

业绩中短期承压，关注线上、自有品牌及供应链改革成效

——2020 年年报&2021 年一季报点评

2020 年公司营收 931.99 亿元 (yoy+9.80%)，归母净利润 17.94 亿元 (yoy+14.76%)。其中 Q4 单季度营收 205.29 亿元 (yoy-3.77%)，归母净利润-2.34 亿元 (去年同期 0.25 亿)。

2021 年 Q1 公司营收 263.34 亿元 (yoy-9.99%)，归母净利润 0.23 亿元 (yoy-98.51%)。

核心观点

- 20 年以来公司增长受疫情影响呈现高开低走，扩张进入调整期。在疫情的短周期影响下公司 Q1 实现高速增长，但是随着国内疫情防控进入常态化阶段后公司增长逐季下滑。同店表现与营收增长较为一致，Q1 达到双位数增长的高水平，后逐季降低，全年整体同店 0%。门店方面 2020 年新开 114 家，略低于 2019 年年报指引，2021 年计划新开 80 家，此外，公司 mini 店业态持续调整，截止 21Q1 还剩余 70 家。公司的扩张进入战略调整阶段。
- 盈利能力 20 年整体优秀，21 年 Q1 受多因素影响出现下滑。20 年公司毛利率 21.37% (yoy-0.19pct)，净利率 1.93% (yoy+0.08pct)，费用控制情况良好，盈利能力优秀。21 年 Q1 盈利出现下滑，毛利率下降和销售费用率上升，主要是应对社区团购等新业态的冲击成本投入大幅增加。财务费用率增加主要是由于新租赁准则的影响，以及部分金融资产公允价值出现回落。
- 线上业务及自有品牌发展趋势良好。20 年公司线上销售额达 104.5 亿元，同比增长 198%，占比 10%。21 年 Q1 公司线上销售额达 36.7 亿元，同比增长 75.6%，占比进一步提升至 13.3%。2020 年自有品牌总销售额 28.46 亿元，同比增长 45.9%。

财务预测与投资建议

- 调整公司 21-23 年净利润预测为 6.14/7.41/8.30 亿元(原为 31.58/40.23/-亿元)，EPS 为 0.06/0.08/0.09 元 (原为 0.33/0.42/-元)。采用 FCFE 绝对估值法，目标价 6.26 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济波动；市场竞争加剧；门店拓展不及预期；到家业务不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	84,877	93,199	89,343	94,675	101,411
同比增长(%)	20.4%	9.8%	-4.1%	6.0%	7.1%
营业利润(百万元)	1,640	2,285	726	898	1,038
同比增长(%)	29.7%	39.3%	-68.2%	23.6%	15.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,564	1,794	614	741	830
同比增长(%)	5.6%	14.8%	-65.8%	20.8%	12.0%
每股收益(元)	0.16	0.19	0.06	0.08	0.09
毛利率(%)	21.6%	21.4%	20.4%	20.4%	20.5%
净利率(%)	1.8%	1.9%	0.7%	0.8%	0.8%
净资产收益率(%)	7.9%	9.1%	3.1%	3.6%	3.9%
市盈率	37.6	32.8	95.8	79.4	70.8
市净率	2.9	3.0	2.8	2.8	2.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	5.57 元
目标价格	6.26 元
52周最高价/最低价	10.36/5.56 元
总股本/流通A股(万股)	951,629/946,825
A股市值(百万元)	53,006
国家/地区	中国
行业	商业贸易
报告发布日期	2021年05月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-8.7	-17.73	-21.99	-44.42
相对表现	-6.45	-15.93	-19.02	-63.48
沪深300	-2.25	-1.8	-2.97	19.06



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

联系人 崔凡平
021-63325888*6065
cuifanping@orientsec.com.cn

相关报告

到家业务高速增长，增长短期承压：——2020 2020-11-02
年三季报点评
业绩符合预期，全渠道战略推进：——2020 2020-08-31
年中报点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

20 年受疫情影响高开低走，21 年 Q1 业绩承压	4
门店扩张战略调整，强化供应链建设.....	6
全渠道建设稳步推进，线上收入占比突破 13%.....	7
盈利预测与投资建议	8
盈利预测	8
投资建议	9
风险提示.....	10

图表目录

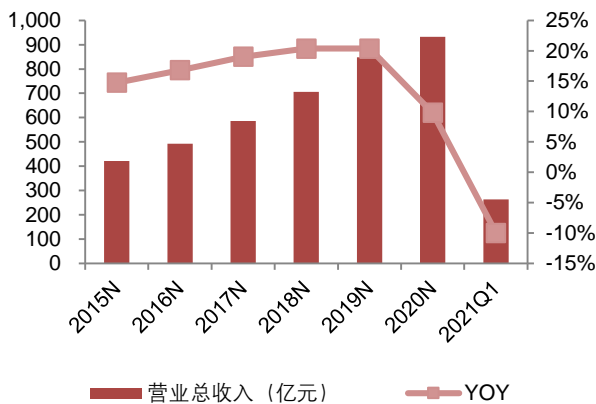
图 1：公司营业收入及增速	4
图 2：公司归母净利润及增速	4
图 3：公司毛利率及净利率	5
图 4：公司费用率	5
图 5：公司分版块毛利率	5
图 6：公司各项业务毛利率	5
图 7：2020 公司全国各区域门店数量	6
表 1：核心假设及盈利预测变动分析表	8
表 2：主要财务数据变动分析表	9
表 3：公司估值假设	9
表 4：公司 FCFF 估值结果	10
表 5：估值结构敏感性分析	10

20 年受疫情影响高开低走，21 年 Q1 业绩承压

2020 年公司业绩在疫情的短周期和中周期影响下高开低走。全年来看，2020 年公司营收 931.99 亿元（yoy+9.80%），归母净利润 17.94 亿元（yoy+14.76%），收入增速低于历年，利润增保持在历史水平。分季度看，2020Q1-2020Q4，公司分别实现单季度总营收 292.57、212.59、221.54、205.29 亿元，分别较去年同期变动 70.21、23.19、-2.14、-8.04 亿元，分别同比增长 31.57%、12.24%、-0.95%、-3.77%。在疫情的短周期影响下，公司 Q1 实现高速增长，但是随着国内疫情防控进入常态化阶段后，中周期影响开始逐步显现，疫情期间的高客单价逐步回落，疫情期间快速成长的生鲜电商对门店客流持续分流，宏观层面居民收入增速放缓，居民消费倾向下降，多种复杂因素导致公司增长速度逐季下滑，全年呈现高开低走的趋势。

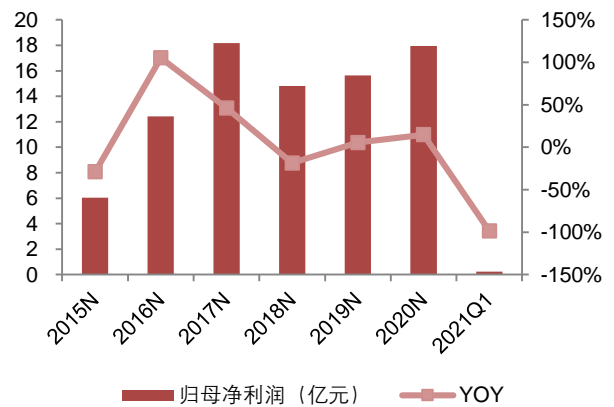
2021 年 Q1 业绩大幅下滑原因包括：20 年高基数、新业态冲击。2021 年 Q1 公司营收 263.34 亿元（yoy-9.99%），归母净利润 0.23 亿元（yoy-98.51%）。多个因素导致了公司一季度营收规模下滑：1）2020 年 Q1 是超市行业显著受益疫情阶段，客单价激增拉动同店销售增长达到两位数，营收规模大幅提升，高基数的影响在本季度显现。2）新业态冲击：2020 年的疫情加快了社区团购等多种新零售业态的发展，新业态对于对传统线下零售业态的冲击在疫情消退后依然存在。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，东方证券研究所

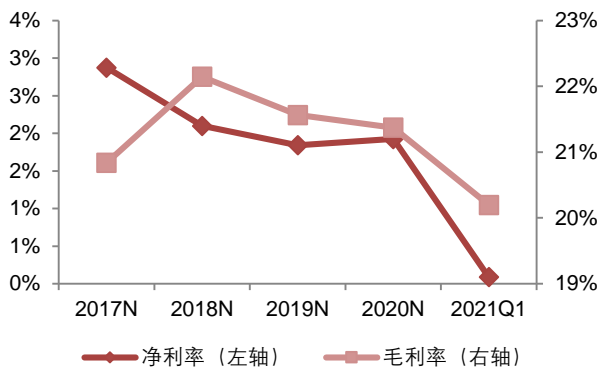
图 2：公司归母净利润及增速



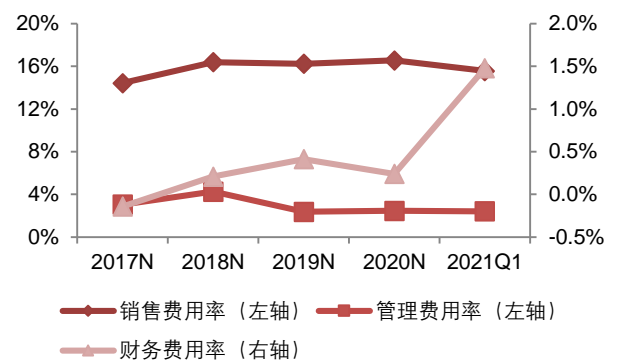
资料来源：公司公告，东方证券研究所

20 年毛利率有所下滑，费用控制优秀。2020 年公司毛利率 21.37%，较去年同期减少 0.19pct。公司零售板块毛利率同比增长 0.2pct，而高毛利率的服务业业务受收疫情影响占比同比下降了 0.82% 至 6.61%，毛利率也增长 0.27pct。生鲜及加工占主营业务收入比重扩大，增加到 47.66%，增加 0.41%，食品用品占比 52.34%。毛利率方面生鲜及加工增加 0.61 pct，为 13.84%，食品用品也增加 0.32 pct，为 19.04%，主要是疫情期间整体毛利率较高。从 2020 年第二季度开始，公司将十大战区整合成七大战区。目前七大战区收入占比更加平均，六区毛利率相对较高，一区 and 四区线上业务开展较快，毛利率同比有所下降。费用方面，销售费用率 16.57%（yoy+0.33pct），管理费用率 2.46%（yoy+0.09pct），财务费用率 0.24%（yoy-0.17pct）。

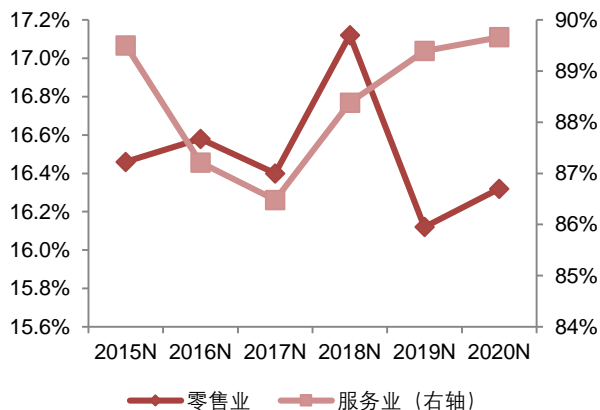
20Q4 单季净利率受投资收益及资产减值损失影响较大。公司 2020 年 Q4 净利率为-1.14%。主要原因：1) 20Q4 毛利率为 18.99%，较去年同期下降 1.63pct，与全年平均水平相差 2.38pct。2) 全年公允价值变动产生收益较高，对宝龙的投资以及其他非流动金融资产中对 KT、万达以及金龙鱼的投资因公允价值变动产生收益 11.52 亿元，其中 Q4 确认 11.97 亿元；3) 全年确认资产减值损失 6.92 亿元，其中 Q4 确认 6.92 亿元，主要来源有三项：长期股权投资减值损失 3.07 亿（主要来自于中百集团、湘村高科），商誉减值损失 1.88 亿（主要来自广东百佳），长期待摊费用减值 1.78 亿（主要来自永辉 Mini 关店）。4) 全年投资收益-1.43 亿，其中 Q4 确认-2.57 亿。

图 3：公司毛利率及净利率


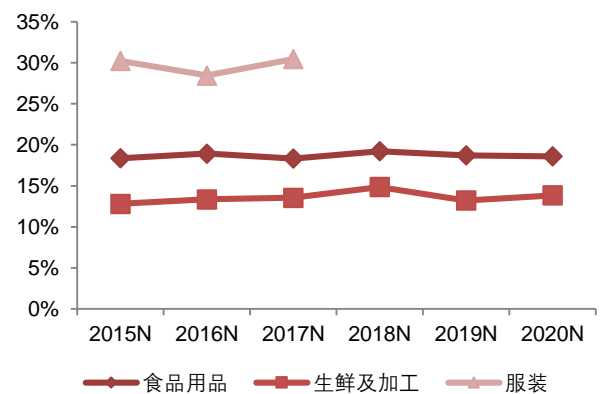
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司费用率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司分版块毛利率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司各项业务毛利率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

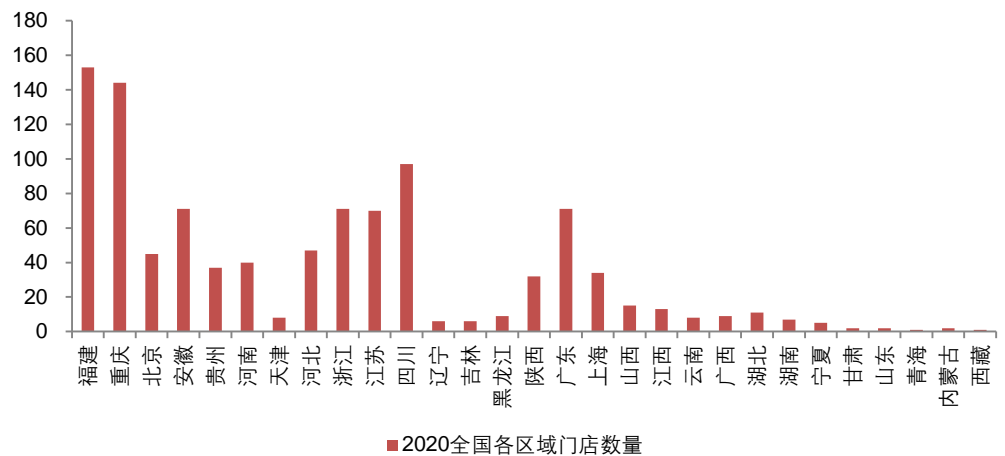
21Q1 盈利能力大幅降低原因来自于毛利率的下降和费用率的大幅提升。2021 年 Q1 公司净利率 0.09%，较去年同期减少 5.27pct，盈利能力大幅下滑。公司毛利率 20.20%，较去年同期减少 2.64pct。此外，公司销售费用率 15.58% (yoy+1.18pct)，管理费用率 2.41% (yoy+0.44pct)，财务费用

率 1.48% (yoy+1.19pct)。毛利率的下降和销售费用率的提升主要是公司应对来自社区团购等新业态的冲击，成本投入大幅增加。财务费用率的增加主要是由于新租赁准则的影响部分门店租金支出计入财务费用，以及部分金融资产的公允价值伴随市场波动出现回落。

门店扩张战略调整，强化供应链建设

2020 年门店扩张略低于预期，新进区域表现优秀，2021 年预计新开门店 80 家。2020 年全年公司实现新开 bravo 门店 114 家，关店 8 家，新签约门店 95 家。截至 2020 年底，超市业务已经进入 29 个省市，超市业态门店 1017 家。门店超过 50 家的省份有福建、重庆、四川、安徽、江苏、浙江、广东。贵州、陕西加速发展成为该省市场占有率第一。2020 年公司新进省份有西藏、山东、甘肃、内蒙古和青海 5 个省，各省首店效果较好，特别是西藏当年获得盈利。公司 2020 年门店计划签约 80 家，开业 80 家，扩张规划略有放缓，截止 2021Q1，公司已经新开门店 10 家（含百佳永辉，不含 Mini 店、永辉生活、超级物种）。

图 7：2020 年全国各区域门店数量



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2020 年全年同店 0.0%，客流略有下降。2020 年单季同店逐步从 Q1 的双位数增长降低，全年同店为 0.0%，低于 2019 年的 2.8%。2017 年-2020 年公司日均客流量分别为 240 万人次、290 万人次、364 万人次、338 人次，2018 年和 2019 年的客流同比增速分别为 17%、26%，2020 年下降 7%。

mini 店继续深度调整，数量减少至 70 家。截止 2020 年底公司尚有 mini 店 156 家。截止 2021 年 Q1，公司 mini 店闭店 86 家，剩余门店数量仅为 70 家。未来，公司计划继续关闭/调整升级经营不善的 mini 店。

供应链数字化升级助力长期成长。2020 年供应链升级以用户为导向，建设稳定、柔性、开放、高效的供应链。2020 年围绕“业务、组织、技术”全面开展多项供应链建设及转型工作。2021 年，

公司计划打通供应链、营运、营销三者协同以强化运营体系。实现内销 70%，外销 30%，属地产品进货占比达到 80%。做好农户（或农村合作社）信息采集、农户信息建档，实现通过付款给农户 APP，费用直付。完成福建、山东、云南仓的建立，并匹配出仓端生产团队/管理人员，制定仓端运作流程。

自有品牌建设成果显著，深挖供应链打造新品。2020 年自有品牌总销售额 28.46 亿元，同比增长 45.9%。透过营销活动、价格定位、精细化管理，同步扩大用户端与供应链端的影响力，带动销售增长与成本优化；其中核心品类中 17 个大类取得双位数的自有品牌渗透率，同时具备高于大盘毛利贡献，成为该大类的主导性品牌。公司进一步深挖生鲜供应链持续完善自有品牌打造的能力，建立产地寻源系统、发力订单种植，田趣大米全系列 10 个品种，订单种植 20 万亩，销售额 25428 万元，全同比增长 33%。永辉农场果蔬已打造 25 支单品，田趣打造 10 支单品，永辉农场鱼肉开发 15 只单品。

全渠道建设稳步推进，线上收入占比突破 13%

2020 年疫情的爆发加速用户线上购物心智的养成，公司前瞻布局适应渠道变革。2020 年爆发的新冠疫情导致部分线下到店消费场景的缺位，消费者被动化选择线上场景使得线上购物心智得到强化，同时，疫情还导致了市场下沉、数字化转型、业态演进等多个层面的市场变化。公司在 2017 年起就开始了前瞻性的全渠道建设，在高竞争的市场环境下，公司坚定不移地加速全渠道业务战略转型推进，全面引进数字化运营人才，沉淀业务可复制的中台能力，加强用户、商品及仓配运营核心能力的提升，在这场零售业的渠道变革大局中持续维持自身竞争力。

2020 年公司线上销售额达 104.5 亿元，同比增长 198%，占比 10%。“永辉生活”自营到家业务已覆盖 1000 家门店，实现销售额 59.1 亿元，同比增长 147%，日均单量 23 万单，月平均复购率为 49.1%；京东到家累计销售占 34.7 亿元，占公司线上 35.3%，覆盖公司门店 865 家，同比增加 380 家。在用户运营上：运用门店禀赋稳步推进用户数字化，搭建全渠道用户权益及会员运营体系，建立用户数据中心，赋能精准投放、优化营销投入。截至 2020 年 12 月 31 日，“永辉生活”会员数已突破 4933 万户，新增总注册用户数 2830 万户，同比提升 250%，其中 900 万来源于线下门店转化，年底月活数 1861 万户，同比增长 268%。在商品运营上：充分发挥永辉生鲜禀赋，线上 SKU 数覆盖 465 个生鲜品类。在仓配运营上：建立仓端运营及配送管理标准，完成以标准统一、数字化管理、及工具赋能为核心的“二代仓”复制，优化服务体验，大幅提升履约准时率至 93%以上。

2021 年 Q1 公司线上销售额达 36.7 亿元，同比增长 75.6%，占比 13.3%。“永辉生活”自营到家业务已覆盖 1000 余家门店，实现销售额 19.7 亿元，同比增长 33%，日均单量 28.9 万单，月平均复购率为 48.45%；第三方平台到家业务已覆盖 926 家门店，实现销售额 17 亿元，日均单量 18.6 万单。

盈利预测与投资建议

盈利预测

调整的核心假设及依据：

- 1、为应对激烈的行业竞争环境，公司自 2021 年起预计放缓门店扩张计划，故调整 2021-2022 年新增门店数量，从 155、168 家调整为 74、84 家。
- 2、由于零售新业态的竞争加剧，同店增长承压，故调整 2021-2022 年平均单店收入，从 9353、9478 元调整为 8250、8113 元。
- 3、由于零售新业态的竞争加剧，减价是行业内普遍的竞争策略，故对毛利率造成影响，故调整 2021-2022 年综合毛利率，从 21.84%、22.26% 调整为 20.42%、20.43%。
- 4、由于零售新业态的竞争加剧，企业营销费用普遍增加，故调整 2021-2022 年销售费用率，从 15.43%、15.39% 调整为 16.66%、16.73%。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
新增门店数量	155	168		77	84	88
变动幅度				-50.32%	-50.00%	
平均单店收入	9353	9478		8250	8113	8081
变动幅度				-11.80%	-14.41%	
综合毛利率	21.84%	22.26%		20.42%	20.43%	20.45%
变动幅度				-1.42%	-1.83%	
销售费用率	15.43%	15.39%		16.66%	16.73%	16.80%
变动幅度				1.23%	1.34%	
盈利预测						
超市业务						
收入	112,052	129,463		89,342	94,675	101,411
变动幅度				-20.27%	-26.87%	
毛利率	21.84%	22.26%		20.42%	20.43%	20.45%
变动幅度				-1.42%	-1.83%	

资料来源：wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	112,052	129,463		89,342	94,675	101,411
变动幅度				-20.27%	-26.87%	
营业利润	3,997	5,098		726	898	1,038
变动幅度				-81.84%	-82.39%	
归母净利润	3,158	4,023		614	741	830
变动幅度				-80.56%	-81.58%	
每股收益（元）	0.33	0.42		0.06	0.08	0.09
变动幅度				-81.82%	-80.95%	
毛利率(%)	21.84%	22.26%		20.42%	20.43%	20.45%
变动幅度				-1.42%	-1.83%	
净利率(%)	2.82%	9.20%		0.69%	0.78%	0.82%
变动幅度				-2.13%	-8.42%	

资料来源：wind，东方证券研究所

投资建议

我们调整预测公司 21-23 年净利润为 6.14/7.41/8.30 亿元（原为 31.58/40.23/-亿元），EPS 为 0.06/0.08/0.09 元（原为 0.33/0.42/-元）。采用 FCFF 绝对估值法，目标价 6.26 元，维持“买入”评级。

表 3：公司估值假设

参数	数值
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	1.50%
无风险利率 Rf	3.21%
无杠杆影响的 β 系数	0.55
考虑杠杆因素的 β 系数	0.72
市场收益率 Rm	9.90%
规模风险因子	0.00%
公司特有风险	0.00%
债务比率 D/(D+E)	10%
债务利率 rd	6.31%
股权投资成本 (Ke)	7.20%
WACC	6.95%

资料来源：wind，东方证券研究所

表 4：公司 FCFF 估值结果

项目	数值（百万元）
FCFF 折现	10317.33
终值折现	47013.38
企业价值	57330.70
权益价值	60384.49
每股价值（元）	6.26

资料来源：东方证券研究所

表 5：估值结构敏感性分析

	永续增长率 Gn(%)					
	6.26	-0.50%	0.50%	1.50%	2.50%	3.50%
WACC (%)	4.95%	7.25	8.61	10.76	14.67	23.95
	5.45%	6.49	7.57	9.20	11.93	17.45
	5.95%	5.86	6.73	8.00	9.99	13.61
	6.45%	5.33	6.04	7.04	8.55	11.07
	6.95%	4.87	5.46	6.26	7.43	9.28
	7.45%	4.47	4.96	5.62	6.55	7.94
	7.95%	4.12	4.54	5.08	5.83	6.92
	8.45%	3.81	4.17	4.63	5.24	6.10
	8.95%	3.54	3.85	4.23	4.74	5.43

资料来源：东方证券研究所

风险提示

● 宏观经济波动的风险

疫情影响，宏观经济的增速放缓，国际贸易不确定因素，消费者对未来收入的信心等多种因素，会影响消费者的需求和购买力，进而对零售业和公司经营业绩产生影响。

● 市场竞争的风险

零售业面临新理念、新思维带来的变革挑战，新业态和新场景不断涌现，新技术、新模式不断迭代升级，行业竞争会更加剧烈。

● 门店拓展不及预期的风险

公司在全国范围内进行门店拓展，各省市、区域的发展情况存在差异；公司物流等基础设施建设，相应增加资本性支出；对公司经营业绩的影响存在不确定性。

● 到家业务拓展不及预期的风险

目前行业内 O2O 领域竞争激烈，公司的该业务也仍处于成长阶段，若扩张速度和成本控制不及预期或影响公司的营收及利润增长。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,129	12,005	5,361	4,734	5,071	营业收入	84,877	93,199	89,343	94,675	101,411
应收票据及应收账款	993	447	1,299	1,376	1,474	营业成本	66,574	73,281	71,098	75,330	80,670
预付账款	2,398	2,468	2,616	2,772	2,969	营业税金及附加	247	220	211	223	239
存货	12,333	10,882	10,507	11,132	11,921	营业费用	13,782	15,439	14,886	15,840	17,035
其他	8,213	7,376	7,541	7,366	7,321	管理费用及研发费用	2,013	2,293	2,241	2,421	2,619
流动资产合计	31,066	33,178	27,323	27,380	28,755	财务费用	351	223	488	203	192
长期股权投资	5,886	5,410	5,410	5,410	5,410	资产减值损失	391	776	95	203	203
固定资产	5,128	5,310	5,791	6,262	6,715	公允价值变动收益	84	1,152	297	391	481
在建工程	174	194	327	447	555	投资净收益	(69)	(143)	(101)	(156)	(136)
无形资产	812	1,617	1,493	1,368	1,244	其他	106	308	207	207	241
其他	9,285	10,448	4,702	5,076	5,438	营业利润	1,640	2,285	726	898	1,038
非流动资产合计	21,287	22,979	17,722	18,564	19,362	营业外收入	223	290	228	243	246
资产总计	52,353	56,158	45,046	45,944	48,118	营业外支出	85	401	152	172	203
短期借款	10,813	13,890	4,331	3,704	3,951	利润总额	1,777	2,174	802	969	1,081
应付票据及应付账款	12,983	12,514	12,396	13,270	14,412	所得税	324	521	201	242	270
其他	7,690	8,490	6,186	6,552	7,009	净利润	1,453	1,653	602	727	811
流动负债合计	31,487	34,893	22,913	23,526	25,371	少数股东损益	(111)	(141)	(12)	(14)	(19)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,564	1,794	614	741	830
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.16	0.19	0.06	0.08	0.09
其他	412	871	365	409	460						
非流动负债合计	412	871	365	409	460	主要财务比率					
负债合计	31,899	35,765	23,278	23,934	25,832		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	348	1,042	1,030	1,016	997	成长能力					
股本	9,570	9,516	9,516	9,516	9,516	营业收入	20.4%	9.8%	-4.1%	6.0%	7.1%
资本公积	6,180	4,918	6,927	6,927	6,927	营业利润	29.7%	39.3%	-68.2%	23.6%	15.6%
留存收益	4,354	4,918	4,294	4,550	4,846	归属于母公司净利润	5.6%	14.8%	-65.8%	20.8%	12.0%
其他	2	(1)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	20,454	20,393	21,767	22,009	22,286	毛利率	21.6%	21.4%	20.4%	20.4%	20.5%
负债和股东权益总计	52,353	56,158	45,046	45,944	48,118	净利率	1.8%	1.9%	0.69%	0.78%	0.82%
						ROE	7.9%	9.1%	3.1%	3.6%	3.9%
						ROIC	6.0%	5.8%	3.0%	3.2%	3.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	60.9%	63.7%	51.7%	52.1%	53.7%
净利润	1,453	1,653	602	727	811	净负债率	18.0%	9.2%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,036	1,616	1,367	1,529	1,701	流动比率	0.99	0.95	1.19	1.16	1.13
财务费用	351	223	488	203	192	速动比率	0.59	0.64	0.73	0.69	0.66
投资损失	69	143	101	156	136	营运能力					
营运资金变动	(2,912)	5,514	(2,923)	559	543	应收账款周转率	55.1	129.4	102.3	70.8	71.2
其它	419	(3,010)	5,383	(145)	(226)	存货周转率	6.5	6.3	6.6	7.0	7.0
经营活动现金流	416	6,140	5,018	3,030	3,156	总资产周转率	1.8	1.7	1.8	2.1	2.2
资本支出	(1,444)	(1,792)	(2,201)	(2,371)	(2,499)	每股指标(元)					
长期投资	436	525	0	0	0	每股收益	0.16	0.19	0.06	0.08	0.09
其他	(3,493)	(905)	(177)	29	160	每股经营现金流	0.04	0.65	0.53	0.32	0.33
投资活动现金流	(4,501)	(2,171)	(2,378)	(2,342)	(2,339)	每股净资产	2.11	2.03	2.18	2.21	2.24
债权融资	7	(0)	(10)	0	(1)	估值比率					
股权融资	251	(1,316)	2,009	0	0	市盈率	37.6	32.8	95.8	79.4	70.8
其他	5,642	1,423	(11,284)	(1,315)	(480)	市净率	2.9	3.0	2.8	2.8	2.8
筹资活动现金流	5,900	106	(9,285)	(1,315)	(481)	EV/EBITDA	18.2	13.3	21.3	20.9	18.8
汇率变动影响	3	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	27.6	21.9	45.3	50.0	44.7
现金净增加额	1,818	4,073	(6,645)	(627)	337						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn