

2020年11月29日

# 波司登 (03998.HK)

## 动态分析

### 多因素推升上半财年利润率，关注可选消费复苏及旺季有利气温

纺织服装

 投资评级 **买入-B(首次)**  
 股价(2020-11-27) 3.41 港元

#### 事件

公司披露财年半年报，财年上半年实现营收 46.82 亿元/+5.2%，实现净利润 4.86 亿元/+41.8%，基本每股收益 0.05 元。

#### 投资要点

- ◆ **反季去化带动羽绒营收增长，多因素推升上半财年净利率：**营收端，波司登聚焦主航道战略延续，上半财年羽绒服在库存反季去化推动下继续保持 18% 增长，贴牌加工业务受海外需求放缓影响，营收下降 8.9%，最终公司上半财年营收合计增长 5.2%  
 净利端，波司登持续强化线上销售及大店策略，直营占比提升推升羽绒业务毛利率，贴牌加工业务原材料成本下行，叠加公司整体费用管控，上半财年公司净利率同比提升 2.4pct 至 10.5%，推动净利润同比大幅增长 42%。
- ◆ **强化反季销售，主品牌及线上带动羽绒业务强劲增长：**羽绒业务财年上半年渠道有所收缩，疫情后公司主要策略为保证单店效益，9 月末波司登、雪中飞、冰洁门店数量分别约 3780、347、537 家。同时公司持续强化线上销售，强化反季销售，上半年品牌羽绒服线上销售增长 86%，推动羽绒服业务营收增长 18%，其中波司登、雪中飞、冰洁营收分别增长 20%、5.2%、2.1%，主品牌延续良好增长趋势。另有公司大店及线上战略推动直营销售取得 144% 额大幅增长，推动波司登毛利率进一步上行。
- ◆ **海外疫情影响贴牌加工需求，原材料跌价保障利润正增长：**贴牌加工方面，受海外疫情不断扩散影响，海外需求预期降低，品牌控制订单已控制库存风险。财年上半年公司贴牌加工业务受影响，营收下降 8.9%。但一方面公司于前 5 大客户保持良好关系，前 5 大客户占比继续维持在 86% 左右，另一方面公司把握疫情后原材料跌价机遇，贴牌加工毛利率明显提升，最终财年上半年贴牌加工经营利润实现 5.4% 的正增长。
- ◆ **存货周转受疫情影响，预计公司存货逐步回到良好水平：**存货方面，疫情影响公司去年冬装去化，截止上财年年末（3 月 31 日），公司存货大幅提升，影响本财年上半年度存货周转天数，存货周转天数同比上升 28 天至 197 天。若拆分波司登存货结构，截止财年上半年末，公司产成品存货余额约 19.2 亿元，由于上半年加大反季销售力度，产成品存货已较上财年末的 22.6 亿元明显降低。叠加公司线上增长良好，双 11 实现销售同比增长 35% 以上，主品牌波司登销售额突破 15 亿元，同比增长 25% 以上，预计公司存货逐步回到良好水平。
- ◆ **可选消费复苏叠加气温有利，关注公司旺季销售增长：**公司淡旺季分化明显，近三年公司下半财年营收占比平均约 66%，下半财年经营利润占比平均约 72%。进入 10 月以来，由于国内疫情逐步受控以及气温转凉，线下消费及线下服装消费客流明显回升，分别回升至去年同期的 96 成、94 成。线下客流回暖推动可选消费复苏，10

#### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值（百万元）  | 36,723.46    |
| 流通市值（百万元） | 36,723.46    |
| 总股本（百万股）  | 10,769.34    |
| 流通股本（百万股） | 10,769.34    |
| 12 个月价格区间 | 1.54/4.00 港元 |

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅%  | 1M     | 3M    | 12M   |
|------|--------|-------|-------|
| 相对收益 | -12.52 | 38.7  | -0.25 |
| 绝对收益 | -3.67  | 44.49 | -0.24 |

#### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@hua.jinsc.cn  
 021-20377089

#### 分析师

吴雨舟  
 SAC 执业证书编号：S0910520080001  
 wuyuzhou@hua.jinsc.cn  
 021-20377061

#### 相关报告

- 纺织服装：波司登（3998.HK）：疫情冲击不改增长动力，战略转型红利继续释放 2020-06-29
- 纺织服装：波司登（3998.HK）：羽绒推升中报业绩，营销投放推动品牌持续提升 2019-11-29
- 纺织服装：波司登：聚焦羽绒主业，财年业绩快速增长 2019-07-28

月纺织服装限额以上零售增速提升至12%。冬装销售与气温关系较为明显，今年10月以来全国主要城市平均气温基本低于去年同期。中央气象台数据显示，12月上中下旬国内主要城市平均气温分别较去年同期低0.5、2.2、1.0摄氏度，Q4整体气温情况较去年同期有利。叠加2021年春节时点较2020年后移，冬季气候及消费旺季持续时间预计延长，有利于今年度冬装销售。

- ◆ **投资建议：**波司登是国内羽绒品牌龙头，双11取得天猫服饰行业第二及中国服饰品牌第一的排名。上半财年公司反季销售及把握原材料机遇，推动利润大幅上行。近期可选消费复苏叠加气温有利，关注公司旺季销售增长。我们预测公司20/21财年至22/23财年每股收益分别为0.14、0.17和0.20元。净资产收益率分别为12.6%、14.5%和16.0%。目前公司PE(2020E)约为21倍，首次以公司报告形式覆盖波司登，给予“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**疫情及暖冬使行业冬装库存位于较高水平；冷冬预期落地或存不确定性；品牌持续提档成效或不及预期。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,383 | 12,191 | 13,788 | 16,409 | 18,871 |
| YoY(%)    | 16.9   | 17.4   | 13.1   | 19.0   | 15.0   |
| 净利润(百万元)  | 981    | 1,203  | 1,515  | 1,856  | 2,191  |
| YoY(%)    | 59.4   | 22.6   | 25.9   | 22.5   | 18.0   |
| 毛利率(%)    | 53.1   | 55.0   | 57.5   | 58.1   | 58.9   |
| EPS(摊薄/元) | 0.09   | 0.11   | 0.14   | 0.17   | 0.20   |
| ROE(%)    | 9.9    | 11.5   | 12.6   | 14.5   | 16.0   |
| P/E(倍)    | 31.7   | 25.9   | 20.6   | 16.8   | 14.2   |
| P/B(倍)    | 3.1    | 3.1    | 2.7    | 2.5    | 2.3    |
| 净利率(%)    | 9.5    | 9.9    | 11.0   | 11.3   | 11.6   |

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 一、反季去化带动羽绒营收增长，多因素推升上半财年净利率   | 5  |
| (一) 反季去化带动羽绒营收增长，多因素推升上半财年净利率 | 5  |
| (二) 聚焦主航道战略延续，羽绒业务夯实公司增长动力    | 5  |
| (三) 强化反季销售，主品牌及线上带动羽绒业务强劲增长   | 6  |
| (四) 海外疫情影响贴牌加工需求，原材料跌价保障利润正增长 | 7  |
| (五) 疫情影响可选消费，女装业务仍需整合调整       | 8  |
| (六) 多元化业务持续收缩，校服业务正在培育        | 8  |
| (七) 线上持续投入见效，线上发力有望保障未来业绩成长   | 9  |
| 二、多因素叠加保障净利率增长，预计存货逐步回归良好水平   | 9  |
| (一) 多因素叠加推动毛利率上行，费用管控保障净利率增长  | 9  |
| (二) 存货周转受疫情影响，预计公司存货逐步回到良好水平  | 10 |
| (三) 现金流季节性特征明显，上半财年较同期明显改善    | 10 |
| 三、可选消费复苏叠加气温有利，关注公司旺季销售增长     | 11 |
| 四、盈利预测及投资建议                   | 12 |
| 五、风险提示                        | 13 |

## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1：波司登营业收入及其增长             | 5  |
| 图 2：波司登归母净利润及其增长            | 5  |
| 图 3：波司登分业务营业收入              | 6  |
| 图 4：波司登分业务营收增速              | 6  |
| 图 5：波司登分业务毛利率               | 6  |
| 图 6：波司登分业务分部利润              | 6  |
| 图 7：波司登合计经营利润及其增长           | 6  |
| 图 8：波司登品牌羽绒服渠道数量（家）         | 7  |
| 图 9：波司登品牌羽绒服各品牌营业收入         | 7  |
| 图 10：波司登品牌羽绒服分渠道营业收入        | 7  |
| 图 11：波司登品牌羽绒服各品牌毛利率         | 7  |
| 图 12：波司登贴牌加工主要客户情况          | 8  |
| 图 13：波司登贴牌加工经营利润情况          | 8  |
| 图 14：波司登女装各品牌营业收入           | 8  |
| 图 15：波司登女装各品牌渠道数量           | 8  |
| 图 16：波司登多元化业务营业收入           | 9  |
| 图 17：波司登各业务线上销售收入           | 9  |
| 图 18：波司登品牌羽绒服及女装业务线上销售占比    | 9  |
| 图 19：波司登毛利率净利率情况            | 10 |
| 图 20：波司登销售及管理费用率情况          | 10 |
| 图 21：波司登存货周转情况              | 10 |
| 图 22：波司登存货结构情况（百万元）         | 10 |
| 图 23：波司登经营活动现金流量情况          | 11 |
| 图 24：波司登应收应付账款周转情况          | 11 |
| 图 25：波司登近三年上下半年各业务营业收入（百万元） | 11 |

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 26: 波司登近三年上下半年合计经营利润及其增长 ..... | 11 |
| 图 27: 国内整体及服装线下消费客流恢复 .....      | 12 |
| 图 28: 国内限额以上纺织服装零售额恢复 .....      | 12 |
| 图 29: 国内主要城市平均气温情况 .....         | 12 |
| 图 30: 国内主要城市平均气温预报情况 .....       | 12 |
| 表 1: 波司登营业收入拆分及其预测 (百万元, %)      | 12 |

## 一、反季去化带动羽绒营收增长，多因素推升上半财年净利率

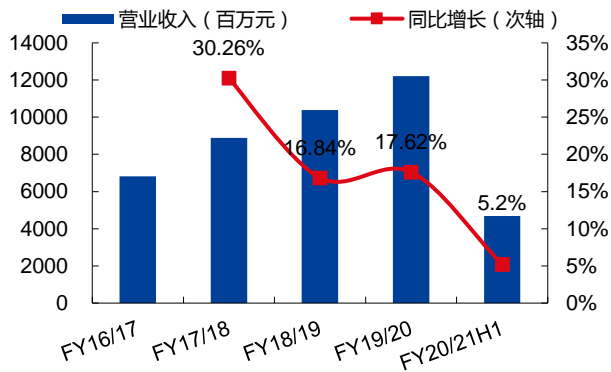
公司披露财年半年报，财年上半年实现营收 46.82 亿元/+5.2%，实现净利润 4.86 亿元/+41.8%，基本每股收益 0.05 元。

### （一）反季去化带动羽绒营收增长，多因素推升上半财年净利率

营收端，波司登聚焦主航道战略延续，上半财年羽绒服在库存反季去化推动下继续保持 18% 增长，贴牌加工业务受海外需求放缓影响，营收下降 8.9%，最终公司上半财年营收合计增长 5.2%

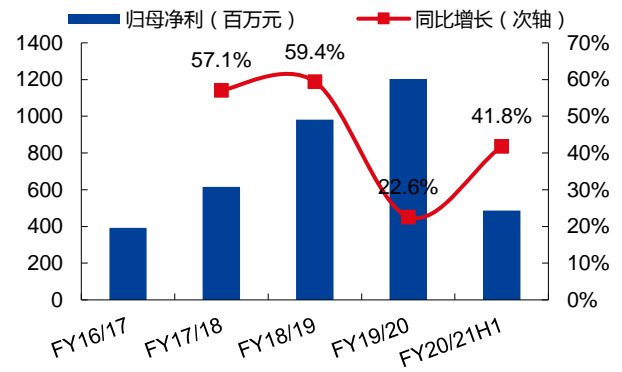
净利端，波司登持续强化线上销售及大店策略，直营占比提升推升羽绒业务毛利率，贴牌加工业务原材料成本下行，叠加公司整体费用管控，上半财年公司净利率同比提升 2.4pct 至 10.5%，推动净利润同比大幅增长 42%。

图 1：波司登营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：波司登归母净利及其增长

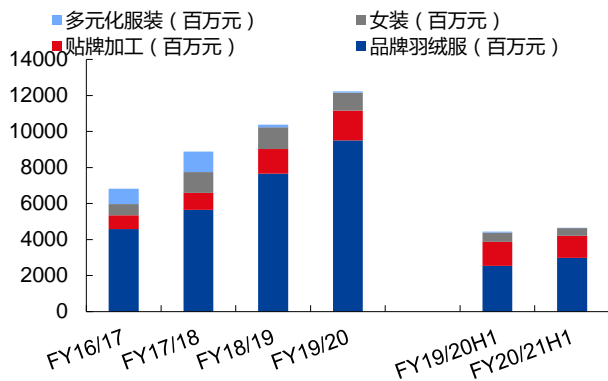


资料来源：Wind，华金证券研究所

### （二）聚焦主航道战略延续，羽绒业务夯实公司增长动力

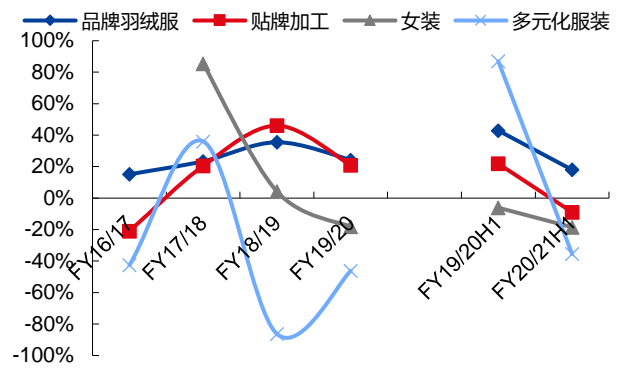
分业务看，财年上半年，公司羽绒服、贴牌加工、女装、多元化服装业务营收占比分别约 64%、26%、8.9%、0.7%，聚焦主航道战略延续。其中羽绒服在库存反季去化推动下继续保持近 18% 增长；OEM 业务受海外需求放缓影响，营收下降 8.9%，但受益于原材料成本降低，该业务经营利润稳步上行；女装业务受市场竞争影响收入下降；多元化除校服业务外，其余持续收缩中。最终公司经营利润增长约 18.8%，受益于毛利率提升、成本降低及费用管控，财年上半年公司经营利润率提升 1.8pct 至 15.2%。

图 3：波司登分业务营业收入



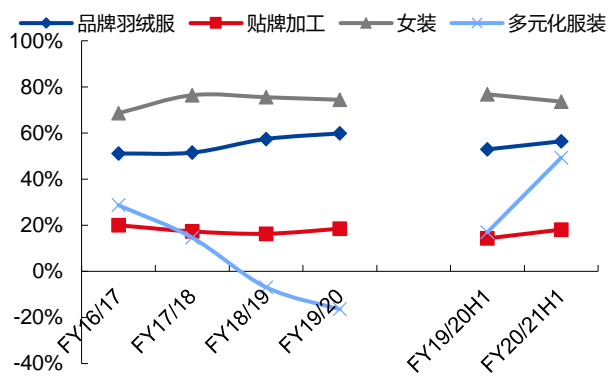
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：波司登分业务营收增速



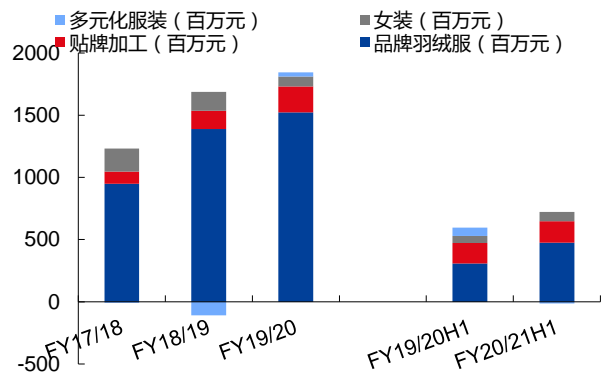
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：波司登分业务毛利率



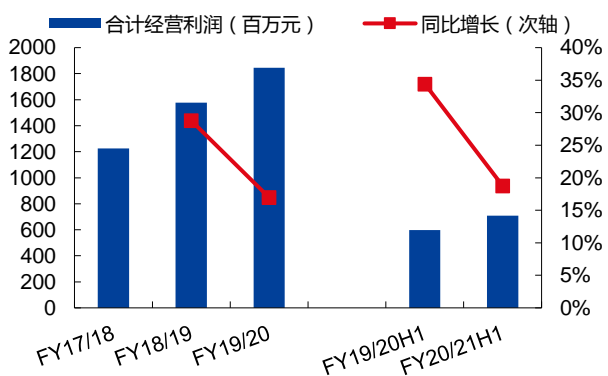
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：波司登分业务分部利润



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：波司登合计经营利润及其增长



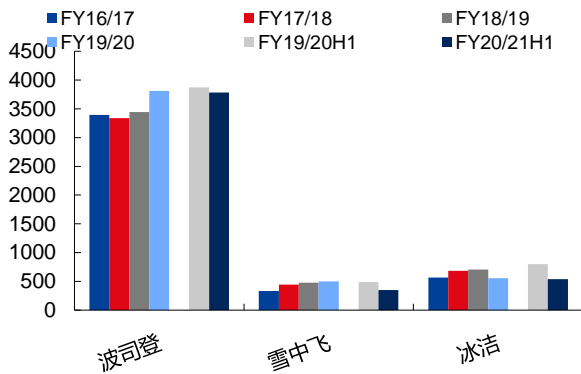
资料来源：公司公告，华金证券研究所

### (三) 强化反季销售，主品牌及线上带动羽绒业务强劲增长

羽绒业务财年上半年渠道有所收缩，疫情后公司主要策略为保证单店效益，9 月末波司登、雪中飞、冰洁门店数量分别约 3780、347、537 家。同时公司持续强化线上销售，强化反季销售，上半年品牌羽绒服线上销售增长 86%，推动羽绒服业务营收增长 18%，其中波司登、雪中飞、冰

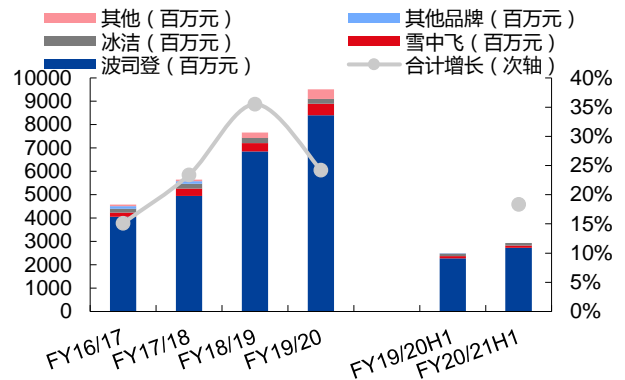
洁营收分别增长 20%、5.2%、2.1%，主品牌延续良好增长趋势。另有公司大店及线上战略推动直  
营销售取得 144% 额大幅增长，推动波司登毛利率进一步上行。

图 8：波司登品牌羽绒服渠道数量（家）



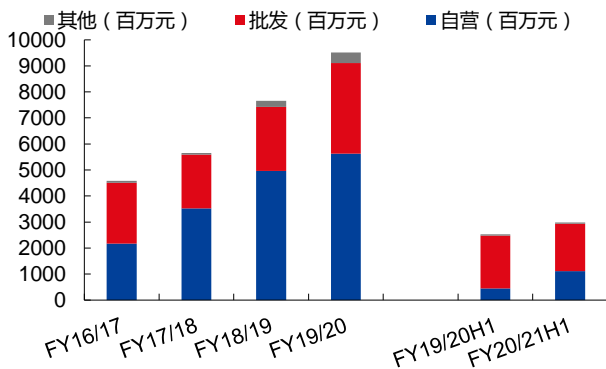
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：波司登品牌羽绒服各品牌营业收入



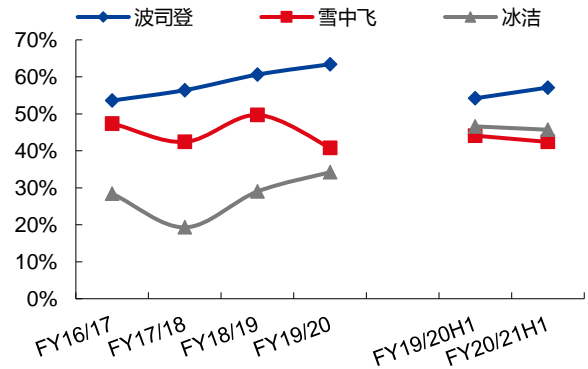
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：波司登品牌羽绒服分渠道营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：波司登品牌羽绒服各品牌毛利率



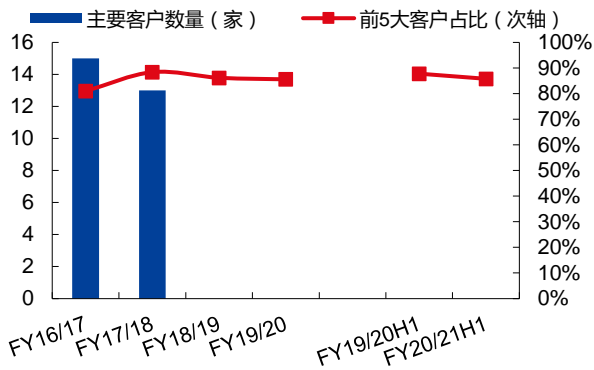
资料来源：公司官网，华金证券研究所

#### （四）海外疫情影响贴牌加工需求，原材料跌价保障利润正增长

贴牌加工方面，受海外疫情不断扩散影响，海外需求预期降低，品牌控制订单已控制库存风险。财年上半年公司贴牌加工业务受影响，营收下降 8.9%。但一方面公司于前 5 大客户保持良好关系，前 5 大客户占比继续维持在 86% 左右，另一方面公司把握疫情后原材料跌价机遇，贴牌加工毛利率明显提升，最终财年上半年贴牌加工经营利润实现 5.4% 的正增长。

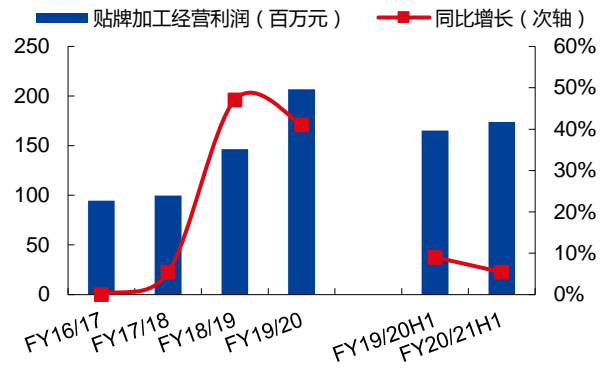


图 12: 波司登贴牌加工主要客户情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 13: 波司登贴牌加工经营利润情况

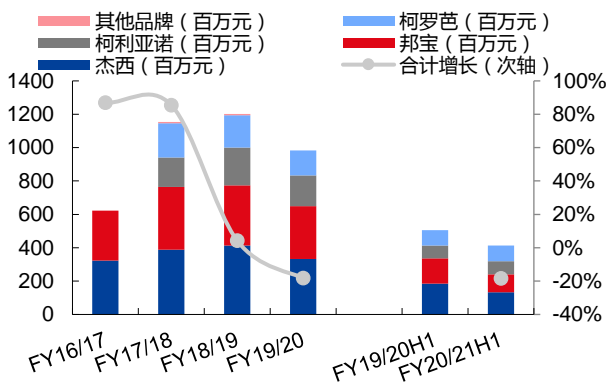


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

### (五) 疫情影响可选消费, 女装业务仍需整合调整

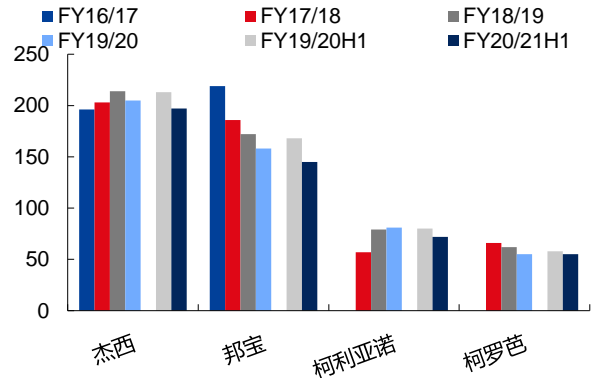
波司登女装业务在细分市场上的竞争力有限, 受疫情影响, 财年上半年合计营收下降约 18%, 渠道数量及毛利率均有所降低。其中天津的柯利亚诺、柯罗芭基本保持去年同期的收入水平, 深圳的杰西、邦宝品牌营收增速位于-25%~-30%区间。公司女装各品牌规模有限, 公司聚焦主航道战略持续下, 预计女装业务仍需进行资源整合及调整。

图 14: 波司登女装各品牌营业收入



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 15: 波司登女装各品牌渠道数量



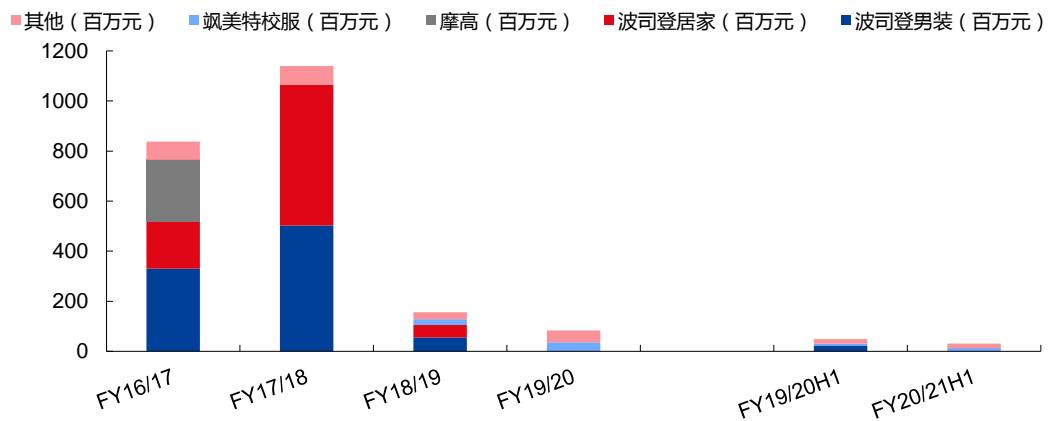
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

### (六) 多元化业务持续收缩, 校服业务正在培育

多元化业务持续收缩, 财年上半年多元化业务占营收比例已小于 1%, 其中公司逐步培育的飒美特校服业务逆势增长 72%。多元化业务规模缩减, 降低对公司经营利润的影响。



图 16: 波司登多元化业务营业收入

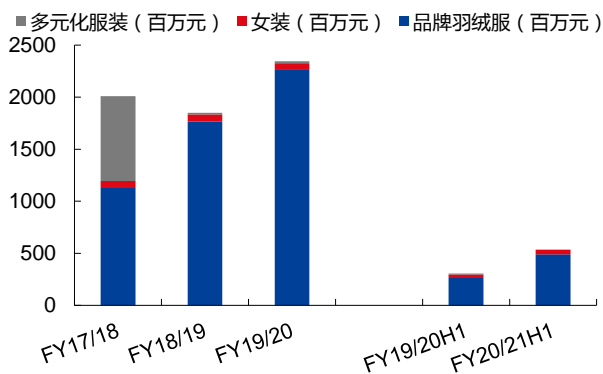


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## (七) 线上持续投入见效, 线上发力有望保障未来业绩成长

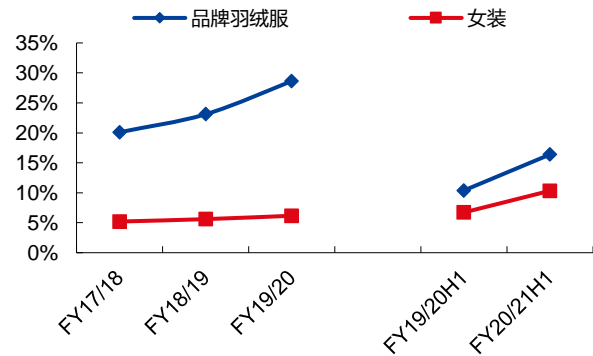
线上销售, 公司持续积极推动新零售模式及数字化转型, 财年上半年在数字化精准营销、线上线下各渠道库存打通等方面取得突破, 推动线上业务快速发展。财年上半年公司品牌羽绒服、女装销售收入分别增长 86%、25%, 分别占据各自业务营收的 16%、10%。线上渠道持续保持较线下更高的增速背景下, 波司登线上发力有望保障未来业绩成长。

图 17: 波司登各业务线上销售收入



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 18: 波司登品牌羽绒服及女装业务线上销售占比



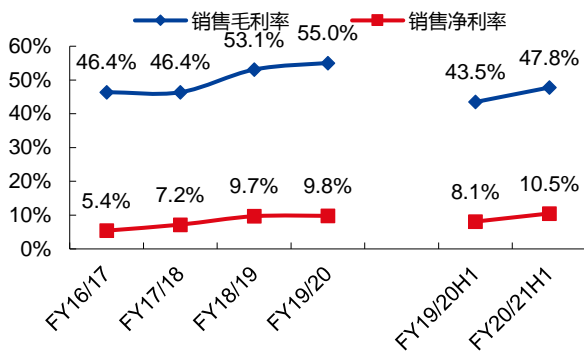
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 二、多因素叠加保障净利率增长, 预计存货逐步回归良好水平

### (一) 多因素叠加推动毛利率上行, 费用管控保障净利率增长

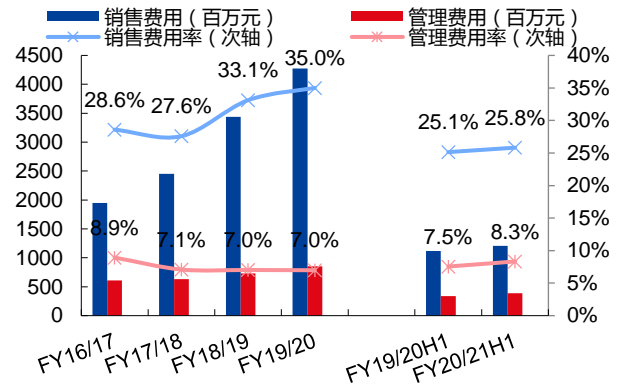
盈利能力方面, 财年上半年波司登羽绒业务线上及直营占比快速增长, 叠加贴牌加工业务原材料成本降低, 公司毛利率进一步提升 4.3pct 至 47.8%。同时疫情后公司强化成本及费用控制, 营收增速放缓至 5.2%的同时, 销售费用率、管理费用率分别仅增长 0.7、0.8pct 至 25.8%、8.3%, 最终公司实现净利率 10.5%, 较去年同期大幅提升 2.4pct, 推动利润端快速增长。

图 19：波司登毛利率净利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 20：波司登销售及管理费用率情况

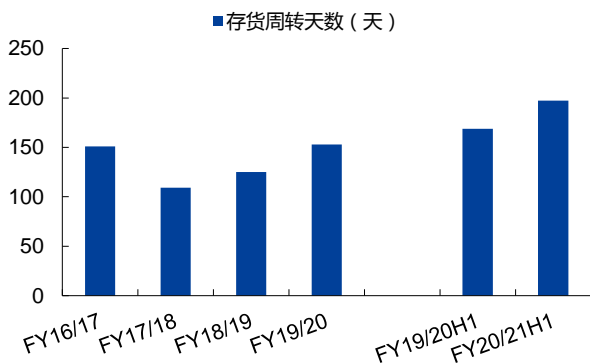


资料来源：Wind，华金证券研究所

## (二) 存货周转受疫情影响，预计公司存货逐步回到良好水平

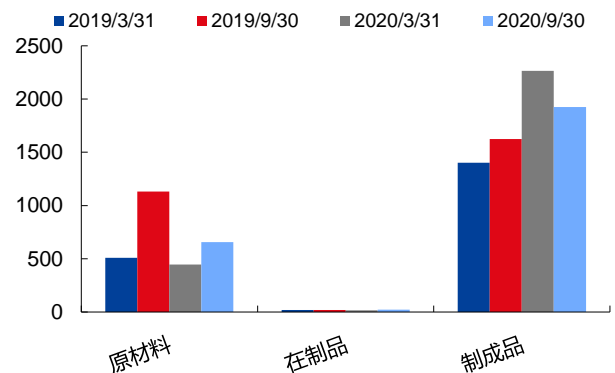
存货方面，疫情影响公司去年冬装去化，截止上财年年末(3月31日)，公司存货大幅提升，影响本财年上半年度存货周转天数，存货周转天数同比上升28天至197天。若拆分波司登存货结构，截止财年上半年末，公司产成品存货余额约19.2亿元，由于上半年加大反季销售力度，产成品存货已较上财年末的22.6亿元明显降低。叠加公司线上增长良好，双11实现销售同比增长35%以上，主品牌波司登销售额突破15亿元，同比增长25%以上，预计公司存货逐步回到良好水平。

图 21：波司登存货周转情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 22：波司登存货结构情况 (百万元)

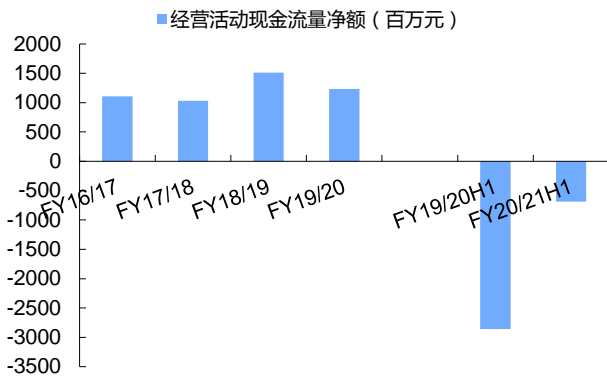


资料来源：公司公告，华金证券研究所

## (三) 现金流季节性特征明显，上半财年较同期明显改善

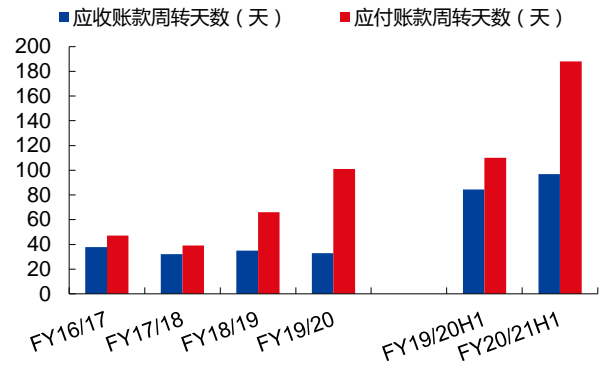
现金流方面，公司持续呈现上半年高投入，下半年高回报的经营活动现金流情况，本财年受疫情影响，公司加大了供应链金融的使用比例，从而减少现金流流出，上半财年公司经营活动现金流净流出6.9亿元，较去年同期的净流出28.6亿元明显改善。

图 23：波司登经营活动现金流量情况



资料来源：Wind，公司官网，华金证券研究所

图 24：波司登应收应付账款周转情况

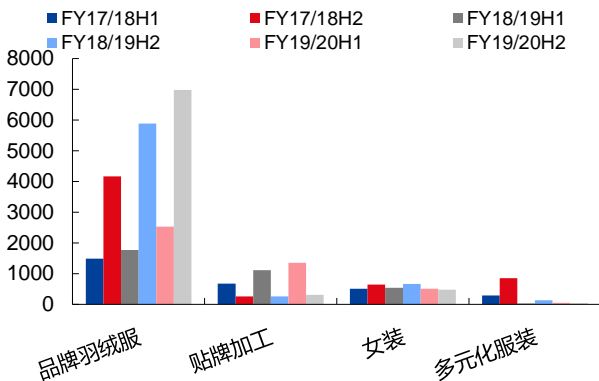


资料来源：Wind，公司公告，公司官网，华金证券研究所

### 三、可选消费复苏叠加气温有利，关注公司旺季销售增长

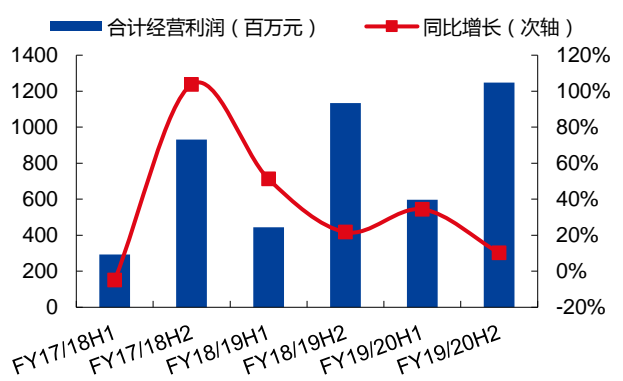
由于波司登主营羽绒服主要在冬季销售，公司淡旺季分化明显，近三年公司下半财年营收占比平均约 66%，下半财年经营利润占比平均约 72%。公司全年业绩主要取决于旺季销售。

图 25：波司登近三年上下半年各业务营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

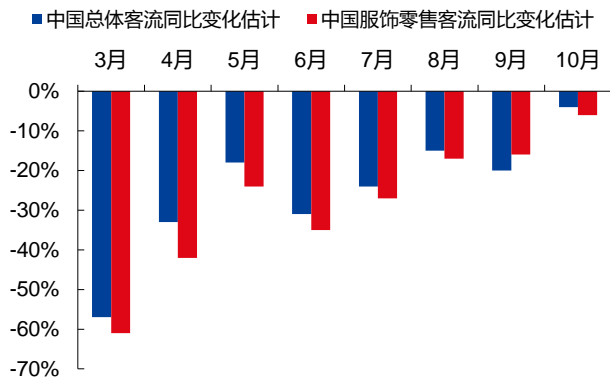
图 26：波司登近三年上下半年合计经营利润及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

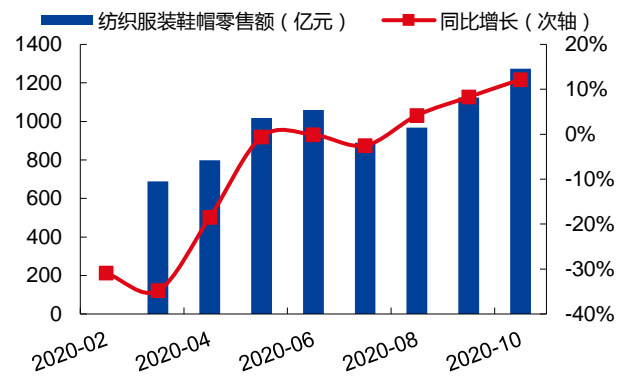
进入 10 月以来，由于国内疫情逐步受控以及气温转凉，线下消费及线下服装消费客流明显回升，分别回升至去年同期的 96 成、94 成。线下客流回暖推动可选消费复苏，10 月纺织服装限额以上零售增速提升至 12%。

图 27：国内整体及服装线下消费客流恢复



资料来源：ShopperTrak，华金证券研究所

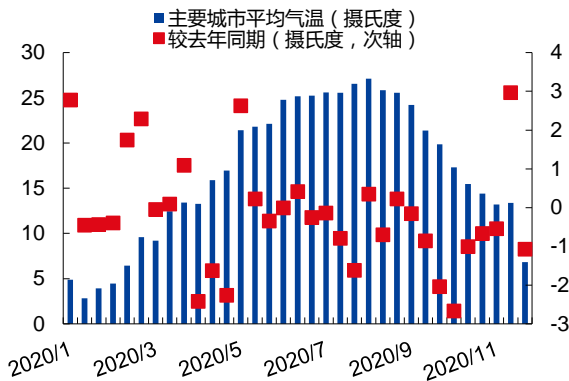
图 28：国内限额以上纺织服装零售额恢复



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

冬装销售与气温关系较为明显，由于去年为明显暖冬，今年 10 月以来全国主要城市平均气温基本低于去年同期。中央气象台数据显示，12 月上中下旬国内主要城市平均气温分别较去年同期低 0.5、2.2、1.0 摄氏度，Q4 整体气温情况较去年同期有利。叠加 2021 年春节时点较 2020 年后移，冬季气候及消费旺季持续时间预计延长，有利于今年度冬装销售。

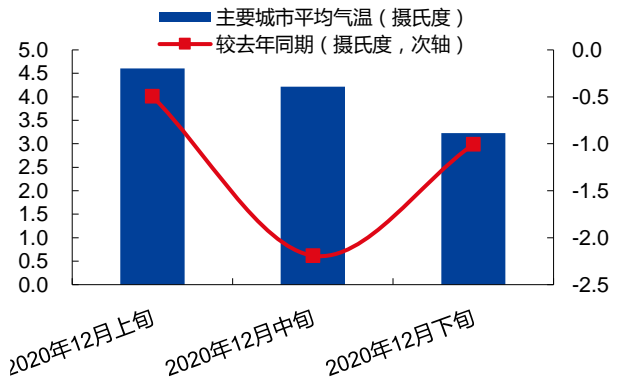
图 29：国内主要城市平均气温情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：以旬为单位进行统计，时间节点截止 2020/11/26。

图 30：国内主要城市平均气温预报情况



资料来源：中国天气网，中央气象台，2020/11/29，华金证券研究所

注：以旬为单位进行统计，时间节点截止 2020/12/31。

## 四、盈利预测及投资建议

波司登是国内羽绒品牌龙头，双 11 取得天猫服饰行业第二及中国服饰品牌第一的排名。上半年财年公司反季销售及把握原材料机遇，推动利润大幅上行。近期可选消费复苏叠加气温有利，关注公司旺季销售增长。

我们预测公司 20/21 财年至 22/23 财年每股收益分别为 0.14、0.17 和 0.20 元。净资产收益率分别为 12.6%、14.5%和 16.0%。目前公司 PE (2020E) 约为 21 倍，首次以公司报告形式覆盖波司登，给予“买入-B”建议。

表 1：波司登营业收入拆分及其预测（百万元，%）

| 业务 | 指标 | FY17/18 | FY18/19 | FY19/20 | FY20/21E | FY21/22E | FY22/23E |
|----|----|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
|----|----|---------|---------|---------|----------|----------|----------|

| 业务    | 指标   | FY17/18 | FY18/19  | FY19/20  | FY20/21E | FY21/22E | FY22/23E |
|-------|------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 品牌羽绒服 | 营业收入 | 5651.00 | 7657.50  | 9512.70  | 11425.68 | 13865.04 | 16096.76 |
|       | YOY  | 23.41%  | 35.51%   | 24.23%   | 20.11%   | 21.35%   | 16.10%   |
|       | 毛利率  | 51.50%  | 57.40%   | 59.80%   | 61.58%   | 61.80%   | 62.56%   |
| 贴牌加工  | 营业收入 | 936.80  | 1368.27  | 1611.35  | 1498.56  | 1648.42  | 1813.26  |
|       | YOY  | 20.46%  | 46.06%   | 17.77%   | -7.00%   | 10.00%   | 10.00%   |
|       | 毛利率  | 17.30%  | 16.30%   | 18.50%   | 19.00%   | 19.00%   | 19.00%   |
| 女装    | 营业收入 | 1153.50 | 1201.80  | 982.70   | 804.89   | 835.84   | 895.50   |
|       | YOY  | 85.45%  | 4.19%    | -18.23%  | -18.09%  | 3.85%    | 7.14%    |
|       | 毛利率  | 76.40%  | 75.50%   | 74.40%   | 72.45%   | 73.77%   | 74.92%   |
| 多元化业务 | 营业收入 | 1139.46 | 155.89   | 83.80    | 58.66    | 59.25    | 65.17    |
|       | YOY  | 33.80%  | -86.32%  | -46.24%  | -30.00%  | 1.00%    | 10.00%   |
|       | 毛利率  | 14.60%  | -6.90%   | -16.40%  | 50.00%   | 50.00%   | 50.00%   |
| 合计    | 营业收入 | 8880.76 | 10383.46 | 12190.55 | 13787.79 | 16408.54 | 18870.69 |
|       | YOY  | 30.02%  | 16.92%   | 17.40%   | 13.10%   | 19.01%   | 15.01%   |
|       | 毛利率  | 46.39%  | 53.11%   | 54.99%   | 57.53%   | 58.07%   | 58.92%   |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 五、风险提示

疫情及暖冬使行业冬装库存位于较高水平；冷冬预期落地或存不确定性；品牌持续提档成效或不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)     |       |       |       |       |       | 利润表(百万元)        |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>流动资产</b>    | 11138 | 12470 | 12313 | 15828 | 14764 | <b>营业收入</b>     | 10383 | 12191 | 13788 | 16409 | 18871 |
| 现金             | 2657  | 4207  | 3813  | 4677  | 4651  | 营业成本            | 4870  | 5482  | 5855  | 6881  | 7752  |
| 应收票据及应收账款      | 1214  | 1294  | 1968  | 1643  | 2659  | 营业税金及附加         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 预付账款           | 920   | 971   | 910   | 1472  | 1183  | 营业费用            | 3440  | 4276  | 4991  | 5923  | 6888  |
| 存货             | 1931  | 2726  | 1778  | 4477  | 2570  | 管理费用            | 729   | 853   | 1103  | 1313  | 1510  |
| 其他流动资产         | 4417  | 3273  | 3845  | 3559  | 3702  | 研发费用            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 3945  | 4909  | 4899  | 4964  | 4970  | 财务费用            | -24   | -1    | -58   | -59   | -75   |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失          | 43    | 98    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 1024  | 2173  | 2179  | 2316  | 2363  | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 1800  | 1654  | 1606  | 1558  | 1510  | 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 1121  | 1082  | 1114  | 1090  | 1097  | <b>营业利润</b>     | 1394  | 1600  | 2014  | 2469  | 2914  |
| <b>资产总计</b>    | 15083 | 17379 | 17213 | 20792 | 19735 | 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>流动负债</b>    | 4796  | 4690  | 4073  | 6342  | 4670  | 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 短期借款           | 1628  | 818   | 1223  | 1020  | 1122  | <b>利润总额</b>     | 1394  | 1600  | 2014  | 2469  | 2914  |
| 应付票据及应付账款      | 2703  | 3507  | 2435  | 4931  | 3146  | 所得税             | 389   | 405   | 509   | 624   | 737   |
| 其他流动负债         | 465   | 365   | 415   | 390   | 403   | <b>税后利润</b>     | 1006  | 1195  | 1505  | 1844  | 2177  |
| <b>非流动负债</b>   | 178   | 2286  | 1232  | 1759  | 1495  | 少数股东损益          | 24    | -8    | -10   | -12   | -14   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>归属母公司净利润</b> | 981   | 1203  | 1515  | 1856  | 2191  |
| 其他非流动负债        | 178   | 2286  | 1232  | 1759  | 1495  | EBITDA          | 1640  | 2130  | 2304  | 2809  | 3300  |
| <b>负债合计</b>    | 4974  | 6976  | 5305  | 8101  | 6166  |                 |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 210   | 189   | 179   | 167   | 153   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 股本             | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 资本公积           | 9898  | 10213 | 10213 | 10213 | 10213 | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 留存收益           | 0     | 0     | 451   | 1005  | 1658  | 营业收入(%)         | 16.9  | 17.4  | 13.1  | 19.0  | 15.0  |
| 归属母公司股东权益      | 9899  | 10214 | 11728 | 12524 | 13416 | 营业利润(%)         | 57.0  | 14.7  | 25.9  | 22.5  | 18.0  |
| <b>负债和股东权益</b> | 15083 | 17379 | 17213 | 20792 | 19735 | 归属于母公司净利润(%)    | 59.4  | 22.6  | 25.9  | 22.5  | 18.0  |
|                |       |       |       |       |       | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 53.1  | 55.0  | 57.5  | 58.1  | 58.9  |
|                |       |       |       |       |       | 净利率(%)          | 9.5   | 9.9   | 11.0  | 11.3  | 11.6  |
|                |       |       |       |       |       | ROE(%)          | 9.9   | 11.5  | 12.6  | 14.5  | 16.0  |
|                |       |       |       |       |       | ROIC(%)         | 8.8   | 8.6   | 10.4  | 11.9  | 13.4  |
|                |       |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 资产负债率(%)        | 33.0  | 40.1  | 30.8  | 39.0  | 31.2  |
|                |       |       |       |       |       | 流动比率            | 2.3   | 2.7   | 3.0   | 2.5   | 3.2   |
|                |       |       |       |       |       | 速动比率            | 1.7   | 1.9   | 2.4   | 1.6   | 2.4   |
|                |       |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
|                |       |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 7.2   | 9.7   | 8.5   | 9.1   | 8.8   |
|                |       |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 2.2   | 1.8   | 2.0   | 1.9   | 1.9   |
|                |       |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | P/E             | 31.7  | 25.9  | 20.6  | 16.8  | 14.2  |
|                |       |       |       |       |       | P/B             | 3.1   | 3.1   | 2.7   | 2.5   | 2.3   |
|                |       |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 15.8  | 12.6  | 11.3  | 9.2   | 7.7   |

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn