

晨光股份（603899.SH）

2022 年净利润下滑 16%，科力普业务高速增长

买入

核心观点

2022 年收入增长 14%，净利润因毛利率承压同比下滑。2022 年公司收入 200 亿元，增长 14%；归母净利润 13 亿元，下滑 16%。毛利率下滑 4 个百分点至 19.4%，期间费用率因精益管理、投入较少的科力普业务占比提升下降 2 个百分点，最终净利率下降 2 个百分点至 6.8%。下半年收入增长较上半年提速，增长 16.5%至 116 亿元，其中四季度维持双位数增长、增速约 15%；下半年净利率延续下滑趋势，其中四季度因受到疫情冲击较大同时低净利率的新业务占比提升，净利率达全年最低水平至 5.5%。

晨光科力普高速增长，传统核心业务与零售大店受疫情影响收入下滑。分业务：1）收入：科力普全年同比+40%，各季度维持高速增长；传统核心业务全年下降 4%、剔除晨光科技下滑 6%，下半年收入增加 1.9%、但四季度受疫情冲击下滑 6%；零售大店全年因开店节奏放缓、客流下滑下降 16%，下半年降幅扩大，四季度降幅达 30%；2）净利率：科力普因规模效应、精益管理小幅提升 0.3 个百分点；传统核心业务下滑 3 个百分点至 12%，下半年延续上半年下降趋势；零售大店下半年净利率下滑 5 个百分点，全年亏损扩大。产品方面，办公直销量价齐升，其余产品价增量跌，其中书写工具销量下降 26%。

2023 年预期科力普延续高速增长，传统核心与零售大店业务疫后复苏。2023 年公司计划实现营业收入 246 亿元，同比增长 23%。1）传统核心业务将通过拓品类拓市场稳增长：产品开发减量提质、优化产品结构；全渠道布局，加大数字化运营和线上渠道发展。2）九木杂物社有望恢复开店节奏，实现较快发展：其作为晨光品牌升级的桥头堡聚焦提升高端产品占比，围绕“学霸会员调结构提质量”战略发力会员运营和店铺运营。3）科力普预计延续高速增长、利润率持续提升：进入高质量发展阶段，以一站式采购为基础，继续拓展 MRO、营销礼品、员工福利业务场景；长期来看，科力普目标于 2027 年收入达到 300 亿元。

风险提示：新渠道开拓、新业务盈利能力不及预期，疫情和双减影响。

投资建议：看好疫后传统核心与零售大店业务逐步复苏。去年疫情管控、部分地区开学延迟导致传统核心业务与零售大店增长承压，科力普高速增长、盈利改善。今年传统核心与零售大店业务有望逐步复苏，科力普预期持续提升盈利水平。考虑到年初疫情仍有影响、低净利率的新业务占比提升，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 18/21/24 亿元（原 2023-2024 年为 20/25 亿元），同比增长 40%/17%/15%。看好公司长期竞争力，维持合理估值 53.4-55.5 元（对应 2024 年 PE 23.5-24.5x），维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

轻工制造·文具用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘璇
0755-81981391 0755-81982887
dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	53.40 - 55.50 元
收盘价	49.10 元
总市值/流通市值	45512/45360 百万元
52 周最高价/最低价	58.89/39.30 元
近 3 个月日均成交额	149.21 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

《晨光股份（603899.SH）-三季度收入增长 19%，传统核心业务恢复增长》——2022-10-30
《晨光股份（603899.SH）-疫情影响二季度业绩下滑 25%，长期目标扎实推进》——2022-08-27
《晨光股份（603899.SH）-从他山之石看晨光股份传统业务的成长动力》——2022-08-16
《晨光股份（603899.SH）-疫情不可抗力影响生产经营，一季度收入增长 10.9%》——2022-04-29
《晨光股份（603899.SH）-全年净利润增长 21%，新老业务高质量增长》——2022-04-03

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,607	19,996	24,760	29,703	35,194
(+/-%)	34.0%	13.6%	23.8%	20.0%	18.5%
净利润(百万元)	1518	1282	1796	2104	2425
(+/-%)	20.9%	-15.5%	40.0%	17.1%	15.3%
每股收益(元)	1.64	1.38	1.94	2.27	2.62
EBIT Margin	9.7%	7.4%	8.4%	8.4%	8.3%
净资产收益率 (ROE)	24.5%	18.7%	22.3%	22.2%	21.9%
市盈率 (PE)	29.5	34.9	24.9	21.3	18.5
EV/EBITDA	25.8	29.3	22.6	19.4	17.1
市净率 (PB)	7.23	6.54	5.56	4.73	4.04

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

2022 年收入增长 14%，净利润因毛利率承压同比下滑

疫情冲击传统核心业务和零售大店业务，晨光科力普较好表现带动收入实现双位数增长。2022 全年实现营收 200 亿元，同比增长 13.6%，主要是由于新业务中公直销晨光科力普保持高速增长，传统核心业务和零售大店业务受外部影响较大增速承压。归母净利润 12.8 亿元，同比增长-15.5%。

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

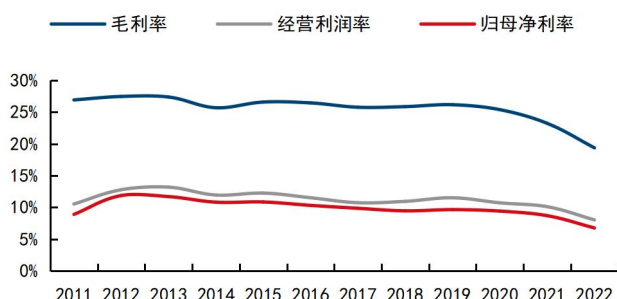
图2：公司年度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

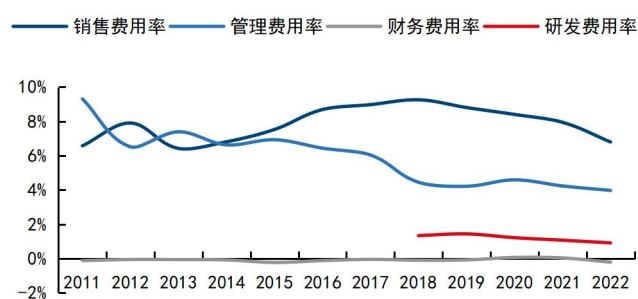
毛利率下滑 4 个百分点致净利率承压，费用率下降近 2 个百分点。2022 年销售毛利率为 19.4%，同比下降 3.9 个百分点；经营利润率为 8.0%，下降 2.1 个百分点；归母净利率为 6.8%，同比下滑 1.9 个百分点。销售费用率 6.8%，同比下降 1 个百分点；管理费用率 4.0%，财务费用率-0.2%，研发费用率 0.9%，均小幅下滑 0.2-0.3 个百分点。四项费用率合计 11.5%，同比下降 1.8 个百分点。

图3：公司毛利率、经营利润率与归母净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司四项费用率变化情况

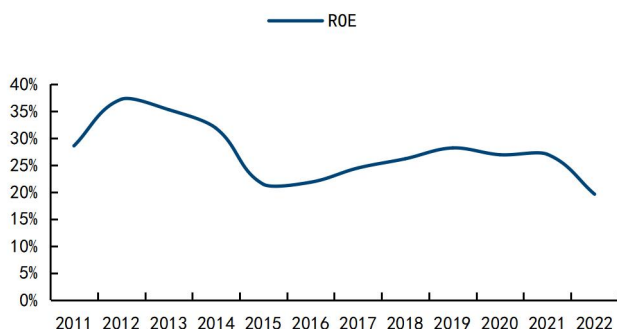


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力下降，存货周转整体加快，派息率稳定在 36%左右。2022 年 ROE 为 19.6%，同比下降 7.4 个百分点，盈利能力下滑。存货周转速度加快，存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 35/42/76 天，其中存货周转天数下降 3 天，应收与应付账款周转天数分别上升 9、4 天。资产负债率为 44.3%（同比提升 1.4 个百分点），多数为应付款，有息负债率为 1.5%，基本持平去年。2022 每 10 股派现金红利 5

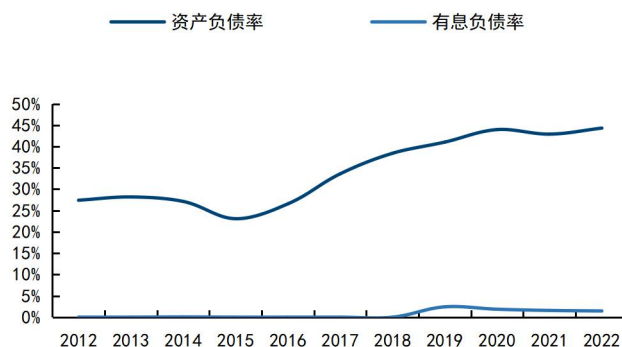
元（含税），派息率 36%，基本维持稳定。

图5: 公司 ROE 与变化情况



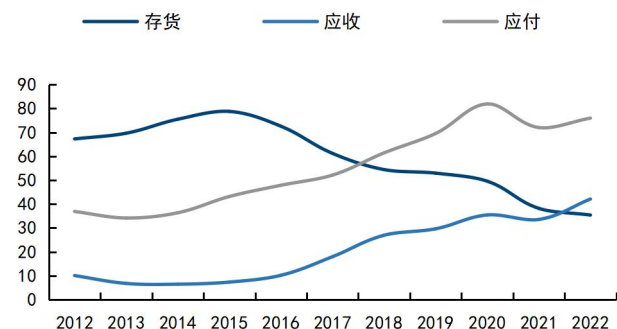
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司资产负债率与变化情况



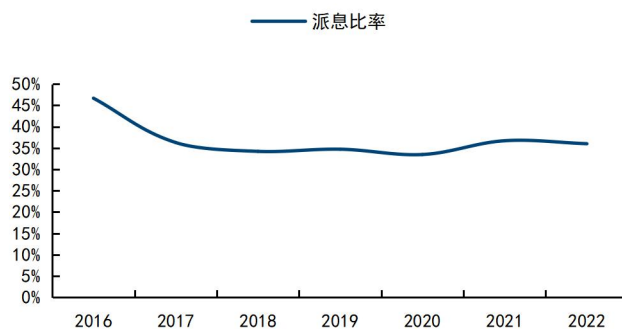
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司年度派息比率变化情况

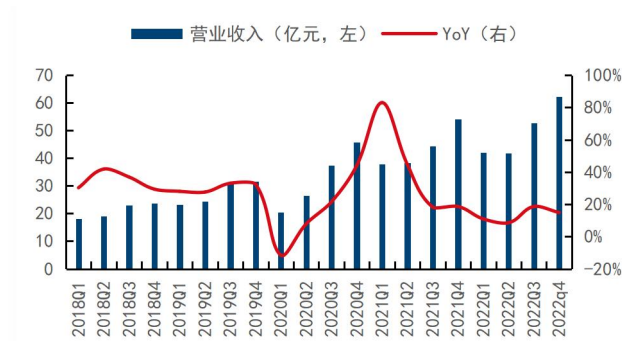


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 第四季度收入保持稳定，因疫情影响净利率环比下滑。2022 第四季度实现营业收入 63 亿元，同比增长 14.9%，晨光科力普的强劲增长抵消了其他业务下滑，维持业务稳定增长；归母净利润 3.5 亿元，同比下滑 13.4%，降幅较三季度扩大 3.5 个百分点，公司净利率在三季度环比回升后再次下滑 2 个百分点至 6.0%。

四季度毛利率延续三季度下滑趋势同比减少 4.6 个百分点，销售费用率下降带动费用率整体下滑近 3 个百分点。毛利率为 16.5%，同比下降 4.6 个百分点，较三季度毛利率降幅扩大 1.1 个百分点；经营利润率为 6.8%，同比下降 1.7 个百分点；归母净利率为 6.0%，同比下滑 1.6 个百分点。销售费用率下降 2.5 个百分点至 5.2%；管理费用率 3.5%、财务费用率-0.1%，分别小幅下降 0.3、0.2 个百分点，研发费用率 0.7%，基本维持稳定。四项费用率合计 9.4%，下降 2.9 个百分点。

图9：公司单季度营业收入及增速



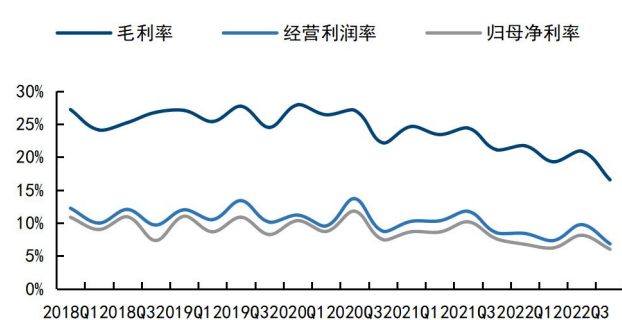
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季归母净利润及增速



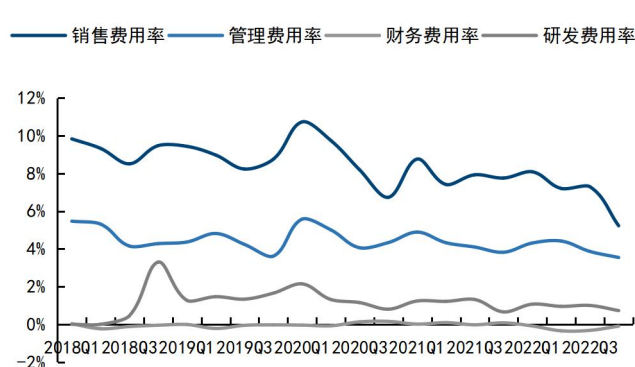
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司单季度利润率与变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司单季度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

晨光科力普高速增长，传统核心业务与零售大店因疫情影响收入下滑

分产品来看，全年办公直销收入保持高速增长，学生文具低个位数增长，其余产品增速为负数，其中书写工具降幅较大、同比下滑 23%。下半年办公直销业务延续上半年增长趋势，增速维持 41%，其中三、四季度增速相当。学生文具与办公文具四季度均因疫情冲击增速转负。书写工具下半年延续上半年趋势增速承压，同比下滑 15%，四季度较三季度降幅收窄约 3 个百分点。分产品毛利率方面，全年各产品毛利率小幅下滑 0.2-1.6 个百分点不等，下半年毛利率降幅较上半年扩大。

分业务模式来看，晨光科力普全年增长势头迅猛、净利率小幅提升，传统核心业务与零售大店增速为负，其中四季度受疫情影响较大，全年净利率下滑。下半年科力普业务延续 40%高速增长，净利率基本稳定。传统核心业务下半年收入小幅增长 2%，主要因三季度较快增长、四季度受疫情冲击下滑 6%，如剔除晨光科技，传统核心业务收入下半年同比下滑 0.7%、全年下滑 6%；传统核心业务净利率下半年延续上半年下滑趋势、减少 2.5 个百分点。零售大店下半年收入降幅较上半年扩大 8 个百分点，其中四季度大幅下滑 31%，净利率在上半年小幅提升 1%后下半

年受到较大冲击，同比减少近 5 个百分点。

表1：分产品/业务模式拆分

项目（百万元）	2020A	2021A	2022A	2022 1H	2022 2H	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
合计收入	13,138	17,607	19,996	8,433	11,563	4,229	4,205	5,296	6,267
YoY	17.9%	34.0%	13.6%	9.7%	16.5%	10.9%	8.5%	18.6%	14.9%
合计毛利率	25.4%	23.2%	19.4%	20.5%	18.5%	21.7%	19.3%	20.9%	16.5%
合计净利率	9.6%	8.6%	6.4%	6.3%	6.5%	6.5%	6.0%	7.7%	5.5%
分产品									
书写工具收入	2,280	2,820	2,169	1,009	1,159	499	510	770	389
YoY	4.3%	23.7%	-23.1%	-30.6%	-15.0%	-25.4%	-35.1%	-16.1%	-12.8%
毛利率	40.8%	40.6%	39.6%	39.8%	39.4%	40.4%	39.2%	37.9%	42.5%
学生文具收入	2,706	3,128	3,192	1,354	1,839	719	635	1,152	687
YoY	2.3%	15.6%	2.1%	-3.7%	6.8%	-6.7%	-0.2%	18.6%	-8.4%
毛利率	33.4%	33.1%	32.4%	33.7%	31.5%	33.4%	34.1%	31.4%	31.7%
办公文具收入	2,821	3,338	3,223	1,445	1,779	730	715	708	1,070
YoY	20.2%	18.3%	-3.4%	-1.0%	-5.3%	-7.2%	6.2%	14.3%	-15.0%
毛利率	28.2%	27.9%	26.3%	25.7%	26.8%	29.2%	22.2%	23.2%	29.2%
其他产品收入	323	549	471	221	250	133	88	132	118
YoY	8.3%	69.8%	-14.1%	-5.9%	-20.3%	14.5%	-25.9%	-11.3%	-28.4%
毛利率	44.3%	44.8%	44.6%	47.3%	42.1%	46.6%	48.5%	43.2%	41.0%
办公直销收入	5,000	7,766	10,930	44	6,528	21	23	25	40
YoY	36.7%	55.3%	40.7%	40.7%	40.7%	46.4%	35.7%	40.3%	41.0%
毛利率	11.0%	9.4%	8.4%	8.9%	8.0%	9.3%	8.5%	9.1%	7.3%
分业务									
传统业务收入	7,576	8,880	8,495	3,641	4,854	1,838	1,803	2,639	2,215
YoY	9.1%	17.2%	-4.3%	-11.6%	1.9%	-13.6%	-9.5%	10.2%	-6.4%
传统业务收入： 剔除贝克曼与晨光科技	7,102	8,332	7,701	3,316	4,385	1,720	1,686	2,418	2,017
YoY	6.8%	17.3%	-7.6%	-14.7%	-1.3%	-14.8%	-9.8%	8.4%	-9.7%
净利率	15.1%	14.8%	12.0%	11.6%	12.3%	-	-	-	-
科力普收入	5,000	7,766	10,930	4,402	6,528	2,146	2,256	2,531	3,996
YoY	36.69%	55.30%	40.74%	40.74%	40.75%	46.40%	35.75%	40.27%	41.05%
净利率	2.9%	3.1%	3.4%	3.1%	3.6%	-	-	-	-
零售大店收入	655	1,054	884	430	454	265	165	262	192
YoY	9.0%	61.0%	-16.1%	-11.5%	-20.1%	9.0%	-32.1%	-9.1%	-31.4%
净利率	-7.67%	-2.00%	-3.97%	-2.07%	-5.78%	-	-	-	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2023 年预期科力普延续高速增长，传统核心与零售大店业务疫后复苏

公司 2022 年在疫情影响下，晨光科力普业务保持双位数增速，传统核心业务和零售大店受外部影响较大。晨光坚持长期主义，把握新冠后逐步复苏的市场格局。2023 年一季度表现来看，一二月份传统核心业务仍有一定疫情影响，三月中旬以后出现较好的复苏和反弹，新业务自 1 月起发展较好。2023 年公司计划实现营业收入 246 亿元，同比增长 23%，具体来看：

传统核心业务在疫情管控放松后稳增长。疫情 3 年内传统核心业务受到疫情冲击影响较大。2022 年公司在产品端持续推动产品优化：产品开发减量提质、减少新品投放款数，提高单款上柜率和销售贡献。在渠道端，全渠道布局、提升零售服务能力，1) 深耕传统渠道，截至 2022 年末，公司在全国拥有 31 家一级合作伙伴、

覆盖 1200 个城市的二、三级合作伙伴和大客户，近 7 万家零售终端；2) 加强数字化工具提升渠道运营效率；3) 积极推动直供模式；4) 提升线上渠道发展，2022 年晨光科技实现收入 6.5 亿元，同比增长 24%。未来公司将通过拓品类（稳固现有 4 条赛道、加大儿美及体育品类拓展）与拓市场（拓展非洲和东南亚市场）稳固传统核心业务增长。

在零售大店方面，2023 年九木杂物社有望在疫后恢复开店节奏，实现较快发展。未来五年战略定位是九木杂物社将成为晨光品牌和产品升级的桥头堡，和全国领先的中高端文创杂货零售品牌。通过增加晨光品牌露出，带动晨光高端化产品开发。2022 年，晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 8.8 亿元，同比减少 16%，其中九木杂物社实现营业收入 8.1 亿元，同比减少 14%，主要因商场客流受疫情影响下滑明显，同时开店进度防护按，九木杂物社通过自研会员系统上线缓冲外部影响，持续升级学霸会员经营体系，学霸会员客单是普通会员的两倍以上。截止 2022 年末，全国零售大店数量为 540 家，其中晨光生活馆 51 家，九木杂物社 489 家（直营 337 家，加盟 152 家），新增店数目总计仅 17 家。九木杂物社随疫后开店节奏逐步恢复，有望于今年实现较快增长。

科力普有望延续 2022 年较快增长，利润率有望继续提高。2022 年，晨光科力普营业收入为 109 亿元，同比增长 40%，实现净利润 3.7 亿元，同比增长 53%。其中科力普毛利率因属地供应商业务占比提升致毛利率下滑 1 个百分点，但净利率提升 0.3 个百分点。2023 年科力普在收入端有望实现持续强劲增长，随规模效应释放、精益化管理加强有望在利润端持续改善；2027 年目标达到 300 亿的销售收入。

调整股权激励业绩目标，强化业绩内驱力。公司对 2020 年限制性股票激励计划进行了调整，延长激励计划有效期并调整相应解除限售期。2023 年业绩考核目标为收入不低于 195 亿元，对比 2022 年收入小幅减少 2.5%，归母净利润不低于 17.6 亿元，同比增长 47%。

投资建议：看好疫后传统核心与零售大店业务逐步复苏。2022 年疫情管控、部分地区开学延迟导致传统核心业务与零售大店业务增长与盈利承压，科力普业务实现 40% 高速增长且净利率水平同比提升。2023 年随疫情缓和，传统核心业务、零售大店业务有望出现复苏，科力普业务预期持续提升盈利水平。考虑到传统核心业务在今年 1、2 月仍受一定影响，同时净利率较低的新业务快速增长对公司盈利结构产生影响。下调盈利预测，具体假设如下：

1) 收入：预计 2023-2025 年收入为 247.6/297/351.9 亿元，同比增长 23.8%/20%/18.5%。其中科力普业务预计维持较快发展，同比增长 30%/25%/23%，传统核心业务收入疫后逐步修复，同比增长 13%/11%/11%，零售大店业务随开店节奏恢复至 2022 年前水平预计同比增长 36%/31%/21%。

2) 毛利率：预计 2023-2025 年毛利率分别为 19.1%/18.8%/18.5%，各产品毛利率逐步修复，但因毛利率较低的晨光科力普业务增速较快致公司整体毛利率为下降趋势。

3) 期间费用率：预计期间费用率因投入较小的晨光科力普业务发展较快、占比提升呈现下滑趋势。

4) 归母净利润：预计 2023-2025 年净利润分别为 18.0/21.0/24.3 亿元，同比增长 40%/17%/15%，净利率分别为 7.3%/7.1%/6.9%，主要因净利率较低的新业务占比提升所致。

表2: 盈利预测假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万)	17,607.4	19,996.3	24,759.5	29,702.5	35,193.5
分产品:					
书写工具	2,819.7	2,168.6	2,457.6	2,715.2	2,893.0
学生文具	3,128.1	3,192.4	3,671.3	4,152.2	4,669.0
办公文具	3,338.5	3,223.5	3,868.2	4,448.4	5,082.3
其他产品	548.9	471.4	542.1	613.1	689.4
办公直销	7,765.7	10,929.7	14,208.5	17,760.7	21,845.6
加盟管理费	1.3	0.7	0.7	0.8	0.8
其他业务	5.3	10.1	11.1	12.2	13.4
分模式:					
传统核心业务	8,880.4	8,494.5	9,610.0	10,677.4	11,805.1
晨光科力普	7,765.7	10,929.7	14,208.5	17,760.7	21,845.6
零售大店/生活馆	1,054.1	884.1	1,198.7	1,573.6	1,909.1
其中: 九木	949.5	813.0	1,133.3	1,508.2	1,843.7
业务之间抵消	-92.7	-312.0	-257.7	-309.1	-366.3
收入 YOY	34.0%	13.6%	23.8%	20.0%	18.5%
分产品:					
书写工具	23.7%	-23.1%	13.3%	10.5%	6.5%
学生文具	15.6%	2.1%	15.0%	13.1%	12.4%
办公文具	18.3%	-3.4%	20.0%	15.0%	14.3%
其他产品	69.8%	-14.1%	15.0%	13.1%	12.4%
办公直销	55.3%	40.7%	30.0%	25.0%	23.0%
加盟管理费	-46.7%	-43.9%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	26.6%	89.0%	10.0%	10.0%	10.0%
分模式:					
传统核心业务	17.2%	-4.3%	13.1%	11.1%	10.6%
晨光科力普	55.3%	40.7%	30.0%	25.0%	23.0%
零售大店/生活馆	61.0%	-16.1%	35.6%	31.3%	21.3%
其中: 九木	70.0%	-14.4%	39.4%	33.1%	22.2%
业务之间抵消	-0.8%	236.5%	-17.4%	20.0%	18.5%
毛利率	23.2%	19.4%	19.1%	18.8%	18.5%
书写工具	40.6%	39.6%	40.0%	40.2%	40.3%
学生文具	33.1%	32.4%	32.8%	33.0%	33.1%
办公文具	27.9%	26.3%	27.2%	27.4%	27.5%
其他产品	44.8%	44.6%	44.6%	45.1%	45.6%
办公直销	9.4%	8.4%	8.8%	9.2%	9.5%
加盟管理费	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
费用率					
销售费用率	7.9%	6.8%	5.6%	5.5%	5.3%
管理费用率	4.2%	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%
研发费用率	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
财务费用率	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
净利润 (百万)	1,533.6	1,355.4	1,914.8	2,270.1	2,646.0
传统核心业务	1,312.7	1,018.9	1,379.4	1,550.1	1,720.5
晨光科力普	242.0	371.6	511.5	657.1	830.1
零售大店/生活馆	-21.1	-35.1	24.0	62.9	95.5
少数股东权益 (百万)	15.7	72.9	118.9	166.4	220.8
归母净利润 (百万)	1,517.9	1,282.5	1,795.9	2,103.7	2,425.2
YOY	20.9%	-15.5%	40.0%	17.1%	15.3%
归母净利率	8.6%	6.4%	7.3%	7.1%	6.9%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理预测

我们下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 18/21/24 亿元（原 2023-2024 年为 20/25 亿元），分别同比增长 40%/17%/15%。由于公司长期竞争力强劲、行业地位领先，维持合理估值 53.4-55.5 元（对应 2024 年 PE 23.5-24.5x），维持“买入”评级。

表3: 盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,607	19,996	24,760	29,703	35,194
(+/-%)	34.0%	13.6%	23.8%	20.0%	18.5%
净利润(百万元)	1518	1282	1796	2104	2425
(+/-%)	20.9%	-15.5%	40.0%	17.1%	15.3%
每股收益(元)	1.64	1.38	1.94	2.27	2.62
EBIT Margin	9.7%	7.4%	8.4%	8.4%	8.3%
净资产收益率(ROE)	24.5%	18.7%	22.3%	22.2%	21.9%
市盈率(PE)	29.5	34.9	24.9	21.3	18.5
EV/EBITDA	25.8	29.3	22.6	19.4	17.1
市净率(PB)	7.23	6.54	5.56	4.73	4.04

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3011	3363	5324	5452	7099	营业收入	17607	19996	24760	29703	35194
应收款项	1925	3203	2713	3255	3857	营业成本	13521	16124	20026	24109	28693
存货净额	1547	1625	2184	3946	4699	营业税金及附加	67	76	92	108	125
其他流动资产	199	178	220	264	312	销售费用	1398	1358	1391	1636	1863
流动资产合计	8294	9998	12070	14546	17596	管理费用	745	794	983	1146	1354
固定资产	1907	1816	2043	2160	2264	研发费用	189	184	215	243	270
无形资产及其他	435	418	398	378	358	财务费用	7	(41)	(77)	(65)	(54)
投资性房地产	752	751	751	751	751	投资收益	6	0	0	0	0
长期股权投资	37	40	34	29	23	资产减值及公允价值变动	56	51	25	30	36
资产总计	11424	13023	15295	17864	20993	其他收入	(151)	(128)	(88)	(94)	(98)
短期借款及交易性金融负债	359	380	500	500	500	营业利润	1781	1608	2282	2705	3151
应付款项	2810	3999	3276	3946	4699	营业外净收支	80	56	70	84	99
其他流动负债	1375	1035	2678	3217	3819	利润总额	1861	1665	2352	2789	3250
流动负债合计	4544	5414	6454	7663	9019	所得税费用	328	310	437	518	604
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	16	73	119	0	221
其他长期负债	357	357	307	257	257	归属于母公司净利润	1518	1282	1796	2104	2425
长期负债合计	357	357	307	257	257	现金流量表（百万元）					
负债合计	4901	5770	6760	7919	9275	净利润	1518	1282	1796	2104	2425
少数股东权益	328	403	483	483	630	资产减值准备	(23)	2	(9)	0	0
股东权益	6195	6849	8053	9462	11087	折旧摊销	225	245	210	233	252
负债和股东权益总计	11424	13023	15295	17864	20993	公允价值变动损失	(56)	(51)	(25)	(30)	(36)
关键财务与估值指标						财务费用	7	(41)	(77)	(65)	(54)
每股收益	1.64	1.38	1.94	2.27	2.62	营运资本变动	(536)	(484)	750	(1188)	(47)
每股红利	0.52	0.61	0.64	0.75	0.86	其它	34	39	88	(0)	147
每股净资产	6.68	7.39	8.69	10.21	11.96	经营活动现金流	1163	1034	2811	1118	2742
ROIC	33%	24%	32%	36%	38%	资本开支	0	(185)	(383)	(301)	(301)
ROE	25%	19%	22%	22%	22%	其它投资现金流	(180)	(17)	0	0	0
毛利率	23%	19%	19%	19%	18%	投资活动现金流	(181)	(205)	(377)	(295)	(295)
EBIT Margin	10%	7%	8%	8%	8%	权益性融资	(7)	2	0	0	0
EBITDA Margin	11%	9%	9%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	34%	14%	24%	20%	18%	支付股利、利息	(479)	(563)	(593)	(694)	(800)
净利润增长率	21%	-16%	40%	17%	15%	其它融资现金流	431	648	120	0	0
资产负债率	46%	47%	47%	47%	47%	融资活动现金流	(533)	(477)	(472)	(694)	(800)
息率	1.1%	1.3%	1.3%	1.6%	1.8%	现金净变动	448	352	1961	129	1647
P/E	29.5	34.9	24.9	21.3	18.5	货币资金的期初余额	2562	3011	3363	5324	5452
P/B	7.2	6.5	5.6	4.7	4.0	货币资金的期末余额	3011	3363	5324	5452	7099
EV/EBITDA	25.8	29.3	22.6	19.4	17.1	企业自由现金流	0	782	2265	764	2273
						权益自由现金流	0	1431	2466	884	2394

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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