

太平鸟 (603877.SH)

2021 年业绩下滑 5%，渠道和库存结构优化

买入

核心观点

全年业绩下滑 5%，渠道和库存结构持续优化。2021 年公司收入 109.2 亿元，+16.3%，净利润 6.8 亿元，-5.0%。毛利率 53.0%，+0.5p.p.。销售/管理费用率 36.2%/6.5%，+1.3/+0.4p.p.，经营利润率/净利率分别 9.0%/6.2%，-0.8p.p./-1.3p.p.。从渠道看，直营/加盟/电商比重分别 42%/26%/31%，其中直营店效+14%，加盟店净开 536 至 3598 家，电商+20%（抖音占 20%），渠道改革成效初显。从库存看，年末存货周转 168 天，+2 天，1 年内库存+2.3p.p. 至 68.6%，3 年以上库存-4.4p.p. 至 2.9%，持续优化达到较健康水平。

四季度经营环境承压，业绩大幅下滑。2021 年 Q4 公司收入 35.1 亿元，-9.2%，净利润 1.23 亿元，-69.3%。毛利率 51.6%，-2.5p.p.，销售/管理费用率分别 36.4%/6.7%，+3.3/+0.8p.p.。业绩大幅下滑主要由于四季度 1) 加盟渠道毛利率-9.6p.p.; 2) 签约两名顶流代言人的费用支出; 3) 经营环境承压、流水不及预期情况下，直营门店刚性费用较多，导致费用率较大幅增长。分渠道看，直营/加盟/线上收入 14.0/8.3/12.4 亿元，-21.3%/-10.0%/8.8%。毛利率-4.7/-9.5/+8.2p.p. 至 65.3%/36.8%/46.6%。

展望：近期流水仍有压力但相对减轻，渠道改革、库存优化助力增长恢复。流水方面，2022 年至今疫情反复对零售仍有一定负面影响，但相比去年 Q4 好转；渠道方面，公司维持谨慎开直营、关闭低效店，加盟拓店的策略，同时线上将继续发力抖音新零售、恢复天猫增长；库存方面，公司将加快老货处理，以销定产，控制投产，进一步优化库存结构；品牌方面，公司持续演绎国潮文化，聚焦年轻时尚，以太平青年为试点，打造年轻潮流产品。

风险提示：疫情反复、渠道改革不及预期、原材料价格波动、系统性风险。

投资建议：短期看好下半年业绩弹性，中长期继续看好公司成长空间。2021 年四季度受到疫情和暖冬影响，叠加费用压力，公司业绩不达预期。2022 年至今零售流水仍有一定压力，但公司正积极调动团队调整策略、部署新打法。从短期看，我们看好今年疫情复苏、上半年基数压力过后下半年的业绩弹性。从中长期看，公司品牌、产品、渠道年轻优势显著，规模与同类竞品对标空间广阔，同时持续推进“加盟拓店，直营提效”的渠道改革措施有望令净利率逐步提升，继续看好公司中长期成长潜力。维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 8.2/10.0/11.7 亿元，同增 21.8%/21.0%/17.2%，EPS 为 1.73/2.09/2.45 元，给予 2022 年 18~19x PE，维持合理估值 31.2~32.9 元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	12,599	14,271	16,090
(+/-%)	18.4%	16.3%	15.4%	13.3%	12.7%
净利润(百万元)	713	677	825	998	1170
(+/-%)	29.2%	-5.0%	21.8%	21.0%	17.2%
每股收益(元)	1.50	1.42	1.73	2.09	2.45
EBIT Margin	11.0%	9.8%	8.7%	9.2%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	15.9%	17.6%	19.3%	20.3%
市盈率 (PE)	13.6	14.3	11.8	9.7	8.3
EV/EBITDA	12.7	13.2	13.2	11.5	10.3
市净率 (PB)	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

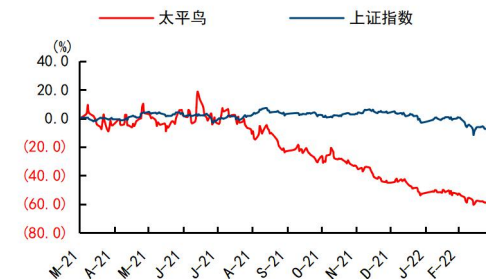
dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	31.20 - 32.90 元
收盘价	20.35 元
总市值/流通市值	9707/9585 百万元
52 周最高价/最低价	59.80/19.32 元
近 3 个月日均成交额	89.34 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《太平鸟-603877-重大事件快评：经营环境承压，2021 年业绩预计同减 7%》——2022-01-25
- 《太平鸟-603877-2021 年三季报点评：短期业绩承压，看好组织激励和冬季反弹》——2021-10-20
- 《太平鸟-603877-深度报告：厚积薄发，快时尚雄鹰展翅高飞》——2021-09-07
- 《太平鸟-603877-2021 年中报点评：业绩持续高质量增长，未来可期》——2021-09-03
- 《太平鸟-603877-重大事件快评：Q2 维持高增长，看好快时尚龙头成长空间》——2021-08-10

全年业绩下滑 5%，渠道和库存结构持续优化

全年收入稳健增长突破百亿规模，“直营提效，加盟拓店”目标持续推进。2021 年公司实现营业收入 109.2 亿元，同增 16.3%，实现归母净利润 6.8 亿元，同减 5.0%，净利润的下滑主要有三季度河南洪水捐款 4000+万元和四季度下滑 69%所拖累，若不考虑洪水捐款影响，预计全年净利润与 2020 年相若。

1) 分品牌看，女装/男装/乐町/童装分别实现收入 44.8/33.7/14.0/12.7 亿元，分别同增 18.6%/19.0%/5.2%/29.5%，其中 2021 年下半年分别 -8.7%/+1.9%/-12%/+5.4%，主要受到下半年国内疫情反复所拖累。

2) 分渠道看，直营/加盟/线上分别实现收入 46.1/28.5/33.6 亿元，分别增长 13.2%/23.6%/19.9%，其中 2021 年下半年分别 -16.5%/+2.3%/+8.1%。其中直营/加盟净开店 61/536 家至 3598 家，加盟年末环比年中净开 427 家门店，在快速执行拓展加盟渠道目标，并取得一定成效。直营继续执行优化低效店，谨慎开店举措，全年单店店效+13.8%。同时公司在新零售继续保持快速发展态势，全年电商渠道+20%，自 2020 年下半年发力以来，抖音渠道取得阶段性进展，2021 年全年占电商零售流水比重达到 20%。总体来看，直营/加盟/电商渠道占比分别为 42%/26%/31%，未来目标是实现直营、加盟、电商各 1/3 的良好结构。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：2016~2021 上半年公司分品牌收入、毛利率情况（收入单位：百万元）

	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2
太平鸟女装	994.7	1429.3	1067.9	1616.6	1130.9	1543.7	1101.7	1843.9	1210.4	2570.6	2137.6	2346.7
yoy			7.4%	13.1%	5.9%	-4.5%	-2.6%	19.4%	9.9%	39.4%	76.6%	-8.7%
毛利率	58.1%	55.4%	57.6%	52.1%	54.6%	52.0%	60.7%	50.0%	56.7%	54.9%	58.7%	53.3%
占比	39.8%	37.4%	37.9%	37.4%	35.7%	34.0%	35.3%	38.4%	37.6%	41.7%	42.6%	39.7%
太平鸟男装	882.1	1382.0	948.8	1571.0	1139.2	1690.4	1084.3	1529.3	955.3	1876.6	1456.8	1912.9
yoy			7.6%	13.7%	20.1%	7.6%	-4.8%	-9.5%	-11.9%	22.7%	52.5%	1.9%
毛利率	60.2%	56.9%	59.5%	55.0%	61.7%	54.4%	58.6%	53.7%	54.6%	54.3%	55.1%	52.0%
占比	35.3%	36.1%	33.7%	36.3%	35.9%	37.2%	34.8%	31.8%	29.7%	30.4%	29.0%	32.4%
乐町	341.3	546.7	405.3	542.7	371.9	636.2	418.0	712.7	479.1	849.6	649.9	747.9
yoy			18.7%	-0.7%	-8.2%	17.2%	12.4%	12.0%	14.6%	19.2%	35.7%	-12.0%
毛利率	49.0%	44.9%	48.4%	40.2%	50.2%	49.7%	51.9%	49.6%	53.1%	48.0%	52.0%	46.1%
占比	13.7%	14.3%	14.4%	12.5%	11.7%	14.0%	13.4%	14.8%	14.9%	13.8%	13.0%	12.7%
minipeace	187.7	328.1	281.2	427.9	380.1	484.0	366.2	533.8	344.5	638.7	600.1	673.4
yoy			49.8%	30.4%	35.2%	13.1%	-3.7%	10.3%	-5.9%	19.7%	74.2%	5.4%
毛利率	56.6%	52.0%	56.5%	49.7%	51.8%	53.4%	56.4%	50.2%	47.5%	53.1%	52.6%	50.1%
占比	7.5%	8.6%	10.0%	9.9%	12.0%	10.7%	11.7%	11.1%	10.7%	10.4%	12.0%	11.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：2016~2021 上半年公司分渠道收入、毛利率情况（收入单位：百万元）

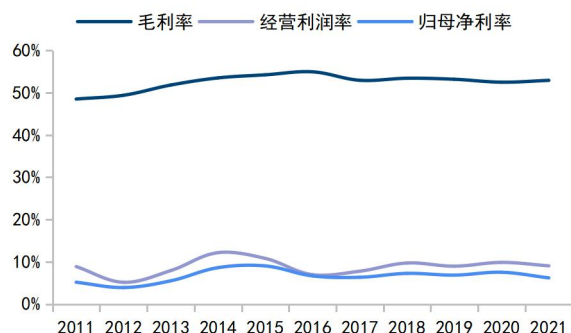
	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2
直营收入	1175.3	1424.4	1235.2	1555.5	1485.1	1706.5	1543.6	1825.5	1406.3	2669.7	2385.0	2229.4
yoy			5.1%	9.2%	20.2%	9.7%	3.9%	7.0%	-8.9%	46.2%	69.6%	-16.5%
毛利率	66.7%	65.1%	65.9%	64.2%	64.5%	64.5%	67.5%	63.5%	62.4%	67.3%	67.2%	64.2%
门店数	1072	1198	1202	1271	1238	1516	1590	1633	1578	1554	1589	1616
单店收入		1.255	1.029	1.258	1.184	1.239	0.994	1.133	0.876	1.705	1.518	1.391
加盟收入	753.6	1403.1	804.8	1570.7	803.5	1596.0	635.3	1513.7	547.9	1759.5	1052.5	1800.3
yoy			6.8%	11.9%	-0.2%	1.6%	-20.9%	-5.2%	-13.8%	16.2%	92.1%	2.3%
毛利率	53.9%	48.2%	53.6%	43.5%	53.2%	45.5%	49.2%	43.3%	48.7%	43.9%	46.4%	40.6%
门店数	2730	2835	2926	2980	2960	3062	2830	2860	2722	3062	3171	3598
单店收入		0.504	0.279	0.532	0.271	0.530	0.216	0.532	0.196	0.608	0.338	0.532
线上	456.4	845.8	668.4	1122.0	828.5	1168.7	894.9	1417.4	1124.3	1680.1	1548.3	1815.41
yoy			46.5%	32.7%	24.0%	4.2%	8.0%	21.3%	25.6%	18.5%	37.7%	8.1%
毛利率	41.9%	46.9%	45.2%	44.5%	43.8%	45.7%	46.7%	43.3%	46.6%	40.7%	44.0%	45.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

毛利率保持平稳，费用率略增。2021 年公司实现毛利率 53.0%，增长 0.5 个点，其中直营/加盟/线上毛利率分别为 65.7%/42.7%/45.0%，分别增长 0.1/-2.4/2.0 个点，线上毛利率增长较多，本期加盟店毛利率同比减少，主要是由于本期加盟发货中老款占比有所提高，相应的货品销售折扣较低所致。

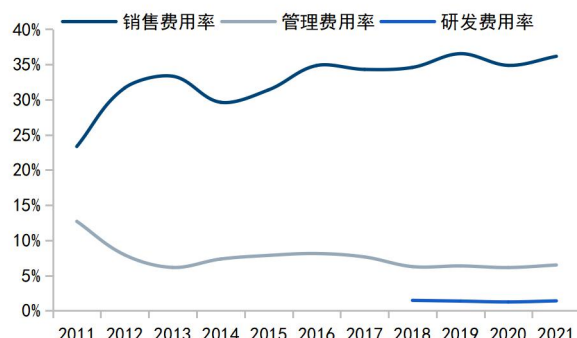
2021 年公司销售费用率 36.2%，同增 1.3p.p.，销售费用率的增长主要由于固定费用占比较高以及四季度签约王一博和白敬亭两名顶流代言人。管理费用率 6.5%，同增 0.4p.p.，研发费用率 1.4%，同增 0.2p.p.，主要是公司加大设计投入导致设计费用增加。全年公司经营利润率/归母净利率/扣非归母净利率分别为 9.0%/6.2%/4.8%，同减 0.8p.p./1.3p.p./1.2p.p.。利润下降主要是疫情+暖冬导致四季度零售业绩下滑，以及费用支出增加等。

图3：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率变化情况

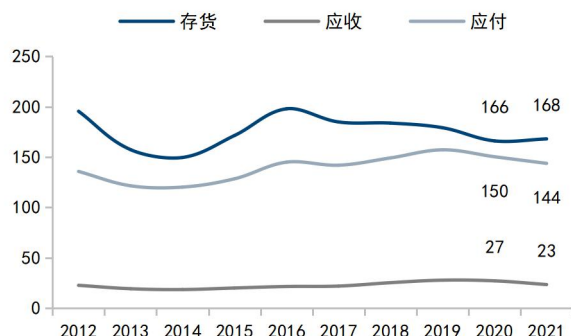


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

库龄结构持续优化，存货减值影响逐步减少。即使2021年下半年遇到疫情、暖冬等不利影响导致销售不达预期，公司存货周转天数仍控制在168天（+2天），保持较健康水平，体现公司良好的以销定产、快速反应能力对库存管控促进作用。从库龄结构看，2016~2021年公司库龄结构持续优化，2021年末一年内的库存比例进一步提升至68.6%，3年以上库存从2020年末的7.3%大幅下降至2.9%，库龄结构逐步达到健康水平。从存货减值情况看，随着公司库龄结构优化，库存规模受控，转回或转销量提升，2021年公司存货减值期末余额继续下降至2.07亿元，占存货比例从2020年末的11.4%下降至7.5%。

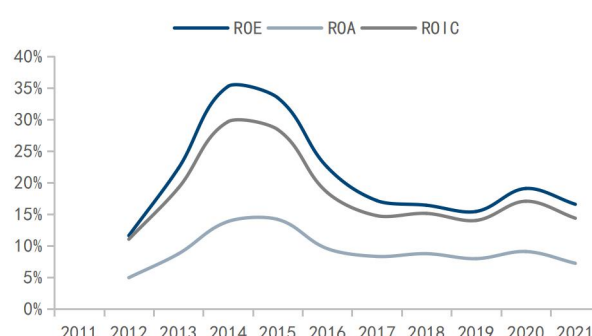
公司应收周转天数23天，比年初减少4天，应付账款144天，比年初减少6天。报告期末公司资产负债率58.1%，环比年初+3.8p.p.。

图5：公司营运资金周转天数

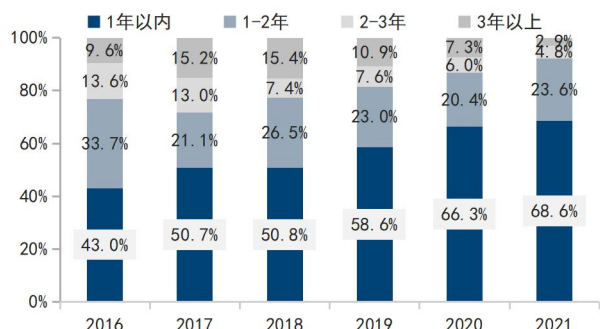


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司库龄结构


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司存货跌价准备（百万元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

四季度经营环境承压，业绩大幅下滑

Q4 业绩较去年同期大幅下滑。2021 年 Q4，公司实现营业收入 35.1 亿元，同减 9.2%（若按照收入准则调整前可比口径，仅下滑 4.5%）。实现归母净利润 1.23 亿元，同减 69.3%，扣非净利润 1.11 亿元，同减 68.1%。

净利润同比大幅下滑主要有 3 个原因：1) 四季度加盟渠道由于发出老货较多，货品销售折扣较低，且下半年为支持加盟商开店给予补贴，导致毛利率同比下滑 9.6p.p.。2) 四季度签约了王一博和白敬亭两名代言人，有较多的营销费用支出，3) 四季度受到疫情、暖冬影响导致销售流水下滑 10%+ 不及预期，公司直营门店占比较高导致人工、租金等刚性费用较多，费用率出现较大幅度增长影响净利率。

具体来看，Q4 公司实现毛利率 51.6%，同减 2.5p.p.，销售费用率/管理费用率分别为 36.4%/6.7%，同增 3.3p.p./0.8p.p.。经营利润率/归母净利率/扣非净利率分别为 5.6%/3.5%/3.2%，同增-7.7p.p./-6.9p.p./-5.8p.p.。

分品牌看，女装/男装/乐町/童装分别实现收入 12.5/12.7/4.1/4.2 亿元，分别同增-17.6%/-1.2%/-17.7%/2.0%。受整体业绩影响，除童装外各品牌收入均有不同程度的下滑。

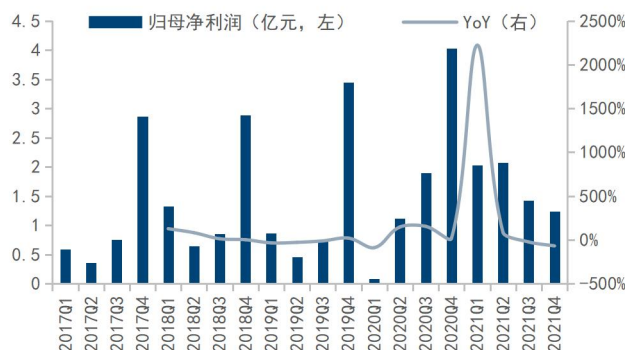
分渠道看，直营/加盟/线上分别实现收入 14.0/8.3/12.4 亿元，分别增长-21.3%/-10.0%/8.8%。毛利率分别同比 -4.7/-9.5/+8.2p.p. 至 65.3%/36.8%/46.6%，电商渠道毛利率增长主要是由于零售折扣的控制。公司不断完善和发展线上渠道，在天猫等战略渠道提升消费者购物体验，并在抖音等社交电商新兴渠道培育线上增长的第二曲线，线上收入占比逐年增加，Q4 达到 35.2%。

图9：公司季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



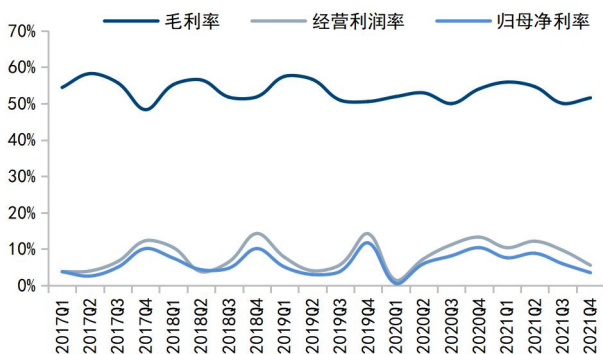
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



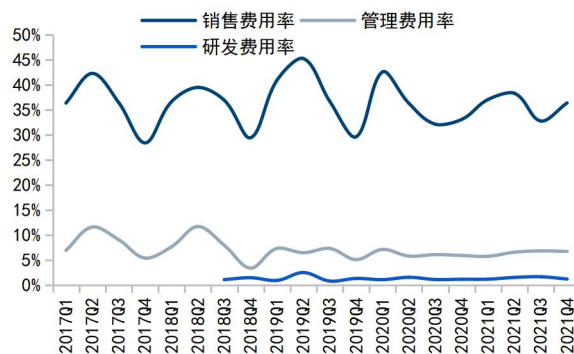
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司季度毛利率、利润率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

展望：近期流水仍有压力，渠道改革、库存优化助力增长恢复

1、近期流水仍有一定压力，正积极部署新打法。2022年Q1全国多地出现零星疫情，导致线下门店关闭、客流量下降，零售额度较去年同期稍有下降，线上物流也受到一定影响，整体有压力，但相比去年四季度小幅回暖。公司正部署新的打法，提高紧迫感，适应常态化疫情，争取Q2零售回暖。

2、渠道方面：公司维持线下渠道原有策略，发力新零售，恢复天猫增长。1) 2021年公司直营渠道运营效率改善，开店12月以上的单店平均营业收入为274.8万元，同比+5.9%。2022年公司在直营渠道继续以提升店效和消费者体验为主，优化直营渠道结构，谨慎开店、关闭低效店，具有较大的利润空间。2) 加盟渠道不盲目发货与扩张，门店扩张速度保持2021年水平，重在让加盟商具有可持续的盈利能力。3) 电商渠道，2021年线上增长20%，其中抖音GMV较去年提升7倍以上，为公司贡献20%左右电商零售（退货后）。2022年公司在稳定抖音新零售的高速增长的同时，将寻求折率与销售额的平衡，恢复天猫渠道的零售增长，计划全年整体电商快速增长。从近期数据看，1~3月抖音零售分别为1.8/1.2/1.3亿元（蝉

妈妈)，天猫旗舰店 1~2 月增长速分别为 6.5%/5.0%，环比去年下半年改善。

表3：太平鸟抖音、天猫数据跟踪（单位：亿元）

	4月-21	5月-21	6月-21	7月-21	8月-21	9月-21	10月-21	11月-21	12月-21	1月-22	2月-22	3月-22
抖音-蝉妈妈	0.802	1.267	1.383	1.174	1.848	1.634	3.811	3.057	2.881	1.810	1.212	1.266
-服饰内衣排名	-	-	-	-	-	No. 2	No. 2	No. 5	No. 5	No. 5	No. 3	-
抖音-公告	上半年抖音零售额 3 亿元(退货后)					下半年抖音零售额约 4.7 亿元(退货后)						
天猫旗舰店 yoy	-	-	-	-	-24.1%	-44.4%	-4.3%	2.3%	-19.8%	6.5%	5.0%	-

资料来源：蝉妈妈，阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理；备注：统计的数据为太平鸟女装、男装、童装和乐町总和。

3、年末库存相对健康，2022 年争取进一步优化。2021 年公司实现库龄结构优化，但受夏季销售目标不理想影响，年末存货仍有 25.4 亿元，周转天数较 2020 年增加 2 天。2022 年公司将加快老货处理，降低六季以上老货比例，同时在销售目标制定上更谨慎，争取更优的库存结构与周转效率。

4、品牌方面，演绎国潮文化，以太平青年为试点，打造年轻潮流产品。公司将持续演绎国潮文化，聚焦年轻时尚。其中男装品牌以太平青年为试点，给予设计研发、开店投入、零售支持等多维度资源，在宁波、深圳等地开设试点店，适应年轻消费群体的需求变化。在现有品类进行尝试后，公司将从整体风格上调整，打造更多年轻潮流款式。

投资建议：短期看好下半年业绩弹性，中长期继续看好公司成长空间

2021 年四季度受到疫情和暖冬影响，叠加费用压力，公司业绩不达预期。2022 年至今零售流水仍有一定压力，但公司正积极调动团队调整策略、部署新打法。从短期看，我们看好今年疫情复苏、上半年基数压力过后下半年的业绩弹性。从中长期看，公司产品、渠道年轻优势显著，规模与同类竞品对标空间广阔，同时持续推进“加盟拓店，直营提效”的渠道改革措施有望令净利率逐步提升，继续看好公司中长期成长潜力。维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 8.2/10.0/11.7 亿元，同增 21.8%/21.0%/17.2%，EPS 为 1.73/2.09/2.45 元，给予 2022 年 18~19x PE，维持合理估值 31.2~32.9 元，维持“买入”评级。

表4：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	12,599	14,271	16,090
(+/-%)	18.4%	16.3%	15.4%	13.3%	12.7%
净利润(百万元)	713	677	825	998	1170
(+/-%)	29.2%	-5.0%	21.8%	21.0%	17.2%
每股收益(元)	1.50	1.42	1.73	2.09	2.45
EBIT Margin	11.0%	9.8%	8.7%	9.2%	9.6%
净资产收益率(ROE)	18.3%	15.9%	17.6%	19.3%	20.3%
市盈率(PE)	13.6	14.3	11.8	9.7	8.3
EV/EBITDA	12.7	13.2	13.2	11.5	10.3
市净率(PB)	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	665	1148	2193	2770	3381	营业收入	9387	10921	12599	14271	16090
应收款项	929	803	927	1050	1183	营业成本	4459	5140	6073	6937	7862
存货净额	2257	2540	2872	3223	3651	营业税金及附加	61	59	76	85	95
其他流动资产	590	585	675	765	862	销售费用	3273	3949	4372	4853	5389
流动资产合计	6308	7133	8724	9863	11134	管理费用	573	717	985	1086	1212
固定资产	1387	1404	1266	1349	1398	财务费用	19	68	43	35	31
无形资产及其他	180	176	169	162	155	投资收益	34	38	25	25	25
投资性房地产	666	1473	1473	1473	1473	资产减值及公允价值变动	120	(115)	(114)	(112)	(127)
长期股权投资	0	9	4	(1)	(6)	其他收入	(230)	77	162	180	202
资产总计	8541	10194	11635	12846	14154	营业利润	926	988	1123	1368	1601
短期借款及交易性金融负债	493	591	681	772	870	营业外净收支	(19)	(38)	(24)	(29)	(32)
应付款项	2391	2468	2954	3185	3396	利润总额	906	949	1099	1339	1569
其他流动负债	1662	1598	1901	2141	2405	所得税费用	200	273	280	342	400
流动负债合计	4546	4656	5537	6098	6671	少数股东损益	(6)	(1)	(6)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	721	721	721	721	归属于母公司净利润	713	677	825	998	1170
其他长期负债	95	548	698	849	1000	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	95	1268	1419	1570	1720	净利润	713	677	825	998	1170
负债合计	4641	5924	6956	7668	8391	资产减值准备	(12)	3	264	21	15
少数股东权益	3	2	(1)	(1)	(1)	折旧摊销	93	116	166	190	216
股东权益	3897	4268	4680	5179	5764	公允价值变动损失	(120)	115	114	112	127
负债和股东权益总计	8541	10194	11635	12846	14154	财务费用	19	68	43	35	31
关键财务与估值指标						营运资本变动	176	(492)	660	80	(19)
每股收益	1.50	1.42	1.73	2.09	2.45	其它	9	(3)	(268)	(22)	(15)
每股红利	0.72	0.82	0.87	1.05	1.23	经营活动现金流	858	417	1762	1380	1493
每股净资产	8.18	8.95	9.82	10.86	12.09	资本开支	0	(5)	(400)	(400)	(400)
ROIC	31%	25%	27%	39%	44%	其它投资现金流	(575)	(189)	0	0	0
ROE	18%	16%	18%	19%	20%	投资活动现金流	(572)	(204)	(395)	(395)	(395)
毛利率	52%	53%	52%	51%	51%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	10%	9%	9%	10%	负债净变化	(59)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	11%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(341)	(389)	(413)	(499)	(585)
收入增长	18%	16%	15%	13%	13%	其它融资现金流	506	1048	91	90	98
净利润增长率	29%	-5%	22%	21%	17%	融资活动现金流	(294)	270	(322)	(409)	(487)
资产负债率	54%	58%	60%	60%	59%	现金净变动	(7)	483	1046	576	611
息率	3.5%	4.0%	4.3%	5.1%	6.0%	货币资金的期初余额	672	665	1148	2193	2770
P/E	13.6	14.3	11.8	9.7	8.3	货币资金的期末余额	665	1148	2193	2770	3381
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	0	383	1246	851	943
EV/EBITDA	12.7	13.2	13.2	11.5	10.3	权益自由现金流	0	1431	1305	916	1019

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032