公司研究 公司信息更新报告 开源证券 证券研究报告

索菲亚（002572.SZ）

2020 年 08 月 31 日

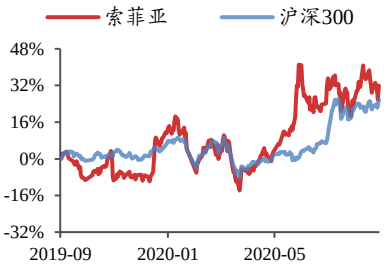
2020Q2 各品类均显著改善，业绩前瞻指标持续向好

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/28
当前股价(元)	24.18
一年最高最低(元)	26.75/16.20
总市值(亿元)	220.61
流通市值(亿元)	154.13
总股本(亿股)	9.12
流通股本(亿股)	6.37
近 3 个月换手率(%)	162.28

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-终端服务能力再升级，零售复苏拐点预期将至》-2020.6.30

《公司信息更新报告-一季度业绩受疫情影响，建议关注后续修复机会》-2020.4.21

《公司信息更新报告-业绩短期波动影响有限，积极应对下拐点可期》-2020.4.15

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 2020H1 业绩符合预期，2020Q2 各品类均显著改善，维持“买入”评级

2020H1 收入 25.6 亿元（-18.7%），归母净利润 3.4 亿元（-12.4%），扣非后净利润 2.1 亿元（-38.8%）。2020Q2 收入 17.9 亿元（-8.5%），归母净利润 3.6 亿元（+26.5%），扣非后净利润 2.8 亿元（+3.6%）。非经常性损益主要源于股票投资公允价值变动。因非经常性损益，上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 11.89/13.35/15.40 亿元（2020-2022 年原预测为 11.64/12.89/14.57 亿元），对应 EPS 为 1.30/1.46/1.69 元，当前股价对应 PE 为 19/17/14 倍，维持“买入”评级。

● 橱衣木 2020Q2 均显著改善，经销渠道有望逐步恢复，工程渠道收入确认滞后

2020Q2 衣柜/橱柜/木门收入分别同比-9.7%/-2.1%/+41.6%，增速环比显著改善。其中，衣柜受益于康纯板、轻奢品类持续拓展，客单价同比提升 12.8%。橱柜、木门工程渠道均取得一定突破。开店方面，2020H1 衣柜/橱柜分别新增门店 68 家/126 家，木门专卖/大家居店分别达 387 家/303 家。分渠道看，经销渠道 2020H1 收入 21.5 亿元，疫情影响趋弱有望逐步恢复。受疫情影响，部分工程项目安装进度延迟，收入确认滞后，使得工程渠道 2020H1 收入 3.1 亿元，增速略受影响。

● 受衣柜拉动毛利率有所提升，从而带动 2020Q2 扣非后净利率显著改善

2020Q2，公司产能利用率回升且康纯板、轻奢等高毛利产品占比持续提升，单季度衣柜毛利率提升 3.64pct，整体毛利率提升 2.28pct 至 40.3%。在此带动下，虽然由于收入下滑，费用率有所提升，但 2020Q2 扣非净利率仍达 15.55%（+1.8pct）。

● 2020Q2 现金流环比大幅改善，零售、工程业绩前瞻指标向好

2020H1 经营性现金流净额下滑主要受一季度销售大幅下滑影响，2020Q2 经营性现金流净额为 5.21 亿元，环比已大幅改善。公司零售和工程渠道业绩前瞻指标均显著向好。零售端，公司 2020H1 期末预收款为 6.05 亿元，同比增长 18.51%，明显优于当期收入增速。工程端，公司 2020H1 工程渠道发货额同比增长 39.85%。2020H2 预计工程渠道交付安装进度会显著加快，上半年发货额有望逐步确认。

● 风险提示： 竣工数据和终端需求回暖不及预期；工程渠道拓展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,311	7,686	8,232	9,483	10,868
YOY(%)	18.7	5.1	7.1	15.2	14.6
归母净利润(百万元)	959	1,077	1,189	1,335	1,540
YOY(%)	5.8	12.3	10.4	12.3	15.3
毛利率(%)	37.6	37.3	38.0	37.9	37.7
净利率(%)	13.1	14.0	14.4	14.1	14.2
ROE(%)	18.0	18.5	18.2	18.1	18.2
EPS(摊薄/元)	1.05	1.18	1.30	1.46	1.69
P/E(倍)	23.0	20.5	18.6	16.5	14.3
P/B(倍)	4.6	4.1	3.6	3.2	2.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020H1 业绩符合预期，2020Q2 环比显著改善 3
2、 分品类：橱衣柜及木门 2020Q2 均环比快速恢复 3
3、 全渠道发力：经销迎复苏，工程、整装值得期待 5
4、 盈利能力：2020Q2 毛利率显著提升 5
5、 2020Q2 现金流环比大幅改善，业绩前瞻指标向好 7
6、 开店情况：新开店情况良好，渠道进一步下沉 7
7、 未来展望：发展势头良好，推荐逻辑逐步验证 8
8、 盈利预测与投资建议 8
9、 风险提示 8
附：财务预测摘要 9

图表目录

图 1： 2020H1 公司营业收入同比下降 18.7% 3
图 2： 2020Q2 公司营业收入同比下降 8.5% 3
图 3： 2020H1 公司归母净利润同比下降 12.4% 3
图 4： 2020Q2 公司归母净利润同比增长 26.5% 3
图 5： 索菲亚衣柜客单价持续快速增长 4
图 6： 公司康纯板推广顺利 4
图 7： 2020H1 毛利率同比提升 0.83pct 6
图 8： 2020Q2 毛利率同比提升 2.28pct 6
图 9： 2020H1 收入下滑导致期间费用率整体仍有所上升 6
图 10： 公司扣非前销售净利率保持平稳 6
图 11： 索菲亚经销商渠道店铺数四五线城市占比提升 8
图 12： 索菲亚经销商渠道收入四五线城市占比提升 8

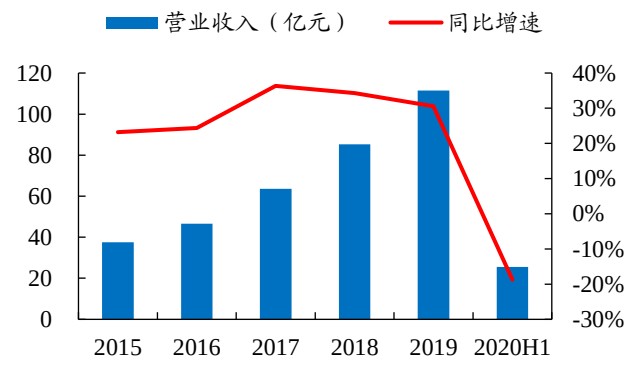
表 1： 橱柜、衣柜稳健增长，并带动卫浴、木门维持较高增速 4
表 2： 2020H1 经营性现金流净额同比下降，但 2020Q2 环比大幅改善 7

1、 2020H1 业绩符合预期，2020Q2 环比显著改善

2020H1 公司实现营收 25.55 亿元（-18.7%），归母净利润 3.43 亿元（-12.4%），扣非归母净利润 2.13 亿元（-38.8%）。其中，2020Q2 公司收入 17.91 亿元（-8.5%），归母净利润 3.59 亿元（+26.5%），扣非归母净利润 2.79 亿元（+3.6%）。2020H1，公司合计约 1.3 亿元的非经常性损益主要源于 1.42 亿元股票投资公允价值变动损益。

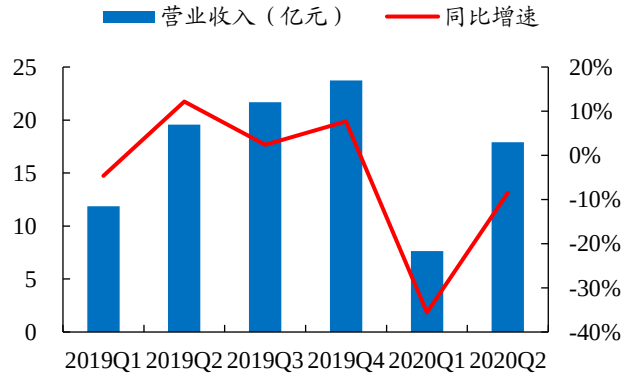
公司 2020Q2 业绩环比显著改善，伴随疫情影响趋弱，订单交付加快，公司业绩有望继续回暖。**并且由于行业淡旺季因素，公司下半年利润占比较高（2019H1 归母净利润占全年占比仅为 36%）,因此我们对 2020 全年扣非利润增速继续持乐观态度。**

图1：2020H1 公司营业收入同比下降 18.7%



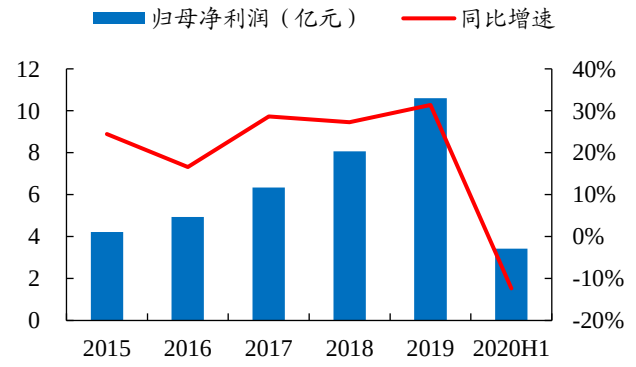
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q2 公司营业收入同比下降 8.5%



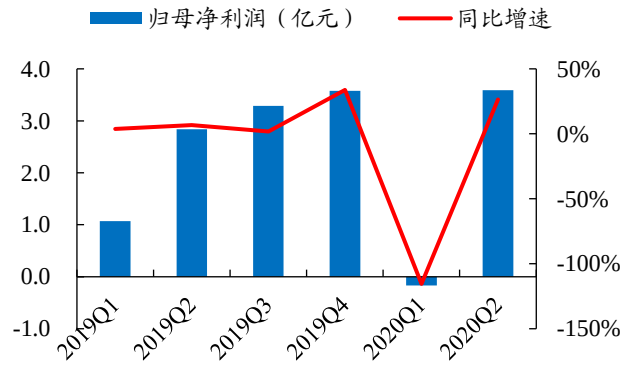
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020H1 公司归母净利润同比下降 12.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q2 公司归母净利润同比增长 26.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 分品类：橱衣柜及木门 2020Q2 均环比快速恢复

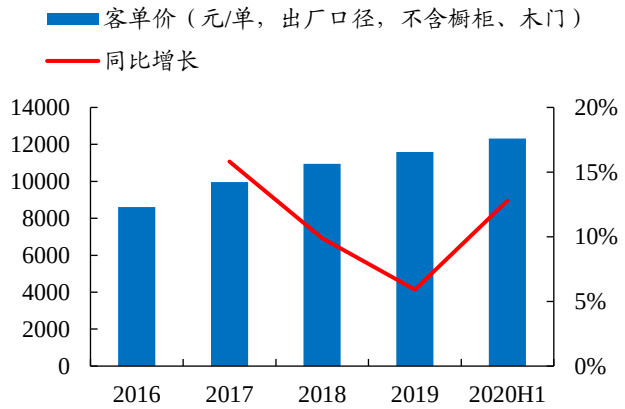
分主要品类拆分公司收入：

（1）衣柜：康纯板推广顺利，客单价持续提升

2020H1 收入 20.79 亿元（-18.4%），其中 2020Q2 收入 14.19 亿元（-9.7%）。衣柜业务在康纯板、轻奢等高端产品带动下，客单价持续快速提升。2020H1。索菲亚康纯板的客户占比达 49%，订单占比上升至 34%。索菲亚工厂端实现客单价 12,324 元/单（不含司米橱柜、木门），同比增长 12.80%。**2020H2，在客单价同比预计仍将**

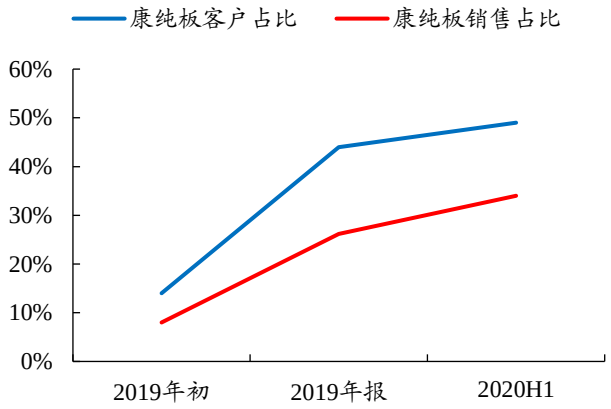
保持较快增长，疫情趋弱下门店客流有望较快恢复，衣柜业务持续改善可期。

图5：索菲亚衣柜客单价持续快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司康纯板推广顺利



数据来源：公司公告、开源证券研究所

（2）司米橱柜：工程渠道取得突破，经销渠道开店加速

2020H1 收入 2.54 亿元（-18.6%），其中 2020Q2 收入 1.99 亿元（-2.1%）。在橱柜零售端被工程端挤压下，2020Q2 司米橱柜收入快速修复，我们认为主要基于：

① **工程渠道取得突破：**橱柜作为精装配备率更高的品类，在工程渠道相比衣柜有更大的空间。而公司在 2020H1 逐步理顺了橱柜工程业务的合作模式，预计橱柜工程业务取得突破，并且在低基数下有广阔的发展空间。

② **经销渠道开店加速：**由于公司橱柜展店策略为，将原有衣柜经销商进一步发展为橱柜经销商。因此在 2018H2-2019 年衣柜业务遇到瓶颈时，橱柜展店也受到影响。而 2020 年，公司衣柜业务重新起航，司米橱柜经销渠道开店有望加速（2020H1 司米橱柜新增门店 126 家）。

（3）木门：零售、工程齐发力，2020Q2 快速增长

2020H1 收入 0.89 亿元（+9.9%），其中 2020Q2 收入 0.74 亿元（+41.6%）。木门业务 2020H1 零售渠道发展融合店，工程渠道带来业绩增量，2020Q2 业绩亮眼。

（4）家具家品：2020H1 收入 1.16 亿元（-35.8%），其中 2020Q2 收入 0.86 亿元（-27.5%）。

表1：橱柜、衣柜稳健增长，并带动卫浴、木门维持较高增速

		2017	2018	2019	2020H1
衣柜	收入（亿元）	51.57	60.61	61.76	20.79
	同比增速	31.4%	17.5%	1.9%	-18.4%
橱柜	收入（亿元）	5.90	7.09	8.51	2.54
	同比增速	42.9%	20.1%	20.1%	-18.6%
家具家品	收入（亿元）	2.87	3.33	3.05	1.16
	同比增速	80.5%	16.1%	26.2%	-35.8%
木门	收入（亿元）	0.73	1.58	1.88	0.89
	同比增速		116.7%	18.7%	9.9%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 全渠道发力：经销迎复苏，工程、整装值得期待

分主要渠道看：

（1）经销渠道：疫情短期影响仍存，2020H2 预计大概率显著改善

经销渠道 2020H1 收入 21.5 亿元。**2020H1，经销渠道下滑主要源于以下三方面：**①2020Q1 接单受疫情影响，2020Q2 接单环比改善但从接单反应到收入确认会有滞后期；②省会级城市疫情管控较严，上门服务受影响较大；③2019Q2 高基数。

基于以下两点，我们认为 2020H2 经销渠道有望显著改善：

① **受竣工回暖周期和疫情影响趋弱带动，2020H2 接单情况有望继续环比改善。**我们预计到 2020 年 7 月，全年累计接单同比有望接近持平。

② **疫情趋弱，省会城市收入有望加快回暖。**2020H1，省会城市较多小区到 5 月份仍禁止施工，收入同比下降 21.9%，占整体经销渠道收入的 30%。但从前端接单看，2020Q2 省会城市接单同比增长 10%。而 2020Q3，省会城市小区施工也基本放开，订单交付有望加快改善，从而由前端向工厂端转移。

（2）工程渠道：交付确认受疫情影响，但出货额维持快速增长

工程渠道 2020H1 收入 3.1 亿元。**2020H1 公司工程渠道收入增速相对较慢主要是由于，**受上半年疫情的影响，部分工程项目安装进度延迟，导致已发出的商品因未符合收入确认准则的标准。

但从出货口径看，2020H1 工程渠道收货额同比增长 39.85%。公司借助索菲亚衣柜品类的先发优势积累，积极开发橱柜、木门的大宗业务，2020H1 橱柜、木门类产品在工程渠道出货额同比上年有较快增长。**因此，我们认为公司工程收入增速的放缓只是阶段性受疫情影响，而橱柜、木门品类在工程渠道的突破则更值得关注**（橱柜、木门是精装配套大类，而索菲亚前期在这两个品类的工程业务上基数很低）。

（3）整装/家装渠道：积极培育，仍处导入期，2021 年有望表现业绩

公司整装/家装渠道主要有两种模式：①在全国范围与实力较强的装企开展合作，并针对该渠道，推出了多个风格多个系列的专供产品，有专属的价格体系，与传统经销商渠道形成区隔。②推动经销商和当地小型整装/家装公司/设计工作室合作。

2020 年公司全年计划签约 500 家整装企业，截止 2020 年 6 月底，已签约家数达 300 家。但整装/家装渠道 2020 年整体还处于导入期，预计 2021 年有望表现业绩。

4、 盈利能力：2020Q2 毛利率显著提升

在康纯板、轻奢等高毛利产品带动下，2020Q2 公司整体毛利率显著提升。2020Q1，由于受疫情影响，整体产能利用率较低，使毛利率出现较大幅度下滑。而 2020Q2，公司产能利用率回升且康纯板、轻奢等高毛利产品占比持续提升，单季度毛利率提升 2.28pct 至 40.3%。在此带动下，2020H1 整体毛利率同比提升 0.83pct 至 37.48%。

分产品看：

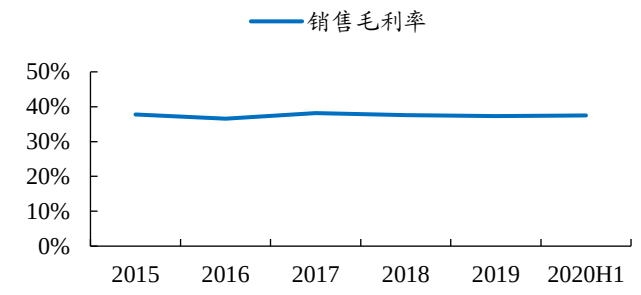
1）**衣柜：**2020H1 毛利率同比提升 1.31pct 至 41.26%，其中 2020Q2 毛利率同比提升 3.64pct。

2）**橱柜：**2020H1 毛利率同比下降 4.38pct 至 23.19%，其中 2020Q2 毛利率同比下降 6.98pct 至 24.18%。

3）**木门：**2020H1 毛利率同比下降 0.90pct 至 9.39%，其中 2020Q2 毛利率同比下降 8.74pct 至 9.85%。

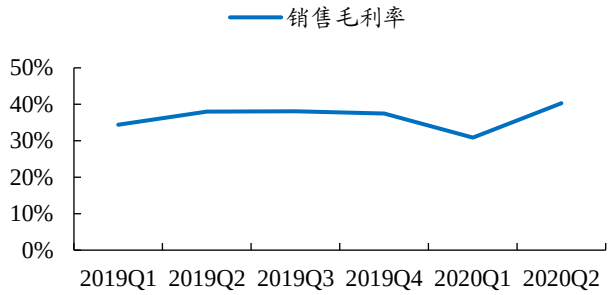
4）**家具家品：**2020H1 毛利率同比提升 8.86pct 至 23.14%，其中 2020Q2 毛利率同比提升 11.80pct 至 23.22%。

图7：2020H1 毛利率同比提升 0.83pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020Q2 毛利率同比提升 2.28pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020H1 公司控费力度有所加大，收入下滑导致期间费用率整体仍有所上升。

1）销售费用率达 11.95%（+0.96pct），广告费用同比下降 31%至 0.72 亿元。

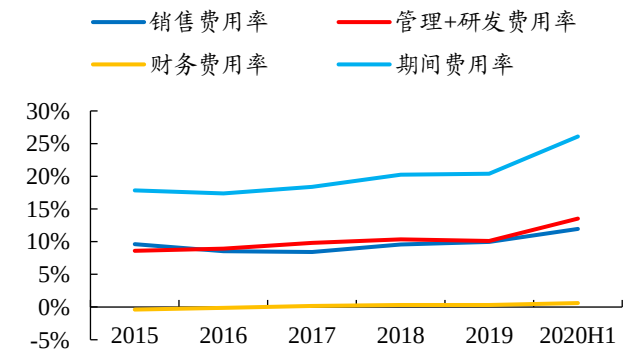
2）管理费用率达 10.19%（+1.75%pct），管理费用同比下降 1.9%。

3）研发费用率达 3.34%（+0.80pct），研发费用同比增加 7.11%。

4）财务费用率达 0.61%（+0.17pct），主要系是银行借款及票据贴现增加。

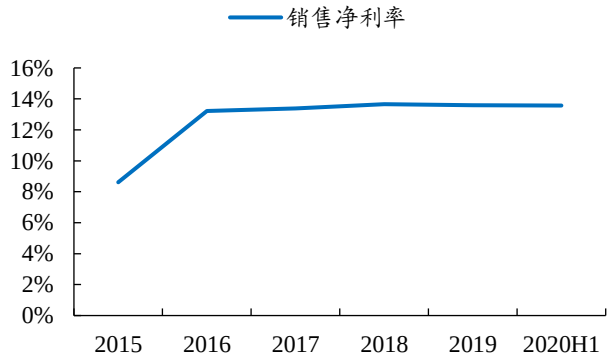
整体来看，公司 2020H1 扣非后净利率为 8.34%（-2.74pct），其中 2020Q2 扣非净利率为 15.55%（+1.82pct）。

图9：2020H1 收入下滑导致期间费用率整体仍有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司扣非前销售净利率保持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 2020Q2 现金流环比大幅改善，业绩前瞻指标向好

（1） 现金流：2020Q2 经营性现金流金额环比大幅改善

2020H1 公司经营性现金流净流出 0.99 亿元，同比下降 143.4%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 27.07 亿元，同比下降 17.9%。公司销售回款现金流增速与收入增速基本匹配，经营性现金流净额大幅下滑主要是受 2020Q1 销售额较大幅度下滑影响。而 2020Q2 经营性现金流净额为 5.21 亿元，环比大幅改善。

表2：2020H1 经营性现金流净额同比下降，但 2020Q2 环比大幅改善

	2019H1	2020H1	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	2.28	-0.99	-143.42%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	32.98	27.07	-17.92%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	34.05	27.81	-18.33%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	31.77	28.8	-9.35%

数据来源：Wind、开源证券研究所

（2） 应收账款：受大宗业务增长影响，增速处于正常范围内

2020H1 期末，公司应收账款及应收票据合计 10.7 亿元，同比 30.25%，与大宗业务出货增速基本匹配，处于正常范围内。

（3） 业绩前瞻指标：2020H1 期末预收账款同比较快增长

2020H1 期末公司预收款 6.05 亿元，同比增长 18.51%，明显优于收入增速。从预收款看，2020 年 6 月底公司经销渠道提货额同比有显著提升。伴随线下销售继续复苏，2020H2 经销渠道环比持续改善可期。

6、 开店情况：新开店情况良好，渠道进一步下沉

2020H1，公司新开店情况良好，分品类看如下：

1）**索菲亚衣柜：**截至 2020H1 期末，专卖店（含轻奢店）2592 家，其中 2020H1 索菲亚新增门店 68 家。

2）**司米橱柜：**截至 2020H1 期末，专卖店达 1055 家，其中 2020H1 新增司米门店 126 家。司米橱柜的零售渠道，在一二三线城市已与索菲亚实现 90%匹配，四线（含）以下及以下城市匹配率近 45%。

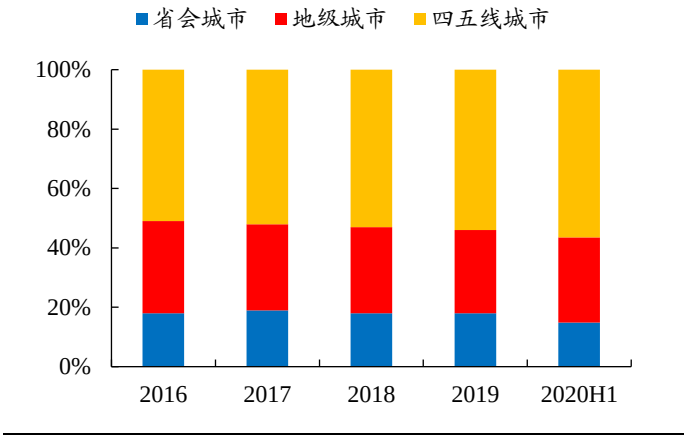
3）**木门：**截止 2020H1 期末，“索菲亚”木门共有独立店达 215 家（含在装修门店），融入店逾 560 家；“华鹤”木门共有 172 家专卖店（含在装修店铺）。

4）**大家居店：**2020H1 期末，大家居店数量达 303 家（2019 年报披露为 216 家）。

5）**翻新店铺：**自 2018 年至 2020 年 6 月底期间，新店叠加门店翻新（含局部整改）数量超过 2000 家。其中 2020H1，索菲亚衣柜和司米橱柜合计全新整改店面达 110 家，新品上样门店达 803 家。

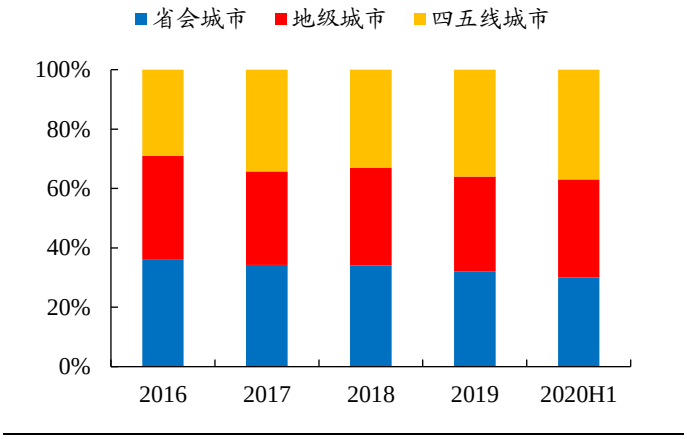
此外，公司经销渠道进一步呈现渠道下沉趋势。2020H1，索菲亚四五线城市的经销渠道店铺数占比达 57%，相较 2019 年提升 3pct；四五线城市的经销渠道收入占比达 37%，相较 2019 年提升 1pct。

图11：索菲亚经销商渠道店铺数四五线城市占比提升



数据来源：索菲亚官方公众号、开源证券研究所

图12：索菲亚经销商渠道收入四五线城市占比提升



数据来源：索菲亚官方公众号、开源证券研究所

7、 未来展望：发展势头良好，推荐逻辑逐步验证

我们持续推荐索菲亚的逻辑，主要在于以下四点，并已逐渐得到验证：

1）2020 年家居市场将受益于前期竣工缺口回补带来的需求回暖。从数据看，虽然 2020H1 竣工数据受疫情扰动，但整体仍呈现一定韧性，预计 2020H2 竣工数据回暖的大趋势仍将延续。

2）衣柜将逐渐成为定制家居零售端的核心品类。由于橱柜零售端被工程渠道挤压，所以橱柜零售渠道规模和对衣柜的引流作用都在呈下降趋势，而衣柜在零售端的流量入口地位正在逐渐显现。从 2020 年定制家居行业的中报也可得到验证，衣柜在零售端的复苏速度明显快于橱柜。而索菲亚作为衣柜龙头，优势有望逐渐显现。

3）公司零售端的战略正确，效果正在逐渐体现于报表中。我们认为公司 2019 年以来在零售端做了两次正确的战略调整。一是，加大了对经销商队伍的管理和淘汰力度，有效提升了终端竞争力。二是，主推康纯板和轻奢品类，抓住市场痛点并有效提升客单价和毛利率。2020H1，多家竞品接连加大无醛板推广力度也在侧面说明了公司提前大力布局无醛板赛道的决策正确。

4）工程渠道品类拓展弹性大。2019 年及之前，公司工程渠道收入主要以衣柜为主。并且单从工程衣柜品类的体量来看，公司在行业中处于领先地位。而由于衣柜在精装房中配备率较低，所以在工程渠道中市场规模明显小于橱柜和木门。因此，我们认为公司依靠衣柜的先发带动优势，未来在工程橱柜和工程木门上有广阔的发展空间。而从 2020H1 中报看，公司工程橱柜和工程木门都已取得一定突破。

8、 盈利预测与投资建议

因非经常性损益盈利良好，上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 11.89/13.35/15.40 亿元（2020-2022 年原预测为 11.64/12.89/14.57 亿元），对应 EPS 为 1.30/1.46/1.69 元，当前股价对应 PE 为 19/17/14 倍，维持“买入”评级。

9、 风险提示

受新冠疫情影响，竣工数据和家居消费需求回暖不及预期；整装大家居招商拓展不及预期；行业价格战加剧，导致公司盈利能力下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3668	4128	4318	5802	6091
现金	2165	1340	1830	2615	3160
应收票据及应收账款	596	1041	712	1307	1007
其他应收款	32	42	37	54	50
预付账款	62	38	69	54	87
存货	303	339	341	443	458
其他流动资产	510	1329	1329	1329	1329
非流动资产	4144	4356	4370	4686	5032
长期投资	4	39	39	39	39
固定资产	2403	2731	2811	3089	3388
无形资产	579	546	588	635	687
其他非流动资产	1158	1041	933	923	919
资产总计	7812	8484	8689	10488	11124
流动负债	2188	2444	1955	2900	2442
短期借款	427	313	296	337	343
应付票据及应付账款	672	835	639	1130	862
其他流动负债	1090	1296	1020	1433	1237
非流动负债	265	130	125	128	131
长期借款	177	30	24	27	30
其他非流动负债	88	100	100	100	100
负债合计	2454	2575	2079	3028	2573
少数股东权益	526	465	477	495	514
股本	923	912	912	912	912
资本公积	1475	1304	1304	1304	1304
留存收益	2612	3267	3901	4618	5440
归属母公司股东权益	4832	5445	6132	6965	8037
负债和股东权益	7812	8484	8689	10488	11124

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1100	1301	1324	1771	1584
净利润	964	1095	1202	1353	1558
折旧摊销	289	347	286	280	323
财务费用	23	26	17	8	-3
投资损失	-32	-52	-31	-37	-38
营运资金变动	-159	-82	-50	204	-211
其他经营现金流	15	-32	-100	-37	-46
投资活动现金流	-318	-1400	-169	-521	-586
资本支出	735	686	14	315	346
长期投资	371	-781	-0	-0	-0
其他投资现金流	789	-1495	-155	-206	-240
筹资活动现金流	-431	-739	-665	-464	-453
短期借款	116	-114	-17	41	6
长期借款	-76	-147	-6	3	3
普通股增加	0	-11	0	0	0
资本公积增加	-4	-171	0	0	0
其他筹资现金流	-467	-296	-642	-508	-462
现金净增加额	351	-837	490	785	545

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7311	7686	8232	9483	10868
营业成本	4564	4817	5104	5889	6765
营业税金及附加	76	72	85	98	110
营业费用	700	765	807	901	1032
管理费用	566	591	617	711	815
研发费用	191	185	198	228	261
财务费用	23	26	17	8	-3
资产减值损失	11	-18	0	0	0
其他收益	34	44	0	0	0
公允价值变动收益	0	46	100	37	46
投资净收益	32	52	31	37	38
资产处置收益	-10	-2	0	0	0
营业利润	1234	1348	1535	1722	1971
营业外收入	1	2	5	2	2
营业外支出	4	3	3	3	4
利润总额	1231	1347	1536	1721	1969
所得税	267	252	334	368	411
净利润	964	1095	1202	1353	1558
少数股东损益	5	17	13	18	19
归母净利润	959	1077	1189	1335	1540
EBITDA	1492	1674	1794	1954	2227
EPS(元)	1.05	1.18	1.30	1.46	1.69

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.7	5.1	7.1	15.2	14.6
营业利润(%)	4.4	9.2	13.9	12.2	14.4
归属于母公司净利润(%)	5.8	12.3	10.4	12.3	15.3
获利能力					
毛利率(%)	37.6	37.3	38.0	37.9	37.7
净利率(%)	13.1	14.0	14.4	14.1	14.2
ROE(%)	18.0	18.5	18.2	18.1	18.2
ROIC(%)	16.9	18.0	18.0	17.7	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	31.4	30.3	23.9	28.9	23.1
净负债比率(%)	-26.3	-13.3	-21.6	-29.0	-31.5
流动比率	1.7	1.7	2.2	2.0	2.5
速动比率	1.3	1.5	2.0	1.8	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	17.8	9.4	9.4	9.4	9.4
应付账款周转率	7.5	6.4	6.9	6.7	6.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.18	1.30	1.46	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.43	1.45	1.94	1.74
每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.97	6.72	7.63	8.81
估值比率					
P/E	23.0	20.5	18.6	16.5	14.3
P/B	4.6	4.1	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	14.2	12.2	11.1	9.8	8.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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R3（中风险），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C3、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C3、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（outperform）	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。

开源证券股份有限公司

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