

2019年03月12日

上海家化 (600315.SH)

动态分析

个人护理带动营收稳健增长，费用控制推升净利润增速

事件

12日晚公司披露2018年年报，全年实现营收71.38亿元/+10.01%，实现净利5.40亿元/+38.63%，每股收益0.81元，拟10股派2.5元。

其中Q4实现营收17.18亿元/+11.66%，净利0.87亿元/+42.15%。

投资要点

◆ **营业收入稳健增长，费用控制推升净利润增速：**分季度看，2018年上海家化各季度营业收入分别同比增长10.3%、8.2%、10.0%、11.7%，归母净利分别同比增长35.9%、45.7%、31.7%、42.2%。营业收入方面，公司四季度继续维持双位数的营收增长，主要是个人护理、家居护理品类营收取得较快增长。净利润方面，全年增速维持在40%左右，费用控制提升净利率，推升全年净利润增速。

分品类看，占主营收入64%的个人护理品类，在六神、汤美星、启初等品牌的带动下，保持近13%的稳健增长；占主营收入33%的美容护理品牌，在佰草集品牌调整及部分渠道增速放缓影响下，实现了近4%的营收增长。

分渠道看，公司线上线下营收增速均有所放缓，渠道调整仍在进行。分渠道看，线下渠道营收增长9%至55.26亿元，线上渠道营收增长13%至16.03亿元，线上线下渠道增速均有所放缓。

◆ **美妆品类致毛利率降低，费用管控推动利润提升：**盈利能力方面，受市场竞争、促销以及新工厂更高的成本所致，公司毛利率由2017年的64.9%降至2018年的62.8%。由于费用管控良好，全年销售费用率下降2.17pct至40.65%，管理费用及研发费用占营收下降1.00pct至14.47%，由于支付并购款降低利息收入，财务费用率小幅提升，整体期间费用率下降2.78pct至56.0%，覆盖了毛利率降低的影响，并推动利润增速提升。

◆ **年末存货较三季度末有所改善，存货规模及资产减值损失可控：**存货方面，2018年末，公司存货余额8.75亿元。在四季度电商销售与库存清理的带动下，年末存货较三季度末已有改善。2018年公司存货占营收比例由2017年末的11.57%提升至12.26%，存货规模较为可控。资产减值方面，全年资产减值损失约6031万元，占营收比例约0.84%，与2017年大致相当，资产减值损失基本可控。

◆ **日化品牌具有较强竞争力，有望实现稳健增长：**2018年除百货渠道的线下市场中，六神在花露水品类中持续占据近75%市场份额，市占率排名第1；高夫品牌男性面霜市占率第4；启初品牌于婴儿面霜、婴儿沐浴露品类中均排名市场第2。公司典型日化品牌均在其主力品类中取得较高市占率与领先的市场地位。Euromonitor预计2018年至2022年，美妆个护行业市场年复合增速约为8.2%。公司典型日化品牌有望凭借领先的市场地位，在市场规模扩张带动下实现稳步增长。

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2019-03-12)

31.46元

交易数据

总市值(百万元)	21,117.48
流通市值(百万元)	21,117.48
总股本(百万股)	671.25
流通股本(百万股)	671.25
12个月价格区间	23.70/47.23元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.02	-7.82	-2.09
绝对收益	8.3	10.15	-9.56

分析师

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

报告联系人

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

相关报告

- ◆ **美妆品牌佰草集、美加净在典型品类中也有良好表现：**2018年，佰草集在线下百货渠道中维持2.5%的市场份额，市占率排名第12位；美加净品牌在大众手霜品类中维持12.8%的市场份额，市占率排名第1。我国化妆品市场份额较为分散，公司典型品牌佰草集、高夫仍有较大发展空间。
- ◆ **国内化妆品的市场集中度在走低，较小品牌迎来发展机遇：**Euromonitor数据显示，我国化妆品市场CR4由2011年39.4%降低至2016年35.3%。消费者对品牌的粘性不强，愿意尝试新的品牌，为其他小品牌提供快速成长、弯道超车的机会。目前国产品牌开始入围国内化妆品市场前十，2017年国内化妆品市场规模TOP10中，有三个国产品牌入围，上海上美、百雀羚和伽蓝集团。国产三大品牌市占率合计7.1%，与第一名宝洁10.1%的份额仍有较大差距。但从2008年、2012年、2017年这三年市场份额TOP10品牌变迁看，国产品牌已经取得较大进步。
- ◆ **投资建议：**上海家化是我国历史悠久的日化企业之一，2018年公司个护、家护品类带动营收稳健增长，费用控制推动净利润较快提升。公司日化品类有望凭借细分市场领先地位取得稳健增长，美妆品类有望迎来国产化妆品品牌发展机遇。我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为0.96、1.20和1.45元。净资产收益率分别为10.4%、11.9%和12.9%，目前公司PE(2019E)约为33倍，给予“增持-A”建议。
- ◆ **风险提示：**1. 社会消费品零售增速放缓；2. 佰草集等美妆品牌渠道改善仍存不确定性；3. 海外品牌对高端化妆品市场影响较大；4. 公司未来广告营销或推升费用率。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入(百万元)	6,488.2	7,137.9	8,122.0	9,512.6	10,950.1
同比增长(%)	21.9%	10.0%	13.8%	17.1%	15.1%
营业利润(百万元)	482.3	646.3	777.7	970.2	1,173.9
同比增长(%)	76.5%	34.0%	20.3%	24.8%	21.0%
净利润(百万元)	389.8	540.4	642.1	806.7	974.1
同比增长(%)	80.4%	38.6%	18.8%	25.6%	20.8%
每股收益(元)	0.58	0.81	0.96	1.20	1.45
PE	54.2	39.1	32.9	26.2	21.7
PB	3.9	3.6	3.4	3.1	2.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、营业收入稳健增长，费用控制推升净利润增速.....	4
(一) 个人护理带动营收稳健增长，美妆护理有所调整.....	4
(二) 美妆品类致毛利率降低，费用管控推动利润提升.....	5
二、日化品类有望稳步增长，国产美妆迎来发展机遇.....	6
(一) 日化品类市占率较高，受益市场扩张稳健增长.....	6
(二) 国内化妆品集中度降低，国产品牌迎来发展机遇.....	7
三、盈利预测.....	8
四、风险提示.....	9

图表目录

图 1: 上海家化近五年营业收入.....	4
图 2: 上海家化近五年归母净利.....	4
图 3: 上海家化近两年季度营业收入.....	4
图 4: 上海家化近两年季度归母净利.....	4
图 5: 上海家化 2018 年分品类营业收入及毛利润占比.....	5
图 6: 上海家化分渠道营业收入及其增长.....	5
图 7: 上海家化近五年利润率.....	6
图 8: 上海家化近五年费用率.....	6
图 9: 上海家化近五年存货.....	6
图 10: 上海家化近五年资产减值损失.....	6
图 11: 六神品牌部分子品类线下市占率.....	7
图 12: 美加净、启初部分子品类线下市占率.....	7
图 13: 佰草集部分子品类线下市占率.....	7
图 14: 高夫部分子品类线下市占率.....	7
图 15: 我国化妆品集中度存在下降趋势.....	8
表 1: 我国化妆品行业前十大公司市占率情况.....	8
表 2: 上海家化主营业务收入拆分及预测.....	8

一、营业收入稳健增长，费用控制推升净利润增速

3月12日晚，上海家化披露2018年年度报告。该年度，公司实现营业收入71.38亿元，同比增长10.01%，实现归母净利5.40亿元，同比增长38.63%，每股收益约为0.81元，拟每10股派息2.5元。其中Q4公司实现营业收入17.18亿元，同比增长11.66%，实现归母净利0.87亿元，同比增长42.15%。

（一）个人护理带动营收稳健增长，美妆护理有所调整

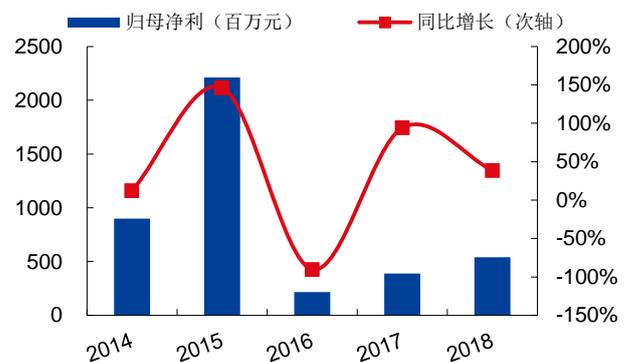
分季度看，2018年上海家化各季度营业收入分别同比增长10.3%、8.2%、10.0%、11.7%，归母净利分别同比增长35.9%、45.7%、31.7%、42.2%。营业收入方面，公司四季度维持双位数的营收增长，主要是个人护理、家居护理品类营收较快增长。净利润方面，全年增速维持在40%左右，费用控制提升净利率，推升全年净利润增速。

图1：上海家化近五年营业收入



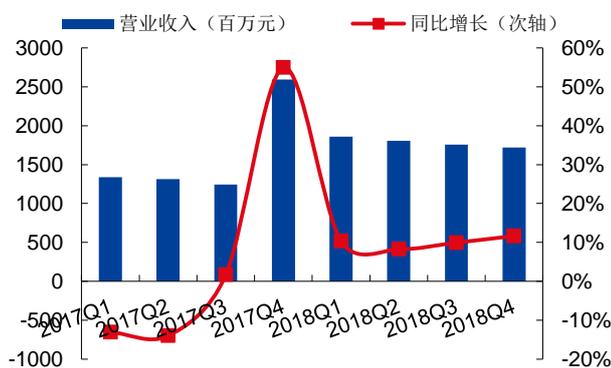
资料来源：Wind，华金证券研究所

图2：上海家化近五年归母净利



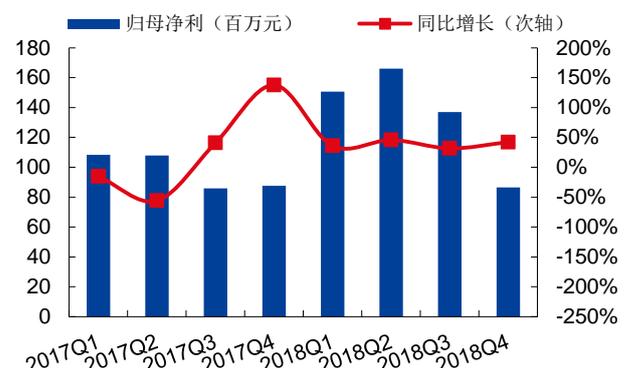
资料来源：Wind，华金证券研究所

图3：上海家化近两年季度营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图4：上海家化近两年季度归母净利



资料来源：Wind，华金证券研究所

分品类看，个人护理稳健增长，美妆护理有所调整：2018年二季度起，公司分品类统计口径略作调整，将婴幼儿喂哺品类的汤美星、启初品牌归入个人护理，我们按照类似方法调整2017年品类数据。

营业收入端，分品类看，占主营收入 64%的个人护理品类，在六神、汤美星、启初等品牌的带动下，保持近 13%的稳健增长；占主营收入 33%的美容护理品牌，在佰草集品牌调整及部分渠道增速放缓影响下，实现了近 4%的营收增长。

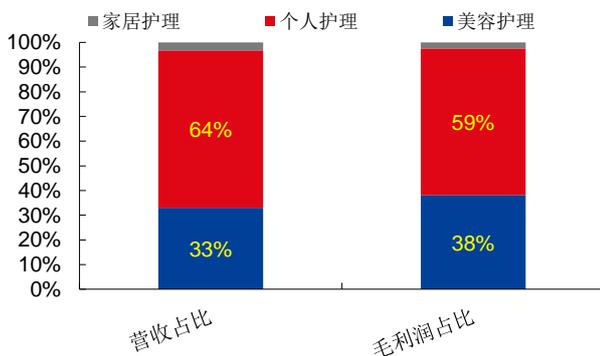
毛利润端，分品类看，由于口径向前追溯调整后，2018 年个人护理品类毛利率继续提升 2.23pct 至 58.58%，美容护理品类毛利率下降 8.07pct 至 72.62%，最终个人护理、美容护理分别占据公司主营业务毛利润的 59%与 38%。毛利率变化使 2018 年个人护理品类毛利润同比提升 17%至 26.60 亿元，美容护理毛利润同比下降 6%至 17.10 亿元。

分渠道看，公司线上线下营收增速均有所放缓，渠道调整仍在进行。分渠道看，线下渠道营收增长 9%至 55.26 亿元，线上渠道营收增长 13%至 16.03 亿元，线上线下渠道增速均有所放缓。

线下方面，公司百货渠道优化了终端形象，力争提升单产与控制应收；化妆品专营店数量由 2017 年末的 1.17 万家增加至 2018 年末的 1.3 万家，未来将继续加强门店拓展；母婴渠道、经销商分销、KA 渠道通过跨品牌联合促销，互相引流，实现了较市场更快的增速。

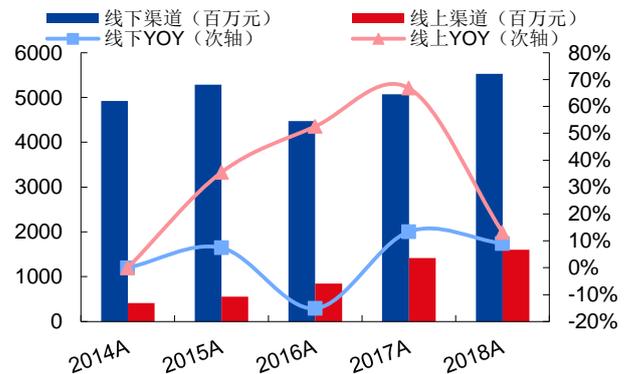
线上方面，目前公司与优秀的第三方运营合作，提升公司线上业务增速，目前电商平台表现良好。线上渠道增速放缓，主要在于**特殊渠道**上半年未达预期，下半年该渠道正逐步建立可持续的业务模式，未来或将平稳增长。

图 5：上海家化 2018 年分品类营业收入及毛利润占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：上海家化分渠道营业收入及其增长

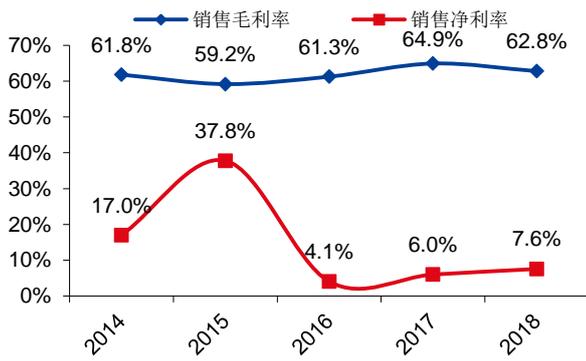


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）美妆品类致毛利率降低，费用管控推动利润提升

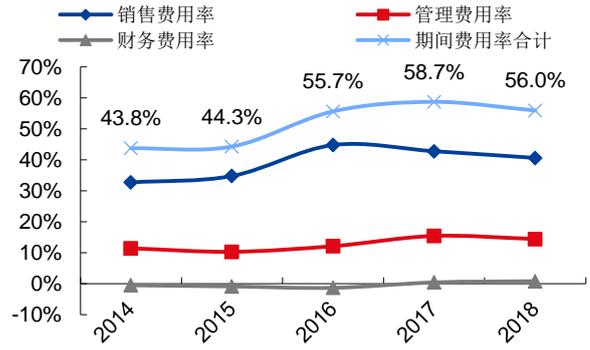
美妆品类致毛利率降低，费用管控推动利润提升：盈利能力方面，受市场竞争、促销以及新工厂更高的成本所致，公司**毛利率**由 2017 年的 64.9%降至 2018 年的 62.8%。由于费用管控良好，全年销售费用率下降 2.17pct 至 40.65%，管理费用及研发费用占营收下降 1.00pct 至 14.47%，由于支付并购款降低利息收入，财务费用率小幅提升，整体**期间费用率**下降 2.78pct 至 56.0%，覆盖了毛利率降低的影响。

图 7：上海家化近五年利润率



资料来源：Wind，华金证券研究所

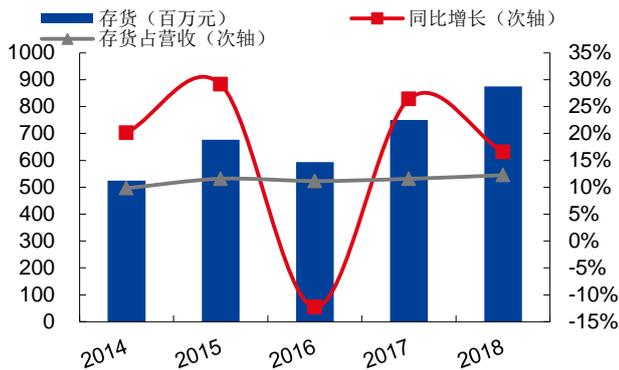
图 8：上海家化近五年费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

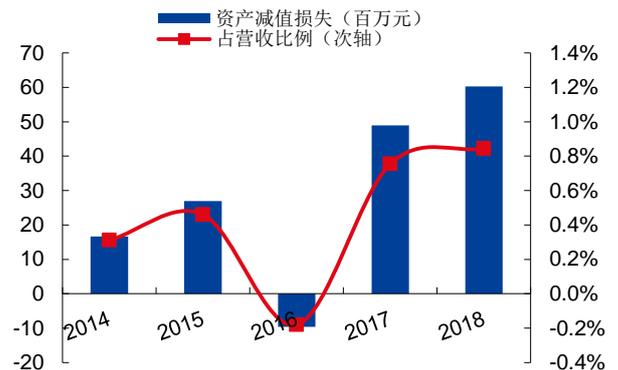
年末存货较三季度末有所改善，存货规模及资产减值损失可控：存货方面，2018 年末，公司存货余额 8.75 亿元。在四季度电商销售与库存清理的带动下，年末存货较三季度末已有改善。2018 年公司存货占营收比例由 2017 年末的 11.57% 提升至 12.26%，存货规模较为可控。资产减值方面，全年资产减值损失约 6031 万元，占营收比例约 0.84%，与 2017 年大致相当，资产减值损失基本可控。

图 9：上海家化近五年存货



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：上海家化近五年资产减值损失



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、日化品类有望稳步增长，国产美妆迎来发展机遇

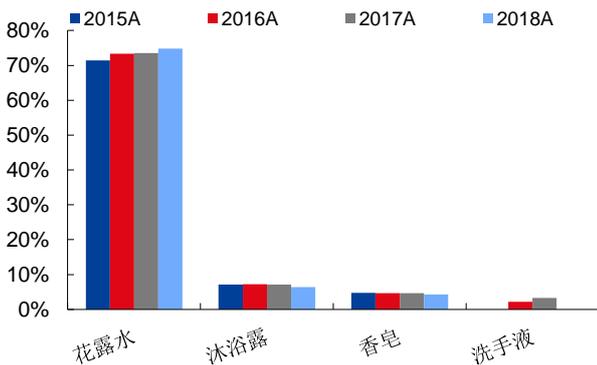
(一) 日化品类市占率较高，受益市场扩张稳健增长

日化品牌六神、高夫、启初，在部分品类中具有较强竞争力，有望受益市场扩张，实现稳健增长：2018 年除百货渠道的线下市场中，六神在花露水品类中持续占据近 75% 市场份额，市占率排名第 1，并在沐浴露、香皂品类中市占率排名保持前 4；高夫品牌在除百货外的线下渠道中，保持男性面霜市占率第 4 的领先地位；启初品牌于婴儿面霜、婴儿沐浴露品类中分别占据 13.6%、6.6% 的市场份额，均排名市场第 2。公司日化品牌在其主力品类中取得较高市占率与领先的市场地位。

另据公司公告，Euromonitor 预计 2018 年至 2022 年，美妆个护行业市场规模或将由 3616 亿元提升至 5352 亿元，年复合增速约为 8.2%。上海家化日化品牌有望凭借领先的市场地位，在市场规模扩张带动下实现稳步增长。

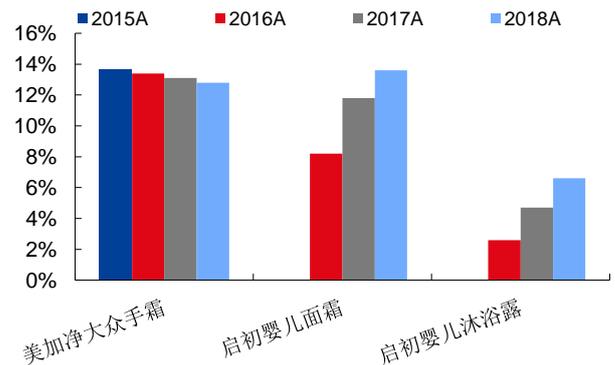
美妆品牌佰草集、美加净在典型品类中也有良好表现：2018 年，佰草集在线下百货渠道中维持 2.5% 的市场份额，市占率排名第 12 位；美加净品牌在大众手霜品类中维持 12.8% 的市场份额，市占率排名第 1。我国化妆品市场规模持续扩张，且市场份额较为分散，2017 年 CR10 约 39%，公司美妆品牌佰草集、高夫仍有较大发展空间。

图 11：六神品牌部分子品类线下市占率



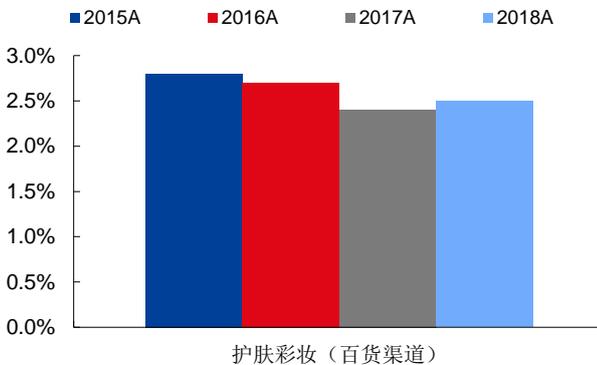
资料来源：公司公告，尼尔森，华金证券研究所

图 12：美加净、启初部分子品类线下市占率



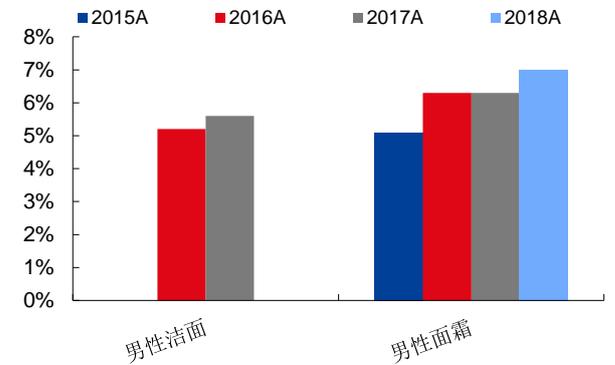
资料来源：公司公告，尼尔森，华金证券研究所

图 13：佰草集部分子品类线下市占率



资料来源：公司公告，中怡康，华金证券研究所

图 14：高夫部分子品类线下市占率



资料来源：公司公告，尼尔森，华金证券研究所

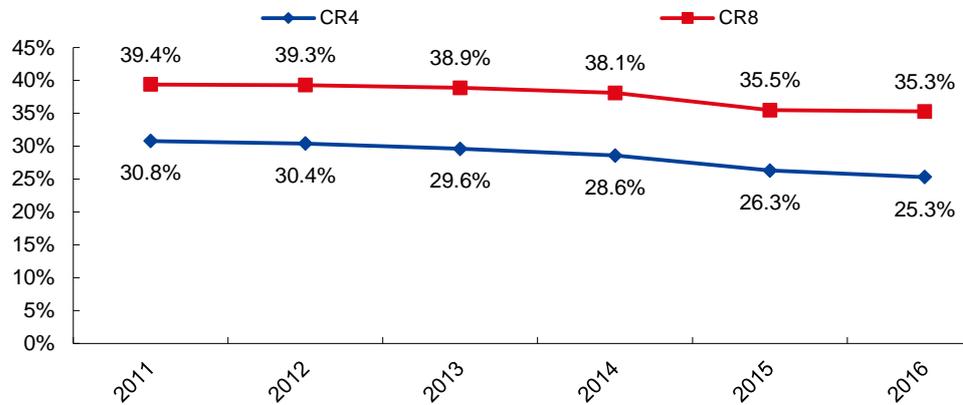
（二）国内化妆品集中度降低，国产品牌迎来发展机遇

国内化妆品的市场集中度走低，较小品牌迎来发展机遇：据 EMIS，Euromonitor 数据显示，我国化妆品市场 CR4 由 2011 年 39.4% 降低至 2016 年 35.3%。消费者对品牌的粘性不强，可选化妆品品牌太多，消费者愿意尝试新的品牌。正因为消费者对品牌粘性不强，这给其他小品牌有了快速成长、弯道超车的机会。

国产品牌开始入围国内化妆品市场前十，已有较大进步：2017 年国内化妆品市场规模 TOP10 中，有三个国产品牌入围，上海上美、百雀羚和伽蓝集团。国产三大品牌市占率合计 7.1%，与

第一名宝洁 10.1%的份额仍有较大差距。但从 2008 年、2012 年、2017 年这三年市场份额 TOP10 品牌变迁看，国产品牌已经取得较大进步。

图 15：我国化妆品集中度存在下降趋势



资料来源：EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

表 1：我国化妆品行业前十大公司市占率情况

市场排名	2008		2012		2017	
	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
1	宝洁	16%	宝洁	14.20%	宝洁	10.10%
2	欧莱雅	7.40%	欧莱雅	9.10%	欧莱雅	8.50%
3	联合利华	3.60%	联合利华	3.70%	资生堂	3.10%
4	资生堂	3.50%	资生堂	3.40%	高露洁	2.80%
5	安利集团	3.30%	高露洁	2.80%	联合利华	2.80%
6	高露洁	2.80%	安利集团	2.80%	上海上美	2.60%
7	拜尔斯道夫	2.60%	玫琳凯	2.70%	雅诗兰黛	2.50%
8	强生	2.40%	拜尔斯道夫	2.40%	爱茉莉太平洋	2.50%
9	玫琳凯	1.90%	强生	1.80%	百雀羚	2.30%
10	完美	1.80%	雅诗兰黛	1.70%	伽蓝集团	2.20%
CR5		33.80%		33.20%		27.30%
CR10		45.30%		44.60%		39.40%

资料来源：EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

三、盈利预测

上海家化是我国历史悠久的日化企业之一，2018 年公司个护、家护品类带动营收稳健增长，费用控制推动净利润较快提升。公司日化品类有望凭借细分市场领先地位取得稳健增长，美妆品类有望迎来国产化化妆品品牌发展机遇。

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.96、1.20 和 1.45 元。净资产收益率分别为 10.4%、11.9%和 12.9%，目前公司 PE（2019E）约为 33 倍，给予“增持-A”建议。

表 2：上海家化主营业务收入拆分及预测

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
美容护理	营业收入	1955.27	2270.74	2355.09	2590.59	3108.71	3668.28

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	增长率	-6.88%	16.13%	3.71%	10.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	77.70%	80.69%	72.62%	71.00%	72.00%	73.00%
个人护理	营业收入		4027.57	4541.13	5222.30	6005.64	6786.37
	增长率			12.75%	15.00%	15.00%	13.00%
	毛利率		56.35%	58.58%	59.30%	59.30%	59.00%
家居护理	营业收入		165.28	233.14	303.08	394.00	492.50
	增长率			41.05%	30.00%	30.00%	25.00%
	毛利率		53.55%	46.64%	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务	营业收入		23.67	8.60	6.02	4.21	2.95
	增长率			-63.66%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
	毛利率		93.91%	33.14%	33.00%	33.00%	33.00%
合计	营业收入	5320.28	6487.26	7137.95	8121.99	9512.57	10950.10
	增长率	-8.66%	21.93%	10.03%	13.79%	17.12%	15.11%
	毛利率	61.27%	64.94%	62.79%	62.67%	63.05%	63.28%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、风险提示

1. 社会消费品零售增速放缓；2. 佰草集等美妆品牌渠道改善仍存不确定性；3. 海外品牌对高端化妆品市场影响较大；4. 公司未来广告营销或推升费用率。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,488.2	7,137.9	8,122.0	9,512.6	10,950.1	年增长率					
减:营业成本	2,275.6	2,655.9	3,032.3	3,514.6	4,021.1	营业收入增长率	21.9%	10.0%	13.8%	17.1%	15.1%
营业税费	57.6	55.6	73.1	81.4	92.5	营业利润增长率	76.5%	34.0%	20.3%	24.8%	21.0%
销售费用	2,778.1	2,901.4	3,265.0	3,805.0	4,380.0	净利润增长率	80.4%	38.6%	18.8%	25.6%	20.8%
管理费用	1,003.7	883.3	990.9	1,151.0	1,325.0	EBITDA 增长率	115.8%	49.4%	8.6%	21.6%	16.0%
财务费用	29.8	60.9	66.1	66.8	37.4	EBIT 增长率	128.7%	51.5%	19.1%	22.9%	16.8%
资产减值损失	49.0	60.3	54.6	57.5	56.1	NOPLAT 增长率	178.6%	39.6%	18.7%	23.2%	16.7%
加:公允价值变动收益	-2.1	-2.8	-	-	-	投资资本增长率	103.5%	12.4%	-8.8%	-10.2%	-12.8%
投资和汇兑收益	145.5	129.9	137.7	133.8	135.8	净资产增长率	2.1%	8.1%	6.7%	9.7%	10.6%
营业利润	482.3	646.3	777.7	970.2	1,173.9	盈利能力					
加:营业外净收支	-11.1	-0.1	-5.6	-2.8	-4.2	毛利率	64.9%	62.8%	62.7%	63.1%	63.3%
利润总额	471.2	646.2	772.1	967.4	1,169.7	营业利润率	7.4%	9.1%	9.6%	10.2%	10.7%
减:所得税	81.4	105.9	130.0	160.6	195.6	净利润率	6.0%	7.6%	7.9%	8.5%	8.9%
净利润	389.8	540.4	642.1	806.7	974.1	EBITDA/营业收入	8.6%	11.7%	11.2%	11.6%	11.7%
						EBIT/营业收入	7.2%	9.9%	10.4%	10.9%	11.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	44.0%	42.8%	48.5%	40.0%	44.3%
货币资金	1,331.0	1,105.5	1,624.4	1,902.5	2,981.7	负债权益比	78.6%	74.8%	94.2%	66.6%	79.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.74	1.78	1.41	1.54	1.53
应收帐款	990.4	1,030.3	1,677.0	1,254.9	1,665.1	速动比率	1.44	1.45	1.11	1.32	1.27
应收票据	10.0	1.1	53.0	19.6	10.9	利息保障倍数	15.68	11.63	12.76	15.53	32.42
预付帐款	63.3	78.3	123.9	87.0	132.0	营运能力					
存货	750.4	874.8	1,433.1	851.4	1,382.6	固定资产周转天数	14	37	53	45	39
其他流动资产	1,224.9	1,687.4	1,771.8	1,860.4	1,953.4	流动营业资本周转天数	49	39	36	17	1
可供出售金融资产	548.6	707.5	742.9	780.0	819.0	流动资产周转天数	271	231	254	240	232
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	48	51	60	55	48
长期股权投资	207.0	276.2	276.2	276.2	276.2	存货周转天数	37	41	51	43	37
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	478	498	492	442	408
固定资产	297.1	1,188.9	1,194.3	1,193.7	1,189.5	投资资本周转天数	171	221	197	152	117
在建工程	928.9	17.5	8.7	4.4	2.2	费用率					
无形资产	821.8	816.3	794.0	772.7	754.3	销售费用率	42.8%	40.6%	40.2%	40.0%	40.0%
其他非流动资产	2,430.6	2,376.2	2,346.4	2,330.2	2,349.8	管理费用率	15.5%	12.4%	12.2%	12.1%	12.1%
资产总额	9,604.0	10,160.1	12,045.7	11,332.9	13,516.5	财务费用率	0.5%	0.9%	0.8%	0.7%	0.3%
短期债务	18.5	-	323.6	71.3	-	三费/营业收入	58.7%	53.9%	53.2%	52.8%	52.4%
应付帐款	2,075.2	827.6	2,204.7	1,468.9	2,842.5	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	7.3%	9.3%	10.4%	11.9%	12.9%
其他流动负债	414.3	1,863.8	2,220.1	2,346.7	2,475.0	ROA	4.1%	5.3%	5.3%	7.1%	7.2%
长期借款	1,078.7	1,072.5	483.8	-	-	ROIC	20.9%	14.3%	15.1%	20.4%	26.5%
其他非流动负债	640.6	583.0	612.2	642.8	674.9	分红指标					
负债总额	4,227.4	4,347.0	5,844.4	4,529.7	5,992.5	DPS(元)	0.18	0.25	0.29	0.36	0.44
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	31.1%	31.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	673.4	671.2	671.2	671.2	671.2	股息收益率	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%
留存收益	4,645.9	5,045.2	5,530.0	6,131.9	6,852.8						
股东权益	5,376.6	5,813.1	6,201.3	6,803.1	7,524.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.58	0.81	0.96	1.20	1.45
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	8.01	8.66	9.24	10.14	11.21
净利润	389.8	540.4	642.1	806.7	974.1	PE(X)	54.2	39.1	32.9	26.2	21.7
加:折旧和摊销	185.4	196.6	65.7	68.7	71.9	PB(X)	3.9	3.6	3.4	3.1	2.8
资产减值准备	49.0	60.3	-	-	-	P/FCF	-34.7	3,700.8	27.1	41.9	15.2
公允价值变动损失	2.1	2.8	-	-	-	P/S	3.3	3.0	2.6	2.2	1.9
财务费用	51.1	62.4	66.1	66.8	37.4	EV/EBITDA	35.6	23.8	21.1	16.4	13.2
投资损失	-145.5	-129.9	-137.7	-133.8	-135.8	CAGR(%)	27.4%	21.7%	43.8%	27.4%	21.7%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	2.0	1.8	0.8	1.0	1.0
营运资金的变动	1,060.8	990.3	409.1	423.8	444.1	ROIC/WACC	2.0	1.4	1.5	2.0	2.6
经营活动产生现金流量	861.8	894.7	1,045.3	1,232.2	1,391.7						
投资活动产生现金流量	532.1	-841.8	62.4	54.2	49.8						
融资活动产生现金流量	-2,102.6	-220.3	-588.8	-1,008.2	-362.3						

资料来源: 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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com