

# 报喜鸟 (002154.SZ)

## 第二季度零售承压，各渠道毛利率稳步提升

优于大市

### 核心观点

**上半年收入增长0.4%，毛利率提升，归母净利润承压。**报喜鸟是国内中高档男装品牌集团。2024上半年服装零售整体承压，叠加公司去年同期基数较高，上半年收入同比增长0.4%至24.8亿元。通过严控折扣，毛利率同比提升1.5个百分点至67.0%；主要由于加大市场开拓力度，员工人数、品牌推广费用增加，销售费用率增加2.9个百分点至40.5%。受销售费用率上升、政府补助及投资收益较上年同期减少影响，归母净利润同比下滑15.6%至3.4亿元，归母净利率下降2.6个百分点至13.9%。从营运情况看，库存周转天数同比上升7天至258天，产成品存货余额上升0.4%。公司中期拟每10股派发现金红利0.7元，总派息额1.02亿元，分红率约30%。

**第二季度零售承压，收入及净利润下滑。**受天气、整体零售环境影响，公司第二季度销售情况低于预期，收入同比下降4.5%；严控折扣下毛利率同比增长1.1个百分点至66.0%，受收入下滑负杠杆以及加大市场开拓力度影响，销售费用率同比上升5.0个百分点；归母净利率同比下滑4.6个百分点至8.3%。

**哈吉斯开店速度放缓营收稳健，各渠道毛利率均有提升。**分品牌看，1)报喜鸟收入同比下降3.7%，门店数量增加2.8%，单店收入降低5.6%；相较去年底门店数量减少10家。2)哈吉斯收入增长0.2%。2023年哈吉斯恢复较快的开店步伐，2023年门店同比净增9.6%至457家，2024上半年开店速度放缓，门店同比增加8.4%，单店收入同比下降8.0%，相较去年底净开10家。3)宝鸟收入同比-2.3%，团购业务全年预计仍有稳健表现。4)乐飞叶受益于户外赛道高景气，收入同比+32.2%，门店上半年净开5家，单店收入同比增加4.1%。**分渠道看**，加盟渠道收入增速7.4%，一定程度抵消了线上、直营收入下降带来的影响；各渠道较同期毛利率均有提升，直营/加盟/团购/线上毛利率分别+1.3/2.4/1.0/3.3个百分点至78.4%/69.8%/48.6%/73.4%。

**风险提示：**线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

**投资建议：**高基数上增长稳健，毛利率提升，继续看好中长期成长前景。2024上半年在高基数上收入增长稳健，库存良性，零售折扣收窄，但受经营负杠杆以及加大市场开拓力度影响，销售费用率提升、同时净利润受到政府补助和投资收益等非经营性因素负面影响扰动。基于下半年消费复苏趋势仍然较弱，同时公司仍处于快速扩张期、销售支出较大，我们下调盈利预测，预计2024~2026年归母净利润分别为6.6/7.5/8.3亿元（前值为8.1/9.2/10.4亿元）。基于盈利预测下调以及行业估值中枢下移，下调目标价至5.4-5.8元（前值为8.0-8.5元），对应2024年12-13x PE，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,313	5,254	5,367	5,929	6,521
(+/-%)	-3.1%	21.8%	2.2%	10.5%	10.0%
净利润(百万元)	459	698	656	746	832
(+/-%)	-1.2%	52.1%	-6.0%	13.8%	11.5%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.45	0.51	0.57
EBIT MaOgin	13.8%	16.0%	15.2%	15.7%	16.0%
净资产收益率(OOE)	11.7%	16.1%	14.0%	14.8%	15.2%
市盈率(PE)	12.4	8.2	8.7	7.6	6.8
EV/EBITDA	11.2	9.0	9.3	7.6	6.9
市净率(PB)	1.45	1.31	1.22	1.13	1.04

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·服装家纺

证券分析师: 丁诗洁

证券分析师: 刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

S0980523070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	5.40 - 5.80元
收盘价	3.90元
总市值/流通市值	5691/4601百万元
52周最高价/最低价	6.94/3.87元
近3个月日均成交额	85.46百万元

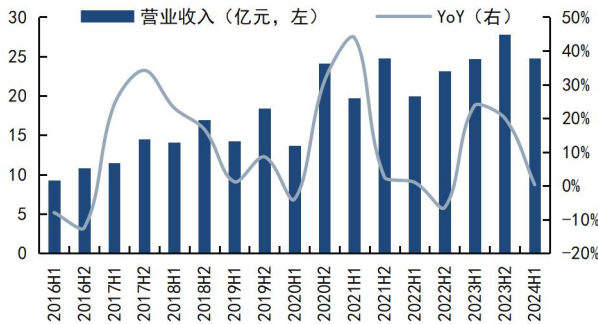
#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《报喜鸟(002154.SZ)-第一季度高基数上收入增长5%，毛利率提升》——2024-04-29
- 《报喜鸟(002154.SZ)-2023年净利润增长52%，哈吉斯开店较积极》——2024-04-12
- 《报喜鸟(002154.SZ)-零售回暖叠加折扣收窄，2023年净利润预增50%-60%》——2024-01-28
- 《报喜鸟(002154.SZ)-三季度归母净利润增长23%，哈吉斯开店较积极》——2023-10-26
- 《报喜鸟(002154.SZ)-二季度收入增长41%，哈吉斯开店较积极》——2023-08-19

**图1: 公司半年度营业收入及增速 (亿元, %)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2: 公司半年度净利润和增长 (亿元, %)**

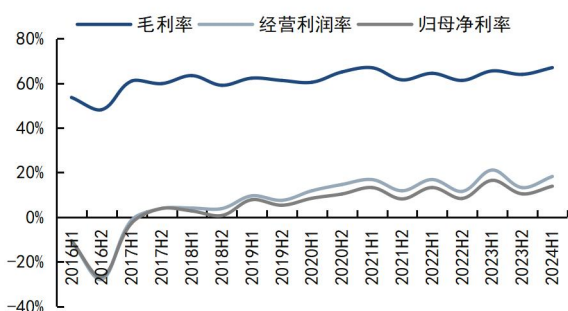

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3: 公司分品牌、分渠道收入、毛利率及增长表现**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2023 2H	2024 1H
<b>收入(百万元)</b>	<b>3110</b>	<b>3273</b>	<b>3788</b>	<b>4451</b>	<b>4313</b>	<b>5254</b>	<b>1996</b>	<b>2317</b>	<b>2471</b>	<b>2783</b>	<b>2479</b>
报喜鸟	1281	1259	1276	1612	1476	1730	704	772	803	926	774
-门店数	740	797	779	796	804	817	796	804	785	817	807
-单店收入	176	164	162	205	184	213	88	97	101	116	95
哈吉斯	872	1007	1233	1452	1416	1758	662	755	858	900	860
-门店数	365	392	393	401	417	457	392	417	431	457	467
-单店收入(万元)	261	266	314	366	346	402	167	187	202	203	186
宝鸟	513	566	785	837	980	1135	421	559	519	616	507
其他品牌	326	344	397	426	361	486	171	190	239	247	276
<b>分渠道:</b>											
直营	1329	1356	1537	1758	1450	2089	731	719	1043	1046	1009
加盟	707	661	583	806	771	807	328	442	332	475	357
团购	565	591	802	861	1008	1165	450	558	549	617	539
线上	312	422	602	681	798	804	362	437	390	414	381
<b>收入yoy</b>	<b>19.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>15.7%</b>	<b>17.5%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>21.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>23.8%</b>	<b>20.1%</b>	<b>0.4%</b>
<b>分品牌:</b>											
报喜鸟	18.2%	-1.7%	1.4%	26.3%	-8.4%	17.2%	-1.1%	-14.2%	14.2%	19.9%	-3.7%
-门店数	3.1%	7.7%	-2.3%	2.2%	1.0%	1.6%	3.1%	1.0%	-1.4%	1.6%	2.8%
-单店收入	15.3%	-6.8%	-1.2%	26.3%	-9.8%	15.7%	-3.7%	-15.9%	14.4%	19.8%	-5.6%
哈吉斯	33.3%	15.4%	22.4%	17.8%	-2.5%	24.1%	-4.7%	-0.4%	29.6%	19.3%	0.3%
-门店数	20.5%	7.4%	0.3%	2.0%	4.0%	9.6%	2.6%	4.0%	9.9%	9.6%	8.4%
-单店收入	14.0%	1.9%	18.0%	16.5%	-5.3%	16.2%	-6.9%	-3.6%	21.2%	8.7%	-7.9%
宝鸟	22.2%	10.3%	38.6%	6.6%	17.0%	15.9%	33.7%	7.0%	23.3%	10.3%	-2.4%
其他品牌	7.5%	5.5%	15.2%	7.3%	-15.2%	34.7%	-16.3%	-14.1%	39.3%	30.5%	15.5%
<b>分渠道:</b>											
直营		2.0%	13.3%	14.4%	-17.5%	44.0%	-18.4%	-16.6%	42.7%	45.4%	-3.3%
加盟		-6.6%	-11.8%	38.3%	-4.4%	4.7%	4.7%	-10.3%	1.2%	7.4%	7.5%
团购		4.6%	35.6%	7.4%	17.1%	15.6%	39.5%	3.6%	21.9%	10.6%	-1.7%
线上		35.5%	42.5%	13.2%	17.2%	0.8%	23.5%	12.4%	7.9%	-5.2%	-2.3%
<b>毛利率</b>	<b>61.1%</b>	<b>61.7%</b>	<b>63.4%</b>	<b>63.9%</b>	<b>62.7%</b>	<b>64.7%</b>	<b>64.4%</b>	<b>61.3%</b>	<b>65.5%</b>	<b>64.0%</b>	<b>67.0%</b>
直营			75.0%	78.1%	75.5%	77.2%	77.6%	73.3%	77.1%	77.4%	78.4%
加盟			66.1%	65.3%	67.3%	66.7%	67.7%	66.9%	66.4%	66.9%	69.8%
团购			47.8%	45.3%	45.8%	46.4%	44.8%	46.7%	47.6%	45.4%	48.6%
线上			64.2%	65.4%	67.8%	69.5%	68.1%	67.5%	70.1%	69.0%	73.4%

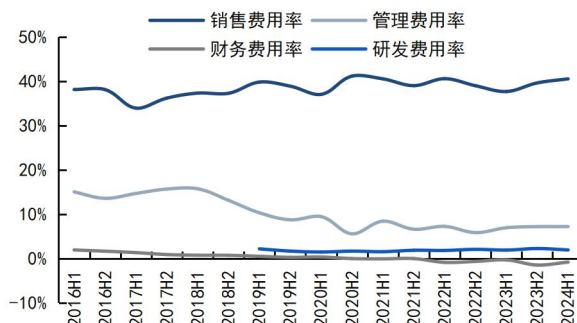
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司半年度利润率水平



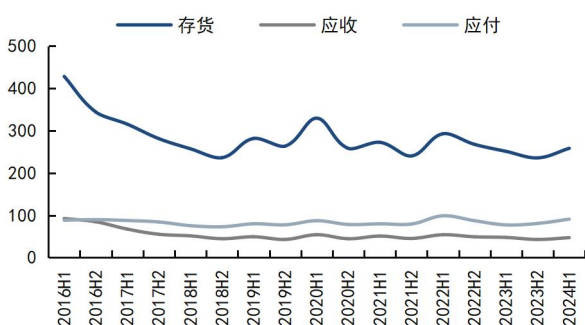
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司半年度费用率水平



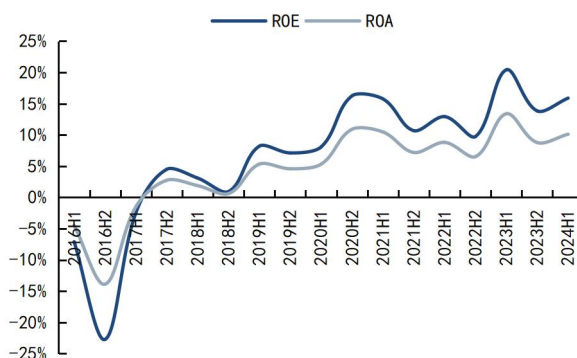
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司半年度营运资金周转天数



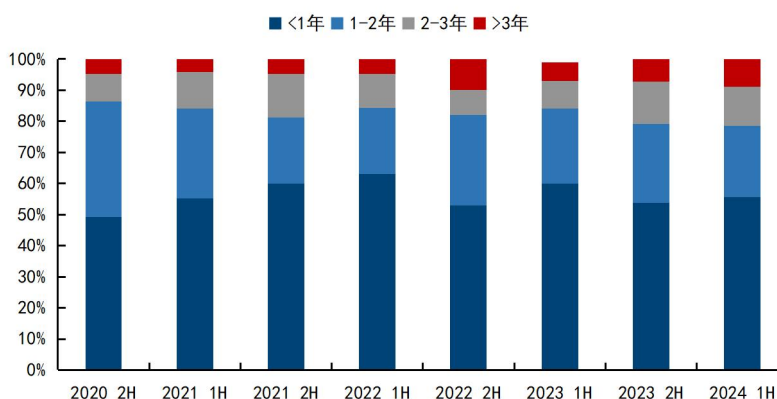
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司半年度盈利能力



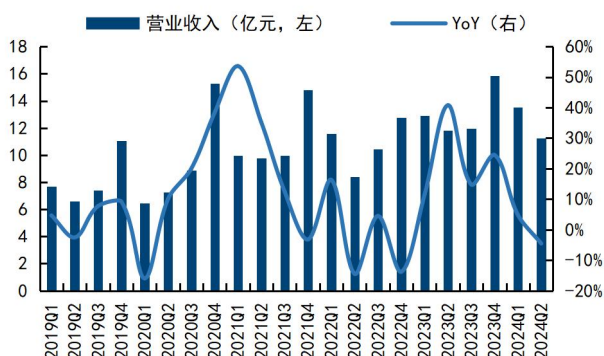
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司库龄结构 (按存货账面余额)



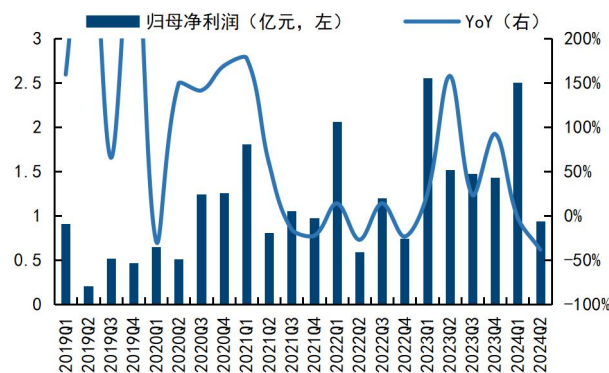
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



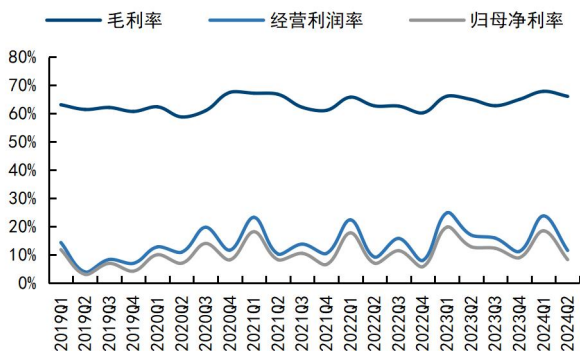
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度净利润和增长 (亿元, %)



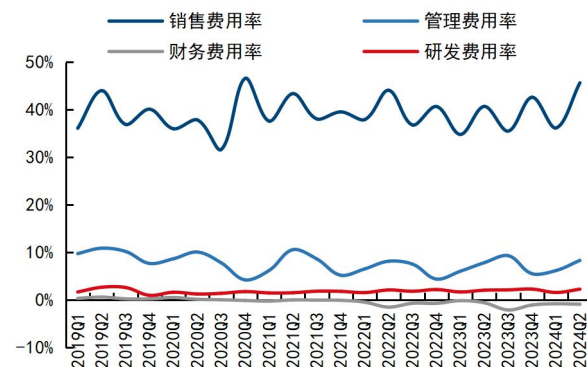
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司季度利润率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司季度费用率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 盈利预测调整说明

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 6.6/7.5/8.3 亿元 (前值为 8.1/9.2/10.4 亿元), 同比-6.0%/+13.8%/+11.5%, 盈利预测下调的主要原因说明: 1) 收入端受今年宏观消费环境疲软影响, 线下客流量减少, 同时公司开店速度放缓, 三季度截至目前仍未出现改善趋势, 7 月服装社零进一步下滑。2) 受经营负杠杆以及市场开拓影响、固定成本费用支出刚性, 尤其销售费用开支较大, 导致费用率上升、利润率下降。具体调整细节如下:

1、收入: 预计 2024-2026 年收入分别为 53.7/59.3/65.2 亿元 (前值为 58.0/ 64.6/71.6 亿元), 同比变动 2.2%/+10.5%/+10.0%。主要对 2024 年营收增速下调, 一方面由于上半年营收增速不及我们此前预期, 收入同比增长 0.4%; 另一方面下半年消费环境仍存在不确定性, 我们预计在去年高基数基础上下半年营收增长中单位数。

2、毛利率: 预计 2024-2026 年毛利率分别为 65.4%/65.5%/65.6% (前值为 64.9%/65.0%/65.1%)。基于公司严控折扣, 上半年各渠道毛利率均有提升, 我们小幅上调公司毛利率预期。

3、销售费用率: 预计 2024-2026 年销售费用率分别为 40.2%/39.9%/39.7% (前值为 38.2%/37.9%/37.7%)。主要由于负向经营杠杆影响, 以及公司市场开拓阶段费用支出较大, 收入下调后刚性费用占比提升。



4、其他收益：受上半年政府补贴较去年同期减少影响，以及未来政府补贴金额的不确定性，下调 2024-2026 年其他收益占收入占比至 1.7%/1.6%/1.5%（前值为 2.1%/2.0%/1.9%）。

5、归母净利润率：主要受销售费用率提升、政府补贴减少影响，预计 2024-2026 年归母净利润率分别为 12.2%/12.6%/12.8%（前值为 13.9%/14.3%/14.5%）。

图13：盈利预测假设拆分

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H
<b>收入 (百万元)</b>	3788	4451	4313	5254	5367	5929	6521	2471	2783	2479	2888
报喜鸟	1276	1612	1476	1730	1678	1797	1887	803	926	774	904
-门店数	779	796	804	817	822	834	847	785	817	807	822
-单店收入	162	205	184	213	205	217	225	101	116	95	111
哈吉斯	1233	1452	1416	1758	1887	2126	2413	858	900	860	1028
-门店数	393	401	417	457	480	516	555	431	457	467	480
-单店收入	314	366	346	402	403	427	451	202	203	186	217
宝鸟	785	837	980	1135	1158	1274	1401	519	616	507	651
其他品牌	397	426	361	486	492	564	635	239	247	276	216
<b>分渠道：</b>											
直营	1537	1758	1450	2089				1043	1046	1009	
加盟	583	806	771	807				332	475	357	
团购	802	861	1008	1165				549	617	539	
线上	602	681	798	804				390	414	381	
<b>收入yoy</b>	15.7%	17.5%	-3.1%	21.8%	2.2%	10.5%	10.0%	23.8%	20.1%	0.4%	3.8%
<b>分品牌：</b>											
报喜鸟	1.4%	26.3%	-8.4%	17.2%	-3.0%	7.1%	5.0%	14.2%	19.9%	-3.7%	-2.4%
-门店数	-2.3%	2.2%	1.0%	1.6%	0.6%	1.5%	1.5%	-1.4%	1.6%	2.8%	0.6%
-单店收入	-1.2%	26.3%	-9.8%	15.7%	-4.0%	6.0%	3.5%	14.4%	19.8%	-5.8%	-4.0%
哈吉斯	22.4%	17.8%	-2.5%	24.1%	7.4%	12.7%	13.5%	29.6%	19.3%	0.2%	14.1%
-门店数	0.3%	2.0%	4.0%	9.6%	5.0%	7.5%	7.5%	9.9%	9.6%	8.4%	5.0%
-单店收入	18.0%	16.5%	-5.3%	16.2%	0.2%	6.0%	5.6%	21.2%	8.7%	-8.0%	7.0%
宝鸟	38.6%	6.6%	17.0%	15.9%	2.0%	10.0%	10.0%	23.3%	10.3%	-2.3%	5.6%
其他品牌	15.2%	7.3%	-15.2%	34.7%	1.1%	14.6%	12.7%	39.3%	30.5%	15.5%	-12.8%
<b>分渠道：</b>											
直营	13.3%	14.4%	-17.5%	44.0%				42.7%	45.4%	-3.3%	
加盟	-11.8%	38.3%	-4.4%	4.7%				1.2%	7.4%	7.4%	
团购	35.6%	7.4%	17.1%	15.6%				21.9%	10.6%	-1.7%	
线上	42.5%	13.2%	17.2%	0.8%				7.9%	-5.2%	-2.3%	
<b>收入占比</b>											
<b>分品牌：</b>											
报喜鸟	33.7%	36.2%	34.2%	32.9%	31.3%	30.3%	28.9%	32.5%	33.3%	31.2%	31.3%
哈吉斯	32.5%	32.6%	32.8%	33.5%	35.2%	35.9%	37.0%	34.7%	32.4%	34.7%	35.6%
宝鸟	20.7%	18.8%	22.7%	21.6%	21.6%	21.5%	21.5%	21.0%	22.1%	20.4%	22.5%
其他品牌	10.5%	9.6%	8.4%	9.3%	9.2%	9.5%	9.7%	9.7%	8.9%	11.1%	7.5%
<b>分渠道：</b>											
直营	40.6%	39.5%	33.6%	39.8%				42.2%	37.6%	40.7%	
加盟	15.4%	18.1%	17.9%	15.4%				13.5%	17.1%	14.4%	
团购	21.2%	19.3%	23.4%	22.2%				22.2%	22.2%	21.8%	
线上	15.9%	15.3%	18.5%	15.3%				15.8%	14.9%	15.4%	
<b>毛利率</b>	63.4%	63.9%	62.7%	64.7%	65.4%	65.5%	65.6%	65.5%	64.0%	67.0%	64.0%
<b>费用率</b>	48.2%	48.7%	47.3%	46.8%	48.4%	48.1%	48.0%	46.1%	47.5%	48.7%	48.2%
销售费用率	39.6%	39.6%	39.7%	38.7%	40.2%	39.9%	39.7%	37.6%	39.6%	40.5%	39.9%
管理费用率	7.0%	7.4%	6.5%	7.1%	7.2%	7.1%	7.1%	6.9%	7.2%	7.2%	7.1%
研发费用率	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	2.2%	1.9%	2.2%
财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.8%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-0.3%	-1.5%	-0.8%	-1.0%
<b>其他经营收益率</b>	-0.6%	-0.2%	-0.6%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	2.5%	-2.3%	0.8%	-1.1%
所得税率	23.9%	22.2%	21.5%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%	19.8%	17.5%	21.3%	18.5%
<b>归母净利润</b>	366.5	464.4	458.8	697.9	656.1	747.8	835.7	407.6	290.3	344.0	312.1
yoy	74.4%	26.7%	-1.2%	52.1%	-6.0%	14.0%	11.8%	53.9%	49.6%	-15.6%	7.5%
归母净利润率	9.7%	10.4%	10.6%	13.3%	12.2%	12.6%	12.8%	16.5%	10.4%	13.9%	10.8%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资建议：高基数上增长稳健，毛利率提升，继续看好中长期成长前景

2024 上半年在高基数上收入增长稳健，库存良性，零售折扣收窄，但受经营负杠杆以及加大市场开拓力度影响，销售费用率提升、同时净利润受到政府补助和投资收益等非经营性因素负面影响扰动。展望中长期，哈吉斯品牌定位泛运动休闲景气赛道，继续保持良好开店扩张势头，新品牌乐飞叶受益于户外赛道高景气增长潜力逐步显现，报喜鸟与宝鸟预计稳步成长。基于下半年消费复苏趋势仍然较弱，同时公司仍处于快速扩张期、销售支出较大，我们下调盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 6.6/7.5/8.3 亿元（前值为 8.1/9.2/10.4 亿元），同比-6.0%/+13.8%/+11.5%。基于盈利预测下调以及行业估值中枢下移，下调目标价至 5.4-5.8 元（前值为 8.0-8.5 元），对应 2024 年 12-13x PE，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,313	5,254	5,367	5,929	6,521
(+/-%)	-3.1%	21.8%	2.2%	10.5%	10.0%
净利润(百万元)	459	698	656	746	832
(+/-%)	-1.2%	52.1%	-6.0%	13.8%	11.5%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.45	0.51	0.57
EBIT Margin	13.8%	16.0%	15.2%	15.7%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	11.7%	16.1%	14.0%	14.8%	15.2%
市盈率 (PE)	12.4	8.2	8.7	7.6	6.8
EV/EBITDA	11.2	9.0	9.3	7.6	6.9
市净率 (PB)	1.45	1.31	1.22	1.13	1.04

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g 2024-2026	PEG 2025
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
报喜鸟	优于大市	3.9	0.48	0.45	0.51	8.1	8.7	7.6	3.1%	2.82
可比公司										
比音勒芬	优于大市	18.7	1.60	1.97	2.35	11.7	9.5	8.0	21.2%	0.45
海澜之家	优于大市	6.1	0.67	0.69	0.77	9.1	8.9	7.9	7.2%	1.23
<b>平均值</b>						10.4	9.2	8.0		0.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 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	1443	1891	2404	2183	2615	营业收入	4313	5254	5367	5929	6521
应收款项	685	733	749	827	910	营业成本	1607	1854	1857	2045	2243
存货净额	1179	1151	1144	1247	1363	营业税金及附加	37	47	48	52	57
其他流动资产	166	214	219	241	265	销售费用	1711	2031	2156	2363	2587
<b>流动资产合计</b>	<b>3667</b>	<b>4559</b>	<b>5085</b>	<b>5068</b>	<b>5722</b>	管理费用	279	370	393	427	469
固定资产	559	924	823	831	823	研发费用	83	109	110	121	133
无形资产及其他	224	236	228	220	211	财务费用	(33)	(50)	(49)	(51)	(50)
投资性房地产	1304	1102	1102	1102	1102	投资收益	13	22	22	24	27
长期股权投资	237	234	231	227	224	资产减值及公允价值变动	115	108	(124)	(132)	(138)
<b>资产总计</b>	<b>5990</b>	<b>7055</b>	<b>7469</b>	<b>7448</b>	<b>8082</b>	其他收入	(236)	(240)	(11)	(19)	(28)
短期借款及交易性金融负债	342	677	692	200	220	营业利润	604	890	850	966	1077
应付款项	530	670	666	639	698	营业外净收支	3	9	9	10	11
其他流动负债	960	1130	1193	1304	1427	<b>利润总额</b>	<b>607</b>	<b>899</b>	<b>858</b>	<b>976</b>	<b>1087</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1832</b>	<b>2477</b>	<b>2551</b>	<b>2143</b>	<b>2345</b>	所得税费用	131	170	172	195	217
长期借款及应付债券	46	47	47	47	47	少数股东损益	17	31	31	34	38
其他长期负债	64	61	57	54	51	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>459</b>	<b>698</b>	<b>656</b>	<b>746</b>	<b>832</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>110</b>	<b>108</b>	<b>105</b>	<b>101</b>	<b>98</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1942</b>	<b>2585</b>	<b>2656</b>	<b>2244</b>	<b>2443</b>	净利润	459	698	656	746	832
少数股东权益	114	129	145	162	181	资产减值准备	62	(34)	150	6	(2)
股东权益	3935	4341	4669	5042	5458	折旧摊销	87	81	85	114	131
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5990</b>	<b>7055</b>	<b>7469</b>	<b>7448</b>	<b>8082</b>	公允价值变动损失	(115)	(108)	124	132	138
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(33)	(50)	(49)	(51)	(50)
每股收益	0.31	0.48	0.45	0.51	0.57	营运资本变动	(194)	406	193	(117)	(45)
每股红利	0.48	0.22	0.22	0.26	0.29	其它	(72)	51	(135)	11	20
每股净资产	2.70	2.97	3.20	3.46	3.74	<b>经营活动现金流</b>	<b>228</b>	<b>1094</b>	<b>1074</b>	<b>892</b>	<b>1075</b>
001C	13%	19%	20%	26%	29%	资本开支	(310)	(500)	(251)	(251)	(251)
00E	12%	16%	14%	15%	15%	其它投资现金流	(173)	(375)	0	0	0
毛利率	63%	65%	65%	66%	66%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(471)</b>	<b>(873)</b>	<b>(248)</b>	<b>(248)</b>	<b>(248)</b>
EBIT MaOgin	14%	16%	15%	16%	16%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA MaOgin	16%	18%	17%	18%	18%	负债净变化	46	2	0	0	0
收入增长	-3%	22%	2%	10%	10%	支付股利、利息	(702)	(316)	(328)	(373)	(416)
净利润增长率	-1%	52%	-6%	14%	12%	其它融资现金流	1090	857	15	(492)	20
资产负债率	34%	38%	37%	32%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(222)</b>	<b>228</b>	<b>(313)</b>	<b>(865)</b>	<b>(396)</b>
息率	12.3%	5.6%	5.8%	6.6%	7.3%	<b>现金净变动</b>	<b>(464)</b>	<b>449</b>	<b>513</b>	<b>(221)</b>	<b>431</b>
P/E	12.4	8.2	8.7	7.6	6.8	货币资金的期初余额	1907	1443	1891	2404	2183
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	1443	1891	2404	2183	2615
EV/EBITDA	11.2	9.0	9.3	7.6	6.9	企业自由现金流	51	669	678	489	668
						权益自由现金流	1186	1528	732	38	729

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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