

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2019年05月28日

市场数据

目前股价	21.91
总市值（亿元）	48.77
流通市值（亿元）	17.10
总股本（万股）	22,259
流通股本（万股）	7,804
12个月最高/最低	27.94/13.47

分析师

分析师：杨晓峰 S1070518090002

☎ 021-31829781

✉ yangxiaofeng@cgws.com

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

分析师：何思霖 S1070518070001

☎ 0755-83515591

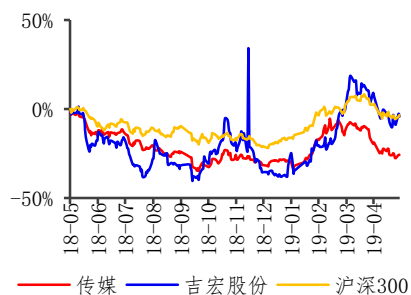
✉ hesilin@cgws.com

联系人（研究助理）：林彦宏

S1070117010015

☎ 0755-83881635

✉ linyh@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

进军包装盒内二维码，挖掘线下消费品用户流量

——吉宏股份（002803）公司专题报告

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	3080	4377	5691
(+/-)%	35.8%	42.1%	30.0%
净利润	317	454	563
(+/-)%	48.5%	43.5%	24.0%
摊薄 EPS	1.42	2.04	2.53
PE	15	11	9

资料来源：长城证券研究所

核心观点

一、收购龙域之星：左手互联网广告主，右手可控流量运营

- 龙域之星的核心团队成员均来自知名互联网公司，积累大量互联网优质客户。**龙域之星具有专业化的运营团队优势，其团队核心成员均具有8年以上的互联网广告行业相关经验，曾任职于百度、360、盛大等知名互联网公司。龙域之星高管钱素娟曾就职于爱普新媒，具有较强的广告代理能力，服务众多互联网广告主。
- 龙域之星持续构筑“可控流量”，完善吉宏精准营销体系。**龙域之星买断媒体式的流量运营使公司年净利率远远高于传统广告代理公司，2017-2018年净利润达2734万、7104万，大超原先的盈利预测。龙域之星流量覆盖100+家媒体、1000+款应用、总日活超过1亿，同时视频日均播放量超1亿，并具有自主研发的SDK及精准投放技术。

二、深挖线下流量，内部架构调整，发挥股东包装优势，进军包装盒内二维码

- 创新二维码营销模式，将线下流量引至互联网广告主，用客户转换反哺广告成本。**吉宏股份通过在包装盒内引入二维码，进而将用户从线下引流至线上，并按安装数量或购买数量向互联网广告主进行收费。二维码营销可以解决传统促销成本高昂、奖品单一的问题，并为吉宏进一步扩大收入来源，实现包装收入和广告佣金的协同提升。
- 二维码业务以快消品包装为主，媒介资源丰富，4月达利乐虎3亿瓶已经上线。**吉宏目前包装业务的下游客户均为国内快速消费品领域的知名企业，已经与吉宏股份合作超过十年并且一再巩固吉宏的供应商地位，吉宏对其具有很大的建议权。作为起步第一年，公司初步目标为2019年印刷10亿份抽奖二维码，约能收集到1亿左右的流量，可以为之后的线下品牌合作谈判打下基础。

三、二维码业务的弹性测算

吉宏预计2019年全年将生成10亿个二维码包装，佣金来源主要有用户注册佣金和用户购买佣金两个部分。根据敏感性分析，若未来扫码率为20%，注册转换率为3%时，二维码业务的全年收入将达到2976万元。

四、投资建议：

收购龙域之星获得更多广告主资源，利用包装盒内二维码精准营销驱动公司盈利能力和运营效率全面提升，我们认为公司的独特模式有望获得一定估值溢价。吉宏包装业务的广泛市场基础为二维码业务提供广泛媒介，我们认为公司二维码业务有望持续快速增长。预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.42、2.04 元，对应 PE 分别为 15、11X，维持“强烈推荐”的评级。

五、风险提示：

二维码营销市场发展不及预期，线下媒介洽谈不及预期。

目录

1. 收购龙域之星：左手互联网广告主，右手可控流量运营	5
1.1 核心团队来自知名互联网公司，积累大量互联网优质客户	5
1.2 龙域之星持续构筑“可控流量”，完善吉宏精准营销体系	6
2. 深挖线下流量：携手龙域之星，进军包装盒内二维码	8
2.1 创新二维码营销模式，将线下流量引至互联网广告主	8
2.2 二维码业务以快消品包装为主，媒介资源众多	10
2.2.1 18年末立项，4月达利乐虎3亿瓶已经上线	10
2.2.2 吉宏股份拥有众多包装客户，2019年10亿个二维码可期	12
3. 线上线下扫码业务的弹性测算	14
4. 投资建议	15
5. 风险提示	15
附：盈利预测表	16

图表目录

图 1:	龙域之星精准推广服务的客户	5
图 2:	龙域之星网盟服务的客户	5
图 3:	appicplay 小游戏	7
图 4:	彩云码包装业务业务模式	8
图 5:	二维码扫码流程	9
图 6:	一物一码操作流程	9
图 7:	常见线下促销模式价值链	10
图 8:	吉宏股份二维码营销模式价值链	10
图 9:	吉宏股份彩云码业务收入来源	10
图 10:	乐虎扫码抽奖活动界面	11
图 11:	乐虎扫码抽奖中奖界面	11
图 12:	2016~2018 年乐虎销售收入及增长率 (单位: 百万元)	12
图 13:	吉宏股份二维码营销模式优势	12
图 14:	伊利股份营业总收入及增长率 (单位: 万元)	13
图 15:	伊利股份净利润及增长率 (单位: 万元)	13
图 16:	恒安国际营业总收入及增长率 (单位: 万元)	14
图 17:	恒安国际净利润及增长率 (单位: 万元)	14
表 1:	龙域之星盈利预测 (单位: 万元)	6
表 2:	2017~2018 年乐虎品牌力指数排名 (功能饮料品类)	11
表 3:	吉宏股份包装业务主要产品及其客户群体	13
表 4:	预测彩云码业务 2019 全年收入 (单位: 万元)	15

1.2 龙域之星持续构筑“可控流量”，完善吉宏精准营销体系

龙域之星买断媒体式的流量运营（部分情况是可控流量，即在一定价格条件下消耗部分的流量），使公司年净利率远远高于传统广告代理公司。龙域之星 2017 年的净利率的水平为 42%，2018 年全年净利率 26%，仍高于行业平均水平。龙域之星增资入股北京海洋纪元，高管王海营牵头技术团队补足运营短板。龙域之星旗下北京海洋纪元以产品研发、技术开发为主营业务，旗下含有多款移动端互联网游戏产品，iOS 及安卓累计用户达 300 万。龙域之星公司高管王海营先生擅长互联网广告的推广运营，曾担任赛菲克斯 CEO 和掌游天下合伙人，在互联网领域积累了丰富优质的媒体渠道和资源。

在北京中天华资产评估有限责任公司的评估结果中，龙域之星的净利润将在 2018-2022 年内稳在 3000 万元左右。在 2018 年 3 月收购龙域之星后，吉宏股份互联网精准营销的收入高达 2 亿元。但是实际上，龙域之星 2017~2018 年净利润达 2734 万、7104 万，大超原先的盈利预测。

表 1: 龙域之星盈利预测（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	12,202.40	12,821.28	13,462.24	14,136.32	14,842.48
营业成本	7,616.99	8,175.20	8,716.91	9,332.05	9,945.47
净利润	3,475.89	3,507.26	3,577.43	3,078.84	3,119.41

资料来源：北京中天华资产评估有限责任公司资产评估报告，长城证券研究所

龙域之星目前拥有强大的流量聚合优化平台和广告平台，给联盟广告主和直客广告主日提供千万级流量。龙域之星流量覆盖 100+家媒体、1000+款应用、总日活超过 1 亿，同时视频日均播放量超 1 亿，并具有自主研发的 SDK 及精准投放技术。龙域之星所设立的 Starmobs 作为一家数据驱动的移动广告聚合平台，致力于为全球客户提供移动端推广、变现服务，在为广告主实现精准投放、获取优质用户的同时也为移动产品开发带来最大化的变现收益。

龙域之星旗下子公司的分工：金城科技侧重广告主的需求，着重管理流量运营及变现，维斯塔科技则侧重于服务流量媒体，综合考虑客户与供应商的需求，在为广告主带来优质流量的基础上，也注重为上游媒体渠道创造更高的收益。

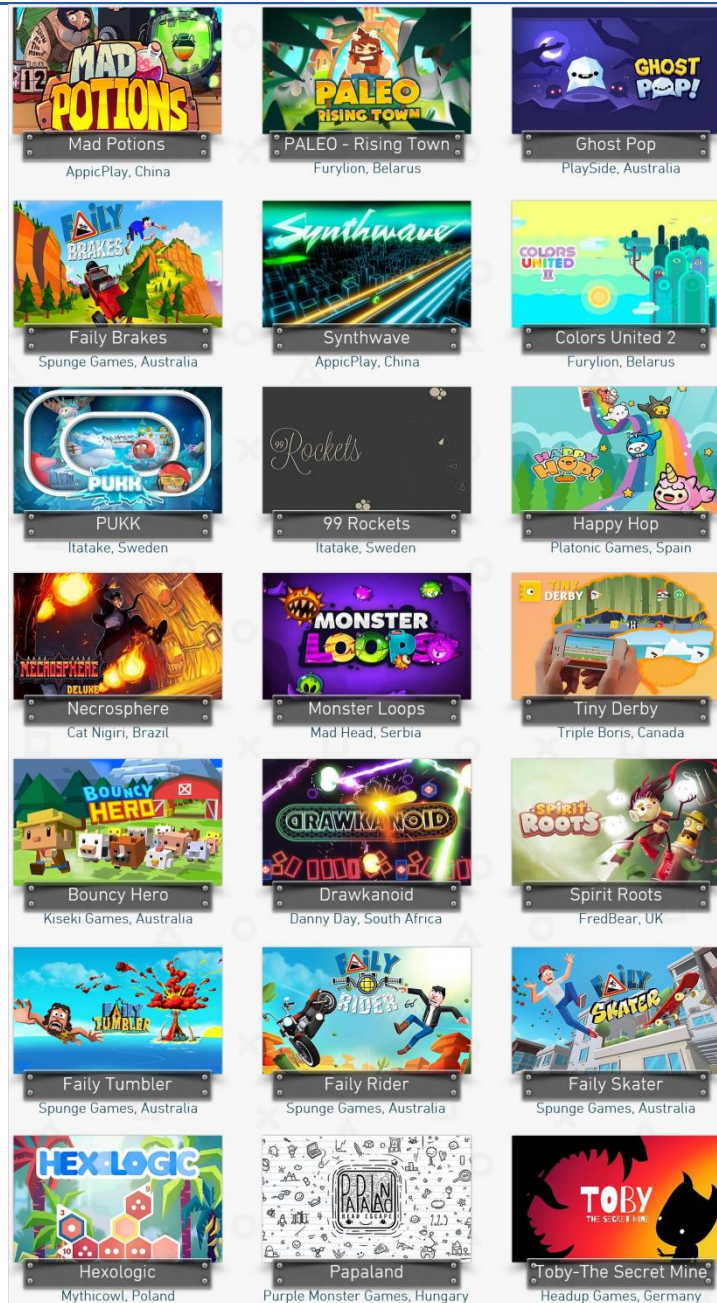
1、金城科技：致力于移动互联网精准广告投放，该业务形式具有传输形式多样化、受众范围覆盖面积广、广告投放精准度高、转化效果好等特点，移动互联网精准广告已成为高端知名客户首选的商业推广模式，同时受益于高效的运营效率和丰富的渠道资源，金城科技拥有着较强的盈利能力。

2、维斯塔科技：则主要开发完整的 DSP（需求方平台）与 SSP（供应方平台），DSP 接收投放需求后进行大数据分析，在海量媒体中寻找最优受众，并且保证价格优势。其中自有 SSP 平台可支持移动端广告市场常见的广告形式，包括插屏、开屏、视频、激励视频、信息流、banner（横幅广告）、原生广告等。

龙域之星带来优质广告主资源，厦门正奇负责媒介端，吉宏股份逐步实现规模效应，公司 iOS 端可控流量日活达到 1200 万左右。吉宏股份逐渐融合互联网精准营销与包装业务的客户资源、渠道资源等优势，依托原有快消品包装客户的展示包装产品提供线下流量入口，为互联网客户提供宣传、引流及流量变现服务，并可为快消品包装客户提供新型促销方式等增值服务，以此增加客户粘性。目前，吉宏股份 iOS 端可控流量日活达到

1200 万左右，可在流量端口定制化投放广告。并且在 2019 年逐步开通国内外安卓端口，截至目前，国内外安卓流量日活已达 710 万。同时，公司积极引进，开发与推广自有 app，如壁纸大全，appicplay 小游戏，为公司引流助力，促进公司快消品、环保包装和互联网精准营业务的协同发展，实现规模效应。

图 3: appicplay 小游戏



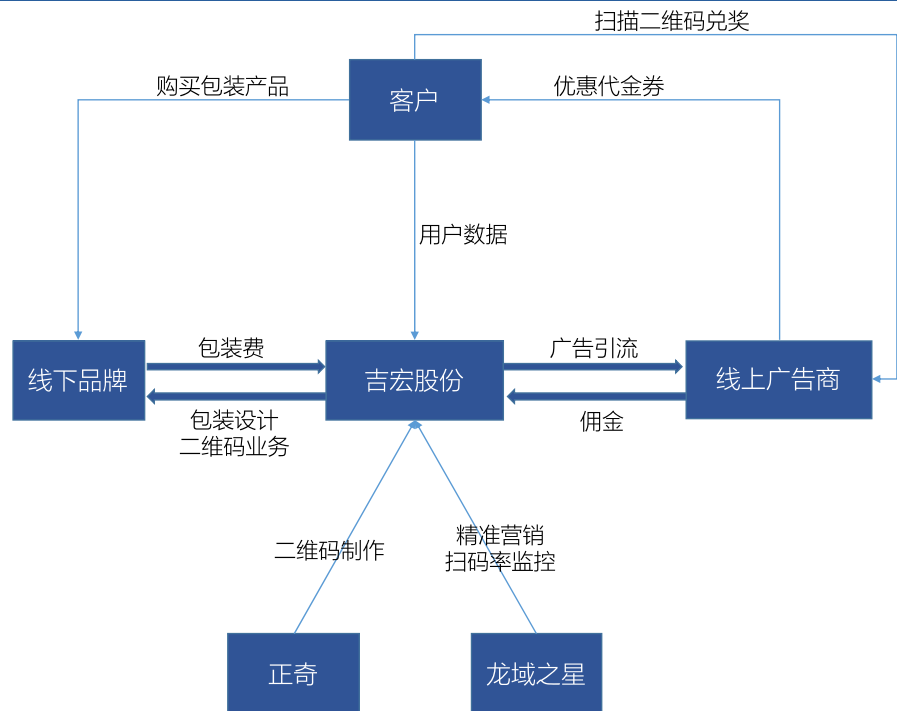
资料来源: appicplay 公司官网, 长城证券研究所

2. 深挖线下流量：携手龙域之星，进军包装盒内二维码

2.1 创新二维码营销模式，将线下流量引至互联网广告主

吉宏股份自主研发“彩云码”业务，通过在包装盒内引入二维码，进而将用户从线下引流至线上，并按安装数量或购买数量（安装 APP 后进行消费），向互联网广告主收取引流费用。彩云码以包装客户高频快消类产品为载体，免费为客户设计一物一码，由公司设计抽奖促销方案，引导消费者购买线下品牌包装产品并扫描参与抽奖活动，奖品为线上广告商优惠代金券或相关会员权益，从而将消费者从包装端引流至广告营销端，由龙域之星进行精准营销及扫码率监控。若客户在线上广告商平台进行注册或购买行为，线上广告商将给予吉宏股份对应佣金，佣金结算为吉宏的彩云码业务收入。

图 4：彩云码包装业务业务模式



资料来源：长城证券研究所

消费者扫码动机强，并且中奖率高达 80%以上，奖品真实且高质量。最早的消费品抽奖促销活动可以追溯到 90 年代的“再来一瓶”活动。随着相关技术成熟，“再来一瓶”类抽奖逐渐被二维码抽奖所取代，但本质没有变化。活动产品的外包装上有明确的指令引导消费者参与瓶盖内或者纸包装内的扫码活动抽奖活动，为了赢得奖品，消费者有动机去进行扫二维码的动作。根据某饮品公司此前经验，如果中奖率在 100%且奖品真实，那么抽奖二维码扫码率可高达 40%。

消费者的主要扫码流程如下：客户扫描产品内二维码，进入抽奖页面抽奖，输入手机号码进行领奖，完成兑奖。吉宏降低一切抽奖门槛，并且由于与公司合作的快消品牌深受用户信任，对抽奖活动形成背书，且合作的互联网用户的信誉度和知名度也较高，因此很容易获得消费者信任。

图 5: 二维码扫码流程



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

从技术上来说, 盒内二维码的标识是公司自主研发的一物一码技术: 一物一码是指通过根据产品特性、可变二维码技术, 开放二维码 SaaS 技术服务平台, 让每一个产品都拥有一个独一无二的身份识别, 管理企业线上促销、线下调控, 从而使得产品具备溯源、防伪、会员服务、销售等多种功能。

虽然一物一码技术需要自主研发, 但目前多家包装公司均有储备, 不能说是一个很强的门槛。我们认为这一抽奖模式最大的门槛在于广告主预算和媒介流量资源的整合对接能力。吉宏由于跨界营销业务和包装业务, 广告主端拥有持续业务往来的客情, 而媒介端又有消费包装公司的客户流量, 在整合上具有独树一帜的优势。

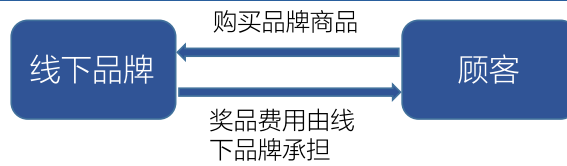
图 6: 一物一码操作流程



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

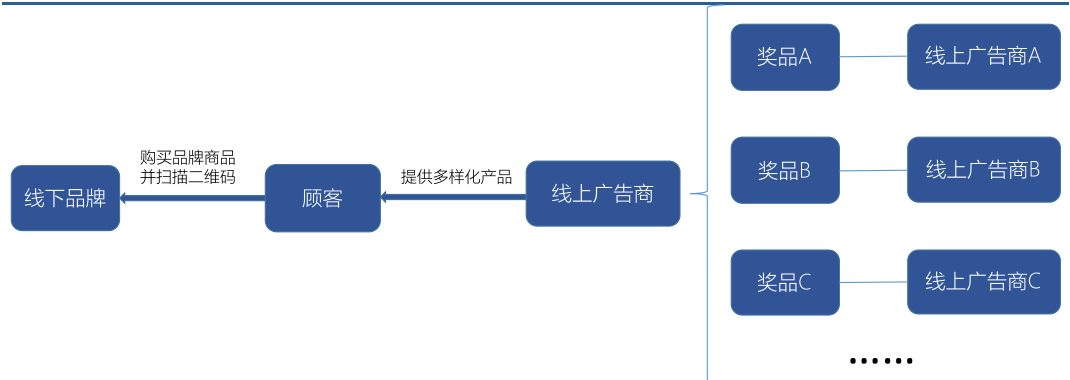
线下品牌竞争激烈, 不促不销, 包装客户本身有通过抽奖来促销的需求。二维码营销可以解决传统促销成本高昂、奖品单一的问题, 而用互联网公司引流卡券充当奖品可以节约包装客户营销费用, 因此包装用户愿意在包装上印制彩云码。线下促销如“再来一瓶”等的常用形式, 奖品费用全部记在品牌销售费用中, 而彩云码营销模式则是由多家线上 APP 品牌负责提供奖品。二维码营销同时包装客户没有接触过广告业务, 缺乏自己的广告主招商能力, 且分散的单一媒介运营效率较低。而吉宏由于包装和广告主都有较大的资源储备, 可以通过不同包装客户产品的用户画像, 去和广告主用户画像进行精准匹配导入。

图 7: 常见线下促销模式价值链



资料来源: 长城证券研究所

图 8: 吉宏股份二维码营销模式价值链



资料来源: 长城证券研究所

线上平台流量成本高企，品牌越小众，获客成本越高。由于互联网红利的逐渐消失，线上流量的成本越来越高。不同的线上平台流量成本不同，知名度较高的平台单用户成本大概为 20-30 元；游戏类、理财类平台获客成本较高，约为 200-300 元/位。用户流量在平台上的不同行为，如注册、下载、购买等对应的价格都不相同。2019 年吉宏已经争取到 3000 万广告预算用于投放二维码引流业务。

彩云码业务为吉宏进一步扩大收入来源，实现包装收入和广告佣金的协同提升。公司一方面可以从广告客户端收取相应广告引流费用，另一方面包装商品销量提升也会增加包装业务的收入。而随着后续公司更高频次的 QSR 餐饮包装二维码上线，公司有望获得更多流量展示机会。

图 9: 吉宏股份彩云码业务收入来源



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2.2 二维码业务以快消品包装为主，媒介资源众多

2.2.1 18 年末立项，4 月达利乐虎 3 亿瓶已经上线

吉宏目前彩云码业务的下游大客户主要为达利集团下的功能饮料乐虎，彩云码业务助力乐虎实现品牌影响力提升。据工信部专项资金扶持的中国企业品牌研究中心数据显示，2018 年乐虎的品牌力指数排名第 9，较 2017 年上升 2 位，消费者对其的品牌认知及品牌关系均有增长。

图 10: 乐虎扫码抽奖活动界面



资料来源: 乐虎二维码, 长城证券研究所

图 11: 乐虎扫码抽奖中奖界面



资料来源: 乐虎二维码, 长城证券研究所

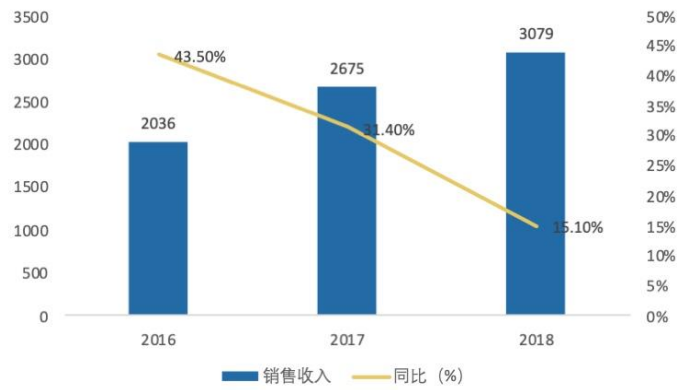
表 2: 2017~2018 年乐虎品牌力指数排名 (功能饮料品类)

年度	排名	排名变化	品牌力指数	品牌认知			品牌关系		
				第一提及	未提及	有提示	品牌联想	品牌忠诚	品牌偏好
2017年	第11名	--	241.2	0.4%	13.1%	28.4%	58.3%	51.2%	0.5%
2018年	第9名	+2	248.7	0.5%	17.0%	25.9%	69.7%	44.0%	1.0%

资料来源：中国企业品牌研究中心，长城证券研究所

乐虎市场份额稳步提升，提供彩云码业务广阔媒介。根据欧睿数据，中国功能饮料市场销售规模约人民币 600 亿元，是增长最快的软饮料子品类。乐虎在激烈的竞争环境中保持快于行业的增速，过去三年的复合增长率为 15%。同时，2019 年达利对乐虎的品牌形象进行全面升级，进一步强化其专业功能饮料的属性，乐虎成为 2019 年 FIBA 篮球世界杯赞助商和官方指定功能饮料。

图 12: 2016 ~ 2018 年乐虎销售收入及增长率（单位：百万元）

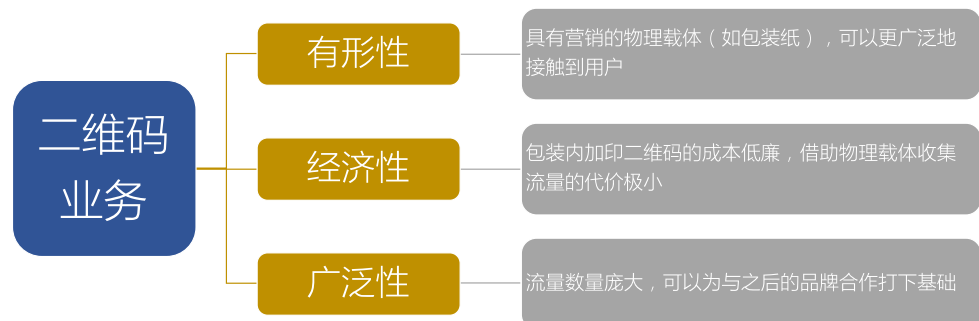


资料来源：公司公告，长城证券研究所

2.2.2 吉宏股份拥有众多包装客户，2019 年 10 亿个二维码可期

吉宏的二维码营销模式主要有三点优势：**1. 有形性**：具有营销的物理载体（如包装纸），可以更广泛地接触到用户；**2. 经济性**：包装内加印二维码的成本低廉，相较于互联网公司专门想办法收集流量，吉宏借助物理载体收集流量的代价极小；**3. 广泛性**：流量数量非常庞大。作为起步第一年，公司初步目标为 2019 年印刷 10 亿份抽奖二维码，约能收集到 1 亿左右的流量，可以为之后的线下品牌合作谈判打下基础。

图 13: 吉宏股份二维码营销模式优势



资料来源：长城证券研究所

吉宏目前彩云码业务的高端优质的客户资源是吉宏彩云码业务实现可持续发展和保持核心竞争力的市场基础。吉宏目前包装业务的下游客户均为国内快速消费品领域的知名

企业，已经与吉宏股份合作超过十年并且一再巩固吉宏的供应商地位，吉宏对其具有很大的建议权。

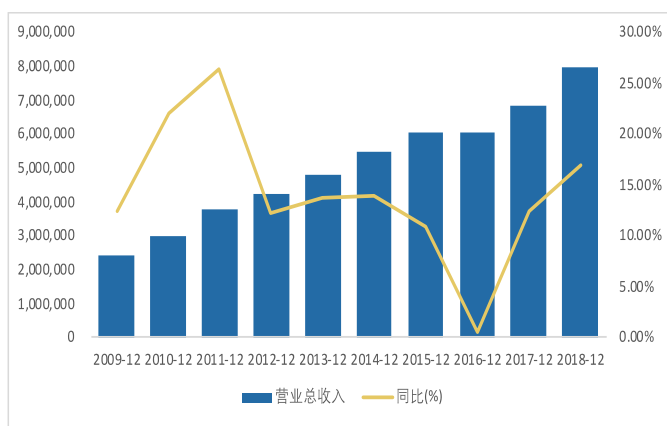
表 3: 吉宏股份包装业务主要产品及其客户群体

主要产品	产品介绍	客户群体
彩色包装箱	彩色包装箱多为销售包装，主要用于日常用品(牛奶、饮料等)的外包装。在销售时起到品牌展示及方便使用的功能	伊利集团、广州药业、泰山食品、河北达利食品有限公司
彩色包装纸盒	白板纸、白卡纸等制成的包装盒，方便产品的配送、展示、销售	恒安集团、伊利集团、纳爱斯集团、金红叶集团、阳光照明、美德维实伟克、加意包装、立白集团
环保纸袋	用 100%纯木浆或不同比例的回收浆做成的牛皮纸，制成带有纸质手把的环保纸袋，耐破高，韧性好，高强度，方便运输，主要用于各类商品外包装袋	匹克、良品铺子、鸿星尔克、劲霸男装、森马服饰
塑料软包装	用聚乙烯、聚丙烯等原材料，制成的塑料包装物，外型柔软，方便产品的配送、销售及顾客的使用，主要用于日常用品的外包装，如:婴儿尿裤袋、妇女卫生用品、食品包装、洗涤用品外包装等	恒安集团、金红叶集团
QSR 包装	高品质的纸容器(纸杯、纸碗)、汉堡盒、汉堡包纸、餐盘纸以及外卖打包袋等产品，是具有环保理念的直接接触食品的包装	瑞幸咖啡、肯德基、汉堡王、优乐美、白象、华莱士、旺旺、统一

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

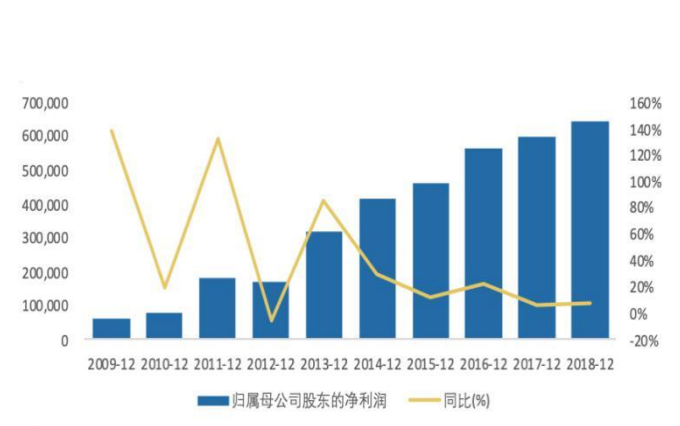
伊利: 吉宏是伊利的 A 类供应商，目前在伊利供应商上的占比是 18~20%。集中度的提升主要来自伊利对供应商的筛选淘汰，其包装供应商原本有 100 多家，但目前仅剩 70 家左右。公司主要为伊利集团液体乳、奶粉、酸奶提供彩色包装纸盒和彩色包装箱。

图 14: 伊利股份营业总收入及增长率 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

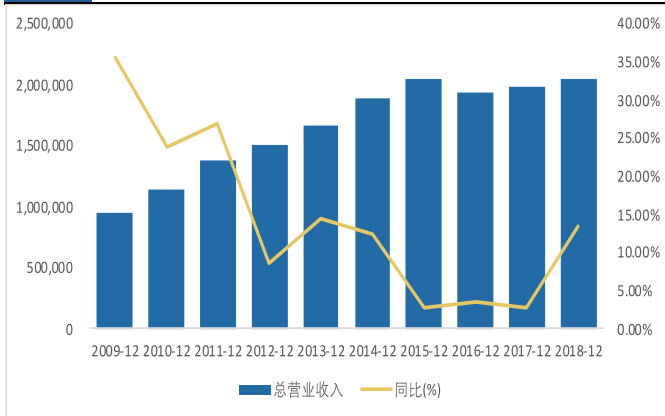
图 15: 伊利股份净利润及增长率 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

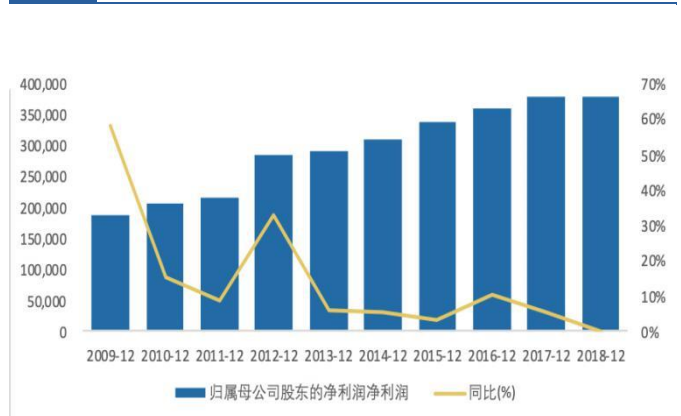
恒安: 2003 年吉宏通过认证成为恒安集团供应商，为恒安集团提供包装纸盒产品；2011 年公司引进塑料软包装生产线，开始为恒安集团提供塑料软包装产品，合作超过 15 年。公司主要为恒安集团提供中包袋、彩箱、纸盒。

图 16: 恒安国际营业总收入及增长率 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

图 17: 恒安国际净利润及增长率 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

3. 线上线下扫码业务的弹性测算

扫码客户的转换存在两种形式: 第一种是顾客在线上广告商平台进行注册, 成为会员; 第二种形式是顾客注册, 并且在该平台上成功进行消费。两种形式的转换率不同, 吉宏从中获得的佣金也不同。

测算公式: $\text{彩云码业务全年收入} = \text{二维码数量} * \text{扫码率} * \text{注册转化率} * [\text{购买转化率} * \text{顾客购买的佣金} + (1 - \text{购买转化率}) * \text{顾客注册的佣金}]$

其中, $\text{注册转化率} = (\text{在广告 app 进行注册的客户人数} \div \text{所有扫码客户人数}) * 100\%$; $\text{购买转化率} = (\text{产生购买行为的客户人数} \div \text{所有注册客户人数}) * 100\%$ 。

二维码数量: 吉宏股份目前彩云码业务已有达利乐虎 (3.4 亿个二维码) 等客户, 预计全年将生产 10 亿个二维码包装。

扫码率: 不同的客户类别以及不同的奖品, 都可能会对扫码率和兑奖率产生一定的影响。通过设置 100% 的中奖率, 可以很大程度地吸引顾客进行扫码操作, 扫码率在 5%~30% 之间进行测算。

转化率: 目前行业平均的转化率为 2.5%, 因此假设注册转化率在 1.5%-4.0% 之间进行测算。假设每 100 名注册的客户中会有一名产生购买行为, 购买转化率为 1%。

顾客注册的佣金: 佣金的实际计算比较复杂。一种模式是在消费者被成功引流后, 广告客户再结算佣金, 工具类软件佣金在 2 元至 10 元不等, 具体取决于改广告用户的品牌大小; 第二种模式是根据消费者扫码下载软件后的使用期限来支付佣金, 使用时间越长, 佣金就越多; 还有一种只追求“曝光率”的模式是扫码看到广告的人越多, 给予公司的佣金越高。为简化计算, 我们假设佣金的计算采用第一种模式。吉宏目前的佣金以 3 元/位~5 元/位居多, 因此我们假设顾客注册的佣金为 4 元/位。

顾客购买的佣金: 若顾客在广告品牌注册并产生购买行为, 吉宏将额外获得顾客购买的佣金, 我们假设用户购买的佣金为 100 元。

根据测算公式, 在扫码率分别为 5%、10%、15%、20%、25%、30% 条件下, 当注册转化率分别为 1.5%、2.0%、2.5%、3.0%、3.5%、4.0% 时可以得到一系列彩云码业务的全年收入。

表 4: 预测彩云码业务 2019 全年收入 (单位: 万元)

		扫码率 (%)					
		5%	10%	15%	20%	25%	30%
注册转换率 (%)	1.5%	372	744	1116	1488	1860	2232
	2.0%	496	992	1488	1984	2480	2976
	2.5%	620	1240	1860	2480	3100	3720
	3.0%	744	1488	2232	2976	3720	4464
	3.5%	868	1736	2604	3472	4340	5208
	4.0%	992	1984	2976	3968	4960	5952

资料来源: 长城证券研究所

从扫码率和注册转换率的敏感性分析可以看出,若扫码率为 20%,注册转换率为 3.0%时,得到彩云码业务的全年收入为 2976 万元。

4. 投资建议

收购龙域之星获得更多广告主资源,利用包装盒内二维码精准营销驱动公司盈利能力和运营效率全面提升,我们认为公司的独特模式有望获得一定估值溢价。吉宏包装业务的广泛市场基础为彩云码业务提供广泛媒介,我们认为公司彩云码业务有望持续快速增长。预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.42、2.04 元,对应 PE 分别为 15、11X,维持“强烈推荐”的评级。

5. 风险提示

二维码营销市场发展不及预期,线下媒介洽谈不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1132.61	2269.05	3080.24	4377.32	5690.52	成长性					
营业成本	821.67	1292.04	1735.72	2473.19	3232.21	营业收入增长	98.7%	100.3%	35.8%	42.1%	30.0%
销售费用	159.08	599.75	822.43	1181.88	1547.82	营业成本增长	79.7%	57.2%	34.3%	42.5%	30.7%
管理费用	41.35	59.22	117.05	132.63	170.72	营业利润增长	128.1%	170.2%	44.0%	45.8%	24.3%
财务费用	13.24	22.67	28.98	40.73	54.66	利润总额增长	90.8%	162.6%	44.0%	44.7%	24.1%
投资净收益	6.91	10.58	10.58	10.58	10.58	净利润增长	86.1%	166.3%	48.5%	43.5%	24.0%
营业利润	93.63	252.94	364.27	531.23	660.36	盈利能力					
营业外收支	4.40	4.47	6.39	5.09	5.31	毛利率	27.5%	43.1%	43.7%	43.5%	43.2%
利润总额	98.03	257.41	370.66	536.32	665.68	销售净利率	7.2%	10.1%	10.7%	10.9%	10.4%
所得税	15.96	29.06	41.84	60.54	75.14	ROE	15.8%	31.8%	33.8%	35.6%	32.5%
少数股东损益	2.03	15.18	12.27	21.39	27.16	ROIC	11.3%	23.1%	27.2%	29.9%	28.5%
净利润	80.03	213.17	316.55	454.39	563.37	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	14.0%	26.4%	26.7%	27.0%	27.2%
					(百万)	管理费用/营业收入	3.7%	2.6%	3.8%	3.0%	3.0%
流动资产	681.80	922.16	1304.85	1980.48	2600.95	财务费用/营业收入	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%
货币资金	150.75	280.67	449.40	769.97	1174.03	投资收益/营业利润	7.4%	4.2%	2.9%	2.0%	1.6%
应收账款	196.14	343.89	385.16	644.80	686.32	所得税/利润总额	16.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
应收票据	8.30	1.88	39.89	9.74	43.72	应收账款周转率	7.23	8.40	8.45	8.50	8.55
存货	172.33	206.24	301.28	420.82	521.52	存货周转率	6.52	6.83	6.84	6.85	6.86
非流动资产	466.54	666.25	658.01	634.43	609.61	流动资产周转率	2.20	2.83	2.77	2.66	2.48
固定资产	327.47	369.30	377.29	370.83	365.33	总资产周转率	1.19	1.66	1.73	1.91	1.95
资产总计	1148.33	1588.40	1962.86	2614.91	3210.56	偿债能力					
流动负债	617.86	813.75	932.59	1220.16	1336.58	资产负债率	54.9%	54.8%	50.44%	48.9%	43.4%
短期借款	298.15	259.97	244.49	258.59	254.12	流动比率	1.10	1.13	1.40	1.62	1.95
应付款项	248.03	342.18	474.25	751.77	848.19	速动比率	0.82	0.88	1.08	1.28	1.56
非流动负债	12.59	57.42	57.42	57.42	57.42	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.41	1.08	1.42	2.04	2.53
负债合计	630.45	871.17	990.02	1277.59	1394.00	每股净资产	2.55	3.49	4.18	5.72	7.76
股东权益	517.88	717.23	972.85	1337.32	1816.56	每股经营现金流	-0.14	2.09	1.49	2.11	2.65
股本	116.00	197.20	222.59	222.59	222.59	每股经营现金/EPS	-0.35	1.93	1.05	1.04	1.05
留存收益	241.65	439.99	616.72	872.43	1189.82	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	15.43	29.46	41.73	63.12	90.28	PE	58.62	22.01	14.44	10.06	8.12
负债和权益总计	1148.33	1588.40	1962.86	2614.91	3210.56	PEG	0.86	0.24	0.15	0.13	0.22
现金流量表					(百万)	PB	9.34	6.82	4.91	3.59	2.65
经营活动现金流	-62.98	256.99	330.81	470.58	589.74	EV/EBITDA	32.92	15.28	10.70	7.20	5.40
其中营运资本减少	-152.45	117.77	-58.00	-81.60	-95.52	EV/SALES	4.31	2.10	1.45	0.95	0.67
投资活动现金流	-167.28	-51.38	-22.78	-12.10	-15.24	EV/IC	5.89	4.69	3.64	2.64	1.87
其中资本支出	63.79	38.70	8.53	-6.82	-8.06	ROIC/WACC	1.23	2.51	2.95	3.16	2.93
融资活动现金流	281.81	-66.58	-139.30	-137.92	-170.43	REP	4.80	1.87	1.24	0.84	0.64
净现金总变化	51.19	140.81	168.73	320.57	404.06						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>