

报喜鸟 (002154.SZ)

上半年收入小幅下滑，刚性费用及存货减值致利润承压

优于大市

核心观点

上半年收入下滑 3.6%，费用及资产减值损失增加，净利润承压。报喜鸟是国内中高档男装品牌集团。2025 年上半年收入同比下滑 3.6%至 23.9 亿元，毛利率同比提升 0.1 个百分点至 67.1%。销售费用率同比+3.7 个百分点至 44.2%，主要受收入下滑、品牌宣传投放刚性费用占比增加、以及公司直营店数增加影响；管理费用率同比+2.3 个百分点至 9.4%，主要由于公司加强与专业咨询机构合作、品牌收购导致无形资产摊销及相关交易费用增加，及新工业园投入使用导致固定资产折旧摊销增加。此外存货减值增加、因温州总部生产项目升级需要营业外支出增加，归母净利润同比下滑 42.7%至 2.0 亿元，归母净利率下降 5.6 个百分点至 8.2%。从营运情况看，期末存货余额 11.4 亿元，同比上升 5.9%，存货周转天数同比上升 24 天至 282 天。

第二季度收入延续一季度下滑趋势，净利润降幅加大。二季度收入同比下降 3.5%至 10.9 亿元，归母净利润同比下滑 71.4%至 0.3 亿元；毛利率稳定在 66.0%，销售/管理费用率分别同比上升 3.8/2.7 百分点；此外受资产减值损失及营业外支出上升影响，归母净利率同比下滑 5.9 个百分点至 2.5%。

哈吉斯与乐飞叶保持增长，线上渠道增速领先。1) **分品牌看：**上半年主品牌报喜鸟收入同比下降 9.6%，单店收入下降 10.4%，门店数相较去年底净减少 4 家至 817 家；哈吉斯收入同比上升 8.4%，单店收入上升 4.5%，门店数相较去年底净增加 2 家至 480 家；宝鸟收入同比降低 22.5%，团购业务承压，因职业服市场竞争内卷加剧，品牌盈利能力下降；户外品牌乐飞叶销售稳步增长 20.5%。2) **分渠道看：**直营/加盟/团购/线上收入分别+2.3%/-12.1%/-20.9%/+17.6%。各主要渠道毛利率均呈现不同程度下滑，直营/加盟/团购/线上毛利率分别-0.9/-1.5/-2.8/-1.6 个百分点至 77.6%/68.3%/45.8%/71.8%。

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：短期营收及费用率承压，毛利率稳健，继续看好中长期成长前景。2025 上半年在宏观消费环境疲软环境下，公司收入小幅下滑 3.6%，其中乐飞叶户外红利释放推动收入保持较快增长、线上渠道引领增长、哈吉斯品牌稳健增长；主品牌和宝鸟销售承压。利润端承压，主要受收入下滑刚性费用占比加大、以及资产减值损失增加影响。基于今年消费复苏趋势仍然较弱，我们下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润分别为 4.1/4.5/4.8 亿元（2025-2026 年前值为 6.3/6.9 亿元），同比-17.4%/+8.9%/+8.0%。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)	5,254	5,153	5,034	5,329	5,597
(+/-%)	21.8%	-1.9%	-2.3%	5.9%	5.0%
净利润(百万元)	698	495	409	445	481
(+/-%)	52.1%	-29.1%	-17.4%	8.9%	8.0%
每股收益(元)	0.48	0.34	0.28	0.31	0.33
EBIT Margin	16.0%	13.6%	10.3%	10.6%	10.9%
净资产收益率(OOE)	16.1%	11.3%	8.9%	9.3%	9.5%
市盈率(PE)	8.0	11.3	13.6	12.5	11.6
EV/EBITDA	8.8	9.8	12.4	11.1	10.3
市净率(PB)	1.28	1.28	1.22	1.16	1.11

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 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	
收盘价	3.82 元
总市值/流通市值	5575/4507 百万元
52 周最高价/最低价	5.41/3.12 元
近 3 个月日均成交额	79.11 百万元

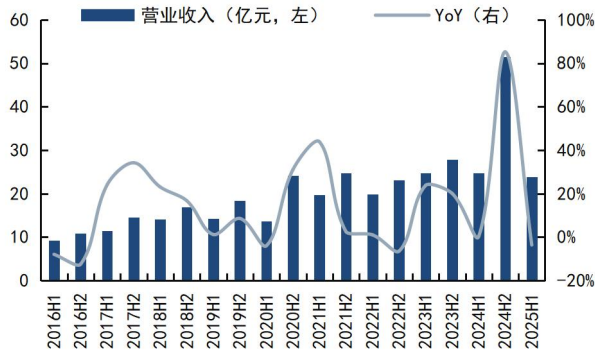
市场走势



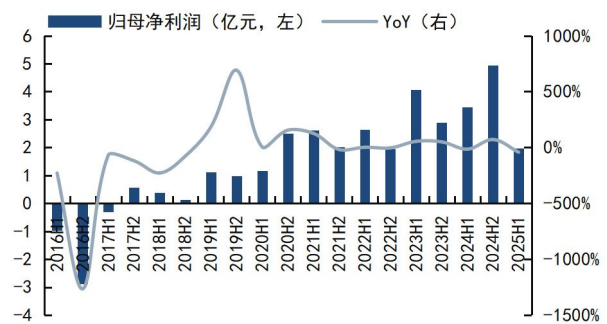
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《报喜鸟 (002154.SZ) - 第三季度收入下滑 12%，费用率提升净利润承压》——2024-11-06
- 《报喜鸟 (002154.SZ) - 第二季度零售承压，各渠道毛利率稳步提升》——2024-08-19
- 《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

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, %)


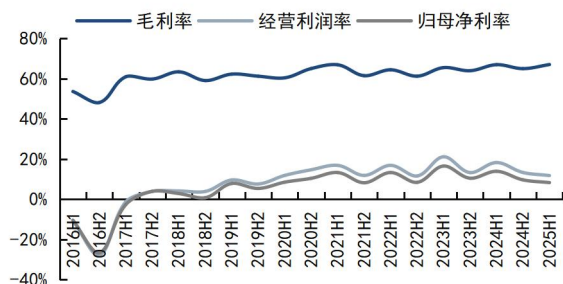
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司分品牌、分渠道收入、毛利率及增长表现

	2020	2021	2022	2023	2024	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H
收入 (百万元)	3788	4451	4313	5254	5153	2471	2783	2479	2674	2391
报喜鸟	1276	1612	1476	1730	1585	803	926	774	811	700
-门店数	779	796	804	817	821	785	817	807	821	817
-单店收入	162	205	184	213	194	101	116	95	100	85
哈吉斯	1233	1452	1416	1758	1781	858	900	860	921	932
-门店数	393	401	417	457	478	431	457	467	478	480
-单店收入	314	366	346	402	381	202	203	186	195	194
宝鸟	785	837	980	1039	1009	519	520	507	502	393
其他品牌	397	426	361	585	633	239	346	276	357	295
分渠道:										
直营	1537	1758	1450	2089	1998	1043	1046	1009	989	1032
加盟	583	806	771	807	801	332	475	357	444	314
团购	802	861	1008	1165	1148	549	617	539	609	427
线上	602	681	798	804	817	390	414	381	436	448
收入yoy	15.7%	17.5%	-3.1%	21.8%	-1.9%	23.8%	20.1%	0.4%	-3.9%	-3.6%
分品牌:										
报喜鸟	1.4%	26.3%	-8.4%	17.2%	-8.4%	14.2%	19.9%	-3.7%	-12.4%	-9.6%
-门店数	-2.3%	2.2%	1.0%	1.6%	0.5%	-1.4%	1.6%	2.8%	0.5%	1.2%
-单店收入	-1.2%	26.3%	-9.8%	15.7%	-9.3%	14.4%	19.8%	-5.8%	-13.8%	-10.4%
哈吉斯	22.4%	17.8%	-2.5%	24.1%	1.3%	29.6%	19.3%	0.2%	2.3%	8.4%
-门店数	0.3%	2.0%	4.0%	9.6%	4.6%	9.9%	9.6%	8.4%	4.6%	2.8%
-单店收入	18.0%	16.5%	-5.3%	16.2%	-5.3%	21.2%	8.7%	-8.0%	-3.9%	4.5%
宝鸟	38.6%	6.6%	17.1%	6.0%	-2.9%	23.3%	-7.0%	-2.3%	-3.5%	-22.5%
其他品牌	15.2%	7.3%	-15.2%	62.0%	8.3%	39.3%	82.4%	15.5%	3.3%	7.0%
分渠道:										
直营	13.3%	14.4%	-17.5%	44.0%	-4.4%	42.7%	45.4%	-3.3%	-5.4%	2.3%
加盟	-11.8%	38.3%	-4.4%	4.7%	-0.8%	1.2%	7.4%	7.4%	-6.5%	-12.1%
团购	35.6%	7.4%	17.1%	15.6%	-1.5%	21.9%	10.6%	-1.7%	-1.3%	-20.9%
线上	42.5%	13.2%	17.2%	0.8%	1.7%	7.9%	-5.2%	-2.3%	5.4%	17.6%
毛利率	63.4%	63.9%	62.7%	64.7%	65.0%	65.5%	64.0%	67.0%	63.2%	67.1%
费用率	48.2%	48.7%	47.3%	46.8%	49.9%	46.1%	47.5%	48.7%	50.9%	54.4%
销售费用率	39.6%	39.6%	39.7%	38.7%	41.3%	37.6%	39.6%	40.5%	42.1%	44.2%
管理费用率	7.0%	7.4%	6.5%	7.1%	7.4%	6.9%	7.2%	7.2%	7.5%	9.4%
研发费用率	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%	1.8%	1.9%	2.2%	1.9%	1.7%	1.6%
财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.8%	-0.9%	-0.6%	-0.3%	-1.5%	-0.8%	-0.4%	-0.7%
其他经营收益率	-0.6%	-0.2%	-0.6%	0.0%	-1.0%	2.5%	-2.3%	0.8%	-2.6%	0.0%
所得税率	23.9%	22.2%	21.5%	18.9%	24.4%	19.8%	17.5%	21.3%	30.1%	25.2%
归母净利润 (百万元)	366.5	464.4	458.8	697.9	495.0	407.6	290.3	344.0	151.0	197.2
yoy	74.4%	26.7%	-1.2%	52.1%	-29.1%	53.9%	49.6%	-15.6%	-48.0%	-42.7%
归母净利率	9.7%	10.4%	10.6%	13.3%	9.6%	16.5%	10.4%	13.9%	5.6%	8.2%

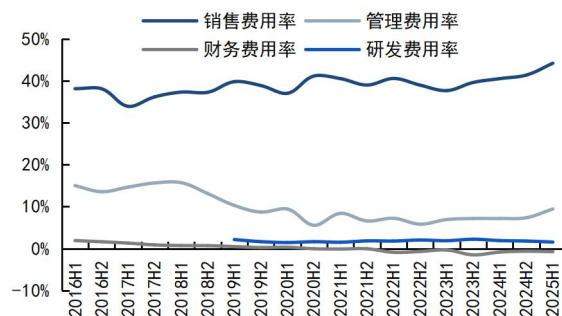
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度利润率水平



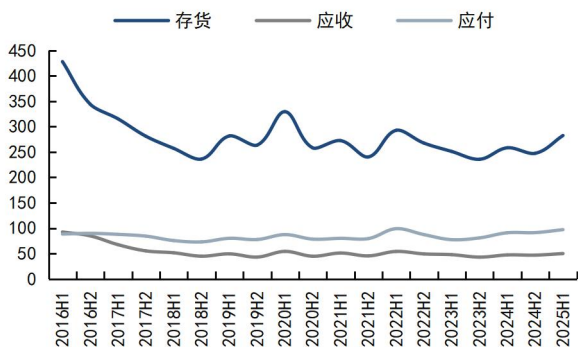
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司半年度费用率水平



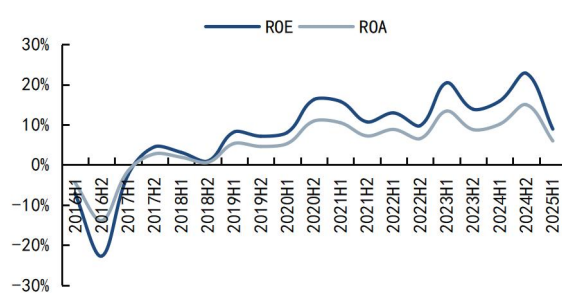
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司半年度营运资金周转天数



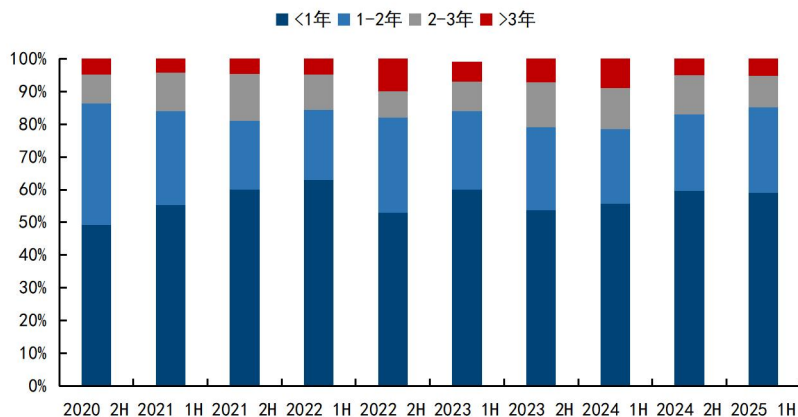
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司半年度盈利能力



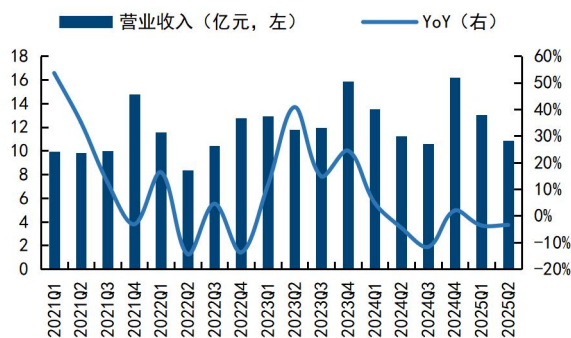
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司库龄结构（按存货账面余额）



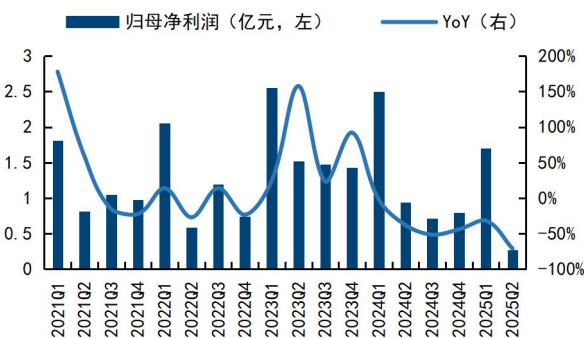
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



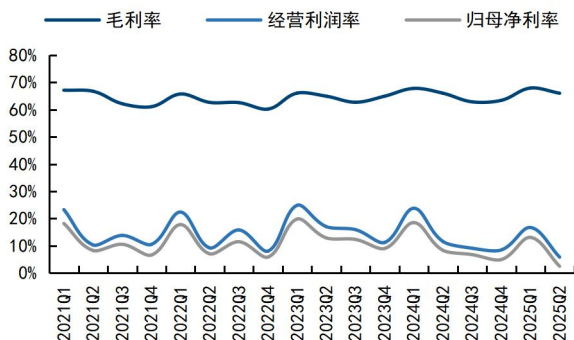
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度净利润和增长 (亿元, %)



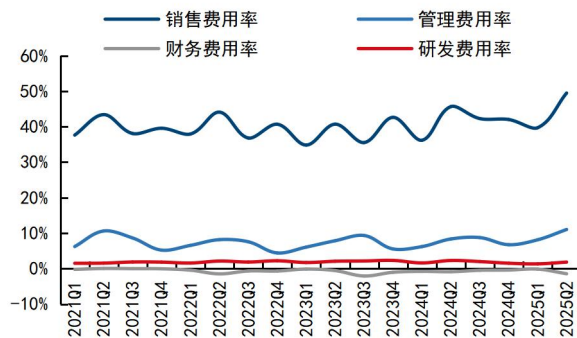
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 2025~2027 年归母净利润分别为 4.1/4.5/4.8 亿元（2025-2026 年前值为 6.3/6.9 亿元），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，单店收入下滑。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，尤其销售和管理费用开支较大，导致费用率上升、利润率下降。3）存货减值计提增加。具体调整细节如下：

1、**收入**：预计 2025-2027 年收入分别为 50.3/53.3/56.0 亿元（2025-2026 年前值为 55.0/59.2 亿元），同比变动-2.3%/+5.9%/+5.0%。主要对 2025 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；另一方面下半年消费环境仍存在不确定性。

2、**毛利率**：预计 2025-2027 年毛利率分别为 65.1%/65.2%/65.3%（2025-2026 年前值为 65.5%/65.6%），毛利率基本稳定。

3、**销售&管理费用率**：预计 2025-2027 年销售费用率分别为 43.5%/43.3%/43.1%（2025-2026 年前值为 41.4%/41.2%）；管理费用率分别为 8.8%/8.8%/8.8%（2025-2026 年前值为 7.1%/7.1%）。主要由于负向经营杠杆影响，收入下调后刚性费用占比提升。

4、**资产减值损失**：受上半年存货减值计提较去年同期增加影响，预计 2025-2027 年资产减值损失占收入占比为-2.2%/-2.1%/-2.0%（2025-2026 年前值为-1.8%/-1.7%）。

5、**归母净利率**：主要受销售/管理费用率提升、资产减值损失增加影响，预计 2025-2027

年归母净利率分别为 8.1%/8.4%/8.6%（2025-2026 年前值为 11.5%/11.7%）。

图13: 盈利预测假设拆分

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
收入 (百万元)	3788	4451	4313	5254	5153	5034	5329	5597	2471	2783	2479	2674	2391	2643
报喜鸟	1276	1612	1476	1730	1585	1449	1491	1520	803	926	774	811	700	749
-门店数	779	796	804	817	821	828	836	843	785	817	807	821	817	828
-单店收入	162	205	184	213	194	176	179	181	101	116	95	100	85	91
哈吉斯	1233	1452	1416	1758	1781	1919	2066	2201	858	900	860	921	932	988
-门店数	393	401	417	457	478	490	502	515	431	457	467	478	480	490
-单店收入	314	366	346	402	381	397	417	433	202	203	186	195	194	204
宝岛	785	837	980	1039	1009	847	881	908	519	520	507	502	393	455
其他品牌	397	426	361	585	633	677	740	810	239	346	276	357	295	381
分渠道:														
直营	1537	1758	1450	2089	1998				1043	1046	1009	989	1032	
加盟	583	806	771	807	801				332	475	357	444	314	
团购	802	861	1008	1165	1148				549	617	539	609	427	
线上	602	681	798	804	817				390	414	381	436	448	
收入yoy	15.7%	17.5%	-3.1%	21.8%	-1.9%	-2.3%	5.9%	5.0%	23.8%	20.1%	0.4%	-3.9%	-3.6%	-1.1%
分品牌:														
报喜鸟	1.4%	26.3%	-8.4%	17.2%	-8.4%	-8.6%	2.9%	1.9%	14.2%	19.9%	-3.7%	-12.4%	-9.6%	-7.6%
-门店数	-2.3%	2.2%	1.0%	1.6%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	-1.4%	1.6%	2.8%	0.5%	1.2%	0.9%
-单店收入	-1.2%	26.3%	-9.8%	15.7%	-9.3%	-9.2%	2.0%	1.0%	14.4%	19.8%	-5.8%	-13.8%	-10.4%	-8.6%
哈吉斯	22.4%	17.8%	-2.5%	24.1%	1.3%	7.8%	7.7%	6.5%	29.6%	19.3%	0.2%	2.3%	8.4%	7.2%
-门店数	0.3%	2.0%	4.0%	9.6%	4.6%	2.5%	2.5%	2.5%	9.9%	9.6%	8.4%	4.6%	2.8%	2.5%
-单店收入	18.0%	16.5%	-5.3%	16.2%	-5.3%	4.1%	5.0%	3.9%	21.2%	8.7%	-8.0%	-3.9%	4.5%	4.5%
宝岛	38.6%	6.6%	17.1%	6.0%	-2.9%	-16.0%	4.0%	3.0%	23.3%	-7.0%	-2.3%	-3.5%	-22.5%	-9.4%
其他品牌	15.2%	7.3%	-15.2%	62.0%	8.3%	6.8%	9.4%	9.5%	39.3%	82.4%	15.5%	3.3%	7.0%	6.7%
分渠道:														
直营	13.3%	14.4%	-17.5%	44.0%	-4.4%				42.7%	45.4%	-3.3%	-5.4%	2.3%	
加盟	-11.8%	38.3%	-4.4%	4.7%	-0.8%				1.2%	7.4%	7.4%	-6.5%	-12.1%	
团购	35.6%	7.4%	17.1%	15.6%	-1.5%				21.9%	10.6%	-1.7%	-1.3%	-20.9%	
线上	42.5%	13.2%	17.2%	0.8%	1.7%				7.9%	-5.2%	-2.3%	5.4%	17.6%	
毛利率	63.4%	63.9%	62.7%	64.7%	65.0%	65.1%	65.2%	65.3%	65.5%	64.0%	67.0%	63.2%	67.1%	63.2%
费用率	48.2%	48.7%	47.3%	46.8%	49.9%	53.3%	53.1%	52.9%	46.1%	47.5%	48.7%	50.9%	54.4%	52.2%
销售费用率	39.6%	39.6%	39.7%	38.7%	41.3%	43.5%	43.3%	43.1%	37.6%	39.6%	40.5%	42.1%	44.2%	42.9%
管理费用率	7.0%	7.4%	6.5%	7.1%	7.4%	8.8%	8.8%	8.8%	6.9%	7.2%	7.2%	7.5%	9.4%	8.2%
研发费用率	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.9%	2.2%	1.9%	1.7%	1.6%	1.6%
财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.8%	-0.9%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.3%	-1.5%	-0.8%	-0.4%	-0.7%	-0.5%
其他经营收益率	-0.6%	-0.2%	-0.6%	0.0%	-1.0%	0.2%	0.2%	0.2%	2.5%	-2.3%	0.8%	-2.6%	0.0%	0.4%
所得税率	23.9%	22.2%	21.5%	18.9%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	19.8%	17.5%	21.3%	30.1%	25.2%	23.6%
归母净利润	366.5	464.4	458.8	697.9	495.0	408.9	445.3	480.8	407.6	290.3	344.0	151.0	197.2	211.7
yoy	74.4%	26.7%	-1.2%	52.1%	-29.1%	-17.4%	8.9%	8.0%	53.9%	49.6%	-15.6%	-48.0%	-42.7%	40.2%
归母净利率	9.7%	10.4%	10.6%	13.3%	9.6%	8.1%	8.4%	8.6%	16.5%	10.4%	13.9%	5.6%	8.2%	8.0%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：短期营收及费用率承压，毛利率稳健，继续看好中长期成长前景

2025 上半年在宏观消费环境疲软环境下，公司收入小幅下滑 3.6%，其中乐飞叶户外红利释放推动收入保持较快增长、线上渠道引领增长、哈吉斯品牌稳健增长；主品牌和宝岛销售承压。利润端承压，主要受收入下滑刚性费用占比加大、以及资产减值损失增加影响。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，报喜鸟与宝岛预计稳步成长。

基于今年消费复苏趋势仍然较弱，我们下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润分别为 4.1/4.5/4.8 亿元（2025-2026 年前值为 6.3/6.9 亿元），同比 -17.4%/+8.9%/+8.0%。维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,254	5,153	5,034	5,329	5,597
(+/-%)	21.8%	-1.9%	-2.3%	5.9%	5.0%
净利润(百万元)	698	495	409	445	481
(+/-%)	52.1%	-29.1%	-17.4%	8.9%	8.0%
每股收益(元)	0.48	0.34	0.28	0.31	0.33
EBIT Margin	16.0%	13.6%	10.3%	10.6%	10.9%
净资产收益率(ROE)	16.1%	11.3%	8.9%	9.3%	9.5%
市盈率(PE)	8.0	11.3	13.6	12.5	11.6
EV/EBITDA	8.8	9.8	12.4	11.1	10.3
市净率(PB)	1.28	1.28	1.22	1.16	1.11

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 2024A	2025E	2026E	PE 2024A	2025E	2026E	g 2025-2026	PEG 2026
报喜鸟	优于大市	3.8	0.34	0.28	0.31	11.2	13.6	12.5	8.9%	1.41
男装										
海澜之家	优于大市	7.0	0.49	0.51	0.57	14.2	13.6	12.2	12.0%	1.01
比音勒芬	优于大市	16.1	1.37	1.80	1.96	11.7	8.9	8.2	8.9%	0.92

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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1891	2025	2485	2444	2682	营业收入	5254	5153	5034	5329	5597
应收款项	733	779	761	806	847	营业成本	1854	1803	1759	1857	1945
存货净额	1151	1205	1152	1209	1259	营业税金及附加	47	46	44	46	48
其他流动资产	214	217	212	224	235	销售费用	2031	2130	2190	2308	2412
流动资产合计	4559	4237	4621	4693	5034	管理费用	370	379	452	478	502
固定资产	924	901	811	830	833	研发费用	109	93	81	85	90
无形资产及其他	236	229	220	212	204	财务费用	(50)	(32)	(32)	(33)	(35)
投资性房地产	1102	1073	1073	1073	1073	投资收益	22	11	10	11	11
长期股权投资	234	237	239	242	245	资产减值及公允价值变动	108	127	(111)	(112)	(112)
资产总计	7055	6676	6964	7051	7389	其他收入	(240)	(281)	39	36	32
短期借款及交易性金融负债	677	423	413	200	210	营业利润	890	685	559	608	656
应付款项	670	590	564	571	595	营业外净收支	9	3	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	1130	1072	1183	1245	1301	利润总额	899	688	554	603	650
流动负债合计	2477	2085	2161	2016	2105	所得税费用	170	168	135	147	159
长期借款及应付债券	47	26	26	26	26	少数股东损益	31	25	10	11	11
其他长期负债	61	64	67	70	73	归属于母公司净利润	698	495	409	445	481
长期负债合计	108	90	93	96	99	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2585	2175	2254	2112	2204	净利润	698	495	409	445	481
少数股东权益	129	131	136	142	147	资产减值准备	(34)	42	124	(3)	(2)
股东权益	4341	4370	4574	4797	5037	折旧摊销	81	89	114	131	146
负债和股东权益总计	7055	6676	6964	7051	7389	公允价值变动损失	(108)	(127)	111	112	112
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(50)	(32)	(32)	(33)	(35)
每股收益	0.48	0.34	0.28	0.31	0.33	营运资本变动	406	(167)	289	(45)	(22)
每股红利	0.22	0.36	0.14	0.15	0.16	其它	51	(43)	(119)	9	8
每股净资产	2.97	2.99	3.13	3.29	3.45	经营活动现金流	1094	289	927	649	723
001C	19%	14%	11%	15%	16%	资本开支	(500)	(218)	(251)	(251)	(251)
00E	16%	11%	9%	9%	10%	其它投资现金流	(375)	559	0	0	0
毛利率	65%	65%	65%	65%	65%	投资活动现金流	(873)	338	(254)	(254)	(254)
EBIT Ma0gin	16%	14%	10%	11%	11%	权益性融资	0	25	0	0	0
EBITDA Ma0gin	18%	15%	13%	13%	14%	负债净变化	2	(21)	0	0	0
收入增长	22%	-2%	-2%	6%	5%	支付股利、利息	(316)	(523)	(204)	(223)	(240)
净利润增长率	52%	-29%	-17%	9%	8%	其它融资现金流	856	569	(10)	(213)	10
资产负债率	38%	35%	34%	32%	32%	融资活动现金流	228	(493)	(214)	(436)	(230)
息率	5.7%	9.4%	3.7%	4.0%	4.3%	现金净变动	449	134	459	(41)	238
P/E	8.0	11.3	13.6	12.5	11.6	货币资金的期初余额	1443	1891	2025	2485	2444
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	货币资金的期末余额	1891	2025	2485	2444	2682
EV/EBITDA	8.8	9.8	12.4	11.1	10.3	企业自由现金流	669	236	543	262	334
						权益自由现金流	1528	784	581	95	386

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

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