

## 尚品宅配 (300616)

# 020+大家居战略布局超前,期待渠道盈利提升

2017年04月12日

## 增持 (首次)

## 市场数据

报告日期	2017-04-12
收盘价 (元)	144.16
总股本 (百万股)	108.00
流通股本(百万股)	27.00
总市值(百万元)	15569.28
流通市值(百万元)	3892.32
净资产 (百万元)	471.3
总资产 (百万元)	1141.86
每股净资产	4.36

#### 相关报告

#### 分析师:

王婉婷

wangwt@xyzq.com.cn S0190514070009

#### 维雅梅

1uoym@xyzq.com.cn S0190510120006

## 主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4026	5509	7362	9771
同比增长(%)	30.4%	36.8%	33.6%	32.7%
净利润(百万元)	256	347	466	637
同比增长(%)	83.1%	35.9%	34.2%	36.7%
毛利率(%)	46.2%	46.2%	46.4%	46.7%
净利润率(%)	6.3%	6.3%	6.3%	6.5%
净资产收益率(%)	30.6%	13.5%	15.3%	17.3%
每股收益(元)	2.37	3.21	4.31	5.90
每股经营现金流(元)	6.65	5.77	9.43	12.01

#### 投资要点

- 旗舰店/购物中心为核心的线下商圈流量+O2O 线上导流:公司不同于传统家居建材品牌,率先布局以旗舰店/购物中心为主核心商圈,目前在购物中心已经形成一套成熟完善的销售模式和方案,公司各类店铺种类中流量变现能力 mall 业态最高。我们测算 2016 年公司直营店均店销售额达到2500 万元,加盟店均店提货额达到 180 万元,均高于家居行业平均水平。2012-2016 年直营店门店数量及均店销售 CAGR 分别为 25%、32%;加盟店门店数量及均店销售 CAGR 分别为 15%、27%。商圈的流量优势叠加新居网的有效导流(O2O 引流服务收取导流业务量的一定比例,对线下流量贡献很大),使得公司近年均店增长达到 30%左右。
- 率先倡导大家居,配套家居占比近20%:公司以C2B为导向,推广全屋定制,为率先进行大家居战略布局的家居企业之一,近年大家居战略成效显著,我们测算公司客单价约为3-5万,配套家居产品在总收入中的占比达到15-20%,未来大家居战略的不断推进还将不断提升同店及坪效增长。
- 渠道大家居战略布局超前,期待渠道成熟运营盈利能力提升:尚品宅配率 先把握机遇,布局旗舰店,采取"直营+加盟"模式、抢先覆盖购物中心 核心商圈,同时打造 O2O 闭环,为客流、订单流提供保障;公司起步即 推广全屋定制理念,客单价水平在家居企业中领先,未来区域门店扩张, 稳健同店增长将为规模扩张及市占率提升提供驱动,同时公司利润端的增 长相对规模及资本投入具有滞后效应,看好渠道成熟运营下盈利能力的不 断提升,预计 2017-2018 年 EPS 为 3.21 元、4.31 元,给予"增持"评级。
- 风险提示:定制家居行业竞争激烈、市场开拓风险





#### 报告正文

- 公司 1994 软件起家,2000 年开始运营新居网,2004 年两者合并。2006 年公司成立工厂,最初公司制造部分由代工企业进行,通过公司软件进行加工设计,交由代工厂生产制造。之后公司自己进行生产,把软件思维运用到制造行业。目前公司拥有尚品、维意两个品牌,进行市场营销、对外招商加盟承载线下流量。新居网适应 PC 移动互联网趋势,做线上流量导入,实现线下门店成交。尚品有50家直营店,600多家加盟店,维意定制有26家直营店,400多家加盟店。目前公司整体共计76家直营店、1081家加盟店。
- 公司近年来进行了四个方面的重大战略布局。一是 C2B,根据消费者需求驱动公司设计。公司生产个性化产品。由于部分传统家具制造企业也开始涉足定制化产品并且经验丰富,为了实现弯道超车,公司需要进行非同质化竞争,采取的方式是直营和个性化定制。二是 O2O,无论规模、效益新居网在国内定制家具市场 O2O 处于顶尖水平,粉丝数量超过 1000 万。粉丝数代表了未来的流量,公司以新居网锁定这些流量。三是制造,前端设计个性化,后端着重提升工厂端效应,高效率、低成本,目前实现从下单到入库共 5 天时间,达到定制家具领域较高效率水平。公司最初起步于 IT,因此深入运用 IT 技术的思维柔性智能制造。第四是前瞻性设计,在国内云计算未起步之时,公司已经开始进行云计算设计,不断完善前端设计平台。
- 旗舰店/购物中心为核心的线下商圈流量+O2O 线上导流:公司不同于传统家居建材品牌,率先布局以旗舰店/购物中心为主核心商圈,目前在购物中心已经形成一套成熟完善的销售模式和方案,公司各类店铺种类中流量变现能力mall 业态最高。我们测算 2016 年公司直营店均店销售额达到 2500 万元,加盟店均店提货额达到 180 万元,均高于家居行业平均水平。2012-2016 年直营店门店数量及均店销售 CAGR 分别为 25%、32%;加盟店门店数量及均店销售 CAGR 分别为 15%、27%。商圈的流量优势叠加新居网的有效导流(O2O引流服务收取导流业务量的一定比例,对线下流量贡献很大),使得公司近年均店增长达到 30%左右。
- 率先倡导大家居,配套家居占比近 20%:公司以 C2B 为导向,推广全屋定制,为率先进行大家居战略布局的家居企业之一,近年大家居战略成效显著,我们测算公司客单价约为 3-5 万,配套家居产品在总收入中的占比达到 15-20%,未来大家居战略的不断推进还将不断提升同店及坪效增长。

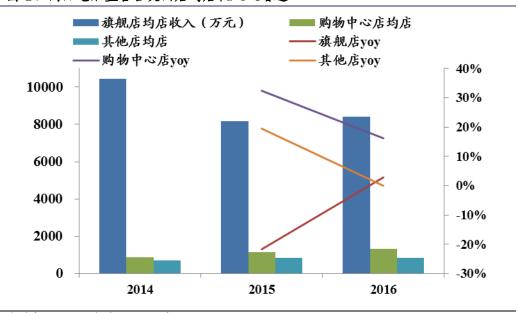


图 1、尚品宅配直营\加盟门店数量及增速



资料来源:公司资料,兴业证券研究所

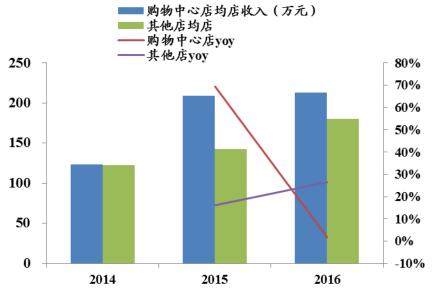
图 2、尚品宅配直营各类门店均店收入及增速



资料来源:公司资料,兴业证券研究所



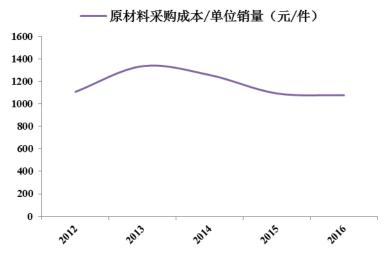
图 3、尚品宅配加盟各类门店均店提货额及增速



资料来源:公司资料,兴业证券研究所

● 工厂制造部分由佛山维尚完成,供应全国 5/600 个城市、1000 多个门店的订单。随着公司规模不断扩大,近年成本效益持续提升,我们测算单位销量的原材料采购成本 2012-2016 年下降 3%,年均下降 1%,其中单位销量板材成本降幅显著,2012-2016 年下降 10%,年均下降 3%,排除板材采购单价影响(近 4 年持平),单位销量板材用量呈下行趋势,2012-2016 年下降 10%,年均下降 3%,表明工厂端板材利用率的不断提升。

图 4、尚品宅配单位销量原材料成本下降趋势

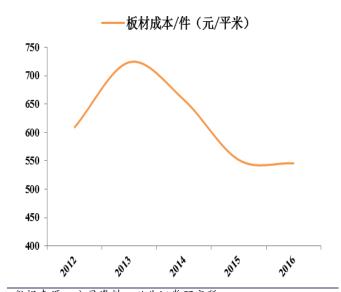


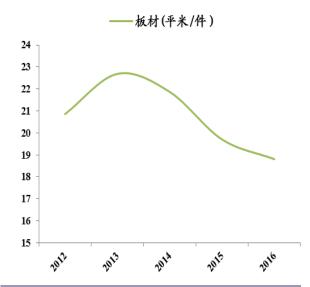
资料来源:公司资料,兴业证券研究所



#### 图 5、尚品宅配单位销量板材成本下降趋势

### 图 6、尚品宅配单位销量板材用量下降趋势





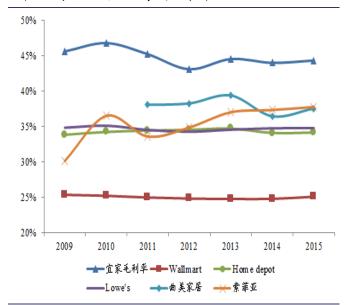
数据来源:公司资料,兴业证券研究所

数据来源:公司资料,兴业证券研究所

- 公司近年利润率波动较大主要由于市场扩张所导致,如2015年公司进行较大范围的全国扩张,开设5/6家子公司,新增自营门店对净利润的影响前期较为负面,但未来同店扩张放量,净利率将得到很大提升。开店装修费用、样板费用、押金等支出需要一定的回收周期,16年公司净利率水平较得到较大同比提升。对标宜家,我们测算宜家的毛利率水平约为45%左右,净利率约为10-12%左右。我们测算尚品宅配近三年毛利率也为45%左右,其中直营门店毛利率约60%,加盟业务毛利率约30%,我们认为公司直营模式成熟运营后,将逐步达到10%以上的净利率。
- 宜家盈利能力相较同类具有显著优势,净利润高于同类的家具零售商 Home depot、Lowe's,这主要得益于宜家高效的供应链管理及较高的坪效,仅管宜 家相应的营销管理费用率也较高(相较 Home depot 门店面积更大且全球管理 运营)。随着营销管理效率的提高及新开门店的成熟,前期的营销管理投入 逐步带动后期的坪效上升,宜家的销售管理费用率进一步摊薄,Home depot 表现出类似的趋势。

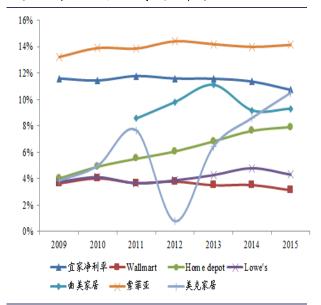


图 7、家居流通企业净利润率对比



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

图 8、家居流通企业净利润率对比



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

- 渠道大家居战略布局超前,期待渠道成熟运营盈利能力提升: 我们在此前报告中分析,我国家居市场依托家居卖场的地产式增长模式可能面临持续增长瓶颈,相对议价能力高的卖场,单个经销商话语权低,形成我国家居市场分散经营的格局,我们认为未来参与流通价值链才能有效的满足整体化风格化的家装需求。尚品宅配率先把握机遇,布局旗舰店,采取"直营+加盟"模式、抢先覆盖购物中心核心商圈,同时打造 O2O 闭环,为客流、订单流提供保障;同时公司起步即推广全屋定制理念,客单价水平在家居行业企业中领先,未来区域门店扩张,稳健同店增长将为规模扩张及市占率提升提供驱动,同时公司利润端的增长相对规模及资本投入具有滞后效应,看好渠道成熟运营下盈利能力的不断提升,预计 2017-2018 年 EPS 为 3.21 元、4.31 元,给予"增持"评级。
- 风险提示:定制家居行业竞争激烈、市场开拓风险



## 附表

金井平度   2016   2017E   2019E   2019	资产负债表				单位: 百万元	利润表				单位: 百万元
安馬社会維養	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
安藤性全無確求 3 5 5 6 8 8 66 8 66 8 66 8 66 8 66 8 66	流动资产	1216	3154	3948	5001	营业收入	4026	5509	7362	9771
操性性性	货币资金	848	2530	3160	3970	营业成本	2166	2964	3946	5207
中の	交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	43	55	74	99
#前の音声	应收账款	3	5	6	8	销售费用	1124	1564	2098	2785
非法的養产     934     1142     1341     1619     資产減偿债失     5     4     4     4     4     有     中限性各种接受     0     0     0     0     2人允价偿支动     0	其他应收款	28	52	65	85	管理费用	372	509	681	904
	存货	297	497	632	827	财务费用	3	0	0	0
	非流动资产	934	1142	1341	1619	资产减值损失	5	4	4	4
接音性房地产	可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
国党資产	长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	3	3	3	3
在建工程     21     60     80     90     普並外支出     8     5     6     6       油气膏产     80     70     0     0     利潤基額     322     424     570     783       无形膏产     80     76     73     69     所得托     66     77     104     146     637       建功賃債     1315     1720     2248     2941     少数原有損益     0	投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	315	416	562	775
持元時子	固定资产	728	921	1160	1478	营业外收入	14	14	14	14
大野黄产   10		21	60	80	90	营业外支出	8	5	6	6
青产格計     2150     4296     5290     6620     浄利润     256     347     466     637       流効債権     1315     1720     2248     2941     少泉股条利益     0     24年度     2016     2017E     2018E     2019E     249F     2016     2017E     2018E     2019E     24年度     2016     2017E     2018E     2019E     24年度度     2016     2017E     2018E     2019E     24年度度     2016     2017E     2018E     2019E     24年度度     2016     2017E     2018E     2019E		0	0	0	0		322	424	570	783
	无形资产	80	76	73	69	所得税	66	77	104	146
短期情談	资产总计	2150	4296	5290	6620	·	256	347	466	637
应付票据     0     0     0     EPS (元)     2.37     3.21     4.31     5.90       应付账款     383     488     666     872     表现金     2     1592     2069     主要财务比率     2016     2017E     2018E     2019E       共總     30     0     0     0     0     公計を度     2016     2017E     2018E     2019E       共期信款     0     0     0     公計を度     2016     2017E     2018E     2019E       其他     0     0     0     公長性度(S)     30.4%     36.8%     33.6%     32.7%       責任会     1316     1720     2248     2941     普里利润增长率     30.4%     35.9%     34.2%     37.9%       資本公积     81     108     108     108     2048     24418     65.5%     32.1%     35.2%     37.9%       資本公积     688     1017     1461     2068     五利能力     66.2%     46.2%     46.2%     46.4%     46.7%     6.3%     6.3%     6.3%		1315	1720	2248	2941	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款 其他     383     488     656     872       其他     932     1232     1592     2069     主要财务比率     2016     2017     2018     2019       基期借款     0     0     0     0     在长性(8)     36.8%     33.6%     32.7%     有益的     32.7%     有益的     35.2%     37.9%     35.2%     37.9%     35.2%     37.9%     35.2%     37.9%     35.2%     37.9%     36.6%     35.2%     37.9%     36.6%     35.2%     37.9%     36.2%     36.9%     34.2%     35.2%     37.9%     36.2%     36.9%     34.2%     35.2%     37.9%     36.3%     35.2%     37.9%     36.2%     36.3%     35.2%     37.9%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.2%     36.3%     36.3%     36.5%     36.5%     36.3%     36.3%     36.3%     36.3%     36.3%     36.3%     36.2%     36.2%     36.2%     <	短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	256	347	466	637
其他     932     1232     1592     2069     主要财务比率     公司 (公司) (公司) (公司) (公司) (公司) (公司) (公司) (公		0	0	0	0	EPS (元)	2.37	3.21	4.31	5.90
# 読み負債		383	488	656	872					
长期信款   0   0   0   0   成长性(%)     其他   0   0   0   0   0   成长性(%)     負債合計   1316   1720   2248   2941   营业收入增长率   30.4%   36.8%   33.6%   32.7%     股本   81   108   108   108   108   108   108   108   108   108   108   108   108   108   108   108   108   108   108   204   营业利润增长率   105.5%   32.1%   35.2%   37.9%     股本   81   108   108   108   108   108   108   108   2076   37.9%   40.0%   35.2%   37.9%   37.9%   37.9%   36.7%   35.9%   34.2%   36.7%   36.7%   36.7%   35.9%   34.2%   36.7%   36.7%   46.7%   46.2%   46.2%   46.4%   46.7%   46.7%   46.2%   46.4%   46.7%   46.7%   46.7%   46.2%   46.2%   46.4%   46.7%   46.7%   46.7%   46.2%   46.2%   46.4%   46.7%   46.2%   46.2	其他	932	1232	1592	2069					
其他   0   0   0   0   营业收入增长率 营业利润增长率   30.4%   36.8%   33.6%   32.7%     负债合计   1316   1720   2248   2941   营业利润增长率   105.5%   32.1%   35.2%   37.9%     股本   81   108   108   108   403   1403   4403   46.7%     资本公积   35   1403   1403   1403   4403   46.2%   35.2%   36.7%     少数股底积益   0   0   0   0   0   0   6.3%   6.3%   6.3%   6.5%     负债及权益合计   2150   4296   5290   6620   EOE   30.6%   13.5%   15.3%   17.3%     现金流量表   2016   2017E   2018E   2019E   檢債能力(%)   大产单利率   6.3%   6.3%   6.3%   6.5%     费付表本度   2016   2017E   2018E   2019E   機件能力(%)   大产利率   6.3%   6.3%   6.3%   6.5%     费付表和度   42   2016   2017E   2018E   2019E   流动比率   0.0%   42.5%   44.4%     安产减值准备<		0	0	0	0		2016	2017E	2018E	2019E
負債合計   1316   1720   2248   2941   菅业利润增长率 净利润增长率 净利润增长率 83.1%   32.1%   35.2%   37.9%     股本 資本公积   35   1403   1403   1403   4404   46.2%   46.2%   46.4%   46.7%   46.7%   46.2%   46.2%   46.4%   46.7%   6.5%   6.5%   6.3%   6.3%   6.5%   6.5%   6.5%   6.3%   6.3%   6.5%   6.5%   6.5%   6.5%   6.5%   6.5%   6.5%   6.5%   6.5%   6.5%   6.3%   6.3%   6.5%   6.5%   6.5%   6.3%   6.3%   6.5%   6.5%   6.5%   6.5%   6.2%   40.0%   42.5%   44.4%   44.4%   44.4%   45.2%   40.0%   42.5%   44.4%   45.2%   40.0%   42.5%   44.4%   45.2%   45.4%   45.4%   45.4%   45.4%   45.4%   45.4% <t< td=""><td></td><td>0</td><td>0</td><td>0</td><td>0</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></t<>		0	0	0	0					
腰本 81 108 108 108 108		0	0	0	0		30.4%	36.8%	33.6%	32.7%
資本公积     35     1403     1403     1403     1403     1403     1403     1403     1403     1403     1403     2408     盈利能力(%)     本分配利润     688     1017     1461     2068     盈利能力(%)     46.2%     46.4%     46.7%     46.7%     股床权益合计     834     2576     3041     3679     净利率     6.3%     6.3%     6.3%     6.5%     6.5%     6.5%     6.5%     6.5%     6.3%     6.3%     6.3%     6.5%     6.5%     6.5%     6.5%     6.5%     6.3%     6.3%     6.3%     6.3%     6.5%     6.5%     6.5%     6.5%     6.3%     6.3%     6.3%     6.3%     6.5%     6.5%     6.5%     6.5%     6.3%     6.3%     6.3%     6.3%     6.5%     6.5%     6.5%     6.6%     6.5%     6.2%     8.2		1316	1720					32.1%		37.9%
未分配利润   688   1017   1461   2068   盈利能力(%)     少数股东权益   0   0   0   毛利率   46.2%   46.2%   46.4%   46.7%     股东权益合计   834   2576   3041   3679   净利率   6.3%   6.3%   6.3%   6.5%     負債及权益合计   2150   4296   5290   6620   ROE   30.6%   13.5%   15.3%   17.3%     現金流量表   (偿債的力(%)     金计年度   2016   2017E   2018E   2019E   養产負債率   61.2%   40.0%   42.5%   44.4%     净利润   256   347   466   637   流动比率   0.92   1.83   1.76   1.70     折旧和排销   43   110   135   166   透动比率   0.70   1.54   1.48   1.42     公允价值变动损失   0   0   0   0   資产周转率   215.0%   170.9%   153.6%   164.1%     水分质质块   -3   -3   -3   -3   -3   -3   -3   -3   -3   -3   -3   -3   -3   -3   -3						净利润增长率	83.1%	35.9%	34.2%	36.7%
少数股东权益合计     834     2576     3041     3679     净利率     6.3%     6.3%     6.3%     6.5%       債及权益合计     2150     4296     5290     6620     ROE     30.6%     13.5%     15.3%     17.3%       現金流量表     機情能力(%)     場所理事業     自.2%     1.3     1.						7 Alab 1 60				
股东权益合计 834 2576 3041 3679 净利率 6.3% 6.3% 6.3% 6.5% 負債及权益合计 2150 4296 5290 6620 ROE 30.6% 13.5% 15.3% 17.3% 17.3% 256 347 466 637 流动比率 0.92 1.83 1.76 1.70 折旧和摊销 43 110 135 166 速动比率 0.70 1.54 1.48 1.42 资产减值准备 5 0 0 0 0 无形资产摊销 48 42 44 44 替这能力(次) 公允价值变动损失 0 0 0 0 资产周转率 215.0% 170.9% 153.6% 164.1% 财务费用 0 0 0 0 0 废产周转率 215.0% 170.9% 153.6% 164.1% 财务费用 0 0 0 0 6 产度债券 15498.6% 143041.4% 130615.7% 137685.0% 投资损失 3 3 3 3 3 4 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6										
負債及权益合计2150429652906620ROE30.6%13.5%15.3%17.3%現金流量表佐育年度20162017E2018E2019E後債能力(%)40.0%42.5%44.4%净利润256347466637流动比率0.921.831.761.70折旧和摊销43110135166達动比率0.701.541.481.42资产减值准备5000管运能力(次)170.9%153.6%164.1%财务费用000应收帐款周转率154498.6%143041.4%130615.7%137685.0%投资损失-3-3-3-3少数股东损益00每股資料(元)营运资金的变动362-184-411-499每股收益2.373.214.315.90经营活动产生现金流量71862410191298每股经营现金6.655.779.4312.01投资活动产生现金流量-321395-00传值比率(倍)现金净变动3461682630810估值比率(倍)现金分析50084825303160PE61.745.433.924.8										
現金流量表   会计年度 2016 2017E 2018E 2019E   净利润 256 347 466 637   折旧和摊销 43 110 135 166   资产减值准备 5 0 0 0   无形资产摊销 48 42 44 44 普运能力(次)   公允价值变动损失 0 0 0 資产周转率 215.0% 170.9% 153.6% 164.1%   财务费用 0 0 0 应收帐款周转率 154498.6% 143041.4% 130615.7% 137685.0%   投资损失 -3	• • •									
会计年度     2016     2017E     2018E     2019E     資产負債率     61.2%     40.0%     42.5%     44.4%       净利润     256     347     466     637     流动比率     0.92     1.83     1.76     1.70       折旧和摊销     43     110     135     166     速动比率     0.70     1.54     1.48     1.42       资产减值准备     5     0     0     0     0     0     1.70     1.54     1.48     1.42       公允价值变动损失     0     0     0     0     資产周转率     215.0%     170.9%     153.6%     164.1%       财务费用     0     0     0     应收帐款周转率     154498.6%     143041.4%     130615.7%     137685.0%       投资损失     -3	负债及权益合计	2150	4296	5290	6620	ROE	30.6%	13.5%	15.3%	17.3%
会计年度     2016     2017E     2018E     2019E     資产負債率     61.2%     40.0%     42.5%     44.4%       净利润     256     347     466     637     流动比率     0.92     1.83     1.76     1.70       折旧和摊销     43     110     135     166     速动比率     0.70     1.54     1.48     1.42       资产减值准备     5     0     0     0     0     0     1.70     1.54     1.48     1.42       公允价值变动损失     0     0     0     0     資产周转率     215.0%     170.9%     153.6%     164.1%       财务费用     0     0     0     应收帐款周转率     154498.6%     143041.4%     130615.7%     137685.0%       投资损失     -3	现会活导表					偿债能力(%)				
净利润   256   347   466   637   流动比率   0.92   1.83   1.76   1.70     折旧和摊销   43   110   135   166   速动比率   0.70   1.54   1.48   1.42     资产减值准备   5   0   0   0   ****	· ·	2016	2017F	2018F	2019F		61 2%	40.0%	42 5%	44 4%
折旧和摊销 43 110 135 166 速动比率 0.70 1.54 1.48 1.42 资产减值准备 5 0 0 0 0 无形资产摊销 48 42 44 44 <b>营运能力(次)</b> 公允价值变动损失 0 0 0 资产周转率 215.0% 170.9% 153.6% 164.1% 财务费用 0 0 0 0 应收帐款周转率 154498.6% 143041.4% 130615.7% 137685.0% 投资损失 -3 -3 -3 -3 -3										
资产减值准备 5 0 0 0 0 元形资产摊销 48 42 44 44 <b>营运能力(次)</b> 公允价值变动损失 0 0 0 资产周转率 215.0% 170.9% 153.6% 164.1% 财务费用 0 0 0 0 应收帐款周转率 154498.6% 143041.4% 130615.7% 137685.0% 投资损失 -3 -3 -3 -3	·									
无形资产摊销   48   42   44   44   普运能力(次)     公允价值变动损失   0   0   0   资产周转率   215.0%   170.9%   153.6%   164.1%     财务费用   0   0   0   应收帐款周转率   154498.6%   143041.4%   130615.7%   137685.0%     投资损失   -3						,,,,,,	0.70	1.04	1.40	1.72
公允价值变动损失 0 0 0 0 资产周转率 215.0% 170.9% 153.6% 164.1% 财务费用 0 0 0 0 应收帐款周转率 154498.6% 143041.4% 130615.7% 137685.0% 投资损失 -3 -3 -3 -3 -3						营运能力(次)				
财务费用 0 0 0 0 应收帐款周转率 154498.6% 143041.4% 130615.7% 137685.0% 投资损失 -3 -3 -3 -3 -3							215.0%	170.9%	153.6%	164 1%
投资损失-3-3-3-3少数股东损益000每股资料(元)营运资金的变动362-184-411-499每股收益2.373.214.315.90经营活动产生现金流量71862410191298每股经营现金6.655.779.4312.01投资活动产生现金流量-340-336-388-488每股净资产7.7323.8528.1634.06融资活动产生现金流量-321395-00现金净变动3461682630810估值比率(倍)现金的期初余额50084825303160PE61.745.433.924.8		_	_		_					
少数股东损益   0   0   0   每股资料(元)     营运资金的变动   362   -184   -411   -499   每股收益   2.37   3.21   4.31   5.90     经营活动产生现金流量   718   624   1019   1298   每股经营现金   6.65   5.77   9.43   12.01     投资活动产生现金流量   -340   -336   -388   -488   每股净资产   7.73   23.85   28.16   34.06     融资活动产生现金流量   -32   1395   -0   0						)= PE(P=10-1)-1	104430.070	140041.470	100010.770	107 000.070
营运资金的变动 362 -184 -411 -499 每股收益 2.37 3.21 4.31 5.90 经营活动产生现金流量 718 624 1019 1298 每股经营现金 6.65 5.77 9.43 12.01 投资活动产生现金流量 -340 -336 -388 -488 每股净资产 7.73 23.85 28.16 34.06 融资活动产生现金流量 -32 1395 -0 0						毎股资料(元)				
经营活动产生现金流量 投资活动产生现金流量 取资活动产生现金流量 可以全净变动71862410191298每股经营现金 每股净资产6.655.779.4312.01投资活动产生现金流量 现金净变动-340-336-388-488每股净资产7.7323.8528.1634.06现金净变动 现金的期初余额3461682630810估值比率(倍)现金的期初余额50084825303160PE61.745.433.924.8							2 37	3 21	<b>4 31</b>	5 90
投資活动产生现金流量 融資活动产生现金流量 现金净变动-340 1682-388 -488 -488 -0 <b< td=""><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></b<>										
融資活动产生现金流量   -32   1395   -0   0     现金净变动   346   1682   630   810   估值比率(倍)     现金的期初余额   500   848   2530   3160   PE   61.7   45.4   33.9   24.8										
现金净变动 346 1682 630 810 估值比率(倍)   现金的期初余额 500 848 2530 3160 PE 61.7 45.4 33.9 24.8						4.75	1.13	20.00	20.10	34.00
现金的期初余额 500 848 2530 3160 PE 61.7 45.4 33.9 24.8						估值比率(偿)				
							617	15 1	33 N	240
が企业 は7 7 M / N / M / M / M / M / M / M / M / M /										
	心业时列个不领	0+0	2000	3100	3910	- 1 5	10.9	0.1	0.2	4.3



### 投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于15%;

增 持:相对大盘涨幅在5%~15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;

减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

		机构销售经3	理联系方	式				
	机构钼	<b>肖售负责人</b>	邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn			
上海地区销售经理								
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱			
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn			
		1 2	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn			
顾超	021-20370627	guchaowxyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn			
<b>:</b> 从	001 00565451	1.0	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn			
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡岩	021-38565982	huyanjg@xyzq.com.cn			
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn			
地址: _	上海浦东新区长柳	路 36 号兴业证券大厦 12 层 (2	200135)付	貞: 021-3856595	55			
北京地区销售经理								
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮 箱			
V+ 1 Ti	010 ((000000	1	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn			
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn			
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang jg@xyzq. com. cn			
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn			
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文剀	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn			
地址: ; ;	比京西城区锦什坊	街 35 号北楼 601-605 (100033)	传』	真: 010-66290220				
		深圳地区4						
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮 箱			
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn			
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn			
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn						
地址: ネ	<b>届田区中心四路一</b>	号嘉里建设广场第一座 701 (51)	8035)	传真: 0755-2382	6017			
		国际机构组	销售经理	1				
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮 箱			
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn			
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn			
马青岚	021-38565909	maq1@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn			
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn			
地址: 」	上海浦东新区长柳	路 36 号兴业证券大厦 12 层 (2	200135)付	貞: 021-3856595	55			
	私募及企	业客户负责人	刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn			
	私募销售经理							
				办公电话	邮箱			
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	かなもん	<sup>四</sup> [7 /4			
<b>姓名</b> 徐瑞	<b>办公电话</b> 021-38565811		<b>姓 名</b> 杨雪婷	021-20370777				
<b>姓 名</b> 徐瑞 唐恰		邮 箱			yangxueting@xyzq.com.c hanlf@xyzq.com.cn			
徐瑞	021-38565811	邮箱 xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.c			



港股机构销售服务团队						
	机构销	<b>í 售负责人</b>	丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk	
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮 箱	
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk				
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900						

#### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司("本公司")在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求,并以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

#### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何 关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 http://www.xyzq.com.cn 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料,本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的,纯粹为了收件人的方便及参考,连结网站的内容不构成本报告的任 何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。