

百亚股份 (003006.SZ)

全年利润下滑 17%，核心品牌和电商增长亮眼

买入

核心观点

受上半年疫情影响全年净利润同比下降 17%。2022 年公司收入 16.1 亿元，同比增长 10%，归母净利润 1.88 亿元，同比下降 17%，主要受上半年疫情扰动线拖累。毛利率提升 0.4 个百分点至 45.1%，产品结构优化抵消成本上行负面影响；业务拓张期加大营销力度致销售费用率提升 5.4 个百分点 24.5%，其他费率维稳。净利率 11.6%，同比下降 3.7 个百分点。

卫生巾品类受自由点品牌驱动引领增长，产品结构优化保持毛利率稳定。1. 卫生巾收入 13.6 亿元，增长 14.7%，其中自由点品牌收入 11.4 亿元，增长 15.3%，大健康产品、安睡裤占比分别约 10%、15%，合计增速超 50%。纸尿裤因婴裤承压下降 17%，ODM 持平。2. 卫生巾毛利率 50.5%，其中安睡裤、大健康产品毛利率分别约 50%、60%+，纸尿裤毛利率小幅提升，ODM 毛利率下滑 7 个百分点。**电商增速亮眼，开拓核心区域外省份。**1. 川渝、云贵陕收入分别为 5.8、3.4 亿元，分别同比下滑 5.8%、0.2%，市占率分别约 38%、25%。外围市场收入约 2.0 亿元，增长 13.6%，稳步扩张。电商因结构调整、联动营销实现高速增长，收入约 3.7 亿元，增长 77%。2. 川渝、云贵陕毛利率分别为 49%、51%，小幅下降 1-2 个百分点。外围市场、电商分别提升 6、9 个百分点，其中外围市场加大大健康产品投入，电商则通过平台结构调整+降低专供品占比并加强新品迭代+规模效应初步释放取得较好的毛利率表现。

2023 年展望：品牌持续迭代升级，渠道市场向全国稳步扩张。1. 打法规划：品牌产品：坚持品牌引领消费驱动，加强消费者研究，构建产研壁垒。新品投入加大预计抵消成本下行带来的毛利率利好；渠道方面，外围市场全年重点布局河北、湖南，下半年启动华南市场开拓。电商加强品宣作用并发力分销平台，今年利润有望改善。川渝地区预期稳健增长、云贵陕较快增长。2. 下调线下人员股权激励考核目标、加强激励性：2023-2024 年收入目标为 19.4/23.1 亿元，同比增长 20.3%/19.4%，净利润 2.2/2.5 亿元，同比增长 15.0%/14.4%。

风险提示：原材料价格波动；渠道开拓不及预期；渠道市场盈利不及预期。

投资建议：看好区域个护龙头品牌力加持下市场渠道扩张空间。长期我们看好公司经渠道结构、产品结构、组织结构调整后，公司凭借电商及 O2O 等线下新零售渠道的快速增长，延续拓张市场份额的逻辑。基于当前公司处于业务拓张期，小幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 2.4/3.1/3.9 亿元（原 2023-2024 年预计 2.5/3.2 亿元），同比增长 25.3%/32.2%/24.5%，维持公司合理估值为 18.3~20.0 元，对应 2024 年 25~27xPE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,463	1,612	2,028	2,514	3,108
(+/-%)	17.0%	10.2%	25.8%	24.0%	23.6%
净利润(百万元)	228	187	235	310	386
(+/-%)	24.9%	-17.8%	25.3%	32.2%	24.5%
每股收益(元)	0.53	0.44	0.55	0.72	0.90
EBIT Margin	16.2%	13.3%	12.7%	13.3%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	18.8%	14.6%	16.2%	18.7%	20.0%
市盈率 (PE)	33.3	40.8	32.5	24.6	19.8
EV/EBITDA	28.4	30.7	26.4	21.2	17.7
市净率 (PB)	6.26	5.97	5.29	4.59	3.95

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

轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁

联系人：刘璇

0755-81981391

0755-81982887

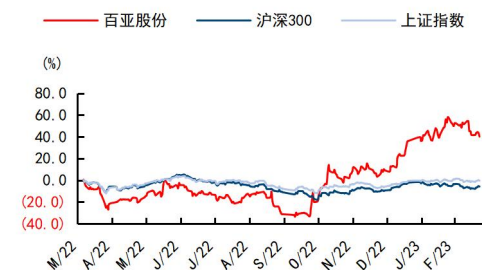
dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	18.30 - 20.00 元
收盘价	17.75 元
总市值/流通市值	7638/3825 百万元
52 周最高价/最低价	20.11/8.35 元
近 3 个月日均成交额	68.38 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

《百亚股份 (003006.SZ) - 全年业绩预计下滑 17%，四季度延续景气增长》——2023-01-19

《百亚股份 (003006.SZ) - 三季度电商引领收入增长，毛利率回升》——2022-10-26

《百亚股份 (003006.SZ) - 业绩短期承压，电商渠道引领增长》——2022-08-16

《百亚股份 (003006.SZ) - 全年利润增长 25%，核心品类和电商渠道增速快》——2022-04-06

受上半年疫情影响全年净利润同比下降 17%

2022 年受上半年疫情拖累净利润增速同比为负，下半年公司通过优化调整营收增速与盈利能力改善明显。公司实现营业收入 16.1 亿元，同比增长 10.19%，归母净利润 1.88 亿元，同比下降 17.47%，扣非归母净利润 1.81 亿元，同比下降 14.25%。全年盈利承压原因有二：第一，营收端上半年受疫情扰动、渠道销售竞争加剧等影响收入增速同比-2.86%；第二，盈利端，一方面原材料（石油、木浆）成本压力加大，另一方面公司持续拓展市场、加大渠道拓展及品牌资源投入。下半年，公司经过经营调整，线上加快电商和新兴渠道增长，电商三季度增速同比翻倍、四季度双十一延续高双位数增长，线下合理投放资源、加强到家业务以抵消客流压力，同时优化产品结构、提升自由点中高端产品占比尤其是有机纯棉、安睡裤等高毛利产品销售，收入增速提升及盈利改善显著。

四季度延续三季度双位数增长，电商持续引领增长，核心区域深耕、有序拓展全国。第四季度公司主营业务收入 4.83 亿，同比增长 27.22%；费用端保供支出因疫情影响投入加大，同时四季度官宣新代言人并增加营销力度，致净利润增速落后于收入增速，四季度归属于上市公司股东的净利润 0.62 亿元，同比增长 13.51%，扣除非经常性损益后的净利润 0.6 亿元，同比增长 19.61%，归母净利率同比下降 1.1 个百分点。

毛利率维持稳定，产品中高端升级抵消成本上行负面影响；业务拓张期费用率上升。2022 年公司毛利率为 45.1%，同比提升 0.4 个百分点，整体毛利率仅小幅提升，主要因上半年促销费用投入后线下产出因疫情不理想，毛利率承压，三季度、四季度毛利率回升，分别为 46.4%、47.0%。2022 年成本上行对毛利率的整体负面影响约 2 个百分点，公司加大自由点中高端产品升级与发展，驱动盈利结构优化。当前公司处于业务拓展期，短期内费用端投入有所增加。其中销售费用率同比增加 5.4 个百分点至 24.5%，主要用于品宣费用投入加大，同比增长 68%，此外职工薪酬费用同比增加 23%；管理费用率、研发费用率分别下降 2.1、0.8 个百分点至 6.5%、2.7%。财务费用率持平去年。

盈利能力因费用率上升同比下降，反映公司当前加大品牌投入、渠道拓张的发展阶段。营业利润率为 13.4%，同比下降 4 个百分点；净利率 11.6%，同比下降 3.7 个百分点。

图1：公司年度主营业务收入及变化情况



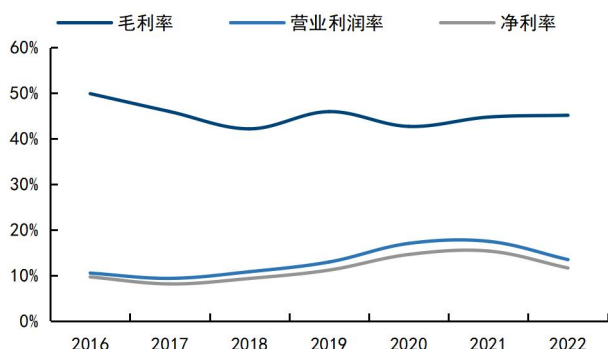
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润及变化情况



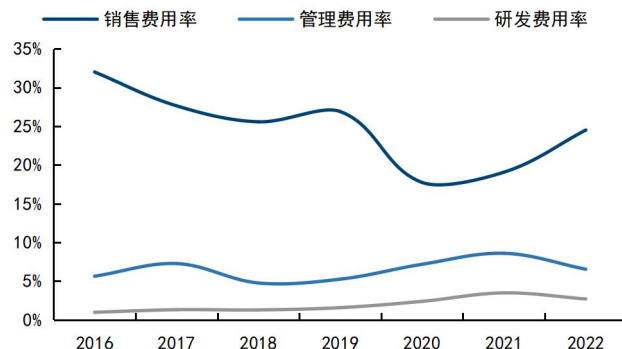
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平

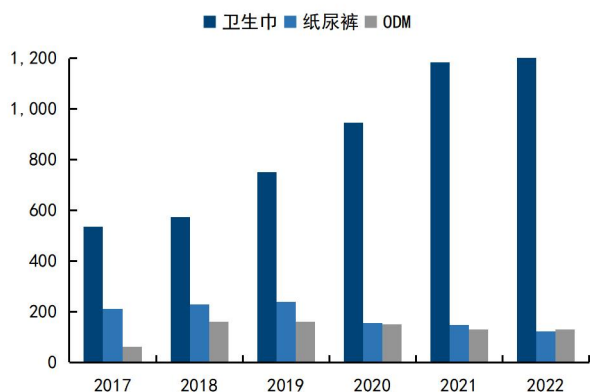


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

分品类看, 卫生巾品类受自由点品牌驱动引领增长。自主品牌卫生巾实现收入 13.58 亿元, 同比增长 14.7%, 高于公司整体营收增速 4.5 个百分点, 其中自由点品牌实现收入 11.4 亿元, 同比增长 15.3%。公司 2022 年加大产品迭代升级, 推出大健康产品和安睡裤系列, 其中有机棉、敏感肌系列合计占比约 10%, 安睡裤占比达 15%, 合计增速超 50%。纸尿裤 2022 年收入约 1.23 亿元, 同比下滑 17%, 主要因婴儿纸尿裤下降, 成人纸尿裤增速表现较好。ODM 业务约 1.31 亿元, 同比持平。

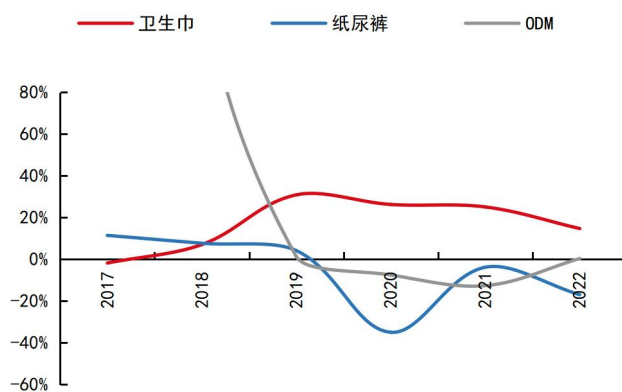
产品迭代升级抵消成本上行压力, 毛利率总体稳定。卫生巾毛利率 50.5%, 同比去年基本持平, 分别为 50.5%, 自由点品牌中安睡裤毛利率约 50%, 有机棉、敏感肌毛利率超 60%, 随产品收入占比提升有望进一步带动公司毛利率向好; 纸尿裤小幅提升 0.9 个百分点至 17.7%。ODM 业务下滑 7.5 个百分点至 15%。

图5: 公司分品类营收规模 (百万)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分品类营收增速



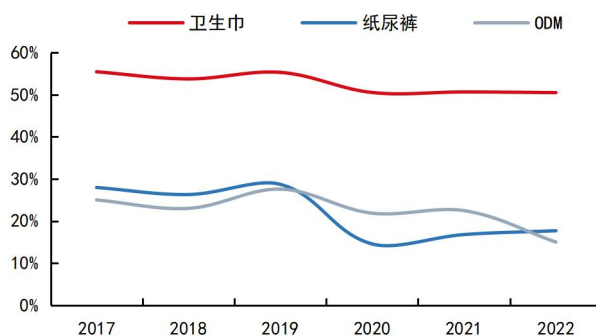
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司品类营收占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司分品类毛利率

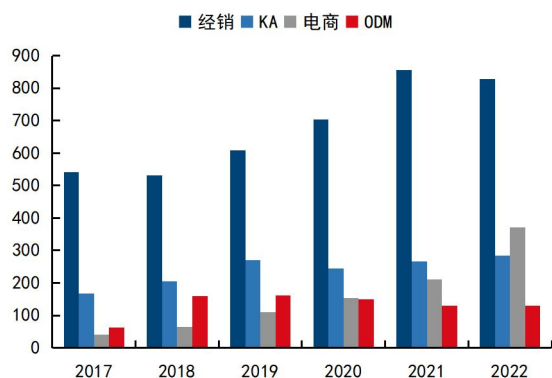


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

分渠道看, 电商引领增长, KA 渠道受益于外围市场拓展实现正增长, 经销渠道因疫情扰动同比下滑。经销渠道占据核心位置, 2022 年实现收入 8.3 亿元, 占比 51%, 因上半年尤其是核心五省疫情扰动同比下滑 3.4%; KA 渠道收入约 2.8 亿元, 同比增长 6.3%, 主要因外围市场拓展依赖 KA 渠道入场获得业务增量。线下业态方面, 公司将重点把握 O2O 到家、社区团购、便利店业态机遇加强布局, 2022 年业务占比约 10%, 弥补线下流量下滑压力。电商表现亮眼, 收入约 3.7 亿元, 同比增长 76.9%, 实现股权激励目标, 主要因公司形成 2B、2C、抖音平衡的渠道结构, 联动投放亦对天猫平台有溢出, 并加大大健康产品的投入。

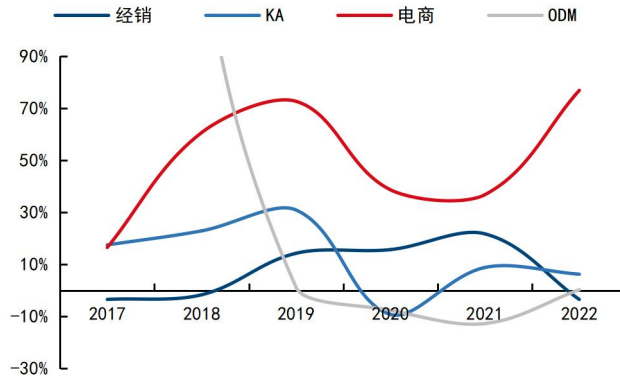
电商平台与品类结构调整、规模效应释放带动电商渠道毛利率大幅提升 10 个百分点; KA 渠道提升近 6 个百分点。公司经销渠道略有下滑, 下降 2 个百分点至 49%, KA 渠道同比提升 5.8 个百分点至 50.5%, 主要因 KA 渠道在外围市场取得较大增量, 在外围打法上公司重视高毛利率的大健康产品突围, 可推动毛利率水平提升。电商渠道大幅提升 9.4 个百分点至 43.9%, 主要因 1. 平台结构调整, 收紧折扣力度, 2. 品类结构调整, 低毛利率的电商专供品占比下降, 同时做新品迭代, 3. 规模效应释放、消费者复购带动毛利率向好。2022 年电商亏损约 2 个百分点。

图9: 公司分渠道营收规模 (百万)



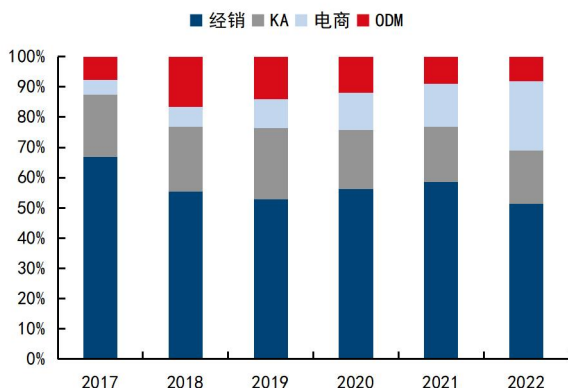
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司分渠道营收增速



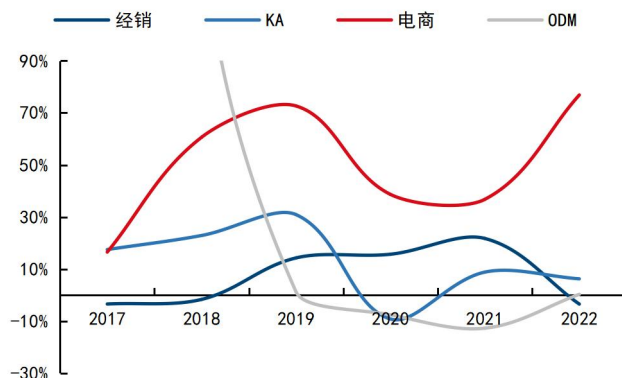
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司分渠道营收占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司分渠道毛利率

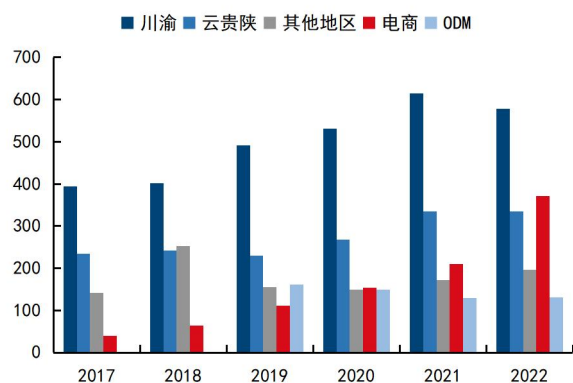


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

分区域看，核心五省持平或略有下滑，外围市场稳步拓展双位数增长，电商高双位数增长。川渝、云贵陕 2022 年分别实现收入 5.79、3.35 亿元，分别同比下滑 5.8%、0.2%，主要因上半年疫情扰动同比下降 19.99%、11.03%，下半年恢复正常运营状态。目前公司在川渝市占率约 38%，云贵陕市占率约为 25%~26%。外围市场稳步拓张，收入约 1.96 亿元，同比增长 13.6%，四季度疫情感染高峰对外围保供造成较大压力，下半年略有下滑。

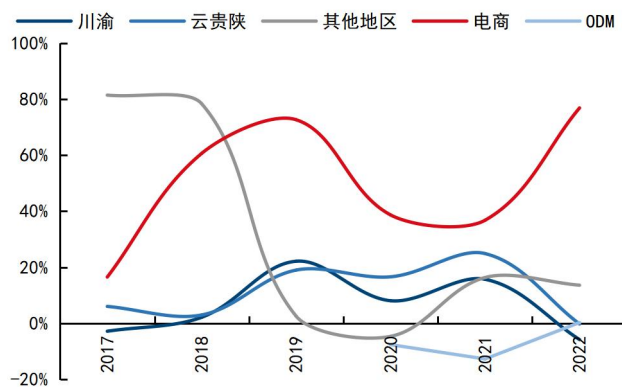
核心五省毛利率维持稳定，外围市场和电商渠道毛利率显著提升。2022 年公司川渝、云贵陕毛利率分别为 49%、51%，小幅下降 2、1 个百分点。外围市场、电商分别提升 6、9 个百分点，其中外围市场拓展中注重高毛利率的大健康产品投入，有效推动产品结构优化。

图13: 公司分区域营收规模（百万）



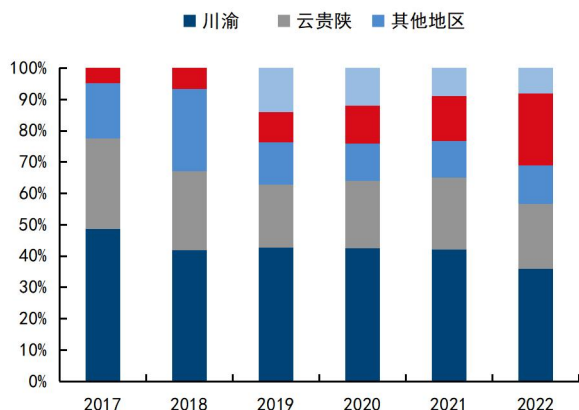
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司分区域营收增速



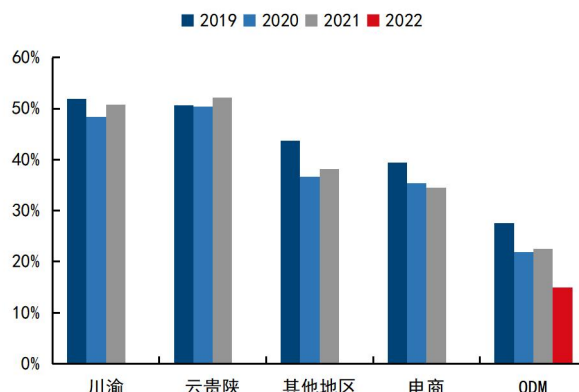
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司分市场营收占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司分市场毛利率

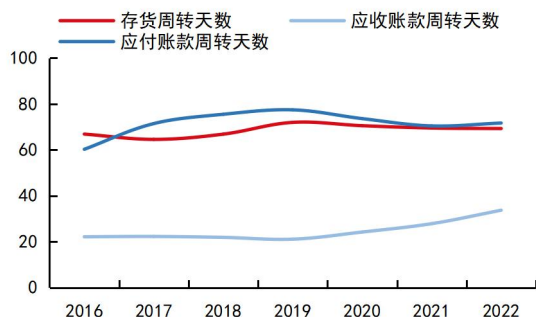


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

营运效率相对稳定。2022 年存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 69/34/72 天, 其中存货和应付账款周转天数同比去年基本持平, 应收账款周转天数提升 6 天。

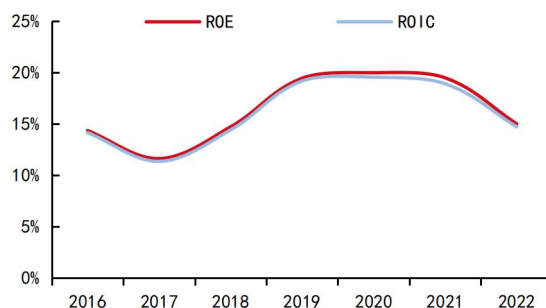
盈利能力因费用投入加大同比下滑。公司 2022 年净资产收益率与投入资本回报率分别为 15.0%和 14.7%, 同比下降 4.5、4.2 个百分点。2022 年资产负债率为 26.05% 同比+4.23%, 无有息负债。公司 2022 年每股股息 0.3 元, 派息率约 68%。

图17: 公司库存/应收/应付账款周转天数



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司净资产收益率/投入资本回报率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2023 年展望：品牌持续迭代升级，渠道市场向全国稳步扩张

(1) 打法规划：

1. 品牌：坚持品牌引领消费驱动，使得产品更符合 95 后、00 后消费诉求，将聘请专业品牌顾问公司助力品牌升级迭代；加强消费者研究，学习美妆与新能源汽车换赛道思维，推动卫生巾在吸收、舒适基础上上升至健康、方便、个性的维度，由基本功能阶段迈进大健康阶段，再向大数据方向（经期护理）发展；产品研发投入持续加大，引入新设备、新人才，材料方面和供应商形成战略合作关系构建研发与生产壁垒。预期 2023 年新品投入加大抵消成本下行对毛利率的利好。

2. 渠道：外围市场方面，聚焦重点省份（河北、两湖、广东等）培育消费者认知，根据 KA 及电商消费回馈加强精准投入、加强小红书与抖音的种草，同时针对竞争对手寻求突破口。全年预期在河北、湖南市场打造布局，包括团队建设、经销商拓展，推动线上+线下终端建设，下半年启动华南市场布局，包括 KA 渠道卖入启动、经销商拓展，并加强该区域市场调研。电商方面，着重品牌建设与打品能力构建，将进一步加大京东、天猫超市等 2B 平台投入力度，弥补发展不足。预期 2023 年川渝增速稳健，云贵陕增长较好，电商保持快速增长、利润同比改善。

（2）股权激励调整，加大人才引进：1. 公司为加强线下人员激励性，调整股权激励业绩考核目标为 2023-2024 年收入 19.39/23.14 亿元（调整前：21.89/26.89 亿元），同比增长 20.3%/19.4%，净利润 2.15/2.46 亿元（调整前：3.01/3.56 亿元），同比增长 15.0%/14.4%；电商人员激励目标不变。2. 公司秉持人才制胜理念，完善调整薪酬机制，学习华为薪酬绩效管理、企业文化、管理机制，2022 年引入华为供应链人才，将持续重视人才引进。

投资建议：看好区域个护龙头品牌力加持下市场渠道扩张空间

2022 年下半年收入同环比改善，盈利修复。公司加强团队信心激励、提升渠道投放效率，持续引领产品结构升级实现收入和盈利端的较好增长。未来消费复苏利好线下，电商有望保持引领增长，外围区域扩张稳步推进，材料成本压力预期缓解。长期我们看好公司经渠道结构、产品结构、组织结构调整后，公司凭借电商及 O2O 等线下新零售渠道的快速增长，延续拓张市场份额的逻辑。根据公司处于品牌迭代升级、市场快速拓张的高投入阶段，小幅下调盈利预测。具体假设如下：

1. 收入：预计 2023-2025 年公司收入分别为 20.3/25.1/31.1 亿元，同比增长 25.8%/24.0%/23.6%，其中川渝市场预期保持个位数增长（2023 年因低基数假设同比 2021 年增长 8%，对比 2022 年提升 15%），云贵陕通过深耕进一步提升市场份额保持双位数较快增长，其他地区随重点市场加大投入预期同比 29%/28%/25%，电商基于 2022 年的良好平台与品类基础有望保持中高双位数增长，完成股权激励目标。

2. 毛利率：预计 2023-2025 年分别为 45.2%、45.6%、45.4%。其中川渝、云贵陕随着经营环境稳态化，并于 2024 年恢复至前期毛利率水平，并随着高端品快速增长、规模效应释放小幅提升；其他地区预期随加快市场拓展，促销力度大，毛利率呈现下降趋势；电商毛利率因结构调整抵消投入加大影响毛利率预期维持稳定。

3. 期间费用率：销售费用率 2023 年预计进一步扩大品牌投入假设 24.8%，2024-2025 年随规模效应释放有望小幅回落但仍处于较高水平，分别为 24.7%、24.6%，反映公司加大品牌建设和渠道拓张加强营销等投入力度；管理费用率预计 2023-2025 年分别为 4.0%/4.0%/3.8%，预期 2023、2024 年或因股权激励摊销小幅提升。财务费用率保持稳定。

4. 归母净利润：预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.4/3.1/3.9 亿元，同比增长 25.3%/32.2%/24.5%。

表1: 盈利预测假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万)	1,251	1,463	1,612	2,028	2,514	3,108
川渝	531	614	579	666	719	769
云贵陕	269	336	335	399	470	543
其他地区	149	173	196	253	324	405
电商	153	210	371	575	863	1,252
ODM	149	130	131	135	137	139
收入 YOY	8.8%	17.0%	10.2%	25.8%	24.0%	23.6%
川渝	8.1%	15.7%	-5.8%	15.0%	8.0%	7.0%
云贵陕	16.6%	24.9%	-0.2%	19.0%	18.0%	15.5%
其他地区	-4.6%	16.4%	13.6%	29.0%	28.0%	25.0%
电商	38.7%	36.8%	76.9%	55.0%	50.0%	45.0%
ODM	-7.6%	-12.7%	0.3%	3.0%	2.0%	1.0%
毛利率	42.7%	44.7%	45.1%	45.2%	45.6%	45.4%
川渝	48.4%	50.7%	49.4%	50.0%	51.0%	51.0%
云贵陕	50.4%	52.1%	51.5%	51.0%	52.0%	52.0%
其他地区	36.6%	38.2%	43.8%	42.0%	41.5%	41.0%
电商	35.4%	34.5%	43.9%	44.0%	44.0%	44.0%
ODM	21.9%	22.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
期间费用率						
销售费用	17.7%	19.1%	24.5%	24.8%	24.7%	24.6%
管理费用	4.8%	5.1%	3.8%	4.0%	4.0%	3.8%
研发费用	2.4%	3.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
财务费用	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
营业利润率	17.0%	17.4%	13.4%	13.4%	14.2%	14.3%
所得税率	14.2%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
归母净利率	14.6%	15.6%	11.6%	11.6%	12.3%	12.4%
归母净利润	183	228	187	235	310	386
归母净利润 yoy	42.4%	24.9%	-17.8%	25.3%	32.2%	24.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理估算

小幅下调盈利预测, 预计 2023-2025 年净利润为 2.4/3.1/3.9 亿元 (原 2023-2024 年预计 2.5/3.2 亿元), 同比增长 25.3%/32.2%/24.5%, 维持公司合理估值为 18.3~20.0 元, 对应 2024 年 25~27xPE, 维持“买入”评级。

表2: 盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,463	1,612	2,028	2,514	3,108
(+/-%)	17.0%	10.2%	25.8%	24.0%	23.6%
净利润(百万元)	228	187	235	310	386
(+/-%)	24.9%	-17.8%	25.3%	32.2%	24.5%
每股收益 (元)	0.53	0.44	0.55	0.72	0.90
经营利润率	16.2%	13.3%	12.7%	13.3%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	18.8%	14.6%	16.2%	18.7%	20.0%
市盈率 (PE)	33.3	40.8	32.5	24.6	19.8
EV/EBITDA	28.4	30.7	26.4	21.2	17.7
市净率 (PB)	6.26	5.97	5.29	4.59	3.95

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	259	302	561	772	1046	营业收入	1463	1612	2028	2514	3108
应收款项	143	208	206	275	352	营业成本	809	885	1112	1368	1696
存货净额	162	178	228	279	349	营业税金及附加	14	15	19	23	29
其他流动资产	22	43	44	53	72	销售费用	279	395	503	621	765
流动资产合计	917	1090	1360	1700	2140	管理费用	75	62	85	103	122
固定资产	531	509	522	533	535	研发费用	51	44	55	68	84
无形资产及其他	66	66	64	61	58	财务费用	(3)	(4)	(4)	(5)	(6)
投资性房地产	21	47	47	47	47	投资收益	13	7	14	18	22
长期股权投资	20	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	(4)	(5)	(15)	(12)	(15)
资产总计	1553	1732	2012	2360	2800	其他收入	(43)	(45)	(41)	(51)	(64)
短期借款及交易性金融负债	1	1	1	0	0	营业利润	255	217	272	358	446
应付款项	164	188	234	288	362	营业外净收支	(0)	(4)	(5)	(5)	(7)
其他流动负债	165	254	323	399	494	利润总额	255	212	267	352	439
流动负债合计	330	442	558	687	856	所得税费用	31	25	32	42	53
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(0)	0	0	0
其他长期负债	8	9	10	11	12	归属于母公司净利润	228	187	235	310	386
长期负债合计	8	9	10	11	12	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	339	451	568	698	868	净利润	228	187	235	310	386
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	1	9	2	0	0
股东权益	1213	1280	1444	1661	1932	折旧摊销	42	50	53	59	65
负债和股东权益总计	1553	1732	2012	2360	2800	公允价值变动损失	4	5	15	12	15
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(3)	(4)	(4)	(5)	(6)
每股收益	0.53	0.44	0.55	0.72	0.90	营运资本变动	(36)	(7)	69	2	4
每股红利	0.30	0.30	0.16	0.22	0.27	其它	(2)	(9)	(2)	(0)	(0)
每股净资产	2.84	2.97	3.36	3.86	4.49	经营活动现金流	236	235	372	384	471
ROIC	32%	26%	31%	42%	52%	资本开支	0	(30)	(80)	(80)	(80)
ROE	19%	15%	16%	19%	20%	其它投资现金流	51	(28)	38	0	0
毛利率	45%	45%	45%	46%	45%	投资活动现金流	31	(57)	(42)	(80)	(80)
EBIT Margin	16%	13%	13%	13%	13%	权益性融资	(0)	22	0	0	0
EBITDA Margin	19%	16%	15%	16%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	17%	10%	26%	24%	24%	支付股利、利息	(128)	(129)	(70)	(93)	(116)
净利润增长率	25%	-18%	25%	32%	25%	其它融资现金流	(0)	101	(0)	(1)	0
资产负债率	22%	26%	28%	30%	31%	融资活动现金流	(257)	(135)	(70)	(94)	(116)
息率	1.7%	1.7%	0.9%	1.2%	1.5%	现金净变动	10	43	260	211	275
P/E	33.3	40.8	32.5	24.6	19.8	货币资金的期初余额	248	259	302	561	772
P/B	6.3	6.0	5.3	4.6	4.0	货币资金的期末余额	259	302	561	772	1046
EV/EBITDA	28.4	30.7	26.4	21.2	17.7	企业自由现金流	0	201	269	275	355
						权益自由现金流	0	301	280	292	379

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