

2024 年 11 月 28 日

## 老铺黄金 (06181.HK)

投资评级：增持（首次）

——高端古法黄金优质品牌，业绩步入快速成长期

## 证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2024 年 11 月 27 日

收盘价 (港元)	201.80
一年内最高/最低 (港元)	232.20/60.95
总市值 (百万港元)	33,976.40
流通市值 (百万港元)	19,125.57
资产负债率 (%)	24.57

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **中国古法手工金器专业第一品牌。**公司致力于推出兼具文化、时尚属性及可展示高品质的产品，涵盖日常配饰、日用金器及摆件等，为中国黄金珠宝市场主要品牌中唯一专注设计、生产加工和销售古法黄金产品的品牌。根据弗若斯特沙利文，以 2023 年收入口径计，公司在中国古法黄金珠宝市场及黄金珠宝的市占率分别为 2.0% 及 0.6%，2022-2023 年在中国所有黄金珠宝品牌中，公司单店销售额稳居首位。2017-2023 年，公司营收及归母净利润 CAGR 分别为 39.5%/53.0%，营收及利润端均维持快速增长态势。
- **公司核心竞争优势涵盖产品、研发及渠道三方面。**1) **产品：毛利率更高的足金镶嵌产品营收占比逐年提升，溢价空间突出。**拆分产品营收来看，足金镶嵌产品营收由 21 年的 6.0 亿元提至 24H1 年的 21.5 亿元，21-23 年 CAGR 高达 71.8%，24H1 占整体营收比重达 61.0%；毛利率方面，足金镶嵌产品的定价及毛利率水平比足金黄金产品的定价空间及毛利率均高，原因系足金镶嵌产品的设计工艺较复杂，因此定位为高品牌溢价的固定价格产品。比较涨幅来看，21-23 年足金黄金产品/足金镶嵌产品/足金黄金均价 CAGR 分别为 5.9%/11.8%/9.5%，其中足金镶嵌产品期间涨幅明显高于足金黄金产品涨幅；2) **渠道：线下所有门店以自营模式运营，选址集中于一线、新一线城市的高端商圈。**23 年线下门店贡献营收占比达 88.6%，其中一线城市及新一线城市为贡献收入主要地区，公司核心客群为高净值消费者，门店选址为匹配品牌调性，主要集中于高线城市的奢侈品区，有助于吸引目标客群且达到较好品宣效果，截至 2024 年 6 月，一线及新一线城市分别拥有 16 及 10 家门店，23 年一线及新一线城市贡献营收占比分别为 46.6%/25.5%；3) **产研：研发方面，自主研发驱动产品迭代升级，持续扩充 SKU。**截至 2024H1，公司拥有境内专利 243 项、作品著作权 1207 项及境外专利 164 项，并已创作出超 1800 项原创设计。自 2021 年以来，公司每年保持百余款产品迭代及更新速度，同期迭代产品及新推产品贡献营收比重合计稳定维持 10% 以上。**生产方面，公司自产加工为主，委外加工为辅，自产比例达六成左右。**公司自产比例达 59%，较其他同业公司多采用委外加工模式生产，公司自产比例占比较高。此外，截至 2024 年 6 月，公司拥有 70 名熟练工匠，平均年龄 33 岁且平均工作经验 10 年以上，我们认为公司较高的自产比例可保证高质量及标准化的出品，有助于塑造品牌高品质形象。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 24-26 年实现营收 67.0/91.3/108.8 亿元，同比增速分别为 110.8%/36.1%/19.3%，实现归母净利润 9.7/13.4/16.3 亿元，同比增速分别为 132.3%/38.3%/21.5%，当前股价对应 PE 分别为 30/22/18 倍。我们选取港股上市的周大福及 A 股上市的老凤祥、周大生作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 11 倍，公司作为中国古法手工金器专业第一品牌，其品牌定位具备差异化，考虑公司未来三年国内外市场布局，我们看好公司未来业绩端或实现较快增长，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**黄金价格大幅波动风险；古法黄金行业竞争加剧风险；门店拓展不及预期风险。

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1294.8	3180.2	6704.7	9126.0	10884.3
同比增长率 (%)	2.3	145.6	110.8	36.1	19.3
归母净利润 (百万元)	94.5	416.3	967.0	1337.0	1625.1
同比增长率 (%)	-17.0	340.4	132.3	38.3	21.5
每股收益 (元/股)	0.7	3.0	5.7	7.9	9.7
ROE (%)	10.9	27.5	29.2	28.7	25.9
市盈率 (P/E)	/	/	30.5	22.0	18.1

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 24-26 年实现营收 67.0/91.3/108.8 亿元，同比增速分别为 110.8%/36.1%/19.3%，实现归母净利润 9.7/13.4/16.3 亿元，同比增速分别为 132.3%/38.3%/21.5%，当前股价对应 PE 分别为 30/22/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设

1) 足金黄金产品：公司持续扩张门店，集中于一线城市高端商场布局，同时为消费者营造“宫廷书房”体验，高品牌势能持续吸引注重产品文化底蕴的高净值客群，品牌力的持续提升或驱动量价齐升，我们预计足金黄金业务 2024-2026 年营收同比+100%/+30%/+18%；

2) 足金镶嵌产品：23 年足金镶嵌产品占营收比重达 56%，且增长速度快于足金黄金产品，其设计精巧新颖，溢价空间高于足金黄金产品，我们预计足金镶嵌产品 2024-2026 年营收同比+120%/+40%/+20%。

### 投资逻辑要点

公司作为中国古法手工金器专业第一品牌，其品牌定位具备差异化，考虑公司未来三年国内外市场布局，我们看好公司未来业绩端或实现较快增长。

### 核心风险提示

黄金价格大幅波动风险；古法黄金行业竞争加剧风险；门店拓展不及预期风险。

## 内容目录

---

1. 中国古法手工金器专业第一品牌.....	5
2. “产品+渠道+产研”构筑核心竞争优势.....	6
3. 盈利预测与评级.....	10
3.1. 盈利预测.....	10
3.2. 相对估值.....	10
4. 风险提示.....	11

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司主要产品.....	5
图表 3: 2017-2024H1 公司营收(亿元)及 yoy.....	6
图表 4: 2017-2024H1 公司归母净利润(亿元)及 yoy.....	6
图表 5: 2017-2024H1 公司毛利率及净利率情况.....	6
图表 6: 2020-2024H1 公司期间费用率情况.....	6
图表 7: 2021-2024H1 公司按产品拆分营收情况(亿元).....	7
图表 8: 2021-2023 公司按产品拆分毛利率情况.....	7
图表 9: 公司主要产品销量及均价拆分(kg, 元/g).....	7
图表 10: 2021-2023 年公司按渠道拆分营收.....	8
图表 11: 2021-2023 年公司按城市级别拆分门店数量(家).....	8
图表 12: 公司同店销售情况(家, 亿元).....	8
图表 13: 2021-2023 年公司前五大购物中心营收(亿元).....	8
图表 14: 2023 年公司位于前五大购物中心门店每平方米贡献营收(千元/月).....	8
图表 15: 2020-2024H1 公司研发费用(亿元)及同比情况.....	9
图表 16: 公司设计及研发主要流程.....	9
图表 17: 2021-2024 年 6 月公司迭代及新推出产品数量(款).....	9
图表 18: 2021-2023 年公司迭代及新推出产品贡献营收(亿元)及占总营收比重.....	9
图表 19: 2021-2023 年公司自产及外包产量占比情况.....	10
图表 20: 2021-2024.6 公司熟练工匠人数(名)、保留率及利用率情况.....	10
图表 21: 公司盈利预测(百万元).....	10
图表 22: 可比公司估值表.....	11

## 1. 中国古法手工金器专业第一品牌

**中国古法手工金器专业第一品牌。**公司致力于推出兼具文化、时尚属性及可展示高品质的产品，涵盖日常配饰、日用金器及摆件等，为中国黄金珠宝市场主要品牌中唯一专注设计、生产加工和销售古法黄金产品的品牌。根据弗若斯特沙利文，以 2023 年收入口径计，公司在中国古法黄金珠宝市场及黄金珠宝的市占率分别为 2.0%及 0.6%，2022-2023 年在中国所有黄金珠宝品牌中，公司单店销售额稳居行业首位。

图表 1：公司发展历程

2009	• 在北京推出首家销售古法金饰品的门店
2010	• 推出中国文房场景主题产品，如装饰把玩的摆件及可供收藏的金器，丰富产品线
2014	• 老铺黄金商标注册
2017	• 推出自营线上销售渠道，在天猫设置旗舰店；在深圳开设门店，将业务拓展至华南；入驻北京SKP高级时尚购物中心
2018	• 老铺香港注册成立
2019	• 澳门老铺注册成立；公司改制为股份有限公司
2021	• 天猫公布“天猫黄金品类品牌人群心智榜单”中，公司在“价值力指数”方面名列第一
2022	• 是中国黄金协会发布的《古法金镶嵌钻石饰品》团体标准的起草单位
2023	• 上榜《2023胡润至尚优品-中国高净值人群品牌倾向报告》的仅有的两家中国黄金珠宝品牌之一

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

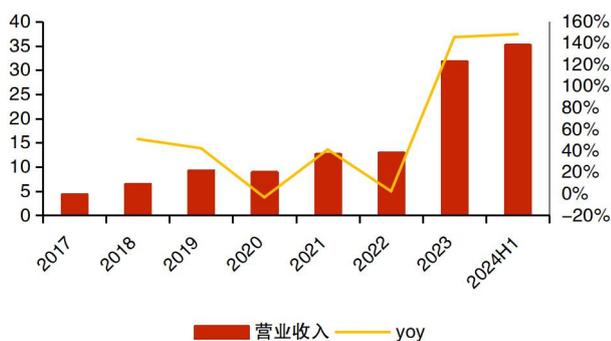
图表 2：公司主要产品



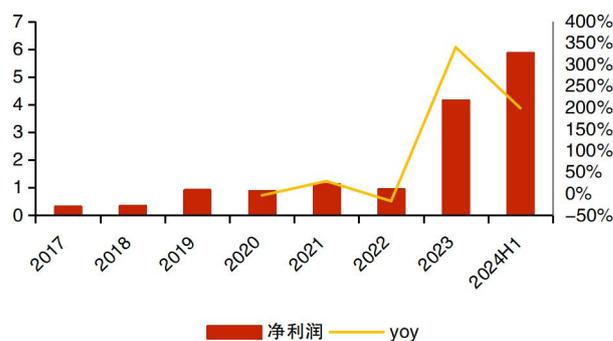
资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

**营收及利润端均维持快速增长态势。**2017-2023 年，公司营收及归母净利润 CAGR 分别为 39.5%/53.0%，业绩高速增长主要原因系：1) 近年来消费者更为偏爱高品质古法黄金珠

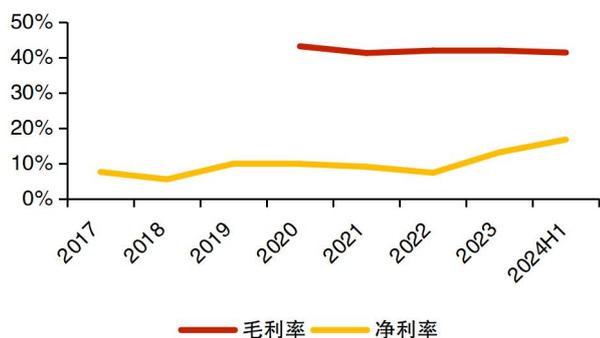
宝产品；2）公司品牌影响力逐年提升，同时产品系列持续迭代及线下门店持续扩张。其中，2020年与2022年受疫情影响，业绩短暂承压。根据公司中报，2024H1，公司营收实现35.2亿元，同比大幅增长148.3%，归母净利润实现5.9亿元，同比大幅增长198.8%，已大幅超过2023年全年营收及归母净利润体量，其高增长业绩的核心原因系基于品牌影响力的扩大，带来同店营收的持续增长，截至24H1，公司同店收入增长率为104.2%。

**图表 3：2017-2024H1 公司营收(亿元)及 yoy**


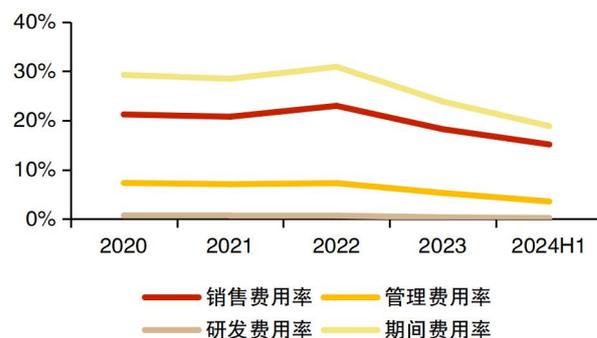
资料来源：wind, 华源证券研究所

**图表 4：2017-2024H1 公司归母净利润(亿元)及 yoy**


资料来源：wind, 华源证券研究所

**图表 5：2017-2024H1 公司毛利率及净利率情况**


资料来源：wind, 华源证券研究所

**图表 6：2020-2024H1 公司期间费用率情况**


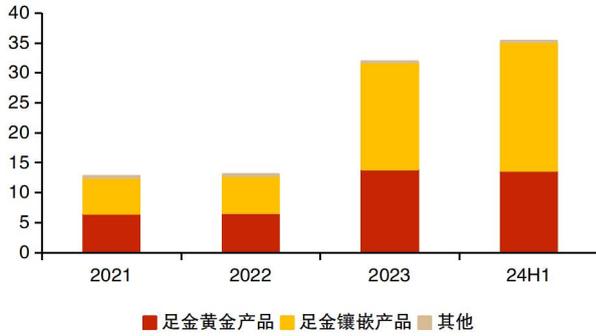
资料来源：wind, 华源证券研究所

## 2. “产品+渠道+产研” 构筑核心竞争优势

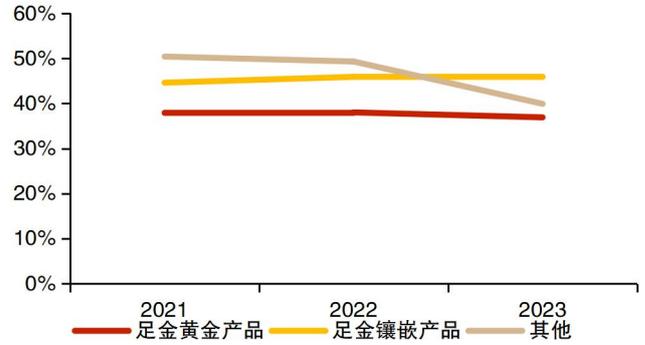
我们认为公司核心竞争优势包括产品、研发及渠道三方面，具体而言：

**产品：**毛利率更高的足金镶嵌产品营收占比逐年提升。拆分产品营收来看，足金镶嵌产品营收由21年的6.0亿元提至24H1年的21.5亿元，21-23年CAGR高达71.8%，24H1占整体营收比重达61.0%，较21年（47.7%）大幅提升13.3pct；毛利率方面，足金镶嵌产品的毛利率水平比足金黄金产品的定价空间及毛利率均高，原因系足金镶嵌产品的设计工艺较复杂，因此定位为高品牌溢价的固定价格产品，具体来看，**足金黄金产品方面**，21-22年足金黄金产品毛利率维持相对稳定，23年其毛利率为36.9%，同比小幅下滑1.1pct，主因系22年底推出金条，其工艺相对简单且毛利率较低；**足金镶嵌产品方面**，23年足金镶嵌产品

毛利率为 45.8%，维持稳定水平，其中 22 年毛利率同比增长 1.3pct，主因系 22 年扩充足金镶嵌产品系列矩阵，包括足金镶嵌吊坠及戒指、手镯及装饰把玩摆件，其设计新颖且工艺创新，因此毛利率相对较高。

**图表 7：2021-2024H1 公司按产品拆分营收情况（亿元）**


资料来源：公司招股说明书，公司中报，华源证券研究所

**图表 8：2021-2023 公司按产品拆分毛利率情况**


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

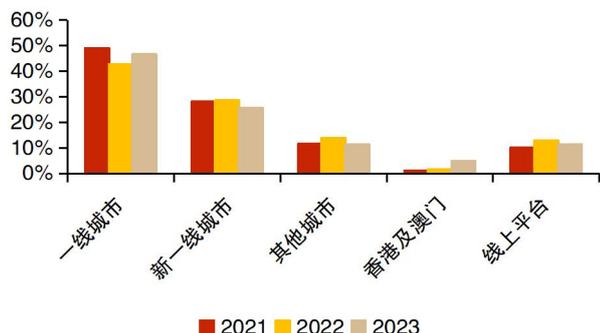
**足金镶嵌产品溢价空间突出，21-23 年均价累计涨幅高于金价。**2023 年公司足金黄金产品/足金镶嵌产品均价分别为 729/1043 元/g，分别为足金黄金定价的 1.6/2.3 倍，比较涨幅来看，21-23 年足金黄金产品/足金镶嵌产品/足金黄金均价 CAGR 分别为 5.9%/11.8%/9.5%，其中足金镶嵌产品期间涨幅明显高于足金黄金产品涨幅，溢价空间突出。

**图表 9：公司主要产品销量及均价拆分（kg，元/g）**

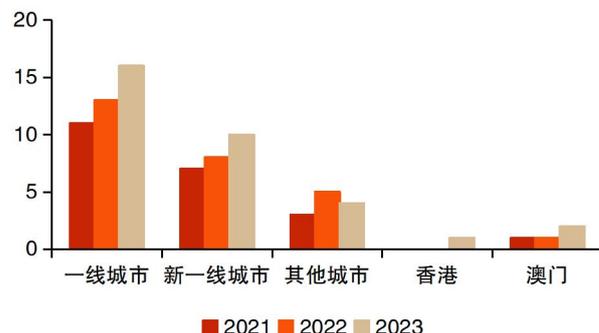
产品	2021		2022		2023	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
足金黄金产品	1161	650	1133	676	2199	729
yoy	/	/	-2.4%	4.0%	94.1%	7.8%
足金镶嵌产品	840	835	807	914	1982	1043
yoy	/	/	-3.9%	<b>9.5%</b>	145.6%	<b>14.1%</b>
上金所 AU9999	/	375	/	392	/	450
yoy	/	/	/	4.5%	/	14.8%

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

**渠道：线下所有门店以自营模式运营，选址集中于一线、新一线城市的高端商圈。**2023 年线下门店贡献营收占比达 88.6%，其中一线城市及新一线城市为贡献收入主要地区，公司核心客群为高净值消费者，门店选址为匹配品牌调性，主要集中于高线城市的奢侈品区，有助于吸引目标客群且达到较好品宣效果。截至 2024 年 4 月，公司覆盖了全国排名前十的高端百货中心的其中八家，覆盖率在国内黄金珠宝品牌中位居首位，截至 2024 年 6 月，公司在一线城市及新一线城市分别拥有 16 及 10 家门店，23 年一线/新一线城市贡献营收占比分别为 46.6%/25.5%。

**图表 10：2021-2023 年公司按渠道拆分管收**


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

**图表 11：2021-2023 年公司按城市级别拆分门店数量 (家)**


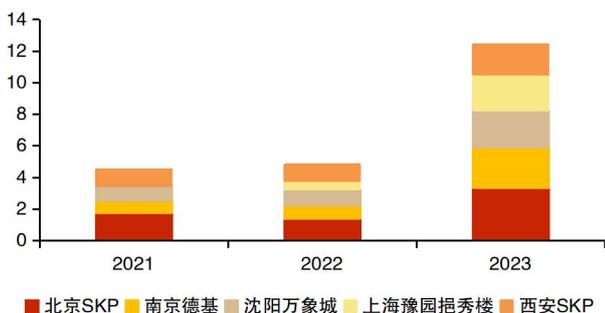
资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 12：公司同店销售情况 (家, 亿元)**

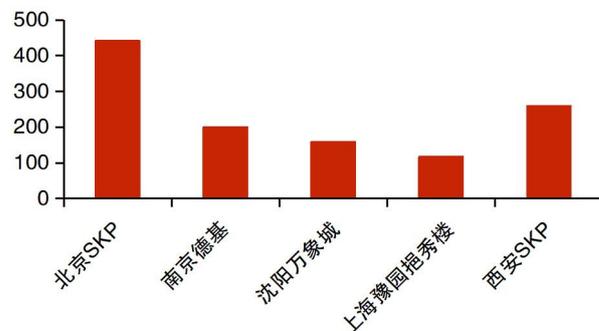
年份	2021	2022	2022	2023
同店数量	18		21	
同店销售额	11.1	9.1	10.0	21.6
同店销售额 yoy		-17.6%		115.4%

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

**前五大门店收入贡献占比持续提升，同店表现大幅领先行业均值。**2023 年公司收入贡献排名前五的门店依次为北京 SKP、南京德基、沈阳万象城、上海豫园挹秀楼、西安 SKP，其门店选址分布华东、华北、东北及西北地区的核心区域，前五大门店营收贡献占比为 39.1%，同比大幅增长 157.9%，其中对比北京 SKP 购物中心 23 年单平方米贡献为 1.8 万元/月，老铺位于北京 SKP 的两家门店 23 年单平方米贡献总收入为 44 万元/月，大幅领先头部优质商圈平均水平，此外，上海豫园店挹秀楼 23 年单店营收贡献同比增长 328.0%，其提升速度位居第一。

**图表 13：2021-2023 年公司前五大购物中心营收 (亿元)**


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

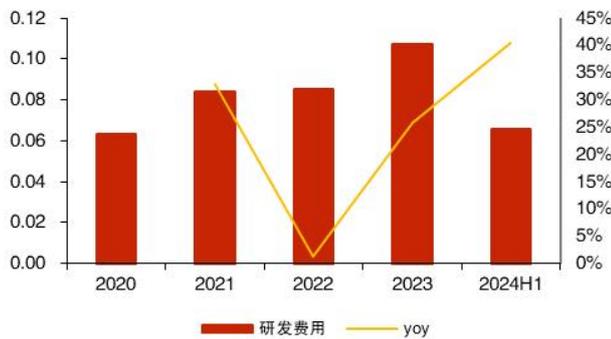
**图表 14：2023 年公司位于前五大购物中心门店每平米贡献营收 (千元/月)**


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

**产研：重视研发创新及迭代，严格把控出品质量，持续推出具备显著竞争力的特色产品。**

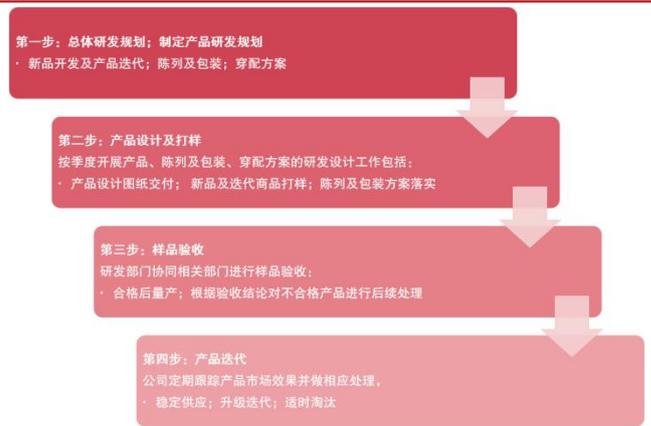
**研发方面，自主研发驱动产品迭代升级，持续扩充 SKU。**公司研发管理体系涵盖多个方面，从制定产品研发总规划，到按季度开展商品、陈列及包装、穿戴方案的研发设计工作，再到产品验收环节保证产品量产质量合格及定期跟踪产品市场效果和开展产品后期维护，确保公司持续推出具备持久竞争力的特色产品。**研发团队方面，截至 2023 年底，**公司研发团队拥有 12 名专业珠宝设计师，多数设计师具备 10 年以上的珠宝设计经验；**专利方面，截至 2024H1，**公司拥有境内专利 243 项、作品著作权 1207 项及境外专利 164 项，并已创作出超 1800 项原创设计。自 2021 年以来，公司每年保持百余款产品迭代及更新速度，同期迭代产品及新推产品贡献营收比重合计稳定维持 10% 以上。

图表 15：2020-2024H1 公司研发费用（亿元）及同比情况



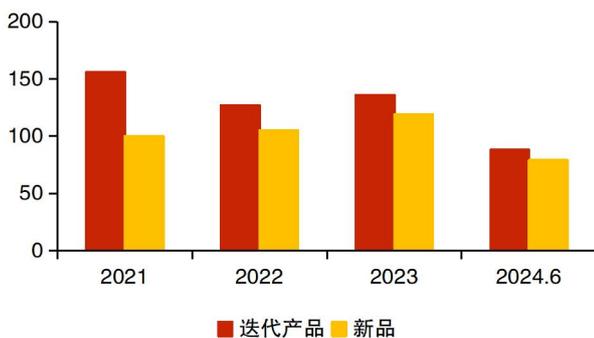
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 16：公司设计及研发主要流程



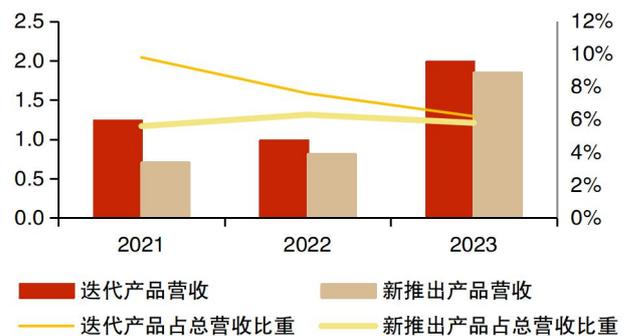
资料来源：公司招股说明书, 华源证券研究所

图表 17：2021-2024 年 6 月公司迭代及新推出产品数量（款）



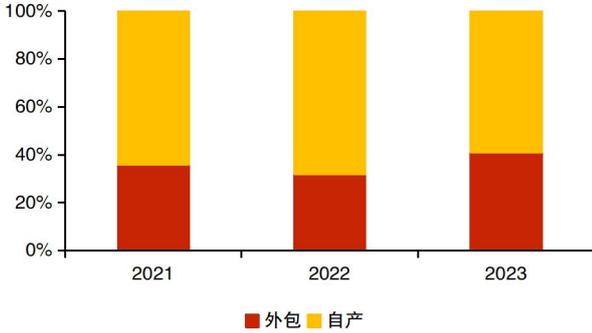
资料来源：公司招股说明书, 华源证券研究所

图表 18：2021-2023 年公司迭代及新推出产品贡献营收（亿元）及占总营收比重

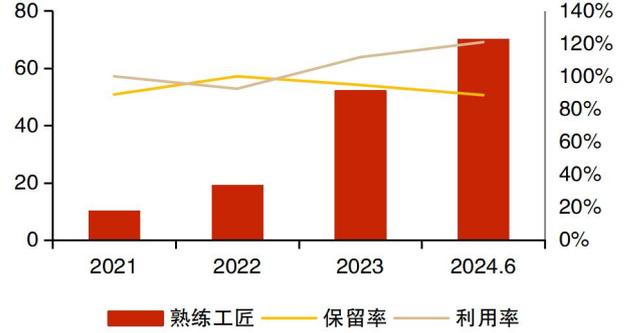


资料来源：公司招股说明书, 华源证券研究所

**生产方面，公司自产加工为主，委外加工为辅，自产比例达六成左右。**公司自 2018 年建立自有工厂以来，开始内部生产加工黄金珠宝产品，2023 年岳阳自有工厂生产约 7.9 万件产品，自产比例达 59%，较其他同行业公司多采用委外加工模式生产，公司自产比例占比较高。此外，截至 2024 年 6 月，公司拥有 70 名熟练工匠，平均年龄 33 岁且平均工作经验 10 年以上，我们认为公司较高的自产比例可保证高质量及标准化的出品，有助于塑造品牌高品质形象。

**图表 19：2021-2023 年公司自产及外包产量占比情况**


资料来源：wind, 华源证券研究所

**图表 20：2021-2024.6 公司熟练工匠人数（名）、保留率及利用率情况**


资料来源：公司招股说明书, 华源证券研究所 (注：1) 保留率是指于各年初至同年末留任的熟练工匠百分比, 保留率并不反映相应时间新雇用的熟练工匠; 2) 利用率等于熟练工匠的实际工作时数除以其假设标准工作时数 (即每日八小时及每年约 250 天))

## 3. 盈利预测与评级

### 3.1. 盈利预测

#### 关键假设：

**1) 足金黄金产品：**公司持续扩张门店，集中于一线城市高端商场布局，同时为消费者营造“宫廷书房”体验，高品牌势能持续吸引注重产品文化底蕴的高净值客群，品牌力的持续提升或驱动量价齐升，我们预计足金黄金业务 2024-2026 年营收同比+100%/+30%/+18%；

**2) 足金镶嵌产品：**23 年足金镶嵌产品占营收比重达 56%，且增长速度快于足金黄金产品，其设计精巧新颖，溢价空间高于足金黄金产品，我们预计足金镶嵌产品 2024-2026 年营收同比+120%/+40%/+20%。

**盈利预测：**我们预计公司 24-26 年实现营收 67.0/91.3/108.8 亿元，同比增速分别为 110.8%/36.1%/19.3%，实现归母净利润 9.7/13.4/16.3 亿元，同比增速分别为 132.2%/38.3%/21.5%，当前股价对应 PE 分别为 30/22/18 倍。

**图表 21：公司盈利预测（百万元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1294.8	3180.2	6704.7	9126.0	10884.3
营业收入 yoy	2.3%	145.6%	110.8%	36.1%	19.3%
毛利	542.4	1332.2	2837.2	3879.7	4641.8
毛利 yoy	4.1%	145.6%	113.0%	36.7%	19.6%
归母净利润	94.5	416.3	967.0	1337.0	1625.1
归母净利润 yoy	-17.0%	340.4%	132.3%	38.3%	21.5%

资料来源：wind, 华源证券研究所

### 3.2. 相对估值

我们选取港股上市的周大福及 A 股上市的老凤祥、周大生作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 11 倍，公司作为中国古法手工金器专业第一品牌，其品牌定位具备差异化，考虑公司未来三年国内外市场布局，我们看好公司未来业绩端或实现较快增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 22：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2024-11-26	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
1929.HK	周大福	6.3	0.6	0.7	0.8	10.4	9.2	8.3	
600612.SH	老凤祥	49.7	4.0	4.5	4.9	12.3	11.2	10.1	
002867.SZ	周大生	12.2	1.1	1.2	1.4	11.6	10.2	9.1	
		<b>平均值</b>					<b>11.5</b>	<b>10.2</b>	<b>9.2</b>
6181.HK	老铺黄金	175.0	5.7	7.9	9.7	30.5	22.0	18.1	

资料来源：wind、ifind，华源证券研究所。注：收盘价以人民币为单位，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，其他公司盈利预测来自华源证券研究所，对应汇率取 1 人民币 1.08 港元

## 4. 风险提示

- 1) 黄金价格大幅波动风险：**公司原材料为黄金，若金价大幅波动，则对公司毛利率产生较大扰动；
- 2) 古法黄金行业竞争加剧风险：**黄金行业竞争较为激烈，若后续竞争对手推出新品抢占消费者心智且公司未能及时应对，或将对公司业绩产生较大影响；
- 3) 门店拓展不及预期风险：**公司营收主要来源线下门店，若后续门店拓展不及预期，或将对公司业绩产生较大影响。

**附录：财务预测摘要**

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,180	6,705	9,126	10,884	货币资金	70	1,135	1,800	2,752
增长率	145.7%	110.9%	36.1%	19.3%	应收款项	438	596	760	907
营业成本	1,848	3,867	5,246	6,242	存货	1,268	2,149	2,915	3,641
%销售收入	58.1%	57.7%	57.5%	57.4%	其他流动资产	0	0	0	0
毛利	1,332	2,837	3,880	4,642	流动资产	1,776	3,879	5,474	7,300
%销售收入	41.9%	42.3%	42.5%	42.6%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	1	0	0	0	固定资产	58	87	110	129
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	255	201	171	155
销售费用	579	1,173	1,588	1,883	非流动资产	383	350	343	346
%销售收入	18.2%	17.5%	17.4%	17.3%	资产总计	2,159	4,229	5,818	7,646
管理费用	168	329	429	501	应付款项	58	54	73	87
%销售收入	5.3%	4.9%	4.7%	4.6%	短期借款	128	138	153	173
研发费用	11	20	37	44	其他流动负债	289	552	770	940
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	流动负债	474	744	996	1,200
财务费用	18	18	9	7	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%	其他长期负债	169	169	169	169
息税前利润 (EBIT)	571	1,307	1,816	2,203	非流动负债	169	169	169	169
%销售收入	18.0%	19.5%	19.9%	20.2%	负债总计	643	913	1,165	1,369
投资收益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	1,515	3,316	4,653	6,278
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	0	0	0	0
除税前利润	553	1,289	1,807	2,196	负债股东权益合计	2,159	4,229	5,818	7,646
利润率	17.4%	19.2%	19.8%	20.2%					
所得税	137	322	470	571	比率分析				
所得税率	24.8%	25.0%	26.0%	26.0%		2023A	2024E	2025E	2026E
净利润(含少数股东损益)	416	967	1,337	1,625	每股指标				
少数股东损益	0	0	0	0	每股收益	3.03	5.74	7.94	9.65
归属于母公司的净利润	416	967	1,337	1,625	每股净资产	9.00	19.70	27.64	37.29
增长率	340.4%	132.3%	38.3%	21.5%	每股经营现金净流	-0.17	2.10	4.87	6.68
净利率	13.1%	14.4%	14.7%	14.9%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					回报率				
					净资产收益率	27.47%	29.16%	28.74%	25.89%
					总资产收益率	19.29%	22.87%	22.98%	21.25%
					投入资本收益率	26.15%	28.39%	27.96%	25.27%
					增长率				
					营业收入增长率	145.67%	110.86%	36.11%	19.27%
					EBIT增长率	298.08%	128.88%	38.91%	21.29%
					净利润增长率	340.40%	132.27%	38.27%	21.54%
					总资产增长率	67.17%	95.92%	37.56%	31.43%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	27.0	22.6	20.7	21.1
					存货周转天数	202.1	159.0	173.7	189.0
					应付账款周转天数	6.1	5.2	4.3	4.6
					固定资产周转天数	6.2	3.9	3.9	4.0
					偿债能力				
					流动比率	3.75	5.22	5.50	6.09
					速动比率	1.07	2.33	2.57	3.05
					净负债/股东权益	3.82%	-30.06%	-35.39%	-41.09%
					EBIT利息保障倍数	31.6	65.4	44.9	39.3
					资产负债率	29.79%	21.58%	20.02%	17.90%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。