

申洲国际 (02313.HK)

上半年收入增长 12%，毛利率提升 6.6 百分点

优于大市

核心观点

上半年收入增长 12%，随海外工厂爬坡及国内订单恢复毛利率同比提升 6.6 百分点。2024 上半年公司收入同比增长 12.2% 至 129.8 亿元；分量价看，销量增长约 21%，人民币单价下跌 7% 左右，单价下跌预计主要受产品结构变化、原材料价格下行、人民币贬值影响。归母净利润同比增长 37.8% 至 29.3 亿元。毛利率同比+6.6 百分点至 29.0%，预计主要受益于海外工厂爬坡、效率提升明显、员工产效提升；随中国区订单增长、国内工厂产能利用率恢复。上半年公司实现汇兑收益 0.75 亿，同比去年减少 1.7 亿；政府补贴 0.95 亿，同比减少 0.7 亿；剔除两项非经营性收入后的净利润为 27.6 亿，同比增加 61%。营运资金周转天数保持健康稳定，员工人数同比增长 7%。中期拟派息 1.25 元港币/股，分红率约 58.4%。

日本和中国市场销售增速快，休闲及内衣品类引领增长。1) 分品类，运动/休闲/内衣分别同比+7.6%/20.0%/47.4%，单价较低的休闲、内衣品类增速快，一定程度拉低整体单价；2) 分客户，四大客户客户甲/乙/丙/丁分别同比变动+33.8%/-6.5%/+23.8%/0.0%。3) 分地区，中国/欧盟/日本/美国分别同比+20.0%/4.4%/27.0%/2.7%。中国市场预计主要因公司核心客户中国区增速较快、同时公司份额提升；日本市场预计主要受益于优衣库日本表现较好。

国际品牌于去年年底库存去化基本完成，台企代工同行下半年订单预期乐观。公司核心客户于去年年底库存去化基本完成，截至今年一季度末，耐克、优衣库、lululemon 库销比低于 1.8。从品牌营收增长来看，优衣库、lululemon 持续保持行业领先增速，阿迪达斯今年以来收入恢复增长，优衣库日本市场因增长强劲，库存不足的产品在二季度提交额外补单。台企代工同行二季度到 7 月份营收表现积极，下半年展望乐观。

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。下半年预计订单量维持平稳增长，影响单价负面因素减少、单价跌幅收窄，看好伴随海外产能爬坡、产效提升，以及国内产能利用率恢复驱动毛利率维持在历史较高水平，今年受益于毛利率提升、净利润弹性较大。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。基于上半年毛利率提升超预期，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年净利润为 59.1/68.7/77.4 亿元（前值为 53.9/63.7/73.6 亿元），同比增长 29.8%/16.1%/12.8%。基于行业估值中枢下移，我们小幅下调目标价至 90-95 港元（前值为 91-99 港元），对应 2024 年 PE 21-22x，维持“优于大市”评级。

公司研究 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 纺织制造

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	90.00 - 95.00 港元
收盘价	64.25 港元
总市值/流通市值	96582/96582 百万港元
52 周最高价/最低价	86.13/59.85 港元
近 3 个月日均成交额	318.25 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) -2023 年净利润持平，下半年毛利率修复至 25.8%》——2024-03-27
- 《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

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	27,592	31,153	34,914
(+/-%)	16.5%	-10.1%	10.5%	12.9%	12.1%
净利润(百万元)	4563	4557	5915	6867	7743
(+/-%)	35.3%	-0.1%	29.8%	16.1%	12.8%
每股收益(元)	3.04	3.03	3.93	4.57	5.15
EBIT Margin	18.8%	18.2%	22.0%	23.0%	23.2%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	14.3%	16.6%	17.2%	17.7%
市盈率 (PE)	19.3	19.4	14.9	12.8	11.4
EV/EBITDA	17.5	19.8	15.5	13.2	11.8
市净率 (PB)	2.87	2.68	2.31	2.11	1.93

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

上半年收入增长 12%，随海外工厂爬坡及国内订单恢复毛利率同比提升 6.6 个百分点

2024 上半年公司收入同比增长 12.2%至 129.8 亿元；分量价看，销量增长约 21%，人民币单价下跌 7%左右，单价下跌预计主要受产品结构变化、原材料价格下行、人民币贬值影响。归母净利润同比增长 37.8%至 29.3 亿元。

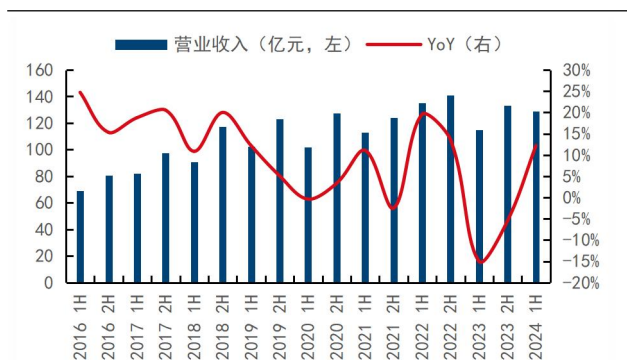
毛利率：毛利率同比+6.6 个百分点至 29.0%，预计主要受益于海外工厂爬坡、效率提升明显、员工产效提升；随中国区订单增长、国内工厂产能利用率恢复。

费用率及其他收入：销售及行政开支比率同比-0.7 个百分点至 7.9%，净利息收入同比提升 1.1 个百分点至 2.7%；政府补助比率减少 0.7 个百分点至 0.7%；汇兑收益去年同期金额较高，占比同比减少 1.5 个百分点至 0.6%。

剔除政府补贴和汇兑收益的净利润：上半年公司实现汇兑收益 0.75 亿，同比去年减少 1.7 亿；政府补贴 0.95 亿，同比减少 0.7 亿；剔除两项非经营性收入后的净利润为 27.6 亿，同比增加 61%。

净利率：毛利率大幅改善、费用率改善，但同时受政府补助及汇兑收益等非经常性损益减少影响，归母净利率同比+4.2 个百分点至 22.6%。

图1：公司营业收入及增速



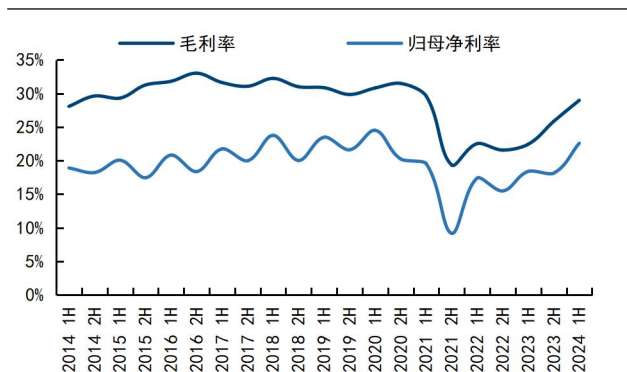
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



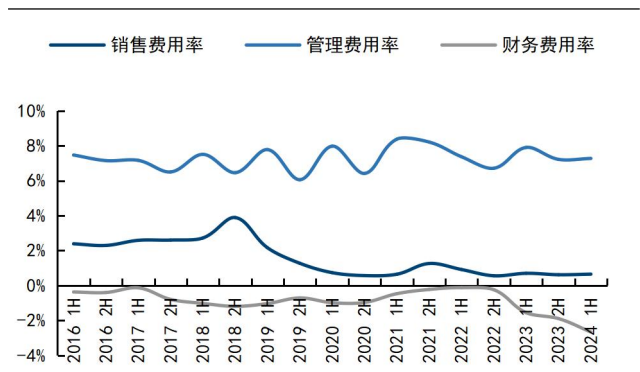
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



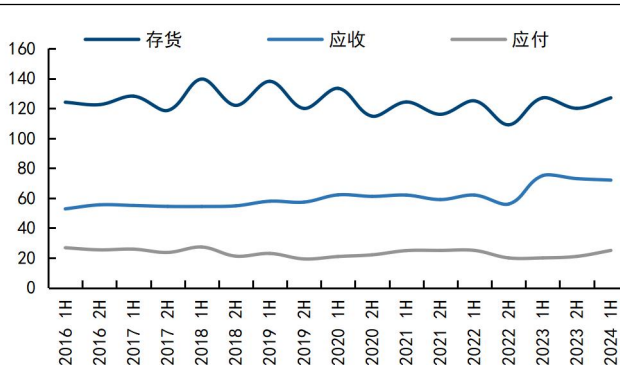
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运情况：存货、应收、应付周转天数分别 127、72、25 天，同比保持在稳定健康水平。资产负债率同比小幅下降至 30%左右，公司近一年来控制贷款规模成效显现。

产能及人员方面：1) 资本开支：资本开支 6.4 亿元，同比增长 20.2%，主要用于产能扩张；2) 集团员工人数：101720 人，同比增长 7%，较 2023 年末增长 10.5%，预计主要来自于越南、柬埔寨工厂新招员工。

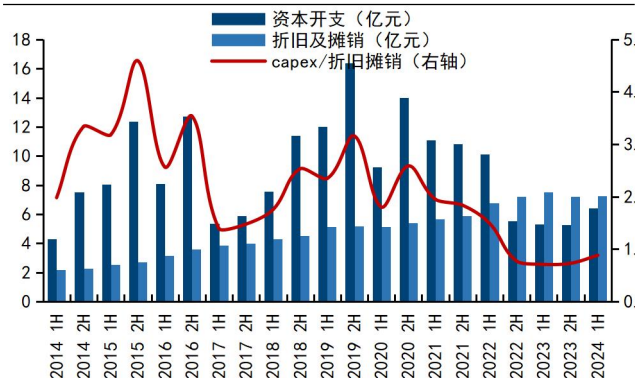
派息率：中期拟派发股息 1.25 元港币/股，总计 18.79 亿港元，约 17.15 亿人民币，分红率约 58.4%。

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: 公司资本开支及折旧摊销

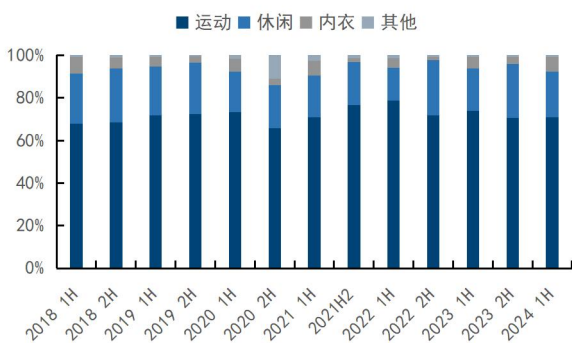


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

日本和中国市场销售增速快，休闲及内衣品类引领增长

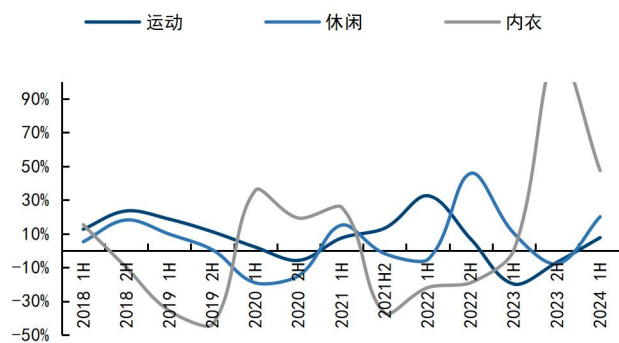
分品类收入：2024 上半年运动/休闲/内衣分别同比+7.6%/20.0%/47.4%，占比分别为 71.0%/21.3%/7.0%。单价较低的休闲、内衣品类增速快，一定程度拉低整体单价。

图7: 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

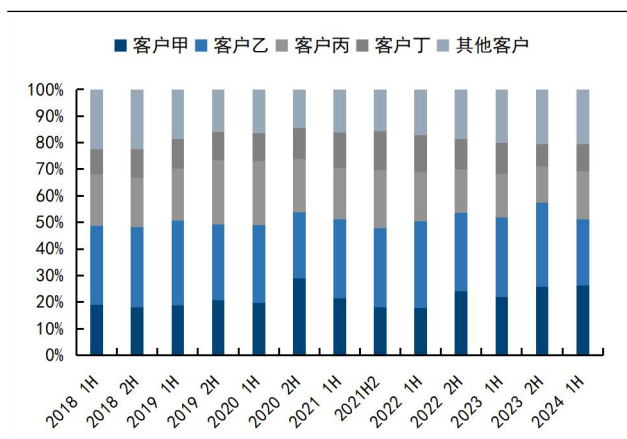
图8: 公司分品类收入增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

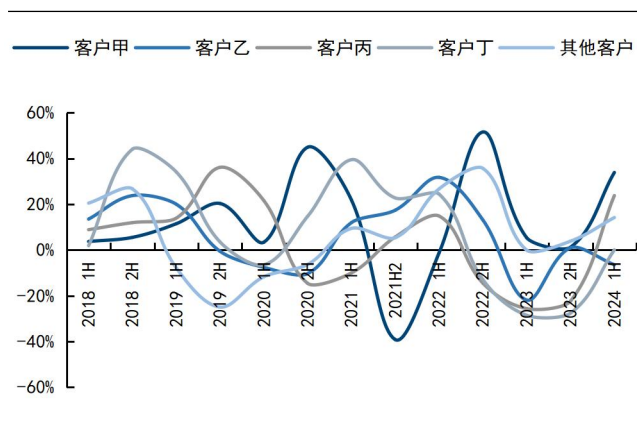
分客户收入：四大客户客户甲/乙/丙/丁分别同比变动+33.8%/-6.5%/+23.8%/0.0%，占比分别为 26.2%/25.0%/18.0%/10.3%；其他客户收入增长 14.2%，占比 20.5%。

图9：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

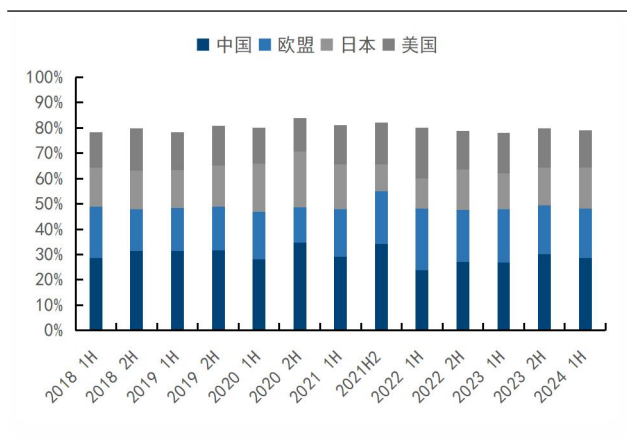
图10：公司分客户收入增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

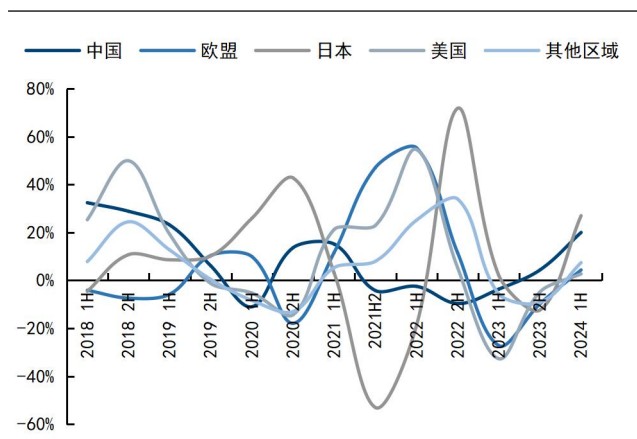
分地区收入：中国/欧盟/日本/美国分别同比+20.0%/4.4%/27.0%/2.7%，占比分别为28.7%/19.5%/16.3%/14.5%，其他地区收入+7.4%，收入占比21.0%。中国、日本市场增长明显，中国市场增长预计主要因公司核心客户中国区增速较快、同时公司份额提升；日本市场增长预计主要受益于优衣库日本表现较好。

图11：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12：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

图13: 申洲国际业绩一图

	百万元	FY2021	FY2022	FY2023	FY23 1H	FY23 2H	FY24 1H
收入	金额	23,845	27,781	24,970	11,562	13,408	12,976
增速	YoY	3.5%	16.5%	-10.1%	-14.9%	-5.5%	12.2%
分客户:							
客户甲	金额	4,700	5,834	6,002	2,541	3,461	3,401
客户乙	金额	7,077	8,631	7,697	3,467	4,230	3,242
客户丙	金额	4,931	4,863	3,692	1,886	1,806	2,334
客户丁	金额	3,337	3,466	2,491	1,336	1,155	1,336
其他	金额	3,800	4,989	5,089	2,333	2,756	2,663
分客户YOY:							
客户甲	YoY	-17.8%	24.1%	2.9%	5.3%	1.2%	33.8%
客户乙	YoY	14.7%	21.9%	-10.8%	-21.9%	0.9%	-6.5%
客户丙	YoY	-2.0%	-1.4%	-24.1%	-25.6%	-22.4%	23.8%
客户丁	YoY	29.7%	3.9%	-28.1%	-28.6%	-27.6%	0.0%
其他	YoY	7.3%	31.3%	2.0%	-0.1%	3.9%	14.2%
分地区:							
中国	金额	7,568	7,074	7,124	3,103	4,021	3,724
欧洲	金额	4,733	6,215	5,027	2,421	2,606	2,527
美国	金额	3,805	4,873	3,880	1,831	2,049	1,881
日本	金额	3,347	3,926	3,676	1,666	2,009	2,116
其他	金额	4,392	5,693	5,263	2,540	2,723	2,728
分地区YOY:							
中国	YoY	3.4%	-6.5%	0.7%	-3.6%	4.3%	20.0%
欧洲	YoY	28.6%	31.3%	-19.1%	-27.2%	-9.8%	4.4%
美国	YoY	22.1%	28.1%	-20.4%	-32.7%	-4.8%	2.7%
日本	YoY	-30.2%	17.3%	-6.4%	2.1%	-12.4%	27.0%
其他	YoY	6.7%	29.6%	-7.6%	-5.7%	-9.2%	7.4%
毛利	金额	5,790	6,126	6,060	2,595	3,465	3,761
	毛利率	24.3%	22.1%	24.3%	22.4%	25.8%	29.0%
销售费用	金额	-232	-204	-164	-81	-83	-85
	比率	-1.0%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.7%
管理费用	金额	-1,978	-1,954	-1,881	-914	-968	-944
	比率	-8.3%	-7.0%	-7.5%	-7.9%	-7.2%	-7.3%
其他收入	金额	570	1,055	1,367	507	548	635
	比率	2.4%	1.7%	4.2%	4.4%	4.1%	4.9%
其他收益净额	金额	-190	1,060	259	377	-118	70
	比率	-0.8%	3.8%	1.0%	3.3%	-0.9%	0.5%
其中: 汇兑收益	金额	-173	1106	151	244	-93	75
	比率	-0.7%	4.0%	0.6%	2.1%	-0.7%	0.6%
融资成本	金额	-144	-228	-346	-146	-200	-191
	比率	-0.6%	-0.8%	-1.4%	-1.3%	-1.5%	-1.5%
应占联营公司利润	金额	7	-21	13	11	2	3
	比率	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
税前利润	金额	3,823	5,262	4,996	2,348	2,647	3,249
	比率	16.0%	18.9%	20.0%	20.3%	19.7%	25.0%
所得税	金额	-452	-699	-438	-222	-217	-318
	实际税率	11.8%	13.3%	8.8%	9.4%	8.2%	9.8%
净利润	金额	3,372	4,563	4,557	2,127	2,430	2,931
少数股东损益	金额	-0	0	-	-	-	-
归母净利润	金额	3,372	4,563	4,557	2,127	2,430	2,931
	比率	14.1%	16.4%	18.3%	18.4%	18.1%	22.6%
	YoY	-34.0%	35.3%	-0.1%	-10.1%	10.7%	37.8%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行业: 国际品牌于去年年底库存去化基本完成, 台企代工同行下半年订单预期乐观

核心品牌客户于去年年底库存去化基本完成: 从耐克、阿迪达斯、优衣库、PUMA、lululemon 品牌库存情况看, 2023 年经历了约 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, 同时四季度的库销比已经回落至接近 2019 年同期的健康水平。截至今年一季度末, 各品牌库存金额进一步实现同环比下降, 库销比同环比下降明显, 其中耐克、优衣库、lululemon 库销比低于 1.8。从品牌营收增长来看, 优衣库、lululemon 持续保持行业领先增速, 阿迪达斯今年以来收入恢复增长, 此外优衣库日本市场因增长强劲, 库存不足的产品在二季

度提交额外补单。

台企代工同行二季度到7月份营收表现积极，下半年展望乐观：代工台企中，裕元、志强、钰齐、儒鸿二季度营收环比一季度向好，单月有所波动，7月代工台企中，裕元、志强、儒鸿、东隆兴、威宏、广越均实现同比增长，其中裕元、志强、东隆兴、威宏同比增长超过双位数。聚阳管理层对下半年展望乐观，下半年营收预计同比双位数增长，短期月度数据受到船期、台风影响，部分订单出现递延；儒鸿管理层同样对下半年展望乐观，预计成衣下半年营收比重有望回到七成，每月营收均有望突破30亿元，7月短期数据波动受台风假、塞港影响造成部分出货递延到下一个月。

图14: 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（耐克、阿迪、PUMA为货币中性口径）																		
	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024				
耐克	-2.0%	88.0%	12.0%	0.0%	8.0%	3.0%	10.0%	27.0%	19.0%	8.0%	2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%				
阿迪达斯	27.0%	55.0%	3.0%	-3.0%	-3.0%	4.0%	4.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	1.0%	-2.0%	8.0%	11.0%				
优衣库	-0.3%	47.2%	-6.3%	1.2%	1.5%	10.3%	23.2%	14.2%	26.9%	23.8%	16.2%	13.2%	5.0%	13.5%				
PUMA	25.8%	96.0%	20.4%	14.0%	19.7%	18.4%	16.9%	21.1%	14.4%	11.1%	6.0%	-4.0%	0.5%	2.1%				
LULU	88.1%	60.7%	29.8%	23.1%	31.6%	28.8%	28.0%	30.2%	24.0%	18.2%	18.7%	15.6%	10.4%					

报表存货YOY																		
	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024				
耐克	15.3%	-7.0%	-0.1%	6.8%	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%				
阿迪达斯	-9.1%	-22.2%	-21.6%	-8.8%	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%	-23.2%	-24.2%	-22.0%	-18.0%				
优衣库	0.2%	-9.5%	-5.4%	0.2%	-1.2%	2.1%	23.1%	40.8%	24.9%	10.1%	-7.5%	-14.8%	-5.3%	4.5%				
PUMA	8.3%	7.7%	11.6%	31.1%	32.2%	42.9%	72.3%	50.5%	32.7%	8.1%	-20.3%	-19.6%	-16.8%	-8.6%				
LULU	17.1%	17.4%	22.4%	49.3%	74.0%	85.1%	84.5%	49.8%	23.9%	13.6%	-4.5%	-8.6%	-14.9%					

库销比（存货/过去1年平均月收入）																		
	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024				
耐克	2.09	1.85	1.74	1.69	1.97	2.16	2.46	2.28	2.11	1.98	2.03	1.86	1.80	1.76				
阿迪达斯	2.32	2.23	2.03	2.27	2.56	3.02	3.38	3.18	3.03	2.99	2.67	2.53	2.46	2.47				
优衣库	2.12	1.91	2.22	2.27	1.96	1.92	2.53	2.86	2.06	1.73	1.95	2.04	1.72	1.62				
PUMA	2.68	2.67	2.50	2.63	2.71	3.14	3.51	3.18	2.95	2.91	2.55	2.52	2.52	2.76				
LULU	1.77	1.72	1.93	1.85	2.30	2.48	2.80	2.14	2.23	2.25	2.17	1.65	1.64					

报表存货金额																		
	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024				
耐克	6693	6854	6699	6506	7700	8420	9662	9326	8905	8454	8698	7979	7726	7519				
阿迪达斯	3938	4054	3664	4009	4542	5483	6315	5973	5675	5540	4849	4525	4427	4544				
优衣库	354641	344651	394867	405103	350348	351718	485928	570314	437671	387386	449250	485724	414430	404800				
PUMA	1224	1389	1364	1492	1618	1984	2350	2245	2147	2146	1874	1804	1786	1961				
LULU	733	790	944	966	1275	1462	1742	1447	1580	1661	1664	1324	1345					

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 台企运动鞋服代工同行月度营收增长环比改善（美元口径）

	丰泰				裕元制鞋业			
	YOY	同比2021	同比2019	同比2021	YOY	同比2021	同比2019	同比2021
2023-07	-12%	19%	24%	23%	-24%	23%	-20%	23%
2023-08	-8%	117%	23%	67%	-21%	67%	-15%	67%
2023-09	-24%	78%	-4%	41%	-29%	41%	-23%	41%
2023-10	-7%	50%	20%	36%	-17%	36%	-21%	36%
2023-11	3%	-5%	9%	-3%	-10%	-3%	-19%	-3%
2023-12	-4%	-12%	12%	-15%	-2%	-15%	-19%	-15%
2024-01	14%	-1%	17%	-8%	13%	-8%	-20%	-8%
2024-02	-12%	-3%	26%	-4%	-12%	-4%	-13%	-4%
2024-03	7%	-6%	17%	-13%	0%	-13%	-17%	-13%
2024-04	-1%	-9%	17%	-17%	3%	-13%	-17%	-13%
2024-05	11%	12%	30%	13%	8%	13%	-15%	13%
2024-06	-4%	-9%	10%	-11%	3%	-8%	-11%	-8%
2024-07	-1%	17%	22%	-4%	22%	47%	-4%	47%

服装代工						
	YOY	儒鸿 同比2021	同比2019	YOY	聚阳 同比2021	同比2019
2023-07	-29%	-25%	17%	-24%	-13%	39%
2023-08	-35%	-7%	7%	2%	11%	43%
2023-09	-20%	1%	3%	13%	-3%	-14%
2023-10	25%	-2%	3%	1%	-5%	5%
2023-11	7%	-18%	20%	-3%	-7%	11%
2023-12	0%	-43%	-5%	29%	-10%	47%
2024-01	22%	-14%	7%	13%	5%	27%
2024-02	5%	-15%	33%	-1%	36%	29%
2024-03	14%	-19%	24%	8%	7%	22%
2024-04	7%	-21%	34%	1%	-17%	17%
2024-05	22%	-16%	25%	11%	50%	27%
2024-06	21%	-10%	41%	-7%	6%	16%
2024-07	4%	-22%	21%	-1%	-14%	37%

资料来源：各公司公告，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

公司上半年销量增长 20%以上符合预期，单价基于多方面因素下跌差于预期，但并未对毛利率造成影响，毛利率提升幅度和恢复时间好于预期。下半年预计订单量维持平稳增长，影响单价负面因素减少、单价跌幅收窄，看好伴随海外产能爬坡、产效提升，以及国内产能利用率恢复驱动毛利率维持在历史较高水平，今年受益于毛利率提升、净利润弹性较大。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。基于上半年毛利率提升超预期，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年净利润为 59.1/68.7/77.4 亿元（前值为 53.9/63.7/73.6 亿元），同比增长 29.8%/16.1%/12.8%。基于行业估值中枢下移，我们小幅下调目标价至 90-95 港元（前值为 91-99 港元），对应 2024 年 PE 21-22x，维持“优于大市”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	27,592	31,153	34,914
(+/-%)	16.5%	-10.1%	10.5%	12.9%	12.1%
净利润(百万元)	4563	4557	5915	6867	7743
(+/-%)	35.3%	-0.1%	29.8%	16.1%	12.8%
每股收益(元)	3.04	3.03	3.93	4.57	5.15
EBIT Margin	18.8%	18.2%	22.0%	23.0%	23.2%
净资产收益率(ROE)	15.6%	14.3%	16.6%	17.2%	17.7%
市盈率(PE)	19.3	19.4	14.9	12.8	11.4
EV/EBITDA	17.5	19.8	15.5	13.2	11.8
市净率(PB)	2.87	2.68	2.31	2.11	1.93

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			g 2023~2025	PEG 2024
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
2313. HK	申洲国际	优于大市	61.86	3.03	3.93	4.57	20.4	15.7	13.5	22.8%	0.690
可比公司											
300979. SZ	华利集团	优于大市	65.67	2.74	3.35	3.89	24.0	19.6	16.9	19.2%	1.024
1477. TW	聚阳实业	无评级	93.63	3.82	4.35	4.93	24.5	21.5	19.0	13.6%	1.580
9910. TW	丰泰企业	无评级	34.90	1.17	1.71	2.01	29.9	20.4	17.4	31.2%	0.653
1476. TW	儒鸿	无评级	129.50	4.37	5.60	6.51	29.7	23.1	19.9	22.1%	1.048

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

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	33561	36717	40070	营业收入	27781	24970	27592	31153	34914
应收款项	5005	5024	5275	5645	6326	营业成本	21656	18910	19523	21888	24476
存货净额	6261	6125	5933	6433	6949	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	181	205	230
流动资产合计	26165	28479	53606	57631	62182	管理费用	1954	1881	2097	2368	2653
固定资产	11594	10931	12021	12761	13473	财务费用	50	433	708	706	791
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	1348	1585	1776
资产总计	43493	48611	75033	80031	85555	营业利润	5234	4550	6076	7171	8092
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	14	16	18
应付款项	932	1198	1237	1431	1649	利润总额	5262	4996	6798	7893	8900
其他流动负债	2130	1982	2973	4059	5282	所得税费用	699	438	884	1026	1157
流动负债合计	10259	13384	14414	15693	17135	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	归属于母公司净利润	4563	4557	5915	6867	7743
其他长期负债	468	459	759	934	1131	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	2468	2359	2659	2834	3031	净利润	4563	4557	5915	6867	7743
负债合计	12727	15744	17073	18528	20167	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	38215	41759	45644	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	43493	48611	55288	60286	65810	财务费用	50	433	708	706	791
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1432)	253	(21)	(676)	(979)
每股收益	3.04	3.03	3.93	4.57	5.15	其它	656	(791)	(725)	353	413
每股红利	1.71	1.70	2.21	2.57	3.09	经营活动现金流	4628	5227	6609	8042	8798
每股净资产	20.46	21.86	25.42	27.78	30.36	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%	17%	17%	18%	投资活动现金流	(371)	(2149)	(1729)	(1429)	(1429)
毛利率	22%	24%	29%	30%	30%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	18%	22%	23%	23%	负债净变化	(1344)	4218	0	0	0
EBITDA Margin	22%	21%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(2054)	(2564)	(2561)	(3323)	(3858)
收入增长	17%	-10%	11%	13%	12%	其它融资现金流	(517)	(505)	(99)	(133)	(158)
净利润增长率	35%	-0%	30%	16%	13%	融资活动现金流	(3915)	1150	(2660)	(3456)	(4016)
资产负债率	29%	32%	23%	23%	24%	现金净变动	342	4227	2220	3157	3353
息率	2.9%	2.9%	3.8%	4.4%	5.3%	货币资金的期初余额	20084	27114	31341	33561	36717
P/E	19.3	19.4	14.9	12.8	11.4	货币资金的期末余额	27114	31341	33561	36717	40070
P/B	2.9	2.7	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	3388	3986	4809	6542	7298
EV/EBITDA	17.5	19.8	15.5	13.2	11.8	权益自由现金流	2040	7287	5425	7156	7986

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