

2020年04月07日

# 安正时尚 (603839.SH)

## 动态分析

### 礼尚全年并表推升业绩，预计服装主业利润微增

#### 事件

公司披露年报，2019年实现营业收入24.38亿元/+47.83%，归母净利润3.03亿元/+7.67%，扣非归母净利润2.60亿元/+31.29%，基本每股收益0.76元，拟每10股派现金股利3.5元（含税）。

#### 投资要点

◆ **礼尚全年并表推升业绩，预计服装主业利润微增：** 营收端，礼尚信息全年并表推升营收增速，2019年服装主业、礼尚信息分别占营收约65%、35%，服装主业营收增长约4.8%。净利端，公司归母净利润增长近7.7%，增速低于营收增长主要源于去年非经常损益高基数，19年公司扣非净利增长31%，主要源于礼尚信息并表，若剔除礼尚信息影响，预计服装主业利润微增1%。分季度看，Q4利润大幅下行，一方面源于去年11~12月礼尚已并表，另一方面源于暖冬影响服装主业销售。

◆ **线下门店有所优化，线上保持较快增长：** 服装主业渠道方面，公司2019年末合计门店数量达1055家，较18年度末增加82家，其中主要的增加来源于期末并入零到七公司的ALLO&LUGH品牌151家门店，剔除后19年门店数量为900家，同比降低73家/7.5%。服装市场竞争加剧后，公司优化零售渠道，对部分门店预计调整和关停。分渠道看，2019年直营店、加盟店、线上渠道的服装主业收入分别占比约43%、34%、23%。受线下门店数量减少影响，直营店、加盟店营收增速分别约0.5%、-3.7%，增速较上年度有所放缓。线上渠道在公司打通线上线下模式及库存优化背景推动下，实现25%的营收增长。

◆ **主品牌保持稳健增速，多数小品牌开始调整：** 分品牌看，公司主品牌玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨、其他品牌分别占营收约72%、14%、4.4%、1.4%、6.3%、2.4%。2019年主品牌玖姿在门店减少19家至673家的调整中，仍取得9.5%的稳健营收增速。市场竞争加剧使多数小品牌开始调整，2019年尹默、安正、摩萨克、斐娜晨营收分别下滑0.4%、5.8%、25%、13%。服装市场激烈竞争以及公司所处库存优化阶段，使玖姿及多数小品牌毛利率均有所下行，玖姿、尹默、安正、摩萨克及斐娜晨品牌的毛利率平均降低2.1pct。

◆ **礼尚信息保持高增长，全年并表贡献业绩：** 电商代运营方面，公司旗下电商代运营公司礼尚信息在行业快速发展的过程中延续高增长，2019年礼尚信息营收同比增长24%达8.42亿元，净利润增长39%至8732万元，高于年度业绩承诺6600万元。安正时尚直接持有礼尚信息70%股权，2018年11月起并表，2019年业绩全年并表推升业绩增速。

◆ **增资收购拓展童装品牌矩阵，切入较快增长的童装市场：**公司立足服装主业内生增长基础上，通过低成本的方式寻求童装市场布局。受益于消费者对下一代的重视逐步增加，童装为国内服装市场中增速较快的品类。据新浪网，Euromonitor数据显示，2020年童装市场仍有望保持双位数的规模增长（未考虑疫情影响）。公司童装市场布局基本完成，有望持续受益童装市场的较快增长。

纺织服装 | 高端及奢侈品 III

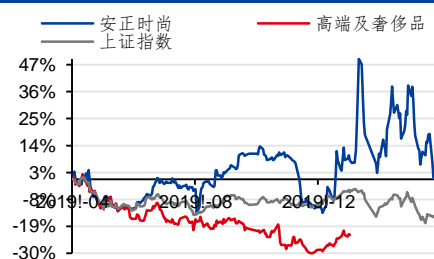
投资评级 买入-A(维持)

股价(2020-04-03) 13.09元

#### 交易数据

总市值(百万元)	5,257.50
流通市值(百万元)	5,237.34
总股本(百万股)	401.64
流通股本(百万股)	400.10
12个月价格区间	10.03/19.57元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.23	6.26	18.65
绝对收益	-19.15	-4.1	3.79

#### 分析师

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

#### 报告联系人

吴雨舟  
wuyuzhou@huajinsec.cn  
021-20377061

#### 相关报告

安正时尚：并表礼尚推升营收增速，服装业务主品牌稳定增长，小品牌继续调整  
2019-08-19

安正时尚：并表礼尚推升营收增速，利润受服装零售影响  
2019-05-07

安正时尚：主品牌内生增长推动营收向好，费用上行使扣非净利承压  
2018-10-26

安正时尚：主品牌调整结束稳步向好，上半年加大投入使扣非增速承压  
2018-08-08

安正时尚：终端销售恢复，四季度营收、净利润增长提速  
2018-03-29

- ◆ **国内电商代运营较快发展，礼尚信息开启分拆上市计划：**随着国内电商快速发展及品牌加速拓展电商渠道，电商代运营等品牌电商服务商快速扩展。2018 年，国内品牌电商服务市场交易规模预计超 1600 亿元，并有望与 2021 年近 3500 亿元，年复合增速约 29%。礼尚信息是公司业绩快速增长的驱动器，并有望受益于行业发展，继续推升公司业绩。2020 年初，公司开启礼尚信息分拆上市计划，3 月末将持有礼尚信息股份降低至 53.5%，为礼尚信息分拆上市做准备。礼尚信息若能单独上市，则将为公司贡献投资收益。
- ◆ **投资建议：**安正时尚是中高端国内女装品牌商，19 年礼尚信息全年并表推升业绩增速，服装主业预计利润微增。公司童装市场布局基本完成，礼尚信息开启分拆上市计划。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.84、1.00 和 1.19 元。净资产收益率分别为 10.6%、11.7%和 13.0%。疫情影响 2020 年可选消费业绩表现，目前公司 PE（2020E）约为 16 倍，考虑到电商代运营的良好预期，维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**疫情影响消费时段或超预期；暖冬及疫情加大冬装库存压力；去库存压力使服装主业利润率承压。

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,649	2,438	3,323	3,990	4,833
YoY(%)	16.1	47.8	36.3	20.1	21.1
净利润(百万元)	281	303	336	400	480
YoY(%)	3.0	7.7	10.9	19.0	20.0
毛利率(%)	63.3	53.0	46.4	45.0	43.9
EPS(摊薄/元)	0.70	0.75	0.84	1.00	1.19
ROE(%)	10.3	10.8	10.6	11.7	13.0
P/E(倍)	18.8	17.4	15.7	13.2	11.0
P/B(倍)	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4
净利率(%)	17.0	12.4	10.1	10.0	9.9

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

一、礼尚全年并表推升业绩，预计服装主业利润微增	4
二、服装主品牌保持稳健增速，礼尚全年并表贡献业绩	5
（一）线下门店有所优化，线上保持较快增长	5
（二）主品牌保持稳健增速，多数小品牌开始调整	6
（三）礼尚信息保持高增长，全年并表贡献业绩	7
三、礼尚并表及服装主业影响利润率，暖冬影响服装库存	7
（一）全年并表及服装主业共同推动利润率费用率降低	7
（二）代运营全年并表推升周转，暖冬天气影响服装库存	8
四、关注公司切入童装品类及电商代运营独立上市计划	8
（一）增资收购拓展童装品牌矩阵，切入较快增长的童装市场	8
（二）国内电商代运营较快发展，礼尚信息开启分拆上市计划	9
五、盈利预测及投资建议	10
六、风险提示	11

## 图表目录

图 1：安正时尚年度营业收入	4
图 2：安正时尚年度归母净利	4
图 3：安正时尚季度营业收入	4
图 4：安正时尚季度归母净利	4
图 5：安正时尚分业务营业收入估计（百万元）	5
图 6：安正时尚分业务扣非净利润估计（百万元）	5
图 7：安正时尚服装主业分品牌门店数量（家）	5
图 8：安正时尚服装主业分渠道营业收入（百万元）	5
图 9：安正时尚服装主业分渠道营收增速	6
图 10：安正时尚服装主业分品牌营业收入（百万元）	6
图 11：安正时尚服装主业分品牌营业收入增速	6
图 12：安正时尚服装主业分品牌毛利率	7
图 13：礼尚信息营业收入及其增长	7
图 14：礼尚信息净利润及承诺业绩	7
图 15：安正时尚利润率情况	8
图 16：安正时尚费用率情况	8
图 17：安正时尚存货及其占营收比例	8
图 18：安正时尚经营活动现金流量情况	8
图 19：蛙品儿童营收净利情况	9
图 20：零到七营收净利情况	9
图 21：国内童装市场规模情况	9
图 22：国内电商代运营市场规模	10
图 23：电商代运营标的壹网壹创估值情况	10
表 1：安正时尚营业收入及其预测	10

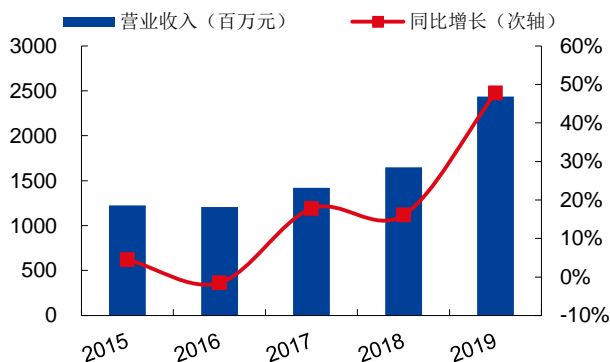
## 一、礼尚全年并表推升业绩，预计服装主业利润微增

公司披露年报，2019 年实现营收 24.38 亿元/+47.83%，归母净利 3.03 亿元/+7.67%，扣非归母净利 2.60 亿元/+31.29%，基本每股收益 0.76 元，拟每 10 股派现金股利 3.5 元（含税）。

营收端，礼尚信息全年并表推升营收增速，2019 年服装主业、礼尚信息分别占营收约 65%、35%，服装主业营收增长约 4.8%。

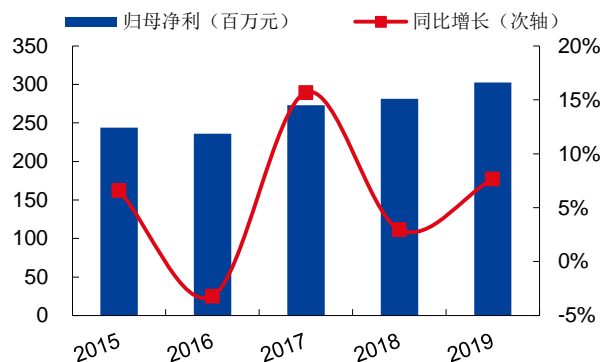
净利端，公司归母净利增长近 7.7%，增速低于营收增长主要源于去年非经常损益高基数，19 年公司扣非净利增长 31%，主要源于礼尚信息并表，若剔除礼尚信息影响，预计服装主业利润微增 1%。分季度看，Q4 利润大幅下行，一方面源于去年 11~12 月礼尚已并表，另一方面源于暖冬影响服装主业销售。

图 1：安正时尚年度营业收入



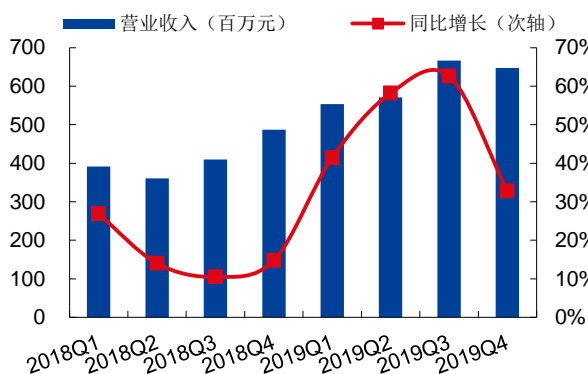
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：安正时尚年度归母净利



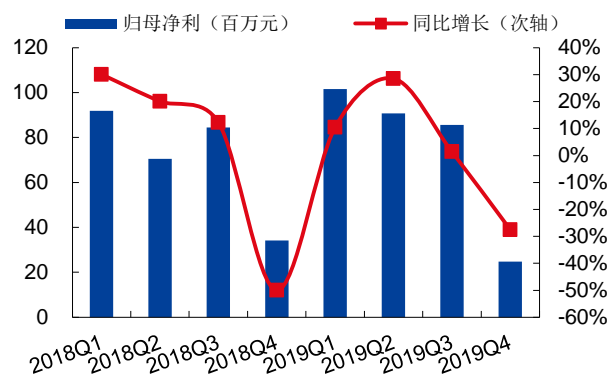
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：安正时尚季度营业收入



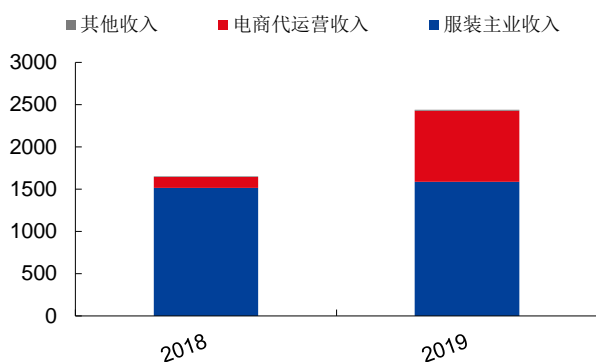
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：安正时尚季度归母净利



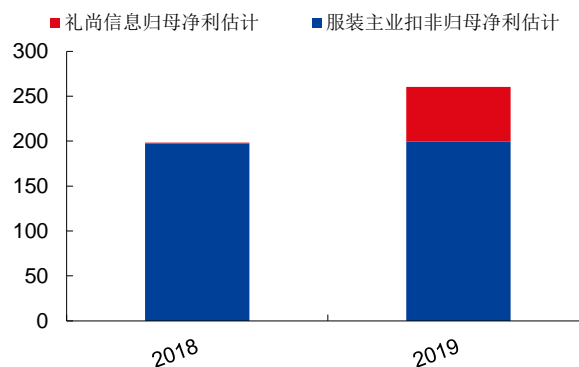
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：安正时尚分业务营业收入估计（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：安正时尚分业务扣非净利润估计（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

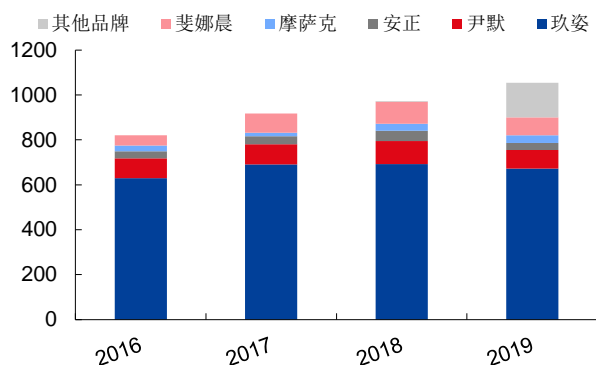
## 二、服装主品牌保持稳健增速，礼尚全年并表贡献业绩

### （一）线下门店有所优化，线上保持较快增长

服装主业渠道方面，公司 2019 年末合计门店数量达 1055 家，较 18 年度末增加 82 家，其中主要的增加来源于期末并入零到七公司的 ALLO&LUGH 品牌 151 家门店，剔除后 19 年门店数量为 900 家，同比降低 73 家/7.5%。服装市场竞争加剧后，公司优化零售渠道，对部分门店预计调整和关停。

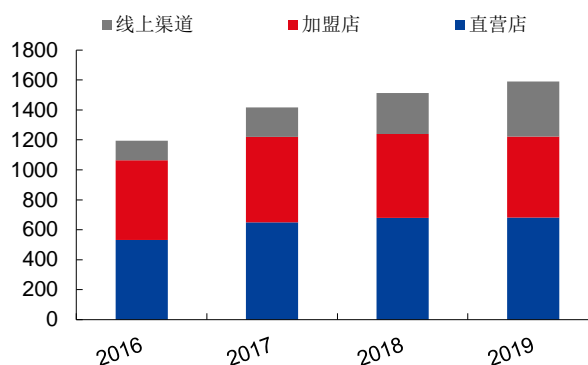
分渠道看，2019 年直营店、加盟店、线上渠道的服装主业收入分别占比约 43%、34%、23%。受线下门店数量减少影响，直营店、加盟店营收增速分别约 0.5%、-3.7%，增速较上年度有所放缓。线上渠道在公司打通线上线下模式及库存优化背景推动下，实现 25%的营收增长。

图 7：安正时尚服装主业分品牌门店数量（家）



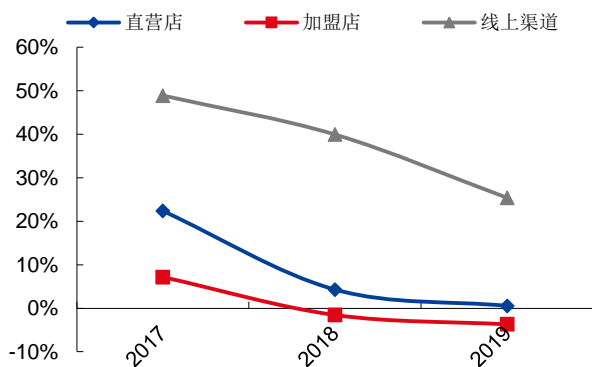
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：安正时尚服装主业分渠道营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：安正时尚服装主业分渠道营收增速



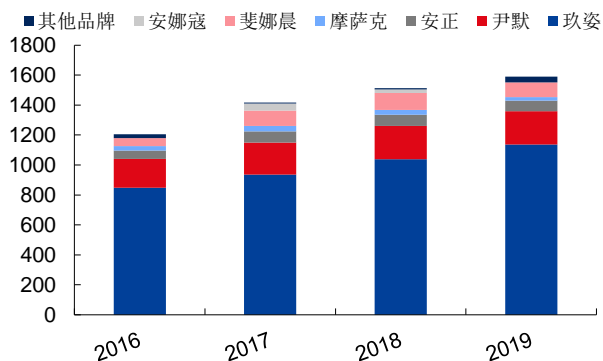
资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）主品牌保持稳健增速，多数小品牌开始调整

分品牌看，公司主品牌玖姿、尹默、安正、摩萨克、斐娜晨、其他品牌分别占营收约 72%、14%、4.4%、1.4%、6.3%、2.4%。2019 年主品牌玖姿在门店减少 19 家至 673 家的调整中，仍取得 9.5% 的稳健营收增速。市场竞争加剧使多数小品牌开始调整，2019 年尹默、安正、摩萨克、斐娜晨营收分别下滑 0.4%、5.8%、25%、13%。

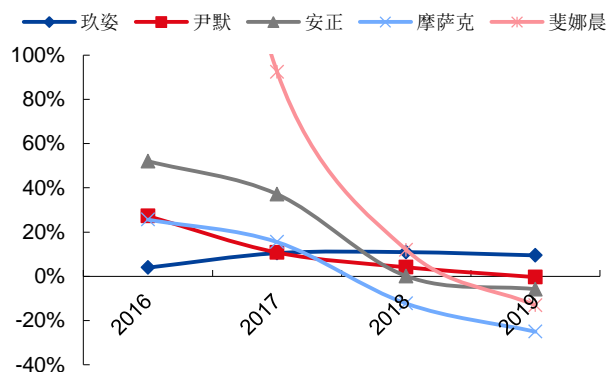
服装市场激烈竞争以及公司所处库存优化阶段，使玖姿及多数小品牌毛利率均有所下行，玖姿、尹默、安正、摩萨克及斐娜晨品牌的毛利率平均降低 2.1pct。

图 10：安正时尚服装主业分品牌营业收入（百万元）



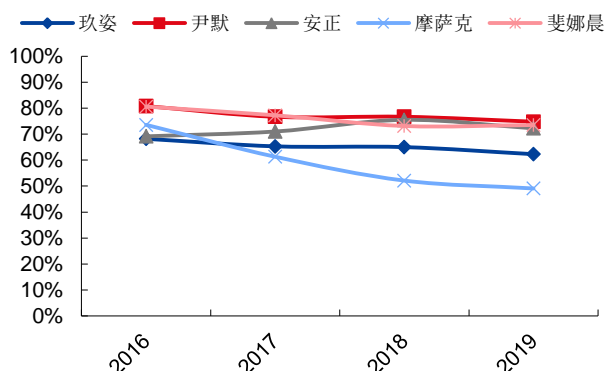
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：安正时尚服装主业分品牌营业收入增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：安正时尚服装主业分品牌毛利率

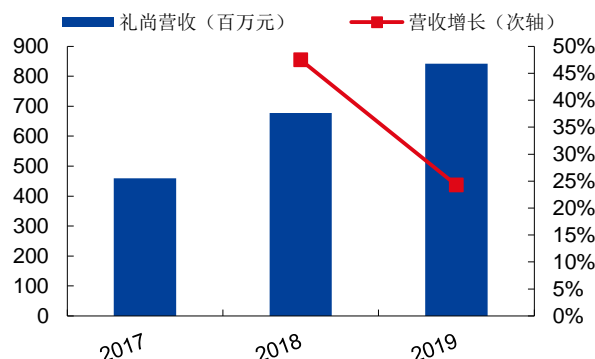


资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （三）礼尚信息保持高增长，全年并表贡献业绩

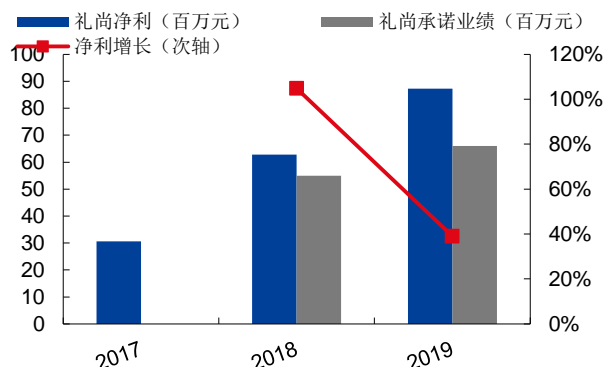
电商代运营方面，公司旗下电商代运营公司礼尚信息在行业快速发展的过程中延续高增长，2019 年礼尚信息营收同比增长 24% 达 8.42 亿元，净利润增长 39% 至 8732 万元，高于年度业绩承诺 6600 万元。安正时尚直接持有礼尚信息 70% 股权，2018 年 11 月起并表，2019 年业绩全年并表推升业绩增速。

图 13：礼尚信息营业收入及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：礼尚信息净利润及承诺业绩



资料来源：公司公告，华金证券研究所

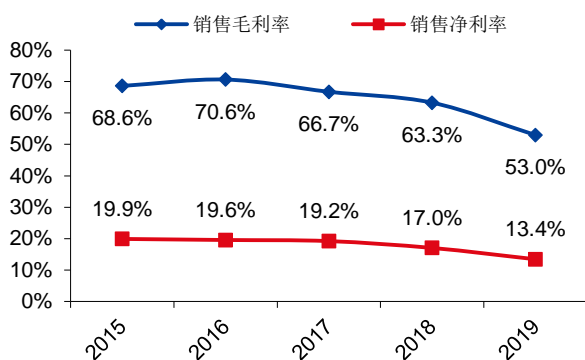
## 三、礼尚并表及服装主业影响利润率，暖冬影响服装库存

### （一）全年并表及服装主业共同推动利润率费用率降低

盈利能力方面，公司利润率费用率均有所下行，一方面源于礼尚信息全年并表，公司电商代运营业务毛利率约 32%，低于服装主业的 64%，带动全年毛利率费用率下行；另一方面源于服装主业竞争激烈叠加公司优化库存，服装主业毛利率有所下行。

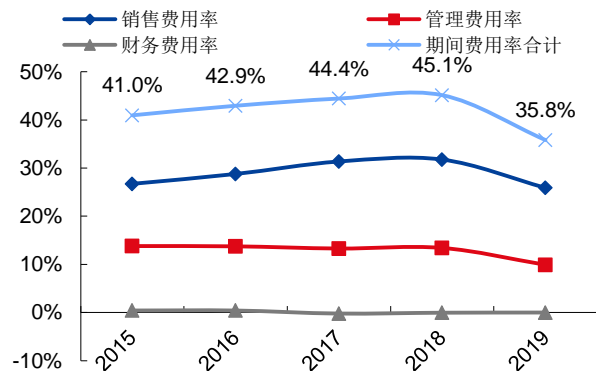


图 15：安正时尚利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：安正时尚费用率情况



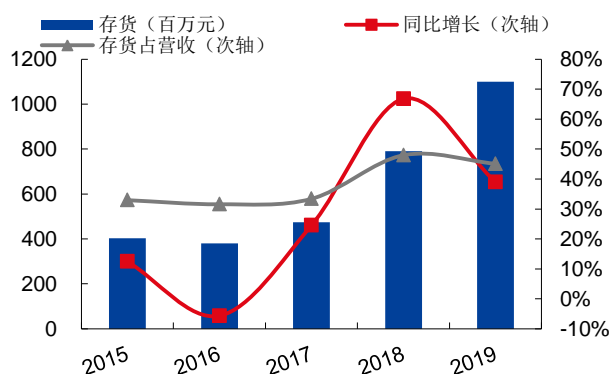
资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）代运营全年并表推升周转，暖冬天气影响服装库存

存货方面，2019 年公司存货增长 39% 至近 11 亿元，高周转的电商代运营业务全年并表，推动存货周转率由 18 年的 0.96 次提升至 19 年的 1.21 次。其中礼尚信息 19 年存货约 3.04 亿元，较 18 年的 1.61 亿元增长约 89%，主要源于公司销售规模增长以及春节备货。剔除礼尚信息后公司服装主业 19 年存货约 7.95 亿元，较 18 年末的 6.30 亿元增长约 26%，增速高于对应营收增速 4.8%，库存增加主要源于暖冬天气影响冬装销售。整体以库龄计，公司新品、0~1 年商品及 1~2 年商品的账面余额占比约 26%、40%、21%。

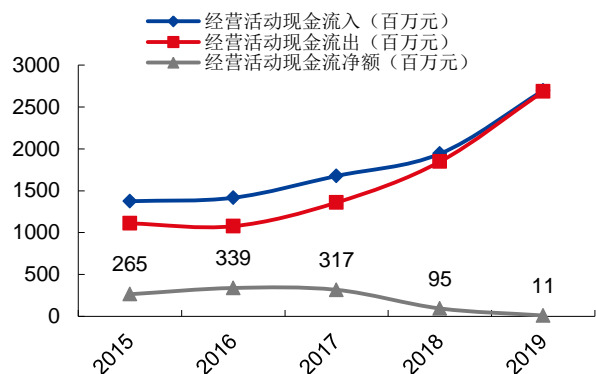
现金流方面，并表礼尚信息后，公司经营活动现金流量净额较之前明显降低，2019 年经营活动现金流量净额进一步降低至 1101 万元，一方面源于礼尚信息平台结算时间临时延长，另一方面源于公司采购商品增加，占用现金流。

图 17：安正时尚存货及其占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：安正时尚经营活动现金流量情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 四、关注公司切入童装品类及电商代运营独立上市计划

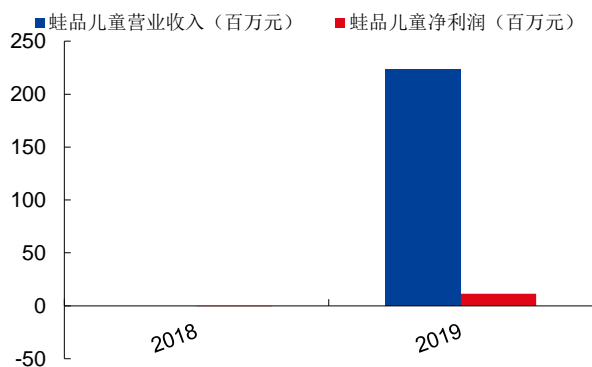
### （一）增资收购拓展童装品牌矩阵，切入较快增长的童装市场



公司立足服装主业内生增长基础上，通过低成本的方式寻求童装市场布局。2019年下半年，公司通过合计经营及增资的方式，取得零到七公司 51% 股权，获得韩国童装品牌 ALLO&LUGH 中国区业务；通过收购方式，取得蛙品儿童 50% 股权，获得国内十大童装品牌之一“青蛙王子”。其中蛙品儿童 2019 年实现营收 2.24 亿元，归母净利 1127 万元，零到七 2018 年实现营收 9186 万元，亏损 706 万元。

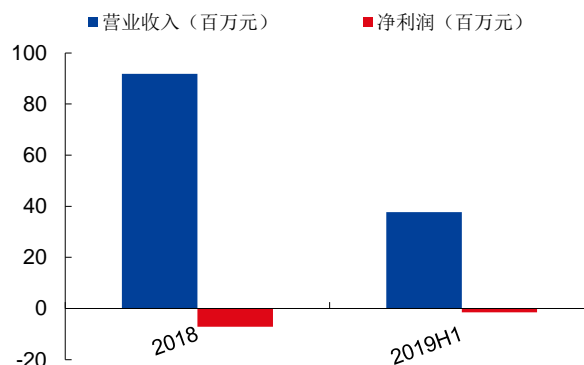
受益于消费者对下一代的重视逐步增加，童装为国内服装市场中增速较快的品类。据新浪网，Euromonitor 数据显示，2020 年童装市场仍有望保持双位数的规模增长（未考虑疫情影响）。公司童装市场布局基本完成，有望持续受益童装市场的较快增长。

图 19：蛙品儿童营收净利情况



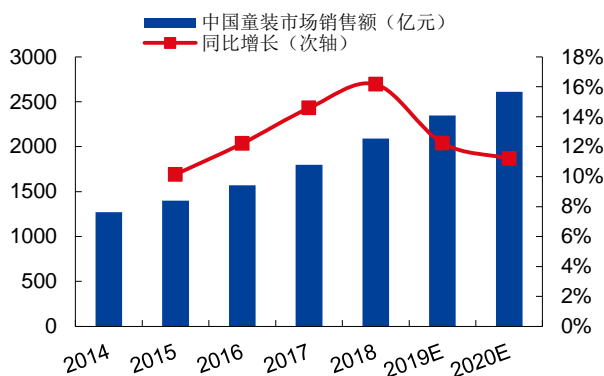
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 20：零到七营收净利情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 21：国内童装市场规模情况

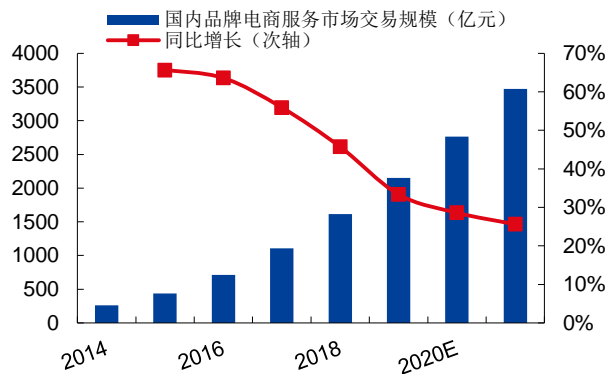


资料来源：新浪网，Euromonitor，华金证券研究所

## （二）国内电商代运营较快发展，礼尚信息开启分拆上市计划

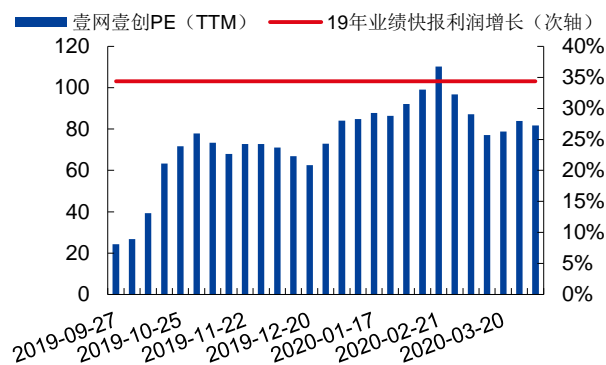
随着国内电商快速发展及品牌加速拓展电商渠道，电商代运营等品牌电商服务商快速扩展。2018 年，国内品牌电商服务市场交易规模预计超 1600 亿元，并有望与 2021 年近 3500 亿元，年复合增速约 29%。礼尚信息是公司业绩快速增长的驱动器，并有望受益于行业发展，继续推升公司业绩。2020 年初，公司开启礼尚信息分拆上市计划，3 月末将持有礼尚信息股份降低至 53.5%，为礼尚信息分拆上市做准备。目前电商代运营估值较高，国内电商代运营标的壹网壹创 19 年预计利润增长约 34%，目前 PE (TTM) 约 80 倍，礼尚信息若能单独上市，则将为公司贡献投资收益。

图 22：国内电商代运营市场规模



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 23：电商代运营标的壹网壹创估值情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 五、盈利预测及投资建议

安正时尚是中高端国内女装品牌商，19 年礼尚信息全年并表推升业绩增速，服装主业预计利润微增。公司童装市场布局基本完成，礼尚信息开启分拆上市计划。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.84、1.00 和 1.19 元。净资产收益率分别为 10.6%、11.7% 和 13.0%。疫情影响 2020 年可选消费业绩表现，目前公司 PE (2020E) 约为 16 倍，考虑到电商代运营的良好预期，维持“买入-A”建议。

表 1：安正时尚营业收入及其预测

品牌	指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
玖姿	营业收入	93612	103847	113681	117091	128800	144256
	增长率	10.49%	10.93%	9.47%	3.00%	10.00%	12.00%
	毛利率	65.30%	65.00%	62.28%	62.00%	62.00%	62.00%
尹默	营业收入	21417	22295	22212	20657	21690	23859
	增长率	10.76%	4.10%	-0.37%	-7.00%	5.00%	10.00%
	毛利率	76.68%	76.69%	74.79%	74.00%	74.50%	75.00%
安正	营业收入	7479	7487	7051	6346	6980	8028
	增长率	37.11%	0.10%	-5.83%	-10.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	71.01%	75.50%	73.23%	73.00%	73.50%	74.00%
摩萨克	营业收入	3537	3101	2325	1977	2075	2387
	增长率	15.47%	-12.31%	-25.02%	-15.00%	5.00%	15.00%
	毛利率	61.29%	52.11%	49.08%	48.00%	48.00%	48.00%
斐娜晨	营业收入	10224	11448	9945	7956	8751	10064
	增长率	92.41%	11.98%	-13.13%	-20.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	77.25%	73.13%	73.52%	73.00%	73.00%	73.00%
安娜寇	营业收入	4860	2305				
	增长率		-52.57%				
	毛利率	35.49%	22.57%				
其他服装	营业收入	543	900	3766	21956	24590	27049
	增长率	-80.08%	65.85%	318.55%	483.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	17.71%	27.53%	36.16%	37.00%	37.50%	38.00%

电商代运营	营业收入		13099	83908	155229	204902	266373
	增长率			540.59%	85.00%	32.00%	30.00%
	毛利率		24.11%	31.77%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	营业收入	396	444	919	1057	1183	1302
	增长率		12.08%	106.98%	15.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	-773.67%	-2199.03%	10.27%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	营业收入	142067	164926	243806	332268	398973	483318
	增长率	17.78%	16.09%	47.83%	36.28%	20.08%	21.14%
	毛利率	66.74%	63.27%	52.97%	46.37%	44.95%	43.88%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 六、风险提示

疫情影响消费时段或超预期；暖冬及疫情加大冬装库存压力；去库存压力使服装主业利润率承压。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2274	2292	2655	3077	3694	<b>营业收入</b>	1649	2438	3323	3990	4833
现金	454	560	651	846	1,235	营业成本	606	1147	1782	2196	2712
应收票据及应收账款	162	254	282	340	427	营业税金及附加	20	19	26	31	38
预付账款	44	56	109	89	159	营业费用	524	631	792	930	1083
存货	791	1,099	1,376	1,553	1,612	管理费用	147	161	173	180	208
其他流动资产	822	226	238	249	262	研发费用	75	80	70	88	101
<b>非流动资产</b>	1,416	1,663	1,643	1,653	1,665	财务费用	-1	0	0	-7	-10
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	60	-59	45	45	45
固定资产	525	516	520	516	509	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	65	61	57	53	49	投资净收益	80	43	50	60	60
其他非流动资产	193	463	486	510	536	<b>营业利润</b>	320	381	484	588	716
<b>资产总计</b>	3690	3954	4298	4729	5359	营业外收入	0	1	1	1	1
<b>流动负债</b>	587	895	796	884	1095	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	19	277	0	0	0	<b>利润总额</b>	320	382	485	588	717
应付票据及应付账款	171	228	366	382	532	所得税	39	54	78	94	115
其他流动负债	261	158	166	174	183	<b>税后利润</b>	281	328	407	494	602
<b>非流动负债</b>	<b>314</b>	<b>155</b>	<b>163</b>	<b>171</b>	<b>180</b>	少数股东损益	-0	25	71	94	122
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	281	303	336	400	480
其他非流动负债	314	155	163	171	180	EBITDA	333	536	522	619	746
<b>负债合计</b>	901	1050	959	1056	1275	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	47	94	165	259	381	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	404	402	402	402	402	<b>成长能力</b>					
资本公积	1007	971	971	971	971	营业收入(%)	16.1	47.8	36.3	20.1	21.1
留存收益	1359	1533	1802	2042	2329	营业利润(%)	1.4	19.1	27.0	21.3	21.9
归属母公司股东权益	2743	2810	3174	3414	3702	归属于母公司净利润(%)	3.0	7.7	10.9	19.0	20.0
<b>负债和股东权益</b>	3690	3954	4298	4729	5359	<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	63.3	53.0	46.4	45.0	43.9
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	17.0	12.4	10.1	10.0	9.9
<b>经营活动现金流</b>	95	11	213	308	532	ROE(%)	10.3	10.8	10.6	11.7	13.0
净利润	281	328	336	400	480	ROIC(%)	14.6	17.6	22.0	24.1	27.7
折旧摊销	73	70	37	39	40	<b>偿债能力</b>					
财务费用	-1	0	0	-7	-10	资产负债率(%)	24.4	26.6	22.3	22.3	23.8
投资损失	-80	-43	-50	-60	-60	流动比率	3.9	2.6	3.3	3.5	3.4
营运资金变动	335	-333	-181	-157	-40	速动比率	2.5	1.3	1.6	1.7	1.9
其他经营现金流	-514	-11	71	94	122	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	127	108	123	35	33	总资产周转率	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9
<b>筹资活动现金流</b>	-155	-75	-245	-148	-177	应收账款周转率	11.6	11.7	12.4	12.9	12.6
<b>每股指标(元)</b>						应付账款周转率	9.9	12.2	11.2	10.7	10.6
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.75	0.84	1.00	1.19	<b>估值比率</b>					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.03	0.53	0.77	1.33	P/E	18.8	17.4	15.7	13.2	11.0
每股净资产(最新摊薄)	6.83	7.00	7.90	8.50	9.22	P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4
						EV/EBITDA	10.4	8.0	7.9	6.5	5.0

资料来源: Wind, 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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)