

## 海澜之家 (600398.SH) 2021H1 强劲复苏, 期待海澜品质升级+电商渠道高增

2021年08月29日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

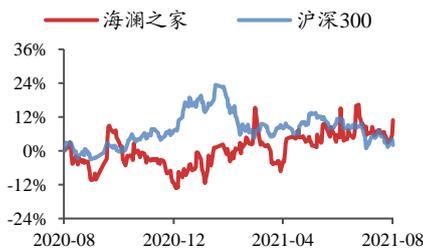
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

书编号: S0790520030002

日期	2021/8/27
当前股价(元)	7.67
一年最高最低(元)	8.45/5.96
总市值(亿元)	331.31
流通市值(亿元)	331.31
总股本(亿股)	43.20
流通股本(亿股)	43.20
近3个月换手率(%)	24.7

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-2020年多品牌战略优势显现, 2021Q1业绩回升》-2021.5.6

《公司信息更新报告-深度解读海澜之家三季报: 拐点与突破》-2020.10.28

《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

### ● 2021H1 业绩符合预期, 主品牌重塑效果显现, 维持“买入”评级。

公司 2021H1 实现收入 101.35 亿元 (+25.09%), 归母净利润 16.5 亿元 (+74.19%), 其中 2021Q2 收入较 2019H1 基本持平, 净利润有所下降主要系直营店占比较 2019H1 提升 1 倍导致销售费用增加 68%。随着下半年旺季到来, 主品牌围绕产品/渠道/营销发力, 通过主打品类和具有功能性的极致单品提升产品力; 开设 HLA plus 门店、增加供应商直发占比、加强线上渠道平台合作, 预计在产品力、品牌力的持续改善将支撑全年业绩增长。我们上调盈利预测, 预测 2021-2023 年公司净利润为 32.0/38.5/45.6 亿元 (此前为 30.3/36.7/41.0 亿元), 对应 EPS 为 0.7/0.9/1.1 元, 当前股价对应 PE 为 10.3/8.6/7.3 倍, 继续维持“买入”评级。

### ● 主品牌产品力、品牌力支撑业绩增长, 新品牌稳健增长, 线上渠道持续增长。

**分品牌:** 2021H1 海澜之家主品牌实现收入 79.94 亿元 (+26.03%), 收入增长除低基数外, 主要系开发优质面辅料带动价格提升、IP 款及极致单品的投放所致; 圣凯诺实现收入 9.54 亿元 (+2.13%); **其他品牌**持续健康增长, 实现收入 8.61 亿元 (+35.92%), 其中海澜优选 2021H1 收入同增 24%、OVV 同增 113%、英氏/男生女生分别同比增长 13%/48%。**分渠道:** 线上渠道 2021H1 线上实现收入 12.95 亿元 (+71.55%), 其中天猫/京东/唯品会/其他平台分别占比 40%/20%/20%/20%, 约 1.8 亿元来自小程序 (3 月线上奥莱); 线下收入为 85.14 亿元 (+18.98%)。

### ● 2020H1 盈利能力持续提升, 存货周转大幅提效。

**(1) 盈利能力:** 2021H1 毛利率 43.59% (+3.54pct), 主品牌/圣凯诺/其他品牌毛利率为 43.63%(+4.4pct)、52.77% (+0.5pct)、345.35% (+6.1pct)。销售/管理/研发/财务费用率分别 14.26%/5.31%/0.51%/-0.25%, 同比+1.4/-0.96/+0.21/-0.4pct; 净利率 16.28% (+4.59pct), 较 2019H1 下降 3.54pct 主要系直营店增加导致销售费用大幅增加。**(2) 营运能力:** 2021H1 存货周转天数为 230 天(-90 天), 主要系减少首单量、增加补单, 增加供应商直发占比。经营活动净现金流 25.34 亿元 (+187.48%), 净现金 1.5 倍覆盖净利润, 现金产出效率高。

**风险提示:** 疫情反复影响终端; 线上增长不及预期; 其他品牌进展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,970	17,959	22,089	25,535	28,599
YOY(%)	15.1	-18.3	23.0	15.6	12.0
归母净利润(百万元)	3,211	1,785	3,203	3,849	4,555
YOY(%)	-7.1	-44.4	79.5	20.2	18.3
毛利率(%)	39.5	37.4	38.9	39.0	40.0
净利率(%)	14.6	9.9	14.5	15.1	15.9
ROE(%)	22.9	12.4	18.8	19.6	19.8
EPS(摊薄/元)	0.74	0.41	0.74	0.89	1.05
P/E(倍)	10.3	18.6	10.3	8.6	7.3
P/B(倍)	2.5	2.5	2.1	1.8	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2021H1 业绩符合预期，2021Q2 收入较 2019 同期基本持平 .....	3
1.1、 按品牌拆分：2021H1 其他品牌逆势增长，2021Q1 各品牌增速转正 .....	3
1.2、 按渠道拆分：加速推进新零售渠道布局，线上销售表现亮眼 .....	4
1.3、 线下门店方面：主品牌直营店占比提升，线下直营店收入同增 59.3% .....	4
2、 2020H1 盈利能力持续提升，存货周转大幅提效 .....	5
2.1、 盈利能力：2021Q1、Q2 毛利率与净利率持续提升 .....	5
2.2、 营运能力：存货管理卓有成效，现金流充沛 .....	6
3、 主品牌重塑向好，新品牌稳健发展，主品牌下半年旺季全面发力 .....	7
3.1、 海澜之家主品牌的产品力和品牌力持续提升 .....	7
3.2、 多品牌建设：新品牌稳健增长，与主品牌协同发展 .....	7
4、 盈利预测与投资建议 .....	8
5、 风险提示 .....	8
附：财务预测摘要 .....	9

## 图表目录

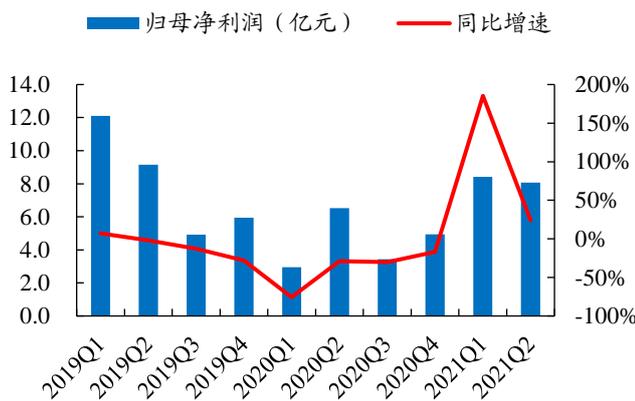
图 1： 2021Q1、Q2 同比增速分别为 42.77%、9.08% .....	3
图 2： 2021Q1、Q2 同比增速分别为 185.33%、23.87% .....	3
图 3： 2021H1 毛利率同比提升 3.54pct .....	5
图 4： 2021Q2 毛利率同比基本持平 .....	5
图 5： 2021H1 期间费用率同比基本持平 .....	6
图 6： 2021Q2 期间费用率略有上升 .....	6
图 7： 公司 2021H1 库存周转天数同比缩短 90 天 .....	6
图 8： 公司 2021H1 应收账款周转天数同比基本持平 .....	6
表 1： 公司 2021H1 主营业务 HLA/圣凯诺/其他品牌分别同比增长 26.0%/2.1%/35.9% .....	4
表 2： 公司 2021H1 线上渠道收入同比增长 71.55% .....	4
表 3： 2021H1 门店为 7,446 家（+65），海澜之家/其他品牌门店较 2021Q1 分别净增长 5/60 家 .....	5

## 1、2021H1 业绩符合预期，2021Q2 收入较 2019 同期基本持平

公司 2021H1 实现收入 101.35 亿元(+25.09%)，归母净利润 16.5 亿元(+74.19%)，收入增长主要系疫情得控制，公司集团化战略转型成效凸显。

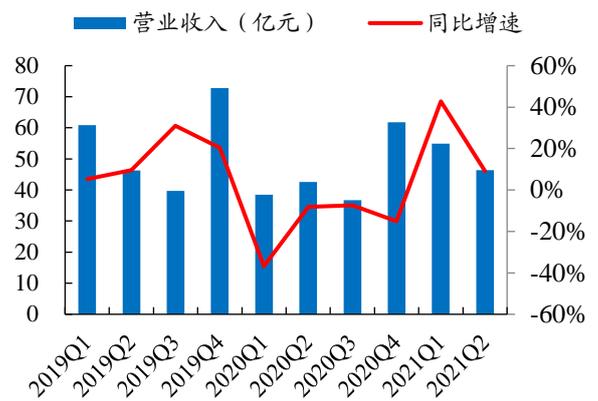
分季度看，2021Q1-Q2 单季度收入分别为 54.94 亿元(+42.77%)、46.4 亿元(+9.08%)；归母净利润分别为 8.42 亿元(+185.33%)、8.08 亿元(+23.87%)，其中 2021Q2 收入较 2019H1 基本持平，净利润下降 11.78% 主要系直营门店占比提升，自 2019H1 的 408 家扩大至 484 (+118.63%) 导致销售费用增加 68%。

图1：2021Q1、Q2 同比增速分别为 42.77%、9.08%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2021Q1、Q2 同比增速分别为 185.33%、23.87%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.1、按品牌拆分：2021H1 其他品牌逆势增长，2021Q1 各品牌增速转正

(1) **海澜之家**：2021H1 主品牌实现收入 79.94 亿元(+26.03%)，2021H1 收入占比为 81.49%，收入增长除低基数外，2021H1 开发面料品质提升带动价格提升。

(2) **圣凯诺**：2021H1 圣凯诺实现收入 9.54 亿元(+2.13%)，较 2019H1 增长 74.5%，2021H1 收入占比为 9.73%。

(3) **其他品牌**：2021H1 实现收入 8.61 亿元(+35.92%)，较 2019H1 增长 179.52%，2021H1 收入占比为 8.78%。

**海澜优选**：2021H1 收入同比增长 24%，2021H1 月均 SKU5000 个，丰富产品线的同时优化了产品结构，凭借品类优势助推销售增长。

**OVV** 收入同比增长 113%，基于优质天然面料为基础的高性价比产品持续获得核心消费客群的认可。

童装板块，2021H1 英氏/男生女生同比+13%/+48%，健康增长，其中男生女生升级全新潮运动系列，与哪吒闹海等国漫经典 IP 联名，未来有望借助海澜之家的品牌、供应链、管理体系成为公司新的业务增长点。

**表1: 公司 2021H1 主营业务 HLA/圣凯诺/其他品牌分别同比增长 26.0%/2.1%/35.9%**

单位: 亿元	2019H1		2020H1		2021H1		VS2020H1 变动		VS2019H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
HLA	86.28	87.40%	63.43	80.18%	79.94	81.49%	26.03%	1.31pct	-7.35%	-5.91 pct
圣凯诺	9.36	9.48%	9.35	11.81%	9.54	9.73%	2.13%	-2.08 pct	1.97%	0.25 pct
其他品牌	3.08	3.12%	6.33	8.01%	8.61	8.78%	35.92%	0.77 pct	179.52%	5.66 pct
总计	98.72	100.00%	79.11	100.00%	98.09	100.00%	24.00%		-0.64%	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
HLA	38.44	44.56%	24.89	39.23%	34.87	43.63%	40.14%	4.39 pct	-9.29%	-0.93 pct
圣凯诺	4.54	48.55%	4.89	52.31%	5.04	52.77%	3.03%	0.46 pct	10.84%	4.22 pct
其他品牌	0.77	24.95%	2.49	39.28%	3.90	45.35%	56.90%	6.06 pct	408.13%	20.40 pct
总计	43.76	42.65%	32.26	40.78%	43.81	44.67%	35.81%	3.88 pct	0.13%	2.02 pct

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 2019H1 未包括爱居兔)

### 1.2、按渠道拆分: 加速推进新零售渠道布局, 线上销售表现亮眼

**2021H1 公司线上渠道增长迅速**, 实现线上收入 12.95 亿元 (+71.55%), 其中约 1.8 亿元来自小程序 (3 月线上奥莱)。线上收入占比同比提升 3.7pct 至 13.20%, 线上收入增长主要系公司根据不同平台投放不同价格带的产品以精准适应客户需求。按平台看, 天猫/京东/唯品会/其他平台分别占比 40%/20%/20%/20%。

**2021H1 线下收入为 85.14 亿元 (+18.98%)**, 按直营/加盟拆分线下门店收入 (不含圣凯诺): 2021H1 直营店线下收入同比增长 59.3%, 占线下总收入比为 11%; 加盟店及其他在线下收入同比增长 23.72%, 占线下总收入比为 89%。

**2021Q2 线上渠道**实现收入 7.21 亿元, 线下渠道实现收入 37.54 亿元。

**表2: 公司 2021H1 线上渠道收入同比增长 71.55%**

单位: 亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2020Q2	2021H1
线上渠道	5.85	8.54	10.54	11.51	13.25	20.5	5.74	7.21	12.95
YOY	3517	45.92%	23.35%	9.25%	15.12%	54.68%	88.20%	-	71.55%
占比	3.80%	5.17%	5.91%	6.14%	6.19%	11.75%	10.76%	16.11%	13.20%
线下渠道	148.2	156.67	167.78	175.88	200.67	153.95	47.6	37.54	85.14
YOY		5.72%	7.09%	4.83%	14.09%	-23.28%	-27.85%	-	18.98%
占比	96.20%	94.83%	94.09%	93.86%	93.81%	88.25%	89.24%	83.89%	86.80%
合计	154.05	165.21	178.32	187.39	213.92	174.45	53.34	44.75	98.09

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 1.3、线下门店方面: 主品牌直营店占比提升, 线下直营店收入同增 59.3%

**分品牌拆分门店数量:** 截至 2021H1, 公司总门店数 7446 家、较 2020 年初净增 65 家, 其中海澜之家系列门店 5548 家 (+5 家), 直营店净增 85 家, 占比自 2020 年的 8.77% 提升 1.52pct 至 10.3%; 其他品牌门店 1898 家 (+60 家), 直营店净增 2 家。

**表3: 2021H1 门店为 7,446 家 (+65)，海澜之家/其他品牌门店较 2021Q1 分别净增长 5/60 家**

单位: 家	2017	2018	2019	2020	直营占比	净增	2021H1	直营占比	占比提升
门店总数	5792	7545	7254	7381	10.91%	65	7446	11.98%	+1.07pct
海澜之家	4503	5097	5598	5543		5	5548		
直营	31	181	357	486	8.77%	85	571	10.29%	+1.52 pct
加盟及联营	4472	5116	5241	5057		-80	4977		
其他品牌	1289	967	1656	1838		60	1898		
直营	10	78	302	319	17.36%	2	321	16.91%	-0.44 pct
加盟及联营	229	889	1354	1519		58	1577		

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

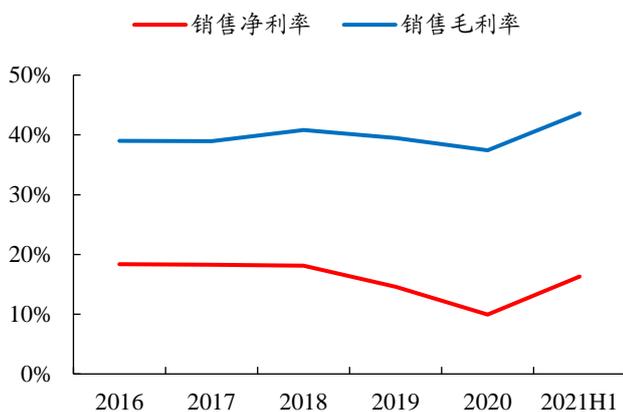
## 2、2020H1 盈利能力持续提升，存货周转大幅提效

### 2.1、盈利能力: 2021Q1、Q2 毛利率与净利率持续提升

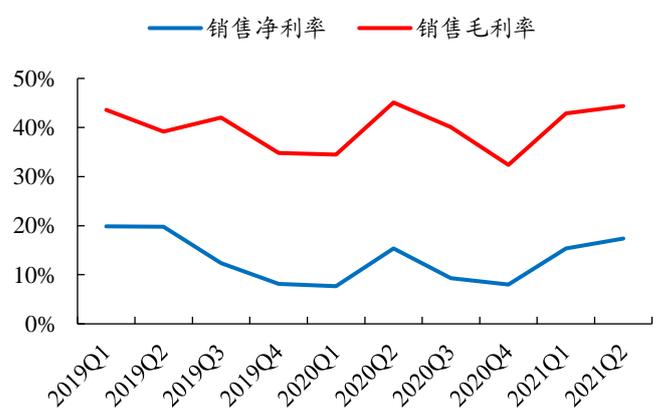
(1) **毛利率:** 2021H1 毛利率为 43.59% (+3.54pct)，较 2019H1 增长 1.92pct，主要系直营占比提升；分季度看，2021Q1-Q2 毛利率分别为 42.91%/44.41%，分别同增+8.43pct/-0.69pct，其中 2021Q2 较 2019Q2 上升 5.25pct。

**分品牌看**，2021H1 海澜之家主品牌毛利率为 43.63%(+4.4pct)，圣凯诺/其他品牌毛利率为 52.77%/345.35%，同比上升 0.5pct/6.1pct。

**分渠道看**，2021H1 线上、线下毛利率为 39.49%、45.46%、同比-4.43pct、+5.01pct，其中线下直营/加盟毛利率为 60.6%/41.65%，同比+4.24pct/+4.11pct。

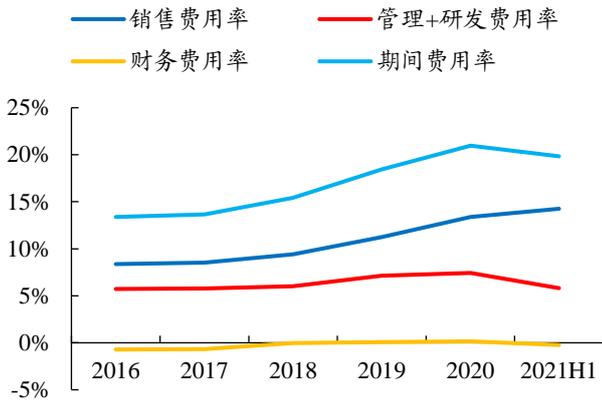
**图3: 2021H1 毛利率同比提升 3.54pct**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

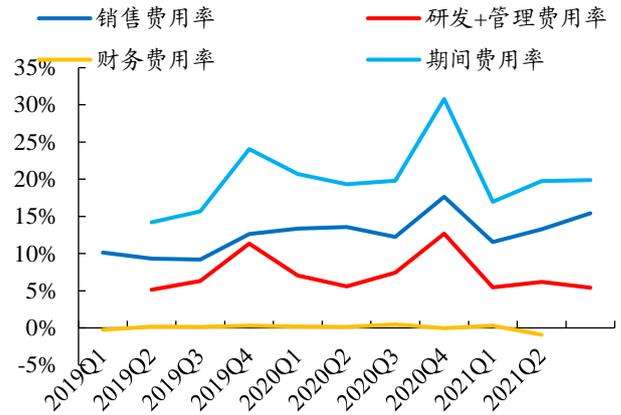
**图4: 2021Q2 毛利率同比基本持平**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) **费用端:** 2021H1 期间费用率为 19.82%(+0.11pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.26%/5.31%/0.51%/-0.25%，分别同比+1.4/-0.96/+0.21/-0.4pct。销售费用率大幅提高主要系公司营销费用提升、直营门店数增加导致线下门店费用及租赁物管费增加。

**图5：2021H1 期间费用率同比基本持平**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图6：2021Q2 期间费用率略有上升**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(3) 净利率：**2021H1 净利率为 16.28% (+4.59pct)，较 2019H1 下降 3.54pct，净利率较 2019H1 下降主要系直营门店增加导致销售费用大幅增加所致。**分季度看**，2021Q1-Q2 净利率分别为 15.33%、17.41%，分别同比+7.66pct、+2.08pct，较 2019 年同期分别下降 4.53pct、2.36pct。

## 2.2、营运能力：存货管理卓有成效，现金流充沛

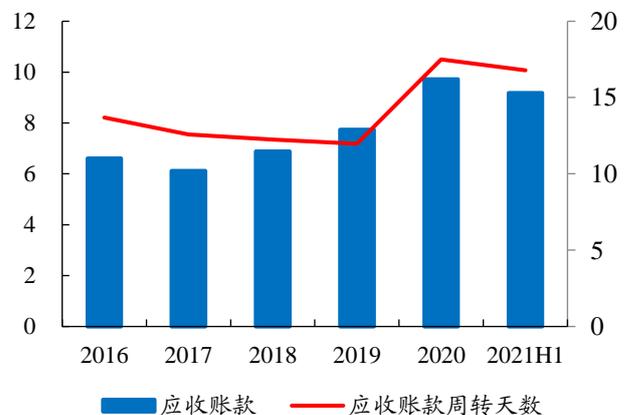
**(1) 存货：**截至 2021H1，公司存货为 72.03 亿元 (-12.34%)；存货周转天数为 230 天，同比缩短 90 天，相较 2019 年同期缩短 33 天，存货周转有所加快主要系通过减少首单订单量（首单占比 70%-80%）、增加补单；增加供应商直发到门店带动存货周转效率提升。

**(2) 应收账款：**截至 2021H1，公司应收账款为 9.18 亿元 (+187.48%)；应收账款周转天数为 17 天，同比缩短 1 天，基本持平。

**(3) 经营性现金流：**截至 2021H1 公司经营活动净现金流为 25.34 亿元 (+187.48%)，持有货币资金 116.95 亿元 (+11.2%)，现金储备充足，净现金 1.5 倍覆盖净利润，现金产出效率高，具有较强抗风险能力。

**图7：公司 2021H1 库存周转天数同比缩短 90 天**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图8：公司 2021H1 应收账款周转天数同比基本持平**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、主品牌重塑向好，新品牌稳健发展，主品牌下半年旺季全面发力

#### 3.1、海澜之家主品牌的产品力和品牌力持续提升

**(1) 产品端：**产品定位高品质、舒适性方向，未来将通过提升品质提升客单价，为消费者提供高品质产品的同时保持最低加价率。功能性产品量比和金额占比超50%，占比提升对产品动销率和品牌美誉度均有大幅提升效用，预计功能性产品未来将占主导地位。在此策略下 2021H1 加大产品研发力度，打造更多极致单品并顺应高品质、高性价比趋势，已有冰爽棉、舒柔棉、三防 T、六维弹力裤、智慧羽绒、全能夹克等优质面辅料，未来将通过加大研发投入、鼓励供应商和布行投入等方式，持续开发优质面辅料并运用至各品类产品中。

#### **(2) 渠道端：**

**线上渠道，**2021 年 7 月公司线上奥莱活动收入突破 3 亿元，创全球小程序交易额第一，且在天猫平台的人群资产价值达到 30 亿，线上发展有较大发展潜力，公司将在原有品牌上的专业化和垂直化方面持续深耕。

**未来线上渠道的战略主要系：**①布局更符合趋势类商品，例如迎合新商务趋势、推出黑科技毛衫、夹克等产品，以提升 18-23 岁的年轻消费人群占比；②推出匹配性产品获取主要消费人群心智，由于未来消费趋势逐渐偏向独立女性及儿童，产品端在打造 IP 款的同时将打造跨性别的男女同款等差异化品类，从而更加精准的捕获具备较高消费能力的女性消费者人群，新品牌也将围绕女性生活方式布局。③用户群：品牌回归本质即用户，未来会将重视电商的会员体量真实有效地进行转化，提高用户价值及用户活跃度。

**线下渠道，**未来将围绕购物中心和商铺核心位置扩店，目前 HLA 与全国性系统与区域性强势系统已有深入合作，快速拓展。

**未来商场拓展主要围绕三类市场进行：**①北上广深及新一线城市，由于购物中心需要考虑目标商品客群匹配度，目前考虑借国潮势头发力中高端市场（华润万象等）；②地级市市场，公司在筛选商场时将进行细致的市场调研，以确保延续良性销售趋势；③现有市场，未来紧跟随全国性大体系下沉并与现有门店进行良性互补，以进一步提高在县域市场的市占率。

**(3) 品牌端：**通过赞助春晚和国足、与周杰伦合作发布新宣传片、打造联名爆款，持续提升国民品牌的影响力，预计随着下半年国足出线、新品推出将推动全年业绩增长。

#### 3.2、多品牌建设：新品牌稳健增长，与主品牌协同发展

**职业装业务：**圣凯诺积极推进智能车间的投建，智能化水平得到全面提升，来将继续夯实创新，继续巩固职业装龙头地位。

**女装业务：**OVV 围绕品牌定位和核心客群，通过女性艺术展、520 节日活动推广、线上直播等方式增进与消费者的互动，未来将进一步通过树立品牌形象、扩展销售网络提升 OVV 品牌力。

**生活家居：**海澜优选在服装方面，不断开发新品提升产品时尚度，并采取多波段、分批次订货的方式完善货品调配机制；在杂货方面，打造差异化货品路线。未来将继续加强研发，持续打造爆款，以全品类的家居生活美学产品深化品牌理念。

**童装板块：**英氏将继续开拓包括母婴垂直平台等新渠道，提升品牌影响力及市场占有率。男生女生产品风格上未来将持续加强创新产品研发。

#### 4、盈利预测与投资建议

公司致力于品牌重塑，主品牌的品牌力不断提升、新品牌孵化顺利。长期看，公司利用平台优势推进“多品牌、多品类、集团化”的战略布局，围绕产品研发/渠道结构/供应链效率，持续强化主品牌品牌力的同时协同孵化新品牌；短期看，随着下半年旺季到来，主品牌围绕产品/渠道/营销发力：产品上，通过夹克、卫衣等主打品类和三防T等具有功能性的极致单品提升产品力；渠道上，开设HLA plus 门店、增加供应商直发占比、深耕线上传统平台的同时加强新渠道合作；营销上，国足出线将持续增加品牌曝光度，预计在产品力的加持下主品牌的品牌力将持续向上。我们上调盈利预测，预测 2021-2023 年公司净利润为 32.0/38.5/45.6 亿元（此前为 30.3/36.7/41.0 亿元），对应 EPS 为 0.7/0.9/1.1 元，当前股价对应 PE 为 10.3/8.6/7.3 倍，继续维持“买入”评级。

#### 5、风险提示

疫情反复影响终端；线上增长不及预期；其他品牌进展不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	20920	20206	31762	30527	38501
现金	10022	10516	18123	18120	19369
应收票据及应收账款	773	972	497	1081	1053
其他应收款	370	617	597	806	765
预付账款	450	333	630	483	763
存货	9044	7416	11565	9686	16200
其他流动资产	260	351	351	351	351
<b>非流动资产</b>	7996	7462	7974	8409	8726
长期投资	1	0	-36	-85	-113
固定资产	4000	3661	4198	4584	4868
无形资产	948	857	902	944	992
其他非流动资产	3047	2944	2909	2966	2980
<b>资产总计</b>	28916	27668	39735	38936	47227
<b>流动负债</b>	12029	10835	17235	14571	20536
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	7720	7032	11031	9750	13525
其他流动负债	4309	3803	6203	4821	7010
<b>非流动负债</b>	3025	2939	2564	2165	1710
长期借款	2373	2490	2115	1717	1261
其他非流动负债	652	449	449	449	449
<b>负债合计</b>	15054	13774	19799	16736	22245
少数股东权益	260	193	141	57	-49
股本	1095	995	4320	4320	4320
资本公积	1452	887	887	887	887
留存收益	10747	11317	13927	17078	20559
<b>归属母公司股东权益</b>	13602	13701	19796	22142	25030
负债和股东权益	28916	27668	39735	38936	47227

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3462	2830	5533	2252	3393
净利润	3168	1718	2973	3582	3994
折旧摊销	581	648	529	435	494
财务费用	18	28	-162	-243	-256
投资损失	-71	-9	-80	-53	-48
营运资金变动	-690	-148	2279	-1464	-787
其他经营现金流	456	595	-6	-5	-4
<b>投资活动现金流</b>	-271	-440	-954	-812	-759
资本支出	632	239	547	484	346
长期投资	504	-234	36	38	29
其他投资现金流	865	-436	-371	-290	-385
<b>筹资活动现金流</b>	-3203	-1676	3027	-1442	-1385
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-406	117	-375	-398	-456
普通股增加	-73	-100	3325	0	0
资本公积增加	-581	-565	0	0	0
其他筹资现金流	-2144	-1128	78	-1044	-929
<b>现金净增加额</b>	-8	704	7606	-2	1249

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	21970	17959	22089	25535	28599
营业成本	13300	11238	13761	15832	17731
营业税金及附加	120	118	143	157	183
营业费用	2467	2403	3236	3703	4147
管理费用	1499	1251	1791	2056	2231
研发费用	68	83	85	109	123
财务费用	18	28	-162	-243	-256
资产减值损失	-422	-569	-562	-729	-772
其他收益	35	38	50	41	43
公允价值变动收益	0	8	8	8	8
投资净收益	71	9	80	53	48
资产处置收益	0	-7	-2	-3	-4
<b>营业利润</b>	4179	2282	3933	4750	5307
营业外收入	55	38	43	45	42
营业外支出	10	20	15	15	17
<b>利润总额</b>	4224	2299	3961	4781	5332
所得税	1057	581	988	1199	1339
<b>净利润</b>	3168	1718	2973	3582	3994
少数股东损益	-43	-67	-52	-84	-106
<b>归母净利润</b>	3211	1785	3025	3665	4100
EBITDA	4662	2796	4137	4735	5313
EPS(元)	0.74	0.41	0.70	0.85	0.95

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.1	-18.3	23.0	15.6	12.0
营业利润(%)	-8.3	-45.4	72.4	20.8	11.7
归属于母公司净利润(%)	-7.1	-44.4	69.5	21.2	11.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.5	37.4	37.7	38.0	38.0
净利率(%)	14.6	9.9	13.7	14.4	14.3
ROE(%)	22.9	12.4	17.9	19.0	18.4
ROIC(%)	18.4	9.6	14.0	15.1	15.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.1	49.8	49.8	43.0	47.1
净负债比率(%)	-50.6	-53.6	-91.9	-82.8	-79.9
流动比率	1.7	1.9	1.8	2.1	1.9
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.4	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7
应收账款周转率	30.1	20.6	30.1	32.4	26.8
应付账款周转率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.41	0.70	0.85	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.66	1.28	0.52	0.79
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.05	3.69	4.23	4.90
<b>估值比率</b>					
P/E	9.6	17.2	10.2	8.4	7.5
P/B	2.4	2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	5.1	8.3	3.7	3.2	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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