

23Q1 业绩大幅改善，收入重回增长通道

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年一季报，报告期实现收入 11.0 亿元，同比+3.6%，实现归母净利润 690.1 万元，同比+109.4%，实现扣非归母净利润 662.7 万元，同比+108.7%。
- **渠道持续优化，经销端持续增长。** 23 年 Q1 公司经销渠道实现收入 6.9 亿元(同比+21.6%)，占比提升至 62.2%，较 22 年提升 4.3pp，主要系持续开拓经销网络，下沉市场，提升网点密度所致。公司工程端收入同比-16.8%，主要系 22Q1 工程端收入基数较高，且公司持续加强地产业务的风险管控，战略性收缩部分风险较大的地产项目订单，将工程端业务向央国企和优质民企倾斜。23 年预计公司将继续加强对经销商的支持力度，推动经销渠道占比持续提升。
- **降本减费效果显著，费用率、利润率同比优化。** 23 年 Q1 公司综合毛利率为 24.5%，同比+5.4pp，净利率为 1.0%，同比扭亏为盈。23 年 Q1 公司期间费用率为 21.4%，同比-3.6pp，其中管理费用率同比-0.6pp，销售费用率同比-2.7pp，费用管控进一步显现成效。目前能源成本仍在高位运行，公司积极降本增效，原材料采购全部采用招投标机制，合理安排采购计划，适时在原材料价格低位增加储备量，期待后续公司盈利能力进一步改善。
- **风控能力优秀，现金流保持健康水平。** 23Q1 公司经营性现金流净额为-1.6 亿元，一季度由于业务原因，采购原材料等现金支出较多，经营性现金流通常较紧张。收现比为 1.06，延续了自 22 年一季度以来大于 1 的健康水平。Q1 应收账款周转天数为 84.6 天，较去年同期缩短 18.4 天，显示公司账期管控进一步优化，经营质量有所提升。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是瓷砖行业龙头，零售及工程市场皆占有较大份额。在 22 年大幅计提大 B 工程坏账减值后，收入业绩增长得以轻装出发。23 年公司重新聚焦零售经销市场，依托大板薄板高毛利率产品线的领先优势，收入业绩有望重回高增长通道。预计 2023-2025 年营收分别为 70.4/81.6/98.0 亿元，归母净利润分别为 5.3/7.1/8.8 亿元，2023-2025 年复合增速为 26.3%，EPS 分别为 1.28 元、1.70 元、2.11 元，对应动态 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍。我们充分看好公司未来的成长性，给予公司 23 年估值为 20 倍 PE，对应市值 106.5 亿元，对应目标价 25.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料、能源成本上行的风险，信用减值风险，行业竞争加剧风险，地产需求恢复不及预期的风险。

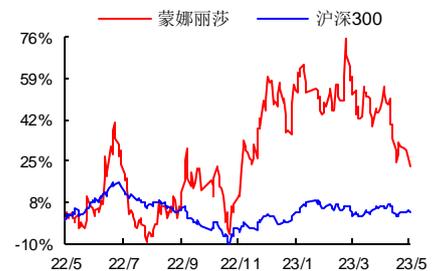
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6228.58	7038.29	8164.41	9797.26
增长率	-10.85%	13.00%	16.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	-381.36	533.28	705.19	876.86
增长率	-221.13%	239.83%	32.24%	24.34%
每股收益 EPS(元)	-0.92	1.28	1.70	2.11
净资产收益率 ROE	-9.79%	13.47%	5.47%	16.57%
PE	-18	13	10	8
PB	2.08	1.85	1.59	1.35

数据来源: Wind, 西南证券。股价为 2023 年 5 月 9 号收盘价

西南证券研究发展中心

分析师: 陈中亮
执业证号: S1250522070001
电话: 021-58351909
邮箱: czlyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.15
流通 A 股(亿股)	2.19
52 周内股价区间(元)	11.97-23.09
总市值(亿元)	66.72
总资产(亿元)	111.24
每股净资产(元)	8.46

相关研究

目 录

1 公司介绍	1
1.1 定位中高端陶瓷市场，研产销一体化发展模式.....	1
1.2 财务分析.....	3
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	7
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构.....	1
图 3：2017-2023Q1 公司营业收入及增速.....	3
图 4：2017-2023Q1 年相关瓷砖公司现收比.....	3
图 5：2017-2023Q1 公司扣非净利润及增速.....	3
图 6：2017-2023Q1 年相关瓷砖公司应收款周转天数.....	3
图 7：2019-2022 年公司分渠道营收增速.....	4
图 8：2019-2022 年公司分渠道营收占比.....	4
图 9：2017-2023Q1 公司毛利率及净利率.....	4
图 10：建筑陶瓷制品成本结构.....	4
图 11：2020-2023Q1 天然气价格走势（元/立方米）.....	5
图 12：2020-2023Q1 煤炭价格走势（元/吨）.....	5
图 13：2017-2023Q1 公司三费率.....	5
图 14：2017-2023Q1 陶瓷行业相关公司研发费率.....	5
图 15：2017-2023Q1 瓷砖行业相关公司销售费率.....	6
图 16：2017-2023Q3 瓷砖行业相关公司管理费率.....	6

表 目 录

表 1：公司产品介绍.....	2
表 2：分业务收入及毛利率.....	7
表 3：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 公司介绍

1.1 定位中高端陶瓷市场，研产销一体化发展模式

蒙娜丽莎集团股份有限公司成立于 1992 年，其前身是樵东墙地砖厂。公司于 2000 年注册商标为蒙娜丽莎，是一家集科研开发、创意设计、专业生产、市场营销为一体的高新技术陶瓷企业，并于 2017 年在深圳证券交易所 A 股上市，并通过“国家认定企业技术中心”、“徐德龙院士工作站”、“博士后科研工作站”、全国轻工行业无机材料重点实验室等科研创新平台，在建筑陶瓷设计、生产、应用和环保治理等多方面均实现了较高的产品创新和绿色开发水平。目前，公司是国内率先研发陶瓷薄板和配套的绿色智能化生产工艺的企业，其产品被应用于北京奥运会、广州亚运会、迪拜世博会中国馆等多项国内外重点工程建设。

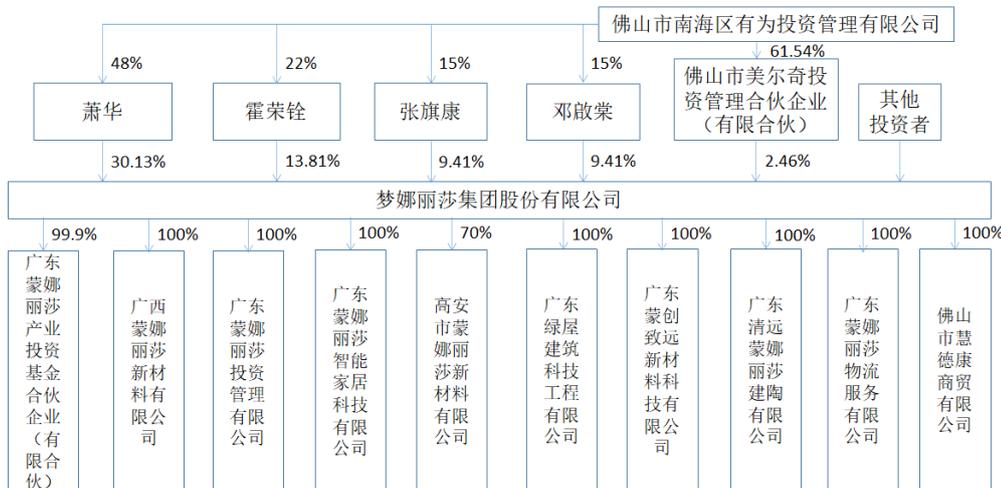
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权集中度较高，管理层构成稳定。公司董事长萧华、副董事长霍荣铨、副总裁邓啟棠、董秘张旗康四人分别直接持有公司 30.13%、13.81%、9.41%、9.41%的股份，为公司共同实际控制人。四位董事自公司成立至今一直密切合作，并签署《一致行动协议书》，四人长时间的稳定合作为促进公司决策的迅速落地及战略的有效实施提供了保证。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

蒙娜丽莎主营产品包括瓷质无釉砖、瓷质有釉砖、非瓷质有釉砖、陶瓷薄板/薄砖。据2022年报显示,各产品主营业务收入占比分别为:瓷质有釉砖 71.5%、陶瓷薄板/薄砖 11.9%、非瓷质有釉砖 11.4%、瓷质无釉砖 3.4%。由于材质(有釉/无釉、瓷质/非瓷质等)的不同特点,瓷砖在色彩、光洁度、耐磨性以及吸水性等理化性质方面及其相应的应用场景均存在差异。

表 1: 公司产品介绍

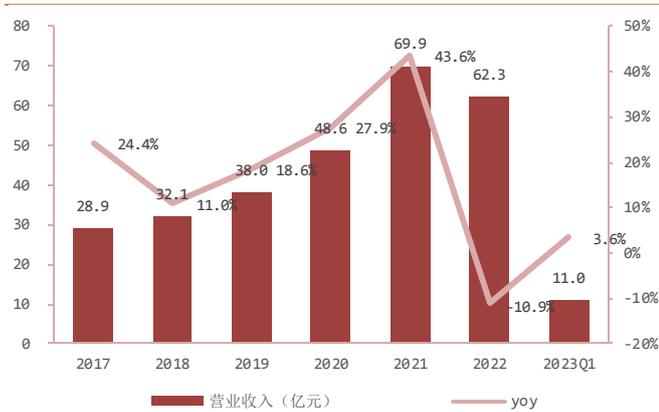
分类	定义及品类	理化性质	产品特点	应用场景	示例
传统 陶瓷砖	瓷质 有釉砖	吸水率小于 0.5%、经过施 釉工序	外观精致、图案多样, 具有原料易得、易于 批量化生产、抗污性 好、耐腐蚀、易清洁、 材质坚固、不受潮、 辐射可控等特点。	酒店、商场超 市、办公楼等公 共空间装饰及 家居背景等	
	瓷质 无釉砖	吸水率小于 0.5%、不经过 施釉工序		过道、室外走道 等、除厨卫以外 的多数家居室 内空间(如厅 堂)	
	非瓷质 有釉砖	吸水率大于 0.5%、经过施 釉工序		厨卫空间、洗手 间、室外阳台立 面装饰等空间	
陶瓷薄 板/薄砖	陶瓷 薄板	厚度不大于 5.5mm,表面面 积小于 1.62 m ²	轻薄、大规格、性价 比高,装饰风格鲜明, 生产过程节能节材、 可以显著降低建筑综 合能耗	建筑幕墙、创意 化装饰、背景墙 等	
	陶瓷 薄砖	厚度不大于 6mm、上表面 面积不小于 1.62 m ²	规格与传统陶瓷砖相 近,厚度薄、质量轻、 硬度高,施工简便快 捷,节约大量切割加 工、铺贴辅料等费用	适用于二次装 修、翻新,可以 加快铺贴速度, 减少建筑垃圾	

数据来源:公司公告,西南证券整理

1.2 财务分析

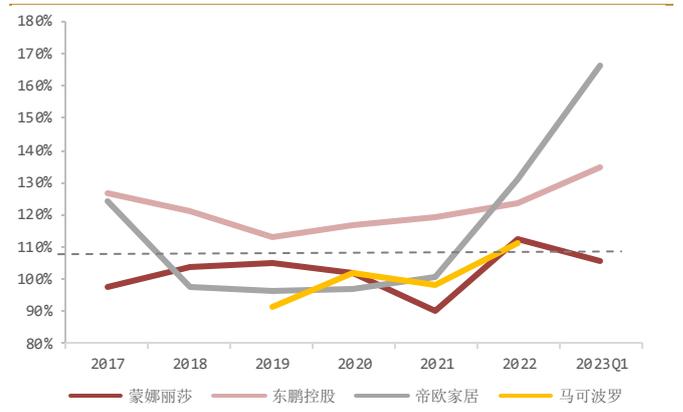
近五年营收/业绩快速增长，22 年因宏观环境阶段性承压。从营收看，公司 2017-2021 年营收 CAGR24.6%，除去宏观因素影响的 2022 年，公司营收增长自 2018 年开始加速，主要系公司借助精装房渗透率提升的契机，发力战略工程业务，2019-2021 年战略工程渠道收入 CAGR 为 48.7%，公司经销渠道收入 CAGR 为 25.9%。2022 年公司实现营收 62.3 亿元，同比-10.9%，主要系下游地产需求大幅下滑、疫情扰动等多方不利因素影响。从业绩看，2017-2020 年扣非净利润 CAGR 为 26.3%。2021/2022 年公司实现扣非净利润 3.0/-4.2 亿元，同比-46.6%/-241.1%，主要系公司因下游地产寒冬的影响而计提坏账损失较多，2021-2022 年公司信用减值损失为-1.9/-5.7 亿（2020 年为-0.2 亿）。从收益质量上看，2022 年公司经营性现金流净额为 6.0 亿元，应收款周转天数为 65.7，收现比为 1.12，收益质量同比有所好转，应收款变现速度在同行业中处于前列，主要系公司持续加强风险管控，优化渠道结构，重点强化现金流管理。

图 3：2017-2023Q1 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2017-2023Q1 年相关瓷砖公司现收比



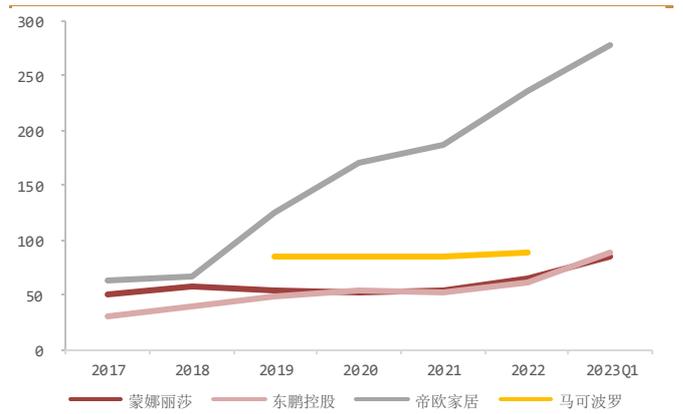
数据来源：公司公告（东鹏控股、帝欧家具，马可波罗数据来自其公司公告），西南证券整理

图 5：2017-2023Q1 公司扣非净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2017-2023Q1 年相关瓷砖公司应收款周转天数

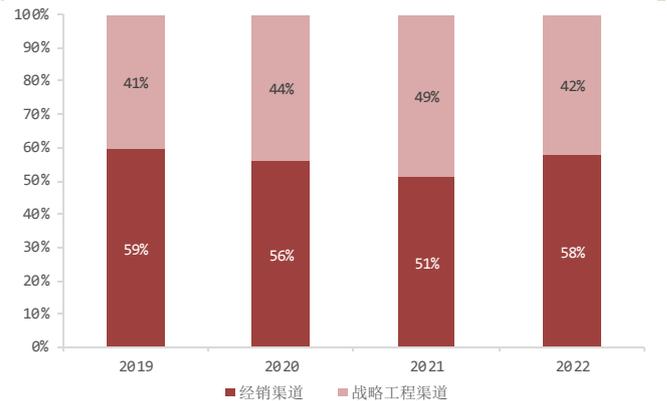


数据来源：公司公告（东鹏控股、帝欧家具，马可波罗数据来自其公司公告），西南证券整理

分渠道看，经销零售业务权重再度提升。公司年报显示，2019-2021 年，公司战略工程渠道收入由 15.5 亿元增加至 34.2 亿元，占比由 40.7% 增加至 48.9%，提升 8.2pp；公司经销渠道收入由 22.5 亿元增加至 35.7 亿元，占比由 59.3% 减少至 51.1%。2022 年，公司受到精装房集采需求下滑影响，对业务进行积极调整，战略缩减大 B 端业务，对房地产客户业务进行优化分配，并同时发力风险较低的小 B 端及 C 端业务，持续推进渠道下沉、店面升级、绿色建材下乡等，不断强化公司在经销业务的销售力，发掘业务空白领域，2022 年经销渠道占比同比+7pp 至 58%。

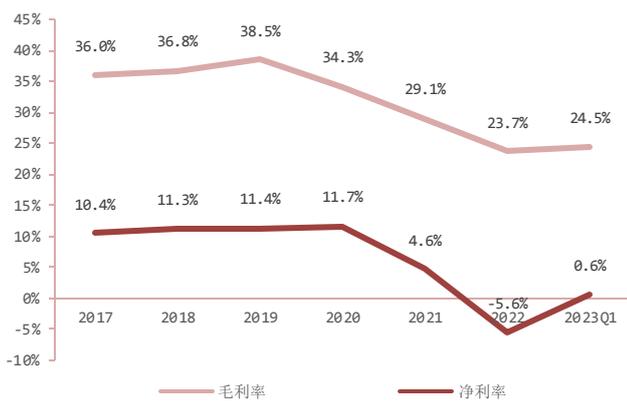
图 7：2019-2022 年公司分渠道营收增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

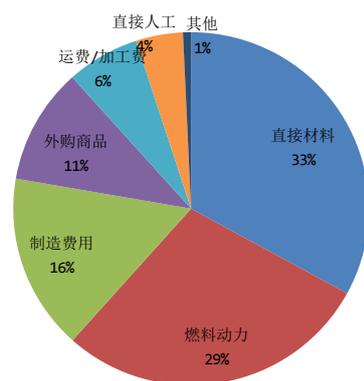
图 8：2019-2022 年公司分渠道营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

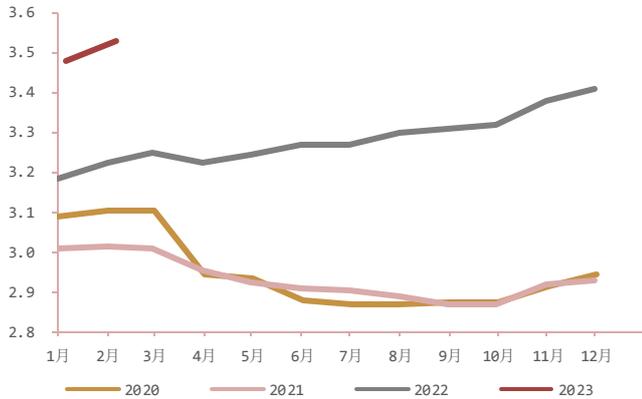
从产品盈利能力看：公司 2020-2022 年综合毛利率分别为 34.3%/29.1%/23.7%，2020 年毛利率下滑主要系会计准则有所调整，工程业务运费及切割费用销售费用划归为主营业务成本，致使公司整体主营业务成本上升，综合毛利率下降。2021-2022 年毛利率下降主要系能源成本高企，根据 CEIC、Wind 数据显示，2021-2022 年煤炭均价同比+150.0%/+142.7%，根据 CEIC 数据显示，2022 年天然气价格均价同比+11.9%。

图 9：2017-2023Q1 公司毛利率及净利率


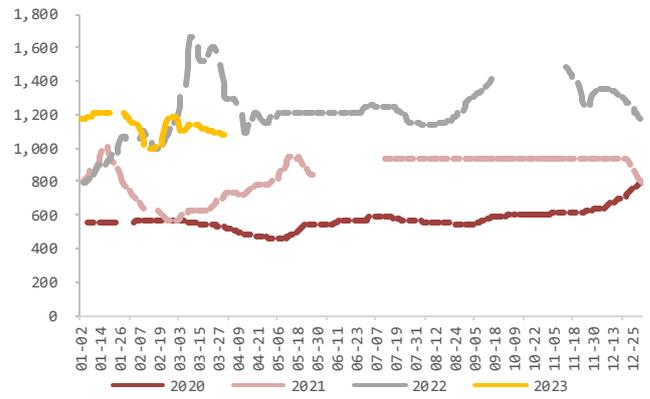
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：建筑陶瓷制品成本结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

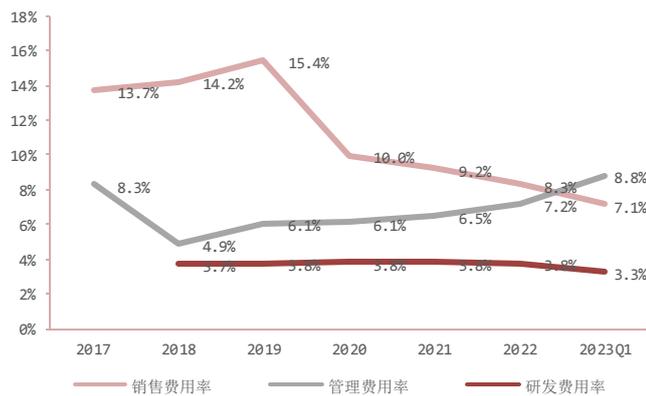
图 11：2020-2023Q1 天然气价格走势（元/立方米）


数据来源：CEIC，西南证券整理

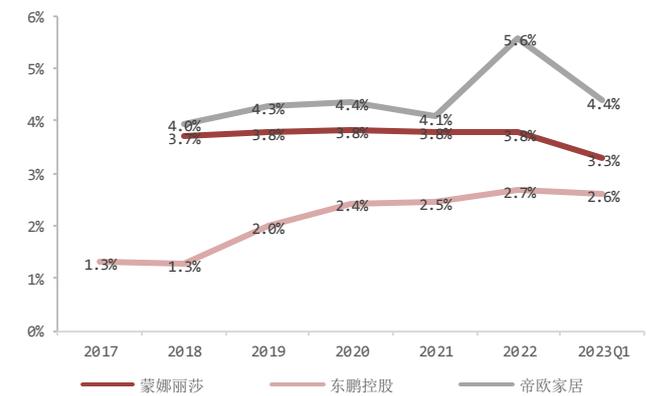
图 12：2020-2023Q1 煤炭价格走势（元/吨）


数据来源：Wind，西南证券整理

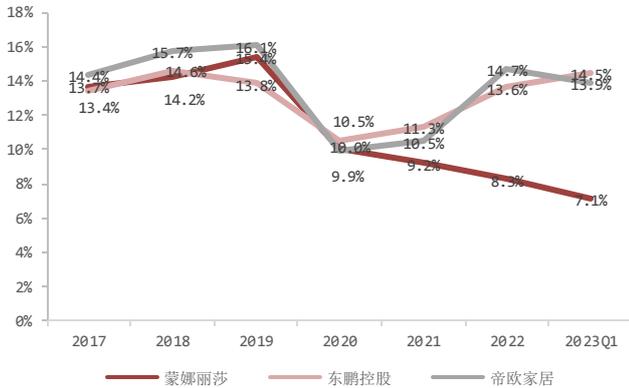
从公司费用端看：2022 年公司费用率为 20.5%，同比变动+0.2pp，其中销售/管理/研发费用率分别为 8.3%/7.2%/3.8%，同比变动-0.5pp/+1.8pp/0pp。**从销售费用率看，**公司在 2019 年之前保持较高水平，主要系前期投入的广告宣传费用、人员扩张带来的职工薪酬增长较快。2019 年后，公司销售费用率逐年下降，主要系公司广告宣传费用、咨询服务费用、营销运营费用等出现较大下降（2020 年销售费用率下降幅度较大，主要系会计准则有所调整，工程业务运费及切割费用销售费用划归为主营业务成本）。横向对比去看，公司销售费用率自 2021 年起远低于同行业公司，主要原因系公司在广告宣传、展厅装修的支出占比逐渐下降，2020-2022 年蒙娜丽莎营收 CAGR 为 13.2%，广告宣传费、展厅装修费用 CAGR 分别 -3.7%/-28.9%。**从管理费用率看，**公司自 2018 年起呈现逐年递增趋势，2021 年管理费用增长主要系职工薪酬涨幅较大，2022 年管理费用率增长主要系主营收入规模下降，导致费用摊销加大所致。**从研发费用率看，**公司注重挖掘市场需求、顺应消费者消费倾向，研发投入规模在行业中位于较高水平，近五年研发费用率基本保持在约 4% 水平。

图 13：2017-2023Q1 公司三费率


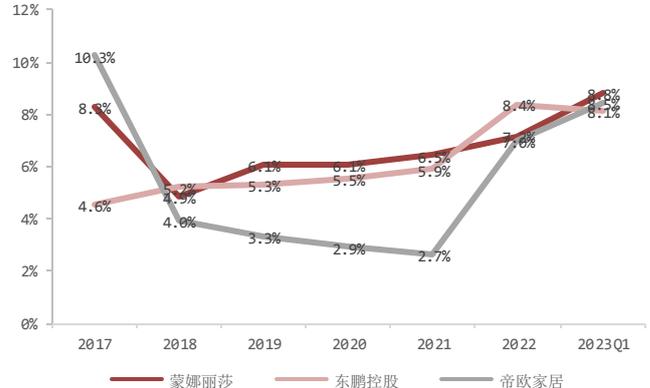
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2017-2023Q1 陶瓷行业相关公司研发费率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2017-2023Q1 瓷砖行业相关公司销售费率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：2017-2023Q3 瓷砖行业相关公司管理费率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

经销渠道收入：公司经销收入包括 C 端零售客户和小 B 家装公司客户，公司近年来不断加大经销商网点布局和渠道下沉策略，22 年专卖店数量 3000 家。我们预计 23 年专卖店数量有望新增 600 家左右，网点覆盖率进一步提升，我们预计 23-25 年经销渠道瓷砖制品销量增速为 23.6%/20.3%/22.5%，经销渠道收入占比为 65%/68%/70%。价格方面，因公司积极发展差异化产品，产品具有一定定价权，我们预计未来公司建筑陶瓷制品均价相较于 22 年会有小幅增长并处于较为稳定的发展趋势，23-25 年公司建筑陶瓷制品均价增长为 2.7%/0.9%/0.8%。毛利率方面，22 年由于天然气、煤炭成本高位运行，毛利率亦同比下行。根据 Wind 数据显示，截止到 23 年 Q1，煤炭均价相较于 2022 年已下降 10% 左右，预计 2023 年煤炭价格在 23 年 Q2-Q4 期间依旧保持平稳波动的态势，经销渠道业务毛利率有望因成本降低而提升。基于此，我们预计 2023-2025 年经销渠道收入为 45.7/55.5/68.6 亿元，毛利率为 27.0%/28.0%/28.5%。

战略工程渠道收入：公司直销收入主要是直供大型地产商精装修瓷砖，22 年由于房地产行业大幅下行，该部分收入下滑幅度较大。23 年随着政策扶持效应显现，新房竣工需求未来有望触底回升，考虑到公司未来经营重心向经销渠道倾斜，收缩部分工程端业务量，我们预计 23-25 年战略工程渠道瓷砖制品销量增速为 -8.6%/5.1%/11.6%，战略工程渠道收入占比为 35%/32%/30%。价格方面预测同上。毛利率方面，22 年直销业务毛利率亦随着燃料成本上升而下行，23 年大 B 业务毛利率有望因燃料以及公司其它降本措施而回升。基于此，我们预计 2023-2025 年战略工程渠道收入为 24.6/26.1/29.4 亿元，毛利率为 35.0%/35.0%/35.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
经销渠道 (C端+小B)	收入	3604.3	4574.9	5551.8	6858.1
	增速	1.0%	26.9%	21.4%	23.5%
	毛利率	21.4%	27.0%	28.0%	28.5%
战略工程渠道 (大B)	收入	2624.3	2463.4	2612.6	2939.2
	增速	-23.2%	-6.1%	6.1%	12.5%
	毛利率	26.1%	35.0%	35.0%	35.5%
合计	收入	6228.6	7038.3	8164.4	9797.3
	增速	-10.9%	13.0%	16.0%	20.0%
	毛利率	23.7%	30.3%	30.7%	31.0%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取主营瓷砖东鹏控股和同为主营竣工端建材的伟星新材、北新建材作为可比公司。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
003012.SZ	东鹏控股	97	8.24	0.17	0.59	0.76	0.91	46	14	11	9
000786.SZ	北新建材	438	25.93	1.86	2.18	2.55	2.91	14	12	10	9
002372.SZ	伟星新材	341	21.41	0.81	0.99	1.15	1.31	26	22	19	16
平均值								29	16	13	11
002918.SZ	蒙娜丽莎	67	16.07	-0.92	1.28	1.70	2.11	-	13	10	8

数据来源：Wind, 西南证券整理。注：股价为5月9日收盘价，东鹏控股、北新建材、伟星新材数据采用的Wind一致预期（30天）

从估值角度看，23年可比公司平均估值为16倍PE。自22年H1后，地产供给与需求端政策利好频出，我们认为作为瓷砖龙头的蒙娜丽莎或将受益于23年竣工链回暖。根据陶瓷信息网数据测算，瓷砖产量22年同比下降约10-15%，市场需求下行叠加环保因素，行业中小产能出清加速，利好龙头公司市场份额提升。同时，我们考虑到公司目前持续加大经销渠道的下沉，现金流与收益质量改善明显，工程渠道严控风险，大B订单向优质央企客户倾斜，信用风险降低。基于此，我们给予公司一定估值溢价，23年PE为20倍，对应市值106.5亿元，对应目标价25.6元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

原材料、能源成本上行的风险，信用减值风险，行业竞争加剧风险，地产需求恢复不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6228.58	7038.29	8164.41	9797.26	净利润	-346.78	533.28	705.19	876.86
营业成本	4755.83	4902.30	5657.93	6758.27	折旧与摊销	358.76	203.70	211.13	219.35
营业税金及附加	48.93	49.27	57.15	68.58	财务费用	76.92	56.31	65.32	78.38
销售费用	515.31	584.18	677.65	813.17	资产减值损失	-43.73	31.50	29.30	28.40
管理费用	447.18	767.17	857.26	1028.71	经营营运资本变动	20.03	308.12	-79.32	-135.45
财务费用	76.92	56.31	65.32	78.38	其他	536.84	-757.50	-31.65	-29.66
资产减值损失	-43.73	31.50	29.30	28.40	经营活动现金流净额	602.04	375.40	899.97	1037.88
投资收益	-28.20	-25.00	5.00	5.00	资本支出	-157.13	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	-0.17	-0.17	-0.15	其他	-531.96	-118.17	-98.17	-127.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-689.09	-318.17	-298.17	-327.15
营业利润	-446.99	622.39	824.63	1026.60	短期借款	90.13	10.87	17.00	13.00
其他非经营损益	3.73	5.00	5.00	5.00	长期借款	11.30	13.00	15.00	17.00
利润总额	-443.26	627.39	829.63	1031.60	股权融资	-63.61	0.00	0.00	0.00
所得税	-96.48	94.11	124.45	154.74	支付股利	-102.46	76.27	-106.66	-141.04
净利润	-346.78	533.28	705.19	876.86	其他	-263.95	-566.43	-57.32	-69.38
少数股东损益	34.58	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-328.58	-466.29	-131.97	-180.42
归属母公司股东净利润	-381.36	533.28	705.19	876.86	现金流量净额	-415.47	-409.06	469.82	530.32
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1835.25	1426.19	1896.01	2426.33	成长能力				
应收和预付款项	1249.57	2267.44	2629.89	3155.48	销售收入增长率	-10.85%	13.00%	16.00%	20.00%
存货	1824.94	2127.40	2456.86	2936.60	营业利润增长率	-222.00%	239.24%	32.50%	24.49%
其他流动资产	684.83	98.54	114.30	137.16	净利润增长率	-206.95%	253.78%	32.24%	24.34%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-101.59%	7907.31%	24.78%	20.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3646.23	3683.52	3713.37	3735.00	毛利率	23.65%	30.35%	30.70%	31.02%
无形资产和开发支出	313.90	277.51	241.11	204.71	三费率	16.69%	20.00%	19.60%	19.60%
其他非流动资产	624.18	712.59	811.00	938.41	净利率	-5.57%	7.58%	8.64%	8.95%
资产总计	10178.91	10593.18	11862.54	13533.70	ROE	-9.79%	13.47%	15.47%	16.57%
短期借款	270.13	281.00	298.00	311.00	ROA	-3.41%	5.03%	5.94%	6.48%
应付和预收款项	2458.78	2754.08	3179.04	3797.78	ROIC	-5.90%	11.71%	14.35%	17.09%
长期借款	1299.61	1312.61	1327.61	1344.61	EBITDA/销售收入	-0.18%	12.54%	13.49%	13.52%
其他负债	2608.97	2286.42	2500.28	2786.88	营运能力				
负债合计	6637.49	6634.11	7304.93	8240.27	总资产周转率	0.58	0.68	0.73	0.77
股本	415.18	415.18	415.18	415.18	固定资产周转率	1.89	1.99	2.31	2.77
资本公积	1368.47	1368.47	1368.47	1368.47	应收账款周转率	4.18	4.32	4.55	4.62
留存收益	1385.24	1994.79	2593.32	3329.14	存货周转率	2.36	2.42	2.46	2.50
归属母公司股东权益	3250.78	3668.44	4266.97	5002.79	112.43%	—	—	—	
少数股东权益	290.64	290.64	290.64	290.64	资本结构				
股东权益合计	3541.41	3959.07	4557.61	5293.43	资产负债率	65.21%	62.63%	61.58%	60.89%
负债和股东权益合计	10178.91	10593.18	11862.54	13533.70	带息债务/总负债	39.04%	39.42%	36.24%	32.49%
					流动比率	1.33	1.41	1.47	1.51
					速动比率	0.90	0.91	0.96	1.00
					股利支付率	-26.87%	-14.30%	15.12%	16.08%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	-11.30	882.39	1101.08	1324.33	每股收益	-0.92	1.28	1.70	2.11
PE	-17.76	12.70	9.60	7.72	每股净资产	7.83	8.84	10.28	12.05
PB	2.08	1.85	1.59	1.35	每股经营现金	1.45	0.90	2.17	2.50
PS	1.09	0.96	0.83	0.69	每股股利	0.25	-0.18	0.26	0.34
EV/EBITDA	-643.30	8.26	6.13	4.62					
股息率	1.51%	—	1.58%	2.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn