

歌力思 (603808)

多品牌多点发力，22Q1 疫情影响净利承压 增持 (首次)

2022 年 05 月 07 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,363	2,633	2,997	3,405
同比	20%	11%	14%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	304	316	414	485
同比	-32%	4%	31%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.82	0.86	1.12	1.31
P/E (现价&最新股本摊薄)	11.73	11.27	8.61	7.36

投资要点

■ **多品牌高端时装集团，21 年呈现复苏、22Q1 疫情影响净利承压。**公司专注高端时装品牌，旗下拥有 ELLASSAY、Laurèl、Ed Hardy、IRO Paris、Self-portrait 五个品牌，21 年收入分别占比 43%/10%/13%/25%/7%。20 年受到疫情影响，营收同比-24.91%、归母净利同比+24.8% (出售百秋一次性收益贡献较大)；21 年业绩呈现明显复苏，营收 yoy+20.4%/较 19 年-9.6% (如 19 年剔除百秋，则实现小幅增长)、归母净利 yoy-31.7% (剔除百秋影响+56%) /较 19 年-14.7%；22Q1 疫情影响下收入端仍维持较好增长、净利端承压，分别同比+17.2%/-49.7%，净利下滑幅度较大主因毛利率同比-7.17pct、费用率同比+5.75pct。

■ **全品牌收入增长、22Q1 线上占比提升、直营增长较快。**1) 分品牌看，实现全品牌收入增长，其中主品牌相对稳健、Laurèl 突破式增长、Ed Hardy 经历调整后抖音拉动增速提升、IRO22Q1 受益于海外市场恢复增速提升、Self-portrait 现象级爆发式增长。21 年 ELLASSAY/Laurèl/Ed Hardy/IRO Paris/self-portrait 收入分别同比+7.8%/64.9%/43.1%/9%/433%，22Q1 分别同比+1.6%/+17.1%/+21.2%/28.6%/92.1%。2) 分渠道看，21 年线下表现较好，22Q1 线上高增、占比提升。21 年线上/线下收入同比+9.2%/+25.0%、占比 12%/87%，22Q1 同比+113.9%/8.9%、线上占比+8pct 至 14%。3) 分经营模式看，直营保持净开店、增长较快。21 年直营/加盟收入占比 76%/22%，截至 22Q1 门店 543 家 (直营 384+加盟 159)。21 年/22Q1 直营保持较快增长、收入分别同比+28.9%/+21.8%，主要受益于直营保持净开店、21 年/22Q1 分别净开店 68/4 家。加盟仍处净关店、收入端表现较弱，21 年/22Q1 收入分别同比+6%/-28.6%、分别净关店 68/11 家。

■ **多品牌矩阵多点开花，中长期增长可期。**主品牌歌力思发展稳健，上市以来陆续收购的多个国际轻奢品牌亦取得较好发展、多品牌生态日趋完善，21 年、22Q1 收入端均呈现多点发力态势。中长期看，1) 主品牌：门店数、店效均有提升空间，延伸子品牌实现渠道下沉。截至 21 年末主品牌 276 家门店，计划 5 年内增开 100-200 家门店、加强管理提升店效、同时延伸开拓 Weekend 子品牌实现渠道下沉、中长期有望开店 600-700 家。2) Laurèl：风格接近主品牌，普适性较高、开店空间较大。风格与主品牌相近、受众群体相对普遍，持续拓展一、二线城市核心商圈渠道，21 年末 68 家门店、公司预计 4-5 年内增至 150-200 家。3) Self-Portrait：海外网红设计师品牌，风格独特，线上优势突出。具备良好的互联网营销基础，目前已成为公司天猫平台销售额最大品牌，截至 21 年末门店 20 家，中长期看由于品牌风格独特、受众群体相对较小、公司预计开店空间约 100 家。4) IRO：风格、开店空间介于 Laurèl 与 Self-Portrait 之间 (即国内 100-200 家左右)。门店分布于全球多个国家，截至 21 年末全球共 80 家门店、其中国内 30+家。5) Ed Hardy：潮牌定位经历调整，线上抖音平台带来转机。Ed Hardy 定位潮牌，19-20 年收入下滑较多，21 年受益抖音平台拉动、恢复增长，公司预计未来品牌线下渠道底部震荡，但线上渠道已现转机、有望贡献增长。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为国内为数不多通过国际并购实现多品牌战略的实践者，上市后陆续并购多个国际轻奢品牌，经过多年培育、品牌矩阵日趋成熟。21 年以来各品牌多点发力、实现全品牌收入增长，22Q1 虽受疫情影响业绩波动，但我们看好多品牌发展逐渐成熟后、差异化品牌矩阵有望助推公司在经济波动中维持相对稳健增长。我们看好公司长期发展以及携手腾讯推进数字化强化精细化运营，但短期疫情对业绩端造成一定影响，预计 2022-2024 年归母净利润分别同比+4.1%/+30.9%/+17.0%，EPS 分别为 0.86/1.12/1.31 元/股，对应 PE 分别为 11X/9X/7X，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**疫情恶化、经济疲软、品牌投放效果不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.66
一年最低/最高价	9.66/17.09
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	3,565.44
总市值(百万元)	3,565.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.86
资产负债率(% ,LF)	32.21
总股本(百万股)	369.09
流通 A 股(百万股)	369.09

1. 多品牌高级时装集团，21 年呈现复苏、22Q1 疫情影响承压

上市后开启多品牌战略，通过并购打造多品牌高级时装集团。公司主品牌 ELLASSAY 于 1996 年创立、定位高端女装，2015 年上市之后公司开启多品牌战略，陆续收购多个国际轻奢品牌打造多品牌高级时装集团、包括 Laurèl（15 年收购，德国高端女装）、Ed Hardy（16 年收购，美国轻奢潮流品牌）、IRO Paris（16 年收购，法国设计师品牌）、self-portrait（19 年开始合资经营，英国时尚品牌），5 个品牌 21 年收入占比分别为 43%/10%/13%/25%/7%。同时公司在 2016 年收购电商代运营商百秋网络 75% 股权，并于 20 年 2 月出售部分股权（出售后持股比例 27.75%），出售后不再纳入合并范围。

疫情前业绩稳健增长，20 年疫情影响较大。2011-14 年主品牌歌力思稳健增长，营收/归母净利 CAGR 分别为 14.2%/12.5%，15 年开始陆续并购多个国际轻奢品牌，受益于收购并表，15-19 年营收/归母净利增长提速、CAGR 分别达 33%/22%。20 年受到疫情影响，营收 19.62 亿元/yoy-24.9%、归母净利 4.45 亿元/yoy+24.8%（因出售百秋电商形成一次性收益 2.98 亿元（税前）），剔除百秋影响归母净利同比-45.3%，下滑较多主因费用率同比+3.5pct。

2021 年公司业绩明显复苏。受益于全品牌多点发力，21 年营收 23.63 亿元/yoy+20.4%/较 19 年-9.6%，19 年收入包含百秋，如剔除百秋、则相较 19 年实现小幅增长；归母净利 3.04 亿元/yoy-31.7%/较 19 年-14.7%，剔除百秋电商影响后归母净利同比+56%/较 19 年-14.7%、同比增幅高于营收主因 20 年费用率上升导致净利基数较低。

22Q1 收入维持双位数增长，净利受疫情影响承压。22Q1 营收/归母净利/扣非归母净利分别同比+17.2%/-49.7%/-45%。疫情之下收入端仍实现双位数增长，主因公司为配合 21 年股票期权激励计划业绩目标加大各品牌投放，同时 3 月疫情以来公司快速反应积极通过社群进行推广销售、各线上平台销售快速增长，全品牌收入均实现增长；净利端承压主要来自以下几方面因素影响：1）公司直营门店在深圳、上海地区占比较高，深圳是公司在全国直营布点最多的城市，Q1 深圳、上海受疫情影响线下关店，而租金、员工薪酬等费用具有刚性，拖累业绩；2）21 年公司净增 68 家直营门店，22Q1 相关门店费用随之提升；3）年初为配合 5 年股权激励规划进行积极投放，导致费用增加；4）百秋 Q1 加大了股份支付费用摊提导致利润贡献减少较多（投资收益减少 82%）；5）毛利率较低的线上占比提升、采购成本增加导致 22Q1 毛利率同比-7.17pct。

2. 直营模式发力，全品牌实现收入增长

分品牌看，21 年、22Q1 全品牌均实现收入增长。ELLASSAY/Laurèl/Ed Hardy/IRO Paris/self-portrait 21 年收入分别同比+7.8%/64.9%/43.1%/9%/433%、22Q1 分别同比+1.6%/17.1%/21.2%/28.6%/92.1%。

其中：1）ELLASSAY：21 年、22Q1 收入表现相对平淡，21 年主要因疫情影响下分销模式延续净关店（21 年净关店 13 家，其中直营+19 家/yoy+12%、分销-32 家/yoy-24%），22Q1 主品牌净开店 2 家（直营+3 家、加盟-1 家），但由于深圳、上海疫情影响线下销售导致整体收入增长低个位数。2）Laurèl：在 20 年突破式增长基础上保持快速增长，21 年收入增长较快来自门店扩张（21 年净增 17 家、yoy+33%）叠加店效提升（yoy+24%）共同贡献；22Q1 净增 1 家门店。3）Ed Hardy：在港澳地区收入持续受疫情

影响、线下承压的情况下，积极发展以抖音为主的电商平台，21 年抖音平台潮牌男装名列前茅、线上收入同比+581%，拉动品牌收入同比增长 43.1%；22Q1 延续较快增长。4) **IRO**: 21 年收入个位数增长，主因上半年欧洲疫情影响门店销售、店效有所下滑（下半年明显恢复），叠加欧元汇率波动影响收入确认；22Q1 延续 21 年下半年增长态势、并新开一家分销门店。5) **Self-portrait**: 低基数下实现爆发式增长，21 年在一线城市头部商圈新增 14 家门店、线上亦成为公司天猫平台销售规模最大品牌；22Q1 延续较快增长态势。

分渠道看，22Q1 线上增速较快、占比显著提升。1) 21 年：线上/线下收入分别同比+9.2%/+25.0%、收入分别占比 12%/87%，其中线下收入增长较快主要来自渠道优化调整贡献（21 年末门店数 550 家、较 20 年末持平，其中直营+68 家、加盟-68 家）；线上增长相对较慢主因 20 年疫情影响下、部分线下销售通过社群营销方式转为线上促线上收入同比+117.66%、形成高基数效应。2) 22Q1：线上/线下收入分别同比+113.9%/8.9%，线上收入占比同比提升约 8 个点至 14.4%。线上实现翻倍增长主因在 21 年股票期权激励计划业绩目标指引下各品牌投放力度加大，在疫情影响线下门店情况下有效拉动线上销售，同时公司积极引导线下门店通过社群营销方式促进销售。

分经营模式看，直营保持净开店、收入增长较快。21 年直营/加盟收入分别同比+28.9%/+6%、收入分别占比 76%/22%，截至 21 年末公司直营/加盟门店数分别为 380/170 家、分别较 20 年末+68/-68 家，对应 yoy+21.8%/-28.6%，由此估算 21 年直营/加盟店效分别同比+5.9%/+48.4%；22Q1 直营/加盟收入分别同比+24.4%/-0.7%，截至 22Q1 末直营/加盟门店数分别 384/159 家、较 21 年末分别+4/-11 家。直营保持净开店，加盟受疫情影响门店收缩。

表1: 2021 年公司收入、毛利率、门店按品牌、按渠道、按模式分布情况

	收入 (百万元)	收入 YOY	收入占比	门店数 (家)	门店 净增/减	毛利率	毛利率 YOY
合计	2,362.75	20.42%	100%	550	0	67.02%	+0.79pct
分品牌							
ELLASSAY	1,011.99	7.79%	42.83%	276	-13	72.19%	+0.31pct
LAUREL	240.74	64.89%	10.19%	68	17	70.90%	-0.27pct
EDHARDY、 EDHARDYX	307.60	43.10%	13.02%	106	-31	48.06%	-14.33pct
IRO	591.80	9.04%	25.05%	80	13	65.30%	+4.67pct
Self-Portrait	175.35	432.62%	7.42%	20	14	82.94%	+0.08pct
分渠道							
线上	272.00	9.24%	11.51%	/	/	44.01%	+3.91pct
线下	2,055.48	24.96%	87.00%	550	0	71.09%	-22.77pct
分模式							
直营店	1,798.74	28.93%	76.13%	380	68	69.73%	-0.48pct
加盟店	528.74	5.99%	22.38%	170	-68	61.77%	+3.27pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 22Q1 毛利率下滑、费用率上升拖累业绩

毛利率：21 年毛利率持平略升、22Q1 下滑较多。1) 21 年：毛利率同比+0.79pct 至 67.02%。分品牌看，ELLASSAY/Laurèl/Ed Hardy/ IRO Paris/Self-portrait 毛利率分别同比 +0.31/-0.27/-14.33/+4.67/+0.08pct 至 72.19%/70.9%/48.06%/65.3%/82.94%，其中 Ed Hardy 毛利率下滑较多主因其线下港澳地区门店受疫情影响较大、低毛利的线上收入占比提升较多、拉低整体毛利率水平。其他品牌毛利率基本维持稳定。分渠道看，21 年线上/线下毛利率分别同比-22.77/+3.91pct 至 44.01%/71.09%，其中线上毛利率下滑较多主因线上通过社群营销产品占比提升，而社群销售产品主要为过季折扣产品、从而拉低线上渠道毛利率；线下毛利率同比提升 3.9pct 主因高毛利直营模式占比提升（21 年直营/分销毛利率分别为 67.93%/61.77%）。2) 22Q1：毛利率同比-7.17pct 至 62.25%、至十年新低，主因采购成本增加、公司售价维持稳定、压缩毛利率，同时叠加疫情影响下低毛利线上占比提升。22 年全年来看，若疫情得到有效控制，我们认为毛利率有望在 Q1 基础上小幅回升。

费用率：线下受疫情影响、22Q1 费用率提升较多。1) 21 年：期间费用率同比+0.76pct 至 51.02%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+3.02pct/-2.29pct/+0.03pct/-0.60pct，销售费用提升主因年内净开 68 家直营店、开店费用提升，同时公司为配合股票期权激励计划加大品牌宣传投入。2) 22Q1：期间费用率同比+5.75pct 至 51.61%，主因疫情影响线下销售，公司销售以直营为主、相关费用较具刚性。22 年全年来看，公司计划根据疫情形势控制投放，若上半年疫情得到有效控制，费用率有望在 Q1 基础上有所回落。

库存：销售端稳健增长下，存货周转维持健康。1) 21 年：截至 21 年末存货 6.96 亿元/yoy+30.68%，存货周转天数同比缩短 23 天至 284 天。2) 22Q1：截至 22Q1 末存货环比减少 3484 万元、存货周转天数进一步优化至 258 天。

现金流：短期受到疫情影响，账上资金相对充裕。21 年经营活动现金净额同比+39%至 3 亿元，22Q1 同比-30%至 6965 万元、同比下滑主因采购成本增加及费用增多。截至 21 年末/22Q1 末公司账上货币资金分别为 8.35/8.57 亿元，相对充裕。

4. 多品牌矩阵多点开花，中长期增长可期

公司主品牌歌力思多年来发展稳健，上市后陆续收购的国际高端时装品牌亦取得较好发展、品牌生态日趋完善，中长期增长空间较大：

主品牌：稳健增长，中长期门店数、店效均有提升空间，延伸子品牌实现渠道下沉。主品牌歌力思定位高端女装，17-19 年收入保持中个位数增长，表现相对稳健。20 年以来受疫情影响收入端有一定波动，21 年尚未完全复苏。21 年加大品牌年轻化投入，推出虚拟数字人@飒 ELISA，并邀请知名演员金晨任公司品牌代言人。中长期看，主品牌将深耕主线经营，在现有单店收入 600-700 万元的基础上，对标同行高端品牌 ICICLE（之禾）（单店营收突破千万元），通过提升管理能力、实现单店营收增加。在渠道拓展方面，一方面加强加盟体系、填补国内市场空白，另一方面发展子品牌 WEEKEND 系列实现渠道下沉。截至 21 年末主品牌门店数共 276 家，公司计划 5 年内增开 100-200 家门店、收入规模实现大幅提升。与此同时，为保持品牌定位并覆盖下沉市场，主品牌延伸开拓 weekend 子品牌，对标地素时尚、江南布衣等中高端品牌，中长期看开店规模有望达到 600-700 家，平均单店营收预期达到 300-400 万元。

Laurèl: 风格接近主品牌, 普适性较高、开店空间较大。定位大气简约新时代女性着装, 风格与主品牌歌力思接近。公司 2015 年收购以来经过多年培育, 20、21 年在逆势环境下品牌迎来突破式增长, 收入分别同比+24.9%/64.9%, 收入占比从 19 年的 4.5% 提升至 21 年的 10.2%。由于 Laurèl 风格与主品牌相近、受众群体相对普遍, 因此其开店选址、开店空间与主品牌歌力思相近, 公司计划持续拓展一、二线城市核心商圈渠道、逐步提高品牌市占率、预计 4-5 年内 Laurèl 门店从 21 年末的 68 家增至 150-200 家。

Self-Portrait: 海外网红设计师品牌, 风格独特, 线上优势突出。Self-Portrait 为英国设计师品牌, 在海外已是“网红”品牌, 深受国际一线明星如 Beyoncé、Jennifer Lopez、Katy Perry、Bella Hadid、Kendall Jenner 等青睐。公司 19 年开始合资经营, 得益于品牌自身较好的互联网营销基础, Self-Portrait 品牌进入中国后在小红书平台精准投放, 流量转化较为成功, 21 年已成为公司在天猫平台销售规模最大品牌。21 年收入同比增长 433%, 收入占比从 20 年的 1.7% 提升至 7.4%。截至 21 年末品牌门店共 20 家, 中长期看由于品牌风格独特, 受众群体相对较小, 公司预计开店空间 100 家左右、低于 Laurèl。

IRO: 法国设计师品牌, 风格、开店空间介于 Laurèl 与 Self-Portrait 之间。IRO 深受国际超级名模和时尚博主包括 Kate Moss, Chiara Ferragni, Gigi Hadid、Kendall Jenner 等的青睐。截至 21 年 IRO 已在欧洲、北美、亚洲合计 16 个国家及地区开设专卖店, 海外店铺分布于巴黎老佛爷店铺、伦敦 Bruton 大街旗舰店、巴塞罗那感恩大街店、美国洛杉矶 Melrose 旗舰店等, 单店销售均位居商圈前列。公司 2016 年收购后 17-19 年品牌收入保持双位数较快增长, 20 年受疫情影响收入同比下滑 19.5%, 21 年同比+9%、尚未完全复苏, 主因 21 年 IRO 品牌成立独立男装和配饰业务线、增加品牌丰富度、加大研发投入, 但上半年欧洲销售受疫情管控影响较大、同时欧元汇率贬值影响收入确认。21 年 IRO 品牌国内/海外分别净增 11/2 家门店, 截至 21 年末全球共有 80 家门店、其中国内 30+家。中长期看, 由于 IRO 风格介于 Laurèl 与 Self-Portrait 之间, 公司预计开店空间也介于两者之间、即国内 100-200 家左右。

Ed Hardy: 潮牌定位经历调整, 线上抖音平台带来转机。美国轻奢潮流品牌, 公司 2016 年收购后, 17-18 年收入保持双位数较快增长, 截至 18 年末门店数共 181 家、收入占比 20%。由于品牌定位时尚潮流风格, 潮牌属性收入波动相对较大, 19 年品牌进入调整、分销模式净关店 28 家、收入同比下滑 25.5%。20 年受疫情影响较大 (Ed Hardy 港澳地区销售占比较高), 分销模式进一步净关店 31 家、收入同比下滑 42.1%、收入占比下滑至 11%, 截至 20 年末门店数缩减至 137 家。21 年疫情影响仍存, 分销门店净关 36 家、但在线上抖音平台带动下品牌收入同比+43.1%, 截至 21 年末品牌门店数缩减至 106 家。由于 Ed Hardy 定位潮牌, 风格变化相对较快, 而分销商产品迭代节奏相对较慢, 因此公司预计未来品牌线下渠道维持底部震荡态势, 但线上渠道已经出现转机, 未来有望贡献增长。

5. 盈利预测与投资评级

公司为国内为数不多通过国际并购实现多品牌战略的践行者, 上市后陆续并购多个国际轻奢品牌, 经过多年培育、品牌矩阵日趋成熟。21 年以来各品牌多点发力、实现全品牌收入增长。22Q1 虽疫情影响导致业绩波动, 但我们看好公司多品牌矩阵愈加成熟后, 差异化品牌矩阵有望帮助公司在宏观经济波动环境下维持相对稳健增长。长期看, 细分领域品牌可拓展空间较大、业绩增长确定性较强。

我们认为：1) 21 年公司发布股票期权激励计划草案，第一个行权期为 27-28 年，行权条件为 25 年净利润不低于 7 亿元、或 22-25 年累计净利润不低于 22.1 亿元（对应 CAGR 约 20%）；第二个行权期为 28-29 年，行权条件为 26 年净利润不低于 8.2 亿元，或 22-26 年累计净利润不低于 30.3 亿元，长期业绩考核目标充分体现管理层长期发展的战略视野。2) 21 年 7 月定增项目（于 19 年公布预案）落地、募集资金 9.5 亿元，主要用于置换收购 IRO 母公司 ADON WORLD SAS 43% 股权所用自有资金，22 年 1 月非公开发行股份（3657.7 万股）解禁。3) 22 年 4 月公司董事长提议公司以自有资金回购部分股份（回购金额 5000 万元-1 亿元，回购价格不超过 15 元/股），用于后续实施员工持股计划或股权激励，彰显管理层对公司中长期发展信心。

我们看好公司长期发展以及携手腾讯推进数字化强化精细化运营，短期考虑到公司以直营为主，疫情对业绩端造成一定影响，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别同比 +4%/+31%/+17%，EPS 分别为 0.86/1.12/1.31 元/股，对应 PE 分别为 11X/9X/7X，首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

局部地区疫情导致封控持续，经济疲软影响居民消费力，品牌投放效果不及预期等。

歌力思三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,062	2,615	3,190	3,506	营业总收入	2,363	2,633	2,997	3,405
货币资金及交易性金融资产	875	1,758	1,851	1,911	营业成本(含金融类)	779	878	980	1,107
经营性应收款项	340	32	487	549	税金及附加	15	22	22	23
存货	696	617	662	814	销售费用	961	1,079	1,199	1,362
合同资产	0	0	0	0	管理费用	191	258	285	324
其他流动资产	151	208	191	232	研发费用	57	63	72	82
非流动资产	2,446	2,469	2,518	2,560	财务费用	-3	34	37	31
长期股权投资	401	425	474	566	加:其他收益	15	21	25	29
固定资产及使用权资产	608	598	584	570	投资净收益	54	73	107	67
在建工程	5	5	5	5	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	629	635	638	640	减值损失	-88	0	0	0
商誉	295	341	397	407	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	86	90	92	89	营业利润	343	393	533	574
其他非流动资产	421	375	328	283	营业外净收支	59	0	1	-2
资产总计	4,508	5,084	5,708	6,066	利润总额	402	393	534	572
流动负债	957	978	1,165	1,168	减:所得税	70	69	100	94
短期借款及一年内到期的非流动负债	368	368	368	368	净利润	333	324	434	478
经营性应付款项	190	247	369	291	减:少数股东损益	29	7	20	-6
合同负债	66	0	0	0	归属母公司净利润	304	316	414	485
其他流动负债	333	364	428	510	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	0.86	1.12	1.31
非流动负债	619	850	853	730	EBIT	291	333	439	508
长期借款	121	352	355	232	EBITDA	505	408	518	587
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	67.02	66.65	67.30	67.50
租赁负债	312	312	312	312	归母净利率(%)	12.86	12.01	13.82	14.23
其他非流动负债	186	186	186	186	收入增长率(%)	20.42	11.43	13.84	13.62
负债合计	1,576	1,828	2,018	1,898	归母净利润增长率(%)	-31.72	4.07	30.93	17.04
归属母公司股东权益	2,831	3,148	3,562	4,046					
少数股东权益	101	108	128	122					
所有者权益合计	2,932	3,256	3,690	4,168					
负债和股东权益	4,508	5,084	5,708	6,066					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	300	720	164	287	每股净资产(元)	7.67	8.53	9.65	10.96
投资活动现金流	-359	-56	-52	-89	最新发行在外股份(百万股)	369	369	369	369
筹资活动现金流	75	189	-51	-172	ROIC(%)	7.36	6.84	7.93	8.65
现金净增加额	1	853	62	26	ROE-摊薄(%)	10.73	10.05	11.62	11.98
折旧和摊销	215	75	79	79	资产负债率(%)	43.11	37.05	34.96	35.96
资本开支	-132	-76	-80	-39	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.73	11.27	8.61	7.36
营运资本变动	-229	378	-378	-293	P/B (现价)	1.26	1.13	1.00	0.88

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

