

汤臣倍健 (300146)

推荐

行业：食品综合

中期业绩预增，三要素贡献增量

事件：

汤臣倍健日前发布上半年业绩预告，预计上半年净利润约 53,816.97 万元~60,992.57 万元，同比增长 50%-70%。我们认为业绩的增长主要是由于公司经营策略的转变所带来的积极影响，这其中包括传统业务资源的有效整合，大单品策略的实施，以及全新品牌推广策略持续取得良好的效果，此外上半年跨境电商平台以及电商渠道专供产品也为公司整体业绩贡献了较大增量。

投资要点：

◇ **拥有多元化产品品类。**汤臣倍健为我国保健品行业龙头企业，目前旗下运营管理 7 个品牌。此前药店渠道的迅猛发展助公司奠定了行业领先地位，但如今销售渠道偏好的转变使公司难以再从药店渠道获取高速增长。公司于 2015 年提出全新品牌推广策略，力求从产品/品牌、渠道、国际合作三个方面为公司获取新的业务增长点。基于全新战略布局，我们认为公司今年可主要从“汤臣倍健”电商平台、大单品销售和跨境电商平台三方面获得业务增量。

◇ **电商平台加速发展。**公司今年加大力度布局线上平台，不仅实现了主品牌线上全品类供货，而且针对年轻群体首次推出线上电商专供产品，以增加客户粘性。公司去年电商收入占总收入比例约 14%，我们认为今年在线上专供产品的驱动下，“汤臣倍健”电商渠道同比增速有望达 50%，同时线上渠道占比将达 20%。

◇ **夯实大单品发展战略。**公司今年通过推广“健力多”积极推进大单品战略，大单品的布局可使公司产品品类更加细化，提高产品市场营销效率，增强目标客户粘性。健力多今年纳入汤臣药业体系后，未来可与主品牌共享品牌与市场推广团队及资源，同时下半年公司将加大健力多的市场推广力度，在此预期下，我们预计健力多销量将大幅增长，并实现单品盈亏平衡。

◇ **跨境电商业务贡献增量。**公司去年与 NBTY 共同设立了合资公司健之宝，并获得自然之宝和美瑞克斯两大品牌的中国市场经营权。目前跨境电商渠道销量占健之宝总销量的三分之二。去年健之宝仅在第四季度贡献了 1660 万元的少量收入，而今年可实现收入全年并表，我们预计在跨境电商的迅猛发展下，健之宝今年收入有望大幅增长至 2.99 亿元。

◇ **“推荐”评级，目标价 15.41 元。**基于各子公司业务预测的加总，我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 28.11/32.51/36.62 亿元，3 年对应每股收益为 0.46/0.54/0.61 元。考虑到公司今年全新战略实施所带来的业绩增长，我们参考公司历史 PE，给予公司 2017 年 33.5 倍 PE，对应目标价 15.41 元，首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

◇ **风险提示：**大单品推广不及预期，跨境电商发展不及预期。

作者

署名人：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：刘思远

S0960115120047

0755-82026922

liusiyuan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 15.41

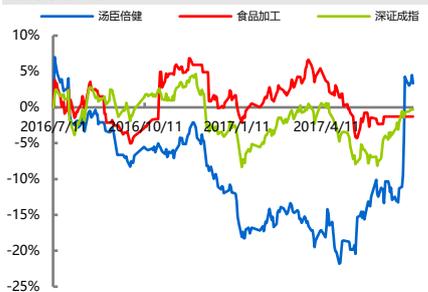
当前股价： 13.05

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	1,470
流通股本(百万股)	872
总市值(亿元)	192
流通市值(亿元)	114
成交量(百万股)	44.59
成交额(百万元)	589.02

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2309	2811	3251	3662
收入同比(%)	2%	22%	16%	13%
归属母公司净利润	535	679	795	898
净利润同比(%)	-16%	27%	17%	13%
毛利率(%)	64.4%	65.2%	65.4%	65.5%
ROE(%)	11.4%	13.4%	14.8%	15.7%
每股收益(元)	0.36	0.46	0.54	0.61
P/E	36.26	28.59	24.41	21.62
P/B	4.15	3.83	3.60	3.39
EV/EBITDA	24	19	16	15

资料来源：中国中投证券财富研究部

目 录

一、公司概况.....	4
二 转变策略开启新增长周期.....	6
1. 增量一：电商平台发展加速.....	6
2. 增量二：大单品战略开启新增长周期.....	7
3. 增量三：跨境电商平台贡献增量收入.....	9
三 盈利预测与估值.....	10
1. 盈利预测.....	10
2. 估值.....	11
四 风险提示.....	11

图目录

图 1 中国保健品市场规模(亿元).....	5
图 2 2015 年各国保健品人均消费金额对比（美元）.....	5
图 3 2010-2016 年营业总收入（百万元）及增速.....	5
图 4 2010-2016 年净利润（百万元）及增速.....	5
图 5 线上专供产品.....	6
图 6 线上专供产品.....	6
图 7 氨糖软骨素钙片新包装.....	8
图 8 氨糖软骨素钙片旧包装.....	8
图 9 自然之宝天猫海外旗舰店.....	9
图 10 美瑞克斯天猫海外旗舰店.....	9
图 11 汤臣倍健 PE BAND.....	11

表目录

表 1 公司旗下品牌.....	4
表 2 公司业绩预测表（百万元）.....	8

一、公司概况

汤臣倍健成立于 1995 年，主要从事膳食营养补充剂的研发、生产和销售，目前为中国膳食补充剂龙头企业。“汤臣倍健”作为公司主品牌，主要产品包括蛋白质粉、多种维生素系列、钙系列、螺旋藻片、红葡萄籽片、深海鱼油软胶囊、大豆磷脂软胶囊等品种。现公司旗下除“汤臣倍健”主品牌之外，还拥有线上专供品牌“每日每加”和“健乐多”，大单品“健力多”和“无限能”以及海外品牌“美瑞克斯”和“自然之宝”。

表 1 公司旗下品牌

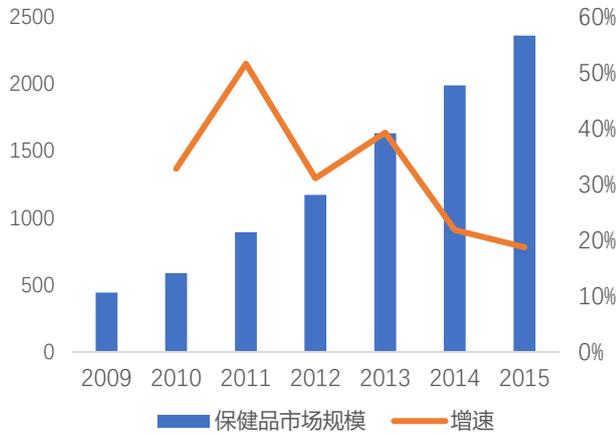
品牌	产品定位	主要产品
	浓缩贵细药材系列，倡导现代养生理念，对三七、丹参、西洋参、灵芝等原材料进行高效科学醇提，浓缩药效精华	三七丹参胶囊、西洋参胶囊、灵芝孢子粉胶囊、灵芝孢子油软胶囊、红景天枸杞片等
	专注于骨健康，致力于提供骨骼健康的全面解决方案，为不同年龄阶段提供专业的骨骼及关节营养产品和服务	氨糖软骨素钙片、液体钙软胶囊、牛初乳加钙咀嚼片等
	互联网年轻化膳食补充剂，为年轻网购人群提供来自世界顶级原料产地的优质营养品	-
	针对初阶运动健身人群的不同需求研发专业运动营养膳食补充剂	乳清蛋白营养强化粉、乳清蛋白固体饮料、左旋肉碱茶多酚荷叶片等
	致力于用天然的膳食补充剂产品帮助人们改善健康，提高生活品质	葡萄籽提取物胶囊、蔓越莓提取物胶囊、大豆蛋白粉、乳清蛋白粉等
	全球运动营养补充剂领导品牌，致力于满足运动员和运动爱好者对运动营养的全面需求，持续开发出不同功能的产品系列，帮助他们不断达成自己的训练目标	SIZE UP 增肌粉、原生乳清蛋白粉、超效完全乳清蛋白粉、绿茶瓜拉纳胶囊等

资料来源：公司资料、中国中投证券财富研究部

保健品行业目前在我国仍处于发展初期，市场渗透率较欧美等国而言为低，同时人均保健品消费量为美国的五分之一，可见未来成长空间巨大。区别于安利的直销模式，公司进入市场时采取了非直销模式，大规模布局药店渠道，使传统药店渠道收入在公司总收入中占比高达 90%。药店渠道的迅猛发展以及其高毛利的特性为公司早期业务发展带来了爆发式的增长，也为汤臣倍健奠定了行业领先地位。然而由于公司目前已与百强药店中的 97 家进行了合作，线下渗透率已经很高，传统渠道拓展遇阻，我们认为公

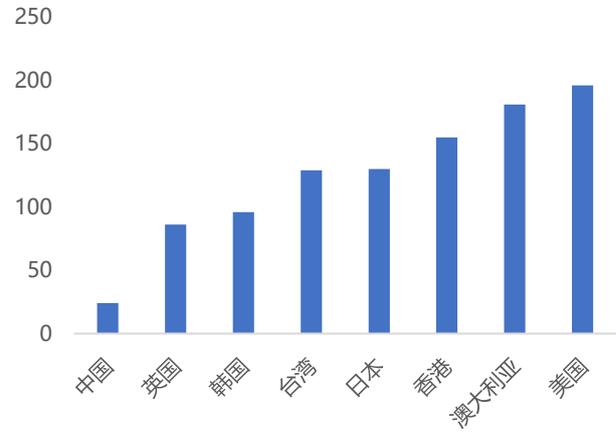
司未来很难再从药店渠道获得爆发式的增长。保健品行业销售渠道偏好的转变使公司盈利增速幅度逐渐下降,2016 年公司净利润首次出现下滑,在全年收入仅同比增长 1.9% 的同时,归母净利润同比下降 15.78%。

图 1 中国保健品市场规模(亿元)



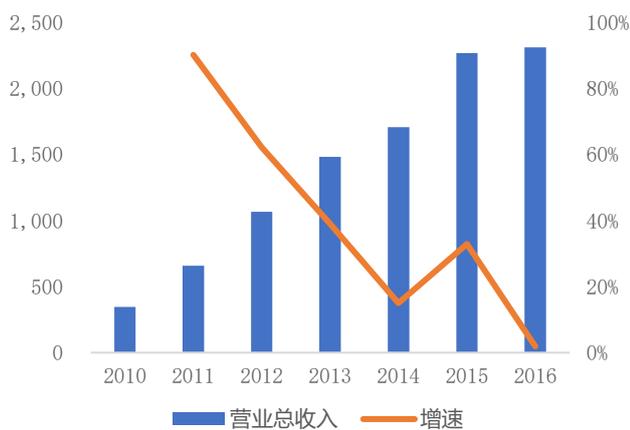
资料来源：国家统计局、中国中投证券财富研究部

图 2 2015 年各国保健品人均消费金额对比 (美元)



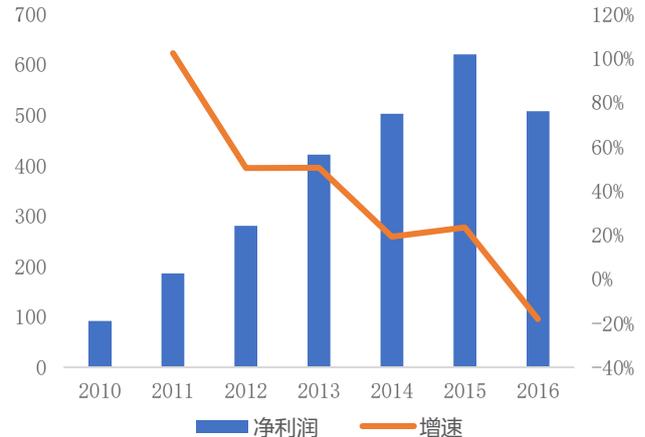
资料来源：欧睿资讯、中国中投证券财富研究部

图 3 2010-2016 年营业总收入 (百万元) 及增速



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 4 2010-2016 年净利润 (百万元) 及增速



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

公司 2015 年提出全新品牌推广策略,力求从产品/品牌、渠道、国际合作三个方面为公司获取新的业务增长点以及为长远发展奠定基础。在产品/品牌方面,公司加大了品牌建设费用投入,针对主品牌进行了更加多元化的新媒体广告投放,并且通过综艺节目冠名以及热门电视剧广告植入扩大品牌影响力。此外公司还积极发力大单品,深入理解及把握消费趋势,夯实消费者洞察基础,积极布局高增长的细分市场,并且做到精准聚焦目标客户群以及打造细分功能的专业化品牌形象。渠道方面,公司在夯实线下传统药店渠道优势的同时,亦积极布局线上电商,通过打造独特的产品与服务特色激活各渠道的生命力。此外,公司亦积极寻求国际资源的合作以提升公司产品质量和品牌形象。

2017 年为公司全新战略布局实施的第三年,目前来看,公司的策略转变已取得了积极的效果,公司 2017 年一季度营业收入同比增长 12.22%,归母净利润同比增长

25.95%，同时公司日前亦发布了上半年业绩盈喜，预计上半年净利润约 5.4 亿元~6.1 亿元，同比增长 50%-70%。我们认为公司今年全年可持续从“汤臣倍健”电商平台、跨境电商平台和大单品销售三方面获得业务增量。

二、转变策略开启新增长周期

1. 电商平台发展加速

80、90 后的消费习惯已逐步从线下往线上迁移，网购和跨境电商的快速发展对传统的线下销售形式形成冲击，这种变化使得如今药店渠道主要的客户群体转为中老年人，因此购买能力相对有限。在此趋势下，公司积极应对消费习惯的转变，于 2016 年成立了单独的电商部门专门负责品牌的线上销售推广，并于今年投入了一大笔经费用作电商平台的今后发展。

公司今年不仅实现了主品牌“汤臣倍健”线上全品类供货，而且针对年轻群体首次推出线上电商专供产品，如蔓越莓、益生菌固体饮料等，以迎合年轻人的消费需求。由于保健食品（蓝帽子，归属于食品药品监管总局监管）审批时间长，成本高，致使新品上市较慢，不符合线上购物更新换代快的特点，因此电商专供品目前以普通食品（QS，归属于国家质监局监管）类型为主。

基于线上购物的透明化以及便捷性，线上消费者的客户粘性通常与线下相比较低，而专门针对年轻人的线上专供产品以其独有的产品特性，利于在年轻群体中推广，产生客户粘性，同时避免对线下销售造成影响。

图 5 线上专供产品（益生菌固体饮料）



资料来源：天猫、中国中投证券财富研究部

图 6 线上专供产品（蔓越莓维生素 C）



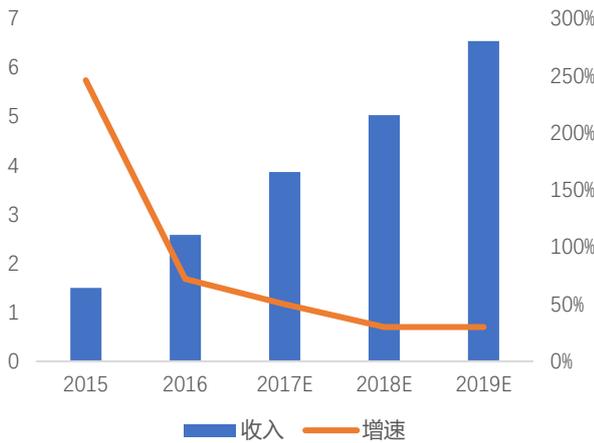
资料来源：天猫、中国中投证券财富研究部

2015 年公司主品牌“汤臣倍健”电商渠道收入达 1.5 亿元，同比增长 246%，占主品牌总收入比例约 8%。2016 年，公司电商收入占总收入的 14%左右，除去互联网子公司广东佰悦下“每日每加”及“健乐多”品牌所贡献的收入外，主品牌去年电商渠道收入约 2.58 亿元，占主品牌总收入比例约 13.8%。我们认为今年在线上专供产品的

收入驱动下，主品牌电商渠道同比增速预计可达 50%，同时线上渠道占比将达 20%。

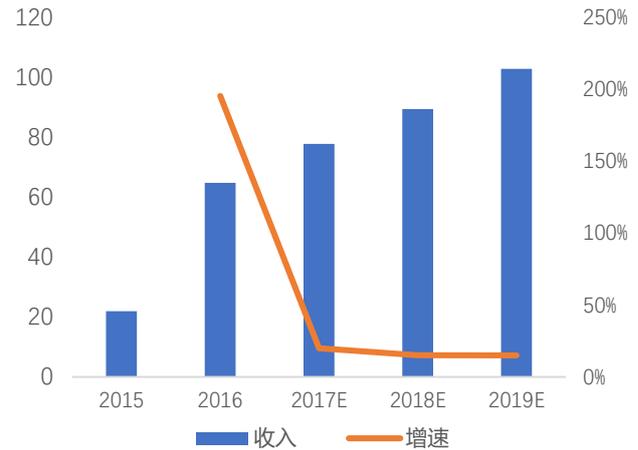
除主品牌的线上电商渠道外，公司 2015 年还先后推出了两个线上专供品牌，分别为针对年轻女性的“每日每加”和针对初阶健身人群的“健乐多”（两品牌皆由控股子公司广东佰悦运营）。广东佰悦 2015 年实现收入 2194 万元（截至 2015 年底，每日每加上市 6 个月，健乐多上市 4 个月），2016 年收入同比增长约 3 倍至 6483 万元。虽然两个品牌并非公司今年主要的市场推广对象，但我们认为线上品牌精准的市场定位可为公司贡献持续稳定的收入增量，预计至 2019 年广东佰悦收入规模可达 1.03 亿元。

图 7 主品牌电商渠道收入（亿元）及增速预测



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 8 广东佰悦收入（百万元）及增速预测



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

2. 大单品战略开启新成长周期

为顺应保健品市场细分品类快速增长的趋势，公司今年目标通过推广“健力多”品牌积极开启“大单品”运营模式，大单品的布局可使公司产品品类更加细化，力求精准定位目标市场和人群并针对性进行推广和服务，从而提高市场营销效率和增强客户粘性，同时公司在国内膳食补充剂市场的占有率亦有望得到进一步提高。

健力多主要关注中老年人群和运动健身人群的骨骼关节健康问题。有关机构统计显示，中国 65 岁以上人口占总人口比重 1982 年为 4.9%，1990 年为 5.6%，2000 年为 7.1%，2010 年为 8.9%，表明中国已处于老龄化逐步加深的阶段。根据 2011 年第六次人口普查结果显示，40 岁以上人群骨关节患病率为 46.3%，60 岁以上人群的患病率较 40 岁人群高出一倍多，骨关节炎已成为老年人常见的骨病，市场体量庞大。运用氨糖预防骨关节炎已在欧美国家得到了广泛应用，然而在我国仍处于区别于普通补钙的蓝海市场。健力多主力产品“氨糖软骨素钙片”的推出弥补了国内预防骨关节炎保健品市场的空白，其利用氨糖促进软骨再生，修复损伤的关节软骨，减缓骨骼摩擦，使骨骼柔韧、灵活，有效修复软骨，缓解关节疼痛，有望成为健康骨骼市场的代表产品。

健力多此前由汤臣倍健控股子公司佰嘉药业（同时经营“无限能”）经营，主要以收入为考核导向并采取直营模式进行销售，因此运营效率较低，健力多过去三年的市场成效以及利润增长低于预期。2015 年产品收入虽然同比增长 140% 达 1.86 亿元，但由

请务必阅读正文之后的免责条款部分

于管理效率较低以及前期推广开支较大，仍录得亏损约 3000 万元。为更有效的进行大单品运营，公司首先将产品销售考核指标转变为以利润为导向，并将整体经营模式从直营调整为经销，其后公司又将健力多和无限能的品牌运营由佰嘉药业纳入进汤臣药业体系中。

受到渠道转变以及人员调整的影响，广东佰嘉药业去年收入下滑 43.21%，全年亏损 3714 万元。我们认为该营销模式的转变虽然短期影响了公司业绩，但长期有助增强健力多的品牌运营效率。作为公司大单品战略的首个发力品种，健力多未来可与主品牌“汤臣倍健”共享品牌与市场推广团队及资源，双方望发挥协同效应，共同扩大公司品牌知名度以及提高品牌市场占有率。健力多今年 4 月已全面更换了新包装，同时下半年公司将加强产品在央视、卫视及省台等多个平台的广告投放，销售推广力度的进一步加大有望带来销量的大幅增长。在今年全新大单品战略的带动下，我们预计健力多和无限能两品牌总收入可同比增长 45%至 1.9 亿元，同时有望实现盈亏平衡。

图 9 氨糖软骨素钙片新包装



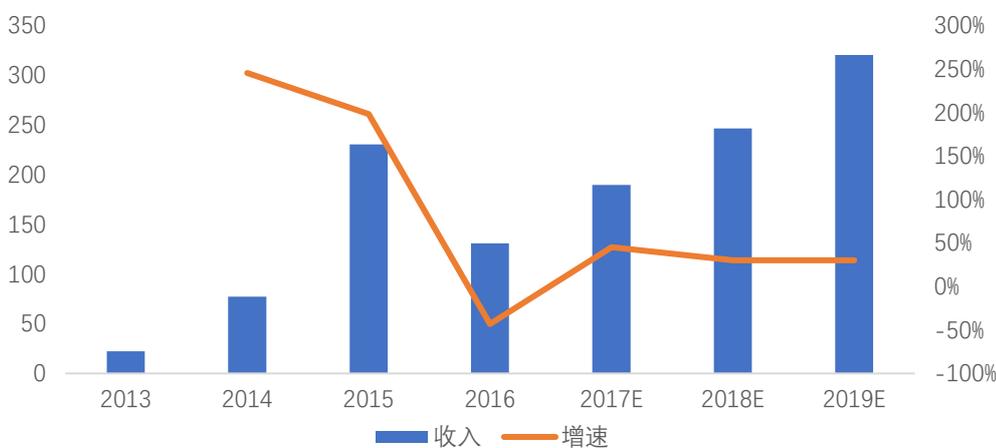
资料来源：公司资料、中国中投证券财富研究部

图 10 氨糖软骨素钙片旧包装



资料来源：公司资料、中国中投证券财富研究部

图 11 健力多和无限能收入总和预测（百万元）



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

目前公司已在筹划第二大单品健视佳（越菊叶黄素），未来公司将积极储备符合消费

请务必阅读正文之后的免责条款部分

者需求的单品品种，并将复制健力多的营销模式到其他的单品上，进行单品轮换，从而实现通过单品收入的提升来保持公司业绩增长的持续爆发力。

3. 跨境电商平台贡献增量收入

近两年，众多海外保健品通过跨境电商加速进入中国，同时包括合生元、新希望等在内的国内企业也在不断收购境外保健品牌，该趋势进一步加剧了国内保健品市场的竞争格局。根据罗兰贝格消费者调研报告显示，目前约有 40%的一至三线城市消费者通过跨境海淘购买国际品牌保健品，其中约有 70%认为国际品牌代表高品质，并愿意为其支付溢价，保健品已成为目前重要的跨境购物品类。

公司去年与 NBTY 共同设立了合资公司健之宝（公司控股 60%），并且 NBTY 将自然之宝（Nature's Bounty）和美瑞克斯（Met-Rx）两大品牌的中国市场业务注入进健之宝中。未来健之宝可获得自然之宝和美瑞克斯两个品牌在中国境内的商标使用权和永久经营权，包括线下业务和国内电商业务，同时合资公司将从事两个品牌的跨境电商业务并承诺未来三年合计净利润不低于 5000 万美元。

我们认为此次公司与 NBTY 的携手有望取得 1+1>2 的效果。一方面，自然之宝部分产品可借助公司所储备的批文实现本土化生产和线下渠道的销售，使其拥有其他海外品牌所不具备的线下优势，同时跨境电商渠道的迅猛发展亦有望为 NBTY 在中国地区带来新的契机。另一方面，两者的合作在可缓解跨境电商趋势对汤臣倍健带来冲击的同时，又可丰富公司的产品品种，覆盖到汤臣倍健此前无法覆盖的人群，并且进一步推高公司线上销售比例。截至目前，健之宝三分之二的业绩由跨境电商贡献。

图 13 自然之宝天猫海外旗舰店



资料来源：天猫、中国中投证券财富研究部

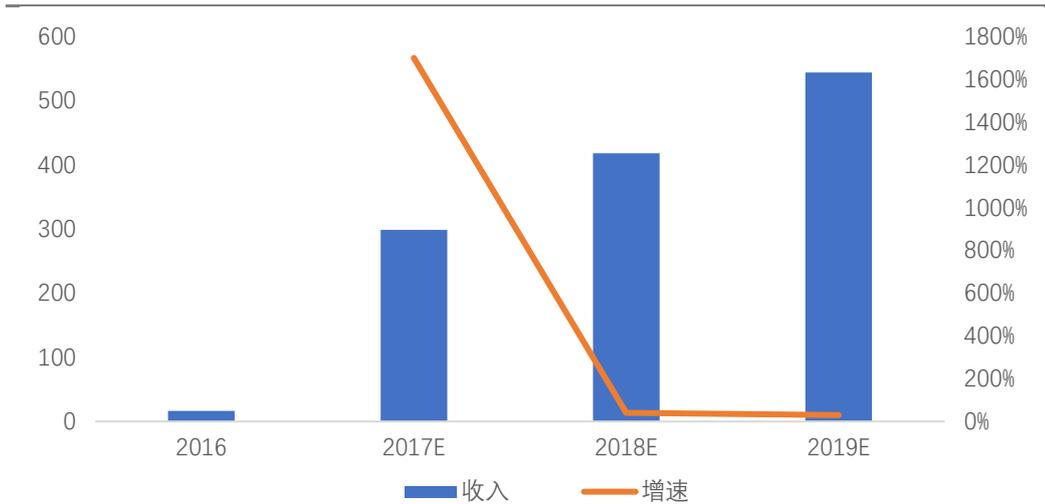
图 14 美瑞克斯天猫海外旗舰店



资料来源：天猫、中国中投证券财富研究部

NBTY 2015 年全球收入为 32 亿美元，其中中国地区销售收入为 12 亿元人民币。健之宝已精选了 100 多个自然之宝和美瑞克斯原装品类布局于国内几大主流跨境电商平台，两品牌的市场营销及推广成效可分别类比 Swisse 和肌肉科技在中国地区的销售情况。基于自然之宝和美瑞克斯今年业绩可全年并表，我们预计 17E/18E/19E 年健之宝收入分别为 2.99/4.18/5.44 亿元。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 11 健之宝收入预测 (百万元)


资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

三、盈利预测与估值

1. 盈利预测

汤臣倍健药业此前主要针对“汤臣倍健”主品牌进行管理和运营，2017年公司将健力多和无限能的销售渠道也交由汤臣药业进行统一管理。我们假设健力多和无限能今年销售收入将同比增长45%，同时线上平台收入占比达20%，预计汤臣倍健药业今年收入将同比增长12.8%至21.2亿元。

广东佰悦主要负责线上品牌健乐多和每日每加的经营推广，由于这两个品牌并非公司今年重点推广的产品，因此我们预计广东佰悦今年收入将保持稳定增长至7780万元。

健之宝主要经营自然之宝和美瑞克斯两个美国品牌在中国地区的线下及跨境电商业务，由于业务交接较慢，去年合资公司收入只在第四季度产生了少量贡献，而今年可实现两品牌收入全年并表。参考其他海外保健品牌在跨境电商上的销量表现，我们预计健之宝今年可贡献收入有望大幅增长至2.99亿元。

结合各子公司的业务增长预测，我们预计公司2017年-2019年营业收入为28.11/32.51/36.62亿元，毛利率分别为65.2%/65.4%/65.5%，3年对应每股收益为0.46/0.54/0.61元。

表 2 公司业绩预测表 (百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
汤臣倍健药业	1883.40	2124.55	2433.80	2705.40
广东佰悦	64.83	77.80	89.47	102.89
健之宝	16.60	298.82	418.34	543.85

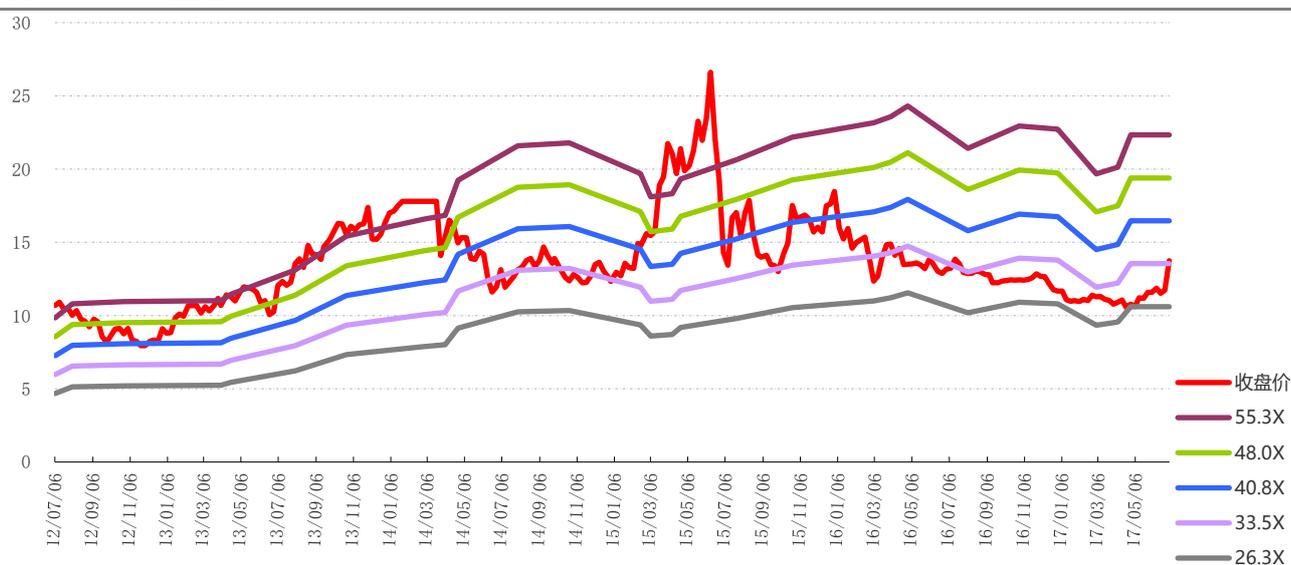
其他	344.27	309.85	309.85	309.85
总收入	2309.11	2811.01	3251.47	3661.99
增速	1.9%	21.7%	15.7%	12.6%
毛利率	64.4%	65.2%	65.4%	65.5%
EPS (元)	0.36	0.46	0.54	0.61

资料来源：中国中投证券财富研究部

2. 估值

公司作为保健品行业龙头企业，规模优势显著。考虑到公司今年三大战略实施所带来的业绩增长，我们参考公司历史 PE，给予公司 2017 年 33.5 倍 PE，对应目标价 15.41 元，相较于现价还有 18% 的上升空间。首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

图 11 汤臣倍健 PE band



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

四、风险提示

健乐多单品推广不及预期。今年为健乐多在汤臣药业下销售第一年，公司投入了大量资源用以产品宣传推广，可获得的成效具有不确定性。

跨境电商产品推广不及预期。跨境电商竞争激烈，价格战或拉低利润率。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3230	3761	4229	4712
现金	2016	2483	2865	3268
应收账款	54	66	76	86
其它应收款	14	16	19	21
预付账款	27	32	36	41
存货	339	408	467	522
其他	780	756	765	774
非流动资产	2099	2008	1913	1817
长期投资	220	220	220	220
固定资产	602	611	586	545
无形资产	190	176	161	146
其他	1087	1002	946	906
资产总计	5328	5769	6142	6529
流动负债	606	662	717	769
短期借款	0	0	0	0
应付账款	185	221	254	285
其他	421	441	463	484
非流动负债	18	17	18	17
长期借款	0	0	0	0
其他	18	17	18	17
负债合计	625	678	735	787
少数股东权益	24	24	24	24
股本	1470	1470	1470	1470
资本公积	1994	1994	1994	1994
留存收益	1286	1603	1919	2254
归属母公司股东权益	4680	5067	5384	5718
负债和股东权益	5328	5769	6142	6529

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	685	674	770	862
净利润	508	679	795	898
折旧摊销	94	79	83	85
财务费用	-43	-62	-74	-84
投资损失	-39	-30	-33	-33
营运资金变动	88	11	-7	-8
其它	77	-3	6	5
投资活动现金流	236	22	18	20
资本支出	150	0	0	0
长期投资	325	-0	0	0
其他	712	22	18	20
筹资活动现金流	-347	-230	-405	-479
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	742	0	0	0
资本公积增加	-645	0	0	0
其他	-445	-230	-405	-479
现金净增加额	574	467	382	403

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2309	2811	3251	3662
营业成本	822	978	1125	1263
营业税金及附加	38	34	39	44
营业费用	639	773	878	989
管理费用	244	275	319	359
财务费用	-43	-62	-74	-84
资产减值损失	12	9	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	39	30	33	33
营业利润	636	833	988	1115
营业外收入	28	29	29	29
营业外支出	10	11	11	11
利润总额	654	852	1006	1133
所得税	146	173	211	235
净利润	508	679	795	898
少数股东损益	-28	0	0	0
归属母公司净利润	535	679	795	898
EBITDA	687	850	998	1115
EPS (元)	0.36	0.46	0.54	0.61

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	1.9%	21.7%	15.7%	12.6%
营业利润	-11.8%	31.0%	18.6%	12.8%
归属于母公司净利润	-15.8%	26.8%	17.1%	12.9%
获利能力				
毛利率	64.4%	65.2%	65.4%	65.5%
净利率	23.2%	24.1%	24.5%	24.5%
ROE	11.4%	13.4%	14.8%	15.7%
ROIC	30.0%	42.9%	53.9%	65.5%
偿债能力				
资产负债率	11.7%	11.8%	12.0%	12.0%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	5.33	5.68	5.90	6.13
速动比率	4.75	5.05	5.23	5.42
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.51	0.55	0.58
应收账款周转率	41	44	44	43
应付账款周转率	6.23	4.82	4.74	4.69
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.46	0.54	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.46	0.52	0.59
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.45	3.66	3.89
估值比率				
P/E	36.26	28.59	24.41	21.62
P/B	4.15	3.83	3.60	3.39
EV/EBITDA	24	19	16	15

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
刘思远,伦敦大学学院经济学学士,伦敦卡斯商学院投资管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434