

业绩稳步提升，智慧苏宁引领零售新时代

投资要点

- **事件：**公司 2018 年实现营收 2453.1 亿元，同比增加 30.5%，归母净利润 133.20 亿元，同比增加 216.2%。扣非后归母净利润同比减少 306.7%。
- **毛利率提升，期间费用率略有增长：**（1）商品结构调整、增值业务收入增加使毛利率提升。2018 年毛利率上升 0.91pp 至 15%。（2）人员费用率上升、广告投入加大、借款规模增加、计提利息使期间费用率略有增长。2018 年期间费用率（含研发费用）上升 0.46pp 至 14.2%。其中销售费用率下降 0.34pp 至 10.6%，“管理+研发”费用率上升 0.45pp 至 3.1%，财务费用率上升 0.34pp 至 0.5%。
- **产品：**各产品均稳健增长，小家电产品、金融业务表现凸出。（1）**3C 产品：**2018 年公司依托于苏宁易购直营店、零售云加盟店，加快下沉三四级市场，3C 品类继续保持较快增长，毛利率也有一定改善。其中通讯类产品实现营收 643.8 亿元，同比+31%。（2）**传统家电：**公司升级线下渠道，拓展商超渠道，促进家电产品销售提升并改善毛利。其中小家电等实现营收 570.4 亿元，同比+68.5%；数码及 IT 产品实现营收 303.6 亿元，同比+20.9%。（3）**生活、母婴、百货日用等产品：**2018 年受房地产市场影响，厨卫产品销售表现较弱。公司加强了生活、母婴、百货日用等产品的运营，同时公司加快线下专业店面以及苏宁小店的开设。（4）**服务及其他：**公司供应链金融业务、物流社会化业务发展迅速，带来收入的快速增长。2018 年公司金融业务实现营收 15.9 亿元，同比+80.4%。
- **地区：**公司各地区销售保持快速增长。（1）**华东地区：**为公司的主要收入来源地区，2018 年华东一区实现营收 715.7 亿元，同比+35.7%；华东二区实现营收 382.9 亿元，同比+32.7%，二者合计收入占总营收的 44.9%。（2）**华北地区：**公司的第二大收入来源地区，2018 年华北地区实现营收 367.8 亿元，同比+20.1%，占比为 15%。（3）**日本地区：**公司在海外的销售地区主要为日本和香港，2018 年日本地区的销售增速强劲，实现营收 70.8 亿元，同比+82.8%。
- **盈利预测与评级。**考虑到 2019 年苏宁金服将不纳入公司并表，增加投资收益 116.6 亿元，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 158.0 亿元、29.0 亿元、34.8 亿元，EPS 分别为 1.70 元、0.31 元、0.37 元，对应 PE 分别为 7/40/34 倍。考虑到公司仍处于展店、渠道下沉过程中，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场风险，外汇风险，门店扩张速度未达预期风险。

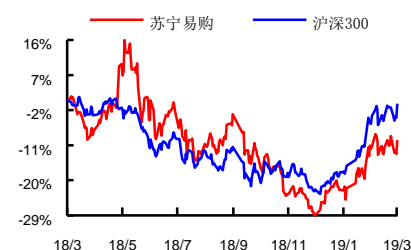
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	244956.57	315936.58	391953.49	479128.61
增长率	30.35%	28.98%	24.06%	22.24%
归属母公司净利润（百万元）	13327.56	15800.72	2900.97	3480.01
增长率	216.38%	18.56%	-81.64%	19.96%
每股收益 EPS（元）	1.43	1.70	0.31	0.37
净资产收益率 ROE	14.33%	15.69%	2.89%	3.37%
PE	9	7	40	34
PB	1.44	1.25	1.25	1.22

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn
 联系人：嵇文欣
 电话：021-58351812
 邮箱：jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

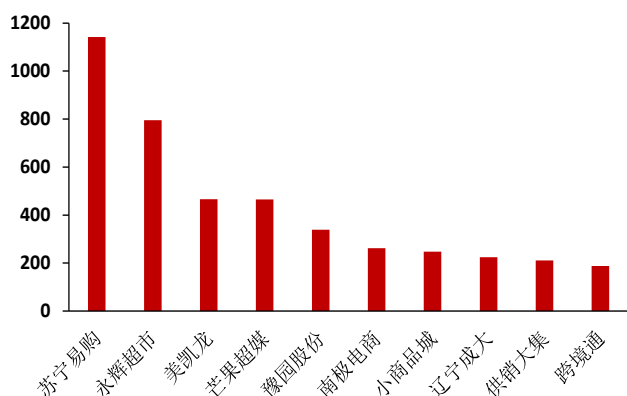
总股本(亿股)	93.10
流通 A 股(亿股)	59.09
52 周内股价区间(元)	9.85-16.27
总市值(亿元)	1,168.41
总资产(亿元)	1,890.43
每股净资产(元)	8.78

相关研究

1 科技苏宁带来转型，智慧零售引领潮流

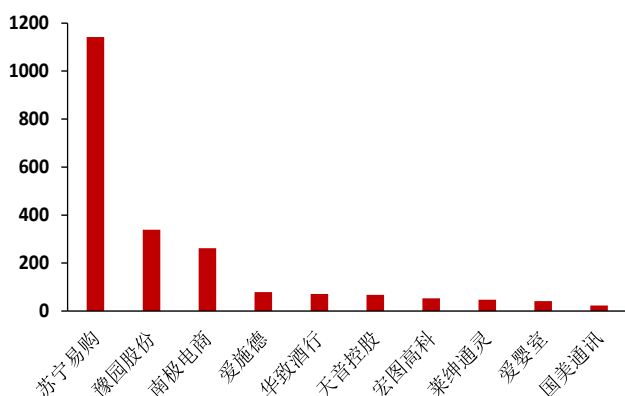
苏宁易购集团股份有限公司是中国领先的 O2O 智慧零售商。苏宁易购的前身系于 1996 年 5 月 15 日在江苏省南京市注册成立的江苏苏宁交家电有限公司。2018 年 2 月公司更名为“苏宁易购集团股份有限公司”。公司以家电 3C 店为主导，同步发力母婴店、超市店、社区便利店、苏宁易购直营店，不断丰富线下的经营业态。成立于 1990 年的苏宁，面对互联网、物联网、大数据时代，持续推进智慧零售和线上线下融合战略，全品类经营、全渠道运营、全球化拓展，开放物流云、数据云和金融云，通过门店端、PC 端、移动端和家庭端的四端协同，实现一站式服务体验。截止 2019 年 3 月，公司在国内商业贸易行业（申万）、专业连锁行业（申万）总市值均排名第一。

图 1：国内商业贸易行业（申万）企业市值 TOP10（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

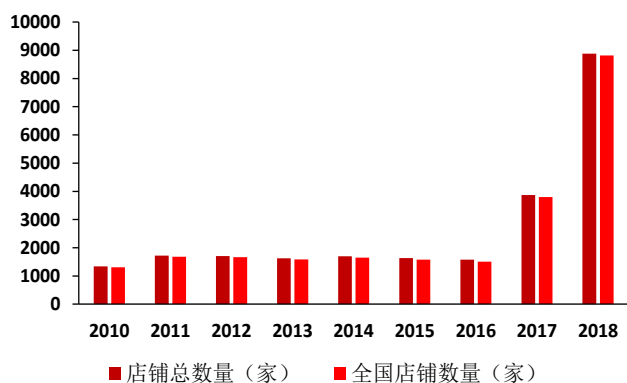
图 2：国内专业连锁行业（申万）企业市值 TOP10（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

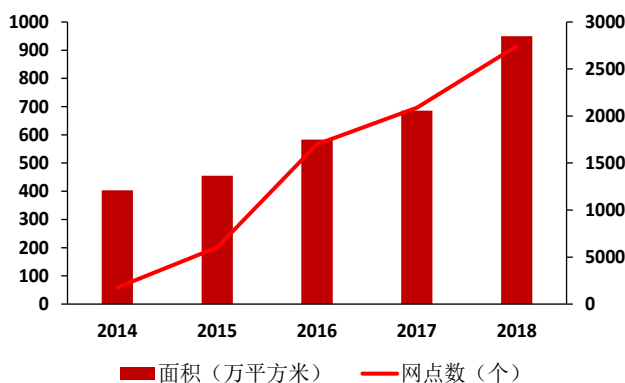
连锁网络覆盖广泛，供应链全流程服务。2018 年苏宁易购线下连锁网络已覆盖海内外，拥有苏宁易购广场、苏宁云店、苏鲜生、苏宁红孩子、苏宁极物、苏宁汽车超市、苏宁易购直营店、苏宁小店等业态，自营创新互联网门店和网点超 10000 家，稳居国内线下连锁前列；苏宁易购线上通过自营、开放和跨平台运营，跻身中国 B2C 市场前三，且在主流电商中增速领先。同时，苏宁物流专业从事仓储、配送等供应链全流程服务，致力于打造中国商业领域最具效率的消费品仓储服务和智慧物流服务平台。目前已经拥有高标准的自建仓库群，至 2018 年苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 950 万平方米，拥有快递网点 2.7 万个，物流网络覆盖全国 351 个地级城市、2858 个区县级城市。

图 3：公司连锁店铺数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：苏宁物流及天天快递仓储、相关配套面积及快递网点数



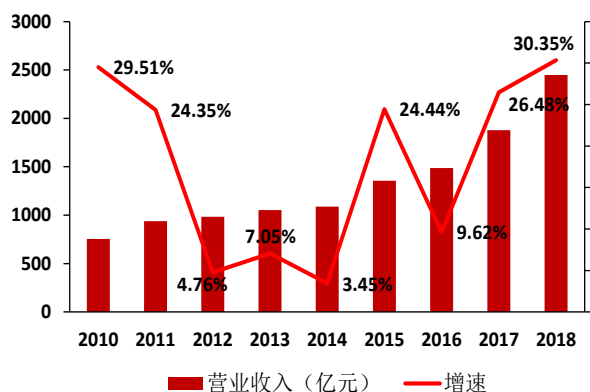
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 线下领军，线上探花，场景融合引领变革

2017 年公司业绩开始回暖。2012 至 2016 年间，由于外部环境的严峻，苏宁面临短期业绩波动。为实现长期增强市场竞争力的目标，几年间苏宁坚定地推进“科技转型、智慧服务”转型战略的实施，积极加快转型进程，探索建立新型商业模式和盈利模式，2017 年公司通过渠道创新、商品经营及服务能力提升，在零售、物流、金融三大业务单元实现快速发展，2017 年实现营业收入 1879 亿元，同比增长 26.5%，实现归母净利润 42.1 亿元，同比增长 498.0%，归母净利润的大幅增长主要系公司出售了部分阿里巴巴股份，带来净利润约 32.85 亿元。

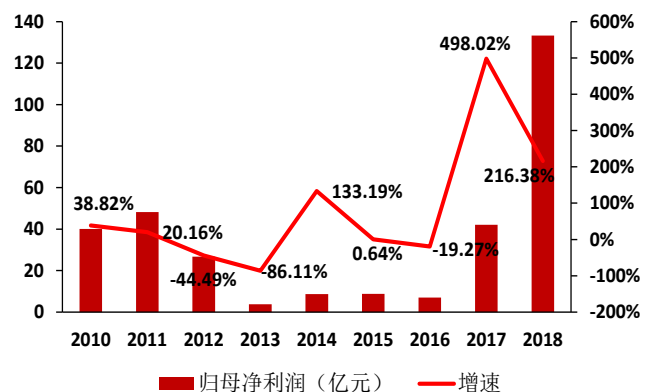
2018 年公司业绩大增。2018 年公司实现营业收入 2449.6 亿元，同比增长 30.4%，归母净利润 133.3 亿元，同比增长 216.4%，出现大幅度业绩提升的主要原因是公司出售持有的阿里巴巴集团 0.3% 的股份，带来净利润 56.0 亿元。扣非后归母净利润为-3.6 亿元，同比减少 306.7%。公司在 2018 年依然维持健康成长状态。

图 5：营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

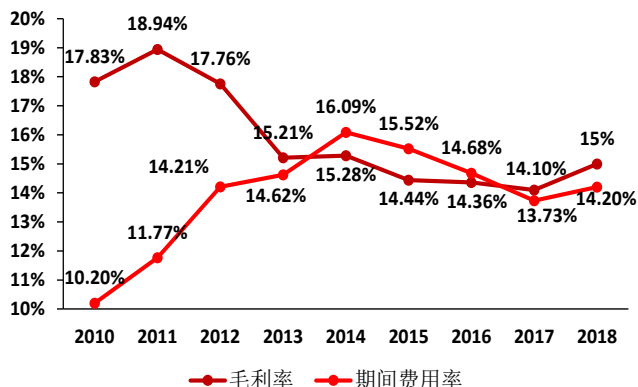
图 6：归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

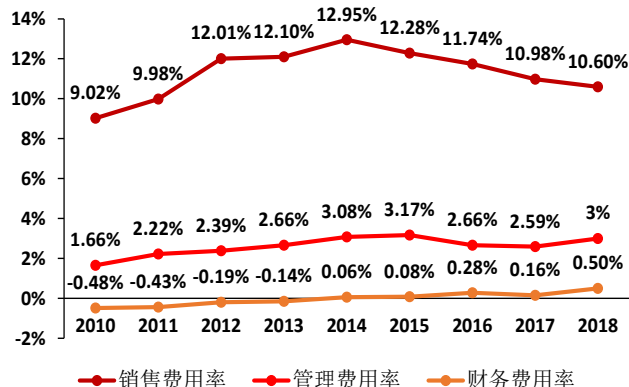
公司盈利能力稳中有升。(1) 毛利率方面，公司一方面优化商品结构和供应链，通过差异化产品运作模式，改善毛利率水平；另一方面，线上销售占比进一步提升，且由于公司实施积极的竞争策略，线上毛利率保持较低水平，对整体毛利率有影响。此外，开放平台、物流、金融方面的增值服务收入增加，有助于毛利率提升。综合来看，2018 年公司毛利率上升 0.91pp 至 15%。**(2) 费用率方面，**公司人员费用率上升、广告投入加大、借款规模增加、计提利息使期间费用率略有增长。2018 年公司期间费用率（含研发费用）上升 0.46pp 至 14.2%。其中销售费用率下降 0.34pp 至 10.6%，“管理+研发”费用率上升 0.45pp 至 3.1%，财务费用率上升 0.34pp 至 0.5%。

图 7：公司毛利率、期间费用率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：18 年含研发费用）

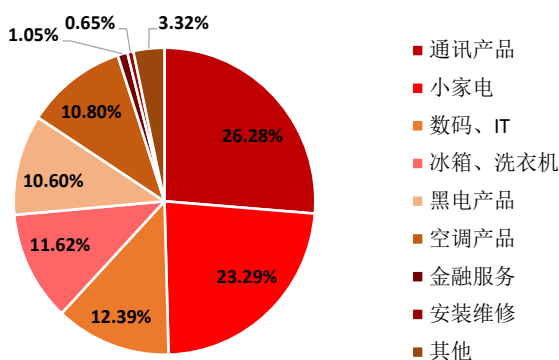
图 8：公司销售、管理、财务费用率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：18 年含研发费用）

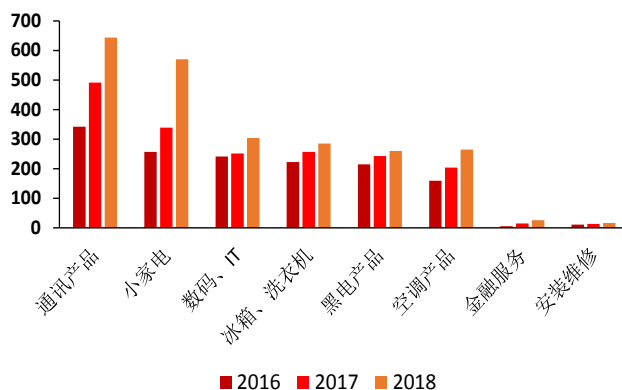
产品结构：各产品均稳健增长，小家电产品、金融业务表现凸出。（1）3C 产品：2018 年公司依托于苏宁易购直营店、零售云加盟店，加快下沉三四级市场，推进低线市场的覆盖，3C 品类继续保持较快增长，毛利率也有一定改善。其中通讯类产品实现营收 643.8 亿元，同比+31%。**（2）传统家电：**公司充分发挥双线融合的渠道优势，完善配送体系建设，升级线下渠道，拓展商超渠道，促进家电产品销售提升并改善毛利。其中小家电等产品实现营收 570.4 亿元，同比+68.5%；数码及 IT 产品实现营收 303.6 亿元，同比+20.9%。**（3）生活、母婴、百货日用等产品：**2018 年受房地产市场影响，厨卫产品销售表现较弱。公司加强了生活、母婴、百货日用等产品的运营，完善商品仓储布局，加快中心仓、前置仓的铺设；同时公司加快线下专业店面以及苏宁小店的开设。**（4）服务及其他：**公司供应链金融业务、物流社会化业务发展迅速，带来收入的快速增长。2018 年公司金融业务实现营收 15.9 亿元，同比+80.4%。

图 9：2018 年公司营收按产品收入占比



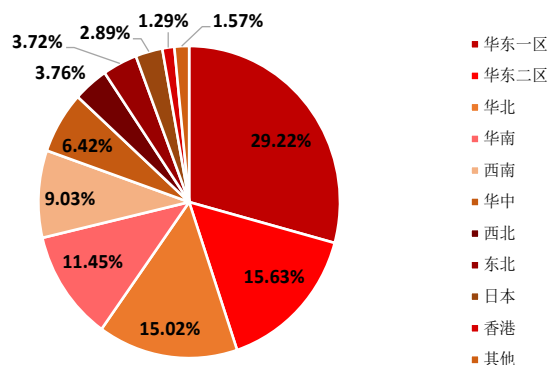
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司各产品收入情况（亿元）

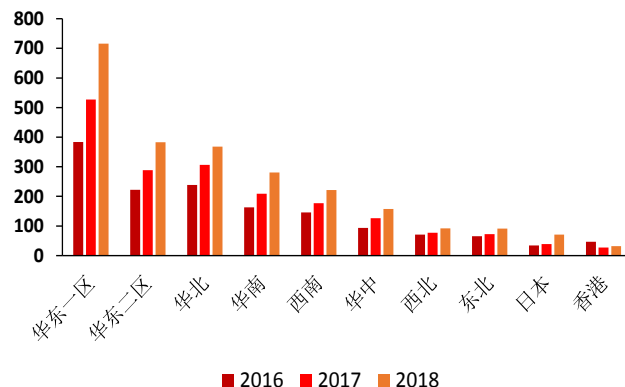


数据来源：公司公告，西南证券整理

地区：公司各地区销售保持快速增长。（1）华东地区：为公司的主要收入来源地区，2018 年华东一区实现营收 715.7 亿元，同比+35.7%；华东二区实现营收 382.9 亿元，同比+32.7%，二者合计收入占总营收的 44.9%。**（2）华北地区：**公司的第二大收入来源地区，2018 年华北地区实现营收 367.8 亿元，同比+20.1%，占比为 15%。**（3）日本地区：**公司在海外的销售地区主要为日和香港，2018 年日本地区的销售增速强劲，实现营收 70.8 亿元，同比+82.8%。

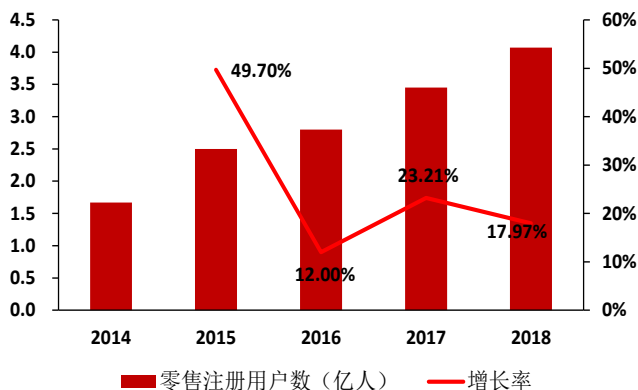
图 11：2018 年公司营收按地区收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

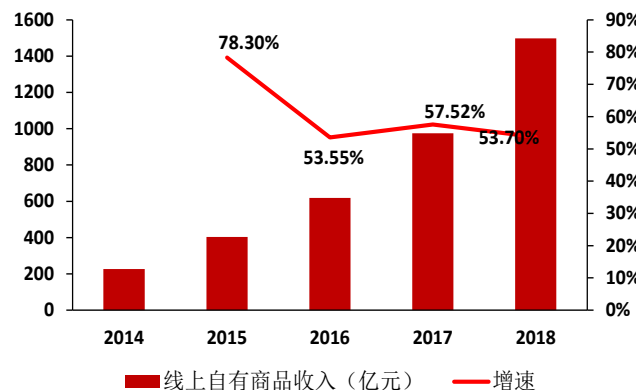
图 12：公司各地区收入情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

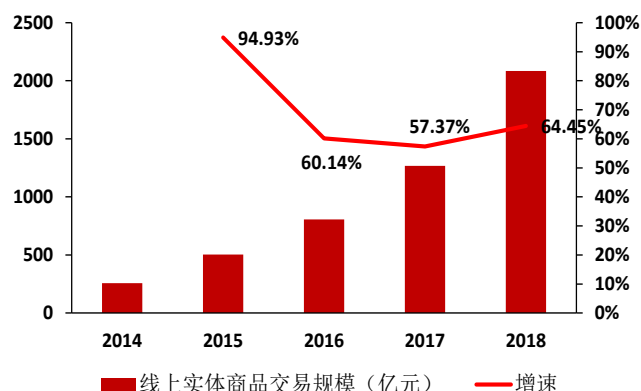
苏宁易购经过多年线上布局，已成长为国内 B2C 电商第三甲。2009 年公司上线苏宁易购电商平台以来，通过公司在家电 3C 品类的优势迅速成长，并通过不断丰富商品类别，增强用户粘性，拉动平台交易规模成长，上线仅两年就成为国内仅次于天猫、京东的第三大 B2C 购物平台。截至 2018 年底苏宁易购零售注册会员数 4.1 亿，2018 年 12 月苏宁易购移动端月活跃用户数同比增长 43.3%，移动端订单数量占线上整体比例达到 94.9%。公司线上平台商品交易总规模为 2083.5 亿元，同比增长 64.5%，其中线上平台自营商品销售规模 1497.9 亿元，开放平台商品交易规模为 585.6 亿元。

图 13：苏宁易购零售注册用户数


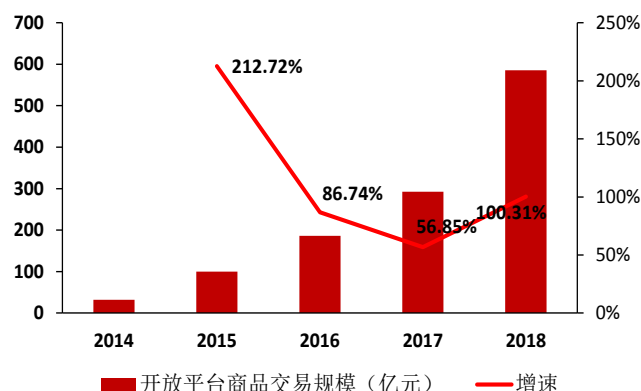
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：线上自营商品收入


数据来源：公司公告，西南证券整理

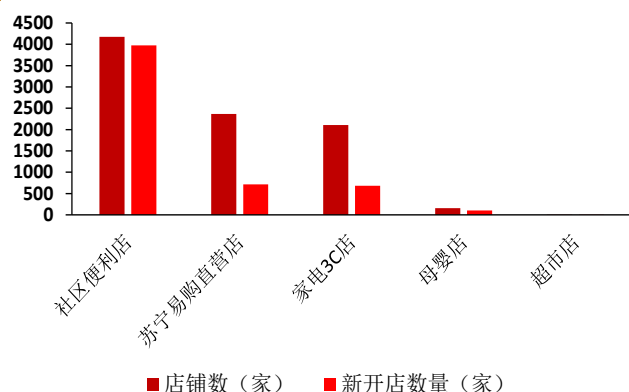
图 15：线上实体商品交易总规模


数据来源：公司公告，西南证券整理

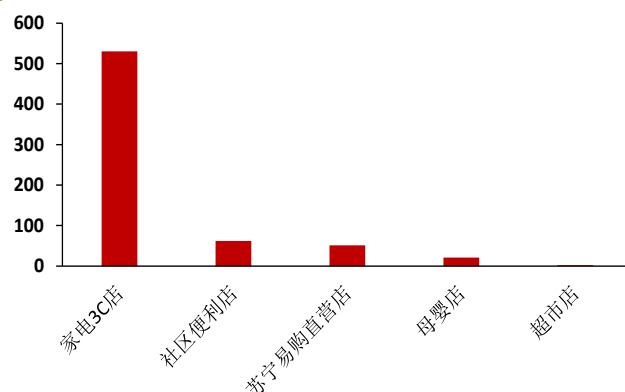
图 16：线上开放平台商品交易规模


数据来源：公司公告，西南证券整理

线下，公司深耕实体零售业 20 余年，已成为线下零售企业领军者。苏宁自 1999 年首家自建店开业以来，通过“租、建、购、并”四位一体、同步开发的模式，保持稳健、快速的开店扩张模式，2011 年店铺数量达 1721 家。受电商平台冲击后，苏宁逐渐放缓开店速度，专注优化升级原有店铺，提高店面盈利能力与坪效。2015 年苏宁正式提出云店改造计划，定位于打造“能让老百姓在家门口玩上一天的生活驿站”，历经云店 1.0、云店 2.0 升级迭代后，2018 年 2 月 2 日全国第一家苏宁易购云店 3.0 成功在南京新街口开业。2017 年苏宁在认识到三四线城市消费升级带来巨大的市场潜力后，在三四线城市迅速扩张直营与加盟店铺。截止 2018 年 12 月 31 日公司拥有自营门店 8881 家，苏宁易购零售云加盟店 2071 家，迪亚天天便利店加盟店 112 家，覆盖中国大陆、中国香港以及日本市场，达到新的高峰。目前，苏宁已经形成了“一大、两小、多专”的业态产品族群。“一大”是指苏宁易购广场，“两小”是指苏宁小店与苏宁易购直营店；“多专”是指专注于垂直类目经营的，如家电 3C、母婴、超市、家居生活等业态店面。

图 17：2018 年公司门店数量及新开店数


数据来源：公司公告，西南证券整理（注：18 年社区便利店为苏宁小店）

图 18：2018 年公司门店面积（万平方米）


数据来源：公司公告，西南证券整理（注：18 年社区便利店为苏宁小店）

表 1：苏宁易购线下业态产品族群

业态	服务内容	数量（家）
苏宁易购广场	以苏宁垂直类专业业态店如家电 3C 家居生活店、超市店、母婴店、家居生活店等为基础组合，并引入其他优质合作商户入驻，并运用互联网、物联网、智能 AR 等技术，打造智慧零售极致体验	16
苏宁小店	定位于社区、城市 CBD、交通站点的便民服务，面积为 80-200 平方米，是苏宁距离消费者最近的业态，以便利店和独立 APP 组合，满足消费者购物、餐饮、本地生活服务等各类需求。	4177
苏宁易购直营店	公司下沉县域乡镇市场的智慧零售端口，也是县域乡镇苏宁会员服务的载体，面积为 200-700 平方米。	2368
苏宁家电 3C 店	以苏宁易购云店为代表，在实现家电家居、3C 产品、生活电器等核心品类销售的同时，还升级配套无人店、AI 购物、智能家居、生活课堂，打造集商品展示销售、互动体验、休闲娱乐及服务等于一体的智慧零售业态。	2105
苏宁红孩子母婴店	集母婴商品、生活服务、儿童游乐、文娱视听为一体的 O2O 购物平台。	157
苏鲜生超市	面积为 3000-5000 平方米，是苏宁打通线上线下渠道的，打造“生鲜+餐饮+超市”消费方式的复合业态精品超市。	8

数据来源：公司公告，西南证券整理

门店数量增加的同时，公司的店面坪效也迎来显著增长。苏宁在丰富经营业态、增加店铺数量的同时，加快推进店面互联网化及数据化的建设，运用“千里传音”、“店+”、“金矿”等数据营销产品，挖掘消费需求，精准营销，实现店面坪效的显著提升。2018 年底公司家电 3C 家居生活专业店的可比店面销售收入同比增长 2.4%，可比店面坪效同比增长 4.7%。红孩子母婴专业店可比店面销售收入同比增长 29.8%，可比店面坪效同比增长 12.7%。苏宁易购直营店可比店面销售收入同比增长 9.4%，可比店面坪效同比增长 9.1%。

表 2：苏宁易购可比门店店效情况（单位：万元/平方米）

	家电 3C 家居生活专业店			苏宁红孩子母婴店			苏宁易购直营店		
	坪效		销售收入 同比变动	坪效		销售收入 同比变动	坪效		销售收入 同比变动
	金额	同比变动		金额	同比变动		金额	同比变动	
一级市场	2.63	9.86%	7.94%	9.23	0.04%	34.16%	2.19	5.39%	5.395
二级市场	1.42	-2.10%	-4.38%	1.25	12.79%	17.58%	1.83	12.25%	12.255
三级市场	1.17	-2.75%	-5.30%	8.71	39.03%	44.30%	1.88	8.85%	9.06%
四级市场	1.33	-1.41%	-7.03%	-	-	-	1.76	9.20%	9.53%
合计	1.87	4.72%	2.39%	1.00	12.74%	29.78%	1.83	9.11%	9.35%

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测

假设 1：公司子公司苏宁金服增资已完成，但于 2018 年年底尚未交割完毕，预计 2019 年苏宁金服将“出表”，为公司带来一次性收益 116.6 亿元。

假设 2：预计 2019-2021 年公司线上销量增速分别为 45%、35%、30%。

假设 3：预计 2019-2021 年公司线下销量增速分别为 7.5%、3%、1%。

假设 4：预计 2019-2021 年公司金融业务销量增速分别为 70%、65%、60%。

假设 5：预计 2019-2021 年公司三费率无明显变化。

表 3：分品类收入拆分

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	148585.33	187927.76	244956.57	315936.57	391953.49	479128.60
yoy	9.62%	26.48%	30.35%	28.98%	24.06%	22.24%
营业成本	127247.54	161431.79	208216.61	272359.12	339353.67	414829.96
毛利率	14.36%	14.10%	15.00%	16.00%	15.50%	15.50%
线上						
线上营业收入	52881.52	83294.07	129826.98	188249.12	254136.32	330377.21
yoy	53.53%	57.51%	55.87%	45.00%	35.00%	30.00%
线上 GMV	80510	126696	208354	345867.64	570681.61	935917.83
yoy	60.14%	57.37%	64.45%	66.00%	65.00%	64.00%
线上自营 GMV	61870	97460	149792	232177.60	357553.50	547056.86
yoy	53.55%	57.52%	53.70%	55.00%	54.00%	53.00%
线上开放平台	18640	29236	58562	111267.80	205845.43	370521.77
yoy	86.74%	56.85%	100.31%	90.00%	85.00%	80.00%
线下						
收入	93423.81	99418.92	106951.55	114972.91	118422.10	119606.32
yoy	-2.17%	6.42%	7.58%	7.50%	3%	1%
金融业务						
收入	548	1425.64	2572.42	4373.11	7215.64	11545.02
yoy		160.15%	80.44%	70%	65%	60%
成本	162	270.27	530.71	2429.51	3986.54	6378.46
毛利率	70.37%	81.04%	79.37%	80%	81%	81%
其他						
收入	2133	2912.05	3848.76	5003.39	6004.07	6484.39
yoy		36.52%	32.17%	30%	20%	8%
成本	888	608.05		2779.66	3335.60	3602.44
毛利率	58.34%	79.12%		80%	80%	80%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	244956.57	315936.58	391953.49	479128.61	净利润	12642.55	15800.44	2900.69	3479.73
营业成本	208216.61	265386.73	331200.70	404863.67	折旧与摊销	2372.26	2414.37	2536.32	2658.28
营业税金及附加	894.34	947.81	1567.81	1916.51	财务费用	1234.63	2426.62	2411.86	2732.07
销售费用	26066.68	34753.02	45074.65	55099.79	资产减值损失	2059.47	0.00	0.00	0.00
管理费用	5200.68	6950.60	9798.84	11978.22	经营营运资本变动	-7445.39	-7447.58	-4961.11	-2762.30
财务费用	1234.63	2426.62	2411.86	2732.07	其他	-24737.97	-10559.28	-987.64	-925.06
资产减值损失	2059.47	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-13874.47	2634.57	1900.12	5182.72
投资收益	13990.65	11657.00	1500.00	1500.00	资本支出	-5429.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	292.48	0.00	0.00	0.00	其他	2419.79	21963.70	1507.26	1507.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3010.16	21963.70	1507.26	1507.26
营业利润	13658.55	17128.79	3399.63	4038.35	短期借款	15627.85	-24314.18	2303.89	5339.79
其他非经营损益	286.91	300.00	-200.00	-200.00	长期借款	1960.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	13945.46	17428.79	3199.63	3838.35	股权融资	2307.87	0.00	0.00	0.00
所得税	1302.91	1628.35	298.94	358.61	支付股利	0.00	-2665.51	-3160.14	-580.19
净利润	12642.55	15800.44	2900.69	3479.73	其他	2638.27	-6604.03	-2411.86	-2732.07
少数股东损益	-685.01	-0.28	-0.28	-0.28	筹资活动现金流净额	22534.08	-33583.73	-3268.11	2027.53
归属母公司股东净利润	13327.56	15800.72	2900.97	3480.01	现金流量净额	6665.84	-8985.45	139.28	8717.51
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	48041.52	39056.07	39195.35	47912.86	成长能力				
应收和预付款项	24149.40	30631.49	38822.15	46050.57	销售收入增长率	30.35%	28.98%	24.06%	22.24%
存货	22263.29	29582.15	36810.91	44934.67	营业利润增长率	235.09%	25.41%	-80.15%	18.79%
其他流动资产	37288.32	39830.49	45631.58	52284.18	净利润增长率	212.20%	24.98%	-81.64%	19.96%
长期股权投资	17674.55	17674.55	17674.55	17674.55	EBITDA 增长率	166.33%	27.25%	-62.00%	12.95%
投资性房地产	3362.06	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	17252.90	15410.17	13445.49	11358.85	毛利率	15.00%	16.00%	15.50%	15.50%
无形资产和开发支出	12089.00	11702.55	11316.09	10929.63	三费率	13.27%	13.97%	14.62%	14.57%
其他非流动资产	17346.15	10216.33	10023.88	9831.44	净利率	5.16%	5.00%	0.74%	0.73%
资产总计	199467.20	194103.80	212920.00	240976.75	ROE	14.33%	15.69%	2.89%	3.37%
短期借款	24314.18	0.00	2303.89	7643.68	ROA	6.34%	8.14%	1.36%	1.44%
应付和预收款项	52452.67	65676.84	81845.74	100412.74	ROIC	29.03%	29.22%	7.41%	7.65%
长期借款	4813.75	4813.75	4813.75	4813.75	EBITDA/销售收入	7.05%	6.95%	2.13%	1.97%
其他负债	29675.80	22908.45	23511.32	24761.74	营运能力				
负债合计	111256.40	93399.04	112474.69	137631.91	总资产周转率	1.37	1.61	1.93	2.11
股本	9310.04	9310.04	9310.04	9310.04	固定资产周转率	16.57	22.13	29.25	38.63
资本公积	38288.36	38288.36	38288.36	38288.36	应收账款周转率	57.30	50.78	51.86	50.83
留存收益	33677.72	46812.93	46553.76	49453.58	存货周转率	10.00	10.08	9.86	9.81
归属母公司股东权益	80917.10	93411.33	93152.16	96051.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.57%	—	—	—
少数股东权益	7293.70	7293.42	7293.14	7292.86	资本结构				
股东权益合计	88210.80	100704.75	100445.30	103344.84	资产负债率	55.78%	48.12%	52.82%	57.11%
负债和股东权益合计	199467.20	194103.80	212920.00	240976.75	带息债务/总负债	35.15%	15.83%	15.20%	16.30%
					流动比率	1.41	1.83	1.69	1.59
					速动比率	1.17	1.44	1.30	1.22
					股利支付率	0.00%	16.87%	108.93%	16.67%
					每股指标				
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股收益	1.43	1.70	0.31	0.37
EBITDA	17265.43	21969.78	8347.81	9428.69	每股净资产	8.69	10.03	10.01	10.32
PE	8.77	7.39	40.28	33.57	每股经营现金	-1.49	0.28	0.20	0.56
PB	1.44	1.25	1.25	1.22	每股股利	0.00	0.29	0.34	0.06
PS	0.48	0.37	0.30	0.24					
EV/EBITDA	4.06	3.11	8.44	7.12					
股息率	0.00%	2.28%	2.70%	0.50%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn