安信证券 ESSENCE SECURITIES

2021 年 01 月 16 日

公司动态分析

证券研究报告

肉制品

绝味食品（603517.SH）

逆势扩张提份额，业绩修复更确定

■所处赛道佳，休闲卤制品处于休闲零食第一梯队。横向比较其他休闲零食，产品属性角度，休闲卤制品消费者粘性强，较易实现全国化扩张，且产品生命周期相对长；渠道角度，休闲卤制品品牌连锁渠道处于上升周期，驱动因素有：1）居民收入水平增长导致消费者品牌意识增强；2）城镇化率提升，品牌连锁店“优势点位”将越来越多；3）低线城市的收入、城镇化率和一二线城市有较大差距，渠道下沉有空间。同时消费者看到即消费，避免了电商、社区团购的冲击，渠道相对稳定。

■ 休闲卤制品龙头绝味食品的优势在于规模、效率与管理输出。

规模优势，占据优势点位布局先机。绝味在全国约 1.2 万家门店，部分门店已经下沉到五线城市，优势地理位置的店面数量有限，绝味具备先发优势。

效率领先，促进规模提升。对比竞品，绝味无论在生产、管理、销售端都拥有更高的效率，且总资产周转率高于同行，高效率落实到经营层面，即可持续、健康的成长性，促进规模提升。

加盟商公司化管理的软实力。公司目前有四级加委会，形成了一套行之有效的加盟商自我管理以及与公司高效沟通的体系，加盟商彼此更为理解，利益趋同，内部发现问题解决问题的效率大幅提升。

■漂亮的财务指标，ROE 仍有提升空间。1）收入&净利润增长稳定性强，绝味年度季度收入与归母净利润保持稳定增长（2020 年除外），反映了产品抗经济周期属性&渠道控制力；2）公司每个季度/年度净利率均同比提升，主要系规模效应明显，费用投放可控，成本的控制力强；3）2019 年底账上现金 16 亿元，现金充沛，负债率低。2019 年 ROE 21.11%，未来增长来自规模效应以及效率提升推动净利率提升、产能利用率增加促进资产周转率上行。

■长期：美食平台雏形显现。绝味投资食品、餐饮等企业，短期获得投资收益，长期是将冷链能力和开发管控连锁渠道的能力产业化。餐饮供应链空间大、较为确定的成长性，2020Q1-Q3 绝配收入接近 1.12 亿元，同比翻番，绝味第二成长曲线正逐步形成。市场普遍担心餐饮供应链重资产、低盈利、无法给予高估值的问题，但我们复盘了美国餐饮供应链龙头 SYSCO，认为：1）资产“重”并不是坏事，“重资产”正是高进入壁垒所在；2）虽然销售净利率偏低，但是 Sysco 可以通过高杠杆实现高 ROE；3）基于收入/利润增长的稳定性以及高壁垒，当前 Sysco PE TTM 达 30.8x。

■短期：新店爬坡和同店收入增长共振。绝味 2021 年食品板块中确定性改善的标的，来自于新店贡献与同店增长：1）绝味 2020H1 的开店数量创历史新高，新店存在爬坡期，随着新店至收获期，有望贡献收入增长；2）随着全球疫情好转，国内疫情消退后经济复苏，就业率上行，中低端收入人群消费水平提升，绝味产品的需求有望回升，带动同店收入增加。

■投资建议：预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.25、1.92、2.30 元，给予 6 个月目标价 99.00 元，对应 2021 年 52x，维持“买入-A”评级。

■风险提示：疫情反复影响经济恢复、产品需求；美食平台形成的进度不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	4,368.0	5,172.0	5,308.1	6,573.1	7,614.6
净利润	640.6	801.2	761.4	1,166.6	1,401.3
每股收益(元)	1.05	1.32	1.25	1.92	2.30
每股净资产(元)	4.97	7.50	8.24	9.39	10.78

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	86.0	68.7	72.3	47.2	39.3
市净率(倍)	18.2	12.1	11.0	9.6	8.4
净利润率	14.7%	15.5%	14.3%	17.7%	18.4%
净资产收益率	21.2%	17.5%	15.2%	20.4%	21.4%
股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%
ROIC	46.9%	34.0%	25.8%	35.4%	39.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价:	99.00 元
股价（2021-01-15）	87.73 元

交易数据

总市值（百万元）	53,395.17
流通市值(百万元)	53,395.17
总股本（百万股）	608.63
流通股本(百万股)	608.63
12 个月价格区间	35.00/94.20 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.53	2.06	87.52
绝对收益	18.44	9.09	102.94

苏铖 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519100001
xuzq1@essence.com.cn

相关报告

绝味食品：危机下竞争优势强化，静待同店恢复/苏铖	2020-11-29
绝味食品：Q3 业绩如期改善，明年较乐观/苏铖	2020-11-01
绝味食品：强势加速开店，逐季改善可期/苏铖	2020-08-27
绝味食品：行业高景气，卤制品龙头可看长远/苏铖	2020-08-06

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 休闲卤制品处于休闲零食第一梯队

横向比较其他休闲零食，产品性质角度，休闲卤制品消费者粘性强，较易实现全国化扩张，且产品生命周期相对较长；渠道角度，品牌连锁渠道处于上升周期，驱动因素有：1）居民收入水平增长导致消费者品牌意识增强；2）城镇化率提升，品牌连锁店“优势点位”将越来越多；3）低线城市的收入、城镇化率和一二线城市有较大差距，渠道下沉有空间。同时消费者看到即消费，避免了电商、社区团购的冲击，渠道相对稳定。

表 1：从产品、渠道等角度，主要休闲零食上市公司对比

	产品	渠道	空间	近 5 年收入复合增速	近 3 年收入复合增速	19 年净利率
绝味食品	卤制品消费者粘性高，较易实现全国化扩张，产品生命周期足够长	品牌连锁渠道处于上升周期；供应链管理是关键，绝味仍处于良性扩张轨道。	目前为 1.2 万家店，根据大众点评，全国卤制品店超 10 万家	14%	16%	15.50%
洽洽食品	瓜子具有社交属性，产品生命周期长；而坚果口味较为单一，差异化程度可能不足	传统线下分销模式易守难攻；同时洽洽也在尝试渠道突破：店中店、线上	包装替代散装，目前包装：散装=1:2，但过程缓慢；洽洽包装瓜子市占率 50%	9%	16%	12.50%
盐津铺子	既有传统零食豆干、蜜饯，也有创新型品类（烘焙、辣条）	店中岛快速复制与扩张，但商超整体客流量缓慢下降	目前店中岛 1.6 万家，全国 300 平米以上的商超数量超 5 万家	22%	36%	9.20%
良品铺子	差异化程度低，品类迭代快	线上竞争激烈，消费者品牌粘性弱；但品牌连锁渠道处于上升周期	门店全国化扩张，湖北地区门店数量占比达 30%	25%	19%	4.40%
妙可蓝多	奶酪行业处于成长初期，奶酪棒快速放量	社会冷链发展，冷链终端数量提升	股权激励目标 2021-2023 年收入 40、60、80 亿元（2020 年 27 亿元）		33%	1.10%
三只松鼠	差异化程度低，品类迭代快	线上竞争激烈，消费者品牌粘性弱	线上休闲零食三只松鼠市占率不到 10%，线上竞争激烈	62%	35%	2.30%

资料来源：公司公告、尼尔森、大众点评、安信证券研究中心

从波特五力进行分析休闲卤制品（这里主要讨论鸭副产品的卤制品）的赛道性质：

1）**对供应商的议价能力：**休闲卤制鸭副产品来自于樱桃谷鸭分割鸭，而加工成休闲食品是鸭副产品的主要消费途径之一，甚至是鸭脖的唯一消费途径，且休闲卤制品企业集中度远高于上游供应商，导致企业对供应商具备较强的议价能力，即上游可控。

2）**对购买者的议价能力：**休闲卤制品“辣”、且“易嚼”，消费者食用后可以形成快感，具备较高的消费粘性，同时单位价格相对较低，导致下游购买者对价格并不敏感，企业具备提价能力。

3）**替代品的替代能力：**相较于其他休闲零食，休闲卤制品来源于家庭餐桌，产品生命周期长，替代品有限。

4）**潜在进入者：**区域性的休闲卤制品小店+品牌连锁店并存，随着行业监管加强，且龙头企业加速优质点位占有，行业进入门槛提升（后进入者布局相同位置的门店，可能需要更高的成本）。

5）**现有竞争者：**由于卤的方式、香料不同，休闲卤制品口味差别较大，产品差异化程度大，因此行业避免了同质化竞争。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2. 绝味的优势在于规模、效率与管理输出

绝味在成立之初即确立“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的销售模式，从成长性的角度，加盟相较于直营略优，加盟连锁无需承担人工、房租等线性成本，充分撬动本地资源杠杆，同时将后台投入的效益最大化，实现快速异地扩张，截至 2020 年 H1 绝味的门店数量已达 12058 家，成为休闲卤制品中历史成长性最好、规模最大的公司。

规模优势，占据优势点位布局先机。绝味在全国约 1.2 万家门店，部分门店已经下沉到五线城市，优势地理位置的店面数量有限，绝味具备先发优势（后者即使抢占，也需要付出更高的成本）。

效率领先，促进规模提升。对比竞品，绝味无论在生产、管理、销售端都拥有更高的效率，且总资产周转率高于同行，高效率落实到经营层面，即可持续、健康的成长性，促进规模提升。同时，绝味供应链基础扎实，目前在全国拥有 19 个工厂，每日采用“以销定产”的经营模式，实现 1 万余家门店的日配，供应链高效率运作，销售费用率逐年下降，净利率逐年提升。

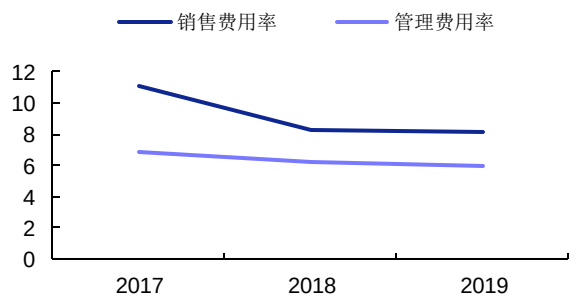
加盟商公司化管理的软实力：公司目前有四级加委会，形成了一套行之有效的加盟商自我管理以及与公司高效沟通的体系，加盟商彼此更为理解，利益趋同，内部发现问题解决问题的效率大幅提升。

表 2：绝味是休闲卤制品中历史成长性最好、规模最大的公司

	绝味食品	煌上煌	周黑鸭
成立时间	2008 年	1999 年	2002 年
开店数量（家）			
2010	1906	1248	约 200 家
2019	10954	3008	1301
2020H1	12058	4152	1367
10-19 年复合增速	21.4%	10.3%	23.1%
年均开店数量	1005	196	122
2019 年收入（亿元）	51.72	21.17	31.9

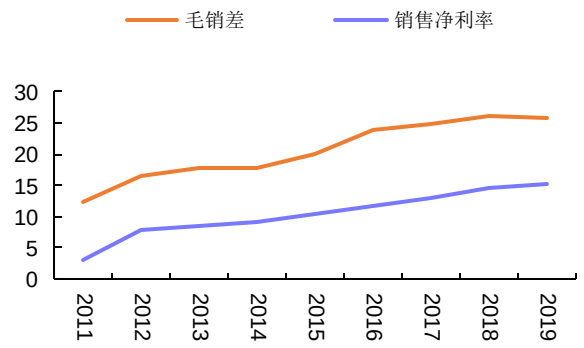
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 1：绝味的销售费用率、管理费用率持续下行（%）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

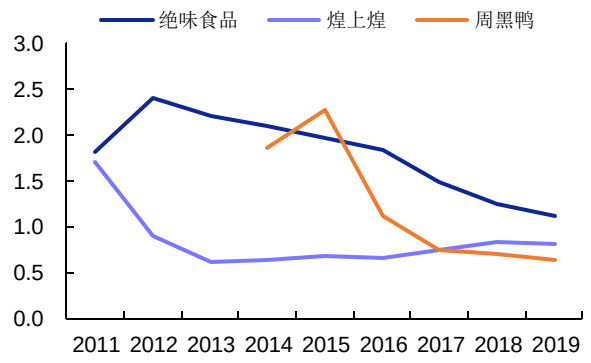
图 2：毛销差、净利率逐年提升（%）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

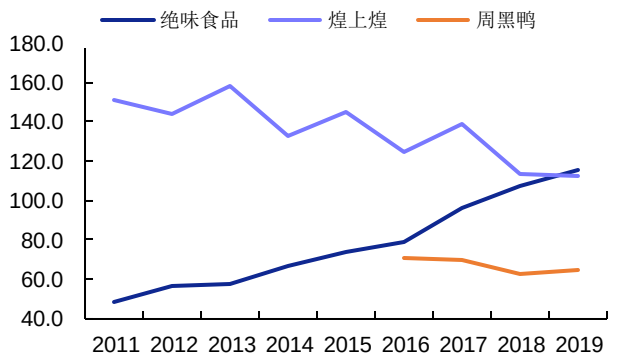
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3：绝味的总资产周转率高于竞品



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：绝味人均创收逐年提升，并于 2019 年高于竞品



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3. 漂亮的财务指标，ROE 有提升空间

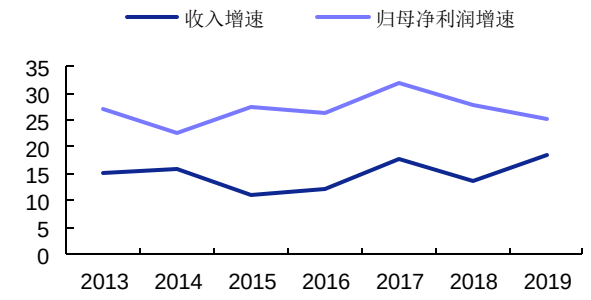
收入&净利润增长的稳定性：绝味自 2012 年以来年度收入/归母净利润增速达到 15%/20%以上，上市以来（2017-2019 年，2020 年受到疫情影响除外）季度间收入/归母净利润增速也达到 10%/15%以上，收入/净利润稳定性高，反映了：1）产品需求受到经济波动影响小；2）绝味对渠道以及整个产业链极强的掌控力。

净利率逐年提升：根据目前 wind 可得数据，公司每个季度/年度净利率均同比提升（2020 年除外），从 2011 年的 2.92%提升至 2019 年的 15.29%，年均提升 1-1.5pct，主要系规模效应明显，费用投放可控，成本的控制力强。

现金充沛，负债率低：2019 年底账上现金 16 亿元，占总资产的 25.66%，除了现金以外，主要资产是存货（6.69 亿元）、长期股权投资（11.22 亿元）、以及固定资产（11.44 亿元）；另外短期借款 1.8 亿元，无长期借款。

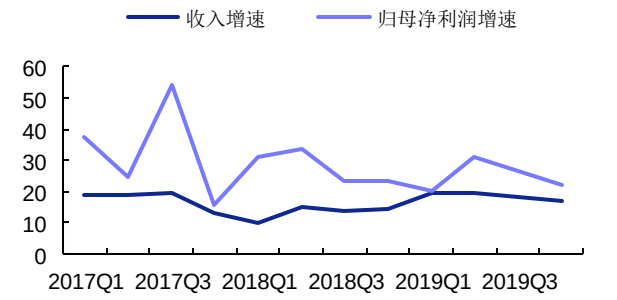
基本没有应收账款，为应付款项和预收账款（加盟商提前打款）为主。

图 5：2013 年以来年度收入/归母净利润增速在 15%/20%以上



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

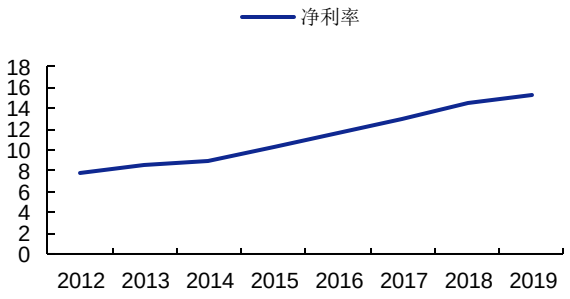
图 6：上市以来季度间收入/归母净利润增速达到 10%/15%以上



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

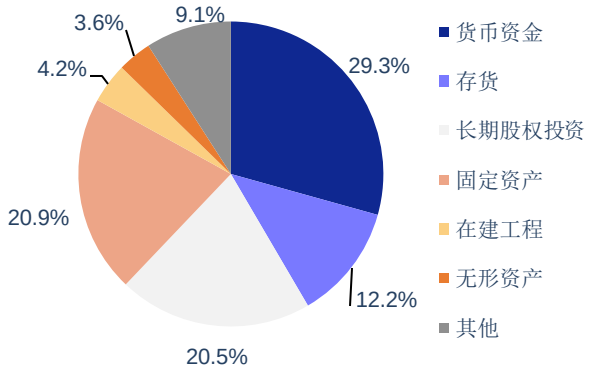
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 7：公司净利率年均有 1-1.5pct 的提升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

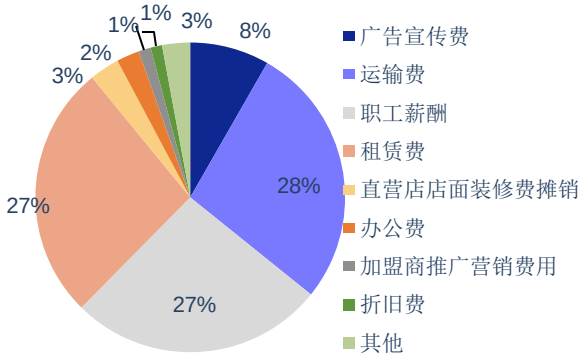
图 8：现金占比居首，其次是长期股权投资、固定资产



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

ROE 增长驱动力： 拆分 ROE 增长驱动因素：1）净利率：公司对鸭脖采购具有议价能力，且可以使用提价手段，随着规模提升，生产精益化程度提升，销售、管理规模效应，净利率有提升空间；2）资产周转率：2019 年资产周转率下降主要系公司处于产能扩建阶段，新建厂房存在爬坡期，随着产能利用率提升，预计公司资产周转率将增加；3）权益乘数：大幅资本开支阶段已经过去，预计权益乘数维持稳定。

图 9：绝味销售费用中运输费、职工薪酬是大头，有压缩空间



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 10：绝味 ROE 拆分

	2019年	2018年
ROE	21.11%	22.89%
销售净利率	15.49%	14.67%
资产周转率	1.11	1.25
权益乘数	1.22	1.25

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

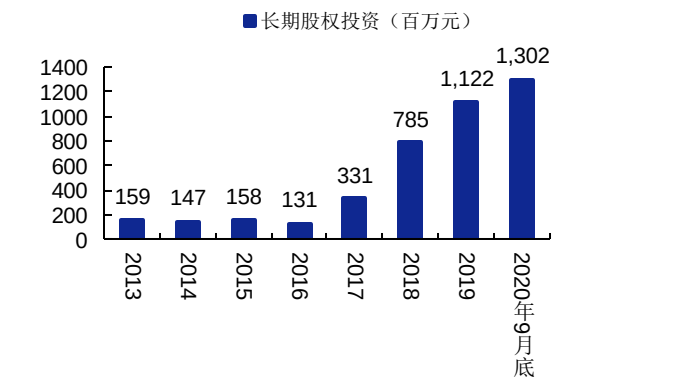
4. 长期：美食平台雏形显现

绝味通过网聚资本以及合伙基金等方式主要投资四个方向的企业：1）卤制品包括餐桌卤味，构筑卤制品品牌矩阵；2）轻餐饮，例如和府捞面，绝味可以通过其供应链赋能被投企业，帮助做大；3）复合调味料，服务于被投体系内的企业，帮助复合调味料企业产品工业化；4）产业上下游，例如养殖企业、物流、中央厨房等。

绝味投资食品、餐饮等企业，短期获得投资收益，长期是将冷链能力和开发管控连锁渠道的能力产业化。餐饮供应链空间大、较为确定的成长性（餐饮市场 4.7 万亿，维持 10%左右的增速，餐饮供应链渗透率提升，驱动因素明确），2020Q1-Q3 绝配收入接近 1.12 亿元，同比翻番，绝味第二成长曲线正逐步形成。

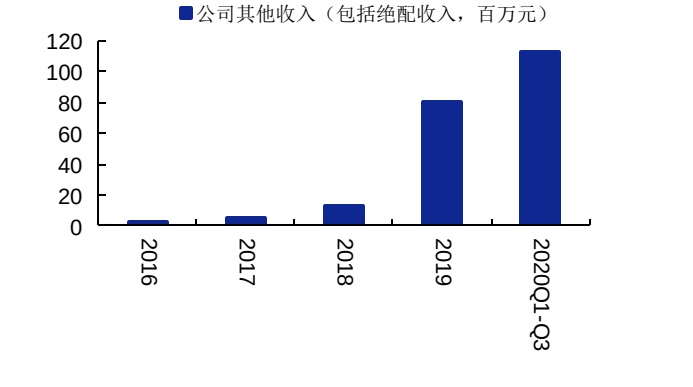
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 11：公司持续投资孵化新项目



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

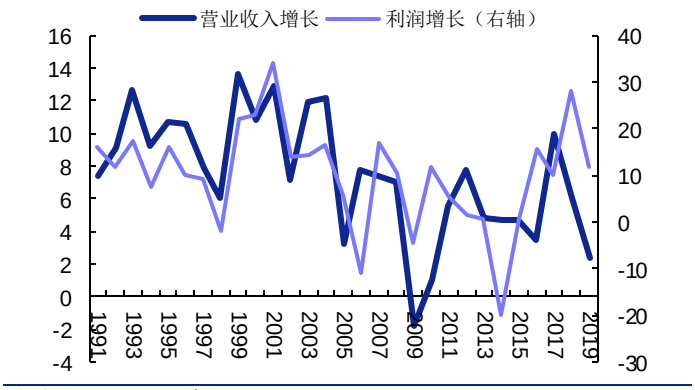
图 12：2020 年公司其他收入大幅增长



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

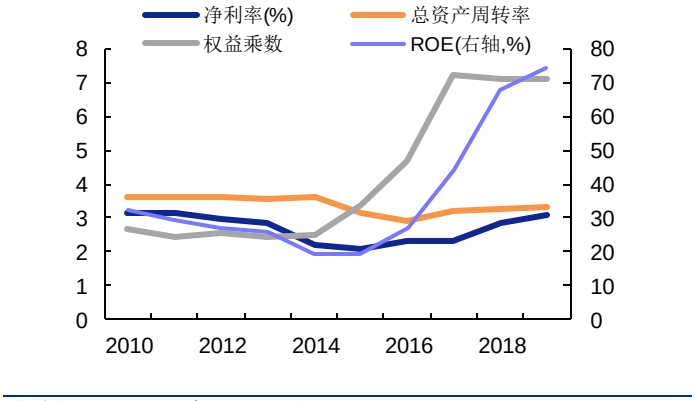
市场普遍担心餐饮供应链重资产、低盈利、无法给予高估值的问题。我们复盘了美国餐饮供应链龙头 Sysco，发现：1）资产“重”并不是坏事，“重资产”正是高进入壁垒所在；2）虽然销售净利率偏低，但是 Sysco 可以通过高杠杆实现高 ROE，2020 年 ROE 达 56.38%，2000 年以来 ROE 不低于 19%，平均高于 30%；3）估值：基于收入/利润增长的稳定性以及高壁垒，当前 Sysco PE TTM 达 30.8x，近五年平均为 26.7x。

图 13：SYSCO 营业收入/净利润增长相对稳定（%）



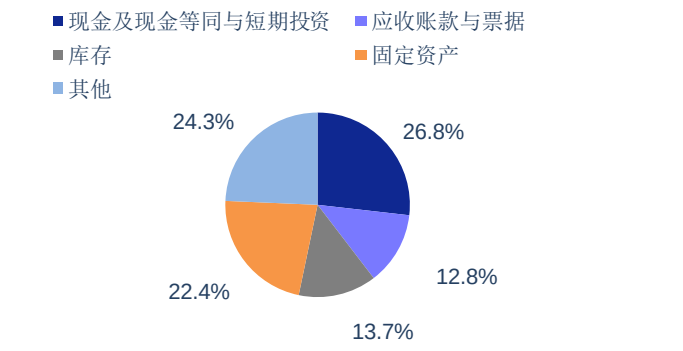
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 14：Sysco 可以通过高杠杆实现高 ROE



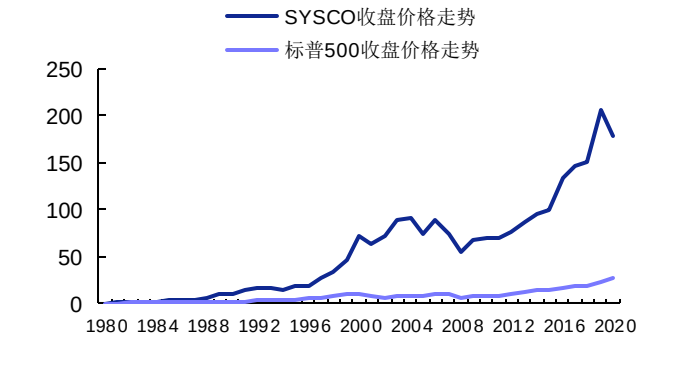
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 15：SYSCO 资产构成：现金、固定资产占比高



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 16：SYSCO 股价大幅跑赢标普 500



资料来源：彭博、安信证券研究中心

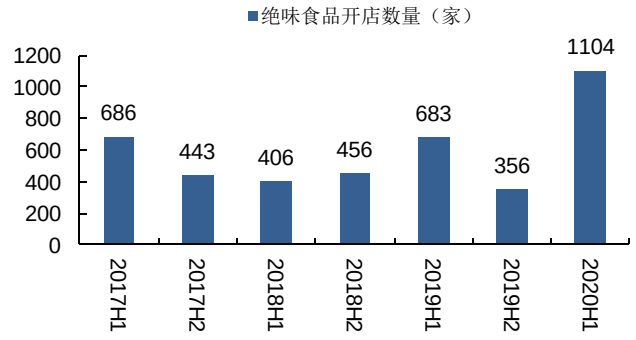
5. 短期：新店爬坡和同店收入增长共振

绝味 2021 年食品板块中确定性改善的标的，来自于新店贡献与同店增长：

绝味在 2020 年初的疫情下补贴加盟商，逆势开店，抢占优势点位，2020H1 的开店数量接近全年指引，也创历史新高。新店存在爬坡期，随着新店至收获期，有望贡献收入增长。

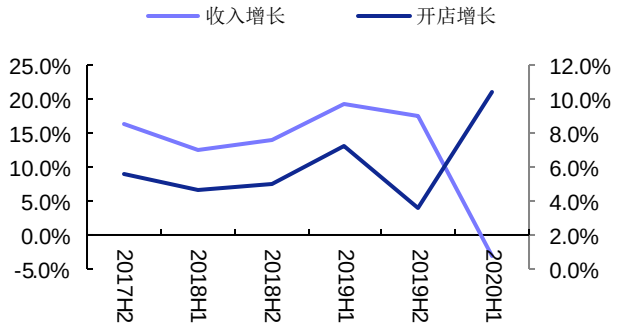
目前社区店基本恢复，交通枢纽的高势能门店判断恢复至 7 成。随着全球疫情好转，国内疫情消退后经济复苏，就业率上行，中低端收入人群消费水平提升，绝味产品的需求有望回升，带动同店收入增加。

图 17：绝味 2020H1 的开店数量创历史新高



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 18：绝味收入增长基本与开店增长同步，除了 2020H1



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

6. 投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.25、1.92、2.30 元，给予 6 个月目标价 99.00 元，对应 2021 年 52x，维持“买入-A”评级。

7. 风险提示

疫情反复，经济恢复不及预期，公司产品需求恢复不及预期；
餐饮业迭代较快，公司美食平台构建的进度不及预期。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,368.0	5,172.0	5,308.1	6,573.1	7,614.6
减:营业成本	2,869.9	3,416.1	3,377.8	4,112.5	4,734.3
营业税费	40.0	41.2	42.3	52.4	60.6
销售费用	359.4	421.9	505.5	553.1	622.1
管理费用	260.8	294.1	337.1	377.6	423.4
研发费用	10.1	15.9	16.4	20.2	23.5
财务费用	-0.1	26.0	-9.5	-12.9	-19.3
资产减值损失	2.9	-0.6	1.0	1.0	1.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-1.3	49.0	-50.0	50.0	60.0
营业利润	830.6	1,005.9	987.6	1,519.2	1,829.2
加:营业外净收支	17.3	44.0	15.0	15.0	15.0
利润总额	847.9	1,049.9	1,002.6	1,534.2	1,844.2
减:所得税	217.3	259.0	250.6	383.6	461.0
净利润	640.6	801.2	761.4	1,166.6	1,401.3

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	703.3	1.602.5	1.726.3	2.208.7	2.883.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	59.9	61.2	63.1	90.8	87.5
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	116.0	98.5	113.6	144.6	152.7
存货	609.2	668.5	594.9	943.3	827.5
其他流动资产	35.5	40.3	40.3	40.3	40.3
可供出售金融资产	4.8	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	785.0	1,122.1	1,422.1	1,722.1	2,022.1
投资性房地产	14.9	14.3	14.3	14.3	14.3
固定资产	1,023.1	1,143.6	1,384.2	1,560.5	1,681.0
在建工程	81.9	232.4	259.4	245.7	225.4
无形资产	161.1	197.3	212.8	226.4	238.1
其他非流动资产	226.6	282.1	-45.8	-378.2	-686.7
资产总额	3,821.4	5,462.7	5,785.2	6,818.6	7,485.8
短期债务	210.0	180.0	180.0	180.0	180.0
应付帐款	338.4	437.6	329.7	604.4	470.9
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	232.1	263.1	252.0	326.3	304.0
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	13.7	16.7	16.7	16.7	16.7
负债总额	794.1	897.3	778.3	1,127.4	971.6
少数股东权益	2.7	-1.9	-10.9	-26.5	-44.3
股本	410.0	608.6	608.6	608.6	608.6
留存收益	2,612.7	3,952.2	4,409.1	5,109.0	5,949.8
股东权益	3,027.3	4,565.3	5,006.8	5,691.2	6,514.2

财务指标

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	13.4%	18.4%	2.6%	23.8%	15.8%
营业利润增长率	27.8%	21.1%	-1.8%	53.8%	20.4%
净利润增长率	27.7%	25.1%	-5.0%	53.2%	20.1%
EBITDA 增长率	28.7%	25.9%	-2.5%	50.3%	19.7%
EBIT 增长率	27.5%	25.3%	-5.3%	54.0%	20.1%
NOPLAT 增长率	27.8%	25.9%	-5.6%	54.0%	20.1%
投资资本增长率	73.6%	24.4%	12.1%	7.3%	4.6%
净资产增长率	17.6%	50.8%	9.7%	13.7%	14.5%
利润率					
毛利率	34.3%	33.9%	36.4%	37.4%	37.8%
营业利润率	19.0%	19.4%	18.6%	23.1%	24.0%
净利润率	14.7%	15.5%	14.3%	17.7%	18.4%
EBITDA/营业收入	20.6%	21.9%	20.8%	25.3%	26.1%
EBIT/营业收入	18.9%	20.0%	18.4%	22.9%	23.8%
运营效率					
固定资产周转天数	75	75	86	81	77
流动营业资本周转天数	9	15	13	14	15
流动资产周转天数	130	139	170	163	175
应收帐款周转天数	4	4	4	4	4
存货周转天数	43	44	43	42	42
总资产周转天数	289	323	381	345	338
投资资本周转天数	149	179	205	181	166
投资回报率					
ROE	21.2%	17.5%	15.2%	20.4%	21.4%
ROA	16.5%	14.5%	13.0%	16.9%	18.5%
ROIC	46.9%	34.0%	25.8%	35.4%	39.6%
费用率					
销售费用率	8.2%	8.2%	9.5%	8.4%	8.2%
管理费用率	6.0%	5.7%	6.4%	5.7%	5.6%
研发费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
财务费用率	0.0%	0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
四费/营业收入	14.4%	14.7%	16.0%	14.3%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	20.8%	16.4%	13.5%	16.5%	13.0%
负债权益比	26.2%	19.7%	15.5%	19.8%	14.9%
流动比率	1.95	2.81	3.33	3.09	4.18
速动比率	1.17	2.05	2.55	2.24	3.31
利息保障倍数	-7,392.8	39.64	-102.62	-116.72	-93.53
分红指标					
DPS(元)	0.41	0.53	0.50	0.77	0.92
分红比率	39.0%	40.3%	40.0%	40.0%	40.0%
股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	630.6	790.9	761.4	1,166.6	1,401.3
加:折旧和摊销	98.0	129.8	126.8	153.8	178.2
资产减值准备	2.9	1.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	3.4	36.5	-9.5	-12.9	-19.3
投资损失	1.3	-49.0	50.0	-50.0	-60.0
少数股东损益	-10.0	-10.3	-9.5	-15.9	-18.2
营运资金的变动	-302.0	95.8	-34.5	-25.7	-36.2
经营活动产生现金流量	484.6	1,027.8	884.7	1,215.9	1,445.8
投资活动产生现金流量	-871.4	-799.3	-460.0	-280.0	-230.0
融资活动产生现金流量	20.8	668.8	-300.9	-453.5	-540.8

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	1.05	1.32	1.25	1.92	2.30
BVPS(元)	4.97	7.50	8.24	9.39	10.78
PE(X)	86.0	68.7	72.3	47.2	39.3
PB(X)	18.2	12.1	11.0	9.6	8.4
P/FCF	-461.7	259.2	132.5	59.1	44.2
P/S	12.6	10.6	10.4	8.4	7.2
EV/EBITDA	14.3	23.4	48.2	31.8	26.2
CAGR(%)	22.2%	20.5%	14.8%	22.2%	20.5%
PEG	3.9	3.4	4.9	2.1	1.9
ROIC/WACC	4.5	3.2	2.5	3.4	3.8
REP	1.3	2.9	6.8	4.6	3.8

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖、徐哲琪声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。