

证券研究报告

公司研究——跟踪报告

中青旅 (600138.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.1.22

陶伊雪 行业分析师

执业编号: S1500517070002

联系电话: +86 10 83326790

邮箱: taoyixue@cindasc.com

范峻巍 研究助理

联系电话: +86 10 83326876

邮箱: fanjunwei@cindasc.com

相关研究

《中青旅 (600138.SH): 中国最成功的小镇运营商》2019年1月22日

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

乌镇景区量减价增, 房地产业务贡献价值

2019年05月31日

➤ **公司 18 年关键数据:** 中青旅 2018 年年报披露, 公司 18 年营业收入 122.6 亿元, 同比增长 11.3%, 实现营业利润 12.4 亿元, 同比增长 8.0%, 与我们预期相符 (信达预期营业利润 12.4 亿元)。公司实现归母净利润 6.0 亿元, 同比增长 4.5%, 略低于我们预期 (信达预期归母净利润 6.2 亿元)。公司 2018 年毛利比我们预期高 1.3 亿元, 主要原因在于房地产业务。公司 18 年房地产业务进展迅速, 我们此前预期公司 18 年房地产收入 1,544 万元, 实际值 2.1 亿元, 预期地产业务毛利率 26.5%, 实际值 61.8%。

景区数据方面, 18 年乌镇景区量减价增, 全年接待游客 915 万人 (-9.7%), 比信达预期低 2.1%。客单价约 208 元/人 (+28.2%), 比信达预期高 6.7%。值得注意的是, 乌镇客单价的提升部分源于会展业务带动。对于乌镇景区的发展, 有市场观点认为乌镇景区客流量增速已遇到瓶颈, 景区未来对客流量吸引力有所下降。我们认为乌镇景区的接待和运营能力优秀, 并未遇到发展瓶颈。作为国内最优秀的小镇运营商, 公司调整发展策略减量增价, 或是适合当前小镇发展的运营策略。我们预期未来乌镇景区接待人数将保持在 900~1,000 万人/年, 客单价保持 9% 左右增速, 以保证游客在景区内的美好体验。

➤ **公司 19 年业绩预测:** 我们预计中青旅 2019 年将实现营业收入 124.7 亿元, 同比增长 1.7%, 实现营业利润 12.4 元, 增长 0.4%, 实现归母净利润 6.7 亿元, 同比增长 12.1%。我们预计公司 19 年各业务保持平稳发展, 其中房地产业务若保持 18 年发展水平, 该业务或将成为公司 19 年业绩提升的亮点, 成为公司业绩的潜在增长点。如果 2019 年公司房地产业务毛利率与 2018 年实际值持平, 我们预测公司 2019/2020 年 EPS 将达到 0.99/1.51 元/股, 分别增厚 0.06/0.25 元/股。

➤ **盈利预测及评级:** 我们预测公司 19/20/21 年将实现营业收入 125/134/139 亿元, 实现归母净利润 6.7/9.1/10.5 亿元, 对应摊薄 EPS 0.93/1.26/1.45 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 14x/10x/9x, 用 DCF 方法计算出中青旅每股价值为 18.04 元/股, 维持公司“买入”评级。

➤ **风险因素:** 核心景区业务增速不及预期; 其他业务增长不达预期; 政府补贴等政策性风险; 宏观经济波动、重大事故发生、恶劣天气影响等其他因素。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	11,019.55	12,264.77	12,467.40	13,421.88	13,948.85
增长率 YoY %	6.70%	11.30%	1.65%	7.66%	3.93%
归属母公司净利润(百万元)	571.71	597.42	669.77	911.06	1,048.53
增长率 YoY%	18.24%	4.50%	12.11%	36.03%	15.09%
毛利率%	25.45%	25.30%	24.93%	26.88%	27.85%
净资产收益率 ROE%	10.70%	10.20%	10.46%	12.85%	13.19%
EPS(摊薄)(元)	0.79	0.83	0.93	1.26	1.45
市盈率 P/E(倍)	16	15	14	10	9
市净率 P/B(倍)	1.64	1.50	1.37	1.22	1.09

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 5 月 30 日收盘价

中青旅 2018 年年报关键数据

利润表关键数据

中青旅 2018 年年报披露，公司 18 年营业收入 122.6 亿元，同比增长 11.3%，实现营业利润 12.4 亿元，同比增长 8.0%，符合我们预期（信达预期营业利润 12.4 亿元）。归母净利润 6.0 亿元，同比增长 4.5%，略低于我们预期（信达预期归母净利润 6.2 亿元）。

从表 1 中可以看到，公司 2018 年毛利比我们预期高 1.3 亿元，期间费用比我们预期高 0.8 亿元。

表 1：中青旅年报数据对比汇总（单位：百万元）

	2018年 实际值	2018年 信达预期	实际-预期	%	2017年 实际值	YoY
营业收入	12,265	11,223	1,042	9.3%	11,020	11.3%
营业成本	9,162	8,248	914	11.1%	8,215	11.5%
销售费用	1,276	1,182	94	8.0%	1,207	5.7%
管理+研发费用	675	627	48	7.6%	641	5.3%
财务费用	104	164	-60	-36.6%	77	35.0%
毛利	3,103	2,975	128	4.3%	2,804	10.6%
营业利润	1,237	1,240	-3	-0.3%	1,145	8.0%
净利润	918	912	6	0.6%	863	6.4%
归母净利润	597	615	-18	-2.9%	572	4.5%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

主要业务毛利分析

我们分析总结了中青旅 18 年各项业务毛利，可以看到公司毛利高于我们预期的主要原因在于房地产业务，公司 18 年房地产业务毛利为 1.3 亿元，远高于我们 409 万元的预期。我们此前预期公司 18 年房地产收入 1,544 万元，实际值 2.1 亿元，预期房地产业务毛利率 26.5%，实际值 61.8%，其中收入和毛利率因素分别影响 5,050 万元/7,272 万元。其它业务表现基本符合我们预期。

表 2：中青旅各业务毛利（单位：百万元）

各业务毛利	2018年 实际值	2018年 信达预期	实际-预期	%	2017年 实际值	YoY
旅行服务	293	277	15	5.6%	299	-2.1%
整合营销	511	333	178	53.6%	353	44.6%
景区投资	1,359	1,502	-144	-9.6%	1,314	3.4%
酒店运营	400	397	4	0.9%	349	14.8%
IT产品销售与技术服务	346	410	-63	-15.5%	399	-13.3%
房屋租金	66	52	15	28.0%	77	-13.9%
房地产	127	4	123	3015.3%	13	869.0%
合计	3,103	2,975	128	4.3%	2,804	10.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

特色小镇关键数据

乌镇 18 年实现营业收入 19.1 亿元，同比增长 15.7%，实现净利润 7.3 亿元，同比增长 6.0%，符合我们预期（信达预期 18 年乌镇实现利润 7.2 亿元）。18 年乌镇景区接待游客 915 万人，比信达预期低 2.1%。客单价约 208 元/人，同比提升 28.2%，比信达预期高 6.7%。值得注意的是，乌镇客单价的提升部分源于会展业务带动。

可以看到，乌镇景区 18 年量减价增，景区业绩增长主要依靠客单价提升带动。有市场观点认为乌镇景区客流量增速已遇到瓶颈，景区未来对客流量吸引力有所下降。我们认为乌镇景区的接待和运营能力优秀，并未遇到发展瓶颈。作为国内最优秀的小镇运营商，公司调整发展策略减量增价，或是适合当前小镇发展的运营策略。我们预期未来乌镇景区接待人数将保持在 900~1,000 万人/年，客单价保持 9% 左右增速，以保证游客在景区内的美好体验。

表 3：乌镇 2018 年运营情况（单位：百万元）

乌镇关键数据	2018年 实际值	2018年 信达预期	实际-预期	%	2017年 实际值	YoY
营业收入	1,905	1,839	66	3.6%	1,646	15.7%
净利润	734	720	13	1.9%	692	6.0%
接待人数（万人）	915	934	-19	-2.1%	1,013	-9.7%
客单价（元）	208	195	13	6.7%	162	28.2%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

古北水镇 18 年实现营业收入 10.0 亿元，同比增长 2%，实现净利润 3.1 亿元，同比增长 169.8%，净利润的大幅上升主要源于参股房地产公司投资收益增加所致。18 年古北水镇景区接待游客 256 万人，比信达预期仅低 0.3%。客单价约 389 元/人，同比提升 9.5%，比信达预期低 10.2%。

表 4：古北水镇 2018 年运营情况（单位：百万元）

古北水镇关键数据	2018年 实际值	2018年 信达预期	实际-预期	%	2017年 实际值	YoY
营业收入	998	1,115	-117	-10.5%	979	2.0%
净利润	308	239	69	28.8%	114	169.8%
接待人数（万人）	256	257	-1	-0.3%	275	-6.9%
客单价（元）	389	433	-44	-10.2%	356	9.5%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

中青旅 2019 年业绩预测

利润表关键数据

我们预计中青旅 2019 年将实现营业收入 124.7 亿元，同比增长 1.7%，实现营业利润 12.4 亿元，增长 0.4%，实现归母净利润 6.7 亿元，同比增长 12.1%。

表 5：中青旅 18 年财务数据及 19 年信达预期（单位：百万元）

	2019年 信达预测	2018年 实际值	预测-2018实际值	%
营业收入	12,467	12,265	203	1.7%
营业成本	9,359	9,162	197	2.2%
销售费用	1,305	1,276	28	2.2%
管理+研发费用	673	675	-2	-0.4%
财务费用	123	104	19	18.3%
毛利	3,108	3,103	6	0.2%
营业利润	1,243	1,237	5	0.4%
净利润	990	918	73	7.9%
归母净利润	670	597	72	12.1%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

主要业务毛利分析

我们预计公司 19 年总毛利与 18 年基本持平。从各项业务毛利来看，除旅行服务与房地产业务外，其它业务与 18 年相较没有显著变化。旅行服务业务因受行业竞争及宏观经济波动影响，我们预计 19 年毛利较 18 年有所下降。

房地产业务部分，我们预测公司 19 年房地产业务将实现收入 1.8 亿元，毛利 0.3 亿元，该预测实际上远低于公司 18 年 1.3 亿元的实际毛利水平。公司近期房地产业务进展较好，从 18 年年报数据显示，公司房地产业务的收入及毛利率均大幅超出我们预期。我们基于审慎原则，未显著调高公司未来房地产业务毛利率水平及进展速度，因此对公司房地产业务 19 年毛利预测仅 0.3 亿元，大幅低于 18 年实际值。如果公司该业务保持 18 年发展水平，房地产业务或将成为公司 19 年业绩提升的亮点，成为公司业绩的潜在增长点。

如果 2019 年公司房地产业务毛利率与 2018 年实际值持平，我们预测公司 2019/2020 年 EPS 将达到 0.99/1.51 元/股，分别增厚 0.06/0.25 元/股。

表 6：中青旅各业务毛利预测（单位：百万元）

各业务毛利	2019年 信达预测	2018年 实际值	预测-2018实际值	%
旅行服务	225	293	-67	-23.1%
整合营销	416	511	-95	-18.6%
景区投资	1,553	1,359	195	14.3%
酒店运营	446	400	45	11.3%
IT产品销售与技术服务	346	346		
房屋租金	59	66	-7	-11.2%
房地产	63	127	-64	-50.2%
合计	3,108	3,103	6	0.2%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

特色小镇关键数据

我们预计乌镇景区 2019 年将实现营业收入 20.8 亿元，同比增长 9.1%，实现净利润 7.5 亿元，同比增长 2.3%。预计 19 年乌镇景区接待游客 972 万人，同比增长 6.3%，实现客单价约 212 元/人，同比提升 1.8%。公司作为国内最好的小镇运营团队，为保证游客在景区内有良好的游览体验，我们预期未来乌镇景区不会选择依靠客流量增长实现景区业绩增长策略，景区接待人数将保持在 900~1,000 万人/年，客单价未来十年保持平均 9% 左右增速。

表 7：乌镇 2019 年运营情况假设（单位：百万元）

乌镇关键数据	2019年 信达预测	2018年 实际值	预测-2018实际值	%
营业收入	2,078	1,905	173	9.1%
净利润	751	734	17	2.3%
接待人数（万人）	972	915	57	6.3%
客单价（元）	212	208	4	1.8%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们预计古北水镇景区 2019 年将实现营业收入 12.0 亿元，同比增长 20.0%，实现净利 2.4 亿元，同比下降 22.3%。预计 19 年古北水镇景区接待游客 279 万人，同比增长 8.9%，实现客单价约 429 元/人，同比提升 10.2%。

表 8: 古北水镇 2019 年运营情况假设 (单位: 百万元)

古北水镇关键数据	2019年 信达预测	2018年 实际值	预测-2018实际值	%
营业收入	1,198	998	200	20.0%
净利润	240	308	-69	-22.3%
接待人数 (万人)	279	256	23	8.9%
客单价 (元)	429	389	40	10.2%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2019 年 2 月, 公司、嘉伟士杰与京能集团签署了产权交易合同, 公司与嘉伟士杰组成的联合体成为京能集团在北京产权交易所公开转让的北京古北水镇旅游有限公司 10% 股权项目的最终受让方, 受让价为 8.5 亿元, 其中公司受让北京古北水镇旅游有限公司 5.1613% 股权, 至此公司持有古北水镇股权比例由 41% 变更至 46%。

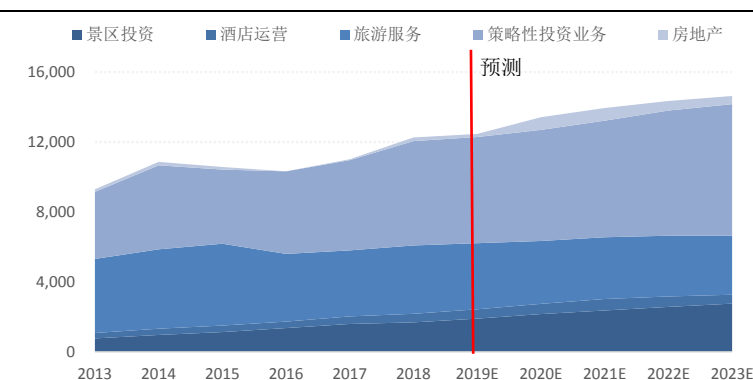
古北水镇股权交割完成, 我们预测公司 2019/2020 年 EPS 将达到 0.93/1.26 元/股, 分别增厚 0.01/0.02 元/股。

盈利预测及估值

收入预测

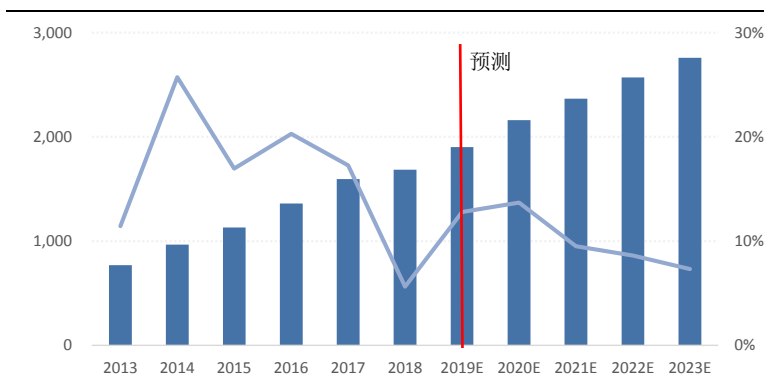
我们预测到 2023 年中青旅的营业收入将由 18 年的 122.6 亿元上升至 146.4 亿元。

图 1: 2013~2023 年中青旅营业收入及预测(百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

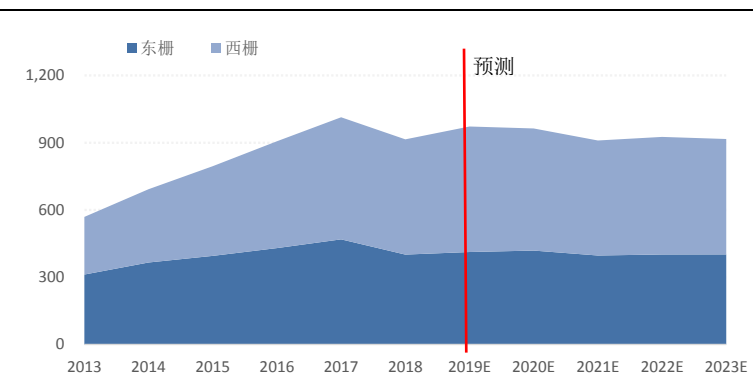
图 2: 2013~2023 年中青旅景区投资业务收入、增速及预测(百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

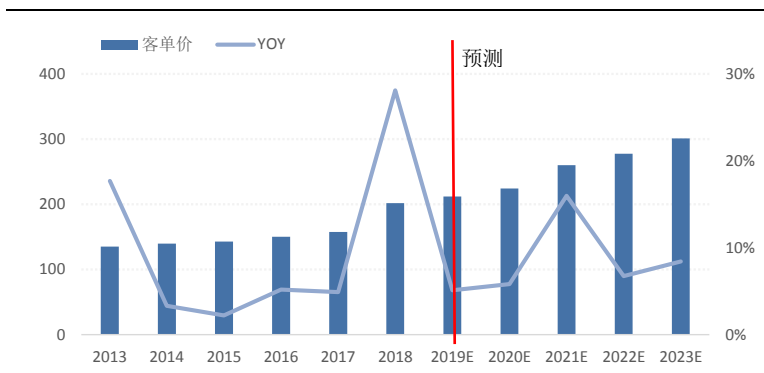
营业收入增长主要来源于景区投资业务与整合营销业务。我们预测到 2023 年公司景区投资业务收入将由 18 年的 16.7 亿元上升至 27.6 亿元，我们预期未来乌镇景区接待人数将保持在 900~1,000 万人/年，客单价未来十年保持平均 9% 左右增速。

图 3: 2013~2023 年乌镇游客接待量及预测(万人)



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

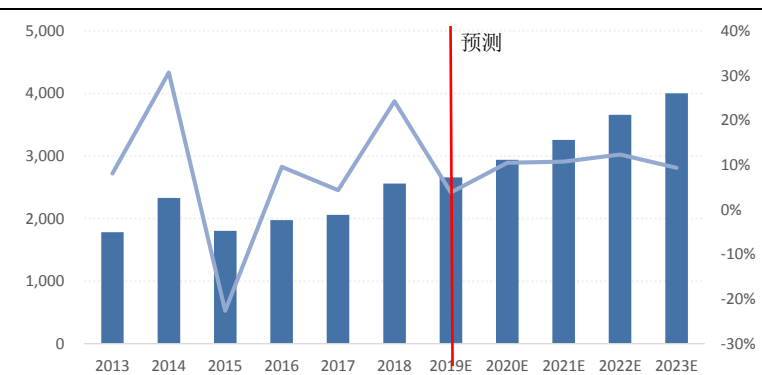
图 4: 2013~2023 年乌镇客单价预测(元)及 YOY



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

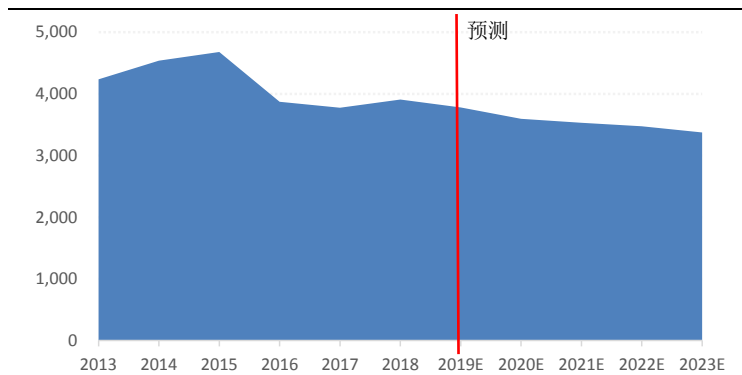
我们预测到 2023 年公司整合营销业务收入将由 18 年的 25.6 亿元上升至 40.0 亿元。而公司传统的旅游服务业务收入将由现在的 39.1 亿元降低至 33.8 亿元。

图 5：2013~2023 年中青旅整合营销业务收入及预测(百万元)



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

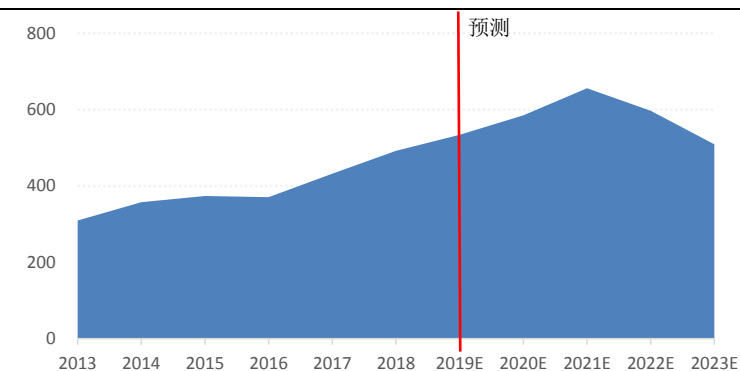
图 6：2013~2023 年中青旅旅游服务业务收入及预测(百万元)



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

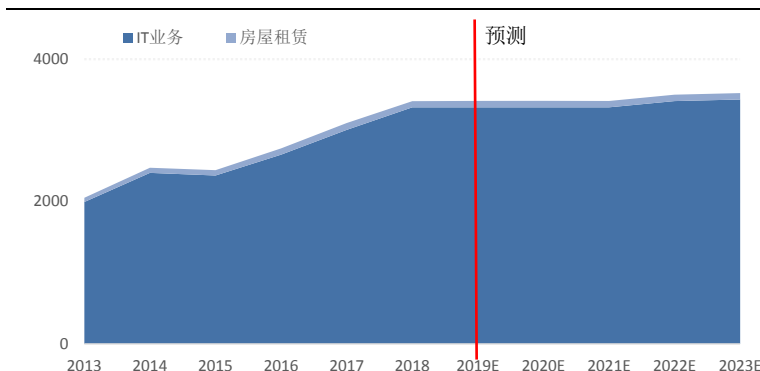
我们预测到 2023 年公司酒店业务收入将由 18 年的 4.9 亿元上升至 5.1 亿元；公司的策略性投资业务收入将从 18 年的 34.1 亿元上升至 35.2 亿元。

图 7：2013~2023 年中青旅酒店业务收入及预测(百万元)



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 8：2013~2023 年中青旅策略性投资业务收入及预测(百万元)

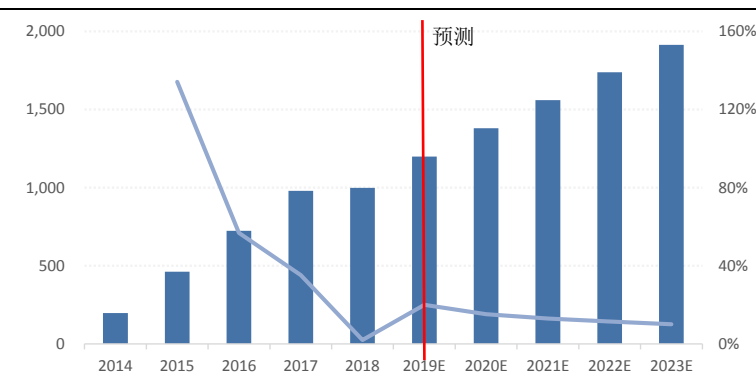


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

投资收益预测

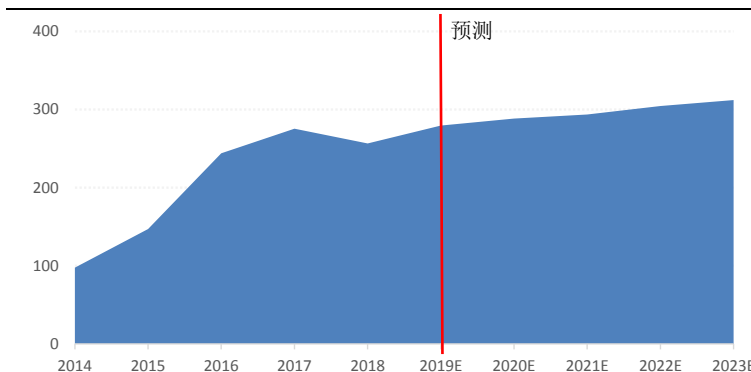
我们预测到 2023 年古北水镇的营业收入将由 18 年的 10.0 亿元上升至 19.1 亿元。

图 9: 2014~2023 年古北水镇营业收入及预测(百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

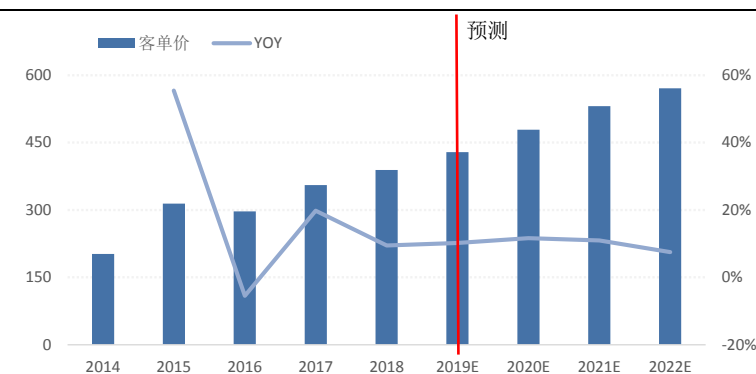
图 10: 2014~2023 年古北水镇游客接待量及预测(万人)



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

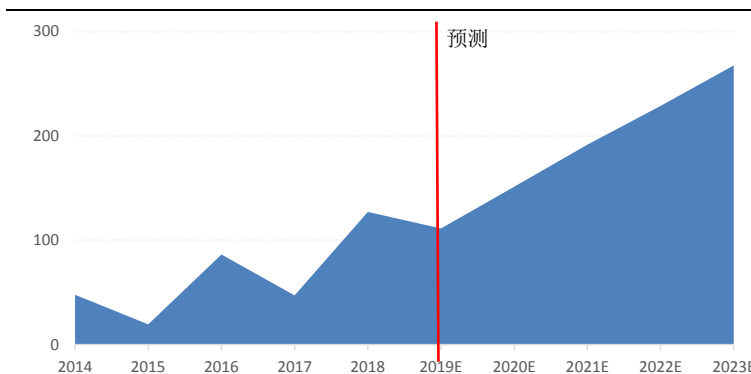
我们对古北水镇营业收入的预测是基于对古北水镇游客接待量和客单价的预测。随着景区消费的不断升级与景区设施的不断完善，我们预测到 2023 年古北水镇游客接待量将从 18 年的 256 万人次波动上升至 312 万人次，客单价将从 389 元增长至 613 元，增速维持在 9.5% 左右。古北水镇到 2023 年创造的投资收益将由 18 年的 1.3 亿元增长至 2.7 亿元。

图 11: 2014~2023 年古北水镇客单价及预测(元)



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 2014~2023 年古北水镇投资收益及预测(百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

表 9：中青旅估值假设

估值假设	
公司股价（最近）	12.66
行业平均资产 Beta	0.89
股票 Beta	0.89
无风险利率	2.00%
市场收益率	10.70%
风险收益率	7.79%
永续增长率(TV)	1.00%
股权资本成本	9.79%
每股价值 元	18.04

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

注：股价为 2019 年 5 月 30 日收盘价

我们预测了到 2028 年公司各项业务变化和股权自由现金流，并基于此对中青旅的股权价值做了 DCF 估值。我们选取市场收益率 10.7%作为预测的基准情况，得到的股权资本成本为 9.8%，用 DCF 方法计算出中青旅每股价值为 18.04 元/股。

我们基于对行业的判断，对未来 10 年中青旅的各项业务收入、成本费用、利润及现金流做出了预测。在旅游消费进入 3.0 时代与政策支持的背景下，公司核心景区业务将持续发展，虽然宏观经济波动或对景区行业产生影响，但公司作为国内优秀的小镇运营商，适用“减量增价”策略将保证公司业绩平稳发展。公司其他业务发展良好，其中房地产业务在近两年或将成为公司业绩亮点。我们预测公司 19/20/21 年将实现营业收入 125/134/139 亿元，实现归母净利润 6.7/9.1/10.5 亿元，对应摊薄 EPS0.93/1.26/1.45 元/股，对应当前股价 PE 分别为 14x/10x/9x，维持公司“买入”评级。

风险因素

核心景区业务增速不及预期

核心景区乌镇、古北水镇的发展直接影响中青旅的营收和利润增长。

其他业务增长不及预期

公司的旅行社业务、酒店业务、策略性投资业务与整合营销业务对公司价值同样有一定影响，公司各项业务的波动将影响公司最终的价值判断。

政策性风险

公司景区业务的高速发展与政府的支持是分不开的，政府补贴已成为公司利润增长的重要来源。其中公司收到的古镇保护与开发补贴已逐渐常态化，该补贴对公司净利润有重要贡献。若未来相关政策的变化导致公司收到的补贴数额大幅变动，将导致公司价值判断。

其他因素

宏观经济波动、重大事故发生、恶劣天气影响等也会对公司业绩及价值判断产生影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,859.32	6,538.43	7,620.03	8,816.19	10,111.24
货币资金	1,161.19	1,341.48	845.33	1,650.86	2,730.24
应收票据	99.77	49.11	49.92	53.75	55.86
应收账款	1,828.63	2,189.50	2,618.15	2,818.59	2,929.26
预付账款	466.47	596.26	1,123.08	1,177.63	1,207.74
存货	1,804.71	2,092.66	2,714.11	2,845.94	2,918.71
其他	498.55	269.43	269.43	269.43	269.43
非流动资产	7,161.92	8,055.35	8,205.17	8,341.79	8,489.48
长期股权投资	1,743.94	1,951.97	1,951.97	1,951.97	1,951.97
固定资产(合计)	3,015.02	3,488.12	3,750.64	3,843.77	3,901.85
无形资产	774.79	756.23	816.54	858.07	896.21
其他	1,628.17	1,859.03	1,686.02	1,687.98	1,739.44
资产总计	13,021.24	14,593.78	15,825.20	17,157.98	18,600.72
流动负债	4,977.16	5,926.54	6,268.80	6,382.74	6,416.87
短期借款	1,824.40	2,254.90	2,541.53	2,477.29	2,413.05
应付票据	204.00	300.00	306.45	321.34	329.56
应付账款	1,110.58	1,322.21	1,350.65	1,416.26	1,452.47
其他	1,838.17	2,049.43	2,070.17	2,167.85	2,221.79
非流动负债	557.24	508.35	508.35	508.35	508.35
长期借款	533.26	498.40	498.40	498.40	498.40
其他	23.97	9.95	9.95	9.95	9.95
负债合计	5,534.39	6,434.88	6,777.15	6,891.09	6,925.21
少数股东权益	1,894.72	2,039.27	2,359.98	2,779.23	3,261.94
归属母公司股东权益	5,592.12	6,119.63	6,688.07	7,487.66	8,413.57
负债和股东权益	13,021.24	14,593.78	15,825.20	17,157.98	18,600.72

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,019.55	12,264.77	12,467.40	13,421.88	13,948.85
同比(%)	6.70%	11.30%	1.65%	7.66%	3.93%
归属母公司净利润	571.71	597.42	669.77	911.06	1,048.53
同比(%)	18.24%	4.50%	12.11%	36.03%	15.09%
毛利率(%)	25.45%	25.30%	24.93%	26.88%	27.85%
ROE%	10.70%	10.20%	10.46%	12.85%	13.19%
EPS(摊薄)(元)	0.79	0.83	0.93	1.26	1.45
P/E	16	15	14	10	9
P/B	1.64	1.50	1.37	1.22	1.09
EV/EBITDA	7.95	7.60	7.35	5.71	5.02

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,019.55	12,264.77	12,467.40	13,421.88	13,948.85
营业成本	8,215.13	9,161.89	9,358.99	9,813.57	10,064.52
营业税金及附加	47.98	96.66	76.27	93.95	91.48
销售费用	1,207.36	1,276.29	1,304.55	1,317.85	1,350.73
管理费用	640.87	668.51	665.92	699.52	716.97
研发费用	0.00	6.52	6.63	7.13	7.41
财务费用	76.93	103.86	122.88	127.52	122.30
减值损失合计	3.29	45.59	12.58	13.91	17.52
投资净收益	58.82	132.01	116.74	157.41	196.10
其他	258.53	199.67	206.25	189.76	188.88
营业利润	1,145.34	1,237.13	1,242.56	1,695.60	1,962.90
营业外收支	12.86	8.15	78.08	78.16	78.74
利润总额	1,158.20	1,245.28	1,320.64	1,773.76	2,041.64
所得税	295.35	327.45	330.16	443.44	510.41
净利润	862.85	917.83	990.48	1,330.32	1,531.23
少数股东损益	291.14	320.40	320.71	419.26	482.70
归属母公司净利润	571.71	597.42	669.77	911.06	1,048.53
EBITDA	1,454.38	1,594.57	1,688.38	2,162.91	2,447.81
EPS(当年)(元)	0.79	0.83	0.93	1.26	1.45

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-785.81	719.06	-282.50	1,346.47	1,620.13
净利润	862.85	917.83	990.48	1,330.32	1,531.23
折旧摊销	233.44	252.43	259.76	281.04	298.87
财务费用	62.74	96.86	107.98	108.11	107.30
投资损失	-58.82	-132.01	-116.74	-157.41	-196.10
营运资金变动	-1,900.13	-429.34	-1,534.68	-226.38	-134.81
其它	14.11	13.29	10.69	10.79	13.65
投资活动现金流	27.33	-892.95	-290.96	-257.13	-246.59
资本支出	-566.29	-731.18	-407.70	-414.54	-442.69
长期投资	0.00	251.92	116.74	157.41	196.10
其他	593.62	-413.69	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,011.87	253.45	77.32	-283.82	-294.16
吸收投资	15.44	22.01	0.00	0.00	0.00
借款	1,165.29	549.13	286.63	-64.24	-64.24
支付利息或股息	164.94	224.70	209.31	219.58	229.92
现金流净增加额	256.50	88.57	-496.15	805.52	1,079.39

研究团队简介

陶伊雪，麦考瑞大学国际贸易与商法硕士，2014 年 12 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业、能源化工行业研究。

范峻巍，艾克赛特大学金融与投资硕士，2017 年 4 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。