

东方财富 (300059)

证券研究报告

2018年08月06日

证券经纪及两融市占提升抵消市场下行压力，线下网络扩张为后续增长蓄力

东方财富 2018 年上半年实现营业总收入 16.35 亿元，同比增长 49.44%；归母净利润 5.59 亿元，同比增长 114.77%；扣非后净利润 5.50 亿元，同比增长 114.91%，超出指引中值 0.7%，业绩符合预期。2Q18 实现营业总收入 8.12 亿元，同比增长 45.5%，相较于 1Q18 增速略有放缓，环比下降 1.3%。其中，手续费及佣金净收入为 2.92 亿元，同比增长 32.2%，环比下降 4.5%；利息净收入为 1.76 亿元，同比增长 81.6%，环比增长 16.9%；营业收入为 3.45 亿元，同比增长 43.2%，环比下降 6.2%。业绩增长主要受益于证券经纪业务和融资融券业务，以及基金代销业务同比大幅增长。

证券经纪及两融市占率提升抵消市场下行压力，线下服务网络扩张为中长期增长蓄力。18 年上半年尤其 Q2 市场交投冷淡对证券业整体造成较大压力，而公司基于互联网平台流量优势、低佣金费率及优良的用户体验，继续逆市提升证券经纪市占率，以及 46.5 亿可转债等助力两融业务持续扩张。18H1 实现证券业务收入 9.23 亿元，同比增长 50%。其中，证券经纪业务收入 5.47 亿元，同比增长 55%；融资融券利息收入 3.15 亿元，同比增长 121%。同时，公司开始加大力度扩张线下服务网络，增设营业部、扩充证券经纪人团队，影响短期利润率但为中长期更快增长提前蓄力。截至 18 年 7 月，公司拥有 116 家营业部和 10 家分公司，线下经纪人团队已超过 2,500 人，规模位列行业第 6。

天天基金用户活跃度提升明显，基金代销继续释放业绩。东方财富的基金代销业务从 17 年下半年起迎来触底反弹，并且在市场新发基金规模萎缩情况下仍实现大幅增长。18H1 实现基金代销收入 5.84 亿元，同比增长 63.7%；基金交易量 3,105 万笔，基金销售额 3,026 亿元，同比均增长 91%，接近 17 年全年的 3/4，其中基金交易量已超过 16 年全年；“活期宝”实现基金交易 902 万笔，销售额同比增长 97%至 1,930 亿元，相当于 17 年全年的 80%，平均单笔交易销售额为 2.14 万元，同比提高 12%。18H1 天天基金网日均页面浏览量为 690.9 万，日均活跃访问用户数为 160.9 万人，同比分别增长 50%和 159%，体现天天基金网平台用户活跃度明显提升。

投资建议：我们认为公司未来三年业绩增长核心来自权益市场慢牛、券商经纪及相关衍生如两融业务市占率提升，以及金融产品多元化，长期围绕高价值垂直用户深度挖掘，获取资产管理收益。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 13.20 亿元/19.68 亿元/28.77 亿元，当前市值对应 PE 分别为 49.4x/33.1x/22.7x。考虑公司是 A 股稀缺的互联网金融平台型公司，拥有丰富的金融牌照储备，未来三年复合增速超过 65%，长期来看有望利用金融数据沉淀衍生出“AI+金融”的互联网金融独角兽，中长期坚定推荐。

风险提示：资本市场景气度波动，大金融监管政策变化，竞争环境变化，新业务落地不达预期。

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	12.61 元
目标价格	22.94 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	5,168.19
流通 A 股股本(百万股)	4,153.42
A 股总市值(百万元)	65,170.87
流通 A 股市值(百万元)	52,374.62
每股净资产(元)	2.96
资产负债率(%)	66.12
一年内最高/最低(元)	17.09/11.71

作者

文浩	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
周奕纯	联系人
zhouyichun@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《东方财富-季报点评:18Q1 季报点评:证券经纪市占率提升略超预期，基金代销触底反弹，长期有望望升“AI+金融”独角兽》2018-04-17
- 《东方财富-首次覆盖报告:连接人与财富，东方“嘉信”再起航》2018-03-19

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,351.82	2,546.79	3,906.63	5,369.30	6,834.20
增长率(%)	(19.62)	8.29	53.39	37.44	27.28
EBITDA(百万元)	724.45	820.59	1,625.04	2,351.84	3,267.78
净利润(百万元)	713.77	636.90	1,319.77	1,967.75	2,876.80
增长率(%)	(61.39)	(10.77)	107.22	49.10	46.20
EPS(元/股)	0.14	0.12	0.26	0.38	0.56
市盈率(P/E)	91.31	102.32	49.38	33.12	22.65
市净率(P/B)	5.08	4.44	4.46	4.01	3.50
市销率(P/S)	27.71	25.59	16.68	12.14	9.54
EV/EBITDA	68.37	56.31	31.53	22.69	15.81

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 财报解读.....	3
2. 证券业务分析：经纪及两融市占提升抵消市场下行压力，线下网络扩张为后续增长蓄力.....	6
3. 基金代销业务分析：天天基金用户活跃度提升明显，基金代销继续释放业绩.....	11
4. 投资建议.....	14

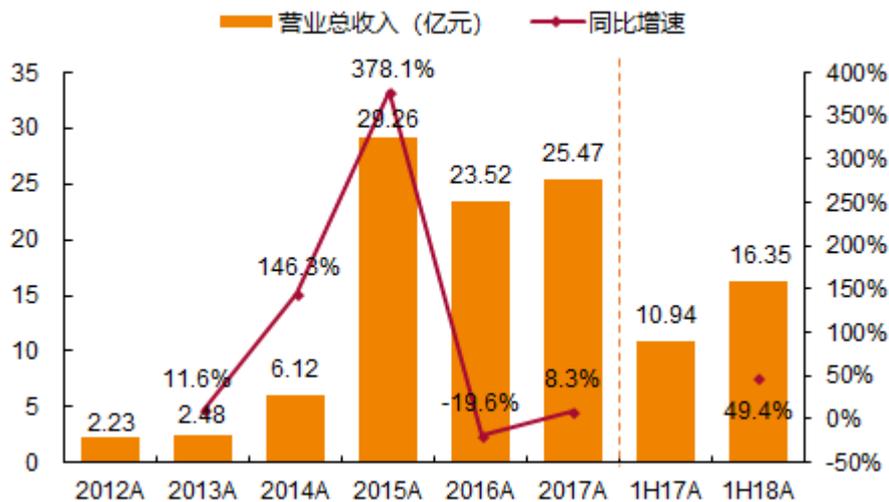
图表目录

图 1：东方财富营业总收入及同比增速（2012A-2017A，1H17A，1H18A）.....	3
图 2：东方财富归母净利润及同比增速（2012A-2017A，1H17A，1H18A）.....	3
图 3：东方财富单季度营业总收入及同比增速（1Q16A-2Q18A）.....	4
图 4：东方财富单季度归母净利润及同比增速（1Q16A-2Q18A）.....	4
图 5：东方财富单季度分类别营业收入（4Q15A-2Q18A）.....	5
图 6：东方财富毛利率与净利率（2012A-2017A，1H17A，1H18A）.....	5
图 7：东方财富三项费用率（2012A-2017A，1H17A，1H18A）.....	5
图 8：东方财富的证券业务收入及同比增速（2015A-2017A，1H17A，1H18A）.....	6
图 9：东方财富的证券经纪业务收入及同比增速（2015A-2017A，1H17A，1H18A）.....	6
图 10：东方财富的融资融券利息收入及同比增速（2015A-2017A，1H17A，1H18A）.....	7
图 11：东方财富网 PC 端 MAU 及同比增速（2017 年 1 月-2018 年 6 月）.....	7
图 12：东方财富网 PC 端月度总使用时长及同比增速（2017 年 1 月-2018 年 6 月）.....	7
图 13：东方财富网移动端 MAU 及同比增速（2017 年 1 月-2018 年 6 月）.....	8
图 14：东方财富网移动端月度总使用时长及同比增速（2017 年 1 月-2018 年 6 月）.....	8
图 15：东方财富证券的营业收入、净利润及净利率（2015A-2017A，1H17A，1H18A）.....	8
图 16：中国券商证券经纪人数量 Top10（截至 2018 年 7 月 1 日）.....	9
图 17：东方财富“东方理财师”APP 界面.....	9
图 18：东方财富 APP 新增功能界面.....	10
图 19：东方财富的金融电子商务服务收入及同比增速（2013A-2017A，1H17A，1H18A）.....	11
图 20：东方财富基金销售额和交易量（2013A-2017A，1H17A，1H18A）.....	11
图 21：东方财富平均单笔基金销售额（2013A-2017A，1H17A，1H18A）.....	12
图 22：天天基金网日均页面浏览量（2016A-2017A，1H17A，1H18A）.....	12
图 23：天天基金网日均独立访问用户数（2016A-2017A，1H17A，1H18A）.....	13
图 24：微信理财通腾安基金销售产品页面.....	13

1. 财报解读

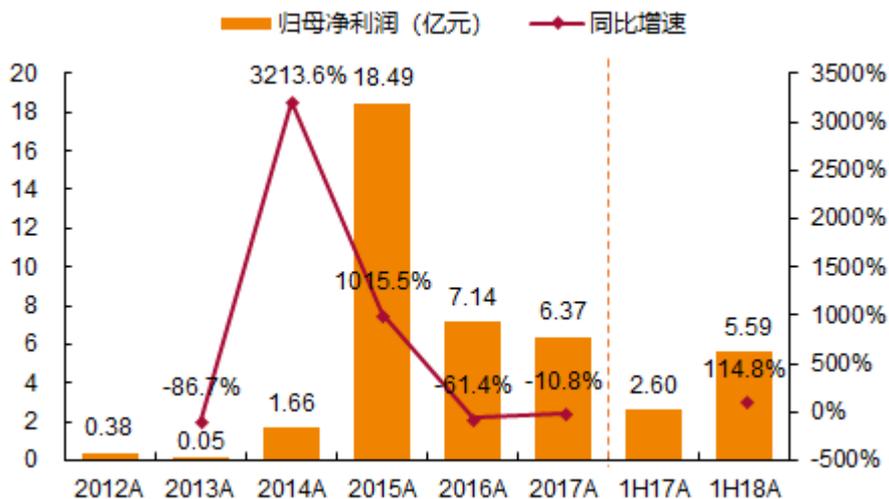
东方财富 2018 年上半年实现营业总收入 16.35 亿元，同比增长 49.44%；归母净利润 5.59 亿元，同比增长 114.77%；扣非后净利润 5.50 亿元，同比增长 114.91%，超出指引中值 0.7%，业绩符合预期。业绩增长主要受益于证券经纪业务和融资融券业务，以及基金代销业务同比实现大幅增长。

图 1：东方财富营业总收入及同比增速（2012A-2017A，1H17A，1H18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：东方财富归母净利润及同比增速（2012A-2017A，1H17A，1H18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

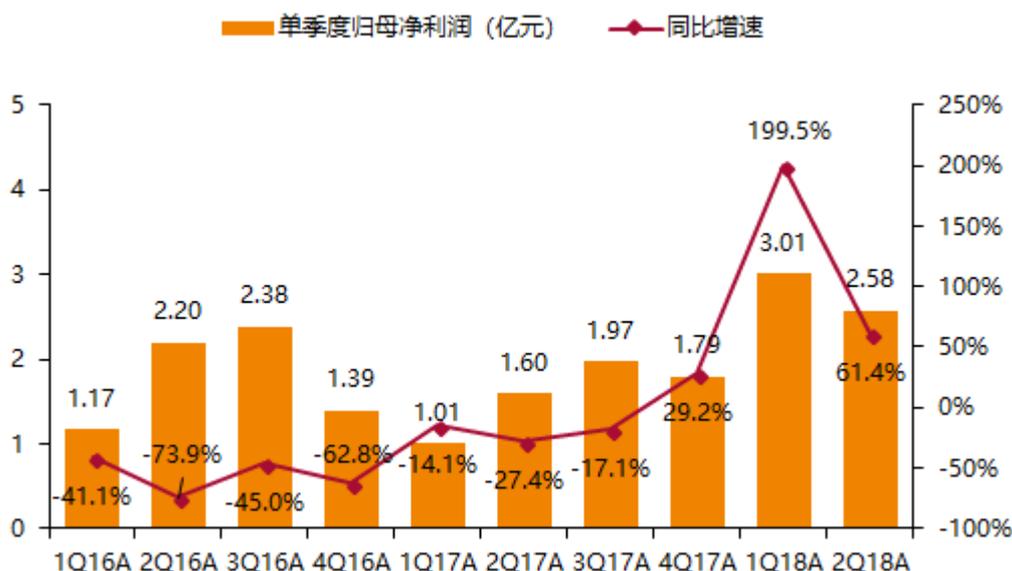
分季度看，公司 2Q18 实现营业总收入 8.12 亿元，同比增长 45.5%，相较于 1Q18 增速略有放缓，环比下降 1.3%；归母净利润 2.58 亿元，同比增长 61.4%，相较 1Q18 近 2x 增长大幅放缓，环比下降 14.4%。

图 3：东方财富单季度营业总收入及同比增速（1Q16A-2Q18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

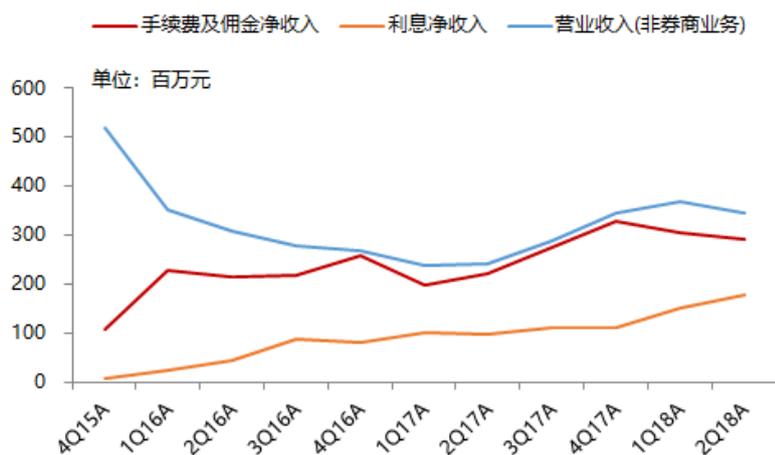
图 4：东方财富单季度归母净利润及同比增速（1Q16A-2Q18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

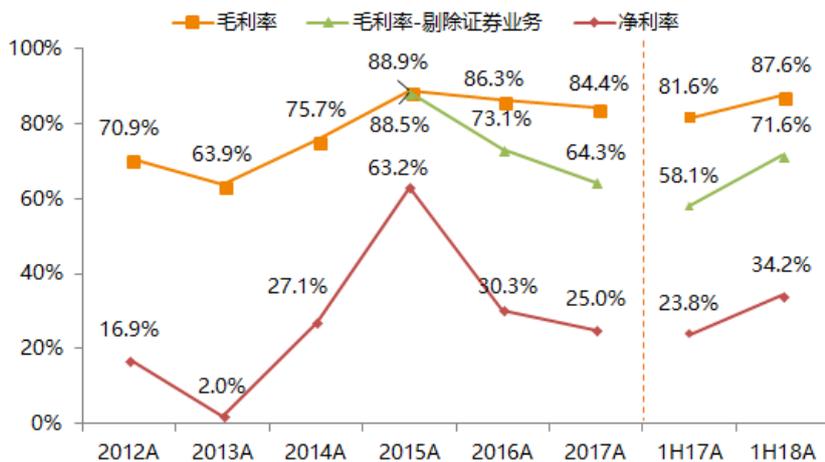
分业务看，2Q18 手续费及佣金净收入（以证券经纪业务收入为主）为 2.92 亿元，同比增长 32.2%，环比下降 4.5%；利息净收入（以融资融券利息收入为主）为 1.76 亿元，同比增长 81.6%，环比增长 16.9%；营业收入（以基金代销业务收入为主）为 3.45 亿元，同比增长 43.2%，环比下降 6.2%。

图 5：东方财富单季度分类别营业收入（4Q15A-2Q18A）



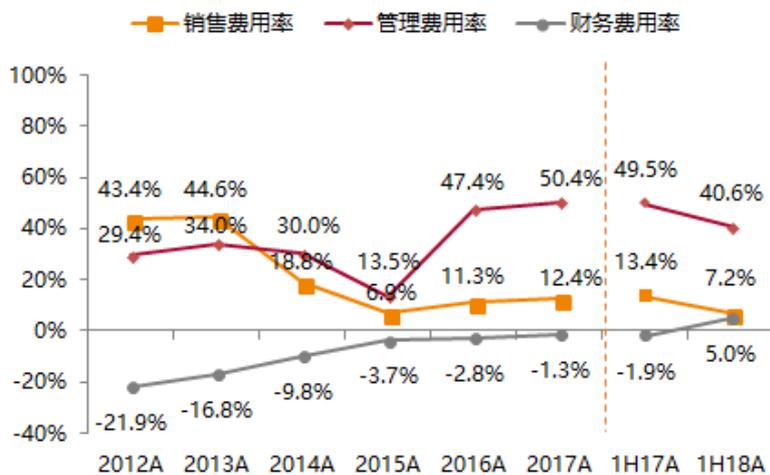
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：东方财富毛利率与净利率（2012A-2017A，1H17A，1H18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：东方财富三项费用率（2012A-2017A，1H17A，1H18A）



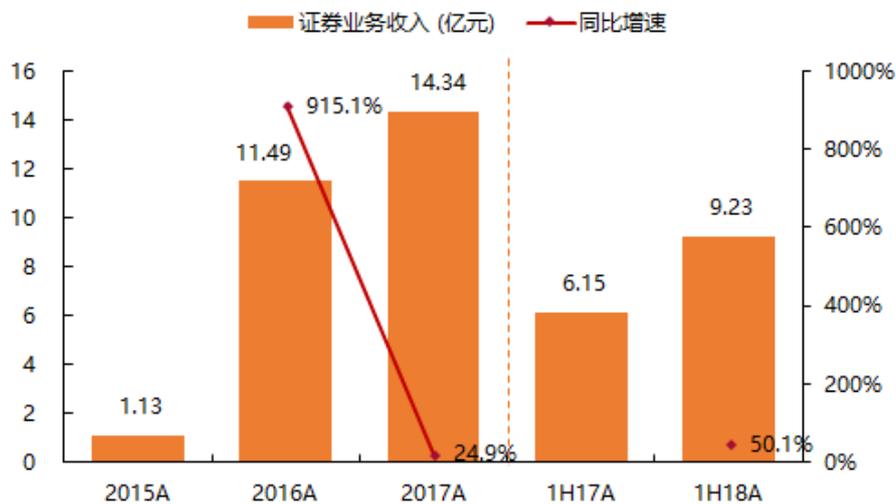
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 证券业务分析：经纪及两融市占提升抵消市场下行压力，线下网络扩张为后续增长蓄力

证券经纪及两融市占率提升抵消市场下行压力，推动公司证券业务收入实现大幅增长。从市场整体来看，18 年上半年尤其是 Q2 市场交投冷淡对证券业整体造成较大压力。1) 股票交易：根据 Wind 数据，18H1 市场 A 股成交额 52.2 万亿元，环比下降 13%，同比增长 1%；其中，18Q2 市场 A 股成交额 24.1 万亿元，环比下滑 14%，同比下滑 6%；2) 融资融券：根据 Wind 数据，截至 18 年 6 月末，两市两融余额为 9,194 亿元，相比 18 年 3 月末减少 8%，相比 17 年末减少 10%，相比 17 年同期增长 4%。

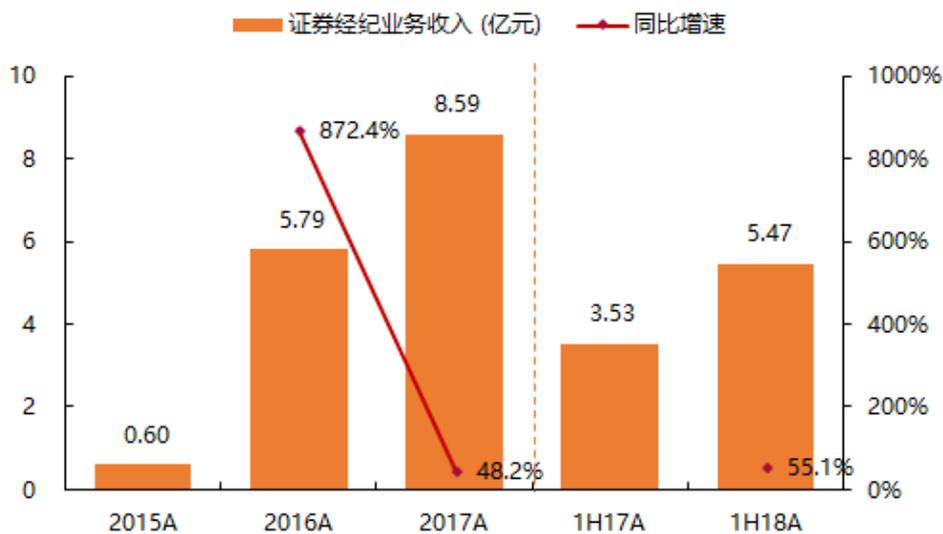
与此同时，东方财富基于互联网平台流量优势、低佣金费率及优良的用户体验，继续逆市提升证券经纪市占率，同时 46.5 亿可转债等助力两融业务持续扩张。2018 年上半年公司实现证券业务收入 9.23 亿元，同比增长 50%。其中，证券经纪业务收入 5.47 亿元，同比增长 55%，占证券业务收入的接近 60%；融资融券利息收入 3.15 亿元，同比增长 121%，占证券业务收入的约 34%。

图 8：东方财富的证券业务收入及同比增速（2015A-2017A，1H17A，1H18A）



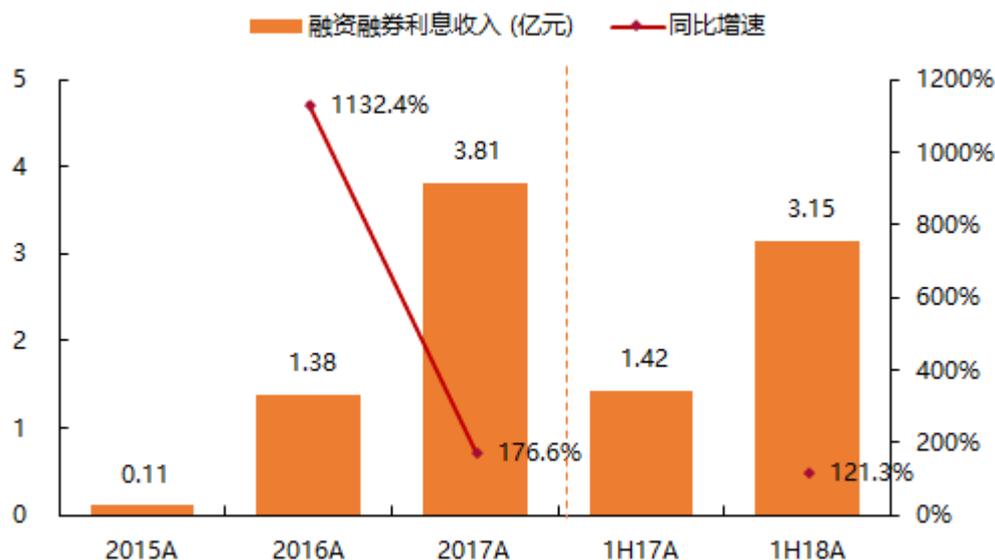
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：东方财富的证券经纪业务收入及同比增速（2015A-2017A，1H17A，1H18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

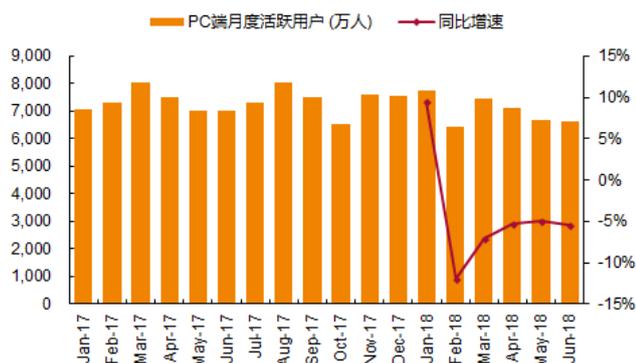
图 10: 东方财富的融资融券利息收入及同比增速 (2015A-2017A, 1H17A, 1H18A)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

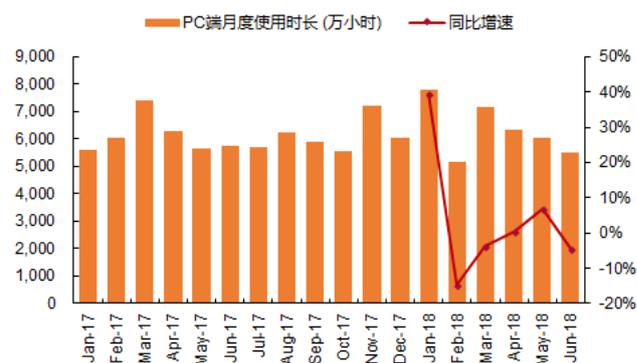
从流量的角度来看, 东方财富网 18H1 的月度活跃用户数及使用时长受市场环境影响同比和环比均出现下滑, 然而整体仍维持在较高水平, 且移动端环比逐月改善。根据艾瑞咨询的数据, 18 年 6 月东方财富网 PC 端 MAU 为 6,648 万, 同比下降 5.5%, 月度总使用时长同比下降 4.3%; 移动端 MAU 为 3,543 万, 同比增长 10.5%, 月度总使用时长同比增长 52.7%。

图 11: 东方财富网 PC 端 MAU 及同比增速 (2017 年 1 月-2018 年 6 月)



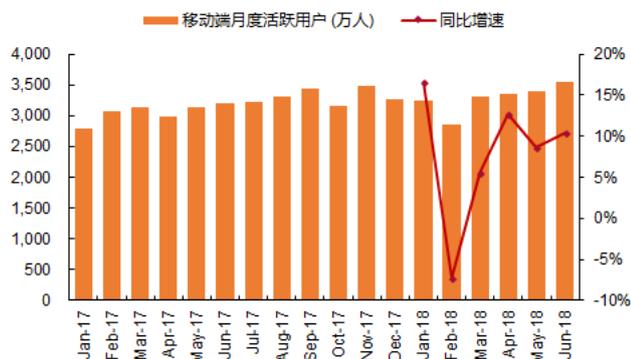
资料来源: 艾瑞咨询、天风证券研究所

图 12: 东方财富网 PC 端月度总使用时长及同比增速 (2017 年 1 月-2018 年 6 月)



资料来源: 艾瑞咨询、天风证券研究所

图 13: 东方财富网移动端 MAU 及同比增速 (2017 年 1 月-2018 年 6 月)



资料来源: 艾瑞咨询、天风证券研究所

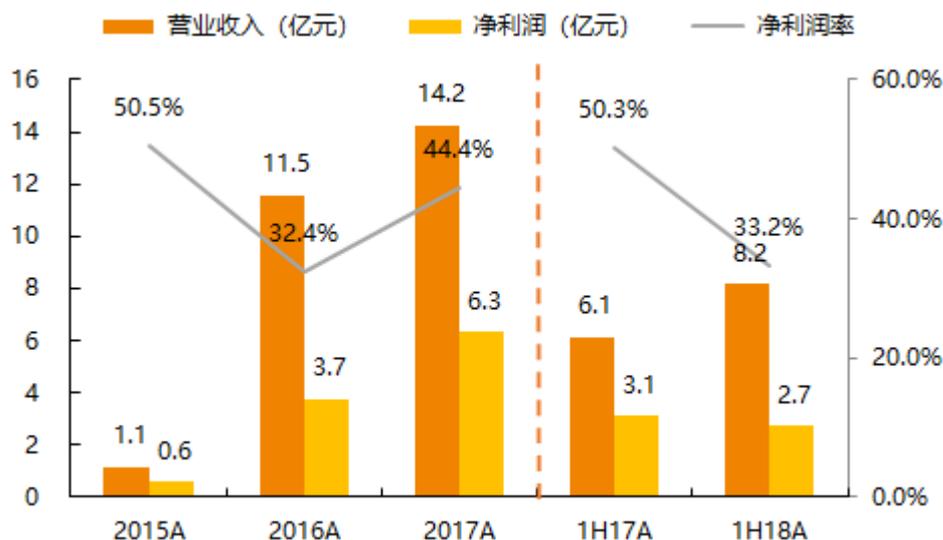
图 14: 东方财富网移动端月度总使用时长及同比增速 (2017 年 1 月-2018 年 6 月)



资料来源: 艾瑞咨询、天风证券研究所

线下服务网络扩张影响短期利润率, 但为中长期更快增长提前蓄力。17 年下半年起, 东方财富证券净利率开始下滑。从券商子公司的非合并报表来看, 18H1 营业支出同比增长 96.9%, 大幅超过营收 39.8% 的增速。除财务费用同比大幅增长外 (可转债等融资成本增加), 职工薪酬、租赁费等亦同比一定幅度增长, 我们判断与公司线下服务网络的全国扩张相关。1) 线下网点数量持续增加, 截至 18 年 7 月, 公司拥有 116 家营业部和 10 家分公司, 6 个月内新增 20 家营业部, 主要集中在 Q2; 2) 线下经纪人团队持续扩张, 截至 18 年 6 月末已超过 2,500 人, 规模位列行业第 6, 相较于 17 年 12 月初新增近 900 人, 排名提升 7 个名次。

图 15: 东方财富证券的营业收入、净利润及净利率 (2015A-2017A, 1H17A, 1H18A)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

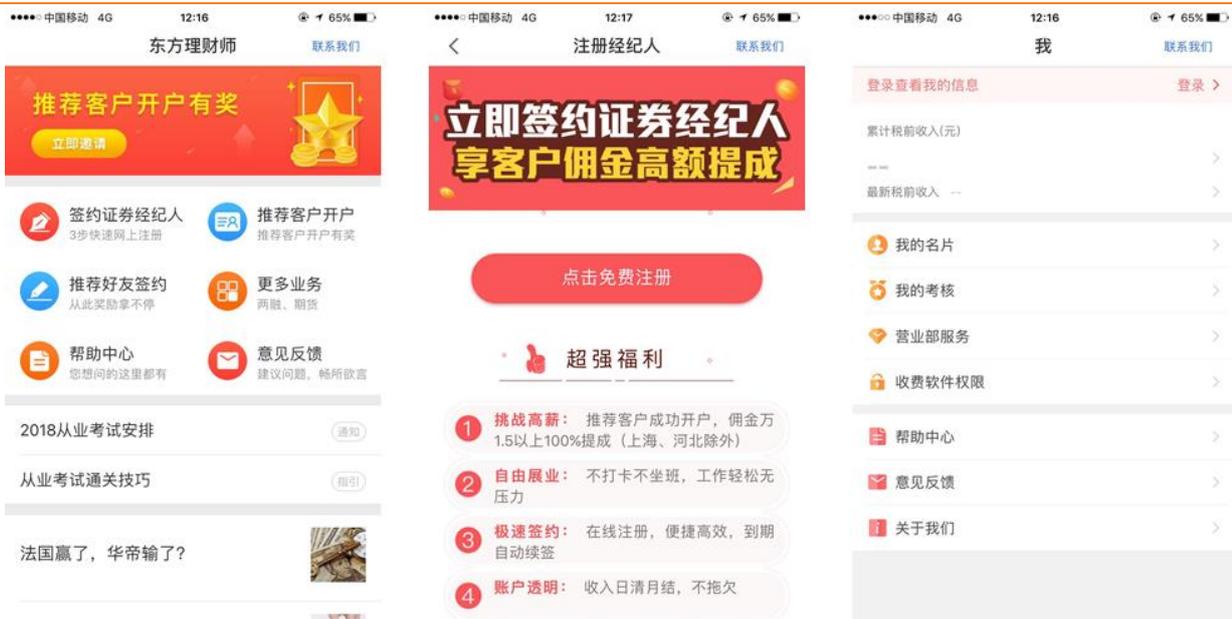
图 16：中国券商证券经纪人数量 Top10（截至 2018 年 7 月 1 日）

排名	公司名称	证券经纪人数量 (个)
1	海通证券股份有限公司	5756
2	申万宏源证券有限公司	3918
3	方正证券股份有限公司	2836
4	长江证券股份有限公司	2767
5	光大证券股份有限公司	2693
6	西藏东方财富证券股份有限公司	2575
7	招商证券股份有限公司	2557
8	国泰君安证券股份有限公司	2403
9	第一创业证券股份有限公司	2232
10	中信建投证券股份有限公司	2111

资料来源：中国证券业协会、天风证券研究所

值得注意的是，公司的线下服务网络成本效益相较于传统券商具有相对优势，通过建设相对低成本的轻型营业部、实行自由经纪人制度（鼓励将其作为第二职业）等降低成本同时提高效益，核心满足零售客户的线下服务需求，同时拓展线下获客并实现渠道下沉，打破东财互联网平台的用户天花板进行多元获客，为后续满足牛市更大量的服务需求以及发展零售财富管理业务提前蓄力。

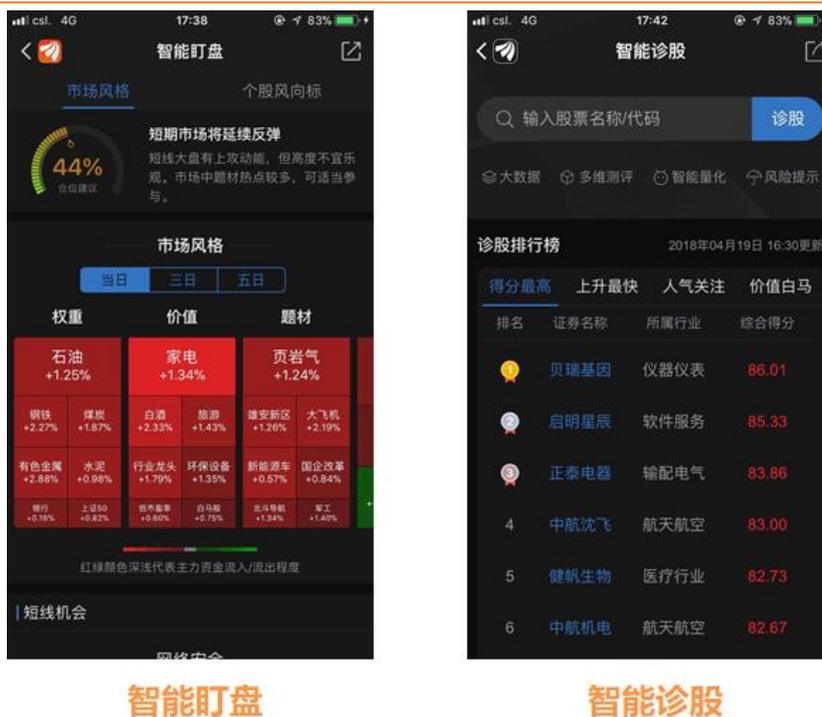
图 17：东方财富“东方理财师”APP 界面



资料来源：东方财富 APP、天风证券研究所

此外，我们从核心产品“东方财富”APP 的功能迭代中，已经看到公司在“AI+金融”领域的初步探索与应用。例如今年 4 月更新的新版本 APP 中，新增了智能盯盘、智能诊股等功能。我们看好公司中长期结合平台沉淀的金融大数据实现金融业务的智能化升级，从而更好地满足用户的投资相关需求，提升用户价值。

图 18：东方财富 APP 新增功能界面



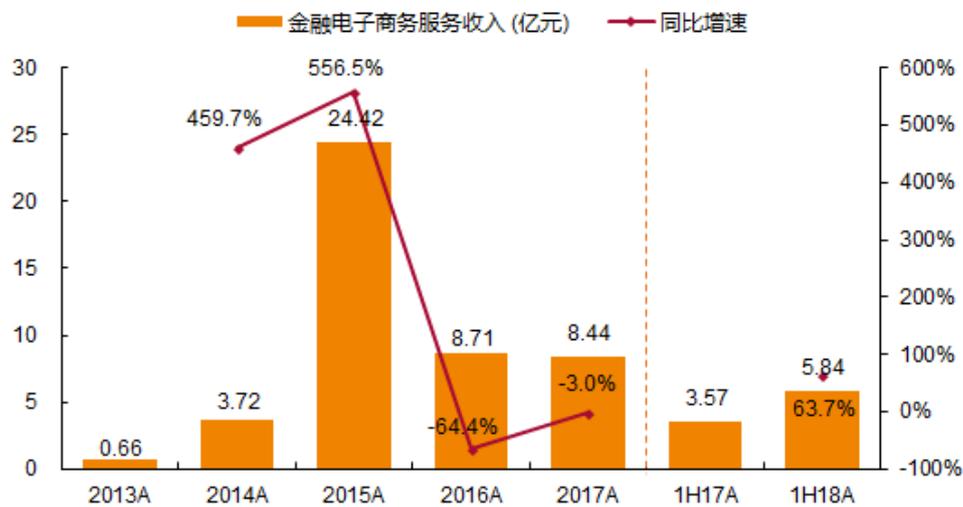
资料来源：东方财富 APP、天风证券研究所

3. 基金代销业务分析：天天基金用户活跃度提升明显，基金代销继续释放业绩

市场活跃度降低情况下，基金代销继续释放业绩。从 17 年下半年起，公司的基金代销业务迎来触底反弹，并且在 18Q2 市场新发基金规模萎缩情况下仍实现大幅增长。按认购起始日计，18Q2 市场新发基金规模环比下降 13%，相比较 18Q1 新发基金规模环比增长 9%。

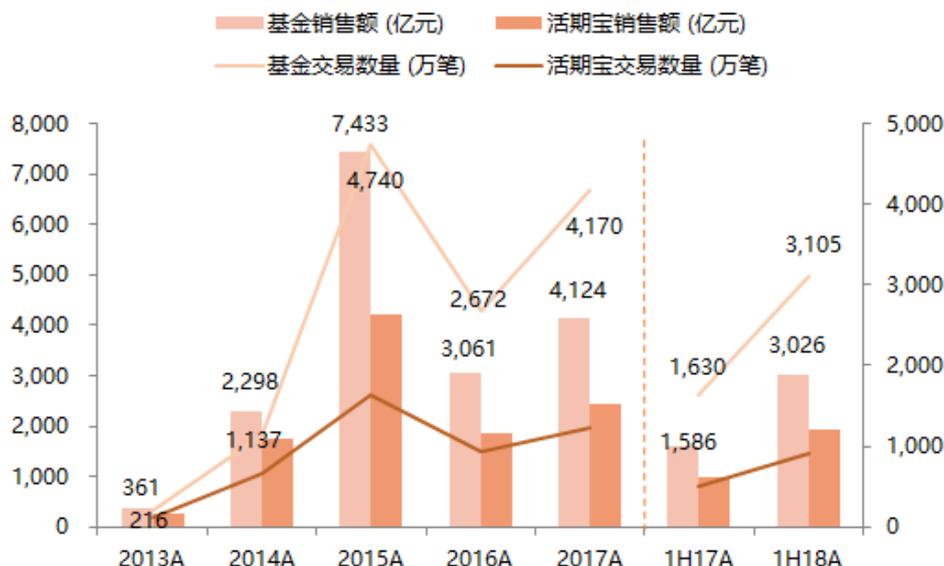
公司 18H1 实现金融电子商务服务收入 5.84 亿元，同比增长 63.7%；18H1 基金销售额为 3,026 亿元，基金认申购及定期定额申购交易 3,105 万笔，同比均增长 91%，接近 17 年全年的 3/4，其中基金交易量已超过 16 年全年，平均单笔交易销售额接近 1 万元，基本与上年同期持平。其中，“活期宝” 18H1 基金销售额同比增长 97%至 1,930 亿元，相当于 17 年全年的 80%，基金交易量 902 万笔，同比增长 76%，平均单笔交易销售额为 2.14 万元，相比 17H1 的 1.91 万元提高 12%。单独看 18Q2，基金销售额为 1,388 亿元，同比增长 67%，环比下降 15%，基金交易量 1,457 万笔，同比增长 70%，环比下降 12%。

图 19：东方财富的金融电子商务服务收入及同比增速（2013A-2017A，1H17A，1H18A）



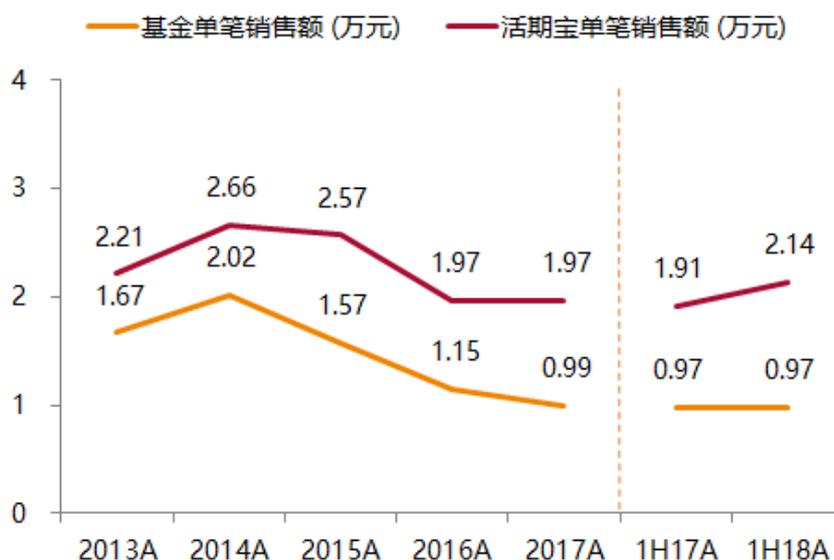
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：东方财富基金销售额和交易量（2013A-2017A，1H17A，1H18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

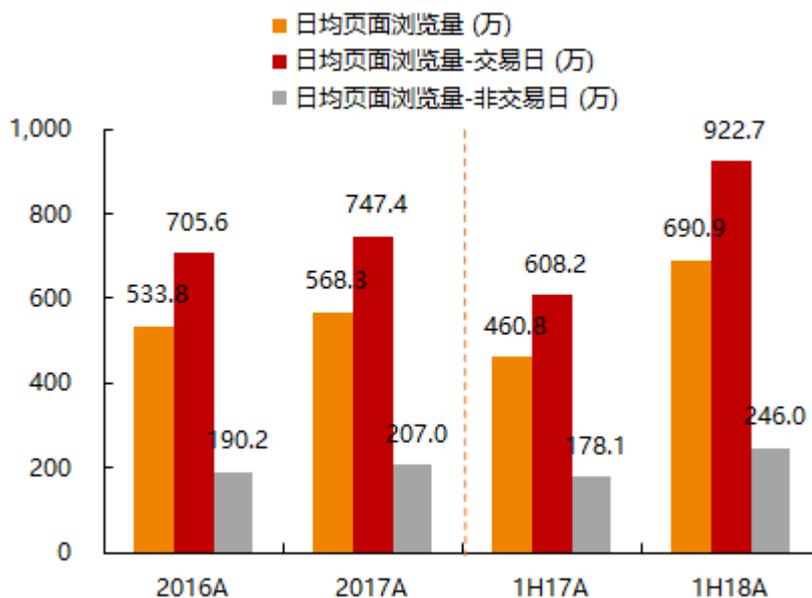
图 21: 东方财富平均单笔基金销售额 (2013A-2017A, 1H17A, 1H18A)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

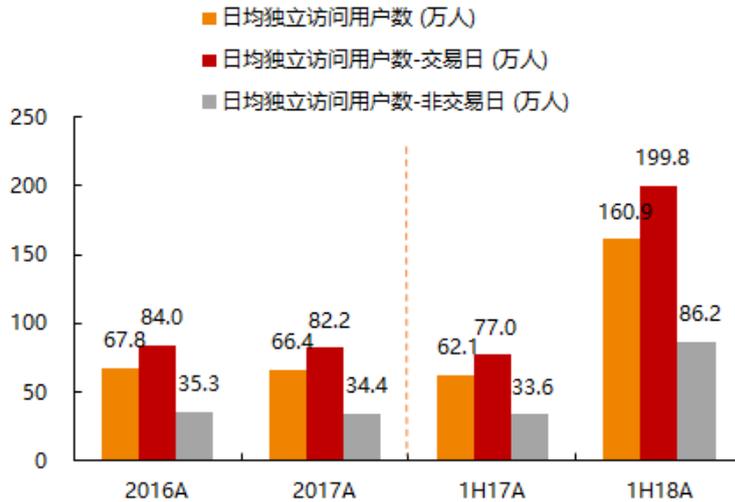
从流量来看, 2018 年 H1 天天基金网日均页面浏览量为 690.9 万, 日均活跃访问用户数为 160.9 万人, 同比分别增长 50%和 159%, 体现天天基金网平台用户活跃度明显提升 (18Q2 相较于 18Q1 活跃度略有下降)。

图 22: 天天基金网日均页面浏览量 (2016A-2017A, 1H17A, 1H18A)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 23：天天基金网日均独立访问用户数（2016A-2017A，1H17A，1H18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从政策面来看，我们判断天天基金受近期行业新规影响较有限，甚至有望受益于部分新规。比如 18 年 6 月 1 日证监会和央行联合发布的“货基新规”，对互联网销售货币基金 T+0 快速赎回提现业务进行限额管理，单只基金限额为 1 万元，7 月 1 日正式实行。我们认为，新规或对部分大型货币基金产生一定负面影响，部分用户资金可能分流至其他货基产品，进而出现基金规模下降；而对于天天基金，新规反而可能是利好，新规要求单只货基单日快速取现不超过 1 万元，而天天基金“活期宝”目前共接入 27 只 A 类货基和 12 只 B 类货基（对比余额宝目前共接入 5 只货币基金），多只基金额度可累加，或成为天天基金相比其他基金代销平台的优势之一。此外，公司未来在基金代销业务的重心将会在权益类基金，受货基新规影响有望逐步减弱。

另外我们提示密切关注行业竞争格局变化。18 年初，腾讯旗下腾安基金获基金销售牌照，目前已开始营业。我们前期判断更多影响同样定位“小白”客户的蚂蚁系，但对天天基金仍可能带来一定竞争压力。

图 24：微信理财通腾安基金销售产品页面



资料来源：微信 APP、天风证券研究所

4. 投资建议

投资建议：我们认为公司未来三年业绩增长核心来自权益市场慢牛、券商经纪及相关衍生如两融业务市占率提升，以及金融产品多元化，长期围绕高价值垂直用户深度挖掘，获取资产管理收益。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 13.20 亿元/19.68 亿元/28.77 亿元，当前市值对应 PE 分别为 49.4x/33.1x/22.7x。考虑公司是 A 股稀缺的互联网金融平台型公司，拥有丰富的金融牌照储备，未来三年复合增速超过 65%，长期来看有望利用金融数据沉淀衍生出“AI+金融”的互联网金融独角兽，维持“买入”评级。

风险提示：资本市场景气度波动，大金融监管政策变化，竞争环境变化，新业务落地不达预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	9,694.13	12,080.28	15,935.15	12,450.67	15,229.17	营业收入	2,351.82	2,546.79	3,906.63	5,369.30	6,834.20
应收账款	1,956.02	2,624.75	3,317.43	5,467.12	5,822.46	营业成本	323.05	397.00	351.83	411.87	475.90
预付账款	67.47	56.67	55.02	85.42	68.64	营业税金及附加	51.83	26.89	47.11	62.74	73.36
存货	134.92	142.25	130.86	73.40	115.41	营业费用	266.04	315.82	398.92	497.10	521.00
其他	9,793.82	21,436.11	13,027.85	15,251.37	16,571.78	管理费用	1,113.68	1,283.31	1,760.90	2,341.34	2,812.73
流动资产合计	21,646.36	36,340.06	32,466.32	33,327.97	37,807.46	财务费用	(66.54)	(32.30)	79.07	116.59	74.45
长期股权投资	305.77	410.44	410.44	410.44	410.44	资产减值损失	17.17	81.45	18.95	19.19	17.86
固定资产	1,780.67	1,761.27	1,584.27	1,407.26	1,230.26	公允价值变动收益	(24.99)	(21.79)	0.00	0.00	0.00
在建工程	29.26	43.83	43.83	43.83	43.83	投资净收益	45.78	200.03	94.95	113.60	136.56
无形资产	68.27	69.20	45.04	20.87	0.00	其他	(41.56)	(379.99)	(189.89)	(227.20)	(273.12)
其他	3,155.54	3,217.06	3,164.81	3,154.42	3,135.73	营业利润	667.36	676.38	1,344.79	2,034.08	2,995.45
非流动资产合计	5,339.51	5,501.81	5,248.39	5,036.83	4,820.26	营业外收入	140.49	6.18	69.85	72.17	79.40
资产总计	26,985.87	41,844.76	37,717.60	38,367.69	42,630.61	营业外支出	9.67	3.48	5.32	6.16	4.99
短期借款	73.58	297.99	0.00	0.00	0.00	利润总额	798.18	679.08	1,409.32	2,100.09	3,069.87
应付账款	893.08	969.22	533.19	1,433.83	745.34	所得税	85.74	44.24	91.81	136.81	199.99
其他	12,871.93	20,477.09	17,638.16	17,116.27	18,633.07	净利润	712.43	634.84	1,317.51	1,963.28	2,869.88
流动负债合计	13,838.59	21,744.30	18,171.35	18,550.10	19,378.41	少数股东损益	(1.33)	(2.06)	(2.26)	(4.47)	(6.92)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	713.77	636.90	1,319.77	1,967.75	2,876.80
应付债券	300.00	5,407.61	4,907.61	3,538.40	4,617.87	每股收益(元)	0.14	0.12	0.26	0.38	0.56
其他	16.10	12.40	16.89	15.13	14.81						
非流动负债合计	316.10	5,420.01	4,924.50	3,553.54	4,632.68						
负债合计	14,154.69	27,164.31	23,095.85	22,103.63	24,011.09						
少数股东权益	6.15	2.58	0.32	(4.15)	(11.07)	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	3,558.32	4,288.78	5,168.19	5,168.19	5,168.19	成长能力					
资本公积	6,827.16	6,244.20	5,486.84	5,486.84	5,486.84	营业收入	-19.62%	8.29%	53.39%	37.44%	27.28%
留存收益	9,267.03	9,178.63	9,453.23	11,100.02	13,462.39	营业利润	-68.38%	1.35%	98.82%	51.26%	47.26%
其他	(6,827.47)	(5,033.75)	(5,486.84)	(5,486.84)	(5,486.84)	归属于母公司净利润	-61.39%	-10.77%	107.22%	49.10%	46.20%
股东权益合计	12,831.18	14,680.45	14,621.74	16,264.06	18,619.51	获利能力					
负债和股东权益总	26,985.87	41,844.76	37,717.60	38,367.69	42,630.61	毛利率	86.26%	84.41%	90.99%	92.33%	93.04%
						净利率	30.35%	25.01%	33.78%	36.65%	42.09%
						ROE	5.57%	4.34%	9.03%	12.10%	15.44%
						ROIC	-9.70%	22.18%	15.69%	55.44%	42.95%
						偿债能力					
						资产负债率	52.45%	64.92%	61.23%	57.61%	56.32%
						净负债率	20.33%	23.75%	42.69%	-4.20%	20.89%
						流动比率	1.56	1.67	1.79	1.80	1.95
						速动比率	1.55	1.66	1.78	1.79	1.95
						营运能力					
						应收账款周转率	1.26	1.11	1.31	1.22	1.21
						存货周转率	34.86	18.38	28.61	52.57	72.39
						总资产周转率	0.09	0.07	0.10	0.14	0.17
						每股指标(元)					
						每股收益	0.14	0.12	0.26	0.38	0.56
						每股经营现金流	-0.82	-1.19	1.20	-0.21	0.31
						每股净资产	2.48	2.84	2.83	3.15	3.60
						估值比率					
						市盈率	91.31	102.32	49.38	33.12	22.65
						市净率	5.08	4.44	4.46	4.01	3.50
						EV/EBITDA	68.37	56.31	31.53	22.69	15.81
						EV/EBIT	82.44	74.47	35.99	24.81	16.83

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com