

2019年04月02日

公司研究●证券研究报告

# 苏宁易购 (002024. SZ)

## 动态分析

### 线上渠道推动营收增长，投资收益保障净利润

#### 事件

公司披露年报，2018 年实现营业收入 2449.57 亿元，同比增长 30.35%，实现归母净利 133.28 亿元，同比增长 216.38%。基本每股收益 1.44 元。拟每 10 股派现金红利 1.2 元（含税）。

#### 投资要点

- ◆ **线上渠道推动公司营收较快增长：**分渠道看，全年线上 GMV 增长 64%，线下 GMV 增长 10%，线上渠道 GMV 较快增长推动营收维持较快增速。分产品看，受消费者消费升级影响，2018 年苏宁易购平台小家电商品畅销，营收同比增长 68%，营收占比由 2017 年的 18% 提升至 2018 年的 23%，毛利润占比由 24% 提升至 30%，是公司毛利润的主要支撑。此外，空调、白色电器（冰箱、洗衣机）、黑色电器（彩电、音箱、碟机）品类分别实现毛利润增长 30%、18%、17%。
- ◆ **线下渠道快速扩张：**2018 年公司拥有自营门店 8881 家，云加盟店 2071 家，迪亚天天加盟店 112 家。其中自营门店较 2017 年末的 3867 家增长 130%，云加盟由 2017 年末的 39 家快速增长。分类型看，家电 3C 生活店净增 606 家至 2105 家，母婴店净增 104 家至 157 家，超市店减少 1 家至 8 家，苏宁易购直营店净增 153 家至 2368 家，苏宁小店净增 3968 家至 4177 家。可比坪效方面，2018 年，家电 3C 生活店可比坪效增加 4.72%，母婴店可比坪效增加 12.74%，苏宁易购直营店可比坪效增加 9.11%。目前家电 3C 店、母婴店、苏宁易购直营店保持内生外延稳健增长，苏宁超市店、苏宁小店仍处于模式探索阶段。
- ◆ **投资收益保障公司净利润：**2018 年公司实施商品价格管控，优化商品供应链，加强单品运作，毛利率由 14.1% 提升至 15.0%。新品类开发运营提升管理费用率，小店渠道及消费金融业务增加资金需求拉动财务费用率，公司 2018 年期间费用率由 13.7% 提升至 14.2%。2018 年公司主营业务营业利润率与 2017 年类似，均在 -0.3% 左右，公司目前持续处于 GMV 快速增长时期，运用利润换取市场竞争力，以实现较快的规模增长。2018 年公司实现净利润 133.3 亿元，主要是二季度及四季度公司出售所持阿里巴巴公司股票，实现投资收益 139.9 亿元，保障公司净利润。
- ◆ **地产有望复苏带动家电消费：**2019 年三月，我国十大城市、三十大中城市商品房成交套数分别实现 17%、22% 的同比增长，增速较 2 月的 -4%、9% 明显提升。分城市级别看，一线城市 1、2 月商品房成交套数同比增长 60%，增速较去年四季度明显回升；二线城市 3 月商品房成交套数增速已重回正值；三线城市 3 月增速提升，整体房地产交易量在低基数的背景下明显回暖。地产有望复苏，或将带动下游家电消费复苏，有望推升公司营业收入。
- ◆ **苏宁金服出表贡献投资收益：**苏宁金服是公司持股 50.1% 的子公司，主营供应链金融及消费金融，2018 年实现净利润 3.51 亿元。苏宁金服拟增资扩股，若增资中各投资者按照《增资协议》交割，苏宁金服将不再进入上市公司财务报表。若以 18 年三季度末为交割日，预计本次交易增加上市公司投资收益约 161.33 亿元。截止

商贸零售 | 连锁 III

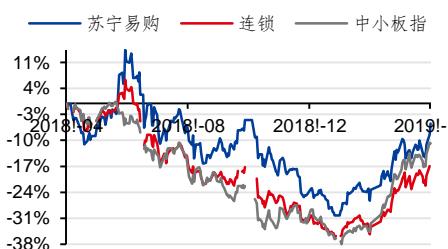
投资评级 买入-B(首次)

股价 (2019-04-02) 13.35 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	124,289.03
流通市值 (百万元)	77,912.98
总股本 (百万股)	9,310.04
流通股本 (百万股)	5,836.18
12 个月价格区间	9.77/16.35 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
相对收益	-2.69	-7.16	4.92
绝对收益	8.36	33.1	-4.37

#### 分析师

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

#### 报告联系人

 吴雨舟  
 wuyuzhou@huajinsc.cn  
 021-20377061

#### 相关报告

2018年末上述增资未完成,如果交易将于2019年完成,投资收益有望保障公司2019年净利润。

- ◆ **投资建议:** 我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为1.86、0.40和0.56元。净资产收益率分别为17.9%、3.7%和5.0%。目前PE(2019E)约为7.2倍。给予“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示:** 线上渠道及线下新业务保持亏损; 主要品类或受地产周期影响; 社区零售竞争加剧, 引流效果或不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	187,927.8	244,956.6	303,095.1	377,803.6	459,874.8
同比增长(%)	26.5%	30.3%	23.7%	24.6%	21.7%
营业利润(百万元)	4,076.1	13,658.6	18,789.7	3,789.5	5,514.3
同比增长(%)	198540.2%	235.1%	37.6%	-79.8%	45.5%
净利润(百万元)	4,212.5	13,327.6	17,280.2	3,688.6	5,248.7
同比增长(%)	498.0%	216.4%	29.7%	-78.7%	42.3%
每股收益(元)	0.45	1.43	1.86	0.40	0.56
PE	29.5	9.3	7.2	33.7	23.7
PB	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

一、公司目前经营情况 .....	4
(一) 线上渠道推动公司营收较快增长 .....	4
(二) 线下渠道快速扩张 .....	5
(三) 投资收益保障公司净利润 .....	5
二、公司未来主要看点 .....	6
(一) 地产有望复苏带动家电消费 .....	6
(二) 苏宁金服出表贡献投资收益 .....	7
三、盈利预测 .....	7
四、风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1: 苏宁易购年度营业收入 .....	4
图 2: 苏宁易购季度营业收入 .....	4
图 3: 苏宁易购分渠道 GMV .....	4
图 4: 苏宁易购分产品毛利润 .....	4
图 5: 苏宁易购线下渠道门店数量 .....	5
图 6: 苏宁易购线下渠道门店面积 .....	5
图 7: 苏宁易购年度利润率情况 .....	6
图 8: 苏宁易购年度费用率情况 .....	6
图 9: 苏宁易购年度归母净利 .....	6
图 10: 苏宁易购季度归母净利 .....	6
图 11: 我国主要城市商品房成交套数同比增速 .....	7
图 12: 我国分城市级别商品房成交套数同比增速 .....	7
表 1: 按照《增资协议》交割后的苏宁金服前十大股东持股结构 .....	7
表 2: 苏宁易购主营业务预测 .....	8

## 一、公司目前经营情况

公司披露年报，2018 年实现营业收入 2449.57 亿元，同比增长 30.35%，实现归母净利 133.28 亿元，同比增长 216.38%。基本每股收益 1.44 元。拟每 10 股派现金红利 1.2 元（含税）。

### （一）线上渠道推动公司营收较快增长

2018 年公司实现营收增长 30%，各季度营收增速基本维持在 30%左右，增速较为稳定。

分渠道看，全年线上 GMV 增长 64%，线下 GMV 增长 10%，线上渠道 GMV 较快增长推动营收维持较快增速。各季度线上线下 GMV 增速随规模提升及社零增速放缓而放缓，整体 GMV 增速、营收增速均较为稳健。

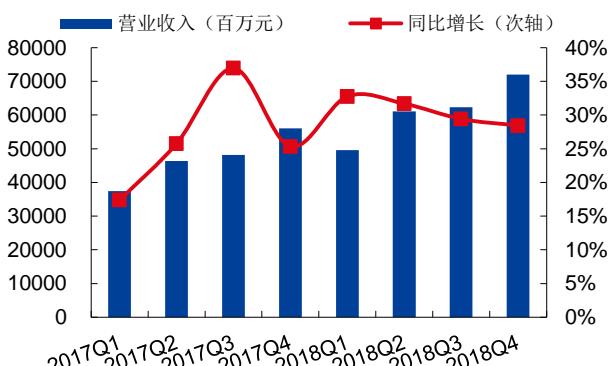
分产品看，受消费者消费升级影响，2018 年苏宁易购平台小家电商品畅销，营收同比增长 68%，营收占比由 2017 年的 18%提升至 2018 年的 23%，毛利润占比由 24%提升至 30%，是公司毛利润的主要支撑。此外，空调、白色电器（冰箱、洗衣机）、黑色电器（彩电、音箱、碟机）品类分别占毛利润 13%、15%、13%，分别实现毛利润增长 30%、18%、17%。

图 1：苏宁易购年度营业收入



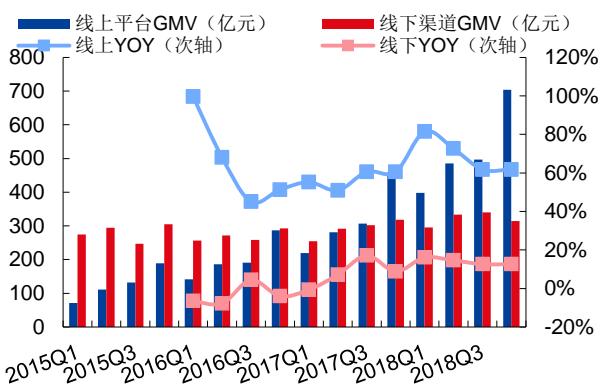
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：苏宁易购季度营业收入



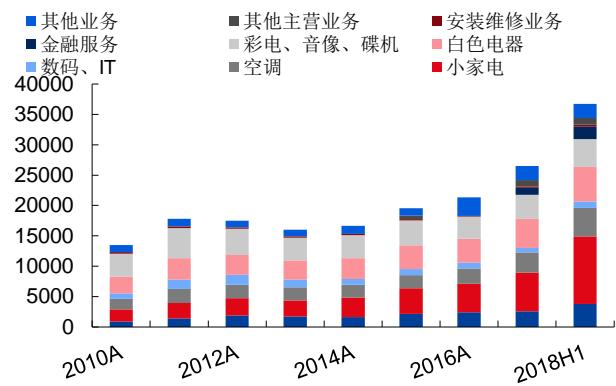
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：苏宁易购分渠道 GMV



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：苏宁易购分产品毛利润



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：2018 年公司其他主营业务及其他业务毛利率为估计值。

## (二) 线下渠道快速扩张

线下门店方面，2018 年公司拥有自营门店 8881 家，云加盟店 2071 家，迪亚天天加盟店 112 家。其中自营门店较 2017 年末的 3867 家增长 130%，云加盟由 2017 年末的 39 家快速增长。

分类型看，家电 3C 生活店净增 606 家至 2105 家，母婴店净增 104 家至 157 家，超市店减少 1 家至 8 家，苏宁易购直营店净增 153 家至 2368 家，苏宁小店净增 3968 家至 4177 家。

可比坪效方面，2018 年，家电 3C 生活店可比坪效增加 4.72%，母婴店可比坪效增加 12.74%，苏宁易购直营店可比坪效增加 9.11%。目前家电 3C 店、母婴店、苏宁易购直营店保持内生外延稳健增长，苏宁超市店、苏宁小店仍处于模式探索阶段。

图 5：苏宁易购线下渠道门店数量

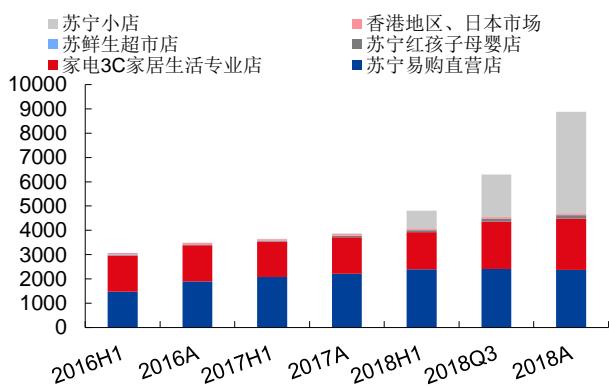
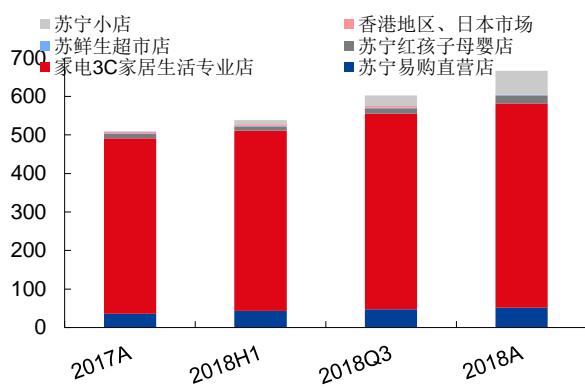


图 6：苏宁易购线下渠道门店面积



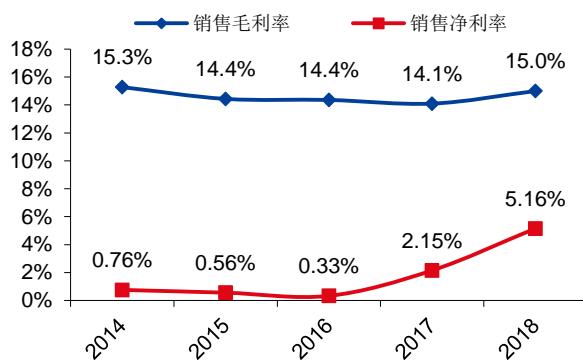
资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## (三) 投资收益保障公司净利润

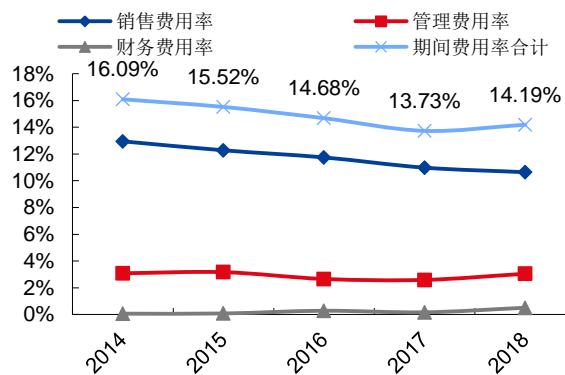
2018 年公司实施商品价格管控，优化商品供应链，加强单品运作，毛利率由 14.1% 提升至 15.0%。新品类开发运营提升管理费用率，小店渠道及消费金融业务增加资金需求拉动财务费用率，公司 2018 年期间费用率由 13.7% 提升至 14.2%。2018 年公司主营业务营业利润率与 2017 年类似，均在 -0.3% 左右，公司目前持续处于 GMV 快速增长时期，运用利润换取市场竞争力，以实现较快的规模增长。

图 7：苏宁易购年度利润率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

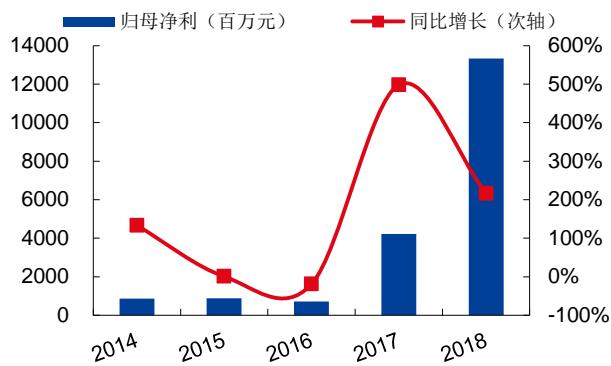
图 8：苏宁易购年度费用率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

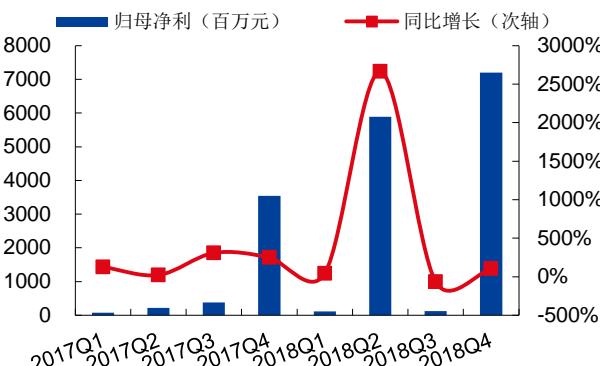
2018 年公司实现净利润 133.3 亿元，主要是二季度及四季度公司出售所持阿里巴巴公司股票，实现投资收益 139.9 亿元，保障公司净利润。

图 9：苏宁易购年度归母净利



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10：苏宁易购季度归母净利



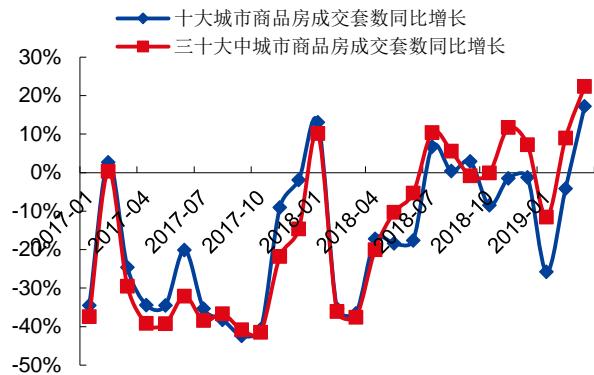
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、公司未来主要看点

### (一) 地产有望复苏带动家电消费

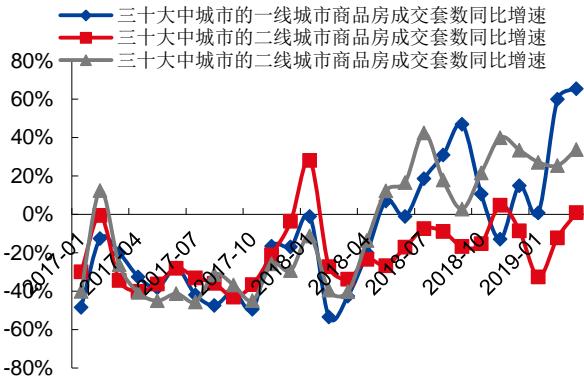
2019 年三月，我国十大城市、三十大中城市商品房成交套数分别实现 17%、22% 的同比增长，增速较 2 月的 -4%、9% 明显提升。分城市级别看，一线城市 1、2 月商品房成交套数同比增长 60%，增速较去年四季度明显回升；二线城市 3 月商品房成交套数增速已重回正值；三线城市 3 月增速提升，整体房地产交易量在低基数的背景下明显回暖。地产有望复苏，有望带动下游家电消费复苏，有望推升公司营业收入。

图 11：我国主要城市商品房成交套数同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12：我国分城市级别商品房成交套数同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 苏宁金服出表贡献投资收益

苏宁金服拟增资扩股出表，预计增加公司投资受益 161 亿元。苏宁金服是公司持股 50.1% 的子公司，主营供应链金融及消费金融，2018 年实现净利润 3.51 亿元。苏宁金服拟按照投前估值 460 亿元增资扩股，若增资中，各投资者按照《增资协议》交割，增资完成后，苏宁易购持有苏宁金服 41.15% 股权，苏宁金控持股 21.88%，南京润煜持股 24.01%。南京润煜为苏宁金控控制的主体，增资后苏宁金服将不再进入上市公司财务报表。若以 18 年三季度末为交割日，预计本次交易增加上市公司投资收益约 161.33 亿元。截止 2018 年末上述增资未完成，预计交易将于 2019 年完成，投资收益有望保障公司 2019 年净利润。

表 1：按照《增资协议》交割后的苏宁金服前十大股东持股结构

股东名称	认缴注册资本（万元）	持股比例
苏宁易购集团股份有限公司	55818.6	41.15%
苏宁金控投资有限公司及其指定主体	29679.56	21.88%
南京润煜企业管理咨询中心	32560.85	24.01%
南京泽鼎企业管理咨询中心	4651.55	3.43%
上海云峰麒泰投资中心	3445.59	2.54%
上海金融发展投资基金二期（叁）	2067.35	1.52%
青岛四十人海盈叁号股权投资合伙企业	1211.03	0.89%
南京泽裕企业管理咨询中心	919.17	0.68%
上海金融发展投资基金二期（伍）	896.16	0.66%
苏宁润东股权投资管理有限公司管理的基金	726.62	0.54%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

注: 南京润煜为苏宁金控控制的主体

## 三、盈利预测

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.86、0.40 和 0.56 元。净资产收益率分别为 17.9%、3.7% 和 5.0%。目前 PE (2019E) 约为 13 倍。给予“买入-B”建议。

表 2：苏宁易购主营业务预测

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
通讯产品	营业收入	34215.05	49129.42	64378.97	80473.72	108639.52	141231.37
	增长率	26.52%	43.59%	31.04%	25.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	7.04%	5.21%	5.92%	6.00%	6.30%	6.60%
小家电	营业收入	25682.28	33858.95	57038.42	79853.78	103809.92	129762.40
	增长率	12.00%	31.84%	68.46%	40.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	18.22%	18.93%	19.45%	19.50%	20.00%	20.50%
空调	营业收入	15898.87	20388.15	26454.54	33068.18	40343.18	48411.81
	增长率	21.99%	28.24%	29.75%	25.00%	22.00%	20.00%
	毛利率	15.98%	16.25%	17.72%	18.00%	18.30%	18.60%
数码 IT	营业收入	24137.88	25108.01	30359.34	36431.20	42988.82	49867.03
	增长率	9.30%	4.02%	20.91%	20.00%	18.00%	16.00%
	毛利率	3.97%	2.92%	3.56%	4.00%	4.00%	4.00%
白色电器	营业收入	22209.54	25662.26	28458.07	32726.77	36653.99	40319.39
	增长率	2.58%	15.55%	10.89%	15.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	17.72%	18.69%	19.92%	20.00%	20.40%	20.80%
黑色电器	营业收入	21480.39	24244.17	25976.20	29093.35	32293.61	35522.98
	增长率	-7.39%	12.87%	7.14%	12.00%	11.00%	10.00%
	毛利率	16.91%	16.26%	17.72%	18.00%	18.30%	18.60%
金融服务	营业收入		1425.64	2572.41	0.00	0.00	0.00
	增长率			80.44%	-100.00%	0.00%	0.00%
	毛利率		81.04%	79.37%	0.00%	0.00%	0.00%
安装维修业务	营业收入	1045.12	1296.71	1585.12	1902.15	2244.54	2581.22
	增长率	-7.27%	24.07%	22.24%	20.00%	18.00%	15.00%
	毛利率	14.72%	15.64%	21.20%	21.00%	21.00%	21.00%
其他主营业务	营业收入		3902.39	4284.74	4927.45	5518.75	6070.62
	增长率			9.80%	15.00%	12.00%	10.00%
	毛利率		27.69%	25.84%	26.00%	26.50%	27.00%
其他业务	营业收入	3916.20	2912.05	3848.76	4618.51	5311.29	6107.98
	增长率	136.83%	-25.64%	32.17%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	77.31%	79.12%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	营业收入	148585.33	187927.75	244956.57	303095.12	377803.61	459874.80
	增长率	9.62%	26.48%	30.35%	23.73%	24.65%	21.72%
	毛利率	14.36%	14.10%	15.00%	14.53%	14.62%	14.73%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 四、风险提示

整体零售增速放缓；苏宁易购线上渠道及线下新业务保持亏损；主要品类或受地产周期影响；社区零售竞争加剧，引流效果或不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	187,927.8	244,956.6	303,095.1	377,803.6	459,874.8
减: 营业成本	161,431.8	208,216.6	259,051.8	322,587.2	392,113.3
营业税费	729.3	894.3	1,106.6	1,379.4	1,679.0
销售费用	20,635.8	26,066.7	32,253.4	40,203.4	48,936.9
管理费用	4,864.1	5,200.7	6,435.0	8,021.2	9,763.6
财务费用	306.5	1,234.6	348.1	163.7	397.6
资产减值损失	512.7	2,059.5	1,286.1	1,672.8	1,479.4
加: 公允价值变动收益	18.9	292.5	27.3	-2.5	-7.4
投资和汇兑收益	4,300.4	13,990.6	16,148.3	16.0	16.8
<b>营业利润</b>	4,076.1	13,658.6	18,789.7	3,789.5	5,514.3
加: 营业外净收支	255.9	286.9	271.4	279.2	275.3
<b>利润总额</b>	4,332.0	13,945.5	19,061.1	4,068.7	5,789.6
减: 所得税	282.5	1,302.9	1,780.9	380.1	540.9
<b>净利润</b>	4,212.5	13,327.6	17,280.2	3,688.6	5,248.7

### 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>货币资金</b>	34,029.7	48,041.5	57,588.1	71,782.7	87,376.2
交易性金融资产	2,789.8	15,720.4	15,720.4	15,720.4	15,720.4
应收帐款	9,308.4	-	11,517.6	2,838.9	14,636.3
应收票据	19.0	-	23.6	5.8	29.9
预付帐款	8,667.7	17,468.7	15,048.8	25,444.0	23,776.1
存货	18,551.5	22,263.3	28,516.3	34,717.6	42,144.8
其他流动资产	14,463.6	28,248.6	29,661.1	31,144.1	32,701.3
可供出售金融资产	31,462.5	6,937.4	7,284.2	7,648.5	8,030.9
持有至到期投资	-	10.1	3.4	4.5	6.0
长期股权投资	1,767.2	17,674.6	17,674.6	17,674.6	17,674.6
投资性房地产	3,177.7	3,362.1	3,362.1	3,362.1	3,362.1
固定资产	14,373.1	15,198.9	16,515.3	17,170.0	17,439.6
在建工程	499.8	2,063.3	1,031.7	515.8	257.9
无形资产	8,215.5	9,653.6	10,415.2	11,117.1	11,758.4
其他非流动资产	9,951.2	12,824.7	13,224.7	12,880.7	12,985.6
<b>资产总额</b>	157,276.7	199,467.2	227,586.8	252,026.6	287,900.1
短期债务	8,686.3	24,314.2	8,745.5	17,279.0	18,081.5
应付帐款	23,397.9	19,835.6	33,953.2	33,027.9	48,389.4
应付票据	27,356.7	27,235.4	40,685.2	43,893.7	58,914.1
其他流动负债	4,822.7	22,311.5	27,713.5	29,510.8	31,100.2
长期借款	2,853.7	4,813.7	-	8,180.7	6,283.9
其他非流动负债	6,531.7	12,746.0	12,884.6	13,030.1	13,182.8
<b>负债总额</b>	73,649.0	111,256.4	123,982.0	144,922.2	175,951.9
少数股东权益	4,669.2	7,293.7	7,293.7	7,293.7	7,293.7
股本	9,310.0	9,310.0	9,310.0	9,310.0	9,310.0
留存收益	57,343.2	71,966.1	87,001.1	90,500.6	95,344.5
<b>股东权益</b>	83,627.7	88,210.8	103,604.9	107,104.4	111,948.2

### 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	4,049.5	12,642.5	17,280.2	3,688.6	5,248.7
加: 折旧和摊销	2,100.1	2,372.3	1,843.7	2,069.2	2,276.9
资产减值准备	512.7	2,059.5	-	-	-
公允价值变动损失	-18.9	-292.5	27.3	-2.5	-7.4
财务费用	399.3	1,186.0	348.1	163.7	397.6
投资损失	-4,300.4	-13,990.6	-16,148.3	-16.0	-16.8
少数股东损益	-163.0	-685.0	-	-	-
营运资金的变动	57.7	-19,457.4	15,894.0	-4,810.5	12,888.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	-6,605.3	-13,874.5	19,245.0	1,092.4	20,787.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	13,437.5	-3,010.2	12,918.2	-3,259.3	-3,297.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	-910.5	22,534.1	-22,616.6	16,361.5	-1,896.8

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

### 财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年增长率</b>					
营业收入增长率	26.5%	30.3%	23.7%	24.6%	21.7%
营业利润增长率	198.540%	235.1%	37.6%	-79.8%	45.5%
净利润增长率	498.0%	216.4%	29.7%	-78.7%	42.3%
EBITDA 增长率	239.9%	230.0%	13.4%	-71.3%	36.0%
EBIT 增长率	874.8%	312.5%	13.9%	-79.3%	49.5%
NOPLAT 增长率	1690.6%	229.6%	28.5%	-79.3%	49.5%
投资资本增长率	10.6%	133.1%	-32.9%	19.3%	-33.3%
净资产增长率	19.6%	5.5%	17.5%	3.4%	4.5%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	14.1%	15.0%	14.5%	14.6%	14.7%
营业利润率	2.2%	5.6%	6.2%	1.0%	1.2%
净利润率	2.2%	5.4%	5.7%	1.0%	1.1%
EBITDA/营业收入	3.0%	7.6%	6.9%	1.6%	1.8%
EBIT/营业收入	2.2%	6.9%	6.3%	1.0%	1.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.8%	55.8%	54.5%	57.5%	61.1%
负债权益比	88.1%	126.1%	119.7%	135.3%	157.2%
流动比率	1.37	1.41	1.42	1.47	1.38
速动比率	1.08	1.17	1.17	1.19	1.11
利息保障倍数	13.29	13.61	54.98	24.15	14.87
<b>营运能力</b>					
固定资产周转天数	26	22	19	16	14
流动营业资本周转天数	-5	-2	-7	-11	-12
流动资产周转天数	160	161	172	162	156
应收账款周转天数	14	7	7	7	7
存货周转天数	32	30	30	30	30
总资产周转天数	282	262	254	229	211
投资资本周转天数	36	49	46	32	24
<b>费用率</b>					
销售费用率	11.0%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
管理费用率	2.6%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
财务费用率	0.2%	0.5%	0.1%	0.0%	0.1%
三费/营业收入	13.7%	13.3%	12.9%	12.8%	12.9%
<b>投资回报率</b>					
ROE	5.3%	16.5%	17.9%	3.7%	5.0%
ROA	2.6%	6.3%	7.6%	1.5%	1.8%
ROIC	22.8%	67.9%	37.4%	11.5%	14.5%
<b>分红指标</b>					
DPS(元)	0.10	0.12	0.28	0.06	0.08
分红比率	22.1%	8.4%	15.0%	15.0%	15.0%
股息收益率	0.7%	0.9%	2.1%	0.4%	0.6%

### 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.45	1.43	1.86	0.40	0.56
BVPS(元)	8.48	8.69	10.34	10.72	11.24
PE(X)	29.5	9.3	7.2	33.7	23.7
PB(X)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2
P/FCF	37.7	8.7	10.2	8.6	7.5
P/S	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	11.6	4.8	2.8	10.2	5.4
CAGR(%)	-3.1%	-25.4%	227.2%	-3.1%	-25.4%
PEG	-9.6	-0.4	0.0	-11.0	-0.9
ROIC/WACC	2.4	7.1	3.9	1.2	1.5

## 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.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)