

国芯科技 (688262.SH)

大力加强研发投入，汽车芯片出货量增 10 倍

买入

核心观点

2022 年收入同比增长 30%~42%，汽车芯片出货量增 10 倍以上。2月28日，公司发布业绩预告，初步测算 2022 年实现营业收入 5.3~5.8 亿元 (YoY 30.10%~42.37%)。其中，定制芯片的销售收入有较大幅度的增长，先进计算和存储领域的收入增速较快。自主芯片销售收入与去年同期基本持平略增，汽车电子芯片和云安全芯片业务增速较快，22 年公司汽车电子芯片销量达 400 余万颗，同比增加十倍以上。此外，受 22 年四季度疫情的影响，公司有多个芯片定制服务项目未能及时获得客户验收，将顺延到 2023 年完成。

2022 年归母净利润同比增长 1%~35%。2022 年公司预计实现归母净利润 7100~9500 万元 (YoY 1.13%~35.32%)；实现扣非净利润 200~1900 万元 (YoY -95.43%~-56.62%)。相较于上次预告，公司修改了某项无形资产，由于公司在 2022 年对客户进行了该项无形资产的使用权授权，形成收入，基于谨慎性原则将该无形资产账面价值结转为销售成本，最终影响税后损益 1860 万元。其他影响利润的原因有：1) 公司理财收益与政府补贴比上年同期有较大幅度的增长；2) 报告期内公司围绕高端汽车电子芯片、高可靠存储控制芯片等领域，较大幅度增加了研发人员数量，提高研发强度，导致研发费用同比增加约 5700 万元；3) 报告期内上游晶圆制造和封测产能紧张，成本上升，导致公司总体毛利率有所下降。

汽车芯片布局全面，受益国产替代需求。公司在汽车电子领域的研发有较长的历史，产品线覆盖较为全面，包括车身控制、汽车动力总成控制、汽车域控制器、新能源电池 BMS 控制、车规级安全 MCU 芯片等产品系列，下游涵盖整车客户包括比亚迪、上汽、长安、奇瑞、东风等。公司应用的 PowerPC 架构指令系统 CPU 核适合汽车生态，在全球汽车 MCU 占有很高的市场份额，公司产品有望对英飞凌、恩智浦的部分中高端芯片形成替代。此外，公司还聚焦汽车电子混合信号类以及专用 SoC 芯片领域国产替代机会，启动汽车门控混合信号芯片、安全气囊点火芯片和新能源汽车降噪 SoC 芯片等的研发工作。

投资建议：看好公司车规级芯片快速放量，给予“买入”评级

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 0.85/2.88/4.43 亿元，同比增速 21%/238%/54%；EPS 为 0.35/1.20/1.85 元，考虑到公司产品和服务基于开源架构，自主可控，同时业绩进入高成长期，给予“买入”评级。

风险提示：需求不及预期，产品研发不及预期，客户导入不及预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	259	407	555	1,277	2,104
(+/-%)	12.1%	57.0%	36.3%	129.9%	64.8%
净利润(百万元)	46	70	85	288	443
(+/-%)	46.9%	53.5%	21.1%	238.8%	53.8%
每股收益(元)	0.25	0.29	0.35	1.20	1.85
EBIT Margin	11.5%	12.6%	4.2%	18.4%	18.8%
净资产收益率 (ROE)	9.7%	2.5%	2.9%	9.1%	12.3%
市盈率 (PE)	221.9	192.8	159.2	47.0	30.6
EV/EBITDA	226.9	191.8	456.7	56.8	34.4
市净率 (PB)	21.53	4.83	4.69	4.27	3.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(首次评级)

合理估值

71.98 - 77.98 元

收盘价

55.98 元

总市值/流通市值

13435/10476 百万元

52 周最高价/最低价

64.98/26.90 元

近 3 个月日均成交额

236.24 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

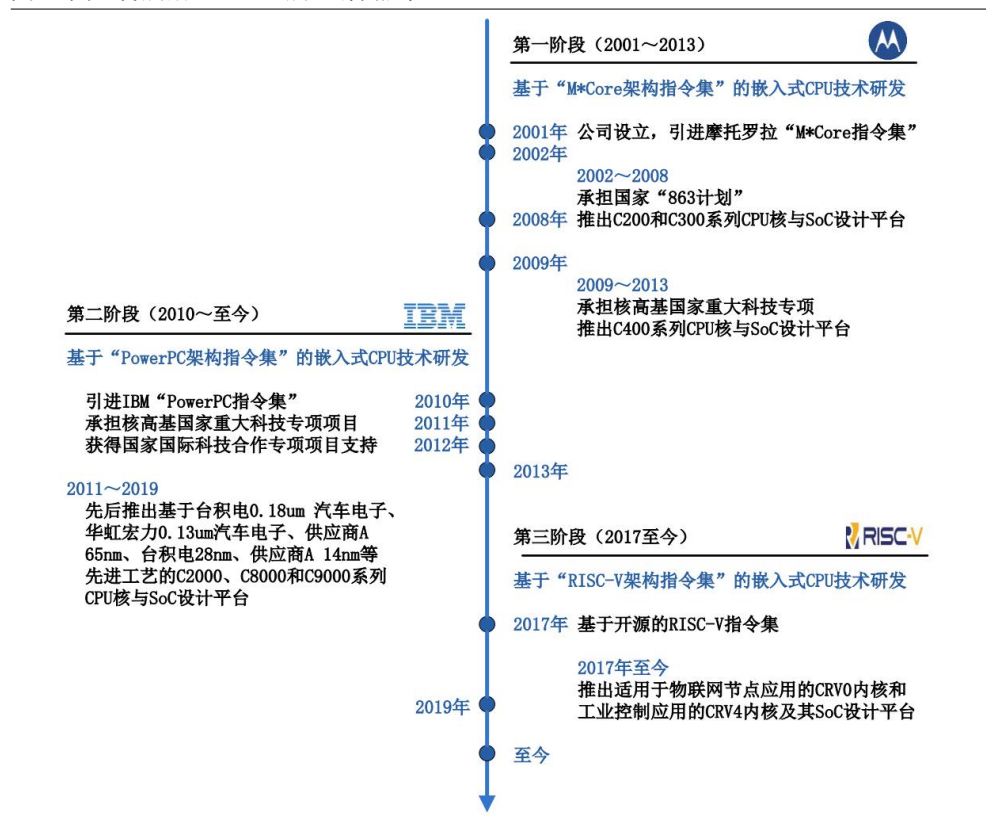
国芯科技：自主可控嵌入式 CPU 芯片设计公司

公司嵌入式 CPU IP 积累深厚

国芯科技是一家聚焦于国产自主可控嵌入式 CPU 技术研发和产业化应用的芯片设计公司。苏州国芯科技股份有限公司成立于 2001 年，由上海科技、南京斯威特、神州信息出资共同设立，于 2022 年在上交所科创板上市。自成立以来一直采用 Fabless 的经营模式，提供 IP 授权、芯片定制服务和自主芯片及模组产品。产品主要应用于信息安全、汽车电子和工业控制、边缘计算和网络通信三大领域。

公司客户包括大型国企央企、部委、知名汽车厂等。公司自主可控嵌入式 CPU 产业化应用客户主要包括国家电网、南方电网、中国电子等大型央企集团的下属单位，中国科学院、公安部和清华大学等机构的下属科研院所，以及联想、比亚迪和潍柴动力等众多国内知名企业。

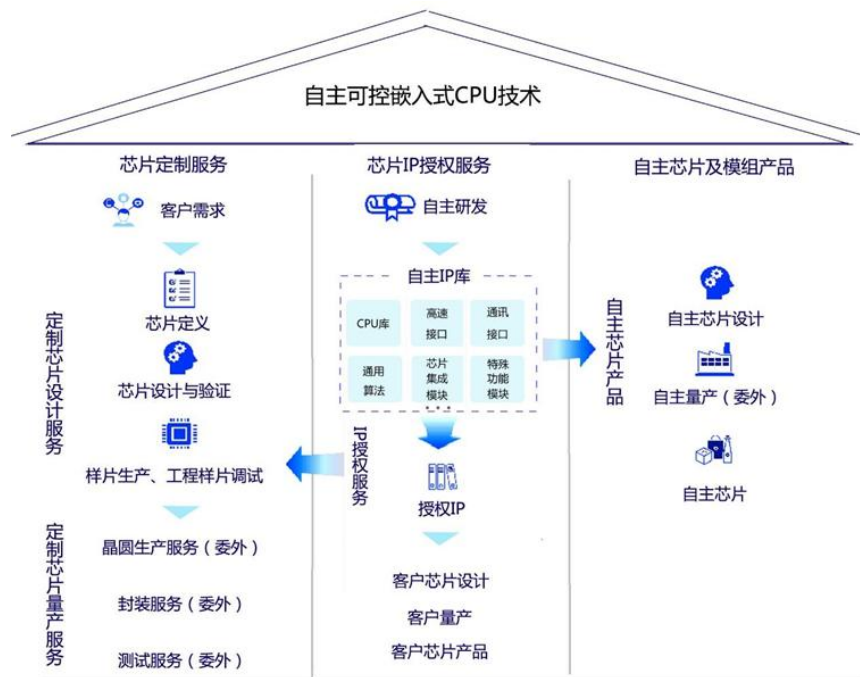
图1：国芯科技嵌入式 CPU 技术研发历程



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司以摩托罗拉授权的“M*Core 指令集”、IBM 授权的“PowerPC 指令集”和开源的“RISC-V 指令集”为基础，高起点建立具有自主知识产权的高性能低功耗 32 位 RISC 嵌入式 CPU 技术。公司已成功实现基于上述三种指令集的 8 大系列 40 余款 CPU 内核，形成了深厚的嵌入式 CPU IP 储备。同时，公司基于自主的嵌入式 CPU 内核和丰富的外围 IP 建立面向关键领域应用的 SoC 芯片设计平台，可根据客户的具体需求提供嵌入式 CPU IP 授权与芯片定制服务。

图2：公司主要产品及应用领域



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

(1) **IP 授权业务：**公司将自主可控的嵌入式 CPU 内核及其 SoC 芯片设计平台授权给客户使用，并向客户提供相关的全套技术文件资料，供其进行后续的设计与量产。公司授权 IP 主要分为两类，一部分以 CPU 核为主并附带部分 IP 模块，另一部分是 SoC 设计平台技术授权或其中部分 IP 模块。截至 2021 年 12 月 31 日，公司已累计为超过 98 家客户提供超过 141 次的 CPU IP 授权；

图3：公司三大 SoC 芯片设计平台

系列	平台特点
信息安全 SoC 芯片设计平台	高性能信息安全 SoC 芯片设计平台采用 32 位高性能的 PowerPC 架构处理器，集成高性能安全协处理器引擎和可重构算法处理器，支持国密算法和国际密码算法 IP，集成多种抗攻击防护 IP，提供如以太网、PCIe、DDR 等高速接口。基于该平台设计的高性能安全芯片主要用于密码设备、服务器与桌面 PC、VPN 网关、路由器、智能交通路侧设备、智能电网控制设备等领域； 低功耗信息安全 SoC 芯片设计平台采用 32 位低功耗的 M*Core 指令架构与 RISC-V 指令架构处理器，集成低功耗的国密算法和国际密码算法 IP，集成多种抗攻击防护 IP，提供 USB、SD、SPI、UART、ISO7816 等接口。基于该平台设计的低功耗安全芯片主要用于智能终端、物联网节点设备、工业控制设备、汽车和金融终端等领域。
汽车电子和工业控制 SoC 芯片设计平台	汽车电子和工业控制 SoC 芯片设计平台采用 32 位高可靠的 PowerPC 架构处理器，基于汽车电子工艺设计，集成 CAN 总线控制器、Lin 总线控制器、FlexRay 总线控制器和 eTPU 控制器，提供 eMIOS、SPI、ADC、UART 等接口。基于该平台设计的 SoC 芯片主要用于汽车网关、汽车车身、汽车发动机和其它实时控制的应用领域。
边缘计算和网络通信 SoC 芯片设计平台	边缘计算和网络通信 SoC 芯片设计平台采用 32 位高性能 PowerPC 架构处理器，集成数据路径加速引擎 (DPAA)、RAID 算法引擎、高性能协处理器引擎和可重构算法处理器，提供 DDR/RapidIO/PCIe/万兆网络等高速通信接口。基于该平台设计的 SoC 芯片主要用于网络基础设施、电信、路由器、智能计算和存储等应用。

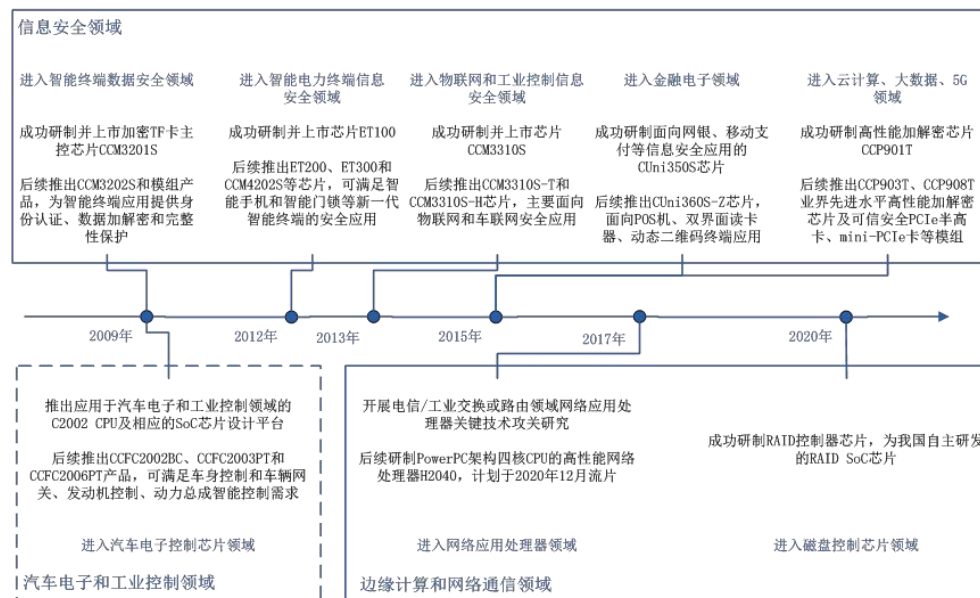
资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

(2) **芯片定制服务：**公司基于自主可控的嵌入式 CPU 内核和面向应用的 SoC 芯片设计平台，为客户提供定制芯片设计服务与定制芯片量产服务。定制芯片设计服务核心是设计，交付样片，而定制芯片量产服务核心是量产，交付产品。截至

2021年12月31日，公司已累计为超过74家客户提供超过152次的芯片定制服务；

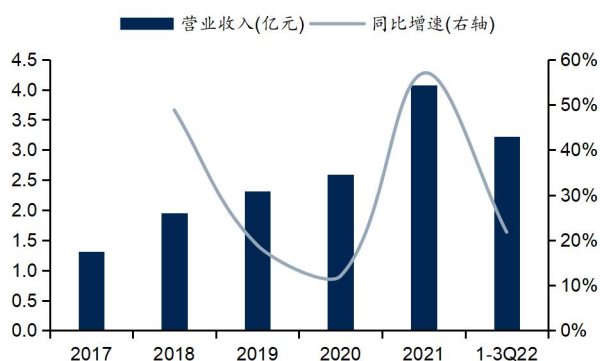
(3) 自主芯片及模组产品：公司的自主芯片及模组产品以信息安全类产品为主，聚焦于“云”到“端”的安全应用，覆盖云计算、大数据、物联网、智能存储、工业控制和金融电子等关键领域，以及服务器、汽车和智能终端等重要产品。

图4：国芯科技自主芯片及模组产品技术研发历程



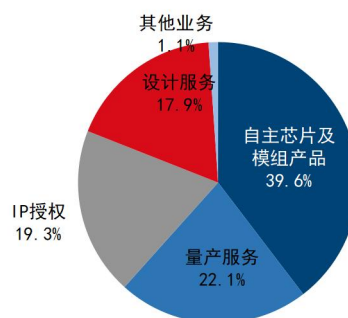
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图5: 公司营业收入及增速



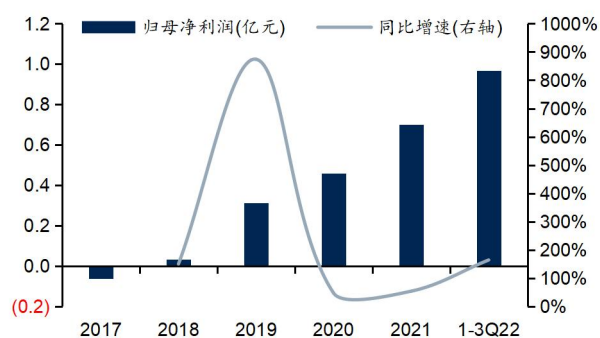
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司 2022 上半年收入构成



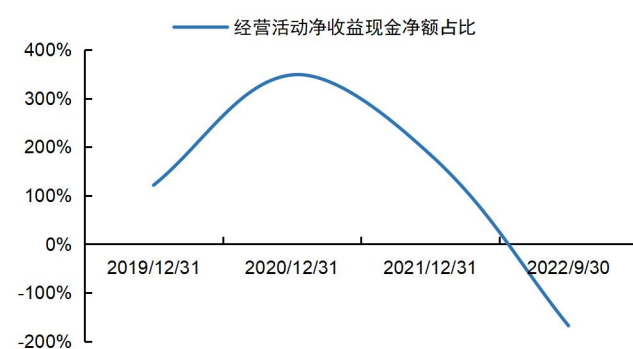
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司归母净利润及增速



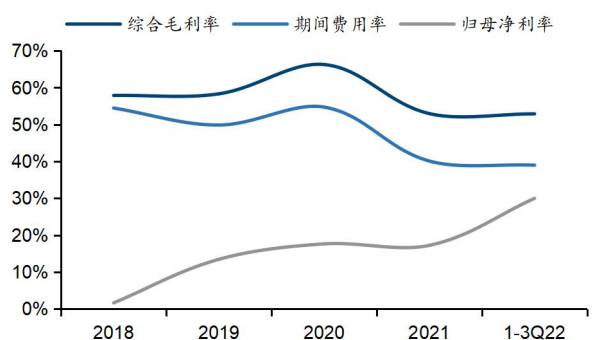
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司利润质量



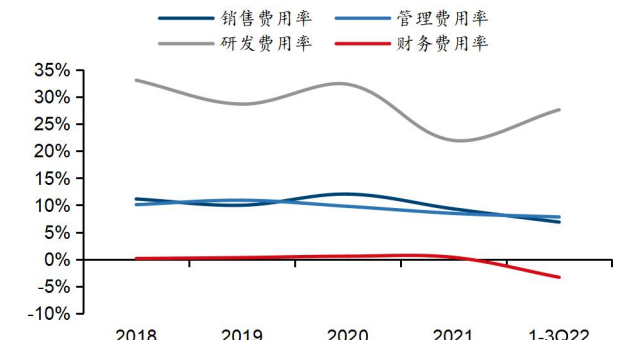
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司主要费率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

受益于汽车电动化、智能化趋势下汽车 MCU 需求爆发，以及物联网背景下“云”+“端”安全芯片需求爆发，公司自主芯片业务有望迎来持续强劲增长。公司 PowerPC 架构下的自主芯片研发设计有先发优势，相关产品经验丰富，有望充分受益电动汽车市场推广。

表1：国芯科技业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	259.49	407.39	555.44	1276.74	2103.94
自主芯片及模组产品	85.27	220.65	253.74	761.23	1370.22
芯片定制服务-设计服务	40.86	47.25	94.50	170.10	255.15
芯片定制服务-量产服务	65.04	45.57	86.59	155.86	233.78
IP 授权	67.40	87.99	114.39	183.03	237.93
其他	0.92	5.93	6.22	6.53	6.86
营收占比					
自主芯片及模组产品	32.9%	54.2%	45.7%	59.6%	65.1%
芯片定制服务-设计服务	15.7%	11.6%	17.0%	13.3%	12.1%
芯片定制服务-量产服务	25.1%	11.2%	15.6%	12.2%	11.1%
IP 授权	26.0%	21.6%	20.6%	14.3%	11.3%
其他	0.4%	1.5%	1.1%	0.5%	0.3%
同比增速	12.1%	57.0%	36.3%	129.9%	64.8%
自主芯片及模组产品	-9.5%	158.8%	15.0%	200.0%	80.0%
芯片定制服务-设计服务	10.2%	15.6%	100.0%	80.0%	50.0%
芯片定制服务-量产服务	37.8%	-29.9%	90.0%	80.0%	50.0%
IP 授权	28.8%	30.6%	30.0%	60.0%	30.0%
其他	21.4%	544.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	30.4%	27.2%	42.2%	55.4%	55.6%
自主芯片及模组产品	34.11%	37.37%	35.0%	42.0%	45.0%
芯片定制服务-设计服务	53.05%	32.32%	40.0%	54.0%	56.0%
芯片定制服务-量产服务	82.63%	65.59%	45.0%	72.0%	74.0%
IP 授权	100.00%	100.00%	60.00%	100.00%	100.00%
其他	-0.02%	1.56%	1.5%	1.5%	1.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计 22-24 年公司营收将增长 36.3%/129.9%/64.8% 至 5.55/12.77/21.04 亿元，对应毛利率 42.2%/55.4%/55.6%。

未来 3 年业绩预测

表 2: 未来 3 年盈利预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	259.49	407.39	555.44	1276.74	2103.94
营业成本	87.59	191.68	321.14	569.83	933.42
销售费用	57.30	75.80	55.54	121.29	195.67
管理费用	174.09	145.45	47.53	108.52	178.83
研发费用	156.20	189.58	122.20	280.88	462.87
财务费用	52.37	19.44	-54.57	-52.36	-53.66
营业利润	494.16	249.44	82.88	295.69	456.54
利润总额	496.73	279.61	88.19	298.76	459.56
归属于母公司净利润	439.23	264.27	84.99	287.93	442.90
EPS	0.66	0.32	0.35	1.20	1.85
ROE	22.62%	6.77%	2.94%	9.08%	12.27%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述分析,我们预计公司 22-24 年收入分别为 5.55/12.77/21.04 亿元,归母净利润 0.85/2.88/4.43 亿元,每股收益分别为 0.35/1.20/1.85 元。

盈利预测情景分析

对盈利预测进行情景分析,以前述假设为中性预测,乐观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别提高 5%;悲观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别降低 5%。

表 3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	259	407	563	1,330	2,235
(+/-%)	12.1%	57.0%	38.2%	136.4%	68.0%
净利润(百万元)	46	70	112	352	558
(+/-%)	46.9%	53.5%	59.1%	214.8%	58.7%
摊薄 EPS	0.25	0.29	0.47	1.46	2.32
中性预测					
营业收入(百万元)	259	407	555	1,277	2,104
(+/-%)	12.1%	57.0%	36.3%	129.9%	64.8%
净利润(百万元)	46	70	85	288	443
(+/-%)	46.9%	53.5%	21.1%	238.8%	53.8%
摊薄 EPS(元)	0.25	0.29	0.35	1.20	1.85
悲观的预测					
营业收入(百万元)	259	407	548	1,224	1,978
(+/-%)	12.1%	57.0%	34.5%	123.4%	61.6%
净利润(百万元)	46	70	59	229	339
(+/-%)	46.9%	53.5%	-15.8%	287.4%	48.3%
摊薄 EPS	0.25	0.29	0.25	0.95	1.41
总股本(百万股)	180	240	240	240	240

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

根据公司主营业务为嵌入式 CPU IP 授权、设计、自研芯片，我们选取与该业务相近的公司做相对估值分析：

复旦微电：从事超大规模集成电路的设计、开发、测试，并为客户提供系统解决方案的专业公司。公司目前已建立健全安全与识别芯片、非挥发存储器、智能电表芯片、FPGA 芯片和集成电路测试服务等产品线，产品广泛应用于金融、社保、城市公共交通、电子证照、移动支付、防伪溯源、智能手机、安防监控、工业控制、信号处理、智能计算等众多领域。

紫光国微：是一家专注于集成电路芯片设计开发业务的企业，是领先的集成电路芯片产品和解决方案提供商。

龙芯中科：主营业务为处理器及配套芯片的研制、销售及服务，主要产品与服务包括处理器及配套芯片产品与基础软硬件解决方案业务。公司面向国家信息化建设需求，坚持自主创新，全面掌握 CPU 指令系统、处理器 IP 核、操作系统等计算机核心技术，打造自主开放的软硬件生态和信息产业体系，为国家战略需求提供自主、安全、可靠的处理器，为信息产业的创新发展提供高性能、低成本的处理器和基础软硬件解决方案。

瑞芯微：是一家集成电路设计企业，专注于大规模集成电路及应用方案的设计、开发和销售。经过近 20 年的创新发展，公司在音视频编解码、视觉影像处理、软硬件协同开发、多应用平台开发等方面具有一定的技术优势。

晶晨股份：是一家无晶圆半导体系统设计厂商，为智能机顶盒、智能电视、音视频系统终端、无线连接及车载信息娱乐系统等多个产品领域提供多媒体 SoC 芯片和系统级解决方案，业务覆盖全球主要经济区域，积累了全球知名的客户群，产品技术先进性和市场覆盖率位居行业前列。

我们采用 PE 法对公司主营业务进行整体估值，2023 年可比公司 PE 均值为 57.5x。考虑公司在汽车 MCU 领域国产化进度领先，参考 2023 年可比公司平均 PE 估值水平，给予公司 2023 年 60-65x PE，对应目标价 71.98-77.98 元，相对于公司 2 月 24 日收盘价有 28%-38%溢价空间，给予“买入”评级。

表 4：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688385	复旦微电	70.26	574	1.34	1.82	2.30	52.46	38.53	30.52
002049	紫光国微	112.56	956	3.43	4.78	6.49	32.80	23.54	17.35
688047	龙芯中科	119.04	477	0.00	0.78	1.20	-	152.93	99.36
603893	瑞芯微	81.43	340	-	1.81	2.67	-	44.93	30.52
688099	晶晨股份	83.96	347	-	3.04	4.15	-	27.61	20.23
平均				-	2.45	3.36	-	57.51	28.50
688262	国芯科技	56.39	135	0.35	1.20	1.85	159.23	47.00	30.56

资料来源：可比公司使用 wind 一致预期，国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，根据公司主营业务主要为嵌入式 CPU IP 授权、定制芯片和自主芯片，分别选取与公司相近的可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，最终给予公司 23 年 60-65 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预计公司 3 年收入增长 36.3%/129.9%/64.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司汽车、云安全领域业务将大幅增长，若实际增长不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

行业周期性波动风险：嵌入式 CPU 归属于半导体行业。半导体行业渗透于国民经济的各个领域，行业整体波动性与宏观经济形势具有一定的关联性。公司产品主要应用于信息安全、汽车电子和工业控制、边缘计算和网络通信，如果宏观经济波动较大或长期处于低谷，上述行业的整体盈利能力会受到不同程度的影响，从而对公司的销售和利润带来负面影响。

新能源汽车市场波动风险：新能源汽车市场作为一个新兴的市场，可能存在较大市场波动的风险。公司在此领域投入了大量研发经费，未来包括募集资金投资项目在内，仍将继续加大该领域投入，虽然公司新能源汽车模块销售数量持续保持高速增长，但未来如果产业政策变化、汽车供应链器件配套、相关设施建设和推广速度以及客户认可度等因素影响，导致新能源汽车市场需求出现较大波动，将会对公司的盈利能力造成不利影响。

重大影响的知识产权许可使用协议可能终止的风险：公司通过与摩托罗拉签署的有关知识产权许可使用协议，基于其底层架构进行开发，如果未来出现其他股东或第三方投资人以二级市场增持或者协议受让等方式取得公司股权比例较高，导致公司控制权变动，且上述情形被摩托罗拉有关方面认定为触发“特定情形的控制权变动”，公司存在“M*Core 指令集”授权终止的风险，可能对后续相关产品的生产经营产生不利影响。

政府补助政策变化的风险：公司收到的政府补助金额较高，获取政府补助的项目大多与公司主营业务密切相关。作为芯片设计企业，公司需要持续进行高比例的研发投入，如果未来政府部门调整补助政策，导致公司取得的政府补助金额减少，将对公司的经营业绩产生不利影响。

技术升级迭代风险：集成电路产业发展日新月异，下游客户需求变化快，集成电路设计企业需要及时推出适应客户需求的新技术、新产品，以跟上客户需求变化的节奏。尤其在嵌入式 CPU 技术中，RISC-V 等新指令集的应用可能会导致原有市场和技术局面发生重大变化，如果公司的技术升级迭代速度和成果未达到预期水平，未能及时满足客户变化的需求，或某项新技术的应用导致公司现有技术被替代，将导致公司行业地位和市场竞争力下降，从而对公司的经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	92	2380	2092	2222	2219	营业收入	259	407	555	1277	2104
应收款项	189	223	388	315	519	营业成本	88	192	321	570	933
存货净额	122	139	346	607	896	营业税金及附加	2	2	3	8	12
其他流动资产	25	54	53	137	235	销售费用	31	38	56	121	196
流动资产合计	427	2796	2880	3281	3868	管理费用	25	35	30	63	103
固定资产	5	13	83	163	249	研发费用	84	89	122	281	463
无形资产及其他	66	85	81	78	75	财务费用	1	1	(55)	(52)	(54)
投资性房地产	50	62	62	62	62	投资收益	(2)	(4)	(2)	(3)	(3)
长期股权投资	26	22	24	25	25	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	574	2978	3130	3609	4279	其他收入	18	27	8	12	10
短期借款及交易性金融负债	25	29	31	39	44	营业利润	44	72	83	296	457
应付款项	9	46	55	99	183	营业外净收支	3	1	5	3	3
其他流动负债	56	76	127	263	399	利润总额	47	73	88	299	460
流动负债合计	90	150	213	400	625	所得税费用	1	3	3	11	17
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	23	30	37	45	归属于母公司净利润	46	70	85	288	443
长期负债合计	12	23	30	37	45	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	102	174	242	437	670	净利润	46	70	85	288	443
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	5	(5)	0	0
股东权益	471	2804	2888	3172	3609	折旧摊销	15	20	7	11	17
负债和股东权益总计	574	2978	3130	3609	4279	公允价值变动损失	1	1	1	1	1
						财务费用	1	1	(55)	(52)	(54)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(2)	(21)	(310)	(85)	(362)
每股收益	0.25	0.29	0.35	1.20	1.85	其它	17	7	59	52	54
每股红利	0.01	0.00	0.00	0.02	0.03	经营活动现金流	79	84	(217)	215	98
每股净资产	2.62	11.68	12.03	13.22	15.04	资本开支	(42)	(63)	(70)	(88)	(100)
ROIC	28%	9%	6%	28%	45%	其它投资现金流	(7)	0	(2)	(1)	0
ROE	10%	3%	3%	9%	12%	投资活动现金流	(49)	(63)	(72)	(90)	(100)
毛利率	66%	53%	42%	55%	56%	权益性融资	(0)	2281	0	0	0
EBIT Margin	11%	13%	4%	18%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	5%	19%	20%	支付股利、利息	(1)	(1)	(1)	(4)	(6)
收入增长	12%	57%	36%	130%	65%	其它融资现金流	5	(12)	2	8	5
净利润增长率	47%	53%	21%	239%	54%	融资活动现金流	4	2267	1	4	(1)
资产负债率	18%	6%	8%	12%	16%	现金净变动	34	2289	(288)	129	(3)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	57	91	2380	2091	2221
P/E	221.9	192.8	159.2	47.0	30.6	货币资金的期末余额	91	2380	2091	2221	2218
P/B	21.5	4.8	4.7	4.3	3.8	企业自由现金流	0	(14)	(351)	64	(63)
EV/EBITDA	226.9	191.8	456.7	56.8	34.4	权益自由现金流	0	(26)	(296)	123	(7)

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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