

公司研究/首次覆盖

2019年12月01日

商业贸易/零售 II

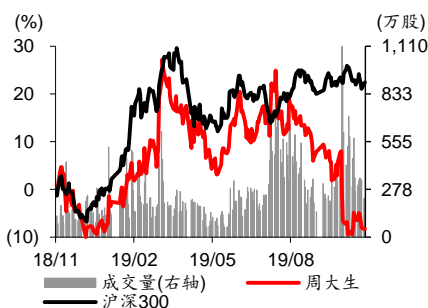
投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 17.64  
合理价格区间(元): 22.68~25.92

**林寰宇** 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

**张萌** 执业证书编号: S0570519090004  
研究员 021-38476072  
zhangmeng016126@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 黄金珠宝龙头企业，业绩稳健增长

### 周大生(002867)

**公司是黄金珠宝行业龙头，综合竞争力强，首次覆盖给予“买入”评级**

周大生是国内黄金珠宝行业龙头，深耕三四线市场，伴随中国经济发展及城镇化进程快速成长，2011-2018 年公司营收及净利润复合增速分别为 15.0%/19.3%。黄金珠宝行业需求稳健增长，低线城市更具增长红利，目前行业集中度提升趋势已经显现，业内龙头公司与其他公司经营业绩分化显著。公司作为行业龙头，品牌效应及加盟运营能力突出，将受益于行业集中度提升趋势，外延空间仍然广阔，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.36/1.62/1.87 元，我们首次覆盖公司给予“买入”评级。

**国内经济增长及消费升级驱动黄金珠宝消费稳健增长**

黄金珠宝市场规模主要受消费需求及投资需求拉动，近年来行业投资性需求弱化，长期看行业增长主要受消费性需求驱动。此外随着消费升级，镶嵌类产品比素金类产品成长空间更大。根据中国珠宝玉石首饰行业协会统计，2018 年我国珠宝消费市场规模达到 8200 亿元，同比增长 7.5%，且预计 2019-2021 年行业市场规模仍能维持 8% 左右的增长。我们认为，如果后续金价高位企稳或者上涨趋势得到进一步确认，黄金产品投资属性开始显现，行业量的增长有望改善。

**黄金珠宝行业分化明显，对标海外国内仍有集中度提升空间**

根据 Euromonitor 数据，2018 年中国黄金珠宝行业 CR3 约 15%，行业集中度远低于成熟的中国香港市场，与美国和日本相比也有一定差距。而且从行业中各个公司经营情况来看，业绩增长分化现象明显，龙头品牌收入及业绩增长速度明显快过中小品牌，我们认为经过行业整合和市场竞争，国内黄金珠宝行业将快速出清，优势市场资源不断向龙头品牌倾斜。

**公司品牌及渠道竞争力强，门店快速扩张**

公司以“情景风格珠宝”为特色，在消费者中建立起品牌认知度，根据 Euromonitor 数据，2018 年公司市占率达到 5.5%，位居全国前三。公司依靠加盟模式在全国范围内快速开店，2019Q3 门店数量已达到 3787 家，居于全国领先地位，2014-2018 年公司门店数量保持 12% 的年均复合增速，仍处于快速扩张状态，并且公司充分发挥门店营销效应，在全国范围内建立起竞争壁垒。公司专注于品牌运营，将生产及销售外包，充分发挥轻资产模式优势，ROE 水平维持在 20% 以上。

**公司业绩有望持续稳健增长，首次覆盖给予“买入”评级**

随着国内宏观经济的稳健增长和低线城市消费升级，以及行业集中度提升趋势，公司有望继续保持快速的门店扩张节奏，实现业绩持续增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 9.92/11.82/13.65 亿元。参考行业平均 2020 年 18.1 倍市盈率，考虑到公司轻资产模式为主，黄金库存较少，利润端及估值受金价影响弹性相对较小，给予公司 2020 年 14-16 倍 PE 估值，对应目标价 22.68-25.92 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济加速下行；黄金价格大幅波动；国际品牌渠道下沉。

公司基本资料

总股本 (百万股)	730.91
流通 A 股 (百万股)	247.41
52 周内股价区间 (元)	17.42-37.46
总市值 (百万元)	12,893
总资产 (百万元)	5,787
每股净资产 (元)	6.06

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

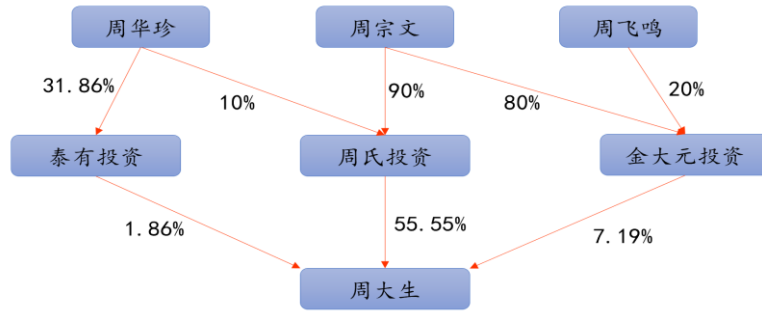
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,805	4,870	5,313	6,263	7,335
+/-%	31.14	27.97	9.09	17.89	17.11
归属母公司净利润 (百万元)	592.07	806.12	992.19	1,182	1,365
+/-%	38.77	36.15	23.08	19.11	15.55
EPS (元, 最新摊薄)	0.81	1.10	1.36	1.62	1.87
PE (倍)	21.78	15.99	12.99	10.91	9.44

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

### 国内黄金珠宝龙头品牌，业绩持续快速增长

周大生成立于1999年，主要从事于品牌珠宝首饰的设计、推广和连锁经营，产品线以钻石镶嵌首饰作为主力，黄金首饰作为人气引流产品。公司创立至今总体经历了高速增长，并于2017年成功在深交所上市。公司是民营控股企业，股权结构稳定。截至2019年10月30日，公司的前三大股东为周氏投资、极光投资和金大元投资，分别持有55.55%、9.42%和7.19%。公司的实际控制人为创始人周宗文、周华珍夫妇，他们与其子周飞鸣通过周氏投资、金大元投资和泰有投资合计持有公司63.33%股权。

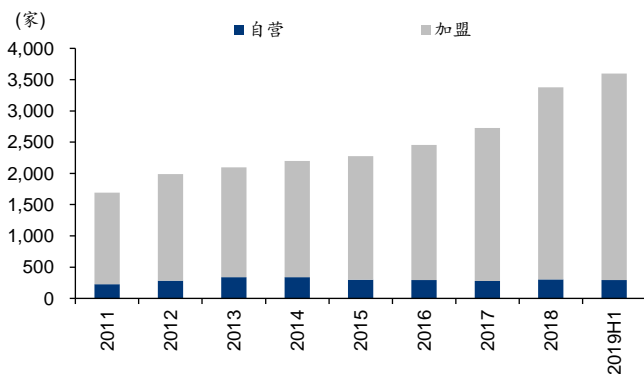
图表81：公司实际控制人股权结构（2019年10月30日）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

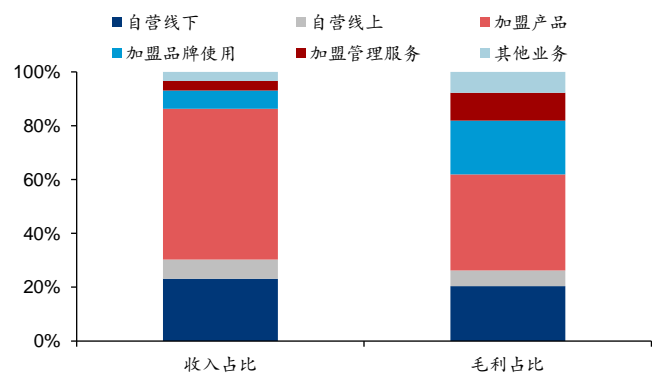
公司主营镶嵌类及素金类产品，业务可以分为自营模式和加盟模式，并以加盟模式为主。其中自营模式包含线下自营门店和线上电商，依靠商品进销差价获利。加盟模式主要依靠线下加盟商做门店布局，收入确认分为三种模式，对于素金类产品，公司向加盟商收取品牌授权费（每克3-5元，加盟商向指定供应商采购，公司无相关库存）；对于镶嵌类产品，公司向加盟商售卖产品（加盟商向公司采购）；此外公司还向加盟商收取加盟管理费。从业务结构角度看，2018年自营线下、自营线上、加盟产品、加盟品牌使用费、加盟管理服务占公司营收比重分别为23.14%、7.18%、55.98%、6.78%、3.52%，因为品牌使用费及管理服务费毛利率为100%，以上业务占公司毛利额比重分别为20.36%、5.88%、35.68%、19.93%、10.36%。

图表82：公司门店数量及结构



资料来源：Wind、华泰证券研究所

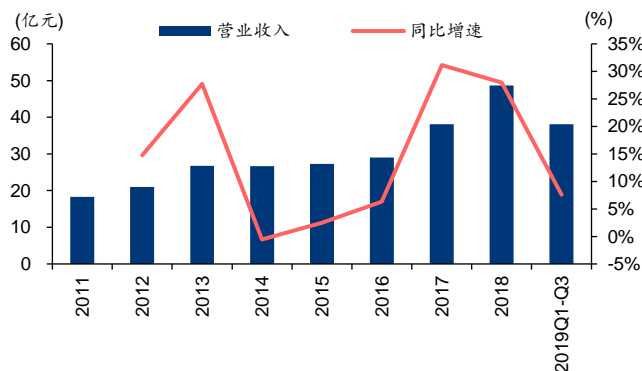
图表83：2018年公司营收及毛利结构



资料来源：Wind、华泰证券研究所

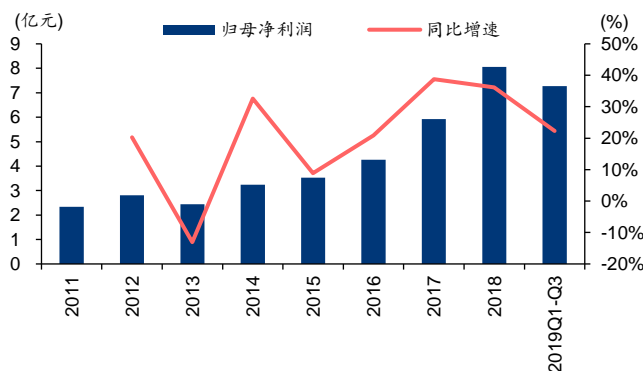
公司经营业绩保持快速增长。2011-2018年，公司营收从18.3亿元增长至48.7亿元，期间CAGR为15.03%，2019Q1-Q3，公司营收38.1亿元，同比增长7.59%，受宏观经济及零售环境影响，增速较2018Q1-Q3放缓，但是仍保持稳健增长态势。2011-2018年，公司归母净利润从2.3亿元增长至8.1亿元，期间CAGR为19.33%，2019Q1-Q3，公司归母净利润7.3亿元，同比增长22.31%，业绩保持快速增长趋势。

图表84： 公司营业收入及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表85： 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 经济增长及消费升级驱动行业稳健增长

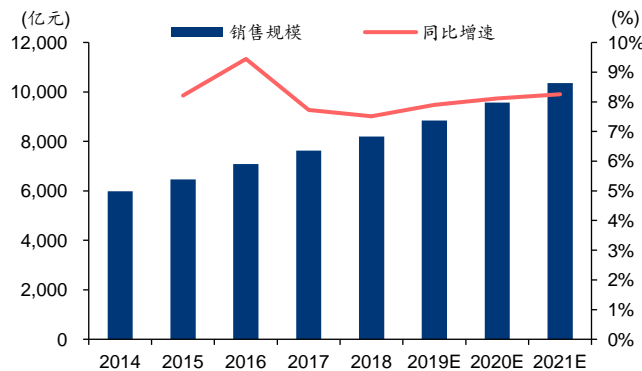
**消费持续升级，国内黄金珠宝行业需求稳健增长。**黄金珠宝市场规模主要受消费需求及投资需求拉动，其中投资需求主要集中在黄金类产品上，长期看行业增长主要受宏观经济增长及居民可支配收入增长驱动。

在消费性需求中，婚庆目前仍是行业主要需求来源，此外长期来看镶嵌类产品比素金类产品拥有更大的成长空间。以钻石为例，根据 De Beers 数据，2017 年我国婚庆市场钻石消费渗透率达到 47%，远低于黄金饰品约 70% 的渗透率，钻石相较于黄金饰品未来发展空间更大。

根据中国珠宝玉石首饰行业协会统计，2018 年我国珠宝消费市场规模达到 8200 亿元，同比增长 7.5%，并且预计 2019-2021 年行业消费市场规模仍能维持 8% 左右的增长。2019 年在宏观经济持续下行，可选消费承压的背景下，黄金珠宝行业增长有所放缓，根据世界黄金协会统计，2019 年上半年，中国黄金消费量同比下滑 3.3%，但黄金首饰消费量同比增长 2.0%，优于整体黄金表现。

金价对于黄金消费量的影响可以分为两方面，在金价上涨初期，根据黄金产品的消费属性，消费者会产生观望态度，因此会对一部分黄金产品消费量形成抑制效应，但随着黄金价格企稳或上涨趋势被市场消化，黄金产品的投资属性开始显现，黄金消费量会相应恢复，甚至在金价上涨预期得到强化后，黄金消费量会明显增长。我们认为中短期随着黄金价格高位企稳，市场逐渐消化金价上涨预期，黄金产品消费量的增长有望迎来改善；长期看，经济企稳并持续稳健增长则会驱动行业规模长期稳健增长。

图表86： 中国珠宝市场规模



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、华泰证券研究所

图表87： 中国黄金、黄金首饰消费量及增速

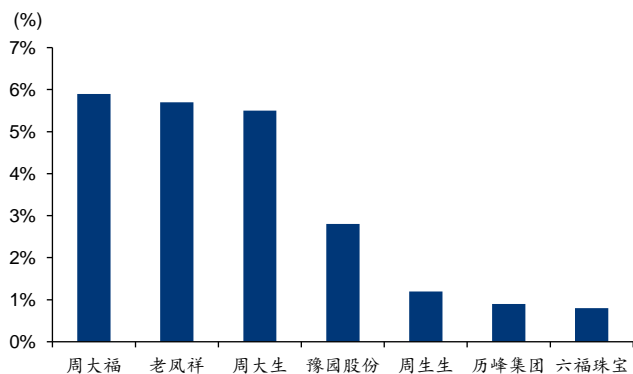


资料来源：世界黄金协会、华泰证券研究所

### 公司品牌及渠道优势明显，市占率有望继续提升

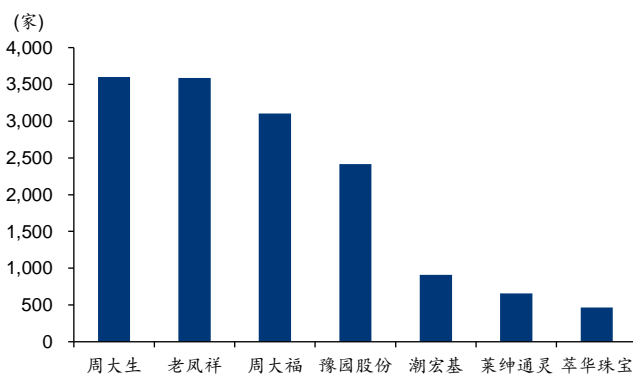
周大生是国内黄金珠宝龙头品牌，以“情景风格珠宝”为特色，在消费者中建立起品牌价值。根据 Euromonitor 数据，2018 年公司在黄金珠宝行业中市占率达到 5.5%，与周大福、老凤祥同居第一梯队。从渠道布局角度看，公司基本实现全国范围内渠道覆盖，截至 2019Q3，公司门店数量达到 3787 家，在国内居于领先地位。

图表88：黄金珠宝类公司市占率（2018年）



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

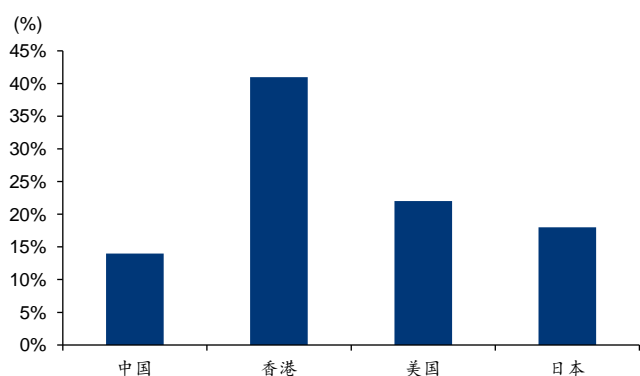
图表89：黄金珠宝类公司门店对比（2019H1）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

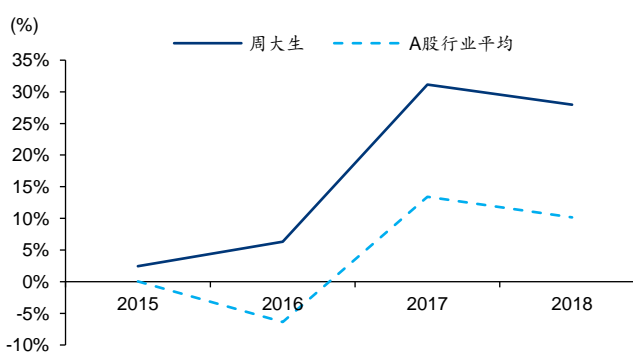
未来黄金珠宝行业仍有集中度提升趋势，公司经营业绩表现优于行业平均水平。根据 Euromonitor 统计数据，2018 年中国黄金珠宝行业 CR3 约 15%，行业集中度远低于成熟的中国香港市场，与美国和日本相比也有一定差距。从行业中各个公司经营情况来看，收入增长分化现象明显，周大生营收增长明显快于行业平均水平。随着行业分化趋势越发明显，经过行业整合和市场竞争，国内黄金珠宝行业将快速出清，优质市场资源不断向龙头品牌倾斜，作为行业龙头的周大生市占率有望继续提升。

图表90：中国黄金珠宝行业集中度仍有提升空间（2018年CR3）



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

图表91：周大生收入增长表现优于其他公司

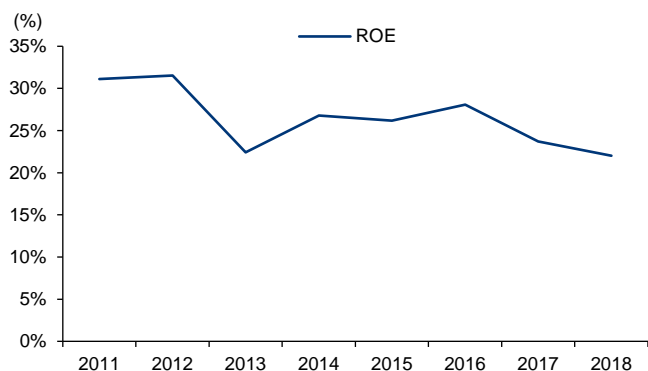


资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 公司轻资产模式发挥优势，盈利能力突出

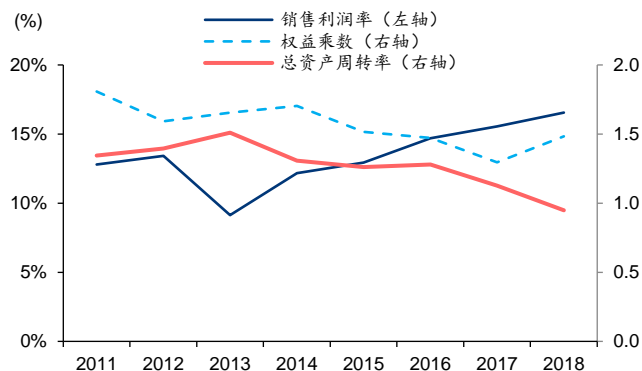
公司在盈利能力方面表现优异，每年 ROE 均能够维持在 20% 以上的水平。在进行杜邦分解之后可以发现公司的销售净利率近年来保持了上升的趋势，而资产周转率和权益乘数资产周转率则较为平稳。与珠宝行业的其他公司进行比较可以发现，周大生的销售净利率在行业内处于较高的水平，而总资产周转率和权益乘数则低于行业平均，公司能够保持优秀的 ROE 水平也主要是因为较高的净利率水平。我们认为公司净利率较高的原因在于公司的轻资产模式，对于素金类产品，帮助加盟商对接指定供应商，向加盟商收取品牌使用费（100%毛利率），而不是自己采购并售卖给加盟商赚取差价。

图表92: 公司 ROE 水平



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表93: 公司杜邦分解



资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 盈利预测与投资评级

我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 53.13/62.63/73.35 亿元，同比增速 9.09%/17.89%/17.11%，归母净利润分别为 9.92/11.82/13.65 亿元，同比增速 23.08%/19.11%/15.55%。我们做出核心假设如下：

**1、自营业务：2017/2018/2019Q1-Q3**，公司线下自营门店净变动-18/26/-13 家，考虑到公司主要依托加盟门店进行扩张，自营门店作为样板店和形象展示店，未来的扩张节奏较缓，且 2019 年公司对部分自营门店进行关闭调整，我们预计 2019-2021 年，公司自营门店净增加-10/10/10 家。考虑到 2019 年可选消费承压给黄金珠宝销售量带来了一定压力，但随着经济企稳，自营门店经营相对成熟，未来销售还将恢复稳态增长，且从长期发展趋势来看，镶嵌类产品增长空间大于素金类产品（2019 年镶嵌类产品增速低于素金类产品主要因为消费量均承压的基础上，金价上涨部分拉动了素金产品增速），我们预计 2019-2021 年公司自营门店单店素金类产品收入分别增长-1.0%/1.0%/1.0%，镶嵌类产品收入分别增长-3.5%/3.0%/3.0%。2017/2018/2019Q1-Q3，公司电商业务增速分别为 28.2%/23.7%/40.8%，2019 年以来公司明显加大了电商业务投入，考虑到黄金珠宝产品电商渗透率仍处于提升状态，公司发力后电商业务有望保持较快增长，我们预计 2019-2021 年公司电商业务每年营收均保持 40% 的增长。

**2、加盟业务（产品销售）：2017/2018/2019Q1-Q3**，公司线下加盟门店净增加 286/625/425 家，考虑到 2018 年国内黄金珠宝行业 CR3 约 15%，低于中国香港、美国及日本市场，未来行业集中度仍有提升空间，且近年来龙头公司营收增速也快于行业平均水平，预计公司在下沉市场保持较快扩张速度，结合公司业务规划，我们预计 2019-2021 年公司加盟门店净增加 550/500/450 家。考虑到 2018-2019 年公司加盟门店扩张提速明显，新店较多，2019 年单店收入短期有所下降，随着外部销售环境改善，以及在 2019 年单店收入较低基数基础上，预计 2020-2021 年公司单店收入增速将有所改善，我们预计 2019-2021 年，公司加盟门店单店收入增速分别为-14%/5%/5%。

**3、加盟业务（品牌使用费及加盟管理费）：2017/2018 年**，公司品牌使用费分别增长 36.6%/26.0%，其中素金类产品单位重量品牌使用费增长 15.0%/5.0%，其余增长主要来自于加盟门店数量扩张。考虑到公司品牌市占率不断提高，品牌影响力逐渐强化，预计公司素金类产品品牌使用费标准将保持稳健提升趋势，我们预计 2019-2021 年，公司加盟业务单位重量产品品牌使用费增速分别为 3.0%/3.0%/3.0%。2017/2018 年，公司加盟管理服务费用分别增长 12.6%/26.2%，其中单店加盟管理费分别为 6.01/6.24 万元（同比增速分别为 1.18%/3.83%），其余增长主要来自于加盟门店数量扩张。考虑到公司过去 5 年加盟管理费收费标准仅略有提升，且未来 3 年处于渠道扩张阶段，预计加盟管理费收费标准将维持稳定状态，我们预计 2019-2021 年，公司加盟业务单店每年加盟管理费分别为 6.4/6.4/6.4 万元。

**4、毛利率及费用率：**2017/2018/2019Q1-Q3，公司毛利率分别为 32.4%/34.0%/36.8%，2019 年公司毛利率提升主要是因为金价上升及增值税下调影响，考虑到公司低毛利率的电商业务占比将会提升（2018 年自营线上业务及公司整体毛利率分别为 27.8%/34.0%），我们预计 2020-2021 年公司毛利率将略有下降，我们预计 2019-2021 年，公司综合毛利率分别为 36.0%/35.6%/35.2%。2017/2018/2019Q1-Q3，公司销售费用率分别为 11.7%/10.7/9.8%，考虑到公司历史上四季度销售费用率略高于前三季度，预计 2019 年销售费用率将较前三季度略有提升，但随着业务规模放大之后的摊薄效应，未来销售费用率将略有下降，我们预计 2019-2021 年，公司销售费用率分别为 10.30%/10.15%/10.00%。2017/2018/2019Q1-Q3，公司管理费用率分别为 1.99%/2.79/2.57%，考虑到规模放大之后的摊薄效应，我们预计 2019-2021 年，公司管理费用率分别为 2.50%/2.30%/2.10%。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 9.92/11.82/13.65 亿元。参考行业平均 2020 年 18.1 倍市盈率，考虑到公司轻资产模式为主，黄金库存较少，在金价上涨周期中，公司利润端及估值向上弹性相对较小，给予公司 2020 年 14-16 倍 PE 估值，对应目标价 22.68-25.92 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表94：黄金珠宝行业可比公司 Wind 一致预期 PE

可比公司	EPS				PE				2018-2021 净利润复合增速
	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
老凤祥	2.3	2.69	3.08	3.49	19.54	18.15	15.87	14.01	14.86%
潮宏基	0.08	0.25	0.28	0.32	56.97	15.93	13.74	11.81	59.81%
明牌珠宝	0.17	0.19	0.21	0.24	28.47	25.92	23.15	20.25	11.87%
菜绅通灵	0.62	0.46	0.46	0.5	19.35	19.39	19.77	17.92	-6.56%
<b>全部平均</b>	<b>0.79</b>	<b>0.90</b>	<b>1.01</b>	<b>1.14</b>	<b>31.08</b>	<b>19.85</b>	<b>18.13</b>	<b>16.00</b>	<b>19.99%</b>

注：均为 Wind 一致预测、数据截至 2019/11/26

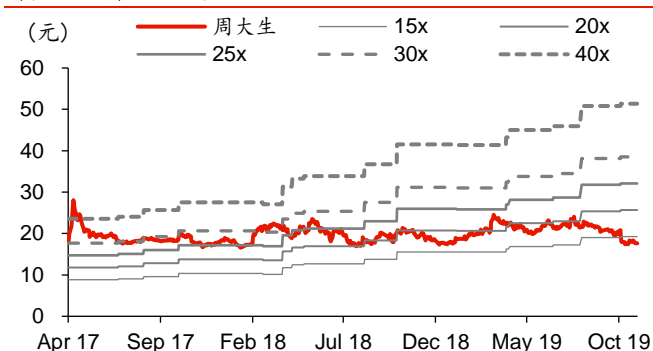
资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

- 1、宏观经济加速下行。**如果经济持续低迷，则会在长期影响居民的消费能力及消费升级趋势，对于公司整体经营构成不利影响。
- 2、黄金价格大幅波动。**如果黄金价格大幅波动，则会对行业需求造成扰动，且会在财务上影响公司业绩的稳定性。
- 3、国际品牌渠道下沉。**随着中国市场的逐渐成熟，越来越多的国际知名珠宝品牌在中国加快渠道扩张，国际品牌在品牌运营、产品设计方面具备一定优势，如果渠道下沉顺利，则会加剧与国内品牌之间的竞争。

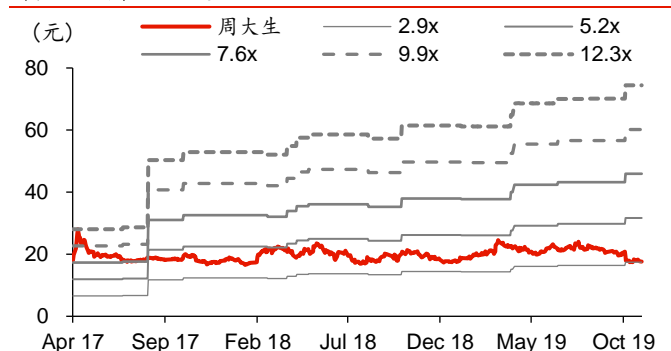
### PE/PB – Bands

图表95：周大生历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表96：周大生历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,883	4,428	4,670	5,360	6,194
现金	1,191	1,086	1,345	1,373	1,582
应收账款	95.98	82.96	109.07	130.70	144.33
其他应收账款	15.90	16.59	18.99	23.28	26.15
预付账款	11.05	22.41	14.74	20.96	26.15
存货	2,106	2,589	2,803	3,320	3,913
其他流动资产	462.78	631.47	379.32	491.97	501.34
非流动资产	498.05	1,459	1,591	1,803	2,000
长期投资	0.00	0.80	0.00	0.00	0.00
固定投资	30.85	29.01	113.30	176.70	219.41
无形资产	152.50	453.44	592.38	729.99	866.01
其他非流动资产	314.71	975.97	884.83	896.64	914.81
资产总计	4,381	5,887	6,261	7,163	8,194
流动负债	986.20	1,904	1,498	1,615	1,753
短期借款	0.00	600.00	150.00	150.00	150.00
应付账款	580.79	637.49	510.34	604.70	712.84
其他流动负债	405.41	666.31	837.83	860.46	890.27
非流动负债	13.10	14.98	14.65	14.73	14.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	13.10	14.98	14.65	14.73	14.79
负债合计	999.30	1,919	1,513	1,630	1,768
少数股东权益	0.00	27.20	27.20	27.20	27.20
股本	477.85	485.38	730.91	730.91	730.91
资本公积	1,682	1,822	1,576	1,576	1,576
留存公积	1,222	1,737	2,414	3,199	4,091
归属母公司股东权益	3,382	3,941	4,721	5,506	6,399
负债和股东权益	4,381	5,887	6,261	7,163	8,194

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	354.86	366.58	1,014	626.64	880.04
净利润	592.07	806.11	992.19	1,182	1,365
折旧摊销	26.36	36.77	40.01	61.94	84.10
财务费用	(6.36)	26.21	(23.30)	(45.05)	(49.96)
投资损失	(22.37)	(24.26)	(11.83)	(19.49)	(18.53)
营运资金变动	(265.02)	(548.97)	(100.78)	(545.85)	(486.05)
其他经营现金	30.17	70.72	117.90	(6.67)	(15.01)
投资活动现金	(643.79)	(865.38)	(284.64)	(247.05)	(248.08)
资本支出	34.46	381.03	100.00	100.00	100.00
长期投资	632.38	130.98	31.82	0.00	0.00
其他投资现金	23.05	(353.37)	(152.82)	(147.05)	(148.08)
筹资活动现金	1,057	393.80	(470.17)	(351.85)	(422.62)
短期借款	(120.00)	600.00	(450.00)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	76.85	7.53	245.54	0.00	0.00
资本公积增加	1,387	140.23	(245.54)	0.00	0.00
其他筹资现金	(286.80)	(353.96)	(20.17)	(351.85)	(422.62)
现金净增加额	766.40	(103.97)	259.37	27.74	209.33

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,805	4,870	5,313	6,263	7,335
营业成本	2,573	3,214	3,402	4,031	4,752
营业税金及附加	38.11	46.34	49.89	60.38	69.80
营业费用	445.53	518.91	547.20	635.70	733.49
管理费用	65.76	126.04	132.82	144.05	154.03
财务费用	(6.36)	26.21	(23.30)	(45.05)	(49.96)
资产减值损失	17.90	40.51	17.43	25.28	27.74
公允价值变动收益	(3.59)	(4.31)	(3.14)	(3.68)	(3.71)
投资净收益	22.37	24.26	11.83	19.49	18.53
营业利润	785.33	1,026	1,263	1,518	1,751
营业外收入	8.56	33.27	31.97	24.60	29.95
营业外支出	3.31	0.13	1.35	1.60	1.03
利润总额	790.58	1,059	1,294	1,541	1,780
所得税	198.51	253.20	301.41	359.00	414.81
净利润	592.07	806.11	992.19	1,182	1,365
少数股东损益	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	592.07	806.12	992.19	1,182	1,365
EBITDA	805.33	1,089	1,280	1,535	1,786
EPS (元, 基本)	1.24	1.66	1.36	1.62	1.87

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	31.14	27.97	9.09	17.89	17.11
营业利润	52.95	30.67	23.08	20.17	15.39
归属母公司净利润	38.77	36.15	23.08	19.11	15.55
获利能力 (%)					
毛利率	32.38	34.00	35.96	35.63	35.21
净利率	15.56	16.55	18.68	18.87	18.62
ROE	17.51	20.45	21.02	21.46	21.34
ROIC	30.05	29.86	31.72	30.30	29.82
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.81	32.59	24.16	22.75	21.58
净负债比率 (%)	0	31.27	9.92	9.20	8.48
流动比率	3.94	2.33	3.12	3.32	3.53
速动比率	1.79	0.95	1.23	1.25	1.28
营运能力					
总资产周转率	1.13	0.95	0.87	0.93	0.96
应收账款周转率	43.23	46.28	46.33	44.41	45.34
应付账款周转率	6.10	5.28	5.93	7.23	7.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.10	1.36	1.62	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.50	1.39	0.86	1.20
每股净资产(最新摊薄)	4.63	5.39	6.46	7.53	8.75
估值比率					
PE (倍)	21.78	15.99	12.99	10.91	9.44
PB (倍)	3.81	3.27	2.73	2.34	2.02
EV_EBITDA (倍)	14.66	10.84	9.22	7.69	6.61

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测