

2020年04月27日

森马服饰 (002563.SZ)

动态分析

国内童装延续较快增速，原业务利润总额平稳增长

事件

公司披露年报，2019年实现营业收入193.37亿元/+23.01%，归母净利润15.49亿元/-8.52%，扣非净利润14.84亿元/+11.23%，基本每股收益0.58元，拟每10股派现金红利4.5元（含税）。

投资要点

- ◆ **原业务利润总额平稳增长，KIDILIZ 亏损影响业绩表现：**营收端，公司营收增长23%，主要为KIDILIZ全年并表推动。其中渠道扩张及龙头地位延续推动国内童装营收增长20%，暖冬及渠道收缩使休闲服饰营收下降约4%。净利端，公司净利下降8.5%，主要源于18年收购KIDILIZ的非经常损益形成利润高基数，19年受暖冬影响，公司原业务利润总额增长约3.7%，KIDILIZ全年亏损并表影响业绩表现。
- ◆ **休闲服饰门店略微调整，儿童服饰门店持续扩张：**渠道方面，森马服饰2019年门店数量合计达10257家，其中森马国内业务9556家，KIDILIZ合计701家。分业务看，国内休闲服饰门店减少主要源于品牌优化，门店减少64家至3766家，巴拉巴拉等国内儿童服饰品牌门店持续扩张，门店增加497家至5790家。KIDILIZ品牌优化持续，门店数量减少81家至701家。
- ◆ **电商渠道延续高增长，线下渠道受拓店放缓及暖冬影响：**分渠道看，2019年KIDILIZ并表贡献较多营收增量，公司原业务的直营、加盟、电商渠道分别占比约10%、48%、27%，KIDILIZ全年并表后营收占比约15%。其中公司国内业务电商渠道受益于库存清理及品类扩张，2019年实现近27%的增长，直营渠道及加盟渠道受拓店放缓以及暖冬影响，增速分别放缓至7.6%、1.8%。
- ◆ **国内童装延续较快增长，休闲服饰有所调整：**分品类看，我们估算，2019年公司休闲服饰、国内童装、KIDILIZ童装、其他业务实现营收分别约65.4亿元、96.9亿元、29.7亿元、1.3亿元。2019年国内童装业务在童装市场持续扩张的基础上，凭借龙头地位，营收延续20%左右的增长。休闲服饰受渠道收缩及暖冬影响，营业收入有所调整。
- ◆ **一季度国内外疫情影响消费，短期冲击不改长期动力：**疫情影响一季度可选品类表现，一季度限额以上纺织服装零售额同比下降32%。一季度公司国内业务利润降低，KIDILIZ受欧洲疫情影响亏损扩大影响下，净利润下降94%~96%。短期冲击不改公司长期发展动力。一方面，不考虑疫情影响，20年国内童装市场有望延续双位数增长，巴拉巴拉占据童装龙头地位，有望持续受益市场集中度提升。另一方面，休闲服饰多方面持续改进，森马电商保持健康高速的业绩发展目标，多因素助力公司长期发展。
- ◆ **投资建议：**森马服饰是国内童装龙头，19年国内童装延续较快增长，休闲装及KIDILIZ有所调整。二季度国内服装消费增速有望回升，短期冲击不改公司长期增

纺织服装 | 大众品牌 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

股价(2020-04-27) 7.34元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 19,807.25 |
| 流通市值(百万元) | 13,520.41 |
| 总股本(百万股) | 2,698.54 |
| 流通股本(百万股) | 1,842.02 |
| 12个月价格区间 | 6.32/12.89元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|--------|--------|
| 相对收益 | 1.83 | -17.86 | -41.6 |
| 绝对收益 | 4.86 | -21.33 | -30.23 |

分析师

王冯
 SAC执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

- 森马服饰：三季度营收净利增速放缓，并表Kidiliz影响业绩表现 2019-10-30
- 森马服饰：原业务利润总额增28%，KIDILIZ整合影响半年度净利润 2019-08-27
- 森马服饰：童装持续较快增长，休闲装毛利率改善明显 2019-04-26
- 森马服饰：三季度收入增速有所放缓，费用管控推升净利率维持业绩增速 2018-10-25
- 森马服饰：内生外延推动休闲童装向好，轻装上阵助力业绩较快增长 2018-08-08

长动力。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.49、0.57 和 0.65 元。净资产收益率分别为 10.5%、11.7%和 12.7%。目前公司 PE (2020E) 约为 15 倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**疫情影响时段或超预期；暖冬及疫情推升行业库存压力；法国公司持续亏损。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 15,719 | 19,337 | 17,039 | 18,827 | 20,901 |
| YoY(%) | 30.7 | 23.0 | -11.9 | 10.5 | 11.0 |
| 净利润(百万元) | 1,694 | 1,549 | 1,318 | 1,533 | 1,762 |
| YoY(%) | 48.8 | -8.5 | -14.9 | 16.3 | 15.0 |
| 毛利率(%) | 39.8 | 42.5 | 40.8 | 41.8 | 41.9 |
| EPS(摊薄/元) | 0.63 | 0.57 | 0.49 | 0.57 | 0.65 |
| ROE(%) | 15.2 | 13.2 | 10.5 | 11.6 | 12.7 |
| P/E(倍) | 11.7 | 12.8 | 15.0 | 12.9 | 11.2 |
| P/B(倍) | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| 净利率(%) | 10.8 | 8.0 | 7.7 | 8.1 | 8.4 |

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 一、原业务利润总额平稳增长，KIDILIZ 亏损影响业绩表现 | 4 |
| 二、国内童装延续较快增长，休闲及 KIDILIZ 有所调整 | 5 |
| (一) 休闲服饰门店略微调整，儿童服饰门店持续扩张 | 5 |
| (二) 电商渠道延续高增长，线下渠道受拓店放缓及暖冬影响 | 6 |
| (三) 国内童装延续较快增长，休闲服饰有所调整 | 6 |
| 三、KIDILIZ 并表亏损影响利润，库存清理使存货周转提速 | 7 |
| (一) KIDILIZ 全年并表影响利润率费用率，并表亏损影响利润 | 7 |
| (二) 库存清理使存货周转提速，经营活动现金流大幅改善 | 8 |
| 四、一季度国内外疫情影响消费，短期冲击不改长期动力 | 8 |
| 五、盈利预测及投资建议 | 9 |
| 六、风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 图 1: 森马服饰年度营业收入 | 4 |
| 图 2: 森马服饰年度归母净利 | 4 |
| 图 3: 森马服饰季度营业收入 | 4 |
| 图 4: 森马服饰季度归母净利 | 4 |
| 图 5: 森马服饰分业务营业收入 | 5 |
| 图 6: 森马服饰分业务利润总额 | 5 |
| 图 7: 森马服饰分渠道门店数量 (家) | 5 |
| 图 8: 森马服饰分品类门店数量 (家) | 5 |
| 图 9: 森马服饰分品类营业面积 | 6 |
| 图 10: 森马服饰分品类店均面积 | 6 |
| 图 11: 森马服饰分渠道营业收入 (百万元) | 6 |
| 图 12: 森马服饰分渠道营收增速 | 6 |
| 图 13: 森马服饰分品类营业收入 (百万元) | 7 |
| 图 14: 森马服饰分品类营业收入增长 | 7 |
| 图 15: 森马服饰分品类毛利率 | 7 |
| 图 16: 森马服饰利润率情况 | 8 |
| 图 17: 森马服饰费用率情况 | 8 |
| 图 18: 森马服饰存货及其占营收 | 8 |
| 图 19: 森马服饰经营活动现金流量 | 8 |
| 图 20: 限额以上纺织服装零售表现 | 9 |
| 图 21: 森马服饰一季度业绩预告 | 9 |
| 图 22: 国内童装市场规模情况 | 9 |
| 图 23: 国内童装市场集中度 | 9 |
| 表 1: 森马服饰营业收入及其预测 | 9 |

一、原业务利润总额平稳增长，KIDILIZ 亏损影响业绩表现

公司披露年报，2019 年实现营收 193.37 亿元/+23.01%，归母净利 15.49 亿元/-8.52%，扣非净利 14.84 亿元/+11.23%，基本每股收益 0.58 元，拟每 10 股派现金红利 4.5 元（含税）。

营收端，公司营收增长 23%，主要为 KIDILIZ 全年并表推动。其中渠道扩张及龙头地位延续推动国内童装营收增长 20%，暖冬及渠道收缩使休闲服饰营收下降约 4%。

净利端，公司净利下降 8.5%，主要源于 18 年收购 KIDILIZ 的非经常损益形成利润高基数，19 年受暖冬影响，公司原业务利润总额增长约 3.7%，KIDILIZ 全年亏损并表影响业绩表现。

图 1：森马服饰年度营业收入



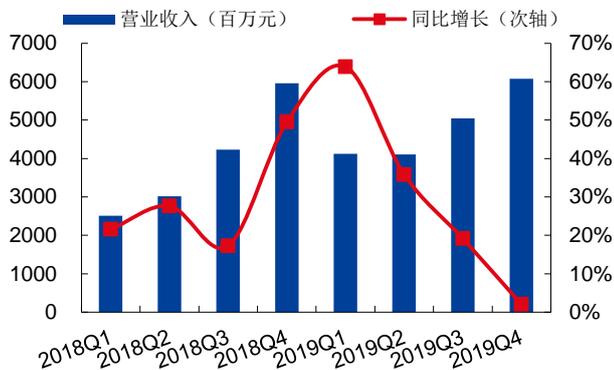
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：森马服饰年度归母净利



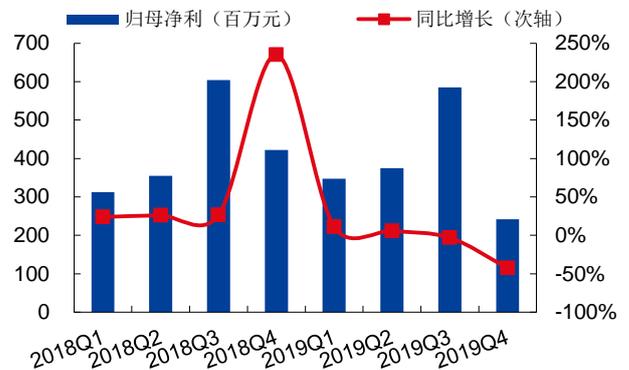
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：森马服饰季度营业收入



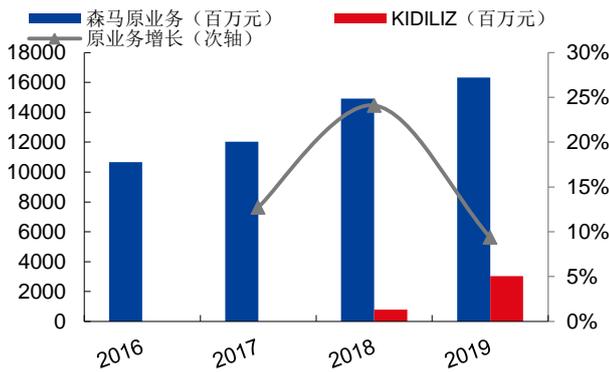
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：森马服饰季度归母净利



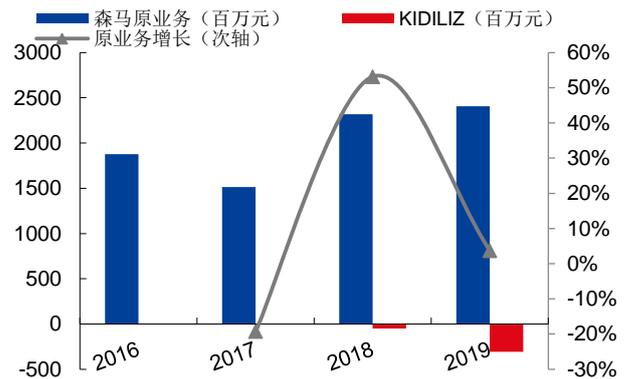
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：森马服饰分业务营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：森马服饰分业务利润总额



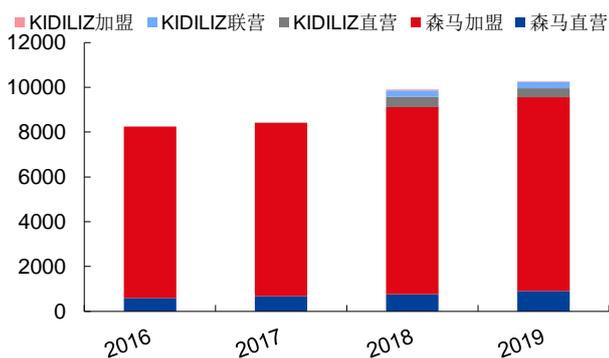
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、国内童装延续较快增长，休闲及 KIDILIZ 有所调整

（一）休闲服饰门店略微调整，儿童服饰门店持续扩张

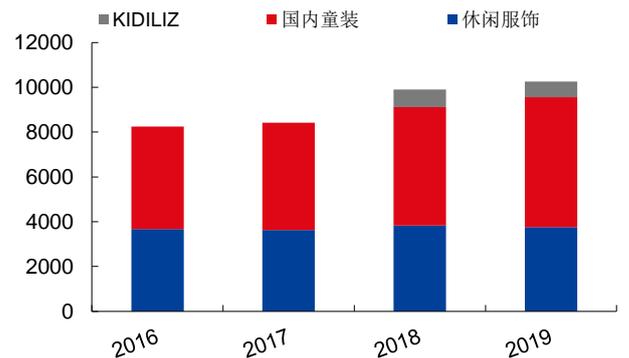
渠道方面，森马服饰 2019 年门店数量合计达 10257 家，其中森马国内业务 9556 家，KIDILIZ 合计 701 家。分业务看，国内休闲服饰业务年末门店 3766 家，较上年度末减少 64 家/-1.7%，主要源于品牌优化，调整部分小品牌。国内儿童业务年末门店 5790 家，较上年度末增加 497 家/+9.4%，巴拉巴拉等国内儿童服饰品牌门店持续扩张。KIDILIZ 品牌年末门店 701 家，较上年度末减少 81 家/-10.4%，法国公司品牌优化持续。店均方面来看，休闲服饰及国内童装继续向购物中心及奥特莱斯倾斜，2019 年店均面积分别增长约 2.8%、2.5%。

图 7：森马服饰分渠道门店数量（家）



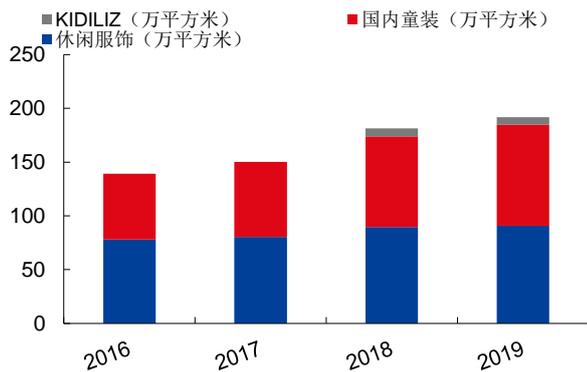
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：森马服饰分品类门店数量（家）



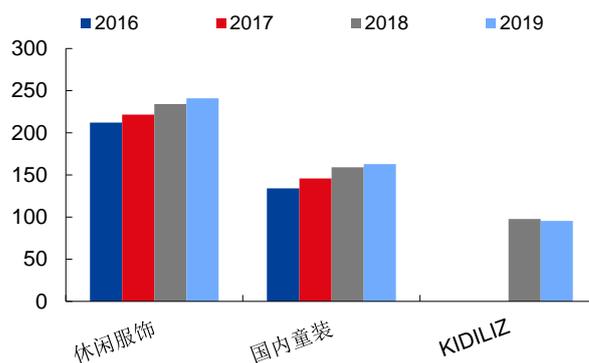
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：森马服饰分品类营业面积



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：森马服饰分品类店均面积

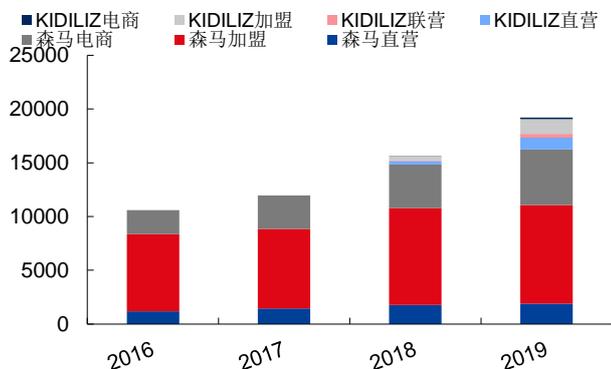


资料来源：公司公告，华金证券研究所

(二) 电商渠道延续高增长，线下渠道受拓店放缓及暖冬影响

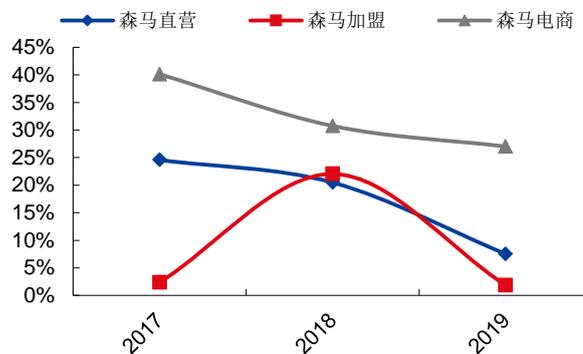
分渠道看，2019 年 KIDILIZ 并表贡献较多营收增量，公司原业务的直营、加盟、电商渠道分别占比约 10%、48%、27%，KIDILIZ 全年并表后营收占比约 15%。其中公司国内业务电商渠道受益于库存清理及品类扩张，2019 年实现近 27% 的增长，直营渠道及加盟渠道受拓店放缓以及暖冬影响，增速分别放缓至 7.6%、1.8%。

图 11：森马服饰分渠道营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：森马服饰分渠道营收增速



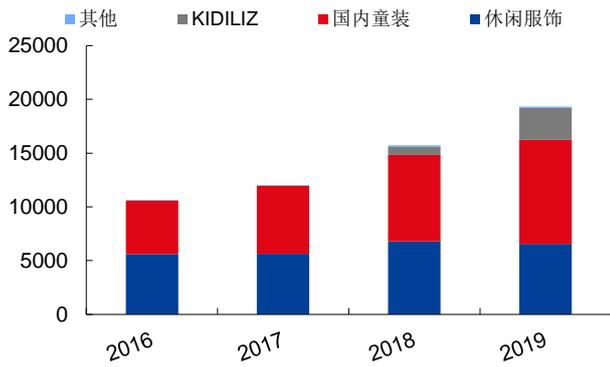
资料来源：公司公告，华金证券研究所

(三) 国内童装延续较快增长，休闲服饰有所调整

分品类看，我们估算，2019 年公司休闲服饰、国内童装、KIDILIZ 童装、其他业务实现营收分别约 65.4 亿元、96.9 亿元、29.7 亿元、1.3 亿元，分别占营收比例约 34%、50%、15%、0.6%。2019 年国内童装业务在童装市场持续扩张的基础上，凭借龙头地位，营收延续 20% 左右的增长。休闲服饰受渠道收缩及暖冬影响，营业收入有所调整。

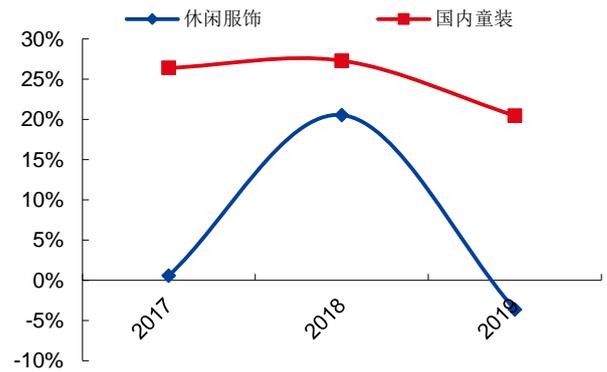
毛利率方面，库存清理及暖冬使休闲服饰及 KIDILIZ 毛利率微降，国内童装毛利率微升，整体儿童服饰毛利率在 KIDILIZ 全年并表的推动下有所提升。

图 13：森马服饰分品类营业收入（百万元）



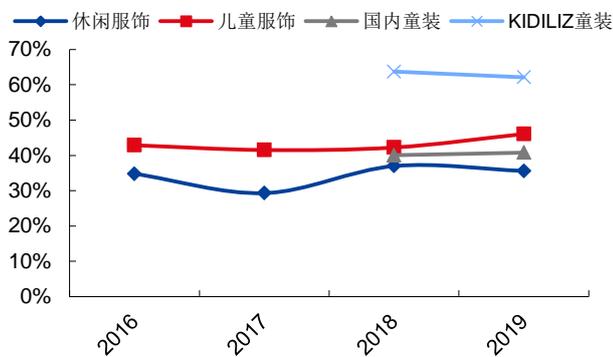
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：森马服饰分品类营业收入增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：森马服饰分品类毛利率



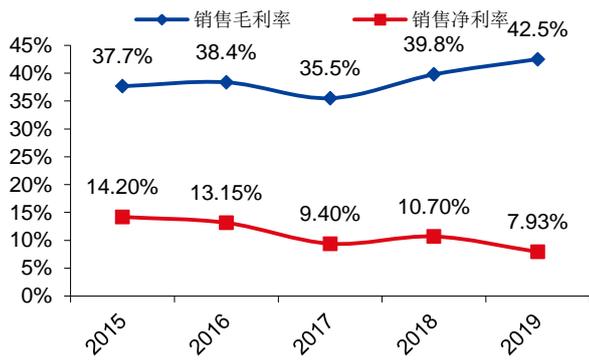
资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、KIDILIZ 并表亏损影响利润，库存清理使存货周转提速

（一）KIDILIZ 全年并表影响利润率费用率，并表亏损影响利润

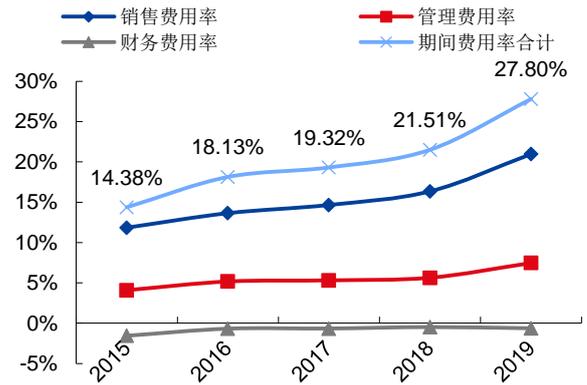
高毛利率的 KIDILIZ 全年并表影响，公司利润率、费用率均有较大改变。其中，KIDILIZ 较高毛利以及国内直营比例有所提升，推升公司毛利率；渠道扩张以及并表推升销售费用率；牛人战略以及法国公司并表推升管理费用率。2019 年公司原业务利润总额 24 亿元，同比增加 3.7%，KIDILIZ 利润总额为-3 亿元，亏损较上年度的 4883 万元扩大，最终公司整体净利率有所降低。

图 16: 森马服饰利润率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 森马服饰费用率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 库存清理使存货周转提速, 经营活动现金流大幅改善

存货方面, 2019 年公司存货减少 7% 至 41 亿元, 占营收比例减少 6.85pct 至 21.25%, KIDILIZ 全年并表以及库存清理推动公司存货周转提速。

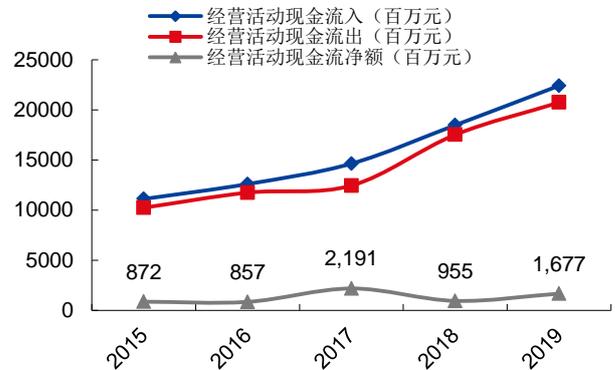
现金流方面, 四季度应对暖冬, 公司购买商品及接受劳务的现金支出同比降低 7.8 亿元, 叠加销售收入增长, 公司 2019 年经营活动现金流量净额同比大幅改善。

图 18: 森马服饰存货及其占营收



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 森马服饰经营活动现金流量

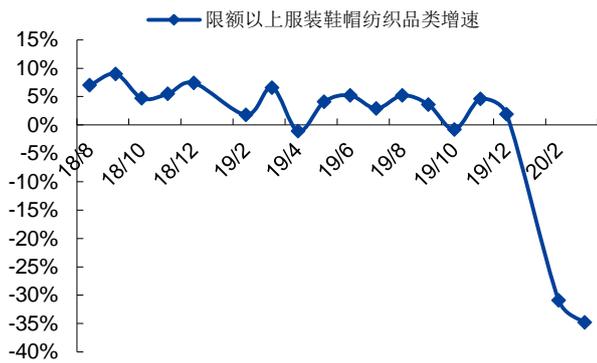


资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、一季度国内外疫情影响消费, 短期冲击不改长期动力

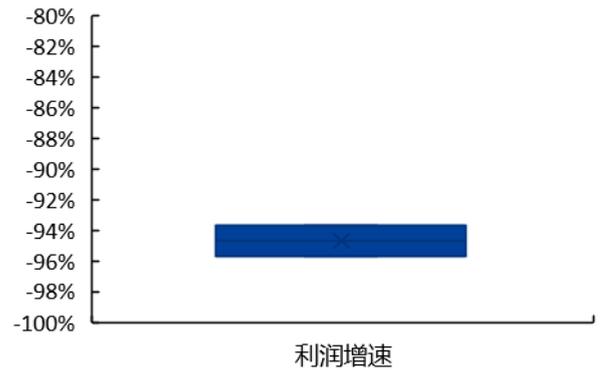
疫情影响一季度可选品类表现, 一季度限额以上纺织服装零售额同比下降 32%, 3 月较 2 月未见明显改善。疫情影响期间消费者减少非必要出行, 线下客流受明显影响, 公司线上占比约为 30%, 线上渠道有望继续较快增长。公司在一季度国内业务利润降低, KIDILIZ 受欧洲疫情影响亏损扩大影响下, 净利润下降 94%~96%。

图 20: 限额以上纺织服装零售表现



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 森马服饰一季度业绩预告



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

短期冲击不改公司长期发展动力。第一, 童装龙头有望持续受益市场集中度提升。巴拉巴拉品牌占据国内童装市场龙头地位, 2018 年市占率约为 5.6%, 排名第一, 高于童装市占率第二至第五的合计市占率 4.4%。童装是近年来快速增长的服装子品类, 据新浪网, Euromonitor 数据显示, 若不考虑疫情影响, 2020 年童装市场有望双位数增长, 是服装子品类中增速最快的一类。近年来童装市场集中度持续提升, 龙头地位有望推动公司持续受益。

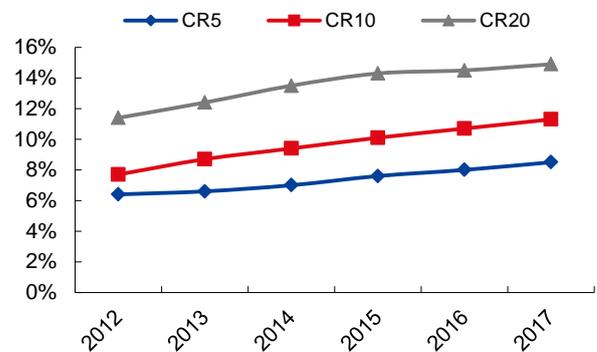
第二, 休闲服饰商品端深化商品改革, 定位向新青年高频生活场景倾斜, 销售端全渠道战略推进, 品牌推广重心转移至线上平台, 多方面改进助力休闲服饰长期发展。第三, 疫情对线上影响有限, 森马电商继续保持健康高速的业绩发展目标, 或将进一步拉动公司业绩增长。

图 22: 国内童装市场规模情况



资料来源: 新浪网, Euromonitor, 华金证券研究所

图 23: 国内童装市场集中度



资料来源: 观研天下, 华金证券研究所

五、盈利预测及投资建议

森马服饰是国内童装龙头, 19 年国内童装延续较快增长, 休闲装及 KIDILIZ 有所调整。二季度国内服装消费增速有望回升, 短期冲击不改公司长期增长动力。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.49、0.57 和 0.65 元。净资产收益率分别为 10.5%、11.7%和 12.7%。目前公司 PE (2020E) 约为 15 倍, 维持“买入-A”建议。

表 1: 森马服饰营业收入及其预测

| 业务 | 指标 | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|----|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|

| | | | | | | | |
|------------|------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 休闲服饰 | 营业收入 | 5634 | 6792 | 6544 | 5501 | 5580 | 5694 |
| | 增长率 | 0.60% | 20.54% | -3.64% | -15.95% | 1.45% | 2.04% |
| | 毛利率 | 29.31% | 36.98% | 35.60% | 34.50% | 35.50% | 35.90% |
| 国内童装 | 营业收入 | 6322 | 8047 | 9694 | 9268 | 11017 | 13017 |
| | 增长率 | 26.40% | 27.30% | 20.47% | -4.40% | 18.87% | 18.15% |
| | 毛利率 | 41.52% | 40.01% | 40.78% | 39.50% | 40.80% | 41.10% |
| KIDILIZ 童装 | 营业收入 | 0 | 777 | 2969 | 2115 | 2052 | 1990 |
| | 增长率 | 0.00% | 0.00% | 281.94% | -28.75% | -3.00% | -3.00% |
| | 毛利率 | 0.00% | 63.73% | 62.13% | 61.00% | 62.20% | 62.40% |
| 其他业务 | 营业收入 | 70 | 103 | 129 | 155 | 178 | 199 |
| | 增长率 | 8.18% | 45.86% | 25.50% | 20.00% | 15.00% | 12.00% |
| | 毛利率 | 64.10% | 63.17% | 66.71% | 66.00% | 66.00% | 66.00% |
| 合计 | 营业收入 | 12026 | 15719 | 19337 | 17039 | 18827 | 20901 |
| | 增长率 | 12.74% | 30.71% | 23.01% | -11.88% | 10.50% | 11.01% |
| | 毛利率 | 35.51% | 39.78% | 42.53% | 40.80% | 41.80% | 41.95% |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

六、风险提示

疫情影响时段或超预期；暖冬及疫情推升行业库存压力；法国公司持续亏损。

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 11241 | 11314 | 11227 | 13301 | 13663 | 营业收入 | 15719 | 19337 | 17039 | 18827 | 20901 |
| 现金 | 2,435 | 2,548 | 2,830 | 3,753 | 4,574 | 营业成本 | 9466 | 11113 | 10088 | 10957 | 12133 |
| 应收票据及应收账款 | 2,173 | 2,165 | 1,716 | 2,468 | 2,061 | 营业税金及附加 | 111 | 127 | 112 | 124 | 138 |
| 预付账款 | 203 | 247 | 128 | 285 | 181 | 营业费用 | 2570 | 4055 | 3408 | 3897 | 4389 |
| 存货 | 4,417 | 4,109 | 4,297 | 4,529 | 4,570 | 管理费用 | 522 | 1029 | 1073 | 1186 | 1296 |
| 其他流动资产 | 2,013 | 201 | 211 | 221 | 232 | 研发费用 | 364 | 414 | 341 | 377 | 418 |
| 非流动资产 | 5,327 | 5,307 | 5,109 | 4,913 | 4,781 | 财务费用 | -76 | -123 | -21 | -33 | -42 |
| 长期投资 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 867 | -619 | 350 | 350 | 300 |
| 固定资产 | 1986 | 2237 | 2125 | 2003 | 1876 | 公允价值变动收益 | 9 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 787 | 723 | 674 | 622 | 566 | 投资净收益 | 127 | 50 | 52 | 55 | 58 |
| 其他非流动资产 | 534 | 1083 | 1138 | 1195 | 1254 | 营业利润 | 2080 | 2152 | 1740 | 2024 | 2326 |
| 资产总计 | 16568 | 16621 | 16336 | 18215 | 18444 | 营业外收入 | 201 | 6 | 12 | 12 | 12 |
| 流动负债 | 4410 | 3997 | 2865 | 4102 | 3598 | 营业外支出 | 12 | 30 | 12 | 12 | 12 |
| 短期借款 | 175 | 267 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 2268 | 2129 | 1740 | 2024 | 2326 |
| 应付票据及应付账款 | 3058 | 2671 | 1980 | 3072 | 2590 | 所得税 | 587 | 595 | 435 | 506 | 582 |
| 其他流动负债 | 797 | 657 | 690 | 724 | 761 | 税后利润 | 1682 | 1534 | 1305 | 1518 | 1745 |
| 非流动负债 | 965 | 829 | 871 | 914 | 960 | 少数股东损益 | -12 | -16 | -13 | -15 | -18 |
| 长期借款 | 157 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 1694 | 1549 | 1318 | 1533 | 1762 |
| 其他非流动负债 | 808 | 829 | 871 | 914 | 960 | EBITDA | 2135 | 3541 | 1977 | 2258 | 2561 |
| 负债合计 | 5375 | 4826 | 3736 | 5016 | 4558 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 47 | 30 | 16 | 1 | -17 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 2700 | 2699 | 2699 | 2699 | 2699 | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 资本公积 | 2559 | 2600 | 2600 | 2600 | 2600 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 5954 | 6561 | 7286 | 7899 | 8604 | 营业收入(%) | 30.7 | 23.0 | -11.9 | 10.5 | 11.0 |
| 归属母公司股东权益 | 11146 | 11765 | 12584 | 13198 | 13903 | 营业利润(%) | 37.6 | 3.5 | -19.2 | 16.3 | 15.0 |
| 负债和股东权益 | 16568 | 16621 | 16336 | 18215 | 18444 | 归属于母公司净利润(%) | 48.8 | -8.5 | -14.9 | 16.3 | 15.0 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 39.8 | 42.5 | 40.8 | 41.8 | 41.9 |
| | | | | | | 净利率(%) | 10.8 | 8.0 | 7.7 | 8.1 | 8.4 |
| | | | | | | ROE(%) | 15.2 | 13.2 | 10.5 | 11.6 | 12.7 |
| | | | | | | ROIC(%) | 22.4 | 21.5 | 25.1 | 27.5 | 33.5 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 32.4 | 29.0 | 22.9 | 27.5 | 24.7 |
| | | | | | | 流动比率 | 2.5 | 2.8 | 3.9 | 3.2 | 3.8 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.5 | 1.8 | 2.4 | 2.1 | 2.5 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.9 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 8.6 | 8.9 | 8.8 | 9.0 | 9.2 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 6.9 | 8.0 | 8.7 | 8.8 | 8.7 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 11.7 | 12.8 | 15.0 | 12.9 | 11.2 |
| | | | | | | P/B | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 9.2 | 5.7 | 6.4 | 5.2 | 4.2 |

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn