

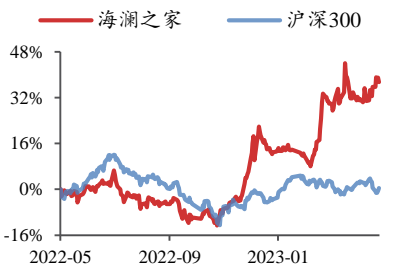
海澜之家 (600398.SH)

2023年05月03日

投资评级：买入（维持）

日期	2023/4/28
当前股价(元)	6.45
一年最高最低(元)	6.81/4.06
总市值(亿元)	278.61
流通市值(亿元)	278.61
总股本(亿股)	43.20
流通股本(亿股)	43.20
近3个月换手率(%)	28.99

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《商务活动复苏&竞争格局改善，业绩有望加速释放——公司信息更新报告》-2023.2.19

《2022Q3 主品牌收入增速转正，各渠道经营逐季向好——公司信息更新报告》-2022.10.30

《2022H1 业绩承压，看好未来线上增长+线下直营提升——公司信息更新报告》-2022.9.1

2022 年业绩承压，2023Q1 业绩如期复苏

——公司信息更新报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

● 2022 年业绩承压，2023Q1 业绩如期复苏，维持“买入”评级

公司 2022 年实现收入 185.62 亿元 (-8.06%)，归母净利润 21.55 亿元 (-13.49%)，收入下降主要系疫情影响消费需求和信心，服装行业承受高成本、低需求和高库存压力。2023Q1 实现收入 56.82 亿元 (+9.02%)，归母净利润 8.03 亿元 (+11.07%)。2023Q1 主品牌受益于商务需求恢复业绩明显好转，直营与线上重回高速增长，我们略下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 27.9/31.6/35.6 亿元（2023-24 年原为 28.9/33.6 亿元），EPS 为 0.7/0.7/0.8 元，当前股价对应 PE 为 10/8.8/7.8 倍，预计 2023 年为业绩快速恢复期，主品牌线下拓店稳健店效恢复&电商高增长、新品牌减亏、运动潜力释放，维持“买入”评级。

● 2022 年圣凯诺表现稳健，2023Q1 线上收入及毛利率进一步改善

(1)分品牌：2022 年海澜之家收入 137.5 亿元 (-9.1%)，占比 77%，毛利率 42.24% (+2.23pct) 主要系直营占比提升；圣凯诺收入 22.5 亿元 (-0.58%)，占比 13%，毛利率 48.6% (-2.97pct)；其他品牌收入 19 亿元 (-6.74%)，占比 11%，毛利率 52.2% (-8.07pct)。(2)分渠道：2022 年线上仍有增长，收入 28.56 亿元 (+4.8%)，占比 16% (+1.9pct)，毛利率+3.79pct 至 39.98%；2022 年直营/加盟收入 +23%/-14.2%，毛利率分别-0.3pct/+2.1pct。2023Q1 线上收入及毛利率进一步改善，收入+17.55%至 6.32 亿元，毛利率+6.2pct 至 47.7%，直营渠道较快恢复，直营/加盟收入+47.6%/+4.3%，直营/加盟毛利率分别+7.8/-1.6pct 至 61%/42.4%。

● 2022 年线下门店逆势拓展，线上占比提升，2023Q1 直营门店占比持续提升

截至 2022 年线下总门店 8219 (+567)，其中直营净增 463 家，直营占比+4.6pct 至 19.2%，海澜之家 5942 家(+270)其中直营净拓 327 家，其他品牌 2277 家(+297)。截至 2023Q1 末海澜之家 5957 家 (+15) 直营净开 26 家，直营占比较 2021 年提升 5.3pct 至 18.1%，2023Q1 末其他品牌 2164 家 (-113) 主要系加盟净闭 113 家。

● 2023Q1 盈利能力改善，存货周转及现金流状况良好

盈利：2022 年直营占比提升、加盟毛利率改善驱动毛利率+2.3pct 至 42.9%，期间费用率为 24.3% (+2.65pct)，净利率为 11.61% (-0.73pct)。2023Q1 促销活动减少下，线上及直营毛利率大幅改善驱动毛利率+3.8pct 至 39.98%，期间费用率 22.76% (-2.86pct) 带动净利率为 14.1% (+0.26pct) 同比环比均有改善。营运：2022 年存货 94.6 亿元 (+16.44%)，品牌可退货存货占比 72% (+0.5pct) 维持稳定，经营性净现金流 31.4 亿元 (-28%)。2023Q1 存货 77.8 亿元 (-9.2%)，存货周转天数为 246 天 (-17)，回归良性，经营性净现金流 14.4 亿元 (+58.3%)。

● 风险提示：线上增长、线下店效恢复、其他品牌进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,188	18,562	21,730	23,868	26,100
YOY(%)	12.4	-8.1	17.1	9.8	9.4
归母净利润(百万元)	2,491	2,155	2,788	3,161	3,561
YOY(%)	39.6	-13.5	29.4	13.3	12.7
毛利率(%)	40.6	42.9	45.1	45.8	46.3
净利率(%)	12.3	11.6	12.8	13.2	13.6
ROE(%)	15.9	14.2	16.0	16.5	16.3
EPS(摊薄/元)	0.58	0.50	0.65	0.73	0.82
P/E(倍)	11.2	12.9	10.0	8.8	7.8
P/B(倍)	1.9	2.0	1.7	1.5	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022 年业绩承压，2023Q1 业绩如期复苏.....	3
1.1、 按品牌：2022Q4 承压，2023Q1 各品牌均实现增长.....	3
1.2、 按渠道：线上占比持续提升，2023Q1 直营和线上强势恢复.....	4
1.3、 线下门店：国内稳健拓店，2023 年预计进一步拓展东南亚市场.....	5
2、 2023Q1 盈利能力改善，存货周转及现金流状况良好.....	6
2.1、 盈利能力：2022 年直营占比提升驱动毛利率，2023Q1 盈利改善.....	6
2.2、 营运能力：2023Q1 存货周转良好，现金储备充足.....	7
3、 盈利预测与投资建议.....	8
4、 风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

图表目录

图 1： 2022 年公司实现收入 185.62 亿元（-8.06%）.....	3
图 2： 2022 年公司实现归母净利润 21.55 亿元（-13.49%）.....	3
图 3： 2023Q1 收入 56.82 亿元，同比增长 9.02%.....	3
图 4： 2023Q1 归母净利润 8.03 亿元，同比增长 11.07%.....	3
图 5： 2022 年毛利率大幅增长.....	6
图 6： 2023Q1 公司毛利率和净利率呈现回升态势.....	6
图 7： 2022 年销售费用率提高主要直营占比进一步提升.....	7
图 8： 2023Q1 销售及财务费用率同比下降 1.08/1.55pct.....	7
图 9： 公司 2022 库存周转天数同比增加 65 天.....	7
图 10： 公司 2022 应收账款周转天数提升.....	7
表 1： 公司 2022 主营业务 HLA/圣凯诺/其他品牌分别同比下降 9.11%/0.58%/6.74%.....	4
表 2： 公司 2022 线上渠道收入同比增长 4.8%.....	5
表 3： 2022 门店为 8219 家（+567），海澜之家/其他品牌门店较 2021 分别净增长 270/297 家.....	5

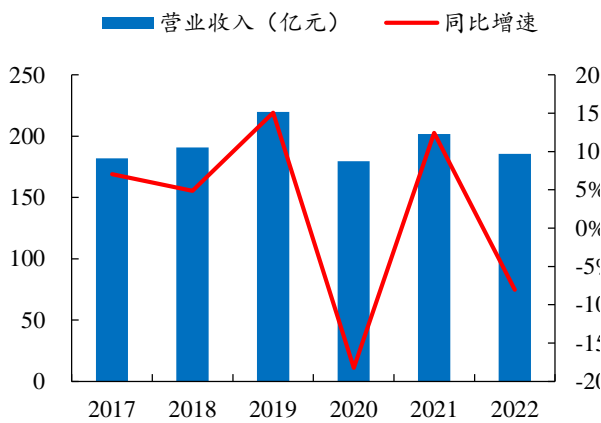
1、2022 年业绩承压，2023Q1 业绩如期复苏

公司 2022 年实现收入 185.62 亿元(-8.06%)，归母净利润 21.55 亿元(-13.49%)，收入下降主要系 2022 年国内消费需求和信心下降，服装行业遭受高成本、低需求和高库存压力冲击。2023Q1 收入为 56.82 亿元(+9.02%)，归母净利润为 8.03 亿元(+11.07%)，2023Q1 业绩明显好转，2203 年收入有望重回高增。

分季度看，2022Q1-2022Q4 单季度收入分别为 52.12 亿元(-5.15%)、43.04 亿元(-7.24%)、41.59 亿元(+3.43%)、48.87 亿元(-18.99%)；归母净利润分别为 7.23 亿元(-14.17%)、5.53 亿元(-31.58%)、4.74 亿元(+19.19%)、4.06 亿元(-8.52%)。

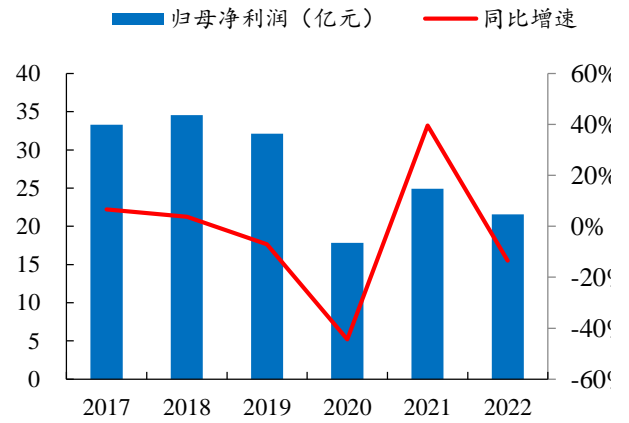
分地区看，2022 年境内实现收入 176.86 亿元，同比-8.59%，境外实现收入 2.19 亿元，同比增长了 154.1%，主要系随着东南亚各国逐步放开，整体经济呈现良好的增长态势，海外市场的经营业绩迎来高增。

图1：2022 年公司实现收入 185.62 亿元 (-8.06%)



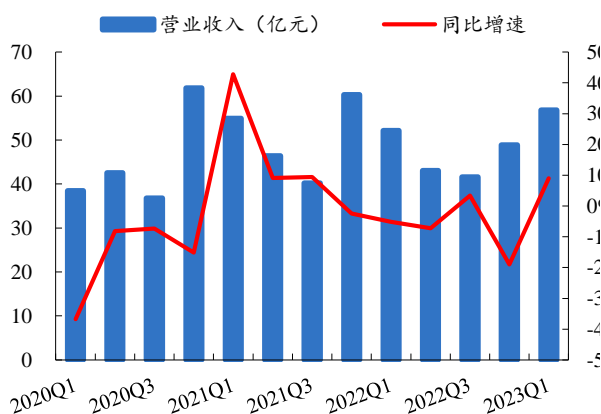
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022 年公司实现归母净利润 21.55 亿元(-13.49%)



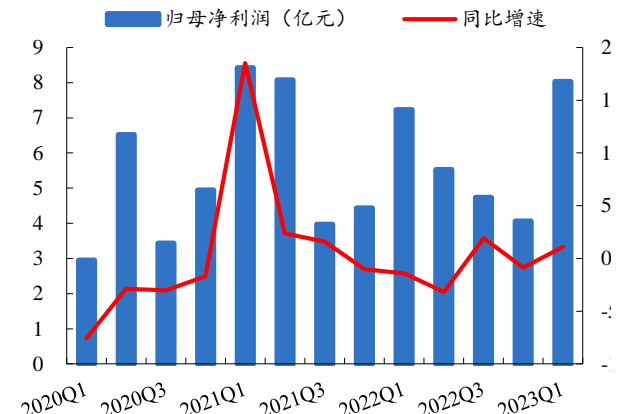
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2023Q1 收入 56.82 亿元，同比增长 9.02%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2023Q1 归母净利润 8.03 亿元，同比增长 11.07%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、按品牌：2022Q4 承压，2023Q1 各品牌均实现增长

(1) 海澜之家：2022 年海澜之家系列实现收入 137.53 亿元，同比下降 9.11%，

收入占比为 76.81%，收入下降主要系疫情影响，其中 2022Q4 收入下降 21.1%。2023 年，海澜之家继续以购物中心店为拓展中心优化门店结构，持续提升购物中心门店占比，同时提升门店终端运营效率，2023Q1 收入 48.19 亿元(+13.03%)，对比 2021Q1 增长 5%。

(2) 圣凯诺：2022 年圣凯诺实现收入 22.47 亿元 (-0.58%)，2022Q3/Q4 收入 -20.6%/+22.3% 主要系出货延迟，在巩固金融、电信等传统行业的职业装定制外，积极开拓校服等品类市场，进一步提升职业装市场竞争力，收入实现基本持平，收入占比为 12.55%。为进一步扩大夹克、休闲裤、衬衫、T 恤等品类产品的供应能力，2022H2 实施洛阳服装生产基地建设项目。2023Q1 收入 3.56 亿元 (+16.5%)，对比 2021Q1 增长 12%。

(3) 其他品牌：2022 年其他品牌实现收入 19.04 亿元 (-6.74%)，其中 2022Q4 收入下降 34.13%，收入占比为 10.64%。2023Q1 收入 4.95 亿元(+1.9%)，对比 2021Q1 增长 19%。

海澜优选：2022 年明确以家居、舒适、休闲为品牌基调风格，针对服饰品类，通过天然纤维及功能性面料的运用，形成整体统一调性，增强品牌辨识度。杂货品类定期展开调研，融合总仓配货和供应商直发的发货模式，加强推新以丰富产品供给。

OVV：升级品质、丰富品类，创新营销提升品牌影响力。强调与注重面料性能，使得高品质、高垂感、高时尚感成为品牌的产品特色，基于优质天然面料为基础的高性价比产品持续获得核心消费客群的认可。

童装板块：英式 (YeeHoO) 强化高端定位，升级品牌形象，全新形象店入驻南京德基广场、成都 SKP、上海港汇恒隆等国内多个核心商圈广场。男生女生 (HEYLADS) 通过系列产品提升终端辨识度、结构精准度，同时全面推进六代店加强布局标杆商场，模特大赛及央视赞助提升品牌知名度。

表1：公司 2022 主营业务 HLA/圣凯诺/其他品牌分别同比下降 9.11%/0.58%/6.74%

单位：亿元	2020		2021		2022		VS2021 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动
HLA	137.68	78.92%	151.33	77.86%	137.53	76.81%	-9.11%	-1.05pct
圣凯诺	20.71	11.87%	22.60	11.63%	22.47	12.55%	-0.58%	+0.92pct
其他品牌	16.06	9.21%	20.42	10.51%	19.04	10.64%	-6.74%	+0.13pct
总计	174.45	100.00%	194.35	100.00%	179.05	100.00%	-7.87%	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动
HLA	49.54	35.99%	60.55	40.01%	58.10	43.63%	-2.46	+3.62pct
圣凯诺	10.92	52.71%	11.66	51.57%	10.92	52.77%	-0.74	+1.2pct
其他品牌	6.18	38.48%	9.01	44.14%	9.94	45.35%	0.93	+1.21pct
总计	66.64	37.42%	81.22	41.79%	78.96	44.67%	-2.26	+2.88pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、按渠道：线上占比持续提升，2023Q1 直营和线上强势恢复

2022 年公司线上渠道增长迅速，实现线上收入 28.56 亿元 (+4.8%)，线上收入占比同比提升 1.93pct 至 15.95%，线上收入增长主要系：①公司不断提升产品年轻化属性，提高年轻客群占比；围绕新国潮、新街潮、轻商务和轻运动“两新两轻”四大风

格切入点,从产品定位、质量、设计元素、包装等方面升级。②同时持续扩大抖音、快手等平台业务,开辟自播矩阵:抖音短视频播放量达到6亿次,首次联合抖音平台新风潮活动,实现抖音男装店铺第一名,抖音官方旗舰店实现商城成交榜&搜索渠道成交榜&店铺页面成交榜等多个榜单第一。③积极布局海外直播带货的新渠道业务:目前已入驻Tiktok平台,直播业务覆盖东南亚地区五个国家。2023Q1收入6.32亿元(+17.55%),占比提升0.51pct至11.15%,收入对比2021Q1增长18%。

2022线下收入为150.49亿元(-9.94%),主要系疫情影响线下零售环境,2023Q1线下收入为50.38亿元(+11.54%),较2022Q1线下收入+12%。

按直营/加盟拆分(不含圣凯诺):2022直营收入30.37,同比增长22.79%,加盟及其他收入126.21亿元,同比下降14.15%。2023Q1直营、加盟及其他分别收入12.35/40.79亿元,分别+47.63%/+4.25%,对比2021Q1直营增长48%、加盟增长4%。

表2: 公司2022线上渠道收入同比增长4.8%

单位: 亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
线上渠道	5.85	8.54	10.54	11.51	13.25	20.5	27.26	28.56
YOY	3517	45.92%	23.35%	9.25%	15.12%	54.68%	32.98%	4.80%
占比	3.80%	5.17%	5.91%	6.14%	6.19%	11.75%	14.02%	15.95%
线下渠道	148.2	156.67	167.78	175.88	200.67	153.95	167.09	150.49
YOY		5.72%	7.09%	4.83%	14.09%	-23.28%	8.54%	-9.94%
占比	96.20%	94.83%	94.09%	93.86%	93.81%	88.25%	85.98%	84.05%
合计	154.05	165.21	178.32	187.39	213.92	174.45	194.35	179.05

数据来源:公司公告、开源证券研究所

1.3、线下门店:国内稳健拓店,2023年预计进一步拓展东南亚市场

2022年底总门店数8219家,较2022年初净增567家。线下门店遍布全国31个省(自治区、直辖市),覆盖80%以上的县、市,并进一步拓展到东南亚海外市场,海外业务约50家店且已实现盈利,其中马来西亚40家左右,新加坡泰国越南合计10家左右,预计2023年继续在存量市场新开店并进一步进入印尼新市场。

①海澜之家:门店5942家(+270家),开店主要系直营店净增327家驱动,直营占比自2021年的12.82%提升4.92pct至17.74%。

②其他品牌:门店2277家(+297家),直营店净增136家、加盟净增161家。

2023Q1总门店8121家,较2022年底净关98家主要系其他品牌加盟净关。海澜之家系列门店5957家(净增15家,直营净增26家),其他品牌门店2164家(净关113家,加盟净关113家)。

表3: 2022门店为8219家(+567),海澜之家/其他品牌门店较2021分别净增长270/297家

单位: 家	2018	2019	2020	2021	2022	直营占比	直营占比提升
门店总数	7545	7254	7381	7652	8219	19.20%	4.63pct
海澜之家	5097	5598	5543	5672	5942		
直营	181	357	486	727	1054	17.74%	4.92pct
加盟及联营	5116	5241	5057	4945	4888	82.26%	
其他品牌	967	1656	1838	1980	2277		
直营	78	302	319	388	524	23.01%	3.42pct

单位：家	2018	2019	2020	2021	2022	直营占比	直营占比提升
加盟及联营	889	1354	1519	1592	1753	76.99%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2023Q1 盈利能力改善，存货周转及现金流状况良好

2.1、盈利能力：2022 年直营占比提升驱动毛利率，2023Q1 盈利改善

(1) 毛利率：2022 毛利率为 42.89% (+2.25pct)，主要系直营占比提升，分季度看，2022Q1-2022Q4 毛利率分别同比+2.36pct/-2.14pct/-2.61pct/+8.63pct。2023Q1 毛利率 44.58%，同比-0.68pct。

分品牌看，2022 海澜之家主品牌毛利率为 42.24%(+2.23pct)，2023Q1 海澜之家品牌毛利率 45.8% (+0.08pct)，基本持平。

2022 年圣凯诺/其他品牌毛利率为 48.6%/52.2%，同比-2.97 pct/-8pct。2023Q1 圣凯诺/其他品牌毛利率为 48.9%/55.45%，环比+0.3pct/+3.25pct。2022 年毛利率承压但 2023Q1 环比改善。

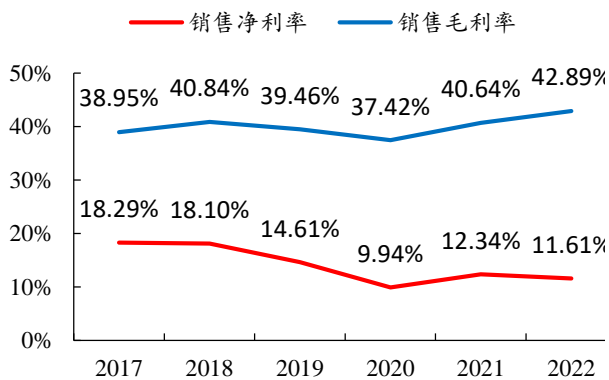
分渠道看：2023Q1 线上及直营毛利率同比、对比 2021Q1 大幅改善

2022 年线上毛利率为 39.98%、同比+3.79 pct，2023Q1 毛利率 47.68%(+6.2pct)，较 2021Q1 提升 13pct，主要系需求恢复下电商促销活动减少。

2022 年直营毛利率为 63.16%(-0.33 pct)，2023Q1 为 60.93%(+7.8pct)，较 2021Q1 提升 4pct。

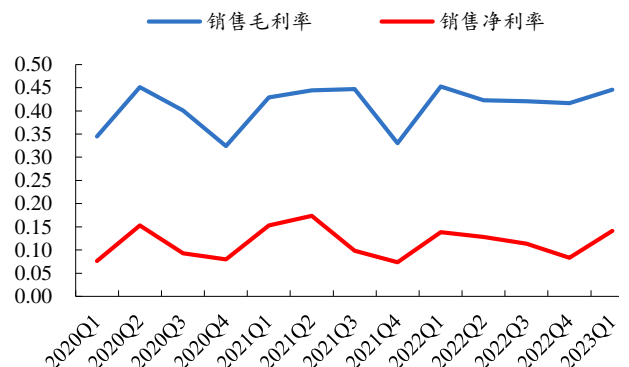
2022 年加盟毛利率分别为 38.71% (+2.07 pct) 主要系线下营销活动减少导致分担费用降低，2023Q1 为 42.39% (-1.59pct)，较 2021Q1 提升 0.74pct。

图5：2022 年毛利率大幅增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2023Q1 公司毛利率和净利率呈现回升态势

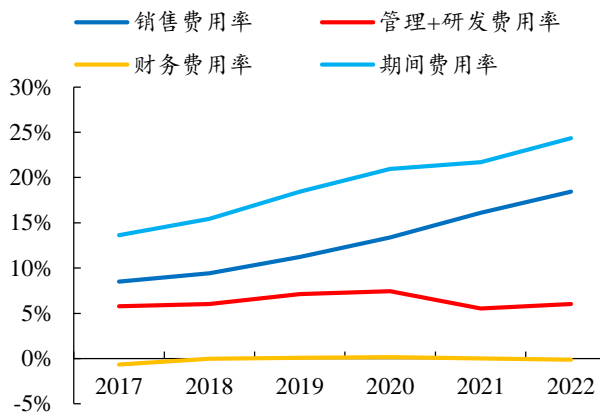


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端：2022 年期间费用率为 24.33% (+2.65pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.45%/4.96%/1.05%/-0.13%，分别同比+2.34/+0.04/+0.43/-0.16pct。财务费用同比-469.31% 主要系本期利息收入增加所致，研发费用同比+56%，主要系研发投入增加所致。

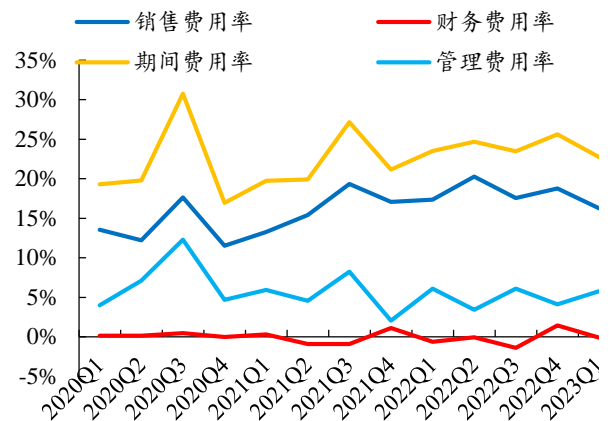
2023Q1 期间费用率为 22.76% (-2.86pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.27%/ 5.78%/ 0.82%/ -0.11%，分别同比-1.08/-0.32/-0.44/-1.55pct。

图7：2022年销售费用率提高主要直营占比进一步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2023Q1销售及财务费用率同比下降1.08/1.55pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 净利率：2022年净利率为11.61% (-0.73pct)，分季度看，2022Q1-Q4净利率分别为13.87%/12.84%/11.39%/8.31%，分别同比-1.46/-4.57/+1.51/-3.08。2023Q1净利率为14.14%，同比+0.26pct，盈利能力环比同比均有改善。

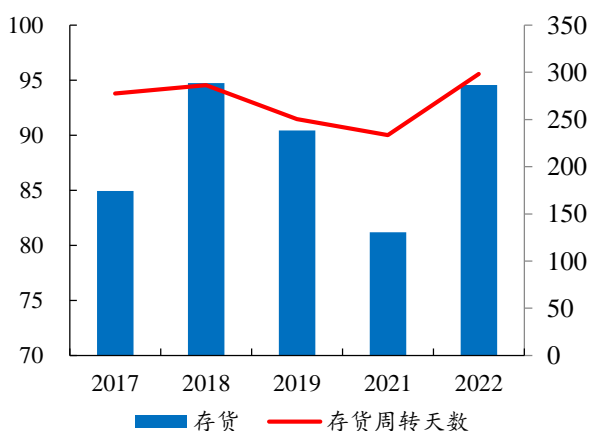
2.2、营运能力：2023Q1 存货周转良好，现金储备充足

(1) 存货：截至2022年底，公司存货为94.55亿元 (+16.44%)，品牌可退货存货占比72% (+0.5pct) 维持稳定，随2023Q1销售提升，2023Q1存货77.75亿元 (-9.2%)。截至2023Q1存货周转天数为246天，同比-17天，回归健康水平。

(2) 应收账款：截至2022年底，公司应收账款为11.31亿元 (+10.57%)，2023Q1应收为11.7亿元 (+7.7%)。

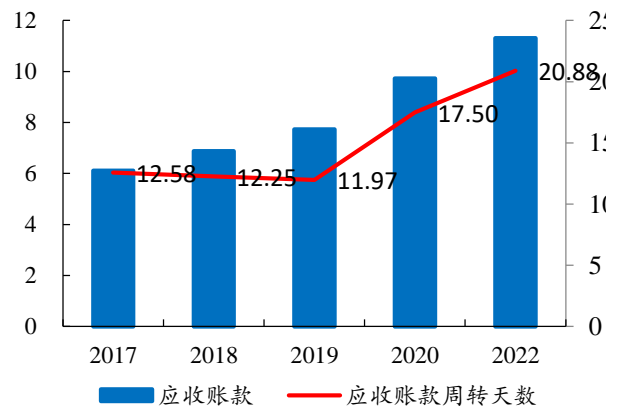
(3) 经营性现金流：截至2022年底，公司经营活动净现金流为31.37亿元 (-28%)，下降主要为销售收入减少所致，2023Q1经营活动净现金流为14.37亿元 (+58.31%)。截至2022年底现金及现金等价物104.78亿元 (-3.5%) 现金储备充足，净现比1.46倍，现金产出效率高，具有较强抗风险能力。

图9：公司2022库存周转天数同比增加65天



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司2022应收账款周转天数提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

2023Q1 实现收入 56.82 亿元(+9.02%), 归母净利润 8.03 亿元(+11.07%)。2023Q1 主品牌受益于商务需求恢复业绩明显好转, 直营与线上重回高增长, 我们略下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 27.8/31.5/35 亿元 (2023-24 年原为 28.9/33.6 亿元), EPS 为 0.5/0.7/0.8 元, 当前股价对应 PE 为 10.5/8.2/7 倍, 预计 2023 年为业绩快速恢复期, 主品牌线下拓店稳健店效恢复&电商高增长、新品牌减亏、运动潜力释放, 维持“买入”评级。

4、风险提示

线上增长、线下店效恢复、其他品牌进展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	23214	24563	28102	34112	36003
现金	12768	12505	17585	20138	22443
应收票据及应收账款	1023	1131	1115	1405	1415
其他应收款	567	485	747	621	864
预付账款	353	564	333	636	498
存货	8120	9455	7935	10915	10381
其他流动资产	383	423	386	397	402
非流动资产	8292	8185	7058	6589	5762
长期投资	0	0	-0	-0	-1
固定资产	3349	3131	2885	2361	1760
无形资产	1017	908	689	470	252
其他非流动资产	3927	4146	3485	3759	3751
资产总计	31506	32749	35160	40701	41765
流动负债	12650	14186	11841	15881	14725
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8245	9536	7162	11377	9570
其他流动负债	4405	4649	4678	4503	5155
非流动负债	3767	4041	2712	2122	1221
长期借款	2626	2777	1761	1003	109
其他非流动负债	1142	1264	951	1119	1111
负债合计	16417	18227	14553	18003	15946
少数股东权益	102	-79	-107	-75	35
股本	995	995	4320	4320	4320
资本公积	913	563	563	563	563
留存收益	12702	12655	15134	18164	21555
归属母公司股东权益	14987	14601	20714	22773	25784
负债和股东权益	31506	32749	35160	40701	41765

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4361	3137	3305	4779	4062
净利润	2401	2062	2761	3192	3672
折旧摊销	1359	1361	1166	1035	1127
财务费用	6	-23	21	29	32
投资损失	-47	0	-37	-43	-48
营运资金变动	-28	-1044	-688	577	-744
其他经营现金流	670	782	82	-11	23
投资活动现金流	-676	-543	-48	-523	-279
资本支出	511	391	-622	-736	-818
长期投资	-57	-153	0	0	0
其他投资现金流	-223	-306	-669	-1259	-1097
筹资活动现金流	-1677	-2979	1822	-1703	-1478
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	135	151	-1016	-758	-894
普通股增加	0	0	3325	0	0
资本公积增加	26	-350	0	0	0
其他筹资现金流	-1839	-2781	-486	-946	-584
现金净增加额	2004	-379	5080	2553	2305

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20188	18562	21730	23868	26100
营业成本	11983	10600	11925	12945	14024
营业税金及附加	131	131	153	168	184
营业费用	3252	3425	4042	4392	4750
管理费用	994	922	1086	1146	1174
研发费用	124	194	227	263	287
财务费用	6	-23	21	29	32
资产减值损失	-563	-504	-563	-618	-676
其他收益	54	32	37	41	44
公允价值变动收益	10	-19	-19	-22	-24
投资净收益	47	-0	37	43	48
资产处置收益	10	1	1	1	1
营业利润	3250	2806	3768	4371	5041
营业外收入	36	122	122	122	122
营业外支出	29	31	31	31	31
利润总额	3257	2897	3859	4462	5132
所得税	856	835	1098	1270	1460
净利润	2401	2062	2761	3192	3672
少数股东损益	-91	-93	-28	32	110
归属母公司净利润	2491	2155	2788	3161	3561
EBITDA	4406	4065	4649	4977	5638
EPS(元)	0.58	0.50	0.65	0.73	0.82

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	12.4	-8.1	17.1	9.8	9.4
营业利润(%)	42.4	-13.7	34.3	16.0	15.3
归属于母公司净利润(%)	39.6	-13.5	29.4	13.3	12.7
获利能力					
毛利率(%)	40.6	42.9	45.1	45.8	46.3
净利率(%)	12.3	11.6	12.8	13.2	13.6
ROE(%)	15.9	14.2	16.0	16.5	16.3
ROIC(%)	11.7	10.0	12.2	12.8	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	52.1	55.7	41.4	44.2	38.2
净负债比率(%)	-56.9	-54.7	-83.9	-91.0	-92.6
流动比率	1.8	1.7	2.4	2.1	2.4
速动比率	1.1	1.0	1.7	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	20.2	17.2	19.4	18.9	18.5
应付账款周转率	1.6	1.2	1.4	1.4	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.50	0.65	0.73	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.73	0.77	1.11	0.94
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.26	3.90	4.38	5.07
估值比率					
P/E	11.2	12.9	10.0	8.8	7.8
P/B	1.9	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	4.4	4.8	2.8	2.0	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn