

## 政策性+开放性市场同时发力，业绩修复值得期待

### 投资要点

- **业绩总结:** 2022年全年，公司实现收入7.4亿元，同比下滑38.5%，实现归母净利润0.5亿元，同比下滑78.2%；扣非净利润-1.6亿元，同比下滑192.2%。23Q1，公司实现收入1.2亿元，同比下降34.9%；归母净利润-0.7亿元，同比下滑298.2%；扣非净利润-1.0亿元，同比下滑1041.1%；短期业绩承压触底。
- **业绩短期承压，加码研发长期增长可期。** 2022年公司业绩不及预期，主要系电子政务市场停滞导致信息化应用销售收入下降。**1) 分业务来看**，公司工控类芯片/信息化类芯片/解决方案业务分别实现收入2.8/1.9/2.7亿元，分别同比-6.7%/-71.4%/+10.1%。**2) 利润率方面**，2022年公司毛利率/净利率分别为47.1%/7.0%，分别同比-6.7pp/-12.7pp，主要系公司调整市场布局及产品结构所致。**3) 费用率方面**，2022年公司销售/管理/研发费用率分别为12.2%/13.7%/42.4%，分别同比+4.6pp/+5.4pp/+19.0pp。公司2022年研发费用为3.1亿元，同比增长11.5%。公司持续投入研发以提升产品性价比，在国产化替代及信创行业需求逐步恢复的趋势下，公司业绩有逐步修复。
- **完善软件生态，升级产品性能。** 公司多款芯片从指令系统和生产工艺两个维度提高CPU自主可控度。2022年，公司完成16核服务器芯片的产品化工作及32核服务器芯片的设计及硅后初样验证；2023年4月，公司推出32核3D5000产品，性能优异，有望成为公司未来业绩增长点。未来，公司将持续提高龙芯CPU性价比并完善软件生态，进一步夯实龙架构软件基础，并完善首款GPGPU芯片的研制以及3A6000的调试和产品化。同时，持续更迭二进制翻译平台，在龙芯平台上流畅运行X86/Linux和X86/Windows的应用；优化龙芯浏览器、龙芯打印机、龙芯三维显控、龙芯视频编辑器等“一招鲜”的基础应用，并发展应用生态圈。优异的产品性能+丰富的软件生态有望助力公司保持市场龙头地位。
- **政策性+开放性市场同时发力，稳步提升公司核心竞争力。** 公司对通用处理器、操作系统、解决方案三位一体能力的掌握是其在政策性市场和开放性市场稳步发展的前提保障。公司未来将通过性价比和软件生态的优化不断提高在政策性市场的地位，同时结合特定信息化应用需求，通过软硬件定制和产业链重构形成系统解决方案的开放市场性价比优势，进而在开放市场提升竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司23-25年归母净利润为2.3/4.1/6.1亿元，未来三年归母净利润复合增速有望达127.8%。考虑到公司坚持政策性市场和开放性市场“两条腿”走路的方针，有望率先受益于政策性信息化市场发展所带来的需求提升，利润弹性较强，我们给予公司2023年45倍PS，对应目标价179.89元，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济复苏不及预期、研发进度不及预期、行业需求恢复不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	738.66	1603.14	2601.76	3720.31
增长率	-38.51%	117.03%	62.29%	42.99%
归属母公司净利润(百万元)	51.75	229.88	413.18	611.43
增长率	-78.15%	344.20%	79.74%	47.98%
每股收益EPS(元)	0.13	0.57	1.03	1.52
净资产收益率ROE	1.33%	5.60%	9.24%	12.22%
PE	1067	240	134	90
PB	14.20	13.45	12.35	11.04

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
执业证号: S1250521050001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通A股(亿股)	0.33
52周内股价区间(元)	77.50-183.70
总市值(亿元)	552.38
总资产(亿元)	43.68
每股净资产(元)	9.70

### 相关研究

## 1 公司为自主研发国产 CPU 领航者

**发力 CPU 业务，打造自主生态体系。**龙芯中科成立于 2008 年，是国内唯一坚持基于自主指令系统构建独立于 Wintel 体系和 AA 体系的开放性信息技术体系及产业生态的 CPU 企业。公司主要从事处理器及配套芯片的研发、销售及服务，主要产品包括处理器及配套芯片产品与基础软硬件解决方案业务。经过长期积累，公司形成了自主 CPU 研发和软件生态建设的体系化关键核心技术积累。2022 年 6 月 24 日，公司成功在上交所上市。公司研制的芯片包括龙芯 1 号、龙芯 2 号、龙芯 3 号三大系列处理器芯片及桥片等配套芯片，其主要客户为板卡、整机厂商。目前，公司基于信息系统和工控系统两条主线开展产业生态建设，面向网络安全、办公与业务信息化、工控及物联网等领域与合作伙伴保持全面的市场合作，系列产品在电子政务、能源、交通、金融、电信、教育等行业领域已获得广泛应用。

**提升核心竞争力，政策性+开放性市场共同发展。**公司工控类芯片产品主要应用于关键信息基础设施领域的控制和通讯系统；信息化类芯片产品主要应用于关键信息基础设施领域的桌面和服务器等；解决方案主要包含硬件模块产品和技术服务。基于政策性市场不稳定以及公司软硬件能力已经有了充足积累，公司及时提出坚持政策性市场和开放性市场“两条腿”走路，一方面在政策性市场带动下持续完善基础软硬件平台，大幅提升龙芯 CPU 的性价比和软件生态；另一方面集中力量突破存储服务器、行业终端、打印机、BMC、五金电子等解决方案，积累开放市场竞争优势。2022 年的研发、市场、生产、管理等工作强化了公司发展的“内因”，为公司更好满足政策性市场需求并走向开放市场打下坚实的基础。

**表 1：公司芯片产品介绍**

类别	系列产品	产品特点	应用场景	
工控类	龙芯 1 号	龙芯 1C101、龙芯 1C102、龙芯 1C103	低功耗、低成本专用嵌入式 SoC 或 MCU 处理器，通常集成 1 个 32 位低功耗处理器核，应用场景面向嵌入式专用应用领域	物联终端、仪器设备、数据采集等
	龙芯 2 号	龙芯 2K2000、龙芯 2K1500、龙芯 2K1000LA、龙芯 2K0500	低功耗通用处理器，采用单芯片 SoC 设计，通常集成 1-4 个 64 位低功耗处理器核	工业控制与终端等领域，如网络设备、行业终端、智能制造等
信息化类 / 工控类	龙芯 3 号	龙芯 3D5000、龙芯 3C5000、龙芯 3A5000/3B5000、龙芯 3C5000L、龙芯 3A4000/3B4000、龙芯 7A2000、龙芯 7A1000	高性能通用处理器，通常集成 4 个及以上 64 位高性能处理器核，与桥片配套使用	桌面和服务器等信息化领域
	配套芯片	龙芯 8P63601、龙芯 8P80103、龙芯 8T41505	-	-

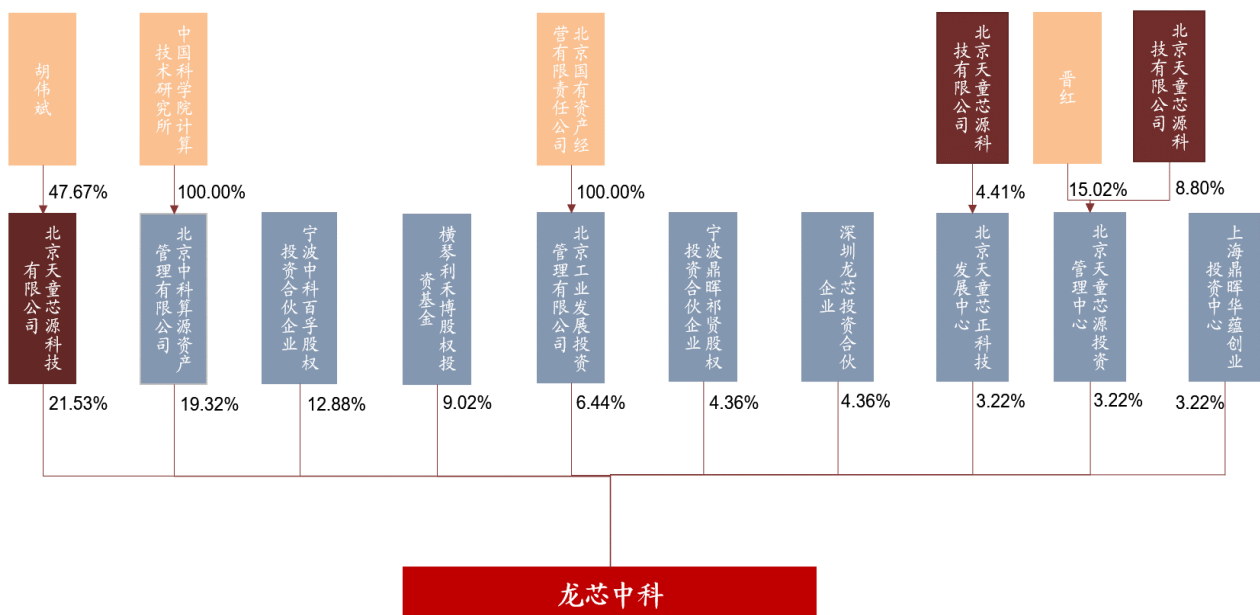
数据来源：公司公告，西南证券整理

**长期坚持自主研发，技术和能力积累助力公司产品快速迭代。**1) 公司坚持自主研发核心 IP，形成了包括系列化 CPUIP 核、GPUIP 核、内存控制器及 PHY、高速总线控制器及 PHY 等上百种 IP 核。2) 公司推出自主指令系统 LoongArch，并基于 LoongArch 迁移或研发了操作系统的核心模块，包括内核、三大编译器、三大虚拟机、浏览器、媒体播放器、KVM 虚拟机等。形成了面向服务器、面向桌面和面向工控类应用的基础版操作系统 LoongOS。3) 公司通过设计优化和先进工艺提升性能，摆脱对最先进工艺的依赖。通过自主设计 IP 核，克服境内工艺 IP 核不足的短板。在自主研发和产业化过程中形成的核心技术有助于公司在

现有基础上形成快速升级迭代，更好的满足客户定制化基础软硬件需求，并进一步建设自主信息产业生态。

**背靠中科院，控股股东为天童芯源。**公司股权结构较为集中，实际控制人为胡伟武、晋红夫妇。董事长胡伟武通过北京天童芯源科技有限公司间接持股公司 10.3%。公司前五大股东分别为北京天童芯源科技有限公司 (21.5%)、北京中科算源资产管理有限公司 (19.3%)、宁波中科百孚股权投资合伙企业 (12.9%)、横琴利禾博股权投资基金 (9.0%) 以及北京工业发展投资管理有限公司 (6.4%)。其中，北京中科算源资产管理有限公司为中国科学院计算技术研究所下属全资子公司；北京工业发展投资管理有限公司为北京市国有资产经营有限责任公司下属全资子公司。

**图 1：公司股权结构**

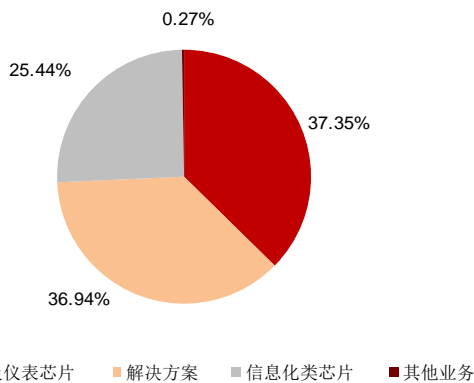


数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023Q1

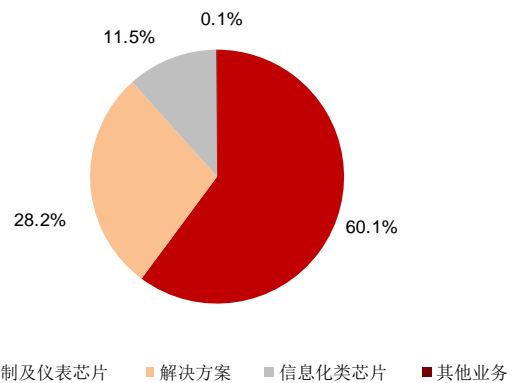
**公司的主营业务主要包括：**工业控制及仪表芯片、解决方案、信息化类芯片及其他业务，具体而言：

**从营收结构来看，**2022 年，工业控制及仪表芯片实现营业收入 2.8 亿元，同比下降 6.7%，贡献 37.4% 的收入，为公司主要收入来源；解决方案业务实现营业收入 2.7 亿元，同比增长 10.1%，收入占比 36.9%；信息化类芯片受到行业采购周期的影响，实现营业收入 1.9 亿元，同比下降 71.4%，收入占比 25.4%；其他业务 0.02 亿元，收入占比 0.3%。

**从毛利结构来看，**2022 年，工业控制及仪表芯片业务贡献毛利 2.1 亿元，毛利占比 60.2%；解决方案业务和信息化类芯片业务分别贡献毛利 1.0/0.4 亿元，毛利分别占比 28.2%/11.5%。

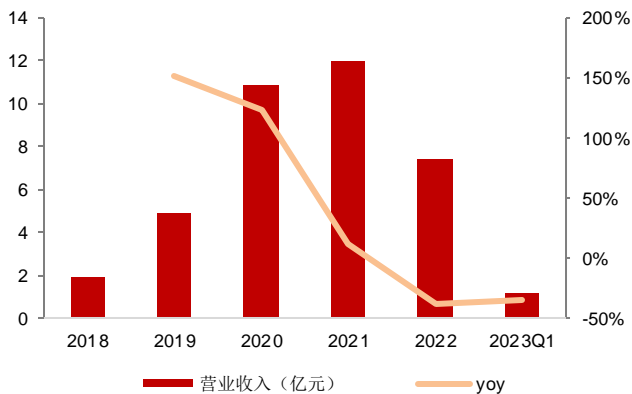
**图 2：公司 2022 年主营业务结构**


数据来源：Wind, 西南证券整理

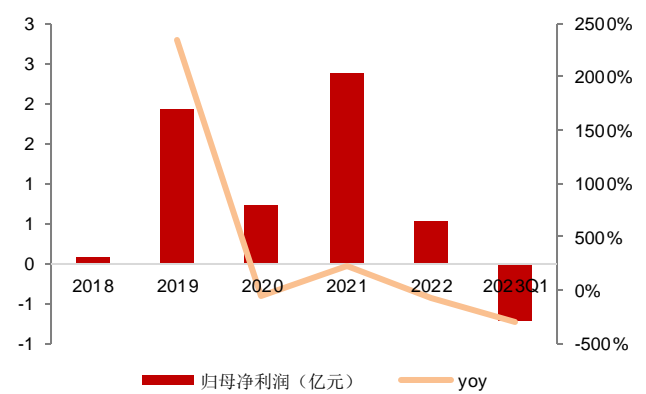
**图 3：公司 2022 年主营业务毛利占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**业绩短期承压触底，需求回暖有望带动业绩复苏。**2018-2022 年，公司营业收入由 1.9 亿元增至 7.4 亿元，期间复合增长率为 39.9%，整体保持较高增速。2022 年公司营业收入为 7.4 亿元，同比下降 38.9%，主要系受政策性市场行业周期等外部因素的影响所致。2023Q1，公司实现营收 1.2 亿元，同比下降 34.9%，主要系 23Q1 公司重要的工控类客户采购需求较上年同期有所下滑，且公司信息化类业务最终客户的采购有所推迟。从利润端看，2022 年公司实现归母净利润 0.5 亿元，同比下降 78.2%。23Q1 公司归母净利润为-0.7 亿元，同比大幅下滑 298.2%，主要受到营业收入下降、产品结构变化导致毛利率下滑及研发投入大幅增加影响。

**图 4：公司 2018-2023Q1 营业收入及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

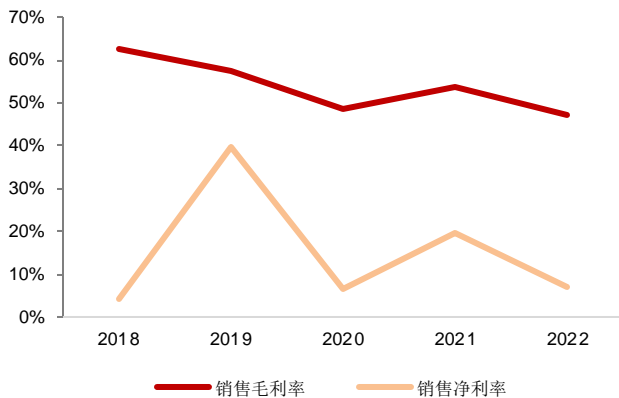
**图 5：公司 2018-2023Q1 归母净利润及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

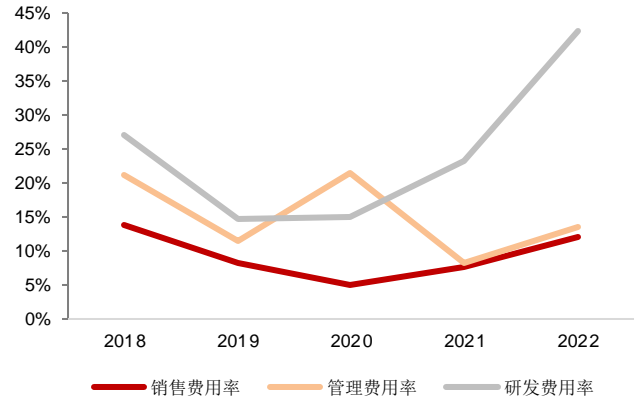
**产品结构调整影响利润端，研发费用率持续提升。**1) **利润率方面：**2018-2022 年公司毛利率整体呈下降趋势，由 62.7% 下滑至 47.1%，2022 年相较于 2021 年毛利率同比下滑 6.7pp，主要受公司对市场布局和产品结构调整所致。同期间，公司净利率处于大幅波动的态势，整体从 2018 年的 4.0% 上升至 2022 年的 7.0%，其中 2022 年净利率较 2021 年整体净利率下降 12.7pp。23Q1，公司毛利率及净利率均大幅承压，分别为 37.0%/ -61.1%。

2) **费用率方面：**2018-2022 年期间，公司销售费用率由 13.9% 下降至 12.2%，整体保持稳定状态，其中 2022 年公司销售费用率为 12.2%，较 2021 年上升 4.6pp。23Q1，公司销售费用率为 17.2%，较去年同期增长 5.3pp。公司管理费用率由 2018 年的 21.2% 下降至

2022 年的 13.7%，23Q1 增至 28.4%，较上年同期增长 15.6pp。2018-2022 年期间，公司研发费用率呈上涨趋势，2022 年研发费用率为 42.4%，较 2021 年提升 19.0pp，主要系报告期内公司在提升 CPU 产品自主可控度和性价比、完善基于 LoongArch 的软件生态、优化各类解决方案方面加大研发投入。23Q1，公司研发费用率为 80.9%，主要系公司在增加研发投入的同时，营业收入有所下降；23Q1 公司研发费用为 1.0 亿元，同比增长 82.4%。

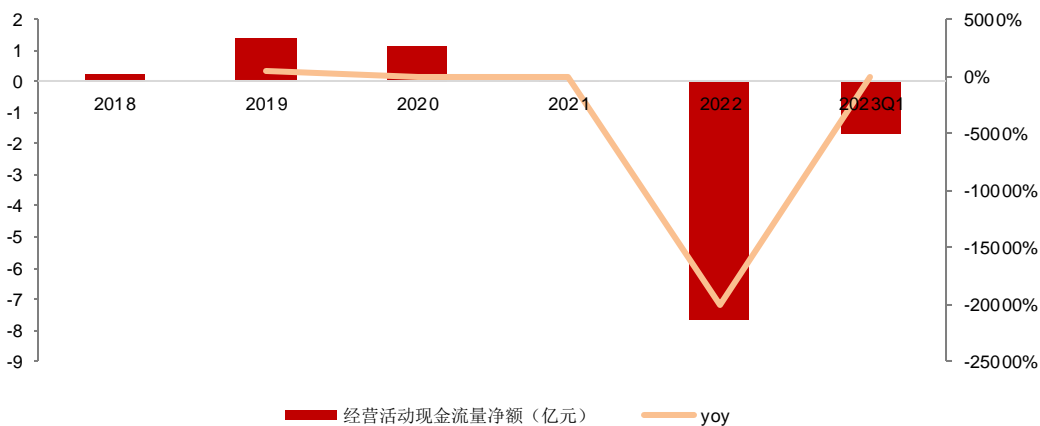
**图 6：公司 2018-2022 年毛利率和净利率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 7：公司 2018-2022 年费用率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**经营活动现金流受上游供应链影响下滑，修复已显现。**2022 年经营活动现金净额为 -7.7 亿元，相较去年同期大幅下降 20132.1%，主要系公司受集成电路上游供应链紧张的影响，为保障客户未来需求而增加备货。23Q1，经营活动现金流净额显著改善，为 -1.7 亿元，同比增长 10.2%，环比增长 46.9%。我们预计未来随着公司库存的下降及技术实力提升，公司经营活动现金流净额有望持续修复提升。

**图 8：公司 2018-2023Q1 经营活动现金流情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：工业控制及仪表芯片。**公司工控类芯片面向嵌入式专用设备、工业控制与终端等，如物联终端、仪器设备、数据采集、网络设备、行业终端、智能制造等，系列产品在网安通信、能源、交通等行业领域已获得广泛应用。公司积极拓展新市场，目前国内已有上百家主要工控和网络安全设备厂商陆续推出基于龙芯 CPU 的工控和网安产品，包括工业 PC、工业服务器、工业存储设备等。未来，在国产化的趋势下，工控类芯片销量有望实现突破。我们预计公司 23-25 年工控类芯片销量增速分别为 90%/40%/25%，价格逐年上涨 30%/15%/10%，毛利率分别为 77%/78%/78%。

**假设 2：信息化类芯片。**公司信息化类芯片主要应用于关键信息基础设施领域的桌面和服务器，并已广泛应用于电子政务办公信息化系统，同时在金融、教育等领域展开批量应用试点。由于该类产品受采购周期的影响较大，22 年营收有所下降；随着政策性信息化市场的发展，公司信息化类芯片需求有望提升。同时，公司成功发布 3D5000，未来有望贡献营收。预计 23-25 年公司信息化类芯片销量增速有达 85%/50%/35%，价格逐年上涨 20%/12%/10%，毛利率分别为 25%/27%/28%。

**假设 3：解决方案。**包含硬件模块产品和技术服务。其中，销售硬件模块产品并非公司的主要发展方向，该业务随着公司客户基础扩大、客户关系加深而不断增加；技术服务业务的收入与报告期内客户项目进度密切相关。预计公司 23-25 年解决方案业务将保持稳健增长的趋势，销量增速分别为 60%/45%/35%，价格逐年上涨 15%/10%/8%，毛利率保持在 40% 水平。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
工业控制及仪表芯片	收入	275.6	680.7	1096.0	1507.0
	增速	-6.7%	147.0%	61.0%	37.5%
	毛利率	75.9%	77.0%	78.0%	78.0%
信息化类芯片	收入	187.6	416.6	699.8	1039.2
	增速	-71.4%	122.0%	68.0%	48.5%
	毛利率	21.4%	25.0%	27.0%	28.0%
解决方案	收入	273.3	502.9	802.1	1169.5
	增速	10.1%	84.0%	59.5%	45.8%
	毛利率	35.9%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务	收入	2.1	2.9	3.8	4.6
	增速	116.5%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	17.1%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	738.7	1603.1	2601.8	3720.3
	增速	-38.5%	117.0%	62.3%	43.0%
	毛利率	47.1%	51.8%	52.5%	52.0%

数据来源：Wind, 西南证券

我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 16.0 亿元（+117.0%）、26.0 亿元（+62.3%）和 37.2 亿元（+43.0%），归母净利润分别为 2.3 亿元（+344.2%）、4.1 亿元（+79.7%）、6.1 亿元（+48.0%），EPS 分别为 0.57 元、1.03 元、1.52 元，对应 PE 分别为 240、134、90 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了海光信息、寒武纪-U 作为可比公司；由于公司受外部环境、经济周期及行业需求疲软影响较大，产能并未完全释放，盈利表现较为波动，我们采取 PS 估值法进行可比公司估值。2023 年 2 家公司平均 PS 为 53 倍。公司自创立以来一直坚持自主研发道路，致力于打造独立于 Wintel 和 AA 生态的自主生态体系，推出自主指令系统 LoongArch，并掌握了处理器核及 IP 核设计的核心技术，在操作系统和基础软件领域已实现较高级别的核心技术自主创新。公司坚持政策性市场和开放性市场“两条腿”走路的方针，在国产化替代的大趋势下，公司有望率先受益于政策性信息化市场发展所带来的需求提升。

**表 3：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688041.SH	海光信息	88.90	2066.3	51.3	74.5	103.4	133.5	40	28	20	15
688256.SH	寒武纪-U	211.40	876.5	7.3	11.3	16.3	23.8	120	78	54	37
				平均值				80	53	37	26
688047.SH	龙芯中科	140.70	564.2	7.4	16.0	26.0	37.2	76	35	22	15

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2022/5/9

基于以上分析，我们认为龙芯中科未来三年在收入增长及利润弹性方面表现值得期待，给予龙芯中科 2023 年 45 倍 PS 估值，对应目标价 179.89 元，首次覆盖予以“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	738.66	1603.14	2601.76	3720.31	净利润	51.75	229.88	413.18	611.43
营业成本	390.82	773.09	1236.33	1785.16	折旧与摊销	112.99	47.39	47.39	47.39
营业税金及附加	4.05	8.92	14.33	25.67	财务费用	-7.23	-0.85	18.49	58.27
销售费用	89.74	151.21	260.91	378.84	资产减值损失	-1.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	101.51	513.01	780.53	1041.69	经营营运资本变动	-738.35	-493.79	-1410.28	-1570.32
财务费用	-7.23	-0.85	18.49	58.27	其他	-186.27	-31.21	-6.01	-5.10
资产减值损失	-1.93	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-769.05</b>	<b>-248.58</b>	<b>-937.23</b>	<b>-858.33</b>
投资收益	14.15	30.00	30.00	30.00	资本支出	-279.76	-160.00	-120.00	-90.00
公允价值变动损益	4.88	2.44	3.66	3.05	其他	-973.74	32.44	33.66	33.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1253.50</b>	<b>-127.56</b>	<b>-86.34</b>	<b>-56.95</b>
<b>营业利润</b>	<b>16.83</b>	<b>190.21</b>	<b>324.84</b>	<b>463.73</b>	短期借款	0.00	0.00	1050.49	1168.05
其他非经营损益	17.08	25.37	27.30	23.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>33.91</b>	<b>215.58</b>	<b>352.13</b>	<b>487.09</b>	股权融资	2443.81	0.00	0.00	0.00
所得税	-17.84	-14.31	-61.05	-124.34	支付股利	0.00	-10.35	-45.98	-82.64
净利润	51.75	229.88	413.18	611.43	其他	-29.26	-12.13	-18.49	-58.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2414.56</b>	<b>-22.48</b>	<b>986.03</b>	<b>1027.14</b>
归属母公司股东净利润	51.75	229.88	413.18	611.43	<b>现金流量净额</b>	<b>392.01</b>	<b>-398.62</b>	<b>-37.54</b>	<b>111.85</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	696.34	297.72	260.18	372.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	992.10	1512.59	2660.21	3848.41	销售收入增长率	-38.51%	117.03%	62.29%	42.99%
存货	745.64	891.17	1458.12	2191.87	营业利润增长率	-92.17%	1029.86%	70.78%	42.76%
其他流动资产	1207.46	1229.31	1256.98	1287.98	净利润增长率	-78.15%	344.20%	79.74%	47.98%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-55.62%	93.12%	65.03%	45.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	331.79	361.27	380.74	390.21	毛利率	47.09%	51.78%	52.48%	52.02%
无形资产和开发支出	211.77	302.77	363.76	404.75	三费率	24.91%	41.38%	40.74%	39.75%
其他非流动资产	183.23	175.38	167.52	159.67	净利率	7.01%	14.34%	15.88%	16.43%
<b>资产总计</b>	<b>4368.34</b>	<b>4770.19</b>	<b>6547.51</b>	<b>8654.92</b>	ROE	1.33%	5.60%	9.24%	12.22%
短期借款	0.00	0.00	1050.49	2218.54	ROA	1.18%	4.82%	6.31%	7.06%
应付和预收款项	318.88	525.32	878.76	1282.00	ROIC	0.94%	8.64%	11.61%	12.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.60%	14.77%	15.02%	15.30%
其他负债	158.94	138.81	144.99	152.31	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>477.82</b>	<b>664.13</b>	<b>2074.24</b>	<b>3652.86</b>	总资产周转率	0.23	0.35	0.46	0.49
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	2.26	5.08	8.82	13.55
资本公积	3095.12	3095.12	3095.12	3095.12	应收账款周转率	1.29	1.89	1.85	1.68
留存收益	390.40	609.94	977.14	1505.94	存货周转率	0.66	0.94	1.05	0.98
归属母公司股东权益	3890.52	4106.06	4473.27	5002.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3890.52</b>	<b>4106.06</b>	<b>4473.27</b>	<b>5002.06</b>	资产负债率	10.94%	13.92%	31.68%	42.21%
负债和股东权益合计	4368.34	4770.19	6547.51	8654.92	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	50.64%	60.73%
					流动比率	10.42	7.34	2.90	2.18
					速动比率	8.29	5.67	2.15	1.56
					股利支付率	0.00%	4.50%	11.13%	13.52%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.13	0.57	1.03	1.52
					每股净资产	9.70	10.24	11.16	12.47
					每股经营现金	-1.92	-0.62	-2.34	-2.14
					每股股利	0.00	0.03	0.11	0.21
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	122.59	236.75	390.71	569.39					
PE	1067.35	240.29	133.69	90.34					
PB	14.20	13.45	12.35	11.04					
PS	74.78	34.46	21.23	14.85					
EV/EBITDA	434.45	226.61	140.10	97.99					
股息率	0.00%	0.02%	0.08%	0.15%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn