

歌尔股份 (002241.SZ)

盈利能力回升, 全面拥抱 AIoT 终端新机遇

优于大市

核心观点

电声器件全球龙头, 充分受益 AIoT 发展趋势。歌尔股份成立于 2001 年 6 月, 以微型声学元器件起家, 2010 年公司切入北美大客户, 进入爆发式增长期, 2015 年, 公司提出“精密零组件+智能硬件整机”战略, 形成精密零组件、智能声学整机和智能硬件产品三大产品矩阵(2024 年公司三大板块营收分别占比 14.9%、26.0%、56.7%), 逐步成长为电声器件全球龙头。2024 年公司实现营业收入 1009.54 亿元 (YoY +2.41%), 实现归母净利润 26.65 亿元 (YoY +144.93%), 对应 4Q24 实现营业收入 313.08 亿元 (YoY +27.13%, QoQ +6.99%), 实现归母净利润 3.20 亿元 (YoY +63.23%, QoQ -71.45%)。

AI 终端语音交互需求推动精密声学组件量价齐升。2024 年公司智能声学整机业务实现营业收入 262.96 亿元 (YoY +8.73%), 毛利率 9.47% (YoY +2.73pct); 精密零组件业务实现营收 150.51 亿元 (YoY +15.85%), 毛利率 21.51% (YoY +1.02pct)。随着端侧 AI 逐渐落地, 手机、PC、眼镜、玩具、音箱等形态智能终端, 都将语音输入作为主要交互方式之一, 对电音元件要求快速提升, 推动公司部分精密零组件和智能终端产品量价齐升。

智能眼镜密集推出, 公司全面布局新终端高价值量环节。据 IDC 统计, 2024 年全球 VR、MR 和 AR 设备出货量约为 760 万台, 同比增长约 12%。作为 AR 的衍生产品, AI 眼镜异军突起, 24 年销量达到 200 万台以上。公司针对新一代终端产品充分布局, 包括声学零部件、组装、光机模组、衍射光波导等环节。组装环节公司深度绑定头部品牌, 是 Meta、Sony、Pico 等品牌的主要供应商。零部件方面, 公司在技术壁垒和价值量较高的光机和光波导环节, 推出搭载全息波导镜片和 Micro LED 光机的轻量化 AR 参考设计 Mulan 2, 并参股康耐特光学布局镜片。

投资建议: 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

公司深度绑定头部大客户, 随着语音成为 AI 终端的核心交互方式, 电声器件重要性快速提升, 我们看好公司作为电声全球龙头将受益于 AIoT 的发展。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 32.97/37.47/41.80 亿元, 同比 +23.7%/+13.6%/+11.6%。基于可比公司相对估值, 我们给予公司 25 年 23-26 倍 PE, 对应目标价 25.20-28.48 元, 相对于公司目前股价有 19%-35%溢价空间。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

风险提示: 智能终端需求不及预期; 客户拓展不及预期; 宏观经济下行风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	98,574	100,954	108,290	114,024	125,575
(+/-%)	-6.0%	2.4%	7.3%	5.3%	10.1%
净利润(百万元)	1088	2665	3297	3747	4180
(+/-%)	-37.8%	144.9%	23.7%	13.6%	11.6%
每股收益(元)	0.32	0.76	0.96	1.10	1.22
EBIT Margin	1.1%	3.2%	3.6%	3.7%	3.7%
净资产收益率 (ROE)	3.5%	8.0%	9.2%	9.7%	9.9%
市盈率 (PE)	83.9	34.9	27.7	24.4	21.8
EV/EBITDA	27.6	20.3	20.5	17.8	16.0
市净率 (PB)	2.96	2.80	2.55	2.35	2.17

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

电子·消费电子

证券分析师: 胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师: 叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师: 詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人: 连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师: 胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师: 张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师: 李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	25.20 - 28.48 元
收盘价	21.05 元
总市值/流通市值	73479/64909 百万元
52 周最高价/最低价	30.63/14.57 元
近 3 个月日均成交额	2620.46 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

全球电声龙头，全面布局 AIoT 新终端

歌尔股份有限公司成立于 2001 年 6 月，2008 年 5 月在深交所上市，是全球布局的科技创新型企业，主要从事声光电精密零组件及精密结构件、智能整机、高端装备的研发、制造和销售。歌尔纵向深耕产业价值链，从上游精密元器件、模组，到下游的智能硬件，从模具、注塑、表面处理，到高精度自动线的自主设计与制造，歌尔打造了在价值链高度垂直整合的精密加工与智能制造的平台，为客户提供全方位服务。

表1: 公司发展历程

年份	重要事件
2006	与中科院声学所、北邮建立联合实验室
2007	公司名称变更为歌尔声学股份有限公司
2008	在深圳证券交易所挂牌上市
2010	建立光电产业园，进军光电行业
2014	收购国际高端音响品牌 Dynaudio 公司名称变更为歌尔股份有限公司；
2016	收购丹麦的消费电子 3D 音频技术软件解决方案提供商 AM3D； 携手高通打造全球首款骁龙 820VR 一体机平台
2017	与清华大学联合成立精密材料联合研究中心； 与中科院长春光机所成立青岛歌尔长光研究院 与 WaveOptics 合作共推光波导元件量产，加速 AR 市场化； 歌尔与崂山区政府达成战略合作 推进微电子产业落地；
2018	助力 OPPO 发布新一代无线蓝牙耳机 O-Free； 为小米 8、OPPO 提供新型扬声器 SBS； 昆山歌尔电子科技有限公司开工 歌尔助小米 9 手机奏响“澎湃之音”；
2019	华南基地正式动工 Redmi K30 Pro 耀世登场，搭载歌尔全新 FRC 扬声器模组；
2020	发布全球首款 5G XR2 参考设计； 中国电子元件企业百强歌尔研发实力蝉联第一 总榜升至第三； 歌尔首次跻身全球 MEMS 厂商前十名，排名第九 歌尔丹拿牵手比亚迪，共同打造未来感驾乘新体验；
2021	助力推出基于高通骁龙 XR1 平台的 AR 参考设计
2022	发布基于骁龙 XR2 平台的 AR 智能眼镜参考设计 歌尔牵头制定全球首个近耳声学技术标准； 歌尔发布首款 XR 智能交互手环参考设计；
2023	歌尔光学发布新一代小型化高性能 AR 显示模组； 入局智能座舱业务，歌尔推出新一代 AR-HUD PDU 模组； 歌尔发布首个基于第一代骁龙 AR2 的量产轻量化 AR 智能眼镜参考设计

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

公司主营业务包括精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务。

光学：歌尔光学科技有限公司成立于 2012 年，为歌尔股份控股子公司，是全球 XR 行业中的先行者和领导者，主要提供 VR&AR 光学研发和生产制造的一站式解决方案。主营业务及产品包括 XR 光学镜片、光学成像模组、微投影光机、微纳光学元件及三维视觉模组、智能汽车相关产品等。

声学：歌尔可提供全系列高保真音质的扬声器和具有饱满听觉享受的声学解决方案。例如微型扬声器、微型受话器、MEMS 麦克风等，可应用于手机、平板、音响、耳机等。

微电子：2004 年，公司 MEMS 传感器研发部门开始自主研发 MEMS 芯片，2017 年，歌尔微电子正式成为独立公司。并于 2019 年完成与歌尔股份旗下微电子业务的整合，成为歌尔股份旗下专注于 MEMS（微机电系统）传感器、SiP（系统级封装）及传感交互模组研发与销售的核心子公司。

图1：公司精密零组件业务



资料来源：公司官网，歌尔微电子招股书，国信证券经济研究所

公司智能硬件业务的产品包括家用电子游戏机配件、虚拟/增强现实产品、智能可穿戴产品和智能音箱等。在智能声学整机和智能硬件领域内，公司主要通过“ODM”、“JDM”等模式同行业领先客户合作，公司长期同全球科技和消费电子行业领先客户保持良好的合作关系，在微型扬声器、MEMS 声学传感器、VR 虚拟现实产品、MR 混合现实产品、智能无线耳机、智能可穿戴产品、智能家用电子游戏机及配件产品等领域内继续占据领先的市场地位。

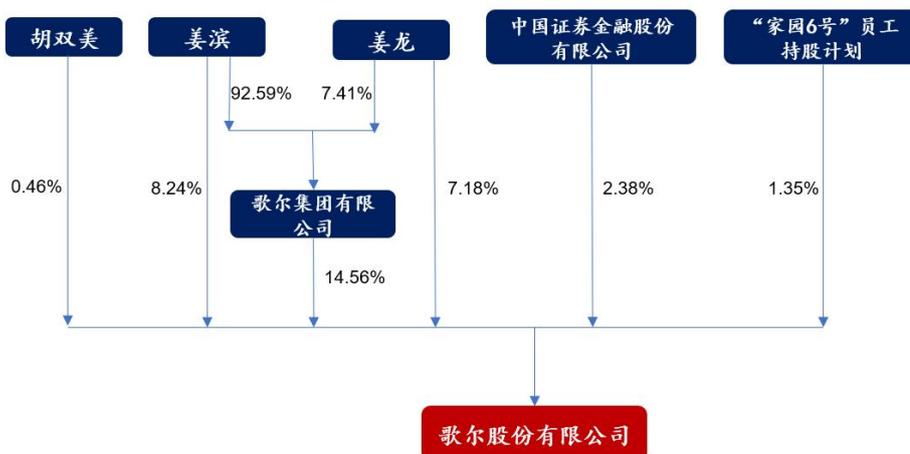
图2: 公司智能硬件业务



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所

公司实际控制人为姜滨（现任公司董事长）和胡双美，二人为夫妻关系，及一致行动人姜龙（现任公司高级顾问），与姜滨为兄弟关系。截至 2024 年年报，姜滨、姜龙、胡双美合计直接持有公司 15.88% 股份，并通过歌尔集团间接持有 14.56% 股份，共计持有公司 30.44% 股份。董事长姜滨作为公司创始人拥有三十多年电声行业的工作经验。

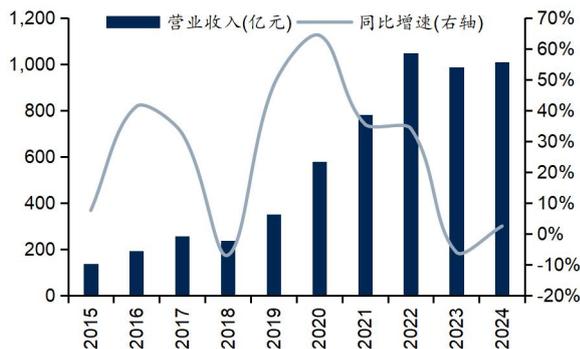
图3: 公司股权结构（截至 2024 年年报）



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

2015-2024 年公司收入 CAGR 约为 24.89%。23 年由于消费电子行业终端需求整体不足，叠加 XR 等智能硬件产品出货量下降，公司营收同比下滑 6.03%。2024 年消费电子在 AI 等新技术的推动下有所复苏，AI 技术与智能硬件产品的融合，推动公司精密零组件业务中声学传感器等产品性能升级，产品价值量和盈利能力有所提升，头显产品销量同比显著增长，智能无线耳机、智能可穿戴产品业务相关营收规模和盈利能力均有所改善。部分毛利率相对较低的老产品营业收入有所下降，对整体业务毛利结构有积极影响。

图4: 公司营收及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

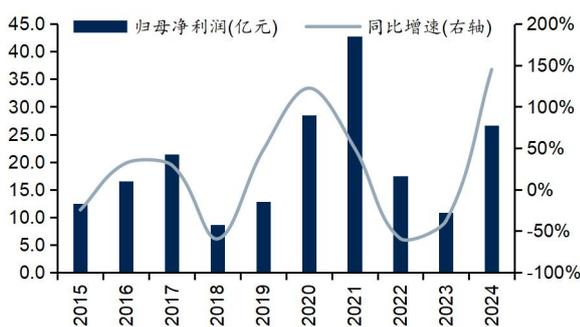
图5: 公司单季度营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2015~2024 年公司归母净利润 CAGR 约为 8.76%，2022 年公司归母净利润同比-59.08%，主要系公司某一款智能声学整机新产品项目生产过程中出现波动，增加计提了相关资产减值准备。2023 年，全球消费电子需求较为疲软，部分新型智能硬件产品出货量低于预期。2024 年，一方面 AI 与智能硬件产品融合，推动公司声学传感器等产品价值量提升，另一方面，公司加强精益化运营、提升盈利能力等工作取得成效，利润增幅显著高于营收增幅。

图6: 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

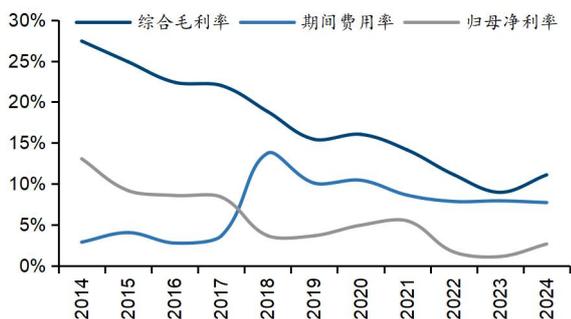
图7: 公司季度净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

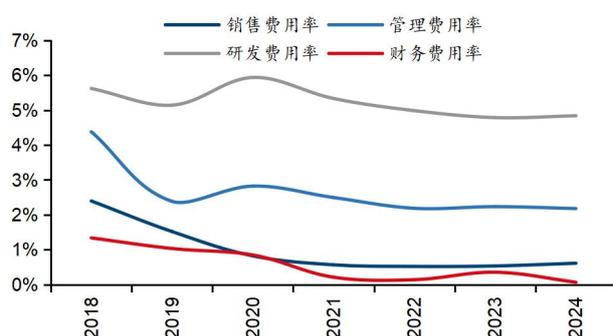
近五年公司费用率较为稳定，因产品结构改变导致毛利率逐步降低。近十年公司综合毛利率从 2014 年的 27.43% 下滑至 2023 年的 8.95%，主要系毛利率较低的智能硬件和智能声学整机业务营收占比提升，导致公司整体毛利率逐步下移，2024 年公司受益于精益化运营水平提升，盈利能力显著修复，毛利率达到 11.09%。公司持续优化费用管控能力，期间费用率从 2018 年的 13.73% 降低至 2024 年的 7.70%。2024 年公司销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别为 0.61%/2.18%/4.84%/0.07%。

图8: 公司毛利率、费用率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

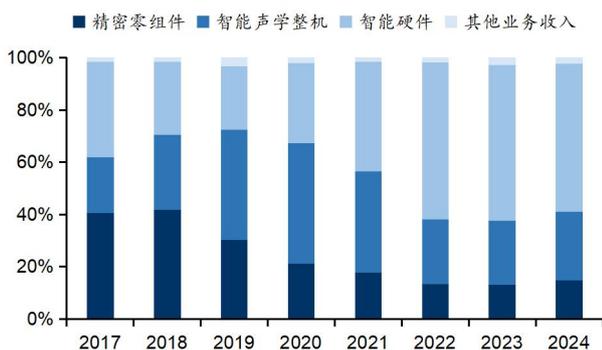
图9: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

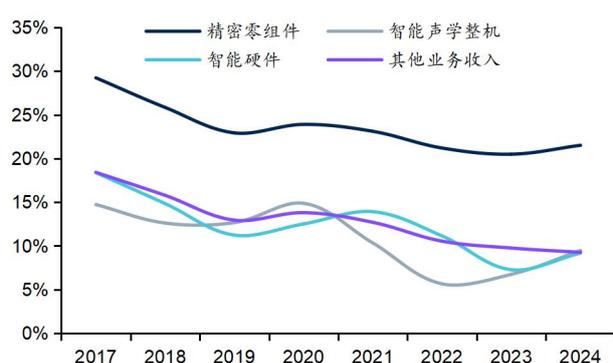
分产品来看, 精密零部件/智能声学整机/智能硬件三大业务板块营收占比从 2017 年的 40.6%/21.4%/36.3%调整为 2024 年的 14.9%/26.0%/56.7%, 营收 CAGR 分别为 5.5%/25.2%/29.7%, 2024 年毛利率分别为 21.5%/9.5%/9.2%。

图10: 公司分产品营收占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

智能声学整机业务：大客户耳机有望出现颠覆式硬件创新，拉动销量增长，公司组装份额也有望提升。耳机、智能音响等产品作为 AI 交互的入口，市场需求预计将出现较为明确的增长，我们预计 25-27 年公司智能声学整机收入增长 13.5%/12.9%/7.2%，毛利率逐步改善至 9.6%/9.8%/9.9%。

精密组件业务：随着语音成为终端交互新方式，对电声零部件要求提升，公司产品有望实现量价齐升。我们预计 25-27 年公司精密组件收入增长 6.3%/3.8%/4.2%，毛利率逐步改善至 21.5%/21.9%/21.9%。

智能硬件业务：根据 IDC，预计 25 年全球 VR 出货量下滑 12%至 650 万台，同时 PS5 进入产品周期末尾，但与 Meta、小米、Pico 合作的 XR 产品预计从 25 年开始逐渐成为公司增长的新驱动。整体看，我们预计公司 25-27 年收入同比增长 4.7%/1.9%/13.6%，毛利率为 10.1%/10.2%/10.3%。

表2：公司营业收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	985.74	1009.54	1082.90	1140.24	1255.75
精密组件	129.92	150.51	160.01	166.16	173.09
智能声学整机	241.85	262.96	298.55	337.10	361.49
智能硬件	587.09	571.99	599.06	610.42	693.28
其他业务收入	26.88	24.08	25.29	26.55	27.88
同比增速	-6.0%	2.4%	7.3%	5.3%	10.1%
精密组件	-7.2%	15.8%	6.3%	3.8%	4.2%
智能声学整机	-6.6%	8.7%	13.5%	12.9%	7.2%
智能硬件	-6.9%	-2.6%	4.7%	1.9%	13.6%
其他业务收入	39.5%	-10.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	8.95%	11.1%	11.6%	11.8%	11.7%
精密组件	20.5%	21.5%	21.5%	21.9%	21.9%
智能声学整机	6.7%	9.5%	9.6%	9.8%	9.9%
智能硬件	7.3%	9.2%	10.1%	10.2%	10.3%
其他业务收入	9.8%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收分别为 1082.90/1140.24/1255.75 亿元，同比+7.3%/5.3%/10.1%，毛利率为 11.6%/11.8%/11.7%。

未来 3 年业绩预测

表3: 公司未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	98574	100954	108290	114024	125575
营业成本	89753	89759	95716	100625	110823
销售费用	528	620	658	686	748
管理费用	2203	2200	2505	2636	2878
研发费用	4716	4882	5271	5507	6083
财务费用	352	71	248	286	221
营业利润	909	2847	3649	4133	4592
利润总额	791	2774	3552	4036	4502
归属于母公司净利润	1088	2665	3297	3747	4180
EPS (元)	0.32	0.76	0.96	1.10	1.22
ROE (%)	4%	8%	9%	10%	10%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 我们预计 2025-2027 年公司营业收入 1082.90/1140.24/1255.75 亿元, 同比增长 7.3%/5.3%/10.1%。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 32.97/37.47/41.80 亿元, 对应增速 23.7%/13.6%/11.6%。

盈利预测情景分析

表4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	98,574	100,954	108,510	114,428	126,368
(+/-%)	-6.0%	2.4%	7.5%	5.5%	10.4%
净利润(百万元)	1088	2665	6278	6973	7797
(+/-%)	-37.8%	144.9%	135.6%	11.1%	11.8%
摊薄 EPS	0.32	0.76	1.84	2.04	2.28
中性预测					
营业收入(百万元)	98,574	100,954	108,290	114,024	125,575
(+/-%)	-6.0%	2.4%	7.3%	5.3%	10.1%
净利润(百万元)	1088	2665	3297	3747	4180
(+/-%)	-37.8%	144.9%	23.7%	13.6%	11.6%
摊薄 EPS	0.32	0.76	0.96	1.10	1.22
悲观预测					
营业收入(百万元)	98,574	100,954	108,070	113,620	124,785
(+/-%)	-6.0%	2.4%	7.0%	5.1%	9.8%
净利润(百万元)	1088	2665	347	562	576
(+/-%)	-37.8%	144.9%	-87.0%	61.9%	2.5%
摊薄 EPS	0.32	0.76	0.10	0.16	0.17
总股本(百万股)	3,420	3,420	3,486	3,420	3,420

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理价值区间。

相对估值：25.20-28.48 元

选择目前从事消费电子电声零件、组装相关的企业：立讯精密、国光电器、瑞声科技、漫步者、佳禾智能作为可比公司。2025 年行业平均 PE 22 倍，考虑到公司的龙头地位和对新形态终端的卡位优势，给予一定估值溢价，取 PE 23-26 倍，对应股价区间 25.20-28.48 元。

表5: 同类公司估值比较（数据截至 2025 年 4 月 7 日）

代码	简称	股价(元)	EPS(元)					24-26 CAGR	PE(倍)				PEG	总市值(亿元)
			2023A	2024E/A	2025E	2026E	2023A		2024E	2025E	2026E			
002475	立讯精密	40.44	1.54	1.88	2.37	2.89	24.2%	20.70	17.00	13.46	11.02	0.56	2,310.47	
002045	国光电器	16.84	0.78	0.57	0.78	0.95	29.1%	18.14	24.76	18.18	14.87	0.63	79.59	
2018.H	瑞声科技	46.60	0.63	1.53	2.00	2.40	25.3%	52.38	21.57	16.51	13.74	0.65	395.51	
002351	漫步者	14.52	0.47	0.57	0.67	0.77	16.5%	27.09	22.29	19.05	16.44	1.16	113.18	
300793	佳禾智能	17.90	0.39	0.18	0.34	0.48	64.9%	35.38	77.92	40.07	28.67	0.62	52.51	
平均	-	-	0.76	1.22	1.57	1.92	32%	30.74	32.71	21.45	16.95	0.72	-	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测（注：可比公司数据为 wind 一致预期，不涉及主观意见）

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 25.20-28.48 元之间，对应 2025 年 PE 23-26 倍，相对于公司目前股价有 19.7%-35.31%溢价空间。考虑公司龙头地位和对新形态终端的领先布局，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 7.3%/5.3%/10.1%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 11.6%/11.8%/11.7%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

估值的风险

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在 29.58-32.87 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对可比公司的估值参数的选定，融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险。我们选取了与公司业务相近的立讯精密、国光电器、瑞声科技、漫步者、佳禾智能的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司经营管理明显向上，未来成长性强，给予公司 25 年 23-26 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险

经营风险

贸易摩擦升级风险：公司出口产品主要销往美国、日本、韩国等国家或地区。2018 年以来，美国先后对自中国进口的 340 亿美元、160 亿美元、2,000 亿美元和 3,000 亿美元商品加征关税，作为回应中方公布了反制措施加征关税产品清单。若中国未来与美国的贸易摩擦升级，并直接涉及公司出口的主要产品，可能对公司经营业绩产生重大不利影响。

行业竞争加剧风险：公司所处行业为资金、技术密集型行业，市场化程度较高，市场竞争激烈。尽管公司在技术、研发、人才、设备和客户资源等方面都建立了相对竞争优势，但随着新企业的涌入和跨国公司不断在国内投资设厂，公司将面临市场竞争加剧的风险。若公司发生决策失误，市场拓展不力，不能持续保持技术和生产水平的先进性，或者市场供求状况产生了重大不利变化，公司将面临不利的市场竞争局面，公司的长远发展亦会受到影响。若竞争对手实力增强，可能影响公司的市场份额，使公司产品的领先地位受到挑战。

原材料价格波动的风险：公司目前产品的主要原材料是 FPC 线路板、主控 IC 等，主要能源为电力和天然气。报告期内，公司原材料和主要能源供应充足。公司建立了一套严格的供应商管理办法及原材料价格跟踪体系，与主要原材料供应商均建立了良好的合作关系。虽然公司能够通过产业链上下游业务协同、制定相对比较灵活的采购策略及持续改进生产工艺等措施降低原材料、能源价格波动对产品成本的影响。若未来公司主要原材料 FPC 线路板、主控 IC 等采购价格发生大幅波动，仍可能对公司的业绩产生一定的影响。

财务风险

汇率风险：公司面临交易性的汇率风险。公司出口销售和进口采购主要以美元结算为主，造成外币资产结余较大。汇率波动超出预期，可能会对公司经营带来一定风险。

应收账款管理风险：随着公司业务规模的持续扩大，公司的应收账款也随之增加。若未来公司客户在财务状况、经营情况等方面发生重大不利变化，将导致公司面临应收账款不能及时足额收回的风险；若公司没有对应收账款对账及催收等进行有效地管理，可能对公司的营运资金周转带来一定的压力，并对公司的经营业绩产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	14737	17466	15325	16122	16855	营业收入	98574	100954	108290	114024	125575
应收款项	12653	18131	19449	20479	22553	营业成本	89753	89759	95716	100625	110823
存货净额	10795	10479	13505	12627	14082	营业税金及附加	244	279	281	298	333
其他流动资产	1856	3363	2212	2703	3110	销售费用	528	620	658	686	748
流动资产合计	40041	49440	50490	51931	56600	管理费用	2203	2200	2505	2636	2878
固定资产	24377	23201	26641	28766	29960	研发费用	4716	4882	5271	5507	6083
无形资产及其他	3280	3051	2929	2807	2685	财务费用	352	71	248	286	221
其他长期资产	5286	6281	6281	6281	6281	投资收益	(73)	109	(0)	12	40
长期股权投资	760	734	833	991	1068	资产减值及公允价值变动	(184)	(602)	(237)	(189)	(236)
资产总计	73744	82707	87175	90776	96593	其他	388	197	275	323	299
短期借款及交易性金融负债	6287	12637	13660	13612	11590	营业利润	909	2847	3649	4133	4592
应付款项	22121	25922	27566	27492	31227	营业外净收支	(118)	(74)	(98)	(96)	(89)
其他流动负债	5035	6398	5459	6203	7006	利润总额	791	2774	3552	4036	4502
流动负债合计	33442	44957	46684	47307	49823	所得税费用	(228)	188	355	404	450
长期借款及应付债券	6631	1341	1341	1341	1341	少数股东损益	(69)	(79)	(101)	(115)	(128)
其他长期负债	2143	2361	2564	2659	2745	归属于母公司净利润	1088	2665	3297	3747	4180
长期负债合计	8775	3702	3905	4000	4086	现金流量表 (百万元)					
负债合计	42217	48659	50590	51308	53909	净利润	1019	2586	3196	3632	4052
少数股东权益	717	862	761	646	518	资产减值准备	300	643	270	253	282
股东权益	30811	33186	35824	38822	42166	折旧摊销	3714	3772	3058	3750	4360
负债和股东权益总计	73744	82707	87175	90776	96593	公允价值变动损失	(116)	(41)	(33)	(63)	(46)
关键财务与估值指标						财务费用	458	453	248	286	221
每股收益	0.32	0.76	0.96	1.10	1.22	营运资本变动	472	(2434)	(2724)	365	761
每股红利	0.24	0.39	0.19	0.22	0.24	其它	2305	1221	(518)	(539)	(502)
每股净资产	9.01	9.52	10.47	11.35	12.33	经营活动现金流	8152	6200	3497	7684	9128
ROIC	21%	19%	17%	17%	19%	资本开支	(6950)	(3634)	(6376)	(5753)	(5432)
ROE	4%	8%	9%	10%	10%	其它投资现金流	(634)	(1612)	373	(335)	(105)
毛利率	9%	11%	12%	12%	12%	投资活动现金流	(7583)	(5246)	(6002)	(6088)	(5537)
EBIT Margin	1%	3%	4%	4%	4%	权益性融资	0	1260	0	0	0
EBITDA Margin	5%	7%	6%	7%	7%	负债净变化	4425	(5290)	0	0	0
收入增长	-6%	2%	7%	5%	10%	支付股利、利息	(837)	(1367)	(659)	(749)	(836)
净利润增长率	-38%	145%	24%	14%	12%	其它融资现金流	(1814)	3107	1023	(48)	(2022)
资产负债率	58%	60%	59%	57%	56%	融资活动现金流	1774	(2290)	364	(798)	(2858)
息率	0.9%	1.5%	0.7%	0.8%	0.9%	现金净变动	2353	(1362)	(2142)	798	733
P/E	83.9	34.9	27.7	24.4	21.8	货币资金的期初余额	10800	13153	11791	9649	10447
P/B	3.0	2.8	2.5	2.4	2.2	货币资金的期末余额	13153	11791	9649	10447	11179
EV/EBITDA	27.6	20.3	20.5	17.8	16.0	企业自由现金流	(1308)	700	(2569)	2207	3928
						权益自由现金流	1303	(1483)	(1768)	1902	1707

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。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