

保隆科技（603197.SH）

2023 年上半年营收同比增长 27%，股权激励彰显信心

买入

核心观点

2023 年上半年营收同比增长 27%。保隆科技 2023 年上半年实现收入 26.16 亿元，同比+27%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比 194%。单季度看，2023 年第二季度公司实现营业收入 14.30 亿元，同比+30%，环比+20%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比+405%，环比-2%。公司营收迅速增长主要原因为去年基数较低及新兴业务迅速放量。分产品看，公司 2023 年上半年空气悬架贡献营收 2.9 亿元，同比增长 598%；传感器贡献营收 2 亿元，同比增长 49%。

二季度毛利率同比提升。23Q2 公司销售毛利率为 27.39%，同比+0.86pct，环比-0.85pct。23Q2 公司扣非归母净利率为 5.24%，同比+4.61pct，环比-0.74pct。23Q2 销售/管理/研发费用率分别 4.06%/6.22%/7.41%，同比分别-0.77/-0.61/-0.15pct，环比分别+0.01/-0.68/-0.17pct，上半年新项目较多，公司增加研发人员及职工薪酬，研发费用同比提升 27%。

股权激励目标彰显信心。公司发布 2023 年限制性股票与股票期权激励涉及 483 人，授予权益 1071.30 万股，约占总股本 5.13%。业绩考核为：2023 年净利润同比 2022 年增长超过 50%且营收同比 2022 年增长超过 20%，公司解除 50%限售；2024 年净利润同比 2022 年增长超过 100%且营收同比 2022 年增长超过 60%时，公司解除另外 50%限售。

空气悬架等新业务快速成长。公司 2017 年进入乘用车空气弹簧领域，目前已实现全工艺链自主掌控，覆盖空气弹簧、电控减振器、控制系统、储气罐、悬架高度传感器、车身加速度传感器等全系统产品。2022 年配套出货高端新能源乘用车空气弹簧产品超 4.6 万台套，并获多家车企新项目定点。2023 年新获某全球高端品牌车企及某欧洲某高端品牌车企项目，全球化进展顺利。

传统业务持续发力，公司份额业内领先。1) TPMS 业务为标配产品，公司 2022 年 3808 万只发射器销量稳居高位。2) 气门嘴及平衡块市场需求平稳，公司是全球最大的轮胎气门嘴企业之一，完成 TPMS 气门嘴前瞻技术布局。3) 金属管件持续推进轻量化，与沙士基达成立合资公司补充液压成型技术能力，液压成型产品减小排气阻力、零件数量、后续组装焊接量，实现轻量化。

风险提示：中美贸易风险、TPMS 降价风险、智能驾驶业务不及预期的风险。

投资建议：TPMS 龙头企业，维持“买入”评级。公司是全球 TPMS 龙头企业，空悬、ADAS、传感器等业务发展迅速，我们维持盈利预测，预测 2023-2025 年公司营收 62.13/77.71/95.14 亿元，净利润 3.94/5.38/7.15 亿元，维持 2024 年 24-28 倍 PE，维持一年期目标估值 62-72 元，维持“买入”评级。

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

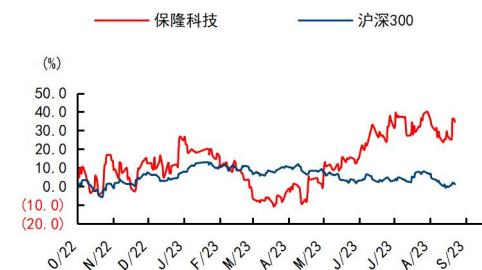
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	57.09 元
总市值/流通市值	11931/11866 百万元
52 周最高价/最低价	60.98/37.50 元
近 3 个月日均成交额	224.20 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

《保隆科技（603197.SH）-单二季度归母净利润增长 328%~439%，空悬产能快速扩建》——2023-07-18

《保隆科技（603197.SH）-一季度净利润同比增长 110%，智能化新业务快速放量》——2023-05-04

《360 环视摄像头项目定点，看好公司 ADAS 业务成长性》——2022-03-02

盈利预测和财务指标

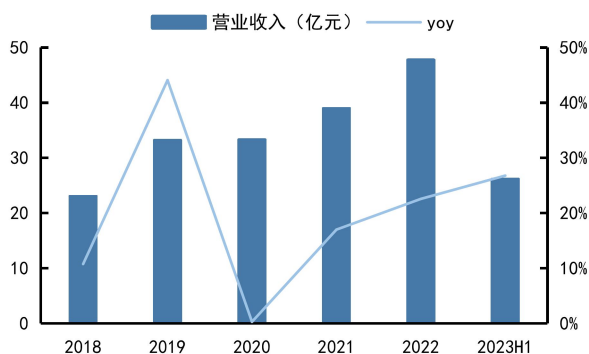
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,898	4,778	6,213	7,771	9,514
(+/-%)	17.0%	22.6%	30.0%	25.1%	22.4%
净利润(百万元)	268	214	394	538	715
(+/-%)	46.5%	-20.2%	84.1%	36.5%	32.8%
每股收益(元)	1.29	1.03	1.89	2.58	3.42
EBIT Margin	8.5%	8.4%	10.2%	10.7%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	12.2%	8.6%	15.2%	19.7%	24.6%
市盈率 (PE)	44.7	56.4	30.6	22.4	16.9
EV/EBITDA	30.5	27.5	19.9	15.9	13.1
市净率 (PB)	5.46	4.83	4.65	4.42	4.15

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

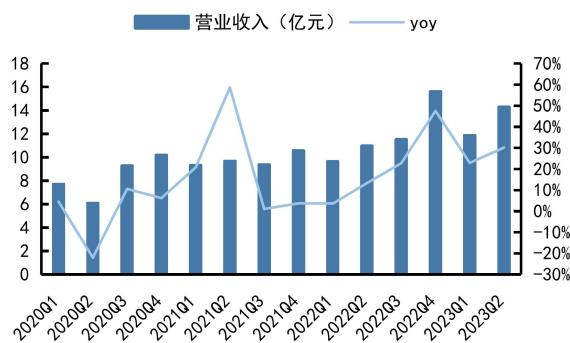
2023 年上半年归母净利润同比增长 194%。2023 年上半年保隆科技实现收入 26.16 亿元，同比+27%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比 194%。单季度看，2023 年第二季度公司实现营业收入 14.30 亿元，同比+30%，环比+20%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比+405%，环比-2%。公司营收及业绩同比迅速增长原因主要为去年基数较低及公司空气悬架等新兴业务迅速放量。分产品看，公司 2023 年上半年空气悬架贡献营收 2.9 亿元，同比增长 598%；传感器贡献营收 2 亿元，同比增长 49%。

图1：保隆科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



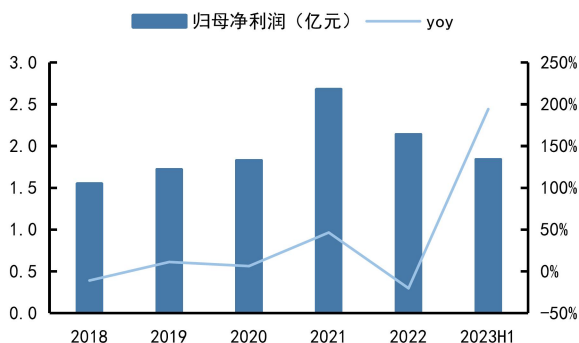
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：保隆科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



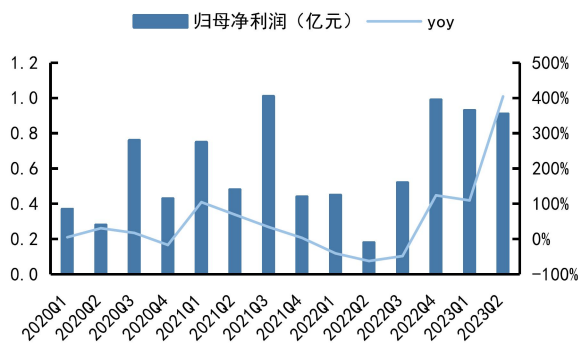
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：保隆科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

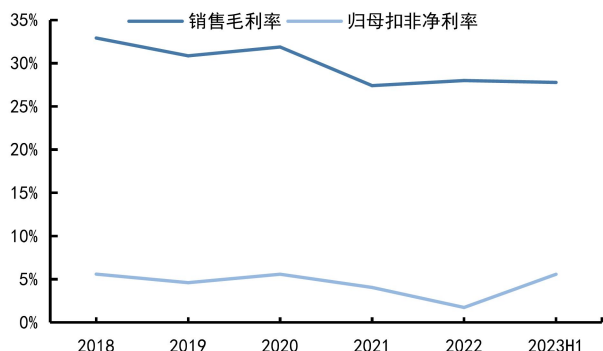
图4：保隆科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

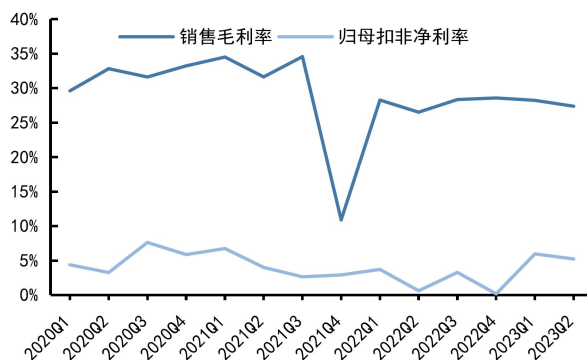
二季度毛利率同比提升。23Q2 公司销售毛利率为 27.39%，同比+0.86pct，环比-0.85pct。23Q2 公司扣非归母净利率为 5.24%，同比+4.61pct，环比-0.74pct。23Q2 销售/管理/研发费用率分别 4.06%/6.22%/7.41%，同比分别-0.77/-0.61/-0.15pct，环比分别+0.01/-0.68/-0.17pct，上半年新项目较多，公司增加研发人员及职工薪酬，研发费用同比提升 27%，同时收入迅速增长，研发费用率同比下降。

图5: 保隆科技毛利率及净利率情况（单位：%）



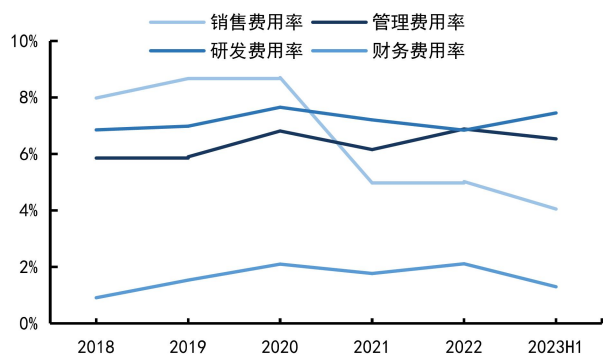
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 保隆科技单季毛利率及净利率情况（单位：%）



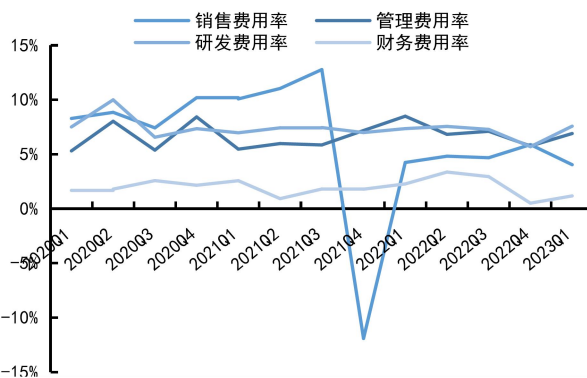
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 保隆科技四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 保隆科技单季度四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司经营状态良好，股权激励彰显信心。8月29日，公司发布2023年限制性股票与股票期权激励计划，拟向董事、高管、中层管理人员及核心技术（业务）人员共483人授予权益合计1,071.30万股，约占公司股本总额的5.13%。其中，拟授予限制性股票的数量为171.95万股，约占公司股本总额的0.82%；拟授予股票期权数量为899.35万份，约占公司股本总额的4.30%。限制性股票的授予价格为28.20元/股；股票期权的行权价格为45.11元/份。

本次股权激励计划解除限售考核为2023-2024年两个会计年度，2023年净利润同比增长超过50%且营收同比增长超过20%时，公司解除50%限售；2024年净利润同比增长超过2022年增长超过100%且营收同比增长超过60%时，公司解除另50%限售。

表1：公司 2023 年股权激励考核目标

解除限售期	对应考核年度	定比 2022 年的 净利润增长率 (A) 目标值增长率 (Am)	定比 2022 年的 营业收入增长率 (B) 目标值增长率 (Bm)
第一个解除限售期	2023	50%	20%
第二个解除限售期	2024	100%	60%
指标权重		50%	50%
业绩目标达成率 (P) 计算公式		$P = A / Am * 50\% + B / Bm * 50\%$	
考核指标		考核指标值	公司层面解除限售比例 (X)
		$P \geq 100\%$	$X = 100\%$
业绩目标达成率 (P)		$80\% \leq P < 100\%$	$X = 80\%$
		$P < 80\%$	$X = 0$

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2022 年开始，公司空气悬架、传感器等产品陆续进入业务快速成长阶段；其中，空气悬架领域，公司 2017 年进入乘用车空气弹簧领域，目前已实现配方、混炼、压延、成型、硫化、装配全工艺链自主掌控，通过长期的研发和生产实践，覆盖空气弹簧、电控减振器、控制系统、储气罐、悬架高度传感器、车身加速度传感器多个产品的核心技术体系，具备全系统开发能力，获得多项产品定点。与国内外成熟车企如大众、奥迪、保时捷、宝马、奔驰、丰田、上汽、东风、长安、一汽等，电动车龙头企业如比亚迪、蔚来、小鹏、理想、零跑、合众等，知名一级零部件供应商如佛吉亚、天纳克、博格华纳、马瑞利等建立长期、稳定供货关系。

表2：保隆科技空悬系统部分定点

公告日期	定点产品	配套详情	预计量产时间	生命周期总金额 (亿元)	生命周期
2023 年 5 月	空气悬架系统储气罐	全球高端品牌车企	2025 年 6 月	1.3	8 年
2023 年 2 月	空气悬架系统储气罐	欧洲某高端品牌主机厂全新全球平台项目	2025 年上半年	2.3	9 年
2023 年 1 月	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某合资汽车品牌主机厂全新平台项目	2025 年上半年	2.4	7 年
2022 年 11 月	空气悬架系统前后双腔空气弹簧	国内某新能源车头部品牌主机厂全新平台	2023 年 10 月	23	7 年
2022 年 10 月	空气悬架系统空气供给单元	国内某头部自主品牌主机厂三个车型平台	2024 年初	13	5 年
2022 年 5 月	空气悬架系统储气罐	国内某新能源车头部品牌主机厂全新平台	2023 年上半年	1.5	5 年
2021 年 12 月	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某新能源车头部品牌主机厂另一全新平台项目新车型	2024 年 1 月	4.6	6 年
2021 年 10 月	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某新能源车头部品牌主机厂全新平台	2023 年 3 月	1.72	6 年
2021 年 8 月	每车 4 个空气弹簧	国内新能源汽车龙头企业的平台化项目	2022 年 11 月	超 2.5 亿元	-
2020 年 8 月	前空气弹簧减振器支柱总成、后独立空气弹簧总成	蔚来 ET7	2021 年底	超 2 亿元	-

资料来源：公司公告，公司官微，国信证券研究所整理

空气悬架市场规模持续提升，公司业绩增长空间广阔。根据高工汽车数据，前装标配空气悬架新车均价从 2021 年的 57.52 万元下降至 2022 年的 55.33 万元。2022 年中国乘用车市场搭载空悬配置数量为 28.01 万台，渗透率约为 1%。预计随国内供应商加速量产、高阶自动驾驶进一步催化，2025 年中国市场乘用车空悬系统年搭载交付规模有望冲刺 300 万台，假设单车价格 8000 元，对应市场规模约 240 亿元。公司空气悬架系统集中在高端新能源汽车市场，2022 年配套出货的高端新能源乘用车空气弹簧产品超过 4.6 万台套，并获得多家车企的新项目定点。2023 年在手项目量产落地，公司产品规模、营收、业绩同步增长。

表3: 国内生产的配置智能悬架系统的车型

整车企业	车型	级别	上市时间	价格[万元]
蔚来	ES8	中大型 SUV	2017. 12	44. 8-54. 8
	ES6	中型 SUV	2018. 12	35. 8-54. 8
	EC6	中型 SUV	2020. 07	36. 8-53. 6
	ET7	中大型轿车	2021. 01	45. 8-53. 6
	ES7	中大型 SUV	2022. 06	43. 8-51. 8
	EC7	中大型 SUV	2022. 12	45. 8-54. 8
理想	L9	大型 SUV	2022. 06	45. 98
	L8	中大型 SUV	2022. 09	33. 98-39. 98
	L7	中大型 SUV	2022. 09	31. 98-37. 98
岚图	FREE	中大型 SUV	2021. 06	33. 36-37. 36
	梦想家	中大型 MPV	2022. 05	36. 99-68. 99
	追光	中大型轿车	2023. 04	32. 29-38. 59
极氪	001	中大型轿车	2021. 04	29. 9-38. 6
	009	中大型 MPV	2022. 11	49. 9-58. 8
高合	HiPhi X	中大型 SUV	2020. 09	62-80
	HiPhi Z	中大型轿车	2022. 08	61-63
小鹏	G9	中大型 SUV	2022. 09	30. 99-46. 99
腾势	N7	中型 SUV	2023. 07	30. 18-37. 98
	HS7	中大型 SUV	2019. 07	34. 98-45. 98
红旗	H9	中大型轿车	2020. 08	30. 98-53. 98
	E-HS9	大型 SUV	2020. 12	50. 98-72. 98
北京	BJ90	大型 SUV	2020. 07	69. 8-99. 8
领克	09	中大型 SUV	2021. 10	23. 79-29. 29
大众	辉昂	中大型轿车	2019. 01	34. 0-63. 9
	V 级	中大型 MPV	2020. 09	47. 80-62. 98
奔驰	C 级新能源	中型轿车	2022. 08	29. 73-40. 56
	E 级新能源	中大型轿车	2019. 11	50. 98
沃尔沃	XC60 新能源	中型 SUV	2020. 01	52. 79-60. 59
林肯	飞行家	中大型 SUV	2020. 07	50. 98-75. 98

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

随在手订单规模扩大, 公司持续扩建产能。产能方面, 公司合肥园区、宁国园区的新建厂房陆续投入使用, 加速空气悬架系统产品的产能布置, 预计 2023 年完成 5-7 条空气弹簧全自动生产线, 为 50 万台车配套目标。同时公司规划未来 3-5 年建设 10-15 条线, 每年为 100 万台车以上配套。2023 年 5 月公司发布公开发行可转债预案, 拟募资不超过 14. 32 亿元, 用于空气悬架系统智能制造扩能项目、减振系统配件产能建设及补充流动资金。预计新增空气弹簧减振器总成、独立式空气弹簧、空气供给单元和悬架控制器 141 万、137 万、100 万和 104 万支产能; 新增 312 万支商用车空气弹簧和 150 万支乘用车空气弹簧产能; 新增 270 万支储气罐和 278 万支铝制件产能。

表4: 保隆科技增加空悬系统产品产能

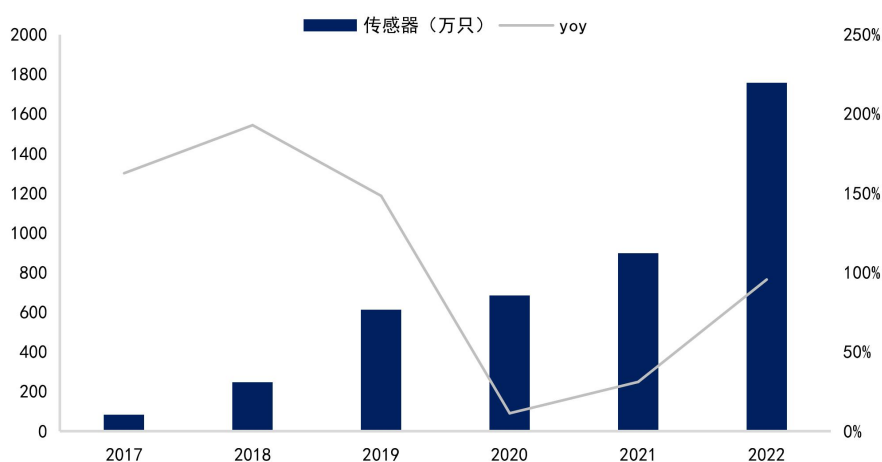
序号	项目	主要产品	达产期产量	达产期扣除内部交易后对外销量
1	年产 482 万支空气悬架系统部件智能制造项目	空气弹簧减振器总成	141	141
2		独立式空气弹簧	137	137
3		空气供给单元 (ASU)	100	100
4		悬架控制器	104	104
5	空气弹簧智能制造项目	商用车空簧	312	312
6		乘用车空簧	428	150
7	汽车减振系统配件	储气罐	270	270
8	智能制造项目	铝制件	792	278

资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

传感器领域, 公司产品种类多样, 全球化布局完善。公司从 2002 年开始研发胎压监测系统, 在传感器行业已有超 20 年经验, 公司 2009 年开始研发压力传感器,

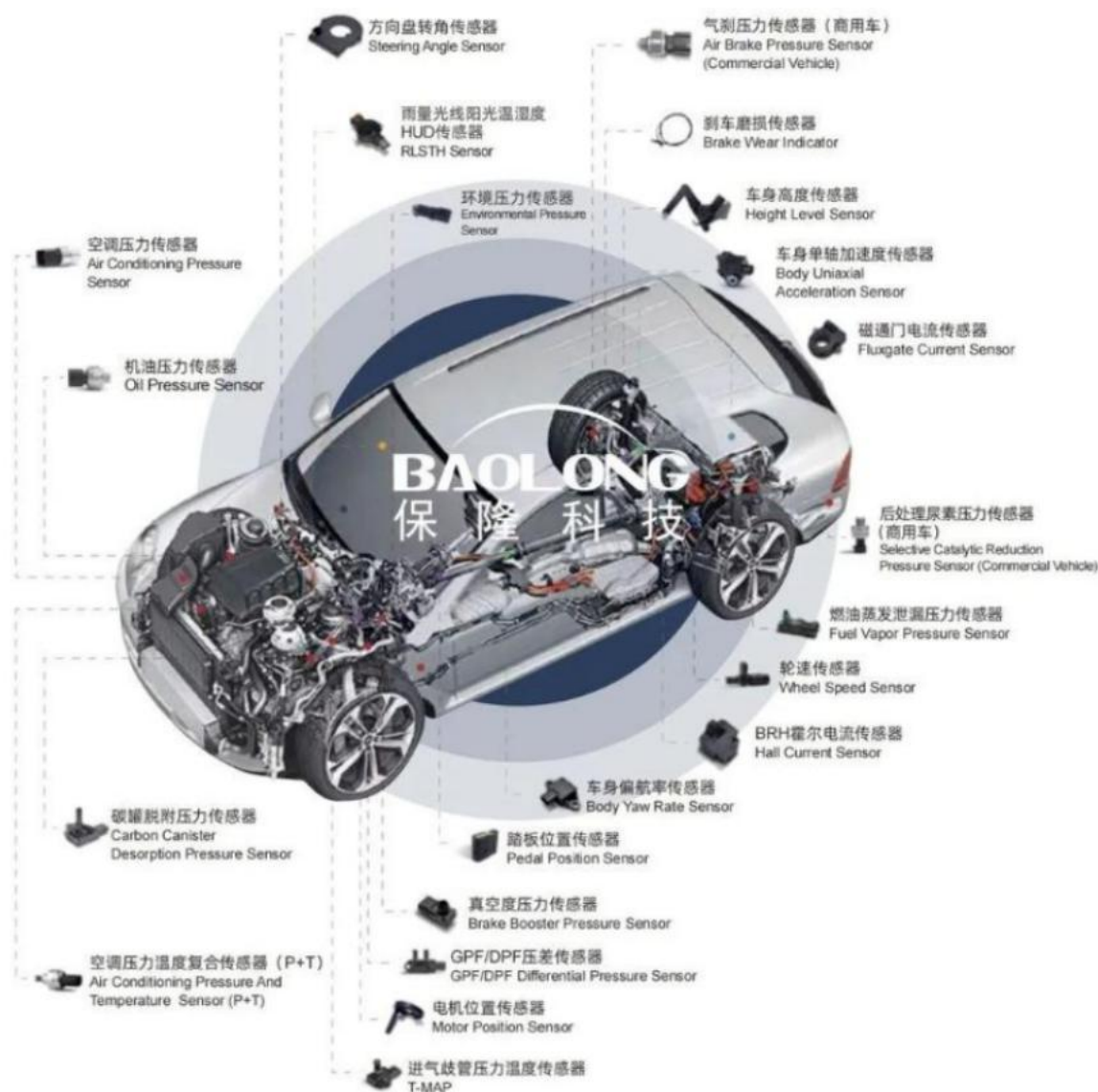
2017 年收购主攻速度类和位置类传感器的常州英孚；2018 年收购擅长刹车磨损传感器和变速箱位置传感器的德国 PEX，并以此进入欧洲主流汽车厂，成为一级供应商；2022 年收购上海龙感，增强速度位置类传感器能力。2023 年，公司在匈牙利投资 1500 万欧元的传感器生产园区将投入使用，从而进一步扩大传感器业务全球布局。截至目前，公司通过自研和并购已形成汽车压力传感器、光雨量传感器、速度传感器、位置传感器、加速度传感器、电流传感器等 6 个产品序列，覆盖 40 余种传感器产品，拥有上海浦东、上海松江及匈牙利（2022 年开始建设，拟 2023 年初启动运行）三个主要生产基地，陆续获得上海通用、长安马自达、东风日产及长安、奇瑞、一汽、东风、广汽、五菱、比亚迪等品牌定点。据公司测算其覆盖传感器产品平均单车价值量约为 1000 元，对应中国汽车市场规模超过 200 亿元，发展空间广阔。

图9：公司传感器出货量快速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10: 保隆传感器产品

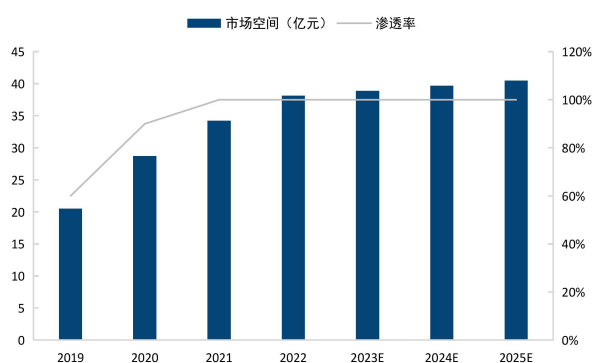


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

TPMS 业务前装政策驱动，公司稳居国内份额第一。2017 年发布的《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》强制要求 2019 年 1 月 1 日起中国市场所有新认证乘用车必须安装 TPMS：自 2020 年 1 月 1 日起，所有生产的乘用车开始实施强制安装，据此我们假设中国乘用车前装 TPMS 自 2019 年开始渗透率为 60%、90%、100%，2021 年及之后渗透率维持 100%不变，根据保隆科技披露数据计算 TPMS 发射器单价在 40 元左右，按照单车配备 4 个发射器，中国 TPMS 发射器业务市场规模有望在 2023 年达到 39 亿元，之后将伴随乘用车销量同步增长。

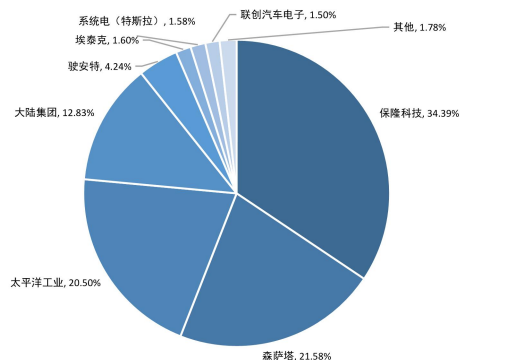
保隆科技 TPMS 项目从 2006 年正式实现量产，2009 年被特斯拉确定为 TPMS 产品唯一定点供应商，并为 2010 款 Roadster 跑车提供配套。2019 年 1 月，保隆科技与德国霍富合资公司保富电子正式运营，专业经营 TPMS 产品，合并当年保富中国生产 TPMS 发射器约 1100 万支，同比增长 25%，公司业务飞速发展。至 2022 年末，公司 TPMS 业务收入 14.76 亿元，当年共销售 TPMS 发射器 3808 万只。

图11：中国前装 TPMS 发射器市场份额



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

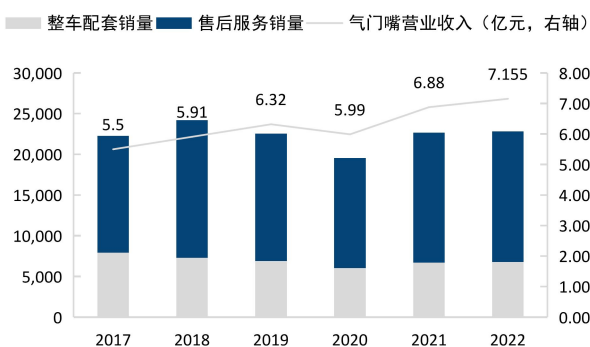
图12：2021 年中国前装 TPMS 市场竞争格局



资料来源：高工智能汽车，国信证券经济研究所整理

气门嘴及平衡块市场需求平稳，公司行业地位领先。轮胎气门嘴是轮胎的核心零部件之一，作为轮胎充放气的阀门，对轮胎充气 and 防止胎内空气外泄至关重要。轮胎气门嘴主要分为卡扣式气门嘴（橡胶嘴为主）和压紧式气门嘴（金属嘴为主）。近几年来随着 TPMS 的广泛应用，TPMS 气门嘴逐渐在乘用车上使用，成为新的业务增长点。2022 年，公司轮胎气门嘴业务销量 2.3 亿只，气门嘴及配件营收 7.2 亿元，是全球最大的轮胎气门嘴企业之一，主要销往售后服务市场。

图13：公司气门嘴销售情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

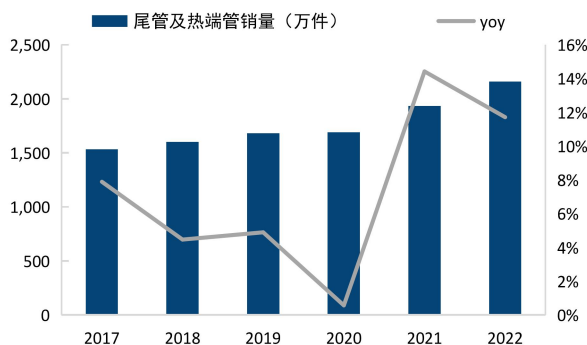
图14：公司气门嘴部分客户



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

排气管件技术实力强悍，产品销量国内领先。排气管件主要包括排气尾管、后保尾管、热端管件及消音器等。公司自 2001 年开始研制排气系统管件，目前已经排气尾管、后保尾管、排气热端管产品量产，多年来针对多元化的非标产品逐步施行自动化生产方案减员增效，保持业内领先地位。公司重视轻量化发展方向，采用液压成型技术生产的热端管件具有质量轻、刚度好、尺寸精度好、内表面光滑的特点，能够减小排气阻力、降低零件数量、减少后续组装焊接量，真正实现汽车轻量化，在国际制造业是突破性应用。排气管件整体销量至 2022 年的 2160 万支，是中国最大的排气系统管件 OEM 供应商之一。

图15: 公司排气管件销售情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司排气管件部分客户



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

除占比较高的汽车排气管件业务外, 公司汽车金属管件领域布局汽车车顶架、金属支架、ERG 管等产品, 2018 年与德国汽车液压成型专家——沙士基达液压成型 (简称 SZHF) 签署合资协议, 双方以 51:49 股权比例组建保隆沙士基达 (安徽) 液压成型有限公司, 整合全球销售、研发和制造资源, 瞄准开发宝马、奔驰和奥迪等国内知名合资车企, 布局液压成型汽车结构件全球化业务。截至 2022 年, 公司汽车金属管件业务收入已提升至 13.39 亿元, 是公司第二大收入来源。近两年公司获得多份北美一级供应商汽车排气管件及国内新能源车型副车架结构件产品定点, 披露定点金额近 9 亿。

表5: 保隆科技已披露汽车金属管件业务定点情况

公告日期	定点产品	配套详情	预计量产时间	生命周期总金额 (亿元)	生命周期
2022 年 6 月	汽车排气热端管	北美某一级供应商全新平台项目	2023 年 8 月	3	6 年
2022 年 5 月	汽车排气尾管	北美某一级供应商全新平台项目	2023 年 11 月	1.4	4 年
2022 年 4 月	汽车排气尾管	北美某一级供应商全新平台项目	2023 年 8 月	3	7 年
2021 年 12 月	副车架中 6 根轻量化结构件产品	国内某全球化汽车零部件主机厂某 EV 车型	2022 年 10 月	1.5	5 年

资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

投资建议: 全球 TPMS 龙头企业, 维持买入评级。

公司全球 TPMS 龙头地位稳固, 空悬业务、智能驾驶业务、传感器等业务发展迅速, 营收快速增长。1) 传统产品方面, 公司 TPMS 项目持续起量, 2022 年末, 公司 TPMS 业务收入 14.76 亿元, 当年共销售 TPMS 发射器 3808 万只。2) 新品方面, 传感器、空气悬架新品快速放量, 2022 年已占公司总营收的 8%、5%, 同时匈牙利传感器生产园区、合肥园区、宁国园区的空气悬架产能释放, 公司营收有望进一步增长。2023 年 5 月, 公司进一步发布可转债预案, 拟新增空气弹簧减振器总成、独立式空气弹簧、空气供给单元和悬架控制器将分别实现 141 万、137 万、100 万和 104 万支产能; 新增 312 万支商用车空气弹簧和 150 万支乘用车空气弹簧产能; 新增 270 万支储气罐和 278 万支铝制件产能。

我们短期看好物流成本压力恢复带来的复苏、中长期看好公司 TPMS+传感器+空悬+ADAS 多样化产品布局能力持续带来业绩增量, 公司定点快速放量, 我们维持盈利预测, 预计 2023-2025 年公司实现营收 62.13/77.71/95.14 亿元, 净利润为 3.94/5.38/7.15 亿元, 维持 2024 年保隆科技 24-28 倍 PE, 对应 2024 年的合理价格区间为 62-72 元, 公司当前股价距离目标估值区间仍有 7%-25%提升空间, 公司作为智能驾驶核心标的, 维持“买入”评级。

表6: 可比公司估值表 (2023/8/31)

代码	公司简称	投资评级	股价	总市值	EPS			PE		
				亿元	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601799.SH	星宇股份	买入	148.50	424	3.3	4.37	5.61	44	33	26
601689.SH	拓普集团	买入	78.45	865	1.54	2.13	2.97	44	31	23
603596.SH	伯特利	买入	76.10	310	1.7	2.36	3.23	45	33	24
000887.SZ	中鼎股份	未评级	12.08	159	0.73	0.96	1.19	16	12	10
			0.00	0				37	27	20
603197.SH	保隆科技	买入	57.78	119	1.03	1.89	2.58	51	28	21

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 中鼎股份为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1103	858	1073	860	850	营业收入	3898	4778	6213	7771	9514
应收款项	851	1243	1021	1277	1564	营业成本	2829	3440	4396	5491	6702
存货净额	1069	1530	1526	1910	2339	营业税金及附加	23	41	50	62	76
其他流动资产	198	189	315	394	483	销售费用	194	240	311	373	438
流动资产合计	3226	3820	3935	4441	5236	管理费用	240	329	399	490	579
固定资产	1265	1772	1900	2006	2092	研发费用	281	327	422	521	628
无形资产及其他	125	201	193	185	177	财务费用	69	101	78	76	83
投资性房地产	513	748	748	748	748	投资收益	89	(2)	1	3	3
长期股权投资	21	74	74	74	74	资产减值及公允价值变动	(10)	(29)	0	0	0
资产总计	5149	6615	6850	7454	8326	其他收入	(242)	(291)	(422)	(521)	(628)
短期借款及交易性金融负债	671	1071	1000	1000	1168	营业利润	379	305	558	762	1011
应付款项	808	1256	1350	1689	2069	营业外净收支	(1)	(2)	0	0	0
其他流动负债	302	389	499	622	758	利润总额	378	303	558	762	1011
流动负债合计	1780	2716	2848	3311	3995	所得税费用	87	76	139	190	253
长期借款及应付债券	850	1045	1045	1045	1045	少数股东损益	23	13	24	33	44
其他长期负债	68	67	65	64	62	归属于母公司净利润	268	214	394	538	715
长期负债合计	918	1112	1111	1109	1108	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2698	3829	3959	4420	5102	净利润	268	214	394	538	715
少数股东权益	253	288	294	302	313	资产减值准备	15	8	10	3	2
股东权益	2199	2498	2597	2732	2910	折旧摊销	152	177	170	200	220
负债和股东权益总计	5149	6615	6850	7454	8326	公允价值变动损失	10	29	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	69	101	78	76	83
每股收益	1.29	1.03	1.89	2.58	3.42	营运资本变动	(620)	(537)	311	(255)	(288)
每股红利	0.70	0.77	1.42	1.93	2.57	其它	(5)	(5)	(4)	6	9
每股净资产	10.58	11.96	12.44	13.08	13.94	经营活动现金流	(179)	(113)	882	491	658
ROIC	6%	5%	9%	12%	15%	资本开支	0	(645)	(300)	(300)	(300)
ROE	12%	9%	15%	20%	25%	其它投资现金流	12	5	0	0	0
毛利率	27%	28%	29%	29%	30%	投资活动现金流	12	(693)	(300)	(300)	(300)
EBIT Margin	8%	8%	10%	11%	11%	权益性融资	(17)	37	0	0	0
EBITDA Margin	12%	12%	13%	13%	14%	负债净变化	308	195	0	0	0
收入增长	17%	23%	30%	25%	22%	支付股利、利息	(146)	(161)	(296)	(404)	(536)
净利润增长率	47%	-20%	84%	37%	33%	其它融资现金流	451	455	(71)	0	168
资产负债率	57%	62%	62%	63%	65%	融资活动现金流	758	562	(367)	(404)	(368)
股息率	1.2%	1.3%	2.5%	3.3%	4.4%	现金净变动	591	(245)	215	(213)	(10)
P/E	44.7	56.4	31	22	17	货币资金的期初余额	512	1103	858	1073	860
P/B	5.5	4.8	4.6	4.4	4.1	货币资金的期末余额	1103	858	1073	860	850
EV/EBITDA	30.5	27.5	19.9	15.9	13.1	企业自由现金流	(214)	(705)	657	270	450
						权益自由现金流	545	(54)	528	213	557

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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