

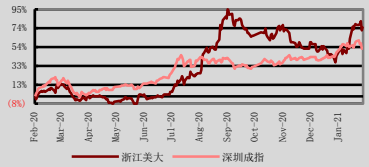
002677.SZ

买入

市场价格：人民币 19.4

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	16.2	25.9	(0.9)	58.2
相对深证成指	16.2	19.8	(10.5)	19.4

发行股数(百万)	646
流通股(%)	43
总市值(人民币 百万)	12,533
3 个月日均交易额(人民币 百万)	117
净负债比率(%)(2021E)	净现金
主要股东(%)	
夏志生	23

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2021 年 1 月 30 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

家用电器

证券分析师：孙谦
(8621)20328348
qian.sun@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520070001

证券分析师：张译文
(8621)20328764
yiwen.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090004

浙江美大

集成灶行业的首创者和领军者

公司作为集成灶行业的首创者和领军者，依靠行业领先的研发技术水平、双品牌多品类的多元矩阵领跑行业；公司先发优势明显，经销渠道壁垒较高，积极加强渠道多元化布局与盈利水平提升，首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **集成灶行业的首创者和领军者。**公司创立于 2001 年，2012 年在深圳证券交易所上市，是集成灶行业内第一家上市公司。上市以来公司实现营收复合增速 25%，归母净利润复合增速 27%，至 2019 年公司实现营收 16.8 亿，归母净利润 4.6 亿元。
- **研发技术行业领先，双品牌运作拓宽消费矩阵。**1）公司掌握集成灶产品的核心和前沿技术，致力于打造健康整体智能厨房，围绕集成灶主业，相继开发橱柜、净水器、集成水槽、电蒸箱等新型厨电产品，实现厨房领域的多元化发展，近三年橱柜及其他配套产品复合增长率为 54%；2）公司开启双品牌发展战略，2020 上半年推出天牛品牌，以赢得更多的市场份额进一步巩固公司在集成灶行业的领军地位。
- **经销渠道壁垒较高，加强渠道多元化布局与店效提升。**1）线下网点数量高于同业，渠道利润较高，铸就渠道壁垒；2）持续招募优质经销商，提高空白销售网点的覆盖率，鼓励经销商小店换大店，进一步提高经销商渠道收入；3）加码电商，2020 年电商对线下经销商实施线上开放，线上线下共赢发展。4）持续开拓 KA 渠道，近两年公司在红星美凯龙和居然之家的进店率从原来的 40%提升到 60%；鼓励、支持经销商进入当地优质的国美、苏宁卖场或强势的地方性 KA 家电卖场。

估值

- 在当前股本下，预计公司 2020-2022 年预测每股盈利分别为 0.81 元/1.00 元/1.17 元，对应市盈率 24.0 倍/19.4 倍/16.6 倍；首次覆盖给予***买入***评级。

评级面临的主要风险

- 产品结构单一的风险；市场竞争加剧的风险；精装修政策风险；原材料价格波动风险等。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	1,401	1,684	1,862	2,283	2,640
变动(%)	36	20	11	23	16
净利润(人民币 百万)	378	460	523	647	756
全面摊薄每股收益(人民币)	0.584	0.712	0.810	1.001	1.170
变动(%)	23.7	21.8	13.7	23.7	16.8
全面摊薄市盈率(倍)	33.2	27.2	24.0	19.4	16.6
价格/每股现金流量(倍)	28.4	23.1	20.5	19.4	16.1
每股现金流量(人民币)	0.68	0.84	0.95	1.00	1.21
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.1	21.2	19.5	15.6	13.2
每股股息(人民币)	0.465	0.542	0.616	0.762	0.891
股息率(%)	2.4	2.8	3.2	3.9	4.6

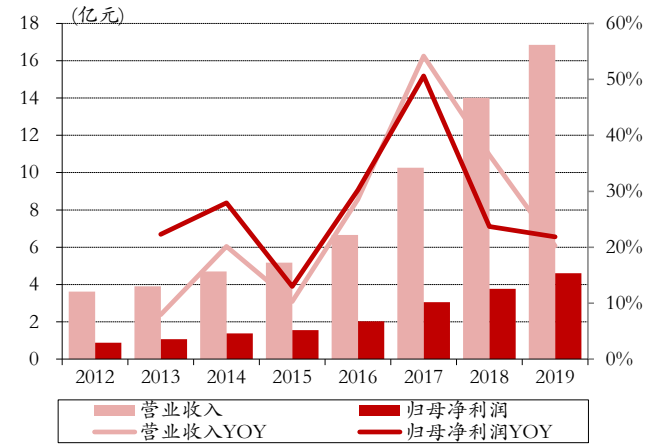
资料来源：公司公告，中银证券预测

浙江美大：集成灶行业的首创者和领军者

浙江美大创立于 2001 年，2012 年在深圳证券交易所上市，是集成灶行业内第一家上市公司，公司专注于集成灶产品为主的现代新型厨房电器的研发、设计、生产和销售，是国内集成灶行业的首创者和领军者。自 2003 年研发出第一台集成灶开始，公司不断推进集成灶产品的技术创新，目前拥有集成灶产品核心专利 154 项，其中国际专利 9 项，发明专利 31 项，实用新型专利 68 项。

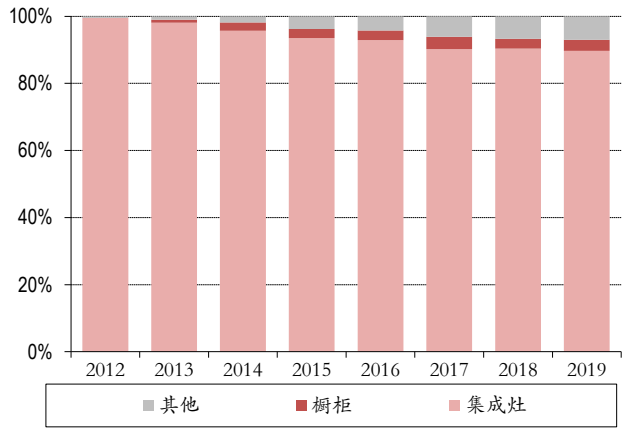
自上市以来，公司实现营收复合增速 25%，归母净利润复合增速 27%，至 2019 年公司实现营收 16.8 亿，归母净利润 4.6 亿元。

图表62. 2012-2019 年浙江美大经营表现：营收 CAGR 25%



资料来源：万得，中银证券

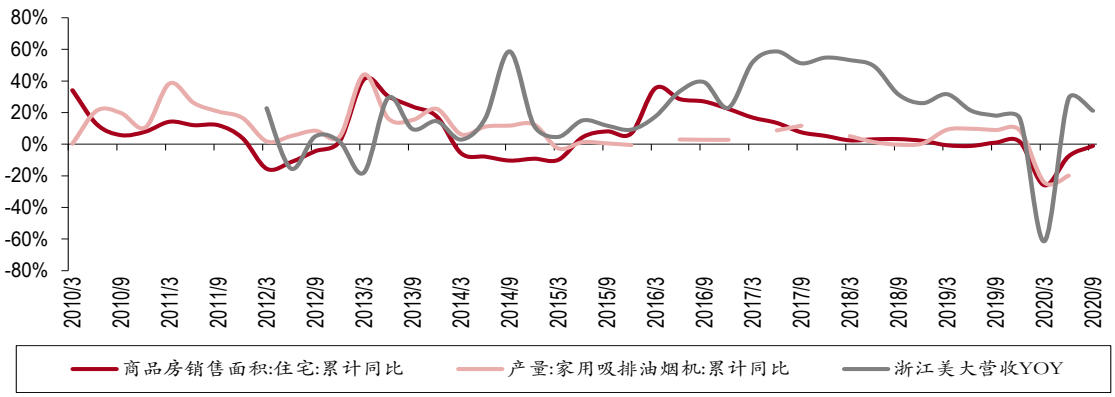
图表63. 2012-2019 年浙江美大营业收入构成：以集成灶产品销售为主



资料来源：万得，中银证券

作为集成灶行业的开创者，公司多年来一直致力于集成灶产品的推广和发展，立足三四线分销渠道，积极拓展多元化渠道并行发展，推动集成灶产品的高速增长与渗透率的不断提升。特别是在 2016 年以来，集成灶产品的不断升级，模块化侧吸集成灶面世；市场玩家增多，消费者教育过程被快速推进；政府推进棚户区改造货币化安置政策，三四线房地产市场景气度显著提升，与美大深耕三四线市场的渠道结构相契合。公司在红星美凯龙和居然之家的进店率从原来的 40%提升到 60%，进一步推动电商/工程渠道发展，推出专供机型，扩大产品矩阵，2018-2019 年实现 36%/20%的营收增长。2020 年突如其来的疫情对家电行业产生较大的冲击，随着疫情影响的减弱集成灶行业的复苏速度明显高于传统厨电，宅家烹饪频率的增加，增强了消费者健康烹饪环境意识，配合美大首次启用直播的宣传模式，进一步提升品牌竞争力。

图表64. 浙江美大历史经营表现复盘

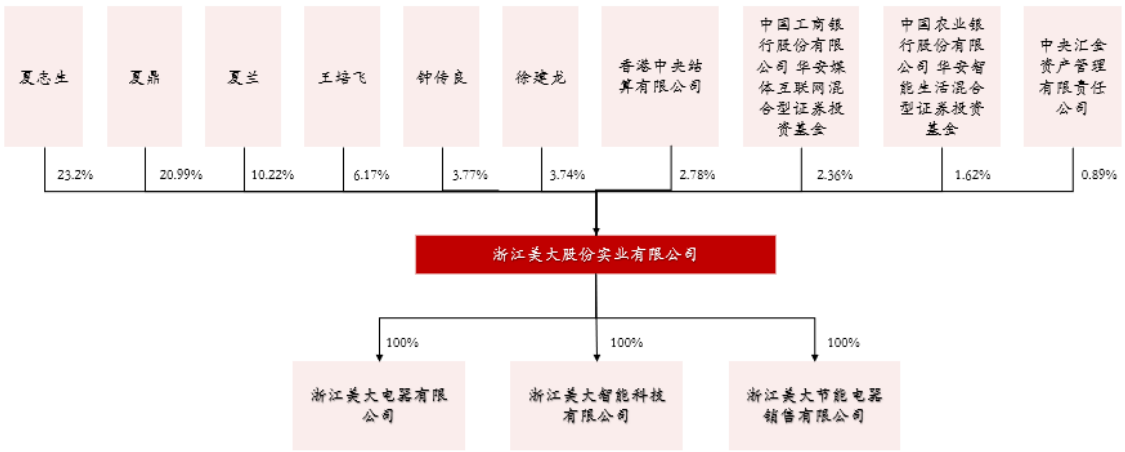


资料来源：万得，中银证券

股权结构清晰，管理层股权激励充分

上市之前，夏志生先生及其家族成员合计持有公司 73%的股份，2016 年美大集团转让所持有的浙江美大 67.5%的股份至及公司核心高管王培飞、徐建龙和钟传良，核心高管合计持股 14.26%，激励充分，实现股东利益与管理层利益的统一。

图表65. 公司股权结构稳定



资料来源：万得，中银证券

产品端：研发技术行业领先，双品牌运作拓宽价格矩阵

掌握核心、前沿技术，产品矩阵不断丰富

公司作为集成灶行业的创始人和领军者，掌握集成灶产品的核心和前沿技术，截至 2019 年末，公司累计研发和拥有各类专利 160 多项，其中国际专利 9 项，发明专利 30 多项，实用新型专利 80 多项。公司拥有一支强劲的技术创新团队，建立了省级高新技术企业研究开发中心、省级重点企业研究院、省级企业技术中心和国家 CNAS 检测中心，开展集成灶产品及其技术的研发，以及智能厨电、智能厨房领域前瞻性技术的研发和储备；公司以健康智能厨房整体解决方案为目标，继续在厨房领域深化和拓展，持续探索、研究开发厨房智能化、一体化等前瞻技术。

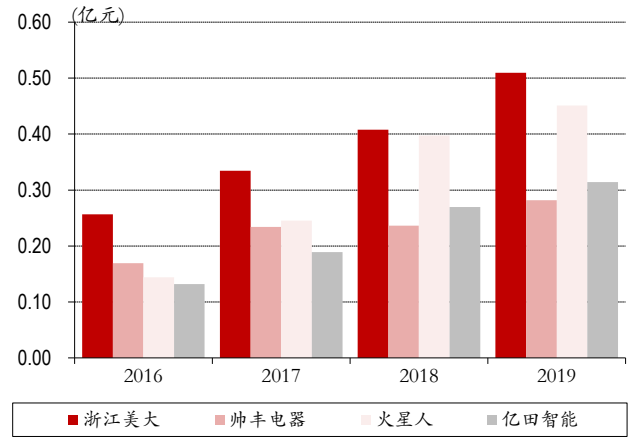
图表66. 美大引领集成灶发展



资料来源：公司官网，中银证券

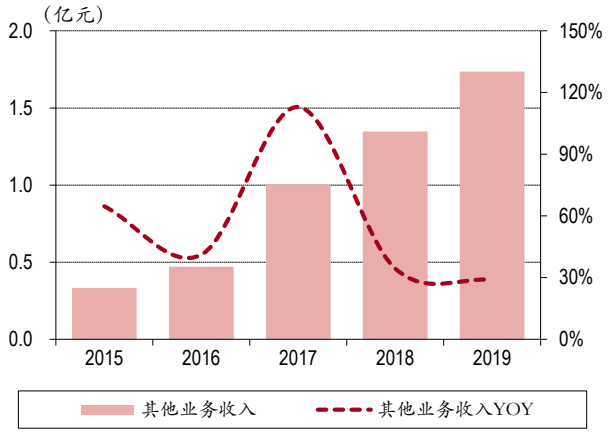
公司致力于打造健康整体智能厨房，围绕集成灶主业，相继开发橱柜、净水器、集成水槽、电蒸箱、电烤箱和洗碗机等新型厨电产品，实现厨房领域的多元化发展，2019 年橱柜及其他配套产品的销售占比达到 11%，近三年的复合增长率为 54%。集成灶产品与橱柜、集成水槽等产品形成良好的协同效应，在产品需求不断提升背景下，有望助力公司规模的不断增长。

图表67. 2016-2019 年浙江美大研发支出：研发支出高于其他主要集成灶品牌



资料来源：万得，中银证券

图表68. 2015-2019 年浙江美大非集成灶产品业务：产品规模不断提升



资料来源：万得，中银证券

智能化生产，产能优势明显

作为集成灶行业的首创者，公司不断引领集成灶行业发展。公司目前拥有 3 个生产基地，拥有集成灶行业最为高端的生产装备，建立了集成灶行业内首条冲压机械手自动线、自动连续模生产线、自动部装流水线和自动总装流水线，引入了中国台湾先进的集成化物流管理系统，建造了行业内顶级水平的全自动高智能化立体仓库，是**目前集成灶行业中最具规模和高度智能化的厨电生产制造企业**。2017 年公司集成灶产能 55 万台，年末公司启动了新增 110 万台集成灶及高端厨房电器产品项目（其中集成灶 80 万台，电蒸炉、电烤箱等厨房配套产品 30 万台），至 2019 年底该智能化新基地建设已基本完成，一期项目已投入生产试运行。

双品牌协同发展，提高公司整体市场份额

公司开启双品牌发展战略，2020 上半年全额投资成立浙江美大智能科技有限公司，并推出天牛品牌，以赢得更多的市场份额，提升销售总量，进一步巩固公司在集成灶行业的领军地位。天牛品牌定位于“时尚厨电创领者”，产品覆盖集成灶、集成水槽、嵌入式电器、净水机、水槽洗碗机等七大品类，采取线上、线下、KA、工程多渠道拓展，截至 2020 年 6 月末公司已完成 4 期招商计划，累计签约 300 多家经销商。天牛品牌的推出，完善公司品牌布局，有助于公司对于较低价格带受众群体的有效渗透，从而提高公司整体的市场份额。

图表69. 天牛品牌产品矩阵完善



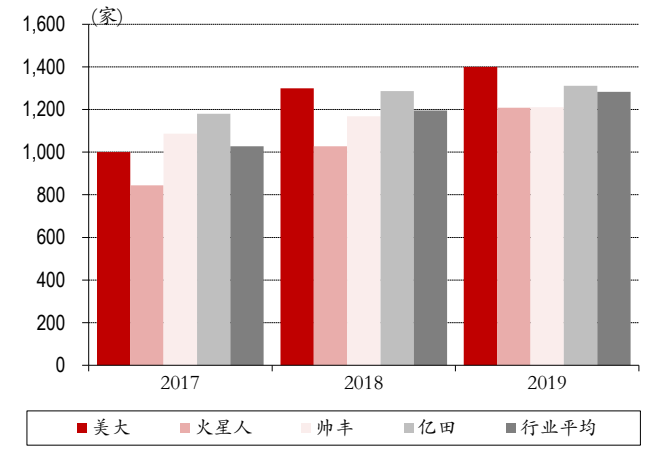
资料来源：公司官网，中银证券

渠道端：经销渠道壁垒较高，加强渠道多元化布局与店效提升

线下网点数量高于同业，渠道利润较高，铸就渠道壁垒

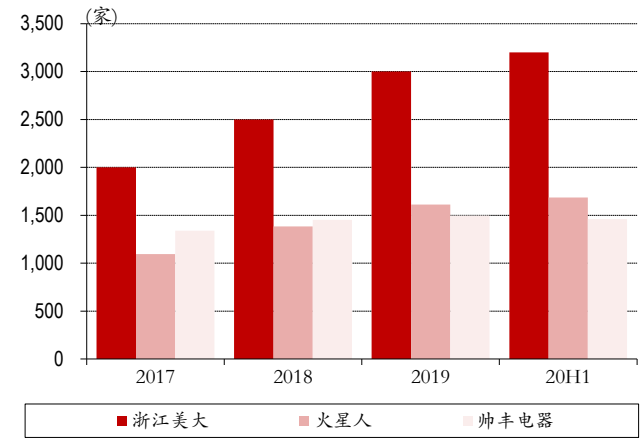
网店优势提供服务保障。从渠道结构来看，浙江美大当前仍以分销模式为主，截至 2019 年线下零售占比公司营收 93%，公司不断加大对线下分销业务的投入，招募优质经销商，提高空白销售网点的覆盖率。截至 2019 年末公司一级经销商 1400 个，营销网点 3000 家，高于同行水平。对于安装、售后属性较强的行业来说，线下较高的网点覆盖率为品牌提供了较强的服务保障优势。

图表70. 2017-2019 年集成灶主要品牌经销商数量：2019 年末美大一级经销商达 1400 个



资料来源：各公司招股说明书，浙江美大年报，中银证券

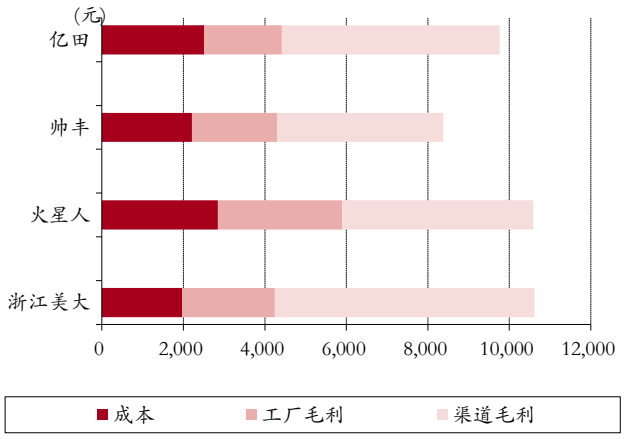
图表71. 2017-20H1 集成灶主要品牌门店数量：美大高于其他品牌



资料来源：各公司招股说明书，浙江美大年报，中银证券

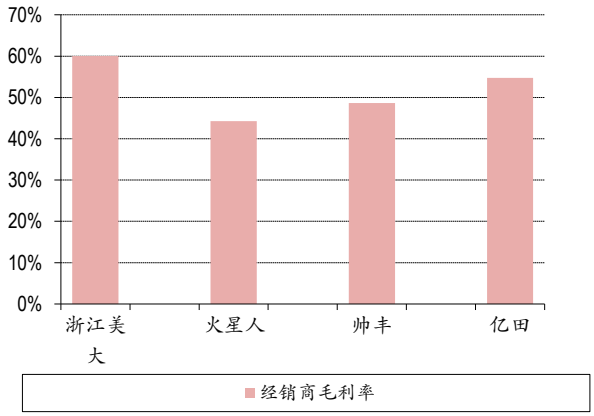
通过对比集成灶主要品牌的出厂价及奥维云网线下零售均价，来计算各品牌渠道利润空间。根据火星人/帅丰/亿田招股说明书披露，2019 年出厂价分别为 5901/4302/4419 元；美大年报未披露销量数据，因此根据美大可转债项目回复函中披露的 2018 年上半年销量推算 2018 年上半年出厂价为 4244 元。根据奥维云网数据，2020 年上半年美大/火星人/帅丰/亿田线下零售均价分别为 10615/10583/8380/9762 元，测算出美大/火星人/帅丰/亿田渠道毛利率分别为 60%/44%/49%/55%，美大经销商拥有较同业更高的毛利率水平，为线下渠道拓展以及渠道稳定性提供了较高的保障。

图表72. 集成灶主要品牌线下渠道利润分配



资料来源：奥维云网，万得，中银证券

图表73. 集成灶主要品牌经销商毛利：美大经销商毛利率高于同业



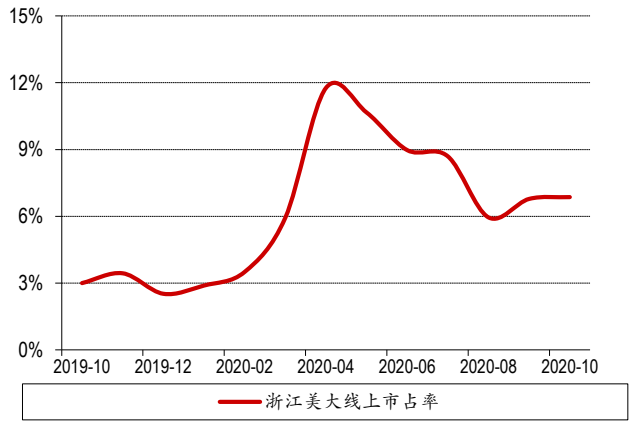
资料来源：万得，中银证券

增量1：加码电商，提高线上市占率

2015 年公司新设电商部，2016 年聘请专业电商的运营团队，电商以公司直营为主，目前公司已在天猫、京东、苏宁易购等大型平台开设官方旗舰店，并开展了新零售、无界零售业务，通过建立全新的网络营销模式，不断提高品牌的线上曝光度、知名度。2020 年电商在自营的基础上，对线下经销商实施线上开放，引导经销商线上线下共赢发展。

2020 年疫情期间，以直播为代表的新兴线上营销模式兴起，美大迅速反应并积极拥抱新模式，通过自建直播平台等推广销售等新策略，增加网络互动频率，期间线上市占率得到较为明显提升。

图表74. 2020 年浙江美大线上市占率变化：较 2019 年有所提升



资料来源：奥维云网，中银证券

图表75. 浙江美大线上直播活动



资料来源：中华集成灶网，中银证券

增量 2：加强空白区域覆盖，提高同店店效水平

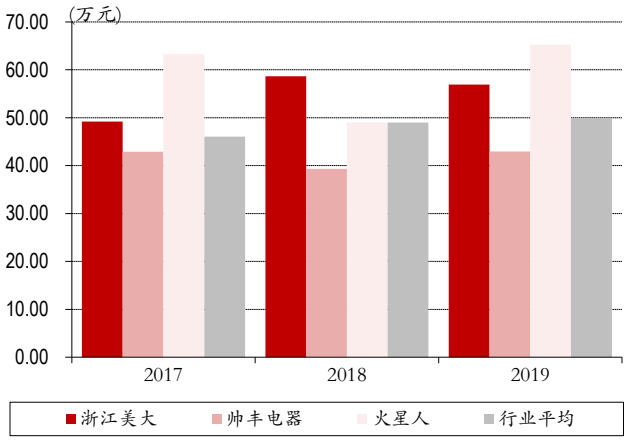
目前公司继续实施全国范围内空白销售网点的覆盖，优化现有经销商网络体系，鼓励三四线经销商新增门店、小店换大店，以期进一步提高经销商渠道收入。目前美大销售主要集中在湖南湖北、川渝和浙江等地区，在华南、华北等地区渗透率仍有提升空间。随着集成灶品类在多地区普及率的提升，公司加强空白销售网点的覆盖，有助于进一步实现多点开花的发展目标。根据公司向经销商门店的平均销售金额比较，2019 年美大/火星人/帅丰分别为 56.94 万元/65.24 万元/42.95 万元，美大平均店效并不处于优势；从精英加盟网统计信息来看，火星人加盟条件中要求加盟店面积至少为 150 平方米，美大店铺面积在 60-200 平方米之间，其中形象店建议面积为 60-100 平方米，标准店建议面积为 100-150 平方米，旗舰店建议面积为 150-200 平方米。在公司鼓励经销商小店换大店的政策下，提升品牌形象，助力公司市占率的进一步提升。

图表76. 美大门店各省份分布情况

省份	数量	省份	数量	省份	数量
河南省	219	广西	87	广东省	114
湖南省	172	山西省	79	福建省	112
浙江省	168	辽宁省	55	四川省	104
安徽省	159	甘肃省	48	贵州省	100
湖北省	143	黑龙江	46	云南省	88
山东省	142	吉林省	42	宁夏	11
江苏省	129	内蒙古	35	天津市	9
河北省	125	新疆	31	青海省	7
江西省	124	上海市	15	海南省	6
陕西省	123	北京市	14	西藏	5

资料来源：百度地图，中银证券

图表77. 2017-2019 年集成灶主要品牌单店店效：美大店效仍有提升空间



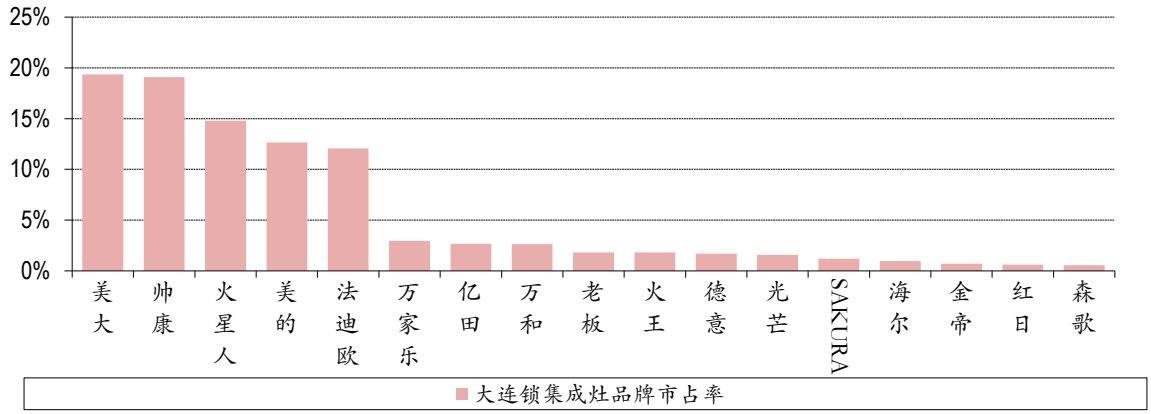
资料来源：火星人招股说明书，中银证券

注：经销门店平均销售额=经销模式收入/年经销门店平均家数；亿田股份未披露经销商门店数量，无法计算对比

增量 3：进驻 KA 卖场，提高品牌曝光率，提高一二线市场渗透率

根据前文分析，相比于传统厨电行业，集成灶品牌在 KA 卖场的进店率不高，一方面由于品类发源于三四线城市，渠道以分销模式为主；头部厨电品牌在一二线市场渗透率较高，消费者教育较为充分；另一方面，KA 卖场具有入场费，同时 3C 卖场具有较高扣点等固定费用、且账期相对较长，对于规模相对较小的经销商具有较高的资金要求。根据前述观点，我们认为 KA 卖场的进驻为集成灶品牌提高一二线市场渗透率提供了有效平台，通过线下体验与线上销售的模式，有效提高一二线渗透率。近年来，公司大力开拓 KA 渠道，在与红星美凯龙、居然之家、苏宁易购的战略合作协议下，近两年公司在红星美凯龙和居然之家的进店率从原来的 40%提升到 60%，公司继续加强与国美战略合作的谈判，在已签订的与苏宁战略合作的大盘协议下，鼓励、支持经销商进入当地优质的国美、苏宁卖场或强势的地方性 KA 家电卖场。根据奥维云网数据统计，美大在大连锁家电渠道以接近 20%的市占率水平领跑行业，已具备一定的先发优势，结合公司层面的持续推动，有望进一步提高 KA 卖场的入驻率。

图表78. 大连锁渠道集成灶品牌份额(2020 年 1-10 月)：美大居首



资料来源：奥维云网，中银证券

注：奥维云网解释大连锁渠道为全国性家电连锁超市

营销端：加大新媒体渠道宣传力度，提升品牌地位

在清晰的品牌大力推进品牌宣传工作，持续不断地在传统媒体（央视、地方性电视媒体、全国专业性杂志、报纸媒体、户外高炮）和新媒体（抖音、今日头条）等多渠道进行广告投放。与此同时，公司通过各地终端门店的形象建设，精湛的工业设计，优良的产品质量和服务，使得“美大”品牌在集成灶行业形成了良好的口碑和很高的知名度，获得中国集成灶行业第一品牌和领军品牌。**未来公司将加大在新媒体渠道的宣传推广力度，把握当下有效流量入口，进一步提升公司在厨电行业的领头品牌地位。**

图表79. 2012-2019 年浙江美大品牌宣传方式：宣传方式逐步多元化



资料来源：公司年报，中银证券

盈利预测及估值

基于我们对集成灶产品成长空间及公司综合产品、品牌与渠道布局策略与竞争力的分析，对公司的经营表现进行预测。

图表80. 浙江美大营业收入与毛利率预测

	2020E	2021E	2022E
集成灶			
销量（万台）	41	51	60
同比增长(%)	11.7	25.4	17.5
收入（百万元）	1,654	2,043	2,364
同比增长(%)	9.5	23.5	15.7
毛利率(%)	56.2	57.0	57.5
橱柜			
收入（百万元）	67	77	89
同比增长(%)	20.0	15.0	15.0
营业收入合计（百万元）	1,862	2,283	2,640
同比增长(%)	10.5	22.6	15.6
综合毛利率(%)	52.1	53.1	53.5

资料来源：万得，中银证券

盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 18.62 亿元、22.83 亿元、26.40 亿元，分别同比增长 10.5%、22.6%、15.6%；净利润分别为 5.23 亿元、6.47 亿元、7.56 亿元，分别同比增长 13.7%、23.7%、16.8%；在当前股本下，每股收益分别为 0.81 元、1.00 元、1.17 元。

相对估值

我们选取厨电行业主要标的火星人、亿田智能、帅丰电器和老板电器、华帝股份，作为可比公司进行估值比较，根据 2020 年 1 月 29 日收盘价，公司 2019-2021 年对应市盈率分别为 27.2 倍、23.9 倍、19.9 倍。

图表81. 浙江美大可比公司估值表

证券简称	证券代码	最新股价（元）	总市值（亿元）	每股收益（元）			市盈率（倍）		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
浙江美大	002677.SZ	19.40	125	0.71	0.81	0.97	27.2	23.9	19.9
火星人	300894.SZ	59.18	240	0.66	0.72	1.01	90.0	81.2	58.3
亿田智能	300911.SZ	43.80	47	1.23	1.37	1.76	36.5	32.0	24.9
帅丰电器	605336.SH	26.04	37	1.65	1.44	1.66	15.8	18.1	15.7
老板电器	002508.SZ	38.51	365	1.68	1.81	2.04	22.6	21.3	18.9
华帝股份	002035.SZ	7.89	69	0.85	0.70	0.81	9.0	11.7	9.7

资料来源：万得，中银证券

风险提示

产品结构单一

公司主要产品为集成灶，产品结构单一，抗风险能力较弱，受宏观经济形势影响较大。

市场竞争加剧

我国厨房电器制造行业发展迅速，行业内中小企业数量众多，市场竞争较为激烈，各企业之间的竞争已经从低层次的价格竞争逐渐升级到品牌、网络、质量、服务、管理等的综合能力竞争。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。

精装修政策对集成灶市场的风险

与传统吸油烟机相比，集成灶产品作为新型厨电产品，在品牌知名度方面存在一定劣势，尚未普遍进入精装工程类采购渠道；如果“精装修”政策全面推广，而集成灶产品又长期无法普遍进入精装工程渠道，可能使集成灶未来市场需求受到影响，从而对公司经营业绩产生不利影响。

原材料价格波动风险

公司产品最为主要的原材料为各种规格的板材（不锈钢板、冷轧板、镀锌板等），其采购价格与铁矿石、煤炭等大宗商品的价格波动密切相关。板材等主要原材料的价格未来若出现超出预期的波动，将对公司生产成本和盈利能力的稳定性产生不利影响。

规模扩张引起的管理风险

随着公司业务规模的不断拓展，公司资产规模、业务规模、员工数量均将逐步扩大，相对应的公司经营管理体系亦将逐步复杂化。如果公司管理水平不能适应公司规模的迅速扩张，组织结构和管理模式未能随公司规模的扩大进行及时调整和完善，将会影响公司的综合竞争力，公司存在因规模扩张引起的管理风险。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**1,401**	**1,684**	**1,862**	**2,283**	**2,640**
销售成本	(694)	(795)	(911)	(1,095)	(1,253)
经营费用	(240)	(336)	(363)	(470)	(558)
息税折旧前利润	**466**	**553**	**588**	**718**	**828**
折旧及摊销	(36)	(37)	(28)	(30)	(30)
经营利润(息税前利润)	**430**	**516**	**560**	**689**	**798**
净利息收入/(费用)	8	26	60	83	106
其他收益/(损失)	10	6	16	16	16
税前利润	**444**	**534**	**608**	**751**	**877**
所得税	(67)	(74)	(84)	(104)	(121)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	**378**	**460**	**523**	**647**	**756**
核心净利润	**377**	**460**	**523**	**647**	**756**
每股收益(人民币)	0.584	0.712	0.810	1.001	1.170
核心每股收益(人民币)	0.584	0.712	0.810	1.001	1.170
每股股息(人民币)	0.465	0.542	0.616	0.762	0.891
收入增长(%)	36	20	11	23	16
息税前利润增长(%)	33	20	9	23	16
息税折旧前利润增长(%)	30	19	6	22	15
每股收益增长(%)	24	22	14	24	17
核心每股收益增长(%)	24	22	14	24	17

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	444	534	608	751	877
折旧与摊销	36	37	28	30	30
净利息费用	(4)	(13)	(32)	(47)	(63)
运营资本变动	19	69	121	39	98
税金	(67)	(74)	(84)	(104)	(121)
其他经营现金流	13	(10)	(28)	(22)	(43)
经营活动产生的现金流	**442**	**543**	**612**	**647**	**779**
购买固定资产净值	268	247	10	5	0
投资减少/增加	11	4	15	15	15
其他投资现金流	(451)	(525)	(20)	(10)	0
投资活动产生的现金流	**(171)**	**(274)**	**5**	**10**	**15**
净增权益	(300)	(350)	(398)	(492)	(575)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	300	350	398	492	575
其他融资现金流	(299)	(304)	(319)	(446)	(513)
融资活动产生的现金流	**(299)**	**(304)**	**(319)**	**(446)**	**(513)**
现金变动	(29)	(34)	298	212	282
期初现金	865	839	799	1,097	1,309
公司自由现金流	271	269	617	658	794
权益自由现金流	267	256	586	611	731

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	839	799	1,097	1,309	1,591
应收帐款	17	18	17	26	24
库存	64	80	112	118	145
其他流动资产	31	14	31	23	38
流动资产总计	**956**	**916**	**1,264**	**1,479**	**1,806**
固定资产	562	810	797	778	753
无形资产	175	174	169	163	158
其他长期资产	9	86	32	32	32
长期资产总计	**745**	**1,070**	**998**	**974**	**944**
总资产	**1,781**	**1,987**	**2,263**	**2,453**	**2,750**
应付帐款	161	240	162	321	232
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	251	199	405	282	488
流动负债总计	**412**	**440**	**567**	**603**	**720**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	29	4	4	4
股本	646	646	646	646	646
储备	761	920	1,045	1,200	1,380
股东权益	**1,365**	**1,519**	**1,691**	**1,846**	**2,026**
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	**1,781**	**1,987**	**2,263**	**2,453**	**2,750**
每股帐面价值(人民币)	2.11	2.35	2.62	2.86	3.14
每股有形资产(人民币)	1.84	2.08	2.36	2.60	2.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.30)	(1.24)	(1.70)	(2.03)	(2.46)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	33.3	32.8	31.6	31.5	31.4
息税前利润率(%)	30.7	30.6	30.1	30.2	30.2
税前利润率(%)	31.7	31.7	32.6	32.9	33.2
净利率(%)	26.9	27.3	28.1	28.3	28.6
流动性					
流动比率(倍)	2.3	2.1	2.2	2.5	2.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
速动比率(倍)	2.2	1.9	2.0	2.3	2.3
估值					
市盈率(倍)	33.2	27.2	24.0	19.4	16.6
核心业务市盈率(倍)	33.2	27.2	24.0	19.4	16.6
市净率(倍)	9.2	8.3	7.4	6.8	6.2
价格/现金流(倍)	28.4	23.1	20.5	19.4	16.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.1	21.2	19.5	15.6	13.2
周转率					
存货周转天数	36.2	33.0	38.4	38.4	38.4
应收帐款周转天数	3.4	3.8	3.5	3.5	3.5
应付帐款周转天数	35.9	43.5	39.4	38.6	38.3
回报率					
股息支付率(%)	79.6	76.1	76.1	76.1	76.1
净资产收益率(%)	28.2	31.9	32.6	36.6	39.0
资产收益率(%)	21.2	23.6	22.7	25.1	26.4
已运用资本收益率(%)	7.1	8.0	8.1	9.1	9.8

资料来源：公司公告，中银证券预测