

## 罗莱生活 (002293.SZ) 2023Q2 利润端改善明显, 公司经营稳步恢复

2023年08月23日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

lvming@kysec.cn

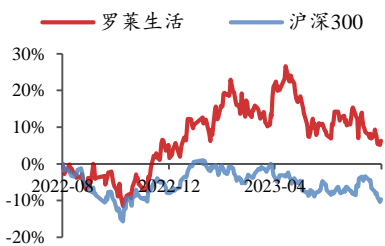
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/8/22
当前股价(元)	10.70
一年最高最低(元)	13.52/9.19
总市值(亿元)	89.79
流通市值(亿元)	88.44
总股本(亿股)	8.39
流通股本(亿股)	8.27
近3个月换手率(%)	23.11

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2022年全年业绩稳健, 2023Q1 利润端超预期——公司信息更新报告》-2023.4.21

《渠道拓展叠加产能提升, 家纺龙头高质量增长可期——公司首次覆盖报告》-2023.2.23

### ● 2023Q2 利润端改善明显, 公司经营稳步恢复, 维持“买入”评级

公司 2023H1 实现营收 24.56 亿元 (+3.1%), 实现归母/扣非归母净利润 2.85/2.58 亿元, 同增 27.7%/23.8%; 2023Q1/2023Q2 营收分别同比-3.6%/+11.0%, 归母净利润分别同增 11.1%/69.3%。由于加盟商提货偏谨慎, 我们下调 2023-2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 7.15/8.20/9.37 亿元(此前 7.61/8.96/10.26 亿元), 对应 EPS 分别为 0.85/0.98/1.12 元, 当前股价对应 PE 分别为 12.6/10.9/9.6 倍, 考虑到公司线下积极开店并提升店效, 线上高质量增长, 维持“买入”评级。

### ● 渠道端: 线下店效改善叠加稳步拓店, 看好下半年加盟渠道提货改善

2023H1 线上实现收入 6.71 亿元 (+7.09%); 线下实现收入 12.55 亿元 (+5.63%), 其中直营/加盟/其他渠道收入 1.9/8.7/2.0 亿元, 同比变动+37.2%/+6.3%/-14.5%, 直营同店店效增长 15.64%; 美国渠道实现收入 5.30 亿元 (-6.56%)。门店数量: 2023H1 净增 30 家至 2692 家, 新开 176 家, 看好下半年开店旺季稳步拓店, 叠加加盟商信心增强恢复提货速度, 线下渠道收入有望进一步改善。

### ● 美国、线上毛利率提升叠加控费, 盈利能力稳中有升, 营运能力良好

盈利能力: 2023H1 毛/净利率为 45.49%/11.58%, 分别同比+2.17/+2.23pct, 线上/直营/加盟/其他/美国渠道毛利率分别同比+1.16/-0.62/-1.20/+4.30/+4.68pct, 线上坚持提毛利提客单战略, 稳步提升毛利率; 美国毛利率提升主要系海运费下降叠加美元升值所致。2023H1 销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1.58/-2.09/+0.88/+0.30pct。营运能力: 截止 2023H1 末存货 15.69 亿元, 同比+4.68%, 存货周转天数 215 天 (+28 天); 应收账款周转天数 37 天 (+2 天)。

### ● 调整股权激励公司层面业绩考核指标, 激发员工积极性

考虑到疫情带来的业绩不确定性, 公司调整了股权激励 2023 年的公司层面业绩考核指标, 调整为分段式考核, 充分激发了员工积极性。根据公司公告进行测算, 剔除美国公司和股权激励费用后, 若 2023 年净利润同比增长 25%; 或销售收入同比增长 13%, 则解锁 100% 第三个解锁期股票。

### ● 风险提示: 门店拓展不及预期, 电商竞争加剧, 产能落地不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,760	5,314	5,783	6,403	7,028
YOY(%)	17.3	-7.7	8.8	10.7	9.8
归母净利润(百万元)	713	574	715	820	937
YOY(%)	21.9	-19.6	24.7	14.7	14.3
毛利率(%)	45.0	46.0	46.3	46.8	47.2
净利率(%)	12.4	10.8	12.4	12.8	13.3
ROE(%)	17.6	13.7	16.4	17.4	18.2
EPS(摊薄/元)	0.85	0.68	0.85	0.98	1.12
P/E(倍)	12.6	15.7	12.6	10.9	9.6
P/B(倍)	2.2	2.2	2.0	1.9	1.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023H1 公司经营稳步恢复，2023Q2 利润端改善明显	3
1.1、 分产品看：家纺产品同比增长，家具产品小幅回落	3
1.2、 分渠道看：店效改善叠加稳步扩店，直营渠道恢复增长	4
2、 盈利能力：毛利率提升叠加控费，盈利能力稳中有升	5
3、 营运能力：国内家纺业务存货状况改善，现金流表现优秀	7
4、 股权激励：调整公司层面业绩考核指标，激发员工积极性	7
5、 盈利预测与投资建议	8
6、 风险提示	8
附：财务预测摘要	9

## 图表目录

图 1： 2023H1 实现营收 24.56 亿元（+3.12%）	3
图 2： 2023H1 实现归母净利润为 2.85 亿元（+27.69%）	3
图 3： 2023Q1/2023Q2 营收同比-3.63%/+11.02%	3
图 4： 2023Q1/2023Q2 归母净利润同增 11.13%/69.26%	3
图 5： 2023H1 家纺各类产品增速转正	4
图 6： 2023H1 各类产品占比稳定	4
图 7： 2023H1 美国渠道收入增速转负	5
图 8： 2023H1 美国渠道收入占比下降	5
图 9： 2023H1 直营净拓 11 家，加盟净拓 19 家	5
图 10： 2023H1 直营和加盟店数占比稳定	5
图 11： 2023H1 主要产品毛利率保持稳定	6
图 12： 2023H1 年各渠道毛利率保持稳定	6
图 13： 2023H1 归母净利率为 11.58%（+2.23pct）	7
图 14： 2023H1 期间费用率为 30.59%（+0.43pct）	7
图 15： 2023H1 末存货规模较 2022 年末减少 4.12%	7
图 16： 2023H1 应收账款周转天数同比增加 2 天	7
表 1： 2023H1 家纺各类产品收入同比增长，家具产品小幅回落（单位：亿元）	4
表 2： 2023H1 直营渠道营收同比增长 37%（单位：亿元）	4
表 3： 2023H1 线上渠道、其他渠道、美国毛利率分别提升 1.16/4.30/4.68pct（单位：亿元）	5
表 4： 2023H1 标准套件类、被芯类、家具分别提升 1.20/1.19/4.68pct（单位：亿元）	6
表 5： 调整股权激励公司层面业绩考核指标，激发员工积极性	8

## 1、2023H1 公司经营稳步恢复，2023Q2 利润端改善明显

2023H1 公司实现营收 24.56 亿元 (+3.12%)，归母净利润 2.85 亿元 (+27.69%)，扣非净利润 2.58 亿元 (+23.76%)。

分季度看，2023Q1/2023Q2 营收分别为 12.40/12.17 亿元，同比-3.63%/+11.02%；2023Q1/2023Q2 归母净利润分别为 1.77/1.07 亿元，同比+11.13%/+69.26%。

图1：2023H1 实现营收 24.56 亿元 (+3.12%)

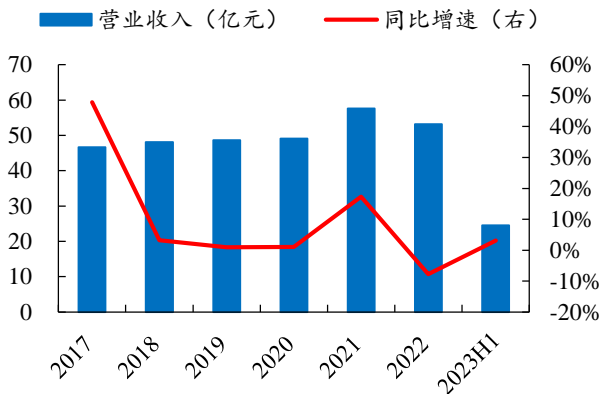
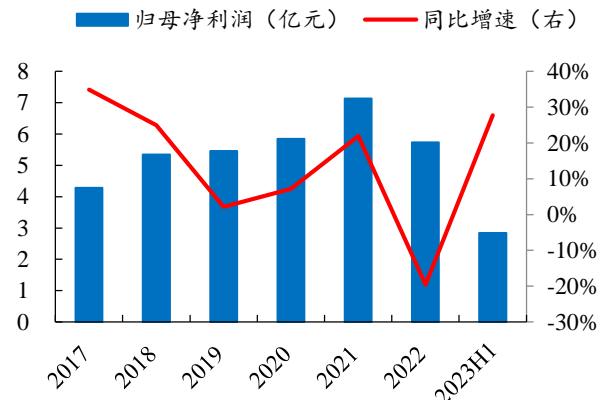


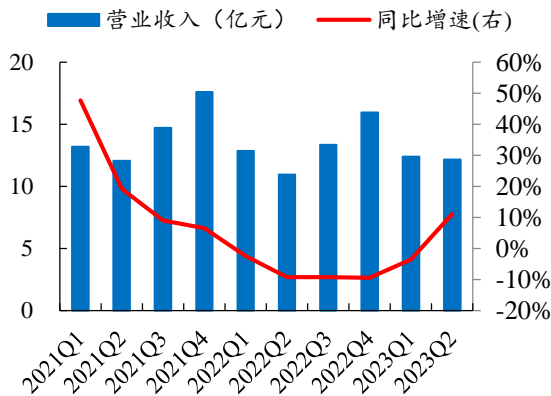
图2：2023H1 实现归母净利润为 2.85 亿元 (+27.69%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

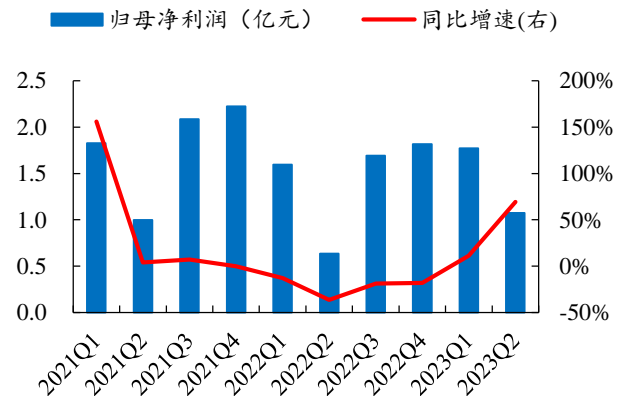
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q1/2023Q2 营收同比-3.63%/+11.02%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1/2023Q2 归母净利润同增 11.13%/69.26%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、分产品看：家纺产品同比增长，家具产品小幅回落

**标准套件类：**2023H1 营收 7.49 亿元，同比+8.34%，收入占比为 30.50% (+1.47pct)；

**被芯类：**2023H1 营收 7.35 亿元，同比+7.68%，收入占比为 29.93% (+1.27pct)；

**枕芯类：**2023H1 营收 1.31 亿元，同比+2.24%，收入占比为 5.32% (-0.05pct)；

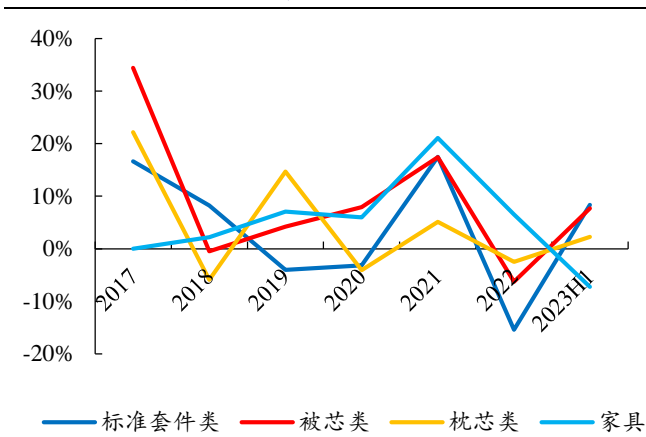
**夏令产品：**2023H1 营收 1.66 亿元，同比+6.46%，收入占比为 6.75% (+0.21pct)；

**家具产品：**2023H1 营收 5.32 亿元，同比-7.23%，收入占比为 21.67% (-2.42pct)。

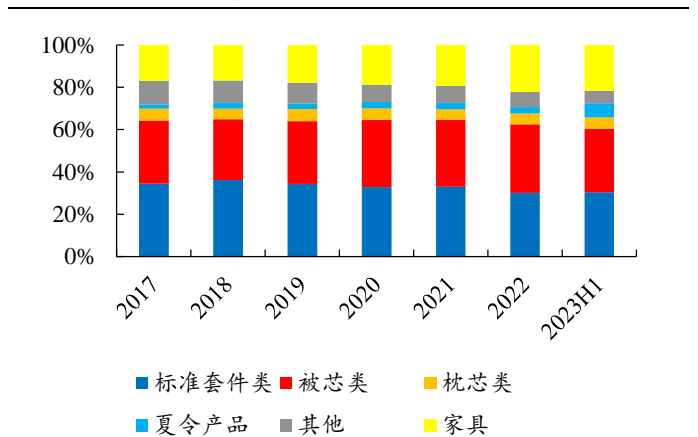
**表1: 2023H1 家纺各类产品收入同比增长, 家具产品小幅回落 (单位: 亿元)**

	2021H1		2022H1		2023H1		VS2022H1 变动		VS2021H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
标准套件类	8.28	32.76%	6.92	29.03%	7.49	30.50%	8.34%	+1.47pct	-9.46%	-2.26pct
被芯类	6.95	27.52%	6.83	28.66%	7.35	29.93%	7.68%	+1.27pct	5.75%	+2.41pct
枕芯类	1.15	4.55%	1.28	5.36%	1.31	5.32%	2.24%	-0.05pct	13.70%	+0.77pct
夏令产品	1.68	6.64%	1.56	6.53%	1.66	6.75%	6.46%	+0.21pct	-1.17%	+0.11pct
其他	2.11	8.36%	1.51	6.33%	1.43	5.84%	-4.87%	-0.49pct	-32.11%	-2.52pct
家具	5.10	20.18%	5.74	24.09%	5.32	21.67%	-7.23%	-2.42pct	4.46%	+1.50pct
合计	25.26	100.00%	23.82	100.00%	24.56	100.00%	3.12%	-	-2.76%	-

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图5: 2023H1 家纺各类产品增速转正**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图6: 2023H1 各类产品占比稳定**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、分渠道看: 店效改善叠加稳步扩店, 直营渠道恢复增长

**线下渠道:** 2023H1 线下渠道共实现收入 12.55 亿元 (+5.63%), 其中直营收入 1.86 亿元 (+37.22%), 占比为 7.58% (+1.9pct), 疫后门店店效明显恢复, 2023H1 直营单店销售收入 58.56 万, 同比增长 15.64%; 加盟收入 8.65 亿元 (+6.28%), 占比为 35.22% (+1.1pct), 加盟商提货偏谨慎; 其他渠道收入 2.04 亿元 (-14.53%), 占比为 8.30% (-1.7pct)。

**线上渠道:** 2023H1 线上渠道实现收入 6.71 亿元(占总收入 27.33%), 同增 7.09%。

**美国渠道:** 2023H1 美国渠道实现收入 5.30 亿元(占总收入 21.57%), 同减 6.56%。

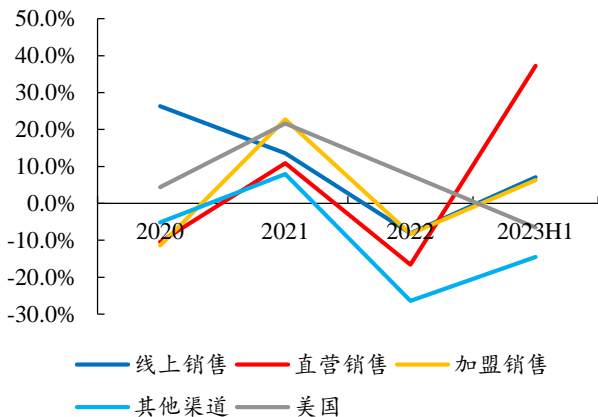
**表2: 2023H1 直营渠道营收同比增长 37% (单位: 亿元)**

	2021H1		2022H1		2023H1		VS2022H1 变动		VS2021H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
线上销售	6.86	27.17%	6.27	26.32%	6.71	27.33%	7.09%	+1.01pct	-2.18%	+0.16pct
直营销售	1.71	6.76%	1.36	5.70%	1.86	7.58%	37.22%	+1.88pct	9.04%	+0.82pct
加盟销售	8.56	33.90%	8.14	34.18%	8.65	35.22%	6.28%	+1.05pct	1.05%	+1.33pct
其他渠道	3.11	12.30%	2.38	10.01%	2.04	8.30%	-14.53%	-1.71pct	-34.40%	-4.00pct
美国	5.02	19.88%	5.67	23.80%	5.30	21.57%	-6.56%	-2.23pct	5.51%	+1.69pct
合计	25.26	100.00%	23.82	100.00%	24.56	100.00%	3.12%	-	-2.76%	-

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

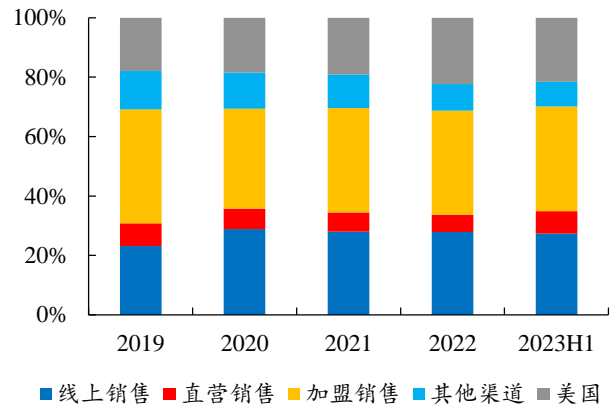
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2023H1 美国渠道收入增速转负



数据来源：公司公告、开源证券研究所

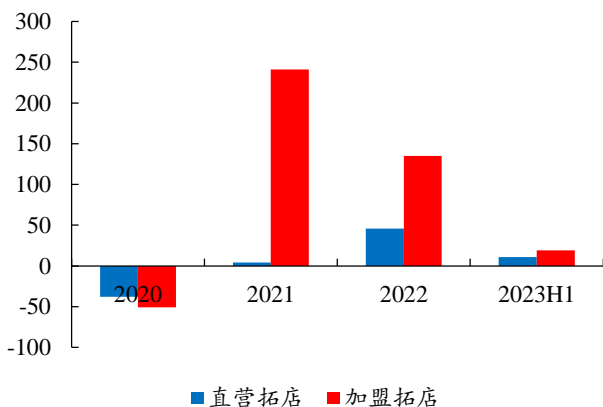
图8：2023H1 美国渠道收入占比下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

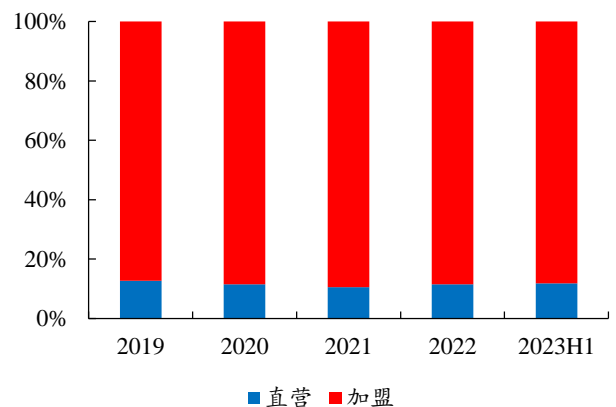
**门店数量：**2023H1 门店总数为 2692 家，净增 30 家，新开 176 家，其中直营净拓 11 家至 318 家；加盟净拓 19 家至 2374 家，关店重心集中在上半年，关店原因主要包括租金上升、商场店铺调整及公司淘汰加盟商等；开店重心集中在下半年，继续拓店。

图9：2023H1 直营净拓 11 家，加盟净拓 19 家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2023H1 直营和加盟店数占比稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力：毛利率提升叠加控费，盈利能力稳中有升

**(1)毛利率：**2023H1 公司整体毛利率为 45.49%，同比提升 2.17pct，其中 2023Q2 毛利率为 47.00%，同比提升 1.95pct。

**分渠道看：**线上渠道毛利率为 50.50% (+1.16pct)，主要系持续推进提毛利、提客单战略所致；直营渠道毛利率为 66.22% (-0.62pct)；加盟渠道毛利率为 44.37% (-1.20pct)；其他渠道毛利率为 37.14% (+4.30pct)；美国毛利率为 36.91% (+4.68pct)，主要系海运费下降与美元升值所致。

表3：2023H1 线上渠道、其他渠道、美国毛利率分别提升 1.16/4.30/4.68pct（单位：亿元）

2021H1		2022H1		2023H1		VS2022H1 变动		VS2021H1 变动	
毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动

线上销售	3.11	45.33%	3.09	49.34%	3.39	50.50%	9.62%	+1.16pct	8.98%	+5.17pct
直营销售	1.13	66.45%	0.91	66.84%	1.23	66.22%	35.95%	-0.62pct	8.67%	-0.23pct
加盟销售	3.90	45.51%	3.71	45.57%	3.84	44.37%	3.47%	-1.20pct	-1.49%	-1.14pct
其他渠道	1.20	38.72%	0.78	32.84%	0.76	37.14%	-3.35%	+4.30pct	-37.09%	-1.58pct
美国	1.75	34.89%	1.83	32.23%	1.96	36.91%	7.03%	+4.68pct	11.62%	+2.02pct
合计	11.10	43.93%	10.32	43.32%	11.17	45.49%	8.28%	+2.17pct	0.69%	+1.56pct

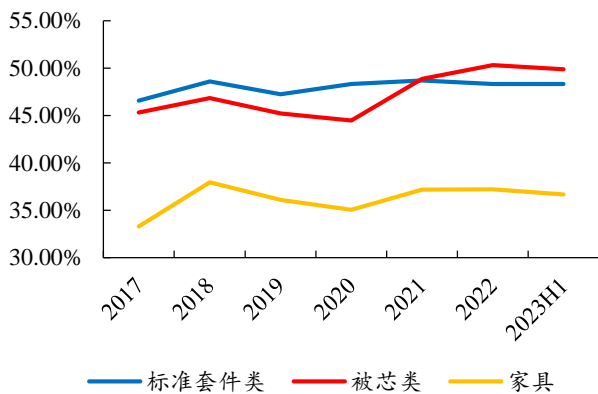
数据来源：公司公告、开源证券研究所

分产品看：标准套件类毛利率为 48.33% (+1.20pct)，被芯类毛利率为 49.89% (+1.19pct)，枕芯类毛利率为 51.91% (-1.45pct)，夏令产品毛利率为 47.37% (+0.78pct)，其他毛利率为 32.78% (+0.04pct)，家具毛利率为 36.68% (+4.68pct)。

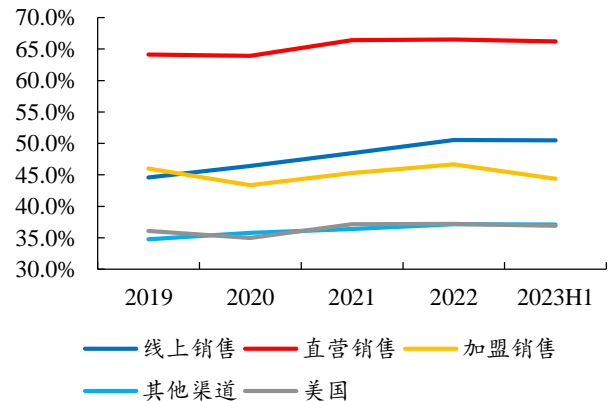
**表4：2023H1 标准套件类、被芯类、家具分别提升 1.20/1.19/4.68pct（单位：亿元）**

	2021H1		2022H1		2023H1		VS2022H1 变动		VS2021H1 变动	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
标准套件类	4.08	49.33%	3.26	47.13%	3.62	48.33%	11.11%	+1.20pct	-11.29%	-1.00pct
被芯类	3.35	48.14%	3.32	48.70%	3.67	49.89%	10.32%	+1.19pct	9.60%	+1.75pct
家具	1.74	34.07%	1.84	32.00%	1.95	36.68%	6.35%	+4.68pct	12.46%	+2.61pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图11：2023H1 主要产品毛利率保持稳定**


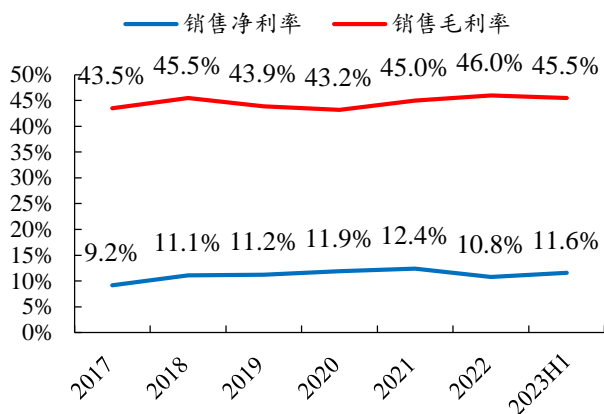
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图12：2023H1 年各渠道毛利率保持稳定**


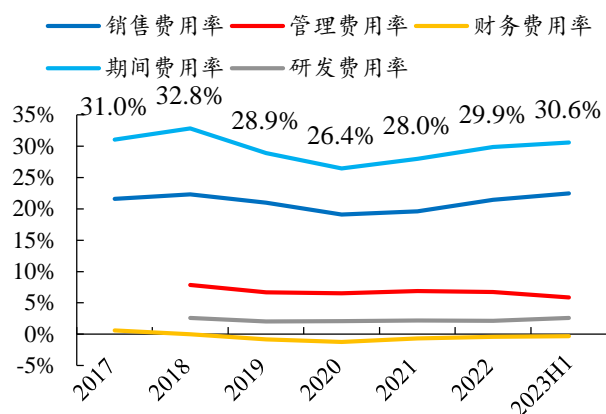
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(2) 费用端：**2023H1 期间费用率为 30.59% (+0.43pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.46%/5.86%/2.58%/-0.31%，分别同比变动+0.86/-0.75/+0.17/+0.14pct。2023Q2 期间费用率为 34.07% (+0.67pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 27.55%/3.84%/3.11%/-0.43%，同比变动+1.58/-2.09/+0.88/+0.30pct，主要系公司加大广告宣传且直营稳步扩张带动销售费用率提升，但公司内部积极降本增效，搭建中后台数字化系统提升管理效率，管理费用率明显下降。

**(3) 净利率：**2023H1 公司归母净利率为 11.58%，同比提升 2.23pct；其中 2023Q2 归母利率为 8.83%，同比提升 3.04pct。

**图13: 2023H1 归母净利率为 11.58% (+2.23pct)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图14: 2023H1 期间费用率为 30.59% (+0.43pct)**


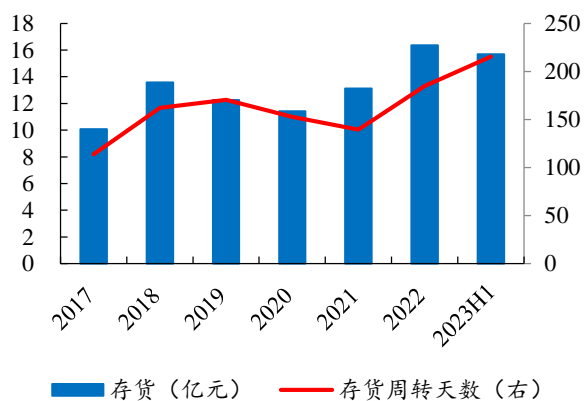
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、营运能力: 国内家纺业务存货状况改善, 现金流表现优秀

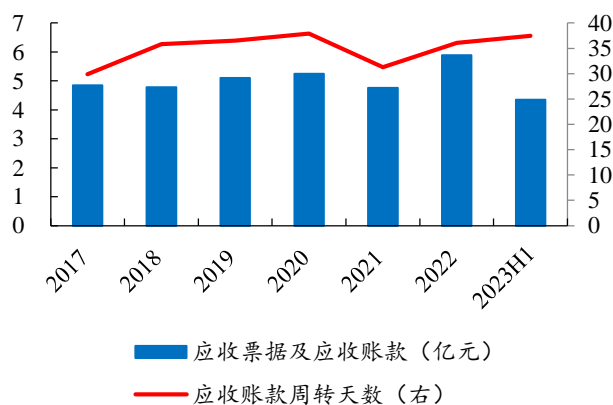
(1) **存货:** 截止 2023H1 末, 公司存货规模为 15.69 亿元, 同比增加 4.68%, 较 2022 年末减少 4.12%, 存货周转天数 215 天, 同比增加 28 天, 国内家纺业务存货状况持续改善, 家具周转天数增加但较年末规模减少。

(2) **应收账款:** 截至 2023H1 末, 应收账款为 4.35 亿元, 同比减少 6.97%, 应收账款周转天数为 37 天, 同比增加 2 天。

(3) **经营性现金流:** 2023H1 经营活动现金流净额为 3.01 亿元, 同比增加 1040%, 现金流表现优秀。

**图15: 2023H1 末存货规模较 2022 年末减少 4.12%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图16: 2023H1 应收账款周转天数同比增加 2 天**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 4、股权激励: 调整公司层面业绩考核指标, 激发员工积极性

考虑到疫情带来的业绩不确定性, 公司调整了 2021 年限制性股票激励计划中, 2023 年的公司层面的业绩考核指标, 将原来“以 2020 年净利润或销售收入为基数, 2023 年净利润或销售收入增长率不低于 33%, 且 2023 年净利润和销售收入同比正增长”调整为分段式考核, 即以 2020 年净利润或销售收入为基数, 将 2023 年净利润或销售收入增速 R 分为 4 档:  $R \geq 17\%$  /  $17\% > R \geq 13\%$  /  $13\% > R \geq 10\%$  /  $R < 10\%$ , 分别对应第三个解锁期股票解锁比例 100%/70%/50%/0%, 充分激发了员工积极性。根据

公司公告进行测算，若 2023 年净利润（剔除美国公司净利润以及股权激励费用后）同比 2022 年增长 25%；或 2023 年销售收入（剔除美国公司销售收入）同比 2022 年增长 13%，则解锁 100% 第三个解锁期股票。

**表5：调整股权激励公司层面业绩考核指标，激发员工积极性**

解锁期	业绩考核指标		调整后对应业绩表现(亿元)		历史完成情况
	调整前	调整后	销售收入	净利润	
第一个解锁期	以 2020 年为基数，2021 年净利润/销售收入增速不低于 10%，且均同比正增长	以 2020 年为基数，2021 年净利润/销售收入增速不低于 10%，且均同比正增长	43.9	5.8	2021 年销售收入/净利润为 46.5/6.3 亿元，同比+16.4%/+18.9% 达成考核目标
第二个解锁期	以 2020 年为基数，2022 年净利润/销售收入增速不低于 21%，且均同比正增长	以 2020 年为基数，2022 年净利润/销售收入增速不低于 21%，且均同比正增长	48.3	6.4	2022 年销售收入/净利润为 41.3/4.9 亿元，同比-11.2%/-21.1% 未达成考核目标
第三个解锁期	以 2020 年为基数，2023 年净利润/销售收入增速不低于 33%，且均同比正增长	以 2020 年为基数，对 2023 年净利润/销售收入的增长率 R 进行分段考核：	销售收入（不含美国公司）	净利润（剔除股权激励成本影响、美国公司）	
		R≥17%：100%解锁	≥46.7	yoy≥13%	≥6.2 yoy≥25%
		17%>R≥13%：70%解锁	[45.1, 46.7)	13%>yoy≥9%	[6.0, 6.2) 25%>yoy≥21%
		13%>R≥10%：50%解锁	[43.9, 45.1)	9%>yoy≥6%	[5.8, 6.0) 21%>yoy≥17%
		R<10%：0%解锁	<43.9	yoy<6%	<5.8 yoy<17%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

作为国内家纺龙头，罗莱生活持续受益于行业需求提升，由于加盟商提货偏谨慎，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 7.15/8.20/9.37 亿元（此前 7.61/8.96/10.26 亿元），对应 EPS 分别为 0.85/0.98/1.12 元，当前股价对应 PE 分别为 12.6/10.9/9.6 倍，考虑到公司线下积极开店并提升店效，线上高质量增长；同时积极布局产能，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

门店拓展不及预期，电商竞争加剧，产能落地不及预期。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3813	4387	4412	5095	5157
现金	1133	1204	1311	1451	1593
应收票据及应收账款	476	589	569	713	695
其他应收款	23	32	28	38	34
预付账款	89	78	104	97	123
存货	1313	1637	1554	1948	1866
其他流动资产	779	847	847	847	847
<b>非流动资产</b>	2453	2602	2651	2676	2739
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	982	943	984	1045	1109
无形资产	251	306	346	354	352
其他非流动资产	1218	1351	1319	1274	1277
<b>资产总计</b>	6266	6988	7063	7770	7897
<b>流动负债</b>	1703	2124	2013	2431	2152
短期借款	203	493	1165	1559	1240
应付票据及应付账款	650	744	0	0	0
其他流动负债	851	887	848	872	912
<b>非流动负债</b>	475	664	630	596	562
长期借款	0	170	136	102	68
其他非流动负债	475	494	494	494	494
<b>负债合计</b>	2178	2787	2643	3027	2714
少数股东权益	28	26	34	40	47
股本	838	840	840	840	840
资本公积	829	791	791	791	791
留存收益	2403	2489	2635	2794	2985
<b>归属母公司股东权益</b>	4060	4175	4386	4703	5136
<b>负债和股东权益</b>	6266	6988	7063	7770	7897

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	728	432	200	476	1190
净利润	719	573	723	827	944
折旧摊销	110	105	130	148	115
财务费用	-39	-23	16	34	29
投资损失	-11	-19	-11	-14	-15
营运资金变动	-257	-470	-651	-510	127
其他经营现金流	206	267	-8	-10	-11
<b>投资活动现金流</b>	-335	-240	-168	-158	-162
资本支出	149	212	179	173	179
长期投资	-283	-99	-0	-0	-0
其他投资现金流	97	71	12	15	16
<b>筹资活动现金流</b>	-952	-156	-598	-572	-567
短期借款	111	290	672	394	-319
长期借款	0	170	-34	-34	-34
普通股增加	11	2	0	0	0
资本公积增加	30	-38	0	0	0
其他筹资现金流	-1104	-579	-1236	-933	-215
<b>现金净增加额</b>	-565	47	-565	-254	460

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5760	5314	5783	6403	7028
营业成本	3168	2872	3105	3408	3712
营业税金及附加	36	36	41	43	48
营业费用	1130	1140	1191	1319	1444
管理费用	397	358	350	384	422
研发费用	125	113	123	136	149
财务费用	-39	-23	16	34	29
资产减值损失	-124	-198	145	155	166
其他收益	20	40	21	27	27
公允价值变动收益	3	1	1	1	2
投资净收益	11	19	11	14	15
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	843	672	852	973	1110
营业外收入	24	18	21	20	20
营业外支出	13	24	14	16	17
<b>利润总额</b>	854	667	859	977	1114
所得税	135	94	136	150	170
<b>净利润</b>	719	573	723	827	944
少数股东损益	5	-0	8	7	6
<b>归属母公司净利润</b>	713	574	715	820	937
EBITDA	948	783	1026	1190	1291
EPS(元)	0.85	0.68	0.85	0.98	1.12

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	17.3	-7.7	8.8	10.7	9.8
营业利润(%)	21.3	-20.2	26.8	14.2	14.0
归属于母公司净利润(%)	21.9	-19.6	24.7	14.7	14.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	45.0	46.0	46.3	46.8	47.2
净利率(%)	12.4	10.8	12.4	12.8	13.3
ROE(%)	17.6	13.7	16.4	17.4	18.2
ROIC(%)	16.2	11.8	13.2	13.8	15.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.8	39.9	37.4	39.0	34.4
净负债比率(%)	-20.6	-10.8	0.7	5.3	-4.7
流动比率	2.2	2.1	2.2	2.1	2.4
速动比率	1.4	1.2	1.3	1.2	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	11.5	10.0	10.0	10.0	10.0
应付账款周转率	5.7	4.9	9.9	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.68	0.85	0.98	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.51	0.24	0.57	1.42
每股净资产(最新摊薄)	4.84	4.98	5.23	5.60	6.12
<b>估值比率</b>					
P/E	12.6	15.7	12.6	10.9	9.6
P/B	2.2	2.2	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	7.9	9.9	8.1	7.1	6.2

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