

2025 年 02 月 13 日

海澜之家(600398.SH)

投资评级：买入（首次）

——男装主业稳固，布局新赛道有望打开增长空间

投资要点：

- **多品牌运营下利润增长稳定，集团毛利率近年呈增长趋势。**公司为多品牌运营的服饰生活零售集团，旗下包含男装、女装、童装、生活家居等多个品牌。24Q1-Q3 公司营收/毛利分别为 152.59 亿元/68.05 亿元，同比分别-1.99%/-2.39%；2019-2023 公司营收/毛利 CAGR 分别为-0.51%/2.51%。24Q1-Q3 公司毛利率较 2019 增长 5.13 pct 至 44.59%。整体看，公司品牌形象不断优化，毛利率呈增长趋势。
- **分渠道看，直营店铺占比提升及线上销售占比提升推动公司利润增长。拆分直营与加盟看，**近年直营渠道增长迅速，截至 2024 年三季报公司共拥有直营店铺 1869 家，较 2019 年增长 1210 家；从公司渠道利润看，直营渠道近年毛利率均超过 60%，加盟渠道毛利率也逐步提升至 40%以上，同时，公司直营店铺数量占比亦逐年提升，渠道结构优化有望推动公司利润持续上行。**拆分线上与线下看，**公司近年发力线上业务，线上渠道营收占比持续提升，且伴随 2023 年后线上渠道毛利率超越线下渠道，线上业务增长有望助推公司利润持续上行。
- **阿迪下沉渠道及京东奥莱有望成为公司增长新引擎。**斯搏兹主业为代理 Adidas、Nike、Puma、Asics 等国际品牌在中国市场的拓展及零售业务，且近期正着手帮助 Adidas 及 Adidas Neo 开拓国内低线市场，成为斯搏兹控股股东或将助海澜之家切入运动服饰零售业务。同时，公司与京东合作布局奥莱线下渠道，通过上海海澜持有上海京海奥特莱斯商业发展有限公司 65%的股权，与京东合作运营奥莱渠道，并于 2024 年 9 月在无锡海澜飞马水城开出京东奥莱首家线下门店。
- **盈利预测与评级：**公司深耕男装主业多年基本盘稳固，未来有望在线上及直营渠道营收占比提升驱动下实现营收及利润双升，且有望在夯实现有海外市场基础上进一步扩大海外市场覆盖范围，并通过入股方式切入运动零售及京东奥莱渠道，业绩增长新驱动较多。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 22.98 亿元/26.90 亿元/29.98 亿元，同比分别增长-22.17%/17.09%/11.45%。我们选择与公司同属男装赛道的九牧王及同属多品牌运营、有海外扩张预期的运动服饰公司安踏体育为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在男装赛道的品牌竞争壁垒、渠道覆盖广泛等特性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**零售环境修复不及预期风险，店铺拓展进度不及预期风险，新业务发展不及预期风险。

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 12 日

收盘价（元）	7.94
一年内最高/最低（元）	10.04/5.15
总市值（百万元）	38,134.00
流通市值（百万元）	38,134.00
总股本（百万股）	4,802.77
资产负债率（%）	47.46
每股净资产（元/股）	3.49

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	18,562	21,528	21,157	24,144	26,331
同比增长率（%）	-8.06%	15.98%	-1.72%	14.12%	9.06%
归母净利润（百万元）	2,155	2,952	2,298	2,690	2,998
同比增长率（%）	-13.49%	36.96%	-22.17%	17.09%	11.45%
每股收益（元/股）	0.45	0.61	0.48	0.56	0.62
ROE（%）	14.76%	18.39%	14.09%	16.19%	17.68%
市盈率（P/E）	17.69	12.92	16.60	14.18	12.72

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

公司深耕男装主业多年基本盘稳固,未来有望在线上及直营渠道营收占比提升驱动下实现营收及利润双升,且有望在夯实现有海外市场基础上进一步扩大海外市场覆盖范围,并通过入股方式切入运动零售及京东奥莱渠道,业绩增长新驱动较多。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 22.98 亿元/26.90 亿元/29.98 亿元,同比分别增长-22.17%/17.09%/11.45%。我们选择与公司同属男装赛道的九牧王及同属多品牌运营、有海外扩张预期的运动服饰公司安踏体育为可比公司。根据我们的盈利预测,公司估值对标可比公司平均估值相对偏低,考虑到公司在男装赛道的品牌竞争壁垒、渠道覆盖广泛等特性,首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 销售费用率,公司深耕男装赛道,近期受发力新品牌及新渠道影响销售费率有所提升,但预计各业务发展平稳后销售费率有改善预期,因此预计 2024-2026 公司销售费用率分别为 20.90%、20.80%、20.45%;
- 2) 管理费用率,公司通过科技赋能数字管理体系,管理费用率有望逐步下行,因此预计 2024-2026 管理费用率分别为 4.90%、4.80%、4.70%。

投资逻辑要点

- 1) 男装主业:公司深耕男装主业多年基本盘稳固,未来有望在线上及直营渠道营收占比提升驱动下实现营收及利润双升;
- 2) 海外市场:公司有望在夯实现有海外市场基础上进一步扩大海外市场覆盖范围,打造公司业绩新增长极;
- 3) 运动零售及京东奥莱:公司通过入股方式切入运动零售及京东奥莱渠道,在近年消费者对性价比商品及运动鞋服消费的热情下,该业务有望为公司的营收增长注入新的活力。

核心风险提示

零售环境修复不及预期风险,店铺拓展进度不及预期风险,新业务发展不及预期风险。

内容目录

1. 多品牌运营业绩稳健，渠道优化推动利润修复	5
2. 布局奥莱运动零售业务，精准锚定性价比新需求	8
3. 盈利预测与评级	11
3.1. 核心假设与盈利预期	11
3.2. 首次覆盖给予“买入”评级	12
4. 风险提示	12

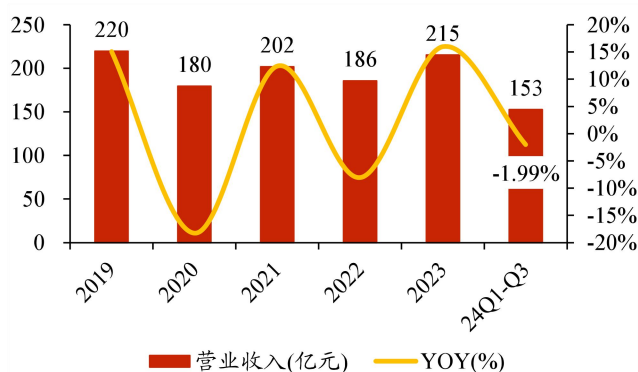
图表目录

图表 1: 2019–2023 公司营收 CAGR 为-0.51%.....	5
图表 2: 2019–2023 公司毛利 CAGR 为 2.51%.....	5
图表 3: 2019–2023 公司归母净利 CAGR 为-2.08%.....	5
图表 4: 公司管理费率呈改善趋势.....	5
图表 5: 公司近年库存小幅增长.....	6
图表 6: 24Q1–Q3 海澜之家系列营收 113 亿元.....	6
图表 7: 海澜之家系列近年营收占比稳定.....	6
图表 8: 公司直营渠道毛利率高于加盟渠道.....	7
图表 9: 公司近年整体店铺数略有下滑.....	7
图表 10: 毛利率更高的直营渠道店铺数量及占比逐年提升.....	7
图表 11: 公司近年线上销售占比逐步提升.....	8
图表 12: 公司 24Q1–Q3 线上销售毛利率为 48.37%.....	8
图表 13: 欧美折扣店成长史.....	8
图表 14: 2024 年中国社零名义同比增速为 3.5%.....	9
图表 15: 2022 年奥特莱斯零售增长率为 8.0%.....	9
图表 16: 2023 年奥特莱斯零售增长率为 9.5%.....	9
图表 17: 2013–2024 年人均可支配收入 CAGR 为 7.68%.....	10
图表 18: 21–25 年中国运动鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%.....	10
图表 19: 公司为 Adidas 拓展下沉市场.....	11
图表 20: 公司与京东合作运营京东奥莱旗舰店.....	11
图表 21: 海澜之家重点费率预测.....	11
图表 22: 海澜之家简易预测利润表（金额单位：亿元）.....	11
图表 23: 可比公司估值表.....	12

1. 多品牌运营业绩稳健，渠道优化推动利润修复

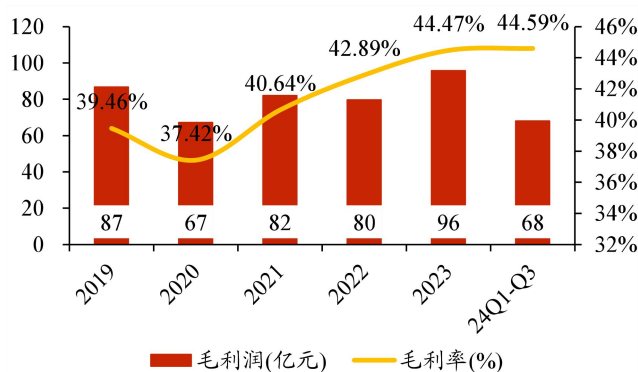
多品牌运营下利润增长稳定，集团毛利率近年呈增长趋势。公司为多品牌运营的服饰生活零售集团，旗下包含男装、女装、童装、生活家居等多个品牌。24Q1-Q3 公司营收/毛利分别为 152.59 亿元/68.05 亿元，同比分别-1.99%/-2.39%；2019-2023 公司营收/毛利 CAGR 分别为-0.51%/2.51%。24Q1-Q3 公司毛利率较 2019 增长 5.13pct 至 44.59%。整体看，公司品牌形象不断优化，毛利率呈增长趋势。

图表 1：2019-2023 公司营收 CAGR 为-0.51%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

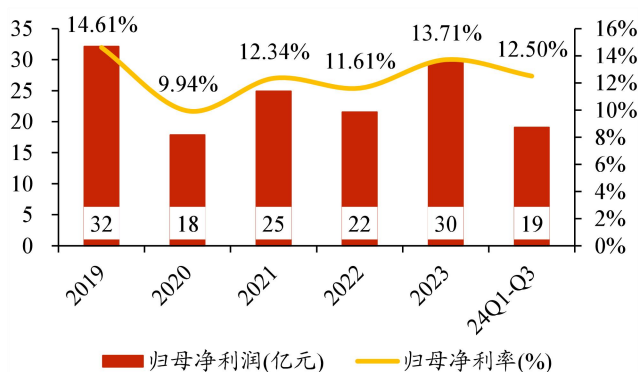
图表 2：2019-2023 公司毛利 CAGR 为 2.51%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

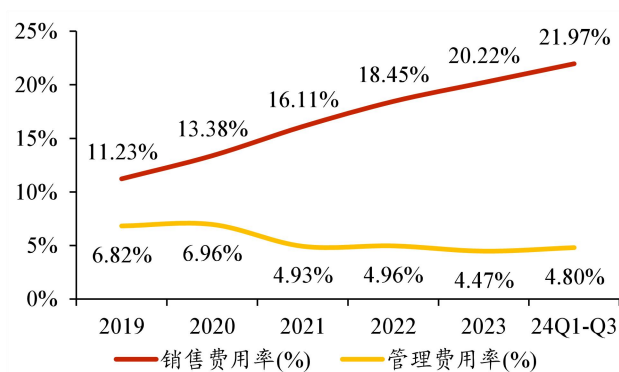
管理费率近年呈现改善趋势，归母净利率仍处修复阶段。伴随公司近年推动“多渠道、多平台、多维触达用户”策略，线上等渠道发展推动销售费用率持续走高，24Q1-Q3 销售费率增至 21.97%，叠加前期公共卫生事件等因素影响，归母净利率仍处于修复阶段，2019-2023 年归母净利润 CAGR 为-2.08%，24Q1-Q3 归母净利率为 12.50%，自 2020 年后呈修复趋势。但公司管理费用管控相对良好，整体自 2019 年后呈下降趋势，24Q1-Q3 管理费率为 4.80%。

图表 3：2019-2023 公司归母净利 CAGR 为-2.08%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司管理费率呈改善趋势

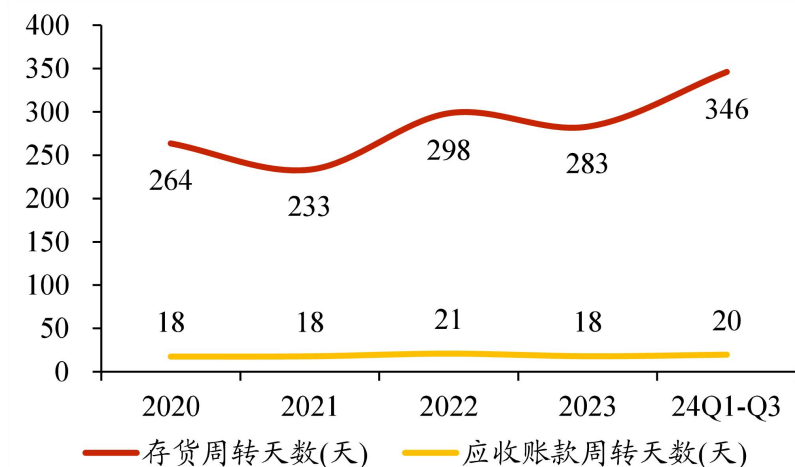


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

存货周转天数近年小幅上涨。伴随多品牌运营战略及前期公共卫生事件影响，公司近年库存呈现微增态势，24Q1-Q3 存货周转天数增至 346 天左右；24Q1-Q3 应收账款周转天数

较 2020 年增加 2 天至 20 天左右。未来，公司经营效率有望在线下消费场景修复、品牌运营更成熟及渠道发展的推动下逐步改善，库存问题有望得到解决。

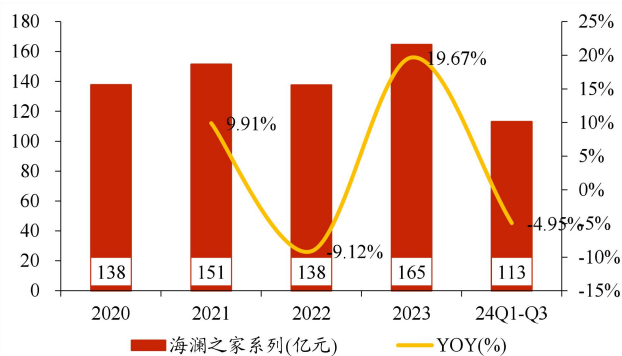
图表 5：公司近年库存小幅增长



资料来源：Wind，华源证券研究所

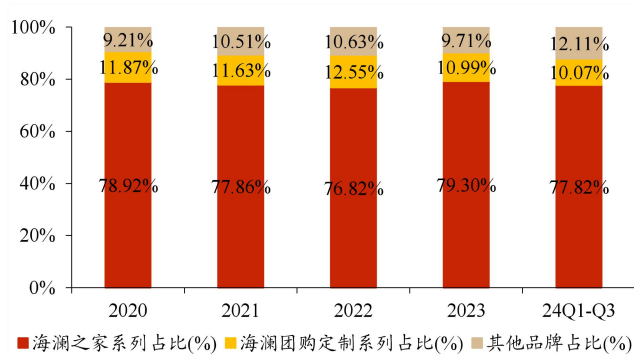
分品牌看，核心主业占比稳固，斯搏兹并表拉动其他业务增长。据公司公告，公司主品牌 24Q1-Q3 实现营收 113 亿元，同比-5%，近年营收占比维持在 78%左右，核心主业对公司营收贡献稳固。此外，公司其他业务 24Q1-Q3 营收同比增速及占比快速增长，主要系 2024 年 4 月末以来斯搏兹品牌管理（上海）有限公司纳入公司合并报表范围，未来有望为公司营收增长注入新活力。

图表 6：24Q1-Q3 海澜之家系列营收 113 亿元



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：海澜之家系列近年营收占比稳定



资料来源：公司公告，华源证券研究所

分渠道看，直营店铺占比提升及线上销售占比提升推动公司利润增长。据公司公告，从公司渠道数量看，截至 2024 年三季报，公司共拥有店铺 7129 家，较 2019 年小幅减少 125 家，其中，海澜之家系列总店铺数小幅增长。

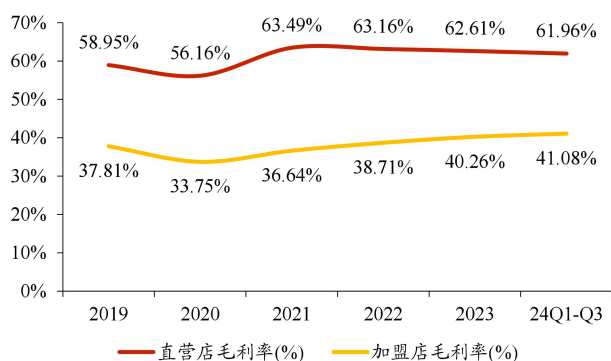
拆分直营与加盟看，近年直营渠道增长迅速，截至 2024 年三季报公司共拥有直营店铺 1869 家，较 2019 年增长 1210 家；从公司渠道利润看，直营渠道近年毛利率均超过 60%，

加盟渠道毛利率也逐步提升至 40% 以上，同时，公司直营店铺数量占比亦逐年提升，渠道结构优化有望推动公司利润持续上行。

拆分线上与线下看，公司近年发力线上业务，线上渠道营收占比持续提升，且伴随 2023 年后线上渠道毛利率超越线下渠道，线上业务增长有望助推公司利润持续上行。

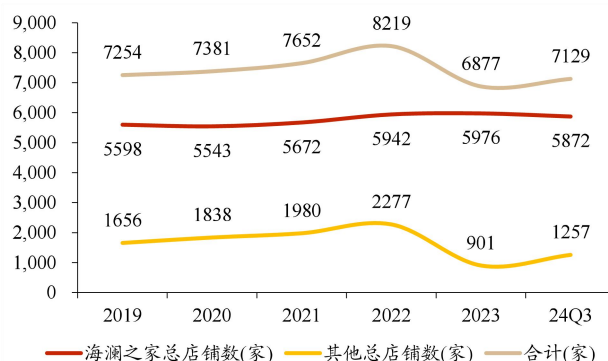
海外业务逐步拓展。据公司 2024 年 10 月 30 日投资者关系活动汇总表，公司未来将大力布局海外业务，在夯实现有海外覆盖区域（马来西亚、泰国、越南、新加坡等）外，将逐步开发中亚、中东等新市场，24H1 海外业务实现营收 1.61 亿元，同比+25.44%，有望成为公司营收增长新驱动。

图表 8：公司直营渠道毛利率高于加盟渠道



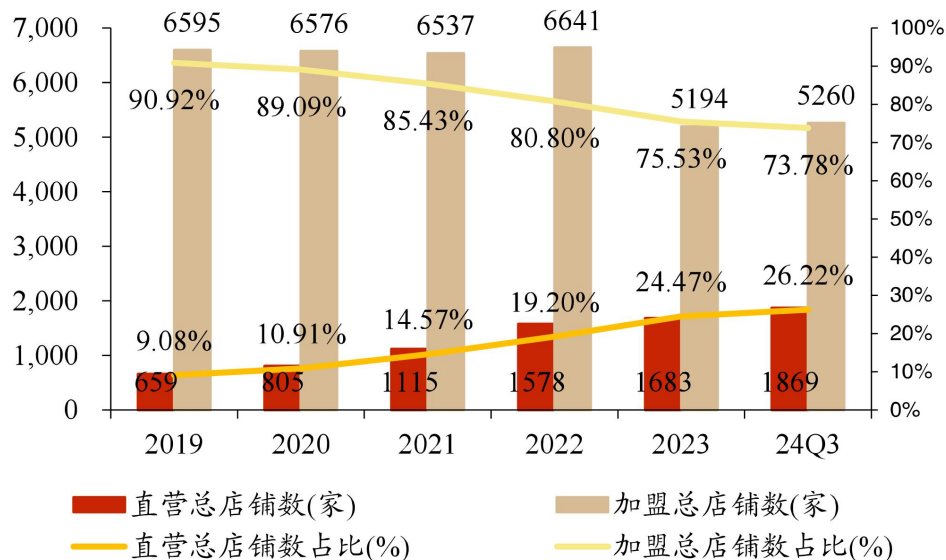
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：公司近年整体店铺数略有下滑



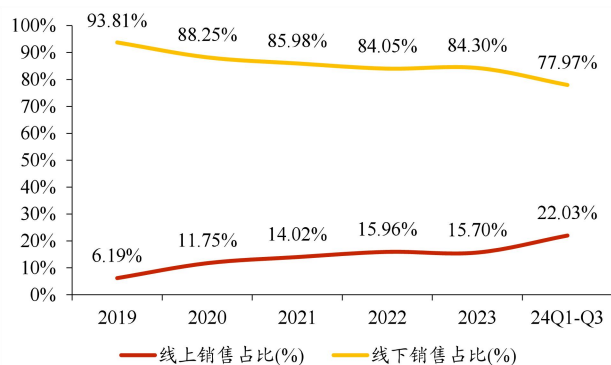
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：毛利率更高的直营渠道店铺数量及占比逐年提升



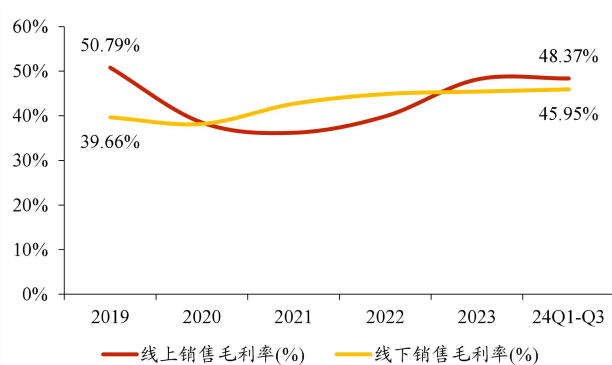
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：公司近年线上销售占比逐步提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：公司 24Q1-Q3 线上销售毛利率为 48.37%

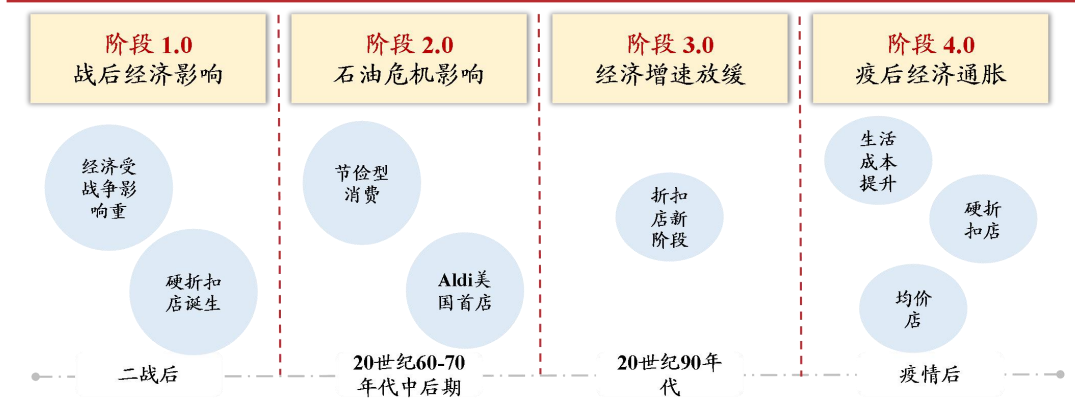


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 布局奥莱运动零售业务，精准锚定性价比新需求

借鉴欧美，奥特莱斯为消费者追求性价比下的重要消费渠道。据中国百货商业协会，从欧美奥特莱斯业态发展史看，这类渠道快速发展时期往往伴随消费者在经济波动中对性价比商品不断提升的需求。如二战、石油危机等国际事件放缓世界经济增速，该时期消费者对性价比商品需求提升，工厂直销折扣店、百货折扣店及软/硬折扣店等应运而生，并在消费者追求性价比的消费习惯下快速发展。

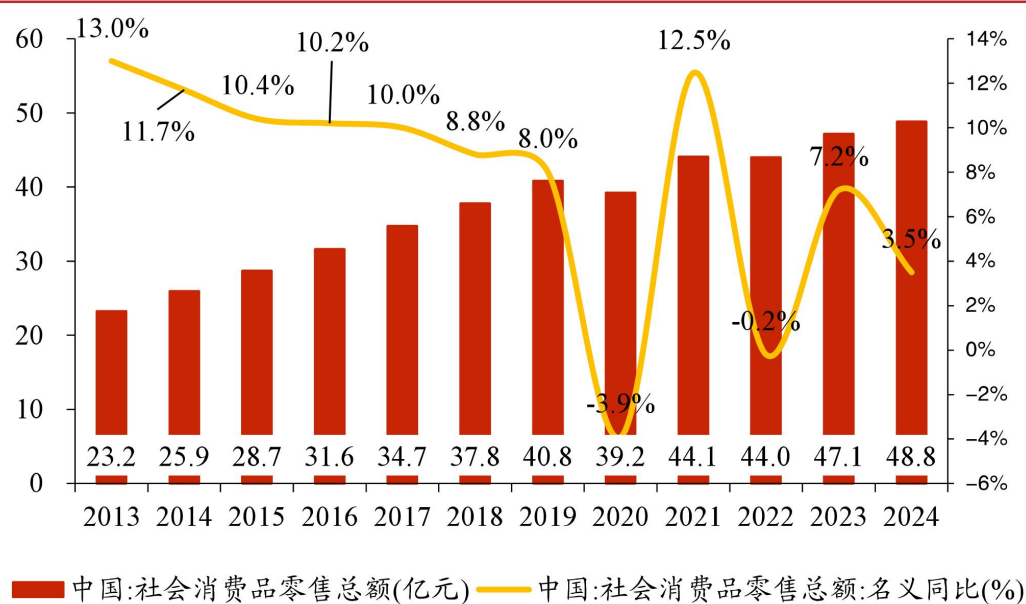
图表 13：欧美折扣店成长史



资料来源：中国百货商业协会，《2023-2024 中国奥特莱斯行业白皮书》，华源证券研究所

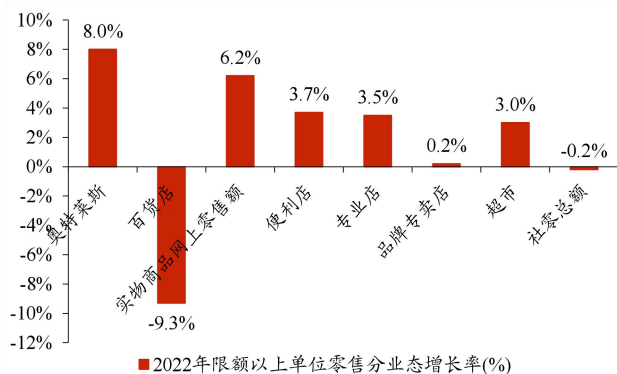
奥莱渠道有望承接更多需求。在经济发展下，中国大众消费品类日趋丰富、消费者需求日渐多元化，大众消费品同质化及公共卫生事件影响推动了消费者对性价比的追求。据国家统计局及中国百货商业协会，2023 年中国社零总额同比增长 7.2%，其中，奥莱渠道同比增长 9.5%，延续了 2022 年的快速增长趋势，2023 年销售规模约为 2300 亿元，同比+9.5%，成为近年增长较快的零售业态之一。因此，在消费者对大众消费品性价比不断提升的追求下，国内的奥特莱斯渠道有望承接更多的消费需求并迎来快速发展阶段。

图表 14：2024 年中国社零名义同比增速为 3.5%



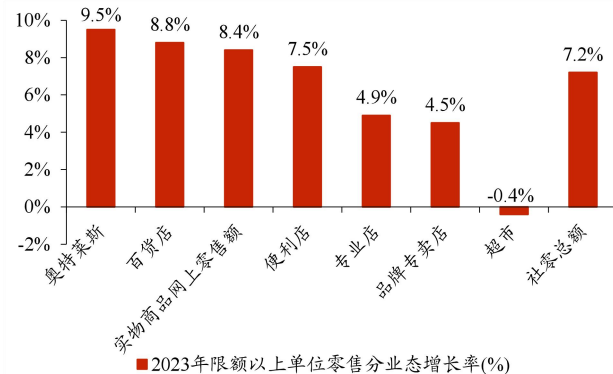
资料来源：国家统计局，Wind，华源证券研究所

图表 15：2022 年奥特莱斯零售增长率为 8.0%



资料来源:国家统计局,中国百货商业协会,华源证券研究所 注:奥特莱斯数据为中国百货商业协会估计值

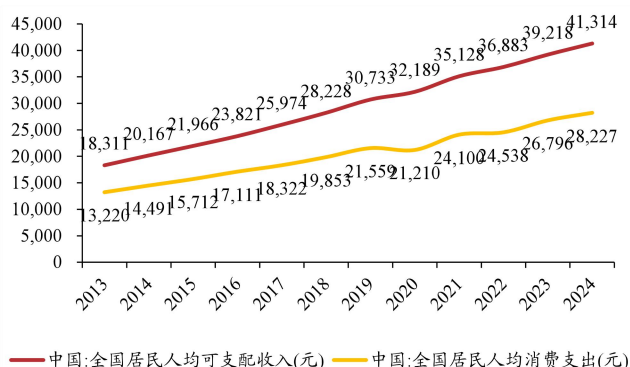
图表 16：2023 年奥特莱斯零售增长率为 9.5%



资料来源:国家统计局,中国百货商业协会,华源证券研究所 注:奥特莱斯数据为中国百货商业协会估计值

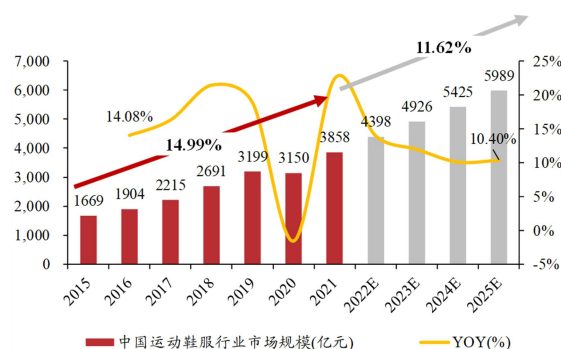
经济发展带动国内居民人均支出提升，鞋服市场发展有望延续。2024 年，我国居民人均可支配收入增至 4.1 万元，经济发展及健康观念转变带来运动参与人数提升推动居民运动服饰相关消费开支不断增长；据艾媒咨询、欧睿国际及科尔尼，我国运动服饰行业市场规模于 2021 年增至 3858 亿元，2015–2021 年 CAGR 为 14.99%。展望未来，据艾媒咨询预计，至 2025 年，中国运动鞋服行业市场规模有望增至 5989 亿元，2021–2025 年预期年化增速为 11.62%。

图表 17：2013-2024 年人均可支配收入 CAGR 为 7.68%



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：21-25 年中国运动鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%



资料来源：艾媒咨询，科尔尼，欧睿国际，华源证券研究所

公司通过子公司设立斯搏兹，并于 2024 上半年完成并表。据公司公告，公司通过全资子公司上海海澜之家投资有限公司（以下简称“上海海澜”）与上海海新体育发展集团有限公司（以下简称“海新体育”）共同设立斯搏兹品牌管理（上海）有限公司（以下简称“斯搏兹”），于 2023 年 3 月上海海澜出资 1.6 亿元持有斯搏兹 40%股权，并于 2024 年上半年以 8800 万元收购海新体育持有的斯搏兹 11%的股权，至此，公司通过上海海澜合计持有斯搏兹 51%的股权并成为其控股股东。

斯搏兹主营业务为国际运动品牌中国市场拓展及零售代理。据 LADYMAX 公众号，斯搏兹主业为代理 Adidas、Nike、Puma、Asics 等国际品牌在中国市场的拓展及零售业务，且近期正着手帮助 Adidas 及 Adidas Neo 开拓国内低线市场，有望成为 Adidas 中国唯一清仓渠道，或将助海澜之家切入运动服饰零售业务。

公司与京东合作布局奥莱线下渠道。据公司 2024 年 10 月 30 日投资者关系活动汇总表，公司通过上海海澜持有上海京海奥特莱斯商业发展有限公司 65%的股权，与京东合作运营奥莱渠道，并于 2024 年 9 月在无锡海澜飞马水城开出京东奥莱首家线下门店，标志公司正式布局京东奥莱线下渠道。

在近年消费者对性价比商品及运动鞋服消费的热情下，公司在夯实传统男装业务外通过收购、合作等方式切入运动服饰零售行业，该业务有望为公司的营收增长注入新的活力。

图表 19：公司为 Adidas 拓展下沉市场



资料来源：LADYMAX 公众号，华源证券研究所

图表 20：公司与京东合作运营京东奥莱旗舰店



资料来源：LADYMAX 公众号，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设与盈利预期

期间费率端：1）销售费用率，公司深耕男装赛道，近期受发力新品牌及新渠道影响销售费用率有所提升，但预计各业务发展平稳后销售费用率有改善预期，因此预计 2024–2026 公司销售费用率分别为 20.90%、20.80%、20.45%；**2）管理费用率**，公司通过科技赋能数字管理体系，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2024–2026 管理费用率分别为 4.90%、4.80%、4.70%。

图表 21：海澜之家重点费率预测

	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	20.22%	20.90%	20.80%	20.45%
管理费用率	4.47%	4.90%	4.80%	4.70%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 2024–2026 营业收入分别为 211.57 亿元/241.44 亿元/263.31 亿元，同比分别增长–1.72%/14.12%/9.06%；归母净利润分别 22.98 亿元/26.90 亿元/29.98 亿元，同比分别增长–22.17%/17.09%/11.45%。

图表 22：海澜之家简易预测利润表（金额单位：亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	215.28	211.57	241.44	263.31
YOY	15.98%	–1.72%	14.12%	9.06%
营业成本	119.54	117.46	133.28	145.09
YOY	12.77%	–1.74%	13.46%	8.86%
毛利率	44.47%	44.48%	44.80%	44.90%
归母净利润	29.52	22.98	26.90	29.98
YOY	36.96%	–22.17%	17.09%	11.45%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：公司深耕男装主业多年基本盘稳固，未来有望在线上及直营渠道营收占比提升驱动下实现营收及利润双升，且有望在夯实现有海外市场基础上进一步扩大海外市场覆盖范围，并通过入股方式切入运动零售及京东奥莱渠道，业绩增长新驱动较多。我们选择与公司同属男装赛道的九牧王及同属多品牌运营、有海外扩张预期的运动服饰公司安踏体育为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在男装赛道的品牌竞争壁垒、渠道覆盖广泛及注重产品研发等特性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 23：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS（元/股）				PE			
		2025-2-12	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
600398.SH	海澜之家	7.9	0.6	0.5	0.6	0.6	12.9	16.6	14.2	12.7	
可比公司											
601566.SH	九牧王	8.2	0.3	0.4	0.5	0.5	24.9	22.9	16.5	15.2	
2020.HK	安踏体育	79.2	3.6	4.8	4.9	5.5	22.0	16.6	16.3	14.5	
可比公司 PE 均值							23.5	19.7	16.4	14.9	

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，安踏体育收盘价调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币=1.06 港元

4. 风险提示

零售环境修复不及预期风险。公司所处可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若零售环境修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。

店铺拓展进度不及预期风险。公司直营店铺及海外店铺数量若因外部宏观环境等因素扩张不及预期则有可能对整体业绩增长速度造成不利影响。

新业务发展不及预期风险。公司运动零售及奥莱业务发展仍处初期，若发展速度不及预期，则可能对公司业绩增速造成不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,901	12,927	14,341	15,426
应收票据及账款	1,040	1,144	1,306	1,424
预付账款	230	413	471	514
其他应收款	393	511	583	636
存货	9,337	9,268	9,494	10,732
其他流动资产	2,103	1,089	1,191	1,266
流动资产总计	25,005	25,353	27,386	29,999
长期股权投资	194	206	218	229
固定资产	4,294	4,311	4,113	3,864
在建工程	74	187	155	160
无形资产	688	559	470	372
长期待摊费用	299	341	356	363
其他非流动资产	3,159	3,309	3,557	3,806
非流动资产合计	8,708	8,914	8,869	8,794
资产总计	33,713	34,267	36,255	38,793
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	10,085	9,813	10,404	11,724
其他流动负债	6,683	7,163	8,126	8,827
流动负债合计	16,768	16,976	18,530	20,551
长期借款	653	653	653	653
其他非流动负债	254	254	254	254
非流动负债合计	907	907	907	907
负债合计	17,675	17,883	19,437	21,458
股本	1,056	1,478	1,478	1,478
资本公积	941	519	519	519
留存收益	14,052	14,315	14,622	14,965
归属母公司权益	16,050	16,312	16,620	16,962
少数股东权益	-12	71	198	373
股东权益合计	16,038	16,384	16,818	17,335
负债和股东权益合计	33,713	34,267	36,255	38,793

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	2,918	2,265	2,701	3,056
折旧与摊销	1,476	817	881	946
财务费用	47	-12	-16	-20
投资损失	-186	-78	-78	-78
营运资金变动	405	886	934	493
其他经营现金流	570	151	151	151
经营性现金净流量	5,230	4,028	4,573	4,549
投资性现金净流量	-777	-979	-793	-828
筹资性现金净流量	-3,198	-2,023	-2,367	-2,635
现金流量净额	1,250	1,026	1,413	1,085

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	21,528	21,157	24,144	26,331
营业成本	11,954	11,746	13,328	14,509
税金及附加	150	148	169	184
销售费用	4,353	4,422	5,022	5,385
管理费用	963	1,037	1,159	1,238
研发费用	200	256	266	290
财务费用	47	-12	-16	-20
资产减值损失	-452	-536	-612	-668
信用减值损失	-4	-9	-11	-12
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	186	78	78	78
公允价值变动损益	-3	0	0	0
资产处置收益	1	4	4	4
其他收益	22	36	36	36
营业利润	3,611	3,131	3,712	4,185
营业外收入	30	63	63	63
营业外支出	17	26	26	26
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,624	3,169	3,749	4,222
所得税	705	788	932	1,050
净利润	2,918	2,381	2,817	3,173
少数股东损益	-34	83	127	174
归属母公司股东净利润	2,952	2,298	2,690	2,998
EPS(元)	0.61	0.48	0.56	0.62

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	15.98%	-1.72%	14.12%	9.06%
营业利润增长率	28.68%	-13.27%	18.53%	12.75%
归母净利润增长率	36.96%	-22.17%	17.09%	11.45%
经营现金流增长率	66.71%	-22.98%	13.53%	-0.54%
盈利能力				
毛利率	44.47%	44.48%	44.80%	44.90%
净利率	13.56%	11.25%	11.67%	12.05%
ROE	18.39%	14.09%	16.19%	17.68%
ROA	8.76%	6.71%	7.42%	7.73%
估值倍数				
P/E	12.92	16.60	14.18	12.72
P/S	1.77	1.80	1.58	1.45
P/B	2.45	2.34	2.29	2.25
股息率	7.05%	5.34%	6.25%	6.96%
EV/EBITDA	4	7	6	5

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（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50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，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）。