

海澜之家 (600398.SH) 深度解读海澜之家三季报：拐点与突破

2020年10月28日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

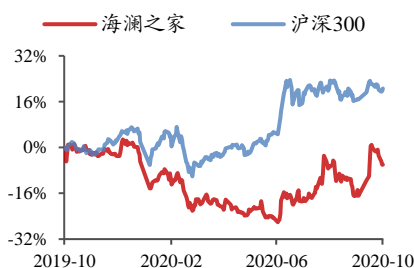
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2020/10/28
当前股价(元)	7.04
一年最高最低(元)	8.16/5.77
总市值(亿元)	304.10
流通市值(亿元)	304.10
总股本(亿股)	43.20
流通股本(亿股)	43.20
近3个月换手率(%)	20.69

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-线上渠道与新老品牌联动发力，服装龙头再起航》
-2020.10.13

● 拐点：流水增速回正，线上与新品牌持续发力，维持“买入”评级

公司2020年前三季度实现营业收入117.78亿元(-19.8%);实现归母净利润12.90亿元(-50.7%)。其中Q3公司实现营收36.76亿元(-7.4%)，剔除已剥离品牌影响同比下滑约3%;实现归母净利润3.43亿元(-30.2%)，剔除投资收益影响净利润同比增长14.7%。前三季度新品牌实现约57%增长，Q3单季度电商增长111.27%，表现亮眼；公司整体业绩加速恢复，且零售流水于Q3增速转正，拐点确立。考虑到疫情对消费需求的影响，调整盈利预测至2020-2022年公司归母净利润分别为19.09/30.21/35.08亿元(原值为24.4/32.4/37.6亿元)，对应EPS分别为0.44/0.70/0.81元，当前股价对应PE为15.9/10.1/8.7倍，维持“买入”评级。

● 存货减少、库龄结构优化，报表质量显著改善

截至2020Q3公司存货共计86.38亿元，同比减少8.58%，有所改善。羽绒服等品类降低了买断采购比例，预计四季度存货水平有望进一步优化。且公司三季度开展了线上奥莱清尾货等去库存举措，存货库龄结构预计持续优化。且由于2020H1公司计提了约2.17亿元存货跌价准备，后续存货减值风险大幅降低。

● 突破：产品、渠道、营销、品牌共振，夯实长期增长动力

1) 品牌定位与产品：推进产品转型，做宽客群以突破品牌定位，加大功能和休闲型产品占比；同时加强信息化建设，顺应客户需求针对性推新，做好转型过渡。供应链匹配方面则成立产品设计组负责原材料开发与年轻化设计，筛选引进优秀功能型服饰供应商。**2) 渠道：**继续提升线上占比，线下线上分层，线下主销高附加值新品，线上根据平台定位选择性适配商品，天猫京东仍主卖正价商品并试水专供款，唯品会等主销奥莱款；线下专注购物中心占比与店效提升。**3) 营销：**未来1-2年通过营销刷新品牌认知，打破“商务休闲”既有形象，贴上“创新型、功能型”新标签。**4) 多品牌：**公司拓新品牌与品类成效已显，新品牌前三季度营收9.91亿元(+57.33%)，其中海澜优选、OVV等表现亮眼，有望继续增长。

● **风险提示：**疫情的二次爆发；存货及资产减值风险；新品牌培育效果不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,090	21,970	19,060	21,904	24,707
YOY(%)	4.9	15.1	-13.2	14.9	12.8
归母净利润(百万元)	3,455	3,211	1,909	3,021	3,508
YOY(%)	3.8	-7.1	-40.6	58.3	16.1
毛利率(%)	40.8	39.5	40.0	40.6	40.9
净利率(%)	18.1	14.6	10.0	13.8	14.2
ROE(%)	26.4	22.9	12.3	17.1	16.9
EPS(摊薄/元)	0.80	0.74	0.44	0.70	0.81
P/E(倍)	8.8	9.5	15.9	10.1	8.7
P/B(倍)	2.5	2.3	2.1	1.8	1.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究

目 录

1、收入端：业绩拐点确立，Q3 流水回正，线上、新品牌持续发力	3
2、盈利能力：线下渠道复苏毛利率预计维持稳定，研发费用增加助推产品力提升	4
3、营运水平：存货减少、库龄优化，报表质量显著改善	5
4、突破：产品、渠道、营销、品牌共振，夯实长期增长动力	6
4.1、品牌定位与产品：推进产品转型，通过信息化顺应客户需求	6
4.1.1、品牌定位：做宽、做深客群，挖掘“国民品牌”潜力	6
4.1.2、降低商务装比例，提升休闲、功能性产品占比	6
4.1.3、通过信息化，顺应客户需求，维持基本盘稳定的同时顺利实现产品转型	6
4.1.4、为产品转型建立供应链匹配机制	7
4.2、渠道端：线下线上渠道分层，电商渠道发展空间大	8
4.3、营销端：致力刷新品牌认知，创造“创新、功能”新印象	9
4.4、多品牌：培育显效，看好海澜优选、英氏、OVV 的发展	10
5、冷冬、电商叠加晚春催化短期业绩	10
6、盈利预测与投资建议	11
7、风险提示	11
附：财务预测摘要	12

1、收入端：业绩拐点确立，Q3 流水回正，线上、新品牌持续发力

从业绩上来看，第三季度公司收入、净利润降幅收窄，疫情影响减淡。2020 年前三季度公司实现营业收入 117.78 亿元，同比减少 19.82%；实现归母净利润 12.90 亿元，同比减少 50.69%。其中 2020Q3 单季度公司实现营收 36.76 亿元，同比减少 7.35%，剔除已剥离品牌爱居兔影响同比减少约 3%；实现归母净利润 3.43 亿元，同比减少 30.24%；剔除投资收益带来的影响，公司 2020Q3 净利润同比增长 14.67%。

从零售流水表现来看，公司 2020Q3 整体零售流水恢复正增长，自疫情以来逐季改善，拐点逐步确立。根据魔镜数据及估算，三月以来海澜之家品牌流水逐月改善，九月恢复正增长，十月以来流水实现双位数增长，线上流水实现翻倍增长，迎来拐点。并且由于在疫情影响下公司前三季度门店数量仅净增一家，收入增长主要由同店增长驱动，反映零售终端加速回暖，增长潜力较大。我们预计四季度主品牌线下流水将实现双位数增长，线上流水持续高增长。

我们认为，流水增速高于收入主要原因包括：1) 公司于 2019Q3 剥离原子公司爱居兔，2019 年 1-8 月合计产生营收约 6.98 亿元，其中 7-8 月实现营收 1.51 亿元，使得三季度收入基数偏高。2) 由于疫情的影响，本年门店销售收入减少，且大量加盟店的年度清算集中到了 7-9 月，导致 Q3 公司收到的分成款低于正常比例。随着门店流水回正，公司与加盟商分成比例将恢复正常，公司收入规模有望进一步提升，充分反映其终端零售销售收入增长水平。

分品牌来看：主品牌业绩逐渐回暖，新品牌持续高速增长。

1) 海澜之家：2020 年前三季度实现营业收入 90.55 亿元 (-21.48%)，其中 2020Q3 单季度实现营收 27.12 亿元 (-6.61%)。

2) 圣凯诺：2020 年前三季度实现收入 13.99 亿元 (-7.83%)，其中 2020Q3 单季度实现收入 4.64 亿元 (-20.0%)。

3) 其他品牌：2020 年前三季度实现收入 9.91 亿元，同比增长 57.33%，疫情下仍实现高速增长，新品牌培育已见成效。其中海澜优选品牌前三季度累计营收同比增长 70.38%，第三季度同比增长 60.56%，主要受益于其积极拓展高品质产品，品牌力持续提升；OVV 女装品牌前三季度累计收入同比增长 50.11%，第三季度增幅达 102.84%，主要系与热播剧《三十而已》合作营销效果显著，品牌知名度大幅提升所致。

表1: 新品牌收入疫情下仍实现高速增长 (亿元, %)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q1-3
海澜之家	31.61	31.82	27.12	90.55
YoY	-36.69%	-12.47%	-6.61%	-21.48%
圣凯诺	2.65	6.69	4.64	13.99
YOY	-46.25%	51.24%	-20.00%	-7.83%
其他品牌	3.12	3.21	3.58	9.91
YOY	118.89%	94.08%	-	57.33%
总营业收入	38.48	42.54	36.76	117.78

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q1-3
YoY	-36.80%	-8.18%	-7.35%	-19.82%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道来看：数字化、新零售提振 Q3 线上销售翻倍增长，营收占比大幅提升至双位数。

1) 线上渠道：受益于加速推进数字化、疫情期间积极开展新零售布局等举措，公司线上收入实现大幅增长。2020 年前三季度公司线上收入增长 55.54% 至 13.26 亿元，Q1/Q2/Q3 公司线上收入分别增长 16.70%/40.22%/111.27%，截至第三季度末线上收入占比达 11.59%。

2) 线下渠道：2020 年前三季度收入达 101.19 亿元 (-25.18%)，2020Q3 单季度收入为 29.63 亿元 (-15.80%)，受疫情影响渠道收缩，线下收入有所下滑。截至三季度末，公司门店数量合计 7,255 家，较年初净增一家，其中海澜之家门店数量为 5,536 家，净关店 62 家；其他品牌门店数为 1,719 家，净开店 45 家。

表2：数字化、新零售提振线上销售高增长（亿元，%）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q1-3
线上渠道	3.05	4.50	5.71	13.26
占比	7.93%	10.58%	15.53%	11.59%
YoY	16.70%	40.22%	111.27%	55.52%
线下渠道	34.34	37.22	29.63	101.19
占比	89.24%	87.49%	80.60%	85.91%
YoY	-40.93%	-9.79%	-15.80%	-25.18%
总营收	38.48	42.54	36.76	117.78
YoY	-36.80%	-8.18%	-7.35%	-19.82%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力：线下渠道复苏毛利率预计维持稳定，研发费用增加助推产品力提升

产品促销力度加大及电商占比提升，致毛利率有所下滑，预计随着线下渠道逐渐复苏，毛利率有望保持稳定。

2020 年前三季度公司整体毛利率为 40.06% (-1.71pct)，2020Q3 单季度毛利率为 40.07% (-1.94pct)。其中，海澜之家系列毛利率为 39.40%，同比减少 3.74pct；圣凯诺品牌毛利率为 52.64%，同比增加 1.56pct。整体毛利率有所下降，主要疫情期间公司加大促销力度及前三季度公司线上销售占比增加所致。但随着线下渠道的复苏，结合公司严格把控折扣率，我们预计公司毛利率有望继续保持稳定水平。

净利率：2020 年前三季度公司整体净利率为 10.95% (-6.86pct)，2020Q3 单季度净利率为 9.33% (-3.04pct)。剔除投资收益带来的影响，公司 2020Q3 单季度净利率同比增加约 1.91pct，盈利能力有所提升。

费用率：费用率水平有所上升，研发费用增加助推产品力提升。

2020 年前三季度公司费用率水平提升 5.74pct 至 23.07%，其中销售/管理/研发费

用分别同比变动+13.19%/-5.33%/-9.76%，财务费用增加 0.32 亿元主要系本期利息收入减少及可转债利息摊销增加所致。2020Q3 单季度公司费用率提升 6.70pct 至 30.77%，其中研发费用大幅增加 116.67%，我们认为，主要系公司积极提升产品设计及功能性，加强产品研发力度所致。此举有望促进公司各品牌产品力进一步提升，有利于长期发展。

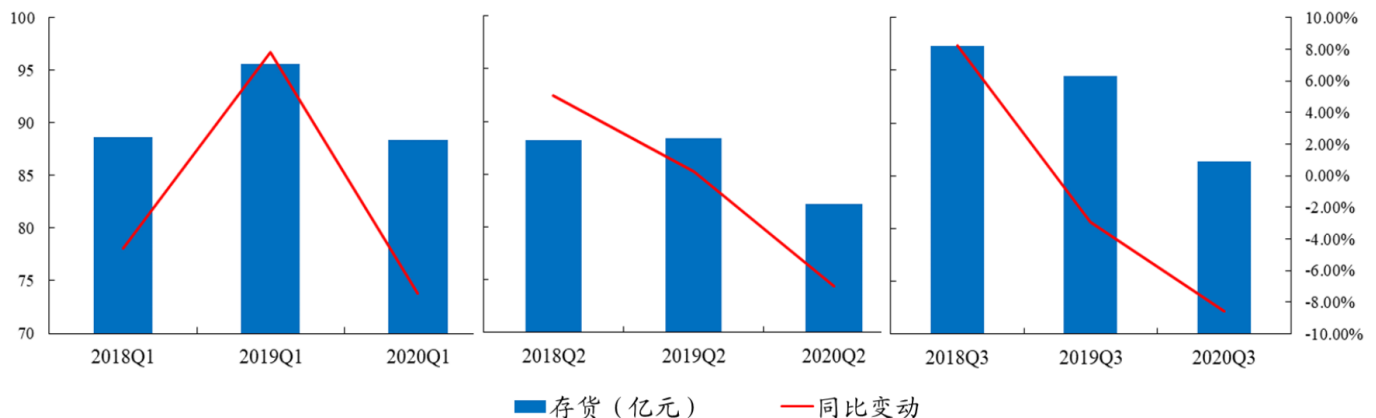
表3: 费用率水平有所上升 (亿元, %)

	2019Q3	2019Q1-3	2020Q3	2020Q3 变动	2020Q1-3	2020Q1-3 变动
销售费用	5.00	14.94	6.49	29.80%	16.91	13.19%
管理费用	4.44	10.14	4.52	1.80%	9.60	-5.33%
研发费用	0.06	0.41	0.13	116.67%	0.37	-9.76%
财务费用	0.05	-0.03	0.17	240.00%	0.29	-
整体费用率	24.07%	17.33%	30.77%	6.70pct	23.07%	5.74pct

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、营运水平: 存货减少、库龄优化, 报表质量显著改善

存货规模减少, 库龄结构优化, 助力公司四季度轻装上阵。截至 2020Q3 公司存货共计 86.38 亿元, 较年初减少 4.49%, 同比减少 8.58%, 库存状况改善。羽绒服等品类买断采购比例下降, 预计四季度存货水平有望进一步优化。并且由于公司三季度开展了线上奥莱清尾货等去库存举措, 我们预计公司存货库龄结构将持续改善。存货减值方面, 由于 2020H1 公司计提了约 2.17 亿元存货跌价准备, 下半年公司存货减值风险大幅降低, 有助于公司轻装上阵, 积极开展后续新品推出活动。

图1: 公司存货规模逐渐减少


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

结算费用影响现金流, 四季度有望大幅改善。截至 2020Q3 公司经营性现金流净额为 1,486.54 万元, 同比减少 92.61%, 下滑幅度较大主要系受疫情影响销售收入减少, 以及大量加盟店的年度清算集中到了 7-9 月, 导致 Q3 公司收到的分成款低于正常比例所致。我们预计, 随着疫情影响减淡, 短期影响因素解除, 四季度公司现金流状况有望大幅改善。

4、突破：产品、渠道、营销、品牌共振，夯实长期增长动力

三季度可以看到海澜之家业绩拐点，展望未来几年，我们觉得“突破”将成为海澜之家的新关键词。我们认为海澜之家正在从品牌定位与产品、渠道、营销、多品牌&多品类战略上寻求突破，致力于成为国民生活方式多品牌集团公司。

4.1、品牌定位与产品：推进产品转型，通过信息化顺应客户需求

4.1.1、品牌定位：做宽、做深客群，挖掘“国民品牌”潜力

公司深耕男装多年，从积累的大量资源与经验出发，与时俱进地贴合主力消费群体进行年轻化变革，升级品牌形象，不断做宽、做深客群，切入女装、童装、家居生活等，进一步挖掘“国民品牌”潜力。

4.1.2、降低商务装比例，提升休闲、功能性产品占比

服装行业面临消费升级，功能性、时尚性产品更受市场青睐。对主营男装业务，公司积极调整产品结构，革新之前“商务为主、休闲为辅”的产品布局，缩小纯商务产品比例，加大功能和休闲性产品占比。2020年公司推出的全能茄克、科技绒卫衣等功能性产品市场反映良好，未来有望试水其他品类以覆盖消费者更多的需求。

图2：2020年公司推出了的全能茄克和科技绒卫衣等功能服饰



资料来源：海澜之家淘宝店铺

4.1.3、通过信息化，顺应客户需求，维持基本盘稳定的同时顺利实现产品转型

公司商务男装承载了庞大的客户群体，为维持原有基本盘的稳定、实现产品结构的顺利调整，公司主要通过信息化建设，顺应既有客户群体需求，及时地、针对性地推出产品。比如2020年公司着手构建多品牌的会员体系（预计2020年底完成），系统地整理和分析散落在各个门店的老客户信息；通过信息化，公司发现其女性客户占比达40%，且贡献了超40%的收入；公司据此进一步挖掘女性用户需求（多为家人购买），针对性地推出秋季儿童多拉A梦卫衣，市场反馈良好。此外，建设会员体系只是开端，公司未来会加大研发投入，通过大数据分析等手段推动整个供应链的改造，实现信息一体化，利于及时分析、把握既有客户群体的需求动向，通过及时的产品迭代维持基本盘的稳定。

图3: 针对女性用户多为家人购买特点, 公司推出秋季儿童哆啦A梦卫衣



资料来源: 海澜之家天猫官方旗舰店

4.1.4、为产品转型建立供应链匹配机制

重视原材料开发, 产品设计年轻化

由于款式创新给消费者带来的购买欲望有限, 公司注重原材料的研发, 希望在现有的成品款式上嫁接更好的原材料进行产品升级, 以给予消费者更多的可能性。目前公司成立了专门的产品设计组, 一方面寻找优质研发公司并合作, 另一方面负责公司年轻化的产品设计, 不断推出 IP 联名款, 如“黑猫警长系列”, “李小龙系列”; 同时公司也注重传统文化的引入, 2020 年公司推出“三国演义系列”, 引领国风国潮。

图4: 海澜之家产品设计年轻化, 于 2020 年推出了三国演义系列



资料来源: 海澜之家天猫官方旗舰店

基于产品转型筛选供应商

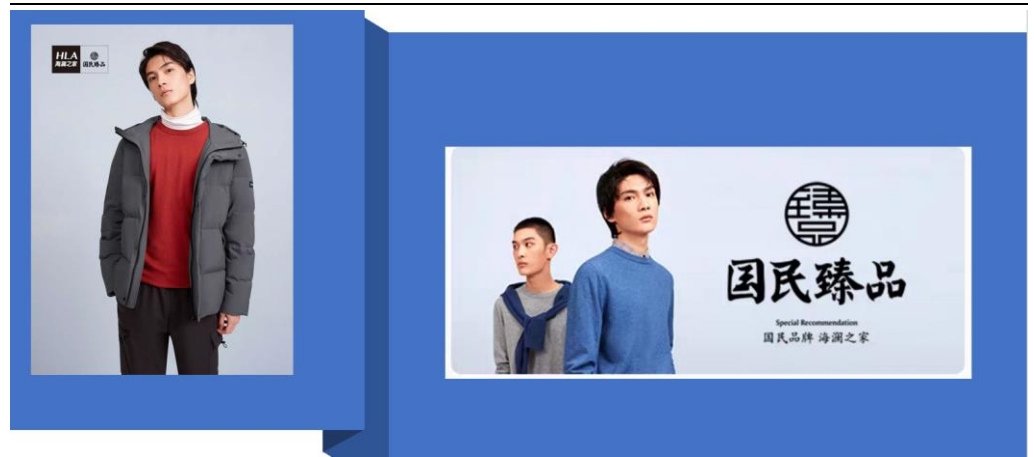
考虑到未来产品布局向休闲、功能性服饰转型, 公司基于市场需求对供应商进行筛选: 对既有的供应商, 公司采取优胜劣汰, 逐步淘汰商务装供应链, 大力支持在功能性、休闲性服装研发、生产拥有比较优势的、对市场反应快速的供应商, 同时引进一些优质的供应商作为补充。

4.2、渠道端：线下线上渠道分层，电商渠道发展空间大

公司线上渠道占比较小但逐年上升，2020Q1-Q3 提升到 11.59%，首次破 10%，我们预计公司线上占比 2020 年底有望继续提升，2021 年电商渠道能实现 30%-50% 的增长，主因面对疫情带来的消费升级以及线下门店流量减少，公司积极调整渠道战略，加大电商渠道占比，改革措施涉及多面：

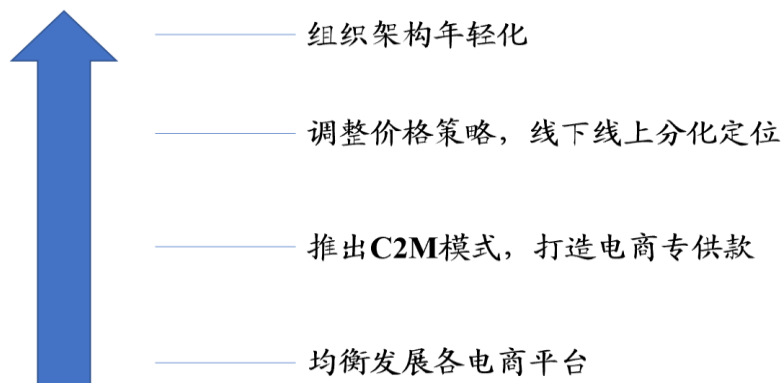
- 1) **调整价格策略，线下线上定位分化：**公司在不断改变“线上线下一盘货”的“同时同款同价”战略，转向：①线下主要用来推新品，主销品质好、款式新、附加值高的产品，依靠产品较快迭代不断刺激消费需求。②线上根据平台定位选择性适配不同商品，天猫和京东主卖正价商品（即同时同款同价）以及部分电商专供款，唯品会、直播、社群等以销售奥莱产品为主。
- 2) **推出 C2M 模式，打造电商专供款：**针对线上价格敏感型消费者，公司尝试基于弹性供应链对一些产品推出 C2M 销售模式，让工厂直连消费者，实现“快反、零库存”（从产品设计到抵达消费者手中不超过 15 天），提升货品的流转效率，2020 年公司推出“国民臻品系列”电商专供款，市场表现良好，预计未来 C2M 模式在公司线上渠道的占比将会提升。

图5：公司推出国民臻品系列，打造电商专供款



资料来源：海澜之家天猫官方旗舰店

图6：公司积极加大电商渠道占比，拥有多方面的改革措施

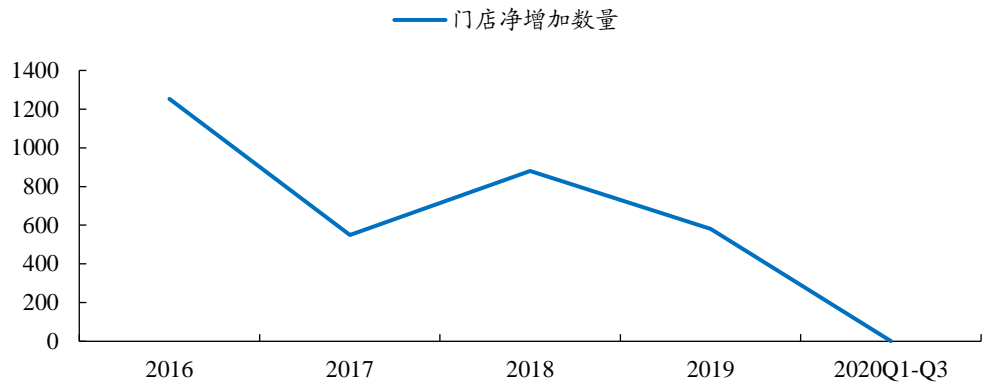


资料来源：开源证券研究所

公司线下渠道占比较大，已具备庞大的营销网络体系，截至 2020Q3 线下门店数

量已达 7255 家。我们认为公司未来线下门店绝对数量将保持稳定，预计公司未来线下渠道能够平稳增长主要系公司不断优化门店结构、提升店效，具体来看：

图7：公司门店总数净增量呈下降趋势，2020Q1-Q3 门店净增个位数



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 1) **增大购物中心店占比：**由于集购物、休闲、娱乐、饮食为一体的“一站式服务”购物中心成为线下主流消费场所，加之电商渠道的侵占，公司高占比的街边店流量流失严重。对此，公司积极进驻购物中心开设新店，并调整店铺光效、商品陈列等实现门店形象的全新升级。截至 2018Q2，公司购物中心店数量占比约 15%，到 2020Q1，该占比提升至 21%附近，预计未来将继续上升。
- 2) **提升店效：**从线下单个门店看，门店面积、位置相对固定，公司主要调整产品品类结构，让门店的商务装（如西装、衬衫等）让位于休闲、功能性服饰，将陈列空间释放给款式新、附加值高的产品，通过较快的产品迭代来提升店效。我们预计公司未来三年线下老店的平均店效复合增长有望达到 10%。

4.3、营销端：致力刷新品牌认知，创造“创新、功能”新印象

公司未来 1-2 年营销的主要目的为刷新海澜之家的品牌认知，打破品牌“商务休闲”的既有形象，贴上“创新型、功能型”的新标签。在主品牌海澜之家上，公司于 2020 年 10 月 20 日成功邀请周杰伦作为品牌代言人，借助其跨越老中青少的影响力吸引流量，在凭借高性价比留存流量的同时进行消费者教育、刷新品牌印象。此外，针对特定新品推出，公司会寻找符合产品调性的代言人进行产品推广，如 2020 年秋冬季节，公司邀请罗永浩代言全能茄克等功能性产品。

图8: 公司成功邀请周杰伦为海澜之家品牌代言人


资料来源: 36 氪

图9: 公司邀请罗永浩代言全能茄克


资料来源: 新浪微博

4.4、多品牌: 培育显效, 看好海澜优选、英氏、OVV 的发展

近年来, 公司积极拓展品牌与品类, 希望将自己打造成零售孵化管理集团, 目前新品牌培育已经显效, 2020Q1-Q3, 公司新品牌合计实现营收 9.91 亿元(+57.33%), 其中海澜优选、英氏、OVV 表现亮眼:

- 1) **海澜优选:** 生活家居品牌海澜优选积极拓展高品质、高流量产品, Q1-Q3 营收同比增长 70.38%, Q3 营收同比增长 60.56%; 目前海澜优选旗舰店已入驻天猫、京东等平台, 未来电商渠道潜力的释放有望拉动业绩进一步增长。
- 2) **英氏:** 高端婴童品牌英氏 Q3 实现销额约 1 亿元; 我们预计 2021 年英氏有望创造 3000-5000 万元的净利润主要系: ①受益于二胎政策与优生优育, 英氏凭借已积累的较好口碑, 其产品顺利延伸至婴童洗护品类, 未来销量有望进一步扩大。②公司加强对英氏管理团队优化与供应链体系的优化, 有效降低了产品成本。
- 3) **OVV:** 女装品牌 OVV Q1-Q3 营收同比增长 50.11%, Q3 营收同比增长 102.84%。OVV 凭借独立女性的品牌定位、高品质及高性价比的产品较好地承接了热播剧《三十而已》带来的巨大流量, 成功将部分新粉丝转化为用户、将流量转化为销售额, 未来增长有望提速。

对于其他品牌, 公司顺应市场需求进行调整, 预计会逐步砍掉男装品牌 AEX, 缩减潮流品牌黑鲸体量。

5、冷冬、电商叠加晚春催化短期业绩

气温普降释放“冷冬”信号, 有利于公司羽绒服等冬装销售。10 月以来, 全国气温在持续阴雨与南下冷空气双重影响下, 以较大幅度持续走低。并且, 我国气象局宣布新一轮冷空气将继续来袭, 带来大风及雨雪天气, 释放“冷冬”信号, 天气寒冷有利于公司高收入占比、高毛利的羽绒服的销售, 也利于其他高客单价、高毛利的冬装的持续上量。

2020Q4 电商迎来传统销售旺季, 利好公司销售环比提速。同时 2021 年春节为 2 月 21 日, 相对较晚, “晚春”的到来进一步拉长销售旺季; 此外, 海澜之家也擅长春节营销, 在春节期间会加大广告投放, 通过营造节日氛围激发消费者情感共鸣, 增加品牌曝光频次, 公司业绩短期内有望明显增长。

图10: 海澜之家春节期间加大广告投放


资料来源：新浪微博、站酷（左图为2020年，右图为2019年）

6、盈利预测与投资建议

短期来看,2020Q4 电商迎来传统销售旺季,利好公司销售环比提速,同时 2021Q1 在冷冬与晚春影响下,业绩有望加速复苏。中长期看,公司顺应市场需求,调整产品结构,持续加大电商渠道占比,不断提升线下门店店效,随着品牌与品类稳步拓展,新品牌业绩弹性继续释放。公司多元品牌矩阵规模初具,成效渐显,未来具有良好成长性。

考虑到疫情对消费需求的影响,调整盈利预测至 2020-2022 年公司归母净利润分别为 19.09/30.21/35.08 亿元(原值为 24.4/32.4/37.6 亿元),对应 EPS 分别为 0.44/0.70/0.81 元(原值为 0.57/0.75/0.87 元),当前股价对应 PE 为 15.9/10.1/8.7 倍(原值为 12.5/9.4/8.1 倍),维持“买入”评级。

7、风险提示

疫情的二次爆发; 存货及资产减值风险; 新品牌培育效果不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	21768	20920	24134	31534	31938
现金	10526	10022	15974	18622	22047
应收票据及应收账款	688	773	494	859	984
其他应收款	430	370	324	474	426
预付账款	490	450	365	571	485
存货	9474	9044	6716	10748	7736
其他流动资产	160	260	260	260	260
非流动资产	7824	7996	6301	5902	5433
长期投资	770	1	-800	-1614	-2445
固定资产	4036	4000	3211	3464	3693
无形资产	531	948	1015	1095	1180
其他非流动资产	2488	3047	2875	2957	3005
资产总计	29591	28916	30435	37436	37371
流动负债	12886	12029	9581	14823	12196
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8027	7720	5809	9596	7692
其他流动负债	4859	4309	3772	5228	4504
非流动负债	3611	3025	2175	1794	1394
长期借款	2779	2373	1523	1142	742
其他非流动负债	832	652	652	652	652
负债合计	16497	15054	11756	16618	13591
少数股东权益	137	260	251	234	206
股本	1168	1095	4320	4320	4320
资本公积	2033	1452	1452	1452	1452
留存收益	9167	10747	12399	15047	18127
归属母公司股东权益	12958	13602	18428	20585	23574
负债和股东权益	29591	28916	30435	37436	37371

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2419	3462	2224	3461	3816
净利润	3456	3168	1900	3003	3481
折旧摊销	377	581	495	394	442
财务费用	-4	18	-165	-299	-390
投资损失	-161	-71	-81	-104	-86
营运资金变动	-1580	-690	75	467	370
其他经营现金流	331	456	-0	-0	-0
投资活动现金流	-822	-271	1281	109	113
资本支出	894	632	-894	416	362
长期投资	218	504	801	815	831
其他投资现金流	290	865	1188	1340	1305
筹资活动现金流	661	-3203	2446	-922	-504
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	2279	-406	-850	-381	-400
普通股增加	0	-73	3224	0	0
资本公积增加	0	-581	0	0	0
其他筹资现金流	-1618	-2144	72	-541	-104
现金净增加额	2258	-8	5952	2648	3425

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19090	21970	19060	21904	24707
营业成本	11293	13300	11426	13011	14602
营业税金及附加	141	120	133	145	157
营业费用	1799	2467	3194	3242	3448
管理费用	1100	1499	1545	1737	1920
研发费用	49	68	557	475	620
财务费用	-4	18	-165	-299	-390
资产减值损失	383	-422	8	-205	-110
其他收益	76	35	43	51	43
公允价值变动收益	-9	0	0	0	0
投资净收益	161	71	81	104	86
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4555	4179	2486	3954	4589
营业外收入	37	55	45	46	49
营业外支出	14	10	11	12	11
利润总额	4578	4224	2520	3988	4627
所得税	1122	1057	620	985	1146
净利润	3456	3168	1900	3003	3481
少数股东损益	1	-43	-8	-18	-28
归母净利润	3455	3211	1909	3021	3508
EBITDA	4822	4662	2715	3925	4502
EPS(元)	0.80	0.74	0.44	0.70	0.81

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	4.9	15.1	-13.2	14.9	12.8
营业利润(%)	4.5	-8.3	-40.5	59.1	16.0
归属于母公司净利润(%)	3.8	-7.1	-40.6	58.3	16.1
获利能力					
毛利率(%)	40.8	39.5	40.0	40.6	40.9
净利率(%)	18.1	14.6	10.0	13.8	14.2
ROE(%)	26.4	22.9	12.3	17.1	16.9
ROIC(%)	20.1	18.4	9.5	13.7	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	52.1	38.6	44.4	36.4
净负债比率(%)	-51.8	-50.6	-88.0	-94.4	-99.3
流动比率	1.7	1.7	2.5	2.1	2.6
速动比率	0.9	0.9	1.8	1.3	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	29.4	30.1	30.1	32.4	26.8
应付账款周转率	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.74	0.44	0.70	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.80	0.51	0.80	0.88
每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.02	3.39	3.89	4.59
估值比率					
P/E	8.8	9.5	15.9	10.1	8.7
P/B	2.5	2.3	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	4.9	5.1	6.3	3.6	2.3

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，属于机密材料，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16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