

买入 (维持)

03690.HK 美团-W

港股

目标价: 330.0 港元

现价: 277.8 港元

## 营收利润超指引, 新业务投入扩大

2020年12月2日

## 市场数据

日期	20-12-02
收盘价(港元)	277.8
总股本(百万股)	5,883
流通股本(百万股)	5,148
总市值(十亿港元)	1,634
流通市值(十亿港元)	1,430
净资产(百万元)	100,683
总资产(百万元)	150,085
每股净资产(元)	17.11

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	97,529	113,356	162,431	207,311
同比增长(%)	49.5%	16.2%	43.3%	27.6%
经调整经营利润(百万元)	2,364	2,886	15,794	29,740
毛利率(%)	33.1%	31.5%	33.6%	35.3%
经调整经营利润(%)	2.4%	2.5%	9.7%	14.3%
净资产收益率(%)	2.4%	9.0%	12.5%	18.6%
EPS(元)	0.39	1.69	2.67	5.05
调整后EPS(元)	0.81	1.04	3.12	5.60
每股经营现金流(元)	0.57	2.24	4.47	6.74

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院

## 相关报告

跟踪-《“宅经济”推动用户与场景新机遇》-20200226

跟踪-《生活必需品订单量大增4倍, 升级推出“无接触安心送”》-20200213

跟踪-《需求短暂放缓, 用户与场景持续渗透》-20200208

深度-《生活服务O2O龙头, To B业务打开利润新空间》-20190516

## 海外TMT研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

SAC: S0190519080002

## 投资要点

- **经营稳步复苏, 关键财务指标优于指引。**美团三季度收入 354 亿元(YoY+28.8%); 调整后 EBITDA 达 26.8 亿元(YoY+17%); 净利润 63.2 亿, 扣除投资收益等项目的调整后净利润 20.5 亿元(YoY+5.8%); 公司各分部实现同比增长, 营收利润皆高于公司指引。公司三季度资本支出约 50 亿元, 主要用于推动新业务发展。与去年同期相比, 3Q20 公司销售费用率下降 3.9pcts 至 16.5%; 研发费用率同比小幅上升 0.6pcts 至 8.4%。
- **餐饮外卖乘旺季东风, 加大营销力度。**Q3 餐饮外卖行业恢复增长, 公司平台交易量 1522 亿元(YoY+36%), 日均交易笔数 3490 万笔(YoY+30%), 佣金收入 183 亿元(YoY+30%)。板块整体收入 207 亿元(YoY+33%), 经营利润 7.7 亿元(YoY+132%), OPM 同比上升 1.6pct 至 3.7%。主要驱动是扩大优质商户规模及平台供给的多样性, 并开展促销活动协助商家发展业务, 譬如珍珠奶茶主题营销, 以及在深夜时段为夜宵商家增加曝光率等。
- **到店业务业绩回到正轨, 增速转正。**公司三季度到店业务收入 65 亿元(YoY+5%), 经营利润 28 亿(YoY+22%)。截至 9 月底, 餐饮业帐单数已回至今年 1 月 1 日水平, 公司仍将持续大量促销活动。国内旅游需求也恢复近 7 成, 由于在暑期旅游高峰加大推广, 公司国内酒店间夜量回升至 1.14 亿, 间夜量在全球线上预定平台排名第一。除了扩大中低端酒店领先优势, 同时加强与高星酒店合作, 提升高端服务能力。
- **新业务继续加大投资。**三季度公司新业务收入 82 亿元(YoY+44%), 规模超越到店业务板块; 由于电单车与生鲜杂货等扩大投入, 经营亏损 20 亿元, 亏损同比扩大 69%。公司将持续加码新业务布局, 优选、闪购、买菜(自营)三模式协同, 渗透社区团购市场, 强化输出美团品牌的用户认知。
- **投资建议: 维持“买入”评级。**我们看好公司在生活服务龙头地位, 外卖盈利能力将随着规模提升, 新业务有望提升用户渗透与场景, 维持 Food+Platform 的战略。根据 SOTP 估值, 我们上调公司目标价至 330 港元, 维持“买入”评级。

**风险提示: 1) 政策风险; 2) 市场竞争加剧; 3) 餐饮行业景气度下行; 4) 新业务减亏不及预期**

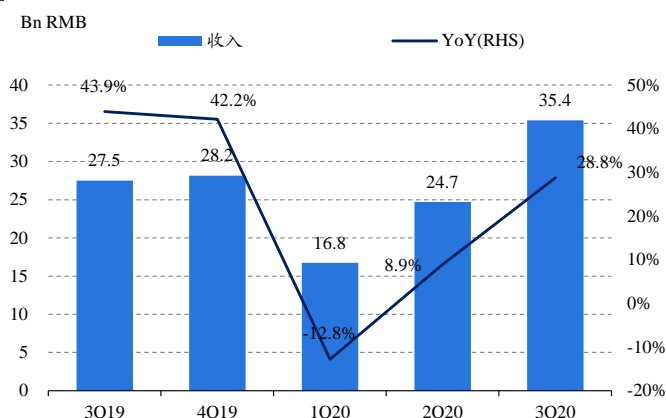
### 报告正文

事件：美团于 2020 年 11 月 30 日公布 3Q20 业绩。

**经营业绩继续稳步复苏。**美团 3Q20 收入 354.0 亿元(YoY+28.8%); 毛利润 108.2 亿元, 毛利率 30.6%; 经调整 EBITDA 达 26.8 亿元(YoY+17.1%), 经调整 EBITDA 率同比小幅下跌 0.8pct 至 7.6%; 经调整净利润为 20.5 亿元(YoY+5.8%), 调整后净利润率为 5.8%。三季度国内经济复苏步伐加速, 绝大多数人民生活恢复正轨, 促进美团业绩继续稳步复苏, 各业务分部均实现正增长。

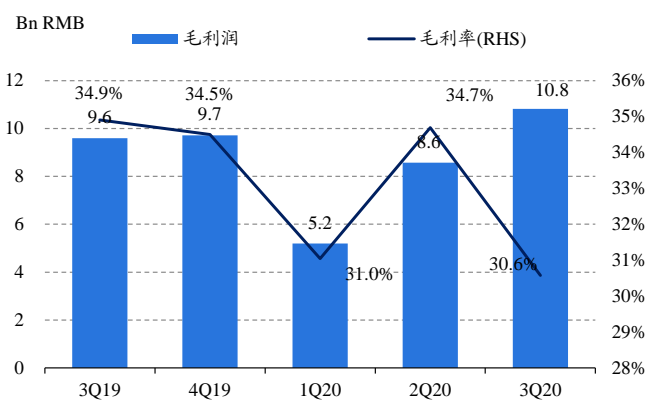
本季度公司持续加大投资, 资本支出超 40 亿。今年以来公司三费率呈持续下降趋势, 主要是由于前二季度受疫情影响收入相对较低, 在绝对值上三费今年持续增加, 主要是由于后疫情时期公司扩大宣传和促销活动所致。与去年同期相比, 3Q20 公司销售费用率下降 3.9pcts 至 16.5%; 研发费用率同比小幅上升 0.6pcts 至 8.4%; 管理费用率 4.0%, 与去年同期基本持平。截至本报告期末, 公司现金及现金等价物 197 亿元, 短期投资 337 亿元, 资金充裕。

#### 图1、公司季度营收及增速



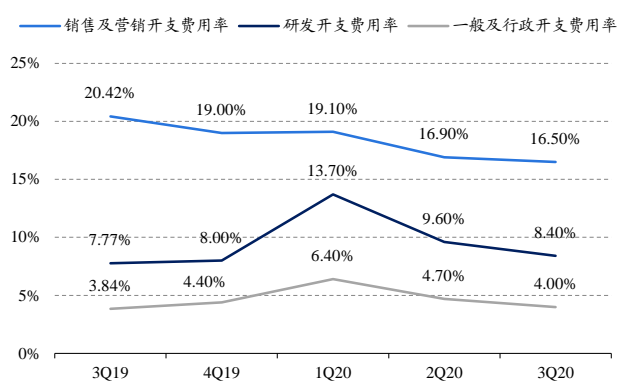
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图2、季度毛利及毛利率



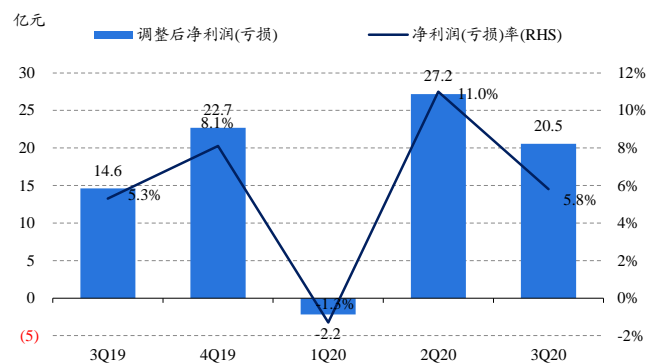
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图3、季度费用率



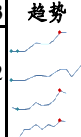
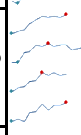
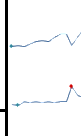

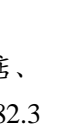
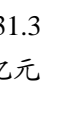
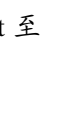

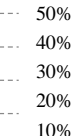
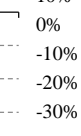
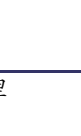
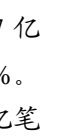
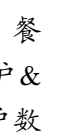
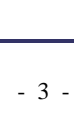

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图4、公司调整后净利润及利润率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、美团季度经营数据一览

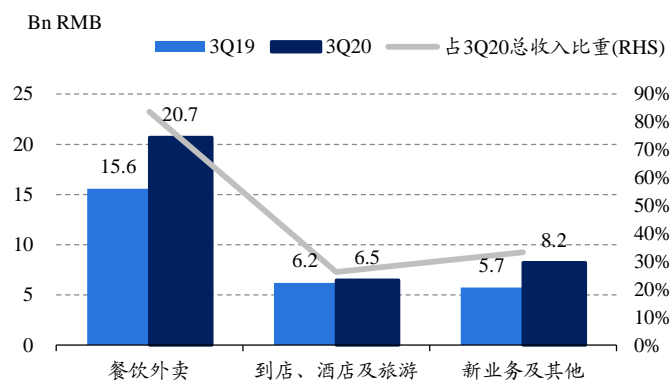
	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	趋势
<b>公司总交易额(亿元)</b>	1041	1041	1082	1237	1457	1380	1384	1592	1946	1899				
餐饮外卖	518	570	545	682	800	802	756	931	1119	1121	751	1088	1522	
到店、酒店及旅游	433	399	403	425	493	447	464	513	639	604				
其他	90	72	134	130	164	131	164	148	188	174				
<b>变现率</b>	9.29%	10.06%	10.42%	12.18%	13.09%	14.35%	13.90%	14.30%	14.10%	14.80%				
餐饮外卖	11.67%	11.62%	12.95%	13.06%	13.97%	13.72%	14.20%	13.80%	13.92%	14.00%	13.30%	13.40%	13.60%	
到店、酒店及旅游	6.98%	7.78%	7.79%	8.64%	9.00%	10.28%	9.70%	10.20%	9.70%	10.04%				
其他	6.74%	10.39%	8.07%	19.17%	21.15%	32.08%	24.20%	31.20%	30.51%	34.98%				
<b>公司交易笔数(亿笔)</b>														
餐饮外卖	12.04	13.54	12.24	15.49	17.88	18.32	17.00	21.00	25.00	25.05	13.70	22.29	32.13	
<b>平均单笔交易额(元)</b>														
餐饮外卖	43.02	42.09	44.51	44.02	44.76	43.77	44.47	44.33	44.76	44.80	54.82	48.83	47.38	
<b>在线商家数量(百万)</b>														
交易用户数(亿人)	2.93	3.10	3.40	3.57	3.82	4.00	4.12	4.23	4.36	4.51	4.49	4.57	4.77	
活跃商家数(百万)	3.80	4.40	4.70	5.10	5.50	5.80	5.80	5.90	5.90	6.20	6.10	6.30	6.50	
每位交易用户平均每年交易笔数(笔)	17.10	18.80	20.30	21.40	22.70	23.80	24.80	25.50	26.50	42.20	26.20	25.70	26.80	

资料来源:公司财报,兴业证券经济与金融研究院整理及预测

**分部收入:** 3Q20, 公司餐饮外卖收入为 206.9 亿(YoY+32.8%), 占比 58.5%; 到店、酒店及旅游业务收入为 64.8 亿(YoY+4.8%), 占比 18.3%; 新业务及其他收入为 82.3 亿(YoY+43.5%), 占比 23.2%。按类型划分: 3Q 佣金收入同比增加 24.5%至 231.3 亿元, 在线营销服务收入 56.6 亿元(YoY+28.7%), 其他服务及销售收入 63.9 亿元(YoY+18.1%)。

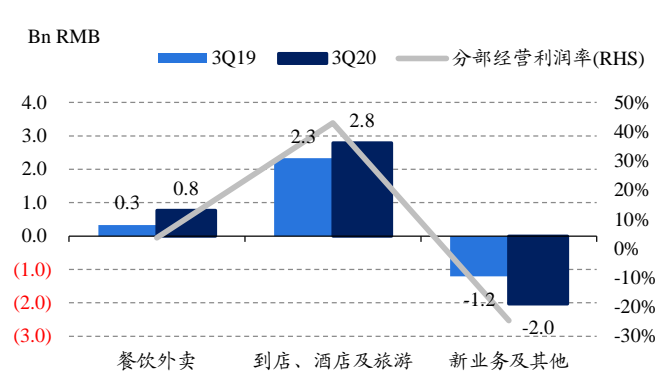
餐饮外卖和到店酒旅分部经营利润率均较去年同期有所上升, 分别上升 1.6pct 至 3.7%和上升 5.3pct 至 43.0%; 新业务仍处于投资投入状态。

图5、季度分部收入



资料来源:公司财报,兴业证券经济与金融研究院整理

图6、季度分部经营利润



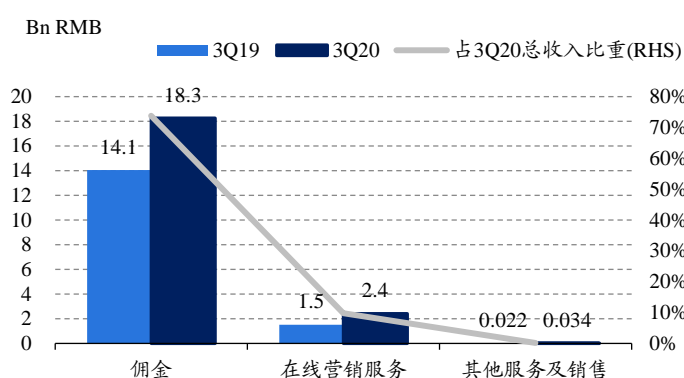
资料来源:公司财报,兴业证券经济与金融研究院整理

**餐饮外卖业务: 借旺季东风, 业绩强劲增长。** 美团 3Q20 餐饮外卖收入为 207 亿(YoY+32.8%), 经营利润 7.7 亿元(YoY+132.2%), OPM 由 2.1% 同比上升至 3.7%。3Q 餐饮外卖业务的 GTV 上升至 1522.3 亿元(YoY+36.0%), 交易笔数达 32.1 亿笔(YoY+30.1%), 客单价由去年同期 44.76 元/笔上升到 47.38 元/笔(YoY+5.8%); 餐饮外卖变现率同比由 13.92% 小幅下滑至 13.60%。此外公司 2Q20 继续实现用户 & 商家数双增长。活跃商家数为 650 万(YoY+10.2%), 环比上升 20 万, 交易用户数

为 4.77 亿人(YoY+9.3%)。每位交易用户年均交易笔数 26.8 笔,与去年同期基本持平。

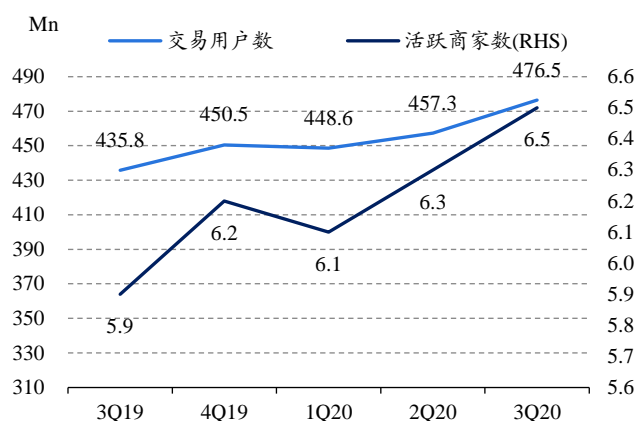
**夏季促销助推增长。**2020 年第三季度,公司继续扩大优质商户供给规模及提升平台供给的多样性,并且开展了多项夏季促销活动协助商家发展业务,包括在七夕等节假日推出珍珠奶茶主题促销活动以及在深夜时段为夜宵商家增加曝光率等,不同消费类别(如夜宵及下午茶)的受欢迎程度持续上升,夜宵类别的交易笔数显著增长,大幅增加了外卖业务交易量,餐饮外卖日均交易笔数同比增长 30.1% 至 3490 万笔。

图7、餐饮外卖业务收入按性质分布



资料来源:公司财报,兴业证券经济与金融研究院整理

图8、平台交易用户数及活跃商家数(季度)

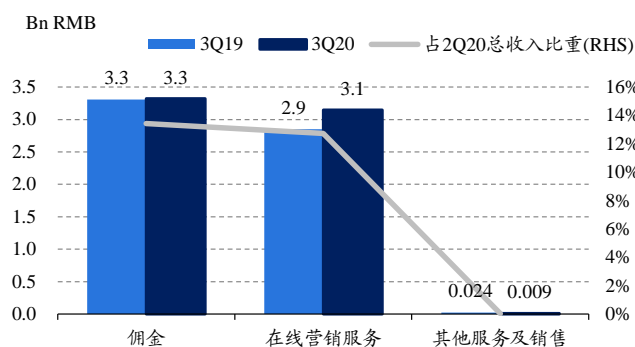


资料来源:公司财报,兴业证券经济与金融研究院整理

**到店、酒店及旅游业务:业绩回到正轨,增速转正。**得益于疫情的高效管控以及夏季期间消费需求的快速增长,3Q20 到店分部的交易量及交易金额均实现同比正向增长。公司 3Q20 到店、酒店及旅游业务收入为 65 亿(YoY+4.8%),经营利润 28 亿(YoY+21.7%),经营利润率 43.0%,较去年同期上升 5.3pct。

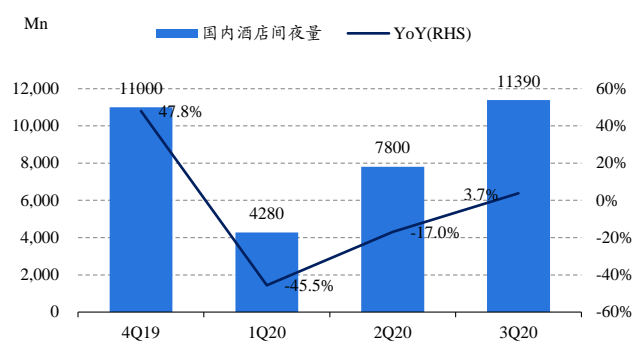
**消费者信心恢复,公司把握用户暑期活跃高峰。**据哗啦啦数据显示,三季度整体账单数与营业门店数呈增长趋势,截止 9 月 30 日,账单数已回升至今年 1 月 1 日水平,营业门店数较 1 月 1 日已有近 11% 的增长。公司继续开展各类营销活动,包括“玩美季”等生活消费节以推动行业进一步复苏。酒旅方面,得益于疫情有效控制和夏季旅游需求高峰,消费者对休闲旅游的需求基本上已恢复约七成,统计局数据显示,10 月份我国旅客运输量已恢复至 10.7 亿人,为去年同期的 68.9%。同时,消费者青睐的旅游目的地由海外旅游胜地转向国内旅游胜地,使得公司能够充分发挥境内的竞争优势。三季度公司在保持低端酒店优势的同时,与高星级酒店合作不断加强,合作的高星级酒店数量季度环比大幅增长,公司高端酒店服务能力持续提升。三季度在公司平台上消费的国内酒店间夜量同比小幅上升 3.7% 至 1.14 亿。

图9、到店及酒旅收入按性质分布



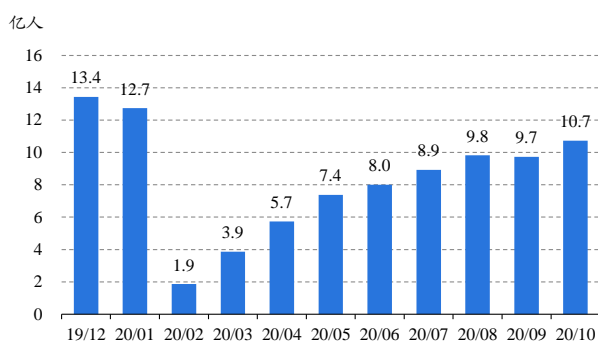
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司国内酒店间夜量



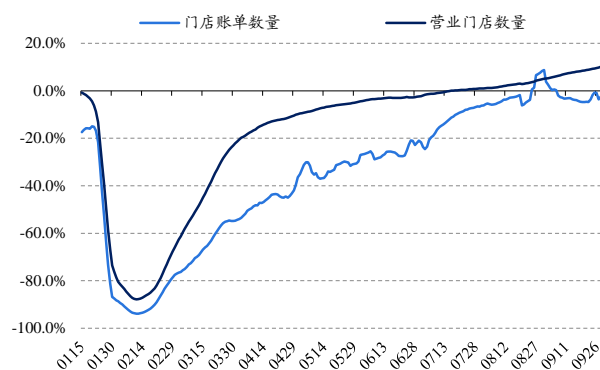
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、我国每月旅客运输量



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

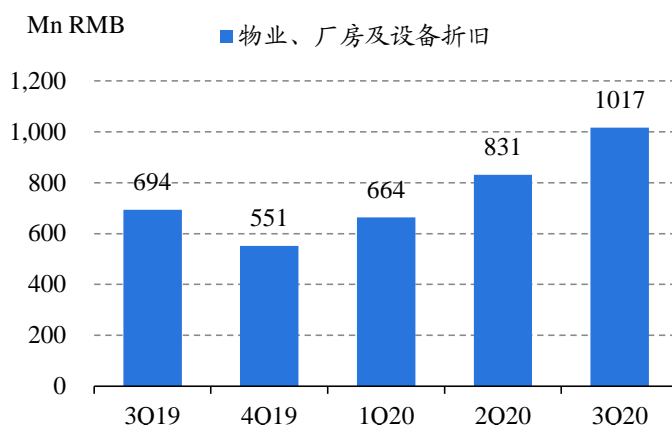
图12、餐饮营业门店数量和账单数量较2020.1.1增长趋势



资料来源：哗啦啦大数据，兴业证券经济与金融研究院整理

**新业务继续加大投资。**公司 3Q20 新业务及其他收入达 82 亿(YoY+43.5%)，新业务及其他经营亏损 20 亿元，亏损同比扩大 68.8%。资本扩张开支使本季度物业厂房及设备折旧环比继续上升 22.4%至 10.17 亿。三季度共享单车周转率同比提升 30%；“美团闪购”在药品鲜花等品类的消费需求进一步凸显，单季药品类订单同比增加逾 200%，入驻平台药店近 10 万家；新模式“美团优选”7 月于广州等新城市上线，将在开放助推上下游本地商家发展的同时，通过发展社区团长、加强基础能力建设满足用户多元需求，初步形成优选、闪购和自营三模式协同，加大渗透社区团购市场，并且随着业务规模的扩大，公司将能够有效向消费者灌输独特品牌意识。

图13、物业厂房及设备折旧



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：维持“买入”评级。**我们看好公司在本地生活服务的龙头地位，外卖盈利能力将随着规模效提升，新业务有望提升用户渗透与场景，维持Food+Platform的战略。根据SOTP估值，我们上调公司目标价至330港元，维持“买入”评级。

表2、美团点评公司财务预测

(人民币 百万元)	FY19A	FY20E	FY21E	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20E
利润简表	Dec/19	Dec/20	Dec/21	Dec/19	Mar/20	Jun/20	Sep/20	Dec/20
<b>餐饮外卖</b>								
交易金额	392,700	486,455	636,564	112,100	71,504	108,827	152,233	153,891
YoY	38.9%	23.9%	30.9%	39.8%	-5.4%	16.9%	36.0%	37.3%
变现率	14.0%	13.5%	14.3%	14.0%	13.3%	13.4%	13.6%	13.6%
<b>收入</b>	<b>54,843</b>	<b>65,712</b>	<b>90,836</b>	<b>15,716</b>	<b>9,490</b>	<b>14,544</b>	<b>20,693</b>	<b>20,985</b>
YoY	43.8%	19.8%	38.2%	42.8%	-11.4%	13.2%	32.8%	33.5%
占比	56.2%	58.0%	55.9%	55.8%	56.6%	58.8%	58.5%	57.5%
<b>调整后经营利润</b>	<b>1,069</b>	<b>2,604</b>	<b>9,075</b>	<b>482</b>	<b>-71</b>	<b>1,253</b>	<b>768</b>	<b>654</b>
调整后经营利润率	1.9%	4.0%	10.0%	3.1%	-0.7%	8.6%	3.7%	3.1%
<b>到店、酒店及旅游</b>								
交易金额	222,100	208,204	285,840	60,400	30,343	44,549	63,511	69,802
YoY	25.6%	-6.3%	37.3%	35.1%	-34.6%	-13.2%	-0.6%	15.6%
变现率	10.0%	10.2%	11.6%	10.5%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
<b>收入</b>	<b>22,275</b>	<b>21,237</b>	<b>33,080</b>	<b>6,357</b>	<b>3,095</b>	<b>4,544</b>	<b>6,478</b>	<b>7,120</b>
YoY	40.6%	-4.7%	55.8%	38.4%	-31.1%	-13.4%	4.8%	12.0%
占比	22.8%	18.7%	20.4%	22.6%	18.5%	18.4%	18.3%	19.5%
<b>调整后经营利润</b>	<b>7,715</b>	<b>8,065</b>	<b>11,922</b>	<b>2,327</b>	<b>680</b>	<b>1,892</b>	<b>2,787</b>	<b>2,706</b>
调整后经营利润率	34.6%	38.0%	36.0%	36.6%	22.0%	41.6%	43.0%	38.0%
<b>新业务及其他</b>								
<b>收入</b>	<b>20,410</b>	<b>26,406</b>	<b>38,516</b>	<b>6,086</b>	<b>4,168</b>	<b>5,634</b>	<b>8,230</b>	<b>8,374</b>
YoY	81.5%	29.4%	45.9%	44.8%	4.9%	22.1%	43.5%	37.6%
占比	20.9%	23.3%	23.7%	21.6%	24.9%	22.8%	23.2%	23.0%
<b>调整后经营利润</b>	<b>-6,420</b>	<b>-7,783</b>	<b>-5,203</b>	<b>-1,327</b>	<b>-1,364</b>	<b>-1,460</b>	<b>-2,029</b>	<b>-2,931</b>
调整后经营利润率	-31.5%	-29.5%	-13.5%	-21.8%	-32.7%	-25.9%	-24.7%	-35.0%
<b>合计</b>								
交易金额	682,100	770,106	1,031,802	189,900	113,757	169,472	239,258	247,618
YoY	32.3%	12.9%	34.0%	37.6%	-17.8%	6.5%	22.9%	30.4%
变现率	14.3%	14.7%	15.7%	14.8%	14.7%	14.6%	14.8%	14.7%
<b>收入</b>	<b>97,529</b>	<b>113,356</b>	<b>162,431</b>	<b>28,158</b>	<b>16,754</b>	<b>24,722</b>	<b>35,401</b>	<b>36,479</b>
YoY	49.5%	16.2%	43.3%	42.2%	-12.6%	8.9%	28.8%	29.5%
<b>毛利</b>	<b>32,320</b>	<b>35,758</b>	<b>54,601</b>	<b>9,718</b>	<b>5,196</b>	<b>8,575</b>	<b>10,823</b>	<b>11,163</b>

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

毛利率	33.1%	31.5%	33.6%	34.5%	31.0%	34.7%	30.6%	30.6%
调整后净利润	4,657	5,968	17,912	2,270	-216	2,718	2,055	1,410
调整后净利润率	4.8%	5.3%	11.0%	8.1%	-1.3%	11.0%	5.8%	3.9%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

**风险提示：**1) 政策风险；2) 市场竞争加剧；3) 餐饮行业景气度下行；4) 新业务减亏不及预期

## 附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	<b>82,135</b>	<b>99,500</b>	<b>130,522</b>	<b>173,637</b>	
存货	527	620	861	1,072	
贸易应收款项	677	810	2,071	1,482	
预付款项、押金及其他资产	9,591	15,754	22,574	28,811	
短期投资	49,436	51,907	54,503	57,228	
受限制现金	8,760	8,760	8,760	8,760	
现金及现金等价物	13,396	21,649	41,754	76,284	
<b>非流动资产</b>	<b>49,878</b>	<b>52,374</b>	<b>54,009</b>	<b>54,457</b>	
物业、厂房及设备	5,376	4,623	5,305	4,692	
无形资产	32,700	31,535	30,363	29,236	
递延税项资产	590	537	537	537	
采用权益法核算的投资	2,284	2,706	3,033	3,364	
按公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	7,166	11,466	12,612	13,874	
预付款项、押金及其他资产	1,762	1,507	2,159	2,755	
<b>资产总计</b>	<b>132,013</b>	<b>151,874</b>	<b>184,531</b>	<b>228,094</b>	
<b>流动负债</b>	<b>36,593</b>	<b>43,937</b>	<b>57,542</b>	<b>67,529</b>	
贸易应付款项	6,766	8,269	11,490	14,303	
应付商家款项	7,495	9,626	12,139	13,833	
交易用户预付款	3,856	4,820	6,458	7,792	
其他应付款项及应计费用	7,237	11,336	16,243	18,846	
借款	3,553	4,263	5,116	6,139	
递延收入	4,567	4,997	5,470	5,990	
<b>非流动负债</b>	<b>3,366</b>	<b>3,413</b>	<b>3,464</b>	<b>3,520</b>	
递延税项负债	1,388	1,388	1,388	1,388	
递延收入	389	389	389	389	
其他非流动负债	130	130	130	130	
<b>负债合计</b>	<b>39,959</b>	<b>47,350</b>	<b>61,006</b>	<b>71,050</b>	
<b>本公司权益持有人应占权益</b>	<b>92,112</b>	<b>104,586</b>	<b>123,589</b>	<b>157,110</b>	
股本及股份溢价	260,360	260,360	260,360	260,360	
其它储备	-4,447	-1,409	2,165	6,518	
累计亏损	-163,801	-154,366	-138,936	-109,768	
<b>非控股权益</b>	<b>-58</b>	<b>-61</b>	<b>-63</b>	<b>-66</b>	
<b>总权益</b>	<b>92,054</b>	<b>104,525</b>	<b>123,525</b>	<b>157,044</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>132,013</b>	<b>151,875</b>	<b>184,532</b>	<b>228,094</b>	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
税前利润	2,762	9,721	15,350	29,020	
折旧和摊销	4,025	4,091	3,952	4,048	
营运资金的变动	-3,854	249	3,778	2,508	
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2,765</b>	<b>12,575</b>	<b>25,720</b>	<b>38,862</b>	
投资活动产生现金流量	-9,917	-6,071	-6,315	-5,165	
融资活动产生现金流量	5,445	1,750	699	834	
现金净变动	-1,708	8,253	20,105	34,530	
现金的期初余额	17,044	13,396	21,649	41,754	
现金的期末余额	13,396	21,649	41,754	76,284	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>收入</b>	<b>97,529</b>	<b>113,356</b>	<b>162,431</b>	<b>207,311</b>	
销售成本	-65,208	-77,598	-107,831	-134,223	
毛利	32,320	35,758	54,601	73,089	
销售及营销开支	-18,819	-19,409	-24,413	-28,118	
研发开支	-8,446	-10,671	-10,688	-9,619	
一般及行政开支	-4,339	-5,284	-7,279	-9,619	
按公允价值计量且其变动计入当期损益的投资之公允价值变动	78	7,491	1,147	1,261	
其他(亏损)/收入净额	2,531	2,074	2,074	2,074	
<b>EBIT</b>	<b>2,680</b>	<b>9,545</b>	<b>15,441</b>	<b>29,069</b>	
调整后经营利润	2,364	2,886	15,794	29,740	
<b>税前亏损</b>	<b>2,762</b>	<b>9,721</b>	<b>15,350</b>	<b>29,020</b>	
所得税	-526	-289	77	145	
<b>净利润</b>	<b>2,236</b>	<b>9,432</b>	<b>15,427</b>	<b>29,165</b>	
非控股权益	-3	-3	-3	-3	
<b>本公司权益持有人调整后净利润</b>	<b>2,239</b>	<b>9,435</b>	<b>15,430</b>	<b>29,168</b>	
调整后净利润	4,657	5,968	17,912	32,171	
<b>EPS(元)</b>	<b>0.39</b>	<b>1.69</b>	<b>2.67</b>	<b>5.05</b>	
<b>调整后 EPS(元)</b>	<b>0.81</b>	<b>1.04</b>	<b>3.12</b>	<b>5.60</b>	

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
收入增长率	49.5%	16.2%	43.3%	27.6%
毛利润增长率	114.0%	10.6%	52.7%	33.9%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	33.1%	31.5%	33.6%	35.3%
净利率	2.3%	8.3%	9.5%	14.1%
ROE	2%	9%	12%	19%
ROA	1.7%	6.2%	8.4%	12.8%

## 偿债能力

净资产负债率	43.4%	45.3%	49.4%	45.2%
资产负债率	30.3%	31.2%	33.1%	31.1%
流动比率	2.24	2.26	2.27	2.57
速动比率	1.97	1.89	1.86	2.13
<b>营运能力</b>				
资产周转率	73.9%	74.6%	88.0%	90.9%
应收帐款周转率	144.11	139.87	78.45	139.87

## 每股资料(元)

每股收益	0.4	1.7	2.7	5.1
调整后每股收益	0.8	1.0	3.1	5.6



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

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](http://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。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。

## 特别声明

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。