.97
yoy	103.68%	29.10%	39.93%	103.04%	-2.75%	19.90%	57.94%
营业利润	414.52	690.70	1,071.50	246.57	444.13	378.35	693.15
yoy	87.23%	66.63%	55.13%	93.78%	54.60%	53.45%	56.07%
财务收入/(费用)净额	-45.44	39.80	156.00	8.37	31.43	7.16	148.84
财务费用率	-2.76%	1.48%	3.64%	0.83%	1.87%	0.43%	5.67%
除税前溢利	369.08	730.50	1,093.60	254.94	475.56	385.50	708.10
yoy	44.69%	97.92%	49.71%	142.87%	80.06%	51.21%	48.90%
所得税	107.99	182.60	298.60	65.11	117.48	93.11	205.49
所得税率	29.26%	25.00%	27.30%	25.54%	24.70%	24.15%	29.02%
净利润	261.09	547.90	795.00	189.83	358.08	292.39	502.61
yoy	39.83%	109.85%	45.10%	170.43%	87.58%	54.03%	40.36%
归母净利润	260.67	517.79	718.60	184.58	333.21	270.37	448.23
yoy	39.60%	98.64%	38.78%	162.97%	74.93%	46.47%	34.52%
归母净利率	15.83%	19.31%	16.78%	18.39%	19.86%	16.33%	17.06%
资产负债表拆分							
现金及现金等价物	1,130.21	1,179.91	1,036.40	954.44	1,179.91	1,163.93	1,036.40
应收账款及票据	131.46	206.89	269.18	140.85	206.89	215.95	269.18
yoy	95.97%	57.38%	30.11%	46.80%	57.38%	53.32%	30.11%
存货	147.62	275.82	297.33	212.56	275.82	204.94	297.33
yoy	13.12%	86.84%	7.80%	63.92%	86.84%	-3.58%	7.80%
固定资产净值	180.09	308.62	483.39	226.35	308.62	423.93	483.39
总资产	1,806.69	2,462.04	3,311.75	1,869.85	2,462.04	2,586.78	3,311.75
总负债	300.88	422.32	583.60	218.78	422.32	399.68	583.60
股东权益合计	1,505.81	2,039.72	2,728.15	1,651.07	2,039.72	2,187.09	2,728.15

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 3: 收入拆分 (按产品)

单位: 百万元	2017	2018	2019	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
主营业务收入	1,646.22	2,681.37	4,282.50	1,003.95	1,677.42	1,655.76	2,626.74
同比	51.3%	62.9%	59.7%	59.1%	65.2%	64.9%	56.6%
毛利率	37.2%	38.7%	38.3%	36.1%	40.3%	37.7%	38.7%
火锅调料	1,395.40	1,955.52	2,813.4	769.06	1,186.46	1,087.76	1,725.64
yoy	47.4%	40.1%	43.9%	37.2%	42.1%	41.4%	45.4%
占比	84.8%	72.9%	65.7%	76.6%	70.7%	65.7%	65.7%
毛利率	36.5%	39.3%	39.7%	35.2%	42.0%	37.8%	40.9%
关联方	871.56	1,143.24	1,592.30	523.41	619.84	693.89	898.41
yoy	49.3%	31.2%	39.3%	24.0%	37.9%	32.6%	44.9%
/火锅调料	62.5%	58.5%	56.6%	68.1%	52.2%	63.8%	52.1%
毛利率	27.9%	27.4%	27.5%	26.6%	28.1%	26.9%	28.0%
第三方	523.85	812.28	1,221.00	245.65	566.62	393.87	827.13
yoy	44.5%	55.1%	50.3%	77.3%	47.0%	60.3%	46.0%
/火锅调料	37.5%	41.5%	43.4%	31.9%	47.8%	36.2%	47.9%
毛利率	50.8%	56.1%	55.6%	53.5%	57.2%	57.0%	54.9%
中式复合调味品	186.27	255.52	394.90	122.37	133.14	200.02	194.88
yoy	38.4%	37.2%	54.6%	84.6%	11.0%	63.5%	46.4%
占比	11.3%	9.5%	9.2%	12.2%	7.9%	12.1%	7.4%
毛利率	42.5%	49.1%	46.9%	47.6%	50.5%	47.8%	46.0%
关联方	43.41	26.78	49.50	12.18	14.60	13.53	35.97
yoy	138.6%	-38.3%	84.8%	0.2%	-53.3%	11.1%	146.3%
/中式复合调味品	23.3%	10.5%	12.5%	10.0%	11.0%	6.8%	18.5%
毛利率	28.8%	29.2%	25.5%	29.0%	29.4%	24.3%	25.9%
第三方	142.86	228.73	345.50	110.19	118.54	186.49	159.01
yoy	22.8%	60.1%	51.1%	103.5%	33.6%	69.2%	34.1%
/中式复合调味品	76.7%	89.5%	87.5%	90.0%	89.0%	93.2%	81.6%
毛利率	46.7%	51.4%	50.0%	49.0%	53.7%	49.5%	50.5%
方便速食产品	61.45	449.27	999.00	107.69	341.59	341.13	657.87
yoy		631.1%	122.4%	0.0%		216.8%	92.6%
占比	3.7%	16.8%	23.3%	10.7%	20.4%	20.6%	25.0%
毛利率	34.6%	30.9%	32.7%	30.3%	31.1%	32.8%	32.7%
关联方	0.10	4.70	20.50	3.23	1.47	1.16	19.34
yoy		4423.1%	335.8%	0.0%		-64.1%	1213.0%
/方便速食产品	0.2%	1.0%	2.1%	3.0%	0.4%	0.3%	2.9%
毛利率	41.3%	38.0%	35.3%	33.8%	47.3%	34.2%	35.4%
第三方	61.34	444.57	978.50	104.46	340.11	339.97	638.53
yoy		624.8%	120.1%	0.0%		225.5%	87.7%
/方便速食产品	99.8%	99.0%	97.9%	97.0%	99.6%	99.7%	97.1%
毛利率	34.6%	30.8%	32.7%	30.2%	31.0%	32.8%	32.6%
其他产品	3.10	21.06	75.20	4.83	16.23	26.85	48.35
yoy	-55.7%	579.4%	257.0%	25.5%	2264.0%	455.7%	197.9%
占比	0.2%	0.8%	1.8%	0.5%	1.0%	1.6%	1.8%

毛利率	74.8%	28.2%	16.6%	31.2%	27.3%	20.1%	14.7%
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：收入拆分（按渠道）

单位：百万元	2017	2018	2019	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
关联方客户	915.91	1,176.10	1,663.20	540.04	636.06	708.62	954.58
yoy	51.21%	28.41%	41.42%	24.24%	32.2%	31.22%	50.1%
占比	55.64%	43.86%	38.84%	53.79%	37.92%	42.80%	36.34%
第三方客户	730.31	1,505.28	2,619.40	463.91	7	947.13	7
yoy	51.43%	106.11%	74.01%	136.47%	95.0%	104.16%	60.6%
占比	44.36%	56.14%	61.17%	46.21%	62.08%	57.20%	63.66%
经销商	587.08	1,263.25	2,304.30	363.17	900.08	805.95	5
yoy	32.72%	115.18%	82.41%	117.22%	114.4%	121.92%	66.5%
占第三方客户	80.39%	83.92%	87.97%	78.28%	86.43%	85.09%	89.60%
经销商数量	800	1,500	2,400				
单一经销商平均提货额	0.73	0.84	0.96				
yoy		14.76%	14.01%				
电商	105.94	217.40	274.90	80.23	137.17	117.75	157.15
yoy	265.49%	105.20%	26.45%	372.45%	54.2%	46.76%	14.6%
占第三方客户	14.51%	14.44%	10.49%	17.29%	13.17%	12.43%	9.40%
其他	37.29	24.63	40.10	20.51	4.12	23.43	16.67
yoy	240.82%	-33.95%	62.80%	70.73%	-83.7%	14.22%	304.6%
占第三方客户	5.11%	1.64%	1.53%	4.42%	0.40%	2.47%	1.00%
第三方餐饮服务供应商	23.43	21.60	12.60	20.01	1.59	11.32	1.29
一次性销售活动	13.86	3.04	27.50	0.51	2.53	12.11	15.39

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 5：量价拆分（按产品）

	2017	2018	2019	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
火锅调料产品							
销售单价（元/kg）	26.90	27.19	26.06	27.02	27.30	26.24	25.94
销售量（吨）	51,869	71,925	107,977	28,463	43,462	41,461	66,516.00
毛利率	36.48%	39.31%	39.70%	35.18%	42.00%	37.82%	40.88%
关联方							
销售单价（元/kg）	27.31	26.12	24.25	26.48	25.82	24.96	23.73
销售量（吨）	31,914	43,772	65,666	19,765	24,007	27,805	37,861.00
毛利率	27.91%	27.40%	27.51%	26.56%	28.10%	26.92%	27.97%
第三方							
销售单价（元/kg）	26.25	28.85	28.86	28.24	29.12	28.84	28.87
销售量（吨）	19,955	28,153	42,311	8,698	19,455	13,656	28,655.00
毛利率	50.75%	56.09%	55.59%	53.52%	57.20%	57.02%	54.91%

中式复合调味品							
销售单价 (元/kg)	23.53	26.04	24.92	25.42	26.63	25.26	24.57
销售量 (吨)	7,915	9,814	15,850	4,814	5,000	7,919	7,931.00
毛利率	42.49%	49.09%	46.89%	47.55%	50.49%	47.77%	45.98%
关联方							
销售单价 (元/kg)	22.80	27.81	23.84	28.26	27.45	23.29	24.08
销售量 (吨)	1,908	963	2,075	431	532	581	1,494.00
毛利率	28.81%	29.24%	25.49%	29.01%	29.43%	24.32%	25.93%
第三方							
销售单价 (元/kg)	23.80	25.84	25.08	25.14	26.53	25.41	24.70
销售量 (吨)	6,007	8,851	13,775	4,383	4,468	7,338	6,437.00
毛利率	46.65%	51.41%	49.95%	49.00%	53.65%	49.47%	50.52%
方便速食产品							
销售单价 (元/kg)	45.15	41.45	42.81	37.40	42.92	45.36	41.60
销售量 (吨)	1,361	10,838	23,336	2,879	7,959	7,521	15,815.00
毛利率	34.60%	30.88%	32.72%	30.30%	31.06%	32.77%	32.69%
关联方							
销售单价 (元/kg)	52.00	52.85	39.48	49.71	61.38	44.58	39.23
销售量 (吨)	2	89	519	65	24	26	493.00
毛利率	41.35%	38.01%	35.33%	33.80%	47.25%	34.17%	35.40%
第三方							
销售单价 (元/kg)	45.14	41.36	42.88	37.12	42.86	45.36	41.67
销售量 (吨)	1,359	10,749	22,817	2,814	7,935	7,495	15,322.00
毛利率	34.59%	30.80%	32.66%	30.19%	30.99%	32.77%	32.61%
其他产品							
销售单价 (元/kg)	3.50	7.06	5.75	30.2%	8.04	6.81	6.23
销售量 (吨)	872	2,985	13,081	4.83	601	2,384	4,307
毛利率	74.84%	28.22%	16.63%	25.5%	31.23%	27.32%	20.05%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

颐海国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,354	3,230	4,361	6,163	营业收入	4,282	5,400	7,332	9,806
现金	1,036	2,076	2,963	4,247	减: 销售成本	2,641	3,247	4,424	5,914
应收账款	269	310	379	538	经销开支	383	548	760	1,007
存货	297	495	584	858	行政开支	266	335	455	608
其他流动资产	751	349	434	520	其他收入及收益, 净额	73	58	62	64
非流动资产	958	1,356	1,655	2,006	财务收入/(费用)净额	22	22	43	61
使用权资产	151	227	341	511	除税前溢利	1,094	1,350	1,799	2,401
固定资产	483	676	874	1,008	减: 所得税费用	299	337	450	600
无形资产	18	21	25	30	净利润	795	1,012	1,349	1,801
其他非流动资产	305	431	415	456	少数股东损益	76	123	153	204
资产总计	3,312	4,586	6,016	8,169	归属母公司净利润	719	889	1,196	1,596
流动负债	557	696	756	1,079	EBIT	1,039	1,249	1,689	2,258
应计负债	174	103	99	97	EBITDA	1,094	1,313	1,779	2,374
应付账款	217	426	450	721					
其他流动负债	166	167	207	261	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	584	735	816	1,168	每股收益(元)	0.69	0.85	1.14	1.52
少数股东权益	114	238	390	595	每股净资产(元)	2.50	3.45	4.59	6.12
归属母公司股东权益	2,614	3,613	4,809	6,406	发行在外股份(百万股)	1,047	1,047	1,047	1,047
负债和股东权益	3,312	4,586	6,016	8,169	ROE(%)	27.5%	24.6%	24.9%	24.9%
					毛利率(%)	38.3%	39.9%	39.7%	39.7%
					销售净利率(%)	18.6%	18.7%	18.4%	18.4%
现金流量表 (百万元)	2019E	2020E	2021E	2022E	资产负债率(%)	17.6%	16.0%	13.6%	14.3%
经营活动现金流	886	995	1,358	1,829	收入增长率(%)	59.7%	26.1%	35.8%	33.7%
投资活动现金流	-477	-258	-259	-297	归母净利增长率(%)	38.8%	23.7%	34.6%	33.4%
筹资活动现金流	-68	-82	-112	-149	P/E	79	64	48	36
汇率变动对现金的影响	-	-	-	-	P/B	22	16	12	9
现金净增加额	341	655	987	1,384					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 2019 现金流量表为预测数 (公司未给出), 港元兑人民币汇率按 0.91 计算

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

