

玲珑轮胎 (601966.SH)

上半年营收同比增长 14%，塞尔维亚工厂放量可期

优于大市

核心观点

上半年营收同比增长 14%，利润端受关税和成本波动干扰。玲珑轮胎 2025 年上半年营收 118.1 亿元，同比+13.8%，归母净利润 8.5 亿元，同比-7.7%，扣非 7.7 亿元，同比-16.9%；25Q2 营收 61.2 亿元（25Q2 轮胎销量同比+9.8%，销售收入同比+15.6%），同比+14.6%，环比+7.3%，归母净利润 5.1 亿元，同比+6.1%，环比+40.9%，扣非 4.9 亿元，同比-1.7%，环比+75.9%；产品层面，由于市场结构变化+公司内部产品结构调整，25Q2 轮胎产品价格环比+0.3%，同比+5.2%，整体来看关税及成本因素短期压制盈利释放。

静待海外工厂产能释放带来的经营上行周期。25H1 玲珑泰国工厂营收 21.1 亿元，同比+5.0%，净利润 4.1 亿元，同比-15.3%，预计主要系原材料高价库存+关税影响盈利；25H1 年塞尔维亚工厂营收 1.2 亿元，同比+148.1%，净利润-1.3 亿元（去年同期-0.5 亿元），营收端稳定增长，利润端预计主要系资产转固、产能爬坡影响；同时公司决定在巴西设立海外第三基地；25Q2 玲珑轮胎销售/管理/研发/财务费用率 3.7%/2.7%/4.0%/-7.1%，同比分别+1.2/0.1/0.2/-7.9pct，环比+0.5/-0.3/+0.4/-4.3pct，财务费用降低主要系汇兑收益贡献；盈利能力层面，25Q2 公司销售毛利率 16.0%，同比-6.1pct 主要系原材料（公司 Q2 天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料综合采购成本同比+0.7%）以及关税影响，后续随海外产能陆续释放，以及国内配套业务盈利的持续修复，有望带来新的业绩增量。

长期来看，配套为内核，产能及零售齐发力布局带来公司业绩长期成长性。

1) 产能端：看好欧洲工厂放量+泰国工厂修复整体利润，国内看长春、湖北、安徽等地产能推进，长期看好公司“7+5”全球化战略；**2) 配套端：**看好高端产品、车型、品牌渗透及新能源配套推进，配套总量超 3 亿条，多年位居中国轮胎配套 NO.1；**3) 零售端：**创建玲珑养车驿站+阿特拉斯卡友之家养车品牌，新零售 3.0 开启保障增长；**4) 产品端：**材料+工艺+产品创新方面走在行业前列；我们看好玲珑轮胎在产能、配套、零售、技术端的布局转换为全球份额的持续提升。

风险提示：行业复苏不及预期，海外需求下滑，原材料涨价，扩产不及预期。

投资建议：有拐点+有空间的国内半钢龙头，维持“优于大市”评级。看好玲珑后续配套和零售业务推进，考虑到短期关税对潜在盈利的干扰，下调盈利预测，预计 25/26/27 年玲珑归母净利润为 17.9/22.7/25.6 亿元（原预测 20.7/23.4/25.9 亿元），EPS 为 1.22/1.56/1.75（原预测 1.42/1.60/1.77 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)	20,165	22,058	26,183	29,115	32,172
(+/-%)	18.6%	9.4%	18.7%	11.2%	10.5%
净利润(百万元)	1391	1752	1790	2276	2561
(+/-%)	376.9%	26.0%	2.2%	27.2%	12.5%
每股收益(元)	0.94	1.20	1.22	1.56	1.75
EBIT Margin	9.4%	11.4%	9.4%	10.2%	10.7%
净资产收益率 (ROE)	6.7%	8.1%	7.9%	9.4%	10.0%
市盈率 (PE)	16.6	13.0	12.8	10.0	8.9
EV/EBITDA	13.9	11.7	9.9	8.4	7.8
市净率 (PB)	xiao	1.05	1.00	0.95	0.89

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.62 元
总市值/流通市值	22860/0 百万元
52 周最高价/最低价	22.10/14.13 元
近 3 个月日均成交额	310.53 百万元

市场走势



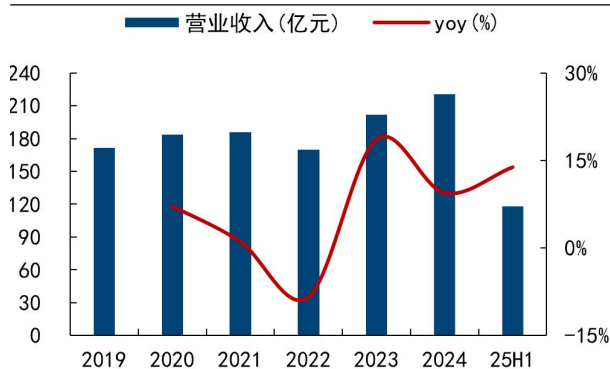
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 成本及需求波动压制盈利，静待海外工厂释放新增量》——2025-05-05
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 三季度净利润同比增长 97%，欧洲工厂有望迎来上行周期》——2024-11-01
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 二季度净利润同比增长 40%，全球化战略加速推进》——2024-08-29
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 从国际领先胎企视角展望玲珑轮胎长期成长性》——2024-04-23
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 成本改善叠加需求释放，2023 年净利润同比高增》——2024-01-20

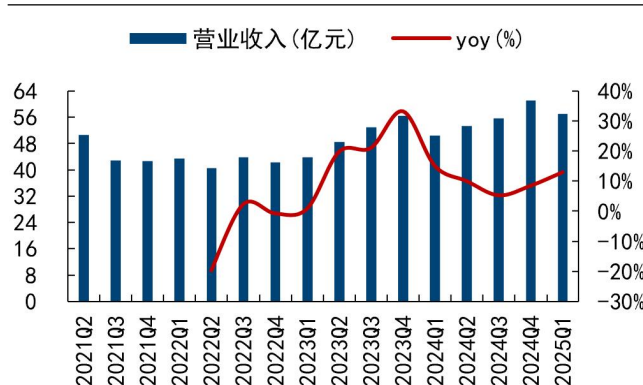
业绩概述: 玲珑轮胎 2025 年上半年营收 118.1 亿元, 同比+13.8%, 归母净利润 8.5 亿元, 同比-7.7%, 扣非 7.7 亿元, 同比-16.9%; 25Q2 营收 61.2 亿元 (25Q2 轮胎销量同比+9.8%, 销售收入同比+15.6%), 同比+14.6%, 环比+7.3%, 归母净利润 5.1 亿元, 同比+6.1%, 环比+40.9%, 扣非 4.9 亿元, 同比-1.7%, 环比+75.9%; 产品层面, 由于市场结构变化+公司内部产品结构调整, 25Q2 轮胎产品价格环比+0.3%, 同比+5.2%, 整体来看关税及成本因素短期压制盈利释放。

图1: 公司营业收入及增速



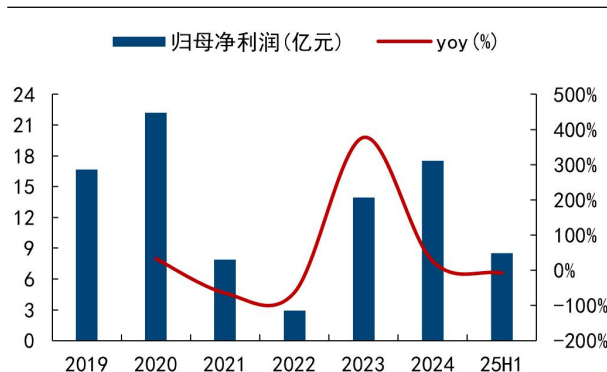
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及增速



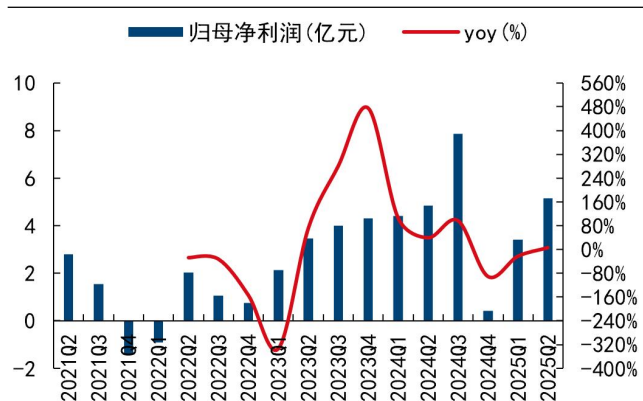
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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

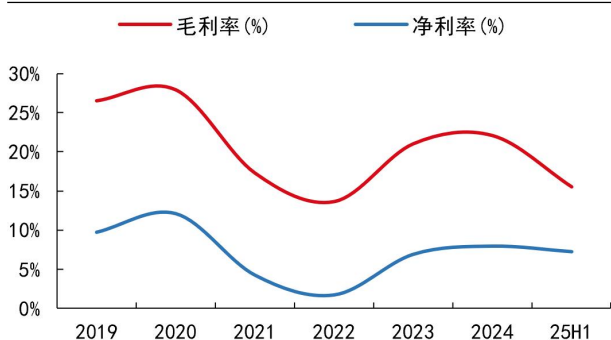
图4: 公司单季度净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

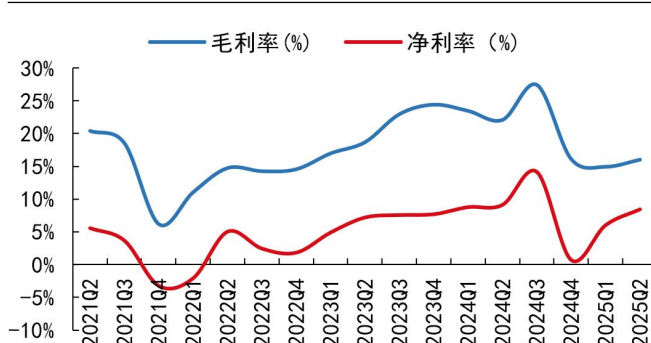
25H1 玲珑泰国工厂营收 21.1 亿元, 同比+5.0%, 净利润 4.1 亿元, 同比-15.3%, 预计主要系原材料高价库存+关税影响盈利; 25H1 年塞尔维亚工厂营收 1.2 亿元, 同比+148.1%, 净利润-1.3 亿元 (去年同期-0.5 亿元), 营收端稳定增长, 利润端预计主要系资产转固、产能爬坡影响; 同时公司决定在巴西设立海外第三基地; 25Q2 玲珑轮胎销售/管理/研发/财务费用率 3.7%/2.7%/4.0%/-7.1%, 同比分别+1.2%/0.1%/0.2%/-7.9pct, 环比+0.5%/-0.3%/+0.4%/-4.3pct, 财务费用降低主要系汇兑收益贡献; 盈利能力层面, 25Q2 公司销售毛利率 16.0%, 同比-6.1pct 主要系原材料 (公司 Q2 天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料综合采购成本同比+0.7%) 以及关税影响, 后续随海外产能陆续释放, 以及国内配套业务盈利的持续修复, 有望带来新的业绩增量。

图5：公司毛利率及净利率



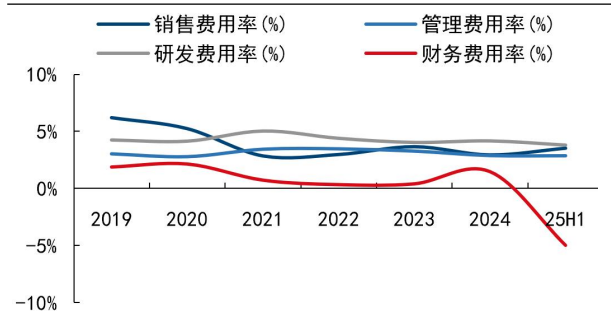
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



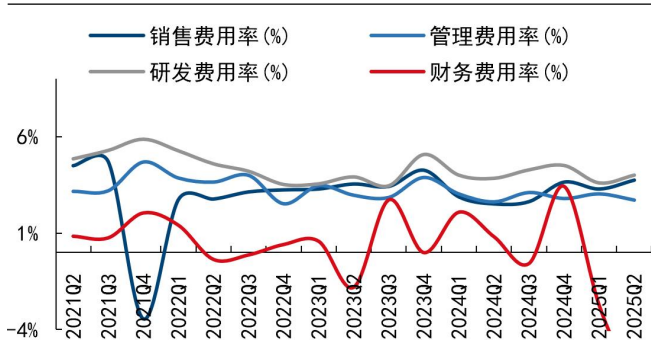
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

公司核心逻辑：玲珑轮胎作为国产半钢胎龙头，我们认为短期看成本压力缓解+国内需求复苏+欧洲工厂带来的盈利弹性+泰国工厂稳定增利；中长期看公司“7+5”战略推进，配套对替代的拉动效应持续兑现，玲珑作为国产轮胎龙头，品牌力+产品力持续上行，全球市占率抬升：

产能：欧洲工厂带来盈利弹性+全球“7+5”战略推进

短期：塞尔维亚工厂有望迎来放量期，有望修复公司盈利能力。2024年塞尔维亚工厂一期卡车胎、乘用车胎已进入产能释放阶段，该工厂通过高智能化、高自动化、高精细化的智造能力，结合高品质的产品和更高效的交付能力服务于市场，为海外市场产销快速增长提供动力源，成为公司产销收入增长以及利润增长的新引擎。我们认为伴随塞尔维亚工厂产能的释放具深刻意义，有望复刻泰国工厂佳绩：1）量：有利于提升海外市场份额；2）利：欧洲工厂就近供货欧洲区域客户（较多主机厂总部落于欧洲，利于缓解运费波动带来的成本压力，另外从欧洲工厂可以向美国供货，有效规避关税，提升利润率；3）品牌力：塞尔维亚工厂是国内轮胎企业在欧洲落地的第一座工厂，利于提高玲珑品牌在欧洲的知名度，另外欧洲产地的轮胎在销售至很多客户时有望享受一定溢价。

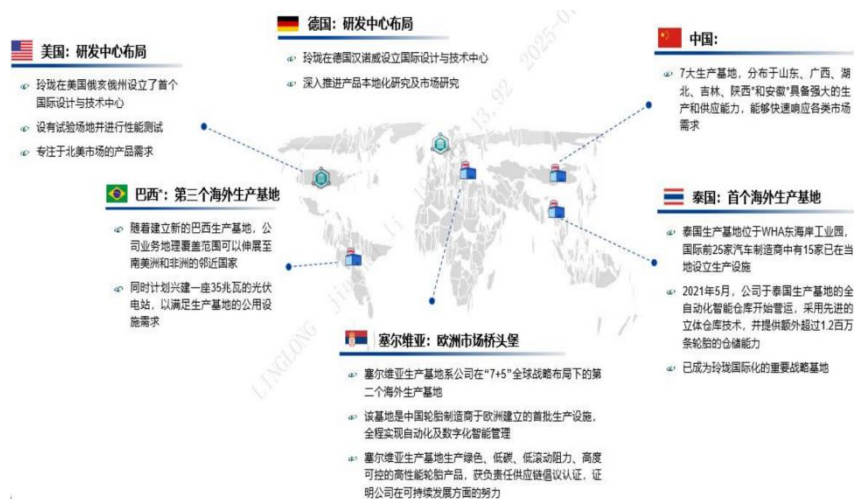
表1: 玲珑轮胎全钢与半钢产能数据（万条）（截至 24 年报）

主要厂区或项目	设计产能	达产产能	产能利用率（%）	在建产能预计完工时间
招远乘用及轻卡胎	3,000	3,000	97	
招远卡客车胎	585	585	60	
招远非公路胎	25	25	58	
德州乘用及轻卡胎	1,000	1000	99	
德州卡客车胎	320	320	57	
泰国乘用及轻卡胎	1,500	1,300	97	
泰国卡客车胎	220	220	46	
广西非公路胎	17	17	29	
广西乘用及轻卡胎	1,000	1,100	104	
广西卡客车胎	200	200	44	
湖北乘用及轻卡胎	1,200	1000	99	2025 年
湖北卡客车胎	240	240	42	
吉林乘用及轻卡胎	1,200	600	72	
吉林卡客车胎	200	120	51	
吉林非公路	14	4.64	16	2025 年
塞尔维亚乘用及轻卡胎	1,200	300	68	2025 年
塞尔维亚卡客车胎	240	100	88	2025 年
合计	12,067	9,134	87	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

长期：看好公司持续推进实行“7+5”战略布局。基于加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，公司推行“7+5”战略布局（即国内 7 个基地、海外 5 个基地）。同时，为丰富产品种类，提升企业综合竞争力，公司又在“7+5”全球战略中嵌入“3+3”非公路轮胎产业布局（即在国内 3 个基地、海外 3 个基地均规划建设非公路轮胎产能），对非公路轮胎领域进行全面升级。

图9: 玲珑轮胎“7+5”长期战略



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

配套：品牌力拓展建设新局面，国际化配套再上新台阶

配套业务认证壁垒极高且周期漫长，因此配套业务本身就是主机厂对轮胎产品质量的一种背书，利于在消费者群体中树立良好的品牌形象，配套业务是胎企成长为一线企业的标配。玲珑战略坚持配套战略，连续多年位居中国配套首位。2024 年公司积极开拓配套中高端市场，与大众、奥迪、宝马、通用、福特、本田、日产、

雷诺、红旗、上汽通用五菱、比亚迪、吉利、奇瑞、长城、广汽、长安、上汽乘用车等主机厂密切合作，在中国、德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套上均有新的突破，新增配套量产项目如：一汽红旗 HS5/EH7/HQ9、比亚迪秦 L/海豹 06/元 UP、吉利银河 E5/银河星舰 7/星愿/星越 L/星瑞 L、赛力斯蓝电 E5、上汽大众 Polo/途岳新锐/朗逸/朗逸新锐、美国及墨西哥宝马、通用微蓝 6、日产、逍客等车型，**并成为德国大众途观主胎供应商，跻身全球高端配套市场。**非公路领域实现新突破，配套全球最大马力新能源拖拉机——临工农机 9E 系列(ECVT)。

零售：新零售战略持续升级，启动玲珑新零售 3.0

新零售助力公司国内零售板块持续提升。22 年 9 月新零售 3.0 系统上线，推动厂家与渠道构建起赋能的新型合作伙伴关系，并建立起全渠道运营体系，将凸显公域私域结合+线上线下融合+前端中台一体+内外系统集成等四大核心价值；22 年 10 月 26 日，全国首批玲珑养车驿站 3.0 店铺在烟台开业，至此烟台市内玲珑养车驿站店铺近 40 家，新零售合作店铺 240 多家，玲珑养车驿站已成为烟台区域店铺数量最多、分布最广的汽车后连锁品牌，成为烟台区域内最大的汽车后服务品牌。2024 年 4 月玲珑与京东养车达成战略合作共识，双方正式建立长期、稳固、全方位的战略合作关系，围绕产品销售、全渠道服务网络以及全域营销等多个维度展开深度且全面合作。凭借京东庞大车主用户群体，充分借助电商渠道的海量流量优势，本次成功登陆京东平台无疑为玲珑品牌赢得了更多曝光和销售契机。

公司产品销往世界 173 个国家，市场业务遍及欧洲、中东、美洲、亚太、非洲等全球各大区域，且在全球各大洲分布较为均衡，已形成全面覆盖的销售网络体系。2020 年全球产业链、供应链和价值链出现极强的不确定性。公司在外围逆境之下开创“新零售”模式，与腾讯云、华制智能联合开发智慧营销云平台，打造线上线下相结合、仓储物流相结合、轮胎与非轮胎品类相结合、销售与服务相结合、精准营销与品牌引流相结合的玲珑新零售体系，全面赋能终端门店并为线下消费助力，通过线上与线下的高度结合，为玲珑合作伙伴搭建良性循环的生态链。

图10：玲珑轮胎养车驿站内景



资料来源：公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

图11：玲珑轮胎养车驿站外景



资料来源：公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

研发：重视研发提升产品性能质量，奠定品牌向上基础

玲珑重视研发，以国家认定企业技术中心、国家级工业设计中心为依托，在北京、上海、济南、烟台、美国、德国成立研究分院，形成“三国七地”全球化开放式研发创新体系，驱动玲珑技术创新。公司目前已拥有低噪音、抗湿滑、超低滚阻、超高耐磨、缺气保用、自修复静音绵等产品系列。最新一代产品集合多项自主研发的技术专利，低滚阻、高耐磨、超强操控性、“1+2”全生命周期过百万里程的

轮胎、新能源轮胎等产品的性能和技术含量均处于世界一流水平。2022 年，公司在细分用户、细分市场的基础上推出玲珑新能源轮胎 SPORT MASTER e、静音绵自修复一体化轮胎等新品，玲珑 SportMaster 在 Auto Bild 2023 年夏季轮胎测试中获得第七名的优异成绩（主要凭借干/湿地制动和胎噪），也是唯一一个中国品牌挤进前七（与第六名米其林 PS5 只是相差 0.1 米的差距），以欧洲市场为重点的 Sport Master 轮胎，其湿地抓地力比之前的 UHP 产品提高 17%，这一性能足以获得欧盟轮胎标签 A 级，助力玲珑轮胎品牌持续向上。

图12: 玲珑轮胎静音绵自修复一体轮胎



资料来源：公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

图13: 玲珑 SportMaster 在项目测试中获得第七名

		braking distance in m			
tire make		Wet*	Dry*	In total	
1	Hankook Ventus S1 evo ³	95YCAB72	24.8	33.3	58.1
2	Goodyear Eagle F1 Asymmetric 6	95 YCAB 70	25.4	33.2	58.6
3	Pirelli PZero PZ4	95YCAA67	24.9	34.0	58.9
4	Yokohama Advan Sport V107	95 YDAB71	25.4	33.5	58.9
5	Continental PremiumContact 7	95 YCAB 72	25.3	33.7	59.0
6	Michelin Pilot Sport 5	95YCAB72	26.0	34.1	60.1
7	Linglong Sport Master	95YCAA69	25.8	34.4	60.2
8	Falcons Azenis FK520	95YCAB70	27.0	33.7	60.7
9	Maxxis Victra Sport 5 VS5	95YCAB72	26.7	34.1	60.8
10	Toyo Proxes Sport 2	95 YDAB71	26.9	34.1	61.0
11	Kumho Ecsta PS71	95 YDAB72	26.6	35.1	61.7
12	Sava Intensa UHP 2	95YCAB72	27.4	34.3	61.7
13	Dunlop Sport Maxx RT2	95YCB72	27.0	34.8	61.8
14	Nexen N'Fera Sport	95 YDAB71	27.2	34.6	61.8

资料来源：轮胎国际视角，国信证券经济研究所整理

品牌端持续获得认可。“玲珑品牌”多年上榜世界品牌实验室发布的“中国 500 最具价值品牌”“亚洲品牌 500 强”，2024 年上半年品牌价值达到 981.37 亿元，第二十一一次荣登品牌价值榜单，较 2023 年提升 160 多亿元，展现了品牌强劲的增长势头和市场竞争能力；并以轮胎行业唯一上榜企业，入围《2024 中国品牌 500 强》榜单；英国品牌价值咨询公司 Brand Finance 发布的“2024 全球最具价值轮胎品牌”榜单中，玲珑再次上榜，成为唯一连续五年上榜的中国轮胎品牌。同时，在可持续发展价值、最具价值增长率等排名中也位居前列。

图14: 玲珑入围中国制造业上升公司价值 500 强

78	阳光电源	安徽省	81.09	电力设备制造业
79	丽珠集团	广东省	81.05	医药制造业
80	海大集团	广东省	81.02	农副食品加工业
81	旗滨集团	湖南省	80.96	建筑材料
82	生益科技	广东省	80.94	计算机、通信和其他电子设备制造业
83	东方雨虹	北京	80.72	建筑材料
84	玲珑轮胎	山东省	80.69	汽车制造业
85	中际旭创	山东省	80.53	计算机、通信和其他电子设备制造业
86	亿帆医药	浙江省	80.51	医药制造业
87	海信家电	广东省	80.5	家用电器制造业
88	盈趣科技	福建省	80.36	计算机、通信和其他电子设备制造业

资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图15: 玲珑轮胎品牌价值（亿元）



资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

25Q2 玲珑轮胎销量同比+9.8%，销售收入同比+15.6%；公司 Q2 天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料综合采购成本同比+0.7%；产品层面，由于市场结构变化+公司内部产品结构调整，25Q2 轮胎产品价格环比+0.3%，同比+5.2%。

表2: 玲珑轮胎分季度产销、价格、收入拆解

2018	玲珑轮胎分季度价值拆解					
	产量（万条）	销量（万条）	收入（万元）	均价（元）	均价同比	销量同比

Q1	轮胎	1284	1236	348470	282	4.70%	0.10%
Q2	轮胎	1405	1325	369355	279	-4.20%	16.10%
Q3	轮胎	1350	1327	375290	283	0.60%	5.20%
Q4	轮胎	1484	1457	421588	289	2.80%	14.60%
全年		5523	5345	1514703	283		
2019							
Q1	轮胎	1445	1381	403463	292	3.70%	11.70%
Q2	轮胎	1461	1377	423167	307	10.30%	3.90%
Q3	轮胎	1574	1471	415872	283	0.00%	10.90%
Q4	轮胎	1714	1671	461761	276	-4.50%	14.70%
全年		6195	5899	1704263	289		
2020							
Q1	轮胎	1461	1220	354601	291	-0.50%	-11.70%
Q2	轮胎	1389	1490	459523	308	0.40%	8.20%
Q3	轮胎	1819	1744	493244	283	0.00%	18.60%
Q4	轮胎	1928	1879	502200	267	-3.30%	12.40%
全年		6597	6333	1809568	286		
2021							
Q1	轮胎	1779	1629	489360	300	3.30%	33.50%
Q2	轮胎	1791	1676	499174	298	-3.50%	12.50%
Q3	轮胎	1610	1541	421916	274	-3.20%	-11.60%
Q4	轮胎	1847	1625	415953	256	-4.20%	-13.50%
全年		7027	6471	1826402	282		
2022							
Q1	轮胎	1672	1571	429687	273	-9.00%	-3.50%
Q2	轮胎	1518	1348	398804	296	-0.69%	-19.55%
Q3	轮胎	1702	1662	428987	258	-5.75%	7.88%
Q4	轮胎	1680	1602	415228	259	1.20%	-1.36%
2023							
Q1	轮胎	1711	1673	431347	258	-5.72%	6.47%
Q2	轮胎	1944	1926	480694	250	-15.69%	42.89%
Q3	轮胎	2061	1936	529310	269	4.20%	16.50%
Q4	轮胎	2196	2263	553898	245	-5.5%	41.2%
2024							
Q1	轮胎	2155	1898	498488	263	1.8%	13.5%
Q2	轮胎	2184	2092	526470	252	0.8%	8.6%
Q3	轮胎	2233	2143	551325	257	5.01%	2.10%
Q4	轮胎	2340	2411	604755	251	2.47%	6.56%
2025							
Q1	轮胎	2303	2140.96	565327	264	5.28%	0.56%
Q12	轮胎	2286	2298	608470	265	5.23%	9.83%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：有价值+有拐点+有空间的国内半钢龙头，维持“优于大市”评级

产能+配套+零售全方位布局，看好国内半钢龙头量利双增。公司在产能、配套、零售等方面皆有全面、前瞻性布局：1) **产能端**：海外看好欧洲工厂提振整体盈利能力以及泰国工厂持续修复利润，国内看长春、湖北、安徽等地产能推进，长期看好公司“7+5”全球化战略；2) **配套端**：看好高端产品、车型、品牌渗透（正式供货宝马；实现对高端商用车 SCANIA、MAN 的产品量供）及新能源配套推进（比亚迪第一大轮胎供应商；通过大众中国新能源车项目自愈合轮胎评审）；3) **零售端**：创建“玲珑养车驿站”+“阿特拉斯车友之家”养车品牌，新零售 3.0 开启保障增长；后续随海外需求回暖增厚利润，玲珑业绩有望持续改善。

我们看好玲珑轮胎在产能+配套+零售等维度全方位布局构筑的核心竞争力以及未来业绩增长的确定性，看好玲珑后续配套和零售业务推进，考虑到短期关税对潜在盈利的干扰，下调盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润为 17.9/22.7/25.6 亿元（原预

测 20.7/23.4/25.9 亿元)，EPS 为 1.22/1.56/1.75（原预测 1.42/1.60/1.77 元），维持“优于大市”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	股价（元）	市值（亿元）	每股盈利（元）			市盈率			评级
		20250830		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601058.SH	赛轮轮胎	14.17	466	1.24	1.29	1.53	11	11	9	-
002984.SZ	森麒麟	19.84	205	2.11	2.03	2.43	9	10	8	-
	平均		0				9	10	9	
601966.SH	玲珑轮胎	15.62	229	1.20	1.22	1.56	13	13	10	优于大市

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理和预测 备注：赛轮轮胎、森麒麟预测为 Wind 一致预期

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	3980	3626	3000	2300	2500	营业收入	20165	22058	26183	29115	32172
应收款项	4376	4687	5093	5584	6963	营业成本	15929	17192	20684	22710	25030
存货净额	4744	5789	6019	6565	7856	营业税金及附加	118	141	147	163	180
其他流动资产	857	948	2618	2912	3217	销售费用	737	648	943	1048	1126
流动资产合计	13992	15890	16761	17392	20568	管理费用	662	633	855	1004	1105
固定资产	24956	27139	28744	29543	30279	研发费用	815	920	1100	1223	1287
无形资产及其他	1046	1071	1030	988	946	财务费用	80	324	655	621	657
投资性房地产	3266	2914	2914	2914	2914	投资收益	8	8	(8)	(8)	(10)
长期股权投资	71	69	69	69	69	资产减值及公允价值变动	382	364	220	220	100
资产总计	43330	47083	49517	50906	54776	其他收入	(1501)	(1517)	(1100)	(1223)	(1287)
短期借款及交易性金融负债	10113	10577	9583	8708	10802	营业利润	1528	1977	2012	2558	2878
应付款项	5382	5415	7272	7933	7856	营业外净收支	1	(6)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	3415	3922	4624	5066	5589	利润总额	1529	1971	2011	2557	2877
流动负债合计	18910	19914	21479	21708	24247	所得税费用	139	219	221	281	316
长期借款及应付债券	2165	4345	4345	4345	4345	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	1344	1139	933	727	522	归属于母公司净利润	1391	1752	1790	2276	2561
长期负债合计	3509	5483	5278	5072	4866	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	22419	25397	26757	26780	29114	净利润	1391	1752	1790	2276	2561
少数股东权益	6	6	6	6	6	资产减值准备	82	12	90	17	12
股东权益	20905	21680	22754	24120	25657	折旧摊销	1353	1601	2568	2946	3195
负债和股东权益总计	43330	47083	49517	50906	54776	公允价值变动损失	(382)	(364)	(220)	(220)	(100)
						财务费用	80	324	655	621	657
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	234	(749)	139	(417)	(2724)
每股收益	0.94	1.20	1.22	1.56	1.75	其它	(82)	(12)	(90)	(17)	(12)
每股红利	0.26	0.87	0.49	0.62	0.70	经营活动现金流	2596	2240	4276	4586	2932
每股净资产	14.19	14.81	15.55	16.48	17.53	资本开支	0	(4104)	(4001)	(3501)	(3801)
ROIC	5.56%	5.83%	5%	6%	6%	其它投资现金流	(2)	(805)	809	0	0
ROE	6.65%	8.08%	8%	9%	10%	投资活动现金流	2	(4907)	(3192)	(3501)	(3801)
毛利率	21%	22%	21%	22%	22%	权益性融资	170	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	11%	9%	10%	11%	负债净变化	167	2180	0	0	0
EBITDA Margin	16%	19%	19%	20%	21%	支付股利、利息	(385)	(1276)	(716)	(911)	(1024)
收入增长	19%	9%	19%	11%	10%	其它融资现金流	(1297)	506	(995)	(874)	2094
净利润增长率	377%	26%	2%	27%	12%	融资活动现金流	(1563)	2314	(1711)	(1785)	1069
资产负债率	52%	54%	54%	53%	53%	现金净变动	1035	(354)	(626)	(700)	200
股息率	1.7%	5.6%	3.1%	4.0%	4.5%	货币资金的期初余额	2945	3980	3626	3000	2300
P/E	16.6	13.0	12.8	10.0	8.9	货币资金的期末余额	3980	3626	3000	2300	2500
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	企业自由现金流	0	(1008)	890	1670	(264)
EV/EBITDA	13.9	11.7	9.9	8.4	7.8	权益自由现金流	0	1678	(688)	242	1245

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

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