

## 海澜之家 (600398.SH)

## 第三季度收入下滑 11%，费用率提升盈利承压

优于大市

## 核心观点

**第三季度收入下滑 11%，销售费用率提升，盈利承压。**海澜之家是国内大众男装龙头品牌公司。2024 年以来服装零售整体承压、三季度消费需求愈加疲软，第三季度收入同比-11.0%至 38.9 亿元；毛利率同比-1.1 个百分点至 42.8%；除销售费用率外其他费用率较为稳定，销售费用率同比+5.8 个百分点至 24.8%，销售费用同比+16.0%至 9.6 亿元，预计一方面因主品牌直营占比提升，另一方面与斯搏兹并表后加速业务发展和推广有关。非经项目中，去年同期因处置男生女生品牌股权确认投资收益 1.6 亿元，投资净收益占收入比例今年同比下滑 3.7 个百分点。在毛利率下滑、销售费用率大幅提升、以及投资收益高基数影响下，净利润下滑明显，第三季度归母净利润同比-64.9%至 2.7 亿元，归母净利率同比-9.1 个百分点至 8.4%。

**存货大幅增长，存货周转效率下降，预计主要受斯搏兹并表影响。**三季度末，公司存货金额同比+53.5%、环比+29.1%至 123.3 亿元，预计主要与斯搏兹并表后进货增加有关，此外也受到三季度销售压力，以及主品牌为秋冬换季、双十一大促、春节提前备货的影响。存货周转天数同比+71 天至 346 天。应收、应付周转天数分别同比-2/+58 天至 20/298 天。

**第三季度主品牌线下承压，电商及其他品牌表现优异。**1) 分品牌看，第三季度海澜之家/团购/其他品牌收入分别-27%/-37%/+110%，其中海澜主品牌和团购业务收入增长承压，四季度预计环比将有所好转；其他品牌收入快速增长主要来自斯搏兹并表贡献。2) 分渠道看，直营/加盟收入分别-2%/-14%，若剔除电商，直营、加盟线下门店预计收入下滑幅度更大。线下整体-26%，电商增长 40%。从门店数量看，由于加盟门店主要为街边店，面临更大客流下滑压力，海澜主品牌三季度直营、加盟门店分别净+65/-101 家；其他品牌直营、加盟门店分别净+31/177 家，预计主要为斯搏兹的阿迪 FCC 门店。3) **斯搏兹：**斯搏兹主营授权代理阿迪达斯等一线国际运动品牌鞋服国内的拓展和零售业务，上海海澜持有斯搏兹 51% 股权，于二季度完成并表。斯搏兹目前核心业务主要包括阿迪 FCC 项目以及京东奥莱项目，未来增长可期。

**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：主品牌短期承压，斯搏兹未来增长可期，关注高分红优质男装龙头投资机遇。**基于四季度及明年消费复苏趋势仍然较弱，我们下调盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 24.0/27.6/30.0 亿元（前值为 28.5/32.7/36.2 亿元），同比-18.8%/+15.3%/+8.6%。基于盈利预测下调，下调目标价至 6.5-7.0 元（前值为 7.7-8.3 元），对应 2024 年 13-14x 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)    | 18,562 | 21,528 | 21,021 | 22,776 | 24,601 |
| (+/-%)       | -8.1%  | 16.0%  | -2.4%  | 8.3%   | 8.0%   |
| 净利润(百万元)     | 2155   | 2952   | 2397   | 2764   | 3002   |
| (+/-%)       | -13.5% | 37.0%  | -18.8% | 15.3%  | 8.6%   |
| 每股收益(元)      | 0.50   | 0.67   | 0.50   | 0.58   | 0.63   |
| EBIT Margin  | 19.3%  | 19.2%  | 15.5%  | 16.8%  | 16.8%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.8%  | 18.4%  | 14.7%  | 16.7%  | 17.8%  |
| 市盈率 (PE)     | 11.3   | 8.4    | 11.3   | 9.8    | 9.0    |
| EV/EBITDA    | 9.1    | 7.9    | 12.7   | 11.3   | 10.8   |
| 市净率 (PB)     | 1.7    | 1.5    | 1.7    | 1.6    | 1.6    |

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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

## 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)        |
| 合理估值        | 6.50 - 7.00 元   |
| 收盘价         | 5.65 元          |
| 总市值/流通市值    | 27136/27136 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 10.04/5.15 元    |
| 近 3 个月日均成交额 | 363.96 百万元      |

## 市场走势

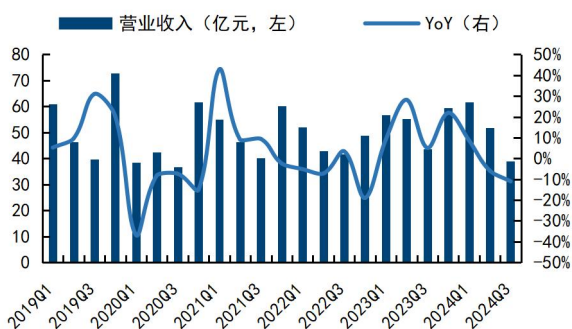


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

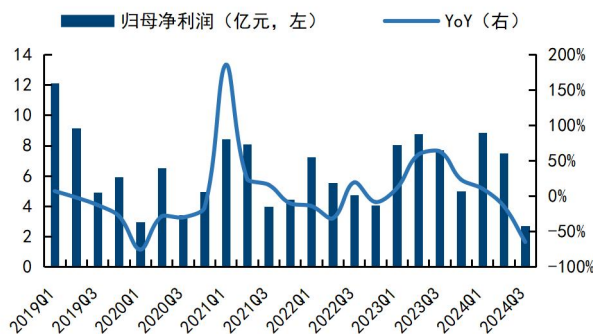
- 《海澜之家 (600398.SH) - 上半年收入增长 1.5%，中期分红率 67.5%》——2024-08-21
- 《海澜之家 (600398.SH) - 第一季度净利润增长 10%，电商表现亮眼》——2024-05-04
- 《海澜之家 (600398.SH) - 第三季度净利润增长 63%，电商表现亮眼》——2023-11-01
- 《海澜之家 (600398.SH) - 二季度归母净利润增长 58%，库存健康度较高》——2023-09-01
- 《海澜之家 (600398.SH) - 2023 年一季度净利润增长 11%，库存周转改善》——2023-04-29

图1: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



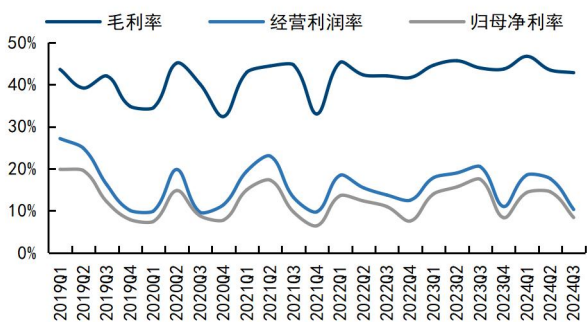
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



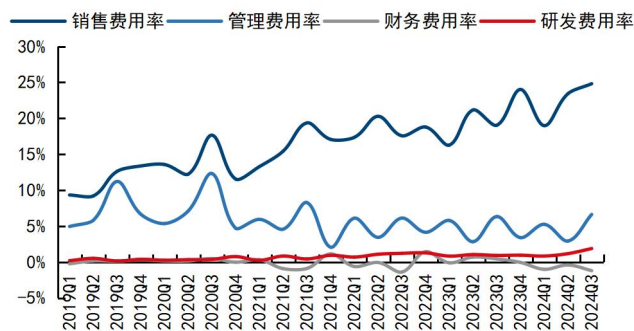
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司季度利润率



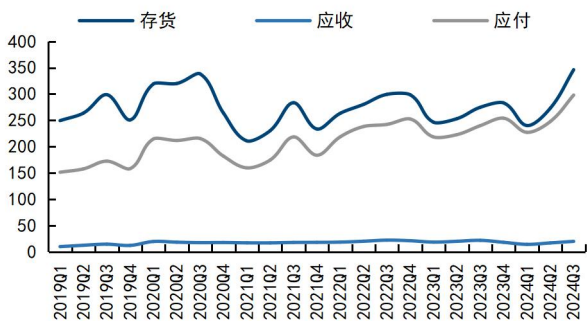
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度费用率



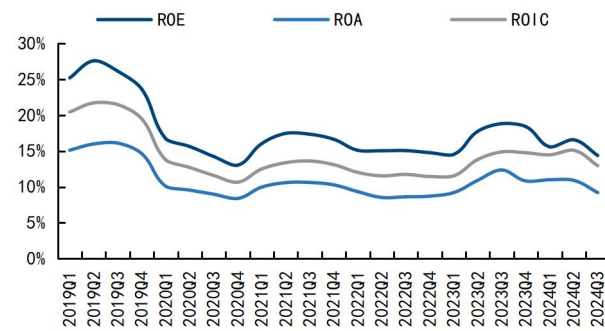
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司 ROE/ROA/ROIC



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 24.0/27.6/30.0 亿元（前值为 28.5/32.7/36.2 亿元），同比-18.8%/+15.3%/+8.6%，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，尤其公司以街边店为主的加盟渠道占比较大，受客流下滑影响较多，三季度消费环境进一步变差。2）受固定成本费用支出刚性、占比提升影响，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 210.2/227.8/246.0 亿元（前值为 220.2/247.7/275.3 亿元），同比-2.4%/+8.3%/+8.0%。

2、毛利率：预计 2024-2026 年毛利率分别为 44.4%/44.6%/44.6%（前值为 44.6%/45.0%/45.3%）。下调毛利率主要基于渠道结构变化，毛利率较低的线上渠道增速较快、收入占比提升。

3、销售费用率：预计 2024-2026 年销售费用率分别为 22.6%/21.5%/21.5%（前值为 21.5%/21.2%/21.6%）。主要对 2024 年销售费用率进行上调，由于直营占比提升，以及收入下调后刚性费用占比提升。

4、归母净利率：主要受毛利率下调、销售费用率上调影响，预计 2024-2026 年归母净利率分别为 11.4%/12.1%/12.2%（前值为 12.9%/13.2%/13.2%）。

图7：盈利预测假设拆分

|                | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 2023H1        | 2023H2        | 2024H1        | 2024H2        |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入金额</b>    | <b>18,562</b> | <b>21,528</b> | <b>21,021</b> | <b>22,776</b> | <b>24,601</b> | <b>11,199</b> | <b>10,329</b> | <b>11,370</b> | <b>9,651</b>  |
| 海澜之家及其他        | 15,658        | 18,474        | 17,946        | 19,453        | 21,053        | 9,709         | 8,765         | 9,824         | 8,123         |
| - 直营           | 2,483         | 3,734         | 3,666         | 3,888         | 4,020         | 1,960         | 1,773         | 1,919         | 1,747         |
| - 加盟及其他        | 10,318        | 11,482        | 9,556         | 9,424         | 9,326         | 6,244         | 5,238         | 5,692         | 3,864         |
| - 线上           | 2,856         | 3,258         | 4,724         | 6,142         | 7,708         | 1,505         | 1,753         | 2,212         | 2,512         |
| 圣凯诺品牌          | 2,247         | 2,281         | 2,178         | 2,287         | 2,356         | 1,093         | 1,188         | 1,086         | 1,092         |
| <b>收入YoY</b>   | <b>-8.1%</b>  | <b>16.0%</b>  | <b>-2.4%</b>  | <b>8.3%</b>   | <b>8.0%</b>   | <b>17.7%</b>  | <b>14.2%</b>  | <b>1.5%</b>   | <b>-6.6%</b>  |
| 海澜之家及其他        | -8.8%         | 18.0%         | -2.9%         | 8.4%          | 8.2%          | 16.9%         | 19.2%         | 1.2%          | -7.3%         |
| - 直营           | 19.3%         | 50.4%         | -1.8%         | 6.0%          | 3.4%          | 57.6%         | 43.1%         | -2.1%         | -1.5%         |
| - 加盟及其他        | -16.6%        | 11.3%         | -16.8%        | -1.4%         | -1.0%         | 9.7%          | 13.3%         | -8.8%         | -26.2%        |
| - 线上           | 4.8%          | 14.1%         | 45.0%         | 30.0%         | 25.5%         | 9.9%          | 17.9%         | 47.0%         | 43.3%         |
| 圣凯诺品牌          | -0.6%         | 1.5%          | -4.5%         | 5.0%          | 3.0%          | 24.6%         | -13.3%        | -0.7%         | -8.0%         |
| <b>毛利率</b>     | <b>42.9%</b>  | <b>44.5%</b>  | <b>44.4%</b>  | <b>44.6%</b>  | <b>44.6%</b>  | <b>45.1%</b>  | <b>43.8%</b>  | <b>45.2%</b>  | <b>43.4%</b>  |
| 海澜之家及其他品牌      | 43.5%         | 45.7%         | 46.4%         | 46.8%         | 47.0%         | 46.4%         | 45.0%         | 47.3%         | 45.4%         |
| - 直营           | 68.4%         | 65.7%         | 66.2%         | 66.3%         | 66.3%         | 65.4%         | 66.1%         | 66.6%         | 65.8%         |
| - 加盟及其他        | 38.4%         | 38.6%         | 38.6%         | 38.6%         | 38.6%         | 39.8%         | 37.1%         | 40.0%         | 36.5%         |
| - 线上           | 39.9%         | 48.2%         | 47.0%         | 47.0%         | 47.0%         | 49.1%         | 47.4%         | 49.3%         | 44.9%         |
| 圣凯诺品牌          | 48.6%         | 46.8%         | 44.0%         | 44.0%         | 44.1%         | 44.8%         | 48.7%         | 43.6%         | 44.4%         |
| <b>费用率</b>     | <b>19.4%</b>  | <b>21.4%</b>  | <b>23.3%</b>  | <b>22.2%</b>  | <b>22.2%</b>  | <b>19.9%</b>  | <b>23.0%</b>  | <b>21.2%</b>  | <b>25.7%</b>  |
| 销售费用           | 18.5%         | 20.2%         | 22.6%         | 21.5%         | 21.5%         | 18.7%         | 21.9%         | 21.0%         | 24.5%         |
| 管理费用           | 5.0%          | 4.5%          | 4.5%          | 4.5%          | 4.5%          | 4.3%          | 4.6%          | 4.2%          | 4.9%          |
| 研发费用           | 1.0%          | 0.9%          | 1.2%          | 1.2%          | 1.2%          | 0.9%          | 0.9%          | 1.0%          | 1.5%          |
| 财务费用           | -0.1%         | 0.2%          | -0.5%         | -0.5%         | -0.5%         | 0.3%          | 0.1%          | -0.7%         | -0.2%         |
| 其他经营收益占比       | -2.7%         | -1.2%         | -1.2%         | -1.6%         | -1.6%         | -1.9%         | -0.4%         | -1.2%         | -1.2%         |
| -资产减值损失比率      | -2.7%         | -2.1%         | -2.0%         | -1.9%         | -1.9%         | -2.2%         | -2.0%         | -2.5%         | -1.4%         |
| -投资收益比率        | 0.0%          | 0.9%          | 0.7%          | 0.2%          | 0.2%          | 0.1%          | 1.7%          | 1.1%          | 0.2%          |
| 所得税率           | 28.8%         | 19.5%         | 20.0%         | 20.0%         | 20.0%         | 19.4%         | 19.5%         | 20.3%         | 19.4%         |
| <b>归母净利润合计</b> | <b>2,155</b>  | <b>2,952</b>  | <b>2,397</b>  | <b>2,764</b>  | <b>3,002</b>  | <b>1,679</b>  | <b>1,273</b>  | <b>1,636</b>  | <b>760</b>    |
| <b>YOY</b>     | <b>-13.5%</b> | <b>37.0%</b>  | <b>-18.8%</b> | <b>15.3%</b>  | <b>8.6%</b>   | <b>31.6%</b>  | <b>44.7%</b>  | <b>-2.5%</b>  | <b>-40.3%</b> |
| 净利润率           | 11.6%         | 13.7%         | 11.4%         | 12.1%         | 12.2%         | 15.0%         | 12.3%         | 14.4%         | 7.9%          |

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资建议：主品牌短期承压，斯搏兹未来增长可期，关注高分红优质男装龙头投资机遇

上半年公司在去年较高基数上保持稳健的收入增长和盈利水平，第三季度行业环境进一步变差、公司收入出现低双位数下滑，主要受主品牌线下下滑影响。展望未来，公司的购物中心和电商渠道仍有较大的增长潜力，同时斯搏兹并表后，阿迪 FCC 和京东奥莱项目有望快速发展，增厚公司收入和利润。公司现金流充裕、分红率高，长期拥有良好的现金回报。基于四季度及明年消费复苏趋势仍然较弱，我们下调盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 24.0/27.6/30.0 亿元（前值为 28.5/32.7/36.2 亿元），同比-18.8%/+15.3%/+8.6%。基于盈利预测下调，下调目标价至 6.5-7.0 元（前值为 7.7-8.3 元），对应 2024 年 13-14x 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)   | 18,562 | 21,528 | 21,021 | 22,776 | 24,601 |
| (+/-%)      | -8.1%  | 16.0%  | -2.4%  | 8.3%   | 8.0%   |
| 净利润(百万元)    | 2155   | 2952   | 2397   | 2764   | 3002   |
| (+/-%)      | -13.5% | 37.0%  | -18.8% | 15.3%  | 8.6%   |
| 每股收益(元)     | 0.50   | 0.67   | 0.50   | 0.58   | 0.63   |
| EBIT Margin | 19.3%  | 19.2%  | 15.5%  | 16.8%  | 16.8%  |
| 净资产收益率(ROE) | 14.8%  | 18.4%  | 14.7%  | 16.7%  | 17.8%  |
| 市盈率(PE)     | 11.3   | 8.4    | 11.3   | 9.8    | 9.0    |
| EV/EBITDA   | 9.1    | 7.9    | 12.7   | 11.3   | 10.8   |
| 市净率(PB)     | 1.7    | 1.5    | 1.7    | 1.6    | 1.6    |

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<br>名称 | 投资<br>评级 | 收盘价<br>人民币 | EPS   |       |       | PE    |       |       | g     | PEG  |
|----------|----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|          |          |            | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |       |      |
| 海澜之家     | 优于大市     | 5.6        | 0.67  | 0.50  | 0.58  | 8.4   | 11.2  | 9.7   | 16.0% | 0.70 |
| 可比公司     |          |            |       |       |       |       |       |       |       |      |
| 报喜鸟      | 优于大市     | 4.0        | 0.48  | 0.39  | 0.43  | 8.2   | 10.1  | 9.2   | 10.3% | 0.99 |
| 比音勒芬     | 优于大市     | 18.9       | 1.60  | 1.62  | 1.80  | 11.8  | 11.7  | 10.5  | 11.1% | 1.05 |

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         | 12505        | 11901        | 13933        | 15168        | 16555        | 营业收入           | 18562         | 21528         | 21021         | 22776         | 24601         |
| 应收款项             | 1616         | 1398         | 1365         | 1479         | 1598         | 营业成本           | 10600         | 11954         | 11694         | 12629         | 13629         |
| 存货净额             | 9455         | 9337         | 9759         | 10542        | 11378        | 营业税金及附加        | 131           | 150           | 126           | 135           | 145           |
| 其他流动资产           | 825          | 568          | 555          | 601          | 650          | 销售费用           | 3425          | 4353          | 4751          | 4897          | 5289          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>24563</b> | <b>25005</b> | <b>27413</b> | <b>29590</b> | <b>31981</b> | 管理费用           | 931           | 1034          | 1226          | 1323          | 1424          |
| 固定资产             | 3140         | 3017         | 2342         | 2032         | 1680         | 财务费用           | (23)          | 47            | (105)         | (118)         | (128)         |
| 无形资产及其他          | 908          | 688          | 661          | 633          | 606          | 投资收益           | (0)           | 186           | 147           | 46            | 49            |
| 投资性房地产           | 4138         | 4809         | 4809         | 4809         | 4809         | 资产减值及公允价值变动    | (603)         | (548)         | (425)         | (438)         | (469)         |
| 长期股权投资           | 0            | 194          | 194          | 194          | 194          | 其他收入           | (89)          | (17)          | 49            | 51            | 53            |
| <b>资产总计</b>      | <b>32749</b> | <b>33713</b> | <b>35419</b> | <b>37258</b> | <b>39270</b> | 营业利润           | 2806          | 3611          | 3101          | 3569          | 3876          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 655          | 3312         | 3234         | 3504         | 3785         | 营业外净收支         | 91            | 13            | 0             | 0             | 0             |
| 应付款项             | 9536         | 10085        | 10541        | 11386        | 12290        | 利润总额           | 2897          | 3624          | 3101          | 3569          | 3876          |
| 其他流动负债           | 3995         | 3371         | 4298         | 4585         | 4949         | <b>所得税费用</b>   | <b>835</b>    | <b>705</b>    | <b>620</b>    | <b>714</b>    | <b>775</b>    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>14186</b> | <b>16768</b> | <b>18073</b> | <b>19475</b> | <b>21023</b> | 少数股东损益         | (93)          | (34)          | 84            | 91            | 98            |
| 长期借款及应付债券        | 2777         | 0            | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司净利润      | 2155          | 2952          | 2397          | 2764          | 3002          |
| 其他长期负债           | 1264         | 907          | 1060         | 1212         | 1365         |                |               |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>4041</b>  | <b>907</b>   | <b>1060</b>  | <b>1212</b>  | <b>1365</b>  | 现金流量表 (百万元)    |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>18227</b> | <b>17675</b> | <b>19133</b> | <b>20687</b> | <b>22388</b> | 净利润            | 2155          | 2952          | 2397          | 2764          | 3002          |
| 少数股东权益           | (79)         | (12)         | (4)          | 6            | 15           | 资产减值准备         | (47)          | (69)          | 298           | (107)         | (121)         |
| 股东权益             | 14601        | 16050        | 16289        | 16566        | 16866        | 折旧摊销           | 1120          | 1232          | 380           | 406           | 432           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>32749</b> | <b>33713</b> | <b>35419</b> | <b>37258</b> | <b>39270</b> | 公允价值变动损失       | 603           | 548           | 425           | 438           | 469           |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用           | (23)          | 47            | (105)         | (118)         | (128)         |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              |              | 营运资本变动         | (296)         | (579)         | 1457          | 235           | 297           |
| 每股收益             | 0.50         | 0.67         | 0.50         | 0.58         | 0.63         | 其它             | 50            | 57            | (289)         | 116           | 130           |
| 每股红利             | 0.52         | 0.43         | 0.45         | 0.52         | 0.56         | <b>经营活动现金流</b> | <b>3585</b>   | <b>4141</b>   | <b>4667</b>   | <b>3852</b>   | <b>4209</b>   |
| 每股净资产            | 3.38         | 3.66         | 3.39         | 3.45         | 3.51         | 资本开支           | 0             | (394)         | (400)         | (400)         | (400)         |
| ROIC             | 14%          | 19%          | 17%          | 23%          | 26%          | 其它投资现金流        | 15            | (1638)        | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 15%          | 18%          | 15%          | 17%          | 18%          | <b>投资活动现金流</b> | <b>15</b>     | <b>(2226)</b> | <b>(400)</b>  | <b>(400)</b>  | <b>(400)</b>  |
| 毛利率              | 43%          | 44%          | 44%          | 45%          | 45%          | 权益性融资          | 6             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 19%          | 19%          | 15%          | 17%          | 17%          | 负债净变化          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 25%          | 25%          | 17%          | 19%          | 19%          | 支付股利、利息        | (2232)        | (1896)        | (2157)        | (2487)        | (2702)        |
| 收入增长             | -8%          | 16%          | -2%          | 8%           | 8%           | 其它融资现金流        | 595           | 1272          | (78)          | 270           | 281           |
| 净利润增长率           | -13%         | 37%          | -19%         | 15%          | 9%           | <b>融资活动现金流</b> | <b>(3862)</b> | <b>(2519)</b> | <b>(2235)</b> | <b>(2217)</b> | <b>(2421)</b> |
| 资产负债率            | 55%          | 52%          | 54%          | 56%          | 57%          | <b>现金净变动</b>   | <b>(262)</b>  | <b>(604)</b>  | <b>2032</b>   | <b>1234</b>   | <b>1388</b>   |
| 息率               | 9.0%         | 7.7%         | 8.7%         | 10.0%        | 10.9%        | 货币资金的期初余额      | 12768         | 12505         | 11901         | 13933         | 15168         |
| P/E              | 11.3         | 8.4          | 11.3         | 9.8          | 9.0          | 货币资金的期末余额      | 12505         | 11901         | 13933         | 15168         | 16555         |
| P/B              | 1.7          | 1.5          | 1.7          | 1.6          | 1.6          | 企业自由现金流        | 3375          | 3589          | 4039          | 3296          | 3642          |
| EV/EBITDA        | 9.1          | 7.9          | 12.7         | 11.3         | 10.8         | 权益自由现金流        | 3970          | 4862          | 4001          | 3616          | 3978          |

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<br>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±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<br>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±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