

2024 年 12 月 06 日

## 滔搏 (06110. HK)

——渠道与品牌资源兼具，费率管控良好分红意愿高

投资评级：增持（首次）

## 投资要点：

## 证券分析师

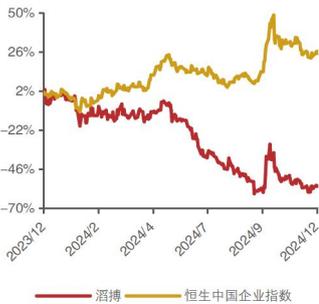
丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2024 年 12 月 05 日

收盘价 (港元)	2.34
一年内最高/最低 (港元)	6.29/2.11
总市值 (百万港元)	14,510.86
流通市值 (百万港元)	14,510.86
资产负债率 (%)	36.27

资料来源：聚源数据

- **深耕运动品牌经销二十余载，与耐克、阿迪深度合作并不断拓展新品牌。**背靠百丽集团，公司深耕运动服饰经销行业二十余载，实现业务覆盖全国 300 余城、开设门店 6000 余家，并通过科技提升管理效率。公司分别于 1999 年/2004 年与旗下核心品牌耐克/阿迪建立合作关系，并持续推进合作深度，此后亦不断扩展代理品牌版图，先后与彪马、北面、李宁、HOKA 等品牌建立合作，持续向“成为全球一流的运动零售运营商”的目标靠拢。
- **与国际头部品牌紧密合作，新店型新产品有望驱动渠道焕新。**公司与国际头部品牌耐克、阿迪深度合作，但近年受“新疆棉”等因素影响，国际品牌业务增速放缓，但伴随近年阿迪、耐克高层调整，后续有望重拾增长，驱动公司业绩上行。从阿迪角度看，独家合作的阿迪达斯先锋运动门店 (Future Of Style) 已开业，有望助推公司阿迪代理业务迈向新高度；从耐克角度看，新 CEO 埃利奥特·希尔上台，有望推动第三方经销商获取更多品牌支持政策，利好公司未来发展。
- **持续优化线下渠道结构，开高效大店为公司近年渠道新规划。**受线下消费环境变动及行业发展影响，公司近年持续优化线下销售渠道，截至 FY25H1，公司线下渠道为 5813 家，较 FY2020 下降 2582 家，但渠道保有量仍处国内运动服饰代理商头部地位，且公司关闭多为低效店，并配合品牌形象提升需求持续新设高效大店，近年单店销售面积维持增长趋势，以“开大店、关小店”的渠道经营模式提升消费者购物体验，持续夯实品牌形象及代理商渠道端核心竞争力。
- **盈利预测与评级：**滔搏作为国内头部运动服饰经销公司，具备行业领先的经销渠道及代销品牌资源，与国际品牌深度合作夯实营收基本盘，且借助公司渠道及品牌优势不断外拓新品牌，有望获得新增长驱动。我们预计公司 FY2025-FY2027 归母净利润分别 13.16 亿元 /16.27 亿元 /18.73 亿元，同比分别增长 -40.53%/23.62%/15.11%。我们选择与公司同属运动服饰行业且均多品牌运营的安踏体育、特步国际为可比公司，2024 年平均 PE 为 13.0X，滔搏 FY2025 对应 PE 为 10.2X，考虑到公司在运动服饰经销行业具备渠道、品牌资源、会员及领先的数字化管理优势，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示。**零售环境修复不及预期风险，国际品牌发展不及预期风险，新品牌拓展不及预期风险。

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	270.73	289.33	268.58	284.26	300.60
同比增长率 (%)	-15.07%	6.87%	-7.17%	5.84%	5.75%
归母净利润 (百万元)	18.37	22.13	13.16	16.27	18.73
同比增长率 (%)	-24.93%	20.49%	-40.53%	23.62%	15.11%
每股收益 (元/股)	0.30	0.36	0.21	0.26	0.30
ROE (%)	18.68%	22.47%	11.79%	12.72%	12.77%
市盈率 (P/E)	7.31	6.07	10.21	8.26	7.17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

滔搏作为国内头部运动服饰经销公司,具备行业领先的经销渠道及代销品牌资源,与国际品牌深度合作夯实营收基本盘,且借助公司渠道及品牌优势不断外拓新品牌,有望获得新增长驱动。我们预计公司 FY2025-FY2027 归母净利润分别 13.16 亿元/16.27 亿元/18.73 亿元,同比分别增长-40.53%/23.62%/15.11%。我们选择与公司同属运动服饰行业且均多品牌运营的安踏体育、特步国际为可比公司,2024 年平均 PE 为 13.0X,滔搏 FY2025 对应 PE 为 10.2X,考虑到公司在运动服饰经销行业具备渠道、品牌资源、会员及领先的数字化管理优势,首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设

**销售费用率:**公司深耕运动服饰经销行业多年,渠道力及品牌影响力较强,销售费用投放效率较高,因此预计 FY2025-FY2027 公司销售费用率分别为 28.90%、28.40%、28.30%;

**管理费用率:**公司通过科技赋能数字管理体系,管理费用率有望进一步下行,因此预计 FY2025-FY2027 管理费用率分别为 3.50%、3.15%、2.90%。

### 投资逻辑要点

**行业端:**1) 新兴市场驱动世界运动鞋服行业持续增长;2) 国内人均开支提升促进运动品消费提升。

**公司端:**1) **品牌资源:**公司持续重视主力代销品牌发展,与阿迪耐克的合作持续深化,且不断向外拓展新品牌;2) **渠道力:**公司持续进行“去低效店,开大店”政策,经营效率提升;3) **会员体系:**公司通过线上线下渠道协同经营完备的会员体系,会员贡献度常年超 90%;4) **分红意愿:**公司具有较强的分红意愿,股息率行业领先。

### 核心风险提示

零售环境修复不及预期风险,国际品牌发展不及预期风险,新品牌拓展不及预期风险。

## 内容目录

1. 运动服饰行业增长延续，公司代理品牌资源丰富 .....	5
1.1. 资深运动服饰经销商，运动服饰行业发展前景可期 .....	5
1.2. 代理品牌资源及会员资源丰富，公司股息率领先行业 .....	7
2. 期待国际品牌复苏拐点，渠道优化升级经营高效 .....	9
3. 盈利预测与评级 .....	11
3.1. 核心假设与盈利预期 .....	11
3.2. 首次覆盖给予“增持”评级 .....	12
4. 风险提示 .....	13

## 图表目录

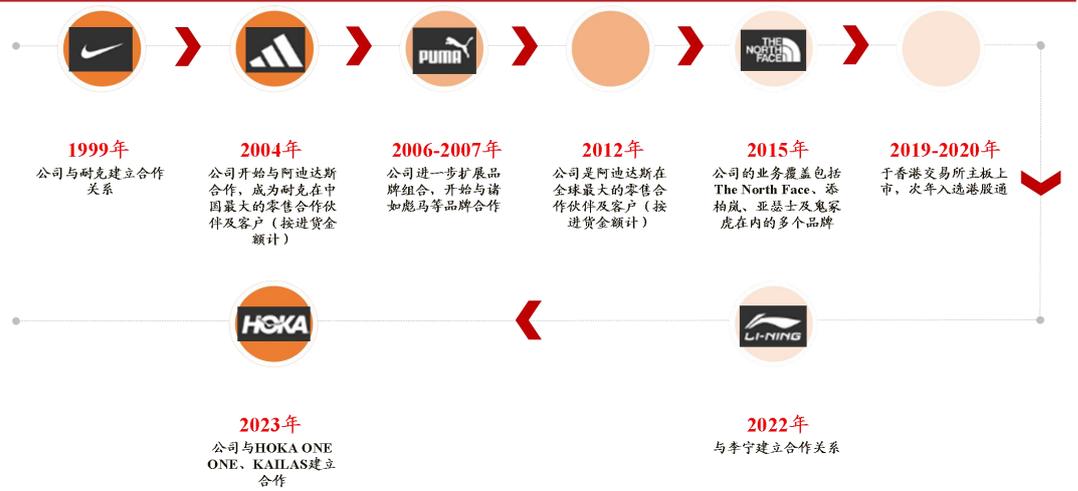
图表 1: 公司与耐克、阿迪深度合作并不断拓展新品牌 .....	5
图表 2: 预计 2023–2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7% (单位: 十亿美元) ..	6
图表 3: 世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场 .....	6
图表 4: 2013–2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11% .....	7
图表 5: 21–25 年中国运动鞋服市场预期 CAGR 为 11.62% .....	7
图表 6: 滔搏与阿迪负责人庆祝合作 20 年 .....	7
图表 7: 阿迪为滔搏独家打造的先锋运动门店 .....	7
图表 8: 公司合作品牌矩阵 (截至 2023 年 12 月) .....	8
图表 9: 纺服公司股利支付率 .....	8
图表 10: 滔搏近年股息率领先行业 .....	8
图表 11: 公司累计注册会员数及会员贡献店内零售额占比 .....	9
图表 12: FY2019–FY2024 公司营收 CAGR 为 -2.34% .....	9
图表 13: FY2019–FY2024 公司毛利 CAGR 为 -2.35% .....	9
图表 14: FY2019–FY2024 司归母净利 CAGR 为 0.12% .....	10
图表 15: FY2024 公司管理费率持续向好 .....	10
图表 16: 公司主力品牌营收占比仍处高位 .....	10
图表 17: 公司批发业务近年小幅增长 .....	10
图表 18: 公司近年线下店铺数量持续优化 .....	11
图表 19: 公司近年单店销售面积仍持续增长 .....	11
图表 20: 滔搏重点费率预测 .....	11
图表 21: 滔搏简易预测利润表 (金额单位: 亿元) .....	12
图表 22: 可比公司估值表 .....	12

# 1. 运动服饰行业增长延续，公司代理品牌资源丰富

## 1.1. 资深运动服饰经销商，运动服饰行业发展前景可期

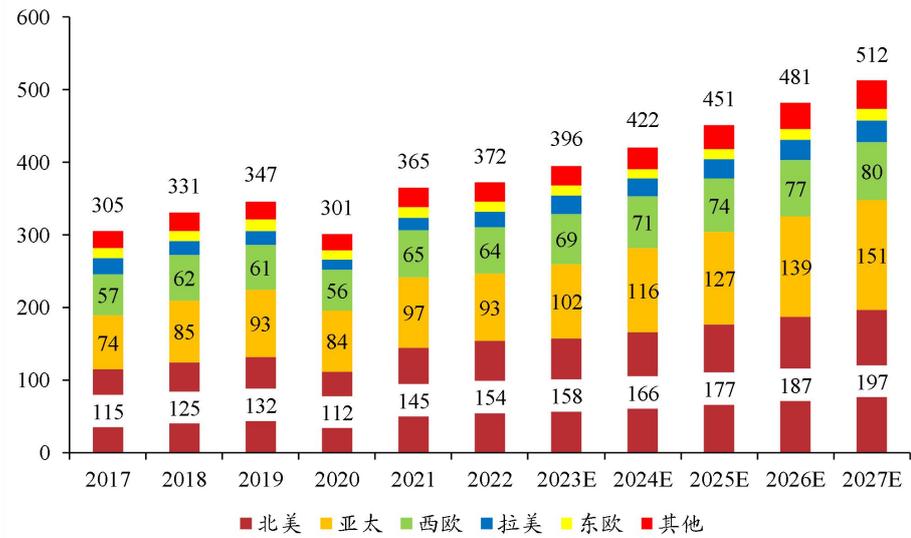
深耕运动品牌经销二十余载，与耐克、阿迪深度合作并不断拓展新品牌。背靠百丽集团，公司深耕运动服饰经销行业二十余载，实现业务覆盖全国 300 余城、开设门店 6000 余家，并通过科技提升管理效率。公司分别于 1999 年/2004 年与旗下核心品牌耐克/阿迪建立合作关系，并持续推进合作深度，此后亦不断扩展代理品牌版图，先后与彪马、北面、李宁、HOKA 等品牌建立合作，持续向“成为全球一流的运动零售运营商”的目标靠拢。

图表 1：公司与耐克、阿迪深度合作并不断拓展新品牌



资料来源：公司官网，北青网，华源证券研究所

新兴市场成为近年世界运动鞋服市场新增长极。世界运动服饰行业起源可回溯至一、二战后，伴随奥运会及时尚设计的融入，行业迅速发展。2023 年，据 WFSGI，运动品市场发展回暖，行业同比增速边际递增；同时，地区发展分化，形成成熟市场稳健、新兴市场快速发展的格局，其中，2022-2023 年拉美及亚太增速分别为 22%/11%，为增长较快区域。未来，伴随新兴市场区域经济发展及消费习惯改变，有望带动该地区运动鞋服市场保持高增长。

**图表 2：预计 2023-2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7%（单位：十亿美元）**


资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究所 注：数据更新至 2023 年 10 月

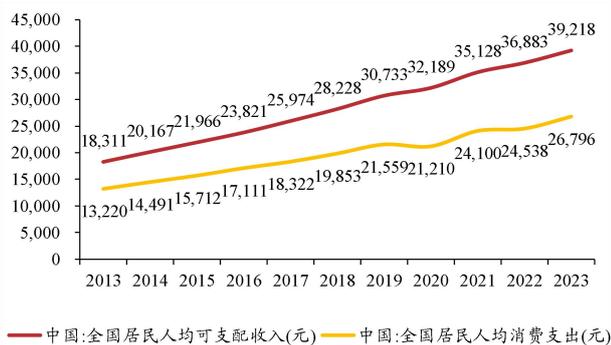
**图表 3：世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场**

CAGR, %	2017-19	2021-22	2022-23E	2023E-27E
总计	7%	2%	6%	7%
其他地区	3%	6%	0%	9%
东欧	4%	-6%	-1%	4%
拉美	-4%	20%	22%	4%
西欧	3%	-3%	8%	4%
亚太	12%	-4%	11%	10%
北美	7%	6%	2%	6%

资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究所 注：数据更新至 2023 年 10 月

**经济发展带动国内居民人均支出提升，国内鞋服市场发展有望延续。**2023 年，我国居民人均可支配收入增至 3.92 万元，经济发展及健康观念转变带来参与人数提升推动居民运动服饰相关消费开支不断增长；据艾媒咨询，我国运动服饰行业市场规模于 2021 年增至 3858 亿元，2015-2021 年 CAGR 为 14.99%。展望未来，至 2025 年，中国运动鞋服行业市场规模有望增至 5989 亿元，2021-2025 年预期年化增速为 11.62%。

图表 4：2013-2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：21-25 年中国运动鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%



资料来源：艾媒咨询，科尔尼，欧睿国际，华源证券研究所

## 1.2. 代理品牌资源及会员资源丰富，公司股息率领先行业

与国际头部品牌紧密合作，新店型新产品有望驱动渠道焕新。公司与国际头部品牌耐克、阿迪深度合作，但近年受“新疆棉”、“疫情”及国际品牌自身战略失误等因素影响，国际品牌业务增速放缓，但伴随近年阿迪、耐克高层调整，后续有望重拾增长，驱动公司业绩上行。从阿迪角度看，据界面新闻，2024 年 8 月，在合作二十年之际，阿迪与滔搏独家合作在大中华区开设阿迪达斯先锋运动门店(Future Of Style)，该系列结合运动基因与城市机能风，打造阿迪品牌最具创新运动潮流的鞋服产品，有望助推滔搏阿迪代理业务迈向新高度；从耐克角度看，据 36 氪，耐克前 CEO 约翰·多纳霍因其弱化与第三方经销商合作政策及任期内产品缺乏创意而饱受市场诟病，新 CEO 埃利奥特·希尔上台有望逐步解决此前的问题，第三方经销商获取的品牌支持政策有望增多，利好滔搏的未来发展。

图表 6：滔搏与阿迪负责人庆祝合作 20 年



资料来源：界面新闻，华源证券研究所

图表 7：阿迪为滔搏独家打造的先锋运动门店



资料来源：界面新闻，华源证券研究所

与头部品牌合作之余，公司不断外拓新品牌。据北青网，作为国内头部运动零售运营商，滔搏与目前的核心代理品牌耐克、阿迪合作二十载有余，伴随渠道及规模发展，近年公司致力于向外拓宽代理品类，先后与 PUMA、The North Face、Timberland、ASICS、Onitsuka Tiger 及李宁等品牌合作，且在感受到国内户外风潮兴起后，又于 2023 年开始代理国产户外品牌凯乐石及国际运动鞋靴新贵 HOKA ONE ONE，品牌矩阵丰富有望助公司业绩增长多元化，抗风险能力增强。

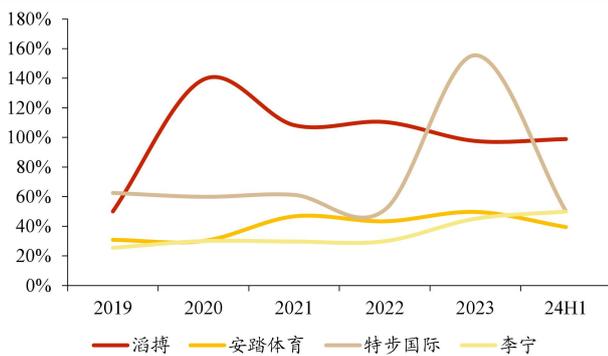
图表 8：公司合作品牌矩阵（截至 2023 年 12 月）



资料来源：北青网，华源证券研究所

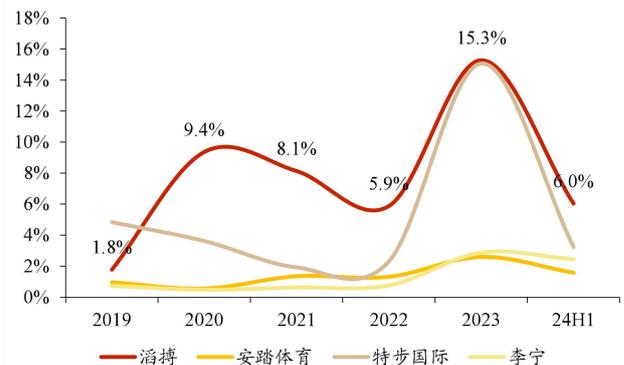
公司分红意愿较强，股息率领先行业。公司分红意愿较强，FY25H1 股利支付率为 99% 左右，近年分红比例基本维持在 100% 左右或以上；对应股息率亦领先行业，FY25H1 股息率达 6% 左右，具备长期投资价值。

图表 9：纺服公司股利支付率



资料来源：Wind，华源证券研究所（滔搏数据为 FY2020-FY25H1）

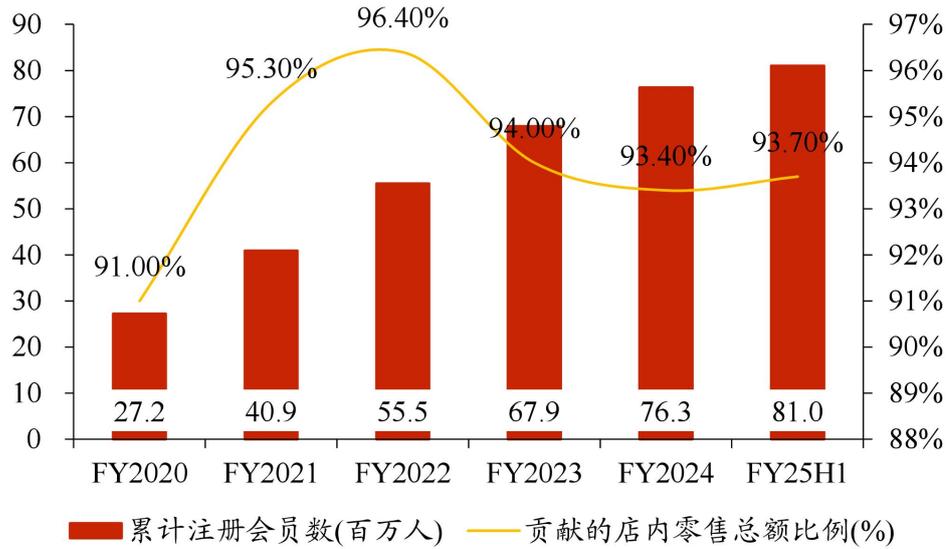
图表 10：滔搏近年股息率领先行业



资料来源：Wind，华源证券研究所（滔搏数据为 FY2020-FY25H1）

公司会员体系完备，会员销售贡献长期超过 90%。公司近年通过线上渠道（各电商平台、小程序、直播、app 等）及线下渠道公私域（微信社群等）打造出完备且具备规模的会员体系，会员数量及贡献度不断增长。截至 FY25H1，公司会员数量 8100 万人，FY2020-FY2024，公司会员数量 CAGR 为 29.42%，会员群体规模发展迅速；近年，会员对营业额贡献占比均保持在 90% 以上，并于 FY25H1 达到 93.7%，会员粘性整体来看趋势向上，完备的会员发展体系及稳定的会员粘性有望驱动公司业绩增厚。

图表 11: 公司累计注册会员数及会员贡献店内零售额占比

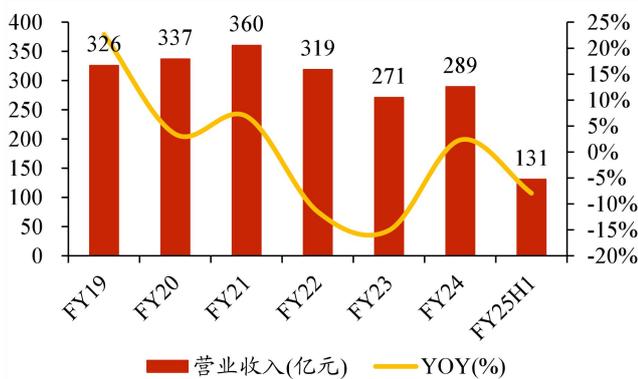


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

## 2. 期待国际品牌复苏拐点, 渠道优化升级经营高效

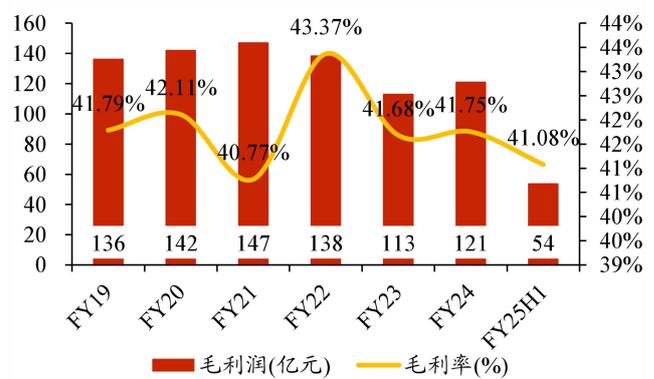
受国际品牌影响公司营收短期波动, 毛利率相对稳定。公司主要营收来自 Nike、Adidas 大中华区经销业务, 近年国际品牌受“新疆棉”等短期事件影响经营波动明显, 因此公司短期营收增长出现波动, 但公司持续通过开高效店、增加批发业务及开拓新代销品牌等方式推动营收增长。FY25H1 公司营收/毛利分别为 130.55 亿元/53.62 亿元, 同比分别 -7.91%/-15.43%; FY2019-FY2024 公司营收/毛利 CAGR 分别为-2.34%/-2.35%。FY25H1 公司毛利率维持于 41%左右。整体看, 公司近年经营受国际品牌调整影响较大, 伴随国际品牌产品调整、品牌力修复及国内促内需政策出台, 公司未来经营有望企稳回升。

图表 12: FY2019-FY2024 公司营收 CAGR 为-2.34%



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

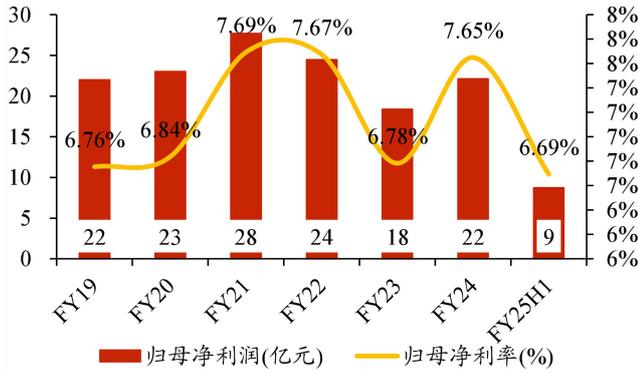
图表 13: FY2019-FY2024 公司毛利 CAGR 为-2.35%



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

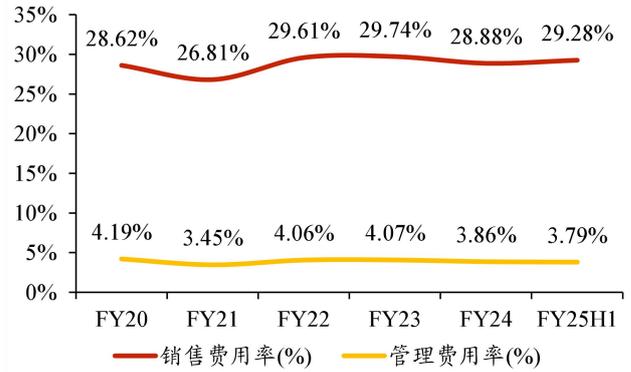
**管理费率近年管控良好，助公司维持盈利能力。**受国际品牌经营波动，公司近年费率及净利率出现波动，但公司通过开高效店等方式提高经营效率，持续优化各项费率管控，FY25H1 管理费率降至 3.79%，FY25H1 销售费率在体育大年下维持于 29%左右，整体管控良好；费率管控良好推动公司维持盈利能力，FY2019–FY2024 归母净利润 CAGR 为 0.12%，维持增长趋势，伴随国际品牌业务逐步修复，盈利能力有望逐步修复。

图表 14: FY2019–FY2024 归母净利润 CAGR 为 0.12%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

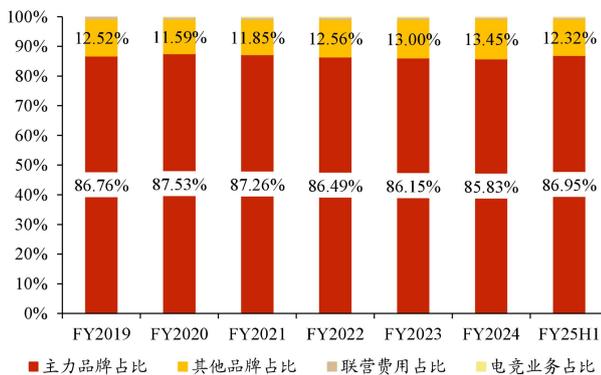
图表 15: FY2024 公司管理费率持续向好



资料来源：公司公告，华源证券研究所

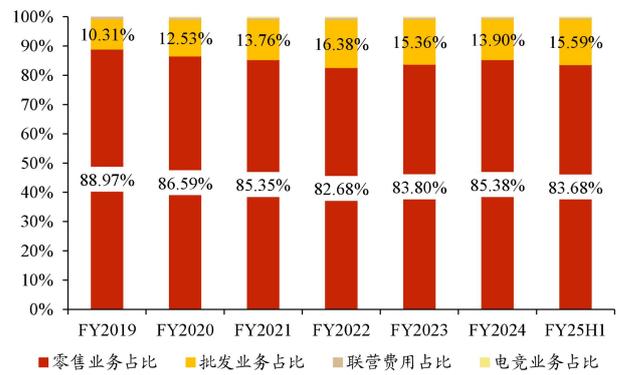
**电商近年快速发展，线下渠道中直营占比快速修复。**分品牌看，主力品牌仍为公司业务核心，截至 FY2024 主力品牌营收占比仍维持于 86%左右，受益于公司近年不断尝试代理新品牌，其他品牌收入占比小幅增长，截至 FY2024 公司其他品牌营收占比较 FY2019 增长 0.93 pct 至 13.45%。**分渠道看**，公司零售渠道仍为核心渠道，但批发业务近年维持增长趋势，FY2019–FY2024 批发业务营收 CAGR 为 3.68%，FY2024 批发业务营收占比较 FY2019 提升 3.59 pct 至 13.90%，有望为公司未来业绩增长持续贡献增量。

图表 16: 公司主力品牌营收占比仍处高位



资料来源：公司公告，华源证券研究所

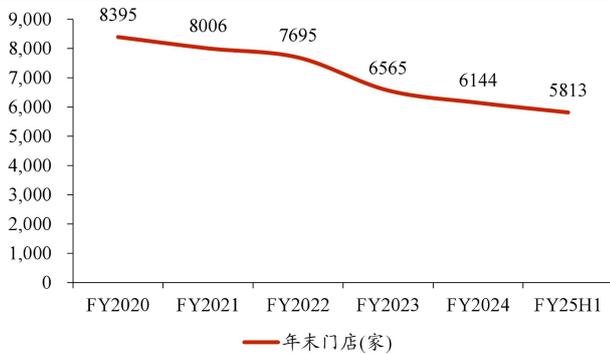
图表 17: 公司批发业务近年小幅增长



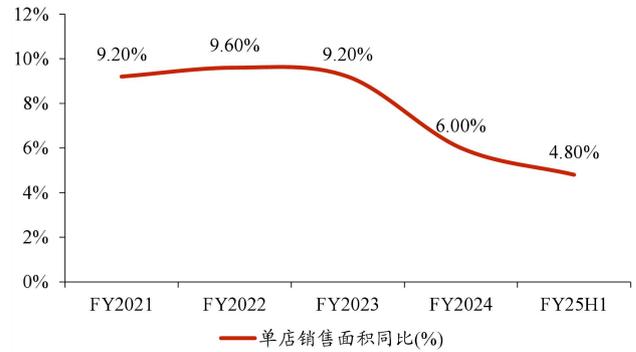
资料来源：公司公告，华源证券研究所

**持续优化线下渠道结构，开高效大店为公司近年渠道新规划。**受线下消费环境变动及行业发展影响，公司近年持续优化线下销售渠道，截至 FY25H1，公司线下渠道为 5813 家，较

FY2020 下降 2582 家，但渠道保有量仍处国内运动服饰代理商头部地位，且公司关闭多为低效店，并配合品牌形象提升需求持续新设高效大店，近年单店销售面积维持增长趋势，以“开大店、关小店”的渠道经营模式提升消费者购物体验，持续夯实品牌形象及代理商渠道端核心竞争力。

**图表 18：公司近年线下店铺数量持续优化**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 19：公司近年单店销售面积仍持续增长**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 3. 盈利预测与评级

### 3.1. 核心假设与盈利预期

**期间费率端：**1) **销售费用率**，公司深耕运动服饰经销行业多年，渠道力及品牌影响力较强，销售费用投放效率较高，因此预计 FY2025–FY2027 公司销售费用率分别为 28.90%、28.40%、28.30%；2) **管理费用率**，公司通过科技赋能数字管理体系，管理费用率有望进一步下行，因此预计 FY2025–FY2027 管理费用率分别为 3.50%、3.15%、2.90%。

**图表 20：滔搏重点费率预测**

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售费用率	28.88%	28.90%	28.40%	28.30%
管理费用率	3.86%	3.50%	3.15%	2.90%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**最终**，我们预计公司 FY2025–FY2027 营业收入分别为 268.58 亿元/284.26 亿元/300.60 亿元，同比分别增长–7.17%/5.84%/5.75%；归母净利润分别 13.16 亿元/16.27 亿元/18.73 亿元，同比分别增长–40.53%/23.62%/15.11%。

**图表 21：滔搏简易预测利润表（金额单位：亿元）**

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	289.33	268.58	284.26	300.60
YOY	6.87%	-7.17%	5.84%	5.75%
营业成本	168.52	165.98	173.68	181.56
YOY	6.74%	-1.51%	4.64%	4.54%
毛利率	41.75%	38.20%	38.90%	39.60%
归母净利润	22.13	13.16	16.27	18.73
YOY	20.49%	-40.53%	23.62%	15.11%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

### 3.2. 首次覆盖给予“增持”评级

**从相对估值角度看：**滔搏作为国内头部运动服饰经销公司，具备行业领先的经销渠道及代销品牌资源，与国际品牌深度合作夯实营收基本盘，且借助公司渠道及品牌优势不断外拓新品牌，有望获得新增长驱动。我们选择与公司同属运动服饰行业且均多品牌运营的安踏体育、特步国际为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在运动服饰经销行业的渠道优势、品牌资源优势及销售能力位于上乘，首次覆盖给予“增持”评级。

**图表 22：可比公司估值表**

股票代码	公司简称	收盘价（港元）		EPS				PE			
		2024-12-05	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
6110.HK	滔搏	2.3	0.4	0.2	0.3	0.3	6.1	10.2	8.3	7.2	
<b>可比公司</b>											
2020.HK	安踏体育	79.6	3.9	5.2	5.3	5.9	20.5	15.5	15.1	13.4	
1368.HK	特步国际	5.3	0.4	0.5	0.6	0.6	12.3	10.5	9.3	8.2	
<b>可比公司 PE 均值</b>							16.4	13.0	12.2	10.8	

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，特步国际、安踏体育、滔搏收盘价及 EPS 调整为港元计价，对应汇率取 1 人民币 1.08 港元，滔搏财年与日历年不同，表内 EPS 及 PE 数据实际为 FY24A-FY27E

## 4. 风险提示

**零售环境修复不及预期风险。**公司所处可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿影响较大，若零售环境修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。

**国际头部品牌发展不及预期风险。**阿迪、耐克为公司业绩基本盘，如两个品牌业绩修复不及预期，或拖累公司业绩增长。

**新品牌拓展不及预期风险。**近年公司持续拓展新品牌，但存在新品牌发展不及预期及拓展进度不及预期的风险。

**附录：财务预测摘要**

<b>损益表</b>					<b>资产负债表</b>				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,933	26,858	28,426	30,060	货币资金	1,956	3,655	5,226	6,997
增长率	6.9%	-7.2%	5.8%	5.7%	应收款项	2,193	2,165	2,225	2,281
营业成本	16,852	16,598	17,368	18,156	存货	6,284	6,224	6,272	6,304
%销售收入	58.2%	61.8%	61.1%	60.4%	其他流动资产	126	269	284	301
<b>毛利</b>	<b>12,081</b>	<b>10,260</b>	<b>11,058</b>	<b>11,904</b>	<b>流动资产</b>	<b>10,559</b>	<b>12,312</b>	<b>14,007</b>	<b>15,883</b>
%销售收入	41.8%	38.2%	38.9%	39.6%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	17	17	18	19	固定资产	639	517	486	484
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	2,881	2,773	2,701	2,656
销售费用	8,356	7,762	8,073	8,507	<b>非流动资产</b>	<b>3,985</b>	<b>3,871</b>	<b>3,814</b>	<b>3,811</b>
%销售收入	28.9%	28.9%	28.4%	28.3%	<b>资产总计</b>	<b>14,544</b>	<b>16,183</b>	<b>17,821</b>	<b>19,694</b>
管理费用	1,115	940	895	872	应付款项	387	758	794	830
%销售收入	3.9%	3.5%	3.2%	2.9%	短期借款	720	720	720	720
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	2,239	2,014	1,990	1,954
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>流动负债</b>	<b>3,347</b>	<b>3,493</b>	<b>3,503</b>	<b>3,504</b>
财务费用	27	-31	122	259	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.4%	0.9%	其他长期负债	1,347	1,524	1,524	1,524
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,787</b>	<b>1,573</b>	<b>2,106</b>	<b>2,542</b>	<b>非流动负债</b>	<b>1,347</b>	<b>1,524</b>	<b>1,524</b>	<b>1,524</b>
%销售收入	9.6%	5.9%	7.4%	8.5%	<b>负债总计</b>	<b>4,694</b>	<b>5,017</b>	<b>5,027</b>	<b>5,028</b>
投资收益	0	0	0	0	<b>归属母公司股东权益</b>	<b>9,849</b>	<b>11,165</b>	<b>12,792</b>	<b>14,665</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	2	2	2	2
<b>除税前利润</b>	<b>2,759</b>	<b>1,605</b>	<b>1,984</b>	<b>2,284</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,544</b>	<b>16,183</b>	<b>17,821</b>	<b>19,694</b>
利润率	9.5%	6.0%	7.0%	7.6%					
所得税	548	289	357	411					
所得税率	19.9%	18.0%	18.0%	18.0%					
<b>净利润 (含少数股东损益)</b>	<b>2,211</b>	<b>1,316</b>	<b>1,627</b>	<b>1,873</b>					
少数股东损益	-2	0	0	0					
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,213</b>	<b>1,316</b>	<b>1,627</b>	<b>1,873</b>					
增长率	20.5%	-40.5%	23.6%	15.1%					
净利率	7.6%	4.9%	5.7%	6.2%					

<b>现金流量表</b>				
单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,213	1,316	1,627	1,873
少数股东损益	-2	0	0	0
营运资金变动	-867	92	-113	-105
其他变动	1,785	3,454	2,796	2,872
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>3,129</b>	<b>4,862</b>	<b>4,310</b>	<b>4,640</b>
资本开支	-397	-1,200	-1,220	-1,240
投资	-26	-45	-45	-45
其他	225	104	-2	-2
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-198</b>	<b>-1,141</b>	<b>-1,267</b>	<b>-1,287</b>
股权募资	0	0	0	0
债权募资	-715	0	0	0
其他	-2,618	-2,022	-1,472	-1,582
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-3,332</b>	<b>-2,022</b>	<b>-1,472</b>	<b>-1,582</b>
<b>现金净变动</b>	<b>-401</b>	<b>1,699</b>	<b>1,571</b>	<b>1,771</b>

<b>比率分析</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>				
每股收益	0.36	0.21	0.26	0.30
每股净资产	1.59	1.80	2.06	2.36
每股经营现金净流	0.50	0.78	0.70	0.75
每股股利	0.16	0.14	0.00	0.00
<b>回报率</b>				
净资产收益率	22.47%	11.79%	12.72%	12.77%
总资产收益率	15.22%	8.13%	9.13%	9.51%
投入资本收益率	21.13%	10.85%	12.78%	13.55%
<b>增长率</b>				
营业收入增长率	6.87%	-7.17%	5.84%	5.75%
EBIT增长率	14.69%	-43.53%	33.84%	20.73%
净利润增长率	20.49%	-40.53%	23.62%	15.11%
总资产增长率	-13.54%	11.27%	10.12%	10.51%
<b>资产管理能力</b>				
应收账款周转天数	14.8	16.4	14.3	13.9
存货周转天数	133.8	135.6	129.5	124.7
应付账款周转天数	14.7	12.4	16.1	16.1
固定资产周转天数	8.5	7.7	6.4	5.8
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.16	3.53	4.00	4.53
速动比率	1.24	1.67	2.13	2.65
净负债/股东权益	-12.55%	-26.28%	-35.22%	-42.80%
EBIT利息保障倍数	18.9	0.8	1.4	1.6
资产负债率	32.27%	31.00%	28.21%	25.53%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。