

# 拓普集团 (601689.SH)

## 2023年业绩稳定增长，2024年看好车端与执行器业务推进

买入

### 核心观点

**2023年归母净利润同比增长21%-32%**。拓普预计2023年营收19.3-20.3亿元，同比增长20.4%-26.6%，归母净利润20.5-22.5亿元，同比增长20.6%-32.3%；扣非净利润19.3-21.3亿元，同比增长16.6%-28.7%；按预告中枢拆解单Q4，23Q4营收中值56.0亿元，同比+12.2%，环比+14.5%（Q4特斯拉全球交付48.5万辆，同环比+19.5%/+11.4%；比亚迪销量94.5万辆，同环比+38.2%/14.7%），23Q4利润中值为5.5亿元，同比+12.6%，环比+9.9%，扣非中值5.29亿元，同比+9.8%，环比+11.8%。公司业绩的稳定增长得益于轻量化底盘、内饰、热管理业务的稳定增收以及汽车电子的逐步落地量产。

**执行器业务进展顺利，电驱系统生产线正式投产**。凭借在IBS积累的技术（软件+电驱+电机+传感器等），拓普切入电驱执行器系统及其他相关产品。2024年1月拓普集团与宁波开发区签署《电驱系统研发生产基地项目投资协议书》，公司拟投资50亿元人民币（其中30亿元固定资产投资），规划用地300亩，建设电驱执行器生产基地。1月8日公司2条电驱系统生产线于日正式投产，年产能30万套电驱执行器。新增产能也已经启动规划设计，看好执行器业务助力拓普开启全新的增长极。

**优质客户的深度绑定以及新产品的路线量产带来2024年业绩确定性。展望2024Q1**，北美客户（以价换量）、问界（新款M7年初交付数据亮眼，M9大定破3万）等核心客户销量放量及热管理系统、汽车电子（空悬等）业务的放量，公司业绩有望持续释放；**纵观2024全年**，车端为拓普基本盘，公司平台化战略+Tier0.5模式持续推进，24年核心看点在于北美客户、华为、理想、吉利、比亚迪以及小米等优质客户放量，叠加新产品等持续落地：拓普空悬目前获8个定点项目，于23Q4陆续量产；线控制动实现6个项目定点并正式量产下线；电调管柱已定点9个项目；智慧电动门系统也逐步量产，同时热管理工厂覆盖中国、欧洲及美洲，总产能超400万套/年。同时拓普海内外工厂持续建设推进，不断夯实订单承接能力，为长远发展保驾护航。

**风险提示**：客户销售不及预期、海外竞争加剧。

**投资建议**：特斯拉产业链核心标的，维持“买入”评级。持续看好拓普集团产品拓展、客户突破、产能扩张带来的业绩确定性增长，考虑到下游主机厂销量的波动性，小幅下调盈利预测，预计23/24/25年公司归母净利润为21.7/29.8/41.4亿元（原23.5/31.3/42.4亿元），EPS为1.97/2.70/3.75元（原2.14/2.84/3.84元），对应PE为32/23/17x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 11,463 | 15,993 | 20,068 | 28,654 | 39,073 |
| (+/-%)       | 76.0%  | 39.5%  | 25.5%  | 42.8%  | 36.4%  |
| 净利润(百万元)     | 1017   | 1700   | 2166.0 | 2977.5 | 4136.0 |
| (+/-%)       | 61.9%  | 67.1%  | 27.4%  | 37.5%  | 38.9%  |
| 每股收益(元)      | 0.92   | 1.54   | 1.97   | 2.70   | 3.75   |
| EBIT Margin  | 10.9%  | 12.3%  | 13.1%  | 12.7%  | 12.8%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 9.61%  | 14.02% | 15.63% | 18.50% | 21.54% |
| 市盈率 (PE)     | 67.9   | 40.6   | 31.9   | 23.2   | 16.7   |
| EV/EBITDA    | 42.8   | 30.7   | 23.5   | 18.3   | 14.8   |
| 市净率 (PB)     | 6.52   | 5.69   | 4.98   | 4.29   | 3.60   |

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

联系人：孙树林

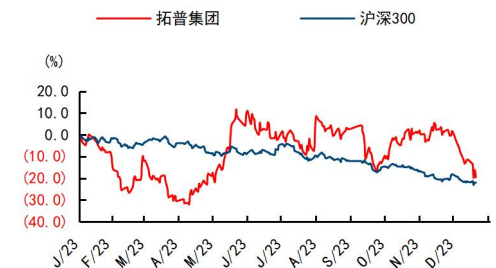
0755-81982598

sunshulin@guosen.com.cn

#### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 买入(维持)         |
| 合理估值       |                |
| 收盘价        | 58.18元         |
| 总市值/流通市值   | 64117/64117百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 84.82/48.90元   |
| 近3个月日均成交额  | 550.66百万元      |

#### 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

- 《拓普集团 (601689.SH) - 高管增持彰显经营信心，车端与机器人业务带来业绩确定性和成长性》——2023-12-21
- 《拓普集团 (601689.SH) - 三季度营收逆势稳增，车与机器人带来确定性和成长性》——2023-11-01
- 《拓普集团 (601689.SH) - 二季度净利润创季度新高，机器人业务放量在即》——2023-09-02
- 《拓普集团 (601689.SH) - 单二季度净利润同比增长86%-108%，设立机器人事业部》——2023-07-17
- 《拓普集团 (601689.SH) - 产品放量驱动营收稳定增长，2023年一季度毛利率同环比提升》——2023-04-24

**业绩概述：**2023 年归母净利润同比增长 21%-32%。拓普预计 2023 年营收 19.3-20.3 亿元，同比增长 20.4%-26.6%，归母净利润 20.5-22.5 亿元，同比增长 20.6%-32.3%；扣非净利润 19.3-21.3 亿元，同比增长 16.6%-28.7%；按预告中枢拆解单 Q4，23Q4 营收中值 56.0 亿元，同比+12.2%，环比+14.5%（Q4 特斯拉全球交付 48.5 万辆，同环比+19.5%/+11.4%；比亚迪销量 94.5 万辆，同环比+38.2%/14.7%），23Q4 利润中值为 5.5 亿元，同比+12.6%，环比+9.9%，扣非中值 5.29 亿元，同比+9.8%，环比+11.8%。公司业绩的稳定增长得益于轻量化底盘、内饰、热管理业务的稳定增收以及汽车电子的逐步落地量产。

### 车端业务持续加码为核心驱动力

公司 Tier0.5 级合作模式持续推进。在国内市场，公司与华为-金康、理想、蔚来、小鹏、比亚迪、吉利新能源等新能源车企的合作进展迅速，单车配套金额不断提升。在国际市场，公司与美国的创新车企 A 客户、RIVIAN、LUCID 以及 FORD、GM、FCA 等传统车企均在新能源汽车领域展开全面合作。公司在发展智能电动汽车八大产品线的同时，实现智能汽车部件业务与执行器部件业务的协同发展，为公司保持快速发展奠定基础。

### X-Y-Z 底盘产品陆续量产，汽车电子业务进入放量收获期

**空气悬架：**2023 年 11 月拓普国内首个自主研发的闭式空气悬架系统（C-ECAS）建立，并正式量产下线。目前获得 8 个定点项目，预计于 2023 年 Q4 陆续投入量产，后续投产有望超 40 万台。拓普 2021 年进军空气悬架领域，主要供应空悬总成。依托在 IBS 研发过程中形成的机械、电控、软件能力以及底盘调校能力，结合在橡胶、真空泵方面多年经验积累，公司 21 年迅速开发空悬系统项目，包括集成式供气单元、空气弹簧、高度传感器等。在空悬方面具备集设计、研发、制造于一体的综合配套能力。

图1：空悬系统

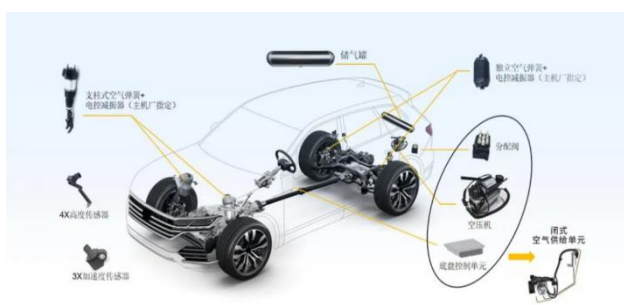
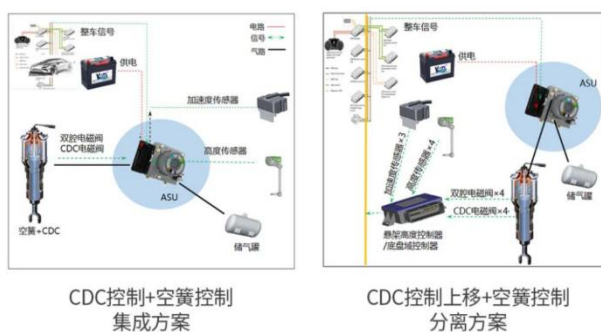


图2：拓普集团空悬配套方案



资料来源：公司官网公众号，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网公众号，国信证券经济研究所整理

表1：拓普集团空悬关键部件

| 产品类型 | 序号 | 空气悬架关键部件               | 研发能力 | 制造能力 |
|------|----|------------------------|------|------|
| 机械部件 | 1  | 前空气弹簧总成                | ✓    | ✓    |
|      | 2  | 后空气弹簧总成                | ✓    | ✓    |
| 电控部件 | 3  | 闭式空气供给单元（气泵、阀体、ECU一体化） | ✓    | ✓    |
| 控制算法 | 4  | 空气弹簧高度控制算法             | ✓    |      |
|      | 5  | CDC 减震器控制算法            | ✓    |      |

资料来源：公司官网公众号，国信证券经济研究所整理

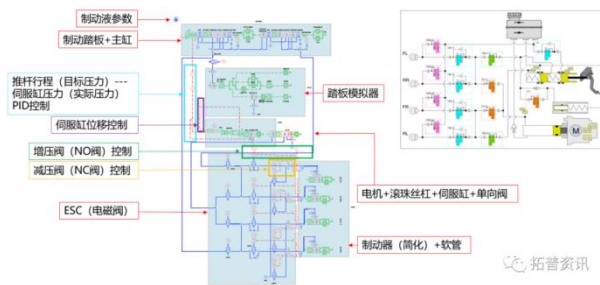
**线控制动：**11月拓普线控制动产品正式量产下线。拓普 IBS 数字化工厂具备 SMT、ECU 组装、传感器组装、电磁阀装配、总成自动化装配、智能仓储等先进制造设施，可满产每年 30 万辆车 IBS 产品配套能力，目前实现 6 个项目定点。2023 年 12 月拓普完成 IBS1.0 升级版 IBS2.0 设计，广泛应用于不同车型上。IBS2.0 属于线控制动控制系统，采用全解耦式制动技术。在结构上 IBS2.0 高度集成化，优化制动主缸、电磁阀。IBS2.0 重新布置液压管路，使布局更简化，所需组装的零件更少，实现产品更小、更轻、更经济的目标。

图3: 拓普集团 IBS 产品



资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

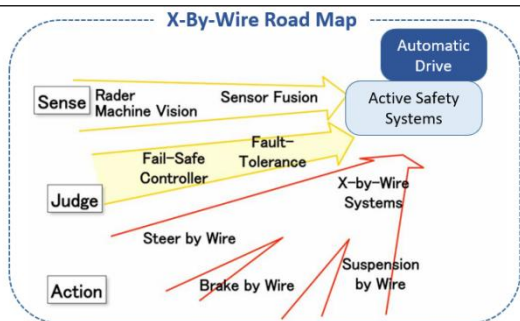
图4: IBS 智能刹车系统 AMESim 系统仿真



资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

**电调管柱：**11月拓普电动调节转向管柱（EASC）量产下线，实现软硬件自主研发，转向管柱设计、验证、生产制造一体化配套服务；目前已定点 9 个项目，实现年订单量 60 万套。

图5: 线控系统发展趋势



资料来源：HITACHI，国信证券经济研究所整理

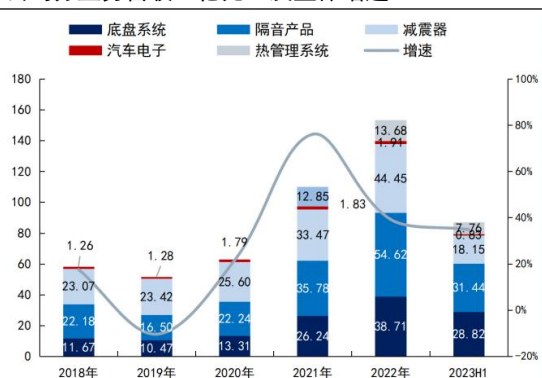
图6: 拓普电动调节转向管柱（EASC）



资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

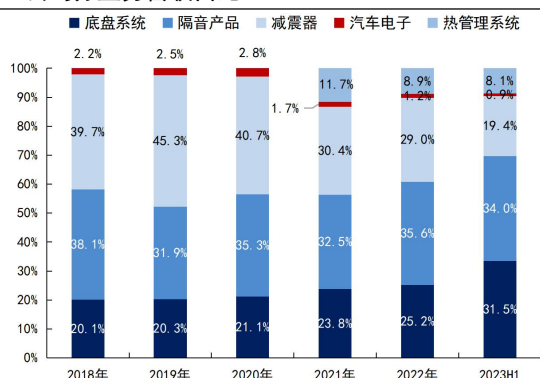
**X-Y-Z 线控底盘贡献增长势能，2024 年有望为汽车电子业务提速起点。**23H1 拓普集团汽车电子业务营收 0.8 亿元，同比-10.2%，体量相对较小，预计主要系电子真空泵产品增长相对乏力所致。我们认为随 23Q4 公司空气悬架（8 个项目定点）+线控制动（6 个项目定点）+电调管柱（9 个项目定点）的陆续量产，以及后续潜在新定点的落地，公司汽车电子业务有望进入加速成长的通道。

图7: 公司分业务营收(亿元)及整体增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司分业务营收占比(%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 拥有全球首家乘用车滑板底盘核心零部件系统大规模量产经验



资料来源: 公司官网, 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

### 拓普纳士厉兵秣马, 坚定正向研发发展战略

拓普发布针对智能表皮研发等多领域招聘信息, 预计多业务板块有望得到补强。11月以来拓普集团陆续发布针对泵阀研发中心、电驱事业部、智能表皮研发中心、电控减震器等相关招聘信息, 涉及的产品包括智能表皮、电驱执行器、电控减震器、泵阀等, 公司聚焦核心部件的研发、设计、生产、合作能力, 预估空悬、热管理系统、内外饰、电驱执行器等潜在业务有望受益, 持续夯实公司长期竞争力。

表2: 拓普集团近期招聘信息

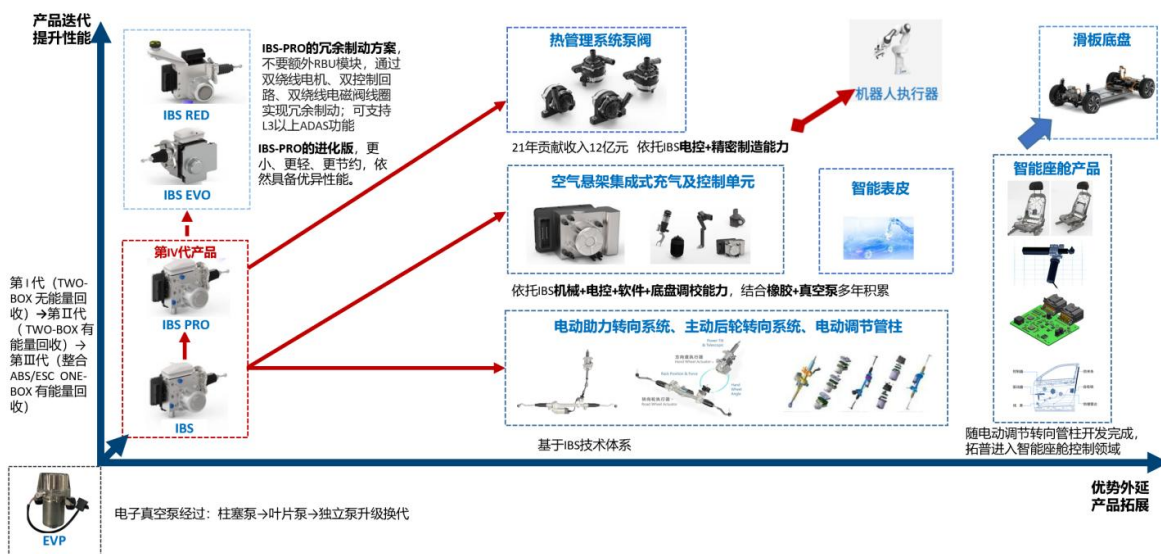
| 相关部门     | 核心产品  | 相关岗位  |
|----------|-------|---|
| 智能表皮研发中心 | 智能表皮  | 项目经理、智能表皮工艺工程师、产品设计工程师、材料开发工程师、SQE、采购工程师、质量工程师、产品开发工程师、电气工程师、设备工程师。                                   |
| 电驱事业部    | 电驱执行器 | 项目经理、电驱执行器设计主管、齿轮及丝杠设计主管、机械结构设计工程师、电子工程师、产品工程师、工艺工程师、设备工程师、质量工程师、SQE、样板工程师、采购工程师、测试工程师。               |
| 空悬研发中心   | 电控减震器 | 电控减震器研发经理、电控减震器结构设计工程师、电控减震器阀系设计工程师、电控减震器阀系调试专家、电控减震器调试工程师、电控减震器 CAE 分析工程师、产品开发工程师、电控减震器工艺开发经理、工艺工程师等 |
| 泵阀研发中心   | 阀、泵相关 | 软件工程师、测试工程师、项目工程师、工艺工程师、硬件工程师系统工程师、设计工程师  |

资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

**架构清晰、重视人才，坚定正向研发的发展战略。**拓普在体系建设、人才引进、实验能力等方面持续投入：1) 每年研发投入占比保持在约5%；2) 在北美、欧洲、上海、深圳、宁波等地设研发中心，建立起由两百多名硕士、博士组成近2000人的科研团队；3) 设立实验中心，具备材料级、产品级、系统级和整车级试验及验证能力，通过CNAS的ISO/IEC17025认证，较多汽车厂整车级实验已交由公司完成。依托正向研发能力，有利于公司继续扩展产品线，提升单车配套价值，为客户提供T0.5级服务提供保障。架构方面，2023年7月，经公司战略分析及决策，决定拆分设立电驱事业部，建立独立管理架构，配置优秀专业团队，同时整合各项优势资源，从而为该项业务的快速发展创造充分条件。

**研发综合实力强、效率高，在研发、实验过程中拓普善于聚焦产业链关键产品和核心技术，并将所积累技术、经验沿用到新品研发上，提升研发效率。**依托长期基础的开发和技术突破所积累出机、电、液、软等综合开发和系统集成能力，拓普逐步建立完整的产品开发体系。以IBS为例，IBS是高度集成安全系统，集成机械、电子、液压、控制、算法等多学科内容，公司在快速变化的汽车市场环境<sup>下</sup>：1) **纵向迭代产品**：IBS→IBS PRO→IBS RED和IBS EVO；2) **横向拓宽产品线**：基于电控、软件、制造、底盘调教等能力拓展线控转向系统（电动助力转向系统、主动后轮转向系统、电调管柱等）、热管理系统泵阀、空悬集成式充气及控制单元、智能座舱产品、电驱执行器等，为公司保持快速发展奠定基础。

图10：拓普集团产品拓展图谱



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

### 全球扩产夯实长期竞争力，加码智能制造保驾护航

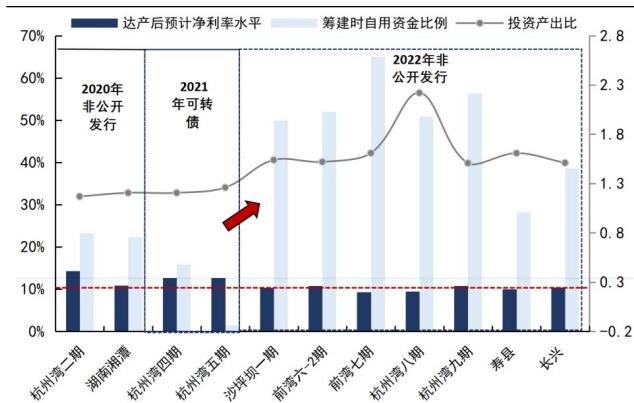
**产能布局全球范围布局，实现全方位就近供货。**拓普生产基地横跨国内、欧洲、美洲与东南亚，共计70多家工厂。公司1) 围绕国内主要汽车产业集群，已在宁波、重庆、武汉、安徽等地建立基地；2) 海外为服务国际客户，在美国、加拿大、巴西、马来西亚等国家分别设立制造工厂或仓储中心，波兰工厂已经开始批量生产，墨西哥有序推进，可为客户提供更加快捷高效的服务，也为深入拓展全球平

台业务提供保障。

**募集扩产巩固长期竞争力，投入产出比逐渐提升，有望持续优化公司经营条件。**

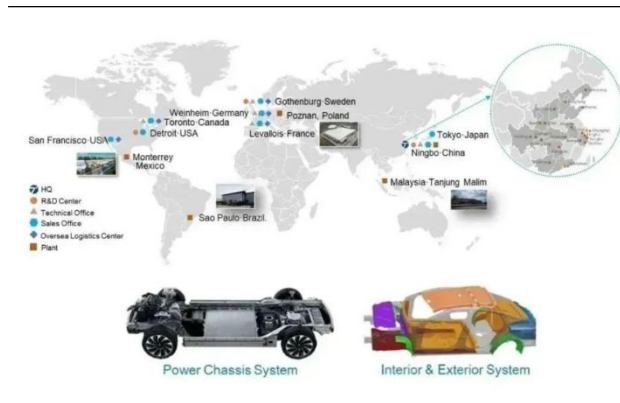
22年12月拓普推出非公开发行募集预案，募集总额不超40亿元，总投资78亿元，用于轻量化底盘+内饰+热管理+智能驾驶等项目。预计本次募资对整体经营效益的提升将以1) 填补产能缺口，提升接单能力；2) 优化资本结构，降低财务成本和风险，增强持续经营能力；3) 提升盈利能力（本轮募资投入产出比维持在1.5以上，较前两轮提升明显）；4) 提升技术实力，继续开发线控转向和空悬的能力的四重形式体现。同时，公司积极推进数字化工厂建设，实施MES管理系统，实现质量控制、产品追溯、精益生产、设备管理等各方面的有效管理，促进公司数据与客户数据的互联互通，打造工业4.0智慧工厂。

图11: 拓普集团近几次融资投产效益及自用资金情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 拓普集团全球范围布局产能、研发中心、销售中心等



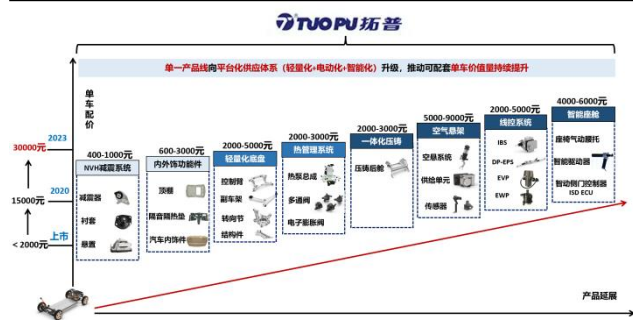
资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

**核心逻辑: 车端优质客户结构和持续放量的产品, 带来2024年业绩确定性**

**展望2024年, 我们认为拓普的核心看点在于优质客户矩阵+模块化供货能力带来的车端业务确定性、全球范围内产能的陆续落地以及潜在执行器业务的推进。**

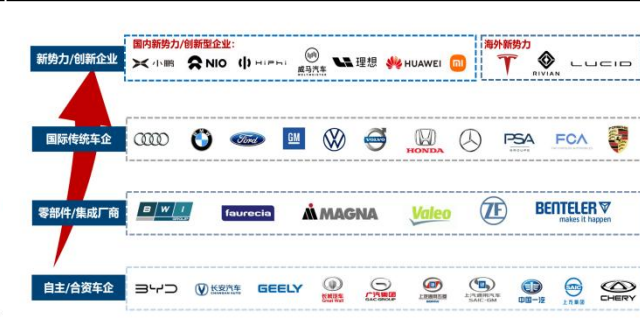
- 车端为基本盘:** 平台化战略+Tier0.5模式持续推进, 2024年随北美客户、吉利、比亚迪、华为、理想、福特、蔚来及小米等优质客户放量, 叠加新产品(空悬、座舱、线控制动、电调管柱)等持续落地, 2024年拓普业绩增长具较高确定性。同时拓普围绕客户建厂实现就近供货: 波兰、墨西哥配套欧美客户, 重庆建厂配套理想和赛力斯, 安徽建厂配套蔚来和比亚迪, 优质、稳定的客户结构保障中长期业绩确定性。
- 全球产能落地:** 2023年11月, 拓普波兰工厂热泵总成产品正式量产下线, 建立年产能50万套, 同时墨西哥产业园与美国的工厂也在有序推进。目前拓普的海外工厂已陆续布局在了欧洲, 北美, 南美以及东南亚, 覆盖热管理、底盘、减震、饰件等多类产品, 不断夯实订单承接能力, 为长远发展保驾护航
- 新业务推进:** 拓普研发直线和旋转执行器(与自身IBS技术同源), 已多次向客户送样并获认可及好评。同时设立事业部, 整合各项优势资源。公司有望收益, 打开新的成长空间。

图13: 拓普核心支撑之平台型产品矩阵



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 拓普核心支撑之优质客户结构



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议: 特斯拉产业链核心标的, 维持“买入”评级**

拓普集团近期一方面汽车电子板块中的线控制动、空气悬架、电调管柱等产品陆续量产下线, X-Y-Z 线控底盘体系逐步完善, 助力公司汽车电子业务进入放量周期; 另一方面, 公司近期陆续发布针对泵阀研发中心、电驱事业部、智能表皮研发中心、电控减震器的人才招聘信息, 后续有望持续夯实公司研发、设计、生产、合作能力, 预估公司空气悬架、热管理系统、执行器等潜在相关业务有望受益。我们持续看好拓普集团产品拓展、客户突破、产能扩张带来的业绩确定性和成长性, 考虑到下游主机厂销量的波动性, 小幅下调盈利预测, 预计 23/24/25 年公司归母净利润为 21.7/29.8/41.4 亿元 (原 23.5/31.3/42.4 亿元), EPS 为 1.97/2.70/3.75 元 (原 2.14/2.84/3.84 元), 对应 PE 为 32/23/17x, 维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

| 公司       | 代码        | 股价 (元)   |         | 每股盈利 (元) |       |       | 市盈率   |       |       | 评级 |
|----------|-----------|----------|---------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|          |           | 20240117 | 市值 (亿元) | 2022A    | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E |    |
| 伯特利      | 603596.SH | 55.41    | 240     | 1.70     | 2.09  | 2.92  | 33    | 27    | 19    | 买入 |
| 德赛西威     | 002920.SZ | 102.01   | 566     | 2.13     | 2.85  | 3.87  | 48    | 36    | 26    | 买入 |
| 三花智控     | 002050.SZ | 24.20    | 903     | 0.72     | 0.84  | 1.03  | 34    | 29    | 23    | 买入 |
| 可比公司平均估值 |           |          |         |          |       |       | 38    | 30    | 23    |    |
| 拓普集团     | 601689.SH | 58.00    | 639     | 1.54     | 1.97  | 2.70  | 38    | 30    | 21    | 买入 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 目标价更新至 20240117

## 附表：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         | 1271         | 2796         | 2796         | 2796         | 2796         | 营业收入               | 11463        | 15993         | 20068         | 28654         | 39073         |
| 应收款项             | 3573         | 4899         | 6147         | 8777         | 11969        | 营业成本               | 9184         | 12536         | 15653         | 22436         | 30555         |
| 存货净额             | 2297         | 3256         | 4012         | 5770         | 7924         | 营业税金及附加            | 70           | 94            | 118           | 169           | 230           |
| 其他流动资产           | 1327         | 1483         | 1806         | 2579         | 3517         | 销售费用               | 157          | 220           | 261           | 381           | 547           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>8790</b>  | <b>12435</b> | <b>14761</b> | <b>19923</b> | <b>26207</b> | 管理费用               | 295          | 423           | 511           | 737           | 987           |
| 固定资产             | 7822         | 12280        | 16594        | 20084        | 23256        | 研发费用               | 502          | 751           | 903           | 1289          | 1758          |
| 无形资产及其他          | 855          | 1228         | 1180         | 1132         | 1083         | 财务费用               | 36           | (12)          | 225           | 323           | 361           |
| 投资性房地产           | 1086         | 1427         | 1427         | 1427         | 1427         | 投资收益               | 35           | 39            | 35            | 35            | 35            |
| 长期股权投资           | 129          | 142          | 142          | 142          | 142          | 资产减值及公允价值变动        | 69           | 32            | 45            | 45            | 45            |
| <b>资产总计</b>      | <b>18683</b> | <b>27510</b> | <b>34103</b> | <b>42707</b> | <b>52114</b> | 其他收入               | (680)        | (824)         | (903)         | (1289)        | (1758)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1234         | 1156         | 3954         | 5078         | 5469         | 营业利润               | 1145         | 1978          | 2478          | 3399          | 4715          |
| 应付款项             | 5559         | 7815         | 9629         | 14426        | 19811        | 营业外净收支             | 2            | (18)          | (18)          | (18)          | (18)          |
| 其他流动负债           | 574          | 650          | 799          | 1151         | 1582         | <b>利润总额</b>        | <b>1146</b>  | <b>1960</b>   | <b>2460</b>   | <b>3381</b>   | <b>4697</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>7367</b>  | <b>9621</b>  | <b>14382</b> | <b>20654</b> | <b>26862</b> | 所得税费用              | 128          | 261           | 295           | 406           | 564           |
| 长期借款及应付债券        | 310          | 5182         | 5182         | 5182         | 5182         | 少数股东损益             | 1            | (1)           | (1)           | (2)           | (3)           |
| 其他长期负债           | 386          | 547          | 647          | 747          | 847          | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>1017</b>  | <b>1700</b>   | <b>2166</b>   | <b>2978</b>   | <b>4136</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>696</b>   | <b>5730</b>  | <b>5830</b>  | <b>5930</b>  | <b>6030</b>  | <b>现金流量表 (百万元)</b> |              |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>8062</b>  | <b>15350</b> | <b>20212</b> | <b>26584</b> | <b>32891</b> | 净利润                | 1017         | 1700          | 2166          | 2978          | 4136          |
| 少数股东权益           | 32           | 31           | 29           | 28           | 26           | 资产减值准备             | 47           | (37)          | 24            | 12            | 11            |
| 股东权益             | 10589        | 12129        | 13862        | 16095        | 19197        | 折旧摊销               | 550          | 781           | 1182          | 1592          | 1911          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>18683</b> | <b>27510</b> | <b>34103</b> | <b>42707</b> | <b>52114</b> | 公允价值变动损失           | (69)         | (32)          | (45)          | (45)          | (45)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 财务费用               | 36           | (12)          | 225           | 323           | 361           |
| 每股收益             | 0.92         | 1.54         | 1.97         | 2.70         | 3.75         | 营运资本变动             | (308)        | (325)         | (239)         | 99            | (356)         |
| 每股红利             | 0.19         | 0.36         | 0.39         | 0.68         | 0.94         | 其它                 | (46)         | 36            | (26)          | (13)          | (14)          |
| 每股净资产            | 9.61         | 11.01        | 12.58        | 14.60        | 17.42        | <b>经营活动现金流</b>     | <b>1191</b>  | <b>2123</b>   | <b>3062</b>   | <b>4622</b>   | <b>5644</b>   |
| ROIC             | 11.16%       | 11.60%       | 10%          | 12%          | 15%          | 资本开支               | 0            | (5202)        | (5427)        | (5001)        | (5001)        |
| ROE              | 9.61%        | 14.02%       | 16%          | 18%          | 22%          | 其它投资现金流            | (321)        | 321           | 0             | 0             | 0             |
| 毛利率              | 20%          | 22%          | 22.00%       | 21.70%       | 21.80%       | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(301)</b> | <b>(4893)</b> | <b>(5427)</b> | <b>(5001)</b> | <b>(5001)</b> |
| EBIT Margin      | 11%          | 12%          | 13%          | 13%          | 13%          | 权益性融资              | (13)         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 16%          | 17%          | 19%          | 18%          | 18%          | 负债净变化              | 310          | 2515          | 0             | 0             | 0             |
| 收入增长             | 76%          | 40%          | 25%          | 43%          | 36%          | 支付股利、利息            | (207)        | (397)         | (433)         | (744)         | (1034)        |
| 净利润增长率           | 62%          | 67%          | 27%          | 37%          | 39%          | 其它融资现金流            | (599)        | 57            | 2798          | 1124          | 391           |
| 资产负债率            | 43%          | 56%          | 59%          | 62%          | 63%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(406)</b> | <b>4294</b>   | <b>2365</b>   | <b>379</b>    | <b>(643)</b>  |
| 股息率              | 0.3%         | 0.6%         | 0.6%         | 1.1%         | 1.5%         | <b>现金净变动</b>       | <b>484</b>   | <b>1524</b>   | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| P/E              | 67.9         | 40.6         | 31.9         | 23.2         | 16.7         | 货币资金的期初余额          | 787          | 1271          | 2796          | 2796          | 2796          |
| P/B              | 6.5          | 5.7          | 5.0          | 4.3          | 3.6          | 货币资金的期末余额          | 1271         | 2796          | 2796          | 2796          | 2796          |
| EV/EBITDA        | 42.8         | 30.7         | 23.5         | 18.3         | 14.8         | 企业自由现金流            | 0            | (3039)        | (2177)        | (105)         | 950           |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流            | 0            | (467)         | 423           | 734           | 1024          |

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 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上     |
|   |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
|   |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间    |
|   |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上     |
|   | 行业<br>投资评级 | 超配 | 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  |
|   |            | 低配 | 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