

# 科博达 (603786.SH)

优于大市

## 在手订单充沛，收购智能科技 60%股权打开驾驶域控成长空间

### 核心观点

**得益于新产品、新客户项目量产，科博达营收同比持续增长。**公司 2025 年实现营收 69.34 亿元，同比增长 13.8%，实现归母净利润 8.29 亿元，同比增长 12.3%。2026Q1 实现营收 15.30 亿元，同比增长 3.3%，环比减少 21.0%，归母净利润 1.51 亿元，同比减少 22.4%，环比减少 17.4%。分产品看，2026Q1 照明控制系统营收 6.9 亿元，同比增长 6%，环比减少 4%，电机控制系统营收 2.6 亿元，同比增长 5%，环比减少 9%，车载电器与电子营收 1.9 亿元，同比减少 13%，环比减少 19%，能源管理系统营收 1.4 亿元，同比减少 11%，环比减少 25%，中央计算平台和智驾域控营收 1.3 亿元，同比增长 22%，环比减少 57%。

**2026Q1 公司净利率环比提升 0.7pct。**2026Q1 公司毛利率 25.3%，同比-1.7pct，环比+0.4pct，净利率 10.2%，同比-5.7pct，环比+0.7pct。2026Q1 公司四费率 16.8%，同比+6.5pct，环比+0.3pct

**聚焦高价值量产品，单车价值量持续提升，持续打造域控制器平台化企业。**2025 年公司收购科博达智能科技 60%股权，着力开辟第二增长曲线，公司主业完成从百元级车灯/电机控制器品类-千元级车身域控制器品类-万元级智驾域控制器品类的升级过渡，打开远期域控制器市场空间。

**加快全球化布局，在手订单充沛。**2025 年，公司新获定点项目预计生命周期销售额超过 100 亿元（不含通过收购科博达智能科技取得的订单金额），客户黏性及市场竞争力不断提升。2025 年，公司成功获得某国际知名整车厂新一代电子电气架构下中央域控制器项目定点。同时，公司在智能照明领域实现里程碑式突破，获得另一国际知名整车厂“数字像素照明中央控制模块”项目定点。2025 年度，公司持续推进全球化发展战略，以并购整合为重要抓手，完善全球业务与生产布局，深化国际市场渗透，推动全球化运营能力持续提升，2025 年，公司完成对捷克 IMI 公司 100%股权的收购，并同步启动捷克公司的整合工作。

**投资建议：**下调盈利预测，维持优于大市评级。考虑到下游客户产销波动、叠加产品结构对盈利能力的影响，我们下调盈利预测，预期 2026/2027/2028 年营收 80.1/99.0/120.8 亿（原 26/27 年预计 92.7/114.0 亿），利润 9.0/12.3/15.5 亿（原 26/27 年预计 12.8/15.4 亿），维持“优于大市”评级。

**风险提示：**汽车销量不及预期，原材料上涨的风险等。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,968	6,934	8,009	9,902	12,080
(+/-%)	29.0%	16.2%	15.5%	23.6%	22.0%
净利润(百万元)	772	829	902	1225	1554
(+/-%)	26.8%	7.4%	8.7%	35.9%	26.8%
每股收益(元)	1.91	2.05	2.23	3.03	3.85
EBIT Margin	14.8%	11.3%	11.5%	13.1%	14.0%
净资产收益率 (ROE)	14.7%	14.7%	14.7%	18.0%	20.2%
市盈率 (PE)	27.7	25.8	23.7	17.5	13.8
EV/EBITDA	22.3	24.9	24.2	18.2	14.8
市净率 (PB)	4.09	3.80	3.49	3.14	2.78

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：杨彬

0755-81982771

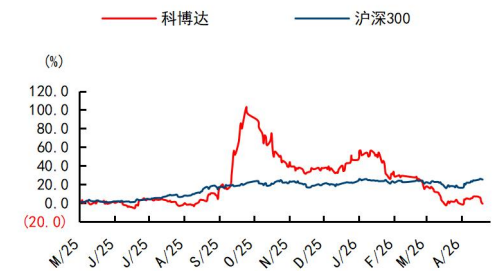
yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	53.01 元
总市值/流通市值	21408/21408 百万元
52 周最高价/最低价	109.23/49.90 元
近 3 个月日均成交额	181.01 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

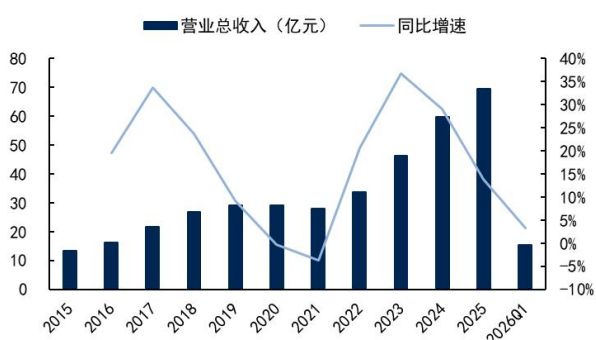
#### 相关研究报告

- 《科博达 (603786.SH) - 单三季度收入同比增长 12%，收购智能科技 60%股权打开驾驶域控成长空间》——2025-10-29
- 《科博达 (603786.SH) - 科博达收购参股公司智能科技 60%股权，打开高单价驾驶域控成长曲线》——2025-09-05
- 《科博达 (603786.SH) - 单二季度净利润同比增长 61%，在手订单充沛》——2025-09-01
- 《科博达 (603786.SH) - 在手订单充沛，打造域控制器平台型企业》——2025-04-28
- 《科博达 (603786.SH) - 单三季度归母净利润同比增长 31%，打造域控制器平台型企业》——2024-10-29

科博达 2025 年实现营收 69.3 亿元，同比增长 14%。公司 2025 年实现营收 69.34 亿元，同比增长 13.8%，实现归母净利润 8.29 亿元，同比增长 12.3%。拆单季度看，公司 2025Q4 实现营收 19.37 亿元，同比增长 7.5%，环比减少 0.7%，归母净利润 1.83 亿元，同比增长 6.2%，环比减少 6.3%。公司 2025 年收入增加主要系中央计算平台和智驾域控等汽车电子产品扩产销售增加。

公司 2026Q1 实现营收 15.30 亿元，同比增长 3.3%，环比减少 21.0%，归母净利润 1.51 亿元，同比减少 22.4%，环比减少 17.4%。

图1：科博达营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：科博达单季度营业收入及同比增速



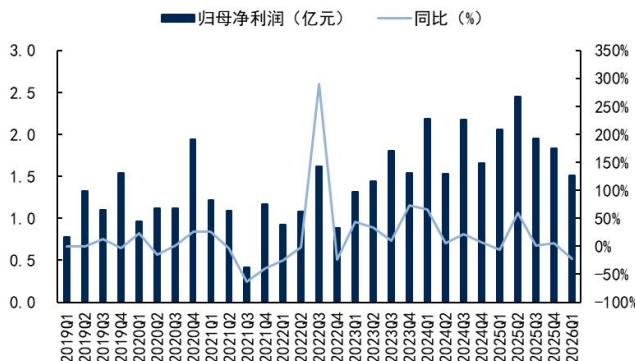
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：科博达归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：科博达单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 公司收入同比增长得益于拓品类、拓客户进展顺利。

分产品看，公司 2025 年照明控制系统收入 29.9 亿元（占比 43%），同比增长 3%，电机控制系统收入 10.5 亿元（占比 15%），同比增长 9%，车载电器与电子收入 9.3 亿元（占比 13%），同比增长 6%，能源管理系统收入 7.2 亿元（占比 10%），同比减少 14%，中央计算平台和智驾域控收入 7.4 亿元（占比 11%），同比增长 419%。

2026Q1 照明控制系统、电机控制系统、中央计算平台和智驾域控等业务同比保持持续增长，照明控制系统营收 6.9 亿元，同比增长 6%，环比减少 4%，电机控制系

统营收 2.6 亿元，同比增长 5%，环比减少 9%，车载电器与电子营收 1.9 亿元，同比减少 13%，环比减少 19%，能源管理系统营收 1.4 亿元，同比减少 11%，环比减少 25%，中央计算平台和智驾域控营收 1.3 亿元，同比增长 22%，环比减少 57%。

表1: 公司分产品营收（亿元）

	2025 年	2025 年同比	2025Q4	2025Q4 同比	2025Q4 环比	2026Q1	2026Q1 同比	2026Q1 环比
照明控制系统	29.9	3.3%	6.7	-11%	-14%	6.9	6%	4%
电机控制系统	10.5	9.2%	2.8	-2%	7%	2.6	5%	-9%
车载电器与电子	9.3	5.7%	2.4	-8%	-3%	1.9	-13%	-19%
能源管理系统	7.2	-13.8%	1.9	-27%	34%	1.4	-11%	-25%
中央计算平台和智驾域控	7.4	419.3%	3.1	-	-	1.3	22%	-57%
其他汽车零部件	1.8	9.1%	0.7	24%	120%	0.3	-31%	-65%
总营收	69.3	13.8%	19.4	7%	-1%	15.3	3%	-21%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**分客户看**，客户品类拓展，大众占比下降，大众销量影响对公司影响减弱，得益于新客户拓展，近年来，公司积极推进与造车新势力头部企业合作，业务规模逐渐增长，2024 年上半年，造车新势力整体销售占比超过 15%，其中：理想已经成为公司第 4 大客户，销售额约 3 亿元，与上年同期相比增长了 157.5%，销售占比由 5.9% 上升到 11%。

公司拥有众多国内外产销量大、车型齐全、品牌卓越的一流整车厂客户，并与主要终端用户保持了长期紧密的合作关系。公司核心客户包括奔驰、宝马、大众集团（包括其下属子公司保时捷汽车、宾利汽车、兰博基尼汽车和奥迪公司）、通用、福特、雷诺、PSA、捷豹路虎、比亚迪、吉利、一汽集团以及国内外新造车势力头部企业等数十家全球知名整车厂商。

表2: 大众集团销量情况（万辆）

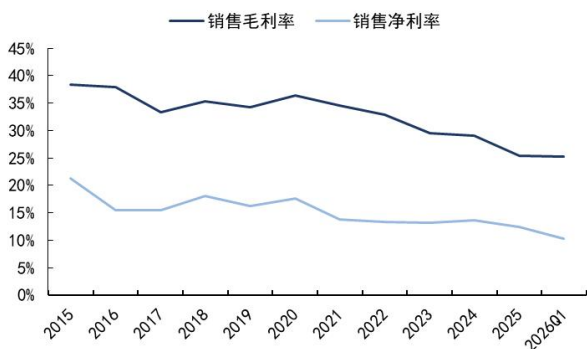
	2025 年	2025 年同比	2025Q4	2025Q4 同比	2025Q4 环比	2026Q1	2026Q1 同比	2026Q1 环比
大众集团海外	600.8	2.83%	157.5	2.12%	6.70%	137.9	-4.36%	-12.45%
一汽大众	155.0	-3.18%	42.3	-9.75%	11.35%	30.3	-20.36%	-28.36%
上汽大众	102.4	-10.81%	27.2	-27.79%	4.35%	19.0	-16.75%	-30.06%

资料来源：marklines，中汽协，国信证券经济研究所整理

**2026Q1 公司净利率 10.2%，环比提升 0.7pct。**公司 2025 年销售毛利率 25.46%，同比-3.57pct，销售净利率 12.40%，同比-1.19pct。拆单季度看，2025Q4 公司毛利率 24.9%，同比-3.4pct，环比+1.4pct，净利率 9.6%，同比-0.2pct，环比-0.9pct。2025 年，公司毛利率有所下降，主要系中央计算平台及智驾域控汽车电子产品爬坡扩产阶段固定成本高，导致毛利低，拉低整体毛利。

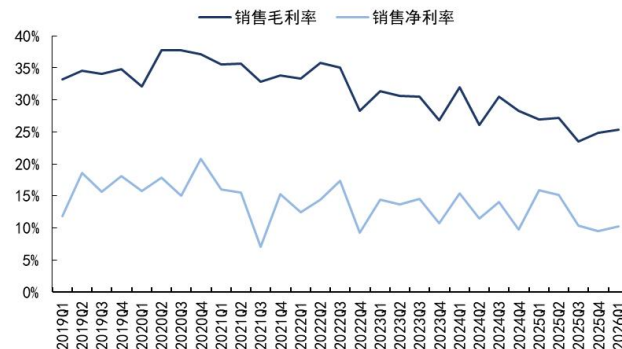
2026Q1 公司毛利率 25.3%，同比-1.7pct，环比+0.4pct，净利率 10.2%，同比-5.7pct，环比+0.7pct。

图5: 科博达毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 科博达单季度毛利率与净利率

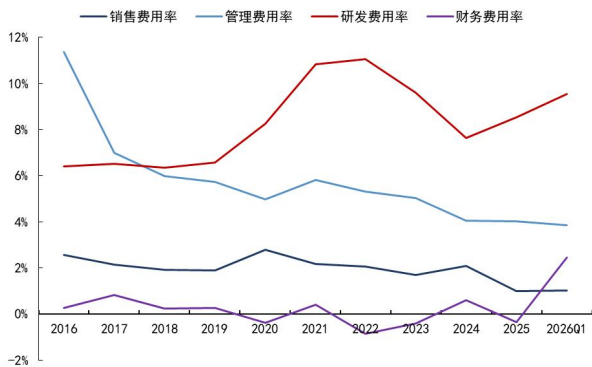


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**费用稳中有降, 2025 年四费率同比-1.2pct。**2025 年公司四费率为 13.2%, 同比-1.2pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.0%/4.0%/8.5%/-0.4%, 同比分别变动-1.1/+0.0/+0.9/-1.0pct。分季度看, 2025Q4 公司四费率 16.5%, 同比+2.0pct, 环比+1.9pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/4.7%/9.8%/0.9%, 同比分别变动-0.4/+0.8/+2.1/-0.5pct, 环比分别变动+0.9/+0.5/-0.2/+0.7pct。

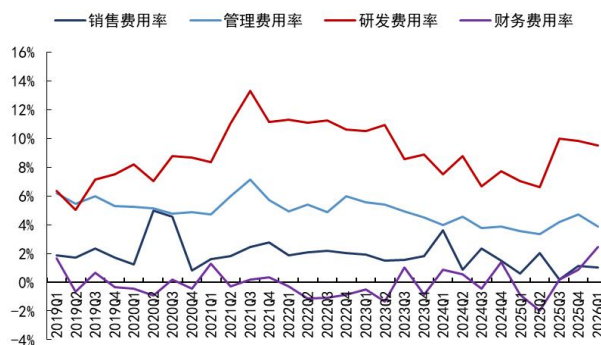
2026Q1 公司四费率 16.8%, 同比+6.5pct, 环比+0.3pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.0%/3.9%/9.5%/2.4%, 同比分别变动+0.4/+0.3/+2.5/+3.3pct, 环比分别变动-0.1/-0.8/-0.3/+1.6pct。

图7: 科博达四项费用率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 科博达单季度四项费用率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

● **新定点项目保持增长, 新老业务进入快速增长期。**

**底层竞争优势:** 公司已经在汽车的各类域控制、智能感知、底盘控制、微小电机控制、座舱大容量和高速通信与数据传输、智能化电源管理以及下一代照明控制等相关领域积累了一些成熟的新技术, 持续进行产品升级迭代, 打造域控制器平台型企业。

1) **价升:** 核心产品矩阵持续拓展, 智能化布局进一步完善。

公司目前最高单车价值量 5000 元以上, 考虑参股公司科博达智能科技智能驾驶域控制器业务, 我们预计最高单车价值量可达 1 万元以上。**车灯控制器:** 当前单

车预计 400-500 元（大灯+辅助灯），长期单车价值量可以达到 1000 元以上（大灯+辅助灯+尾灯+氛围灯）。**域控制器**：单车预计 3000 元，其中车身域控制器单车 2000 元、底盘域控制器单车 1000 元。**底盘控制器**：主要为 DCC（自适应悬架控制器）和 ASC（空气悬架控制器），单车价值量预计 300-500 元；**智能保险丝盒业务**（efuse，预计单车价值量 1000 元左右）；其他电机控制、电子电器件产品包括调光天幕控制器（单车预计 300 元）、进气格栅控制系统（单车预计 500 元左右）、USB（单车预计 200 元）等。公司参股公司科博达智能科技业务主要从事智能驾驶域控制器、座舱域控制器业务，预计单车价值量 5000 元以上。

**单车价值量攀升，打开成长新空间。**多年沉淀厚积薄发，目前产品已从当初车灯控制器拓展至智能配电 Efuse、域控制器、底盘控制器等五大类几十种品类，并正向更高价值和高新技术集成度产品迈进，客户配套的单车价值量也随之不断攀升。公司本着充分挖掘利用全球客户资源，依托现有技术同源性外延拓展，通过不断扩大品类丰富产品线，已具备多业务协同共进的平台型公司成长潜力，其正在带来的单车价值量攀升为公司打开了成长新空间，为公司持续稳定增长提供了有效保障。

**科博达是汽车智能、节能电子部件的系统方案提供商。**科博达立足全球汽车产业平台并全面参与全球高端市场的竞争，专注汽车电子及相关产品在智能领域的技术创新与产业化，致力成为全球汽车电子高端产业链中富于创新和竞争力的卓越企业。

科博达专注于照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统、车载电器与电子、中央计算平台和智驾域控等汽车电子产品的研发、生产和销售，拥有 LED 光源控制器、LED 氛围灯控制器、LED 尾灯控制器、中小型电机控制系统、机电一体化、DC/DC 转换模块、底盘域控制器、车身域控制器、电磁阀控制器、汽车中央计算平台、智能驾驶域控制器等多类产品。**科博达是少数几家进入国际知名整车厂商全球配套体系，同步开发汽车电子部件的中国本土公司。**

图9：科博达产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2025 年度，公司始终坚持创新驱动发展战略，持续整合内外部优质资源，不断提升自主创新能力及产品核心竞争力，聚焦汽车智能化与节能化核心技术领域布局业务，着力扩大业务覆盖范围、提升技术水平，积极参与国际市场竞争，推动产品结构持续优化升级。

为顺应全球汽车产业智能化发展趋势，正式进入汽车智能化领域核心产品赛道，进一步完善公司产品结构，提升公司整体的产品水平。**2025 年公司通过整合科博达智能科技相关业务，着力开辟第二增长曲线，稳步推进汽车中央计算平台、智驾域控制器等高附加值智能化产品的开发与量产工作，持续提升单车配套的价值。**2025 年 9 月 4 日，公司发布《科博达技术股份有限公司关于购买股权暨关联交易的公告》，科博达技术股份有限公司拟以现金方式收购上海科博达智能科技有限公司 60% 股权，交易价格为 3.45 亿元，本次交易资金来源于公司自有资金。科博达智能科技主业智能驾驶域控制器，2024 年、2025 年 1-7 月分别实现营收 1.78、2.99 亿元，归母净利润-0.42、-0.35 亿元。科博达智能科技承诺 2025 年 8-12 月、2026-2030 年度累积实现的净利润不低于 6.3 亿元。业绩承诺期结束后，如果科博达智能科技实际实现的净利润未达到承诺的净利润，将根据《股权收购协议》的规定进行补偿。我们认为，科博达智能科技自 2022 年设立，与 Momenta、高通、地平线等全球领先技术企业建立深度合作，成功开发出高性价比智驾域控制器（单价大几千到上万元），目前定点项目的产品生命周期销售额超 200 亿元，并实现国内多家主流品牌车型的量产配套。我们认为，科博达作为域控制器平台型企业，与全球诸多客户（大众、宝马、通用、福特、雷诺等）建立了深度合作关系，并通过参股公司科博达智能科技战略布局智能驾驶域控制器业务。此次科博达收购科博达智能科技 60% 股权，使得公司主业完成从百元级车灯/电机控制器品类-千元级车身域控制器品类-万元级智驾域控制器品类的升级过渡，打开远期域控制器市场空间。

表3: 科博达智能科技主要财务信息（单位：亿元）

标的资产名称	上海科博达智能科技有限公司	
标的资产类型	股权资产	
本次交易股权比例（%）	60%	
是否经过审计	是	
审计机构名称	众华会计师事务所（特殊普通合伙）	
是否为符合规定条件的审计机构	是	
项目	2024 年 12 月 31 日	2025 年 7 月 31 日
资产总额	5.18	7.79
负债总额	4.48	7.05
净资产	0.70	0.75
项目	2024 年度	2025 年 1 月 1 日~7 月 31 日
营业收入	1.78	2.99
净利润	-0.42	-0.35
扣除非经常性损益后的净利润	-0.47	-0.35

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经过数年的技术积累与市场培育，公司自主孵化的智能化相关产品，如智慧电源、能源数据管理等产品，也正逐步释放增长潜力，不断推动公司业绩持续增长。公司产品矩阵的持续拓展与完善，有效提高了公司单车配套价值量，进一步优化了产品结构，降低了对单一产品的依赖风险，增强了公司业务稳定性和抗风险能力，为公司持续健康发展提供了有力支撑

## 2) 量升：深耕全球重要客户战略绑定，业务拓展成效突出。

2025 年，公司紧紧把握全球汽车产业智能化发展趋势，持续深化与国际知名车企的战略合作。2025 年，公司新获定点项目预计生命周期销售额超过 100 亿元（不含通过收购科博达智能科技取得的订单金额），客户黏性及市场竞争力不断提升。

2025 年，公司成功获得某国际知名整车厂新一代电子电气架构下中央域控制器项目定点。该项目作为整车“数据交互”的核心组成部分，系该车厂首创的车辆控制核心部件，主要承担车辆基础功能管控与系统工作状态管理，集成车辆进入、空调舒适、内外照明、数据通信及远程软件升级等关键功能，技术壁垒高、市场竞争力突出。此次定点得益于公司在智能化域控技术领域的长期技术积累，标志着公司正逐步成为战略客户全球平台的核心战略合作伙伴，双方合作迈入更深层次的协同发展阶段。

同时，公司在智能照明领域实现里程碑式突破，获得另一国际知名整车厂“数字像素照明中央控制模块”项目定点。该模块属于前瞻性智能照明解决方案，突破传统固定照明模式，作为高性能“灯光大脑”，可实现车辆外部高像素照明的动态精确控制与智能交互。此次定点体现了客户对公司技术研发、质量管控及量产保障能力的高度认可，推动公司照明电子产品从局部功能控制延伸至中央系统控制转变，可提供从中央控制到终端驱动的完整照明一体化解决方案，进一步丰富公司照明电子产品矩阵。

未来，公司将持续投入优质资源拓展全球市场，依托现有合作基础挖掘更多合作机遇，进一步提升全球市场份额及品牌影响力，持续巩固行业竞争地位。

### ● 加快国内外生产布局，拓展新老客户业务。

#### ➢ 国内方面

产能布局优化升级，智造水平稳步提升。

2025 年度，为优化公司产能布局、提升生产制造效能、高效响应客户需求，公司高标准规划并推进安徽生产基地项目建设，进一步完善国内工厂生产布局，增强产能供给韧性，为公司业务持续发展提供有力保障。

公司安徽生产基地于 2025 年度正式投入运营，该基地坐落于安徽新桥国际产业园，紧邻安徽汽车产业集群，地理位置优势显著。基地严格按照“总体规划、分期实施”的策略推进建设，结合已定点项目后续生产节奏分批释放产能，重点聚焦汽车智能化、节能化领域产品的生产制造。基地配备信息化、自动化水平更高的生产线，在大幅提升生产效率的同时，进一步提高了公司产品的智能制造水平，有效缓解了公司未来的产能压力，为新项目量产落地提供了有效的交付保障。

当前，全球汽车产业正加速向智能化、绿色动力转型，整车电子架构持续迭代升级。在此行业背景下，公司将持续加大对研发与制造的投入力度，不断提升产品开发与制造的核心能力，推动产品从单一电子控制单元向智能化域控产品升级，以“智能化”与“全球化”的双轮战略，推动公司业务高质量发展。

#### ➢ 国外方面

全球化战略扎实推进，境外收购整合成效初显。

2025 年度，公司持续推进全球化发展战略，以并购整合为重要抓手，完善全球业务与生产布局，深化国际市场渗透，推动全球化运营能力持续提升。

2025 年，公司完成对捷克 IMI 公司 100% 股权的收购，并同步启动捷克公司的整

**合工作。**截至目前，捷克公司已顺利完成团队融合与流程导入，数条重要产品生产线的铺设及调试工作均已就绪，并成功通过汽车行业相关体系认证，现阶段正稳步推进部分产品的量产准备工作；同时，捷克公司已接待多家欧洲重要客户的体系审核，其生产体系、质量管控水平获得客户认可，为公司下步欧洲市场的产品推广，及海外产品销售的批量生产奠定了坚实基础。

此次对捷克公司的收购及整合，是公司推进全球化战略的关键一步。捷克公司将成为公司在欧洲的“桥头堡”及战略支点，结合公司在日本等其他地区的布局，公司将逐步构建起覆盖范围更广、响应速度更快、更具韧性的全球生产与服务体系，进一步增强获取全球客户订单的能力，巩固公司在海外市场的地位。

未来，公司将继续坚持全球化发展战略，积极推进国内外业务协调发展，根据客户就近设厂的生产协作需求，持续拓展产能，不断深化全球市场布局，提升全球化运营水平。

### ● 再融资工作有序推进，助力公司长远发展

2025 年度，公司利用资本市场的优势，有序推进再融资工作，为公司业务拓展、产能扩张提供充足资金支持，助力公司实现长远发展。

2025 年，公司启动向不特定对象发行可转换公司债券相关事宜，本次发行聚焦主营业务发展，募集资金主要用于汽车电子产品产能扩建、研发信息化建设及补充流动资金，切实服务于公司核心业务发展，助力公司优化产能布局、提升研发能力。

本次募投项目聚焦公司成熟产品，可有效缓解现有产能瓶颈，且依托已获得的客户订单，进一步优化公司产品结构、提升核心竞争力，确保公司长远发展战略及全体股东的利益。

**投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级。**考虑到下游客户产销波动、叠加产品结构对盈利能力的影响，我们下调盈利预测，预期 2026/2027/2028 年营收 80.1/99.0/120.8 亿（原 26/27 年预计 92.7/114.0 亿），利润 9.0/12.3/15.5 亿（原 26/27 年预计 12.8/15.4 亿），维持“优于大市”评级。

表4: 同类公司估值比较 (20260424)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
002906.SZ	华阳集团	优于大市	31.77	167	1.49	1.89	2.35	21	17	14
603596.SH	伯特利	优于大市	46.98	285	2.16	2.99	3.83	22	16	12
	平均				1.83	2.44	3.09	22	16	13
603786.SH	科博达	优于大市	53.01	214	2.05	2.23	3.03	26	24	17

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

**风险提示：**汽车销量不及预期，原材料上涨的风险等。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1059	1122	1291	1484	1633	营业收入	5968	6934	8009	9902	12080
应收款项	2121	2466	2743	3391	4137	营业成本	4235	5169	5967	7258	8806
存货净额	1561	1684	2342	2852	3463	营业税金及附加	31	40	46	57	70
其他流动资产	303	768	887	1097	1338	销售费用	124	69	80	99	121
<b>流动资产合计</b>	<b>5602</b>	<b>6471</b>	<b>7694</b>	<b>9255</b>	<b>11002</b>	管理费用	241	279	320	365	431
固定资产	858	1227	1491	1734	1955	研发费用	456	592	677	822	966
无形资产及其他	117	162	154	146	138	财务费用	36	(25)	29	55	78
投资性房地产	182	349	349	349	349	投资收益	84	98	85	94	103
长期股权投资	380	355	375	395	415	资产减值及公允价值变动	55	58	40	40	40
<b>资产总计</b>	<b>7139</b>	<b>8564</b>	<b>10063</b>	<b>11878</b>	<b>13859</b>	其他收入	(539)	(630)	(677)	(822)	(966)
短期借款及交易性金融负债	586	846	1531	2196	2746	营业利润	901	928	1015	1380	1751
应付款项	784	977	1131	1377	1672	营业外净收支	5	8	3	3	3
其他流动负债	291	734	859	1043	1266	<b>利润总额</b>	<b>906</b>	<b>936</b>	<b>1018</b>	<b>1383</b>	<b>1754</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1660</b>	<b>2557</b>	<b>3521</b>	<b>4616</b>	<b>5684</b>	所得税费用	95	76	83	113	143
长期借款及应付债券	23	107	107	107	107	少数股东损益	39	30	33	45	57
其他长期负债	86	180	190	200	210	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>772</b>	<b>829</b>	<b>902</b>	<b>1225</b>	<b>1554</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>108</b>	<b>286</b>	<b>296</b>	<b>306</b>	<b>316</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1769</b>	<b>2843</b>	<b>3818</b>	<b>4922</b>	<b>6000</b>	净利润	772	829	902	1225	1554
少数股东权益	129	90	108	134	165	资产减值准备	6	0	10	11	11
股东权益	5241	5632	6137	6823	7693	折旧摊销	157	187	125	145	166
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7139</b>	<b>8564</b>	<b>10063</b>	<b>11878</b>	<b>13859</b>	公允价值变动损失	(55)	(58)	(40)	(40)	(40)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	36	(25)	29	55	78
每股收益	1.91	2.05	2.23	3.03	3.85	营运资本变动	(477)	(370)	(755)	(917)	(1061)
每股红利	0.76	0.91	0.98	1.34	1.69	其它	17	17	9	15	21
每股净资产	12.98	13.94	15.20	16.89	19.05	<b>经营活动现金流</b>	<b>420</b>	<b>606</b>	<b>250</b>	<b>438</b>	<b>652</b>
ROIC	16%	14%	13%	15%	16%	资本开支	0	(602)	(350)	(350)	(350)
ROE	15%	15%	15%	18%	20%	其它投资现金流	45	127	0	0	0
毛利率	29%	25%	26%	27%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>33</b>	<b>(450)</b>	<b>(370)</b>	<b>(370)</b>	<b>(370)</b>
EBIT Margin	15%	11%	11%	13%	14%	权益性融资	(11)	40	0	0	0
EBITDA Margin	17%	14%	13%	15%	15%	负债净变化	23	84	0	0	0
收入增长	29%	16%	16%	24%	22%	支付股利、利息	(307)	(368)	(397)	(539)	(684)
净利润增长率	27%	7%	9%	36%	27%	其它融资现金流	188	436	685	665	551
资产负债率	27%	34%	39%	43%	44%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(392)</b>	<b>(92)</b>	<b>288</b>	<b>125</b>	<b>(133)</b>
股息率	1.4%	1.7%	1.9%	2.5%	3.2%	<b>现金净变动</b>	<b>61</b>	<b>64</b>	<b>168</b>	<b>194</b>	<b>148</b>
P/E	28	26	24	17	14	货币资金的期初余额	997	1059	1122	1291	1484
P/B	4.1	3.8	3.5	3.1	2.8	货币资金的期末余额	1059	1122	1291	1484	1633
EV/EBITDA	22.3	24.9	24.2	18.2	14.8	企业自由现金流	469	(63)	(136)	73	304
						权益自由现金流	679	457	522	687	783

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

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