

好莱客(603898)

点评报告

行业公司研究  
一家具行业

证券研究报告

# 经营逐季向好，看好21年B+C齐发力

## ——好莱客点评报告

✎ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008  
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 ☎ 联系人：傅嘉成  
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

### 报告导读

公司发布20年报&21年一季报：(1)2020年实现营收21.83亿(-1.88%)，归母净利2.76亿(-24.25%)，扣非净利2.42亿(-24.71%)；其中Q4单季度营收7.77亿(+16.23%)，增速环比Q3继续向上，归母净利0.96亿(-6.83%)，扣非净利0.89亿(-1.11%)。(2)2021一季度单季营收5.68亿(+203%)，归母净利0.39(+328.81%)，扣非净利0.33(+291.09%)，主要受益于零售主业恢复以及千川木门并表。

### 投资要点

#### □ 千川并表强化大宗布局，21年B+C有望齐发力

公司于20Q4完成对千川木门的51%股份的收购，并从12月起开始纳入并表，我们估计20年千川并表贡献约0.6-0.7亿收入（按Q4大宗增量估算）、600万净利润（按0.12亿\*51%估算），剔除并表因素20Q4公司内生收入同比仍有约8%的增长。21Q1估计千川并表贡献约1.5亿收入、利润贡献约0.15亿，剔除并表因素21Q1公司内生收入同比19Q1预计增长15%。根据业绩承诺，21-22年千川的参照净利润分别为1.6亿、2亿(+25%)，按10%净利率倒算千川21年收入目标约为16亿。同时好莱客内生零售业务在竣工景气催化+多品类融合顺利的拉动下有望保持双位数增长，看好21年公司业绩成长。

#### □ 分品类：Q4单季度衣柜持续正增长，厨柜、木门受大宗拉动高增

20年Q1-Q4单季度的营收分别同比-48.30%/-3.81%/+7.53%/+16.23%，增速环比显著向好。从分品类拆分来看：

- 1) **衣柜+配套** 20年实现营收18.41亿(-8.87%)，其中20Q4实现6.18亿(+3.44%)，环比修复，21Q1实现收入3.22亿(同比+100%)；疫情期间为帮扶经销商，公司调整部分产品出厂价，叠加会计准则变更将运输费用结算至成本的因素，20年衣柜毛利率下降3.07pct至39.86%。
- 2) **厨柜** 20年实现营收1.38亿(+97.06%)，其中20Q4实现0.45亿(+77.4%)，21Q1实现收入0.35亿(同比+176%)，主要系公司积极开拓大宗业务驱动增长；20年厨柜毛利率下降2.6pct至25.28%。
- 3) **木门** 20年实现营收1.12亿(+188.76%)，其中20Q4实现0.84亿(+530%)，21Q1实现收入1.66亿，主要得益于千川木门的并表；20年毛利率为32.17%，21Q1为34.86%（基本代表千川木门毛利率）。
- 4) **门窗** 20年实现营收0.45亿(-14.69)，其中20Q4实现0.15亿，21Q1实现收入0.11亿，仍在积极培育中。

#### □ 分渠道：Q4经销收入增长14.32%，大宗业务迅速放量

1) **传统零售渠道** 方面，20年经销收入实现19.43亿(-4.21%)，其中20Q4实现6.94(+14.32%)，环比Q3的+5.8%提速，终端零售显著回暖；21Q1经销渠道收入3.87亿(+136.23%)。20年底公司拥有直营店25家(较期初+7家)，经销商门店1992家(较期初+214家，Q4单季度+218家)；21Q1直营店27家(较期初+2家)，经销商门店2029家(较期初+37家)，延续较好开店趋势。(2) **工**

### 评级

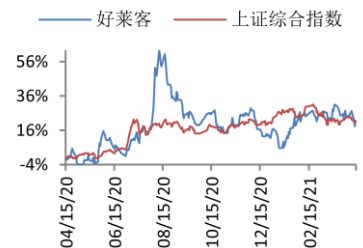
### 买入

上次评级 买入  
 当前价格 ¥16.75

### 单季度业绩

### 元/股

| 单季度业绩   | 元/股  |
|---------|------|
| 1Q/2021 | 0.19 |
| 4Q/2020 | 0.31 |
| 3Q/2020 | 0.32 |
| 2Q/2020 | 0.29 |



### 公司简介

公司是致力于为消费者提供全屋整体解决方案的家居定制企业，产品包括整体衣柜、整体厨房、定制木门、定制门窗及其它配套产品等

### 相关报告

- 1《【浙商轻工】好莱客：Q3终端销售显著改善，期待Q4持续回暖》2020.10.18
- 2《好莱客：Q2业绩环比修复，大宗有望开启新增长极》2020.08.11
- 3《好莱客：拟收购工程木门龙头湖北千川，利好B端业绩释放》2020.08.03

报告撰写人：马莉、史凡可

联系人：傅嘉成

程方面，公司积极开拓房地产商客户，叠加千川木门并表，20年大宗业务实现营收1.24亿(+962.5%)，占比达到5.78%；21Q1大宗实现营收1.53亿(高增)，占比达到27.46%。(3)线上方面，公司持续革新营销活动，跨界与Keep、网易家居打造沉浸式发布会，并把握MCN趋势，在多个平台启动直播带货，门店接单拉动较大。

#### □ 疫情期间帮扶经销商致净利率下行，21Q1折旧增加较多拖累利润率

公司20全年综合毛利率同比减少3.36pct至36.70%，主要系会计准则变化(运输费用结算至营业成本)、大宗业务增速较快、对经销商提供提货折扣所致。期间费用率同增0.68pct至22.9%，其中销售费用率同减2.63pct至10.89%，管理费用率同增2.47pct至10.93%，系报告期内咨询、折旧(汉川定制家居工业4.0制造基地项目转固较多)、咨询费增加所致，研发费用率同增0.81pct至4.73%，财务费用率同增0.84pct至1.08%，主要系期内计提可转换债券利息费用所致。公司21Q1单季度毛利率32.68%(-4.02pct)，系大宗占比提升及折旧增加所致。期间费用率合计21.64%(-1.26pct)。

综合来看20年全年公司归母净利率12.65%，同减3.73pct；21年Q1单季度归母净利率6.94%。

#### □ 并表致使存货、应收大幅增长，现金流增长亮眼

20年底公司存货6.29亿，较期初增加4.95亿，存货周转天数较去年同期增加71.37天至99.39天；应收账款及票据较期初增0.3亿至6.94亿，应收账款周转天数较去年同期增加11.65天至15.08天，主要系主要是报告期内并表湖北千川而新增所致，同时大宗业务的商业承兑汇票增加；合同负债(预收款)3.87亿，同比增长193%。综合来看，期内公司经营现金流净额5.56亿(+38.1%)。

#### □ 盈利预测与投资评级

公司收购工程木门龙头湖北千川后与主业协同发展，B+C双轮驱动看好持续成长。考虑千川并表，我们预计公司21-23年分别实现营收40.91/47.7/55.02亿，同比+87.39%/+16.59%/+15.34%；归母净利4.02/4.74/5.36亿，同比+45.45%/+17.95%/+13.13%。当前股价对应PE为12.98X/11.01X/9.73X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：渠道拓展不达预期、行业竞争加剧，房地产调控超预期

#### 财务摘要

| (百万元)   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入    | 2183.30 | 4091.32 | 4770.23 | 5501.89 |
| (+/-)   | -1.88%  | 87.39%  | 16.59%  | 15.34%  |
| 净利润     | 276.14  | 401.63  | 473.74  | 535.93  |
| (+/-)   | -24.25% | 45.45%  | 17.95%  | 13.13%  |
| 每股收益(元) | 0.89    | 1.29    | 1.52    | 1.72    |
| P/E     | 18.88   | 12.98   | 11.01   | 9.73    |

**图 1：好莱客季度财务数据一览**

| 单位：百万元    | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3  | 2018Q4  | 2019Q1  | 2019Q2  | 2019Q3  | 2019Q4 | 2020Q1   | 2020Q2  | 2020Q3  | 2020Q4 | 2021Q1  |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|----------|---------|---------|--------|---------|
| 营业总收入     | 344.51 | 558.19 | 615.44  | 614.55  | 362.48  | 575.05  | 618.99  | 668.63 | 187.39   | 553.16  | 665.57  | 777.18 | 567.81  |
| YOY       | 30.89% | 22.68% | 15.38%  | 0.48%   | 5.22%   | 3.02%   | 0.58%   | 8.80%  | -48.30%  | -3.81%  | 7.53%   | 16.23% | 203.00% |
| 归母净利润     | 35.53  | 145.60 | 125.46  | 75.65   | 38.43   | 110.35  | 112.34  | 103.41 | -17.22   | 93.93   | 103.09  | 96.34  | 39.40   |
| YOY       | 38.41% | 76.07% | 9.16%   | -39.34% | 8.17%   | -24.21% | -10.46% | 36.69% | -144.81% | -14.88% | -8.24%  | -6.83% | 328.81% |
| 扣非归母净利润   | 28.12  | 99.15  | 113.51  | 67.19   | 29.83   | 98.85   | 103.24  | 90.16  | (17.38)  | 73.68   | 96.30   | 89.88  | 33.21   |
| YOY       | 40.08% | 27.85% | 1.85%   | -40.46% | 6.11%   | -0.31%  | -9.05%  | 34.19% | -158.25% | -25.46% | -6.72%  | -0.31% | 291.09% |
| 毛利率       | 38.74% | 39.62% | 41.96%  | 37.57%  | 39.31%  | 39.44%  | 39.29%  | 41.72% | 35.09%   | 38.53%  | 38.42%  | 34.30% | 32.68%  |
| 期间费用率     | 27.54% | 18.02% | 19.23%  | 21.91%  | 28.52%  | 17.98%  | 18.97%  | 25.47% | 46.08%   | 21.92%  | 20.60%  | 19.98% | 21.64%  |
| 其中：销售费用   | 63.77  | 72.85  | 87.65   | 90.10   | 69.23   | 63.56   | 69.86   | 98.30  | 43.45    | 63.67   | 65.85   | 64.82  | 54.39   |
| 销售费用率     | 18.51% | 13.05% | 14.24%  | 14.66%  | 19.10%  | 11.05%  | 11.29%  | 14.70% | 23.19%   | 11.51%  | 9.89%   | 8.34%  | 9.58%   |
| 其中：管理费用   | 32.13  | 28.82  | 18.84   | 29.67   | 22.50   | 21.61   | 24.51   | 32.55  | 25.70    | 30.89   | 34.10   | 44.74  | 33.59   |
| 管理费用率     | 9.33%  | 5.16%  | 3.06%   | 4.81%   | 6.18%   | 3.76%   | 3.96%   | 4.87%  | 13.83%   | 5.58%   | 5.13%   | 5.74%  | 5.91%   |
| 其中：研发费用   | 0.00   | 0.00   | 14.17   | 16.02   | 12.26   | 18.92   | 20.11   | 35.86  | 12.96    | 21.15   | 31.00   | 38.20  | 25.54   |
| 研发费用率     | 0.00%  | 0.00%  | 2.30%   | 2.61%   | 3.41%   | 3.30%   | 3.25%   | 5.36%  | 6.93%    | 3.83%   | 4.66%   | 4.90%  | 4.50%   |
| 其中：财务费用   | -1.02  | -1.10  | -2.33   | -1.14   | -0.61   | -0.68   | 2.93    | 3.59   | 4.25     | 5.53    | 6.19    | 7.53   | 9.35    |
| 财务费用率     | -0.30% | -0.20% | -0.38%  | -0.18%  | -0.17%  | -0.12%  | 0.47%   | 0.54%  | 2.27%    | 1.00%   | 0.93%   | 0.97%  | 1.65%   |
| 归母净利率     | 10.31% | 26.08% | 20.39%  | 12.31%  | 10.60%  | 19.19%  | 18.15%  | 15.47% | -9.19%   | 16.98%  | 15.49%  | 12.40% | 6.94%   |
| 存货        | 56.88  | 63.68  | 81.07   | 73.93   | 86.33   | 107.05  | 111.40  | 133.69 | 136.00   | 132.29  | 164.90  | 629.44 | 719.70  |
| 较上年同期增减   | 7.63   | 15.39  | 30.00   | 22.54   | 29.45   | 43.37   | 30.33   | 59.76  | 49.67    | 25.24   | 53.50   | 495.75 | 583.70  |
| 应收票据      | 0.00   | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.54    | 0.54    | 0.54    | 0.52   | 1.91     | 4.69    | 6.67    | 539.91 | 516.11  |
| 较上年同期增减   | 0.00   | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.54    | 0.54    | 0.54    | 0.52   | 1.36     | 4.15    | 6.13    | 539.39 | 514.21  |
| 应收账款      | 16.56  | 29.70  | 26.09   | 13.79   | 40.15   | 36.61   | 35.18   | 28.56  | 31.15    | 46.20   | 47.21   | 154.37 | 148.92  |
| 较上年同期增减   | 8.14   | 23.49  | 17.56   | 6.04    | 23.59   | 6.90    | 9.09    | 14.77  | -9.00    | 9.60    | 12.03   | 125.81 | 117.77  |
| 应付账款及应付票据 | 131.21 | 218.01 | 187.97  | 253.53  | 242.53  | 272.53  | 222.75  | 292.70 | 199.61   | 255.94  | 257.29  | 677.56 | 617.27  |
| 较上年同期增减   | 46.72  | 100.22 | 51.70   | 83.79   | 111.32  | 54.52   | 34.78   | 39.17  | -42.91   | -16.58  | 34.55   | 384.86 | 417.66  |
| 预收账款      | 56.49  | 90.78  | 69.01   | 108.33  | 79.41   | 76.74   | 105.77  | 132.33 | 102.97   | 169.70  | 141.39  | 387.22 | 406.42  |
| 较上年同期增减   | -7.08  | -17.45 | -17.50  | 14.55   | 22.92   | -14.04  | 36.76   | 24.00  | 23.56    | 92.97   | 35.62   | 254.89 | 303.45  |
| 经营性现金流净额  | -86.04 | 277.72 | 52.43   | 228.05  | -44.61  | 165.34  | 129.54  | 152.40 | -162.60  | 313.92  | 70.91   | 333.87 | -154.83 |
| 较上年同期增减   | -5.72  | 93.01  | -77.45  | 58.98   | 41.42   | -112.38 | 77.11   | -75.65 | -117.99  | 148.58  | -58.63  | 181.47 | 7.77    |
| 筹资性现金流净额  | 31.87  | -34.06 | -81.49  | -82.12  | -75.60  | -108.30 | 615.20  | -76.87 | -58.39   | -128.59 | -3.16   | -24.91 | 60.82   |
| 较上年同期增减   | 31.87  | 32.65  | -662.33 | -99.18  | -107.47 | -74.24  | 696.69  | 5.25   | 17.21    | -20.29  | -618.36 | 51.96  | 119.21  |
| 资本开支      | 125.70 | 124.08 | 116.11  | 189.60  | 128.17  | 106.55  | 145.49  | 108.35 | 78.76    | 77.93   | 66.89   | 127.06 | 54.74   |
| 较上年同期增减   | 69.06  | 80.20  | 16.24   | 144.09  | 2.47    | -17.54  | 29.38   | -81.25 | -49.41   | -28.61  | -78.61  | 18.70  | -24.03  |
| ROE       | 17.1%  | 6.82%  | 5.63%   | 3.29%   | 1.66%   | 4.77%   | 4.65%   | 4.08%  | -0.69%   | 3.83%   | 4.14%   | 3.71%  | 1.48%   |
| YOY(±)    | -0.48% | -0.04% | -1.68%  | -2.98%  | -0.05%  | -2.05%  | -0.98%  | 0.79%  | -2.35%   | -0.94%  | -0.51%  | -0.36% | 2.17%   |
| 资产负债率     | 15.38% | 22.26% | 16.53%  | 19.72%  | 17.01%  | 18.01%  | 28.59%  | 30.62% | 27.88%   | 31.56%  | 29.92%  | 44.88% | 43.29%  |
| YOY(±)    | -4.94% | -1.66% | -0.64%  | 1.60%   | 1.63%   | -4.25%  | 12.07%  | 10.91% | 10.86%   | 13.55%  | 1.32%   | 14.26% | 15.41%  |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**图 2：好莱客收入结构一览（单位：百万元）**

| 单位：百万元     | 2014   | 2015    | 2016     | 2017    | 2018     | 2019    | 2020    | 2020Q4   | 2021Q1   |
|------------|--------|---------|----------|---------|----------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入       | 901.03 | 1081.98 | 1433.03  | 1863.25 | 2132.69  | 2225.15 | 2183.30 | 777.17   | 556.28   |
| YOY        | 38.69% | 20.08%  | 32.45%   | 30.02%  | 14.46%   | 4.34%   | -1.88%  | 16.23%   | 203.38%  |
| 综合毛利率      | 37.34% | 38.17%  | 39.98%   | 38.34%  | 39.56%   | 40.06%  | 36.70%  | 34.30%   | 33.25%   |
| 按产品拆分      |        |         |          |         |          |         |         |          |          |
| 整体衣柜及配套家具  |        |         |          |         |          |         |         |          |          |
| 收入         | 889.15 | 1064.22 | 1416.40  | 1831.37 | 2058.26  | 2019.97 | 1840.77 | 618.06   | 321.62   |
| YOY        | 38.52% | 19.70%  | 33.09%   | 29.30%  | 12.38%   | -1.86%  | -8.87%  | 3.44%    | 100.58%  |
| 占比         | 98.68% | 98.36%  | 98.84%   | 98.29%  | 96.51%   | 90.78%  | 84.31%  | 79.53%   | 57.82%   |
| 毛利率        | 36.75% | 37.78%  | 39.65%   | 39.63%  | 40.94%   | 42.93%  | 39.86%  | 34.52%   | 35.65%   |
| 橱柜         |        |         |          |         |          |         |         |          |          |
| 收入         |        |         |          |         | 24.7     | 69.79   | 137.53  | 44.58    | 35.41    |
| YOY        |        |         |          |         | -        | 182.55% | 97.06%  | 77.37%   | 176.45%  |
| 占比         |        |         |          |         | 1.16%    | 3.14%   | 6.30%   | 5.74%    | 6.37%    |
| 毛利率        |        |         |          |         | 28.57%   | 27.87%  | 25.28%  | 30.51%   | 19.96%   |
| 木门         |        |         |          |         | 7.08     | 38.8    | 112.04  | 84.25    | 165.89   |
| 收入         |        |         |          |         |          | 448.02% | 188.76% | 530.06%  | 9396.62% |
| YOY        |        |         |          |         | 0.33%    | 1.74%   | 5.13%   | 10.84%   | 29.82%   |
| 占比         |        |         |          |         | -40.11%  | 12.96%  | 32.17%  | 36.19%   | 34.86%   |
| 毛利率        |        |         |          |         |          |         |         |          |          |
| 门窗         |        |         |          |         |          | 54.81   | 46.76   | 15.11    | 10.58    |
| 收入         |        |         |          |         |          |         | -14.69% | -13.85%  | -202.23% |
| YOY        |        |         |          |         |          | 2.46%   | 2.14%   | 1.94%    | 1.90%    |
| 占比         |        |         |          |         |          | -2.83%  | 0.35%   | 4.56%    | -1.07%   |
| 毛利率        |        |         |          |         |          |         |         |          |          |
| 按渠道拆分      |        |         |          |         |          |         |         |          |          |
| 直营         |        |         |          |         |          |         |         |          |          |
| 收入         |        | 69.96   | 97.77    | 105.65  | 96.43    | 88.28   | 66.18   | 19.43    | 15.82    |
| YOY        |        | 39.76%  | 8.05%    | 8.05%   | -8.73%   | -8.45%  | -25.03% | -23.94%  | 104.25%  |
| 占比         |        | 6.47%   | 6.82%    | 5.67%   | 4.52%    | 3.97%   | 3.10%   | 2.50%    | 2.84%    |
| 门店数(家)     |        | 21      | 21       | 17      | 25       | 25      | 25      | -        | 27       |
| 单店收入(万元/家) |        | 480.22  | 459.19   | 519.29  | 264.72   | -       | -       | -        | -        |
| YOY        |        | -4.38%  | 13.09%   | -49.02% | -        | -       | -       | -        | -        |
| 毛利率        |        | 56.99%  | 69.31%   | 63.62%  | 58.42%   | 56.93%  | -       | -        | -        |
| 经销商        |        |         |          |         |          |         |         |          |          |
| 收入         |        | 993.59  | 1307.64  | 1725.68 | 1992.32  | 2028.44 | 1943.00 | 694.17   | 387.34   |
| YOY        |        | 31.61%  | 31.97%   | 15.45%  | 1.81%    | -4.21%  | -4.32%  | 14.32%   | 136.23%  |
| 占比         |        | 91.83%  | 91.25%   | 92.62%  | 93.42%   | 91.16%  | 90.93%  | 89.32%   | 69.63%   |
| 门店数(家)     |        | 1174    | 1300     | 1712    | 1745     | 1778    | 1992    | -        | 2029     |
| 单店收入(万元/家) |        | 84.63   | 100.59   | 100.80  | 114.17   | 114.09  | 97.54   | -        | -        |
| YOY        |        | 18.85%  | 0.21%    | 13.27%  | -0.08%   | -14.50% | -       | -        | -        |
| 毛利率        |        | 39.72%  | 40.78%   | 37.34%  | 32.43%   | 31.92%  | -       | -        | -        |
| 大宗业务       |        |         |          |         |          |         |         |          |          |
| 收入         |        | 0.67    | 10.99    | 0.04    | 1.30     | 11.62   | 123.48  | 78.98    | 152.77   |
| YOY        |        | 0.06%   | 1546.93% | -99.65% | 3276.62% | 793.85% | 962.69% | 2572.28% | 1835.93% |
| 占比         |        | 0.07%   | 0.00%    | 0.00%   | 0.06%    | 0.52%   | 5.78%   | 10.16%   | 27.46%   |
| 毛利率        |        |         |          |         | 30.38%   | 28.99%  | 29.60%  | 35.61%   | 34.24%   |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

| <b>资产负债表</b>   |          |          |          |          |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 单位: 百万元        | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
| <b>流动资产</b>    | 2335.99  | 2781.93  | 3304.87  | 4026.17  |
| 现金             | 644.32   | 674.27   | 932.66   | 1186.21  |
| 交易性金融资产        | 200.11   | 406.97   | 542.62   | 383.23   |
| 应收账款           | 694.28   | 460.31   | 705.32   | 1060.70  |
| 其它应收款          | 15.94    | 19.49    | 24.29    | 31.46    |
| 预付账款           | 32.25    | 41.48    | 52.40    | 66.06    |
| 存货             | 629.44   | 823.96   | 867.19   | 1080.01  |
| 其他             | 119.65   | 355.45   | 180.40   | 218.50   |
| <b>非流动资产</b>   | 2829.40  | 2782.59  | 3215.52  | 3639.33  |
| 金额资产类          | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期投资           | 14.52    | 13.40    | 14.85    | 14.13    |
| 固定资产           | 1734.64  | 2072.66  | 2479.98  | 2868.51  |
| 无形资产           | 202.75   | 235.75   | 257.01   | 283.07   |
| 在建工程           | 231.26   | 170.87   | 122.56   | 83.92    |
| 其他             | 646.24   | 289.92   | 341.11   | 389.71   |
| <b>资产总计</b>    | 5165.39  | 5564.52  | 6520.39  | 7665.50  |
| <b>流动负债</b>    | 1718.18  | 1669.84  | 1928.08  | 2433.76  |
| 短期借款           | 14.21    | 135.18   | 0.00     | 0.00     |
| 应付款项           | 677.56   | 795.29   | 1033.04  | 1327.94  |
| 预收账款           | 0.00     | 150.37   | 153.00   | 126.23   |
| 其他             | 1026.40  | 589.00   | 742.04   | 979.59   |
| <b>非流动负债</b>   | 600.14   | 401.84   | 525.73   | 509.24   |
| 长期借款           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他             | 600.14   | 401.84   | 525.73   | 509.24   |
| <b>负债合计</b>    | 2318.32  | 2071.68  | 2453.81  | 2942.99  |
| 少数股东权益         | 208.38   | 288.38   | 388.38   | 508.38   |
| 归属母公司股东权       | 2638.69  | 3204.45  | 3678.19  | 4214.12  |
| <b>负债和股东权益</b> | 5165.39  | 5564.52  | 6520.39  | 7665.50  |
| <b>现金流量表</b>   |          |          |          |          |
| 单位: 百万元        | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
| <b>经营活动现金流</b> | 556.10   | 131.35   | 848.21   | 558.72   |
| 净利润            | 269.58   | 481.63   | 573.74   | 655.93   |
| 折旧摊销           | 126.45   | 21.00    | 26.00    | 23.00    |
| 财务费用           | 23.49    | 6.89     | 5.39     | 5.39     |
| 投资损失           | (26.93)  | (26.93)  | (26.93)  | (26.93)  |
| 营运资金变动         | 369.22   | (165.14) | 305.41   | 86.65    |
| 其它             | (205.70) | (186.11) | (35.40)  | (185.33) |
| <b>投资活动现金流</b> | (233.44) | (320.89) | (737.71) | (486.44) |
| 资本支出           | (387.72) | (400.45) | (511.57) | (535.24) |
| 长期投资           | (3.07)   | 4.36     | (1.99)   | 0.00     |
| 其他             | 157.36   | 75.20    | (224.15) | 48.79    |
| <b>筹资活动现金流</b> | (215.04) | 82.04    | (19.54)  | (20.69)  |
| 短期借款           | 14.21    | 120.97   | (135.18) | 0.00     |
| 长期借款           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他             | (229.26) | (38.93)  | 115.64   | (20.69)  |
| <b>现金净增加额</b>  | 107.62   | (107.50) | 90.97    | 51.59    |

| <b>利润表</b>      |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万元         | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| <b>营业收入</b>     | 2183.30 | 4091.32 | 4770.23 | 5501.89 |
| 营业成本            | 1382.12 | 2632.27 | 3062.87 | 3526.61 |
| 营业税金及附加         | 25.33   | 43.18   | 51.05   | 60.26   |
| 营业费用            | 237.79  | 466.41  | 543.81  | 627.22  |
| 管理费用            | 135.43  | 253.66  | 295.75  | 341.12  |
| 研发费用            | 103.30  | 163.65  | 190.81  | 220.08  |
| 财务费用            | 23.49   | 6.89    | 5.39    | 5.39    |
| 资产减值损失          | (3.34)  | 1.48    | (0.78)  | (0.51)  |
| 公允价值变动损益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益           | 26.93   | 26.93   | 26.93   | 26.93   |
| 其他经营收益          | 15.86   | 13.04   | 14.98   | 14.63   |
| <b>营业利润</b>     | 315.28  | 566.70  | 661.69  | 762.27  |
| 营业外收支           | (3.99)  | 4.92    | 4.05    | 1.66    |
| <b>利润总额</b>     | 311.30  | 571.63  | 665.74  | 763.93  |
| 所得税             | 41.72   | 62.00   | 68.00   | 74.00   |
| <b>净利润</b>      | 269.58  | 481.63  | 573.74  | 655.93  |
| 少数股东损益          | (6.56)  | 80.00   | 100.00  | 120.00  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 276.14  | 401.63  | 473.74  | 535.93  |
| EBITDA          | 451.10  | 596.32  | 702.99  | 809.87  |
| EPS (最新摊薄)      | 0.89    | 1.29    | 1.52    | 1.72    |
| <b>主要财务比率</b>   |         |         |         |         |
|                 | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| <b>成长能力</b>     |         |         |         |         |
| 营业收入            | -1.88%  | 87.39%  | 16.59%  | 15.34%  |
| 营业利润            | -23.96% | 79.74%  | 16.76%  | 15.20%  |
| 归属母公司净利润        | -24.25% | 45.45%  | 17.95%  | 13.13%  |
| <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |
| 毛利率             | 36.70%  | 35.66%  | 35.79%  | 35.90%  |
| 净利率             | 16.38%  | 11.77%  | 12.03%  | 11.92%  |
| ROE             | 14.55%  | 12.67%  | 12.53%  | 12.20%  |
| ROIC            | 11.04%  | 14.59%  | 15.68%  | 15.92%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |
| 资产负债率           | 44.88%  | 37.23%  | 37.63%  | 38.39%  |
| 净负债比率           | 1.69%   | 6.93%   | 0.45%   | 0.50%   |
| 流动比率            | 1.36    | 1.67    | 1.78    | 1.76    |
| 速动比率            | 0.99    | 1.17    | 1.33    | 1.32    |
| <b>营运能力</b>     |         |         |         |         |
| 总资产周转率          | 0.49    | 0.76    | 0.79    | 0.78    |
| 应收帐款周转率         | 23.87   | 29.53   | 31.46   | 25.32   |
| 应付帐款周转率         | 3.31    | 4.21    | 3.81    | 3.49    |
| <b>每股指标(元)</b>  |         |         |         |         |
| 每股收益            | 0.89    | 1.29    | 1.52    | 1.72    |
| 每股经营现金          | 1.79    | 0.42    | 2.72    | 1.79    |
| 每股净资产           | 8.48    | 10.29   | 11.82   | 13.54   |
| <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |
| P/E             | 18.88   | 12.98   | 11.01   | 9.73    |
| P/B             | 1.85    | 1.63    | 1.42    | 1.24    |
| EV/EBITDA       | 12.35   | 7.66    | 5.73    | 4.84    |

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>