

2021年03月31日

# 周大生 (002867.SZ)

## 动态分析

### 全年业绩正增长，线上渠道增速亮眼

#### 事件

公司披露 2020 年年度报告，全年实现营收 50.84 亿元/-6.5%，归母净利润 10.13 亿元/+2.2%，每股收益 1.40 元/股，每 10 股派发现金红利 6 元（含税），以资本公积金向股东每 10 股转增 5 股。

其中，Q4 公司实现营收 17.35 亿元/+6.5%，归母净利润 3.01 亿元/+14.0%。

#### 投资要点

◆ **农历春节后置影响 Q4 增速，全年业绩实现正增长：营收端**，公司全年营收下滑 6.5% 至 50.84 亿元，随国内疫情逐步得到控制，线下消费复苏，公司各季度营收降幅逐渐收窄，Q1、Q2、Q3、Q4 营收分别-38.3%、-22.9%、+17.9%和+6.5%。其中，公司四季度营收增速略低于预期，主要系 2021 年农历春节较 2020 年晚约 20 天，加盟商订货时间后置影响。**净利端**，公司全年归母净利润实现正增长，Q1、Q2、Q3、Q4 分别-48.2%、-18.2%，+51.3%和+14.0%。归母净利增速高于营收增速主要为高盈利水平的一口价黄金产品、银饰品以及毛利率为 100%的品牌使用费占比提升，抬升公司毛利率。

◆ **素金首饰占比提升，下半年婚庆需求释放收窄镶嵌首饰降幅：分产品看**，公司镶嵌首饰、素金首饰、其他首饰、品牌使用费、管理服务费和供应链等其它业务营收分别实现 22.1/16.8/2.5/5.5/2.1/1.9 亿元，同比-26%/6%/1072%/38%/-1%/-14%，占营收比例分别为 43.5%/33.0%/4.9%/10.9%/4.1%/3.7%。其中，**素金首饰**，全年营收占比提升 4pct，上下半年营收分别-7%/+16%，金价回落激发黄金消费需求，带动下半年素金首饰增速转正。**镶嵌首饰**，疫情拖累全年营收占比下滑 12pct，上下半年营收增速分别为-58%/-2%，受益于婚庆递延需求带来的景气度回升，下半年镶嵌首饰降幅显著收窄。其他首饰高增主要为公司线上主打低单价银饰产品，直播带货等新型营销模式不断推动该品类增长。品牌使用费增速较高主要为公司对一口价黄金产品的品牌使用费收取方式改变影响。

◆ **线下四季度开店节奏提快，线上全年高增：分渠道看**，公司 2020 年线下自营、加盟、互联网线上营收分别实现 7.2/32.0/9.7 亿元，同比-34.3%/-11.6%/+93.9%，营收占比分别为 14.2%/63.0%/19.1%，同比变化-6.0/-3.6/+9.9pct。下半年疫情缓和后，线下公司立即推进渠道拓展，线下自营/加盟下半年营收降幅分别收窄至-11%/+4.8%。公司电商业务具备先发优势，直播电商布局行业领先，全年实现高增长，上下半年分别为+74.0%/+109.6%。具体来看公司线下线上表现：

(1) **线下方面**：公司全年新开门店 633 家，关店 455 家，净增 178 家，Q1、Q2、Q3、Q4 分别净增-9/3/15/169 家门店，四季度开店节奏提速。截至 2020 年末，公司线下门店共 4189 家，其中加盟店增加 6%至 3940 家，自营店减少 10%至 249 家，单店收入方面，2020 年公司自营店单店收入同比下降 26%至 279 万元，镶嵌首饰和素金首饰均受疫情影响出现双位数下滑。公司口径下加盟店单店收入同比下滑 21%至 85 万元，其中，单店品牌使用费大幅增长 23%至 15 万元。

纺织服装 | 高端及奢侈品 III

 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2021-03-30) **34.82 元**

#### 交易数据

|           |               |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元)  | 25,447.00     |
| 流通市值(百万元) | 25,174.56     |
| 总股本(百万股)  | 730.82        |
| 流通股本(百万股) | 722.99        |
| 12个月价格区间  | 16.81/39.38 元 |

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 15.42 | 37.87 | 53.11 |
| 绝对收益 | 7.27  | 33.0  | 92.05 |

#### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号: S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

#### 分析师

吴雨舟  
 SAC 执业证书编号: S0910520080001  
 wuyuzhou@huajinsec.cn  
 021-20377061

#### 相关报告

周大生：加盟拓店规模先行，线上布局觅得先机 2021-01-20

(2) 线上方面：从 2013 年布局电商业务，到 2020 年多平台开展直播活动，公司准确把握珠宝日常佩戴需求，打造线上低单价、高频次、高复购的快消模式，聚焦轻奢饰品市场，公司预计今年将通过优化线上产品结构、发力各类电商平台、尝试直播代运营等方式，进一步强化电商业务在行业中的领先地位。

- ◆ **收入结构变化抬升毛利率，周转天数稳定：**盈利能力方面，2020 年公司毛利率提升 5.05pct 至 41.03%，系高盈利水平的一口价黄金产品、银饰品以及毛利率为 100% 的品牌使用费占比提升。销售/管理/研发/财务费用率分别同比增长 2.3/-0.5/0.0/-0.6pct 至 13.1%/1.9%/0.2%/-0.5%，公司加大电商业务投入使得销售费用率有所提升。综合影响下，净利率同增 1.7pct 至 19.93%。周转方面，公司存货较年初下降 7.9% 至 23.91 亿元，存货周转天数同比上升 31 天至 300 天。现金流方面，全年经营活动现金流入、流出分别下降 8.6%、20.4%。最终经营现金流量净额同增 70.7% 达 13.6 亿元，系公司考虑疫情和市场环境不确定性，谨慎控制采购规模。
- ◆ **投资建议：**2021 年前两个月，限额以上金银珠宝零售额同比增长 99%，较 2019 年同期增长 17%，我们认为珠宝作为典型可选消费品，将继续受益于疫情过去后的消费市场稳定复苏。周大生作为我国中高端珠宝市场的领先品牌，预计线下加盟渠道将继续强劲拓展。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.71（前值 1.80）、2.09（前值 2.19）元和 2.49 元，对应公司 3 月 30 日收盘价 34.82 元，2021~2023 年 PE 分别为 20.3/16.7/14.0 倍，维持“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**珠宝行业下沉市场竞争加剧；公司新品牌培育不及预期；一二线城市进驻不及预期。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,439 | 5,084 | 6,542 | 7,755 | 9,178 |
| YoY(%)    | 11.7  | -6.5  | 28.7  | 18.5  | 18.3  |
| 净利润(百万元)  | 991   | 1,013 | 1,253 | 1,527 | 1,821 |
| YoY(%)    | 23.0  | 2.2   | 23.7  | 21.8  | 19.3  |
| 毛利率(%)    | 36.0  | 41.0  | 42.5  | 42.8  | 42.8  |
| EPS(摊薄/元) | 1.36  | 1.39  | 1.71  | 2.09  | 2.49  |
| ROE(%)    | 21.0  | 18.8  | 19.6  | 20.5  | 20.9  |
| P/E(倍)    | 25.7  | 25.1  | 20.3  | 16.7  | 14.0  |
| P/B(倍)    | 5.4   | 4.7   | 4.0   | 3.4   | 2.9   |
| 净利率(%)    | 18.2  | 19.9  | 19.2  | 19.7  | 19.8  |

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、全年业绩正增长，线上渠道增速亮眼.....             | 4  |
| (一) 农历春节后置影响 Q4 增速，全年业绩实现正增长 .....  | 4  |
| (二) 素金首饰占比提升，下半年婚庆需求释放收窄镶嵌首饰降幅..... | 5  |
| (三) 线下四季度开店节奏加快，线上全年高增 .....        | 6  |
| 二、收入结构变化抬升毛利率，周转天数稳定.....           | 8  |
| 三、线下客流持续复苏，关注公司线上线下持续发展.....        | 8  |
| 四、盈利预测与投资建议.....                    | 9  |
| 五、风险提示.....                         | 10 |

## 图表目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图 1：周大生近 5 年营业收入.....          | 4 |
| 图 2：周大生近 5 年归母净利.....          | 4 |
| 图 3：周大生季度营业收入及其增长 .....        | 4 |
| 图 4：周大生季度归母净利及其增长 .....        | 4 |
| 图 5：周大生收入结构.....               | 5 |
| 图 6：周大生分产品营收增速.....            | 5 |
| 图 7：周大生各半年分产品营收增速 .....        | 5 |
| 图 8：周大生各产品毛利率 .....            | 5 |
| 图 9：周大生分渠道营收占比.....            | 6 |
| 图 10：周大生分渠道营收增速.....           | 6 |
| 图 11：周大生线下门店数量（家） .....        | 6 |
| 图 12：周大生各季度净增门店（家） .....       | 6 |
| 图 13：周大生新开门店面积（平方米） .....      | 7 |
| 图 14：周大生自营单店收入及毛利率 .....       | 7 |
| 图 15：周大生加盟单店收入及毛利率 .....       | 7 |
| 图 16：周大生加盟商销售镶嵌首饰毛利率（估算） ..... | 7 |
| 图 17：周大生各产品线线上收入占比.....        | 7 |
| 图 18：周大生线上各产品均价变化.....         | 7 |
| 图 19：周大生利润率情况 .....            | 8 |
| 图 20：周大生费用率情况 .....            | 8 |
| 图 21：周大生存货、应收应付周转情况.....       | 8 |
| 图 22：周大生经营活动现金流情况.....         | 8 |
| 图 23：限额以上黄金珠宝当月同比增速.....       | 9 |
| 表 1：周大生营业收入及其预测.....           | 9 |

## 一、全年业绩正增长，线上渠道增速亮眼

公司披露2020年年度报告，全年实现营收50.84亿元/-6.53%，归母净利10.13亿元/+2.21%，基本每股收益1.40元/股，拟每10股派发现金红利6元（含税），每10股转赠5股。

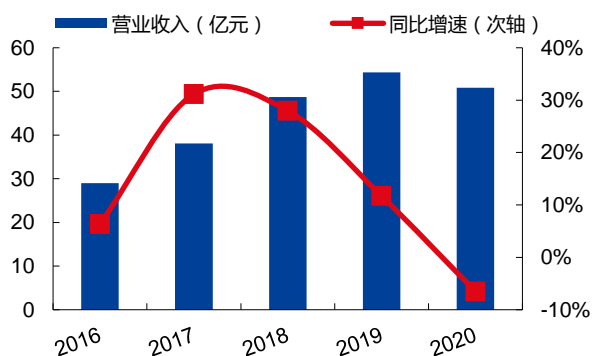
其中，Q4公司实现营收17.35亿元/+6.5%，归母净利3.01亿元/+14.0%。

### （一）农历春节后置影响Q4增速，全年业绩实现正增长

营收端，2020年公司线下门店经营和新开店计划受疫情影响，拖累全年营收下滑6.5%。随国内疫情逐渐得到控制，线下消费恢复推动公司业绩逐季回暖，公司Q1、Q2、Q3、Q4营收分别-38.3%、-22.9%、+17.9%和+6.5%。其中，公司四季度营收略低于预期，主要系2021年农历春节较晚，加盟商订货时间后置影响。

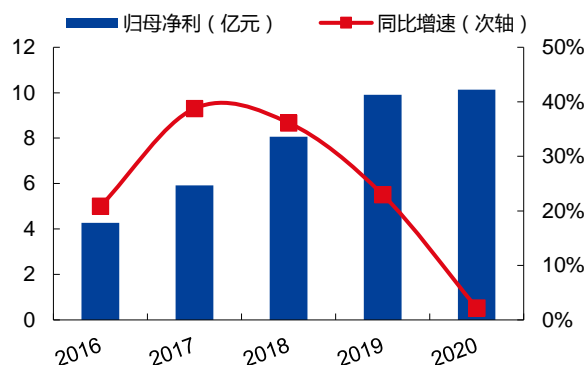
净利端，公司全年归母净利实现正增长，Q1、Q2、Q3、Q4分别-48.2%、-18.2%、+51.3%和+14.0%。全年归母净利涨幅高于营收涨幅主要为高盈利水平的一口价黄金产品和银饰品占比提升，以及品牌使用费收费模式调整，抬升公司毛利率。

图1：周大生近5年营业收入



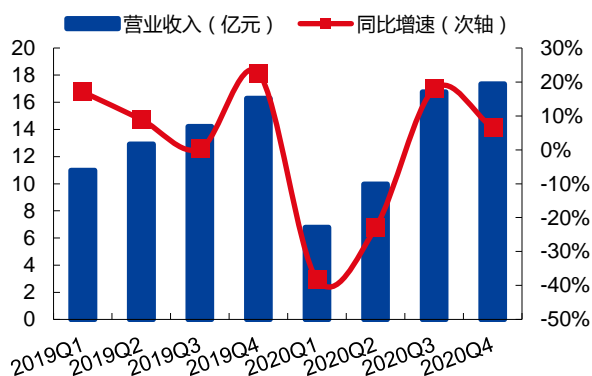
资料来源：Wind，华金证券研究所

图2：周大生近5年归母净利



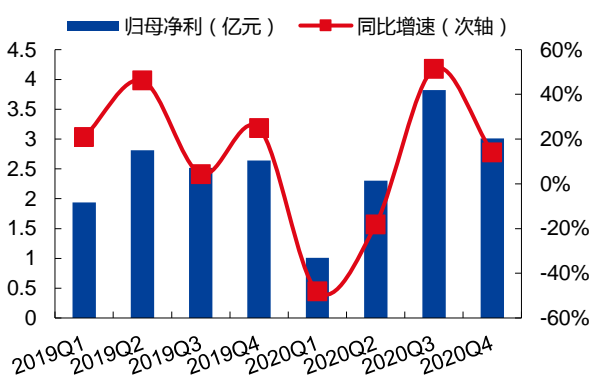
资料来源：Wind，华金证券研究所

图3：周大生季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图4：周大生季度归母净利及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

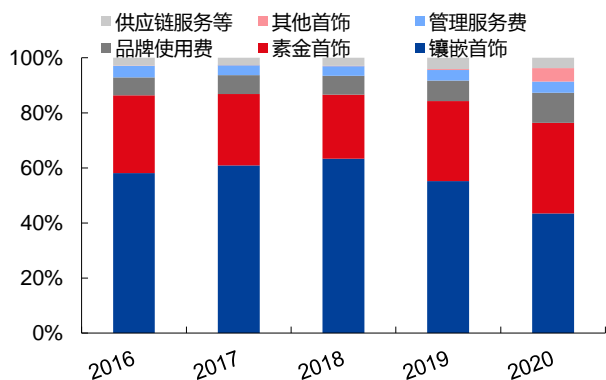
## (二) 素金首饰占比提升，下半年婚庆需求释放收窄镶嵌首饰降幅

分产品看，公司业务包括珠宝首饰销售、供应链服务、小额贷款业务和其它业务，2020年营收分别同比-6%、-25%、20%和-16%，营收占比分别为96.3%、0.9%、0.6%和2.2%，公司持续聚焦珠宝销售主营业务。

珠宝首饰销售业务中，镶嵌首饰、素金首饰、其他首饰、品牌使用费、管理服务费营收分别实现22.1/16.8/2.5/5.5/2.1亿元，同比增长-26%/6%/1072%/38%/-1%，占营收比例分别为43.5%/33.0%/4.9%/10.9%/4.1%。其中，**素金首饰**，全年营收占比提升4pct，上下半年营收分别-7%/+16%，下半年金价回落激发黄金消费需求，素金首饰增速转正。**镶嵌首饰**，疫情拖累全年营收占比下滑12pct，上下半年营收增速分别为-58%/-2%，受益于婚庆递延需求带来的景气度回升，下半年镶嵌首饰降幅显著收窄。**其他首饰**高增主要为公司线上主打低客单价的银饰产品，直播带货等新型营销模式不断推动该品类增长。**品牌使用费**增速较高主要受公司对一口价黄金产品的品牌使用费收取方式改变（从按克重计费调整为按标价计费）影响。

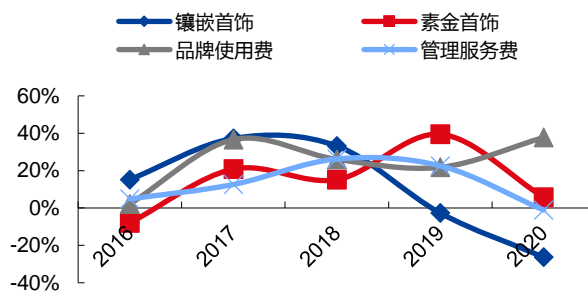
各产品盈利能力方面，2020年公司镶嵌、素金、其他首饰毛利率分别增长0.2/2.4/-2.4pct至27.1%/22.7%/67.7%。

图 5：周大生收入结构



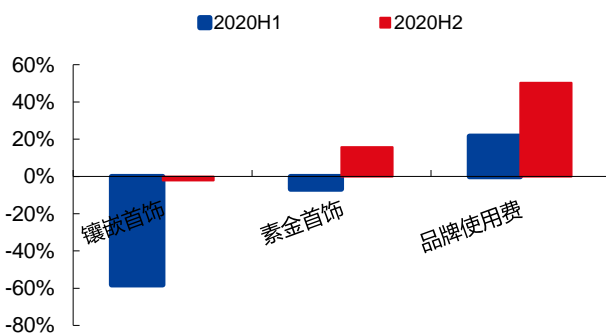
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：周大生分产品营收增速



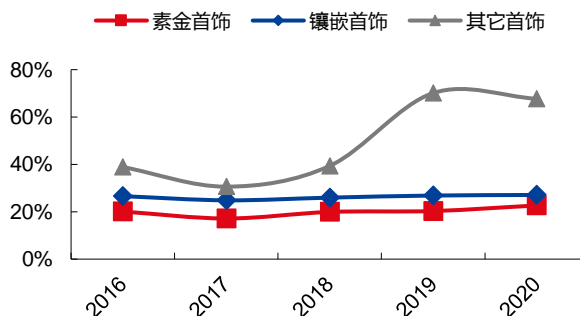
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：周大生各半年分产品营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：周大生各产品毛利率

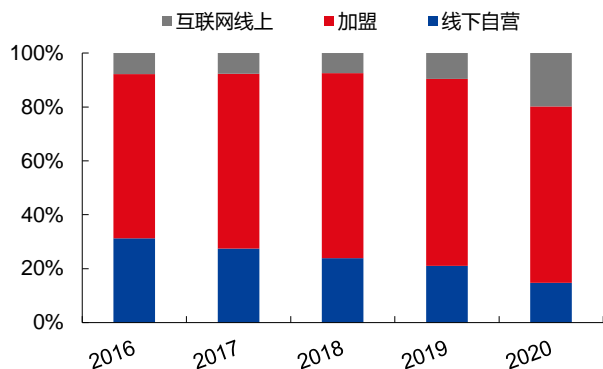


资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （三）线下四季度开店节奏加快，线上全年高增

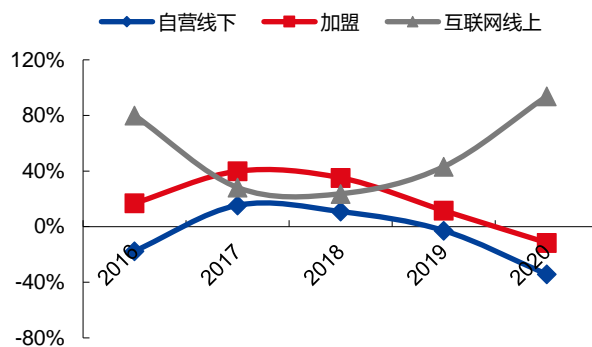
分渠道看，公司2020年线下自营、加盟、互联网线上营收分别实现7.2/32.0/9.7亿元，同比-34.3%/-11.6%/+93.9%，营收占比分别为14.2%/63.0%/19.1%，同比变化-6.0/-3.6/+9.9pct。下半年疫情缓和后，公司立即推进线下渠道拓展，下半年线下自营/加盟营收降幅分别收窄至-11%/+4.8%。公司电商业务具备先发优势，直播电商布局领先，全年实现高增长，上下半年分别为+74.0%/+109.6%，全年营收占比提升至19.1%。

图9：周大生分渠道营收占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图10：周大生分渠道营收增速

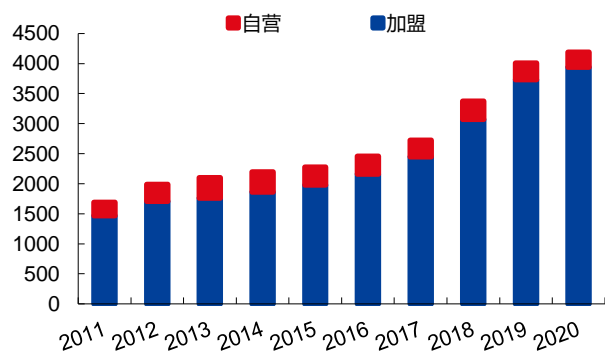


资料来源：公司公告，华金证券研究所

线下门店方面，公司全年新开门店633家，关店455家，净增178家，Q1、Q2、Q3、Q4分别净增-9/3/15/169家门店，四季度开店节奏提速。截至2020年末，公司线下门店共4189家，其中加盟店增加6%至3940家，自营店减少10%至249家，由于公司有意愿在一二线城市开放经营效率更高的加盟渠道，预计自营门店数量大幅增长可能性较小。公司新增门店面积方面，自营和加盟新增门店面积平均分别为75/107平方米，保持稳定。

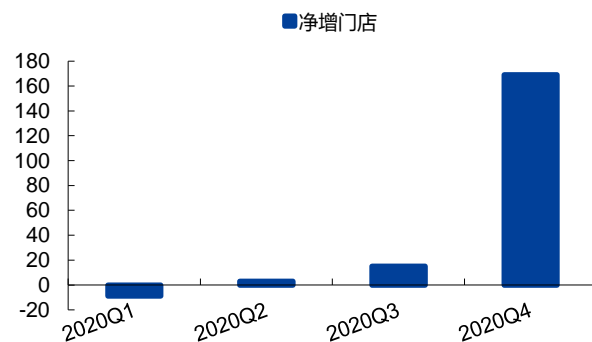
店效方面，2020年公司自营店单店收入同比下降26%至279万元，自营店素金和镶嵌首饰收入均有所下滑。周大生口径下加盟店单店收入同比下滑21%至85万元，主要由镶嵌首饰收入下滑影响。公司对加盟商销售镶嵌首饰依旧保持较有吸引力的让利幅度，估算加盟商销售镶嵌首饰的毛利率增长1.3pct，约51.5%。

图11：周大生线下门店数量（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

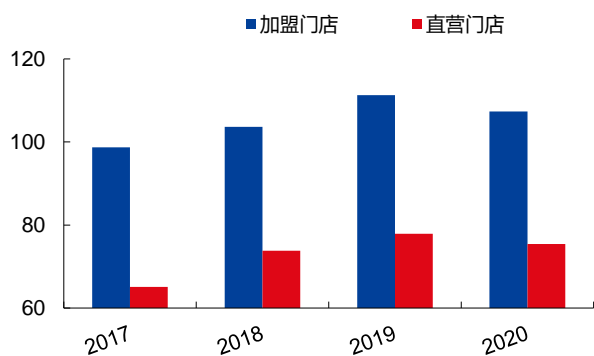
图12：周大生各季度净增门店（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

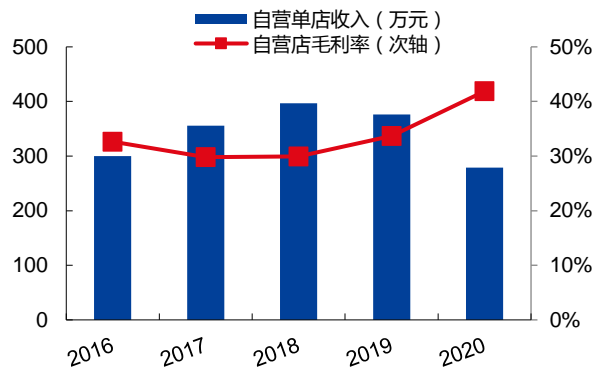


图 13：周大生新开门店平均面积（平方米）



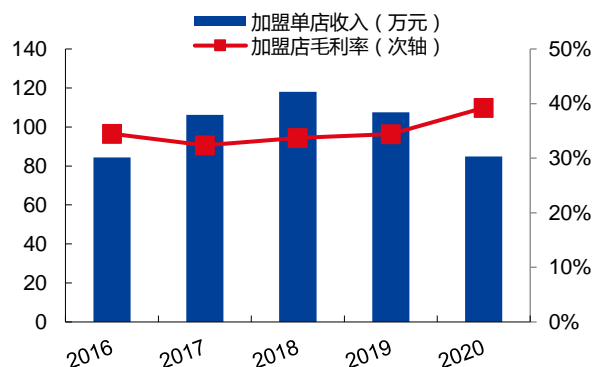
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：周大生自营单店收入及毛利率



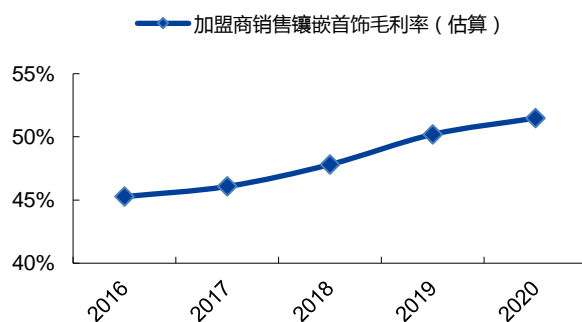
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：周大生加盟单店收入及毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

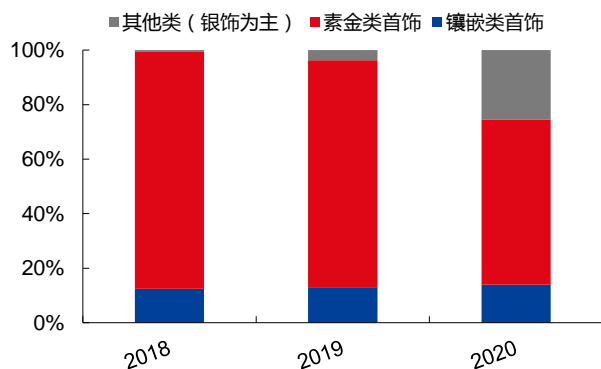
图 16：周大生加盟商销售镶嵌首饰毛利率（估算）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

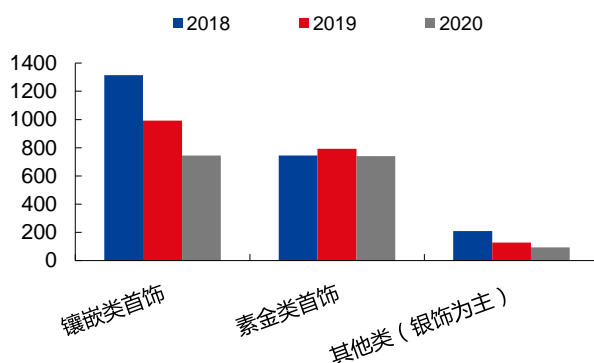
线上方面，从 2013 年布局电商业务，到 2020 年多平台进行直播电商，公司瞄准珠宝日常佩戴需求，打造线上低单价、高频次、高复购的快消模式，聚焦轻奢饰品市场。公司预计今年将进一步优化线上产品结构、发力各类电商平台、尝试直播代运营、运营私域流量，不断强化自身电商业务在行业中的领先地位。

图 17：周大生各产品线上收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 18：周大生线上各产品均价变化

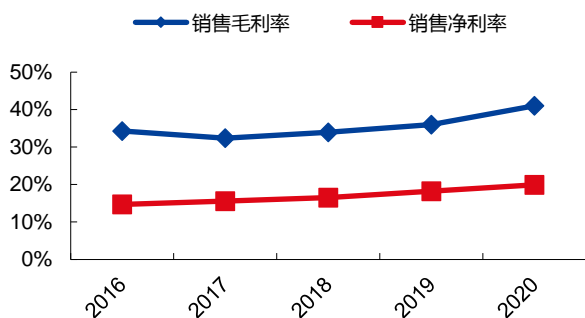


资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 二、收入结构变化抬升毛利率，周转天数稳定

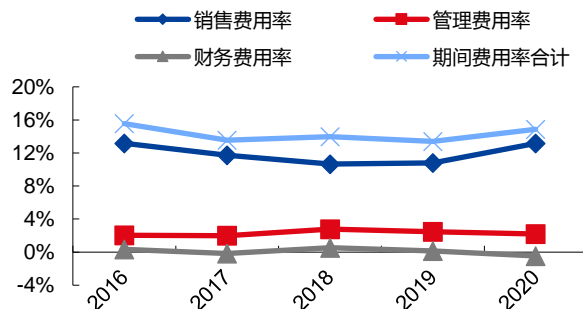
盈利能力方面，2020年公司毛利率提升5.05pct至41.03%，系高盈利水平的一口价黄金产品和银饰品占比提升，以及品牌使用费收费模式调整，销售/管理（含研发）/财务费用率分别同比增长2.4/-0.3/-0.6pct至13.1%/2.2%/-0.5%，销售费用增长系公司加大电商业务投入影响。综合影响下，净利率同增1.7pct至19.93%。

图 19：周大生利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 20：周大生费用率情况

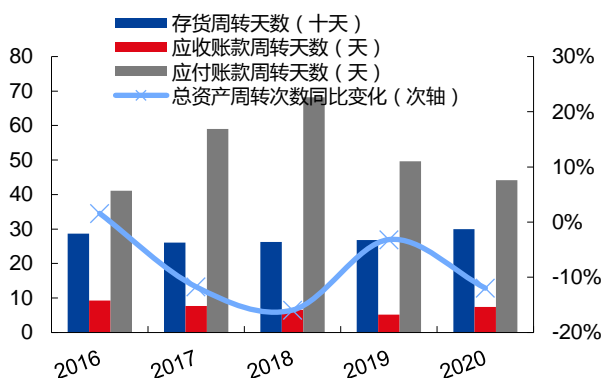


资料来源：Wind，华金证券研究所

周转方面，公司存货较年初下降7.9%至23.91亿元，系公司受疫情影响减少采购以及下半年恢复较好影响，存货周转天数同比上升31天至300天。

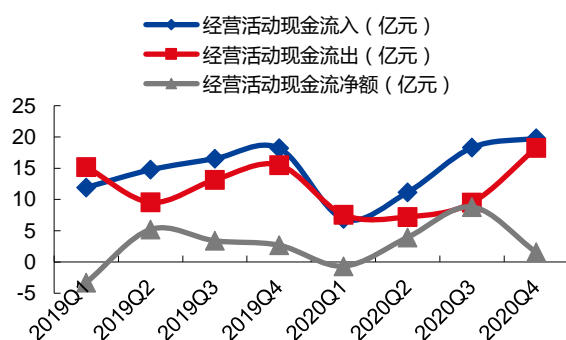
现金流方面，全年经营活动现金流入、流出分别下降8.6%、20.4%。最终经营现金流量净额同增70.7%达13.6亿元，系公司考虑疫情和市场环境不确定性，谨慎控制采购规模。

图 21：周大生存货、应收应付周转情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 22：周大生经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

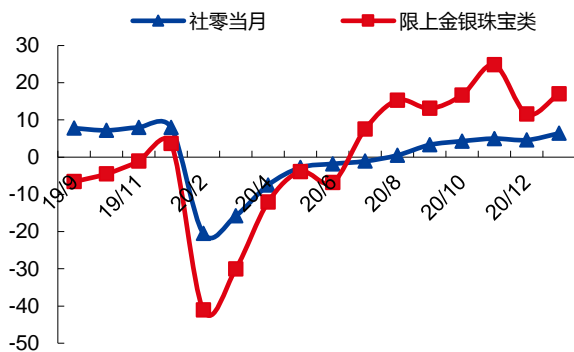
## 三、线下客流持续复苏，关注公司线上线下持续发展

展望未来，2020年冬季逐步过去后，国内疫情逐步可控，推动线下消费意愿复苏。2021年前两个月，限额以上金银珠宝零售额同比增长99%，较2019年同期增长17%，春节黄金周期间，商务部重点统计的黄金珠宝企业实现销售额8210亿元，较2020年春节增长约166%，2021年可



选消费在低基数背景下或将实现恢复性高增长，公司终端销售规模超过 400 亿元，处于珠宝行业第一梯队，产品持续迭代升级，精准把握消费者需求，线下加盟渠道拓展管理能力和线上运营能力走在行业前列，在可选消费有望显著复苏背景下，公司预计将实现较好增长。

图 23：限额以上黄金珠宝当月同比增速



资料来源：国家统计局，华金证券研究所 (2021 年前两个月增速基期为 2019 年)

## 四、盈利预测与投资建议

黄金珠宝作为典型可选消费品，2020 年受疫情影响较大。公司在疫情间积极拥抱线上，布局电商直播，疫情缓和后不改线下拓店步伐，实现全年业绩正增长。长期来看，珠宝行业在消费升级大背景下，基于日常佩戴的悦己需求将会持续释放，公司作为我国中高端珠宝市场的领先品牌，预计线下加盟渠道将继续强劲拓展，在疫情推动行业向头部品牌集中趋势下，公司有望获得更高的市场份额。

我们预计公司 2021~2022 年每股收益分别为 1.71 (前值 1.80)、2.09 (前值 2.19) 元和 2.49 元，对应公司 3 月 30 日收盘价 34.82 元，2021~2023 年 PE 分别为 20.3/16.7/14.0 倍，维持“买入-B”建议。

表 1：周大生营业收入及其预测

| 项目        | 2018A     | 2019A     | 2020A     | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 线下自营      |           |           |           |           |           |           |
| 销售收入 (万元) | 112701.71 | 109515.98 | 71994.93  | 82928.08  | 98370.99  | 117444.44 |
| YOY       | 10.9%     | -2.8%     | -34.3%    | 15.2%     | 18.6%     | 19.4%     |
| 加盟        |           |           |           |           |           |           |
| 销售收入 (万元) | 324692.13 | 362112.90 | 320239.95 | 427521.25 | 505785.22 | 598409.08 |
| YOY       | 35.1%     | 11.5%     | -11.6%    | 33.5%     | 18.3%     | 18.3%     |
| 互联网线上     |           |           |           |           |           |           |
| 销售收入 (万元) | 34983.81  | 50102.51  | 97149.94  | 118522.93 | 142227.51 | 167828.46 |
| YOY       | 23.7%     | 43.2%     | 93.9%     | 22.0%     | 20.0%     | 18.0%     |
| 业务占比      | 7.2%      | 9.2%      | 19.1%     | 18.1%     | 18.3%     | 18.3%     |
| 供应链服务     |           |           |           |           |           |           |
| 销售收入 (万元) | 4728.86   | 6253.93   | 4676.20   | 7504.72   | 9155.75   | 11444.69  |
| YOY       | 706.4%    | 32.3%     | -25.2%    | 20.0%     | 22.0%     | 25.0%     |
| 小贷金融      |           |           |           |           |           |           |

|           |           |           |           |           |           |           |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 销售收入 (万元) | 498.31    | 2549.98   | 3065.77   | 3678.92   | 4488.29   | 5610.36   |
| YOY       | N/A       | 411.7%    | 20.2%     | 20.0%     | 22.0%     | 25.0%     |
|           |           |           | 其它业务      |           |           |           |
| 销售收入 (万元) | 9389.63   | 13393.61  | 11286.06  | 14063.29  | 15469.62  | 17016.58  |
| YOY       | -3.6%     | 42.6%     | -15.7%    | 5.0%      | 10.0%     | 10.0%     |
|           |           |           | 合计        |           |           |           |
| 销售收入 (万元) | 486994.45 | 543928.92 | 508412.85 | 654219.18 | 775497.38 | 917753.62 |
| YOY       | 28.0%     | 11.7%     | -6.5%     | 28.7%     | 18.5%     | 18.3%     |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 五、风险提示

珠宝行业下沉市场竞争加剧；公司新品牌培育不及预期；一二线城市进驻不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)     |       |       |       |       |       | 利润表(百万元)        |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>流动资产</b>    | 4162  | 4759  | 5872  | 6677  | 8737  | <b>营业收入</b>     | 5439  | 5084  | 6542  | 7755  | 9178  |
| 现金             | 1294  | 1680  | 2452  | 2687  | 4101  | 营业成本            | 3482  | 2998  | 3762  | 4436  | 5250  |
| 应收票据及应收账款      | 95    | 157   | 118   | 199   | 176   | 营业税金及附加         | 56    | 69    | 65    | 78    | 92    |
| 预付账款           | 26    | 13    | 35    | 21    | 46    | 营业费用            | 587   | 668   | 883   | 1070  | 1221  |
| 存货             | 2597  | 2391  | 2833  | 3328  | 3963  | 管理费用            | 121   | 99    | 124   | 155   | 184   |
| 其他流动资产         | 150   | 517   | 433   | 442   | 451   | 研发费用            | 13    | 13    | 29    | 39    | 50    |
| <b>非流动资产</b>   | 1760  | 1897  | 2212  | 2505  | 2347  | 财务费用            | 8     | -23   | -21   | -27   | -37   |
| 长期投资           | 0.8   | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 资产减值损失          | -12   | -10   | 10    | 10    | 10    |
| 固定资产           | 32    | 23    | 250   | 452   | 478   | 公允价值变动收益        | 19    | 11    | -40   | 20    | 0     |
| 无形资产           | 435   | 427   | 425   | 424   | 422   | 投资净收益           | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 其他非流动资产        | 789   | 773   | 797   | 820   | 845   | <b>营业利润</b>     | 1257  | 1309  | 1650  | 2015  | 2410  |
| <b>资产总计</b>    | 5922  | 6656  | 8084  | 9183  | 11084 | 营业外收入           | 35    | 24    | 31    | 30    | 28    |
| <b>流动负债</b>    | 1153  | 1239  | 1666  | 1696  | 2322  | 营业外支出           | 0.1   | 9.0   | 9.3   | 9.6   | 9.8   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>利润总额</b>     | 1292  | 1324  | 1671  | 2036  | 2428  |
| 应付票据及应付账款      | 359   | 423   | 670   | 624   | 905   | 所得税             | 301   | 310   | 418   | 509   | 607   |
| 其他流动负债         | 212   | 254   | 262   | 270   | 278   | <b>税后利润</b>     | 991   | 1013  | 1253  | 1527  | 1821  |
| <b>非流动负债</b>   | 26    | 26    | 27    | 28    | 29    | 少数股东损益          | -0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>归属母公司净利润</b> | 991   | 1013  | 1253  | 1527  | 1821  |
| 其他非流动负债        | 26    | 26    | 27    | 28    | 29    | EBITDA          | 1233  | 1273  | 1703  | 2131  | 2558  |
| <b>负债合计</b>    | 1179  | 1266  | 1693  | 1723  | 2350  |                 |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 33    | 5     | 5     | 5     | 5     | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 股本             | 731   | 731   | 731   | 731   | 731   | 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资本公积           | 1650  | 1686  | 1686  | 1686  | 1686  | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 留存收益           | 2408  | 3092  | 3970  | 5038  | 6313  | 营业收入(%)         | 11.7  | -6.5  | 28.7  | 18.5  | 18.3  |
| 归属母公司股东权益      | 4710  | 5386  | 6386  | 7455  | 8730  | 营业利润(%)         | 22.5  | 4.1   | 26.0  | 22.2  | 19.6  |
| <b>负债和股东权益</b> | 5922  | 6656  | 8084  | 9183  | 11084 | 归属于母公司净利润(%)    | 23.0  | 2.2   | 23.7  | 21.8  | 19.3  |
|                |       |       |       |       |       | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 36.0  | 41.0  | 42.5  | 42.8  | 42.8  |
|                |       |       |       |       |       | 净利率(%)          | 18.2  | 19.9  | 19.2  | 19.7  | 19.8  |
|                |       |       |       |       |       | ROE(%)          | 21.0  | 18.8  | 19.6  | 20.5  | 20.9  |
|                |       |       |       |       |       | ROIC(%)         | 37.9  | 42.2  | 47.5  | 52.5  | 48.8  |
|                |       |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 资产负债率(%)        | 19.9  | 19.0  | 20.9  | 18.8  | 21.2  |
|                |       |       |       |       |       | 流动比率            | 3.6   | 3.8   | 3.5   | 3.9   | 3.8   |
|                |       |       |       |       |       | 速动比率            | 1.4   | 1.9   | 1.8   | 2.0   | 2.1   |
|                |       |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.9   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
|                |       |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 56.7  | 40.6  | 48.0  | 49.3  | 49.3  |
|                |       |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 11.3  | 13.8  | 12.5  | 12.6  | 12.6  |
|                |       |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | P/E             | 25.7  | 25.1  | 20.3  | 16.7  | 14.0  |
|                |       |       |       |       |       | P/B             | 5.4   | 4.7   | 4.0   | 3.4   | 2.9   |
|                |       |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 9.4   | 13.1  | 12.9  | 10.2  | 7.9   |

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn