

2021年03月14日

天虹股份 (002419.SZ)

动态分析

全年可比营收正增长，客流复苏推动利润改善

事件

公司披露2020年年度报告，全年实现营业收入118.00亿元/-39.15%(可比口径+5.2%)，归母净利2.53亿元/-70.51%，基本每股收益约0.21元，拟每10股派现金红利2.1元(含税)。

其中Q4公司实现营业收入29.48亿元/-44.55%(可比口径+7.6%)，归母净利1.26亿元/-39.21%。

投资要点

◆ **疫情影响逐步消退，客流复苏推动利润改善：** 营收端，2020年线下客流及消费受疫情影响，随着国内疫情逐步可控，公司Q1、Q2、Q3、Q4可比口径营收分别变化-0.06%、+9.09%、+4.78%、+7.64%，线下消费复苏推动公司营收逐季回暖。

净利率端，公司继续以偏向可选消费的购物中心及百货渠道为核心，购百渠道受疫情影响较为明显，2020年购百渠道可比门店利润总额下降约55%。公司积极应对疫情影响，促进应季应节消费，随着线下客流复苏，Q4购百可比门店利润总额降幅收窄至22%。

渠道方面，2020年疫情后，公司延续外延式扩张的发展策略，疫情逐步受控后持续门店扩张。全年渠道数量净增加43家/14.7%至413家。分业态看，购百行业继续为公司支柱，2020年末购百业态合计门店数量占比约24%，合计经营面积占比约87%。

分业态可比门店方面，受疫情影响，偏向必选消费的超市便利店与偏向可选消费的购百明显分化。以可比门店、同口径计，2020年公司超市、便利店分别增长6.8%、下降0.6%，偏向必选消费的线下渠道受疫情推动，特别是超市渠道2020年实现利润总额同比增长约14.5%。偏向可选消费的购百渠道受疫情影响明显，2020年可比购百门店营收下降约20%，利润总额下降约55%。

线上方面，疫情后公司继续通过数字化的方式为顾客提供便利而高效的服务，全年数字化会员达3130万，线上商品销售及服务GMV超50亿元。其中超市方面，2020年公司超市到家业务销售增长近1倍，销售占比已达17%，已形成“极速达”+“次日达”+“全国配”的业务矩阵，线上线下一体化推升消费者购物体验。百货方面，全年公司百货专柜到家业务增长近23倍，销售占比已近18%，全国门店已实现商品供应链贡献。

◆ **会计准则变动影响利润率费用率，净利率逐季改善：** 盈利能力方面，受会计准则变更影响，2020年天虹毛利率、费用均较上年度大幅提升。疫情后公司费用控制压缩管理费用，积极提供减免租金及管理费支持，抓好线上线下融合的销售机遇，在疫情大幅影响购百利润表现的情况下，继续实现约2.2%的销售净利率。分季度看，公司Q1、Q2、Q3、Q4净利率分别约-1.6%、3.0%、3.1%、4.3%，随着疫情可控与线下客流恢复，公司利润率逐季改善。

商贸零售 | 百货 III

投资评级

买入-B(维持)

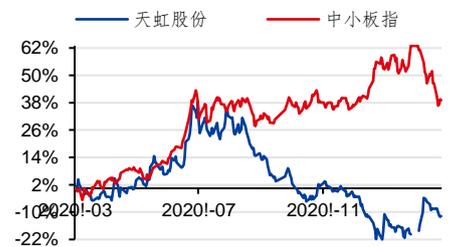
股价(2021-03-12)

7.65元

交易数据

总市值(百万元)	9,182.30
流通市值(百万元)	9,179.90
总股本(百万股)	1,200.30
流通股本(百万股)	1,199.99
12个月价格区间	6.59/12.38元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.57	-12.3	-43.59
绝对收益	9.91	-9.25	-12.92

分析师

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

分析师

吴雨舟
 SAC执业证书编号：S0910520080001
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

天虹股份：Q3百货购物中心进一步复苏，关注可选消费Q4旺季表现 2020-11-02

天虹股份：疫情影响业绩，关注百货转型及超市、到家发展 2020-08-07

周转方面，疫情及会计准则变动影响公司各项周转，2020年存货周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数较2019年分别提升了75%、98%、85%，总资产周转次数同比下降约42%。

现金流方面，2020年受营收降低以及部分费用刚性影响，公司经营活动现金流入同比下降4.7%，其中Q1下降22%，Q2增加4.3%，Q3增加4.5%，Q4下降3.9%，疫情好转后公司经营现金流有所改善。全年经营活动现金流入净额同比下降29%至10.31亿元，但若剔除2020年Q1的大幅净流出影响，Q2至Q4经营活动现金流入净额同比提升约31%。

- ◆ **线下客流持续复苏，关注公司线上线下一体化表现：**展望未来，2020年冬季逐步过去后，国内疫情可控状况延续，推动线下消费意愿复苏。2021年2月，在疫情影响逐步淡去后，国内线下消费客流预计恢复至19年同期的95成，推动春节消费同比大幅增长。春节黄金周期间，商务部重点统计的零售及餐饮企业实现销售额8210亿元，较2020年春节增长约28.7%，较2019年春节增长约4.9%，整体消费稳步恢复，其中可选消费由于低基数，具有更高的增长表现，全国百家大型零售企业春节期间的零售增速约130%。2020年疫情预计不会大幅影响2020年潜在消费增速，2021年可选消费在低基数背景下或将实现恢复性高增长，公司线上线下的数字化转型走在行业前列，有望取得较行业更好的表现。
- ◆ **投资建议：**天虹股份是以百货业态为主的多业态零售商，疫情逐步受控后盈利能力逐季恢复。购百数字化转型有望受益可选消费恢复性高增长，较高坪效的超市业态有望外延扩张贡献利润。我们预测公司2021年至2023年每股收益分别为0.58、0.65和0.73元。净资产收益率分别为9.9%、10.5%和11.1%。目前公司PE（2021E）约为13倍，维持“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**国内疫情或有反复；线下消费客流恢复或不及预期；新拓展超市及购物中心培育存在不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,393	11,800	14,284	15,601	16,793
YoY(%)	1.3	-39.2	21.1	9.2	7.6
净利润(百万元)	859	253	698	783	871
YoY(%)	-5.0	-70.5	175.5	12.1	11.3
毛利率(%)	28.6	42.9	43.3	43.1	43.3
EPS(摊薄/元)	0.72	0.21	0.58	0.65	0.73
ROE(%)	12.4	3.8	9.9	10.5	11.1
P/E(倍)	10.7	36.2	13.2	11.7	10.5
P/B(倍)	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2
净利率(%)	4.4	2.1	4.9	5.0	5.2

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、全年可比营收正增长，客流复苏推动利润改善.....	4
(一) 疫情影响逐步消退，客流复苏推动利润改善.....	4
(二) 疫情后延续外延扩张，继续以购百业态为核心.....	5
(三) 疫情影响线下可选消费表现，偏必选的超市品类良好增长.....	5
(四) 必选可选业态可比门店分化，Q4 购百渠道明显恢复.....	6
(五) 线上线下一体化稳步推进，数字化业务持续开拓.....	7
二、净利润率逐季改善，疫情影响各项周转.....	8
(一) 会计准则变动影响利润率费用率，净利润率逐季改善.....	8
(二) 疫情影响各项周转，经营现金流逐步好转.....	8
三、线下客流持续复苏，关注公司线上线下一体化表现.....	9
四、盈利预测与投资建议.....	9
五、风险提示.....	10

图表目录

图 1: 天虹股份近 5 年营业收入.....	4
图 2: 天虹股份近 5 年归母净利润.....	4
图 3: 天虹股份季度营业收入及其增长.....	4
图 4: 天虹股份季度归母净利润及其增长.....	4
图 5: 天虹股份分业态门店数量 (家).....	5
图 6: 天虹股份分区域各业态门店数量 (家).....	5
图 7: 天虹股份分区域各业态门店面积 (万平方米).....	5
图 8: 天虹股份分品类营业收入 (百万元).....	6
图 9: 天虹股份分品类营收增速.....	6
图 10: 天虹股份分品类毛利润 (百万元).....	6
图 11: 天虹股份分品类毛利润增速.....	6
图 12: 天虹股份分业态可比门店营收增长.....	7
图 13: 天虹股份分业态可比门店利润总额增长.....	7
图 14: 天虹股份分业态可比门店季度营收增速估计.....	7
图 15: 天虹股份分业态可比门店利润总额增速变化.....	7
图 14: 天虹股份数字化会员数量.....	8
图 15: 天虹股份线上渠道销售增长.....	8
图 14: 天虹股份利润率情况.....	8
图 15: 天虹股份费用率情况.....	8
图 24: 天虹股份存货、应收应付周转情况.....	9
图 25: 天虹股份经营活动现金流情况.....	9
图 18: 国内整体线下零售客流情况估计.....	9
图 19: 国内百家大型零售企业同比增速表现.....	9
表 1: 天虹股份营业收入及其预测 (百万元, %).....	10

一、全年可比营收正增长，客流复苏推动利润改善

公司披露 2020 年年度报告，全年实现营收 118.00 亿元/-39.15%（可比口径+5.2%），归母净利润 2.53 亿元/-70.51%，基本每股收益约 0.21 元，拟每 10 股派现金红利 2.1 元（含税）。

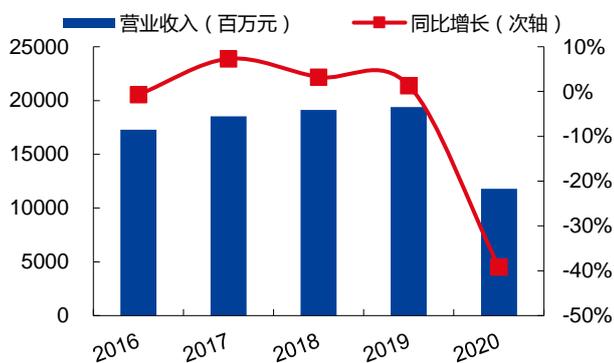
其中 Q4 公司实现营收 29.48 亿元/-44.55%（可比口径+7.6%），归母净利润 1.26 亿元/-39.21%。

（一）疫情影响逐步消退，客流复苏推动利润改善

营收端，2020 年线下客流及消费受疫情影响，随着国内疫情逐步可控，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 可比口径营收分别变化-0.06%、+9.09%、+4.78%、+7.64%，线下消费复苏推动公司营收逐季回暖。

净利端，公司继续以偏向可选消费的购物中心及百货渠道为核心，购百渠道受疫情影响较为明显，2020 年购百渠道可比门店利润总额下降约 55%。公司积极应对疫情影响，促进应季应节消费，随着线下客流复苏，Q4 购百可比门店利润总额降幅收窄至 22%。此外，公司地产业务销售大部分于 2019 年结转完成，使 2020 年地产业务毛利下降约 1.6 亿元，剔除地产业务后，预计全年公司利润降幅略有收窄。

图 1：天虹股份近 5 年营业收入



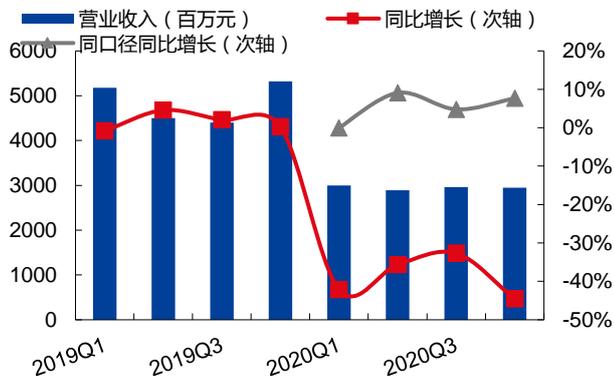
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：天虹股份近 5 年归母净利润



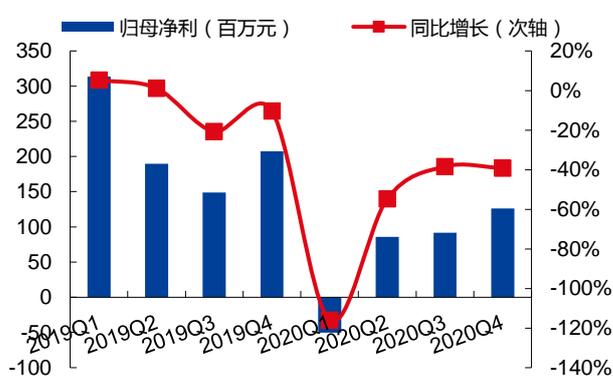
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：天虹股份季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 4：天虹股份季度归母净利润及其增长

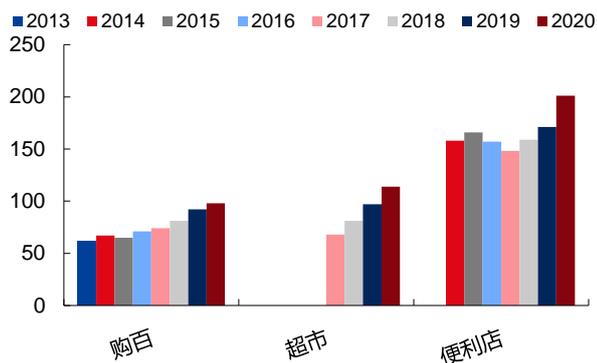


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）疫情后延续外延扩张，继续以购百业态为核心

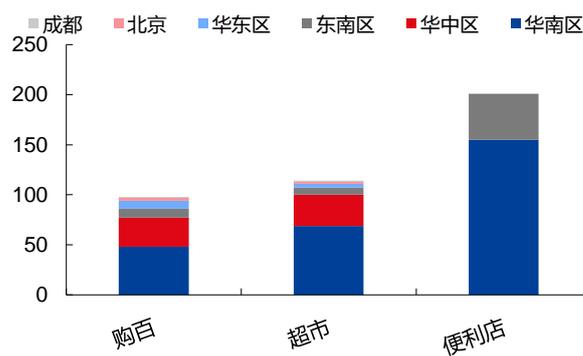
渠道方面，2020 年疫情后，公司延续外延式扩张的发展策略，疫情逐步受控后持续门店扩张。全年渠道数量净增加 43 家/14.7%至 413 家。其中购百方面坚持拓展购物中心，提升 6 万以上的大型门店占比，渠道数量净增加 6 家/6.5%至 98 家，超市方面继续扩张，渠道数量净增加 17 家/17.5%至 114 家，便利店渠道净增加 30 家/17.5%至 201 家。分业态看，购百行业继续为公司支柱，2020 年末购百业态合计门店数量占比约 24%，合计经营面积占比约 87%。

图 5：天虹股份分业态门店数量（家）



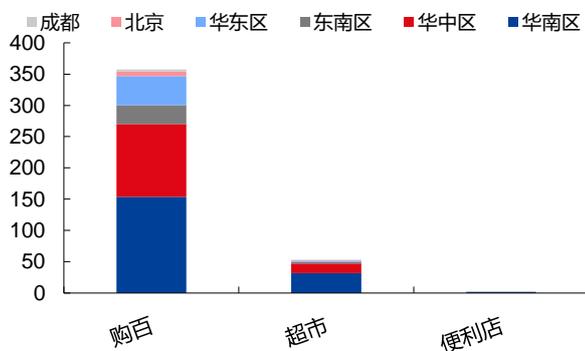
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：天虹股份分区域各业态门店数量（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：天虹股份分区域各业态门店面积（万平方米）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）疫情影响线下可选消费表现，偏必选的超市品类良好增长

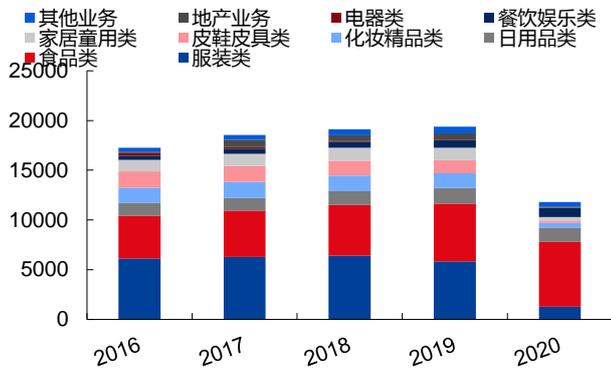
分品类看，公司生鲜熟食、包装食品、日用品类为偏向超市便利店、偏向必选消费品类，服装、化妆品、皮鞋皮具、餐饮娱乐、电器类等品类为偏向购百、偏向可选消费品类。

2020 年公司偏向购百的品类营收下降 70%，毛利润下降 18%，利润下降主要源于疫情后影响线下可选消费客流，公司线下可比店购百销售额下降约 19%。另外购百品类营收大幅下降，主要源于 2020 年会计准则变化。

疫情期间超市品类渠道受益，下半年疫情逐步受控，其他渠道及社区团购发展对超市渠道略有影响，全年公司偏向超市的品类营收增长 8%，毛利润增长约 15%。

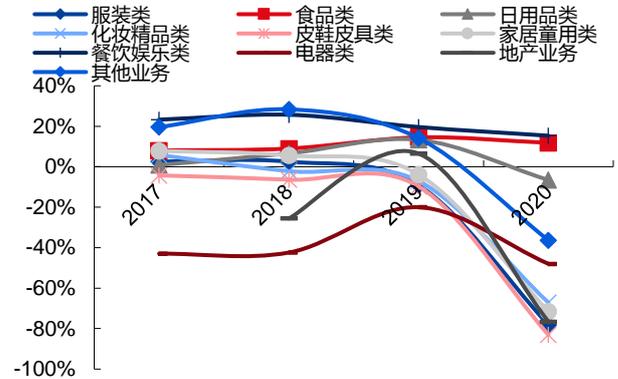
此外，公司其他主营业务收入营收下降约 76%，毛利润下降约 70%，主要源于公司地产业务销售款大部分已在 2019 年结转完毕。

图 8：天虹股份分品类营业收入（百万元）



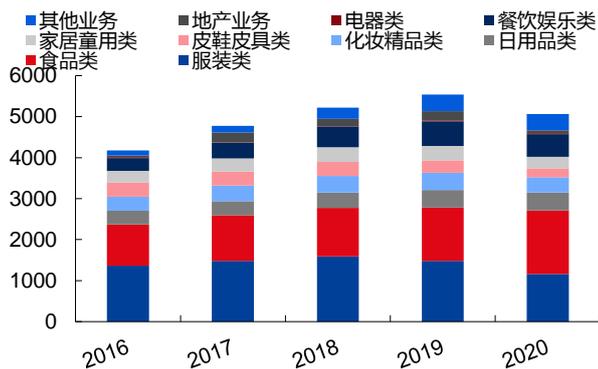
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：天虹股份分品类营收增速



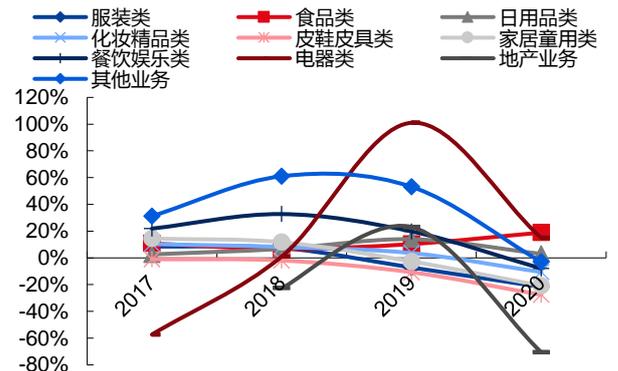
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：天虹股份分品类毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：天虹股份分品类毛利润增速

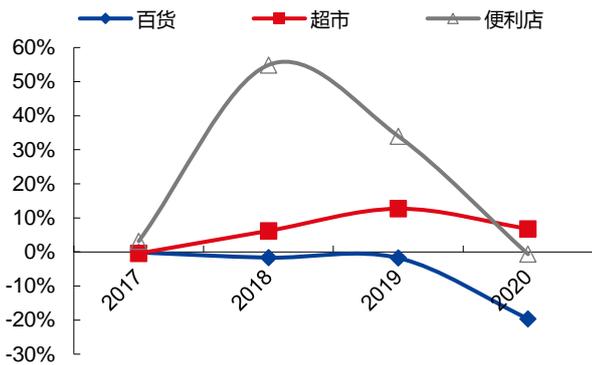


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）必选可选业态可比门店分化，Q4 购百渠道明显恢复

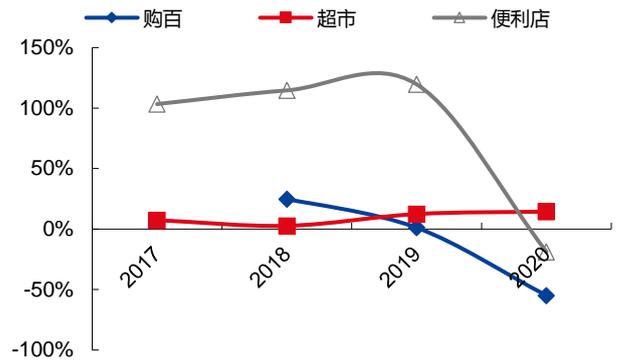
分业态，受疫情影响，偏向必选消费的超市便利店与偏向可选消费的购百明显分化。以可比门店、同口径计，2020 年公司超市、便利店分别增长 6.8%、下降 0.6%，偏向必选消费的线下渠道受疫情推动，特别是超市渠道 2020 年实现利润总额同比增长约 14.5%。偏向可选消费的购百渠道受疫情影响明显，2020 年可比购百门店营收下降约 20%，利润总额下降约 55%。但在国内疫情逐步可控后，线下客流持续恢复，Q4 消费者消费意愿提升，购百可比门店营收实现 1.2% 的正增长，且利润总额同比下降仅 22%，降幅较 Q3 环比收窄了 14pct。

图 12：天虹股份分业态可比门店营收增长



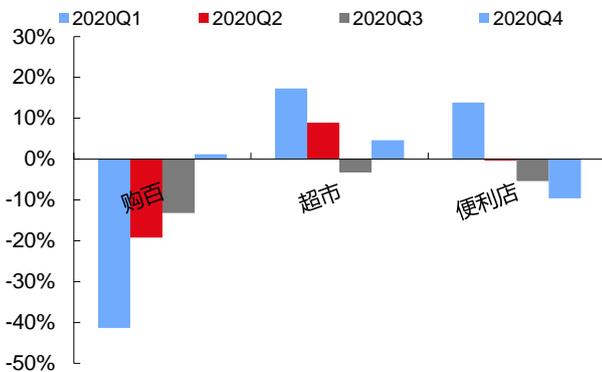
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：天虹股份分业态可比门店利润总额增长



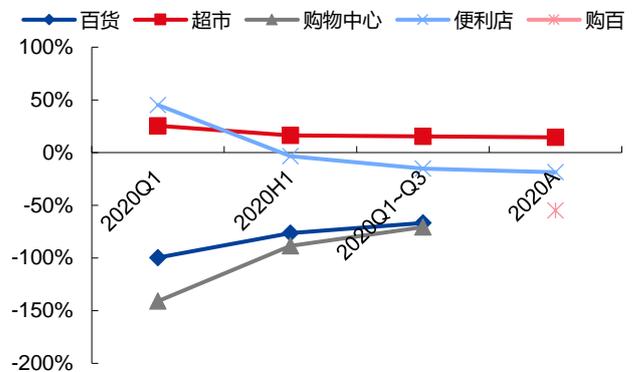
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：天虹股份分业态可比门店季度营收增速估计



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：天虹股份分业态可比门店利润总额增速变化

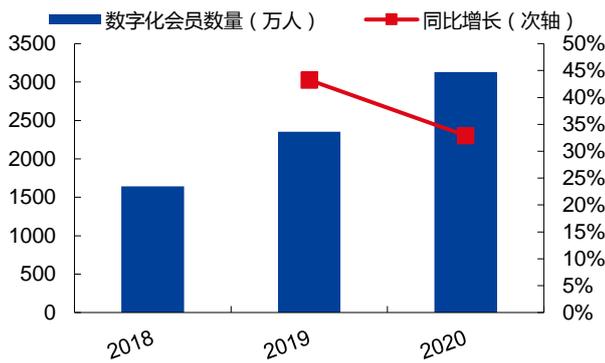


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（五）线上线下一体化稳步推进，数字化业务持续开拓

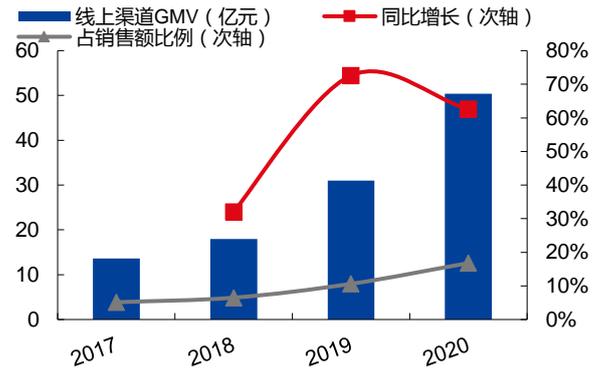
线上方面，疫情后公司继续通过数字化的方式为顾客提供便利而高效的服务，全年数字化会员达 3130 万，线上商品销售及服务 GMV 超 50 亿元。其中超市方面，2020 年公司超市到家业务销售增长近 1 倍，销售占比已达 17%，已形成“极速达”+“次日达”+“全国配”的业务矩阵，线上线下一体化推升消费者购物体验。百货方面，全年公司百货专柜到家业务增长近 23 倍，销售占比已近 18%，全国门店已实现商品供应链贡献。此外，公司为同行及上游品牌商提供零售数字化技术服务的灵智数科取得突破性进展，成功签约购物中心、百货、超市等多业态多家企业，2020 年营收利润增长均超 1 倍，全年子公司营收超 1 亿元，利润超 2400 万。公司数字化业务不断开拓，推动公司内部线上线下一体化，并对供应链输出赋能，夯实公司业绩表现。

图 16：天虹股份数字化会员数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 17：天虹股份线上渠道销售增长



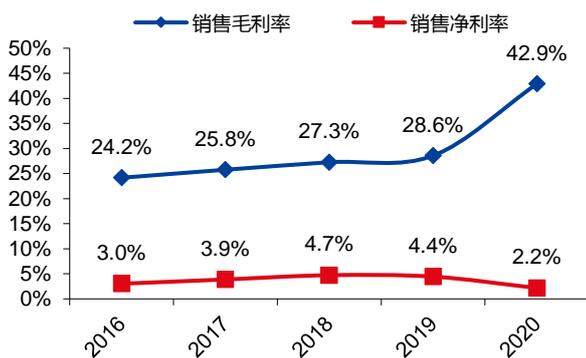
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、净利润率逐季改善，疫情影响各项周转

（一）会计准则变动影响利润率费用率，净利润率逐季改善

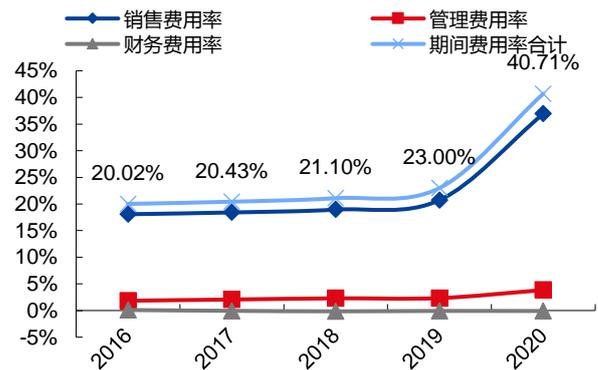
盈利能力方面，受会计准则变更影响，2020 年天虹毛利率、费用均较上年度大幅提升。疫情后公司费用控制压缩管理费用，积极提供减免租金及管理费支持，抓好线上线下融合的销售机遇，在疫情大幅影响购百利润表现的情况下，继续实现约 2.2% 的销售净利率。此外，2020 年公司期间费用率提升幅度大于毛利率提升幅度，一方面源于疫情下促销活动导致毛利率同口径降低约 6.5pct，另一方面源于公司部分刚性费用延续。分季度看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 净利率分别约 -1.6%、3.0%、3.1%、4.3%，随着疫情可控与线下客流恢复，公司利润率逐季改善。

图 18：天虹股份利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：天虹股份费用率情况



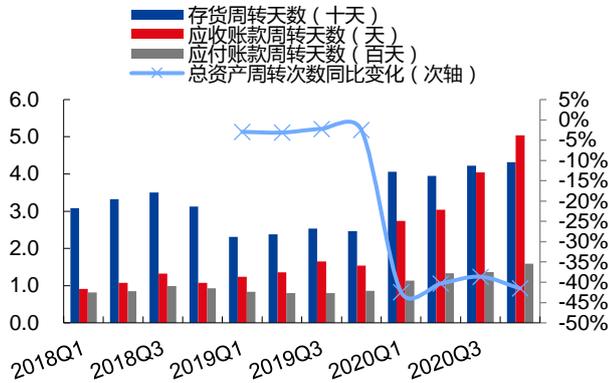
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）疫情影响各项周转，经营现金流逐步好转

周转方面，疫情及会计准则变动影响公司各项周转，2020 年存货周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数较 2019 年分别提升了 75%、98%、85%，总资产周转次数同比下降约 42%。

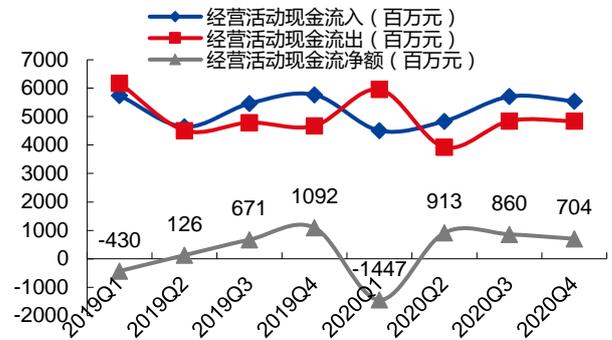
现金流方面，2020 年受营收降低以及部分费用刚性影响，公司经营活动现金流入同比下降 4.7%，其中 Q1 下降 22%，Q2 增加 4.3%，Q3 增加 4.5%，Q4 下降 3.9%，疫情好转后公司经营现金流有所改善。全年经营活动现金流入净额同比下降 29% 至 10.31 亿元，但若剔除 2020 年 Q1 的大幅净流出影响，Q2 至 Q4 经营活动现金流入净额同比提升约 31%。

图 20：天虹股份存货、应收应付周转情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 21：天虹股份经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、线下客流持续复苏，关注公司线上线下一体化表现

展望未来，2020 年冬季逐步过去后，国内疫情可控状况延续，推动线下消费意愿复苏。2021 年 2 月，在疫情影响逐步淡去后，国内线下消费客流预计恢复至 19 年同期的 95 成，推动春节消费同比大幅增长。春节黄金周期间，商务部重点统计的零售及餐饮企业实现销售额 8210 亿元，较 2020 年春节增长约 28.7%，较 2019 年春节增长约 4.9%，整体消费稳步恢复，其中可选消费由于低基数，具有更高的增长表现，全国百家大型零售企业春节期间的零售增速约 130%。2020 年疫情预计不会大幅影响 2020 年潜在消费增速，2021 年可选消费在低基数背景下或将实现恢复性高增长，公司线上线下的数字化转型走在行业前列，有望取得较行业更好的表现。

图 22：国内整体线下零售客流情况估计



资料来源：ShopperTrak，华金证券研究所

图 23：国内百家大型零售企业同比增速表现



资料来源：Wind，中华全国商业信息中心，华金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

天虹股份是以百货业态为主的多业态零售商，疫情逐步受控后盈利能力逐季恢复。购百数字化转型有望受益可选消费恢复性高增长，较高坪效的超市业态有望外延扩张贡献利润。

我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.58、0.65 和 0.73 元。净资产收益率分别为 9.9%、10.5%和 11.1%。目前公司 PE (2021E) 约为 13 倍，维持“买入-B”建议。

表 1：天虹股份营业收入及其预测（百万元，%）

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
服装类	营业收入	6428.09	5840.15	1275.86	1658.61	1824.48	1988.68
	增长率	2.50%	-9.15%	-78.15%	30.00%	10.00%	9.00%
	毛利率	24.80%	25.34%	90.80%	89.00%	89.00%	89.00%
食品类	营业收入	5080.35	5817.95	6505.98	7742.12	8516.33	9112.47
	增长率	8.99%	14.52%	11.83%	19.00%	10.00%	7.00%
	毛利率	23.25%	22.41%	23.83%	23.50%	23.50%	23.50%
日用品类	营业收入	1375.62	1558.68	1456.44	1674.91	1792.15	1899.68
	增长率	6.59%	13.31%	-6.56%	15.00%	7.00%	6.00%
	毛利率	26.98%	27.14%	29.92%	29.00%	29.00%	29.00%
化妆精品类	营业收入	1582.32	1469.98	482.88	700.18	721.18	735.61
	增长率	-2.18%	-7.10%	-67.15%	45.00%	3.00%	2.00%
	毛利率	25.87%	28.85%	78.51%	77.00%	77.00%	77.00%
皮鞋皮具类	营业收入	1478.07	1334.14	225.50	270.59	262.48	249.35
	增长率	-6.39%	-9.74%	-83.10%	20.00%	-3.00%	-5.00%
	毛利率	22.79%	22.53%	96.50%	96.50%	96.00%	96.00%
家具童用类	营业收入	1305.61	1255.22	357.26	446.57	468.90	492.35
	增长率	5.58%	-3.86%	-71.54%	25.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	27.55%	27.89%	77.64%	77.00%	77.00%	77.00%
餐饮娱乐类	营业收入	636.97	761.94	878.74	1186.30	1423.56	1679.80
	增长率	25.70%	19.62%	15.33%	35.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	79.14%	79.26%	63.28%	63.00%	63.00%	63.00%
电器类	营业收入	90.83	72.66	37.80	41.58	33.26	26.61
	增长率	-42.41%	-20.00%	-47.98%	10.00%	-20.00%	-20.00%
	毛利率	11.33%	28.46%	62.89%	62.00%	62.00%	62.00%
地产业务	营业收入	552.19	587.98	137.86	55.14	0.00	0.00
	增长率	-25.56%	6.48%	-76.55%	-60.00%	-100.00%	0.00%
	毛利率	33.15%	38.31%	48.04%	50.00%	0.00%	0.00%
其他业务	营业收入	607.91	693.82	441.61	507.85	558.64	608.91
	增长率	28.36%	14.13%	-36.35%	15.00%	10.00%	9.00%
	毛利率	43.77%	58.74%	89.47%	89.00%	89.00%	89.00%
合计	营业收入	19137.95	19392.52	11799.92	14283.86	15600.97	16793.46
	增长率	3.25%	1.33%	-39.15%	21.05%	9.22%	7.64%
	毛利率	27.25%	28.56%	42.88%	43.25%	43.12%	43.25%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、风险提示

国内疫情或有反复；线下消费客流恢复或不及预期；新拓展超市及购物中心培育存在不确定性。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9590	9401	9543	9760	10550	营业收入	19393	11800	14284	15601	16793
现金	4,377	4,282	4,492	4,788	5,294	营业成本	13853	6740	8106	8873	9530
应收票据及应收账款	489	544	567	473	646	营业税金及附加	151	114	114	125	134
预付账款	31	65	26	63	21	营业费用	4022	4360	4685	5086	5475
存货	843	773	803	774	920	管理费用	428	399	471	499	521
其他流动资产	113	132	138	145	152	研发费用	25	55	57	55	59
非流动资产	7,044	8,405	8,268	7,901	7,427	财务费用	-15	-10	-44	-46	-50
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0	-0	1	1	1
固定资产	4362	5838	5840	5770	5666	公允价值变动收益	130	113	0	0	0
无形资产	913	893	862	832	801	投资净收益	7	12	20	22	24
其他非流动资产	286	207	217	228	240	营业利润	1090	335	913	1031	1149
资产总计	16633	17806	17810	17661	17977	营业外收入	39	53	50	47	50
流动负债	9537	9577	9147	8516	8301	营业外支出	24	16	20	21	22
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1105	371	943	1057	1177
应付票据及应付账款	3112	2826	1677	3992	1196	所得税	244	115	236	264	294
其他流动负债	563	5441	1300	1300	900	税后利润	861	257	707	793	883
非流动负债	141	1527	1604	1684	1768	少数股东损益	2	3	9	10	11
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	859	253	698	783	871
其他非流动负债	141	1527	1604	1684	1768	EBITDA	1301	522	1109	1231	1350
负债合计	9678	11104	10750	10200	10069						
少数股东权益	6	8	17	27	38	主要财务比率					
股本	1200	1200	1200	1200	1200	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1309	1309	1309	1309	1309	成长能力					
留存收益	4440	4184	4534	4925	5360	营业收入(%)	1.3	-39.2	21.1	9.2	7.6
归属母公司股东权益	6950	6694	7043	7434	7870	营业利润(%)	-6.3	-69.3	172.5	12.9	11.5
负债和股东权益	16633	17806	17810	17661	17977	归属于母公司净利润(%)	-5.0	-70.5	175.5	12.1	11.3
						获利能力					
						毛利率(%)	28.6	42.9	43.3	43.1	43.3
						净利率(%)	4.4	2.1	4.9	5.0	5.2
						ROE(%)	12.4	3.8	9.9	10.5	11.1
						ROIC(%)	88.4	-8.0	-25.1	-31.6	-41.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	58.2	62.4	60.4	57.8	56.0
						流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3
						速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	0.7	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	43.9	22.8	25.7	30.0	30.0
						应付账款周转率	5.9	4.0	6.3	5.5	6.5
						估值比率					
						P/E	10.7	36.2	13.2	11.7	10.5
						P/B	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2
						EV/EBITDA	2.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3

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、吴雨舟声明，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