

华利集团 (300979.SZ)

四季度业绩增长转正，全年新客户订单快速增长

买入

核心观点

品牌客户去库存致公司收入下滑，下滑幅度好于同行。2023年公司收入201.1亿元，同比-2.2%，主要由于部分运动鞋品牌客户处于去库存周期，对公司订单产生不利影响，但公司收入下滑幅度明显好于同行。盈利能力保持稳定，毛利率小幅下降0.3个百分点至25.6%，仍处于历史较高水平；费用率方面除管理费用外基本持平。归母净利润同比-0.9%至32.0亿元，净利率同比提升0.2个百分点至15.9%。ROE同比下降3.3个百分点至21.2%，主要受应收账款周转率下降影响；应收账款周转天数同比增加13天，主要因账期较长的客户订单占比提升；2023年末公司存货金额同比+11.3%至27.4亿元，主要因期末在手订单增加，库存商品及发出商品增加。资本开支11.55亿元，主要用于产能建设，未来中期维度预计越南、印尼每年共投产1-2家工厂，资本开支预计维持在10-15亿元的水平。

四季度业绩、销量增长转正。四季度伴随大部分下游品牌去库基本完成，公司收入恢复正向增长，同比+11.7%至58.1亿元，增速好于同行；归母净利润同比+16.7%至9.1亿元，净利率同比+0.7个百分点至15.7%。毛利率同比+0.6个百分点至26.4%，达到历史较高水平，预计主要受产能利用率恢复带动。

品牌结构与产品结构变化带动单价同比明显提升。拆分量价来看，公司全年销售运动鞋1.90亿双，同比-13.9%；单价约为105.6元人民币，同比+13.6%，单价提升一方面来自于品牌结构变化及高单价产品占比提升，另一方面来自于汇率贡献。四季度公司销售运动鞋0.54亿双，同比+4.7%，从2023一季度以来，销量下滑幅度逐季收窄，四季度转正；单价约为107.3元，同比+6.7%。

前五大客户占比下降至82%，新客户订单快速增长。分客户看，前五大客户收入占比82%，占比同比下降9个百分点，一方面由于其中两大客户订单下滑严重，其他三大客户收入表现较稳健。另一方面五大客户以外，尤其近年来新拓的高景气品牌客户订单实现快速增长，2023年合计收入同比翻倍增长。

风险提示：产能扩张不及预期、去库存进程不及预期、国际政治经济风险。

投资建议：业绩好于同行、下游品牌去库好转，看好后续订单回暖与产能扩张支撑业绩成长。基于2024年公司订单和盈利趋势向好，我们小幅上调2024年并维持2025年盈利预测，预计公司2024~2026年净利润分别为37.6/43.6/49.6亿元(2024年前值为37.1亿元)，同比+17.5%/16.1%/13.6%。维持73.1~79.5元的合理估值区间，对应2024年23-25x PE，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)	20,569	20,114	23,399	26,880	30,426
(+/-%)	17.7%	-2.2%	16.3%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	3228	3200	3759	4363	4956
(+/-%)	16.6%	-0.9%	17.5%	16.1%	13.6%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.22	3.74	4.25
EBIT Margin	20.4%	20.4%	20.6%	20.7%	20.8%
净资产收益率(ROE)	24.5%	21.2%	22.1%	22.8%	22.9%
市盈率(PE)	22.8	23.0	19.6	16.9	14.9
EV/EBITDA	16.3	16.3	14.8	12.9	11.4
市净率(PB)	5.58	4.87	4.33	3.84	3.40

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

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：关竣尹

0755-81982834

cnguanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

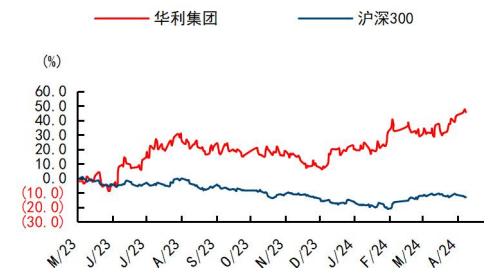
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	73.10 - 79.50元
收盘价	63.08元
总市值/流通市值	73614/9215百万元
52周最高价/最低价	64.96/39.35元
近3个月日均成交额	129.81百万元

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

《华利集团(300979.SZ)-量价共同驱动下，四季度收入预计同比增长12%》——2024-03-15

《华利集团(300979.SZ)-第三季度净利润下滑6%，毛利率回升》——2023-10-28

《华利集团(300979.SZ)-运动品牌核心供应商，份额扩张驱动增长》——2023-10-23

《华利集团(300979.SZ)-二季度收入降幅收窄，产品单价显著提升》——2023-08-18

《华利集团(300979.SZ)-二季度收入降幅环比收窄，净利率同比提升》——2023-08-03

2023 年收入下滑幅度逐季收窄，四季度收入及销量增长转正

品牌客户去库存致公司收入下滑，下滑幅度好于同行。2023 年公司收入 201.1 亿元，同比-2.2%，主要由于部分运动鞋品牌客户处于去库存周期，对公司订单产生不利影响，但基于公司拥有优质的客户结构并与客户形成深度绑定，同时新拓展客户快速起量，公司收入下滑幅度明显好于同行，2023 年裕元制造业和丰泰收入分别下滑 18.4%和 12.1%。

盈利能力保持稳定。毛利率小幅下降 0.3 个百分点至 25.6%，仍处于历史较高水平；费用率方面除管理费用外基本持平，管理费用率下降 0.3 个百分点至 3.4%，主要系减少绩效薪酬费用计提所致。营业利润 40.6 亿元，同比-1.2%，营业利润率 20.2%，同比提升 0.2 个百分点；归母净利润 32.0 亿元，同比-0.9%，净利率 15.9%，同比提升 0.2 个百分点。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



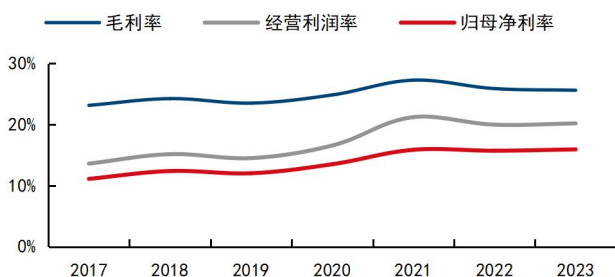
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



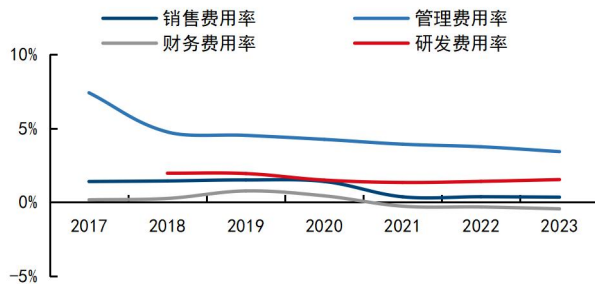
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率/营业利润率/净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

品牌结构与产品结构变化带动单价同比明显提升。拆分量价来看，公司销售运动鞋 1.90 亿双，同比-13.9%；单价约为 105.6 元人民币，同比+13.6%，单价提升一方面来自于品牌结构变化及高单价产品占比提升，另一方面来自于汇率贡献，以年度平均汇率推算，美元角度单价为 15.0 美元，同比+8.4%。

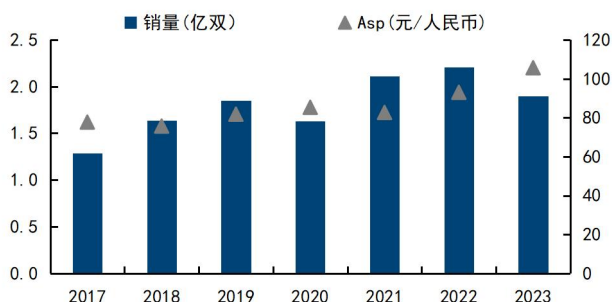
前五大客户占比下降至 82%，新客户订单快速增长。分客户看，前五大客户收入占比 82%，占比同比下降 9 个百分点，一方面由于其中两大客户订单下滑严重，收入均下降 30%~40%；其他三大客户收入表现较稳健，其中第二大客户人民币口径收入仍有增长。另一方面五大客户以外，尤其近年来新拓的高景气品牌客户订单实现快速增长，2023 年合计收入同比翻倍增长。

图5: 华利集团收入拆分一图概览

	2019	2020	2021	2022	2023	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
总收入(亿元)	151.66	139.31	174.70	205.69	201.14	36.61	55.51	50.97	58.05
分量价									
销量(百万双)	185.09	162.89	210.87	220.68	190.11	38.55	52.45	45.00	54.11
单价(人民币口径)	81.77	85.29	82.67	93.01	105.61	94.97	105.83	113.26	107.29
分客户									
客户一	41.32	45.96	61.81	79.22	76.09				
客户二	26.27	25.47	37.63	39.55	40.60				
客户三	38.96	30.22	32.08	34.14	23.67				
客户四	15.94	16.05	18.93	22.28	14.03				
客户五	-	7.12	9.65	12.53	11.30				
其他	20.70	14.10	14.22	17.52	35.10				
总收入YOY	22.4%	-8.1%	25.4%	17.7%	-2.2%	-11.2%	-3.9%	-6.9%	11.7%
分量价									
销量	13.2%	-12.0%	29.5%	4.7%	-13.9%	-24.6%	-17.9%	-16.7%	4.7%
单价	8.1%	4.3%	-3.1%	12.5%	13.6%	17.8%	17.0%	11.7%	6.7%
分客户									
客户一	31.1%	11.2%	34.5%	28.2%	-4.0%				
客户二	17.0%	-3.0%	47.7%	5.1%	2.6%				
客户三	11.3%	-22.4%	6.2%	6.4%	-30.7%				
客户四	79.0%	0.7%	18.0%	17.7%	-37.1%				
客户五			35.6%	29.9%	-9.8%				
其他	9.6%	-31.9%	0.8%	23.2%	100.3%				

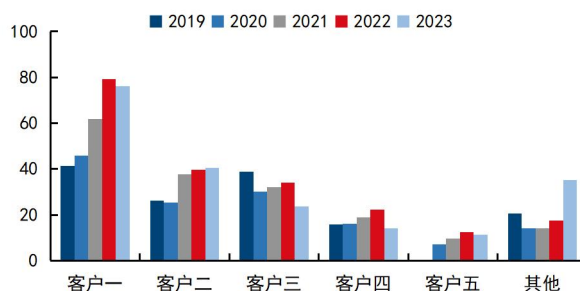
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司鞋销量及鞋单价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

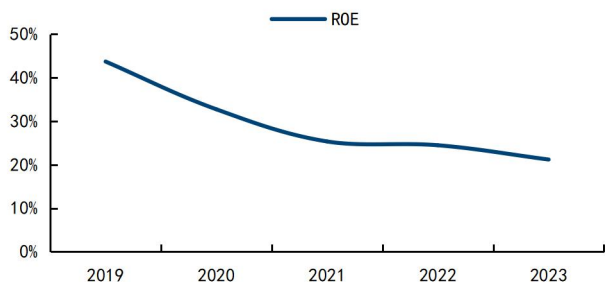
图7: 公司分客户营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

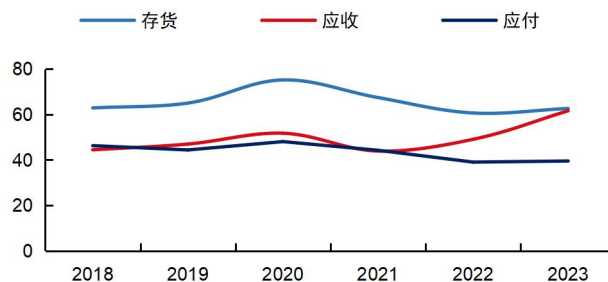
受应收账款周转率下滑影响 ROE 有所下降, 资本开支稳定。2023 年公司 ROE 为 21.2%, 同比下降 3.3 个百分点, 主要受应收账款周转率下降影响; 应收账款周转天数为 62 天, 同比增加 13 天, 主要因账期较长的客户订单占比提升; 存货和应付账款周转天数基本保持稳定。资本开支 11.55 亿元, 主要用于产能建设, 未来中期维度预计越南、印尼每年共投产 1-2 家工厂, 资本开支预计维持在 10-15 亿元的水平。

图8: 公司净资产收益率 (ROE) 情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

存货金额上升, 在手订单增加。截至 2023 年末, 公司存货金额同比+11.3%至 27.4 亿元, 主要因期末在手订单增加, 库存商品及发出商品增加, 预计发货带来的收入贡献有望在今年一季度体现。

图10: 公司存货金额及增速 (单位: 亿元、%)

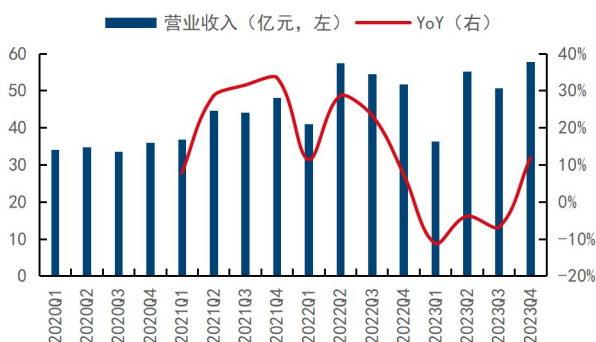


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

四季度业绩、销量增长转正。四季度伴随大部分下游品牌去库基本完成, 公司收入恢复正向增长, 同比+11.7%至 58.1 亿元, 增速好于同行, 四季度裕元制造业和丰泰收入分别下滑 11.9%和 2.9%; 归母净利润 9.1 亿元, 同比+16.7%, 净利率 15.7%, 同比+0.7 个百分点。四季度毛利率同比提升 0.6 个百分点至 26.4%, 达到历史较高水平, 预计主要受产能利用率恢复带动。

拆分量价来看, 四季度公司销售运动鞋 0.54 亿双, 同比+4.7%, 从 2023 一季度以来, 销量下滑幅度逐季收窄, 四季度转正; 单价约为 107.3 元, 同比+6.7%; 以季度平均汇率推算, 美元角度单价为 15.0 美元, 同比+6.3%。

图11: 公司季度收入与变化情况



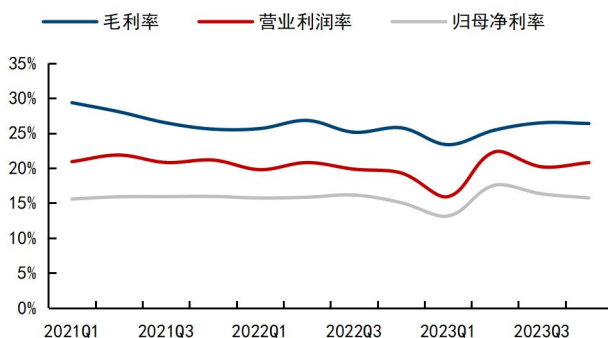
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司季度业绩预变化情况



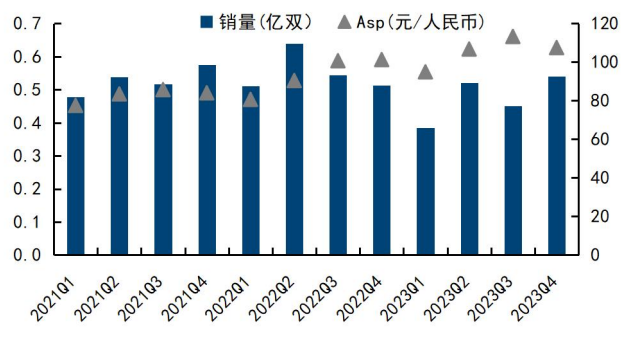
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司季度毛利率/营业利润率/净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司季度鞋销量及鞋单价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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

核心品牌客户去库进入尾声: 从耐克、Deckers、VF、PUMA、UA 品牌库存情况看, 经历了约 1 年左右的去库存, 五个品牌 2023 年三季度~四季度库存均有较显著的下降, Nike、Deckers 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: 运动鞋代工大厂丰泰、裕元 3 月美元口径营收分别实现 7% 的增长和持平; 丰泰预期 2024 全年订单温和增长, 裕元制造业务预期全年订单增长中到高单位数。

图15: 华利集团品牌客户季度收入、库存 (财季按自然年统一归位)

收入YOY (耐克、阿迪、PUMA、Deckers、VF、UA、LULU为货币中性口径)	
	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	6.0% 36.0% 0.0% 8.0% -2.0% 88.0% 12.0% 0.0% 8.0% 3.0% 10.0% 27.0% 9.0% 8.0% 2.0% -1.0%
Deckers	-4.9% 2.3% 15.0% 14.8% 49.7% 78.2% 15.8% 10.2% 1.2% 2.8% 21.3% 13.3% 7.6% 11.1% 24.2% 15.1%
VF	10.8% -47.5% 18.0% -5.8% 22.8% 103.9% 22.6% 2.0% 9.4% 3.1% -3.7% -2.6% -3.0% -8% -4.0% -17.0%
PUMA	-1.3% -30.7% 13.3% 9.1% 35.8% 96.0% 20.4% 14.0% 9.7% 8.4% 6.9% 2.1% 14.4% 11.1% 6.0% -4.0%
UA	-22.8% -40.6% 0.2% -2.6% 35.1% 91.0% 7.9% 8.9% 3.5% -0.2% 1.8% 3.4% 7.5% -1.0% -1.1% -7.0%
报表存货YOY	
	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	7.2% 11.0% 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%
Deckers	11.8% -8.1% -13.4% -16.6% -10.7% 5.2% 31.4% 80.4% 82.1% 83.4% 45.4% 31.3% 5.1% -11.8% -21.5% -25.5%
VF	10.3% 1.5% -9.8% -31.2% -17.9% -13.3% 2.1% 19.6% 33.6% 92.4% 87.7% 101.4% 61.6% 19.0% -9.8% -17.1%
PUMA	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%
UA	7.4% 24.1% 16.6% 0.4% -9.4% -26.5% -20.7% -9.4% -3.2% 8.3% 29.0% 50.1% 44.4% 38.4% 5.9% -9.3%
库销比 (存货/过去1年平均月收入)	
	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	1.69 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
Deckers	1.75 2.44 2.62 1.55 1.31 1.98 2.66 2.22 1.93 3.09 3.25 2.43 1.76 2.41 2.23 1.57
VF	1.48 1.77 1.93 1.47 1.38 1.41 1.61 1.33 1.44 2.36 2.80 2.66 2.37 2.92 2.61 2.39
PUMA	2.47 3.04 2.82 2.61 2.68 2.67 2.50 2.63 3.14 3.14 3.18 2.95 2.91 2.55 3.27
UA	2.26 3.19 2.81 2.40 2.13 1.94 1.81 1.71 1.73 2.00 2.25 2.52 2.42 2.70 2.34 3.09
报表存货金额	
	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	5807 7367 6705 6090 6693 6854 6699 6506 7700 8420 9662 9326 8905 8454 8698 7979
Deckers	312 435 484 305 278 458 636 551 507 840 925 723 533 741 726 539
VF	1294 1403 1435 1076 1062 1217 1465 1287 1419 2341 2750 2592 2293 2787 2481 2148
PUMA	1130 1289 1222 1138 1224 1389 1364 1492 1618 1984 2350 2245 2147 2146 1874 1804
UA	940 1199 1057 896 852 881 838 811 824 954 1080 1218 1190 1320 1144 1104

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 台企运动鞋服代工同行月度营收增长环比改善 (美元口径)

	运动鞋代工				服装代工			
	丰泰	裕元制鞋业	裕元制鞋业	裕元制鞋业	裕元制鞋业	裕元制鞋业	裕元制鞋业	裕元制鞋业
	YOY	同比2021	同比2019	YOY	同比2021	同比2019	YOY	同比2021
2023-04	-20%	-7%	19%	-25%	-15%	-18%	-35%	-26%
2023-05	-21%	1%	18%	-11%	6%	-21%	-27%	-31%
2023-06	-17%	-5%	15%	-24%	-8%	-12%	-36%	-25%
2023-07	-12%	19%	24%	-24%	23%	-20%	-29%	-25%
2023-08	-8%	17%	23%	-21%	67%	-15%	-35%	-7%
2023-09	-24%	78%	-4%	-29%	41%	-23%	-20%	1%
2023-10	-7%	50%	20%	-17%	36%	-21%	25%	-2%
2023-11	3%	-5%	9%	-10%	-3%	-19%	7%	-18%
2023-12	-4%	-12%	12%	-2%	-15%	-19%	0%	-43%
2024-01	14%	-1%	17%	13%	-8%	-20%	22%	-14%
2024-02	-12%	-3%	26%	-12%	-4%	-13%	5%	-15%
2024-03	7%	-6%	17%	0%	-13%	-17%	14%	-19%

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 业绩好于同行、下游品牌去库好转, 看好后续订单回暖与产能扩张支撑业绩成长

2023 年下游品牌去库存对供应商普遍大幅砍单, 公司在订单降幅好于同行及单价逆势提升双重因素推动下, 2023 全年收入降幅明显好于同行, 并于四季度率先实现订单量和收入的正向增长。近几年不论行业需求景气度起落, 公司持续印证份额成长逻辑。短期随下游品牌客户去库完成, 预计公司基本面与未来订单逐季回暖, 2024 年订单和业绩增长确定性强。中长期成长性与确定性兼备, 公司产能扩张为未来需求恢复储备较好弹性, 预计年增 1-2 个工厂, 公司中长期扩张市场份额前景明确。估值有望回升到疫情前头部运动代工企业 25x 估值中枢。

基于 2024 年公司订单和盈利趋势向好, 我们小幅上调 2024 年并维持 2025 年盈利预测, 预计公司 2024~2026 年净利润分别为 37.6/43.6/49.6 亿元 (2024 年前值为 37.1 亿元), 同比+17.5%/16.1%/13.6%, 维持 73.1~79.5 元的合理估值区间, 对应 2024 年 23-25x PE, 维持“买入”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	23,399	26,880	30,426
(+/-%)	17.7%	-2.2%	16.3%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	3228	3200	3759	4363	4956
(+/-%)	16.6%	-0.9%	17.5%	16.1%	13.6%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.22	3.74	4.25
EBIT Margin	20.4%	20.4%	20.6%	20.7%	20.8%
净资产收益率(ROE)	24.5%	21.2%	22.1%	22.8%	22.9%
市盈率(PE)	22.8	23.0	19.6	16.9	14.9
EV/EBITDA	16.3	16.3	14.8	12.9	11.4
市净率(PB)	5.58	4.87	4.33	3.84	3.40

资料来源: wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g	PEG	总市值(人民币亿元)
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
300979.SZ	华利集团	买入	63.1	2.77	2.74	3.22	3.74	22.8	23.0	19.6	16.9	16.8%	1.17	745.6
可比公司														
2313.HK	申洲国际	买入	67.6	3.04	3.03	3.58	4.24	22.2	22.3	18.9	15.9	18.3%	1.03	996.7
1477.TW	聚阳实业	无评级	92.67	3.50	3.97	4.35	4.93	26.5	23.3	21.3	18.8	11.4%	1.87	211.6
9910.TW	丰泰企业	无评级	38.51	2.21	1.21	1.71	2.01	17.4	31.7	22.5	19.2	28.7%	0.79	357.9
1476.TW	儒鸿	无评级	129.50	5.63	4.54	5.60	6.51	23.0	28.5	23.1	19.9	19.7%	1.17	343.2
NKE.N	耐克	无评级	665.83	23.38	27.22	31.88	36.93	28.5	24.5	20.9	18.0	16.5%	1.27	9532.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

产能扩张不及预期、去库存进程不及预期、国际政治经济风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3620	3879	5519	6682	8173	营业收入	20569	20114	23399	26880	30426
应收款项	3164	3782	3819	4526	5270	营业成本	15250	14967	17308	19865	22464
存货净额	2464	2741	3234	3544	4124	营业税金及附加	3	5	5	6	7
其他流动资产	261	373	393	430	521	销售费用	77	70	93	107	121
流动资产合计	11504	13118	15307	17524	20430	管理费用	772	689	824	943	1064
固定资产	4221	4796	5262	5673	5989	研发费用	291	309	360	413	467
无形资产及其他	437	557	536	515	493	财务费用	(65)	(89)	(56)	(65)	(73)
投资性房地产	949	976	976	976	976	投资收益	68	52	61	70	79
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(186)	(175)	(198)
资产总计	17110	19447	22080	24688	27888	其他收入	(60)	50	24	24	24
短期借款及交易性金融负债	733	791	1000	1000	1000	营业利润	4105	4056	4764	5529	6281
应付款项	1502	1793	2114	2270	2679	营业外净收支	(15)	(20)	(23)	(27)	(30)
其他流动负债	1507	1585	1800	2059	2360	利润总额	4090	4036	4740	5502	6251
流动负债合计	3743	4169	4914	5328	6038	所得税费用	862	836	982	1140	1295
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	172	162	172	183	195	归属于母公司净利润	3228	3200	3759	4363	4956
长期负债合计	172	162	172	183	195	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3915	4331	5085	5511	6233	净利润	3228	3200	3759	4363	4956
少数股东权益	0	7	7	7	7	资产减值准备	93	(78)	45	14	12
股东权益	13195	15109	16988	19170	21648	折旧摊销	564	662	480	578	652
负债和股东权益总计	17110	19447	22080	24688	27888	公允价值变动损失	143	208	186	175	198
关键财务与估值指标						财务费用	(65)	(89)	(56)	(65)	(73)
每股收益	2.77	2.74	3.22	3.74	4.25	营运资本变动	(657)	(755)	42	(614)	(681)
每股红利	1.15	1.25	1.61	1.87	2.12	其它	(93)	78	(45)	(14)	(12)
每股净资产	11.31	12.95	14.56	16.43	18.55	经营活动现金流	3277	3316	4466	4501	5125
ROIC	31%	27%	30%	33%	35%	资本开支	0	(919)	(1156)	(1156)	(1156)
ROE	24%	21%	22%	23%	23%	其它投资现金流	(125)	(347)	0	0	0
毛利率	26%	26%	26%	26%	26%	投资活动现金流	(125)	(1266)	(1156)	(1156)	(1156)
EBIT Margin	20%	20%	21%	21%	21%	权益性融资	188	7	0	0	0
EBITDA Margin	23%	24%	23%	23%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	-2%	16%	15%	13%	支付股利、利息	(1345)	(1463)	(1879)	(2181)	(2478)
净利润增长率	17%	-1%	17%	16%	14%	其它融资现金流	(1439)	1129	209	0	0
资产负债率	23%	22%	23%	22%	22%	融资活动现金流	(3940)	(1791)	(1671)	(2181)	(2478)
息率	1.8%	2.0%	2.6%	3.0%	3.4%	现金净变动	(788)	259	1639	1163	1491
P/E	22.8	23.0	19.6	16.9	14.9	货币资金的期初余额	4408	3620	3879	5519	6682
P/B	5.6	4.9	4.3	3.8	3.4	货币资金的期末余额	3620	3879	5519	6682	8173
EV/EBITDA	16.3	16.3	14.8	12.9	11.4	企业自由现金流	0	2244	3196	3222	3830
						权益自由现金流	0	3373	3488	3256	3873

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