

## 华利集团 (300979.SZ) 越南疫情和新疆棉事件不改长期逻辑, 看好市场份额提升

2021年09月16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	2021/9/15
当前股价(元)	83.18
一年最高最低(元)	117.50/76.00
总市值(亿元)	970.71
流通市值(亿元)	65.47
总股本(亿股)	11.67
流通股本(亿股)	0.79
近3个月换手率(%)	177.81

● **越南疫情/新疆棉事件不改长期逻辑, 看好市场份额提升, 维持“买入”评级**  
新疆棉和海外疫情不改公司长期核心竞争力, 从需求端看, 国际品牌全球范围增速依然可观, 从竞争格局看, 公司受疫情影响较小, 有望通过积极扩产能抢占市场份额。考虑原材料上涨的影响程度小且扩产能进展顺利, 我们维持盈利预测, 预计2021-2023年净利润25.9/33.0/40.0亿元, 对应EPS为2.22/2.83/3.40元, 当前股价对应PE分别为37.5/29.4/24.5倍, 维持“买入”评级。

● **越南疫情加剧全球供应链资源紧缺, 疫情对公司产能影响有限**

2021年7月越南爆发新一轮疫情, 单日最高确诊达1.2万例, 南越胡志明市及周边地区疫情严重, 公司工厂所处地疫情平稳, 且所有工厂保持正常运作主要原因包括: 客观上, 产能集中在越南北部和中部, 远离本轮疫情爆发重灾区; 主观上, 公司高度重视安全生产和防疫工作, 通过捐赠分配到较多疫苗, 已有工厂实现100%的第一针接种, 同时准备应急预案、召开防疫周会议降低不可控因素。

● **新疆棉事件后国际品牌全球范围仍增长, 看好公司扩产能下市场份额提升**

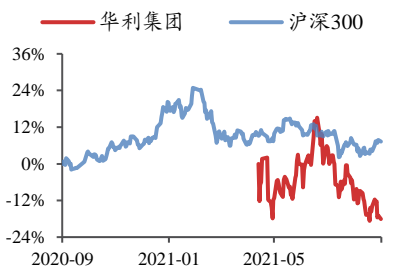
需求端: 国际品牌在消费需求复苏的带动下全球范围收入增速仍有大幅提升, 且公司工厂主要供给国际品牌的欧美市场, 受新疆棉事件影响较小; 国内品牌有拓展国际市场需求, 与公司共探出海合作方式。在需求旺盛下公司优化客户并开发新客户 Onrunning/亚瑟士/NB 实现毛利率提升, 新客户与公司迅速建立深度链接, 订单有望放量。竞争格局: 全球产能供不应求, 除公司外具有扩产实力的裕元/丰泰受疫情影响严重, 产能恢复需要时间, 而体量小的制造商不具备大规模扩张的实力, 公司受疫情影响较小, 处于扩产能的好时机, 有望抢占市场份额。

● **2021Q3 淡季不淡, 疫情之下公司仍能稳步拓展产能, 突破产能瓶颈**

公司通过开设新工厂、实行两班制、扩建原有工厂这三种方式进行产能释放, 满足原有客户及新开发客户对于产能的迫切需求。我们预计公司扩产能进展顺利, 2022年和2023年公司总产能均保持20%+的同比增长。

● **风险提示:** 海外疫情恶化; 国际贸易摩擦; 劳动力成本上升。

### 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-2021H1 收入利润高增, 产能释放助力未来业绩增长》-2021.8.22

《公司信息更新报告-2021H1 业绩表现亮眼, 终端需求复苏推动订单增长》-2021.7.29

《公司首次覆盖报告-运动鞋代工龙头, A股“申洲国际”未来可期》-2021.5.5

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,166	13,931	17,651	21,537	25,912
YOY(%)	22.4	-8.1	26.7	22.0	20.3
归母净利润(百万元)	1,821	1,879	2,585	3,299	3,963
YOY(%)	18.9	3.2	37.6	27.6	20.1
毛利率(%)	23.5	24.8	25.8	26.3	27.5
净利率(%)	12.0	13.5	14.6	15.3	15.3
ROE(%)	43.7	32.7	31.0	28.4	25.4
EPS(摊薄/元)	1.56	1.61	2.22	2.83	3.40
P/E(倍)	53.3	51.7	37.5	29.4	24.5
P/B(倍)	23.3	16.9	11.7	8.3	6.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

核心推荐逻辑 .....	3
1、 越南疫情加剧全球供应链资源紧缺，对产能影响有限 .....	3
1.1、 华利工厂地理位置远离本轮疫情爆发重灾区 .....	3
1.2、 华利工厂加速疫苗接种进度，重视员工的防疫教育 .....	5
2、 新疆棉事件后国际品牌全球范围仍增长，看好公司扩产能下市场份额提升 .....	5
2.1、 需求端：国际品牌全球仍有增长，国内品牌加速探索国际市场 .....	5
2.2、 竞争格局：供应链产能将持续紧张，集团处于扩产能的较好时机 .....	7
3、 2021Q3 淡季不淡，疫情之下公司仍能稳步拓展产能，突破产能瓶颈 .....	8
4、 原材料涨价对成本端影响程度较小 .....	9
5、 盈利预测与投资建议 .....	9
6、 风险提示 .....	9
附：财务预测摘要 .....	10

## 图表目录

图 1： 越南新冠肺炎单日确诊（7日平均，单位：例）自 2021 年 7 月以来大幅上升 .....	4
图 2： 华利集团的工厂主要位于越南北部 .....	4
图 3： Nike 大中华区增速受新疆棉影响，但其他区域增速均大幅提升带动整体增长 .....	5
图 4： 2021Q2 PUMA 全球范围增速为 108.6% .....	6
图 5： 2021Q2 UA 全球范围增速为 85.41% .....	6
图 6： 2020H1 公司优化客户结构前第二大客户为 VF .....	6
图 7： 2021H1 公司优化客户结构后占比有所调整 .....	6
图 8： 受疫情影响，裕元集团 7 月以来收入增速为负且下降幅度扩大 .....	7
图 9： 公司产能扩张稳步进行 .....	8
表 1： 丰泰/裕元集团受印度、越南疫情影响严重，工厂停工期间持续延长 .....	7

## 核心推荐逻辑

自 2021 年 3 月以来，新疆棉、原材料涨价、海运费上涨、越南疫情扩散等事件造成了市场对公司订单和产能的担心：（1）越南作为主要产能地，此番疫情加剧了全球供应链产能资源的紧缺，越南疫情对公司产能影响几何？（2）耐克等国际品牌在国内受新疆棉事件影响对公司订单影响几何？（3）公司如何在疫情下稳步扩产，突破产能瓶颈？（4）原材料涨价对公司成本端影响几何？

我们认为：

（1）受益于工厂地理位置远离越南疫情爆发重灾区且重视安全生产和防疫工作，公司工厂所处地方疫情平稳，且所有产能正常运作，受疫情影响较小；

（2）受益于国内外需求旺盛及目前竞争格局利好，公司拥有积极扩产能的较好时机，之前已通过优化客户结构及新增客户提升了毛利率，看好未来抢占市场份额后业绩进一步增长；

（3）公司通过开设新工厂、实行两班制、扩建原有工厂 3 种方式进行产能释放，满足原有客户及新开发客户对于产能的迫切需求，目前扩产能进展顺利，预计 2022 年和 2023 年公司总产能均保持 20%+的同比增长。

（4）公司采用成本加成的行业定价规则，通过梳理原材料价格确认流程可见原材料价格上涨对公司成本影响较小。

## 1、越南疫情加剧全球供应链资源紧缺，对产能影响有限

### 1.1、华利工厂地理位置远离本轮疫情爆发重灾区

公司工厂所处地方疫情平稳，且所有工厂一直保持正常运作。自 2021 年 7 月以来，越南每日新确诊病例快速增加，9 月以来单日确诊人数维持在 12000 人以上，实际确诊人数大于统计数字。本轮越南疫情的重灾区主要集中在越南南部胡志明市及周边地区，公司的工厂位于越南中部和北部，远离越南南部重灾区，生产有序进行。同为鞋代工巨头的宝成和丰泰的工厂则位于南部的工业区，旗下不少工厂已经停产。宝成集团旗下裕元工业集团在海外最大的宝元鞋厂，员工人数为 5.6 万人，于 2021 年 7 月 14 日起停工，原定 7 月底复工，但由于越南南部疫情迟迟未控制住，复工时间一再推迟，目前宝成集团和丰泰集团的最新公告为停产延期至 9 月 15 日。

图1: 越南新冠肺炎单日确诊 (7日平均, 单位: 例) 自 2021 年 7 月以来大幅上升

Daily new confirmed COVID-19 cases

Shown is the rolling 7-day average. The number of confirmed cases is lower than the number of actual cases; the main reason for that is limited testing.



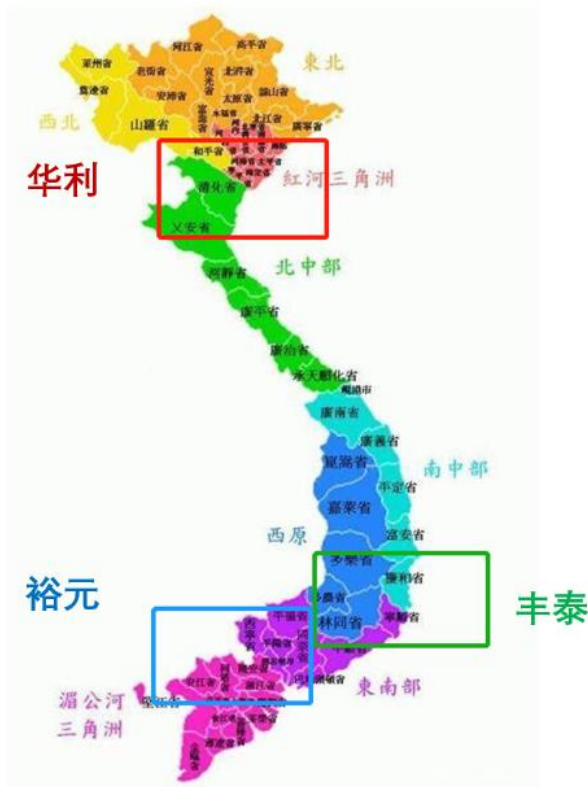
Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

CC BY

资料来源: 约翰霍普金斯大学

华利集团工厂一般建在郊外, 虽然建厂初期的铺路和铺设电线的成本会更高, 但因为远离其他工业园区使得华利工厂员工的离职率较低, 员工稳定性更高, 且在本次疫情中减少了和其他工厂员工交叉传染的机会。

图2: 华利集团的工厂主要位于越南北部



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、华利工厂加速疫苗接种进度，重视员工的防疫教育

(1) 华利集团的工厂位于越南北部，越南北部的疫情防控政策方面主要向中国大陆学习，控制人员流动的同时也在加快员工的疫苗接种。公司在疫情期间对当地政府提供一些援助，所以在政府分配疫苗的时候也会优先分给公司的工厂。中国也捐赠了一批疫苗给越南政府，公司的部分工厂也分配到了中国疫苗。

目前华利集团正在加快对旗下工厂的员工进行疫苗接种，不同工厂之间接种情况不一样，目前其中一个工厂已经率先实现了 100% 的第一针接种，预计到 2021 年 9 月底，华利集团越南工厂 50% 的员工会接种第一针疫苗。到了适合接种第二针疫苗的时候，当地政府会派医护人员来给工厂员工接种第二针疫苗。

(2) 除了重视疫苗接种，公司还非常重视员工的安全生产以及防疫工作方面的教育，并且对于可能发生的紧急情况也准备了相应的预案来做好准备。公司每周都会召开防疫会议，通过公司干部带头对防范疫情进行有力宣传和执行，让员工明白防范疫情这件事情非常重要。公司干部中有一些过去系统学习公共卫生以及医疗体系知识的员工，给公司工厂在安全生产方面提出了许多宝贵意见，尽可能将不可控因素出现的可能性降到最低。

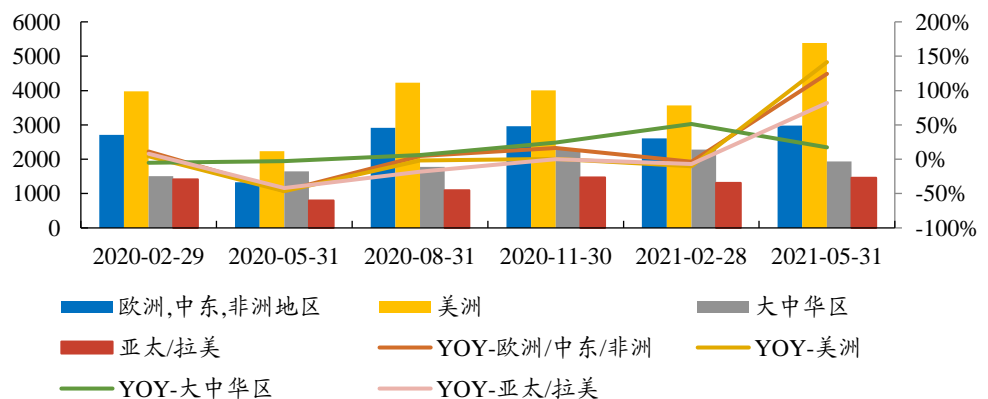
## 2、新疆棉事件后国际品牌全球范围仍增长，看好公司扩产能下市场份额提升

### 2.1、需求端：国际品牌全球仍有增长，国内品牌加速探索国际市场

从单季度的整体收入增速看，各国际品牌大中华区受新疆棉事件影响较大，但在全球消费需求复苏的带动下，整体收入增速仍有大幅提升。2021 年 3-5 月 Nike 大中华区收入增速大幅下滑 34pct 至 17.4%，整体收入增速提升 93pct 至 93.5%。公司工厂主要供给国际品牌的欧美市场，国内市场由国内产能供给，因此受新疆棉事件的影响较小。

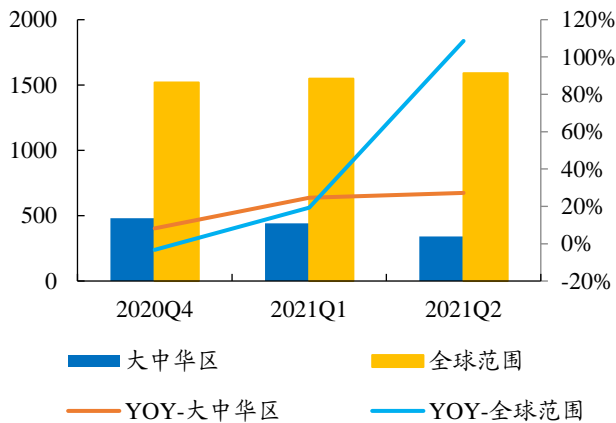
分品类看，核心品牌客户鞋类增长较快。据各品牌 2021 年第一季度季报，Nike、Deckers、Puma、UA 鞋类销售额分别同比增加 89.2%、50%、19.3%、48%，其中 PUMA 和 UA 在 2021Q2 增速分别为 108.6%、85.4%。

图3: Nike 大中华区增速受新疆棉影响，但其他区域增速均大幅提升带动整体增长

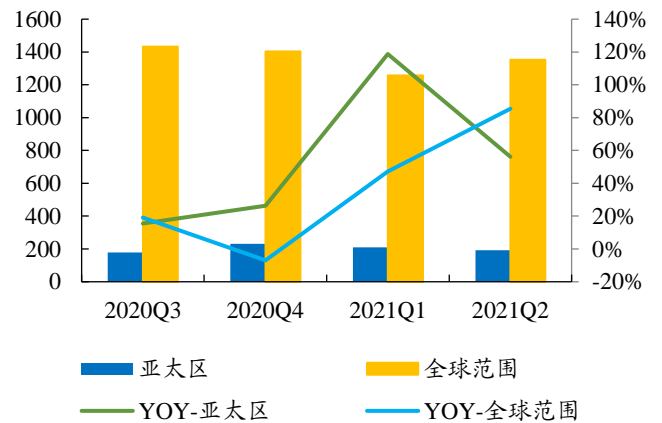


数据来源：Nike 公司公告、开源证券研究所



**图4: 2021Q2 PUMA 全球范围增速为 108.6%**


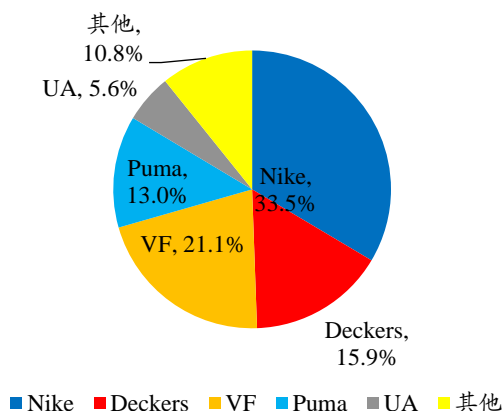
数据来源: PUMA 公司公告、开源证券研究所

**图5: 2021Q2 UA 全球范围增速为 85.41%**


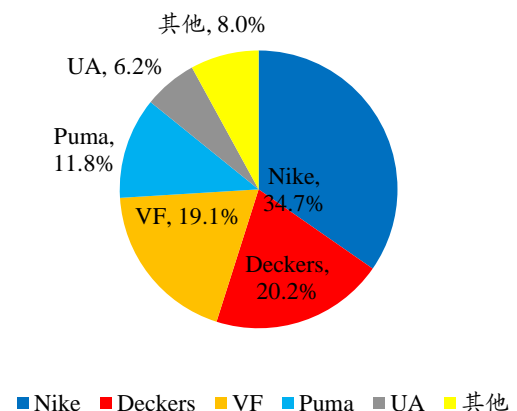
数据来源: UA 公司公告、开源证券研究所

公司优化现有客户结构并开发新客户 ONRUNNING、亚瑟士、New balance, 实现毛利率提升。2021H1 毛利率提升 5.9pct 至 28.6%，一方面来自产品和客户结构优化，另一方面来自自动化率和精细化生产带来的生产提效。订单需求旺盛背景下公司拥有较高话语权，通过考虑各客户发展阶段不断优化客户结构，减少处在收缩阶段的客户产能甚至退出，并引入有增长潜力的新客户。2021H1 公司基本完成客户结构优化，CR5 客户占比有所调整，哥伦比亚将逐渐淡出客户体系并释放产能，新客户 ONRUNNING 与亚瑟士 2021Q2 已经确认收入，New Balance 订单仍在生产中。

合作试水后迅速建立深度链接，新客户订单有望放量。ONRUNNING 更换之前的供应商主要系产品鞋面无缝、鞋底凹凸不平的两个特点需要底、配方、模具配合，技术难度较高，而公司不仅自有模具厂、内部的化工团队可以提供配方且无缝技术熟练（自研机器获专利），凭借“强研发+高人效+快交付”的核心优势迅速与 ONRUNNING 建立深度链接，预计未来 ONRUNNING 订单将有较快增长，且 ONRUNNING 产品单价较高，未来获利率也将有所改善。

**图6: 2020H1 公司优化客户结构前第二大客户为 VF**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图7: 2021H1 公司优化客户结构后占比有所调整**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、国内品牌有拓展国际市场的需求，与公司共探出海合作方式

公司 2015 年关闭国内所有工厂之前，与国内龙头运动品牌进行过合作。目前国内品牌有积极的合作意向，随着品牌力提升，安踏、李宁等国内品牌探索国际市场的

进程加速，公司与知名国际品牌长期合作积累的海外供应链经验可以赋能国内品牌商出海，但由于公司产能短期内供不应求，目前与国内品牌仍处在交流阶段，预计产能拓展后将与国内品牌重新合作。

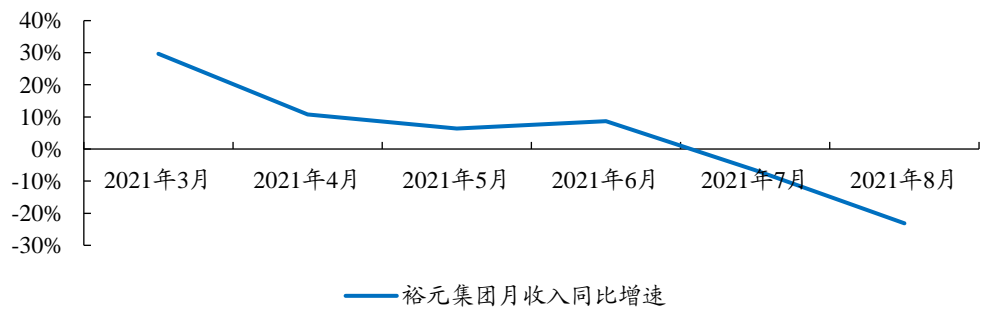
## 2.2、竞争格局：供应链产能将持续紧张，集团处于扩产能的较好时机

越南、印尼产能是国际运动品牌的主要产能地。2021FY，越南、印尼和中国的工厂分别生产了耐克品牌鞋类总量的 51%、24%和 21%，我们认为由于海外疫情不稳定的因素，未来 2-3 年供应链产能紧张状态会持续存在。

全球产能供不应求，公司处于扩产能的较好时机，未来有望抢占市场份额。

除公司外，具有扩产能实力的裕元集团、丰泰集团受疫情影响严重，丰泰集团自 7 月 21 日开始多次发布停工公告，越南区 dv、dp、do、dvm、to、ds 工厂停工期间持续后延；裕元集团 9 月 3 日发布公告，由于越南鞋履出货量占比 45%，疫情将大幅影响 2021Q3 收入，同时从裕元集团披露的单月收入看，7-8 月收入增速由正转负且下降趋势扩大，增速分别为 -6.59%、-23.14%，因此产能恢复仍需一段时间，扩张速度将趋缓，而体量较小的制造商不具备大规模扩张产能的实力。

图8：受疫情影响，裕元集团 7 月以来收入增速为负且下降幅度扩大



数据来源：裕元集团公告、开源证券研究所

表1：丰泰/裕元集团受印度、越南疫情影响严重，工厂停工期间持续延长

公司	公告	时间	
丰泰	因印度疫情严峻，印度区工厂自 5/12 至 5/23 暂停营运	0512	
	印度区工厂配合当地政府防控，停工至 5/30	0602	
	越南区因部分厂内宿舍或交通车无法满足当地政府防疫要求，dv、dp、do、dvm 工厂暂停营运至 8/1	0721	
	越南区 ds 工厂因厂内发现疑似确诊病例，ds 厂自 7/22 至 7/28 暂停营运	0721	
	越南区 to 因厂内宿舍或交通车尚无法满足当地政府严格防疫要求，to 厂暂停营运期间延长至 8/1	0723	
	越南区 ds 厂暂停营运期间延长至 8/1	0726	
	越南 dv、dp、do、dvm、ds 厂暂停营运期间延长至 8/29 日；to 厂暂停营运期间延长至 8/25 日	0813	
	本集团越南区 to 工厂暂停营运期间延长至 9/8	0826	
	dv、dp、do、dvm、ds 厂暂停营运期间延长至 9/5	0827	
	dv、dp、do、dvm、ds 厂暂停营运期间延长至 9/15	0902	
	越南区 to 工厂暂停营运期间延长至 9/15	0908	
	裕元	越南作为公司主要生产据点之一，2021H1 越南鞋履总出货量约 45%，三季度营收将大受影响	0903

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

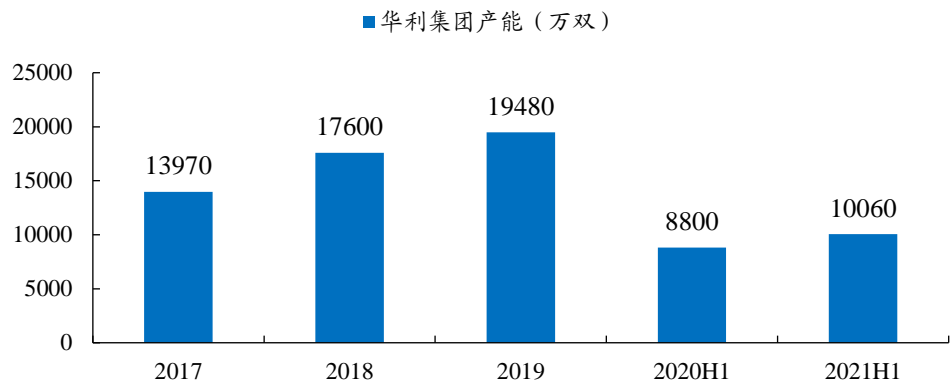
### 3、2021Q3 淡季不淡，疫情之下公司仍能稳步拓展产能，突破产能瓶颈

由于 2021 年许多制鞋产能受疫情影响，且不少客户希望公司商品生产后较往年提前出货，所以公司淡季不淡，订单在 2021Q3 依然是满产。

从客户的报表收入端反映出鞋行业依然保持较快增长，但由于鞋代工行业产能扩张速度较鞋销售增长速度更慢，且除了华利以外的另外几家鞋代工龙头均收到疫情影响，未来 2-3 年整个行业产能紧张的情况会继续存在。目前在鞋代工行业有宝成集团、丰泰集团和华利集团三家企业年产能过亿双，但只有华利能短期内较快扩充产能，宝成集团和丰泰集团由于受越南南部疫情影响较大，产能恢复仍需时间。

未来公司收入增长的预期主要来自于产能扩充的进度，公司将从三个方面进行产能的扩充：（1）按原计划继续开新工厂；（2）实现两班制；（3）扩张现有的工厂。

图9：公司产能扩张稳步进行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**新工厂的开设按照计划顺利进行。**2021H1 公司在越南新开威霖、永山和弘欣这 3 家工厂，目前产能爬坡顺利。印度尼西亚和缅甸在建工厂按计划进展顺利，预计 2022 年下半年和 2023 年印尼和缅甸工厂逐渐起量。

**公司目前实行两班制**，在合规的情况下尽最大可能使用加班工时，尽可能满足对客户的承诺。

目前公司工厂所处的清化省严格管控人员进出，其他地区的人员一般不允许进省，如果是货车进出，从高风险地区来的司机需要 48 小时的核酸证明，中风险地区的司机则需要 72 小时核酸证明，并且司机都需要 3 天检测一次。在清化省严格管控人员进出以后，公司工厂在清化当地的招工非常顺利，招工率提升的同时离职率也大幅度降低。

**公司对原有的越南工厂进行扩张和提效增加产能**，制鞋包括针车、裁断、成型三大工序，其中成型过程十分关键，公司增设成型线以相应提高产出。

通过以上三种措施，我们预计 2022 年、2023 年公司总产能保持同比 20%+ 增速。



#### 4、原材料涨价对成本端影响程度较小

(1) 按成本加成报价，由客户锁定价格。对于公司所需的一般材料的采购，由品牌客户指定供应商并锁定采购原料价格，公司只需在供应商目录里进行下单；对于橡胶材料的采购则由公司根据客户指定的质量标准进行自主采购，通常备有 3~6 个月存货，并以囤货价格和市场价的中间价进行报价。

(2) 按季报价，提前确定原材料用量。报价一般分为春假和秋冬两个大季 (Nike 分为 4 个季)，公司会在开发的第二个阶段确定价格，此时开发款型和原材料用量基本确定。

(3) 报价明确后客户下正式订单，供应商涨价需先与客户商谈。公司采取成本加成的报价模式，原材料价格上涨时，上游供应商涨价需先与下游品牌客户进行沟通，最终品牌客户完全承担或要求公司共担小部分价格压力，整体来看原材料涨价因素对公司影响程度不大。

#### 5、盈利预测与投资建议

海外疫情不改公司长期核心竞争力，从需求端看，国际品牌全球范围增速依然可观，从竞争格局看，公司受疫情影响较小，有望通过积极扩产能抢占市场份额。考虑原材料上涨的影响程度小且扩产能进展顺利，我们维持盈利预测，预计 2021-2023 年净利润 25.9/33.0/40.0 亿元，对应 EPS 为 2.22/2.83/3.40 元，当前股价对应 PE 分别为 37.5/29.4/24.5 倍，维持“买入”评级。

#### 6、风险提示

海外疫情恶化；国际贸易摩擦；劳动力成本上升。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6266	6510	12151	12584	19985	<b>营业收入</b>	15166	13931	17651	21537	25912
现金	1299	2438	5966	6019	11221	营业成本	11605	10474	13091	15866	18787
应收票据及应收账款	2231	1770	2887	2930	4153	营业税金及附加	3	3	4	5	6
其他应收款	32	44	91	41	122	营业费用	229	196	353	409	466
预付账款	114	80	196	125	258	管理费用	686	592	794	969	1166
存货	2283	2088	2801	3267	4064	研发费用	295	209	353	431	907
其他流动资产	307	90	210	202	167	财务费用	117	61	24	-19	-76
<b>非流动资产</b>	3347	3229	3507	3811	4099	资产减值损失	-103	-104	-132	-161	-193
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	2	8	3	3	4
固定资产	2600	2508	2875	3173	3453	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	182	200	199	196	192	投资净收益	75	2	2	2	2
其他非流动资产	565	520	432	441	454	资产处置收益	-3	-1	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	9613	9738	15657	16394	24084	<b>营业利润</b>	2197	2305	3167	4041	4855
<b>流动负债</b>	5435	3977	7203	4638	8363	营业外收入	2	7	4	4	5
短期借款	1552	1496	1080	1376	1317	营业外支出	4	14	7	8	10
应付票据及应付账款	1505	1317	2065	2036	2886	<b>利润总额</b>	2195	2299	3163	4037	4850
其他流动负债	2379	1163	4059	1226	4160	所得税	374	420	578	738	887
<b>非流动负债</b>	10	20	10	13	15	<b>净利润</b>	1821	1879	2585	3299	3963
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	20	10	13	15	<b>归母净利润</b>	1821	1879	2585	3299	3963
<b>负债合计</b>	5445	3997	7214	4652	8378	EBITDA	2713	2825	3611	4440	5292
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.56	1.61	2.22	2.83	3.40
股本	1050	1050	1167	1167	1167						
资本公积	2158	2158	2158	2158	2158	<b>主要财务比率</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
留存收益	1354	3233	5818	9117	13080	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	4168	5741	8444	11743	15706	营业收入(%)	22.4	-8.1	26.7	22.0	20.3
负债和股东权益	9613	9738	15657	16394	24084	营业利润(%)	17.2	5.0	37.4	27.6	20.1
						归属于母公司净利润(%)	18.9	3.2	37.6	27.6	20.1
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	23.5	24.8	25.8	26.3	27.5
						净利率(%)	12.0	13.5	14.6	15.3	15.3
						ROE(%)	43.7	32.7	31.0	28.4	25.4
						ROIC(%)	32.6	26.2	27.1	24.7	22.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	56.6	41.0	46.1	28.4	34.8
						净负债比率(%)	6.1	-16.4	-58.7	-39.9	-63.5
						流动比率	1.2	1.6	1.7	2.7	2.4
						速动比率	0.7	1.1	1.2	1.9	1.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.8	1.4	1.4	1.3	1.3
						应收账款周转率	7.7	7.0	7.6	7.4	7.3
						应付账款周转率	8.0	7.4	7.7	7.7	7.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.56	1.61	2.22	2.83	3.40
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	2.55	3.99	0.48	5.20
						每股净资产(最新摊薄)	3.57	4.92	7.13	9.96	13.36
						<b>估值比率</b>					
						P/E	55.0	53.3	38.7	30.3	25.3
						P/B	24.0	17.4	12.0	8.6	6.4
						EV/EBITDA	39.2	37.3	28.1	22.9	18.2

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2288	2978	4660	561	6072
净利润	1821	1879	2585	3299	3963
折旧摊销	463	509	496	508	619
财务费用	117	61	24	-19	-76
投资损失	-75	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-165	414	1564	-3230	1565
其他经营现金流	128	118	-7	6	2
<b>投资活动现金流</b>	-1368	-836	-807	-823	-887
资本支出	1329	622	290	298	288
长期投资	-88	-227	0	0	0
其他投资现金流	-127	-441	-518	-525	-599
<b>筹资活动现金流</b>	-340	-1213	-324	315	17
短期借款	1359	-55	-416	296	-59
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	944	0	117	0	0
资本公积增加	-17	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2627	-1157	-24	19	76
<b>现金净增加额</b>	608	829	3529	53	5202

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R4（中高风险），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的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	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	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	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