

# 比亚迪 (002594.SZ)

## 创自主车企净利润峰值，国产新能源汽车标杆

### 核心观点

**归母净利润同比增长 446%，国产新能源汽车标杆。**2022 年全年，公司实现营业收入 4241 亿元，同比增长 96%；归母净利润 166 亿元，同比增长 446%。其中，汽车业务收入 3247 亿元，同比增长 152%；电子业务收入 988 亿元，同比增长 14%。单四季度，公司实现营业收入 1564 亿元，同比增长 120%，环比增长 34%；归母净利润 73 亿元，同比增长 1114%，环比增长 28%。**2022 年公司汽车销量为 180 万辆，同比增长 150%，市占率接近 30%，市场份额与盈利能力行业领先，已成为国产新能源汽车标杆。**

**利润率提升，研发营销加大投入。**2022 年全年，公司的毛利率/净利率分别为 17%/4%，分别同比增长 4/2 个百分点。销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.55%/2.36%/4.40%/-0.38%，分别同比+0.74/-0.28/+0.70/-1.21 个百分点。单四季度，公司的毛利率/净利率分别为 19%/5%，分别同比增长 6/4 个百分点，环比基本持平；销售/管理/研发/财务费用率 3.65%/2.30%/4.98%/-0.18%，分别同比+1.08/-0.42/+1.09/-0.76 个百分点，环比-0.31/-0.04/+0.33/+0.20 个百分点。**受益于汽车产品销量高速增长，规模效应分摊成本，公司毛利率与净利率均有明显改善。同时，腾势焕新，仰望品牌与易四方技术发布，公司在研发与营销方面的投入持续加强。**

**纯电插混双轮驱动，新能源汽车销量领跑行业。**2022 年，比亚迪汽车销量为 1,863,494 辆，同比增长 150%。其中，纯电乘用车销量为 911,140 辆，同比增长 184%；插混乘用车销量为 946,239，同比增长 247%。单车收入大约为 17 万元，单车毛利大约为 4 万元。单四季度，比亚迪汽车销量为 68 万辆，同比增长 157%，环比增长 27%。根据乘联会的数据，2022 年比亚迪在新能源乘用车行业的市占率大约为 29%，其中插混车型市占率大约为 64%，纯电车型市占率大约为 18%。

**风险提示：**新能源汽车销量不及预期，汽车行业价格竞争激烈。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。

从主线逻辑看，比亚迪深度布局三电技术，新能源汽车技术实力强、市场份额优势大，加速开启高端化进程与品牌出海进程，进一步提高了公司的发展上限；从支线逻辑看，比亚迪的刀片电池性价比高、安全性突出，新客户开拓较为顺利。考虑到新能源汽车行业竞争加剧，我们预计公司 23/24/25 年公司的归母净利润为 281/367/511 亿元（原预计 23/24 年归母净利润为 317/480 亿元），对应 PE 分别为 27/20/15 倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2020    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 216,142 | 424,061 | 619,205 | 731,595 | 835,023 |
| (+/-%)       | 38.0%   | 96.2%   | 46.0%   | 18.2%   | 14.1%   |
| 净利润(百万元)     | 3045    | 16622   | 28119   | 36710   | 51064   |
| (+/-%)       | -28.1%  | 445.9%  | 69.2%   | 30.6%   | 39.1%   |
| 每股收益(元)      | 1.05    | 5.71    | 9.66    | 12.61   | 17.54   |
| EBIT Margin  | 6.2%    | 9.4%    | 5.7%    | 6.3%    | 7.6%    |
| 净资产收益率 (ROE) | 3.2%    | 15.0%   | 23.5%   | 28.1%   | 35.0%   |
| 市盈率 (PE)     | 245.9   | 45.0    | 26.6    | 20.4    | 14.7    |
| EV/EBITDA    | 34.7    | 18.8    | 23.8    | 19.6    | 15.5    |
| 市净率 (PB)     | 7.88    | 6.74    | 6.27    | 5.74    | 5.14    |

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·乘用车

证券分析师：唐旭霞  
0755-81981814  
tangxx@guosen.com.cn  
S0980519080002

联系人：余晓飞  
0755-81981306  
yuxiaofei1@guosen.com.cn

#### 基础数据

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 投资评级        | 买入(维持)            |
| 合理估值        |                   |
| 收盘价         | 257.20 元          |
| 总市值/流通市值    | 748746/581983 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 358.86/218.81 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 3359.84 百万元       |

#### 市场走势



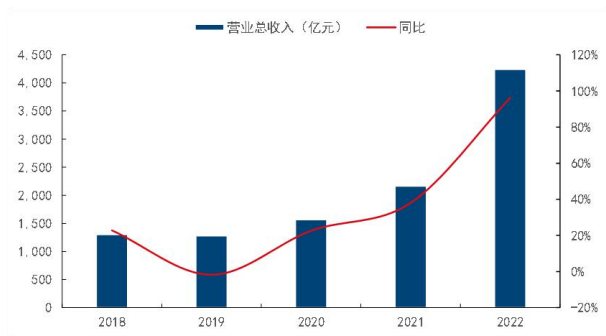
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《比亚迪 (002594.SZ) -12 月销量突破 23 万，走向全球的新能源汽车龙头》——2023-01-04
- 《比亚迪 (002594.SZ) -10 月销量同比增长 142%，海外市场进展顺利》——2022-11-07
- 《比亚迪 (002594.SZ) -盈利弹性持续释放，市场份额领跑行业》——2022-10-18
- 《比亚迪 (002594.SZ) -9 月销量突破 20 万，全球布局持续推进》——2022-10-10
- 《比亚迪 (002594.SZ) -上半年归母净利润同比增长 206%，新能源龙头量利齐升》——2022-08-31

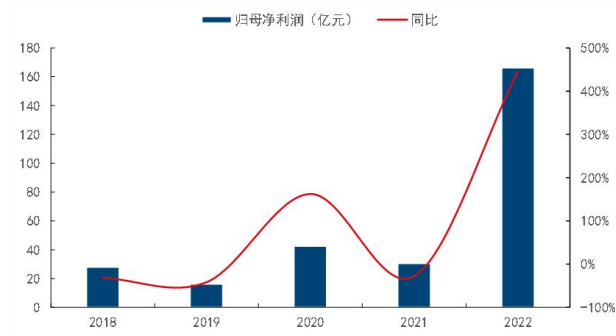
**归母净利润同比增长 446%，规模效应显现。**2022 年全年，公司实现营业收入 4240.61 亿元，同比增长 96%；归母净利润 166 亿元，同比增长 446%。其中，汽车业务收入 3247 亿元，同比增长 152%；电子业务收入 988 亿元，同比增长 14%。

图1：比亚迪营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：比亚迪归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

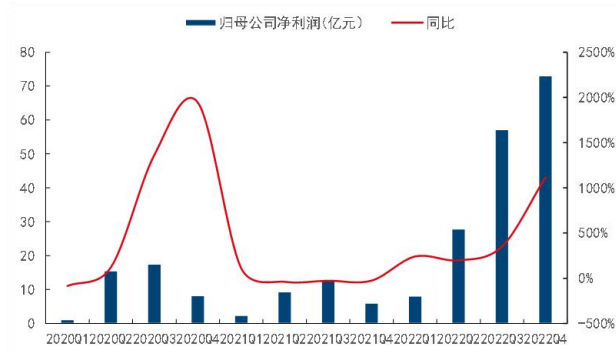
单四季度，公司实现营业收入 1564 亿元，同比增长 120%，环比增长 34%；归母净利润 73 亿元，同比增长 1114%，环比增长 28%。全年公司汽车销量为 180 万辆，同比增长 150%，市占率接近 30%，市场份额与盈利能力行业领先，已成为国产新能源汽车标杆。

图3：比亚迪单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

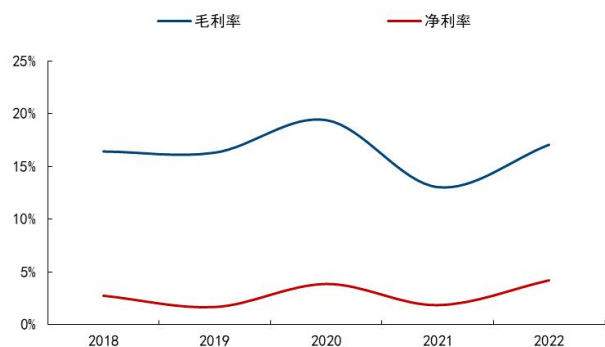
图4：比亚迪单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

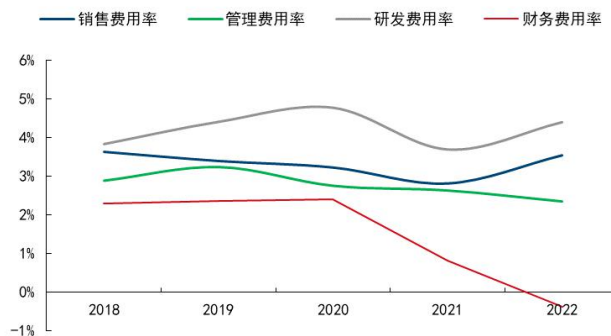
**利润率提升，研发营销加大投入。**2022 年全年，公司的毛利率/净利率分别为 17%/4%，分别同比增长 4/2 个百分点。销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.55%/2.36%/4.40%/-0.38%，分别同比+0.74/-0.28/+0.70/-1.21 个百分点。

图5：比亚迪毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

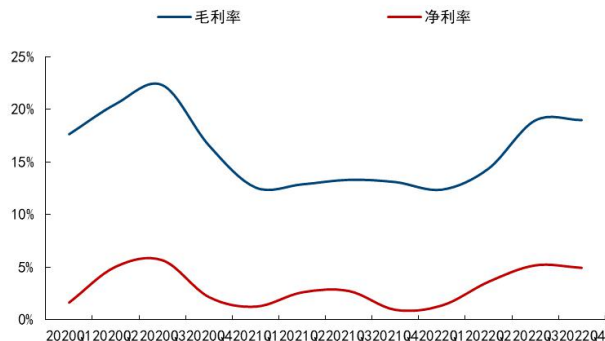
图6：比亚迪销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

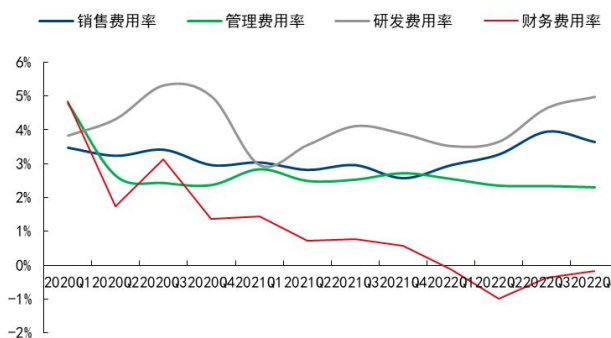
单四季度，公司的毛利率/净利率分别为19%/5%，分别同比增长6/4个百分点，环比基本持平；销售/管理/研发/财务费用率3.65%/2.30%/4.98%/-0.18%，分别同比+1.08/-0.42/+1.09/-0.76个百分点，环比-0.31/-0.04/+0.33/+0.20个百分点。受益于汽车产品销量高速增长，规模效应分摊成本，公司毛利率与净利率均有明显改善。同时，腾势焕新，仰望品牌与易四方技术发布，公司在研发与营销方面的投入持续加强。

图7：比亚迪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8：比亚迪单季度销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

纯电插混双轮驱动，新能源汽车销量领跑行业。2022年，比亚迪汽车销量为1,863,494辆，同比增长209%。其中，纯电乘用车销量为911,140辆，同比增长184%；插混乘用车销量为946,239，同比增长247%。单车收入大约为17万元，单车毛利大约为4万元。单四季度，比亚迪汽车销量为68万辆，同比增长157%，环比增长27%。根据乘联会的数据，2022年比亚迪在新能源乘用车行业的市占率大约为29%，其中插混车型市占率大约为64%，纯电车型市占率大约为18%。公司一举突破成为中国乘用车销量第一车企。

图9：比亚迪汽车单月销量及同比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图10：比亚迪新能源乘用车单月销量及同比



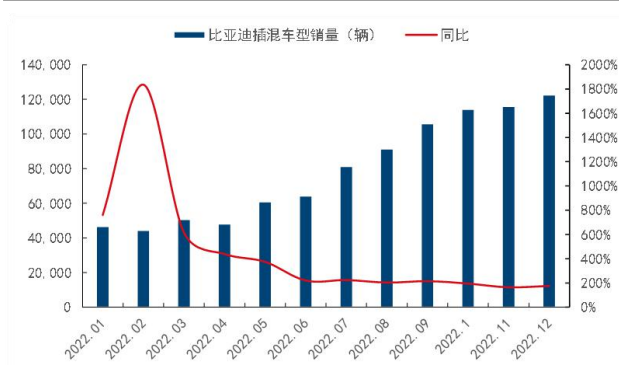
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图11：比亚迪纯电乘用车单月销量及同比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图12：比亚迪插混乘用车单月销量及同比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2022 年全年，公司动力电池及储能电池装机量为 90GWH，同比增长了 137%。

图13：比亚迪动力电池及储能电池单月装机量及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

结合 A 股比亚迪（002594.SZ）与港股比亚迪电子（0285.HK）的财报来看，比亚迪去掉电子业务部分的财务数据，剩下的业务板块主要是汽车与电池。将汽车业务与电池业务视作一个整体（比亚迪大部分动力电池内供），则**单车净利润增长明显，单四季度的单车净利润已增长至接近 10,000 元，同比增长 477%，环比增长 2%**。

表 1：比亚迪单车净利润测算

|                       | 2020Q3 | 2020Q4 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3   | 2022Q4   |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|
| <b>比亚迪（002594.SZ）</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |          |          |
| 营业总收入（亿元）             | 445.20 | 515.75 | 409.92 | 498.94 | 543.07 | 709.50 | 668.25 | 837.82 | 1,170.81 | 1,563.73 |
| 毛利（亿元）                | 99.35  | 85.55  | 51.63  | 64.38  | 72.38  | 93.06  | 82.87  | 120.54 | 221.99   | 297.04   |
| 毛利率                   | 22.32% | 16.59% | 12.59% | 12.90% | 13.33% | 13.12% | 12.40% | 14.39% | 18.96%   | 19.00%   |
| 归母净利润（亿元）             | 17.51  | 8.21   | 2.37   | 9.36   | 12.70  | 6.02   | 8.08   | 27.87  | 57.16    | 73.11    |
| 同比                    |        |        | 1.11   | -0.40  | -0.28  | -0.27  | 2.41   | 1.98   | 3.50     | 11.14    |
| 环比                    | 13%    | -53%   | -71%   | 294%   | 36%    | -53%   | 34%    | 245%   | 105%     | 28%      |
| 净利率                   | 4%     | 2%     | 1%     | 2%     | 2%     | 1%     | 1%     | 3%     | 5%       | 5%       |
| <b>比亚迪电子（0285.HK）</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |          |          |
| 营业总收入（亿元）             | 201.30 | 216.00 | 198.90 | 246.40 | 214.00 | 231.20 | 209.33 | 227.61 | 274.62   | 360.30   |
| 毛利（亿元）                | 33.90  | 21.40  | 12.80  | 17.80  | 15.40  | 14.30  | 11.45  | 11.83  | 17.96    | 22.26    |
| 毛利率                   | 17%    | 10%    | 6%     | 7%     | 7%     | 6%     | 5%     | 5%     | 7%       | 6%       |
| 归母净利润（亿元）             | 18.60  | 11.10  | 8.10   | 8.40   | 5.10   | 1.50   | 1.80   | 4.54   | 6.03     | 6.21     |
| 净利率                   | 9%     | 5%     | 4%     | 3%     | 2%     | 1%     | 1%     | 2%     | 2%       | 2%       |
| <b>比亚迪剔除电子</b>        |        |        |        |        |        |        |        |        |          |          |
| 营业总收入（亿元）             | 243.90 | 299.75 | 211.02 | 252.54 | 329.07 | 478.30 | 458.92 | 610.21 | 896.19   | 1,203.43 |
| 毛利（亿元）                | 65.45  | 64.15  | 38.83  | 46.58  | 56.98  | 78.76  | 71.43  | 108.71 | 204.03   | 274.78   |
| 毛利率                   | 27%    | 21%    | 18%    | 18%    | 17%    | 16%    | 16%    | 18%    | 23%      | 23%      |
| 归母净利润（亿元）             | 5.28   | 0.91   | -2.95  | 3.84   | 9.34   | 5.03   | 6.90   | 24.88  | 53.20    | 69.03    |
| 净利率                   | 2.16%  | 0.30%  | -1.40% | 1.52%  | 2.84%  | 1.05%  | 1.50%  | 4.08%  | 5.94%    | 5.74%    |
| 销量（万辆）                | 11.03  | 15.80  | 10.41  | 14.53  | 20.61  | 28.74  | 29.14  | 35.50  | 53.87    | 68.34    |
| 单车营收（万元）              | 22.10  | 18.97  | 20.26  | 17.38  | 15.97  | 16.64  | 15.75  | 17.19  | 16.64    | 17.61    |
| 单车毛利（万元）              | 5.93   | 4.06   | 3.73   | 3.21   | 2.77   | 2.74   | 2.45   | 3.06   | 3.79     | 4.02     |
| 单车净利（万元）              | 0.48   | 0.06   | -0.28  | 0.26   | 0.45   | 0.18   | 0.24   | 0.70   | 0.99     | 1.01     |

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

**投资建议：优质行业的优质龙头，维持“买入”评级。**从主线逻辑看，比亚迪对上游产业链深度布局，三电技术（电池、电机、电控）实力雄厚；对下游终端市场的把握能力明显改善，纯电插混双轮驱动，接连推出爆款新车。**赛道成长性好+产业链实力强+市场份额高，优质行业的优质巨头逐渐明朗。**从支线逻辑看，比亚迪的刀片电池以结构创新的方式大幅提高了磷酸铁锂电池的能量密度，并且通过针刺试验证明了电池包的安全性，技术实力领先，已配套一汽红旗 E-QM5、赛力斯 SF5、长安 CS55、东风岚图 FREE、福特 Mustang Mach-E、林肯冒险家 PHEV 等诸多车型，公司高管已在媒体采访中表示要为特斯拉供应。**未来刀片电池的外供客户有望进一步拓展，伴随储能电池的高速发展，为比亚迪带来较大的业务增量。**

考虑到 2023 年中国新能源汽车行业销量增速放缓，价格竞争激烈，我们下调盈利预测。我们预测 2023/2024/2025 年公司的销量分别为 297/356/410 万辆，单车售

价大约为 17 万元，则汽车业务收入分别为 5050/6060/6969 亿元，营业总收入分别为 6192/7316/8350 亿元。考虑到 2023 年新能源汽车补贴退坡，汽车行业价格竞争较为激烈，我们预计 2023/2024/2025 年公司的毛利率分别为 16%/16%/17%。

表2: 比亚迪财务数据预测

| 项目           | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| 销量（万辆）       | 187  | 297   | 356   | 410   |
| 单价（万元）       | 17   | 17    | 17    | 17    |
| 汽车业务销售收入（亿元） | 3247 | 5050  | 6060  | 6969  |
| 营业总收入（亿元）    | 4241 | 6192  | 7316  | 8350  |
| 毛利率          | 17%  | 16%   | 16%   | 17%   |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，国信证券经济研究所预测

公司近几年费用率总体保持稳定，因此我们假设，2023-2025 年，公司的管理/研发/销售费用率分别为 2.5%/4.5%/3.5%，与前几年基本一致。

表3: 比亚迪财务数据预测

|           | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（亿元） | 4241 | 6192  | 7316  | 8350  |
| 毛利率       | 17%  | 16%   | 16%   | 17%   |
| 研发费用率     | 4.4% | 4.5%  | 4.5%  | 4.5%  |
| 销售费用率     | 3.6% | 3.5%  | 3.5%  | 3.5%  |
| 管理费用率     | 2.4% | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  |
| 归母净利润（亿元） | 166  | 281   | 367   | 511   |
| 净利率       | 4%   | 5%    | 5%    | 6%    |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，国信证券经济研究所预测

综上所述，我们下调盈利预测，预计公司 23/24/25 年公司的归母净利润为 281/367/511 亿元（原预计 23/24 年归母净利润为 317/480 亿元），对应 PE 分别为 27/20/15 倍，维持“买入”评级。

表4: 可比公司估值表

| 代码     | 公司简称      | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS   |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |
|--------|-----------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|        |           |            |             | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E |      |
| 601633 | 长城汽车      | 28.24      | 2,397       | 0.94  | 1.24  | 1.49  | 30    | 23    | 19    | 买入   |
| 603290 | 斯达半导      | 275.85     | 471         | 2.34  | 4.79  | 6.78  | 118   | 58    | 41    | 无评级  |
| 300750 | 宁德时代      | 400.11     | 9,773       | 12.58 | 18.65 | 24.92 | 32    | 21    | 16    | 无评级  |
|        | <b>平均</b> |            |             | 5.29  | 8.23  | 11.06 | 60    | 34    | 25    |      |
| 002594 | 比亚迪       | 257.20     | 7,487       | 5.71  | 9.66  | 12.61 | 45    | 27    | 20    | 买入   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：无评级公司为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |               |               |               |               |               | 利润表（百万元）       |                |                 |                |                |                |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
|                  | 2020          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |                | 2021           | 2022            | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| 现金及现金等价物         | 50457         | 51471         | 50000         | 50000         | 50000         | 营业收入           | 216142         | 424061          | 619205         | 731595         | 835023         |
| 应收款项             | 37525         | 40739         | 76340         | 90197         | 102948        | 营业成本           | 187998         | 351816          | 521431         | 611927         | 694302         |
| 存货净额             | 43355         | 79107         | 127880        | 150131        | 169660        | 营业税金及附加        | 3035           | 7267            | 12384          | 14632          | 12525          |
| 其他流动资产           | 27935         | 48860         | 92881         | 109739        | 125254        | 销售费用           | 6082           | 15061           | 21672          | 25606          | 25051          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>166110</b> | <b>240804</b> | <b>353101</b> | <b>406067</b> | <b>453862</b> | 管理费用           | 5710           | 10007           | 28153          | 33516          | 39690          |
| 固定资产             | 81499         | 176502        | 181382        | 179166        | 170961        | 财务费用           | 1787           | (1618)          | 1500           | 1500           | 1500           |
| 无形资产及其他          | 17105         | 23223         | 22295         | 21366         | 20437         | 投资收益           | (57)           | (792)           | (200)          | (200)          | (200)          |
| 投资性房地产           | 23161         | 37846         | 37846         | 37846         | 37846         | 资产减值及公允价值变动    | 905            | 1513            | 500            | 500            | 500            |
| 长期股权投资           | 7905          | 15485         | 15885         | 16285         | 16685         | 其他收入           | (7747)         | (20707)         | 0              | 0              | 0              |
| <b>资产总计</b>      | <b>295780</b> | <b>493861</b> | <b>610509</b> | <b>660730</b> | <b>699791</b> | 营业利润           | 4632           | 21542           | 34364          | 44714          | 62256          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 23188         | 11618         | 113887        | 94906         | 67666         | 营业外净收支         | (114)          | (462)           | 0              | 150            | 150            |
| 应付款项             | 80492         | 143766        | 213133        | 250218        | 282767        | 利润总额           | 4518           | 21080           | 34364          | 44864          | 62406          |
| 其他流动负债           | 67625         | 177961        | 113504        | 133411        | 150375        | <b>所得税费用</b>   | <b>551</b>     | <b>3367</b>     | <b>4467</b>    | <b>5832</b>    | <b>8113</b>    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>171304</b> | <b>333345</b> | <b>440524</b> | <b>478535</b> | <b>500808</b> | 少数股东损益         | 922            | 1091            | 1778           | 2321           | 3229           |
| 长期借款及应付债券        | 10790         | 7594          | 7594          | 7594          | 7594          | 归属于母公司净利润      | 3045           | 16622           | 28119          | 36710          | 51064          |
| 其他长期负债           | 9442          | 31533         | 32033         | 32533         | 33033         |                |                |                 |                |                |                |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>20232</b>  | <b>39126</b>  | <b>39626</b>  | <b>40126</b>  | <b>40626</b>  | 现金流量表（百万元）     |                |                 |                |                |                |
| <b>负债合计</b>      | <b>191536</b> | <b>372471</b> | <b>480151</b> | <b>518661</b> | <b>541435</b> | 净利润            | 3045           | 16622           | 28119          | 36710          | 51064          |
| 少数股东权益           | 9175          | 10361         | 10894         | 11590         | 12559         | 资产减值准备         | (49)           | 529             | 429            | 21             | (57)           |
| 股东权益             | 95070         | 111029        | 119465        | 130478        | 145797        | 折旧摊销           | 13808          | 19704           | 16120          | 18624          | 19691          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>295780</b> | <b>493861</b> | <b>610509</b> | <b>660730</b> | <b>699791</b> | 公允价值变动损失       | (905)          | (1513)          | (500)          | (500)          | (500)          |
| 关键财务与估值指标        |               |               |               |               |               | 财务费用           | 1787           | (1618)          | 1500           | 1500           | 1500           |
| 每股收益             | 1.05          | 5.71          | 9.66          | 12.61         | 17.54         | 营运资本变动         | 47763          | 121656          | (122556)       | 4547           | 2161           |
| 每股红利             | 0.90          | 0.56          | 6.76          | 8.83          | 12.28         | 其它             | 178            | 455             | 104            | 675            | 1026           |
| 每股净资产            | 32.66         | 38.14         | 41.04         | 44.82         | 50.08         | <b>经营活动现金流</b> | <b>63841</b>   | <b>157453</b>   | <b>(78284)</b> | <b>60078</b>   | <b>73384</b>   |
| ROIC             | 12%           | 33%           | 19%           | 18%           | 26%           | 资本开支           | 0              | (111650)        | (20000)        | (15000)        | (10000)        |
| ROE              | 3%            | 15%           | 24%           | 28%           | 35%           | 其它投资现金流        | (5587)         | (13789)         | 14627          | 0              | 0              |
| 毛利率              | 13%           | 17%           | 16%           | 16%           | 17%           | <b>投资活动现金流</b> | <b>(8026)</b>  | <b>(133020)</b> | <b>(5773)</b>  | <b>(15400)</b> | <b>(10400)</b> |
| EBIT Margin      | 6%            | 9%            | 6%            | 6%            | 8%            | 权益性融资          | (44)           | 508             | 0              | 0              | 0              |
| EBITDA Margin    | 13%           | 14%           | 8%            | 9%            | 10%           | 负债净变化          | (6002)         | (1150)          | 0              | 0              | 0              |
| 收入增长             | 38%           | 96%           | 46%           | 18%           | 14%           | 支付股利、利息        | (2619)         | (1633)          | (19683)        | (25697)        | (35745)        |
| 净利润增长率           | -28%          | 446%          | 69%           | 31%           | 39%           | 其它融资现金流        | (2516)         | (18361)         | 102269         | (18981)        | (27240)        |
| 资产负债率            | 68%           | 78%           | 80%           | 80%           | 79%           | <b>融资活动现金流</b> | <b>(19803)</b> | <b>(23419)</b>  | <b>82586</b>   | <b>(44678)</b> | <b>(62984)</b> |
| 息率               | 0.3%          | 0.2%          | 2.6%          | 3.4%          | 4.8%          | <b>现金净变动</b>   | <b>36012</b>   | <b>1014</b>     | <b>(1471)</b>  | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| P/E              | 245.9         | 45.0          | 26.6          | 20.4          | 14.7          | 货币资金的期初余额      | 14445          | 50457           | 51471          | 50000          | 50000          |
| P/B              | 7.9           | 6.7           | 6.3           | 5.7           | 5.1           | 货币资金的期末余额      | 50457          | 51471           | 50000          | 50000          | 50000          |
| EV/EBITDA        | 34.7          | 18.8          | 23.8          | 19.6          | 15.5          | 企业自由现金流        | 0              | 63245           | (95495)        | 48117          | 67058          |
|                  |               |               |               |               |               | 权益自由现金流        | 0              | 43734           | 5469           | 27831          | 38514          |

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<br>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<br>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