

# 申洲国际 (02313.HK)

## 2023年净利润持平，下半年毛利率修复至25.8%

买入

### 核心观点

**2023年净利润持平，下半年收入及毛利率环比提升明显。**2023年公司收入下降10%至249.7亿元，人民币单价提升5%左右，美金单价上升1%左右，体现品牌去库存影响。归母净利润同比持平45.6亿元，剔除政府补贴、汇兑、利息净收入影响的主营净利润同比提升11%，主要由于毛利率提升2.2个百分点至24.3%，及税率更低的海外子公司盈利占比提升带动所得税率下降。全年经营性现金流净额52亿元，增长13%，净现比1.15；公司净现金114亿元，同比增加32亿元。全年派息率小幅提升至60%。

2023年下半年公司收入同比下降5.5%，比上半年降幅收窄，下半年收入金额环比提升16%。下半年归母净利润增长11%至24.3亿元，净利率同比提升2.7个百分点至18.1%，主要由于毛利率同比提升4.3个百分点。

**日本和中国销售占比提升，欧美运动品类压力较大。**1) 分品类，内衣品类增长30%，休闲下降1%，运动品类下降14%；2) 分客户，来自客户甲收入下降11%，客户丙和丁下降超20%，客户乙增长3%，其他客户增长2%；3) 分地区，中国和日本销售占比均提升，欧盟和美国平均下降20%左右。增长结构变化反映2023年欧美运动品牌订单压力较大，日本及中国市场相对较好。

**订单回升趋势明朗，产能利用率回升驱动毛利率修复。**1) 从行业情况看，耐克、阿迪、优衣库、Puma、LULU 2023四季度库销比已回落至接近2019年同期健康水平，台企成衣代工大厂儒鸿、聚阳1-2月新台币营收分别实现17%、9%增速，对后市展望较乐观。2) 从申洲情况看，目前国内国外产能利用率已达合理水平，新客户和新面料种类拓展进度良好、海外工厂扩张及效率提升，2024年有招工和扩大资本开支计划，订单及毛利率回升趋势明朗。

**风险提示：**原材料价格波动；汇率波动；贸易政策风险；系统性风险。

**投资建议：看好盈利修复弹性，需求拓展和海外产能扩张打开成长空间。**公司订单拐点已现，下半年产能利用率回升驱动毛利率改善明显，2024年产能利用率恢复将进一步带来较大利润弹性。从中长期看，海外产能持续扩张、新客户和新品类将带来业绩增量。由于2023年品牌客户去库对公司订单影响大于此前假设，且对近期终端需求展望谨慎，小幅下调盈利预测，预计2024-2026年净利润为53.9/63.7/73.6亿元（原2024-2025年为55.2/65.8亿元），同比增长18.2%/18.2%/15.5%。看好短期产能利用率带动利润恢复弹性以及中长期积极海外扩张带来成长空间，维持目标价91-99港元，对应2024年PE 23-25x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	24,970	28,755	32,471	36,395
(+/-%)	16.5%	-10.1%	15.2%	12.9%	12.1%
净利润(百万元)	4563	4557	5385	6367	7355
(+/-%)	35.3%	-0.1%	18.2%	18.2%	15.5%
每股收益(元)	3.04	3.03	3.58	4.24	4.89
EBIT Margin	18.8%	18.2%	19.9%	21.3%	22.0%
净资产收益率(ROE)	15.6%	14.3%	15.3%	16.2%	17.1%
市盈率(PE)	20.0	20.0	16.9	14.3	12.4
EV/EBITDA	18.0	20.3	16.8	14.0	12.3
市净率(PB)	2.97	2.78	2.42	2.22	2.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

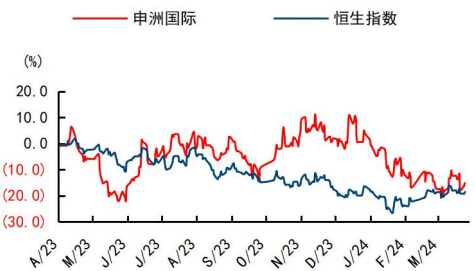
#### 纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁 0755-81981391  
证券分析师：关竣尹 0755-81982834  
dingshijie@guosen.com.cn 关竣尹@guosen.com.cn  
S0980520040004 S0980523110002

#### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
合理估值 91.00 - 99.00 港元  
收盘价 65.80 港元  
总市值/流通市值 98912/98912 百万港元  
52周最高价/最低价 87.25/59.30 港元  
近3个月日均成交额 248.82 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《申洲国际 (02313.HK) -海外扩张与客户开拓，驱动盈利回升与份额增长》——2023-10-26
- 《申洲国际 (02313.HK) -上半年收入减少15%，毛利率受产能利用率影响较大》——2023-08-31
- 《申洲国际 (02313.HK) -2022年净利润增长35%，预期今年下半年订单改善》——2023-03-30
- 《申洲国际 (02313.HK) -单日涨幅17%，关注公司估值拐点和新一轮成长动力》——2022-11-13
- 《申洲国际 (02313.HK) -上半年收入增长19%，成本上涨传导持续》——2022-08-27

## 2023 年净利润持平，经营现金流增长 13%，派息率 60%

2023 年公司收入下降 10%至 249.7 亿元，分量价看，人民币单价提升 5%左右，美金单价上升 1%左右。归母净利润下降 0.1%至 45.6 亿元。

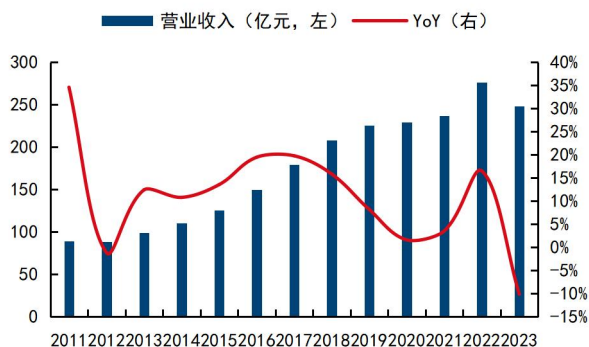
**毛利率：**毛利率同比提升 2.2pct 至 24.3%，其中上半年/下半年分别为 22.4%/25.8%，随着品牌去库存逐渐进入尾声，品牌订单回升，以及公司新工厂效率爬坡，下半年毛利率环比上半年改善较明显。

**费用率及其他收入：**销售及行政开支比率上升 0.4PCT 至 8.2%，净利息收入提升 1.6PCT 至 1.8%，主要由于净现金从 82 亿元增长到 114 亿元，以及海外利率提升。其他收益+政府补助比率合计减少 2.4PCT 至 2.0%（其中汇兑收益率下降 3.4PCT 至 0.6%，全年汇兑收益 1.5 亿元）。

**剔除政府补贴、汇兑收益、利息收入的主营业务净利润：**公司 2023 年政府补贴 2.5 亿元，同比增加 0.8 亿元，汇兑收益 1.5 亿元，减少 8.5 亿元，净利息收入 4.4 亿元，增加 3.8 亿元，若剔除以上三项后的净利润为 37.1 亿元，同比增长 11%。

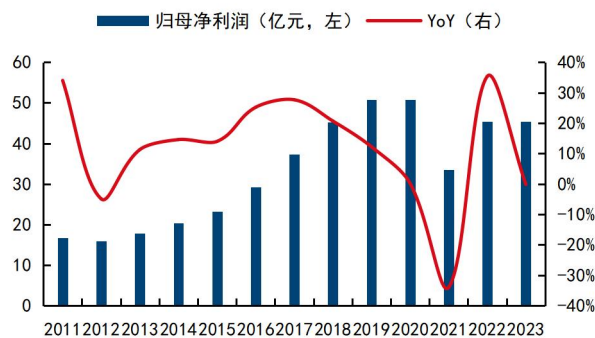
**净利率：**毛利率提升、费用率小幅提升，其他收益和利息收入增加，但汇兑收益减少较多，因此除税前利润率在 20.0%，提升 1.1PCT，由于税率较低子公司盈利占比提升及汇兑收益减少，因此所得税率从 13.3%下降至 8.8%，推动净利率提升 1.8 个百分点至 18.2%。

图1：公司营业收入及增速



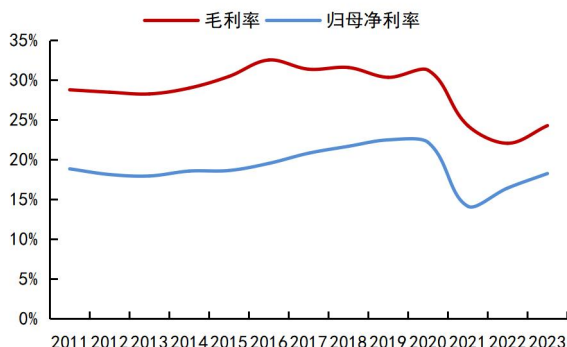
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



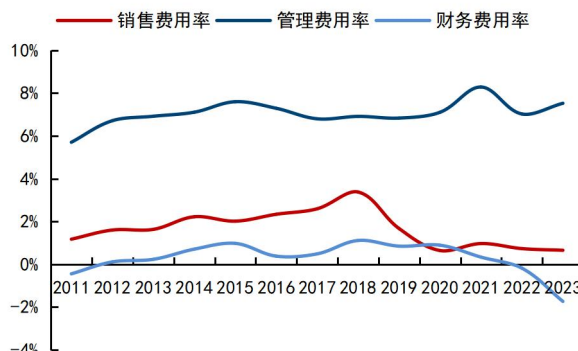
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率水平



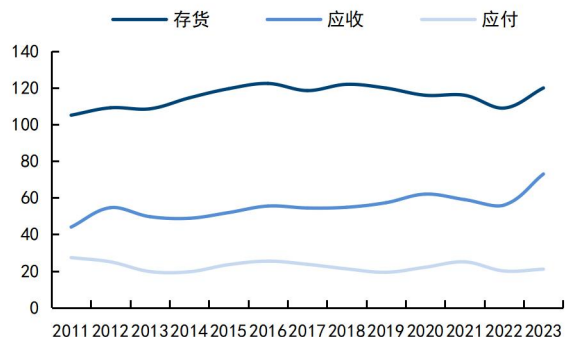
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**营运情况:** 存货、应收、应付周转天数分别 120、73、21 天, 存货和应收周转天数同比小幅提升, 主要由于 2023 年销售情况逐季环比回升, 年底的时候需求较好, 库存和应收款相应增加, 但计算公式中的营业成本和营业收入采用全年口径。资产负债率保持在 32% 的较健康水平。经营性现金流 52.3 亿元, 增加 13%, 净现比 1.15。

**产能及人员方面:** 1) 资本开支: 2023 年扩张步伐相对放缓, 资本开支 10.6 亿元 (去年同期 15.7 亿元); 2) 集团员工人数: 92030 人 (2022 年末为 94340 人)。

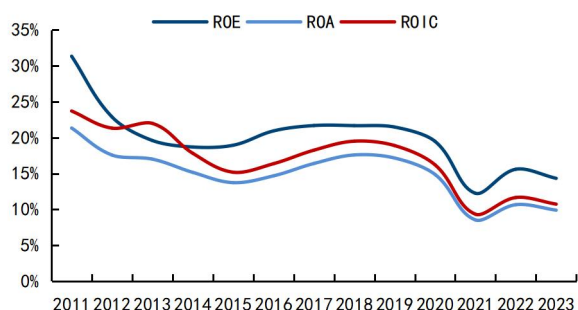
**派息率:** 全年派息率 60.3%, 同比小幅提升, 维持高派息水平。

图5: 公司营运资金周转水平



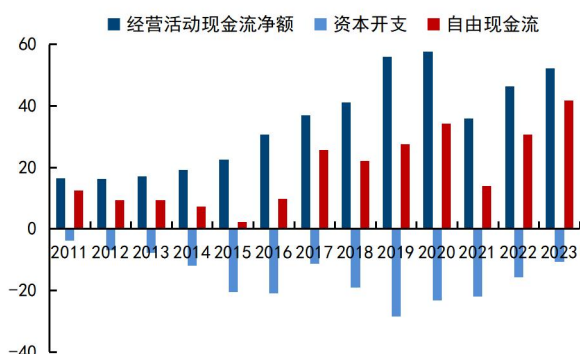
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司盈利能力



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司经营现金流、资本开支（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司派息比率

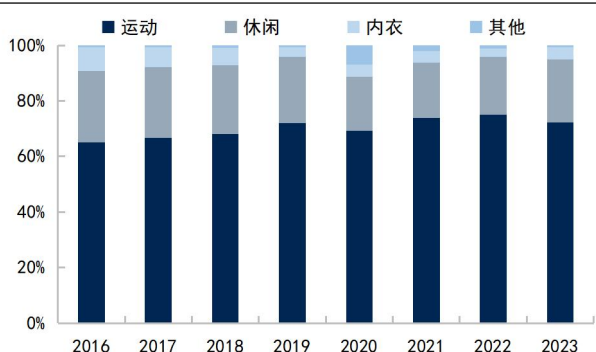


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 日本和中国销售占比提升，欧美客户压力较大

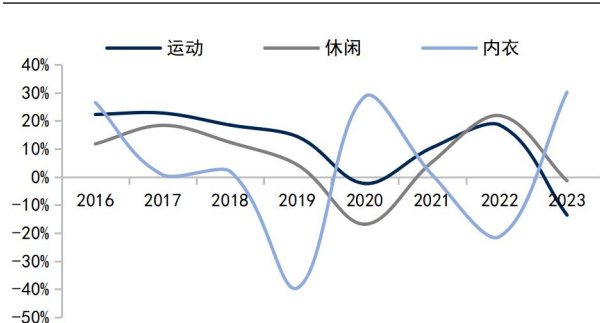
**分品类收入：**2023年运动/休闲/内衣分别同比变动-14%/-1%/30%，占比分别为72%/23%/4%。运动品类下降较多主要由于欧美运动品牌去库存影响订单。

图9：公司分品类收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

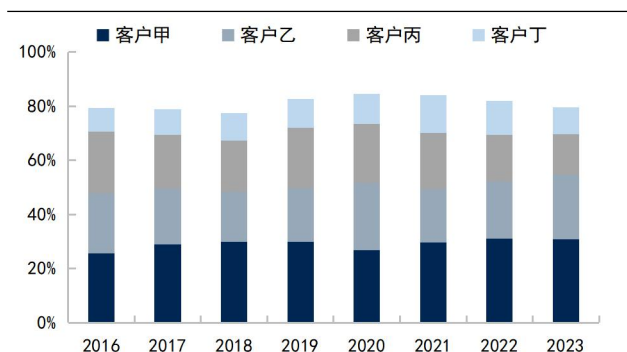
图10：公司分品类收入增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

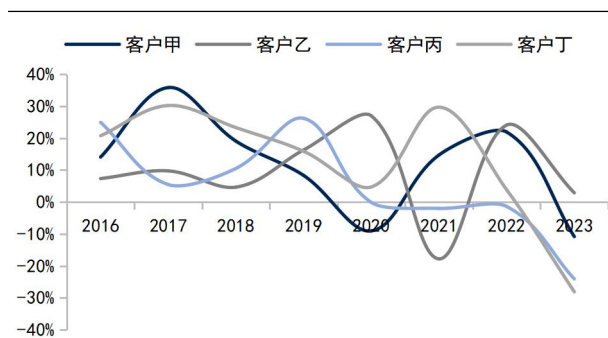
**分客户收入：**四大客户客户甲/乙/丙/丁分别同比变动-11%/3%/-24%/-28%，占比分别为31%/24%/15%/10%，其他客户收入增长2%，占比20%。欧美运动品牌客户订单下降较多。

图11: 公司分客户收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

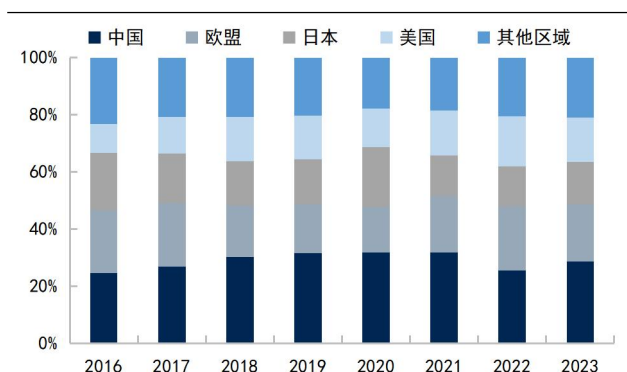
图12: 公司分客户收入增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

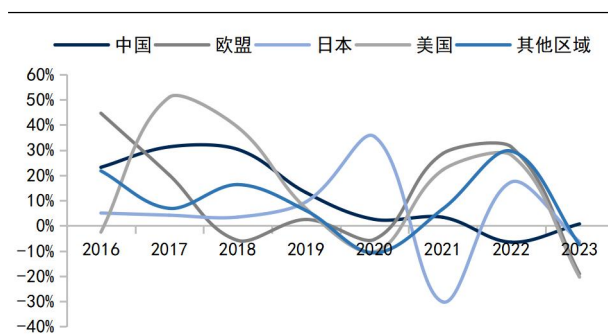
**分地区收入:** 中国/欧盟/日本/美国分别同比变动 1%/-19%/-6%/-20%，占比分别为 29%/20%/15%/16%，其他地区收入减少 8%，收入占比 21%。欧美受到品牌去库存影响下滑幅度较大，中国收入出现小幅增长，占比回升至 29%。

图13: 公司分地区收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司分地区收入增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 下半年收入降幅收窄，毛利率修复至 25.8%

2023 下半年公司订单情况回暖，下半年收入同比下降 5.5%，环比上半年降幅收窄，同时下半年收入金额环比上半年提升 16%。下半年归母净利润增长 11%至 24.3 亿元，净利率同比提升 2.7 个百分点至 18.1%，主要由于毛利率同比提升 4.3 个百分点，部分被汇兑收益比率减少所抵消。

2023 下半年随着产能利用率改善、新工厂爬坡和原材料回落至合理水平，公司毛利率修复至 25.8%，其中第四季度毛利率比第三季度进一步上升，整体经营趋势向好。

图15: 半年度收入及增速



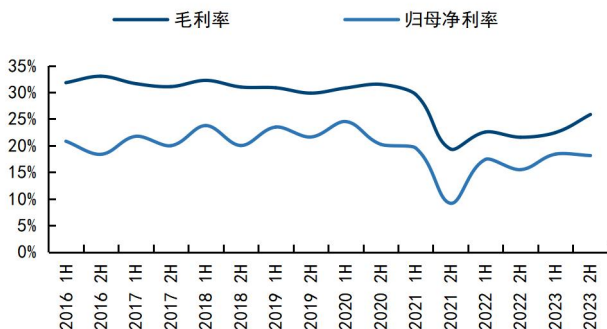
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 半年度归母净利润及增速



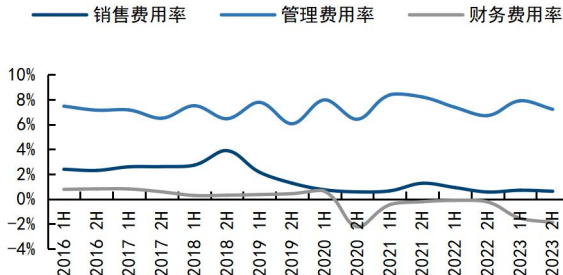
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 半年度利润率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 半年度费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 订单回升趋势明朗，产能利用率回升驱动毛利率修复

公司从2021年下半年、2022年到2023上半年，基本面先后受越南产地长时间停产、棉价大涨、宁波厂区封控、海外品牌去库存导致订单减少等负面因素影响，产能利用率不足、盈利能力遭受较大冲击。目前来看：

### 1、行业：国际品牌去库存进入尾声，台企代工同行月度营收改善积极

**核心品牌客户去库存进入尾声：**从耐克、阿迪、优衣库、PUMA、lulu品牌库存情况看，经历了约1年左右的去库存，这五个品牌2023年三季度~四季度库存均有较显著的下降，同时2023四季度的库销比已经回落至接近2019年同期的健康水平。

**台企代工同行月度营收改善积极：**成衣代工大厂儒鸿、聚阳1-2月新台币营收分别实现17%和9%的增长，聚阳公司预估上半年量增双位数，儒鸿表示目前订单能见度6个月，下半年品牌大订单加入后整体状况乐观。

图19: 申洲国际品牌客户季度收入、库存 (财季按自然年统一归位)

收入YOY	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
耐克	12.0%	10.0%	10.0%	12.0%	6.0%	36.0%	0.0%	8.0%	-2.0%	88.0%	12.0%	0.0%	8.0%	4.0%	10.0%	27.0%	9.0%	8.0%	2.0%	2.0%
阿迪达斯	5.3%	4.0%	6.0%	11.0%	20.3%	33.0%	-3.0%	1.0%	27.0%	55.0%	3.0%	-3.0%	-3.0%	4.0%	4.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	1.0%	-1.0%
优衣库	9.4%	7.3%	9.8%	-3.3%	-6.1%	39.4%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	47.2%	-6.3%	1.2%	1.5%	10.3%	3.2%	14.2%	26.9%	23.8%	6.2%	3.2%
PUMA	15.3%	15.7%	17.0%	19.0%	-1.3%	30.7%	13.3%	9.1%	25.8%	96.0%	20.4%	14.0%	19.7%	18.4%	16.9%	21.1%	14.4%	11.1%	6.0%	-4.0%
LULU	20.4%	22.1%	22.5%	19.7%	16.7%	2.2%	2.0%	3.8%	88.1%	60.7%	29.8%	3.1%	3.1%	28.8%	28.0%	30.2%	24.0%	27.0%	14.0%	6.0%

报表存货YOY	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
耐克	0.9%	6.9%	11.6%	15.1%	7.2%	31.0%	14.9%	-1.8%	15.3%	-7.0%	-0.1%	6.8%	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%
阿迪达斯	1.9%	4.5%	14.3%	18.6%	3.1%	48.7%	27.2%	7.6%	-9.1%	-22.2%	-21.6%	-8.8%	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%	-23.2%	-24.2%
优衣库	40.7%	14.9%	-11.7%	-6.2%	-6.6%	20.7%	1.7%	-4.8%	0.2%	-9.5%	-5.4%	0.2%	-1.2%	2.1%	23.1%	40.8%	24.9%	10.1%	-7.5%	-14.8%
PUMA	19.3%	19.4%	28.4%	21.3%	24.5%	21.2%	7.2%	2.5%	8.3%	7.7%	11.6%	31.1%	32.2%	42.9%	72.3%	50.5%	32.7%	8.1%	-20.3%	-19.6%
LULU	18.6%	25.9%	26.4%	28.1%	41.3%	35.1%	22.9%	24.8%	17.1%	17.4%	22.4%	49.3%	74.0%	85.1%	84.5%	49.8%	23.9%	8.1%	-4.5%	-8.5%

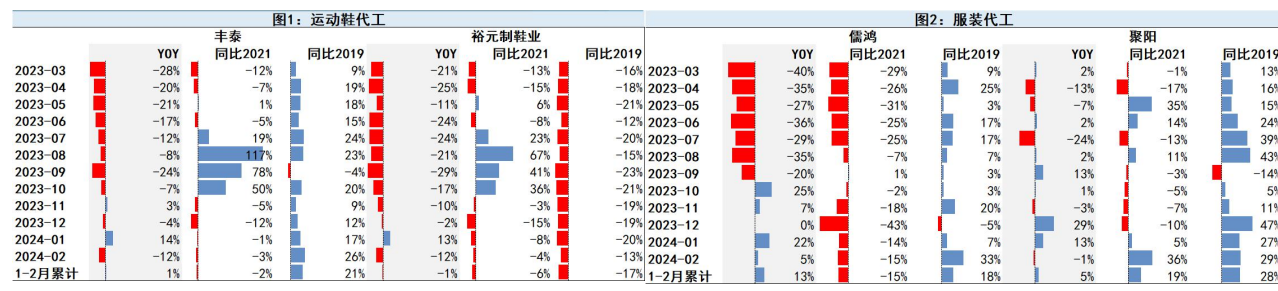
库销比 (存货/过去1年平均月收入)	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
耐克	1.68	1.72	1.76	1.82	1.69	2.36	2.15	1.91	2.09	1.85	1.74	1.69	1.97	2.16	2.46	2.28	2.11	1.98	2.03	1.86
阿迪达斯	1.77	1.91	1.92	2.07	2.31	3.04	2.79	2.66	2.32	2.23	2.03	2.27	2.56	3.02	3.38	3.18	3.03	2.99	2.67	2.53
优衣库	2.06	1.68	2.15	2.25	1.90	2.27	2.49	2.42	2.12	1.91	2.22	2.27	1.96	1.92	2.53	2.86	2.06	1.73	1.95	2.04
PUMA	2.25	2.54	2.61	2.42	2.47	3.04	2.82	2.61	2.68	2.67	2.50	2.63	2.71	3.14	3.51	3.18	2.95	2.91	2.55	2.52
LULU	1.55	1.66	2.01	1.56	1.95	2.09	2.27	1.76	1.77	1.72	1.93	1.85	2.30	2.48	2.80	2.14	2.23	2.15	2.17	1.65

报表存货金额	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
耐克	5415	5622	5835	6199	5807	7367	6705	6090	6693	6854	6699	6506	7700	8420	9662	9326	8905	8454	8698	7979
阿迪达斯	3285	3579	3677	4085	4334	5213	4676	4397	3938	4054	3664	4009	4542	5483	6315	5973	5675	5540	4849	4525
优衣库	379104	315503	410526	424615	353907	380673	417528	404115	354641	344651	394867	405103	350348	351718	485928	570314	437671	387386	449250	485724
PUMA	908	1063	1141	1110	1130	1289	1222	1138	1224	1389	1364	1492	1618	1984	2350	2245	2147	2146	1874	1804
LULU	443	494	627	519	626	673	771	647	733	790	944	966	1275	1462	1742	1447	1580	1580	1664	1324

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 台企服装和运动鞋代工同行月度营收增长环比改善



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2、申洲: 品牌订单回升、开拓新客户、海外工厂扩张及效率提升, 盈利修复趋势明朗

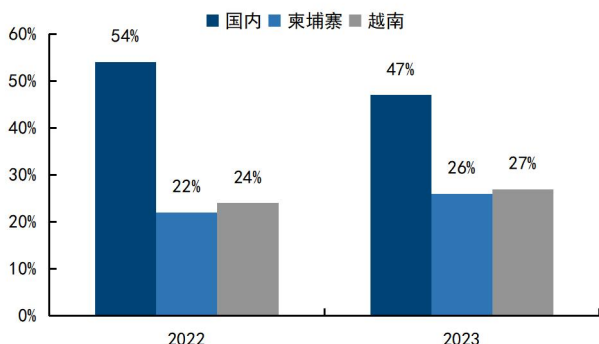
**在客户需求方面:** 2023 下半年随着去库存逐渐进入尾声, 品牌订单回升, 公司收入及毛利率均有较积极环比修复。目前公司国内、国外产能利用率已经达到较合理水平, 同时 2024 年有招工和扩大资本开支计划, 2024 年收入及盈利水平有望延续改善。

**在新客户拓展方面:** 第一, 国内运动品牌如李宁、安踏、特步等占比提升 2PCT 至 11%, 未来随中国运动市场扩容和本土品牌升级, 仍有望保持较好增长。第二, 公司切入面料功能性强、定价高端的高景气运动品牌 Lululemon, 2023 年订单金额超过 8000 万美金, 占收入比超过 2%, 2024 年预计继续保持快速增长。第三, 拓展经编和梭织面料, 拓宽产品品类, 未来新客户开拓空间较大。

**海外工厂扩张及效率爬升趋势向好:** 2023 年海外工厂的成衣产出占集团 53%(2022 年为 46%), 随柬埔寨新工厂效率的提升和员工规模的扩充, 柬埔寨成衣产出占比提升至 26%(2022 年为 22%), 越南成衣产出占比提升至 27%(2022 年为 24%)。

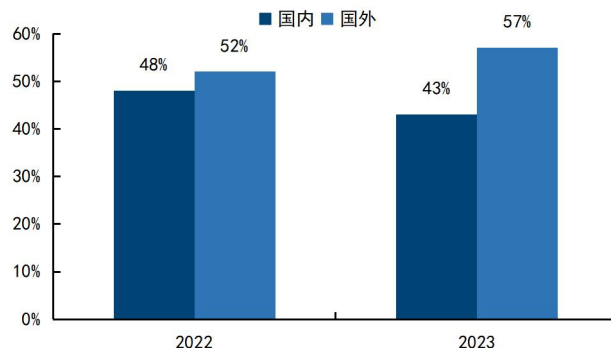
海外平均员工数量占比从 52%提升至 57%。

图 21: 公司国内外成衣产出占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 22: 公司国内外员工年度平均人数占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 投资建议：看好盈利修复弹性，需求拓展和海外产能扩张打开成长空间

公司订单拐点已现，下半年产能利用率回升驱动毛利率改善明显，2024 年产能利用率恢复将进一步带来较大利润弹性。从中长期看，海外产能持续拓张、新客户和新品类将带来业绩增量。由于 2023 年品牌客户去库对公司订单影响大于此前假设，且对近期终端需求展望谨慎，小幅下调盈利预测，预计 2024-2026 年净利润为 53.9/63.7/73.6 亿元（原 2024-2025 年为 55.2/65.8 亿元），同比增长 18.2%/18.2%/15.5%。看好短期产能利用率带动利润恢复弹性以及中长期积极海外扩张带来成长空间，维持目标价 91-99 港元，对应 2024 年 PE 23-25x，维持“买入”评级。

表 1: 盈利预测与市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	24,970	28,755	32,471	36,395
(+/-%)	16.5%	-10.1%	15.2%	12.9%	12.1%
净利润(百万元)	4563	4557	5385	6367	7355
(+/-%)	35.3%	-0.1%	18.2%	18.2%	15.5%
每股收益(元)	3.04	3.03	3.58	4.24	4.89
EBIT Margin	18.8%	18.2%	19.9%	21.3%	22.0%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	14.3%	15.3%	16.2%	17.1%
市盈率 (PE)	20.0	20.0	16.9	14.3	12.4
EV/EBITDA	18.0	20.3	16.8	14.0	12.3
市净率 (PB)	2.97	2.78	2.42	2.22	2.04

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测



**表2：可比公司估值表**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2313. HK	申洲国际	买入	60.7	3.04	3.03	3.58	4.24	20.0	20.0	16.9	14.3
可比公司											
1476. TW	儒鸿	无评级	131.2	5.63	4.34	5.42	6.26	23.3	30.2	24.2	21.0
1477. TW	聚阳实业	无评级	96.28	3.50	3.69	4.14	4.70	27.5	26.1	23.2	20.5
300979. SZ	华利集团	买入	57.96	2.77	2.74	3.19	3.74	20.9	21.2	18.2	15.5
9910. TW	丰泰企业	无评级	38.51	2.21	1.30	1.95	2.19	17.4	29.6	19.7	17.6
NKE. N	耐克	无评级	668.33	23.32	27.15	31.80	36.84	28.7	24.6	21.0	18.1
平均值								23.6	26.3	21.3	18.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测；备注：无评级公司 EPS 预测值来自彭博一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7370	11596	12517	15303	18384	营业收入	27781	24970	28755	32471	36395
应收款项	5005	5024	5498	5883	6594	营业成本	21656	18910	21034	23454	26039
存货净额	6261	6125	6392	6893	7392	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	7529	5735	8837	8837	8837	销售费用	204	164	189	213	239
<b>流动资产合计</b>	<b>26165</b>	<b>28479</b>	<b>33244</b>	<b>36916</b>	<b>41208</b>	管理费用	1954	1881	2109	2382	2669
固定资产	11594	10931	12021	12761	13473	财务费用	50	433	349	297	333
无形资产及其他	125	129	126	123	121	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	5610	9072	9281	9515	9779	其他收入	1545	1314	1017	1213	1360
<b>资产总计</b>	<b>43493</b>	<b>48611</b>	<b>54671</b>	<b>59315</b>	<b>64580</b>	营业利润	5234	4550	5721	6921	8006
短期借款及交易性金融负债	7198	10204	10204	10204	10204	营业外净收支	(21)	13	15	17	19
应付款项	932	1198	1333	1533	1754	<b>利润总额</b>	<b>5262</b>	<b>4996</b>	<b>6085</b>	<b>7235</b>	<b>8358</b>
其他流动负债	2130	1982	2789	3717	4787	所得税费用	699	438	700	868	1003
<b>流动负债合计</b>	<b>10259</b>	<b>13384</b>	<b>14326</b>	<b>15454</b>	<b>16745</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	2000	1900	1900	1900	1900	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4563</b>	<b>4557</b>	<b>5385</b>	<b>6367</b>	<b>7355</b>
其他长期负债	468	459	759	934	1131	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2468</b>	<b>2359</b>	<b>2659</b>	<b>2834</b>	<b>3031</b>	净利润	4563	4557	5385	6367	7355
<b>负债合计</b>	<b>12727</b>	<b>15744</b>	<b>16985</b>	<b>18288</b>	<b>19776</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	13	0	0	0	0	折旧摊销	791	775	732	792	830
股东权益	30753	34861	37686	41027	44805	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43493</b>	<b>48611</b>	<b>54671</b>	<b>59315</b>	<b>64580</b>	财务费用	50	433	349	297	333
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(1432)	253	(607)	(686)	(989)
每股收益	3.04	3.03	3.58	4.24	4.89	其它	656	(791)	(550)	604	717
每股红利	1.71	1.70	2.01	2.38	2.94	<b>经营活动现金流</b>	<b>4628</b>	<b>5227</b>	<b>5310</b>	<b>7373</b>	<b>8246</b>
每股净资产	20.46	21.86	25.07	27.29	29.81	资本开支	(1240)	(1240)	(1800)	(1500)	(1500)
ROIC	12%	10%	11%	12%	13%	其它投资现金流	869	(909)	71	71	71
ROE	16%	14%	15%	16%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(371)</b>	<b>(2149)</b>	<b>(1729)</b>	<b>(1429)</b>	<b>(1429)</b>
毛利率	22%	24%	27%	28%	28%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	18%	20%	21%	22%	负债净变化	(1344)	4218	0	0	0
EBITDA Margin	22%	21%	22%	24%	24%	支付股利、利息	(2054)	(2564)	(2561)	(3026)	(3577)
收入增长	17%	-10%	15%	13%	12%	其它融资现金流	(517)	(505)	(99)	(133)	(158)
净利润增长率	35%	-0%	18%	18%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3915)</b>	<b>1150</b>	<b>(2660)</b>	<b>(3159)</b>	<b>(3735)</b>
资产负债率	29%	32%	31%	31%	31%	现金净变动	342	4227	921	2785	3082
息率	2.8%	2.8%	3.3%	3.9%	4.8%	货币资金的期初余额	6688	7369	11596	12517	15303
P/E	20.0	20.0	16.9	14.3	12.4	货币资金的期末余额	7369	11596	12517	15303	18384
P/B	3.0	2.8	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	3388	3986	3510	5873	6746
EV/EBITDA	18.0	20.3	16.8	14.0	12.3	权益自由现金流	2040	7287	3819	6135	7039

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032