

安奈儿 (002875.SZ) / 纺织服饰
砥砺前行中的童装小龙头
评级：暂无评级

市场价格：39.47

目标价格：无

分析师：鞠兴海

执业证书编号：S0740516120001

电话：021-20315087

 Email: juxh@r.qizq.com.cn

分析师：邵璟璐

执业证书编号：S0740517040004

电话：021-20315196

 Email: shaojl@r.qizq.com.cn

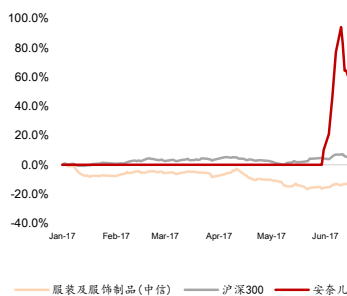
分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

电话：021-20315196

 Email: wangys@r.qizq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	100
流通股本(百万股)	25
市价(元)	39.47
市值(百万元)	3947
流通市值(百万元)	987

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	840	920	1023	1137	1283
增长率 yoy%	6.0	9.5	11.2	11.1	12.9
净利润	71	79	87	95	106
增长率 yoy%	-10.2	11.6	9.8	9.7	10.8
每股收益(元)	0.71	0.79	0.87	0.95	1.06
每股净资产(元)	3.81	3.65	7.87	8.35	8.88
净资产收益率	24.8	21.7	15.1	11.8	12.3
P/E	56	50	45	41	37
P/B	10.4	10.8	5.0	4.7	4.4
EV/EBITDA	33	10	11	10	9

备注：股价为2017年6月21日收盘价

投资要点

- 二十一年打造中国童装小龙头。**公司品牌创立于1996年，从事中高端童装产品的研发设计和销售，旗下拥有“Annil 安奈儿”童装品牌，并于2012年开设0-3岁小童装系列。2016年安奈儿品牌在国内童装市场的份额为1%，与阿迪达斯并列第二。2012-2016年公司经历快速成长期，收入和净利润CAGR分别为13.6%/19.0%。2016年收入9.2亿元、同增9.53%，净利润7911.7万元、同增11.58%。
- 经营模式：自主设计，委外生产，直营为主。**公司对前端面料研发、款式设计，以及终端门店管理把握一定的自主权，生产外包的情况下严控童装产品质量。渠道方面，公司基本实现全国覆盖，且各地区占比保持稳定；2016年直营店/加盟店数量分别为970/488家，收入占比59%/17%。2016年电商收入2.23亿元，占比较2014年提升12.6PCTs至24%。管理架构上，公司在大部分省会城市及主要城市设立办事处负责各区销售，对各子公司集中管理（统筹财务/人事/营销体系/形象等）。
- 全面二胎政策催化需求，进入者增加竞争激烈。**公司所处的童装行业增速高于整体服装行业，2016年我国童装销售额1450.1亿元，同增7.1%，增速并高于服装行业整体增速（3%左右），主要得益于二胎政策持续推进以及全面二胎政策的落地。公司的小童装业务有望成为新增长点。竞争格局方面，政策利好下进入者增加，竞争日趋激烈。2011-2016年我国童装前十大品牌市占率提升3PCTs至12.2%，排名第一的巴拉巴拉市场份额达5%，而其后超过十个品牌份额在0.5%-1%。
- 店效优化进行时，外延并进。**2014/2016年公司不同渠道销售业绩分化：品牌专卖店店效上行，2016H1同增10.8%；商场联营店和加盟店店效下行，加盟店数量连续两年降幅超10%。公司开始着手优化渠道，一方面向直营倾斜、加强终端精细化管理，2014/2016年品牌专卖店数量增加40%，加盟店数量减少30%；另一方面，公司计划提高购物中心店的比例，主要考虑到较好的购物中心店店效和利润率显著高于街边店和百货店。预计渠道结构调整有望带来店效改善的内生增长。此外，公司此次募集资金的60%将用于渠道建设和营销推广，计划三年新建295家直营店。
- 盈利预测和投资建议。**公司是国内童装小龙头，大童系列已有一定品牌地位，未来增长点有望来源于渠道结构调整带来的内生增长以及持续外延；小童系列望充分受益政策红利，带来新增长力。考虑到公司后续开店计划，预计2017/18/19年净利润分别为0.87/0.95/1.06亿元，同增9.8%/9.7%/10.8%，EPS0.87/0.95/1.06元。
- 风险提示：**行业景气度下行，童装整体增速不及预期；公司渠道优化和店效改善不及预期；存货跌价风险。

内容目录

中国市场中高端童装小龙头	- 4 -
廿年打造童装小龙头	- 4 -
股权结构	- 6 -
经营模式：自主设计，委外生产，直营为主	- 7 -
二胎催化但竞争仍激烈，内生待优外延并进谋增长	- 9 -
全面二胎政策催化需求，竞争激烈地位待稳	- 9 -
店效优化进行时，外延并进	- 10 -
盈利较强，费用可控，存货周转待优	- 11 -
盈利预测	- 12 -
风险提示	- 13 -

图表目录

图表 1：安奈儿产品矩阵（按年龄分为 ANNIL KIDS 和 ANNIL BABY）	- 4 -
图表 2：公司发展历程	- 4 -
图表 3：2012-2017Q1 公司营收及增速	- 5 -
图表 4：2012-2017Q1 公司净利润及增速	- 5 -
图表 5：2013-2016 公司线下门店数量变化	- 5 -
图表 6：2013-2016 公司渠道销售占比	- 5 -
图表 7：2016 年公司线下门店分布	- 6 -
图表 8：2013-2016H1 公司地区销售占比	- 6 -
图表 9：发行后股权结构	- 6 -
图表 10：公司产业链分工	- 7 -
图表 11：2013-2016 公司扣点情况	- 8 -
图表 12：2012-2016 春夏款公司退货率	- 8 -
图表 13：返利政策	- 8 -
图表 14：2013-2016H1 返利情况	- 8 -
图表 15：2006-2016 年我国新生儿数量	- 9 -
图表 16：2011-2020E 年中国童装行业销售额增长	- 9 -
图表 17：2016 年中国童装市场 Cr10 市占率	- 10 -
图表 18：2016 年各国 Cr10 合计市占率	- 10 -
图表 19：2016 年中国童装市场前十大品牌市占率	- 10 -
图表 20：我国市占率第 2-9 名布局矩阵	- 10 -
图表 21：2013-2016H1 年公司店效（万元/店）	- 11 -
图表 22：2014-2016H1 分渠道店效增速	- 11 -
图表 23：公司募集资金投向	- 11 -

图表 24: 公司与森马/金发拉比童装毛利率对比.....	- 11 -
图表 25: 2012-2016 年公司销售和管理费用率.....	- 11 -
图表 26: 2012-2016 年公司净利率.....	- 12 -
图表 27: 2012-2016 年公司 ROE.....	- 12 -
图表 28: 2012-2016 年公司周转天数 (天).....	- 12 -
图表 29: 2012-2016 年公司存货/流动资产.....	- 12 -
图表 30: 公司收支预测拆分 (单位: 万元).....	- 13 -

中国市场中高端童装小龙头

廿年打造童装小龙头

- 公司从事中高端童装产品的研发设计和销售，旗下拥有“Annil 安奈儿”童装品牌。2016 年安奈儿品牌在国内童装市场的份额为 1%，与阿迪达斯并列第二。

图表 1: 安奈儿产品矩阵 (按年龄分为 ANNIL BABY 和 ANNIL KIDS)

分类	目标群体	产品示例
ANNIL BABY	0-3 岁 身高 80-110cm	  
ANNIL KIDS	4-12 岁 身高 110-160cm	   

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

- 公司 1996 年从童装店起家, 2001 年设立岁孚服装公司开始品牌化运营。2002-2009 年是公司的快速发展阶段, 门店数量突破 700 家。2010 年至今公司进一步完善产品矩阵和渠道覆盖。2012 年开始覆盖 0-3 岁小童装, 且电商渠道搭建基本完成。截止 2016 年公司门店 1458 家, 线上收入占比 24.32%。

图表 2: 公司发展历程

曹璋、王建青夫妇在深圳市华强北女人世界百货商场创立“安尼尔童装店”。

公司前身深圳市岁孚服装有限公司设立。

线下门店数量突破700家，线上进驻淘宝。

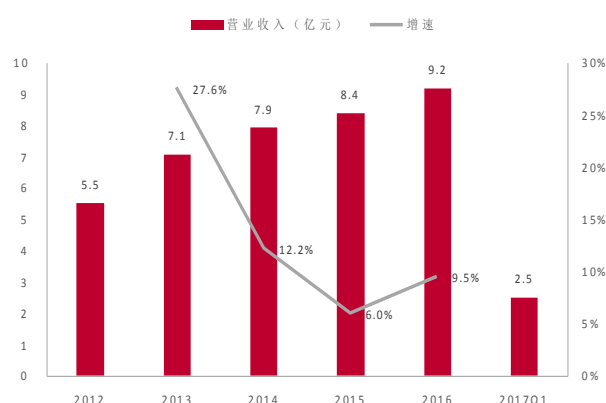
门店突破1400家，线上销售占比约24%



来源：招股说明书，中泰证券研究所

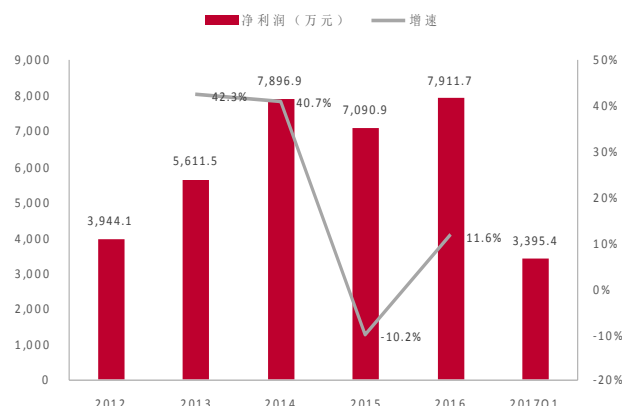
- 2016 年公司实现营业收入 9.2 亿元、同增 9.53%，净利润 7911.7 万元、同增 11.58%。2012-2016 年营业收入/净利润 CAGR 分别为 13.6%/19.0%，同期童装行业整体销售额 CAGR 为 8.5%，公司成长性优于行业整体，主要系公司处于扩张期。

图表 3：2012-2017Q1 公司营收及增速



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 4：2012-2017Q1 公司净利润及增速



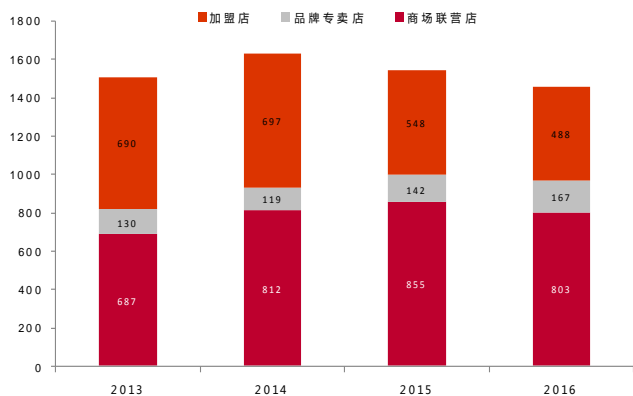
来源：招股说明书，中泰证券研究所

分渠道看，线下精简，线上崛起。公司 75% 以上的收入源于线下，目前门店一二线占比近 70%，三四线城市占比约 30%，个别购物中心店效在 400-500 万。直营/加盟门店数量比例约为 65%/35%、收入比例 59%/17%。加盟商以 4 折进货，单店面积在 50-100 平米（购物中心店在 120-150 平米）。此外，线上销售迅速提升，2016 年实现电商收入 2.23 亿元，占比较 2014 年提升 12.6PCTs。目前公司线上业务主要在天猫（线上专供款和部分线下款）和唯品会（处理尾货为主，3.5-4 折），占比分别为 65%/35%。

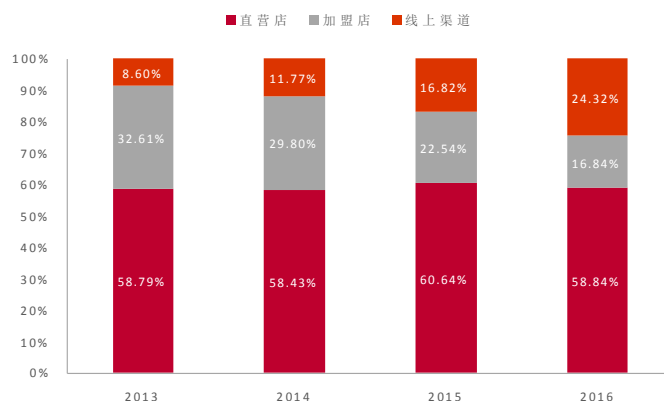
2014-2016 年公司对终端调整，关闭低效店（店效 50 万以上且持续亏损），期间整体终端减少 170 家，其中加盟店减少 209 家、商场联营店保持稳定、品牌专卖店增加 48 家。

图表 5：2013-2016 公司线下门店数量变化

图表 6：2013-2016 公司渠道销售占比



来源：招股说明书，中泰证券研究所



来源：招股说明书，中泰证券研究所

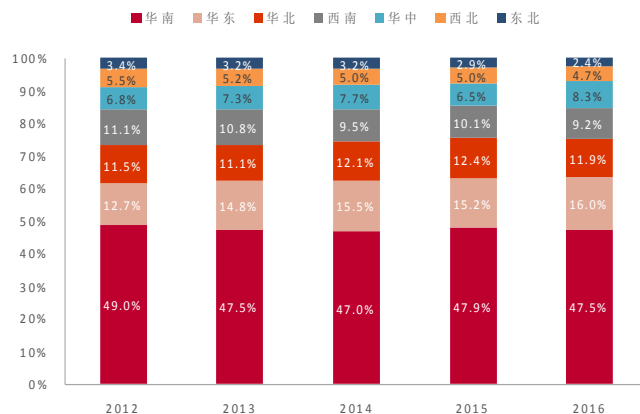
分地区来看，公司基本实现全国覆盖，且各地区占比保持稳定。华南地区是收入主要来源，占比维持在47%以上。其他地区分布及销售占比与我国人口分布及经济发展水平相符。沿海的经济强省和内陆一些人口大省门店数高于其他省份。除华南外，华东、华北、西南的销售占比也较西北、东北、华中更高。

图表 7：2016 年公司线下门店分布



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 8：2013-2016H1 公司地区销售占比

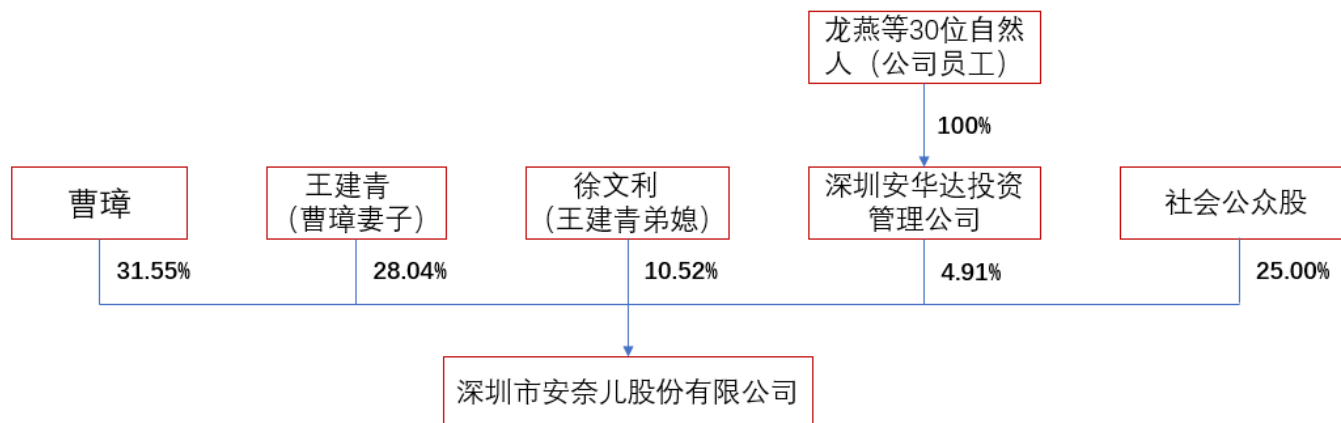


来源：招股说明书，中泰证券研究所

股权结构

- 此次发行后，公司控股股东和实际控制人曹璋和王建青夫妇将合计持有公司 59.6% 股权。此外，公司前十大股东还包括徐文利和安华达，分别持有 10.52%、4.91% 的股权，后者是公司为实现员工激励由员工出资设立的持股公司。

图表 9：发行后股权结构

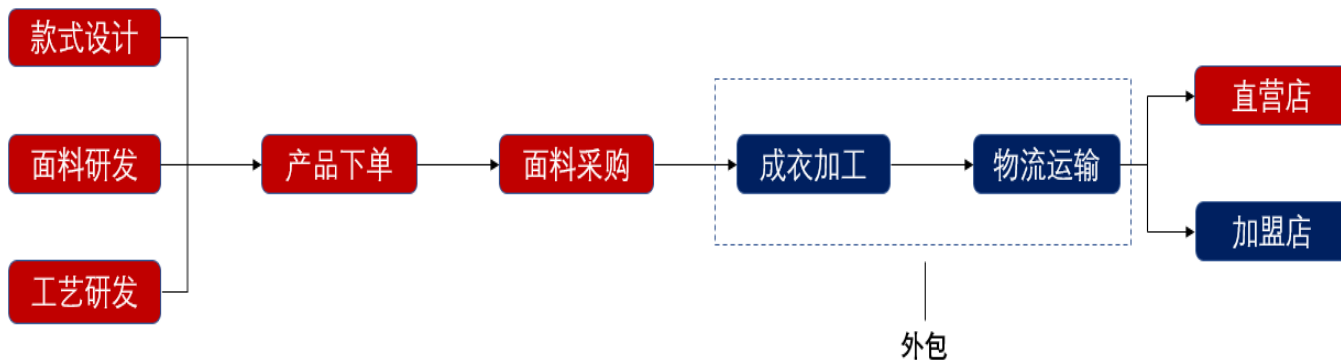


来源：招股说明书，中泰证券研究所

经营模式：自主设计，委外生产，直营为主

- 经营模式上，公司将毛利率低、成本转嫁能力低的成衣加工环节和重资产的物流运输环节外包，选择相对轻资产、高附加值的研发设计和品牌管理。
 - **自主研发设计：**服装的款式设计、工艺研发和面料的研发由公司完全自主负责，进而保证公司的核心竞争力。同时，公司在不断强化这一竞争力，着手扩大自有设计团队规模、与外部团队合作、开发联名 IP 款等（如 2017 年开始和迪士尼合作，许可使用迪士尼冰雪奇缘、星球大战卡通形象）。
 - **自主采购、委外生产：**公司负责面料和辅料的采购，将生产加工环节外包，公司委托加工比例高达 90%。公司一直严控产品质量，2016 年检验费超过 300 万元，通过第三方检测机构检测和公司内部质量监控保证产品质量。
 - **自主推广，直营为主：**公司全面负责“安奈儿”品牌的推广，包括投放广告和类似“安奈儿家庭运动会”推广活动等。管理架构上，公司在大部分省会城市及主要城市设立办事处负责各线下地区销售，对各子公司进行集中管理（统筹财务/人事/营销体系/形象等），各地联营店通常由总部签署联营合同，专卖店租赁则通常由各地子公司签署租赁合同。

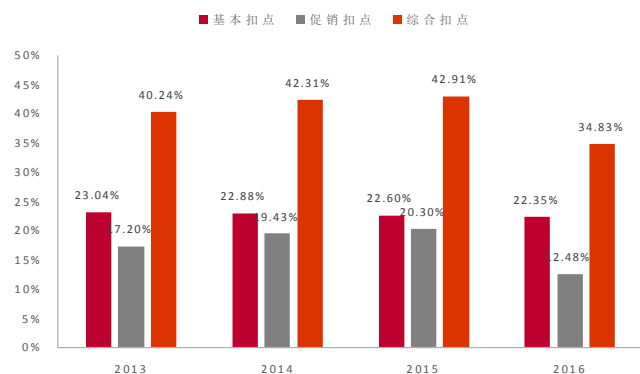
图表 10：公司产业链分工



来源：招股说明书，中泰证券研究所

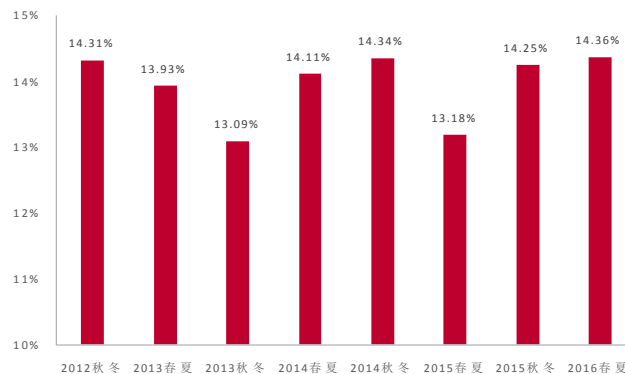
不同渠道确认收入的方式有所不同。品牌专卖店按实际销售确认收入；商场联营店以终端零售额扣除约定扣点后的金额确认销售收入（基本扣点约 23%左右/促销扣点在 10-20%左右），按月结算。加盟店依据加盟商合同约定的结算价确认收入，并在季末根据协议约定的最高换货率预估换货额扣减当期收入（新品退货额度 15%左右/补货不退换货）。2012-2016 年春夏款公司退货率基本稳定在 13%-15%之间。

图表 11：2013-2016 公司扣点情况



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 12：2012-2016 春夏款公司退货率



来源：招股说明书，中泰证券研究所 注：2016 秋冬款还未集中退货，退货率仅为 3.73%，不具有参考性。

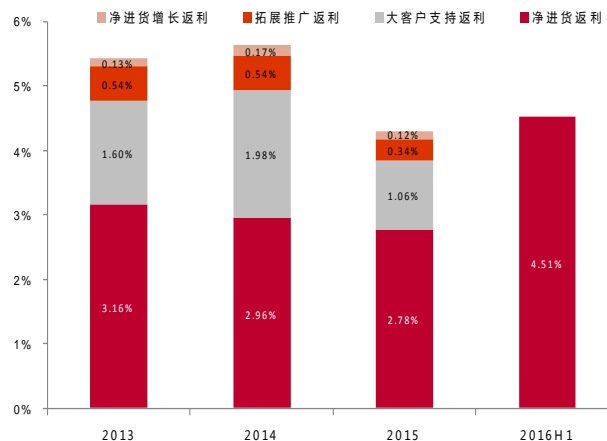
除此之外公司为了鼓励加盟商加强市场拓展，还制定了加盟商返利政策，返利直接冲减当期销售收入。2013-2016H1 返利占加盟商销售收入的比例维持在 4%-6%，其中净进货返利占比最高，其他三种返利占比较低，且呈下降趋势。

图表 13：返利政策

图表 14：2013-2016H1 返利情况

返利类型	内容
净进货	以加盟商的当期进货规模即含税净进货金额为基础，设定 1-5%的 5 个档次系数
大客户支持返利	对当年进货规模超过 2,000 万元的少数较大加盟商，给予不超过净进货吊牌价 3%的返利支持
拓展推广	以加盟商净进货情况为基础，根据加盟商当年新开门店与推广活动的情况所给予加盟商的返利
净进货增长返利	加盟商当年净进货金额较上年同期的增长金额为基础，根据增长规模的不同给予单个加盟商不超过 5 万元的返利

来源：招股说明书，中泰证券研究所



来源：招股说明书，中泰证券研究所

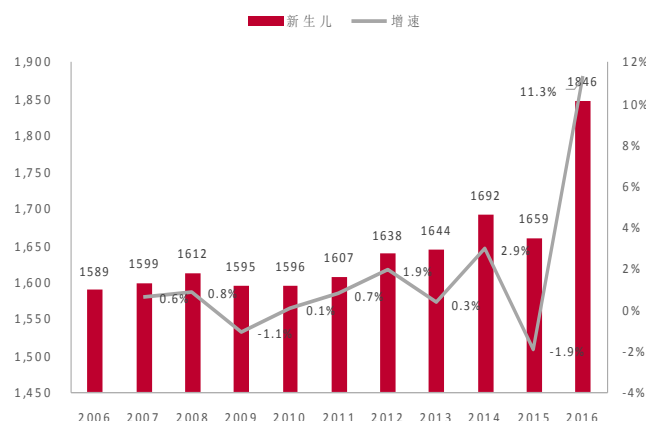
二胎催化但竞争仍激烈，内生待优外延并进谋增长

全面二胎政策催化需求，竞争激烈地位待稳

- 公司所处的童装行业增速高于整体服装行业，全面二胎政策催化需求。2016 年我国童装销售额 1450.1 亿元，同增 7.1%，增速高于 2014/2015 两年，并高于服装行业整体增速（3%左右），主要得益于二胎政策持续推进以及全面二胎政策的落地。

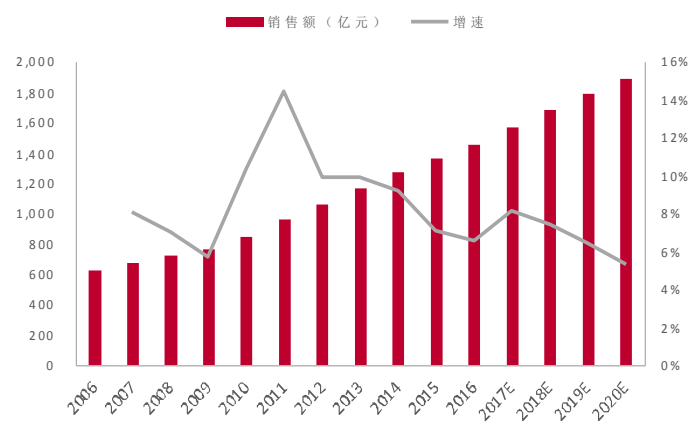
2013 年 11 月十八届三中全会提出“单独”家庭二孩政策，2014 年我国新增人口同增 2.9%，一半为二胎贡献。随后 2016 年元旦，二胎全面放开，预计 2017 年二、三季度政策效果将释放，2018 年将达到全面二胎的出生高峰，预计 2018-2020 我国全面二胎带来的新生儿增量在 1000-1500 万。

图表 15：2006-2016 年我国新生儿数量



来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 16：2011-2020E 年中国童装行业销售额增长



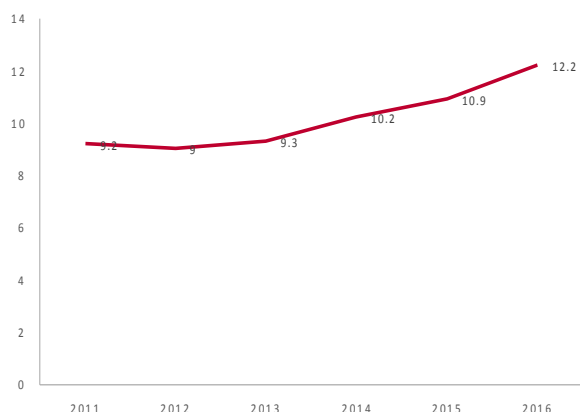
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

- 公司小童装业务将成为新增长点。公司 2012 年开始布局 0-3 岁小童装，销售比例在 15%左右，约有 100 多家小童装专卖店。小童装的业务一方面有望快速受益二胎政策落地而爆发增长，根据婴幼儿的特征：(1) 生

长迅速，衣着更新频率高，平均半年甚至三个月换一次；(2) 亲戚朋友经常会给婴幼儿买衣服作为礼物导致小童装消费量略高于实际需求。罗兰贝格预测 2016-2020 小童装销售额 CAGR=9%。另一方面将为大童装培养粘性消费者。从经营角度，小童装加价倍率略高于大童装，进入门槛更高。

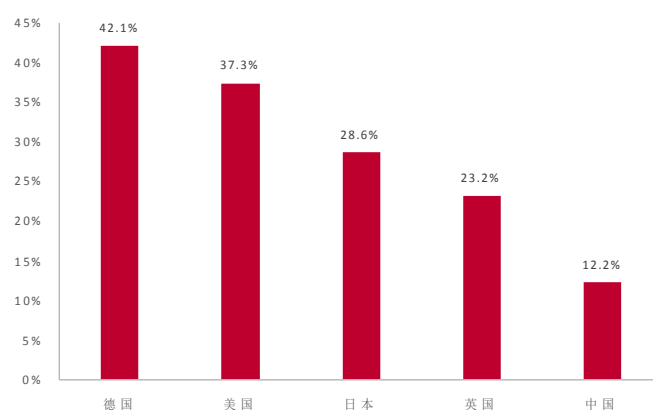
- 行业集中度稳步提升，公司所在的品牌梯队竞争日趋激烈。2011-2016 年我国童装前十大品牌市占率提升 3PCTs 至 12.2%，高于其他服饰品类，但仍低于其他国家童装行业集中度。其中排名第一的巴拉巴拉市场份额达 5%，而其后的品牌市场份额在 0.5%-1%之间，竞争激烈，竞争者主要有三类：专业的童装品牌（安奈儿/小猪班纳）、成人时装品牌的儿童线（江南布衣等）、运动品牌的儿童线（安踏/FILA/361 度等）。

图表 17: 2016 年中国童装市场 Cr10 市占率



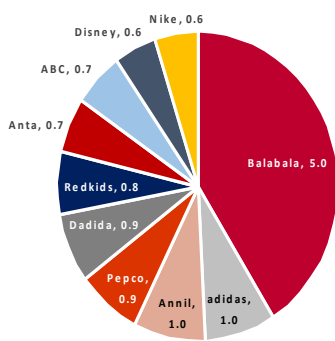
来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 18: 2016 年各国 Cr10 合计市占率



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 19: 2016 年中国童装市场前十大品牌市占率



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 20: 我国市占率第 2-9 名布局矩阵



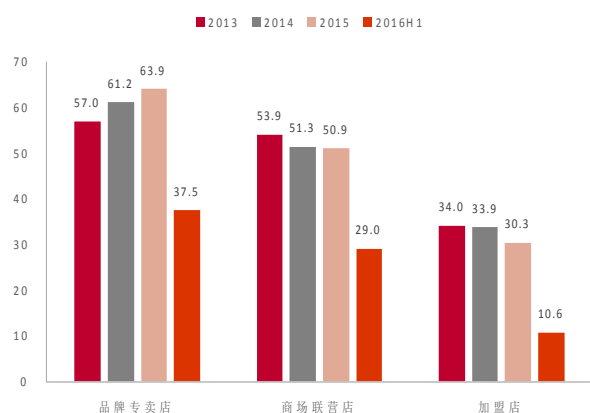
来源: 中泰证券研究所绘制

店效优化进行时，外延并进

- 过去三年公司不同渠道的销售表现出现了分化，整体上品牌专卖店销售上行，商场联营店和加盟店销售下行。从报表收入口径来看，品牌专卖店和商场联营店收入较高，过去三年维持在 50 万元/年以上，加盟店店效相对较低，维持在 30 万元/年左右。品牌专卖店店效 2014/2015 均有所提升，2016H1 同比增幅高达 10.84%；商场联营店店效略有下滑，但

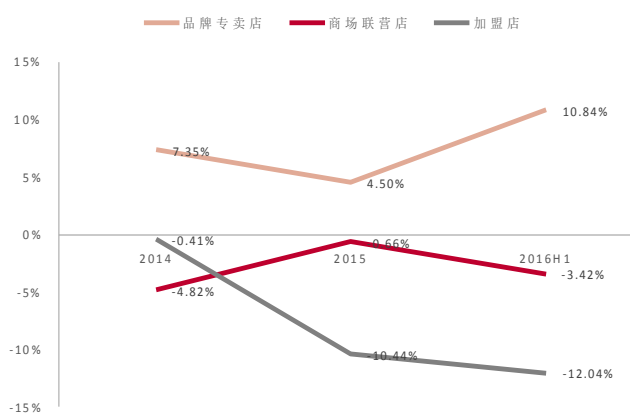
下滑幅度相对较小；加盟店下滑幅度最大，2015/2016H1 下滑幅度均在 10%以上。

图表 21: 2013-2016H1 年公司店效 (万元/店)



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 22: 2014-2016H1 分渠道店效增速



来源：招股说明书，中泰证券研究所

渠道结构调整有望带来店效改善的内生增长。一方面向直营倾斜、加强终端精细化管理，直营店数量 2016 较 2014 年增加 48 家，且在未来会继续增加在直营店的投入和新店建设；另一方面，公司计划提高购物中心店的比例，主要考虑到较好的购物中心店店效约 400-500 万/年，更高可达 1000 万/年，扣除租赁费用率约 25%，门店的利润率依然显著优于其他店铺。

- 公司此次拟募集资金净额 3.79 亿元，其中 2.34 亿元用于营销中心建设项目。营销中心建设项目包括：(1) 3 年内新建 295 家直营店；(2) 在深圳建设营销中心。此外，8473 万元用于研发中心建设项目，3000 万元用于信息化建设项目；3000 万元用于补充流动性。

图表 23: 公司募集资金投向

序号	项目名称	投资金额 (万元)	募集资金投入 (万元)
1	营销中心建设项目	33417.83	23438.62
2	研发中心建设项目	8473.08	8473.08
3	信息化建设项目	3841.17	3000.00
4	补充其他与主营业务相关的营运资金	10000.00	10000.00
	合计	55732.08	37911.70

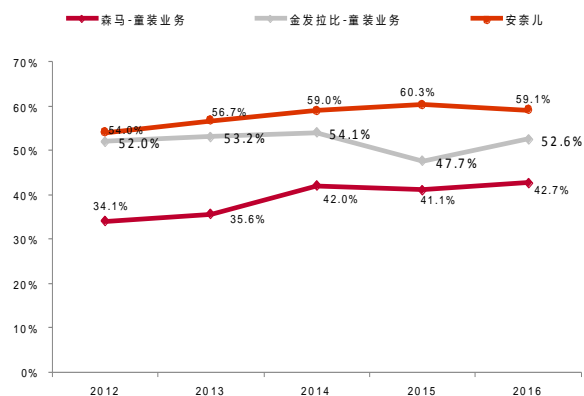
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

盈利较强，费用可控，存货周转待优

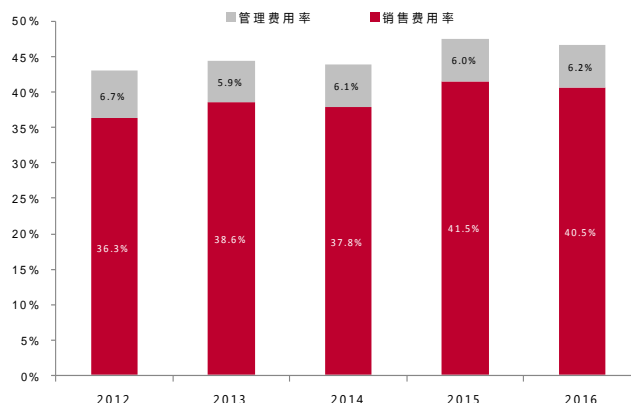
- **毛利率维持高位，直营模式下销售费用较高。**公司毛利率维持在 55%-60% (终端加价率 5 倍左右/加盟商进货 4 折)，明显高于行业其他公司，且有缓慢上升趋势。由于公司直营比例较高，销售费用率占比高达 35%以上，2015/2016 年度甚至超过 40%，其中有 40%-50%为销售人员工资。

图表 24: 公司与森马/金发拉比童装毛利率对比

图表 25: 2012-2016 年公司销售和管理费用率

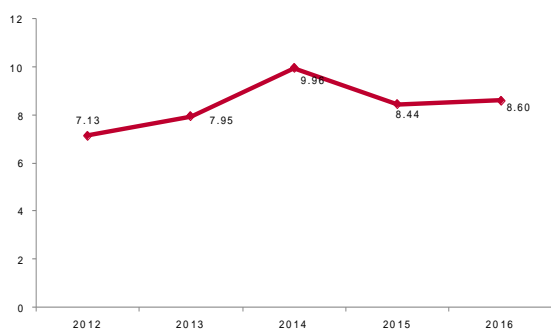


来源: Wind, 中泰证券研究所

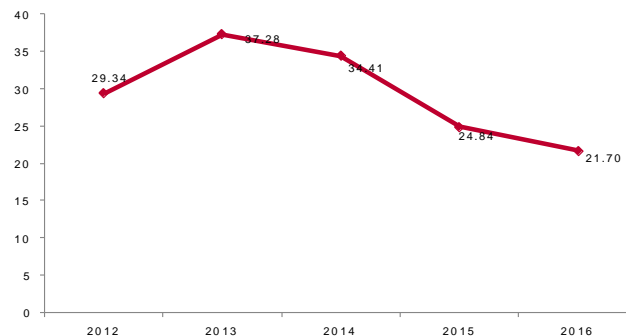


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **2015-2016 年 ROE 逐渐下降**, 主要由于: 1. 2015-2016 年公司购置和装修总部办公室, 总资产增加致资产周转率下降。此外, 期间存货持续增加。2. 2015 年销售费用率大幅提升致净利率下降。

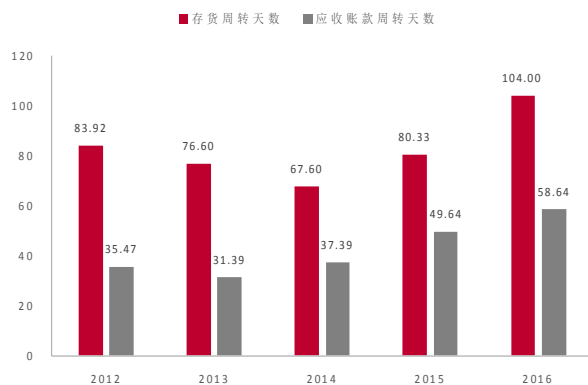
图表 26: 2012-2016 年公司净利率


来源: Wind, 中泰证券研究所

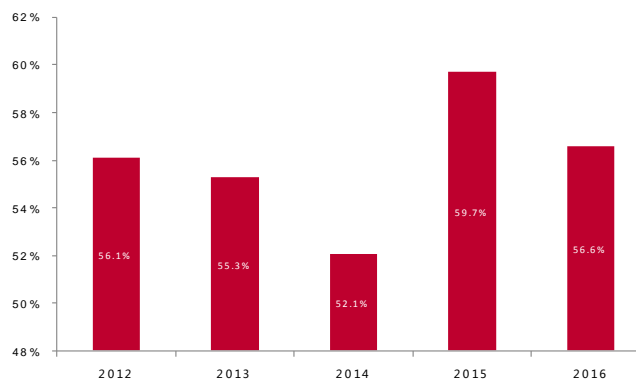
图表 27: 2012-2016 年公司 ROE


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **存货周转率待提升**。公司存货周转天数先降后增, 2016 年较 2014 年增加 37 天; 应收账款周转天数持续上行, 2016 年较 2012 年增加 23 天。

图表 28: 2012-2016 公司周转天数 (天)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 29: 2012-2016 公司存货/流动资产


来源: Wind, 中泰证券研究所

盈利预测

- 盈利预测：**预计公司 2017/18/19 年直营店数量有序增加，加盟店仍将减少；同时购物中心店比例的增加，有望带动整体直营店店效提升，同店增长有望稳步提速。预计 2017/18/19 年收入增长 11.2%/11.1%/12.9%。直营比例增加的过程下，毛利率稳中略增，预计在 59%-59.5%。**费用率方面**，开店计划推进过程中销售费用率恐有所增加，预计在 40%+，综合来看，预计 2017/18/19 年净利润分别为 0.87/0.95/1.06 亿元，同增 9.8%/9.7%/10.8%，EPS0.87/0.95/1.06 元。

图表 30：公司收支预测拆分（单位：万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
店铺数量	1628	1545	1458	1458	1483	1545
其中：品牌店数量	119	142	167	182	202	234
变化	-11	23	25	15	20	32
联营店数量	812	855	803	818	838	878
变化	125	43	-52	15	20	40
加盟店数量	697	548	488	458	443	433
变化	7	-149	-60	-30	-15	-10
店铺数量增速	8.0%	-5.1%	-5.6%	0.0%	1.7%	4.2%
品牌收入(万元)	78813.55	83776.99	91771.34	102016.38	113375.32	128037.77
增速%		6.3%	9.5%	11.2%	11.1%	12.9%
- 直营收入	46050.99	50801.19	53999.05	57204.60	62621.73	70432.93
- 加盟收入	23487.78	18881.34	15452.03	14679.43	13088.16	12406.31
- 线上收入	9274.77	14094.46	22320.26	30132.35	37665.44	45198.53
增速%		52.0%	58.4%	35.0%	25.0%	20.0%
其他收入	444.63	250.05	265.11	300.00	300.00	300.00
总收入	79258.18	84027.04	92036.45	102316.38	113675.32	128337.77
增速%		6.0%	9.5%	11.2%	11.1%	12.9%
毛利率		60.3%	59.1%	59.2%	59.4%	59.4%

来源：招股说明书，中泰证券研究所整理预测

风险提示

- 行业景气度下行，童装整体增速不及预期。**童装行业景气度与宏观经济条件及新生儿增速密切相关，若我国二胎政策对新生儿促进不及预期，则童装行业整体增速不达预期，进入者增加，品牌间竞争加剧。
- 公司渠道优化、同店改善不及预期。**公司目前着力调整品牌专卖店/商场联营店/加盟店的比例以提升店效，且大力拓展线上业务。若公司线下渠道优化效果和线上拓展不及预期，业绩增速恐不及预期。
- 存货跌价风险。**截止 2016 年 12 月 31 日公司存货 2.41 亿元、同增 4%，其中库存商品 1.8 亿元，若因市场环境发生变化或竞争加剧恐致存货跌价增加。

图表 31: 财务报表

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F		2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	840	920	1,023	1,137	1,283	货币资金	81	101	535	603	769
营业成本	334	376	418	463	521	存货	231	241	268	304	336
毛利率	60.28%	59.10%	59.16%	59.28%	59.42%	应收账款	48	52	57	64	72
营业税金及附加	9	10	10	11	13	其他流动资产	26	32	34	38	43
营业费用	349	373	413	460	522	流动资产	387	426	895	1,009	1,220
营业费用率	41.53%	40.54%	40.40%	40.50%	40.65%	固定资产	5	166	84	89	48
管理费用	50	57	64	75	87	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	6.00%	6.15%	6.30%	6.60%	6.80%	无形资产	5	5	5	5	5
财务费用	2	4	6	4	4	其他长期资产	162	21	39	-15	-105
财务费用率	0.27%	0.39%	0.54%	0.36%	0.32%	非流动资产	172	193	128	79	-52
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	559	619	1,024	1,088	1,168
营业利润	92	99	110	120	134	短期借款	0	50	0	0	0
营业利润率	10.99%	10.77%	10.71%	10.59%	10.42%	应付账款	111	112	125	139	156
营业外收入	3	8	8	9	9	其他流动负债	103	92	111	115	124
营业外支出	0	2	2	2	2	流动负债	214	254	236	253	280
利润总额	95	106	116	127	141	长期负债	59	0	0	0	0
所得税	24	26	29	32	35	其他长期负债	0	0	0	0	0
所得税率	25.06%	25.08%	25.00%	25.00%	25.00%	非流动性负债	60	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	274	254	236	254	281
归属于母公司股东的净利润	71	79	87	95	106	股本	75	75	100	100	100
净利润率	8.44%	8.60%	8.49%	8.38%	8.23%	资本公积	67	67	421	421	421
每股收益(元)(摊薄)	0.71	0.79	0.87	0.95	1.06	股东权益合计	285	365	787	835	888
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						负债股东权益总计	559	619	1,024	1,088	1,168
现金流量表 (百万元)						比率分析					
指标名称	2015	2016	2017F	2018F	2019F		2015	2016	2017F	2018F	2019F
净利润	71	79	87	95	106	增长率(%)					
少数股东损益	0	0	0	0	0	营业收入	6.0	9.5	11.2	11.1	12.9
折旧和摊销	3	8	185	197	206	营业利润	-12.1	7.4	10.5	9.9	11.1
营运资金变动	-27	-38	-3	-30	-19	净利润	-10.2	11.6	9.8	9.7	10.8
其他	10	13	6	4	5	利润率(%)					
经营现金流	57	61	275	267	298	毛利率	60.3	59.1	59.2	59.3	59.4
资本支出	-149	-25	-120	-148	-75	EBIT Margin	11.7	11.4	11.5	11.2	11.0
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	12.1	12.2	29.5	28.5	27.0
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率	8.4	8.6	8.5	8.4	8.2
其他	0	3	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-149	-22	-120	-148	-75	净资产收益率	24.8	21.7	15.1	11.8	12.3
发行股票	0	0	379	0	0	总资产收益率	12.7	12.8	10.6	9.0	9.4
负债变化	64	-17	-50	0	0	其他(%)					
股息支出	0	0	-43	-48	-53	资产负债率	48.9	41.1	23.1	23.3	24.0
其他	-17	-3	-6	-4	-4	所得税率	25.1	25.1	25.0	25.0	25.0
融资现金流	47	-21	280	-52	-57	股利支付率	24.2	4.1	50.0	50.0	50.0
现金净增加额	294	19	435	68	166						

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。