

## Q2 营业利润增长转正，环比情况有所改善 增持（下调）

2019 年 08 月 19 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001  
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003  
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002  
021-60199793

zhanly@swzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2020E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 7711.88 | 7856.41 | 8391.43 | 8826.43 |
| 同比（%）      | 8.0%    | 1.9%    | 6.8%    | 5.2%    |
| 归母净利润（百万元） | 571.54  | 635.71  | 708.24  | 763.93  |
| 同比（%）      | 25.3%   | 11.2%   | 11.4%   | 7.9%    |
| 每股收益（元/股）  | 1.19    | 1.32    | 1.47    | 1.59    |
| P/E（倍）     | 11.6    | 10.5    | 9.4     | 8.7     |

### 投资要点

- **事件：**公司公布中报，19H1 收入同降 1.54%至 31.2 亿元，归母净利同降 33%至 1.32 亿元，扣非归母净利同降 67%至 2454 万元；具体到二季度，收入同增 2%至 14.6 亿元，归母净利同降 29%至 4537 万元，降幅较 Q1 有所缩窄。
- **分品牌看收入：**乐町增长稳健，女装、童装收入端微降但毛利率同比提升明显，男装销售略显压力，但二季度较一季度已有明显改善。女装 19H1 收入同降 2.6%至 11.0 亿元，毛利率同比提升 6.1pp 至 60.7%，主要受益直营零售折扣率提升及老货消化顺畅；男装 19H1 收入同降 4.8%至 10.8 亿元，同时毛利率下行 3pp 至 58.6%，主要由于奥莱收入占比提升、直营零售折扣率下降以及老货处理力度加大，但 Q2 其收入增长已经转正（+4.5%）；乐町受益线上及直营渠道布局力度加大 19H1 收入同增 12.4%至 4.2 亿元；MiniPeace 童装本期未如去年同期集中处理旧货，因此 19H1 收入有 3.7%下降，但毛利率同比提升 4.5pp 至 56.4%。
- **分渠道看收入：**购物中心、线上渠道仍是零售增长主要动力，线上/直营报表收入 Q2 增速回升至 18%/11%。公司“新四轮立体驱动”零售格局持续推进，优化街店、强化购物中心（目前购物中心门店突破 1750 家）、提升百货专柜质量、重视奥莱、推动电商赋能，从零售端来看，19H1 购物中心渠道及电商仍保持了正向增长。从报表收入来看，受益 618，线上 Q2 收入增速达到 18%，较 Q1 明显改善；线下在 Q2 经历 3.6%收入下滑，主要来自加盟提货收入的缩小（同降 24%），直营仍保持了 11%的增速，增速回升明显。
- **财务分析：**Q2 营业利润增长转正，现金流环比及同比亦有改善。19Q2 收入同增 2%同时毛利率基本与去年同期持平，但由于销售费用率同比提升 5.8pp 至 45.2%，致期间费用整体增长 8%，但受益资产减值损失规模较去年同期缩小、其他收益较去年同期增加，营业利润仍有 9%增长，明显优于 19Q1，但由于去年同期营业外收入技术较高，致归母净利同比下滑 29%至 4537 万元。周转来看，应收账款同增 10%，存货同增 1%，周转效率表现稳；经营性现金流虽仍未负，但较 19Q1 环比以及 18Q2 同比已经呈现明显改善。
- **盈利预测与投资评级：**公司仍在渠道调整及效率回升过程中，我们预计公司 19/20/21 年归母净利同比增长 11%/11%/8%至 6.4/7.1/7.6 亿元，对应 PE10.5/9.4/8.7X，考虑到消费前景的不确定性，给予“增持”评级。
- **风险提示：**社零环境平淡，展店不顺同时同店增长下滑，存货规模扩大带来的减值风险

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 14.17       |
| 一年最低/最高价      | 13.64/23.17 |
| 市净率(倍)        | 2.20        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2841.00     |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 6.44   |
| 资产负债率(%)    | 42.34  |
| 总股本(百万股)    | 480.76 |
| 流通 A 股(百万股) | 200.49 |

### 相关研究

- 1、《太平鸟 (603877)：大股东溢价接手方源资本所有股权，理清股价压制因素彰显发展信心》  
2018-12-07

表：主要渠道零售终端口径收入（百万元）

|       | 2015     | 2016     | 2017      | 2018      | 2018H1   | 2019H1   |
|-------|----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 街店    | 2,502.41 | 2,287.63 | 1,847.41  | 1,708.06  | 870.94   | 703.49   |
| YOY   | 0.78%    | -8.58%   | -19.24%   | -7.54%    | -7.59%   | -19.23%  |
| 收入占比  | 28.41%   | 23.12%   | 17.66%    | 17.66%    | 16.40%   | 13.79%   |
| 百货商场店 | 3,263.12 | 3,540.47 | 3,565.77  | 3,479.74  | 1,812.79 | 1,511.58 |
| YOY   | 13.31%   | 8.50%    | 0.71%     | -2.41%    | 10.33%   | -16.62%  |
| 收入占比  | 37.05%   | 35.78%   | 34.08%    | 134.08%   | 34.12%   | 29.63%   |
| 购物中心店 | 1,931.47 | 2,469.23 | 2,883.70  | 3,385.81  | 1,648.75 | 1,696.03 |
| YOY   | 29.12%   | 27.84%   | 16.79%    | 17.41%    | 27.52%   | 2.87%    |
| 收入占比  | 21.93%   | 24.95%   | 24.95%    | 124.95%   | 31.04%   | 33.24%   |
| 网上销售  | 1,110.51 | 1,598.00 | 2,166.38  | 2,368.75  | 979.79   | 1,011.68 |
| YOY   | 59.62%   | 43.90%   | 35.57%    | 9.34%     | 29.11%   | 3.25%    |
| 收入占比  | 12.61%   | 16.15%   | 16.15%    | 116.15%   | 18.44%   | 19.83%   |
| 合计    | 8,807.51 | 9,895.34 | 10,463.26 | 11,244.41 | 5,312.23 | 5,102.23 |
| YOY   | 16.59%   | 12.35%   | 5.74%     | 7.47%     | 14.55%   | -3.95%   |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：单季报表收入按品牌拆分（单位：百万元）

|                  | 2018Q1   | 2018Q2   | 2018Q3   | 2018Q4   | 2019Q1   | 2019Q2   |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| PEACEBIRD 女装     | 596.19   | 534.72   | 695.61   | 848.11   | 578.53   | 523.17   |
| YOY              | 6.46%    | 5.28%    | 15.41%   | -16.35%  | -2.96%   | -2.16%   |
| 毛利率              | 54.76%   | 54.46%   | 54.23%   | 50.18%   | 60.36%   | 61.01%   |
| 增减               | -3.05%   | -2.90%   | -4.26%   | 1.95%    | 5.60%    | 6.55%    |
| PEACEBIRD 男装     | 656.56   | 482.61   | 526.41   | 1,163.97 | 580.16   | 504.17   |
| YOY              | 21.34%   | 18.36%   | 17.44%   | 3.67%    | -11.64%  | 4.47%    |
| 毛利率              | 61.32%   | 62.31%   | 54.40%   | 54.44%   | 58.26%   | 58.99%   |
| 增减               | 2.79%    | 1.48%    | -5.74%   | 1.47%    | -3.06%   | -3.32%   |
| 乐町 LED'IN 女装     | 190.70   | 181.24   | 238.45   | 397.70   | 213.71   | 204.33   |
| YOY              | -10.02%  | -6.27%   | 10.18%   | 21.92%   | 12.07%   | 12.74%   |
| 毛利率              | 45.47%   | 55.20%   | 49.67%   | 49.70%   | 50.85%   | 52.92%   |
| 增减               | -3.37%   | 7.36%    | 4.85%    | 12.53%   | 5.38%    | -2.28%   |
| Mini Peace 童装    | 216.46   | 163.65   | 180.87   | 303.69   | 209.28   | 156.95   |
| YOY              | 51.03%   | 18.65%   | 6.04%    | 17.80%   | -3.32%   | -4.09%   |
| 毛利率              | 50.08%   | 30.89%   | 66.51%   | 58.18%   | 56.66%   | 55.94%   |
| 增减               | -7.03%   | -4.54%   | -2.17%   | 10.20%   | 6.58%    | 25.04%   |
| 其他（MG、贝甜童装、町家居等） | 58.13    | 41.37    | 45.15    | 75.92    | 60.77    | 45.59    |
| YOY              | 29.19%   | 27.00%   | -10.69%  | 68.27%   | 4.54%    | 10.20%   |
| 毛利率              | 45.23%   | 38.47%   | 27.71%   | 69.03%   | 51.85%   | 28.96%   |
| 增减               | -1.79%   | -9.52%   | -23.82%  | 29.31%   | 6.62%    | -9.51%   |
| 合计               | 1,718.04 | 1,403.59 | 1,686.49 | 2,788.79 | 1,642.45 | 1,434.21 |
| YOY              | 14.44%   | 9.70%    | 14.10%   | 0.47%    | -4.40%   | 2.18%    |
| 毛利率              | 55.32%   | 56.74%   | 52.00%   | 53.26%   | 57.59%   | 57.57%   |
| 增减               | -1.09%   | 0.12%    | -4.11%   | 4.57%    | 2.27%    | 0.83%    |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：单季报表收入按渠道拆分（单位：百万元）

|                | 2018Q1          | 2018Q2          | 2018Q3          | 2018Q4          | 2019Q1          | 2019Q2          |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>线下收入</b>    | <b>1,261.49</b> | <b>1,031.68</b> | <b>1,387.84</b> | <b>1,918.79</b> | <b>1,187.08</b> | <b>994.72</b>   |
| YOY            | 11.43%          | 5.43%           | 17.81%          | -1.88%          | -5.90%          | -3.58%          |
| 占比             | 73.43%          | 73.50%          | 82.29%          | 68.80%          | 72.27%          | 69.36%          |
| 门店数量           | 4320            | 4307            | 4431            | 4432            | 4508            | 4427            |
| 毛利率            | 62.41%          | 57.88%          | 52.81%          | 57.11%          | 63.71%          | 60.09%          |
| 增减             | 2.66%           | -2.72%          | -6.63%          | 6.93%           | 1.30%           | 2.22%           |
| <b>其中：直营收入</b> | <b>879.79</b>   | <b>605.36</b>   | <b>645.67</b>   | <b>1,060.79</b> | <b>872.70</b>   | <b>670.89</b>   |
| YOY            | 25.18%          | 13.13%          | 23.16%          | 3.12%           | -0.81%          | 10.82%          |
| 占比             | 51.21%          | 43.13%          | 38.28%          | 38.04%          | 53.13%          | 46.78%          |
| 门店数量           | 1296            | 1328            | 1407            | 1516            | 1550            | 1589            |
| 毛利率            | 66.33%          | 61.79%          | 67.45%          | 62.76%          | 66.03%          | 69.39%          |
| 增减             | 1.47%           | -5.31%          | -0.30%          | 0.35%           | -0.30%          | 7.60%           |
| <b>其中：加盟收入</b> | <b>378.53</b>   | <b>424.96</b>   | <b>740.35</b>   | <b>855.69</b>   | <b>312.48</b>   | <b>322.84</b>   |
| YOY            | -2.89%          | 2.40%           | 14.88%          | -7.63%          | -17.45%         | -24.03%         |
| 占比             | 22.03%          | 30.28%          | 43.90%          | 30.68%          | 19.03%          | 22.51%          |
| 门店数量           | 3005            | 2960            | 3007            | 3062            | 2942            | 2710            |
| 毛利率            | 53.90%          | 52.61%          | 40.60%          | 49.81%          | 57.51%          | 41.06%          |
| 增减             | 0.90%           | -1.55%          | -12.57%         | 13.09%          | 3.61%           | -11.56%         |
| <b>其中：联营收入</b> | <b>3.17</b>     | <b>1.36</b>     | <b>1.82</b>     | <b>2.31</b>     | <b>1.92</b>     | <b>0.96</b>     |
| YOY            | -91.97%         | -95.20%         | -80.68%         | 205.06%         | -39.42%         | -29.73%         |
| 占比             | 0.18%           | 0.10%           | 0.11%           | 0.08%           | 0.12%           | 0.07%           |
| 门店数量           | 19              | 19              | 17              | 18              | 16              | 8               |
| 毛利率            | -9.03%          | -44.56%         | -180.28%        | 175.77%         | 18.12%          | -34.46%         |
| 增减             | -44.59%         | -75.93%         | -204.90%        | 268.82%         | 27.15%          | 10.10%          |
| <b>线上收入</b>    | <b>456.55</b>   | <b>371.91</b>   | <b>298.65</b>   | <b>870.00</b>   | <b>455.38</b>   | <b>439.51</b>   |
| YOY            | 23.65%          | 23.54%          | -0.46%          | 6.09%           | -0.26%          | 18.18%          |
| 占比             | 26.57%          | 26.50%          | 17.71%          | 31.20%          | 27.73%          | 30.64%          |
| 毛利率            | 35.75%          | 53.59%          | 48.21%          | 44.80%          | 41.65%          | 51.87%          |
| 增减             | -10.41%         | 9.86%           | 5.18%           | -0.31%          | 5.90%           | -1.72%          |
| <b>线上+线下</b>   | <b>1,718.04</b> | <b>1,403.59</b> | <b>1,686.49</b> | <b>2,788.79</b> | <b>1,642.45</b> | <b>1,434.21</b> |
| YOY            | 14.44%          | 9.70%           | 14.10%          | 0.47%           | -4.40%          | 2.18%           |
| 毛利率            | 55.32%          | 56.74%          | 52.00%          | 53.26%          | 57.59%          | 57.57%          |
| 增减             | -1.09%          | 0.12%           | -4.11%          | 4.57%           | 2.27%           | 0.83%           |

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

表：太平鸟单季度三表数据拆分（单位：百万元）

|             | 2018Q1          | 2018Q2          | 2018Q3          | 2018Q4          | 2019Q1          | 2019Q2          |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>利润表</b>  |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>营业收入</b> | <b>1,736.67</b> | <b>1,432.53</b> | <b>1,718.83</b> | <b>2,823.85</b> | <b>1,659.21</b> | <b>1,461.08</b> |
| YOY         | 14.67%          | 10.17%          | 14.73%          | -0.18%          | -4.46%          | 1.99%           |

|              |          |          |          |          |          |          |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 毛利           | 958.57   | 808.93   | 889.23   | 1,463.57 | 953.29   | 827.30   |
| YOY          | 16.36%   | 6.88%    | 6.61%    | 7.11%    | -0.55%   | 2.27%    |
| 毛利率          | 55.20%   | 56.47%   | 51.73%   | 51.83%   | 57.45%   | 56.62%   |
| 期间费用         | 774.29   | 735.95   | 795.28   | 977.03   | 821.74   | 796.74   |
| YOY          | 16.99%   | 4.60%    | 15.89%   | 1.36%    | 6.13%    | 8.26%    |
| 期间费用率        | 44.59%   | 51.37%   | 46.27%   | 34.60%   | 49.53%   | 54.53%   |
| 销售费用         | 635.80   | 565.32   | 634.32   | 831.04   | 678.51   | 660.68   |
| 销售费用率        | 36.61%   | 39.46%   | 36.90%   | 29.43%   | 40.89%   | 45.22%   |
| 管理费用         | 113.53   | 135.95   | 137.06   | 96.30    | 121.94   | 94.77    |
| 管理费用率        | 6.54%    | 9.49%    | 7.97%    | 3.41%    | 7.35%    | 6.49%    |
| 研发费用         | 19.62    | 31.68    | 19.20    | 42.25    | 15.87    | 36.93    |
| 研发费用率        | 1.13%    | 2.21%    | 1.12%    | 1.50%    | 0.96%    | 2.53%    |
| 财务费用         | 5.34     | 2.99     | 4.71     | 7.44     | 5.43     | 4.35     |
| 财务费用率        | 0.31%    | 0.21%    | 0.27%    | 0.26%    | 0.33%    | 0.30%    |
| 资产减值损失       | 62.38    | 60.28    | 24.40    | 61.63    | 66.91    | 38.33    |
| 其他收益         | 29.43    | 43.56    | 50.85    | -2.94    | 63.48    | 56.91    |
| 投资净收益        | 10.15    | 8.57     | 7.51     | 6.96     | 9.97     | 9.17     |
| 营业利润         | 180.63   | 54.14    | 111.48   | 403.25   | 128.48   | 59.07    |
| YOY          | 215.42%  | 4.62%    | 12.98%   | 15.93%   | -28.87%  | 9.11%    |
| 营业利润率        | 10.40%   | 3.78%    | 6.49%    | 14.28%   | 7.74%    | 4.04%    |
| 加：营业外收入      | 1.03     | 45.04    | 1.04     | 16.91    | 0.97     | 1.74     |
| 减：营业外支出      | 0.92     | 1.90     | 2.89     | 5.82     | 0.91     | 2.45     |
| 利润总额         | 180.74   | 97.29    | 109.62   | 414.35   | 128.54   | 58.36    |
| YOY          | 140.01%  | 83.61%   | 10.89%   | -0.34%   | -28.88%  | -40.01%  |
| 所得税率         | 27.92%   | 36.38%   | 25.29%   | 30.93%   | 34.58%   | 24.68%   |
| 净利润          | 130.28   | 61.90    | 81.90    | 286.20   | 84.09    | 43.96    |
| YOY          | 128.09%  | 84.04%   | 8.98%    | -0.25%   | -35.45%  | -28.98%  |
| 净利率          | 7.50%    | 4.32%    | 4.76%    | 10.14%   | 5.07%    | 3.01%    |
| 归母净利         | 133.00   | 64.12    | 85.22    | 289.19   | 86.59    | 45.37    |
| YOY          | 126.93%  | 81.15%   | 12.17%   | 1.02%    | -34.90%  | -29.24%  |
| 资产负债表        |          |          |          |          |          |          |
| 应收账款         | 409.03   | 320.88   | 461.11   | 589.62   | 418.01   | 351.96   |
| YOY          | 50.37%   | 16.59%   | 9.36%    | 21.12%   | 2.20%    | 9.69%    |
| 存货           | 1,573.23 | 1,674.06 | 2,191.45 | 1,836.21 | 1,588.93 | 1,694.46 |
| YOY          | 11.26%   | 8.89%    | 11.73%   | 0.44%    | 1.00%    | 1.22%    |
| 现金流量表        |          |          |          |          |          |          |
| 经营性现金净流量     | -113.26  | -158.04  | -16.58   | 1,140.83 | -270.57  | -24.45   |
| /净利润         | -86.94%  | -255.32% | -20.25%  | 398.61%  | -321.75% | -55.62%  |
| 投资性现金净流量     | -47.71   | -18.98   | -191.34  | -683.85  | 127.38   | 437.30   |
| 筹资性现金净流量     | 44.88    | -320.55  | 43.82    | -129.81  | -118.43  | -383.58  |
| 现金及现金等价物净增加额 | -116.10  | -497.56  | -164.10  | 327.16   | -261.63  | 29.28    |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

太平鸟三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        |                |                |                |                | 利润表 (百万元)        |                |                |                |                |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                    | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2020E          |                  | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2020E          |
| <b>流动资产</b>        | <b>5002.16</b> | <b>5541.16</b> | <b>5858.64</b> | <b>6562.63</b> | <b>营业收入</b>      | <b>7711.88</b> | <b>7856.41</b> | <b>8391.43</b> | <b>8826.43</b> |
| 现金                 | 648.23         | 960.12         | 1171.27        | 1435.61        | 营业成本             | 3591.58        | 3601.88        | 3861.51        | 4083.36        |
| 应收账款               | 590.02         | 618.65         | 672.33         | 685.58         | 营业税金及附加          | 64.32          | 70.71          | 75.52          | 79.44          |
| 存货                 | 1836.21        | 2036.78        | 2027.97        | 2459.25        | 销售费用             | 2666.49        | 2761.64        | 2914.42        | 3004.51        |
| 其他流动资产             | 1497.14        | 1500.00        | 1500.00        | 1500.00        | 管理费用             | 482.84         | 500.22         | 518.94         | 525.61         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>1636.18</b> | <b>1451.51</b> | <b>1474.62</b> | <b>1463.53</b> | 财务费用             | 20.48          | 27.42          | 24.92          | 25.13          |
| 长期股权投资             | 11.52          | 11.52          | 11.52          | 11.52          | 投资净收益            | 33.19          | 30.00          | 30.00          | 30.00          |
| 在建工程               | 371.94         | 426.21         | 384.50         | 340.70         | 其他               | 169.85         | 84.05          | 82.39          | 114.14         |
| 无形资产               | 186.49         | 173.98         | 161.47         | 148.96         | <b>营业利润</b>      | <b>749.50</b>  | <b>840.49</b>  | <b>943.73</b>  | <b>1024.23</b> |
| 其他非流动资产            | 282.93         | 142.87         | 186.35         | 204.05         | 营业外净收支           | 52.49          | 60.52          | 60.90          | 59.96          |
| <b>资产总计</b>        | <b>6638.34</b> | <b>6992.67</b> | <b>7333.26</b> | <b>8026.16</b> | <b>利润总额</b>      | <b>801.99</b>  | <b>901.01</b>  | <b>1004.63</b> | <b>1084.19</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>2683.14</b> | <b>2739.31</b> | <b>2755.12</b> | <b>3113.45</b> | 所得税费用            | 241.71         | 270.30         | 301.39         | 325.26         |
| 短期借款               | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 少数股东损益           | (11.26)        | (5.00)         | (5.00)         | (5.00)         |
| 应付账款               | 1538.84        | 1598.92        | 1676.69        | 1846.67        | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>571.54</b>  | <b>635.71</b>  | <b>708.24</b>  | <b>763.93</b>  |
| 其他流动负债             | 247.49         | 233.56         | 241.88         | 240.97         | EBIT             | 970.96         | 992.67         | 1096.56        | 1212.94        |
| <b>非流动负债</b>       | <b>427.56</b>  | <b>363.22</b>  | <b>366.17</b>  | <b>366.76</b>  | EBITDA           | 1042.84        | 1045.66        | 1153.15        | 1272.46        |
| 长期借款               | 331.67         | 270.00         | 271.00         | 271.00         |                  |                |                |                |                |
| 其他非流动负债            | 0.00           | 1.00           | 2.00           | 2.00           |                  |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>        | <b>3110.70</b> | <b>3102.53</b> | <b>3121.30</b> | <b>3480.21</b> | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018</b>    | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2020E</b>   |
| 少数股东权益             | (11.48)        | (16.48)        | (21.48)        | (26.48)        | 每股收益(元)          | 1.19           | 1.32           | 1.47           | 1.59           |
| 归属母公司股东权益          | 3539.12        | 3890.15        | 4211.97        | 4545.95        | 每股净资产(元)         | 7.36           | 8.09           | 8.76           | 0.00           |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>6638.34</b> | <b>6992.67</b> | <b>7333.26</b> | <b>8026.16</b> | 发行在外股份(百万股)      | 481            | 481            | 481            | 481            |
|                    |                |                |                |                | ROIC(%)          | 17.58%         | 16.70%         | 17.12%         | 17.63%         |
|                    |                |                |                |                | ROE(%)           | 16.74%         | 17.14%         | 17.48%         | 17.45%         |
|                    |                |                |                |                | 毛利率(%)           | 53.43%         | 54.15%         | 53.98%         | 53.74%         |
|                    |                |                |                |                | 销售净利率(%)         | 7.41%          | 8.09%          | 8.44%          | 8.66%          |
|                    |                |                |                |                | 资产负债率(%)         | 46.86%         | 44.37%         | 42.56%         | 43.36%         |
|                    |                |                |                |                | 收入增长率(%)         | 7.98%          | 1.87%          | 6.81%          | 5.18%          |
|                    |                |                |                |                | 净利润增长率(%)        | 25.27%         | 11.23%         | 11.41%         | 7.86%          |
|                    |                |                |                |                | P/E              | 11.6           | 10.5           | 9.4            | 8.7            |
|                    |                |                |                |                | P/B              | 1.9            | 1.7            | 1.6            | 1.5            |
|                    |                |                |                |                | EV/EBITDA        | 6.69           | 6.61           | 6.00           | 5.43           |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2020E</b>   |                  |                |                |                |                |
| 经营活动现金流            | 852.94         | 808.29         | 938.02         | 1061.22        |                  |                |                |                |                |
| 投资活动现金流            | (941.87)       | (135.58)       | (320.52)       | (346.80)       |                  |                |                |                |                |
| 筹资活动现金流            | (361.66)       | (360.82)       | (406.34)       | (450.08)       |                  |                |                |                |                |
| 现金净增加额             | (450.60)       | 311.89         | 211.15         | 264.34         |                  |                |                |                |                |
| 折旧和摊销              | 71.88          | 52.98          | 56.59          | 59.52          |                  |                |                |                |                |
| 资本开支               | 7926.12        | 135.58         | 320.52         | 346.80         |                  |                |                |                |                |
| 营运资本变动             | (98.54)        | (166.76)       | (86.21)        | (77.74)        |                  |                |                |                |                |

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>