

中小商户赋能增效，支付纵深全面延伸

投资要点

- **业绩总结:** 2019 年公司实现全年营业总收入 49.0 亿元，同比下降 13.7%;实现利润总额 8.9 亿元，同比增长 20.8%;实现归属于上市公司股东的净利润 8.1 亿元，同比增长 34.5%。
- **夯实支付业务结构和优势，联手华为继续扩大客户基数。** 支付业务 2019 年实现营收 43.5 亿元，同比下降 16.7%。公司收单交易金额超 3.2 万亿，同比下降 11.0%;扫码支付交易金额 0.6 万亿元，同比增长 49.8%;累计交易笔数 83.8 亿笔，同比增长 46.8%;扫码交易笔数 79.2 亿笔，同比增长 56.4%。支付业务营收同比下降，主要是因为公司主动调整了商户和收入结构，构建更为高效的营收组合，并借助增值服务经营商户生态，重点发展持续经营价值较高和具有定价优势的小微商户，年支付交易规模在 50 万元以下的商户数量占比达到了 95%。公司与华为软件签订《业务合作框架协议》，华为 2019 年中国手机市占率国内第一，为 38.5%，且商户进行手机 POS 收单基本不存在额外的购置成本，因而这一协议将提升公司用户规模和活跃度。
- **借支付流量入口，解决商户经营痛点，商户经营业务再上一层楼。** 商户经营业务 2019 年实现营收 4.4 亿元，同比增长 119.6%，其中信息科技服务收入 2.6 亿元，电商科技服务收入 0.9 亿元，金融科技服务收入 0.9 亿元。金融科技业务中，公司通过与银行和金融机构合作帮助商户成功办理贷款超过 8 万笔，成功申请信用卡超过 5 万张，贷款引流服务收入同比增长 110%。信息科技方面，公司各类在运营 APP 注册用户数和各微信公众号粉丝数合计超过 3000 万，旗下 APP 月度活跃用户数超过 300 万。电商科技业务中，积分运营业务交易金额 32.3 亿元，同比增长 103.3%。公司在挖掘积分购合作商的同时，积极与线上流量出口等达成紧密合作，拓宽更多线上积分使用场景。
- **战略 4.0:建设产业支付生态，疫情更添助力。** 基于 IT 基础设施的完善，整合平台数据;基于云，实现用户交互场景，以及企业经营场景的在线化;基于在线化沉淀下的各类数据，企业各类经营决策将从人力驱动转向数据驱动。2019 年公司在新型支付体系进入实质性研发阶段，以及大数据治理和数据驱动取得整体突破，致力于清算体系、数据整合和数据标签的建设，结合深度学习从而提供智能数据服务。2019 年公司与多方设立“考拉鲲鹏基金”，推进科技落地和效能转化。疫情的“非接触经济”下，云小店等公司提供的经营解决方案，快速实现门店经营线下转线上的转变，助力公司在企业服务市场占有率的提升。
- **盈利预测与投资建议。** 鉴于公司在第三方支付业务上的领先地位，在疫情刺激“非接触式经济”，商户经营业务 2020 年预计收入将较高增长的情况下，我们认为公司支付业务龙头地位牢固，且具有产业支付的良好生态前景，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 行业监管趋严;跨境支付开展不及预期;增值服务进展不及预期;宏观经济持续下行，线下社会消费品零售总额增速持续回落。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4899.42	5262.11	6131.78	6979.02
增长率	-13.73%	7.40%	16.53%	13.82%
归属母公司净利润(百万元)	806.34	840.43	1157.02	1314.02
增长率	34.50%	4.23%	37.67%	13.57%
每股收益 EPS(元)	2.02	2.10	2.89	3.28
净资产收益率 ROE	16.28%	17.21%	17.47%	17.05%
PE	40	39	28	25
PB	6.54	6.29	4.89	4.21

数据来源: Wind, 西南证券

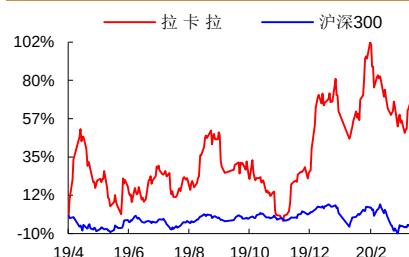
西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾
 执业证号: S1250519080008
 电话: 0755-23616646
 邮箱: lzht@swsc.com.cn

分析师: 朱松
 执业证号: S1250519080007
 电话: 021-58352031
 邮箱: zhush@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.00
流通 A 股(亿股)	0.40
52 周内股价区间(元)	46.47-96.8
总市值(亿元)	324.01
总资产(亿元)	105.77
每股净资产(元)	11.91

相关研究

1 支付业务如火如荼，积极产业链拓展延伸

拉卡拉支付成立于 2005 年，是国内领先的第三方支付企业，致力于整合信息科技，服务线下实体，从支付切入，全维度为中小微商户的经营赋能。2011 年首批获得中国人民银行颁发的《支付业务许可证》。拉卡拉支付通过“线上+线下”、“硬件+软件”的形式为中小微商户提供支付收单服务和经营服务等，推出了拉卡拉智能 POS、拉卡拉收钱宝、拉卡拉收款宝、拉卡拉云小店、拉卡拉收款码、拉卡拉汇管店等产品，截至 2019 年已累计服务商户超过 2200 万家，业务覆盖商超、便利店、社区零售店、物流、餐饮、物业、保险、贸易等行业。

公司营收情况：2019 年公司实现全年营业总收入 49.0 亿元，同比下降 13.7%；实现利润总额 8.9 亿元，同比增长 20.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.1 亿元，同比增长 34.5%。

支付业务全年实现营收 43.5 亿元，同比下降 16.7%。其中线下支付手续费 44.2 亿元，线上支付手续费 0.8 亿元，跨境及海外支付手续费占比较小为 960 万元。2019 年中国经济形势颇为严峻，受国际国内多方面因素影响，消费减速影响下，2019 年公司收单交易金额超 3.2 万亿，同比下降 11.0%；扫码支付交易金额 0.6 万亿元，同比增长 49.8%；累计交易笔数 83.8 亿笔，同比增长 46.8%；扫码交易笔数 79.2 亿笔，同比增长 56.4%。公司整体营收相较 2018 年下降 13.7%。主要是因为 2019 年公司主动调整了商户和收入结构，构建更为高效的营收组合，并借助增值服务经营商户生态，重点发展持续经营价值较高的小微商户，主动放弃了交易金额大但是毛利率极低的大型商户如保险、地产等，年支付交易规模在 50 万元以下的商户数量占比达到了 95%，使得总体交易呈现出高频、小额的良性活跃状态。**跨境及海外支付板块**，2019 年，公司还与 VISA、MasterCard、Discover、American Express 四大国际卡组织签署了业务合作协议，积极布局海外市场跨境业务也将更上一步。

公司与华为软件签订《业务合作框架协议》，双方依据华为终端，开展手机 POS 收款、会员营销、便民业务和华为 PAY 推广等业务合作。根据 IDC 数据，2019 年全球智能手机中，华为出货量仅次于三星排名第二，全年出货 2.4 亿台，占比 17.6%。华为 2019 年中国手机市占率国内第一，为 38.5%，且商户进行手机 POS 收单基本不存在额外的购置成本，因而这一协议将提升公司用户规模和活跃度，连接华为用户与公司商户，实现华为用户与商户的交易互动。协议自双方签字盖章起生效，有效期一年。合作期满前，任何一方未在协议到期前三个月内以书面形式通知另一方终止本协议，则本协议将自动延续一年。华为庞大的用户量将为公司收单业务推广引流，进一步扩大公司商户服务范围与规模，拉动商户收单流水的增长，提高市场份额。同时，公司与华为在会员营销和便民业务等方面的业务合作将助力公司 C 端增值业务的增长。

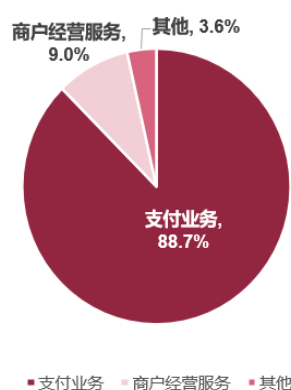
商户经营业务全年实现营收 4.4 亿元，同比增长 119.6%，其中信息科技服务收入 2.6 亿元，电商科技服务收入 0.9 亿元，金融科技服务收入 0.9 亿元。

金融科技业务实现收入 0.9 亿元，同比增长 67.1%。一是与持牌金融机构合作，为中小微商户提供贷款、理财、信用卡、保险等金融服务，满足其各种金融需求。2019 年，公司通过与银行和金融机构合作帮助商户成功办理贷款超过 8 万笔，成功申请信用卡超过 5 万张；贷款引流服务收入同比增长 110%。二是基于自主研发的系统产品，利用并继续研发基础能力，对外部金融、监管机构进行技术输出，提供模块产品，共同赋能中小微商户。

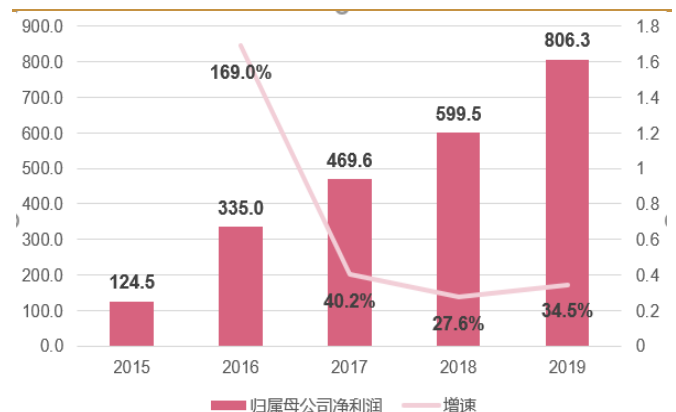
信息科技服务方面，实现收入 2.6 亿元，同比增长 208.3%。一是会员订阅服务。通过给予会员金融服务等增值权益，贡献稳定的会员订阅费收入，提升会员用户的活跃度和粘性，为公司后续精准服务会员用户，挖掘流量价值奠定了坚实的基础。二是广告业务，公司各类在运营 APP 注册用户数和各微信公众号粉丝数合计超过 3000 万，旗下 APP 月度活跃用户数超过 300 万。中小微商户既是小 B 端客户也同时是大 C 端用户，公司以支付为切入，获得了数千万级的流量入口，为金融、电商、信息等商户经营服务带来流量红利，在解决商户经营痛点的同时，提升商户粘性，扩大公司的收入来源。预计 2020 年金融(助贷、理财产品推送等)、电商(积分购等)、信息(云收单、SAAS、广告营销、会员订阅等)三大类增值服务持续发力，助贷、积分购、云收单等业务有望继续高速增长，SAAS 受疫情“非接触式经济”的发展将持续上升，商户经营业务的收入占比预计继续提升，增强公司盈利能力。

电商科技方面，实现收入 0.9 亿元，同比增长 48.7%。一方面，公司完成对千米网络的战略投资，千米专注于电商 SaaS，同时为品牌商、分销商、零售商提供服务，千米与拉卡拉具备极强的协同效应，千米可以帮助拉卡拉充分发挥 2100 万家存量商户的优势，挖掘商户需求，帮助线下中小微企业提升在移动互联网时代的获客及服务能力。2019 年，公司以覆盖全国的销售与服务体系，以及数千万级商户规模的优势，战略投资新零售云 SaaS 业务，打造涵盖从订货到分销、门店收银、线上商城、零售商场、连锁 O2O 及采购和分销平台服务，为中小企业提供全供应链管理解决方案。

另一方面，积分运营业务交易金额 32.3 亿元，同比增长 103.3%。公司进一步夯实积分购在头部积分源的优势，大力拓展中长尾积分源，加强积分云平台业务的输出能力，合作企业已超过百家。考拉新零售平台为商户提供会员、发券、储值、营销等增值服务，助力商户营旧拉新，并与银行开展本地营销合作，向商户导流。2019 年，公司新增壹钱包、工银 E 生活四川、国电积分商城等 10 家头部积分源，公司自主开发的积分云已经接入支持三大移动运营商、主要国有银行和航空公司等 50 多家头部积分源，进一步夯实积分购业务在头部积分源的优势。公司为上万家线下品牌商超、连锁餐饮商户赋能客流量导入及积分消费服务，与线上流量出口等达成紧密合作，拓宽更多线上积分使用场景

图 1：公司 2019 年主营业务收入结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

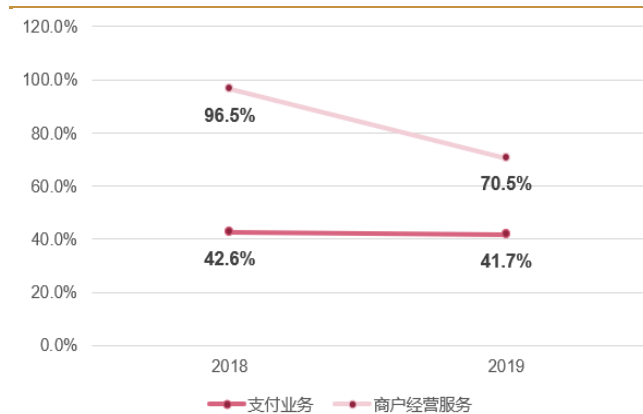
图 2：公司 2015-2019 归母净利润及增速（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

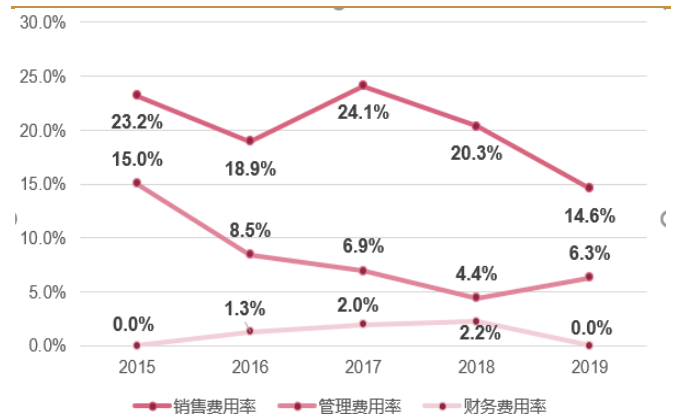
公司毛利率情况：毛利率企稳，费用优化带动利润高增长。出于市场拓展的考虑，近年公司逐步增加渠道的分润比例，导致公司毛利率逐年下滑，剔除增值金融服务的影响，2016-2019 年主要支付业务毛利率分别为 56.8%、55.4%、44.9%、44.37%。

公司营业成本主要由对商户拓展服务机构的分润及固定器具的折旧摊销构成；购渠道服务的分润计算方式为：交易规模*(签约费率-基准费率)*分润比例。分润比例通常为阶梯式，即交易规模越大，相应区间的分润比例越高，2016-2018 年公司对核心渠道的分润比例由 60%-85%提升至 80%-100%，毛利率已无大幅下降空间，反而在公司工作重点由商户拓展转移到商户经营上后，毛利率将极具弹性。固定器具营业成本占比处于 4%-6%区间内，对公司毛利率影响有限。

公司期间费用情况：由于公司战略的调整由市场的快速扩张变为商户的深层次经营，销售费用 2019 年为 7.1 亿元，同比减少 38.2%，占营业收入比为 14.6%，减少 5.7pct；管理费用 2019 年为 3.1，同比增加 22.4%，占营业收入比为 6.3%，增加 1.9pct；财务费用 2019 年为-0.6 亿元，同比减少 105.8%，占营业收入比减少 2.2pct，主要是受益于银联按照发改委、人民银行等联合发布《关于做好 2019 年降成本重点工作的通知》(发改运行〔2019〕819 号)等的政策，推动大规模降费，加大金融对实体经济的支持力度，自 2019 年 4 月大规模免除了结算手续费。得益于公司 2019 年良好的费用率控制，利润率快速回升，净利润仍然保持较快增长。

图 3：公司分业务毛利情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015-2019 年三项费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 战略 4.0：建设产业支付生态

2019 年 8 月初，拉卡拉宣布战略投资千米，与千米公司组建面向线下门店的云服务产品，提升公司为现有中小微商户提供门店新零售云服务的能力。2019 年 8 月 16 日，拉卡拉介绍下一阶段的发展战略，宣布拉卡拉进入**战略 4.0 时代**。公司将通过支付科技服务（智能收银台、超级收款宝和智能 POS 机）、金融科技服务（信贷、理财和保险）、电商科技服务（积分购、分销云）、信息科技服务（数字管理、进销存管理）等服务，发力产业互联网，全维度为中小微企业的经营赋能。2019 年 10 月，公司发布“云小店、收款码、汇管店、云收单”四款云战略产品，整合自身客户资源，借助平台力量为不同行业客户提供集成式、差异化的经营解决方案。

图 5：拉卡拉 4.0 战略简图



数据来源：爱分析，西南证券整理

产业数字化分为逐步提升的三个层次：**信息化、在线化、智能化**。

信息化方面，基于 IT 基础设施的完善，是企业服务客户和经营管理在线化的基础。作为第三方支付企业，拉卡拉有大量的支付数据积累，全国的分公司、代理商多年经营线下中小商户支付服务积累的专业人才、品牌、技术系统、客户等等信息和经验进一步提高自身对于产业的渗透。

在线化方面，基于云，包括用户交互场景，以及企业经营场景的在线化。公司战略投资千米，千米专注于零售、快消等行业的中小企业服务，为企业提供分销云、门店电商云、新零售云等 SaaS 服务，给分销商提供 B2B 全链路订货系统，并为中小实体店铺提供一站式解决方案，同时借助公司四大板块，分别是拉卡拉支付（上市主体）、考拉科技（信用贷款、保险经济、保理、信用评级）、产业基金群（金融科技投资企业）和蓝色光标（营销公关），能够帮助整合 2100 万家存量商户资源整合上线，提高自身对于产业的渗透，使传统门店与第三方支付达到双赢局面。

未来智能化时代，基于在线化沉淀下的各类数据，企业各类经营决策将从人力驱动转向**数据驱动**。打通线上线下场景，借助企业的支付数据和营销云等技术手段，帮助提高单客户价值。

1) 2019 年公司大数据治理和数据驱动取得整体突破。一是围绕业务处理、运营、风控、智能营销等方面，整合现有数据平台，逐步打造 DT 驱动的大数据中台，通过数据标签的持续建设结合深度学习形成智能风控模型、各类营销模型，为业务决策、风险管理、客户服务提供快速精准的智能数据服务。二是与业界领先厂商协作，全面引入分布式数据库技术，提供实时数据服务平台，提升数据中台的服务能力和快速响应能力。

2) 新型支付体系进入实质性研发阶段。一是全面优化和重构了现有支付核心体系，打造新一代清结算体系、以数为核心的商户中心和业务运营平台，形成与数据中台联动的业务中台和技术中台，整体运营向数据驱动转型，提升业务运营能力和水平。二是针对条码支付交易的典型特征和业务发展需求，形成适应条码支付业务发展的 SaaS 化服务平台，优化现有支付交易处理过程，形成卡基交易和码基交易的双核处理引擎。

3) 公司与多方共同投资设立**北京考拉鲲鹏科技成长基金(有限合伙)**，以专注于投资金融科技(主要是围绕新技术与金融的融合，包括人工智能、大数据、互联技术、分布式技术、安全技术等方面)成果转化阶段的私募股权项目，公司本次以自有资金 9000 万元投资考拉鲲鹏基金。该基金已于 2020 年 2 月 12 日在中国证券投资基金业协会完成基金的备案手续，并取得《私募投资基金备案证明》，公司在战略 4.0 指引下，积极推进科技落地和实践转化

疫情刺激“非接触式经济云”。公司战略 4.0 时代推出的重要产品云小店系统，在疫情期间助力中小微企业线上布局，通过“门店收银+线上 H5 商城+小程序商城”线上线下一体化的服务模式，打通线下线上消费场景，无缝对接达达、美团等配送平台，并根据不同行业应用场景提供个性化服务。全方位的线上服务契合疫情期间“无接触”的特殊需求，快速实现门店经营线下转线上的转变，有望助力公司在企业服务市场占有率的提升。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：支付业务由于线下社会消费品零售总额增速的持续下跌、疫情影响消费和宏观经济形势低迷的影响，随着业务结构的调整和消费水平的回暖，预计 2020-2022 年增速将维持 1.0%、10.0%、8.0%；

假设 2：商户经营服务受疫情和业务建设初期不断增加营销和推广力度的双重影响，预计 2020-2022 年增速为 60.0%、60.0%、40.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入预测

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
支付业务	收入	4346.3	4389.7	4828.7	5215.0
	增速	-16.7%	1.0%	10.0%	8.0%
商户经营服务	收入	441.7	706.8	1130.9	1583.2
	增速	119.6%	60.0%	60.0%	40.0%
其他收入	收入	174.3	165.6	172.2	180.8
	增速	-32.5%	-5.0%	4.0%	5.0%
合计	收入	4899.4	5262.1	6131.8	6979.0
	增速	-13.7%	7.4%	16.5%	13.8%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

鉴于公司在第三方支付业务上的领先地位，在疫情刺激“非接触式经济”，商户经营业务 2020 年预计收入将较高增长的情况下，我们认为公司支付业务龙头地位牢固，且具有产业支付的良好生态前景，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
000997	新大陆	17.16	0.56	0.73	0.94	1.21	30.64	23.51	18.26	14.18
300130	新国都	14.90	0.52	0.75	1.08	1.34	28.65	19.87	13.80	11.12
300531	优博讯	15.51	0.42	0.17	0.78	0.98	36.93	91.24	19.88	15.83
平均值							32.08	44.87	17.31	13.71

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.04.09）

4 风险提示

行业监管趋严；跨境支付开展不及预期；增值服务进展不及预期；宏观经济持续下行，线下社会消费品零售总额增速持续回落。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4899.42	5262.11	6131.78	6979.02	净利润	816.93	852.09	1172.22	1331.28
营业成本	2722.72	2924.27	3407.56	3878.40	折旧与摊销	177.48	59.81	59.81	59.81
营业税金及附加	16.94	17.76	20.86	23.68	财务费用	-6.13	2.17	1.71	-1.15
销售费用	713.70	1034.60	1115.28	1219.40	资产减值损失	-0.44	0.00	-1.84	-2.22
管理费用	308.76	310.22	340.11	412.78	经营营运资本变动	3894.31	596.01	904.25	990.64
财务费用	-6.13	2.17	1.71	-1.15	其他	-3769.20	-0.40	-23.29	0.93
资产减值损失	-0.44	0.00	-1.84	-2.22	经营活动现金流净额	1112.96	1509.69	2112.86	2379.29
投资收益	-18.85	0.00	28.00	0.00	资本支出	308.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-953.35	0.00	28.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-644.83	0.00	28.00	0.00
营业利润	896.76	973.09	1276.09	1448.14	短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.81	8.59	3.77	5.39	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	891.95	981.68	1279.85	1453.52	股权融资	1232.46	0.00	0.00	0.00
所得税	75.01	82.56	107.64	122.24	支付股利	0.00	-161.27	-168.09	-231.40
净利润	816.93	899.12	1172.22	1331.28	其他	1.47	-486.15	479.77	1.15
少数股东损益	10.59	11.66	15.20	17.26	筹资活动现金流净额	1213.93	-647.42	311.69	-230.26
归属母公司股东净利润	806.34	840.43	1157.02	1314.02	现金流量净额	1681.95	862.26	2452.54	2149.03
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8171.63	9033.89	11486.44	13635.47	成长能力				
应收和预付款项	460.85	459.23	522.89	604.85	销售收入增长率	-13.73%	7.40%	16.53%	13.82%
存货	18.61	20.72	21.29	25.75	营业利润增长率	25.10%	8.51%	31.14%	13.48%
其他流动资产	163.99	176.13	205.24	233.60	净利润增长率	34.72%	10.06%	30.37%	13.57%
长期股权投资	461.23	461.23	461.23	461.23	EBITDA 增长率	9.11%	-3.09%	29.23%	12.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1209.82	1155.38	1100.94	1046.50	毛利率	44.43%	44.43%	44.43%	44.43%
无形资产和开发支出	50.13	45.36	40.60	35.84	三费率	20.74%	25.60%	23.76%	23.37%
其他非流动资产	650.60	649.99	649.38	648.77	净利率	16.67%	17.09%	19.12%	19.08%
资产总计	11186.87	12001.94	14488.01	16692.01	ROE	16.28%	17.21%	17.47%	17.05%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.30%	7.49%	8.09%	7.98%
应付和预收款项	745.33	953.60	994.99	1164.76	ROIC	-46.29%	-21.90%	-24.24%	-23.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.80%	19.67%	21.81%	21.59%
其他负债	5424.00	5823.97	6783.04	7717.39	营运能力				
负债合计	6169.32	6777.56	7778.02	8882.14	总资产周转率	0.60	0.45	0.46	0.45
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	3.92	4.45	5.44	6.50
资本公积	2403.10	2403.10	2403.10	2403.10	应收账款周转率	18.13	16.08	17.32	17.36
留存收益	2150.43	2829.60	3818.53	4901.15	存货周转率	156.21	151.54	157.48	155.77
归属母公司股东权益	4956.04	5151.22	6621.64	7704.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.95%	—	—	—
少数股东权益	61.50	73.16	88.35	105.61	资本结构				
股东权益合计	5017.54	5224.38	6709.99	7809.87	资产负债率	55.15%	56.47%	53.69%	53.21%
负债和股东权益合计	11186.87	12001.94	14488.01	16692.01	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.43	1.43	1.58	1.64
					速动比率	1.43	1.43	1.57	1.63
					股利支付率	0.00%	19.19%	14.53%	17.61%
					每股指标				
					每股收益	2.02	2.10	2.89	3.28
					每股净资产	12.39	12.88	16.55	19.26
					每股经营现金	2.78	3.77	5.28	5.95
					每股股利	0.00	0.40	0.42	0.58
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1068.11	1035.07	1337.61	1506.80					
PE	40.18	38.55	28.00	24.66					
PB	6.54	6.29	4.89	4.21					
PS	6.61	6.16	5.28	4.64					
EV/EBITDA	22.08	21.95	15.15	12.03					
股息率	0.00%	0.50%	0.52%	0.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn