

申洲国际 (02313.HK)

2024 年净利润增长 37%，客户表现分化

优于大市

核心观点

2024 年收入增长超预期，核心利润增长 37%。2024 年，公司营业收入 286.6 亿元，同比增长 14.7%；归母净利润 62.4 亿元，同比增长 36.9%，收入与利润均好于我们预期。收入拆量价预计分别同比增长 21%/-5%，其中 2024 下半年收入增长提速至 17%，预计因单价降幅收窄。利润方面，毛利率同比上升 3.8 个百分点到 28.1%，其中上/下半年分别同比提升 6.6/1.6pct，下半年新员工增加及老员工大幅涨薪导致毛利率恢复进度减慢。在毛利率改善和费用率优化带动下，剔除非经营性收益后的公司核心净利润增长 37%。公司净现金 134 亿，同比增加 20 亿元。若剔除上海物业处置一次性收入，2024 年派息率约 59.8%，基本与 2023 年持平。

休闲服表现好于运动，除第二大客户外均呈现快速增长。1) 分品类，运动/休闲/内衣分别同比增长 9.8%/27.1%/34.6%；2) 分客户，来自客户甲/乙/丙/丁分别同比变动+33.0%/-3.9%/+35.4%/+10.9%，其他客户增长 8.4%；3) 分地区，美国和日本销售占比均提升，中国双位数增长，欧洲个位数增长。产品结构、客户表现的分化，预计主要受耐克经营调整所影响。

耐克收入连续下滑，申洲订单表现好于行业。1) 对比品牌：申洲收入表现好于主要客户，若后续耐克呈现复苏势头有望进一步受益。对比同行：申洲份额最大且仍在提升，展现竞争优势。2) 从申洲情况看，管理层在业绩发布会表示，2025 年产能增长 10%，单价和毛利率稳定。我们预计公司收入+12%，单价小幅提升、毛利率持平略升，主要由于运动类客户引领增长、公司人效继续提升、以及行业原材料价格触底小幅回升所带动。分客户看，除耐克外的运动客户增速有望好于休闲客户。产能布局方面，柬埔寨新成衣工厂土建已接近完工，将于今年 3 月开始招聘员工；越南收购项目完成后启动面料产能建设，用于供应越南及柬埔寨成衣工厂。

风险提示：宏观经济与主要客户表现不及预期；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：看好核心供应商保持行业领先增速。公司 2024 年收入和盈利表现好于预期，订单增长均好于品牌客户自身表现，也好于行业增速，体现了公司的出色竞争力。由于今年耐克经营持续承压且复苏时间不确定，以及公司所得税率上升，小幅下调 2025-2026 盈利预测，预计 2025-2027 年净利润为 65.8/74.6/84.0 亿元（2025-2026 前值为 68.7/ 77.4 亿元），同比+5.4%/13.5%/12.6%。看好申洲作为品牌大客户核心供应商中长期保持持续领先的增速，基于盈利预测下调，下调目标价至 75-82 港元（前值为 90-95 港元），对应 2025 年 16-17.5x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,970	28,663	32,158	36,082	40,152
(+/-%)	-10.1%	14.8%	12.2%	12.2%	11.3%
净利润(百万元)	4557	6241	6578	7465	8404
(+/-%)	-0.1%	36.9%	5.4%	13.5%	12.6%
每股收益(元)	3.03	4.15	4.38	4.97	5.59
EBIT Margin	18.2%	22.5%	21.7%	22.0%	22.3%
净资产收益率 (ROE)	14.3%	18.2%	16.4%	16.2%	16.9%
市盈率 (PE)	17.0	12.4	11.8	10.4	9.2
EV/EBITDA	16.2	11.6	11.0	10.0	9.1
市净率 (PB)	2.36	2.16	1.75	1.62	1.50

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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

0755-81981391

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

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	75.00 - 82.00 港元
收盘价	55.30 港元
总市值/流通市值	83128/83128 百万港元
52 周最高价/最低价	84.23/54.78 港元
近 3 个月日均成交额	316.84 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) - 上半年收入增长 12%，毛利率提升 6.6 个百分点》——2024-08-29
- 《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

2024 年收入增长超预期，核心利润增长 37%

2024 年，公司营业收入 286.6 亿元，同比增长 14.67%；归母净利润 62.4 亿元，同比增长 36.94%，收入与利润均好于我们预期。收入拆量价，预计销量增长 21%，人民币单价回落约 5%

毛利率：毛利率同比上升 3.8 个百分点至 28.1%，其中上/下半年分别同比提升 6.6/1.6 百分点，下半年新员工增加及老员工大幅涨薪导致毛利率恢复进度减慢。

费用率及其他收入：销售及行政开支比率-0.5 百分点至 7.7%，净利息收入占比提升 0.7 百分点至 3.8%，主要由于公司拥有较多的长期存款且利率较高。其他收益+政府补助整体较为稳定，占收入比率合计+0.1 百分点至 2.1%，其中政府补助占比下降 0.5 百分点至 0.5%。

剔除政府补贴、汇兑收益、利息收入、上海房产处置利润的主营业务净利润：公司 2024 年政府补贴 1.5 亿元，同比下降 1.0 亿元，汇兑收益 1.1 亿元，减少 0.4 亿元，净利息收入 7.2 亿元，增加 2.1 亿元，此外本报告期内公司出售全资附属公司上海马威实业全部股权，资产处置收益为 3.4 亿元，增加 2.9 亿元。若剔除以上四项后的净利润为 49.2 亿元，同比增长 37.0%。

净利率：主要受益于毛利率提升以及资产处置收益增加，除税前利润率同比提升 5.0 百分点至 25.0%；有效税率同比+4.1 百分点至 12.9%，主要因越南开始实行新税法、按 15%来计算有效税率；进而归母净利率同比+3.5 百分点至 21.8%。

图1：公司营业收入及增速



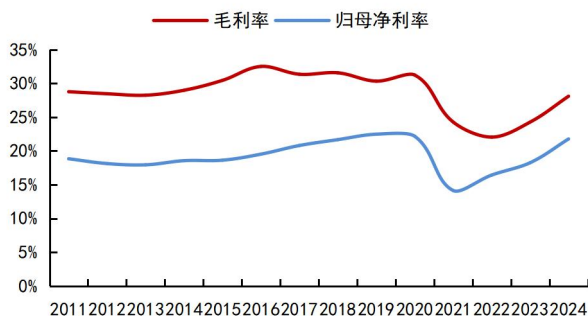
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



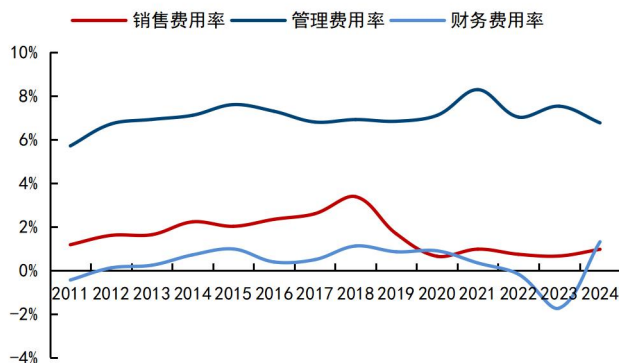
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



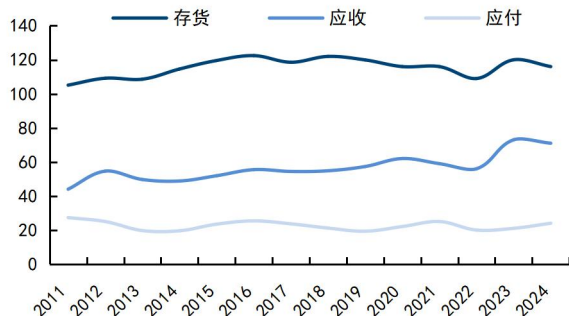
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运情况: 存货、应收、应付周转天数分别 116、71、24 天, 存货和应收周转天数同比小幅下降。资产负债率保持在 32.5% 的较健康水平。经营性现金流 52.7 亿元, 同比+0.9%, 净现比为 0.8。

产能及人员方面: 1) 资本开支: 2024 年资本开支 17.1 亿元 (去年同期 10.6 亿元); 2) 集团员工人数: 员工人数增加至 102690 人 (2023 年末为 92030 人)。

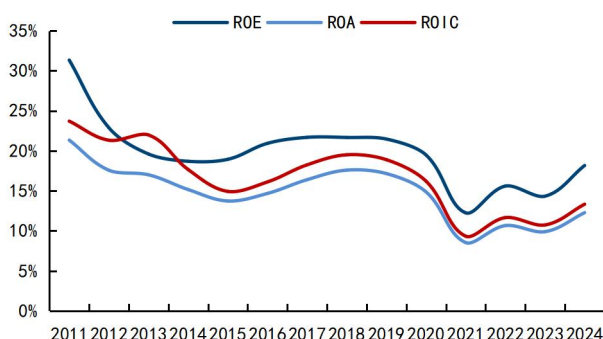
派息率: 派发末期股息 1.28 港元/股, 叠加中期的 1.25 港元/股, 全年派发 2.53 港元/股。若剔除上海物业处置一次性收入, 2024 年派息率约 59.8%, 基本与 2023 年持平。

图5: 公司营运资金周转水平



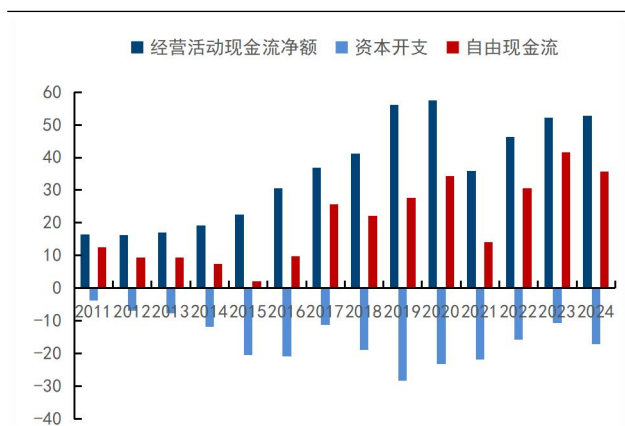
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司盈利能力



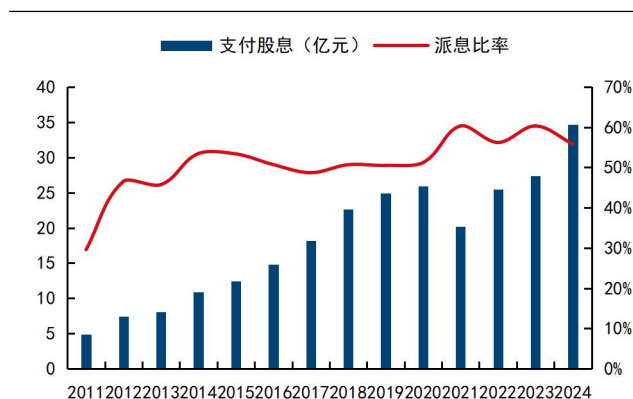
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司经营现金流、资本开支 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司派息比率

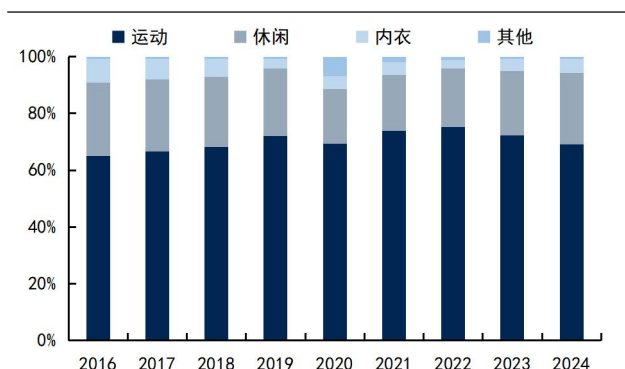


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

休闲服表现好于运动，除第二大客户外均呈现快速增长

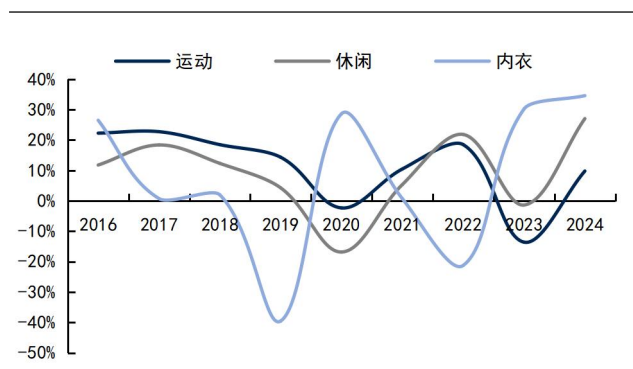
分品类收入: 2024 年运动/休闲/内衣分别同比+9.8%/27.1%/34.6%，占比分别为69.1%/25.1%/5.0%，其中休闲服饰表现较好主要受益于优衣库订单表现好。

图9: 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

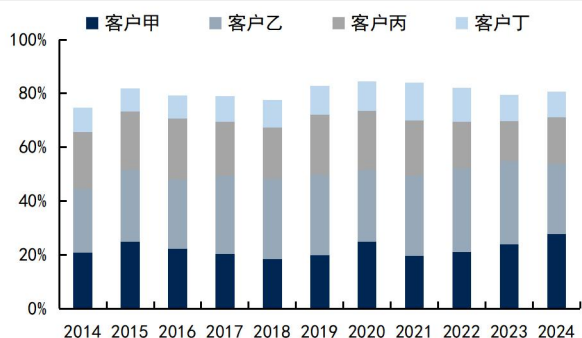
图10: 公司分品类收入增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

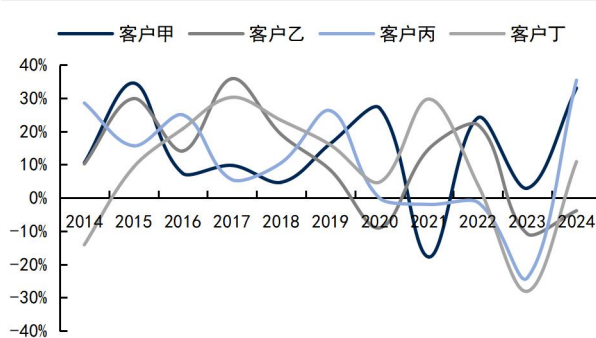
分客户收入: 四大客户客户甲/乙/丙/丁分别同比变动+33.0%/-3.9%/+35.4%/+10.9%，占比分别为27.9%/25.8%/17.4%/9.6%；其他客户收入增长8.4%，占比19.3%。预计优衣库和阿迪达斯表现最佳，耐克主要受公司自身处于调整期影响。

图11：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

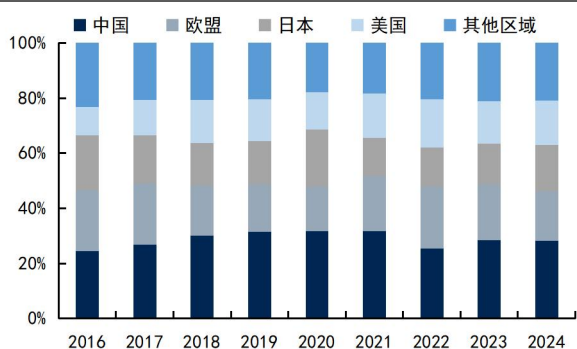
图12：公司分客户收入增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

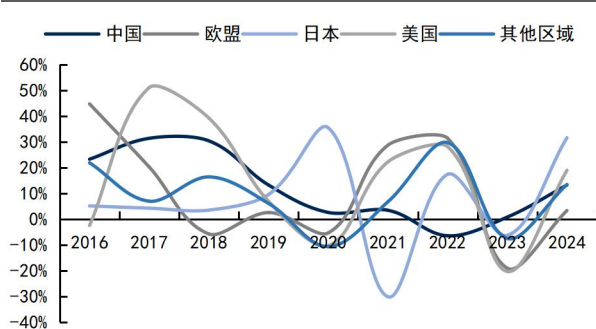
分地区收入：中国/欧盟/日本/美国分别同比+13.2%/3.2%/31.5%/18.9%，占比分别为28.1%/18.1%/16.9%/16.1%，其他地区收入+13.4%，收入占比20.8%。

图13：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14：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

下半年单价降幅收窄，收入增长提速

2024 下半年公司收入同比增长 17.0%至 156.8 亿元，收入增长环比提速，主要受益于高单价运动客户表现较好、单价降幅收窄；归母净利润同比增长 36.2%至 33.1 亿元。

下半年毛利率同比提升 1.6 个百分点，新员工增加及老员工大幅涨薪导致毛利率恢复进度减慢。受益于资产处置收益增加，归母净利率同比+3.0 个百分点至 21.1%

图15: 半年度收入及增速



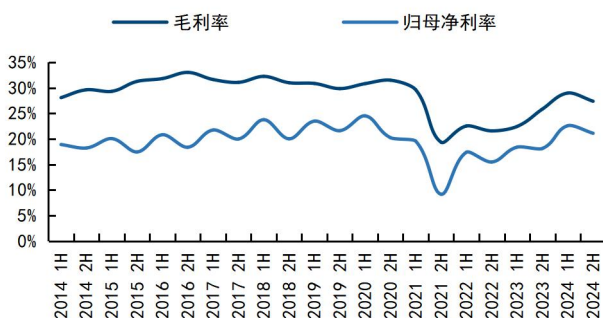
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 半年度归母净利润及增速



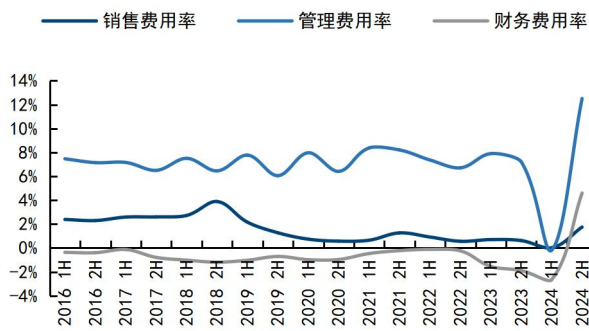
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 半年度利润率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 半年度费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

耐克收入连续下滑，申洲订单表现好于行业

1、对比品牌：申洲收入表现好于主要客户，若后续耐克呈现复苏势头有望进一步受益。

公司随下游客户完成去库，订单在2024年恢复增长，并且增幅均好于主要品牌客户的收入表现，尤其是在核心客户耐克近期连续多个季度收入下滑的情况下，公司面对其不利影响仍呈现出较强的业绩韧性。

耐克管理层在公开业绩交流会上指引，下一季度预计收入降幅加深至中双位数下降，其中经典款占鞋类占比将下降超过10个百分点，而当前经营调整举措对收入和毛利率的负面影响预计在下一季度后减弱。

我们看到耐克相较其他品牌的库销比并非较差的水平，而其在近期加大力度进行经营调整（尤其以经典鞋款为主）的行为能够促使其在后续更快恢复成长势头，并且利于品牌新品推出和长期发展。申洲近期的业绩已经证明其能够在耐克经营大幅调整期间呈现较好的增长韧性，后续若品牌恢复成长势头，公司凭借较好的新品开发能力和深度合作关系也有望进一步受益。

2、对比同行：申洲份额最大且仍在提升，展现竞争优势。

相比其他运动服代工同行，申洲作为规模最大的龙头公司经历了品牌库存调整后仍呈现出更快的增长势头，市场份额仍在继续提升。例如晶苑国际，其 2024 年收入 24.7 亿美元，同比增长 11.8%，但比 2022 年收入小幅下滑；儒鸿 2024 年收入 368.3 亿新台币，同比增长 19.6%，但比 2022 年收入也小幅下滑；聚阳实业 2024 年是收入 355.2 亿新台币，同比增长 9.4%，比 2022 年收入增长 10.7%。

图19：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	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025			
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%	-9.0%	-9.0%	-7.0%			
阿迪达斯	27.0%	55.0%	3.0%	-3.0%	-3.0%	4.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	1.0%	-2.0%	8.0%	11.0%	10.0%	19.0%	19.0%	19.0%			
迅销	-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%	18.3%	10.4%	9.8%			
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%	5.0%	5.0%	9.8%			
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%	7.3%	8.7%					

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	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025			
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%	-5.1%	0.0%	-2.4%			
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%	-6.7%	10.3%	4.0%			
迅销	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%	5.6%	5.6%	5.6%			
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%	-3.4%	11.6%	8.3%			
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%	-14.0%						

库销比（存货/过去1年平均月成本）																				
	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	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025			
耐克	3.68	3.35	3.18	3.12	3.67	4.00	4.50	4.11	3.76	3.51	3.59	3.31	3.23	3.17	3.59	3.53	3.37			
阿迪达斯	4.67	4.50	4.11	4.60	5.15	6.02	6.70	6.04	5.62	5.56	4.95	4.83	4.83	4.85	4.79	4.09	4.09			
迅销	4.24	3.83	4.47	4.62	4.02	3.99	5.33	5.99	4.27	3.59	4.05	4.28	3.66	3.52	3.98	4.19	4.19			
PUMA	5.08	5.11	4.78	5.05	5.16	5.96	6.64	5.91	5.46	5.34	4.69	4.69	4.71	5.23	4.85	5.21	5.21			
LULU	4.10	4.05	4.58	4.38	5.34	5.71	6.40	4.80	5.09	5.21	5.05	3.96	3.94	4.14	5.16					

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	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025			
耐克	6693	6854	6699	6506	7700	8420	9662	9326	8905	8454	8698	7979	7726	7519	8253	7981	7539			
阿迪达斯	3938	4054	3664	4009	4542	5483	6315	5973	5675	5540	4849	4525	4427	4544	4524	4989	4989			
迅销	354641	344651	394867	405103	350348	351718	485928	570314	437671	387386	449250	485724	414430	404800	474460	513154	513154			
PUMA	1224	1389	1364	1492	1618	1984	2350	2245	2147	2146	1874	1804	1786	1961	1811	2014	2014			
LULU	733	790	944	966	1275	1462	1742	1447	1580	1661	1664	1324	1345	1429	1801					

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图20：台企服装和运动鞋代工同行月度营收

图1：运动鞋代工										图2：服装代工									
	丰泰	裕元制鞋业									儒鸿	聚阳							
	YOY	YOY	同比2019	同比2019	同比2019	同比2019	同比2019	同比2019	同比2019		YOY	YOY	同比2019	同比2019	同比2019	同比2019	同比2019	同比2019	同比2019
2024-03	7%	0%	-6%	17%	0%	-13%	-17%	14%	-19%	24%	8%	7%	22%						
2024-04	-1%	3%	-17%	17%	3%	-13%	-17%	7%	-21%	34%	1%	-17%	17%						
2024-05	11%	8%	12%	30%	8%	13%	-15%	22%	-16%	25%	11%	50%	27%						
2024-06	-4%	3%	-9%	10%	3%	-8%	-11%	21%	-10%	41%	-7%	6%	16%						
2024-07	-1%	22%	17%	22%	22%	47%	-4%	4%	-22%	21%	-1%	-14%	37%						
2024-08	-9%	21%	97%	11%	21%	99%	1%	35%	26%	45%	16%	29%	66%						
2024-09	1%	27%	81%	-3%	27%	75%	-5%	34%	35%	38%	18%	15%	2%						
2024-10	-9%	21%	36%	8%	21%	62%	-6%	16%	13%	19%	8%	2%	13%						
2024-11	9%	17%	3%	20%	17%	13%	-6%	-5%	-22%	14%	5%	-2%	17%						
2024-12	-13%	14%	-23%	-2%	14%	-3%	-8%	23%	-30%	17%	5%	-5%	54%						
2025-01	-11%	1%	-12%	4%	1%	-8%	-20%	20%	3%	29%	21%	27%	53%						
2025-02	7%	15%	3%	34%	15%	10%	0%	16%	-2%	54%	4%	42%	34%						

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

3、申洲：2025 展望稳健，若耐克复苏则存在超预期机会

公司指引方面：管理层在业绩发布会表示，2025 年产能增长 10%，单价和毛利率稳定。我们预计公司收入+12%，单价小幅提升、毛利率持平略升，主要由于运动类客户引领增长、公司人效继续提升、以及行业原材料价格触底小幅回升所带动。

分客户方面：除耐克外的运动客户增速有望好于休闲客户，在 Nike 近期指引收入双位数下滑且去库背景下，公司作为份额最高的供应商仍能实现好于行业的增长，已经展现出出色的竞争力。耐克近期经营承压对公司的订单与毛利仍存不利影响，若后续耐克复苏则公司订单和业绩存在超预期机会。

产能布局方面：目前，集团与柬埔寨金边市的新成衣工厂土建工程已接近完工，

并于 2025 年 3 月开始招聘员工，新制衣工厂预计总用工规模约 6000 人。于越南西宁省股权收购项目完成后，启动了面料新产能的建设，达成后预计新增面料产能 200 吨/天，部分产能已释放，供应越南本地及柬埔寨新投产成衣工厂。

投资建议：看好核心供应商保持行业领先增速

公司 2024 年收入和盈利表现好于预期，除耐克外其他核心客户均有双位数以上增长，耐克订单表现也好于品牌自身，体现了公司作为核心供应商的出色竞争力，包括研发、品质、成本和交期等方面，促使品牌在经历库存调整后对公司的订单进一步集中。2025 年在主要品牌客户耐克仍存经营压力的情况下，公司预计产能增长 10%、单价与毛利率平稳，我们认为公司的业绩已经证明面对压力具有较好的韧性，若后续耐克复苏则有望进一步催化公司经营势头向上。

由于今年耐克经营持续承压且复苏时间仍存在不确定性，以及公司所得税率有所上升，我们小幅下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润为 65.8/74.6/84.0 亿元（2025-2026 年前值为 68.7/77.4 亿元），同比增长 5.4%/13.5%/12.6%。基于盈利预测下调，我们下调目标价至 75-82 港元（前值为 90-95 港元），对应 2025 年 16-17.5x PE。看好申洲在产品开发、生产管理和产能布局等方面的优势，作为品牌大客户核心供应商有望中长期保持持续领先的增速，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,970	28,663	32,158	36,082	40,152
(+/-%)	-10.1%	14.8%	12.2%	12.2%	11.3%
净利润(百万元)	4557	6241	6578	7465	8404
(+/-%)	-0.1%	36.9%	5.4%	13.5%	12.6%
每股收益(元)	3.03	4.15	4.38	4.97	5.59
EBIT Margin	18.2%	22.5%	21.7%	22.0%	22.3%
净资产收益率(ROE)	14.3%	18.2%	16.4%	16.2%	16.9%
市盈率(PE)	17.0	12.4	11.8	10.4	9.2
EV/EBITDA	16.2	11.6	11.0	10.0	9.1
市净率(PB)	2.36	2.16	1.75	1.62	1.50

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 2023A	2024E	2025E	PE 2023E	2024E	2025E	g 2023–2025	PEG 2025
2313.HK	申洲国际	优于大市	51.5	3.03	4.15	4.38	17.0	12.4	11.8	20.2%	0.58
可比公司											
300979.SZ	华利集团	优于大市	64.6	2.74	3.29	3.69	23.6	19.6	17.5	16.0%	1.10
1477.TW	聚阳实业	无评级	82.68	3.82	4.01	4.55	21.7	20.6	18.2	9.1%	1.99
9910.TW	丰泰企业	无评级	30.81	1.17	1.43	1.63	26.4	21.5	18.9	18.3%	1.03
1476.TW	儒鸿	无评级	117.46	4.37	5.82	6.51	26.9	20.2	18.0	22.1%	0.82
NKE.N	耐克	无评级	482.71	23.16	20.49	23.77	20.8	23.6	20.3	1.3%	15.47

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11596	10869	19367	22891	26598	营业收入	24970	28663	32158	36082	40152
应收款项	5024	6151	6901	7743	8617	营业成本	18910	20608	23008	25717	28506
存货净额	6125	6885	7687	8335	9238	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	5735	14667	14667	14667	14667	销售费用	164	276	310	348	387
流动资产合计	28479	38572	48621	53636	59120	管理费用	1881	1938	2175	2440	2715
固定资产	10931	10763	10629	10548	10511	财务费用	433	700	608	682	759
无形资产及其他	129	132	129	127	124	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	9072	3641	3631	3633	3648	其他收入	1314	1694	1289	1447	1610
资产总计	48611	53108	63011	67944	73403	营业利润	4550	6458	6990	7941	8949
短期借款及交易性金融负债	10204	12819	12819	12819	12819	营业外净收支	13	5	6	7	7
应付款项	1198	1493	1667	1915	2122	利润总额	4996	7164	7604	8630	9716
其他流动负债	1982	2515	3572	4738	6053	所得税费用	438	923	1027	1165	1312
流动负债合计	13384	16826	18058	19471	20994	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1900	0	0	0	0	归属于母公司净利润	4557	6241	6578	7465	8404
其他长期负债	459	429	593	595	606	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	2359	429	593	595	606	净利润	4557	6241	6578	7465	8404
负债合计	15744	17255	18651	20066	21600	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	1392	1799	1764	1710	1667
股东权益	34861	41526	44360	47878	51803	公允价值变动损失	0	1	2	3	4
负债和股东权益总计	48611	53108	63011	67944	73403	财务费用	433	700	608	682	759
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	253	(1582)	(1378)	(1242)	(1570)
每股收益	3.03	4.15	4.38	4.97	5.59	其它	(1408)	(1886)	422	498	567
每股红利	1.70	2.49	2.63	2.98	3.35	经营活动现金流	5227	5273	7996	9116	9831
每股净资产	21.86	23.85	29.51	31.85	34.46	资本开支	(806)	(1708)	(1708)	(1708)	(1708)
ROIC	10%	12%	11%	12%	12%	其它投资现金流	(574)	520	6069	190	190
ROE	14%	18%	16%	16%	17%	投资活动现金流	(1380)	(1189)	4361	(1519)	(1519)
毛利率	24%	28%	28%	29%	29%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBIT Margin	18%	23%	22%	22%	22%	负债净变化	1595	(7685)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	29%	27%	27%	26%	支付股利、利息	(2564)	(2561)	(3744)	(3947)	(4479)
收入增长	-10%	15%	12%	12%	11%	其它融资现金流	1302	(545)	(114)	(127)	(127)
净利润增长率	-0%	37%	5%	13%	13%	融资活动现金流	333	(10790)	(3859)	(4073)	(4606)
资产负债率	32%	32%	30%	30%	29%	现金净变动	4180	(6706)	8498	3524	3707
息率	3.3%	4.8%	5.1%	5.8%	6.5%	货币资金的期初余额	9216	17575	10869	19367	22891
P/E	17.0	12.4	11.8	10.4	9.2	货币资金的期末余额	17575	10869	19367	22891	26598
P/B	2.4	2.2	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	4421	3564	6287	7408	8123
EV/EBITDA	16.2	11.6	11.0	10.0	9.1	权益自由现金流	7722	4889	6813	7998	8779

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