

2021年04月28日

# 地素时尚 (603587.SH)

## 动态分析

### 品牌影响力助力疫后复苏，激励计划彰显公司信心

#### 事件

公司披露年报一季报。2020年实现营收25.64亿元/+7.81%，归母净利6.30亿元/+0.88%，基本每股收益1.31元，拟每10股派现金红利8元（含税）。

2021年一季度公司实现营收6.57亿元/+61.08%，归母净利1.95亿元/+60.14%。

#### 投资要点

◆ **较好的高端女装品牌影响力，助力公司疫情后全渠道复苏：**2020年，疫情影响线下客流，偏向可选消费的中高端女装受影响。受益于高端人群消费能力未受明显冲击，偏向高端的女士时装较早恢复。地素时尚是国内设计感较强的中高端女装集团，主品牌2015年获中国服装协会“最佳风格女装品牌”奖，较高的消费粘性叠加积极的全渠道应对，实现疫情后的较好恢复，全年营收增长约7.8%，归母净利增加约0.9%。其中会计政策变动增加营收1.77亿元，剔除后公司营收增长约0.4%，疫情后已整体恢复19年水平。

进入2021年，国内疫情基本受控推动消费情绪回升，疫情低基数背景下公司21Q1取得恢复性高增长，其中营收、净利分别增61%、60%，分别较19Q1增13%、0.2%，业绩已恢复至19年同期水平。

◆ **全渠道融合应对疫情挑战，品牌力保障各渠道良好恢复：**门店方面，2020年公司门店整体有所增加，增50家/4.5%至1154家，其中疫情下直营门店略有调整，减少10家/2.7%至361家，加盟门店受益于品牌影响力继续拓展59家/8.1%至783家。分品牌看公司门店增长主要源于DZ（d'zzit，下同）品牌，近年来DZ品牌持续受年轻消费群体欢迎。

分渠道看，2020年公司积极应对疫情挑战，持续推动全渠道业务发展。以报表金额计，全年公司直营渠道营收增长11%，主要源于下半年客流逐步复苏后的恢复性增长，加盟渠道全年营收增长1.3%，基本持平，疫情下加盟商信心维持较高水平，Q2至Q4加盟商营收分别增加约38%、8.4%、12%。电商渠道全年营收增长约20%，其中Q1受疫情推动，线上增速达25%，其余季度线上增速恢复正常的15%~20%，全年线上占比接近12%。21Q1，线下直营、加盟渠道均取得恢复性高增长，电商由于较高基数增速放缓至中个位数。

店均收入方面，2020年公司直营零售渠道进一步优化，以报表金额计，全年直营店均收入增长约14%。加盟渠道由于下半年新开门店影响及疫情影响，全年店均收入下降6%，其中Q3、Q4在疫情逐步受控基础上，即使加盟渠道加速拓店，加盟店均收入持续维持2%、4%的增长。

◆ **同口径净利率基本持平，存货周转预计整体可控：**盈利能力方面，2020年收入相关会计准则变动，推动公司毛利率微升1.6pct至76.6%，若剔除会计准则变化，2020年公司原口径毛利率约为75%，于2019年持平。另有商场费用在收入准则变动情况

纺织服装 | 高端及奢侈品 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

股价(2021-04-28) 19.33元

#### 交易数据

总市值(百万元)	9,301.60
流通市值(百万元)	2,203.62
总股本(百万股)	481.20
流通股本(百万股)	114.00
12个月价格区间	15.67/24.86元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.49	14.22	-5.56
绝对收益	-4.35	10.96	17.23

#### 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

地素时尚：内生外延推动品牌扩张，全年扣非净利较快增长 2020-04-11

地素时尚：内生外延带动营收稳健增长，资产减值损失冲减推升利润增速 2019-04-14

下计入销售费用大幅推升费用率，2020 年报表会计费用率提升 5.1pct 至 38.7%，若剔除口径变化，全年原口径销售费用率约 34.3%，同比提升约 0.7pct，疫情后公司增加全渠道营销推进，另有费用管控降低管理费用率，2020 年公司原口径营收、净利润与 19 年持平，同口径下净利率基本持平，保持在 26.3%左右。

存货方面，2020 年疫情下公司期末存货同比增加 23%至 3.18 亿元，存货周转天数同比增加约 10%。但我们认为公司存货目前仍然较为可控，第一，公司存货库龄情况仍然较为可控，并未大幅受影响；第二，2021 年 Q1 公司存货周转天数已同比下降约 25%至 199 天，已较疫情影响的最大水平逐步改善。

现金流方面，由于 2020 年公司消费需求未受明显影响，全年同口径营收利润均已恢复 2019 年水平，各季度公司经营活动现金净流量表现较好，全年同比基本持平。

◆ **消费情绪助力近期恢复，股票激励计划彰显公司信心：**展望未来，短期看，疫情受控后线下客流恢复以及消费情绪回升，推动可选消费恢复性高增长。全年看，据中华全国商业信息中心预计，2021 年国内社零总额有望取得 10%以上的双位数增长。偏向可选消费纺织服装有望在低基数的基础上取得较快的恢复性增长，立足中高端女装的地素时尚或有望受益。激励计划方面，本次激励计划考核期为 2021 年至 2023 年，其中各年度营收增速目标为，以 2020 年为基数，累计增长达 15%、35%、62%（各年度同比增长 15%、17%、20%）；归母净利润目标为，以 2020 年为基数，累计增长达 10%、22%、40%（各年度同比增长 10%、11%、15%）。双位数的年度增长目标，彰显公司长期稳健增长信心。

◆ **投资建议：**地素时尚是国内具有较强设计能力的女装公司，全渠道推进推动公司疫后良好恢复，国内线下客流复苏推动 21Q1 取得恢复性高增长，激励计划彰显公司长期稳健发展信心。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.49、1.71 和 1.98 元。净资产收益率分别为 18.8%、19.8%和 21.0%。目前公司 PE (2021E) 约为 13 倍，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**渠道扩张或不及预期；直营零售改善空间存不确定性；行业库存压力或影响公司盈利能力。

## 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,378	2,564	2,969	3,508	4,176
YoY(%)	13.2	7.8	15.8	18.2	19.0
净利润(百万元)	624	630	719	823	954
YoY(%)	8.8	0.9	14.2	14.4	15.9
毛利率(%)	75.0	76.6	76.8	76.7	76.7
EPS(摊薄/元)	1.30	1.31	1.49	1.71	1.98
ROE(%)	18.9	18.3	18.8	19.8	21.0
P/E(倍)	14.9	14.8	12.9	11.3	9.8
P/B(倍)	2.8	2.7	2.4	2.2	2.0
净利率(%)	26.3	24.6	24.2	23.5	22.8

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、品牌影响力助力疫后复苏，全年业绩略超 19 年水平.....	4
(一) 较好的高端女装品牌影响力，助力公司疫情后全渠道复苏.....	4
(二) 全渠道融合应对疫情挑战，品牌力保障各渠道良好恢复.....	5
(三) DA、DZ 双品牌为核心，疫情下延续稳健增长.....	6
二、同口径净利率基本持平，存货周转预计整体可控.....	7
(一) 会计政策变动影响利润率费用率，同口径净利率基本持平.....	7
(二) 存货周转受疫情影响但整体可控，经营性现金流维持良好.....	8
三、消费情绪助力近期恢复，股票激励计划彰显公司信心.....	8
四、盈利预测及投资建议.....	9
五、风险提示.....	10

## 图表目录

图 1：地素时尚营业收入及其增长.....	4
图 2：地素时尚归母净利润及其增长.....	4
图 3：地素时尚季度营业收入及其增长.....	4
图 4：地素时尚季度归母净利润及其增长.....	4
图 5：地素时尚各品牌门店数量情况（家）.....	5
图 6：地素时尚加盟直营门店数量情况（家）.....	5
图 7：地素时尚分渠道营业收入（百万元）.....	5
图 8：地素时尚分渠道营收增长.....	5
图 9：地素时尚分渠道店均收入测算.....	6
图 10：地素时尚分品牌营业收入（百万元）.....	6
图 11：地素时尚分品牌营业收入增长.....	6
图 12：地素时尚分品牌毛利润（百万元）.....	7
图 13：地素时尚分品牌毛利润增长.....	7
图 14：2019 年地素时尚分品牌销售量价变化.....	7
图 15：2020 年地素时尚分品牌销售量价变化.....	7
图 16：地素时尚利润率情况.....	8
图 17：地素时尚费用率情况.....	8
图 18：地素时尚存货周转天数情况（天）.....	8
图 19：地素时尚经营活动现金流情况.....	8
图 20：国内总体零售客流变化估计.....	9
图 21：近期偏向可选消费的典型品类取得恢复性高增长.....	9
图 22：地素时尚激励计划营业收入目标.....	9
图 23：地素时尚激励计划.....	9
表 1：地素时尚营业收入拆分及预测（百万元，%）.....	10

## 一、品牌影响力助力疫后复苏，全年业绩略超 19 年水平

公司披露年报一季报。2020 年实现营收 25.64 亿元/+7.81%，归母净利 6.30 亿元/+0.88%，基本每股收益 1.31 元，拟每 10 股派现金红利 8 元（含税）。

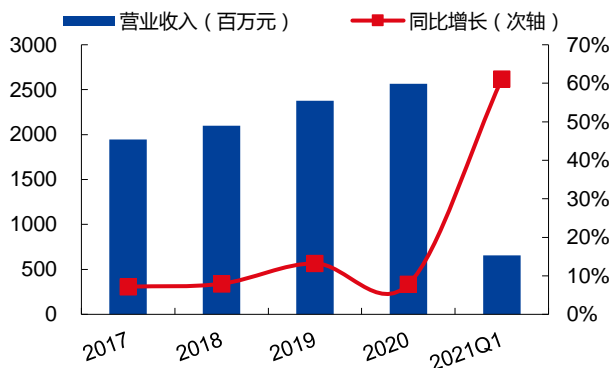
2021 年一季度公司实现营收 6.57 亿元/+61.08%，归母净利 1.95 亿元/+60.14%。

### （一）较好的高端女装品牌影响力，助力公司疫情后全渠道复苏

2020 年，疫情影响线下客流，偏向可选消费的中高端女装受影响。受益于高端人群消费能力未受明显冲击，偏向高端的女士时装较早恢复，上海服装行业协会通路女士时装品类销售于 7 月恢复正增长。地素时尚是国内设计感较强的中高端女装集团，主品牌 2015 年获中国服装协会“最佳风格女装品牌”奖，2019 年获时尚先锋大赏“时尚品牌”称号。较高的消费粘性叠加积极的全渠道应对，实现疫情后的较好恢复，全年营收增长约 7.8%，归母净利增加约 0.9%。其中会计政策变动增加营收 1.77 亿元，剔除后公司营收增长约 0.4%，疫情后已整体恢复 19 年水平。

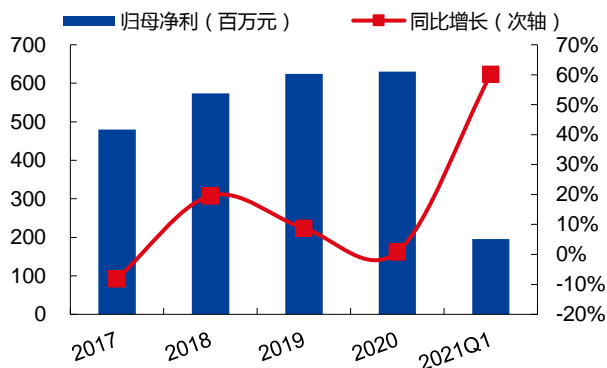
进入 2021 年，国内疫情基本受控推动消费情绪回升，疫情低基数背景下公司 21Q1 取得恢复性高增长，其中营收、净利分别增 61%、60%，分别较 19Q1 增 13%、0.2%，业绩已恢复至 19 年同期水平。

图 1：地素时尚营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：地素时尚归母净利润及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：地素时尚季度营业收入及其增长

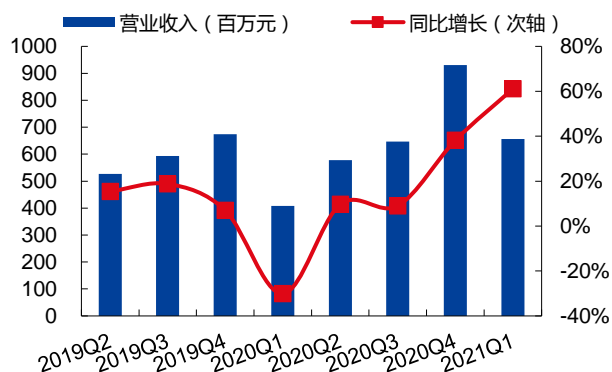
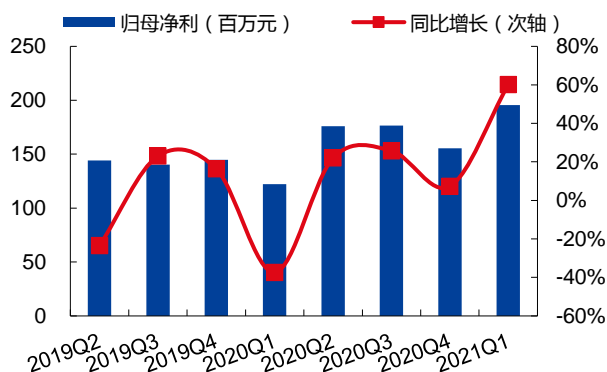


图 4：地素时尚季度归母净利润及其增长



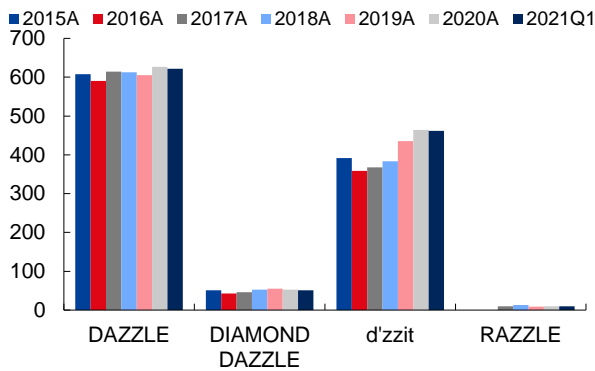
资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 全渠道融合应对疫情挑战, 品牌力保障各渠道良好恢复

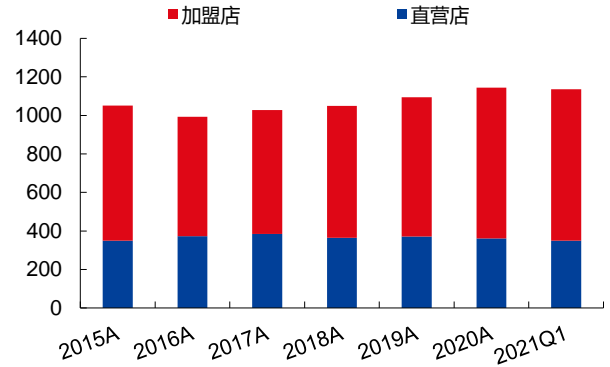
门店方面, 2020 年公司门店整体有所增加, 增 50 家/4.5%至 1154 家, 其中疫情下直营门店略有调整, 减少 10 家/2.7%至 361 家, 加盟门店受益于品牌影响力继续拓展 59 家/8.1%至 783 家。分品牌看公司门店增长主要源于 DZ (d'zzit, 下同) 品牌, 近年来 DZ 品牌持续受年轻消费群体欢迎。

图 5: 地素时尚各品牌门店数量情况 (家)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 6: 地素时尚加盟直营门店数量情况 (家)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

分渠道看, 2020 年公司积极应对疫情挑战, 持续推动全渠道业务发展。以报表金额计, 全年公司直营渠道营收增长 11%, 主要源于下半年客流逐步复苏后的恢复性增长, 加盟渠道全年营收增长 1.3%, 基本持平, 疫情下加盟商信心维持较高水平, Q2 至 Q4 加盟商营收分别增加约 38%、8.4%、12%。电商渠道全年营收增长约 20%, 其中 Q1 受疫情推动, 线上增速达 25%, 其余季度线上增速恢复正常的 15%~20%, 全年线上占比接近 12%。21Q1, 线下直营、加盟渠道均取得恢复性高增长, 电商由于较高基数增速放缓至中个位数。

店均收入方面, 2020 年公司直营零售渠道进一步优化, 以报表金额计, 全年直营店均收入增长约 14%。加盟渠道由于下半年新开门店影响及疫情影响, 全年店均收入下降 6%, 其中 Q3、Q4 在疫情逐步受控基础上, 即使加盟渠道加速拓店, 加盟店均收入持续维持 2%、4% 的增长。

图 7: 地素时尚分渠道营业收入 (百万元)

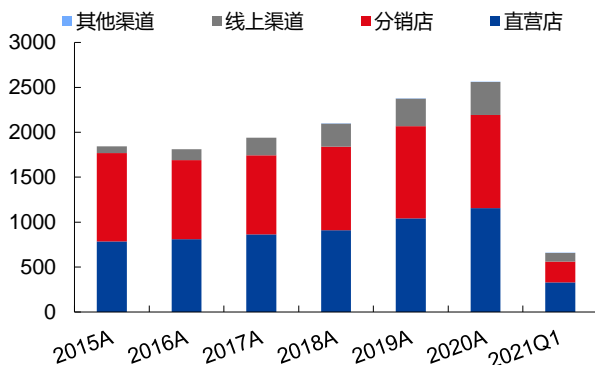
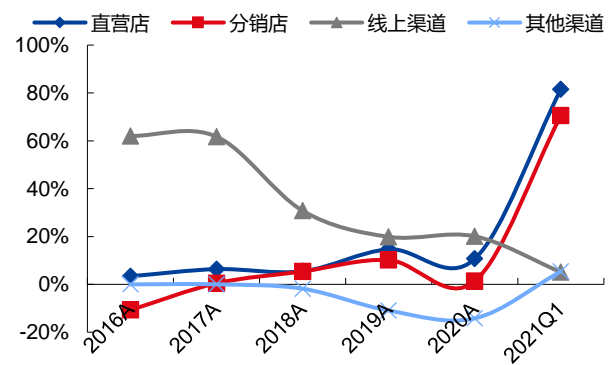


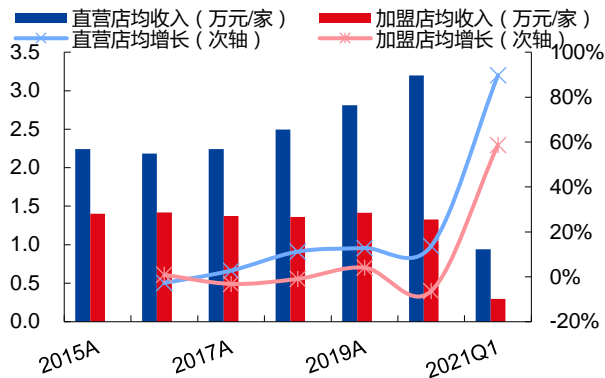
图 8: 地素时尚分渠道营收增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：地素时尚分渠道店均收入测算

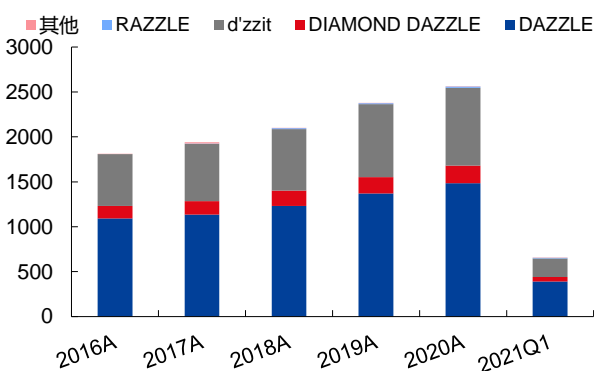


资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （三）DA、DZ 双品牌为核心，疫情下延续稳健增长

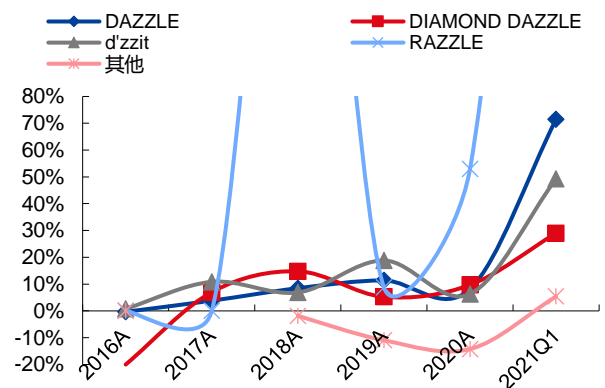
分品牌看，2020 年 DA (DAZZLE, 下同)、DM (DIAMOND DAZZLA, 下同)、DZ、RA (RAZZLE, 下同) 品牌营收占比分别约 59%、7.7%、34%、0.6%、公司继续以具有独特设计感的 DA 品牌，以及向年轻定位延伸的 DZ 品牌为双核心。由于疫情对高端消费者能力并未产生明显冲击，且公司主要品牌所具有的独特设计感在消费者中具有较强粘性，疫情后公司各品牌取得较好恢复，以报表金额计，全年看 DA、DM、DZ 品牌分别取得 8.2%、9.7%、6.3% 的稳健营收增长，以及 11%、13%、7.4% 的良好毛利润增长。另有 RA 品牌规模较小，目前仍在培育。

图 10：地素时尚分品牌营业收入（百万元）



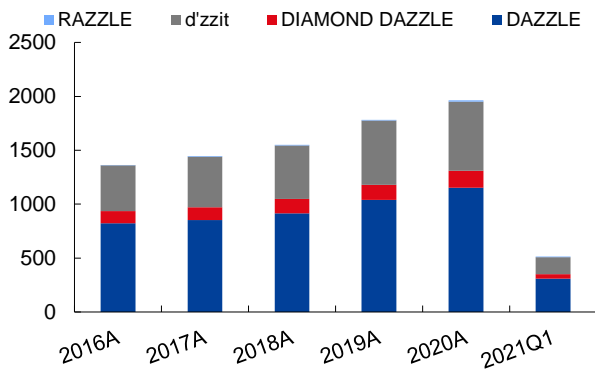
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：地素时尚分品牌营业收入增长



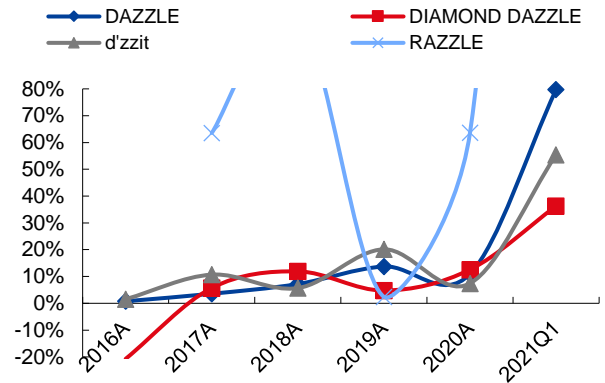
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：地素时尚分品牌毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

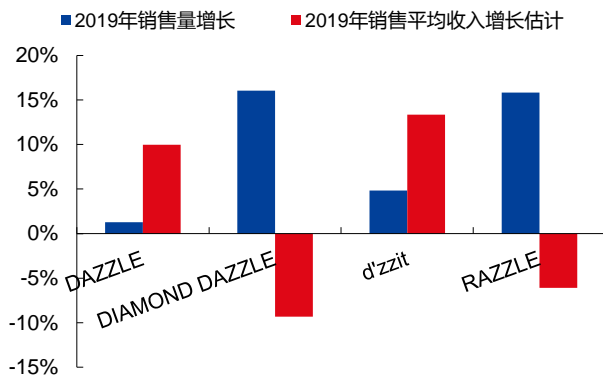
图 13：地素时尚分品牌毛利润增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

分量价看，由于公司会计准则变化推动 2020 年营收增长，以及公司主品牌 DA 略有提价，以报表金额计的 2020 年公司主要品牌销售平均收入均有 5%~8%左右的提升，夯实内生增长基础。在 Q4 线下客流快速复苏后的大规模营销投入下，公司主要品牌 DA、DM 销售量均实现个位数的正增长，DZ 品牌也基本实现同比持平的销量。

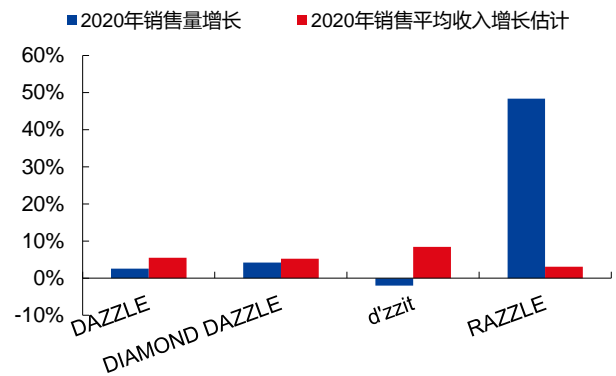
图 14：2019 年地素时尚分品牌销售量价变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：销售均价变化依照品牌营收及销售增速测算。

图 15：2020 年地素时尚分品牌销售量价变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

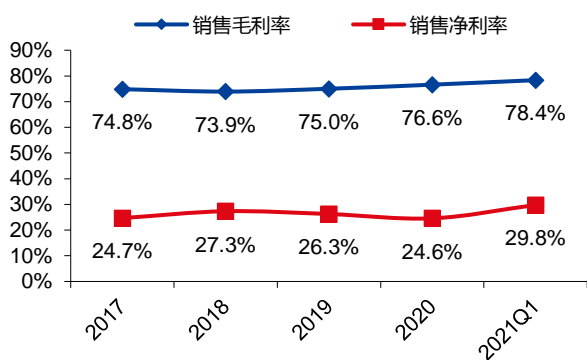
注：销售均价变化依照品牌营收及销售增速测算。

## 二、同口径净利率基本持平，存货周转预计整体可控

### （一）会计政策变动影响利润率费用率，同口径净利率基本持平

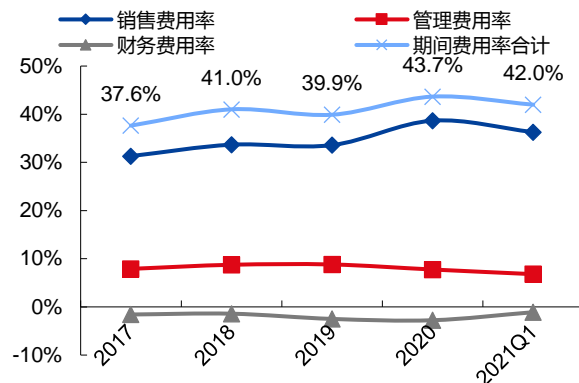
盈利能力方面，2020 年收入相关会计准则变动，推动公司毛利率微升 1.6pct 至 76.6%，若剔除会计准则变化，2020 年公司原口径毛利率约为 75%，于 2019 年持平。另有商场费用在收入准则变动情况下计入销售费用大幅推升费用率，2020 年报表会计费用率提升 5.1pct 至 38.7%，若剔除口径变化，全年原口径销售费用率约 34.3%，同比提升约 0.7pct，疫情后公司增加全渠道营销推进，另有费用管控降低管理费用率，2020 年公司原口径营收、净利润与 19 年持平，同口径下净利率基本持平，保持在 26.3%左右。

图 16：地素时尚利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：地素时尚费用率情况



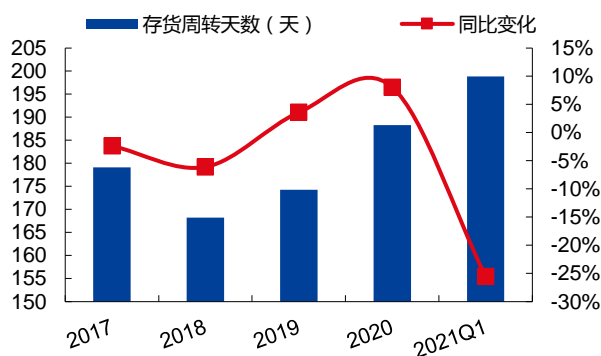
资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）存货周转受疫情影响但整体可控，经营性现金流维持良好

**存货方面**，2020 年疫情下公司期末存货同比增加 23%至 3.18 亿元，存货周转天数同比增加约 10%。但我们认为公司存货目前仍然较为可控，第一，公司存货库龄情况仍然较为可控，1 年以内、1~2 年、2~3 年、3 年以上占比分别约 59%、21%、13%、7%，较 2019 年末的 62%、21%、13%、4.6%并未大幅受影响；第二，2021 年 Q1 公司存货周转天数已同比下降约 25%至 199 天，已较疫情影响的最大水平逐步改善。

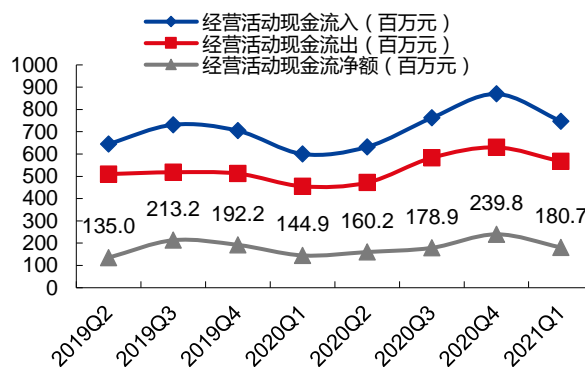
**现金流方面**，由于 2020 年公司消费需求未受明显影响，全年同口径营收利润均已恢复 2019 年水平，各季度公司经营活动现金净流量表现较好，全年同比基本持平。

图 18：地素时尚存货周转天数情况（天）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：地素时尚经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

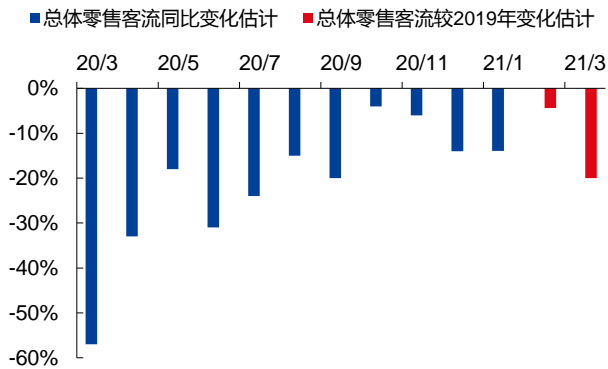
## 三、消费情绪助力近期恢复，股票激励计划彰显公司信心

**展望未来，短期看**，2020 年疫情主要影响线下消费客流，从而影响服装消费。据 ShopperTrak，2021 年 2、3 月国内线下客流约为 19 年同期的 95%、80%左右，疫情受控后线下客流恢复以及消费情绪回升，推动可选消费恢复性高增长。其中 21 年 Q1 限额以上纺织服装零售额同比增长约 34%，较 19 年 Q1 增长约 8.5%，行业恢复性高增长助力公司 21Q1 营收利润增长约 60%左右。



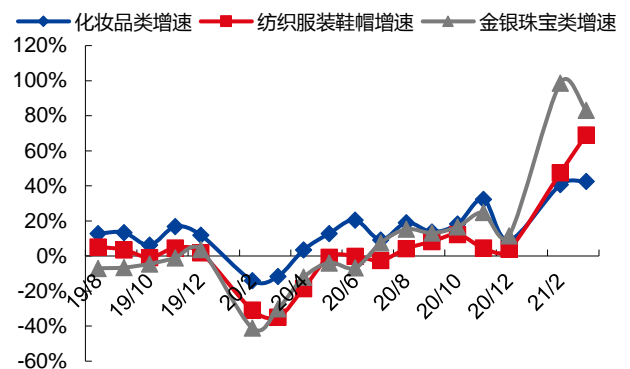
全年看，国内国际双循环政策定位下，新业态、新模式促进消费背景下，国内消费品市场有望稳步扩大，据中华全国商业信息中心预计，2021年国内社零总额有望取得10%以上的双位数增长。我们预计偏向可选消费纺织服装有望在低基数的基础上取得较快的恢复性增长，立足中高端女装的地素时尚或有望受益。

图 20：国内总体零售客流变化估计



资料来源：ShopperTrak，华金证券研究所

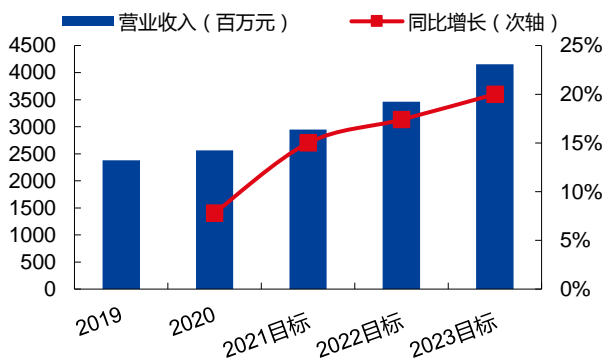
图 21：近期偏向可选消费的典型品类取得恢复性高增长



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

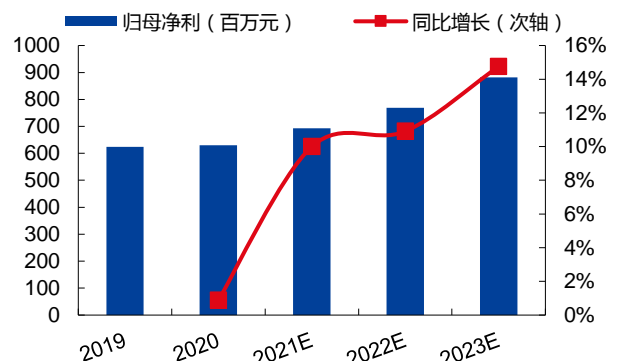
**激励计划方面**，近期公司首次推出限制性股票激励计划，拟授予包括高级管理人员、核心业务/技术人员 102 人，约为公司总股本 1.06%的限制性股票，使员工利益与公司利益更为一致，推动员工积极性。本次激励计划考核期为 2021 年至 2023 年，各时期解除限售条件为满足当年度营收、归母净利润目标之一。其中各年度营收增速目标为，以 2020 年为基数，累计增长达 15%、35%、62%（各年度同比增长 15%、17%、20%）；归母净利润目标为，以 2020 年为基数，累计增长达 10%、22%、40%（各年度同比增长 10%、11%、15%）。双位数的年度增长目标，彰显公司长期稳健增长信心。

图 22：地素时尚激励计划营业收入目标



资料来源：华金证券研究所

图 23：地素时尚激励计划



资料来源：华金证券研究所

## 四、盈利预测及投资建议

地素时尚是国内具有较强设计能力的女装公司，全渠道推进推动公司疫后良好恢复，国内线下客流复苏推动 21Q1 取得恢复性高增长，激励计划彰显公司长期稳健发展信心。我们预测公司

2021年至2023年每股收益分别为1.49、1.71和1.98元。净资产收益率分别为18.8%、19.8%和21.0%。目前公司PE(2021E)约为14倍，维持“增持-A”建议。

表1：地素时尚营业收入拆分及预测（百万元，%）

品牌	指标	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
DAZZLE	营业收入	1232	1372	1484	1707	1980	2296
	增长率	8.46%	11.36%	8.19%	15.00%	16.00%	16.00%
	毛利率	74.17%	75.75%	77.68%	78.00%	78.00%	78.00%
DIAMOND DAZZLE	营业收入	170	179	196	216	242	276
	增长率	14.77%	5.25%	9.69%	10.00%	12.00%	14.00%
	毛利率	78.89%	78.53%	80.60%	81.00%	81.00%	81.00%
d'zzit	营业收入	684	813	865	1020	1245	1531
	增长率	6.88%	18.82%	6.32%	18.00%	22.00%	23.00%
	毛利率	72.47%	73.28%	74.04%	74.00%	74.00%	74.00%
RAZZLE	营业收入	9	10	15	23	39	70
	增长率		8.77%	52.92%	50.00%	70.00%	80.00%
	毛利率	77.12%	72.62%	77.70%	78.00%	78.00%	78.00%
其他	营业收入	5	4	4	3	3	3
	增长率	-73.59%	-10.95%	-14.22%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	27.19%	23.40%	24.05%	24.00%	24.00%	24.00%
合计	营业收入	2100	2378	2564	2969	3508	4176
	增长率	7.94%	13.23%	7.81%	15.80%	18.16%	19.04%
	毛利率	73.90%	75.00%	76.60%	76.78%	76.74%	76.70%

资料来源：公司公告，Wind，华金证券研究所

## 五、风险提示

渠道扩张或不及预期；直营零售改善空间存不确定性；行业库存压力或影响公司盈利能力。

## 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>	3184	3375	3989	4393	5006	<b>营业收入</b>	2378	2564	2969	3508	4176
现金	2,624	1,827	2,261	2,686	3,105	营业成本	595	600	689	816	973
应收票据及应收账款	135	146	189	221	243	营业税金及附加	26	26	30	35	42
预付账款	50	44	110	43	130	营业费用	799	992	1084	1316	1587
存货	318	310	380	391	474	管理费用	145	142	208	242	288
其他流动资产	5	23	24	26	27	研发费用	65	57	59	68	84
<b>非流动资产</b>	741	723	679	633	603	财务费用	-59	-71	-20	-25	-29
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-34	-39	30	30	30
固定资产	546	577	562	533	504	公允价值变动收益	2	-5	0	0	0
无形资产	35	33	31	28	25	投资净收益	26	21	20	20	20
其他非流动资产	49	54	57	60	63	<b>营业利润</b>	802	797	909	1046	1221
<b>资产总计</b>	3925	4099	4668	5026	5609	营业外收入	47	59	53	56	54
<b>流动负债</b>	591	636	817	844	1044	营业外支出	2	5	3	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	848	851	959	1097	1272
应付票据及应付账款	160	104	145	184	207	所得税	223	221	240	274	318
其他流动负债	213	447	469	493	518	<b>税后利润</b>	624	630	719	823	954
<b>非流动负债</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	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>	624	630	719	823	954
其他非流动负债	23	22	23	24	26	EBITDA	843	842	929	1062	1234
<b>负债合计</b>	614	658	840	869	1070						
少数股东权益	2	2	2	2	2	<b>主要财务比率</b>					
股本	401	481	481	481	481	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1589	1509	1509	1509	1509	<b>成长能力</b>					
留存收益	1320	1549	1837	2166	2547	营业收入(%)	13.2	7.8	15.8	18.2	19.0
归属母公司股东权益	3309	3439	3827	4156	4537	营业利润(%)	10.7	-0.6	14.1	15.0	16.8
<b>负债和股东权益</b>	3925	4099	4668	5026	5609	归属于母公司净利润(%)	8.8	0.9	14.2	14.4	15.9
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	75.0	76.6	76.8	76.7	76.7
						净利率(%)	26.3	24.6	24.2	23.5	22.8
						ROE(%)	18.9	18.3	18.8	19.8	21.0
						ROIC(%)	115.0	102.2	137.8	167.1	238.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	15.6	16.1	18.0	17.3	19.1
						流动比率	5.4	5.3	4.9	5.2	4.8
						速动比率	4.9	4.8	4.4	4.7	4.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	18.2	18.3	17.8	17.1	18.0
						应付账款周转率	19.6	19.4	23.9	21.3	21.4
						<b>估值比率</b>					
						P/E	14.9	14.8	12.9	11.3	9.8
						P/B	2.8	2.7	2.4	2.2	2.0
						EV/EBITDA	8.8	7.4	6.4	5.2	4.1

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