

## 万丰奥威（002085.SZ）

优于大市

一季度净利润同比增长 21%，通航飞机和 eVTOL 打开低空经济成长空间

## 核心观点

**2025Q1 万丰奥威实现净利润 2.75 亿元，同比增长 21%。**公司 2024 年实现营收 162.64 亿元，同比+0.35%，归母净利润 6.53 亿元，同比-10.14%。2025Q1，公司实现营收 35.67 亿元，同比+0.75%，环比-27.12%，实现归母净利润 2.75 亿元，同比+21.29%，环比+206.35%。**分产品看**，2024 年，公司汽车金属轻量化零部件收入 134.50 亿元，同比增长 0.09%，毛利率 14.82%，同比-3.51pct，通航飞机制造收入 28.14 亿元，同比增长 1.62%，毛利率 24.71%，同比-5.34pct。

**2025Q1，公司净利率同比提升 2.3pct。**2025Q1，公司毛利率 18.3%，同比-1.5pct，环比+4.1pct，净利率 10.5%，同比+2.3pct，环比+8.4pct。

**汽车轻量化为基，通航飞机+eVTOL 打开低空经济成长空间。**公司从事的主要业务为两大板块，分别为以“铝合金-镁合金”为主线的汽车金属部件轻量化业务；集自主研发、设计、制造、销售服务等于一体的专业通用飞机制造业务。分业务来看，1) 2024 年，公司**汽车金属部件轻量化业务**实现营业收入 134.50 亿元，同比增长 0.09%。公司将继续加强同核心新能源客户的合作，增加大尺寸轮毂的配套，持续普及镁合金仪表盘支架等镁合金大型压铸件在国内中高端车和新能源车的应用，推进镁合金大型压铸件国产化应用。2) 2024 年，公司**通航飞机创新制造业务**实现营业收入 28.14 亿元，同比增长 1.62%，不断强化“研发-授权/技术转让-整机制造和销售-售后服务”经营模式。通航飞机订单充足，MPP 特种用途高附加值机型订单取得突破，销售业务持续优化，高附加值机型生产工艺持续改进，开发新供应链配套以为克服飞机产能和交付，同时持续推进 eVTOL、eDA40、DART 系列新机型研发工作。公司于 2025 年 3 月完成 Volocopter GmbH 核心资产的收购，后续将积极推进 eVTOL 领域的业务整合，在经营管理、财务体系等方面持续做好统筹规划，实现业务和资源优势互补和有效协同，推进相关机型型号合格证（TC）取证和商业化进程，助力公司长期可持续发展。

**风险提示：**低空经济发展不及预期；原材料价格波动。

**投资建议：**下调盈利预测，维持优于大市评级。考虑到下游客户排产波动，下调盈利预测，预计 2025-2027 年营收 178.43/193.28/210.98 亿元（原 25/26 年预测为 186/205 亿元），归母净利润 10.01/12.01/14.05 亿元（原 25/26 年预测 11.05/13.02 亿元），维持优于大市评级。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 16,207 | 16,264 | 17,843 | 19,328 | 21,098 |
| (+/-%)       | -1.1%  | 0.4%   | 9.7%   | 8.3%   | 9.2%   |
| 净利润(百万元)     | 727    | 653    | 1001   | 1201   | 1405   |
| (+/-%)       | -10.1% | -10.1% | 53.3%  | 19.9%  | 17.1%  |
| 每股收益(元)      | 0.34   | 0.31   | 0.47   | 0.56   | 0.66   |
| EBIT Margin  | 10.7%  | 7.7%   | 10.3%  | 11.2%  | 11.8%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 10.8%  | 9.4%   | 13.8%  | 15.8%  | 17.5%  |
| 市盈率 (PE)     | 51.7   | 57.0   | 37.5   | 31.3   | 26.7   |
| EV/EBITDA    | 19.4   | 26.5   | 20.5   | 17.8   | 15.8   |
| 市净率 (PB)     | 5.58   | 5.37   | 5.19   | 4.95   | 4.69   |

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：曹翰民

0755-81981873

caohanmin@guosen.com.cn

S0980524100001

证券分析师：杨彬

0755-81982771

yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

## 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)        |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 17.54 元         |
| 总市值/流通市值    | 37243/37243 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 25.19/11.08 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 1719.60 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

《万丰奥威（002085.SZ）-单三季度营收环比增长 4%，通航飞机打开低空经济成长空间》——2024-11-12

《万丰奥威（002085.SZ）-汽车轻量化为基，通航飞机打开低空经济成长空间》——2024-09-28

**2025Q1 万丰奥威实现净利润 2.75 亿元，同比增长 21%。**公司 2024 年实现营收 162.64 亿元，同比+0.35%，归母净利润 6.53 亿元，同比-10.14%。分季度看，公司 2024Q4 实现营收 48.94 亿元，同比+6.20%，环比+22.39%，归母净利润 0.90 亿元，同比-52.90%，环比-45.72%。2024 年，公司营业收入保持稳定，受资产减值、商誉减值等因素影响，净利润有所下降。

2025Q1，公司实现营收 35.67 亿元，同比+0.75%，环比-27.12%，实现归母净利润 2.75 亿元，同比+21.29%，环比+206.35%。

**分产品看**，2024 年，公司汽车金属轻量化零部件收入 134.50 亿元，同比增长 0.09%，毛利率 14.82%，同比-3.51pct，通航飞机制造收入 28.14 亿元，同比增长 1.62%，毛利率 24.71%，同比-5.34pct。

图1：万丰奥威营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：万丰奥威单季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：万丰奥威归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：万丰奥威单季度归母净利润及同比增速

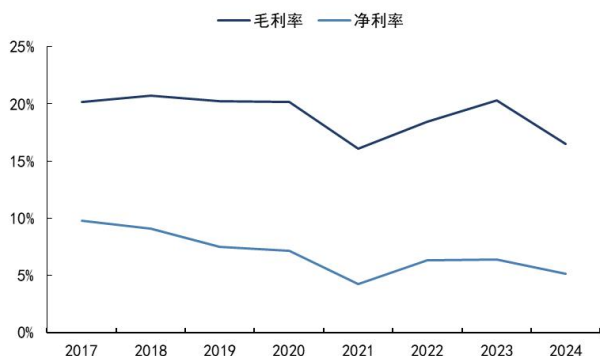


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2025Q1 毛利率环比提升 4.1pct，净利率同比提升 2.3pct。**2024 年，公司毛利率 16.5%，同比-3.8pct，净利率 5.2%，同比-1.2pct。拆分季度看，2024Q4 公司毛利率 14.3%，同比-7.0pct，环比-1.4pct，净利率 2.1%，同比-5.3pct，环比-3.2pct。

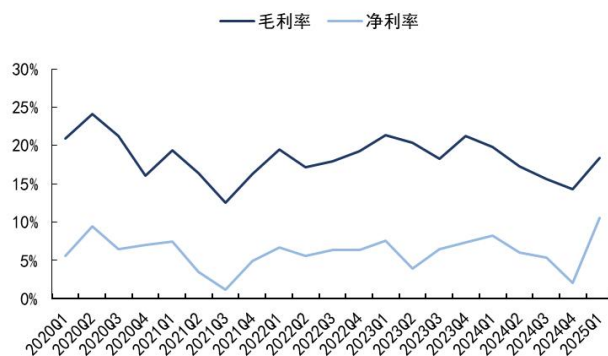
2025Q1，公司毛利率 18.3%，同比-1.5pct，环比+4.1pct，净利率 10.5%，同比+2.3pct，环比+8.4pct。

图5: 万丰奥威毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 万丰奥威单季度毛利率和净利率

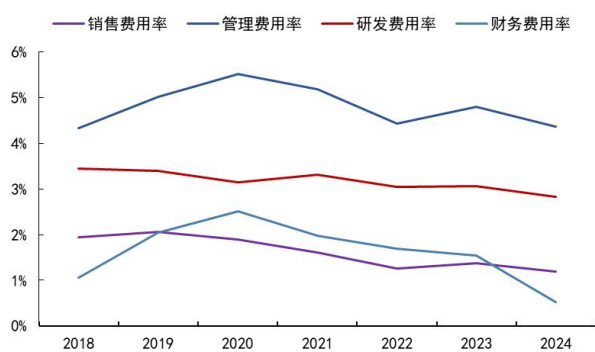


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**费用稳中有降, 2024 年四费率同比-1.8pct。**2024 年, 公司四费率为 8.92%, 同比 -1.84pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.18%/4.37%/2.84%/0.53%, 同比分别变动-0.18/-0.43/-0.22/-1.01pct。分季度看, 2024Q4 公司四费率为 6.65%, 同比-4.46pct, 环比-3.17pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.09%/3.15%/2.78%/-0.37%, 同比分别变动-0.25/-1.40/-0.62/-2.20pct, 环比变动-0.04/-1.16/-0.23/-1.75pct。2024 年, 公司财务费用率波动较大, 主要为资金成本下降、利息收入及汇兑收益增加所致。

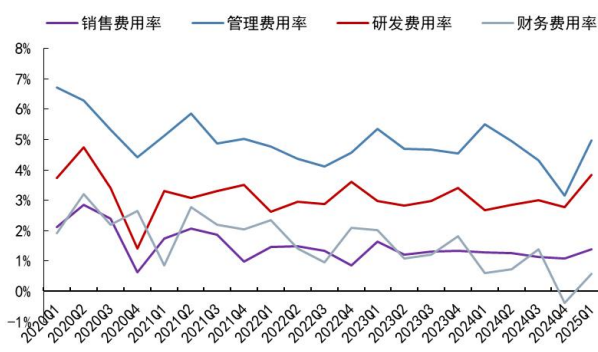
2025Q1 公司四费率为 10.77%, 同比+0.70pct, 环比+4.12pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.38%/4.98%/3.84%/0.57%, 同比分别变动+0.08/-0.51/+1.16/-0.03pct, 环比变动+0.29/+1.83/+1.06/+0.94pct。2025Q1, 公司研发费用率同比增长, 主要系加大研发投入所致。

图7: 万丰奥威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

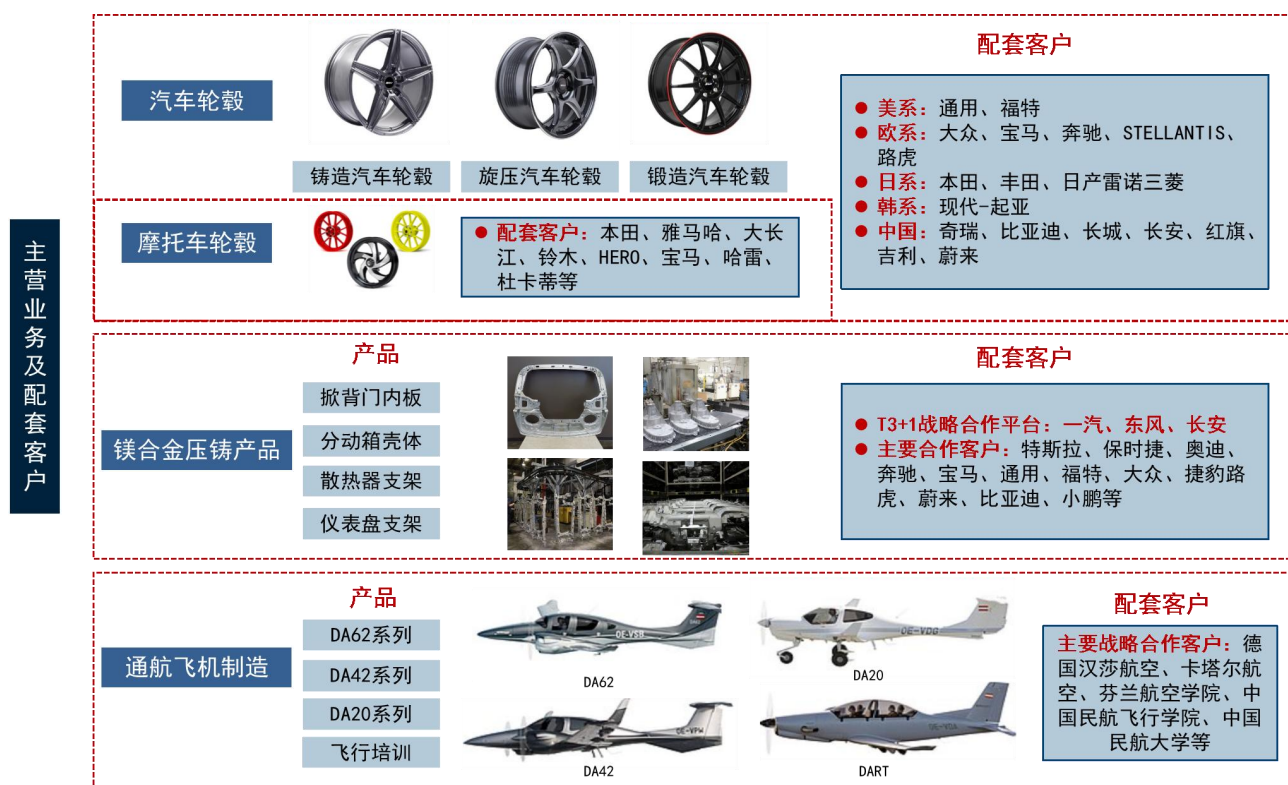
图8: 万丰奥威单季度四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**汽车轻量化为基, 通航飞机+eVTOL 打开低空经济成长空间。**万丰奥威是一家以大交通领域先进制造业为核心的国际化公司, 经过 20 余年的发展, 公司形成了汽车金属部件轻量化产业和通航飞机创新制造产业“双引擎”驱动发展格局。2024 年, 公司从事的主要业务为两大板块, 分别为以“铝合金-镁合金”为主线的汽车金属部件轻量化业务; 集自主研发、设计、制造、销售服务等于一体的专业通用飞机制造业务。

图9：万丰奥威产品覆盖图



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

**万丰奥威：**万丰奥威产业定位“大交通”领域，秉承“双引擎”发展战略，致力于成为全球汽车金属部件轻量化推动者和通用飞机创新制造全球领跑者。

1) **汽车金属部件轻量化业务方面**，2024 年，公司汽车金属部件轻量化业务实现营业收入 134.50 亿元，同比增长 0.09%，经营情况整体平稳。面对竞争较为激烈的产业环境，公司持续优化客户结构，推进生产线数字化管理升级，提高生产效率，加强大宗物资采购和原材料库存管控，加大以铝合金、镁合金为主导的轻量化金属应用技术研发力度，通过持续的工艺改进、技术创新，降本提效，提高整体业务可持续发展经营能力。同时，公司将继续加强同核心新能源客户的合作，优化产品结构，增加大尺寸轮毂的配套，持续普及镁合金仪表盘支架等镁合金大型铸件在国内中高端车和新能源车的应用，推进镁合金大型铸件国产化应用，打造国内汽车零部件行业领先的研发机构，解决轻量化材料、工艺、设计与制造等领域的关键核心技术问题，并实现“本土化设计、敏捷化供应”，不断满足新能源汽车的崛起及汽车轻量化发展需求，积极推动行业发展。

2) **通航飞机创新制造业务方面**，2024 年，公司通航飞机创新制造业务实现营业收入 28.14 亿元，同比增长 1.62%，全年持续以飞机创新制造为核心，不断强化“研发-授权/技术转让-整机制造和销售-售后服务”经营模式。通航飞机订单充足，MPP 特种用途高附加值机型订单取得突破，销售业务持续优化，高附加值机型生产工艺持续改进，开发新供应链配套以为克服飞机产能和交付，同时持续推进 eVTOL、eDA40、DART 系列新机型研发工作。

2024 年，钻石 eDA40 纯电动飞机获得 2024 年德国 Aerokurier 最佳创新飞机奖，DA50 RG 获得意大利 A'设计大奖赛“航空航天和飞机设计”类别的铂金奖。

未来随着低空经济发展，钻石飞机将在航校培训等应用市场基础上不断开拓新的应用场景，推进新机型的引进和国内新基地及交付中心的建设与资源整合，通过丰富的机型系列进一步匹配和开发国内私人飞行、短途运输、特种用途等场景，同时加大电动飞机、eVTOL 等新机型的研发和型号合格证（TC）取证，抓住国家低空经济发展新机遇，致力于加速低空经济市场布局。

**展望 2025 年，公司以提升经营绩效为核心，提高净现金流为目标，重点落实数字化转型，着力提升高质量发展能力，继续深入实施汽车金属部件轻量化和通航飞机创新制造“双引擎”驱动发展战略，把握行业发展形势，继续推进全球化产业布局，积极推进协同战略，全力推进战略客户开发，强化技术创新，致力于成为全球汽车金属部件轻量化推动者和通航飞机创新制造全球领跑者。**

### ● 把握新能源汽车发展趋势，持续优化市场和业务结构

公司汽车金属部件以轻量化战略为依托，走技术领先的差异化发展之路，积极把握行业发展趋势，优化市场结构，推进全球化产业布局，通过技术引领推动公司发展。

在新能源汽车渗透率不断提升的背景下，公司汽轮业务充分发挥规模和技术优势，将继续加强同核心新能源客户的合作，持续优化市场和产品结构，提升新能源汽车配套占比，在推进国内智慧工厂建设的同时积极推动海外基地建设。公司镁合金业务将强化管理团队与管理体系建设提升，继续推动内部资源整合，持续优化市场布局，全面提升战略客户业务，加大北美外的海外市场开发，持续推动海外成熟产品的国内应用，加大国内新能源车项目获取力度，提升新能源汽车主机厂的渗透率，实现大型压铸件新产品应用的国内外市场突破，持续保持公司轻量化镁合金新材料深加工业务全球领导者地位。

### ● 抢抓低空经济发展新机遇，推进 eVTOL 机型研发与业务整合

公司通航产业在推动全球适航认证，积极拓展全球市场的同时，落实全球一体化战略运行机制，加强事业部统筹管理与协调，实现生产技术、供应链体系、生产工艺等资源在奥地利、加拿大、德国、中国的三地联动和统筹协调。抢抓国内低空经济发展新机遇，推进新机型的引进和国内新基地及交付中心的建设与资源整合，并加快推进 eVTOL、eDA40、DART 系列机型型号合格证（TC）取证。

公司于 2025 年 3 月完成 Volocopter GmbH 核心资产的收购，后续将积极推进 eVTOL 领域的业务整合，在经营管理、财务体系等方面持续做好统筹规划，实现业务和资源优势互补和有效协同，推进相关机型型号合格证（TC）取证和商业化进程，助力公司长期可持续发展。万丰集团对 Volocopter 的重组，是全球 eVTOL（电动垂直起降飞行器）领域从“技术试验”迈向“规模商用”的关键转折，通过整合 Volocopter 在 eVTOL 领域的前沿技术（如分布式电推进系统、VololIQ 航空云平台）与万丰在通用航空的制造积淀，双方构建了“固定翼+无人机+垂直起降”多引擎驱动的全场景出行矩阵。这一模式打破了传统航空与城市交通的边界，推动低空经济从单一飞行器制造向“飞行器制造-空域管理-航线运营-用户服务”的全产业链跃迁。在全球市场方面，钻石飞机公司在北美、南美、欧洲、非洲、中东、亚洲和太平洋地区均有布局，其加拿大钻石负责北美和南美市场，奥地利钻石负责欧洲、非洲和中东市场，中国钻石负责亚洲和太平洋市场。这种广泛的市场覆盖将助力 Volocopter 迅速拓展全球业务版图。在生产能力上，万丰集团在北美、欧洲和亚洲都设有工厂，这些工厂具备先进的制造技术和设备，能够轻松实现未来 Volocopter 机型的大规模生产。此外，钻石飞机公司在全球拥有 192 个服务中心，可为 Volocopter 提供全方位、无死角的全球售后服务。下一步，万丰钻石飞机全球各大研发中心将共同研发、齐头并进，并制定行业安全等级最高

标准。其中，亚洲钻石研发中心、北美钻石研发中心将聚焦在 Volocopter 2X、VoloDrone 等机型上，欧洲钻石研发中心则聚焦在 Volocity 机型上，全力推动其尽快取得 EASA 认证。EASA 认证是欧洲航空安全局颁发的权威认证，获得该认证意味着 Volocity 机型在安全性、技术标准等方面达到了欧洲乃至全球的顶尖水平，将为其在全球市场的推广和应用奠定坚实基础。万丰将充分发挥自身在航空领域的技术积累、生产制造能力以及全球资源整合优势，加大对 Volocity 机型的研发投入和技术支持，与 Volocopter 团队紧密合作，共同攻克认证过程中的技术难题和挑战。此次重组 Volocopter，是万丰集团在航空领域的又一重大战略举措。万丰将以此次重组为契机，深度融合 Volocopter 的先进技术和创新理念，继续秉持开放、合作、创新的发展理念，加强与全球航空领域的优秀企业、科研机构的合作与交流，不断提升自身在航空领域的核心竞争力，加速推进城市空中交通产业的发展，助力实现“改变人类出行方式”的美好愿景。

图10: Volocity 机型



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

### ● 加快推进数字化转型升级，提高数字化管理水平

公司将继续推进数字化工厂建设，在抓好已有工厂的数字化转型升级同时，建设好新的数字化智慧工厂，夯实公司数字化转型基础，为持续提高公司运行效率、优化计划、提升质量、降低成本提供保障。

### ● 持续聚焦核心主业，优化公司财务结构

公司以汽车金属部件轻量化和通航飞机创新制造“双引擎”驱动发展战略为纲要，持续聚焦核心主业，优化产业布局和业务结构，优化资金管理，持续改善公司财务结构，提升公司盈利能力。同时积极通过多种渠道加强公司内在价值的传播，为股东及中小投资者创造更大的价值。

**投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级**

公司汽车轻量化和通航飞机双轮驱动，后续看点在于新能源汽车轻量化需求加大和通航低空经济产业发展。考虑到下游客户排产波动，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收 178.43/193.28/210.98 亿元（原 25/26 年预测为 185.88/205.09 亿元），归母净利润 10.01/12.01/14.05 亿元（原 25/26 年预测 11.05/13.02 亿元），对应 PE 为 38/31/27 倍，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

| 公司<br>代码  | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 昨收盘（元）<br>20250507 | 总市值<br>（亿元） | EPS  |       |       | PE     |       |       |
|-----------|----------|----------|--------------------|-------------|------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |          |          |                    |             | 2024 | 2025E | 2026E | 2024   | 2025E | 2026E |
| 301398.SZ | 星源卓镁     | 无评级      | 54.8               | 43.8        | 1.00 | 1.33  | 1.68  | 54.80  | 41.20 | 32.62 |
| 300428.SZ | 立中集团     | 无评级      | 17.6               | 111.5       | 1.12 | 1.34  | 1.62  | 15.71  | 13.13 | 10.86 |
| 688631.SH | 莱斯信息     | 无评级      | 82.8               | 135.4       | 0.79 | 1.01  | 1.34  | 104.84 | 82.00 | 61.81 |
| 000099.SZ | 中信海直     | 无评级      | 23.4               | 181.5       | 0.39 | 0.47  | 0.53  | 59.97  | 49.77 | 44.13 |
| 平均        |          |          |                    |             | 0.83 | 1.04  | 1.29  | 58.83  | 46.53 | 37.36 |
| 002085.SZ | 万丰奥威     | 优于大市     | 17.5               | 372.4       | 0.31 | 0.47  | 0.56  | 57.01  | 37.52 | 31.30 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（注：星源卓镁、立中集团、莱斯信息、中信海直 EPS 取 Wind 一致预期数据）

**风险提示：**低空经济发展不及预期；原材料价格波动。

# 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         | 1892         | 1851         | 3698         | 3898         | 4116         | 营业收入              | 16207         | 16264        | 17843        | 19328        | 21098        |
| 应收款项             | 3795         | 4621         | 4180         | 4522         | 4942         | 营业成本              | 12912         | 13576        | 14571        | 15611        | 17005        |
| 存货净额             | 2782         | 2731         | 3114         | 3336         | 3636         | 营业税金及附加           | 60            | 74           | 62           | 68           | 74           |
| 其他流动资产           | 950          | 749          | 1071         | 1160         | 1266         | 销售费用              | 222           | 193          | 178          | 193          | 169          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>9425</b>  | <b>9955</b>  | <b>12069</b> | <b>12922</b> | <b>13966</b> | 管理费用              | 778           | 711          | 737          | 794          | 819          |
| 固定资产             | 4236         | 4033         | 3973         | 3919         | 3837         | 研发费用              | 496           | 461          | 464          | 503          | 549          |
| 无形资产及其他          | 1569         | 1482         | 1423         | 1365         | 1307         | 财务费用              | 249           | 86           | 186          | 197          | 194          |
| 投资性房地产           | 2395         | 2328         | 2328         | 2328         | 2328         | 投资收益              | (2)           | 1            | (2)          | (2)          | (2)          |
| 长期股权投资           | 20           | 20           | 20           | 20           | 20           | 资产减值及公允价值变动       | (299)         | (98)         | (50)         | (50)         | (50)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>17645</b> | <b>17818</b> | <b>19814</b> | <b>20555</b> | <b>21458</b> | 其他收入              | (415)         | (468)        | (464)        | (503)        | (549)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 3639         | 2463         | 3700         | 3700         | 3700         | 营业利润              | 1271          | 1059         | 1593         | 1910         | 2237         |
| 应付款项             | 1561         | 1770         | 1752         | 1876         | 2045         | 营业外净收支            | 23            | 23           | 4            | 4            | 4            |
| 其他流动负债           | 1882         | 1720         | 2109         | 2261         | 2453         | <b>利润总额</b>       | <b>1293</b>   | <b>1082</b>  | <b>1597</b>  | <b>1914</b>  | <b>2241</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>7082</b>  | <b>5953</b>  | <b>7561</b>  | <b>7837</b>  | <b>8198</b>  | 所得税费用             | 259           | 242          | 319          | 383          | 448          |
| 长期借款及应付债券        | 639          | 1763         | 1763         | 1763         | 1763         | 少数股东损益            | 307           | 187          | 276          | 331          | 387          |
| 其他长期负债           | 545          | 486          | 491          | 496          | 501          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>727</b>    | <b>653</b>   | <b>1001</b>  | <b>1201</b>  | <b>1405</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1184</b>  | <b>2248</b>  | <b>2253</b>  | <b>2258</b>  | <b>2263</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>8266</b>  | <b>8201</b>  | <b>9814</b>  | <b>10095</b> | <b>10461</b> | 净利润               | 727           | 653          | 1001         | 1201         | 1405         |
| 少数股东权益           | 2652         | 2681         | 2763         | 2863         | 2979         | 资产减值准备            | 252           | (72)         | 36           | (5)          | (7)          |
| 股东权益             | 6727         | 6936         | 7237         | 7597         | 8018         | 折旧摊销              | 623           | 466          | 484          | 519          | 548          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>17645</b> | <b>17818</b> | <b>19814</b> | <b>20555</b> | <b>21458</b> | 公允价值变动损失          | 299           | 98           | 50           | 50           | 50           |
| <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> | 财务费用              | 249           | 86           | 186          | 197          | 194          |
| 每股收益             | 0.34         | 0.31         | 0.47         | 0.56         | 0.66         | 营运资本变动            | 361           | (591)        | 147          | (378)        | (467)        |
| 每股红利             | 0.25         | 0.28         | 0.33         | 0.39         | 0.46         | 其它                | (170)         | 86           | 47           | 105          | 123          |
| 每股净资产            | 3.14         | 3.27         | 3.38         | 3.55         | 3.74         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>2091</b>   | <b>641</b>   | <b>1765</b>  | <b>1491</b>  | <b>1652</b>  |
| ROIC             | 9.12%        | 6.92%        | 10%          | 12%          | 13%          | 资本开支              | 0             | (33)         | (451)        | (451)        | (451)        |
| ROE              | 10.81%       | 9.42%        | 14%          | 16%          | 18%          | 其它投资现金流           | (3)           | 3            | (3)          | 0            | 0            |
| 毛利率              | 20%          | 17%          | 18%          | 19%          | 19%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(3)</b>    | <b>(30)</b>  | <b>(454)</b> | <b>(451)</b> | <b>(451)</b> |
| EBIT Margin      | 11%          | 8%           | 10%          | 11%          | 12%          | 权益性融资             | 62            | 3            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 15%          | 11%          | 13%          | 14%          | 14%          | 负债净变化             | 163           | 1124         | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | -1%          | 0%           | 10%          | 8%           | 9%           | 支付股利、利息           | (534)         | (604)        | (701)        | (840)        | (984)        |
| 净利润增长率           | -10%         | -10%         | 53%          | 20%          | 17%          | 其它融资现金流           | (1269)        | (1694)       | 1237         | 0            | 0            |
| 资产负债率            | 62%          | 61%          | 63%          | 63%          | 63%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(1949)</b> | <b>(653)</b> | <b>537</b>   | <b>(840)</b> | <b>(984)</b> |
| 股息率              | 1.4%         | 1.6%         | 1.9%         | 2.3%         | 2.6%         | <b>现金净变动</b>      | <b>139</b>    | <b>(42)</b>  | <b>1848</b>  | <b>200</b>   | <b>218</b>   |
| P/E              | 51.7         | 57.0         | 37.5         | 31.3         | 26.7         | 货币资金的期初余额         | 1753          | 1892         | 1851         | 3698         | 3898         |
| P/B              | 5.6          | 5.4          | 5.2          | 4.9          | 4.7          | 货币资金的期末余额         | 1892          | 1851         | 3698         | 3898         | 4116         |
| EV/EBITDA        | 19.4         | 26.5         | 20.5         | 17.8         | 15.8         | 企业自由现金流           | 0             | 813          | 1644         | 1418         | 1616         |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 0             | 242          | 2733         | 1260         | 1461         |

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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