

2019年08月27日

森马服饰 (002563.SZ)

动态分析

原业务利润总额增 28%，KIDILIZ 整合影响半年度净利润

事件

公司披露半年报，上半年实现营收 82.19 亿元/+48.57%，实现归母净利 7.22 亿元/+8.20%，EPS 约 0.27 元。

投资要点

◆ **原业务利润总额增 28%，KIDILIZ 整合影响上半年利润：**整体来看，我们认为（1）森马服饰上半年营收增长 48.6%，主要源于 KIDILIZ 并表，剔除并表后，森马原业务营收增长 21%，其中休闲服饰增加 12%，儿童服饰增加 30%；（2）森马服饰上半年原业务利润总额增长 28%至 11 亿元，公司净利润增速放缓，主要为 KIDILIZ 整合影响；（3）KIDILIZ 利润总额-1.13 亿元，其中资产减值损失及信用减值损失 5522 万元，预计是公司对于 KIDILIZ 旗下品牌进行压缩，带来大量一次性计提损失；（4）KIDILIZ 聚焦优势品牌影响短期利润增长，利好品牌整合及长期发展。

◆ **原业务童装营收增长 30%，推动原业务业绩提升：**门店方面，森马服饰 6 月末合计门店数量约 10161 家，其中森马原业务 9404 家，KIDILIZ 门店 757 家。森马原业务中，直营店 784 家，加盟店 8620 家，上半年，公司店均面积较去年末基本平稳。

分渠道，上半年森马直营、森马加盟、森马电商以及 KIDILIZ 营收占比分别约 11%、45%、26%、18%。剔除 KIDILIZ 后，森马服饰实现营收增长约 21%，电商及加盟渠道维持较快增速，占比较低的直营渠道增速放缓。

分品类，上半年休闲服饰、儿童服饰分别占营收比例约 36%、63%。其中休闲服饰营收增长 12%，KIDILIZ 并表推动儿童服饰营收增长 82%。若剔除并表，森马儿童服饰业务营收增长 30%。剔除 KIDILIZ 后上半年儿童服饰毛利率微升，休闲服饰业务毛利率基本稳定。

◆ **并表推升毛利率，KIDILIZ 整合影响净利率：**盈利能力方面，KIDILIZ 童装定位较高端，上半年毛利率约为 66%，并表推动森马毛利率提升 6.49pct 至 44.84%。并表 KIDILIZ，推动销售费用率提升 6.78pct 至 23.89%、管理费用率提升 2.46pct 至 6.74%，上半年另有无法确认递延所得税资产的可抵扣亏损 5396 万元，提升所得税费，最终净利率同比下降 3.22pct 至 8.67%。

存货方面，上半年公司存货较去年末下降 5%至 42 亿元，存货略有好转。对比可比公司，2018 年末并表 KIDILIZ 四季度经营情况后，森马服饰存货周转率略有降低，但仍高于可比公司海澜之家和太平鸟。

◆ **童装市场较快增长，巴拉占据龙头地位：**童装市场规模有望取得大幅高于服装市场规模的增速。据新浪网，Euromonitor 数据显示，国内童装市场有望于 2019 年实现 2347 亿元的销售规模，同比增长约 12%。2018 年森马服饰童装市场市占率约 5.6%，排名第一，高于童装市占率第二至第五的合计市占率 4.4%，且差距较 2017 年略有

纺织服装 | 休闲快时尚 III

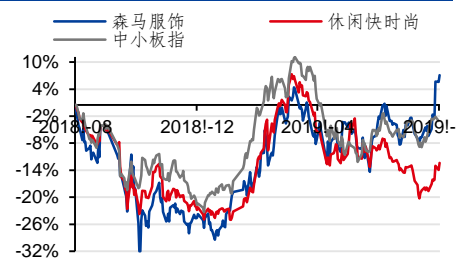
 投资评级 **买入-A(维持)**

股价(2019-08-27) 12.16 元

交易数据

总市值(百万元)	32,814.20
流通市值(百万元)	22,477.89
总股本(百万股)	2,698.54
流通股本(百万股)	1,848.51
12个月价格区间	7.72/12.54 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.45	3.67	15.73
绝对收益	11.66	12.07	17.31

分析师

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

报告联系人

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

相关报告

森马服饰：童装持续较快增长，休闲装毛利率改善明显 2019-04-26

森马服饰：三季度收入增速有所放缓，费用管控推升净利率维持业绩增速 2018-10-25

森马服饰：内生外延推动休闲童装向好，轻装上阵助力业绩较快增长 2018-08-08

森马服饰：收购欧洲中高端童装 Kidiliz 集团，国内外协同有望推升童装业绩 2018-05-04

森马服饰：童装、电商稳步增长，库存优化，18 年 Q1 业绩稳步回暖 2018-04-26

拉大。近年来，我国童装市场集中度正稳步提升，龙头森马服饰有望持续受益。

- ◆ **休闲服饰定位质在日常，有望逐步提升竞争力：**公司休闲服装森马品牌重定位质在日常，主要有三点变化，一是产品方面，推出体现品牌特色的新基本产品线；二是渠道方面，提升消费者购物体验；三是传播方面，将质感文化与大众审美进行连接。本次休闲服饰的定位变化及新产品线将在2019年秋冬季产品以及2020年商品中开始体现，整体变动有望推动公司客群年龄向上延伸，使森马能够逐步满足18~35岁年龄段消费者的工作生活着装需求，有望逐步提升品牌竞争力。
- ◆ **投资建议：**森马服饰是国内童装龙头，童装受益于龙头市占率提升，休闲装重定位有望提升竞争力。上半年原业务利润总额增28%，KIDILIZ整合影响净利润。我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为0.70、0.84和0.97元。净资产收益率分别为14.6%、15.5%和16.5%。目前公司PE（2019E）约为15倍，维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**童装竞争激烈；品牌传播推升费用率；并购项目回暖或不达预期；加盟受终端零售影响滞后。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	12,026.3	15,719.1	23,293.6	26,946.1	30,543.1
同比增长(%)	12.7%	30.7%	48.2%	15.7%	13.3%
营业利润(百万元)	1,511.3	2,080.2	2,498.9	2,987.6	3,463.6
同比增长(%)	-19.0%	37.6%	20.1%	19.6%	15.9%
净利润(百万元)	1,137.9	1,693.6	1,887.6	2,256.8	2,616.4
同比增长(%)	-20.2%	48.8%	11.5%	19.6%	15.9%
每股收益(元)	0.42	0.63	0.70	0.84	0.97
PE	25.5	17.1	15.4	12.9	11.1
PB	2.9	2.6	2.2	2.0	1.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、原业务利润总额增 28%，KIDILIZ 整合影响半年度净利润	4
(一) 原业务利润总额增 28%，KIDILIZ 整合影响上半年利润	4
(二) 渠道数量持续扩张，森马加盟店数同比增 6.4%	4
(三) 剔除 KIDILIZ，上半年森马营收增长约 21%	5
(四) 上半年童装贡献增速，剔除并表后营收增长 30%	6
二、并表推升毛利率，KIDILIZ 整合影响净利率	7
(一) 并表推升毛利率，KIDILIZ 整合影响净利率	7
(二) 存货较去年末降低，周转处于行业中游水平	7
三、童装占据龙头地位，休闲服饰有望提升竞争力	8
(一) 童装市场较快增长，巴拉占据龙头地位	8
(二) 休闲服饰定位质在日常，有望逐步提升竞争力	8
五、盈利预测及投资建议	9
六、风险提示	10

图表目录

图 1: 森马服饰营业收入及其增长	4
图 2: 森马服饰归母净利润及其增长	4
图 3: 森马服饰分季度营业收入及其增长	4
图 4: 森马服饰分季度归母净利润及其增长	4
图 5: 森马服饰分渠道门店数量 (家)	5
图 6: 森马服饰分品类门店数量 (家)	5
图 7: 森马服饰分品类营业面积	5
图 8: 森马服饰分品类店均面积 (平方米/家)	5
图 9: 森马服饰分渠道营业收入 (百万元)	6
图 10: 森马服饰分渠道营业收入增长	6
图 11: 森马服饰分品类营业收入 (百万元)	6
图 12: 森马服饰分品类营收增速	6
图 13: 森马服饰分品类毛利率	6
图 14: 森马服饰分品类毛利润 (百万元)	6
图 15: 森马服饰利润率	7
图 16: 森马服饰费用率	7
图 17: 森马服饰存货及其占营收比例	7
图 18: 可比公司存货周转率	7
图 19: 中国服装市场规模及其预计	8
图 20: 中国童装市场规模及其预计	8
图 21: 中国童装市场集中度估计	8
图 22: 2018 年森马童装市场占有率估计	8
图 23: 森马品牌定位质在日常 (一)	9
图 24: 森马品牌定位质在日常 (二)	9
表 1: 森马服饰营业收入预测	9

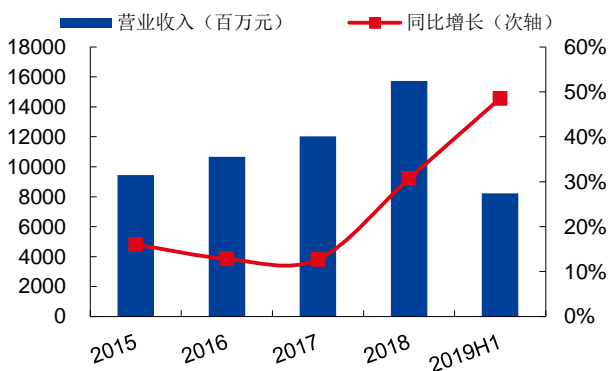
一、原业务利润总额增 28%，KIDILIZ 整合影响半年度净利润

公司披露半年报，上半年实现营收 82.19 亿元/+48.57%，实现归母净利 7.22 亿元/+8.20%，EPS 约 0.27 元。

（一）原业务利润总额增 28%，KIDILIZ 整合影响上半年利润

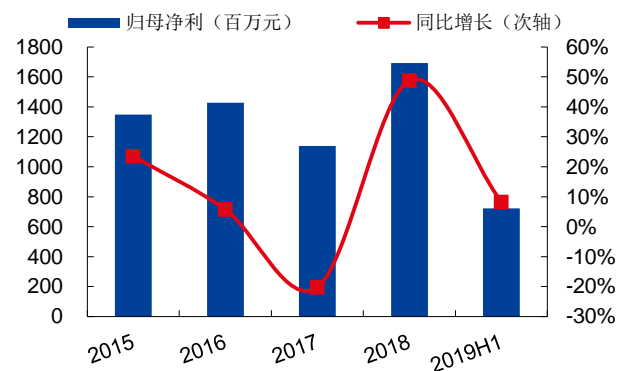
整体来看，我们认为（1）森马服饰上半年营收增长 48.6%，主要源于 KIDILIZ 并表，剔除并表后，森马原业务营收增长 21%，其中休闲服饰增加 12%，儿童服饰增加 30%；（2）森马服饰上半年原业务利润总额增长 28%至 11 亿元，公司净利润增速放缓，主要为 KIDILIZ 整合影响；（3）KIDILIZ 利润总额-1.13 亿元，其中资产减值损失及信用减值损失 5522 万元，预计是公司对于 KIDILIZ 旗下品牌进行压缩，带来大量一次性计提损失（对比去年 Q4，KIDILIZ 资产减值损失约 596 万元）；（4）KIDILIZ 聚焦优势品牌影响短期利润增长，利好品牌整合及长期发展。

图 1：森马服饰营业收入及其增长



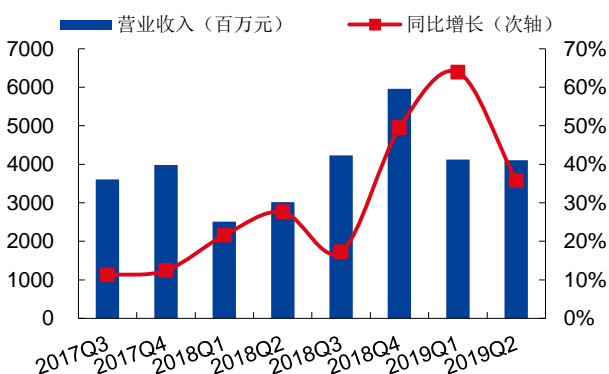
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：森马服饰归母净利及其增长



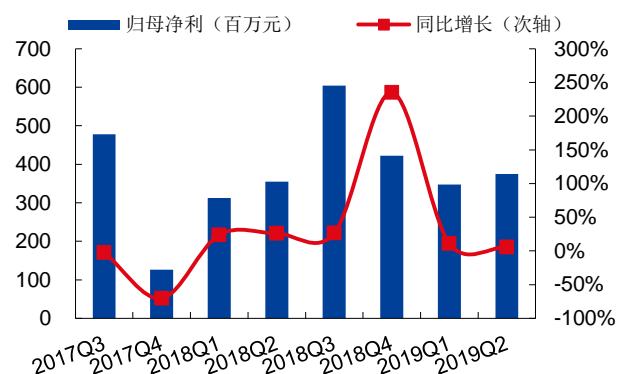
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：森马服饰分季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：森马服饰分季度归母净利及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

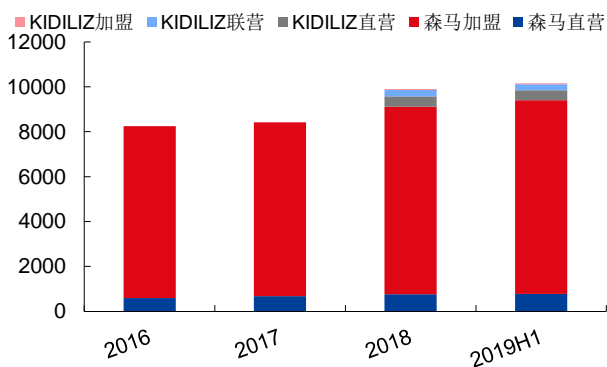
（二）渠道数量持续扩张，森马加盟店数同比增 6.4%

门店方面，森马服饰 6 月末合计门店数量约 10161 家，其中森马原业务 9404 家，KIDILIZ 门店 757 家。森马原业务中，直营店 784 家，同比增长 2.3%，加盟店 8620 家，同比增长 6.4%。原业务加盟渠道持续占据森马服饰的核心地位。

分品类看，6 月末公司休闲服饰门店达 3858 家，占比 38%，儿童服饰门店 6303 家，占比 62%，儿童服饰门店占比更高，一是源于 KIDILIZ 去年 Q4 起并表，二是公司儿童门店营业面积较小，休闲服饰及儿童服饰的门店营业面积占比分别约 49%与 51%。

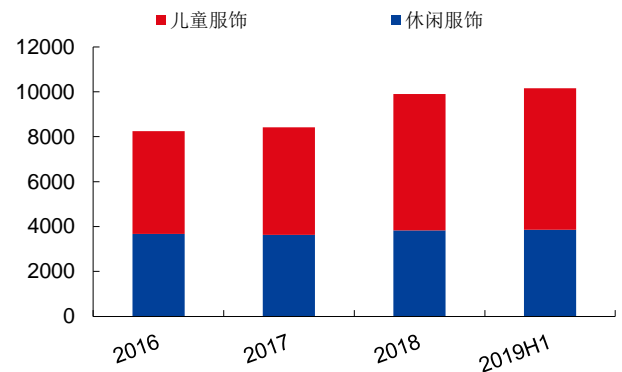
2016 年至 2018 年，公司逐步向购物中心转移，直营门店增加，大店增加，推动公司店均面积快速增长。截止 2019 年上半年，公司店均面积较去年末基本平稳。

图 5：森马服饰分渠道门店数量（家）



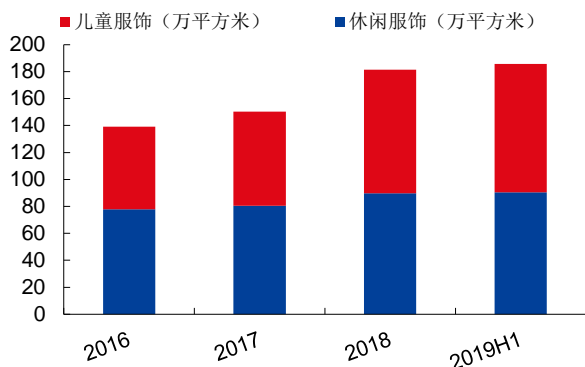
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：森马服饰分品类门店数量（家）



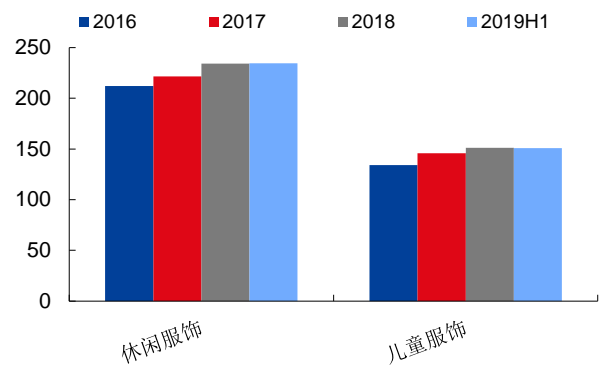
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：森马服饰分品类营业面积



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：森马服饰分品类店均面积（平方米/家）

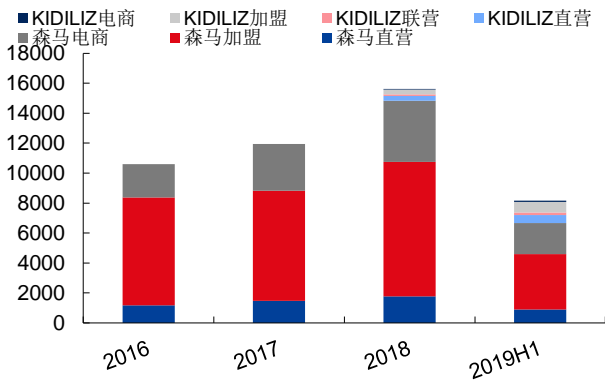


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）剔除 KIDILIZ，上半年森马营收增长约 21%

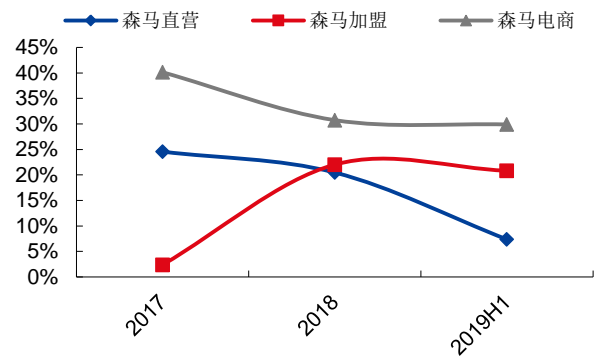
分渠道看，2019 年上半年森马直营、森马加盟、森马电商以及 KIDILIZ 营收占比分别约 11%、45%、26%、18%。剔除 KIDILIZ 后，森马服饰实现营收增长约 21%。其中森马直营营收增长 7.4%，加盟营收增长 21%，电商营收增长 30%，电商及加盟渠道维持较快增速，占比较低的直营渠道增速放缓。

图 9：森马服饰分渠道营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：森马服饰分渠道营业收入增长

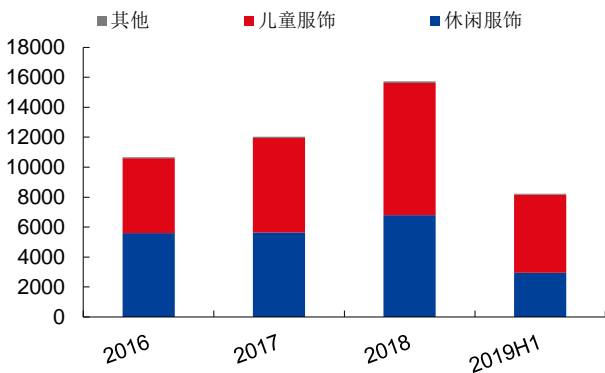


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）上半年童装贡献增速，剔除并表后营收增长 30%

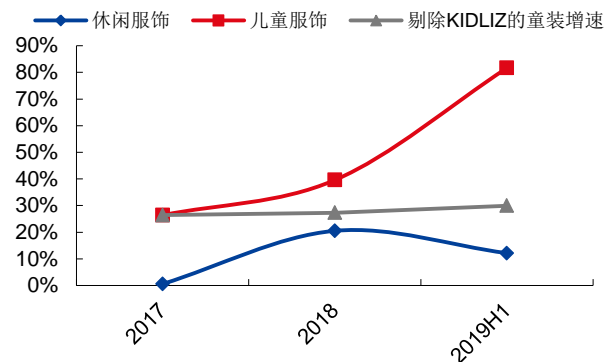
分品类看，公司上半年休闲服饰、儿童服饰分别占营收比例约 36%、63%。其中休闲服饰营收增长 12%，KIDILIZ 并表推动儿童服饰营收增长 82%。若剔除并表，森马儿童服饰业务营收增长 30%。毛利率方面，KIDILIZ 定位较为高端，上半年毛利率约为 66%，并表推动森马儿童服饰毛利率提升，剔除 KIDILIZ 后上半年儿童服饰毛利率微升 0.6pct 至 42.7%。上半年休闲服饰业务毛利率基本稳定。

图 11：森马服饰分品类营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：森马服饰分品类营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：森马服饰分品类毛利率

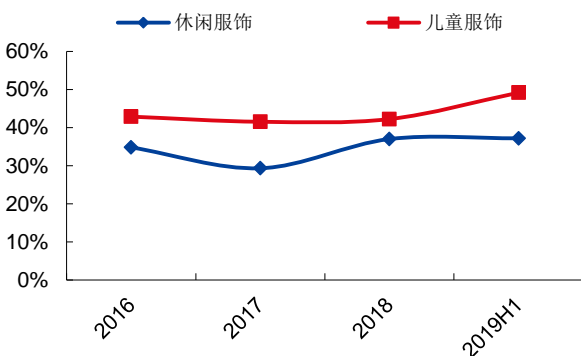
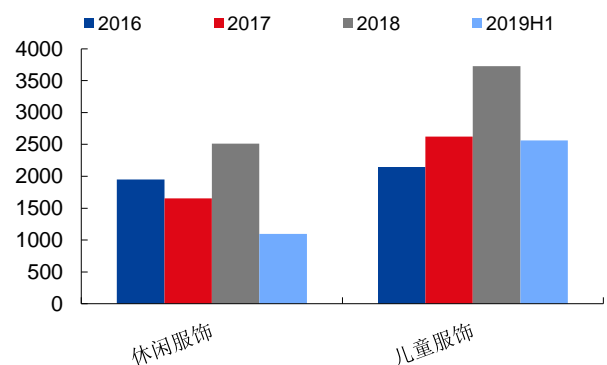


图 14：森马服饰分品类毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

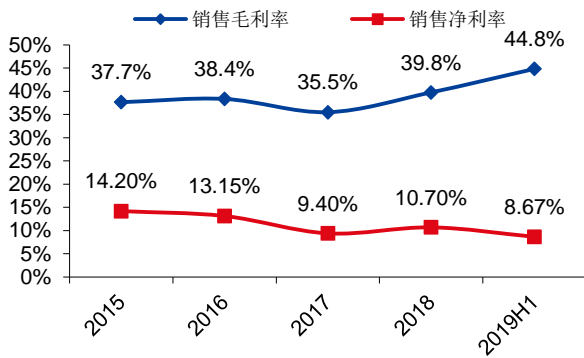
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、并表推升毛利率，KIDILIZ 整合影响净利率

（一）并表推升毛利率，KIDILIZ 整合影响净利率

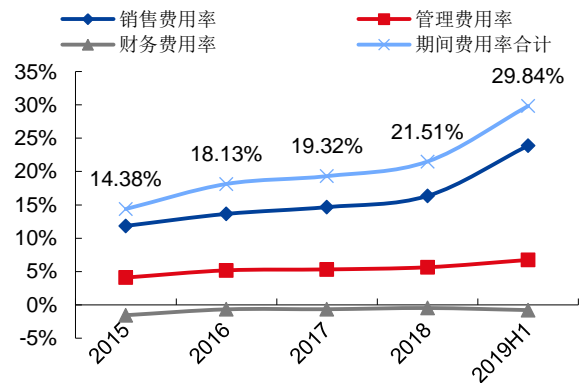
盈利能力方面，KIDILIZ 童装定位较高端，上半年毛利率约为 66%，并表推动森马毛利率提升 6.49pct 至 44.84%。并表 KIDILIZ，推动销售费用率提升 6.78pct 至 23.89%、管理费用率提升 2.46pct 至 6.74%，上半年另有无法确认递延所得税资产的可抵扣亏损 5396 万元，提升所得税费，最终净利率同比下降 3.22pct 至 8.67%。

图 15：森马服饰利润率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：森马服饰费用率

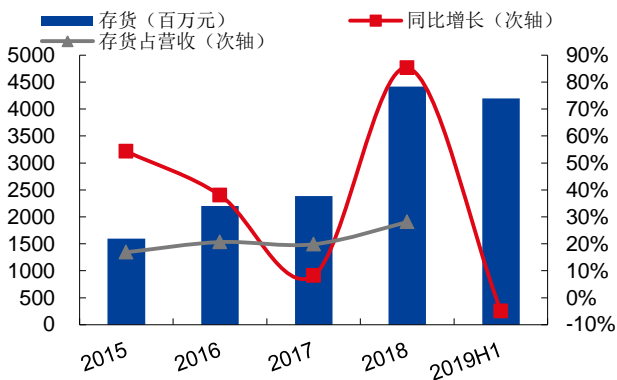


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）存货较去年末降低，周转处于行业中游水平

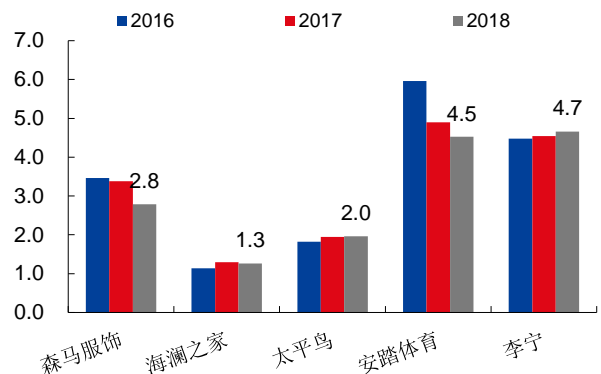
存货方面，2019 年上半年公司存货较去年末下降 5%至 42 亿元，存货略有好转。对比可比公司，2018 年末并表 KIDILIZ 四季度经营情况后，森马服饰存货周转率略有降低，但仍高于可比公司海澜之家和太平鸟。

图 17：森马服饰存货及其占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：可比公司存货周转率



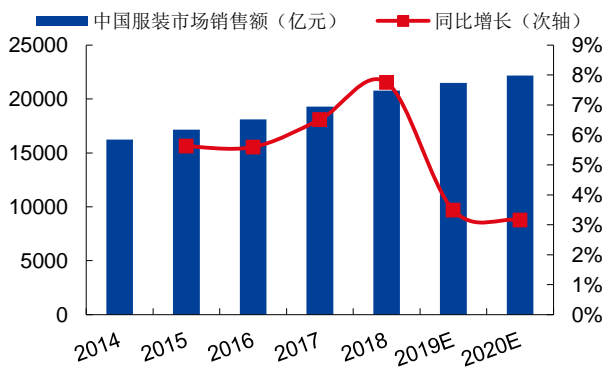
资料来源：Wind，华金证券研究所

三、童装占据龙头地位，休闲服饰有望提升竞争力

(一) 童装市场较快增长，巴拉占据龙头地位

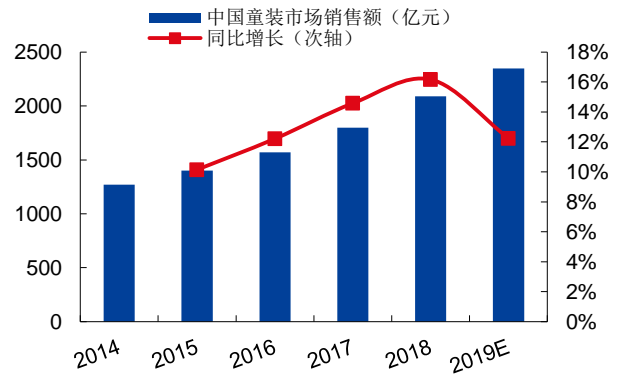
随着我国居民收入及生活水平的逐步提高，人们更加重视对母婴童的呵护，母婴童市场正处于快速发展时期，童装市场规模有望取得大幅高于服装市场规模的增速。据新浪网，Euromonitor 数据显示，国内童装市场有望于 2019 年实现 2347 亿元的销售规模，同比增长约 12%。

图 19：中国服装市场规模及其预计



资料来源：新浪网，Euromonitor，华金证券研究所

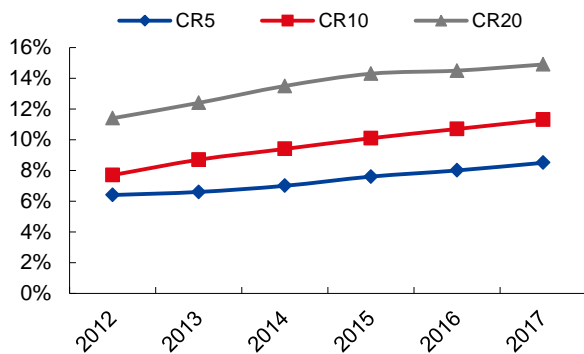
图 20：中国童装市场规模及其预计



资料来源：新浪网，Euromonitor，华金证券研究所

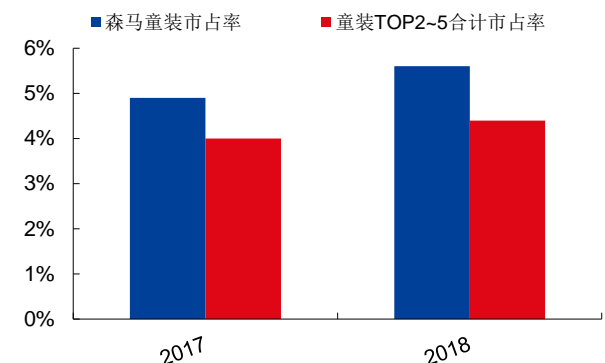
我国童装市场较为分散。据观研天下，2017 年我国童装市场 CR5 约占据 8.5% 的市场份额，远低于美国、英国、日本童装市场 2016 年 CR5 的 27.1%、23.5%、18.8% 的市场占有率。具体来看，2018 年森马服饰市占率约 5.6%，排名第一，高于童装市占率第二至第五的合计市占率 4.4%，且差距较 2017 年略有拉大。近年来，我国童装市场集中度正稳步提升，龙头森马服饰有望持续受益。

图 21：中国童装市场集中度估计



资料来源：观研天下，华金证券研究所

图 22：2018 年森马童装市场占有率估计

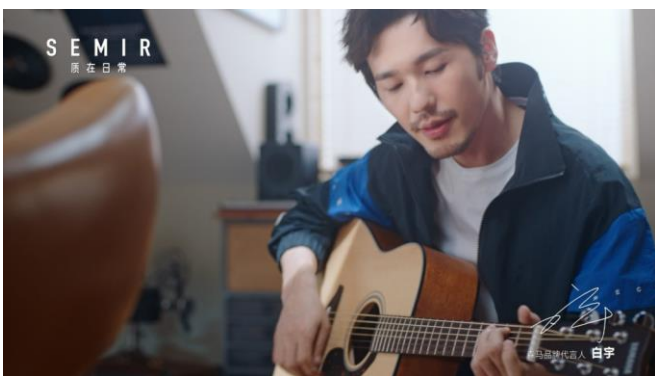


资料来源：公司公告，Euromonitor，华金证券研究所

(二) 休闲服饰定位质在日常，有望逐步提升竞争力

公司休闲服装重定位质在日常，旨在推动森马品牌二次生长。本次重定位，主要有三点变化，一是产品方面，推出体现品牌特色的新基本产品线，新基本线基于 18 至 35 岁消费人群的基本穿着共性，打造带有品质提升感的产品，有望提升森马客群年龄段，打开大众流量；二是渠道方面，试点门店中，森马以生活分区替代了以往大休闲风格分区，并规划出超过 10% 的面积作为休息体验区，有效提升消费者购物体验，翻新后业绩持续提升；三是传播方面，森马将更加重视圈层沟通与“质在日常”的内涵关联，将质感文化与大众审美进行连接，并进行跨界 IP 合作，让消费者感受到森马的改变。本次休闲服饰的定位变化及新产品线将在 2019 年秋冬季产品以及 2020 年商品中开始体现，整体变动有望推动公司客群年龄向上延伸，使森马能够逐步满足 18~35 岁年龄段消费者的工作生活着装需求，有望逐步提升品牌竞争力。

图 23：森马品牌定位质在日常（一）



资料来源：证券之星网，华金证券研究所

图 24：森马品牌定位质在日常（二）



资料来源：新浪财经，华金证券研究所

五、盈利预测及投资建议

森马服饰是国内童装龙头，童装受益于龙头市占率提升，休闲装重定位有望提升竞争力。上半年原业务利润总额增 28%，KIDILIZ 整合影响净利润。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.70、0.84 和 0.97 元。净资产收益率分别为 14.6%、15.5% 和 16.5%。目前公司 PE(2019E) 约为 15 倍，维持“买入-A”建议。

表 1：森马服饰营业收入预测

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
儿童服饰	营业收入	5001.10	6321.54	8824.70	15443.23	18161.24	20885.42
	增长率	26.52%	26.40%	39.60%	75.00%	17.60%	15.00%
	毛利率	42.87%	41.52%	42.23%	49.20%	49.00%	48.80%
休闲服饰	营业收入	5600.91	5634.27	6791.61	7742.44	8671.53	9538.68
	增长率	3.60%	0.60%	20.54%	14.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	34.80%	29.31%	36.98%	37.00%	37.00%	37.00%
其他业务	营业收入	65.16	70.49	102.82	107.96	113.36	119.02
	增长率	-31.72%	8.19%	45.86%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-1.60%	-8.14%	14.65%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	营业收入	10667.17	12026.30	15719.13	23293.62	26946.12	30543.13
	增长率	12.83%	12.74%	30.71%	48.19%	15.68%	13.35%

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	38.36%	35.51%	39.78%	44.99%	45.00%	44.98%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

六、风险提示

童装竞争激烈；品牌传播推升费用率；并购项目回暖或不达预期；加盟受终端零售影响滞后。

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	12,026.3	15,719.1	23,293.6	26,946.1	30,543.1	年增长率					
减:营业成本	7,755.7	9,465.9	12,814.7	14,821.6	16,803.9	营业收入增长率	12.7%	30.7%	48.2%	15.7%	13.3%
营业税费	83.1	111.4	165.0	190.9	216.4	营业利润增长率	-19.0%	37.6%	20.1%	19.6%	15.9%
销售费用	1,763.4	2,570.4	5,590.5	6,467.1	7,299.8	净利润增长率	-20.2%	48.8%	11.5%	19.6%	15.9%
管理费用	638.8	521.9	1,607.3	1,940.1	2,290.7	EBITDA 增长率	-20.6%	62.9%	5.9%	17.9%	14.9%
财务费用	-79.3	-75.8	-22.7	-48.2	-65.2	EBIT 增长率	-22.0%	65.8%	6.8%	18.7%	15.6%
资产减值损失	466.0	867.4	700.0	650.0	600.0	NOPLAT 增长率	-20.3%	39.0%	25.0%	18.7%	15.6%
加:公允价值变动收益	-	9.4	-	-	-	投资资本增长率	20.1%	2.5%	-0.4%	-2.8%	-4.3%
投资和汇兑收益	79.2	127.1	60.0	63.0	66.2	净资产增长率	1.2%	10.6%	15.9%	12.2%	9.0%
营业利润	1,511.3	2,080.2	2,498.9	2,987.6	3,463.6	盈利能力					
加:营业外净收支	2.5	188.0	-	-	-	毛利率	35.5%	39.8%	45.0%	45.0%	45.0%
利润总额	1,513.8	2,268.3	2,498.9	2,987.6	3,463.6	营业利润率	12.6%	13.2%	10.7%	11.1%	11.3%
减:所得税	383.3	586.7	624.7	746.9	865.9	净利润率	9.5%	10.8%	8.1%	8.4%	8.6%
净利润	1,137.9	1,693.6	1,887.6	2,256.8	2,616.4	EBITDA/营业收入	12.8%	15.9%	11.4%	11.6%	11.7%
						EBIT/营业收入	11.6%	14.8%	10.6%	10.9%	11.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	25.8%	32.4%	33.3%	31.9%	34.7%
货币资金	1,286.6	2,434.6	3,917.7	5,729.0	7,306.5	负债权益比	34.8%	48.0%	49.8%	46.8%	53.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.11	2.55	2.54	2.76	2.58
应收帐款	1,503.0	1,952.7	3,223.7	2,464.9	3,813.4	速动比率	2.28	1.55	1.74	1.85	1.87
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-17.64	-30.59	-109.14	-60.94	-52.14
预付帐款	133.9	202.8	262.0	268.6	334.3	营运能力					
存货	2,384.3	4,417.5	4,481.6	5,399.5	5,336.3	固定资产周转天数	34	36	31	27	23
其他流动资产	3,640.2	2,233.3	2,345.0	2,462.2	2,585.3	流动营业资本周转天数	136	108	72	63	54
可供出售金融资产	422.8	437.7	459.6	482.6	506.7	流动资产周转天数	268	231	197	204	210
持有至到期投资	60.5	-	-	-	-	应收帐款周转天数	53	40	40	38	37
长期股权投资	10.1	3.6	3.6	3.6	3.6	存货周转天数	69	78	69	66	63
投资性房地产	1,264.2	1,095.5	1,095.5	1,095.5	1,095.5	总资产周转天数	398	346	278	272	269
固定资产	1,115.2	1,985.7	2,048.3	2,013.3	1,938.6	投资资本周转天数	182	154	105	89	76
在建工程	844.7	253.8	101.5	40.6	16.2	费用率					
无形资产	447.1	786.7	759.5	732.6	706.8	销售费用率	14.7%	16.4%	24.0%	24.0%	23.9%
其他非流动资产	530.8	763.9	730.1	672.8	666.4	管理费用率	5.3%	3.3%	6.9%	7.2%	7.5%
资产总额	13,643.2	16,567.7	19,428.0	21,365.2	24,309.7	财务费用率	-0.7%	-0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	20.5	174.6	-	-	-	三费/营业收入	19.3%	19.2%	30.8%	31.0%	31.2%
应付帐款	2,024.5	2,626.0	3,617.5	3,990.9	5,120.5	投资回报率					
应付票据	379.1	432.4	706.7	569.6	924.1	ROE	11.3%	15.2%	14.6%	15.5%	16.5%
其他流动负债	454.2	1,177.2	1,288.0	1,359.8	1,462.0	ROA	8.3%	10.1%	9.6%	10.5%	10.7%
长期借款	-	156.9	-	-	-	ROIC	19.4%	22.4%	27.3%	32.6%	38.8%
其他非流动负债	647.4	807.8	848.2	890.6	935.1	分红指标					
负债总额	3,525.8	5,375.0	6,460.4	6,810.9	8,441.7	DPS(元)	0.25	-	0.07	0.25	0.48
少数股东权益	16.0	46.9	33.4	17.3	-1.3	分红比率	59.1%	0.0%	10.0%	30.0%	50.0%
股本	2,689.5	2,699.8	2,699.8	2,699.8	2,699.8	股息收益率	2.3%	0.0%	0.7%	2.3%	4.5%
留存收益	7,432.1	8,513.6	10,234.3	11,837.1	13,169.4						
股东权益	10,117.4	11,192.7	12,967.6	14,554.3	15,867.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.42	0.63	0.70	0.84	0.97
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	3.74	4.13	4.79	5.38	5.88
净利润	1,130.5	1,681.6	1,887.6	2,256.8	2,616.4	PE(X)	25.5	17.1	15.4	12.9	11.1
加:折旧和摊销	183.3	244.5	169.8	179.8	186.9	PB(X)	2.9	2.6	2.2	2.0	1.8
资产减值准备	466.0	867.4	-	-	-	P/FCF	1,673.2	15.9	18.3	11.9	10.0
公允价值变动损失	-	-9.4	-	-	-	P/S	2.4	1.8	1.2	1.1	1.0
财务费用	1.0	33.5	-22.7	-48.2	-65.2	EV/EBITDA	16.6	9.9	8.6	6.8	5.4
投资损失	-79.2	-127.1	-60.0	-63.0	-66.2	CAGR(%)	25.6%	15.6%	10.2%	25.6%	15.6%
少数股东损益	-7.5	-12.1	-13.5	-16.1	-18.7	PEG	1.0	1.1	1.5	0.5	0.7
营运资金的变动	-1,272.0	674.5	-55.3	124.8	163.1	ROIC/WACC	1.8	2.1	2.6	3.1	3.7
经营活动产生现金流量	2,190.7	955.0	1,906.0	2,434.1	2,816.4						
投资活动产生现金流量	-1,859.5	791.3	-14.9	-17.0	-20.0						
融资活动产生现金流量	-1,042.8	-785.3	-408.1	-605.8	-1,218.9						

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.cn