

## 旭升集团 (603305. SH)

## 一季度毛利率环比提升，人形机器人业务全面推进

优于大市

## 核心观点

**需求波动等因素致公司短期业绩承压。**旭升集团 2024 年营收 44.1 亿元，同比-8.8%（特斯拉 2024 年交付 179 万辆，同比-1.1%），归母净利润 4.2 亿元，同比-41.7%，扣非净利润 3.6 亿元，同比-46.8%；25Q1 公司实现营收 10.5 亿元，同比-8.1%，环比-7.8%（特斯拉 25Q1 交付 33.7 万辆，环比-32.1%），归母 1.0 亿元，同比-39.2%，环比+2.5%，扣非 0.8 亿元，同比-42.7%，环比+10.1%，整体来看，价的维度受到产业链以价换量的影响，部分客户具降本诉求，量的维度受汽车行业终端需求波动的影响，部分客户订单量未达预期，公司业绩有所承压。

**一季度毛利率环比提升，新项目放量有望持续推动盈利能力上行。**25Q1 旭升销售/管理/研发费用率为 0.3%/4.7%/4.8%，同比-0.5/+1.3/-0.2pct，环比+1.5/-0.3/+1.5pct；25Q1 公司毛利率 20.8%，同比-3.0pct，环比+3.2pct，净利率 9.2%，同比-4.6pct，环比+1.0pct，盈利能力环比有所回暖，未来随项目释放带来产能利用率提升，盈利能力有望进一步回暖。

**品类扩张、客户突破、产能释放、工艺打磨并驾齐驱，开启全球化新征程。**

**品类扩张：**公司掌握压铸、锻造、挤压等铝合金三大工艺，横向拓展至储能领域，纵向完成零部件集成化布局，提升产品附加值；多个储能相关项目开启量产（24 年营收约 2.3 亿元）；**客户突破：**依托全球整车客户体系优势，构建全球客户资源体系；**工艺打磨：**具备铝合金配方和模具自主研发能力、铸造工艺、机加工工艺、焊接工艺等全产业链环节能力，保障拿单能力。

**基于客户和技术优势卡位人形机器人业务，有望带来新增量。**深度挖掘自身铝合金精密加工专长，结合人形机器人独特的结构与性能需求，全力投入关节壳体、躯干结构件等关键产品研发，并斩获多家海内外客户项目定点；自 2023 年下半年起，墨西哥生产基地建设有序推进。2024 年末公司宣告泰国生产基地的计划，部署铝镁合金、新能源汽车核心部件及人形机器人铝镁合金零部件制造；未来，泰国基地将成为公司拓辐射全球客户的关键支撑点。

**风险提示：**汽车销量不及预期、原材料涨价风险、同业竞争风险。

**投资建议：**轻量化领域先锋，维持“优于大市”评级。基于部分客户销量的波动以及行业竞争带来的价格波动的影响，下调盈利预测，并新增 26/27 年盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润 5.2/6.4/7.7 亿元（原预测 25 年 13.3 亿元），EPS 为 0.56/0.69/0.83 元（原预测 25 年 1.43 亿元），看好公司在人形机器人领域的卡位优势，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

2023 2024 2025E 2026E 2027E

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,834	4,409	5,217	6,211	7,271
(+/-%)	8.5%	-8.8%	18.3%	19.0%	17.1%
净利润(百万元)	714	416	520	641	774
(+/-%)	1.8%	-41.7%	24.9%	23.3%	20.7%
每股收益 (元)	0.77	0.45	0.56	0.69	0.83
EBIT Margin	15.8%	10.7%	11.5%	11.3%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	11.4%	6.3%	6.4%	7.6%	8.9%
市盈率 (PE)	16.8	28.9	23.1	18.7	15.5
EV/EBITDA	14.0	21.1	17.1	15.9	14.5
市净率 (PB)	1.92	1.81	1.47	1.43	1.38

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

## 汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞  
0755-81981814  
tangxx@guosen.com.cn  
S0980519080002

证券分析师：孙树林  
0755-81982598  
sunshulin@guosen.com.cn  
S0980524070005

## 基础数据

投资评级  
合理估值  
收盘价 12.88 元  
总市值/流通市值 12279/12279 百万元  
52 周最高价/最低价 19.97/8.30 元  
近 3 个月日均成交额 456.37 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

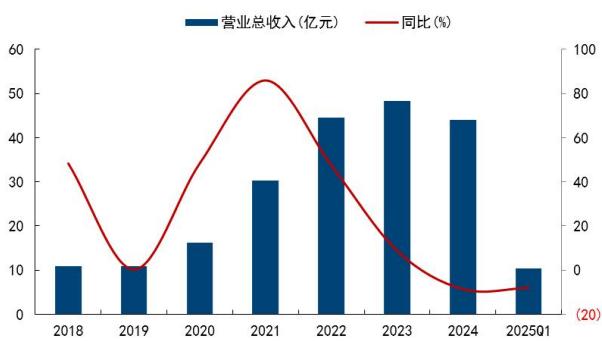
《旭升集团 (603305. SH) -三季度毛利率环比提升，全球化进程持续推进》——2023-10-30  
《旭升集团 (603305. SH) -二季度净利润同比增长 30%，全球化进程提速》——2023-09-04

### 业绩概述：

旭升集团 2024 年营收 44.1 亿元，同比-8.8%，归母净利润 4.2 亿元，同比-41.7%，扣非净利润 3.6 亿元，同比-46.8%；25Q1 公司实现营收 10.5 亿元，同比-8.1%，环比-7.8%（特斯拉 25Q1 交付 33.7 万辆，环比-32.1%），归母 1.0 亿元，同比-39.2%，环比+2.5%，扣非 0.8 亿元，同比-42.7%，环比+10.1%，公司海外市场斩获北美主流车企纯电平台约 19 亿元订单，国内市场则密集中标多家头部新能源主机厂关键项目定点，充沛订单为业绩释放提供坚实保障。

25Q1 旭升销售/管理/研发费用率为 0.3%/4.7%/4.8%，同比-0.5/+1.3/-0.2pct，环比+1.5/-0.3/+1.5pct；25Q1 公司毛利率 20.8%，同比-3.0pct，环比+3.2pct，净利率 9.2%，同比-4.6pct，环比+1.0pct，盈利能力环比有所提升，未来随项目释放带来产能利用率提升，盈利能力有望进一步增强。

图1：公司营业收入及增速



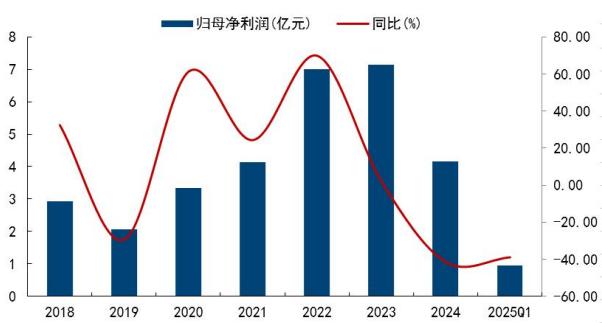
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润及增速

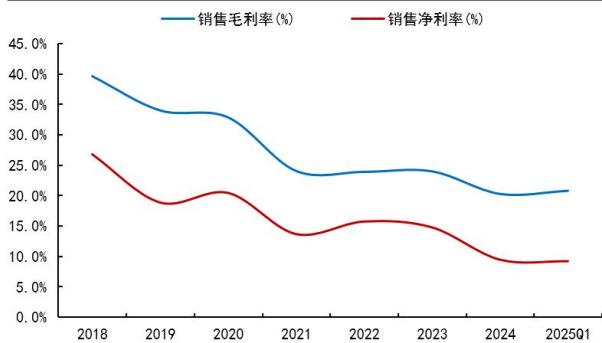


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**品类扩张、客户突破、产能释放、工艺打磨并驾齐驱，开启全球化新征程。** **品类扩张：**公司掌握压铸、锻造、挤压等铝合金三大工艺，横向拓展至储能领域，纵向完成零部件集成化布局，提升产品附加值；多个储能相关项目开启量产（24 年营收约 2.3 亿元）；**客户突破：**依托全球整车客户体系优势，构建全球客户资源体系，覆盖亚洲、北美及欧洲三大全球汽车消费潜力市场；**工艺打磨：**具备铝合金配方和模具自主研发能力、铸造工艺、机加工工艺、焊接工艺等全产业链环节能力，保障全生命周期良品率，盈

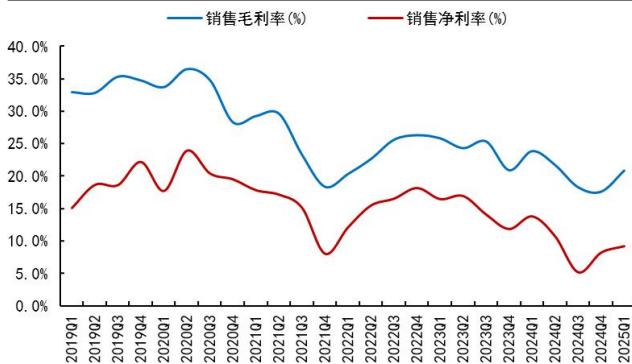
利能力稳健。

图5: 公司毛利率及净利率



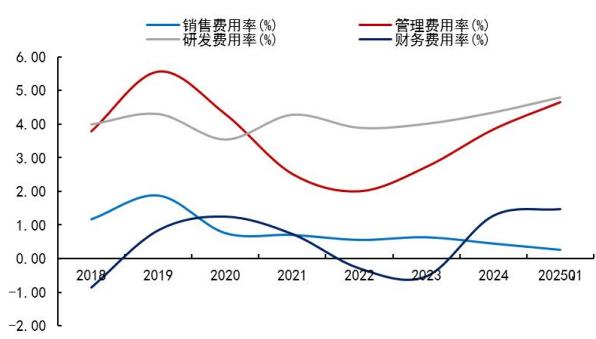
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



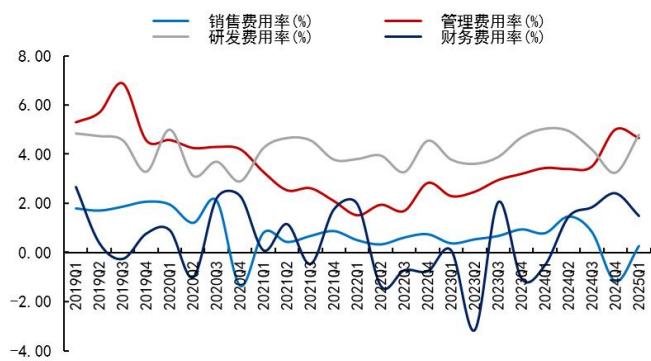
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司年度四费费率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度四费费率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**基于底层铝加工工艺拓展成长曲线, 公司产品从三电壳体为主拓展至三电壳体+底盘锻件+车身结构件三大类产品, 单车价值量持续提升。**

公司目前业务下游应用集成在汽车行业, 应用于三电系统、散热器、电气设备、底盘系统、车身等领域。产品工艺主要为压铸、锻造、挤压三大工艺。

**压铸:** 1) 三电壳体, 包括电池壳体、电机壳体和端盖、变速箱箱体、逆变器壳体等产品; 2) 电气壳体, 包括充电系统保护壳体和端盖等产品; 3) 热管理壳体, 散热器阀板等产品。根据公司八厂、九厂公告, 电机、变速箱壳体预计 400-500 元/件, 预估公司三电壳体(电池壳体、变速箱壳体、电机壳体、逆变器壳体等)、热管理壳体单车价值量 1500-2000 元左右。

**锻造:** 底盘件, 包括连杆、扭臂、转向节、下摆臂等产品。单车可配套连杆 8-12 个, 扭臂 1-2 个, 转向节 2 个, 下摆臂 2 个, 单车价值量预计 1200-1600 元左右(结合公司预估达产后年化收入计算)。

**挤压:** 1) 电池包型材(用于铝挤压电池托盘, 电池包导轨、长条等); 2) 车身件, 包括车门(单价 600 元/件)、车门支架、保险杠、防撞梁、门槛梁等产品。单车价值量预计增量 2000 元以上。

**图9: 公司成长曲线**


资料来源：公司公告，欧洲铝业，泉峰汽车公司公告，爱柯迪公司公告，国信证券经济研究所整理及预测  
注：单车价值量为研究员参考各公司公告产品预估，实际根据产品尺寸、工艺难度会有偏差。

**展望 2025 年及后续，在原有新能源汽车零部件主业的基础上，做好品类拓张（机器人、储能等）、产能落地（泰国和墨西哥工厂）以及降本增效，保障公司后续的业绩成长动力：**

### 1、新能源汽车与新兴产业持续布局

- 新能源汽车业务，公司从技术、产品、市场三维筑牢主业根基，从压铸业务的电驱、电控系统关键部件，到铝合金锻造业务的热管理、悬架核心锻造件，再到挤压业务的电池盒、车身等铝挤压产品，以及集成业务的自动化集成系列产品，各条产品线紧密协同，产品线从单一部件向集成化、模块化延伸。
- 储能业务，自主研发的储能电池外壳、散热模块外壳及结构支架等核心结构部件，24 年公司多个储能相关项目顺利步入量产阶段，全年实现营收约 2.3 亿元，同比增长超 2 倍。截至目前，凭借优质产品与专业服务，公司成功与多个知名储能客户建立合作关系，为未来发展带来新的增长潜能。
- 人形机器人业务，深度挖掘自身铝合金精密加工专长，结合人形机器人独特的结构与性能需求，全力投入关节壳体、躯干结构件等关键产品研发，并斩获多家海内外客户项目定点。公司将紧跟人形机器人技术迭代步伐，加大新产品、新材料的研发力度，确保公司在人形机器人产业蓝海中破浪前行，打造未来发展新引擎。

### 2、内部运营管理能力提升，精益管理成效显著

持续提升内部运营管理能力。24 年通过技术工艺创新驱动成本优化，依托压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺的领先优势，持续优化生产流程，降低原材料浪费，提升良品率。同时对供应链协同与成本进行精细化管理，实施“集中化采购+战略合作”模式，与国内外头部供应商签订长期协议，协同核心供应商集中开展降本激励政策，推广“零库存”管理模式，通过实时数据监控优化存货周转率。

### 3、产能布局稳步推进

自 2023 年下半年起，墨西哥生产基地建设有序推进。墨西哥生产基地已进入设备安装调试阶段，预计将于 2025 年正式投产运营。2024 年末宣告泰国生产基地的计划，重点部署铝镁合金智能机械零部件、新能源汽车关键核心部件及人形机器人铝镁合金零部件制造。未来泰国基地将成为公司辐射全球客户的关键支撑点。

### 4、加快镁合金布局，驰骋轻量化新征程

公司在镁合金半固态注射技术领域。24 年公司成功研发半固态注射成型的电机壳体，并已跟国外某客户就镁合金电驱壳体项目开展正式合作，实现了镁合金开拓的突破。此外，在研项目包括变速箱壳体、三电系统壳体等多个核心产品。目前公司与国内外多家主机厂研发试样多个镁合金项目。

**盈利预测与投资建议：轻量化领域先锋，下调盈利预测，维持“优于大市”评级。**

盈利预测：基于外部环境的多变、行业竞争的程度，我们下调盈利预测，并新增 26/27 年盈利预测，预计 25/26/27 年营收分别为 52.2/62.1/72.7 亿元（前次预测 25 为 88.8 亿元），预计 25/26/27 年归母净利润为 5.2/6.4/7.7 亿元（前次预测 25 为 13.3 亿元），我们调整盈利预测的主要依据如下：

#### 假设一：收入端（销量、售价）

公司主营业务中新能源汽车零部件项目。2024 年全球新能源汽车行业步入了竞争白热化阶段，产业链深陷价格鏖战，市场需求也呈现出复杂的分化态势，在这一严峻背景下，公司业务遭遇诸多挑战：1) 售价：受到产业链以价换量的影响，客户降本诉求强烈；2) 销量：受终端需求波动的影响，部分客户订单量未达预期，后续公司的业务增长动力来源于 1) 储能业务放量；2) 新能源汽车零部件品类拓展；3) 人形机器人带来的业务增量。整体来看，归因于行业竞争的加剧以及客户需求的波动，下调营收预测，预计 25/26/27 年营收分别为 52.2/62.1/72.7 亿元（前次预测 25 为 88.8 亿元）。

#### 假设二：毛利率

在国内外海外需求波动的情况下，铝合金制造行业竞争有所加剧，同时部分客户需求波动，影响了公司产能利用率的充分释放，从而使得公司整体毛利率有所下滑。未来随项目释放带来产能利用率提升，以及公司盈利高的新品放量，盈利能力有望进一步增强，预计 25/26/27 年毛利率分别为 20%/20%/21% 亿元（前次预测 25 为 23%）。

表1：旭升集团收入及毛利率预测和拆解（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>汽车类</b>						
收入	40.4	42.4	37.8	44.6	53.1	62.1
YOY		4.8%	-10.9%	18.0%	19.0%	17.0%
成本	31.7	33.0	31.2	36.8	43.6	50.9
毛利	8.7	9.4	6.6	7.8	9.4	11.2
毛利率	21.5%	22.1%	17.5%	17.5%	17.8%	18.0%
<b>模具类</b>						
收入	1.8	2.4	1.7	1.8	1.9	1.9
YOY		33.9%	-29.1%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
毛利	1.1	1.5	0.9	1.0	1.0	1.1
毛利率	63.0%	61.0%	54.5%	55.0%	55.0%	55.0%
<b>工业收入</b>						
收入	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
YOY		-15.9%	8.1%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8

<b>毛利</b>	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>毛利率</b>	25.4%	21.5%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%
<b>其他类</b>						
收入	1.0	2.2	3.2	4.3	5.7	7.1
YOY		120.0%	46.4%	35.0%	30.0%	25.0%
成本	0.8	2.1	2.4	3.2	4.1	5.0
毛利	0.3	0.1	0.9	1.2	1.6	2.0
毛利率	24.9%	4.8%	26.9%	27.5%	28.0%	29.0%
<b>其他业务</b>						
收入	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
YOY		45.5%	-6.3%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
毛利	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
毛利率	79.1%	79.7%	67.2%	67.2%	67.2%	67.2%
<b>合计</b>						
收入	44.5	48.3	44.1	52.2	62.1	72.7
YOY		8.6%	-8.8%	18.3%	19.0%	17.1%
成本	33.9	36.7	35.1	41.6	49.5	57.8
毛利	10.6	11.6	9.0	10.5	12.6	14.9
毛利率	23.9%	24.0%	20.3%	20.2%	20.3%	20.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

### 假设三：费用层面

考虑到公司新业务的研发布局和项目推进，我们假设公司研发费用率略有上调，预计25/26/27年研发费用率4%/4%/4%（前次预测25研发费用率为3%），同时考虑到公司产品线、项目数量持续扩张，同时海外工厂推进带来的一定成本，假设公司管理费用率略有上调，预计25/26/27年管理费用率3%/3%/3%（前次预测25研发费用率为2%）。

表2：公司盈利预测假设条件

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4834	4409	5217	6211	7271
营业成本（百万元）	3674	3515	4164	4948	5780
销售费用（百万元）	31	20	21	37	29
管理费用（百万元）	132	169	175	203	233
研发费用（百万元）	194	191	209	261	298

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

**展望未来，当下的抑制因素有望逐步缓解。**25Q1公司毛利率20.8%，同比-3.0pct，环比+3.2pct，净利率9.2%，同比-4.6pct，环比+1.0pct，盈利能力环比有所提升，未来随项目释放带来产能利用率提升，盈利能力有望进一步增强。**展望2025年及后续，在原有新能源汽车零部件主业的基础上，做好品类拓张（机器人、储能等）、产能落地（泰国和墨西哥工厂）以及降本增效，保障公司后续的业绩成长动力：**

- **品类扩张、客户突破、产能释放、工艺打磨并驾齐驱，开启全球化新征程。**品类扩张：公司掌握压铸、锻造、挤压等铝合金三大工艺，横向拓展至储能领域，纵向完成零部件集成化布局，提升产品附加值；多个储能相关项目开启量产（24年营收约2.3亿元）；客户突破：依托全球整车客户体系优势，构建全球客户资源体系，覆盖亚洲、北美及欧洲三大全球汽车消费潜力市场。
- **前瞻卡位人形机器人业务，有望带来全新增量。**深度挖掘自身铝合金精密加工专长，结合人形机器人独特的结构与性能需求，全力投入关节壳体、躯干结构件等关键产品研发，并斩获多家海内外客户项目定点；自2023年下半年起，墨西哥生产基地建设有序推进。
- **产能落地：**2024年末，公司宣告泰国生产基地的计划，部署铝镁合金、新能源汽

车核心部件及人形机器人铝镁合金零部件制造；未来，泰国基地将成长为公司拓辐射全球客户的关键支撑点。

**盈利预测和投资建议：**2024年全球新能源汽车行业步入了竞争白热化阶段，产业链深陷价格鏖战，市场需求也呈现出复杂的分化态势，在这一严峻背景下，公司业务遭遇诸多挑战：1) 售价：受到产业链以价换量的影响，客户降本诉求强烈；2) 销量：受终端需求波动的影响，部分客户订单量未达预期，后续公司的业务增长动力来源于1) 储能业务放量；2) 新能源汽车零部件品类拓展；3) 人形机器人带来的业务增量。整体来看，基于客户销量的波动以及行业竞争带来的价格波动，下调盈利预测，并新增26/27年盈利预测，预计25/26/27年归母净利润5.2/6.4/7.7亿元（原预测25年13.3亿元），EPS为0.56/0.69/0.83元（原预测25年1.43亿元），同时看好公司在人形机器人领域的卡位优势，维持“优于大市”评级。

表3：同类公司估值比较（20250504）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2024A	EPS 2025E	2026E	2024A	PE 2025E	2026E
002050.SZ	三花智控	优于大市	26.80	1,000	0.83	1.00	1.17	32	27	23
002997.SZ	瑞鹄模具	优于大市	38.88	81	1.67	2.15	2.73	23	18	14
	平均							23	18	19
603305.SH	旭升集团	优于大市	12.88	123	0.45	0.56	0.69	29	23	19

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	2065	2921	5392	5790	6867	<b>营业收入</b>	<b>4834</b>	<b>4409</b>	<b>5217</b>	<b>6211</b>	<b>7271</b>
应收款项	1304	1205	858	1361	1394	营业成本	3674	3515	4164	4948	5780
存货净额	1063	1081	921	1108	1307	营业税金及附加	38	42	50	59	70
其他流动资产	127	191	157	186	218	销售费用	31	20	21	37	29
<b>流动资产合计</b>	<b>4559</b>	<b>6605</b>	<b>7628</b>	<b>8745</b>	<b>10086</b>	管理费用	132	169	175	203	233
固定资产	4620	5046	5127	5171	5179	研发费用	194	191	209	261	298
无形资产及其他	600	581	552	523	494	财务费用	(26)	56	88	56	66
投资性房地产	285	1757	1757	1757	1757	投资收益	12	13	13	13	13
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	15	54	60	60	60
<b>资产总计</b>	<b>10064</b>	<b>13989</b>	<b>15064</b>	<b>16195</b>	<b>17516</b>	其他收入	(194)	(201)	(209)	(261)	(298)
短期借款及交易性金融负债	1246	1595	1200	1300	1400	营业利润	819	473	583	719	868
应付款项	1384	1571	2048	2215	2613	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	178	253	273	320	376	<b>利润总额</b>	<b>820</b>	<b>471</b>	<b>583</b>	<b>719</b>	<b>868</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2808</b>	<b>3418</b>	<b>3521</b>	<b>3835</b>	<b>4389</b>	所得税费用	109	60	70	86	104
长期借款及应付债券	640	3472	2827	3327	3727	少数股东损益	(2)	(6)	(7)	(8)	(10)
其他长期负债	359	460	540	620	700	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>714</b>	<b>416</b>	<b>520</b>	<b>641</b>	<b>774</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>999</b>	<b>3933</b>	<b>3367</b>	<b>3947</b>	<b>4427</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3807</b>	<b>7351</b>	<b>6888</b>	<b>7782</b>	<b>8816</b>	<b>净利润</b>	<b>714</b>	<b>416</b>	<b>520</b>	<b>641</b>	<b>774</b>
少数股东权益	13	8	5	2	(2)	资产减值准备	1	30	2	1	0
股东权益	6244	6630	8171	8411	8702	折旧摊销	362	448	506	544	580
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10064</b>	<b>13989</b>	<b>15064</b>	<b>16195</b>	<b>17516</b>	公允价值变动损失	(15)	(54)	(60)	(60)	(60)
						财务费用	(26)	56	88	56	66
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(289)	(1062)	1121	(425)	271
每股收益	0.77	0.45	0.56	0.69	0.83	其它	(3)	(32)	(4)	(4)	(4)
每股红利	0.13	0.28	0.35	0.43	0.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>770</b>	<b>(254)</b>	<b>2085</b>	<b>698</b>	<b>1561</b>
每股净资产	6.69	7.10	8.76	9.01	9.32	资本开支	0	(940)	(500)	(500)	(500)
ROIC	9%	4%	5%	6%	7%	其它投资现金流	61	(1207)	907	0	0
ROE	11%	6%	6%	8%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>61</b>	<b>(2146)</b>	<b>407</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
毛利率	24%	20%	20%	20%	21%	权益性融资	26	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	11%	11%	11%	12%	负债净变化	(60)	207	700	500	400
EBITDA Margin	23%	21%	21%	20%	20%	支付股利、利息	(120)	(260)	(325)	(401)	(483)
收入增长	9%	-9%	18%	19%	17%	其它融资现金流	(757)	3361	(395)	100	100
净利润增长率	2%	-42%	25%	23%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1093)</b>	<b>3256</b>	<b>(20)</b>	<b>199</b>	<b>17</b>
资产负债率	38%	53%	46%	48%	50%	<b>现金净变动</b>	<b>(262)</b>	<b>856</b>	<b>2472</b>	<b>397</b>	<b>1077</b>
股息率	1.0%	2.2%	2.7%	3.3%	4.0%	货币资金的期初余额	2327	2065	2921	5392	5790
P/E	17	29	23	19	16	货币资金的期末余额	2065	2921	5392	5790	6867
P/B	1.9	1.8	1.5	1.4	1.4	企业自由现金流	738	(1142)	1654	238	1109
EV/EBITDA	14.0	21.1	17.1	15.9	14.5	权益自由现金流	(80)	2427	1879	788	1550

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±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±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提供。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