

# 华利集团 (300979.SZ)

全年收入增长 4%，新客户拓展成效显著

优于大市

## 核心观点

**收入稳健增长，新产能爬坡致利润短期承压。**2025 年公司收入 249.80 亿元，同比+4.06%，主要受益于新客户订单快速增长以及产品结构优化带动均价提升。归母净利润同比下滑 16.50%至 32.07 亿元。盈利能力短期承压，其中毛利率同比-4.9pct 至 21.9%，主要受新工厂密集投产及产能爬坡初期的效率拖累，以及部分老工厂产能调配损失影响；经营利润率同比-4.0pct 至 16.7%，归母净利率同比-3.2pct 至 12.8%，净利率下滑幅度小于毛利率，主要得益于期间费用率的优化（同比-1.5pct 至 4.5%）。营运资金周转情况保持健康，存货/应收/应付周转天数同比变化-5/0/-1 天至 56/62/43 天。资本开支 26.90 亿元（同比+58.2%），主要用于产能建设。

**四季度收入下滑 3%，全年分红率提升至 76%。**四季度单季公司收入同比-3.0%至 63.01 亿元，归母净利润同比-22.7%至 7.71 亿元，毛利率同比-2.4pct 至 21.7%，经营利润率同比-2.6pct 至 17.0%，归母净利率同比-3.1pct 至 12.2%，主要由于新工厂仍处于产能爬坡阶段，叠加部分老客户订单波动。全年分红比例约为 76.4%，较 2024 年的 70%进一步提升；下半年分红比例提升至约 83.6%，在中期分红 70%的基础上进一步大幅提升。

**销量稳健增长，均价小幅提升，其中下半年销量有所回落。**拆分量价来看，公司全年销售运动鞋 2.27 亿双，同比+1.6%；人民币单价约为 110.05 元/双，同比+2.4%；全年美金单价约为 15.40 美元/双，同比+2.1%。其中上下半年销量分别同比+6.1%/-2.7%至 1.15 亿双/1.12 亿双，人民币均价分别同比+4.2%/+1.0%至 110.45 元/109.64 元，美金均价分别同比+2.8%/+1.8%至 15.37 美元/15.44 美元。下半年销量回落主要受部分以硫化鞋为主的老客户订单波动影响，而均价提升主要受益于高单价品牌（如 On、Hoka 等）占比提升带动产品结构优化。

**前五大客户占比下降至 73%，新客户拓展成效显著。**分客户看，前五大客户合计收入占比为 72.55%，同比下降约 6.6 个百分点。公司积极优化客户结构，新客户拓展成效显著，On 和 New Balance 新晋成为前五大客户，有效对冲了部分老客户的订单波动。战略新客户 Adidas 的合作进展顺利，公司在越南、印尼及中国三大生产基地的工厂均已实现对其量产出货。分区域看，欧洲市场（客户总部所在地）表现亮眼，收入同比大幅增长 56.7%，其他区域客户收入同比+52.8%，而北美市场收入同比下降 4.9%，显示出新客户开拓对冲了部分老客户的波动。

**风险提示：**产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

**投资建议：盈利短期承压，看好中长期成长空间及现金回报价值。**2026 年受益于新客户与新产能放量，销量和利润率有望环比改善，但部分老客户对订单和盈利仍有拖累，同时关税和汇率影响高仍存在不确定性；长期产能扩张和利润率修复有较大弹性。此外高分红提供安全边际，当前估值对应 2026 年接近 5%股息率，高股息与基本面反转构成估值底部支撑，看好中长期现金回报价值。基于地缘冲突影响所带来的需求和成本压力，我们下调 2026-2027 年盈利预测，预计公司 2026~2028 年净利润分别为 33.4/38.7/43.9 亿元（2026-2027 年前值为 34.7/42.4 亿元），同比+4.3%/15.6%/13.7%。维持 54.5~58.1 元目标价，对应 2027 年 16.5-17.5x PE，维持“优于大市”评级。

## 公司研究 · 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

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        | 54.50 - 58.10 元 |
| 收盘价         | 43.39 元         |
| 总市值/流通市值    | 50636/50636 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 64.36/42.83 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 113.61 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

- 《华利集团 (300979.SZ) -2025 年收入增长 4%，分红率进一步提升至 76%》——2026-03-11
- 《华利集团 (300979.SZ) -三季度收入增速放缓，毛利率环比改善拐点已现》——2025-10-30
- 《华利集团 (300979.SZ) -新客户与欧洲市场驱动收入增长，盈利短期承压》——2025-08-25
- 《华利集团 (300979.SZ) -上半年收入增长 10%，盈利受老客户订单波动及新厂产能爬坡影响承压》——2025-08-11
- 《华利集团 (300979.SZ) -第一季度收入增长 12%，新厂爬坡拖累毛利率》——2025-04-30

**盈利预测和财务指标**

|              | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 24,006 | 24,980 | 25,355 | 27,653 | 29,937 |
| (+/-%)       | 19.4%  | 4.1%   | 1.5%   | 9.1%   | 8.3%   |
| 净利润(百万元)     | 3840   | 3207   | 3344   | 3865   | 4394   |
| (+/-%)       | 20.0%  | -16.5% | 4.3%   | 15.6%  | 13.7%  |
| 每股收益(元)      | 3.29   | 2.75   | 2.87   | 3.31   | 3.77   |
| EBIT Margin  | 20.6%  | 17.2%  | 17.6%  | 18.6%  | 19.5%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 22.0%  | 19.7%  | 19.0%  | 20.2%  | 21.0%  |
| 市盈率 (PE)     | 13.5   | 16.1   | 15.5   | 13.4   | 11.8   |
| EV/EBITDA    | 10.2   | 11.4   | 11.4   | 9.9    | 8.6    |
| 市净率 (PB)     | 2.97   | 3.18   | 2.94   | 2.70   | 2.48   |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

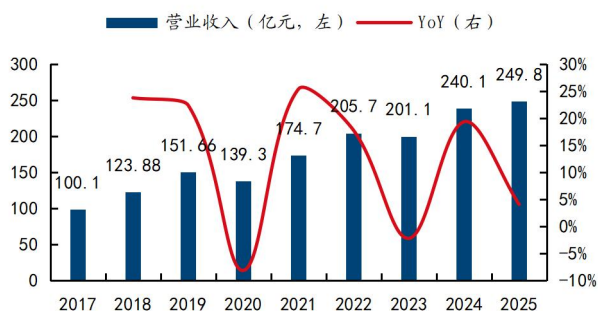
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 收入稳健增长，新产能爬坡致利润短期承压

2025 年公司收入 249.80 亿元，同比+4.06%，主要受益于新客户订单快速增长以及产品结构优化带动均价提升。归母净利润同比下滑 16.50%至 32.07 亿元。盈利能力短期承压，其中毛利率同比-4.9pct 至 21.9%，主要受新工厂密集投产及产能爬坡初期的效率拖累，以及部分老工厂产能调配损失影响；经营利润率同比-4.0pct 至 16.7%，归母净利率同比-3.2pct 至 12.8%，净利率下滑幅度小于毛利率，主要得益于期间费用率的优化（同比-1.5pct 至 4.5%），其中管理费用率同比-1.7pct 至 2.8%（主要系净利润下降导致计提的绩效薪酬减少），销售费用率同比持平于 0.3%，研发费用率同比+0.1pct 至 1.7%，财务费用率同比+0.1pct 至 -0.2%。

营运资金周转情况保持健康，存货/应收/应付周转天数同比变化-5/0/-1 天至 56/62/43 天。资本开支 26.90 亿元（同比+58.2%），主要用于产能建设，2024 年公司在越南的 3 家新工厂和印尼的第一家工厂开始投产，2025 年 2 月公司在中国和印尼的新厂也已开始投产，四季度仍有新工厂投产。此外，公司超临界物理发泡中底量产产线在越南投产，进一步提升运动鞋核心零部件自给能力和客户粘性。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



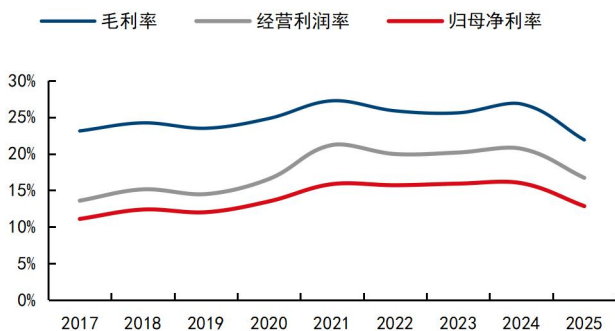
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



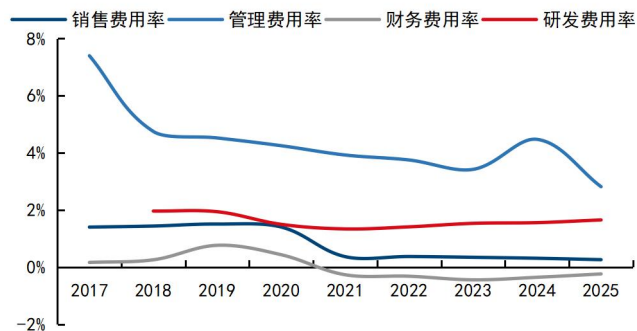
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率/营业利润率/净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**销量稳健增长，均价小幅提升，其中下半年销量有所回落。**拆分量价来看，公司全年销售运动鞋 2.27 亿双，同比+1.6%；人民币单价约为 110.05 元/双，同比+2.4%；全年美金单价约为 15.40 美元/双，同比+2.1%。其中上下半年销量分别同比+6.1%/-2.7%至 1.15 亿双/1.12 亿双，人民币均价分别同比+4.2%/+1.0%至 110.45 元/109.64 元，美金均价分别同比+2.8%/+1.8%至 15.37 美元/15.44 美元。下半年销量回落主要受部分以硫化鞋为主的老客户订单波动影响，而均价提升主要受益于高单价品牌（如 On、Hoka 等）占比提升带动产品结构优化。

**前五大客户占比下降至 73%，新客户拓展成效显著。**分客户看，前五大客户合计收入占比为 72.55%，同比下降约 6.6 个百分点。公司积极优化客户结构，新客户拓展成效显著，On 和 New Balance 新晋成为前五大客户，有效对冲了部分老客户的订单波动。战略新客户 Adidas 的合作进展顺利，公司在越南、印尼及中国三大生产基地的工厂均已实现对其量产出货。分区域看，欧洲市场（客户总部所在地）表现亮眼，收入同比大幅增长 56.7%，其他区域客户收入同比+52.8%，而北美市场收入同比下降 4.9%，显示出新客户开拓对冲了部分老客户的波动。

**新工厂产能有序爬坡，核心技术赋能产品。**2025 年度，由于新厂产能扩张及订单节奏的错位，公司产能利用率为 91.60%，较上年同期的 96.72%有所回落。公司积极推进新工厂的投产和产能爬坡，本报告期内位于中国、越南及印度尼西亚的新工厂产量总计约 1,452 万双，其中印度尼西亚工厂产量达 566 万双。在技术研发方面，公司开发、生产的超临界物理发泡中底性能和品质获得多个品牌客户认可，进一步提升了公司运动鞋核心零部件的自给能力和客户粘性。

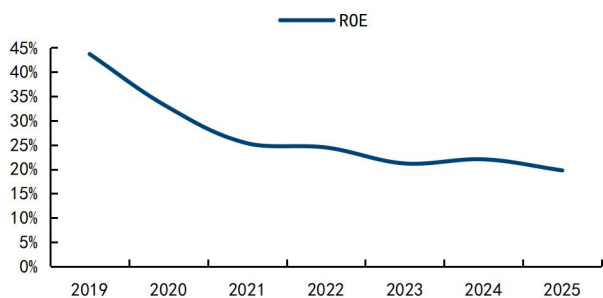
图5：华利集团业绩一图概览

|                | 2023   | 2024   | 2025   | 2025 1H | 2025 2H | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>总收入(亿元)</b> | 201.14 | 240.06 | 249.80 | 126.61  | 123.19  | 53.53  | 73.08  | 60.19  | 63.01  |
| <b>分量价</b>     |        |        |        |         |         |        |        |        |        |
| 销量(百万双)        | 190.11 | 223.43 | 226.99 | 114.63  | 112.36  | 49.39  | 65.24  | 53.37  | 58.99  |
| 单价(人民币口径)      | 105.61 | 107.23 | 109.84 | 110.45  | 109.64  | 108.39 | 112.01 | 112.78 | 106.81 |
| <b>总收入YOY</b>  | -2.2%  | 19.4%  | 4.1%   | 10.4%   | -1.7%   | 12.3%  | 9.0%   | -0.3%  | -3.0%  |
| <b>分量价</b>     |        |        |        |         |         |        |        |        |        |
| 销量             | -13.9% | 17.5%  | 1.6%   | 6.1%    | -2.7%   | 8.2%   | 4.6%   | -3.0%  | -2.4%  |
| 单价             | 13.6%  | 1.5%   | 2.4%   | 4.2%    | 1.0%    | 3.8%   | 4.2%   | 2.7%   | -0.6%  |
| <b>毛利率</b>     | 25.6%  | 26.8%  | 21.9%  | 21.8%   | 21.9%   | 22.9%  | 21.1%  | 22.2%  | 21.7%  |
| <b>费用率</b>     | 4.9%   | 6.0%   | 4.5%   | 4.2%    | 4.9%    | 5.4%   | 3.2%   | 5.2%   | 4.5%   |
| 销售费用           | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%    | 0.2%    | 0.4%   | 0.3%   | 0.1%   | 0.2%   |
| 管理费用           | 3.4%   | 4.5%   | 2.8%   | 2.8%    | 2.9%    | 3.7%   | 2.1%   | 2.7%   | 3.0%   |
| 研发费用           | 1.5%   | 1.6%   | 1.7%   | 1.6%    | 1.7%    | 1.8%   | 1.4%   | 1.9%   | 1.5%   |
| 财务费用           | -0.4%  | -0.4%  | -0.2%  | -0.6%   | 0.1%    | -0.5%  | -0.6%  | 0.5%   | -0.3%  |
| <b>经营利润</b>    | 40.56  | 49.67  | 41.73  | 21.66   | 20.07   | 9.45   | 12.21  | 9.36   | 10.71  |
| 比率             | 20.2%  | 20.7%  | 16.7%  | 17.1%   | 16.3%   | 17.6%  | 16.7%  | 15.5%  | 17.0%  |
| <b>营业外收支</b>   | -0.20  | -0.19  | -0.16  | -0.13   | -0.03   | -0.03  | -0.10  | -0.04  | 0.01   |
| 比率             | -0.1%  | -0.1%  | -0.1%  | -0.1%   | 0.0%    | -0.1%  | -0.1%  | -0.1%  | 0.0%   |
| <b>利润总额</b>    | 40.36  | 49.48  | 41.57  | 21.53   | 20.04   | 9.41   | 12.12  | 9.32   | 10.72  |
| 比率             | 20.1%  | 20.6%  | 16.6%  | 17.0%   | 16.3%   | 17.6%  | 16.6%  | 15.5%  | 17.0%  |
| <b>所得税</b>     | 8.36   | 11.12  | 9.50   | 4.82    | 4.68    | 1.78   | 3.04   | 1.66   | 2.32   |
| 所得税率           | 20.7%  | 22.5%  | 22.9%  | 22.4%   | 23.4%   | 18.9%  | 25.1%  | 17.8%  | 21.6%  |
| <b>净利润</b>     | 32.00  | 38.40  | 32.07  | 16.71   | 15.36   | 7.62   | 9.09   | 7.65   | 7.71   |
| 比率             | 15.9%  | 16.0%  | 12.8%  | 13.2%   | 12.5%   | 14.2%  | 12.4%  | 12.7%  | 12.2%  |
| YoY            | -0.9%  | 20.0%  | -16.5% | -11.1%  | -21.7%  | -3.2%  | -16.7% | -20.7% | -22.7% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

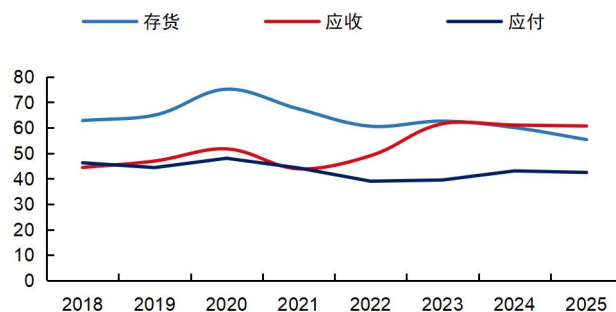
**ROE 水平有所下降，新厂密集投产致资本开支显著增加。**2025 年公司加权平均 ROE 为 19.75%，同比下降 2.28 个百分点；期末存货周转天数保持在健康的 56 天。为了满足订单快速增长客户的产能需求以及长期的全球化布局，公司本期资本支出高达 26.90 亿元，较上期的 17.00 亿元大幅增加。

图6: 公司净资产收益率 (ROE) 情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**四季度收入下滑 3%，全年分红率提升至 76%。**四季度单季公司收入同比-3.0%至 63.01 亿元，归母净利润同比-22.7%至 7.71 亿元，毛利率同比-2.4pct 至 21.7%，经营利润率同比-2.6pct 至 17.0%，归母净利率同比-3.1pct 至 12.2%，主要由于新工厂仍处于产能爬坡阶段，叠加部分老客户订单波动。全年分红比例约为 76.4%，较 2024 年的 70% 进一步提升；下半年分红比例提升至约 83.6%，在中期分红 70% 的基础上进一步大幅提升。

图8: 公司季度收入与变化情况



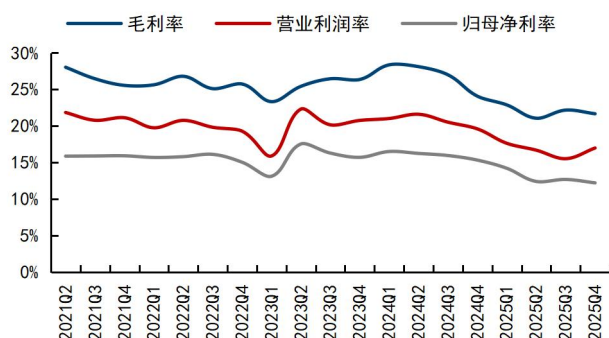
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度归母净利润与变化情况



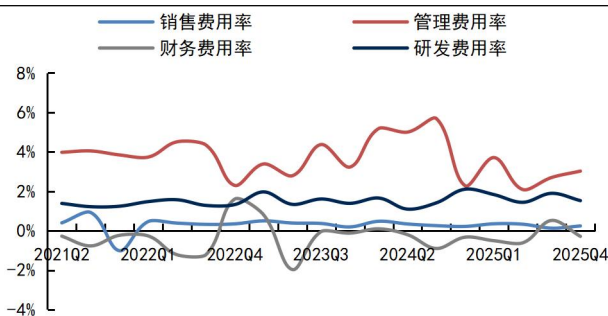
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度毛利率/营业利润率/净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司季度鞋销量及鞋单价



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：盈利短期承压，看好中长期成长空间及现金回报价值

2025 年公司业绩基本符合预期，盈利承压主受新厂产能爬坡、新老客户结构变化、汇率波动等因素影响；2026 年受益于新客户与新产能放量，销量和利润率有望环比改善，但部分老客户对订单和盈利仍有拖累，同时关税和汇率影响高仍存在不确定性；长期产能扩张和利润率修复有较大弹性。此外高分红提供安全边际，当前估值对应 2026 年接近 5% 股息率，高股息与基本面反转构成估值底部支撑，看好中长期现金回报价值。

基于地缘冲突影响所带来的需求和成本压力，我们下调 2026-2027 年盈利预测，预计公司 2026~2028 年净利润分别为 33.4/38.7/43.9 亿元（2026-2027 年前值为 34.7/42.4 亿元），同比+4.3%/15.6%/13.7%。维持 54.5~58.1 元目标价，对应 2027 年 16.5-17.5x PE，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测及市场重要数据

| 盈利预测及市场重要数据  | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 24,006 | 24,980 | 25,355 | 27,653 | 29,937 |
| (+/-%)       | 19.4%  | 4.1%   | 1.5%   | 9.1%   | 8.3%   |
| 净利润(百万元)     | 3840   | 3207   | 3344   | 3865   | 4394   |
| (+/-%)       | 20.0%  | -16.5% | 4.3%   | 15.6%  | 13.7%  |
| 每股收益(元)      | 3.29   | 2.75   | 2.87   | 3.31   | 3.77   |
| EBITMargin   | 20.6%  | 17.2%  | 17.6%  | 18.6%  | 19.5%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 22.0%  | 19.7%  | 19.0%  | 20.2%  | 21.0%  |
| 市盈率 (PE)     | 13.5   | 16.1   | 15.5   | 13.4   | 11.8   |
| EV/EBITDA    | 10.2   | 11.4   | 11.4   | 9.9    | 8.6    |
| 市净率 (PB)     | 2.97   | 3.18   | 2.94   | 2.70   | 2.48   |

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值情况

| 公司代码        | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价人民币 | EPS   | PE    |       |       | g     |       | PEG       | 总市值       |        |
|-------------|------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|--------|
|             |      |      |        | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E | 2025~2027 | 2026人民币亿元 |        |
| 300979.SZ   | 华利集团 | 优于大市 | 46.12  | 3.88  | 3.95  | 4.48  | 11.9  | 11.7  | 10.3  | 7.5%      | 1.558     | 693.1  |
| <b>可比公司</b> |      |      |        |       |       |       |       |       |       |           |           |        |
| 2313.HK     | 申洲国际 | 优于大市 | 44.30  | 2.75  | 2.87  | 3.31  | 16.1  | 15.5  | 13.4  | 9.8%      | 1.580     | 665.8  |
| 1476.TW     | 儒鸿   | 无评级  | 79.07  | 6.51  | 7.38  | 8.55  | 12.1  | 10.7  | 9.2   | 14.6%     | 0.734     | 194.0  |
| NKE.N       | 耐克   | 无评级  | 319.20 | 15.67 | 11.47 | 17.01 | 20.4  | 27.8  | 18.8  | 4.2%      | 6.620     | 4727.3 |

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

注：无评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

## 风险提示

产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

## 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              |              | 利润表 (百万元)          |               |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |                    | 2024          | 2025          | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
| 现金及现金等价物         | 5588         | 5818         | 5818         | 5818         | 5818         | 营业收入               | 24006         | 24980         | 25355         | 27653         | 29937         |
| 应收款项             | 4445         | 4198         | 4575         | 4919         | 5252         | 营业成本               | 17572         | 19513         | 19640         | 21137         | 22610         |
| 存货净额             | 3121         | 2878         | 3338         | 3469         | 3601         | 营业税金及附加            | 4             | 6             | 6             | 7             | 7             |
| 其他流动资产           | 460          | 583          | 516          | 579          | 645          | 销售费用               | 76            | 66            | 67            | 73            | 79            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>15389</b> | <b>13871</b> | <b>14641</b> | <b>15179</b> | <b>15710</b> | 管理费用               | 1074          | 704           | 799           | 869           | 938           |
| 固定资产             | 5495         | 6627         | 8376         | 9947         | 11334        | 研发费用               | 375           | 414           | 420           | 458           | 496           |
| 无形资产及其他          | 671          | 765          | 736          | 706          | 677          | 财务费用               | (84)          | (58)          | (59)          | (65)          | (70)          |
| 投资性房地产           | 1210         | 1173         | 1173         | 1173         | 1173         | 投资收益               | 78            | 33            | 34            | 37            | 40            |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值及公允价值变动        | (143)         | (208)         | (201)         | (219)         | (238)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>22765</b> | <b>22437</b> | <b>24926</b> | <b>27006</b> | <b>28893</b> | 其他收入               | 42            | 13            | 33            | 33            | 34            |
| 短期借款及交易性金融负债     | 333          | 2100         | 2594         | 2798         | 2839         | 营业利润               | 4967          | 4173          | 4348          | 5025          | 5712          |
| 应付款项             | 2410         | 2191         | 2424         | 2612         | 2686         | 营业外净收支             | (19)          | (16)          | (16)          | (18)          | (19)          |
| 其他流动负债           | 2193         | 1630         | 2044         | 2175         | 2178         | <b>利润总额</b>        | <b>4948</b>   | <b>4157</b>   | <b>4332</b>   | <b>5007</b>   | <b>5693</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4935</b>  | <b>5920</b>  | <b>7062</b>  | <b>7585</b>  | <b>7703</b>  | 所得税费用              | 1112          | 950           | 988           | 1142          | 1298          |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东损益             | (4)           | (0)           | (0)           | (0)           | (0)           |
| 其他长期负债           | 386          | 266          | 276          | 287          | 299          | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>3840</b>   | <b>3207</b>   | <b>3344</b>   | <b>3865</b>   | <b>4394</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>386</b>   | <b>266</b>   | <b>276</b>   | <b>287</b>   | <b>299</b>   | <b>现金流量表 (百万元)</b> |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>5321</b>  | <b>6186</b>  | <b>7338</b>  | <b>7872</b>  | <b>8002</b>  | 净利润                | 3840          | 3207          | 3344          | 3865          | 4394          |
| 少数股东权益           | 11           | 11           | 11           | 11           | 11           | 资产减值准备             | (37)          | 12            | 44            | 26            | 28            |
| 股东权益             | 17432        | 16239        | 17577        | 19123        | 20880        | 折旧摊销               | 641           | 771           | 725           | 904           | 1069          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>22765</b> | <b>22437</b> | <b>24926</b> | <b>27006</b> | <b>28893</b> | 公允价值变动损失           | 143           | 208           | 201           | 219           | 238           |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 财务费用               | (84)          | (58)          | (59)          | (65)          | (70)          |
| 每股收益             | 3.29         | 2.75         | 2.87         | 3.31         | 3.77         | 营运资本变动             | 49            | (487)         | (67)          | (182)         | (415)         |
| 每股红利             | 1.22         | 3.35         | 1.72         | 1.99         | 2.26         | 其它                 | 35            | (12)          | (44)          | (26)          | (28)          |
| 每股净资产            | 14.94        | 13.92        | 15.06        | 16.39        | 17.89        | <b>经营活动现金流</b>     | <b>4671</b>   | <b>3698</b>   | <b>4203</b>   | <b>4806</b>   | <b>5286</b>   |
| ROIC             | 28%          | 21%          | 20%          | 21%          | 22%          | 资本开支               | 0             | (1677)        | (2691)        | (2691)        | (2691)        |
| ROE              | 22%          | 20%          | 19%          | 20%          | 21%          | 其它投资现金流            | 567           | 1381          | 0             | 0             | 0             |
| 毛利率              | 27%          | 22%          | 23%          | 24%          | 24%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>567</b>    | <b>(296)</b>  | <b>(2691)</b> | <b>(2691)</b> | <b>(2691)</b> |
| EBIT Margin      | 21%          | 17%          | 18%          | 19%          | 19%          | 权益性融资              | 35            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 23%          | 20%          | 20%          | 22%          | 23%          | 负债净变化              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 收入增长             | 19%          | 4%           | 2%           | 9%           | 8%           | 支付股利、利息            | (1427)        | (3906)        | (2006)        | (2319)        | (2637)        |
| 净利润增长率           | 20%          | -17%         | 4%           | 16%          | 14%          | 其它融资现金流            | (709)         | 4640          | 494           | 204           | 41            |
| 资产负债率            | 23%          | 28%          | 29%          | 29%          | 28%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(3529)</b> | <b>(3173)</b> | <b>(1512)</b> | <b>(2115)</b> | <b>(2595)</b> |
| 息率               | 2.8%         | 7.6%         | 3.9%         | 4.5%         | 5.1%         | <b>现金净变动</b>       | <b>1709</b>   | <b>230</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| P/E              | 13.5         | 16.1         | 15.5         | 13.4         | 11.8         | 货币资金的期初余额          | 3879          | 5588          | 5818          | 5818          | 5818          |
| P/B              | 3.0          | 3.2          | 2.9          | 2.7          | 2.5          | 货币资金的期末余额          | 5588          | 5818          | 5818          | 5818          | 5818          |
| EV/EBITDA        | 10.2         | 11.4         | 11.4         | 9.9          | 8.6          | 企业自由现金流            | 0             | 1927          | 1405          | 1999          | 2469          |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流            | 0             | 6568          | 1975          | 2194          | 2488          |

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

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