

百胜中国 (09987.HK)

促消费政策频出经营望受益，持续回购彰显管理层信心

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 社会服务 · 酒店餐饮

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：	S0980511040003
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiaoxiao@guosen.com.cn	执证编码：	S0980513100003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：	S0980521120002

事项：9月24日，百胜中国宣布，位于上海嘉定区的百胜中国供应链管理中心正式竣工并投入运营，该中心为百胜中国最大的自建供应链中心。

国信社服观点

1) **财报回顾：**2024Q2 经调整净利润增速环比转正同增 7%，同店&开店韧性表现、降本增效综合助力。2024H1，公司收入 56.4 亿美元/+1%；经调整净利润 4.99 亿美元/+2%。2024Q2，公司收入 26.8 亿美元/+1%；经调整净利润为 2.12 亿美元/+7%，**降本增效助力利润增速转正（24Q1 经调整净利润-2%）**。门店扩张层面，2024Q2，整体门店净新增 401 家（KFC/PZH 分别 328/79 家），已完成全年开店目标的 49%，维持 2024 年全年净新增 1500-1700 家门店计划。**门店经营层面**，2024Q2 系统销售收入同比+4%，其中 KFC/PZH 分别 +5%/+1%，受益于净新开门店贡献；同店收入-4%，其中 KFC/PZH 分别-3%/-8%，系客单价承压走低影响、但表现也优于餐饮行业平均水平（20%-25%下滑）。KFC/PZH 餐厅利润率分别 16.2%/13.2%，同比 -1.1/+0.8pct，必胜客餐厅成本费用表现良好。

2) **经营回顾：**性价比战略、门店下沉、组织革新系盈利逆势提升三大法宝。性价比战略方面，肯德基、必胜客推出多款入门级餐品，包括肯德基多款 20 元“三件套”、必胜客 50 元以下披萨产品和“比萨堡”等，24Q1-24Q2 客流分别同增，此外必胜客推出客单价约 45 元的 WOW 新店型，也是对性价比战略的新尝试；**门店下沉战略**，2024H1 肯德基新增门店 635 家，其中 3-6 线城市占比 59%；必胜客新增门店 192 家，其中 3-6 线占比 57%。肯德基保证 2 年左右回收期，而必胜客的新门店现金回收期亦降低至 2-3 年。**组织架构革新**，2023Q4 启动的“Project Fresh Eye”计划从门店店长的角度评估运营流程，考察从后台到餐厅的运营全链条，目标是降低运营复杂度，减少不必要的流程负担；2024Q1 推进“Project Red Eye”，简化门店不必要的配料 SKU、包装和菜单，同时优化采购流程降低采购成本，上述举措均助力盈利能力改善。

3) **投资建议：**公司 2024 年上半年同店表现以及展店节奏维持强韧表现，且依靠成本费用端的精细化管控，2024Q2 经调整净利润增速转正，近期国内促消费利好政策频出，我们分析公司下半年经营端有望继续呈现筑底企稳态势，我们预计 2024-2026 年收入 117.79/128.98/140.98 亿美元（调整方向+0.3%/+0.4%/+0.4%），归母净利润 8.80/9.58/10.46 亿美元（调整方向+2.3%/+2.1%/+2.2%），年初至今公司已回购超 2557 万股（相当于 2023 年底在外发行股本的 6.3%），基于最新股本假设 2024-2026 年 EPS 为 2.30/2.51/2.74 美元，对应 PE 估值为 20.1/18.5/17.0x。基于上述判断，我们认为公司每股盈利双位数年化增长的中线目标具有较高可达成性。且复盘百胜中国历史估值水平（详见正文动态估值表），在经营业绩拐点出现时市场往往会给与公司估值溢价，综合考虑公司现阶段稳定的运营状态及促消费政策出台后下半年潜在的业绩改善预期，给与 2024 年 PE 目标 23-25x，对应目标价为 411.5-447.3 港元，较最新收盘价仍有 14%-23.9% 空间，维持公司“优于大市”评级。

4) **风险提示：**消费力下行、下沉效果不佳、品牌孵化慢于预期、行业竞争加剧。

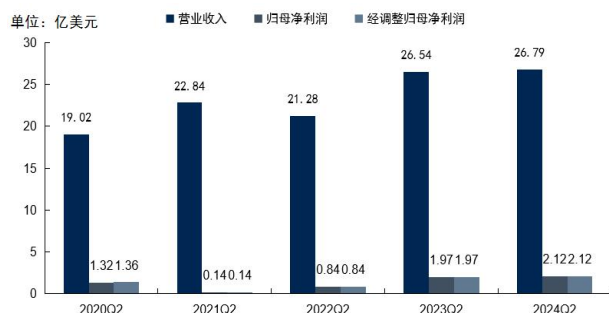
评论：

◆ 财报回顾：2024Q2 经调整归母净利润增速环比转正同增 7%，同店&开店韧性表现、降本增效综合助力

2024Q2 实现经调归母净利润 2.12 亿美元，同比+7%。2024H1，公司实现收入 56.4 亿美元，同比+1%；经调整经营利润 6.4 亿美元，同比-6%；经调整净利润 4.99 亿美元，同比+2%。**2024Q2**，公司实现收入 26.8 亿美元，同比+1%，经调整经营利润 2.66 亿美元，同比+3%；经调整净利润为 2.12 亿美元，同比+7%。门店快速扩张保障收入维持稳健增长，降本增效助力下利润增速也转正（24Q1 经调整营业利润-11%/经调整净利润-2%）。

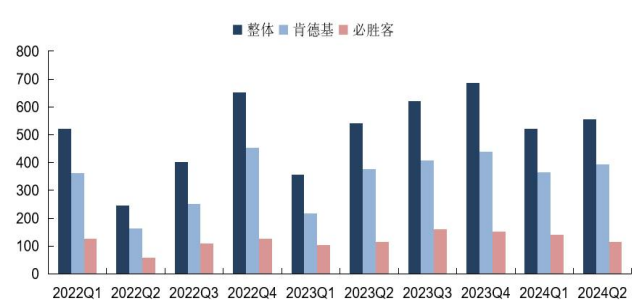
门店扩张层面，2024Q2，整体净新增门店数达 401 家门店（KFC/PZH 分别净新增 328/79 家），其中加盟店为 99 家；且公司维持 2024 年计划全年净新增 1500-1700 家门店（资本开支为 7-8.5 亿美元），截至二季度末开店目标已完成全年扩张计划的 49%。餐厅总数达 15423 家（KFC/PZH 分别 10931/3504 家）。

图1：2020-2024Q2 公司收入、调整前后归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2022-2024Q2 公司层面、KFC、PZH 新开门店数（家）

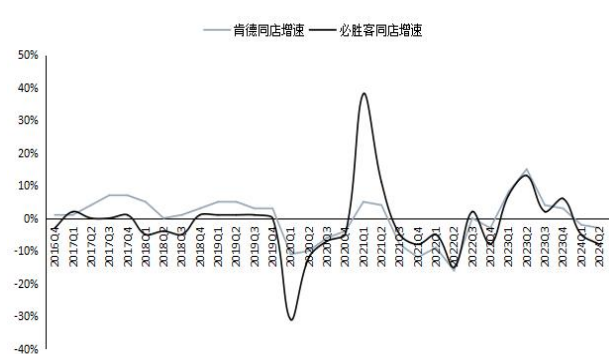


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

餐厅经营层面，2024Q2，整体系统销售收入同比+4%，其中 KFC/PZH 分别+5%/+1%，受益于净新开门店贡献（+13%），但部分被人民币汇率贬值抵消；同店收入-4%，其中 KFC/PZH 分别-3%/-8%，主要系客单价承压走低影响。餐厅利润率方面，KFC/PZH 分别为 16.2%/13.2%，分别同比-1.1/+0.8pct，必胜客餐厅利润率表现良好。

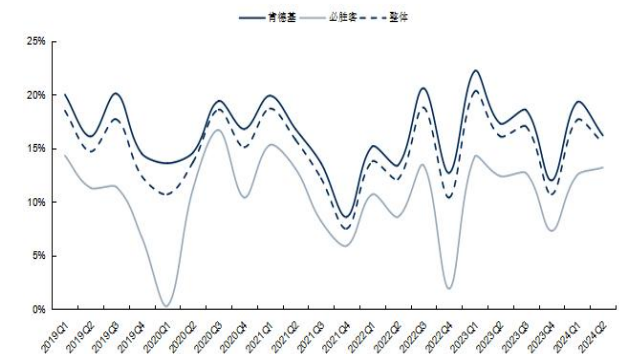
数字化方面，2024Q2，总会员人数超 4.95 亿，会员销售额占肯德基及必胜客系统销售额 65%；数字订单占餐厅收入的比重约为 90%；外卖销售同比增长 11%，外卖销售占 KFC 及 PZH 餐厅收入的 38%。

图3：2020-2024Q2 肯德基/必胜客同店增速表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2022-2024Q2 肯德基/必胜客餐厅利润率表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

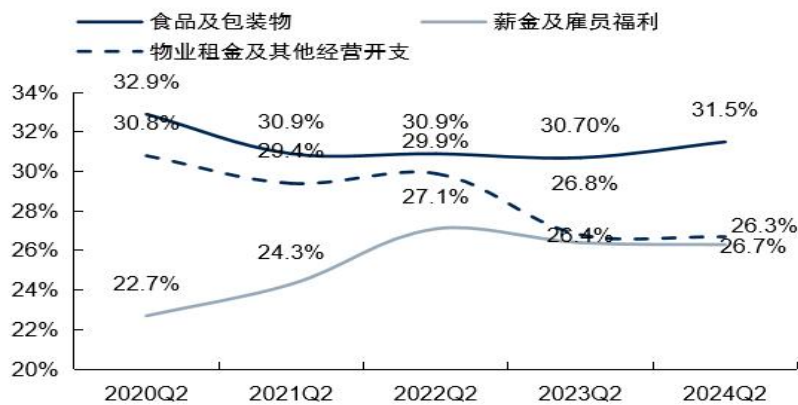
肯德基分部：2024Q2，肯德基品牌实现收入 20.14 亿美元，同比+2%；实现经营利润 2.64 亿美元，同比-3%。经营数据方面，2024Q2，肯德基系统销售额同比+5%，主要系季度内净新增门店；同店销售额同比-3%；餐

厅利润率 16.2%，同比-1.1pct，可比口径下同比下降 60 个基点，主要系使用了高性价比的单品吸引客流以及工资上行，部分被有利的原材料价格及营运效率提升所抵消；门店扩展上，2024Q2 肯德基净增 328 家门店，期末门店数量达到 10931 家。

必胜客分部：2024Q2，必胜客实现收入 5.40 亿美元，同比-2%；实现经营利润 0.40 亿美元，同比+13%。经营数据方面，2024Q2，必胜客系统销售额同比+1%，同样系季度内净新增门店；同店销售额同比-8%；餐厅利润率 13.2%，同比+0.8pct，可比口径下同比提升 110 个基点，主要系营运效率大幅提升；门店扩展上，2024Q2 必胜客净增 79 家门店，期末门店数量达到 3504 家。

期间费率略有上行，管理费率优化明显。2024Q2，公司整体食品及包装物占比为 31.5%，同比+0.8ct；薪金及雇员福利占比为 26.3%，同比-0.1pct；物业租金及其他经营开支占比为 26.7%，同比-0.1pct；其中，**肯德基**品牌食品及包装物占比为 31.6%，同比+0.8pct；薪金及雇员福利占比为 25.9%，同比+0.4t；物业租金及其他经营开支占比为 26.3%，同比-0.1pct；**必胜客**品牌食品及包装物占比为 31.6%，同比+1.3pct；薪金及雇员福利占比为 28.3%，同比-1.4pct；物业租金及其他经营开支占比为 26.9%，同比-0.7pct。2024Q2 管理费率为 5%，同比-0.8pct，管理费用持续优化。

图5：2020-2024Q2 百胜中国各项成本占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 经营回顾：推行性价比、门店下沉、组织革新三大法宝为盈利能力的逆势提升保驾护航

1、产品推新+店型创新，适配性价比消费环境。肯德基、必胜客均推出多款入门级餐品吸引价格敏感性食客，包括肯德基的多款 20 元“三件套”、必胜客 50 元以下披萨产品和“比萨堡”等。在供应链体系加持下，新产品结构性降低价格同时也能保证销售毛利率，且高性价比产品确实也吸引更多客流量，帮助肯德基同店交易量同比增长 4%、必胜客同店交易量同比增长 2%。

表1：肯德基、必胜客部分低价格带产品（价格截至 2024.9.2，部分产品价格包含折扣）

肯德基 30 元以下三件套		必胜客 50 元以下披萨		必胜客比萨堡	
滋滋 YES 烤鸡腿堡三件套	19.9	意式肉酱披萨	39.0	招牌秘制鸡腿堡	19.9
黄金 SPA 鸡排堡三件套	19.9	美式腊肠多多披萨	49.0	招牌香辣鸡腿堡	19.9
藤椒风味鸡排汉堡三件套	19.9	德克萨斯风味烤肉披萨	49.0	添加安格斯牛肉堡	19.9
汁汁双层嫩牛堡三件套	24.9	路易安那风味牛肉酱披萨	49.0	芝士和牛至尊堡	32.0
深海鳕鱼堡单层三件套	26.0	爆香大粒鸡披萨	39.0		

资料来源：肯德基、必胜客 APP，国信证券经济研究所整理

表2: 肯德基必胜客同店收入量价拆分表

	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
肯德基																	
same-store sales	-10%	-6%	-4%	5%	4%	-8%	-15%	-9%	-16%	0%	-3%	8%	15%	4%	3%	-2%	-3%
transactions	-20%	-10%	-9%	-13%	-14%	-18%	-20%	-14%	-25%	-7%	-16%	6%	21%	9%	16%	4%	4%
average ticket	12%	4%	5%	8%	8%	6%	6%	6%	12%	8%	16%	2%	-5%	-5%	-11%	-6%	-7%
必胜客																	
same-store sales	-12%	-7%	-5%	38%	11%	-5%	-12%	-5%	-15%	2%	-8%	7%	13%	2%	6%	-5%	-8%
transactions	-5%	-5%	-2%	2%	9%	-1%	-4%	-3%	-20%	2%	-2%	13%	27%	12%	15%	8%	2%
average ticket	-7%	-1%	-3%	-7%	-11%	-10%	-8%	-2%	6%	0%	-5%	-5%	-11%	-9%	-8%	-12%	-9%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

必胜客推出 WOW 新店型, 客单价约 45 元。2024 年 5 月, 必胜客 WOW 在广州开设了第一批试点店, 截至 7 月底, 必胜客已推出 100 多家 WOW 店。必胜客 WOW 门店模式主打性价比, 通过简化菜单 (SKU 约 40-50 个, 远低于传统店 80-90 个) 和优化服务流程, 为顾客提供高性价比的食物选择, 2024 年 9 月 29 日大众点评显示广州地区 wow 店客单价约 45 元, 低于传统必胜客门店。**WOW 门店通常由原有门店改造而来**, 布局紧凑, 装修现代, 强调快速服务和便捷性, 非常适合快节奏的生活方式, 主要面向独自用餐者、年轻人和更注重价值的顾客。考虑到 WOW 门店市场反响良好, 预计 WOW 门店数较 7 月底的 100+家店仍有较大展店空间。

表3: 必胜客 WOW 门店菜单节选 (价格截至 2024. 9. 2, 部分产品价格包含折扣)

类别	菜名	价格 (元)	类别	菜名	价格 (元)
前菜	脆脆洋葱圈	9	面饭	奶油菌菇鸡肉培根意面	15
	芝加哥风味薯格	9		意式风味肉酱面	17
汤	鸡茸奶油蘑菇汤	9	披萨	奶香芝士披萨	19
	法式鸡肉土豆浓汤	9		榴莲满满菠萝水果披萨	25
沙拉	甜玉米蔬菜色拉	12	甜点	豆花三拼	9
	金枪鱼沙拉	15		吐司烤布蕾	12
主菜	芝士焗烤三文鱼	49	饮料	四重冰爽柠檬水	7
	黑椒沙朗牛排	49		可尔必思乳酸菌特饮	9

资料来源: 必胜客 APP, 国信证券经济研究所整理

2、加码下沉市场布局, 门店现金期缩短。2024H1 肯德基新增门店 635 家, 其中 3-6 线城市占比 59%; 必胜客新增门店 192 家, 其中 3-6 线占比 57%。新店主攻原先布局密度较低的低线城市, 填补布局空缺, 并避免分流原有门店。肯德基也积极推进小城镇迷你门店模式, 针对低线城市开设面积更小、投资成本更低的门店, 满足当地消费者需求的同时保证 2 年的回本周期。必胜客的新门店回本周期亦降低至 2-3 年。灵活的新店模式使公司能够在不同层级的区位进行盈利渗透。

此外, 肯德基在 KCOFFEE 基础上升级推出肯悦咖啡, 在现有的肯德基门店中并排单设咖啡店, 为顾客提供更独立的咖啡消费场景, 吸引注重氛围体验的咖啡爱好者。肯悦咖啡与肯德基门店共享厨房和运营, 固定成本增量较少。肯悦咖啡快速铺开, 门店数从 3 月份 100 家增长至 7 月份近 300 家, 年底预计将达 500-600 家。

图6: 肯悦咖啡上海江苏路店（肩并肩店）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图7: 肯德基/必胜客加码低线城市、加盟市场

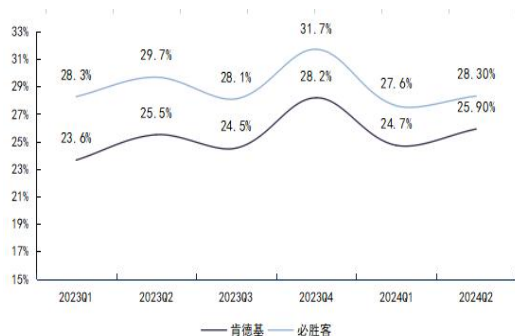
#1 Western QSR in China ¹		24 1H	Net New Stores	Total Stores
KFC	10,931 Total Stores	% in Tier 3-6	59%	56%
	635 1H Net New Stores	% of franchise	21%	11%
#1 Casual Dining in China ¹		24 1H	Net New Stores	Total Stores
Pizza Hut	3,504 Total Stores	% in Tier 3-6	57%	45%
	192 1H Net New Stores	% of franchise	3%	5%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3、相继推出“Fresh Eye”、“Red Eye”计划，人工智能助力降本增效。公司自 2023Q4 启动“Project Fresh Eye”提升运营效率。该计划从门店店长的角度评估运营流程，考察从后台到餐厅的运营全链条，目标是降低运营复杂度，减少不必要的流程负担。公司自 2024Q1 推进“Project Red Eye”，以“spend better, buy better”为目标优化餐厅供应链。第一是优化支出，公司从顾客的视角出发，简化部分门店和部分时段不必要的配料 SKU、包装和菜单。第二是优化采购流程，公司直接同生产商合作，从生产商处采购，在确保食品安全和质量的同时降低采购成本。

公司积极拥抱人工智能发展，加快推进人工智能在业务中的应用。目前公司已将人工智能运用于劳动力调度和库存管理，并实现了餐厅管理任务的自动化。iKitchen 餐厅管理系统已经覆盖所有必胜客门店，降低了餐厅的人力成本。公司亦在开发新的人工智能应用，支持消费者洞察、客户服务、食品安全和产品创新。

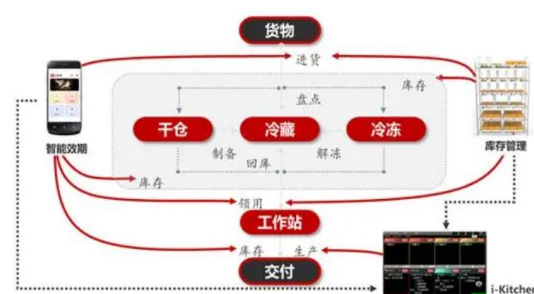
图8: 百胜中国肯德基/必胜客人工占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9: 百胜中国继续推动门店数字化布局

食品安全管理——“智能效期”和“库存管理”



资料来源：时代财经，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：2024 年下半年经营有望持续向好，维持公司“优于大市”评级

公司 2024 年上半年同店表现以及展店节奏维持较为强韧表现，且依靠成本费用端的精细化管理控，2024Q2 经调整净利润增速超预期转正，叠加近期国内促消费利好政策频出，我们分析公司下半年经营端有望继续呈现筑底企稳态势，我们预计 2024-2026 年收入 117.79/128.98/140.98 亿美元（调整方向 +0.3%/+0.4%/+0.4%），归母净利润至 8.80/9.58/10.46 亿美元（调整方向 +2.3%/+2.1%/+2.2%），结合我们最新跟踪，年初至今公司已回购超 2557 万股（相当于 2023 年底在外发行股本的 6.3%），基于最新股本假设计算得 2024-2026 年 EPS 为 2.30/2.51/2.74 美元，对应 PE 20.1/18.5/17.0x。基于上述判断，我们

认为公司每股盈利双位数年化增长的中线目标具有较高可达成性，系目标餐饮板块成长性与确定性兼具的标的，且复盘百胜中国历史估值水平，在经营业绩拐点出现时市场往往会给与公司适当估值溢价，综合考虑公司稳定的运营状态以及促消费政策出台后下半年潜在的业绩改善预期，给与 2024 年 PE 目标 23-25x，对应目标价为 411.5-447.3 港元，较最新收盘价仍有 14%-23.9% 空间，维持公司“优于大市”评级。

表4: 百胜中国上市以来动态估值表

时间	市值 (百万美元)	PE	肯德基-同店增速	必胜客-同店增速	肯德基-门店增速	必胜客-开店增速
2017Q1	10,453	18.7	1%	3%	5.10%	31.90%
2017Q2	15,154	27.11	4%	0%	5.70%	8.90%
2017Q3	15,322	27.41	10%	1%	5.10%	7.50%
2017Q4	15,379	27.51	6%	1%	5.10%	5.50%
2018Q1	16,009	26.42	5%	-5%	6.20%	5.20%
2018Q2	14,849	24.5	0%	-4%	7.00%	4.10%
2018Q3	13,456	22.2	1%	-5%	8.50%	3.40%
2018Q4	12,710	20.97	3%	-4%	7.70%	2.10%
2019Q1	17,023	23.35	5%	1%	8.50%	1.60%
2019Q2	17,475	23.97	5%	1%	8.50%	1.90%
2019Q3	17,119	23.48	3%	1%	9.00%	1.80%
2019Q4	18,047	24.76	3%	0%	10.60%	1.80%
2020Q1	16,020	26.01	-11%	-31%	9.60%	1.00%
2020Q2	18,095	29.38	-10%	-12%	9.20%	0.30%
2020Q3	22,192	36.03	-6%	-7%	9.50%	1.00%
2020Q4	23,989	33.25	-4%	-5%	9.67%	3.24%
2021Q1	24,857	31.40	5%	38%	10.69%	4.89%
2021Q2	27,821	28.78	4%	11%	12.74%	7.40%
2021Q3	24,688	24.94	-8%	-5%	14.19%	9.93%
2021Q4	21,292	31.59	-15%	-12%	13.98%	9.98%
2022Q1	17,734	19.16	-9%	-5%	14.49%	12.47%
2022Q2	20,382	23.96	-16%	-15%	11.84%	11.79%
2022Q3	19,853	26.35	0%	2%	9.70%	12.11%
2022Q4	22,941	27.09	-3%	-8%	11.34%	12.08%
2023Q1	26,488	59.90	8%	7%	9.45%	11.35%
2023Q2	23,574	37.21	15%	13%	12.36%	13.32%
2023Q3	23,130	31.37	4%	2%	14.32%	14.11%
2023Q4	17,286	22.09	3%	6%	13.22%	14.09%
2024Q1	15,659	18.78	-2%	-5%	14.76%	14.82%
2024Q2	11,946	14.48	-3%	-8%	14.32%	14.06%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示: 消费力下行、下沉效果不佳、品牌孵化慢于预期、行业竞争加剧

相关研究报告：

《百胜中国（09987.HK）-高基数影响同店短期承压略降，门店扩张节奏趋势向好》——2024-05-05
《百胜中国（09987.HK）-2023 年财报点评-费用管控效果良好，重申中线增长目标》——2024-02-08
《百胜中国（09987.HK）—2023H1 业绩点评-上半年净利润创历史同期新高，展店进程提速》——
2023-08-10
《百胜中国（09987.HK）-2022 财年年报点评-经营韧性再验证，品牌扩张边际提速》——2023-02-09
《百胜中国（09987.HK）-2022Q3 业绩点评-三季度同店复苏向好，“回购+分红”稳定股东预期》——
2022-11-04

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万美元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1130	1128	2148	1652	2880	营业收入	9569	10978	11779	12898	14098
应收款项	371	382	323	353	386	营业成本	7829	8701	9541	10441	11414
存货净额	417	424	508	556	608	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	25	0	0	0	销售费用	500	500	542	593	646
流动资产合计	3940	3431	4451	5422	6734	管理费用	479	564	827	891	947
固定资产	2118	2310	2645	2988	3336	财务费用	43	60	2	13	33
无形资产及其他	4366	4299	4156	4012	3869	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1136	1659	1659	1659	1659	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	266	332	832	1332	1832	其他收入	(33)	77	409	430	458
资产总计	11826	12031	13743	15413	17430	营业利润	685	1230	1276	1389	1516
短期借款及交易性金融负债	0	168	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	795	876	1067	1169	1277	利润总额	685	1230	1276	1389	1516
其他流动负债	1371	1378	1785	1954	2384	所得税费用	207	329	319	347	379
流动负债合计	2166	2422	2853	3123	3661	少数股东损益	36	74	77	84	91
长期借款及应付债券	42	44	244	644	1144	归属于母公司净利润	442	827	880	958	1046
其他长期负债	2458	2446	2746	2896	2946						

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万美元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	2500	2490	2990	3540	4090	净利润	442	827	880	958	1046
负债合计	4666	4912	5843	6663	7751	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	678	714	791	874	966	折旧摊销	0	0	409	430	458
股东权益	6482	6405	7109	7876	8713	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	11826	12031	13743	15413	17430	财务费用	43	60	2	13	33

关键财务与估值指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1025)	(490)	899	342	504
每股收益	1.16	2.17	2.30	2.51	2.74	其它	36	74	77	84	91
每股红利	0.00	0.00	0.46	0.50	0.55	经营活动现金流	(547)	411	2264	1813	2098
每股净资产	16.97	16.77	18.61	20.62	22.81	资本开支	0	(192)	(600)	(630)	(662)
ROIC	7%	13%	13%	18%	20%	其它投资现金流	838	550	0	(1388)	0
ROE	7%	13%	12%	12%	12%	投资活动现金流	986	292	(1100)	(2518)	(1162)
毛利率	18%	21%	19%	19%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	11%	7%	8%	8%	负债净变化	2	2	200	400	500
EBITDA Margin	8%	11%	11%	11%	11%	支付股利、利息	0	0	(176)	(192)	(209)
收入增长	-3%	15%	7%	10%	9%	其它融资现金流	(449)	(709)	(168)	0	0
净利润增长率	-55%	87%	6%	9%	9%	融资活动现金流	(445)	(705)	(144)	208	291
资产负债率	45%	47%	48%	49%	50%	现金净变动	(6)	(2)	1020	(496)	1228
息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	货币资金的期初余额	1136	1130	1128	2148	1652
P/E	39.9	21.3	20.0	18.4	16.9	货币资金的期末余额	1130	1128	2148	1652	2880
P/B	2.7	2.8	2.5	2.2	2.0	企业自由现金流	0	207	1360	871	1119
EV/EBITDA	187	118	112	103	94	权益自由现金流	0	(544)	1390	1261	1594

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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