

甘源食品 (002991.SZ)

买入

2021 年年报及 2022 年一季报点评：多短期因素扰动下经营稳健，新品推出有望打开全新成长空间

核心观点

国内籽类休闲零食龙头，聚焦产品力构筑核心竞争壁垒。公司自设立以来一直专注于籽类休闲零食的研发、生产和销售，在董事长的带领下，成功打造蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆等爆款产品，并逐渐确立了在籽类休闲食品市场的领导地位。公司始终聚焦产品力打造，从原材料采购、非标工艺、产品创新等多方面打磨产品，构筑公司核心竞争力。

芥末味夏威夷果在特定渠道快速放量支撑 21Q4 增长，多短期因素扰动下 22Q1 经营稳健。公司 21 年实现营收 12.94 亿元 (+10.38%)，归母净利润 1.54 亿元 (-14.29%)，扣非归母净利润 1.28 亿元 (-14.9%)。其中，公司 21Q4 实现营收 4.38 亿元 (15.81%)，归母净利润 0.76 亿元 (+38.42%)，扣非归母净利润 0.63 亿元 (+28.93%)，四季度表现比较亮眼主要系芥末味夏威夷果在山姆店上架后快速放量。22Q1 公司实现营收 3.2 亿元 (-5.19%)，归母净利润 0.23 亿元 (-45.3%)，扣非归母净利润 0.24 亿元 (-28.5%)，主要系春节提前及疫情影响开工和物流。在成本较大幅度上涨、研发投入加大、员工薪酬福利增加、营销宣传增加等的影响下，公司整体盈利能力承压。公司已于 21 年提价 10%，且已顺利传导至终端，未来盈利能力有望修复。

组合新品推出成效可期，股权激励彰显发展信心。公司已于 2022 年 2-3 月份在多地召开多场新品发布会，推出口味性坚果和花生、米制品、薯片、薄脆、米酥等多个系列产品，其中口味型坚果是公司顺应消费趋势创新性推出的系列产品，有望成为公司新的成长驱动；米制品等其他新品亦包含一定的创新元素，主要以散装为主，可助力公司散装柜升级，提升单店营收。同时，公司推出股权激励计划，业绩考核目标为 2022-2024 年的营收和净利润的同比增速均不低于 20%/30%/30.13%，彰显发展信心。

风险提示：行业竞争风险；原材料价格波动风险；疫情影响终端需求。

投资建议：新品推出有望打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

公司是中国籽类零食的领先企业，始终聚焦产品力打造，公司老三样产品（瓜子仁、蚕豆、青豌豆）优势突出，尚有较大发展空间；新品系列的推出进一步完善产品矩阵，可助力公司渠道拓展和下沉。我们预计公司 2022-2024 年营收 16/21/27 亿元，同比增长 25%/28%/28%；归母净利润 1.9/2.4/3.2 亿元，同比增速 20%/32%/32%；当前股价对应 PE 为 22/17/13x，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,172	1,294	1,621	2,079	2,656
(+/-%)	5.7%	10.4%	25.3%	28.2%	27.8%
净利润(百万元)	179	154	185	243	321
(+/-%)	6.7%	-14.3%	20.3%	31.5%	31.9%
每股收益(元)	1.92	1.65	1.98	2.61	3.44
EBIT Margin	17.1%	12.2%	13.4%	13.9%	14.4%
净资产收益率 (ROE)	12.6%	10.6%	12.0%	14.6%	17.5%
市盈率 (PE)	22.6	26.4	22.0	16.7	12.7
EV/EBITDA	19.0	22.5	17.3	13.1	10.3
市净率 (PB)	2.86	2.81	2.63	2.44	2.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：陈青青 联系人：胡瑞阳
 0755-22940855/0755-819830755-81982908
 057
 chenqingq@guosen.com.cn huruiyang@guosen.com.cn
 S0980520110001

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	43.54 元
总市值/流通市值	4049/1567 百万元
52 周最高价/最低价	84.78/41.78 元
近 3 个月日均成交额	68.67 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

产品力领先的国内籽类休闲零食龙头

公司 2006 年成立于江西萍乡，自设立以来一直专注于五谷小吃的研发、生产和销售。公司以籽类休闲零食起家，在董事长的带领下，通过对蚕豆和瓜子进行脱壳处理、引入蟹黄味等全新口味、将大包装变为便携的小包装，成功打造蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆等系列爆款产品，逐渐确立了在籽类休闲食品市场的领导地位。目前公司拥有超 1900 个经销商，终端覆盖卖场、学校、交通站等多个消费场景；拥有江西萍乡和河南安阳两大工厂，合计产值达 30 亿元，为未来营收增长提供保障。此外，公司于近一年陆续推出花生、口味型坚果等新品，不断丰富产品矩阵，并持续精耕渠道，实现营收和利润的稳步增长：2021 年公司实现营业收入 12.94 亿元，近 3 年复合增速约 12.41%，实现归母净利润 1.54 亿元，近 3 年复合增速约 8.67%。

图 1：公司发展历程



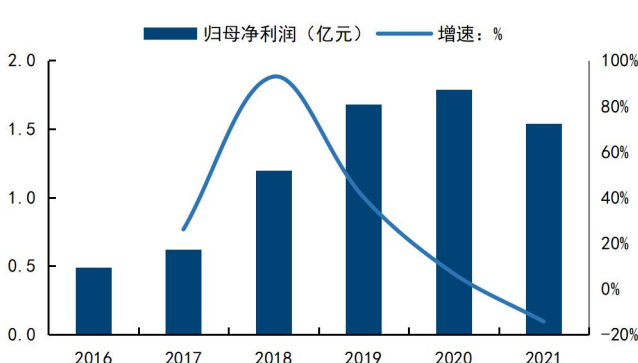
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图 2：公司营收变化趋势图（亿元；%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

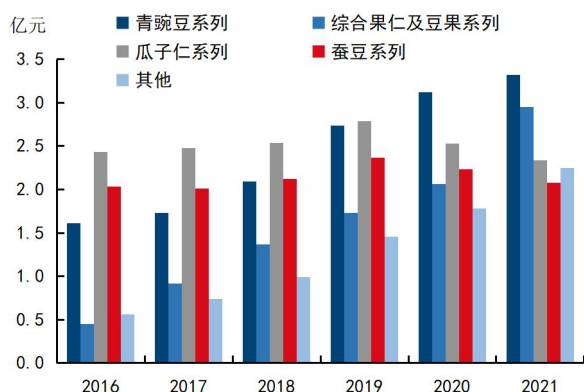
图 3：公司归母净利润变化趋势图（亿元；%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

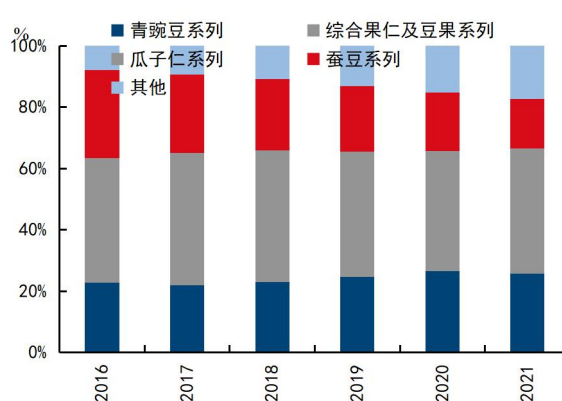
瓜子仁、青豌豆、蚕豆为公司经典拳头产品，风味性坚果有望成为第二成长曲线。经过多年经营，公司主要产品分为三大类，分别为籽类炒货（瓜子仁、蚕豆、青豌豆和花生等）、坚果果仁（核桃、杏仁、开心果、夏威夷果和松子等）和谷物酥类（米酥、锅巴、麻花、江米条等）。其中瓜子仁、蚕豆、青豌豆是公司的优势大单品，2020 年合计营收为 7.88 亿元，合计占营收比 67%。综合果仁及豆果是公司近年来推出的新品，随着多品种、多口味产品的推出，营收从 2016 年的 0.45 亿元增长至 2020 年的 2.06 亿元，年复合增长率 46%，占比逐年提升至 18%，随着口味型坚果等更多新品的推出以及渠道的拓展，有望成为公司的第二成长曲线。

图4：公司各产品营收变化趋势图（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司各产品占比变化趋势图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

通过专柜散装+流通定量装产品组合精耕终端。经过多年发展，公司逐步形成了以经销商为主、电子商务为辅的覆盖全国的营销体系。公司终端门店覆盖大卖场、仓储式会员店、超市、连锁店、学校、交通站等多个消费场景，截止 2021，公司已拥有 1943 个正式经销商，且数量逐年递增。从 2018 年下半年开始，公司开始在卖场建立散装专柜，通过独立小包装产品的捆绑销售增强推广效果，树立品牌形象，单店销量显著提升——截止 2021 年底，公司在全国范围内拥有约 8100 个 36 缸的标准散装柜，其他小型专柜约 10000 个。此外，公司也在持续通过定量装切入便利店、水果店等渠道。

图6：公司在卖场专柜设立专柜，成效显著



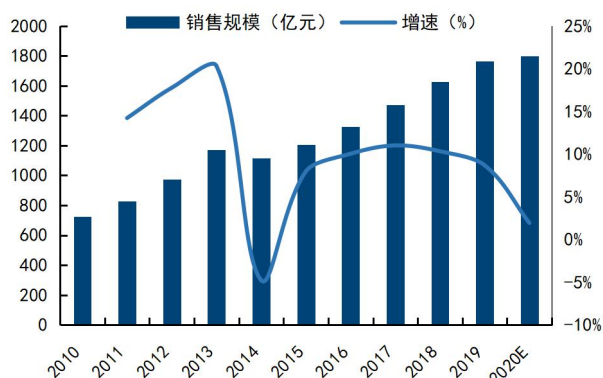
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

我国坚果炒货类休闲食品市场仍处成长期，增速快、空间大

坚果炒货符合健康消费趋势，市场规模持续扩大。坚果炒货是指植物果实经过晾晒、烘干、油炸等加工方法制成的一类休闲零食。根据原材料的不同，坚果可大致分为籽坚果和树坚果两大类，其中籽坚果即籽类炒货，主要包括葵花籽、西瓜子、南瓜子、花生、蚕豆等；树坚果即坚果果仁，包括核桃、山核桃、碧根果、开心果、松子、巴旦木、夏威夷果等。其中籽坚果在我国自给率高，而树坚果除核桃外对进口依赖较高。坚果炒货含有丰富的脂肪、糖类、蛋白质、多种维生素和矿物质，是健康类休闲食品的典型代表。受益于健康化的消费趋势，坚果炒货消费量高速增长，根据 Frost & Sullivan，2020 年我国种子及坚果炒货行业市场规模约 1400 亿，2015-2020 年复合增速约 8%；根据艾媒数据中心，2020 年我国坚果炒货行业市场规模约 1800 亿元，2015-2020 年复合增速约 8%。

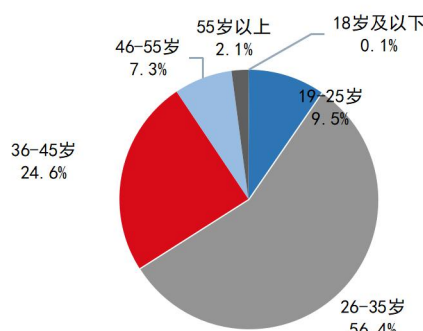
坚果炒货类休闲制品覆盖广泛的消费者。坚果炒货基本覆盖各个年龄段的消费者，其中 26-35 岁年龄段的消费者比重最高，达到 56.4%，36-45 岁/19-25 岁年龄段消费者占比分别为 24.6%和 9.5%。在健康消费的趋势下，越来越多的消费者加入坚果炒货的消费，根据 CBNDData 联合天猫发布《2019 坚果炒货行业消费洞察趋势白皮书》，90 后、95 后、85 后是行业主要的消费群体，但 70 后及 70 前的消费人群快速增加。

图7：坚果炒货市场规模持续扩大



资料来源：艾媒数据中心、国信证券经济研究所整理

图8：2019 年我国坚果消费人群年龄分布



资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

随着消费升级，坚果炒货的消费呈现从有核到无核、从单品到复品、从粗加工到深加工的多元化发展趋势。坚果如瓜子、花生、核桃等在我国消费历史悠久，但由于地域性差异和物流限制，早期的市场以个体零售为主；2010-2015 年，随着互联网的普及，零食电商崛起，由于坚果产品具备单价低、消费频次高、品类众多便于混搭销售、易于保存且运输成本低的特点，与线上渠道高度适配，在线上消费的带动下行业高速发展；2015 年后，随着居民消费水平的提升，坚果炒货销售呈现多元化的发展趋势：①从有壳变无壳：除壳坚果食用方便、更加环保，越来越受到消费者的青睐；②从单品变复合：2015 年沃隆率先推出每日坚果（一种由 6-8 种坚果、果干组成的小包装混合坚果），开启混合坚果消费的热潮，帮助沃隆在 2017 年实现 10 亿营收，此后洽洽食品等主要休闲食品厂家也纷纷入局，推动每日坚果市场高速发展——2019 年每日坚果在天猫坚果消费人群的渗透率达到 47%，2021 年每日坚果的市场规模预计达到 200 亿；③从粗加工到深加工：简单的去壳或混合工艺流程相对简单，随着消费升级，消费者选择时越来越注重坚果口味，厂商也在产品口味上多番创新，如三只松鼠推出的草本味纸皮核桃、

洽洽食品推出的益生菌每日坚果、甘源食品推出的口味型坚果等，丰富的口味型坚果正越来越受到消费者的青睐。

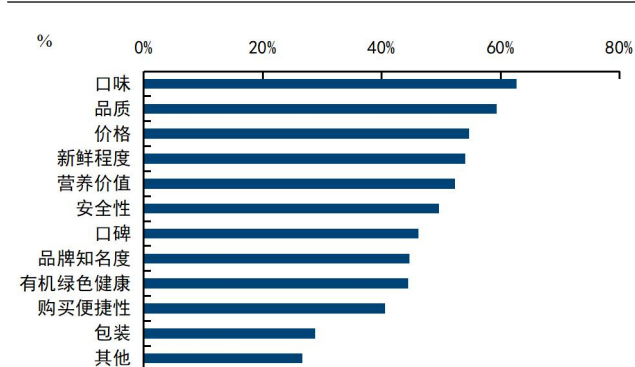
图9：中国坚果炒货消费呈现多元化发展趋势



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

我们认为符合中国口味的坚果有望抢占更多市场份额。中国自古就是美食文化大国，许多外国品牌食品在进入中国市场后往往需要经过“本土化”的改造来吸引消费者，如肯德基在美国以原味炸鸡为特色，但在中国推出的菜单则多了香辣、新奥尔良等口味的调整，不论是汉堡或烤翅都销售火爆；乐事薯片在中国将口味细化到了城市，推出老北京京酱烤鸭味薯片、川味限定巴蜀藤椒钵钵鸡味薯片等，2021年还推出香辣子鸡、劲爽啤酒、老坛酸菜鱼等地方风味限定薯片；此外，哈根达斯、雀巢等均进行中国本土化的口味创新，可见中国特色口味成为各个食品厂商追求创新的焦点。这一特点也体现在坚果炒货领域，目前我国大多数树坚果如碧根果、松子、巴旦木、夏威夷果等为舶来品，本身口味单一，并非所有中国消费者都能适应，而符合中国消费者口味的坚果正逐渐受到消费者的青睐。根据CBNData发布的《2021天猫坚果消费趋势报告》，当前中国消费者对坚果的诉求呈现向口味、功能、品质、佐餐诉求等多维发展趋势。在口味方面，传统的原味、五香、香辣等口味已越来越无法满足消费者多样化的口味需求，厂商通过各种新式口味的创新来俘获消费者味蕾，如草本核桃、芝麻海苔巴旦木、蔓越莓核桃等。口味方面，如芥末、蜂蜜黄油、怪味等口味是2021年销售规模前三高的网红口味，而2020年的排名前三的网红口味是蟹黄味、山核桃味、海盐味，可见网红口味的变化较快，这主要与网红爆品的产生相关。因此我们认为，未来符合中国口味的坚果有望抢占更多市场份额，而拥有强创新能力、能够研制出好吃的特色口味型坚果的厂商有望抢得市场先机。

图 10：2019 年中国坚果消费人群购买坚果考虑因素



资料来源：iResearch、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 11：乐事薯片通过中国化吸引消费者



资料来源：乐事薯片官网、国信证券经济研究所整理

聚焦产品力构筑核心竞争壁垒

创始人做产品出生，引领公司致力打造符合中国人口味的休闲零食产品。董事长严斌生早期一直从事食品行业工作，通过几年销售工作的磨砺和凭着对市场的了解，意识到随着人民生活水平的提高以及闲暇生活的增多，休闲食品市场前景广阔，随后收购当时经营不善的甘源有限。通过长期对市场的观察及对消费者喜好的揣摩，严斌生选择以青豆、蚕豆、瓜子仁为产品切入市场，彼时市场上豆类农产品有很多，但受制于技术原因，当时该品类的休闲零食整体开发率较低，且缺少创新，如瓜子、蚕豆等炒货口味多以五香为主，且都是带壳制作。为便于消费者享用，严斌生首先想到的是对瓜子和蚕豆进行脱壳处理，并将产品包装形态由大包装改为独立小包装，同时开发蟹黄、酱汁、芥末、泡菜等口味。通过一系列创新举措，蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆等系列产品成功俘获消费者味蕾，依靠领先的产品力，公司老三样（瓜子仁、蚕豆、青豌豆）做到市场份额第一。董事长始终专注于打造符合中国人口味的休闲零食产品，以极致的思维打磨产品，本次推出的口味型坚果、米酥类等新产品的研发也是由他组织和推动的，新品发布会上经销商反应良好，推新效果值得期待。

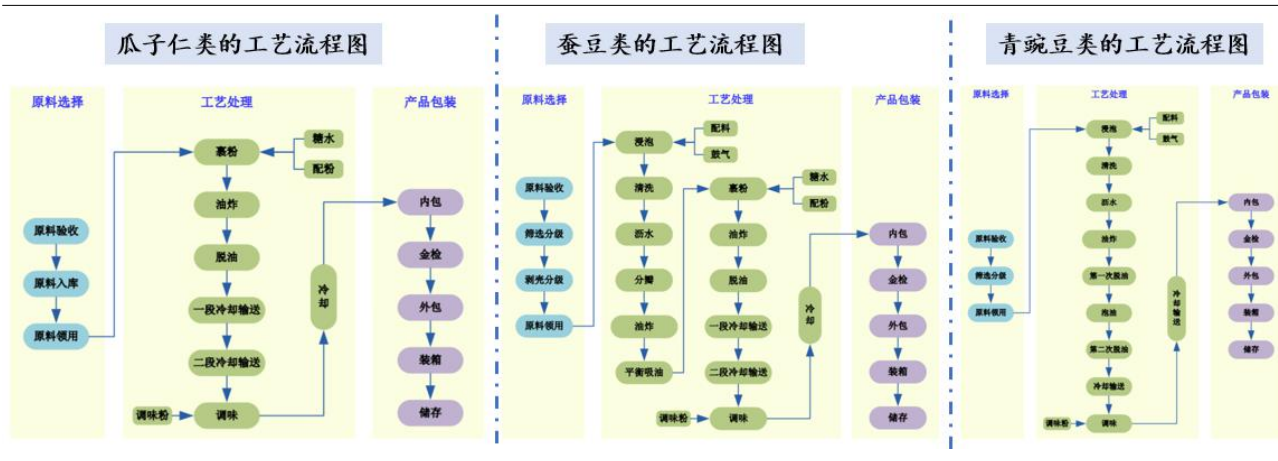
原料采购+非标工艺+创新能力构筑公司产品力核心竞争壁垒。

- **精心挑选原材料，从源头把握产品品质。**公司品控从源头抓起，始终为消费者提供高品质产品——青豆原材料采用价格昂贵的美国青豆，蚕豆选取生虫率低、口感好的甘肃蚕豆和云南蚕豆，瓜子仁选取颗粒大、果仁饱满的内蒙古与新疆瓜子，花生选取黄曲霉毒素低的山东花生，坚果主要选自其国外原产品。
- **重视研发，品类创新能力强。**口味性坚果的制作相比单一/混合的坚果烘焙更加复杂，需要根据坚果本身的成分构成和口味特性将坚果和不同粉、口味混合，一般需要较长的研发、试吃、试销周期，拥有一定的研发制造壁垒。而公司多年来深耕口味型籽类休闲零食，在口味方面进行了多种改良创新，率先将蟹黄味、芥末味、台式卤肉味等新式口味引入，后又推出了酱香肉汁味、蒜香味、香辣味等十多种口味，产品研发经验丰富，拥有一定的研发壁垒，如市场上其他上市公司也曾做过瓜子仁、蚕豆、青豌豆等产品，但最终因产品品质的差距退出竞争。公司还拥有一支经验丰富的研发队伍，建立了以市场需求为导向的高效研发体系，并掌握了多品类休闲食品生产工艺及口味配

方。

- **自主研发设备，生产自动化程度高，产品标准化程度高。**公司实行“以销定产”的生产模式，主要以自有生产设备进行生产，经过浸泡、油炸、脱油、裹粉、调味、金检等工序生产不同类型的产品。公司设备为非标品，是公司与中国台湾企业经过若干年共同改造、安装、磨合研制的，市场上无法买到，且公司率先在行业内实现工业化生产，生产的自动化程度远高于同类其他厂商，产品标准化程度高，拥有较高制造壁垒。公司目前已拥有近 90 名工程人员，拥有较强的设备研发和维护能力。

图 12：公司产品生产工艺流程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

老三样基本盘稳定，新品推出有望打开成长空间

公司老三样优势凸出，市占率第一，尚有较大发展空间。老三样（瓜子仁、蚕豆、青豌豆）是公司的优势大单品，在原材料品质、口味、口感、自动化程度等多方面领先竞争对手，如蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆、原味青豆等系列爆品在市场中拥有一定的品牌认知度。对比坚果炒货细分领域同类龙头，如包装瓜子龙头洽洽食品市占率可达 40%，我们认为随着散装柜升级和渠道下沉，公司老三样市占率仍有提升空间。根据市场调查，我们预计公司老三样市场合计规模约 60 亿，公司市占率仅约 10%，其中青豆市场参与者众多，市场规模更大，约 40 亿，但大多为地方性企业，公司青豆品质高、口感更好，随着公司渠道下沉有望抢占更多市场份额。瓜子仁和蚕豆的市场因为参与者较少，所以空间相对较小，消费者的消费习惯仍需培养，随着公司渠道拓展、渠道价格体系逐渐理顺，亦有望进一步成长。

芥末味夏威夷果的成功验证了公司做口味型坚果的能力，随着系列产品的推出和渠道拓展，口味型坚果有望成为公司新的成长驱动。21 年 10 月公司首创推出的芥末味夏威夷果凭借选自澳洲的优质果仁、纯烘烤非油炸的工艺，口感“香、酥、上头”，在山姆上架即实现 1000+ 万的月销量，这印证了公司做口味型坚果的产品能力和正确产品创新方向。产品方面，除夏威夷果外，在 3 月公司的新品发布会上，公司还推出如咸蛋黄芝士味花生、椰香炭烧腰果、椰香琥珀核桃仁等系列新品，口味型松子仁等产品亦有望于下半年推出；此外，公司还将推出灌装、盒装、量贩装等多规格包装，满足消费者多样的消费需求。渠道方面，口味型坚果 20 年年底上市，21 年仅在全国约 3000 家商超销售，未来计划拓展至 6000-8000 家，尚有较大的拓展空间；同时，与口味型坚果适配度较高的连锁便利店渠道亦

有待开发，公司已设计专门便利店包装产品切入，值得期待。

依托超强产品力，看好膨化类等新品的推广效果。河南工厂新品主要包括米饼类、薯片类、薄脆饼干类和米酥类四个品类，其中，公司推出乳酸菌、咸蛋黄等新口味米饼产品，并创新性推出多口味白米酥、黑米酥等产品。河南工厂新品以散装形式为主，可通过公司商超散装柜实现快速进场，且无需进场费，新品发布会上经销商订货热情较高。目前公司在商超拥有约 8000 个标准散装，其他小柜子约 10000 个，河南新品的推出有望补充升级散装柜，提高单柜产出，助力渠道下沉，增长可期。

多因素促使公司渠道短板有望加速完善

组织改革升级，管理日益完善。公司经营多年，部分销售人员无法跟上公司成长脚步，为增加销售人员终端拓展和管理能力，公司从 2020 年年底开始，对大区经理到基层销售人员做了较大幅度的调整——从行业知名公司招聘多位经验丰富的大区经理，并对销售人员进行 20-30% 的调整。调整后公司销量连续多月实现环比提升，效果良好。此外，公司还会根据产品和渠道特性，建立 KA、特渠部门等，精细化渠道管理，助力渠道拓展。

随着产品品类完善，公司渠道拓展和下沉有望进入加速阶段。公司制定全渠道发力的经营战略，未来将主要通过经销渠道实现 KA、BC 类门店、便利店、水果店等全渠道覆盖。①商超散装柜方面，随着河南新品的推出，散装区产品逐步迭代，单店产出有望提升；此前公司由于产品品类较少，渠道下沉过程中对经销商吸引力不足，导致公司老三样产品销售区域集中在高线城市，随着新品的补充，依托超强的产品力，公司有望成为下游优势渠道的优选合作对象，加速渠道下沉；②凭借芥末味夏威夷果在山姆店的成功推出，公司逐渐成为商超的优选合作对象，公司根据口味型坚果和渠道特性挑选出部分商超进场，目前正处于洽谈阶段；③公司还针对 BC 类门店、水果店、便利店等推出不同风格和规格的产品，如在水果店、便利店推出锁鲜装等，连锁便利店等渠道的开拓亦值得期待。④电商方面，公司正在组建新的电商团队，未来长沙工厂和河南工厂未来会参与到直播中，电商渠道有望加速成长。

盈利假设与业绩拆分

我们的盈利假设基于以下前提：

① 随着公司渠道的拓展、品牌影响力的提升，公司优势单品青豌豆、瓜子仁、蚕豆未来有望维持 5%-10% 的增速，其中 22 年由于疫情影响公司的招商动作，且公司渠道下沉及散装柜升级需要一定时间，故而增速相对较低；

② 口味型坚果产品系列的推出后市场反应良好，有望支撑综合果仁及豆果系列产品实现 30%-40% 的增长（目前综合果仁及豆果系列产品基数较低），22 年由于疫情影响公司的招商和商超进场动作，且公司渠道开拓需要一定时间，故而增速相对较低；

③ 河南工厂的米酥类、薯片等新品支撑其他主营业务品类实现 50% 左右的高速成长（业务基数较低）。

我们预计公司 2022-2024 年营收 16/21/27 亿元，同比增长 25%/28%/28%；归母净利润 1.9/2.4/3.2 亿元，同比增速 20%/32%/32%，首次覆盖，给予“买入”评级。

表1：公司主要业务营收预测（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
青豌豆系列	3.32	3.65	4.20	4.83
-增速	6.41%	10.00%	15.00%	15.00%
综合果仁及豆果系列	2.95	3.69	5.16	6.97
-增速	43.20%	25.00%	40.00%	35.00%
瓜子仁系列	2.34	2.46	2.70	2.97
-增速	-7.51%	5.00%	10.00%	10.00%
蚕豆系列	2.08	2.18	2.40	2.64
-增速	-6.73%	5.00%	10.00%	10.00%
其他主营业务	2.20	4.18	6.27	9.09
-增速	25.71%	90.00%	50.00%	45.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	(17A)	(18E)	
002847	盐津铺子	69.99	91	1.87	1.17	2.56	3.53	32.1	51.5	23.4	17.0	17.30	0.22	买入	
002557	洽洽食品	53.13	269	1.59	1.83	2.17	2.51	33.5	29.0	24.5	21.2	19.40	1.22	买入	
002991	甘源食品	43.54	41	1.92	1.65	1.98	2.61	22.6	26.4	22.0	16.7	10.60	0.48	买入	
300783	三只松鼠	22.16	89	0.75	1.23	1.50	1.88	69.01	22.14	18.16	14.51	15.10	0.81	无	
603719	良品铺子	23.78	95	0.87	0.95	1.18	1.42	69.12	28.86	23.33	19.35	13.32	0.80	无	
603697	有友食品	7.31	29	0.74	0.75	0.91	1.13	33.42	18.38	15.24	12.27	13.55	0.75	无	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：除盐津铺子、甘源食品、洽洽食品外，其余公司均为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	149	510	848	794	900	营业收入	1172	1294	1621	2079	2656
应收款项	13	17	21	26	34	营业成本	702	840	1024	1305	1669
存货净额	89	127	152	195	251	营业税金及附加	13	14	19	24	30
其他流动资产	15	44	29	44	64	销售费用	205	208	276	353	438
流动资产合计	1230	1118	1470	1479	1670	管理费用	45	59	69	87	110
固定资产	392	549	601	598	591	研发费用	7	15	16	21	27
无形资产及其他	100	98	95	92	89	财务费用	(2)	(10)	(12)	(15)	(22)
投资性房地产	39	58	58	58	58	投资收益	9	14	10	11	12
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	9	6	6	7	6
资产总计	1760	1822	2224	2227	2408	其他收入	15	(1)	(16)	(21)	(27)
短期借款及交易性金融负债	0	4	500	300	200	营业利润	242	202	245	321	421
应付款项	67	97	114	140	188	营业外净收支	(1)	(3)	0	0	0
其他流动负债	149	148	160	205	262	利润总额	241	199	245	321	421
流动负债合计	216	248	774	645	649	所得税费用	62	45	60	78	101
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	124	129	138	148	156	归属于母公司净利润	179	154	185	243	321
长期负债合计	124	129	(92)	(82)	(74)	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	339	377	682	563	575	净利润	179	154	185	243	321
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	4	1	0	(0)
股东权益	1421	1445	1542	1664	1832	折旧摊销	31	39	57	64	68
负债和股东权益总计	1760	1822	2224	2227	2408	公允价值变动损失	(9)	(6)	(6)	(7)	(6)
						财务费用	(2)	(10)	(12)	(15)	(22)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(17)	(52)	26	17	28
每股收益	1.92	1.65	1.98	2.61	3.44	其它	2	(4)	(1)	(0)	0
每股红利	1.07	0.75	0.94	1.29	1.64	经营活动现金流	184	135	261	317	410
每股净资产	15.24	15.50	16.54	17.85	19.65	资本开支	0	(203)	(101)	(51)	(51)
ROIC	43%	18%	17%	22%	29%	其它投资现金流	(725)	543	0	0	0
ROE	13%	11%	12%	15%	17%	投资活动现金流	(725)	340	(101)	(51)	(51)
毛利率	40%	35%	37%	37%	37%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	12%	13%	14%	14%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	20%	15%	17%	17%	17%	支付股利、利息	(100)	(70)	(88)	(120)	(152)
收入增长	6%	10%	25%	28%	28%	其它融资现金流	818	25	496	(200)	(100)
净利润增长率	7%	-14%	20%	31%	32%	融资活动现金流	619	(115)	178	(320)	(252)
资产负债率	19%	21%	31%	25%	24%	现金净变动	78	360	339	(55)	106
息率	2.5%	1.7%	2.2%	3.0%	3.8%	货币资金的期初余额	71	149	510	848	794
P/E	22.6	26.4	22.0	16.7	12.7	货币资金的期末余额	149	510	848	794	900
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2	企业自由现金流	0	(94)	146	248	334
EV/EBITDA	19.0	22.5	17.3	13.1	10.3	权益自由现金流	0	(69)	421	59	251

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032