

爱柯迪（600933.SH）

卓尔博项目获上交所受理，主业增长稳健

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 汽车 · 汽车零部件

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：唐旭霞	0755-81981814	tangxx@guosen.com.cn	执证编码：S0980519080002
证券分析师：贾济恺	021-61761026	jiajikai@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090004

事项：

公司公告：2025年5月26日，公司收到上海证券交易所出具的《关于受理爱柯迪股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的通知》（上证上审（并购重组）〔2025〕33号），上交所依据相关规定对公司报送的发行股份购买资产并募集配套资金的申请文件进行了核对，认为该项申请文件齐备，符合法定形式，决定予以受理并依法进行审核。公司同步披露了《爱柯迪股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）（申报稿）》。

国信汽车观点：1) 卓尔博项目落地稳步推动，根据公告内容，卓尔博业绩承诺2025/2026/2027年净利润分别不低于1.415/1.569/1.741亿元，预计在2026/2027年全年并表的情况下，为公司利润增厚1.11/1.23亿元。2) 公司2025年第一季度业绩同比稳健增长，实现营收16.66亿元，同比增长1.41%，环比减少5.99%，实现归母净利润2.57亿元，同比增长10.94%，环比增长30.11%。3) 公司优势来自于优秀的治理能力和优质的客户资源。未来增长点有：1、大件产品进一步放量、新产能落地并放量；2、进一步扩品类；3、转型具身智能领域，主业、新品类、瞬动机器人三条路线共同推进。4) 综合考虑公司成长性和盈利能力，暂不考虑创新业务、卓尔博项目和配套融资的情况下，预计公司2025/2026/2027年营业收入分别为81.43/99.14/116.70亿元，同比增速分别为20.7%/21.7%/17.7%；2025/2026/2027年归母净利润分别为11.13/13.73/16.46亿元，同比增速分别为18.4%/23.4%/19.9%；预计2025-2027年EPS分别为1.13/1.39/1.67元，对应PE分别为13.4/10.9/9.1倍。维持“优于大市”评级。

风险提示：新增订单不及预期、海外市场萎缩、国内竞争恶化、扩品类不及预期、并购整合不及预期，业绩承诺可能不及预期等。

评论：

◆ 公司公告：卓尔博项目获得上交所受理

爱柯迪股份有限公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买卓尔博精密机电股份有限公司71%股权，同时向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金。

公司公告，2025年5月26日，公司收到上海证券交易所出具的《关于受理爱柯迪股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的通知》（上证上审（并购重组）〔2025〕33号），上交所依据相关规定对公司报送的发行股份购买资产并募集配套资金的申请文件进行了核对，认为该项申请文件齐备，符合法定形式，决定予以受理并依法进行审核。

公司同日披露了《爱柯迪股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）（申报稿）》。在4月30日公告的原《爱柯迪股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）》基础上，公司结合《上市公司重大资产重组管理办法（2025年修订）》（以下简称“重组管理办法”）、《上海证券交易所发行上市审核业务指南第4号——常见问题的信息披露和核查要求自查表（2025年5月修订）》等相关文件的修订要求，以及公司股东大会审议本次交易相关议案、本次交易涉及的相关主体买卖上市公司股票的自查情况等对本次交易草案进行了补充和修订。

根据本次《报告书》以及4月的卓尔博资产评估报告，卓尔博估值为15.76亿元，公司收购卓尔博71%股权，交易价格约为11.18亿元。

表1: 交易标的评估情况

交易标的	基准日	评估或估值方法	评估或估值结果(万元)	增值率/溢价率(%)	本次拟交易的权益比例	交易价格(万元)
卓尔博	2024年12月31日	收益法	157,600.00	118.48%	71%	111,825.00

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

根据公告, 本次卓尔博收购的交易构成中, 现金支付部分约5.03亿元, 股份支付为拟发行的43931249股, 价格14元, 股份支付部分的价值约6.15亿元, 募集配套资金金额5.2亿元。

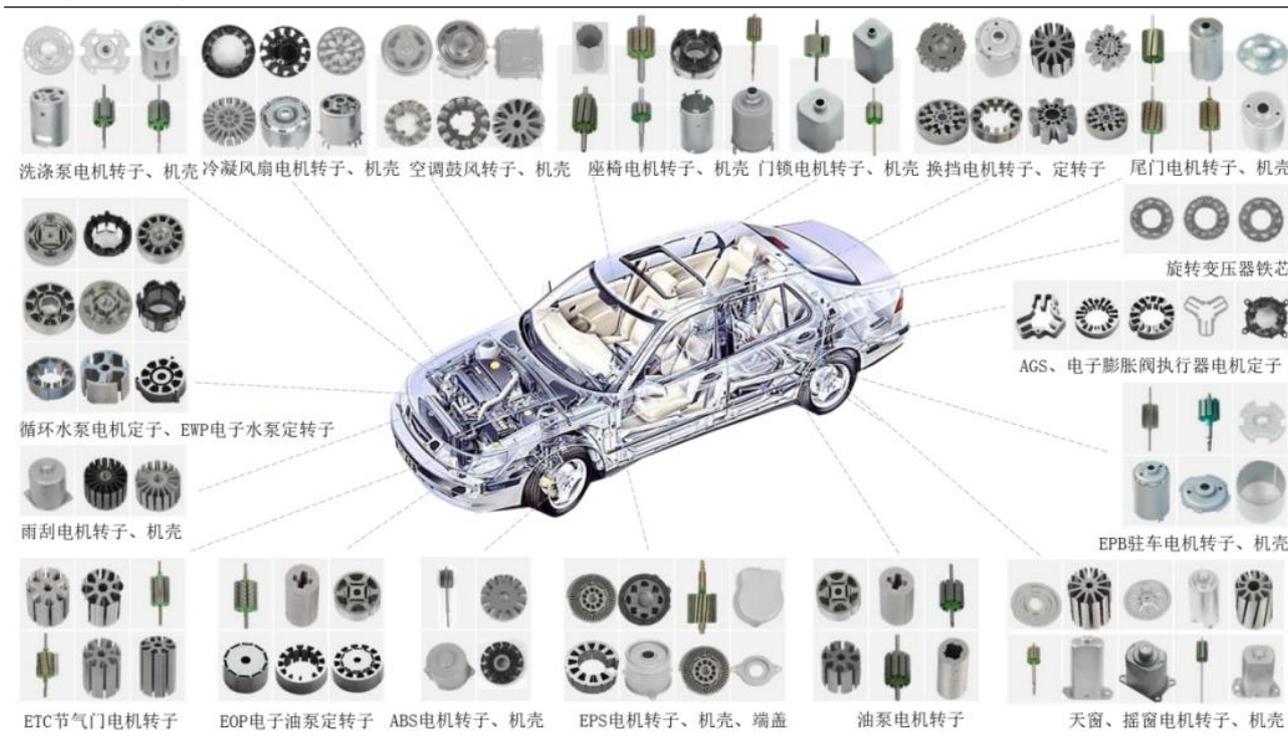
表2: 发行股份、收购交易及募资情况

发行数量	占比	发行价格	现金支付(万元)	股份支付(万元)	募资金额(万元)
43,931,249股	发行后总股本的4.27%	14.00元/股, 不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%	50321.25	61503.75	52000

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

卓尔博主要从事微特电机精密零部件产品的研发、生产与销售, 并以汽车微特电机领域应用为主, 本次交易系汽车零部件行业内的产业并购。卓尔博的产品主要应用于汽车微特电机领域。微特电机体积小、精密度高、功耗低, 能够为汽车提供准确、高效的控制功能, 是汽车的关键零部件之一。微特电机在汽车领域的应用随着汽车工业的发展而不断扩大。

图1: 卓尔博产品在汽车领域的应用



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司与卓尔博整合双方产业资源、实现产业协同效应。公司和卓尔博都在汽车领域深耕多年, 积累的优质的客户资源, 公司目前客户覆盖了亚洲、北美以及欧洲的汽车工业发达地区, 主要客户包括了大型跨国汽车零部件供应商及新能源汽车主机厂等, 电机业务相关客户包括尼得科、日本三菱电机、法雷奥、博世、联合电子、麦格纳等, 可以和卓尔博做产业协同。

图2: 公司电机业务相关客户资源



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

基于行业前景, 以及公司与卓尔博的良性发展, 本次收购设定了卓尔博的业绩承诺。承诺卓尔博在 2025 年度、2026 年度、2027 年度预计实现的净利润数分别不低于 14, 150. 00 万元、15, 690. 00 万元、17, 410. 00 万元, 三年累计承诺的净利润数为不低于 47, 250. 00 万元。预计在 2026/2027 年, 卓尔博利润全年并表的情况下, 公司净利润有望增厚 1. 11/1. 23 亿元人民币。

◆ 公司 2025 年第一季度实现营收 16. 66 亿元, 归母净利润 2. 57 亿元

公司营收稳定增长。公司 2024 年全年营收 67. 46 亿元, 同比增长 13. 24%; 2025 年第一季度营收 16. 66 亿元, 同比增长 1. 41%, 环比减少 5. 99%。公司营业收入从 2020 年的 25. 91 亿元, 连续增长, 至 2024 年, 四年年化增速高达 27. 03%。

图3: 公司营业收入及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

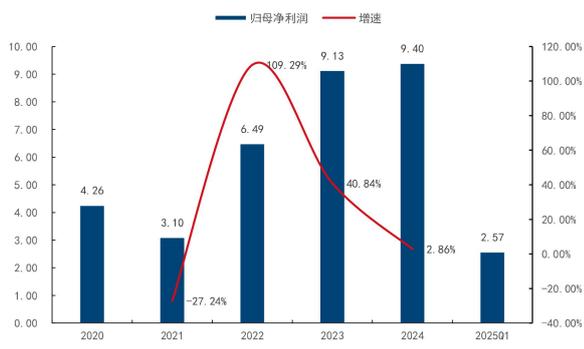
图4: 公司单季度营业收入及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司 2024 年归母净利润 9. 40 亿元, 2025 年 Q1 归母净利润 2. 57 亿元。2024 年, 公司实现归母净利润 9. 40 亿元, 同比增长 2. 86%; 2025 年第一季度实现归母净利润 2. 57 亿元, 同比增长 10. 94%, 环比增长 30. 11%。

图5：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

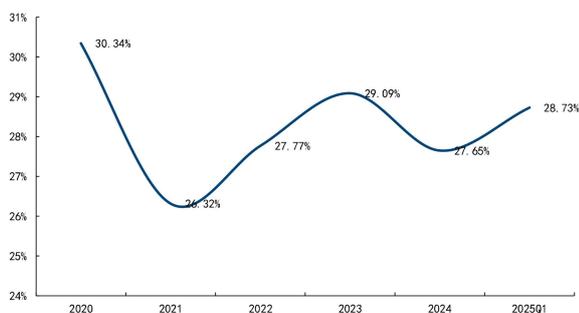
图6：公司单季度归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

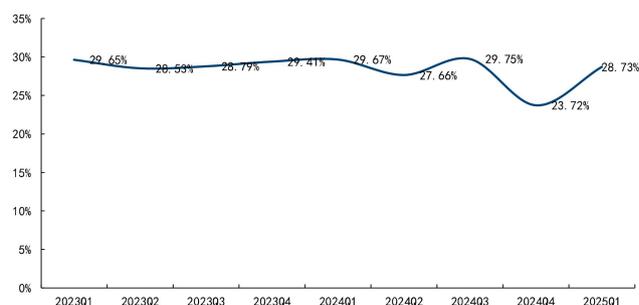
除 2021 年外，公司年度毛利率稳定在 27%–30%，2024 年毛利率为 27.65%，2025 年第一季度毛利率为 28.73%。

图7：公司毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

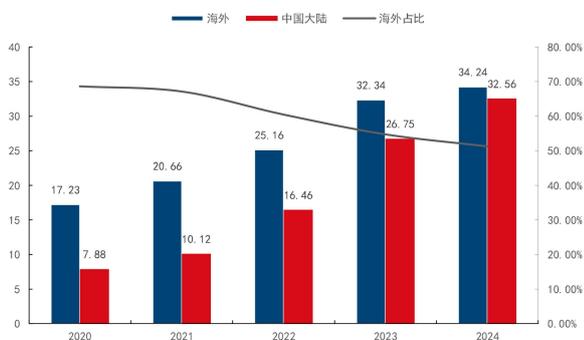
图8：公司单季度毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

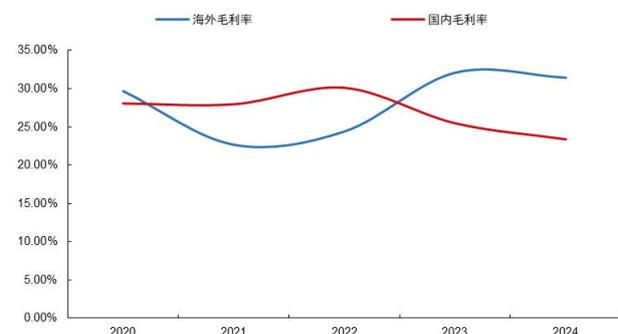
公司目前的营收几乎都来自于压铸件业务，压铸件业务按海外和国内区域划分，目前二者较为平衡。公司的海外业务占比较高，但随着国内新能源车业务的发展，新能源相关产品的放量，目前国内外业务处于相对平衡的状态，海外业务占比从 2020 年的 68.62%，下降至 2024 年的 51.26%。国内外业务的毛利率有一定的波动性，2021/2022 年，国内业务毛利率明显高于海外业务，但是到了近两年，海外业务毛利更好。

图9：公司海外和国内压铸件营收（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

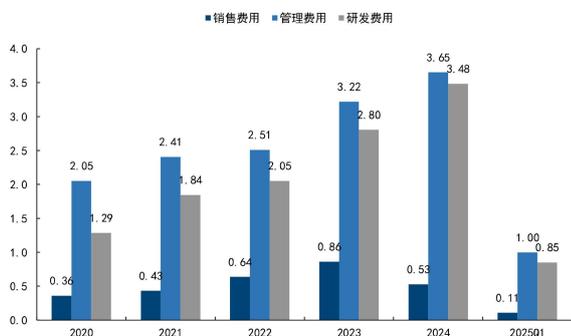
图10：公司海外和国内业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

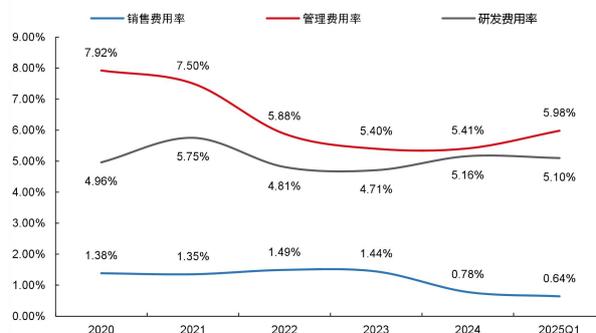
公司期间费用率稳中下降，近年管理费用率管控良好。公司管理费用率从2020年的7.92%下降至2024年的5.41%；研发费用率长期稳定在5%左右；销售费用率在2024年起，有所下降，过往销售费用率在1.4%左右，2024年下降至0.78%，2025年第一季度进一步下降至0.64%。

图11: 公司期间费用（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

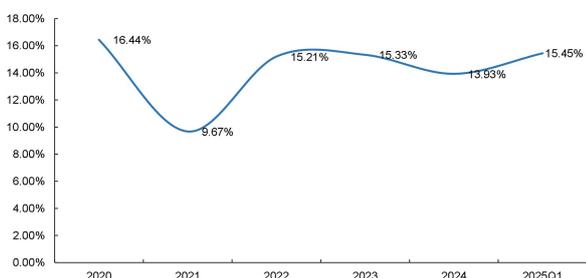
图12: 公司期间费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

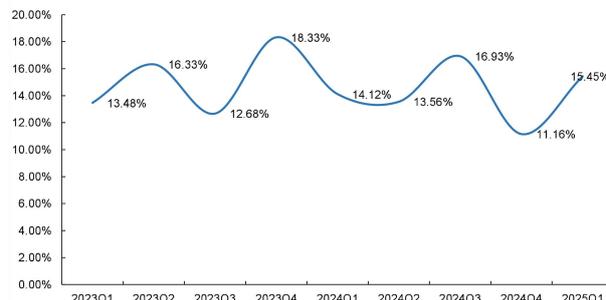
除2021年外，公司年度净利润率整体稳定在15%左右，2024年全年净利润率下降至13.93%，2025年第一季度回升至15.45%。

图13: 公司净利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 公司单季度净利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 客户结构、治理能力带来行业领先的利润率，扩品类、机器人业务注入增长新动力

公司主要从事汽车用铝合金、锌合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品包括新能源汽车的车身结构件、电驱动系统、电控系统、电池包系统、汽车智能驾驶系统的铝合金零件。公司产品覆盖各类适应汽车轻量化、电动化、智能化需求的从小件（最小3g）到大件（30Kg）全系列的铝合金精密压铸件和锌合金精密压铸件，铝合金精密压铸件实现了对新能源汽车三电系统、车身结构件、热管理系统、智能驾驶系统等的全覆盖。公司主业在小件领域布局深远，客户结构优秀，具备良好的盈利能力，目前适用新能源时代轻量化需求，积极拓展大件业务，根据2024年年报，当前大件（单件重量在8Kg以上）的业务占比15%以上。

图15: 公司丰富的产品线



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

良好的客户结构是公司的重要优势之一，公司核心客户覆盖全球知名 Tier1 公司、国内科技企业和重要新能源主机厂。公司客户包括法雷奥、博世、麦格纳、电产、耐世特、大陆等国际头部零部件供应商，深度服务速腾聚创、海康威视、舜宇集团、宁德时代、蜂巢易创等科技领军企业，以及理想汽车、蔚来、零跑汽车等造车新势力。

图16: 公司核心客户覆盖全球头部供应链

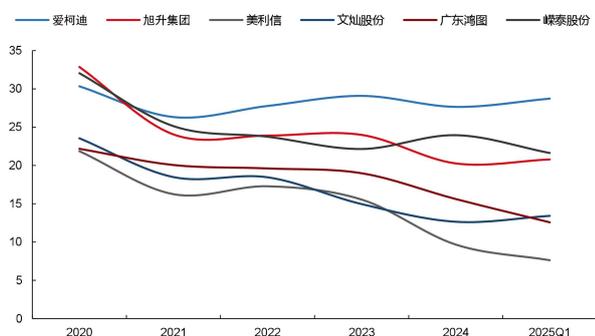


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司治理能力优秀，叠加优质的客户资源，盈利能力及其稳定性长期处于行业领先地位。公司设计并实施了全新的绩效管理体系和薪酬管理体系；同时股权激励积极，2024 年第六限制性股票激励计划首次授予顺利完成。优秀的治理能力，叠加优质客户资源，公司的盈利能力长期处于行业领先地位，并且在近年行业竞争加剧的环境下，公司展现了强大韧性，盈利能力在同行中更加凸显。毛利率方面：2020 年，公司与旭升集团、嵘泰股份毛利率都在 30% 以上，处于第一梯队，到了 2025 年第一季度，公司毛利率维持在 28% 以上，领先第二名 7.1 个百分点。净利润率上：公司与旭升集团过去处于第一梯队，2022/2023 年都有 15% 左右净利润率，而公司盈利的韧性更强，到了 2025 年第一季度，公司净利润率已有 6.5 个百分点的领先。摊薄 ROE 上：公司自身发展的需要，净资产提升，近年 ROE 有所下滑，近年公司的 ROE 在可比公司中依然

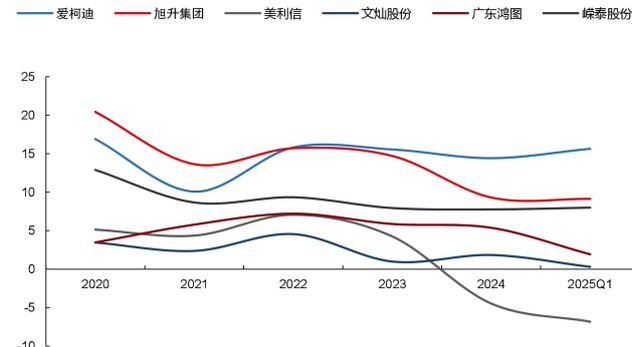
处于领先地位，但优势收窄。

图17: 公司与可比公司销售毛利率 (%)



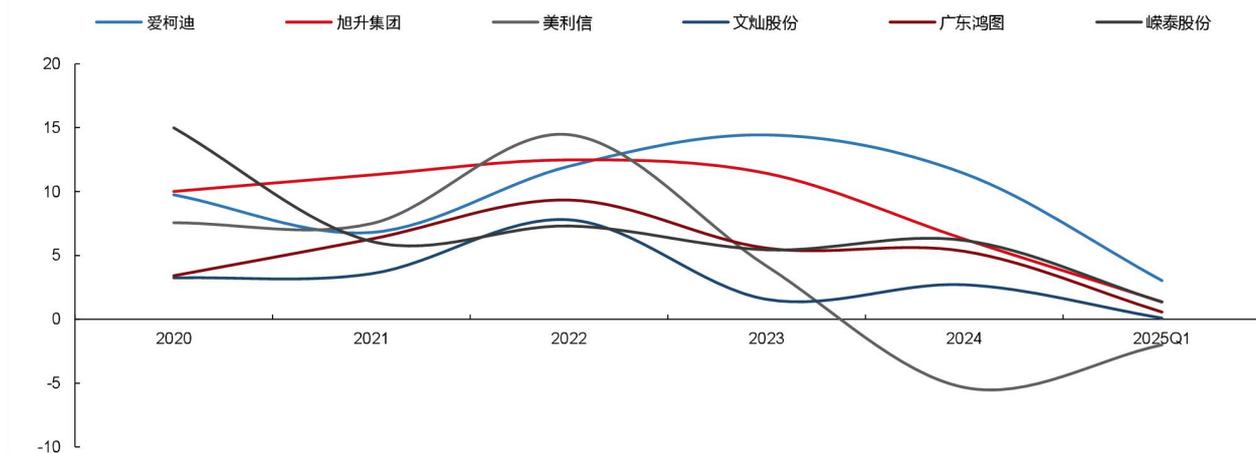
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司与可比公司销售净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

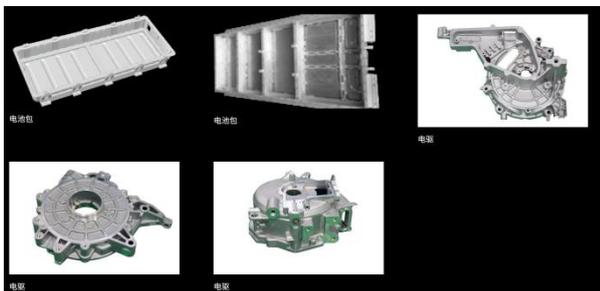
图19: 公司与可比公司摊薄 ROE (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司主业的核心增长点，来自于新能源车时代轻量化需求和三电系统带来的大件产品增量，以及锌、镁合金产品的增量，公司积极扩充全球产能以响应增量需求。公司主业产品可达 5000 种，传统压铸产品集中在小件上；小件产品覆盖海外头部零部件公司，具备良好且稳定的盈利水平。随着新能源时代的到来，轻量化机构件以及三电领域的大件压铸件需求日益增长，公司积极扩充产能响应大件产品需求。公司新建宁波慈城工厂、马鞍山含山工厂产能，专注于新能源汽车相关的精密压铸件。同时，海外产能扩产，马来西亚工厂在 2024 年竣工并投入使用，铝合金原材料和锌合金压铸件部分产业开始投产；墨西哥二期工厂如期推进，预计在 2025 年年中投产，一二期工厂产能有望达到 15 亿元；随着海外工厂运营能力的提升和海外人才的培养，未来海外产工厂有望达到国内工厂的盈利水平。公司同时加大镁合金产品的研发力度，应对更高的轻量化需求以及探索新兴领域的应用场景。

图20: 公司在三电领域的压铸件产品



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司的马鞍山含山工厂专注三电及结构件零部件

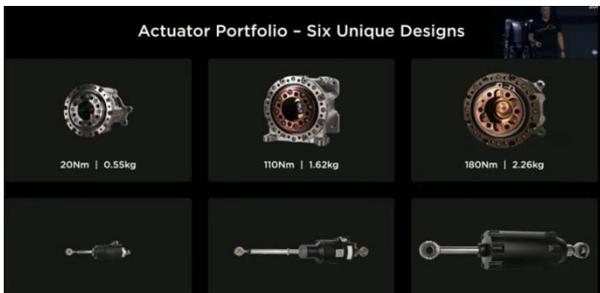


资料来源: 安徽产业网, 国信证券经济研究所整理

主业增长之外, 公司积极拓品类, 打造第二增长曲线, 卓尔博项目是重要案例。公司收购卓尔博股权, 代表了公司积极拓品类的决心, 以及通过和卓尔博的协同, 实现双赢。公司后续有望持续通过股权合作、业务合作、扩展团队等方式, 吸纳优质产业资源, 进一步拓品类。

公司在机器人领域深度布局, 成立子公司瞬动机器人, 多条线参与人工智能浪潮。公司在具身智能领域投入目前有三条路径: 1、主业为具身智能产品提供压铸件产品, 加大镁合金产品研发, 提供更优质的轻量化产品; 2、结合产业资源, 在具身智能电机领域发展; 3、成立瞬动机器人全资子公司, 专注机器人相关领域的零部件和智能可穿戴设备。

图22: 人形机器人用电机



资料来源: 特斯拉 AI Day, 国信证券经济研究所整理

图23: 瞬动的产品——Moonwalkers 智能动力鞋



资料来源: 安徽产业网, 国信证券经济研究所整理

聘任张恂杰为公司副总经理, 坚定公司在具身智能领域发展决心。2024年12月16日, 瞬动科技创始人张恂杰受聘为公司副总经理, 负责公司在机器人领域的战略规划。张恂杰先生系机器人专业技术出身, 在机器人领域有深厚的技术积淀和产业人脉, 具备智能领域技术研发和创业的经验。2021年, 张恂杰先生在美国创立瞬动科技(Shift Robotics), 成功开发了世界首款智能动力鞋产品; 此次, 张恂杰受任公司副总经理, 直接参与公司的战略规划和管理, 更加坚定了公司在机器人领域发展的决心。

◆ 投资建议: 综合考虑公司的业务特点, 维持“优于大市”评级

考虑公司的成长性, 以及海外产能放量的情况, 我们预计未来三年公司营收的增速维持在20%左右。公司毛利率受大小件产品结构, 以及海外、国内业务结构的影响, 目前公司国内外业务处于相对平衡状态, 预计未来三年毛利率保持在27%-30%的区间。特别地, 由于卓尔博收购以及配套融资尚未落地, 我们本次盈

利预测暂未考虑该收购项目及配套融资对公司报表及股本产生的影响；在卓尔博项目于 2025 年年内完成的假设下，预计 2026/2027 年，卓尔博项目为公司归母净利润增厚 1.11/1.23 亿元。

营收端，预计公司未来三年营收合计分别为 81.43 亿、99.14 亿、116.70 亿元，整体毛利率分别达到 28.78%、28.97%、29.06%。营收结构中，暂不考虑创新业务可能的增量，现有业务框架下，仍以汽车类业务为主；汽车类业务未来三年营收分别为 78.88 亿、96.40 亿、113.75 亿元人民币。

表3: 爱柯迪营收及毛利拆分与预测 (亿元)

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	59.57	67.46	81.43	99.14	116.70
	yoy	39.67%	13.22%	20.71%	21.75%	17.71%
	营业成本	42.24	48.80	57.98	70.41	82.78
	毛利	17.33	18.65	23.44	28.71	33.90
	毛利率(%)	29.09%	27.65%	28.78%	28.97%	29.06%
汽车类	营业收入	56.72	65.08	78.88	96.40	113.75
	yoy	45.19%	14.74%	21.20%	22.21%	18.00%
	营业成本	40.15	47.24	56.29	68.60	80.82
	毛利	16.56	17.84	22.58	27.80	32.92
	毛利率(%)	29.20%	27.41%	28.63%	28.84%	28.95%
工业收入	营业收入	2.37	1.71	1.89	2.08	2.29
	yoy	-7.07%	-27.92%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	1.72	1.15	1.28	1.41	1.55
	毛利	0.65	0.56	0.60	0.66	0.73
	毛利率(%)	27.51%	32.75%	32.00%	32.00%	32.00%
其他	营业收入	0.48	0.66	0.66	0.66	0.66
	yoy	-53.45%	36.82%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	0.37	0.41	0.41	0.41	0.41
	毛利	0.11	0.25	0.25	0.25	0.25
	毛利率(%)	23.33%	37.88%	38.00%	38.00%	38.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

期间费用率上，公司经营稳定，费用管控能力良好，预计保持稳中微降。综上，我们给予公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 81.43/99.14/116.70 亿元；2025/2026/2027 年归母净利润分别为 11.13/13.73/16.46 亿元。

表4: 爱柯迪期间费用率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
管理费用率	4.99%	4.99%	4.90%	4.90%	4.90%
研发费用率	4.71%	5.16%	5.10%	5.00%	4.80%
销售费用率	1.44%	0.78%	0.70%	0.70%	0.60%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综合考虑公司成长性和盈利能力，暂不考虑机器人相关业务放量的情况下，我们给予公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 81.43/99.14/116.70 亿元；2025/2026/2027 年归母净利润分别为 11.13/13.73/16.46 亿元。

公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 13.4/10.9/9.1 倍。根据万得一致预期，对标公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 的平均数分别为 36.7/23.1/17.9，中位数分别为 30.2/21.8/17.3。

表5: 公司与可比公司估值情况

	市值 (亿元)	营收 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603305.SH 旭升集团	132.03	52.30	62.15	73.37	5.17	6.44	7.91	25.53	20.52	16.69
301307.SZ 美利信	51.13	44.31	54.49	64.36	0.65	1.48	2.07	78.67	34.55	24.70
603348.SH 文灿股份	64.69	74.50	82.96	96.82	2.26	3.51	4.60	28.59	18.42	14.06

002101.SZ	广东鸿图	82.98	90.20	96.02	104.16	4.41	4.98	5.92	18.80	16.66	14.01
605133.SH	嵘泰股份	80.14	31.62	38.87	47.27	2.53	3.16	4.00	31.71	25.34	20.06
	平均值	82.20	58.59	66.90	77.19	3.00	3.91	4.90	36.66	23.10	17.90
	中位值	81.17	55.44	64.52	75.28	2.77	3.71	4.75	30.15	21.81	17.30
600933.SH	爱柯迪	149.54	81.43	99.14	116.70	11.13	13.73	16.46	13.44	10.89	9.09

资料来源：资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注：估值日期 2025 年 6 月 9 日；爱柯迪采用本文预测，其余公司采用万得一致预期。

综上，暂不考虑创新业务、卓尔博项目和配套融资的情况下，预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 81.43/99.14/116.70 亿元，同比增速分别为 20.7%/21.7%/17.7%；2025/2026/2027 年归母净利润分别为 11.13/13.73/16.46 亿元，同比增速分别为 18.4%/23.4%/19.9%；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.13/1.39/1.67 元，对应 PE 分别为 13.4/10.9/9.1 倍。预计 2026/2027 年，卓尔博项目有望为公司净利润增厚 1.11/1.23 亿元。维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

新增订单不及预期、海外市场萎缩、国内竞争恶化、扩品类不及预期、并购整合不及预期，业绩承诺可能不及预期等。

相关研究报告：

- 《爱柯迪（600933.SH）-年报及一季报点评-新能源项目放量，在手订单充沛，全球化进程加速》——2024-04-30
- 《爱柯迪（600933.SH）-2023 年三季报点评-新能源项目放量，在手订单充沛》——2023-11-01
- 《爱柯迪（600933.SH）-2023 年中报点评-新能源订单放量，海外拓展进程加速》——2023-08-27
- 《爱柯迪（600933.SH）-2023 年半年度业绩预告点评-新能源订单放量，中报净利润预增 76%-95%》——2023-07-16

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	1943	1605	1926	2119	2331	营业收入	5957	6746	8143	9914	11670
应收款项	1937	2227	2699	3261	3853	营业成本	4224	4881	5799	7042	8279
存货净额	980	1135	1500	1744	2073	营业税金及附加	70	57	69	84	99
其他流动资产	463	556	680	805	962	销售费用	86	53	57	69	70
流动资产合计	5516	6693	7260	8535	9962	管理费用	322	365	425	512	598
固定资产	3877	4389	5512	6613	7534	研发费用	280	348	415	496	560
无形资产及其他	544	526	500	474	447	财务费用	(58)	29	114	147	185
投资性房地产	1606	2647	2647	2647	2647	投资收益	10	24	27	29	32
长期股权投资	12	19	23	28	33	资产减值及公允价值变动	2	3	3	3	3
资产总计	11555	14274	15942	18297	20623	其他收入	(260)	(297)	(415)	(496)	(560)
短期借款及交易性金融负债	1466	1843	2488	3578	4434	营业利润	1065	1092	1293	1596	1914
应付款项	713	818	1061	1253	1483	营业外净收支	(0)	(1)	0	(0)	(0)
其他流动负债	338	459	413	503	590	利润总额	1065	1091	1293	1596	1914
流动负债合计	2517	3121	3963	5334	6507	所得税费用	139	119	142	176	210
长期借款及应付债券	1598	1672	1672	1672	1672	少数股东损益	12	32	38	47	57
其他长期负债	886	977	1094	1204	1311	归属于母公司净利润	913	940	1113	1373	1646
长期负债合计	2484	2648	2766	2876	2983	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5001	5769	6729	8210	9489	净利润	913	940	1113	1373	1646
少数股东权益	226	270	293	323	358	资产减值准备	2	13	4	5	5
股东权益	6328	8235	8920	9764	10777	折旧摊销	466	601	450	528	620
负债和股东权益总计	11555	14274	15942	18297	20623	公允价值变动损失	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
关键财务与估值指标						财务费用	(58)	29	114	147	185
每股收益	1.02	0.95	1.13	1.39	1.67	营运资本变动	(578)	(1249)	(643)	(535)	(648)
每股红利	0.29	0.37	0.43	0.54	0.64	其它	7	7	20	24	30
每股净资产	7.05	8.36	9.05	9.91	10.94	经营活动现金流	808	308	941	1393	1649
ROIC	10%	9%	10%	10%	11%	资本开支	(1390)	(1100)	(1548)	(1606)	(1516)
ROE	14%	11%	12%	14%	15%	其它投资现金流	(193)	(976)	715	(151)	(137)
毛利率	29%	28%	29%	29%	29%	投资活动现金流	(1587)	(2083)	(837)	(1762)	(1659)
EBIT Margin	16%	15%	17%	17%	18%	权益性融资	64	1430	0	0	0
EBITDA Margin	24%	24%	22%	23%	23%	负债净变化	101	15	0	0	0
收入增长	40%	13%	21%	22%	18%	支付股利、利息	(258)	(362)	(428)	(528)	(634)
净利润增长率	41%	3%	18%	23%	20%	其它融资现金流	459	700	645	1090	855
资产负债率	45%	42%	44%	47%	48%	融资活动现金流	208	1438	217	562	222
股息率	1.7%	2.4%	2.9%	3.5%	4.2%	现金净变动	(571)	(338)	321	193	212
P/E	15	16	13	11	9	货币资金的期初余额	2514	1943	1605	1926	2119
P/B	2.2	1.8	1.7	1.5	1.4	货币资金的期末余额	1943	1605	1926	2119	2331
EV/EBITDA	12.9	12.6	11.9	10.4	9.1	企业自由现金流	(655)	(821)	(514)	(90)	292
						权益自由现金流	(95)	(105)	30	870	982

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 $\pm 10\%$ 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 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