

## “平台+品牌”运营，全方位提升竞争力

### 投资要点

- **事件:** 公司2018年实现营业收入190.9亿元,同比增长4.9%;归母净利润34.6亿元,同比增长3.8%;扣非后归母净利润同比下降0.6%。
- **毛利率和期间费用率均小幅上升。** 公司2018年毛利率上升1.89pp至40.8%,期间费用率上升1.79pp至15.4%。其中,销售费用率上升0.92pp至9.4%,管理费用率上升0.23pp至6.0%,财务费用率上升0.64pp至-0.02%,主要是公司计提的债券利息增加所致。
- **品牌:深耕服饰主业,多品牌矩阵提供全品类产品。** 公司深耕服装主业,搭建了涵盖中高端、团购定制及多品牌、多档次、多元化的产品结构体系,新品牌在高品质、高质量的基础之上增加品牌调性,建立多品牌矩阵,提供全品类产品。2018年“海澜之家”实现营收151.4亿元,同比+2.6%;“爱居兔”实现营收1.0亿元,同比+22.7%;“圣凯诺”实现营收21.2亿元,同比+12.8%。
- **门店:优化国内市场,加快推进海外布局,提升门店运营能力。** 公司重点拓展商场店,继续优化街边店,根据“扎根东南亚、辐射亚太、着眼全球”的海外拓展计划,积极有序推进品牌国际化的进程,在马来西亚、新加坡相继开出门店,逐步打开泰国和越南市场。2018年公司新开店门店1181家,关店300家,净增881家,公司门店总数6673家,其中海澜之家品牌5097家,爱居兔品牌1281家,其他品牌295家。
- **渠道:积极发展电商业务,推进线上线下全渠道融合。(1)电商平台:** 公司在原有京东、天猫、唯品会等主流社交电商平台的基础上,先后进驻云集、贝店、小红书、环球捕手等多个社交电商平台。2018年线上渠道实现营收11.5亿元,营收占比逐年提升,达6.1%。**(2)线上线下结合,探索新零售模式:** 目前公司已展开包括微商城、大众点评、美团外卖等新零售业态下的线上平台商城运作,深化探索线上线下联动的O2O模式,已有近3500家门店上线了全渠道零售系统。
- **盈利预测与评级。** 预计公司2019-2021年归母净利润分别为36.2亿元、38.3亿元、40.9亿元, EPS分别为0.81元、0.85元、0.91元,对应当前股价的估值分别为12/11/11倍。首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示:** 市场风险,经营管理风险,新品牌的培育风险。

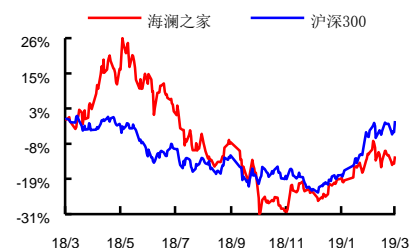
| 指标/年度         | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 19089.73 | 20343.10 | 21496.61 | 22523.51 |
| 增长率           | 4.89%    | 6.57%    | 5.67%    | 4.78%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 3454.77  | 3622.81  | 3832.65  | 4089.91  |
| 增长率           | 3.78%    | 4.86%    | 5.79%    | 6.71%    |
| 每股收益EPS(元)    | 0.77     | 0.81     | 0.85     | 0.91     |
| 净资产收益率ROE     | 26.39%   | 19.45%   | 17.62%   | 16.30%   |
| PE            | 13       | 12       | 11       | 11       |
| PB            | 3.39     | 2.36     | 2.02     | 1.75     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 嵇文欣  
电话: 021-58351812  
邮箱: jwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 44.93      |
| 流通A股(亿股)    | 44.93      |
| 52周内股价区间(元) | 7.69-14.54 |
| 总市值(亿元)     | 438.94     |
| 总资产(亿元)     | 295.91     |
| 每股净资产(元)    | 2.76       |

### 相关研究

## 1 精准卡位、聚集优势，巩固龙头地位

**国内服装行业龙头企业。**海澜之家股份有限公司位于江苏省江阴市新桥镇，成立于 1997 年，2000 年在上海证券交易所挂牌上市。海澜之家是一家大型服装企业，业务涵盖品牌服装的经营以及高档西服、职业服的生产和销售，品牌服装的经营包括品牌管理、供应链管理和营销网络管理等。公司拥有海澜之家、圣凯诺、EICHITOO（爱居兔）等自主服装品牌。其中“海澜之家”定位于商务、时尚、休闲的大众平价优质男装，“爱居兔”定位于时尚、休闲风格的都市女装，“圣凯诺”定位于量身定制的商务职业装。公司的产品包括男装、女装、童装、配饰及家居类产品，具有高性价比、品类丰富、符合大众消费需求的特点目前，海澜之家、圣凯诺均已成为行业龙头，EICHITOO 的发展势头也十分良好。2017 年，集团布局多品牌战略，共创立四个新品牌，分别是针对年轻人的时尚男装潮牌“黑鲸”，定位都市白领的轻奢男装品牌 AEX 和女装品牌 OVV，以及家居生活类品牌“海澜优选生活馆”。

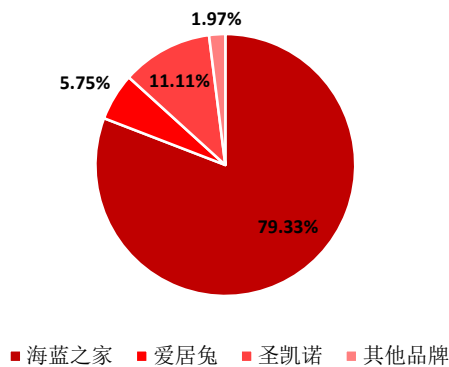
图 1：公司主要业务及经营模式



数据来源：公司官网，西南证券整理

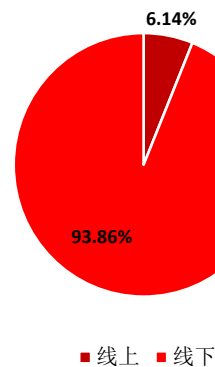
公司深耕服饰主业，孵化多品牌矩阵，线上线下全渠道发展。(1) 从品牌来看，公司的海澜之家品牌是主打品牌，也是主要的收入来源，2018 年海澜之家品牌实现营业收入 151.4 亿元，收入占比为 79.3%，毛利率为 43.4%；(2) 从销售渠道来看，公司积极发展电商业务，推进线上线下全渠道融合，线上销售额占比逐年提升。2018 年公司线下渠道实现营收 175.9 亿元，占比高达 93.9%，但线上渠道的收入占比同比提升 0.23 个百分点至 6.1%。

图 2：公司按品牌收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司按渠道收入占比



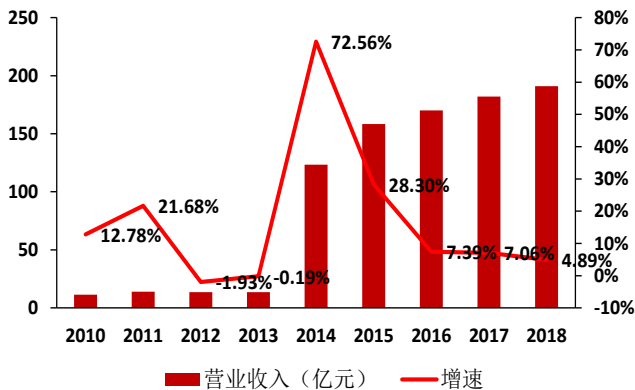
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 多品牌全产品运营，线上线下融合互补

**2014 年公司业绩逆势成长后基本维持稳定。**2014 年公司加强产业链资源整合，持续借助规模效应提高产品性价比，实现营收 123.4 亿元，同比增加 72.6%，归母净利润 23.7 亿元，同比增长 75.8%。2014 年公司业绩逆势成长的主要原因是，公司完成了重大资产重组，利润构成为公司（不包含海澜之家服饰）2014 年 3-12 月以及海澜之家服饰 2014 年 1-12 月的经营成果，且 2014 年海澜之家服饰经营业绩持续快速增长，导致营收、净利润等较上年同期增长较大。2015-2017 年公司业绩逐渐趋于稳定，营收和净利润基本维持稳步增长。

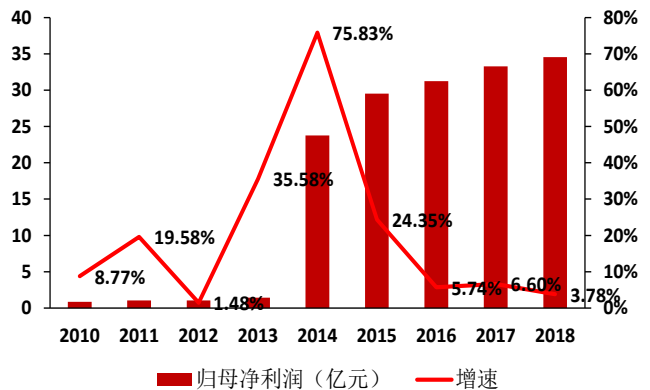
**2018 年公司业绩。**2018 年公司坚定推进数字化、体验式、供应链三大面向未来的发展战略，实现可比店利润的较好增长、亏损店的大幅减亏扭亏及新店开店效果的提升。公司 2018 年实现营收 190.9 亿元，同比增长 4.9%，归母净利润 34.6 亿元，同比增长 3.8%。

图 4：2010 年以来公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

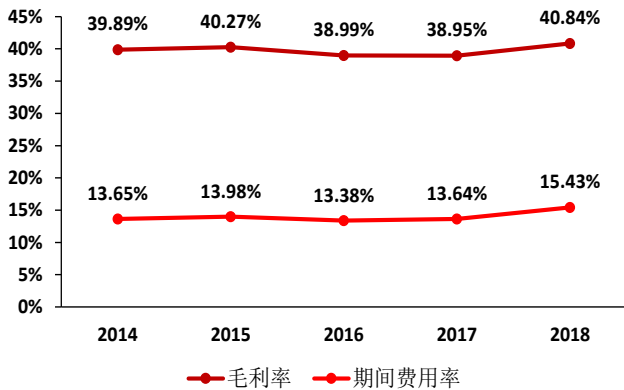
图 5：2010 年以来公司归母净利润及增速



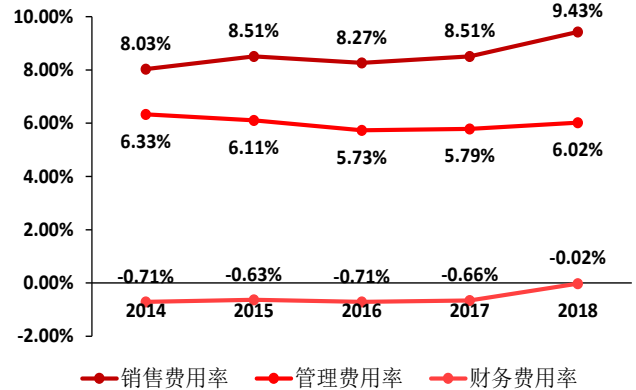
数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司毛利率保持平稳状态。**2014 年以来公司毛利率保持平稳态势，2014-2017 年毛利率分别为 39.9%、40.3%、39.0%、39.0%，毛利率超级稳定。2018 年公司毛利率上升 1.89pp 至 40.8%。

**公司期间费用率维持稳定。**2014-2017 年公司期间费用率分别为 13.7%、14.0%、13.4%、13.6%，保持平稳态势。2018 年期间费用率上升 1.79pp 至 15.4%。其中，销售费用率上升 0.92pp 至 9.4%，管理费用率上升 0.23pp 至 6.0%，财务费用率上升 0.64pp 至 -0.02%，主要是公司计提的债券利息增加所致。

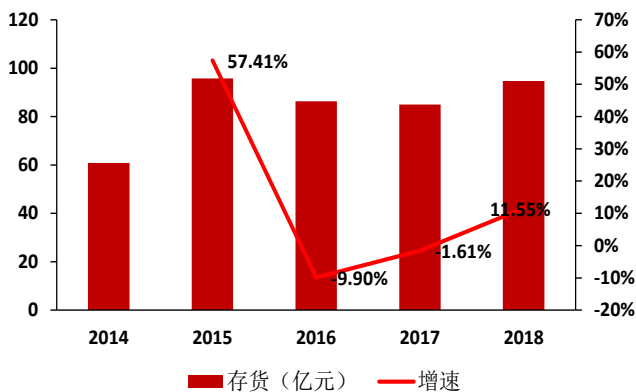
**图 6：2014 年以来公司毛利率、期间费用率变化情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

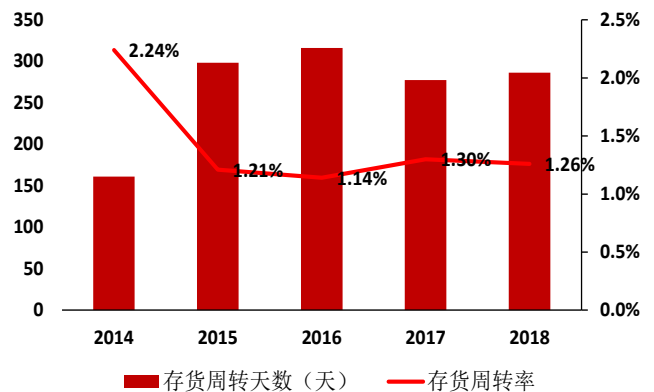
**图 7：2014 年以来公司销售、管理、财务费用率变化情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**2018 年公司存货规模上升。**2018 年公司期末存货 94.7 亿元，较上年增加 9.8 亿元，上涨 11.6%，与销售规模增长趋势一致。存货周转率为 1.3%，减少 0.04 个百分点；存货周转天数本年为 286 天，较上年增加 9 天。

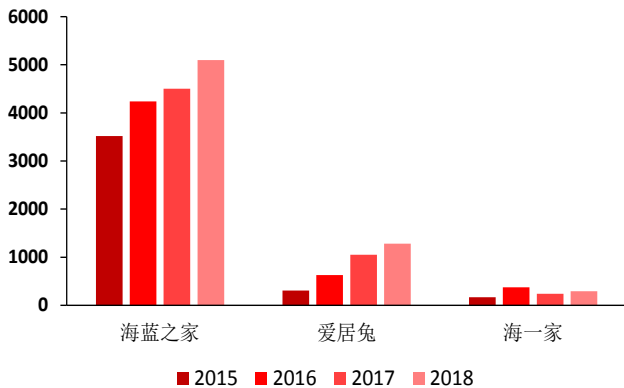
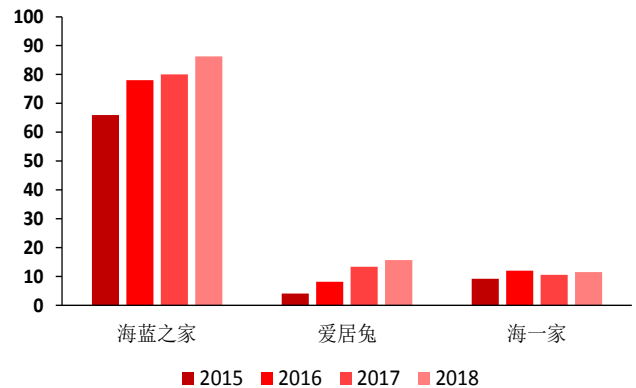
**图 8：2014 年以来公司毛利率、期间费用率变化情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：2014 年以来公司销售、管理、财务费用率变化情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

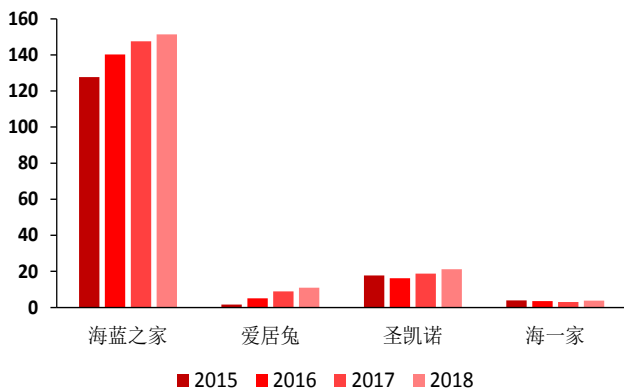
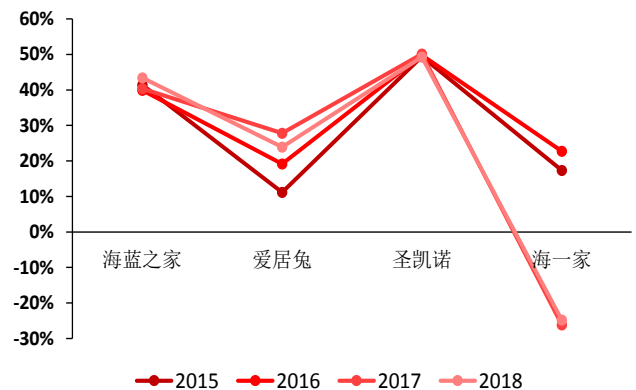
**优化国内市场，加快推进海外布局。**2018 年公司专注于市场商圈变化和区域差异，重点拓展商场店，继续优化街边店，积极推进海外店的拓展和布局。把握百货商场、商超店、购物中心合理配比，尝试和探索将公司旗下多品牌同时入驻购物中心，继续优化存量门店结构，突出门店效益。根据“扎根东南亚、辐射亚太、着眼全球”的海外拓展计划，积极有序推进品牌国际化的进程，在马来西亚、新加坡相继开出门店，逐步打开泰国和越南市场。2018 年公司新开店门店 1181 家，关店 300 家，净增 881 家，公司门店总数 6673 家，其中海澜之家品牌 5097 家，爱居兔品牌 1281 家，其他品牌 295 家。

**图 10: 公司门店数量 (家)**

**图 11: 公司门店面积 (万平方米)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (注: 17 年后海一家变为其他品牌)

数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (注: 17 年后海一家变为其他品牌)

**加快孵化多品牌矩阵, 推进多品牌策略。**公司拥有海澜之家、HLA JEANS、爱居兔、圣凯诺等服饰品牌, 为满足日益差异化、细分化的消费需求, 公司孵化适合不同年龄及需求层次的多品牌矩阵, 推进多品牌策略。(1) **海澜之家**: 为公司的主打品牌, 业绩增长稳定, 已成为男装行业的领头羊。2018 年海澜之家品牌实现营业收入 151.4 亿元, 同比增加 2.6%, 收入占比为 79.3%, 毛利率为 43.4%。(2) **爱居兔**: 定位于时尚、休闲风格的都市女装, 由风格线系列化产品开发转化为单品线开发, 做深做精各品类。2018 年爱居兔品牌实现营业收入 11.0 亿元, 同比增加 22.7%, 收入占比为 5.8%, 毛利率为 23.9%。(3) **圣凯诺**: 定位于量身定制的商务职业装, 正在逐步稳固品牌的行业地位, 进一步扩大市场占有率。2018 年圣凯诺品牌实现营业收入 21.2 亿元, 同比增加 12.8%, 收入占比为 11.1%, 毛利率为 49.3%。

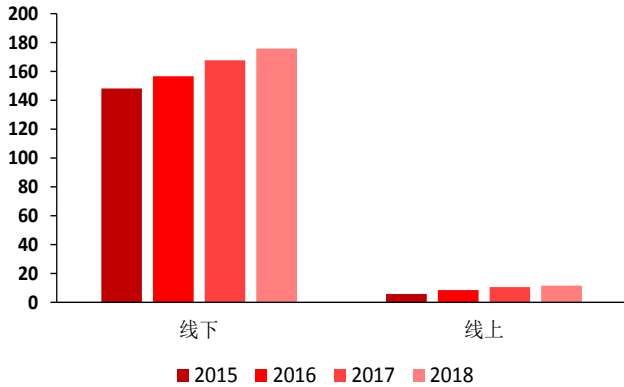
**图 12: 公司各品牌收入情况 (亿元)**

**图 13: 公司各品牌毛利率情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (注: 17 年后海一家变为其他品牌)

数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (注: 17 年后海一家变为其他品牌)

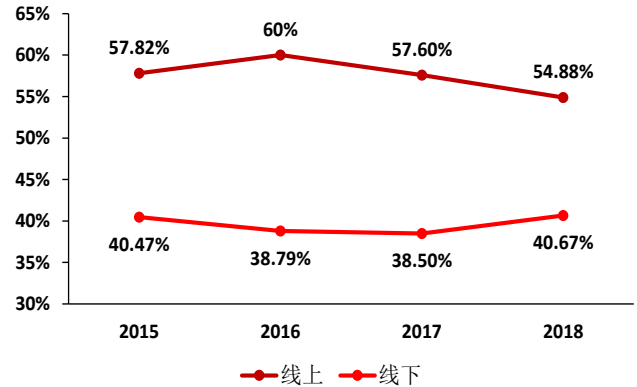
**加速电商布局, 发力线上渠道。**在新零售形势下, 公司发力线上渠道, 旗下新品牌纷纷进驻线上平台, 多品牌联合布局。2018 年公司在原有京东、天猫、唯品会等主流社交电商平台的基础上, 又入了驻亚马逊、蘑菇街、云集等电商平台。公司的收入来源仍然以线下销售为主, 但线上渠道的收入占比逐年提升。2015 年线上渠道的收入占比为 3.8%, 2017 年达到 5.9%, 复合增速为 15.9%。2018 年公司线上渠道实现收入 11.5 亿元, 同比增加 9.2%, 收入占比提升 0.23 个百分点至 6.1%, 毛利率为 54.9%。

图 14: 公司线上、线下收入情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 公司线上、线下毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3 盈利预测

假设 1: 预计 2019-2021 年公司西北地区销量增速分别为 6%、5%、4%;

假设 2: 预计 2019-2021 年公司西南、东北地区销量增速分别为 8%、7%、6%;

假设 3: 预计 2019-2021 年公司华东地区销量增速分别为 3%、2%、1%; 预计 2019-2021 年公司华北、中南地区销量增速均分别为 10%、9%、8%;

假设 4: 预计 2019-2021 年公司海外销量增速分别为 32%、30%、28%。

表 1: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元     | 2016A    | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>合计</b>   |          |          |          |          |          |          |
| 营业收入        | 16999.59 | 18200.09 | 19089.73 | 20343.10 | 21496.61 | 22523.51 |
| yoy         | 7.39%    | 7.06%    | 4.89%    | 6.57%    | 5.67%    | 4.78%    |
| 营业成本        | 10371.37 | 11110.42 | 11293.47 | 11917.10 | 12583.10 | 13173.09 |
| 毛利率         | 38.99%   | 38.95%   | 40.84%   | 41.42%   | 41.46%   | 41.51%   |
| <b>华东地区</b> |          |          |          |          |          |          |
| 收入          | 7080.7   | 7256.86  | 7443.78  | 7667.09  | 7820.44  | 7898.64  |
| yoy         | 3.71%    | 2.49%    | 2.58%    | 3%       | 2%       | 1%       |
| 成本          | 4256.63  | 4381.7   | 4356.48  | 4446.91  | 4535.85  | 4581.21  |
| 毛利率         | 39.88%   | 39.62%   | 41.47%   | 42.00%   | 42.00%   | 42.00%   |
| <b>中南地区</b> |          |          |          |          |          |          |
| 收入          | 3476.48  | 4016.77  | 4380.03  | 4818.03  | 5251.66  | 5671.79  |
| yoy         | 14.51%   | 15.54%   | 9.04%    | 10.00%   | 9.00%    | 8.00%    |
| 成本          | 2089.92  | 2425.32  | 2563.42  | 2794.46  | 3045.96  | 3289.64  |
| 毛利率         | 39.88%   | 39.62%   | 41.47%   | 42.00%   | 42.00%   | 42.00%   |
| <b>华北地区</b> |          |          |          |          |          |          |
| 收入          | 1950.64  | 2030.05  | 2214.52  | 2435.97  | 2655.21  | 2867.63  |

| 单位: 百万元     | 2016A   | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| yoy         | 7.43%   | 4.07%   | 9.09%   | 10%     | 9%      | 8%      |
| 成本          | 1172.64 | 1225.74 | 1296.05 | 1412.86 | 1540.02 | 1663.22 |
| 毛利率         | 39.88%  | 39.62%  | 41.47%  | 42.00%  | 42.00%  | 42.00%  |
| <b>西南地区</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入          | 1755.93 | 2054.06 | 2192.68 | 2368.09 | 2533.86 | 2685.89 |
| yoy         | 11.41%  | 16.98%  | 6.75%   | 8%      | 7%      | 6%      |
| 成本          | 1055.59 | 1240.24 | 1283.27 | 1373.49 | 1469.64 | 1557.82 |
| 毛利率         | 39.88%  | 39.62%  | 41.47%  | 42.00%  | 42.00%  | 42.00%  |
| <b>西北地区</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入          | 1328.8  | 1429.91 | 1471.94 | 1560.26 | 1638.27 | 1703.80 |
| yoy         | 5.78%   | 7.61%   | 2.94%   | 6%      | 5%      | 4%      |
| 成本          | 798.82  | 863.38  | 861.46  | 904.95  | 950.20  | 988.20  |
| 毛利率         | 39.88%  | 39.62%  | 41.47%  | 42.00%  | 42.00%  | 42.00%  |
| <b>东北地区</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入          | 929.18  | 1037.89 | 979.65  | 1058.02 | 1132.08 | 1200.01 |
| yoy         | 4%      | 11.70%  | -5.61%  | 8%      | 7%      | 6%      |
| 成本          | 558.58  | 626.68  | 573.34  | 613.65  | 656.61  | 696.00  |
| 毛利率         | 39.88%  | 39.62%  | 41.47%  | 42.00%  | 42.00%  | 42.00%  |
| <b>海外</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 收入          | -       | 6.17    | 56.15   | 74.12   | 96.35   | 123.33  |
| yoy         | -       | -       | 810.05% | 32.00%  | 30.00%  | 28.00%  |
| 成本          | -       | 2.67    | 19.30   | 23.72   | 30.83   | 39.47   |
| 毛利率         | -       | 56.77%  | 65.62%  | 68%     | 68%     | 68%     |
| <b>其他</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 收入          | 477.86  | 368.38  | 350.98  | 361.51  | 368.74  | 372.43  |
| yoy         |         | -22.91% | -4.72%  | 3.00%   | 2.00%   | 1.00%   |
| 成本          | 439.19  | 344.69  | 340.15  | 347.05  | 353.99  | 357.53  |
| 毛利率         | 8.09%   | 6.43%   | 3.09%   | 4.00%   | 4.00%   | 4.00%   |

数据来源: wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                 |                 |                 |                 | 现金流量表 (百万元)       |                |                |                |                |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2018A           | 2019E           | 2020E           | 2021E           |                   | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
| 营业收入          | 19089.73        | 20343.10        | 21496.61        | 22523.51        | 净利润               | 3455.93        | 3647.81        | 3857.65        | 4114.91        |
| 营业成本          | 11293.47        | 11917.10        | 12583.10        | 13173.09        | 折旧与摊销             | 376.54         | 453.18         | 453.18         | 453.18         |
| 营业税金及附加       | 141.29          | 142.40          | 150.48          | 135.14          | 财务费用              | -3.80          | 205.68         | 188.12         | 173.37         |
| 销售费用          | 1799.42         | 1912.25         | 2020.68         | 2094.69         | 资产减值损失            | 383.31         | 3.50           | 3.60           | 3.70           |
| 管理费用          | 1100.28         | 1159.56         | 1225.31         | 1261.32         | 经营营运资本变动          | -853.08        | 963.89         | -133.05        | 72.78          |
| 财务费用          | -3.80           | 205.68          | 188.12          | 173.37          | 其他                | -939.47        | 46.55          | -126.92        | 7.10           |
| 资产减值损失        | 383.31          | 3.50            | 3.60            | 3.70            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>2419.43</b> | <b>5320.61</b> | <b>4242.59</b> | <b>4825.04</b> |
| 投资收益          | 160.99          | 60.00           | 30.00           | 30.00           | 资本支出              | -432.92        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | -8.92           | -7.06           | -7.68           | -7.47           | 其他                | -389.35        | 52.94          | 22.32          | 22.53          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-822.27</b> | <b>52.94</b>   | <b>22.32</b>   | <b>22.53</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>4555.17</b>  | <b>5055.55</b>  | <b>5347.64</b>  | <b>5704.74</b>  | 短期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 22.61           | 10.85           | 10.21           | 10.42           | 长期借款              | -6.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>4577.78</b>  | <b>5066.40</b>  | <b>5357.85</b>  | <b>5715.16</b>  | 股权融资              | 3324.64        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 1121.86         | 1418.59         | 1500.20         | 1600.24         | 支付股利              | 0.00           | -690.95        | -724.56        | -766.53        |
| 净利润           | 3455.93         | 3647.81         | 3857.65         | 4114.91         | 其他                | -2657.38       | 2131.13        | -188.12        | -173.37        |
| 少数股东损益        | 1.15            | 25.00           | 25.00           | 25.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>661.26</b>  | <b>1440.17</b> | <b>-912.68</b> | <b>-939.90</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 3454.77         | 3622.81         | 3832.65         | 4089.91         | <b>现金流量净额</b>     | <b>2257.65</b> | <b>6813.72</b> | <b>3352.23</b> | <b>3907.67</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                 |                 |                 |                 | 财务分析指标            |                |                |                |                |
|               | 2018A           | 2019E           | 2020E           | 2021E           |                   | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
| 货币资金          | 10526.33        | 17340.05        | 20692.28        | 24599.95        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 1607.15         | 1514.65         | 1625.90         | 1726.81         | 销售收入增长率           | 4.89%          | 6.57%          | 5.67%          | 4.78%          |
| 存货            | 9473.64         | 9893.78         | 10553.45        | 11015.04        | 营业利润增长率           | 4.47%          | 10.98%         | 5.78%          | 6.68%          |
| 其他流动资产        | 160.41          | 169.91          | 178.66          | 186.45          | 净利润增长率            | 3.80%          | 5.55%          | 5.75%          | 6.67%          |
| 长期股权投资        | 769.52          | 769.52          | 769.52          | 769.52          | EBITDA 增长率        | 7.80%          | 15.96%         | 4.80%          | 5.72%          |
| 投资性房地产        | 750.18          | 750.18          | 750.18          | 750.18          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 4204.58         | 3821.20         | 3437.82         | 3054.44         | 毛利率               | 40.84%         | 41.42%         | 41.46%         | 41.51%         |
| 无形资产和开发支出     | 644.00          | 593.55          | 543.10          | 492.65          | 三费率               | 15.17%         | 16.11%         | 15.98%         | 15.67%         |
| 其他非流动资产       | 1455.64         | 1436.29         | 1416.95         | 1397.60         | 净利率               | 18.10%         | 17.93%         | 17.95%         | 18.27%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>29591.45</b> | <b>36289.13</b> | <b>39967.86</b> | <b>43992.64</b> | ROE               | 26.39%         | 19.45%         | 17.62%         | 16.30%         |
| 短期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 11.68%         | 10.05%         | 9.65%          | 9.35%          |
| 应付和预收款项       | 10950.43        | 12268.05        | 12721.40        | 13316.05        | ROIC              | 86.19%         | 91.47%         | 116.84%        | 134.33%        |
| 长期借款          | 493.50          | 493.50          | 493.50          | 493.50          | EBITDA/销售收入       | 25.81%         | 28.09%         | 27.86%         | 28.11%         |
| 其他负债          | 5052.57         | 4768.73         | 4861.01         | 4942.76         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>16496.51</b> | <b>17530.28</b> | <b>18075.92</b> | <b>18752.31</b> | 总资产周转率            | 0.70           | 0.62           | 0.56           | 0.54           |
| 股本            | 4492.76         | 4492.76         | 4492.76         | 4492.76         | 固定资产周转率           | 5.32           | 5.29           | 6.21           | 7.32           |
| 资本公积          | 2032.71         | 2032.71         | 2032.71         | 2032.71         | 应收账款周转率           | 29.83          | 29.05          | 29.29          | 29.15          |
| 留存收益          | 9166.92         | 12098.78        | 15206.87        | 18530.25        | 存货周转率             | 1.24           | 1.22           | 1.22           | 1.22           |
| 归属母公司股东权益     | 12958.05        | 18596.96        | 21705.05        | 25028.43        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 114.80%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 136.89          | 161.89          | 186.89          | 211.89          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>13094.94</b> | <b>18758.85</b> | <b>21891.94</b> | <b>25240.32</b> | 资产负债率             | 55.75%         | 48.31%         | 45.23%         | 42.63%         |
| 负债和股东权益合计     | 29591.45        | 36289.13        | 39967.86        | 43992.64        | 带息债务/总负债          | 16.84%         | 15.85%         | 15.37%         | 14.82%         |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.69           | 2.08           | 2.28           | 2.48           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.95           | 1.37           | 1.56           | 1.75           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%          | 19.07%         | 18.90%         | 18.74%         |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.77           | 0.81           | 0.85           | 0.91           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 2.88           | 4.14           | 4.83           | 5.57           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 0.54           | 1.18           | 0.94           | 1.07           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.00           | 0.15           | 0.16           | 0.17           |
| 业绩和估值指标       |                 |                 |                 |                 |                   |                |                |                |                |
|               | 2018A           | 2019E           | 2020E           | 2021E           |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 4927.92         | 5714.41         | 5988.94         | 6331.28         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 12.71           | 12.12           | 11.45           | 10.73           |                   |                |                |                |                |
| PB            | 3.39            | 2.36            | 2.02            | 1.75            |                   |                |                |                |                |
| PS            | 2.30            | 2.16            | 2.04            | 1.95            |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 6.69            | 4.52            | 3.75            | 2.93            |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.00%           | 1.57%           | 1.65%           | 1.75%           |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟     | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅     | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 汪文沁     | 高级销售经理  | 021-68415380  | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn       |
|    | 王慧芳     | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn       |
|    | 涂诗佳     | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn       |
|    | 杨博睿     | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn       |
|    | 丁可莎     | 销售经理    | 021-68416017  | 13122661803 | dks@swsc.com.cn       |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 路剑      | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn    |
|    | 张岚      | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn  |
|    | 刘致莹     | 销售经理    | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰     | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 余燕伶     | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn       |
|    | 花洁      | 销售经理    | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn      |
|    | 孙瑶瑶     | 销售经理    | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
|    | 陈霄 (广州) | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn  |