

美团点评 1Q20 点评：用户/商户数增长超预期，疫情影响收入有所降低



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 整体来看，疫情对短期业绩有冲击，但是长期来看可培养用户习惯并加快商户数字化转型，公司活跃用户和商户同比保持正增长。截至 3/31，公司的年交易用户数同比+8.9%至 4.49 亿人；人均年交易次数同比+5.6%至 26.2 次/年；年活跃商家同比+5.3%至 610 万家。20Q1 实现收入 167.5 亿元，yoy-12.6%（佣金 yoy-18%，在线营销服务 yoy+0.1%）；经调整净亏损额为 2.16 亿元，利润率同比提升 4.2pct 至 -1.3%。
- 外卖业务：高端商户增加拉高客单，目前恢复速度较快。20Q1 日单量 1,510 万笔，yoy-18.2%；疫情期间品牌/连锁餐饮的订单占比提升，单位订单金额同比增加 6.6 元至 52 元/单；外卖 GTV 同比微降 5.4%至 715 亿元。由于疫情冲击和 KA 商户占比提升，变现率有所降低，外卖业务收入同比降 11.4%。外卖业务恢复速度较快，至 3 月末日单量已经恢复至疫情前 75%的水平。
- 到店和酒旅业务：受冲击最大，恢复速度较慢。20Q1 酒店间夜量同比降 45.5%至 4,280 万，其中本地住宿及低线城市的商旅住宿恢复速度更快，因此美团相比同行有一定结构上的优势。为了加快行业复苏，公司推出“安心住”项目，但相比外卖业务，到店和酒店的恢复速度相对较慢；20Q1 到店收入同比降 31%至 31 亿元（佣金降 50.6%，广告降 8.2%）；营业利润率为 22%，同比降 13.5pct。
- 新业务：今年投入力度不减。新业务收入 20Q1 同比+4.9%至 41.7 亿元，营业利润率同比提 32.3pct。网约车及 B2B 业务收入有所减少，美团闪购和小额贷款收入增加。公司管理层在公开业绩交流会上表示，今年仍然会从长期战略角度出发，保持对共享单车、闪购、美团买菜、B2B 业务的持续投入。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年 EPS 分别为 0.27/2.85/4.45 元。采取分部估值，参考可比公司，给予外卖业务 4.8x PS，预计 21 年收入 917 亿 CNY；到店及酒旅给予 31x PE，预计 21 年实现利润 146 亿 CNY；不考虑新业务的估值，公司合理估值为 9749 亿 HKD，目标价 167.31 元，维持“买入”评级。

风险提示 市场竞争加剧，佣金率提升水平不及预期，到店业务恢复缓慢

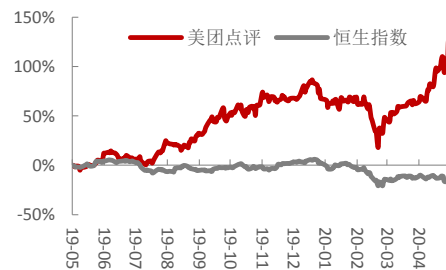
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	65,227	97,529	111,916	156,802	196,054
同比增长	92.3%	49.5%	14.8%	40.1%	25.0%
营业利润（百万元）	(11,086)	2,680	1,481	20,776	32,439
同比增长	-189.7%	124.2%	-44.7%	1302.7%	56.1%
归属母公司净利润（百万元）	(115,477)	2,239	1,574	16,604	25,934
同比增长	-192.6%	155.8%	-11.9%	373.9%	50.6%
每股收益（元）	(42.40)	0.38	0.27	2.85	4.45
毛利率	23.2%	33.1%	34.1%	39.1%	40.9%
净利率	-12.8%	4.8%	3.7%	12.4%	14.9%
净资产收益率	-502.7%	2.5%	1.7%	15.7%	19.9%
市盈率（倍）	(1.6)	180.2	252.0	23.9	15.3
市销率（倍）	2.8	1.9	3.5	2.5	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价（港元）	135.30
目标价格（港元）	167.31
52 周最高价/最低价	138.90/57.00
总股本/流通 H 股（百万股）	5827/5091
H 股市值（百万元港币）	7884
国家/地区	中国
行业	互联网
报告发布日期	2020 年 05 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	14.2	35.2	31.0	121.4
相对表现	12.6	39.2	44.0	136.4
恒生指数	1.62	-4.0	-13.0	-14.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

证券分析师 吴丛露
021-63325888-3046
wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001

联系人 詹博
021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

相关报告

聚焦“Food+Platform”，转动生活服务电商 2019-06-24
飞轮：

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

整体经营情况：疫情影响收入-21.6%，但用户数和商户数均有增长

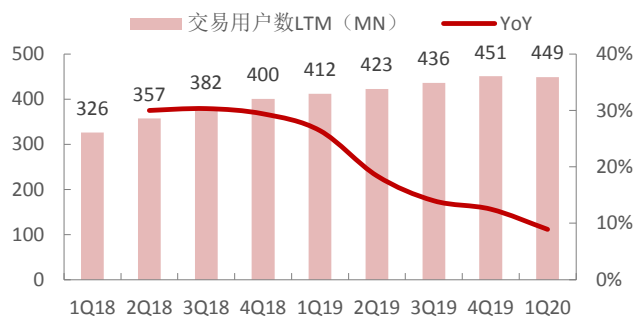
用户数及下单频次、商户数同比均有提升：截至 3/31，公司的年化交易用户数同比增长 8.9%至 4.49 亿人，环比减少 190 万。人均年交易次数同比增长 5.6%至 26.2 次/年，环比降 1.2 次。年活跃商家数同比增长 5.3%至 610 万家，环比降 10 万。

收入有所下降，但是经调整净亏损额有所缩窄。公司 20Q1 实现收入 **167.5 亿元，yoy-12.6%**；其中佣金收入 yoy-18%至 108 亿元，占比 64.5%，在线营销服务 yoy+0.1%至 28.6 亿元，占比 17.1%；利息及其他服务收入 yoy-1.9%至 30.9 亿元，占比 18.4%。**经调整净亏损额**为 2.16 亿元，去年同期为 10.5 亿元，利润率同比提升 4.2pct 至-1.3%；**经调整 EBITDA** 为 4,131 万，去年同期为 4.6 亿元，利润率同比减 2.1pct 至 0.2%。

分板块来看，外卖业务和到店及酒店旅游业务的收入分别同比下降 11.4%、31.3%，新业务收入同比增长 4.9%。盈利能力方面，外卖业务的营业利润率同比提升了 0.7pct，环比略有下降；到店及酒旅旅游板块受疫情影响最大，营业利润率下降了 13.5pct；新业务亏损率同比缩窄，环比扩大。

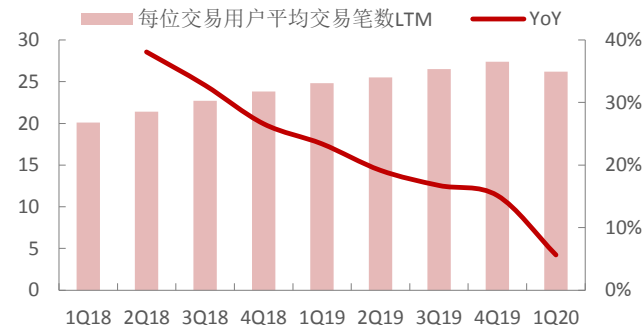
20Q1 经营活动现金净流出 50.4 亿元，去年同期为净流出 32.8 亿元，至 3/31 公司的现金及等价物为 141 亿元，短期投资 424 亿元。

图 1：公司年化交易用户数（mn）及增速

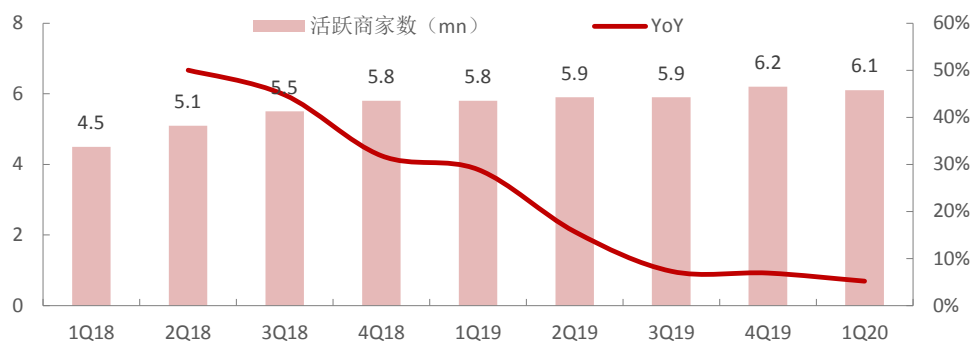


资料来源：公司公告，东方证券研究所

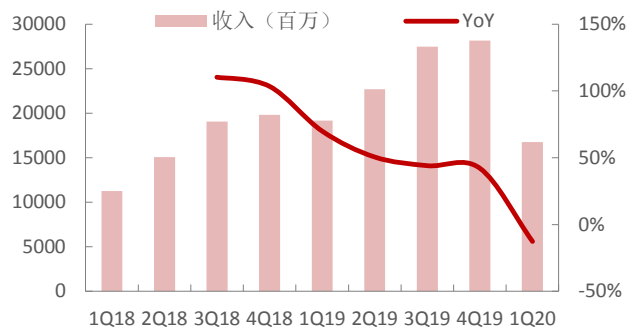
图 2：每位交易用户年平均交易笔数及增速



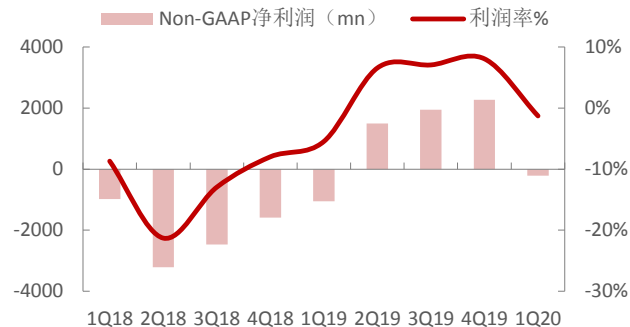
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：公司年化活跃商家数（mn）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司收入（mn）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司经调整净利润及利润率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：分业务板块收入、营业利润及利润率

单位：百万/%	19Q1	19Q4	20Q1	20Q1 yoy
外卖				
收入	10,706	15,716	9,490	-11.4%
营业利润	-154	483	-71	-
OPM	-1.4%	3.1%	-0.7%	0.7%
到店&酒旅				
收入	4,492	6,357	3,095	-31.1%
营业利润	1,593	2,331	680	-57.3%
OPM	35.5%	36.7%	22.0%	-13.5%
新业务				
收入	3,976	6,086	4,168	4.9%
营业利润	-2,583	-1,318	-1,364	-

	OPM	-65.0%	-21.7%	-32.7%	32.3%
综合					
	收入	19,174	28,158	16,754	-12.6%
	营业利润	-1,304	1,424	-1,716	-
	OPM	-6.8%	5.1%	-10.2%	-3.4%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

外卖业务：高端商户占比提升，客单价增加明显

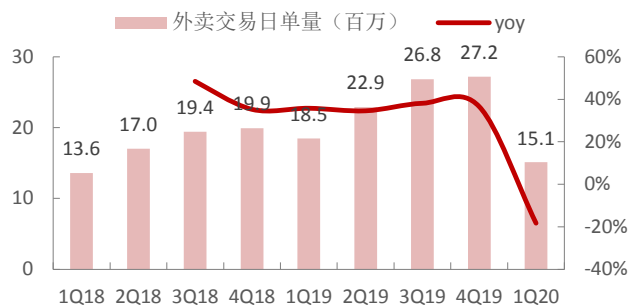
订单量下降但 AOV 提升，GTV 同比小幅下降。20Q1 受疫情影响，外卖业务的订单量下降较为明显，平均日单量为 1,510 万笔，同比下降 18.2%，环比降 44.5%；疫情期间，许多之前不提供外卖业务或是线上占比较低的品牌及连锁餐饮企业均开始重视线上渠道，这些高质量餐馆的订单量占比明显提升，加上疫情期间用户重视食品安全从而更倾向于选择品牌商家（快餐订单量占比下降，而烧烤、地方菜及火锅的订单量占比提升），因此 20Q1 的单位订单金额同比提升 6.6 元、环比提升 7.2 元至 52 元/单。综合订单量和单单价的影响，20Q1 外卖业务的交易金额同比微降 5.4%至 715 亿元。

外卖业务的恢复情况：1 月末到 2 月外卖受影响最大，2/20 之后随着企业逐渐复工，订单量逐渐恢复，3 月末外卖日单量已经恢复至疫情前的 75%。商户方面，根据公司的调查，3 月末的最后一周，70%的餐馆的外卖订单量已经恢复了 60%以上，30%的餐馆的订单量已经超过了疫情前水平。

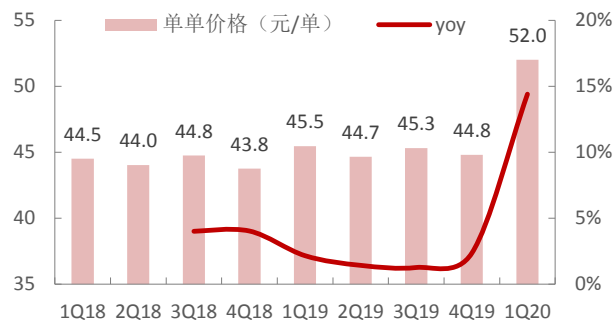
疫情虽然对外卖业务短期产生了一定冲击，但是长期来看，对培养用户的消费习惯和加速餐企企业的数字化进程是有正面意义的。

大客户占比提升、商户广告预算下降使变现率下降，收入同比下降。20Q1 外卖业务的变现率为 13.3%，同比降 0.9pct，环比降 0.7pct，下降的原因，一是因为疫情期间商户广告预算下降使广告收入下降，广告收入/GTV 比例为 1.3%，环比降 0.2pct，但同比有提升；二是高端餐饮企业订单量占比提升，而这些餐馆的扣点率整体更低。GTV 及变现率的下降使外卖业务的收入同比下降 11.4%，其中佣金收入同比-13.7%，广告收入同比+20.9%。

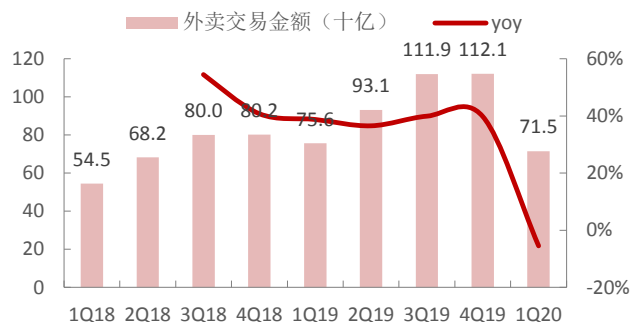
单位配送成本提升，外卖业务亏损率环比扩大、同比缩窄。疫情期间，由于订单密度下降，及平台给予骑手的补贴增加，每单配送成本有所提升。外卖业务的营业利润率环比降 3.8pct 至-0.7，但是同比提升 0.7pct，同比提升的原因，一是来自于单位订单金额的显著提升，二是因为每单广告收入的提升。

图 6：外卖交易日单量（mn）及增速


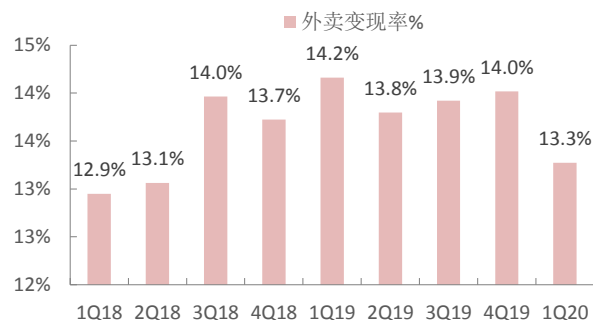
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：外卖业务单位订单金额（元/单）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：外卖交易金额（bn）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

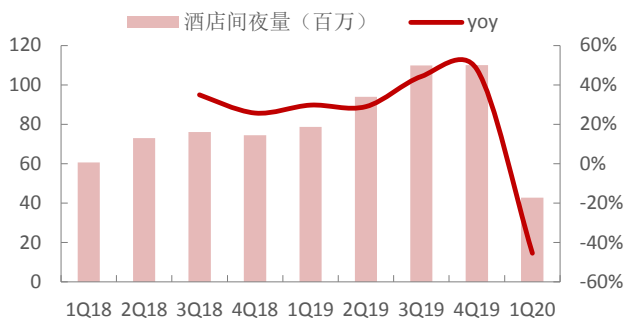
图 9：外卖业务的变现率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

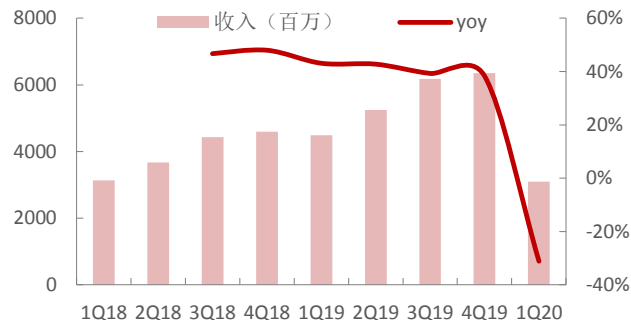
到店、酒店和旅游业务:受疫情影响最大，收入降 31%

酒店间夜量同比下降 45.5%至 4280 万，其中本地住宿及低线城市的商旅住宿恢复速度更快，因此相比同行相比，美团有一定结构性上的优势。为了加快行业复苏，公司推出“安心住”项目，为合作酒店制定了预防措施并提高了服务能力，例如对所有员工和消费者采取健康预防措施，密切追踪消费者数据，免费取消预订以及额外住宿折扣等。整体来看，到店和酒店的恢复速度相对较慢。

收入同比下降 31%至 31 亿元，其中佣金收入降 50.6%，广告收入同比降 8.2%；营业利润率为 22%，同比降 13.5pct，环比降 14.7 pct。

图 10：酒店间夜量（mn）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

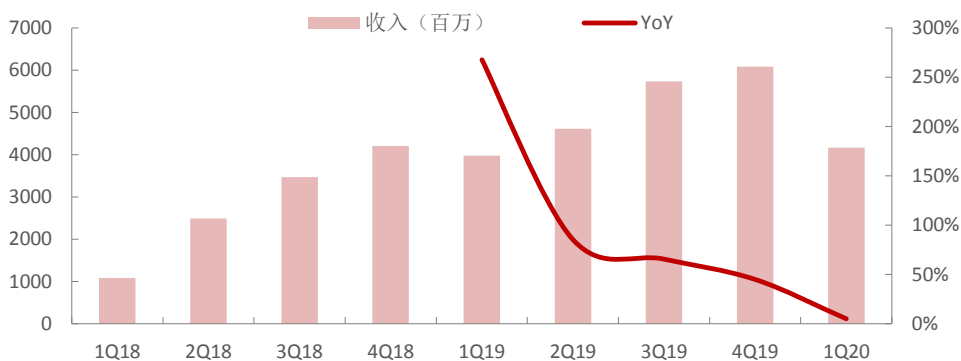
图 11：到店及酒旅业务的收入（mn）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

新业务：投资力度不减

新业务20Q1同比增长4.9%至41.7亿元。营业利润率为-32.7%，同比提升32.3pct，环比降11.0pct。其中，网约车及B2B业务的收入有所减少，而美团闪购和小额贷款业务收入有所增加。

疫情期间，许多新业务起到重要作用，也让很多用户使用美团的实时配送服务购买餐点以外的其他商品，有利于用户习惯的养成。Q1公司推出了“菜大全”平台，赋能传统农产品市场进行数字化运营为用户提供生鲜食品。公司管理层在公开业绩交流会上表示，公司今年仍然会从长期战略角度出发，保持对共享单车、闪购、美团买菜、B2B业务的持续投入。

图 12：新业务的收入（mn）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

我们对公司盈利预测调整如下：

外卖业务：

(1) 上调 2021 年的日单量假设，是由于是因为公司 2019 年的市占率及日单量的提升速度超出我们此前预期，且 2020 年的疫情加速了餐饮企业的线上化率，因此预计疫情过后，日单量的提升会持续加速。

(2) 上调 20-21 年的单单价假设，是因为疫情期间，许多之前不上线外卖平台的 KA 餐饮商户均开始开放外卖业务，这些商户的平均客单更高（1Q20 的单单价已经达到 52 元/单），供给端的结构改变速度比我们此前预期得更快，因此上调单单价假设。

(3) 下调了 20-21 年变现率假设，一是因为 2019 年公司实际变现率的提升低于我们此前预期；二是因为供给端结构的变化，通常大的餐企扣点率更低，因此品牌和连锁餐饮企业占比提升一定程度上会放缓变现率提升速度。

(4) 外卖业务的 GTV 及收入跟随上述指标的变化进行相应调整。

到店、酒店及旅游业务：受疫情影响下调了 20 年的间夜量假设；由于疫情期间，更多高端酒店上线平台，高端酒店有更大的营销预算，因此上调到店和酒旅业务的收入假设。

新业务：因为 2019 年新业务收入增长速度超预期，且公司明确表示会继续加大新业务的投入，例如扩大美团买菜的覆盖范围，提升 2B 业务的服务质量等，因此上调新业务收入假设。

毛利率和费用率：上调毛利率假设、下调费用率假设，因为 2019 年外卖和新业务的减亏速度超出我们此前预期，且外卖业务是个规模效应很强的行业，所以我们在上调单量假设的同时也下调了成本和费用率的假设。

2020 年受疫情影响，公司收入增长预计放缓，但是疫情催化作用下，用户对到家服务的依赖程度提升，同时也加速了线下商户数字化的进程，预计 2021-2022 年业绩增长加速；且随着外卖业务的单量扩大，规模效应将不断显现，公司整体的盈利能力将稳定提升。我们预计公司 2020~2022 年实现收入 1,119/1,568/1,960 亿元，实现 Non-GAAP 净利润 41/194/293 亿元，实现净利润 16/166/259 亿元，每股收益 0.27/2.85/4.45 元。

表 2：核心假设及盈利预测变动分析表

MN/CNY（标注除外）	调整前（19/6/24）		调整后	
	2020E	2021E	2020E	2021E
核心假设				
外卖日单量（百万）	27.4	32.4	27.3	35.8
变动幅度			-0.3%	10.6%
外卖单单价（元/单）	46.1	47.0	50.6	54.6
变动幅度			9.8%	16.2%
外卖 GTV（bn）	462.1	554.7	506.1	713.0
变动幅度			9.5%	28.5%
外卖变现率(%)	15.00%	15.86%	12.93%	12.86%
变动幅度			-2.07%	-2.99%
外卖收入（百万）	69,335	87,962	65,443	91,719
变动幅度			-5.6%	4.3%
酒店间夜量（百万）	461.3	530.5	370.8	519.1

变动幅度			-19.6%	-2.1%
到店及酒旅收入（百万）	22,384	24,322	22,862	32,029
变动幅度			2.1%	31.7%
新业务收入（百万）	20,395	23,111	23,610	33,055
变动幅度			15.8%	43.0%
毛利率(%)	33.4%	36.5%	34.1%	39.1%
变动幅度			0.71%	2.54%
销售费用率(%)	18.3%	16.2%	16.4%	13.2%
变动幅度			-1.90%	-3.05%
管理费用率(%)	7.0%	7.0%	4.9%	4.4%
变动幅度			-2.13%	-2.55%
研发费用率(%)	11.0%	11.0%	11.4%	8.5%
变动幅度			0.4%	-2.5%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表

MN/CNY（标注除外）	调整前（19/6/24）		调整后	
	2020E	2021E	2020E	2021E
营业收入	112,114	135,395	111,916	156,802
变动幅度			-0.2%	15.8%
营业利润	(3,255)	3,109	1,481	20,776
变动幅度			145.5%	568.2%
归属母公司净利润	(3,255)	2,643	1,574	16,604
变动幅度			148.4%	528.3%
经调整归属净利润	(620)	5,648	4,102	19,440
变动幅度			761.6%	244.2%
每股收益（元）	(0.54)	0.44	0.27	2.85
变动幅度			149.8%	547.3%
毛利率(%)	33.4%	36.5%	34.1%	39.1%
变动幅度			0.71%	2.54%
归属净利率(%)	-2.9%	2.0%	1.4%	10.6%
变动幅度			4.31%	8.64%
经调整归属净利率(%)	-0.6%	4.2%	3.7%	12.4%
变动幅度			4.2%	8.2%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

我们采取分部估值法对公司进行估值。由于 2020 全球均受疫情冲击，公司及其他外卖、本地生活企业的业绩均受到较大影响，全球性的疫情蔓延是小概率事件，而且各国的疫情的严重程度不一样，因此 2020 年各公司的业绩及估值可比程度较低，因此我们选择 2021 年的估值。

对于盈利水平尚未稳定的外卖业务，我们采取 PS 估值：预计外卖业务 2021 年实现收入 917 亿元，参考可比公司 21 年的估值水平，给予外卖业务 4.8x PS，对应市值 4849 亿港元；到店、酒店和旅游业务的盈利能力已经比较稳定，因此我们转换此前的 PS 估值法，采用 PE 估值法，我们预计到店和酒旅业务 2021 年实现税后利润 146 亿，参考可比公司给予 31x PE，对应市值 4,900 亿港元。不考虑新业务的估值。公司的合理估值水平为 9749 亿港元，目标价 167.31 元，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值

外卖可比公司	市值 (亿 USD)	收入 (亿 USD)		PS	
		2020E	2021E	2020	2021
Grubhub	50.9	15.4	17.5	3.3	2.9
Takeaway	146.0	18.7	19.7	7.8	7.4
Delivery Hero	170.7	25.4	40.6	6.7	4.2
均值					4.8
到店酒旅可比公司	市值 (亿 USD)	净利润 (亿 USD)		PE	
		2020E	2021E	2020	2021
携程	153.2	(2.9)	6.7	-53.1	22.7
58 同城	71.9	3.2	4.6	22.8	15.7
Bookings	695.3	(0.7)	28.7	-1024.9	24.2
Expedia	115.1	(18.6)	1.9	-6.2	60.7
均值					30.8

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

表 5：公司分部估值

2021E 分部估值	21E 营业收入 (亿 CNY)	21E 税后经营利润 (亿 CNY)	21 年 PS	21 年 PE	企业价值 (亿 CNY)	企业价值 (亿 HKD)	目标价 (港元/股)
外卖	917	-	4.8x	-	4,446	4,849	
到店、酒店 旅游业务	-	146	-	30.8x	4,493	4,900	
合计					8,940	9,749	167.31

资料来源：公司公告，东方证券研究所

风险提示

市场竞争加剧：公司的在本地生活市场目前处于领先地位，但如果竞争对手，比如阿里巴巴，加大对本地生活板块的扶持和补贴力度，公司市场份额有下降的风险。

佣金率提升不及预期：今年 4 月初公司受到广东餐饮协会投诉，要求降低佣金率，虽然发生在疫情期间商户经营困难的特殊情况下，但不能排除之后发生类似事件，佣金率提升有提升不及预期的

到店业务恢复速度不达预期：如果疫情的恢复情况不及预期，到店及酒旅业务的恢复速度仍有恢复缓慢的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	17,044	13,396	16,620	38,263	69,474	营业收入	65,227	97,529	111,916	156,802	196,054
限制现金	4,256	8,760	10,052	14,084	17,610	营业成本	(50,122)	(65,208)	(73,784)	(95,515)	(115,898)
短期投资	41,830	49,436	49,436	49,436	49,436	销售费用	(15,872)	(18,819)	(18,705)	(20,682)	(23,227)
预付款项、押金等其他	10,020	10,543	12,098	16,951	21,194	管理费用	(5,546)	(4,339)	(5,455)	(6,976)	(8,624)
流动资产合计	73,149	82,135	88,206	118,733	157,713	研发费用	(15,872)	(18,819)	(18,705)	(20,682)	(23,227)
物业、厂房及设备	3,979	5,376	6,827	9,565	11,959	资产减值损失	2,585	2,609	858	675	705
无形资产	33,876	32,700	32,700	32,700	32,700	营业利润	(11,086)	2,680	1,481	20,776	32,439
权益法计入投资	2,103	2,284	2,398	2,518	2,644	利息收入	249	(25)	(26)	(27)	(28)
公允价值计的金融资产及其他	7,554	9,518	10,137	11,098	11,961	可转换可赎回优先股公					
非流动资产合计	47,512	49,878	52,061	55,880	59,263	允价值变动	(104,606)	-	0	0	0
资产总计	120,662	132,013	140,267	174,614	216,977	权益法计入投资亏损	(48)	107	0	0	0
贸易应付款项	5,341	6,766	7,764	10,878	13,602	利润总额	(115,491)	2,762	1,455	20,749	32,411
应付商家款项	7,596	7,495	8,601	12,051	15,067	所得税	(2)	(526)	115	(4,150)	(6,482)
交易用户预付款	3,226	3,856	4,424	6,199	7,751	净利润	(115,493)	2,236	1,570	16,599	25,929
其他应付款项及应计费用	7,303	7,237	8,305	11,636	14,549	少数股东	(16)	(3)	(4)	(5)	(5)
借款及其他	8,358	11,238	12,179	14,599	16,770	归属母公司净利润	(115,477)	2,239	1,574	16,604	25,934
流动负债合计	31,825	36,593	41,274	55,363	67,738	Non-GAAP 归母净利	(8,346)	4,657	4,102	19,440	29,272
非流动负债	2,327	3,366	2,836	3,654	4,369	每股收益 (元)	(42.40)	0.38	0.27	2.85	4.45
非流动负债合计	2,327	3,366	2,836	3,654	4,369						
负债合计	34,152	39,959	44,110	59,017	72,108						
股本	0	0	0	0	0						
股份溢价	258,285	260,360	260,360	260,360	260,360						
其他储备	(5,741)	(4,447)	(1,915)	926	4,269						
累计亏损	(166,039)	(163,801)	(162,226)	(145,622)	(119,688)						
股东权益合计	86,504	92,112	96,219	115,664	144,941						
少数股东	5	(58)	(62)	(67)	(72)						
负债及股东权益	120,662	132,013	140,267	174,614	216,977						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	(115,491)	2,762	1,455	20,749	32,411	成长能力					
折旧摊销	5,367	4,846	4,952	5,220	5,547	营业收入	92.3%	49.5%	14.8%	40.1%	25.0%
SBC	1,865	2,191	2,532	2,841	3,343	营业利润	-189.7%	124.2%	-44.7%	1302.7%	56.1%
投资损失	(23)	(292)	0	0	0	归属于母公司净利润	-192.6%	155.8%	-11.9%	373.9%	50.6%
营运资金变动	(4,987)	(2,648)	769	3,463	2,647	获利能力					
其他	104,089	(1,284)	681	(2,739)	(4,865)	毛利率	23.2%	33.1%	34.1%	39.1%	40.9%
经营活动现金流	(9,180)	5,574	10,390	29,534	39,083	净利率	-12.8%	4.8%	3.7%	12.4%	14.9%
资本支出	(9,511)	(4,303)	(6,403)	(7,958)	(7,942)	ROE	-502.7%	2.5%	1.7%	15.7%	19.9%
短期&长期投资	(14,279)	(7,180)	(114)	(120)	(126)	ROIC	-95.7%	1.7%	1.1%	9.5%	11.9%
其他	352	1,309	0	0	0	偿债能力					
投资活动现金流	(23,439)	(10,174)	(6,517)	(8,078)	(8,068)	资产负债率	28.3%	30.3%	31.4%	33.8%	33.2%
债券融资	1,656	1,638	178	187	196	净负债率	19.8%	28.8%	28.6%	17.9%	1.8%
股权融资	27,639	370	0	0	0	流动比率	229.8%	224.5%	213.7%	214.5%	232.8%
其他	0	0	(792)	0	0	速动比率	226.8%	221.9%	211.1%	211.7%	230.0%
筹资活动现金流	29,295	1,114	(649)	187	196	营运能力					
汇率变动影响	1,010	(173)	0	0	0	应收账款周转率	9.8	10.5	10.9	11.9	11.3
现金净增加额	(2,314)	(3,659)	3,223	21,643	31,211	存货周转率	-	-	-	-	-
						总资产周转率	0.6	0.8	0.8	1.0	1.0
						每股指标 (元)					
						每股收益	(42.4)	0.4	0.3	2.8	4.5
						每股经营现金流	(3.4)	2.0	1.8	5.1	6.7
						每股净资产	31.8	33.8	16.5	19.9	24.9
						估值比率					
						市盈率	(1.6)	180.2	252.0	23.9	15.3
						市销率	2.8	1.9	3.5	2.5	2.0
						EV/EBITDA	(32.4)	24.6	61.7	15.3	10.4
						EV/EBIT					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

