

**证券研究报告—动态报告**

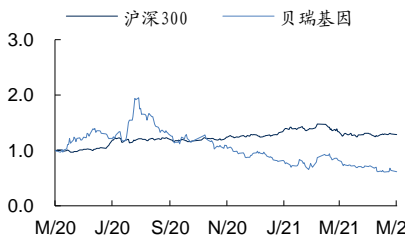
医药保健

医疗器械与服务

**贝瑞基因(000710)**
**买入**
**2020 年年报暨 2021 年一季报点评**

(维持评级)

2021 年 05 月 07 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 355/297      |
| 总市值/流通(百万元)   | 10,284/8,615 |
| 上证综指/深圳成指     | 3,441/14,211 |
| 12 个月最高/最低(元) | 98.00/27.80  |

**相关研究报告:**

《国信证券-贝瑞基因-000710-重大事件快评: 肝癌早筛数据全球最优, 国际合作前瞻布局》——2021-02-25  
 《贝瑞基因-000710-2020 年三季报点评: 肿瘤早筛优质赛道, 数据持续优化》——2020-11-02  
 《贝瑞基因-000710-2020 中报点评: 疫情影响业绩, 肿瘤早筛产品上市》——2020-08-31  
 《贝瑞基因-000710-重大事件快评: 拟定增助力产业链布局, 肝癌早筛产品即将上市》——2020-08-14  
 《贝瑞基因-000710-2020 年一季报点评: 业绩符合预期, 收入持续增长》——2020-04-30

**证券分析师: 朱寒青**

电话: 0755-81981837  
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**疫情影响业绩, 期待新产品放量**
**● 2020 年业绩受疫情影响下滑, 2020Q1 业绩不达预期**

2020 年营收 15.40 亿元 (-4.8%), 归母净利润 2.11 亿元 (-46.07%), 主要是受疫情影响, 医学检测业务不达预期, 新产品推广也受到影响。2021Q1 营收 3.35 亿元 (-9.46%), 归母净利润 0.21 亿元 (-65.95%)。在出生人口数量持续下降背景下, 公司医学产品及服务检测数量增速放缓, 且检测价格下降, 导致公司整体营业毛利率降低, 2020 年销售毛利率 52.63% (-8.50pp), 公司疫情防护、物流、采购等各项成本大幅上升, 销售费用率 19.09% (+0.60pp), 管理费用率 17.27% (+2.36pp), 财务费用率 0.95% (+0.99pp); 研发费用率 8.40% (+0.73pp)。期间费用率合计 37.31% (+3.95pp)。

**● 研发投入加大, 肿瘤早筛产品正式发布, 三代测序等新产品研发中**

公司参股子公司福建和瑞于 2020 年 8 月推出肝癌早筛产品莱思宁 (Liver Screening)。公司肝癌早筛项目 PreCar 为全球同类研究中规模最大、进展最快、数据最优的, 前瞻性队列研究数据表明可以通过外周血检测进行肝癌的极早期预警, 特异性 97.7%、灵敏度 95.4%, 可提早 6-12 个月筛查出极高危肝癌人群, 目前正在合作的近 20 家医院 LDT 模式提供检测服务。公司经过几年的研发储备, 产品管线逐渐丰富, 贝比安 plus (NIPT Plus)、科诺安 (CNV)、全外显子测序 (WES) 等新产品在陆续报证和获批过程中, 预计将迅速放量。公司和美国 pacbio 合作的三代测序仪及测序试剂盒也在研发中, 有望年内启动注册申报流程。

**● 风险提示: 政策、研发进展不及预期, 产品上市及推广不及预期, 出生人口下降和价格竞争等。**
**● 投资建议: 看好长期发展前景, 维持“买入”评级**

新增 23 年、下调 21-22 年盈利预测, 2021-2023 年归母净利润 1.0/1.6/2.2 亿元 (原 2.5/3.1 亿元), 增速 -51%/58%/34%, 当前股价对应 PE 101/64/48x。公司作为基因测序领域的龙头企业, 技术优势显著, NIPT 业务目前占母公司收入一半多, 随着新产品线的快速增长, 未来比例将持续下降, 期待疫情过后各管线新产品推广放量顺利。维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

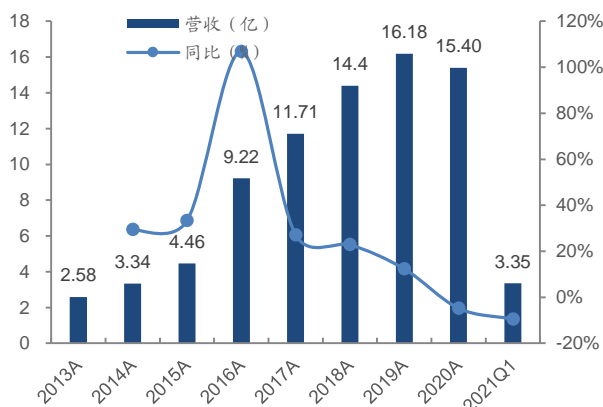
|             | 2019   | 2020    | 2021E   | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 1,618  | 1,540   | 1,833   | 2,185  | 2,606  |
| (+/-%)      | 12.35% | -4.78%  | 19.00%  | 19.22% | 19.22% |
| 净利润(百万元)    | 391    | 211     | 102     | 162    | 217    |
| (+/-%)      | 45.70% | -46.07% | -51.44% | 58.22% | 34.31% |
| 摊薄每股收益(元)   | 1.10   | 0.59    | 0.29    | 0.46   | 0.61   |
| EBIT Margin | 27.34% | 15.73%  | 9.86%   | 11.29% | 12.55% |
| 净资产收益率(ROE) | 16.78% | 8.82%   | 4.11%   | 6.11%  | 7.60%  |
| 市盈率(PE)     | 26.33  | 48.81   | 100.52  | 63.53  | 47.30  |
| EV/EBITDA   | 20.96  | 34.79   | 41.83   | 35.16  | 29.79  |
| 市净率(PB)     | 4.42   | 4.31    | 4.13    | 3.89   | 3.60   |

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

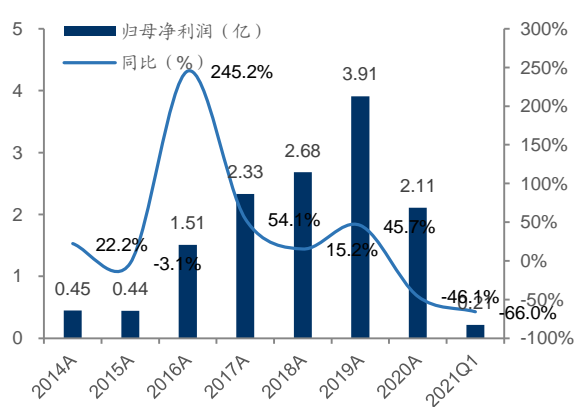
**2020 年受疫情影响业绩下滑。**2020 年营收 15.40 亿元 (-4.78%)，归母净利润 2.11 亿元 (-46.07%)，扣非归母净利润 1.15 亿元 (-61.03%)。2021Q1 营收 3.35 亿元 (-9.46%)，归母净利润 0.21 亿元 (-65.95%)，扣非归母净利润 0.21 亿元 (-66.02%)。公司常规检测服务由于疫情影响下滑，新业务的拓展也受到限制，不达预期。2020Q1 由于科研服务等未受影响，因此有较高基数，2021Q1 业务普遍尚未恢复，在出生人口数量持续下降背景下，公司医学产品及服务检测数量增速放缓，且检测价格下降，导致公司整体营业毛利率降低，因此利润下滑。公司预告 2021H1 净利润 4000-6000 万，同比下降 65.95%~48.92%。

图 1：贝瑞基因营业收入及增速（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：贝瑞基因归母净利润及增速（单位：亿元、%）

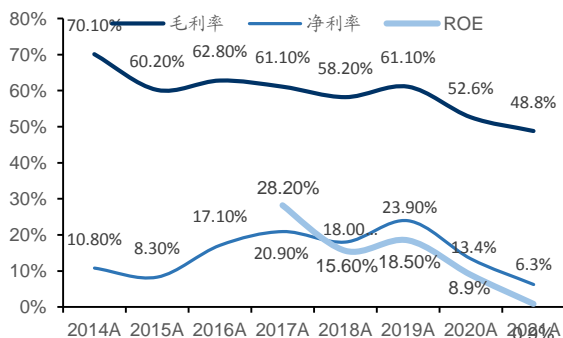


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务来看，2020 年医学检验服务 5.98 亿元 (-7.13%)，毛利率 57.77% (-1.78pp)；基础科研服务 4.15 亿元 (14.93%)，毛利率 55.16% (-6.85pp)；医学试剂销售 4.09 亿 (-12.61%)，毛利率 52.46% (-20.69pp)，仪器销售 0.82 亿元 (-28.77%)，毛利率 10.93% (-14.29pp)。

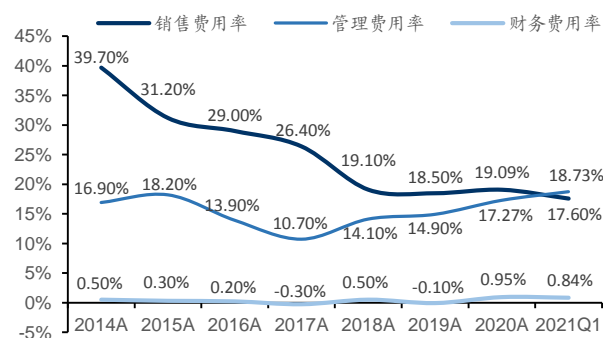
**毛利率下降，费用率提升。**2020 年公司毛利率 52.63% (-8.50pp)，主要由于公司疫情防护、物流、采购等各项成本大幅上升，试剂销售和 设备销售的毛利率下降，二者的毛利率分别下降 20.69% 和 14.29%；销售费用率 19.09% (+0.60pp)；管理费用率 17.27% (+2.36pp)，财务费用率 0.95% (+0.99pp)；研发费用率 8.40% (+0.73pp)。期间费用率合计 37.31% (+3.95pp)。

图 3：贝瑞基因毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：贝瑞基因三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**肝癌早筛产品商业化落地，伴随诊断领域及其他新产品推进注册进程。**8月16日推出“莱思宁(Liver Screening)”，是经过全球最大规模肝癌早筛前瞻性研究验证的临床级别产品，通过LDT模式率先在国内20余家三级医院落地。9月CSCO会议更新肝癌早筛结果：灵敏度95.42%、特异度97.67%，为全球肝癌早筛领域数据最优。相关的回顾性文章也在2021年2月发表在国际期刊《Cell Research》上，是目前肝癌早筛领域样本量最大的多中心临床研究。该研究从中国11个省的13家医院纳入3234例样本，其中肝细胞癌508例、由病毒性肝炎、脂肪肝等引起的肝硬化2250例、健康人群476例，是目前样本量最大的临床多中心研究与其他肝癌早筛的研究相比，样本入组要求更严苛。入组时采用磁共振成像及增强CT对肝硬化样本进行排查（其他公司使用B超及血清蛋白AFP作为基线排查），因此临床价值更高。肺癌早筛的初步试验结果也公布，临床研究有可能今年启动。伴随诊断领域也推进产品和注册进程。7月发布了大Panel基因检测“和全安”系列新品——实体瘤全靶点基因检测，覆盖654个基因及常见免疫抑制检测点，并且已经启动申报试剂盒流程，为国内首批申报的几家企业之一，具有先发优势。2020H1公司染色体拷贝数变异检测试剂盒(CNV)注册获得受理，是国内首家申报，该检测服务公司目前市占率第一，年检测10万人次，我们预计年底至年初可能获批，之后将加速放量。

**达成多项国际合作，前瞻布局三代测序等领域，不断推出引领性的新产品。**

- 1) 2019年9月Pacific Biosciences与贝瑞基因就第三代测序仪的开发及临床推广达成长期合作关系，联合开发基于PacBio SMRT®(Single Molecule, Real-Time)测序技术的基因检测平台，贝瑞基因将为该平台申请国家药品监督管理局的注册证，以期在临床检测上的大规模使用。预计公司2021年将在国内申报三代测序仪（唯一一家）以及开发相应临床应用产品并后续申报注册试剂盒。PacBio（美股PACB.O）为第三代测序仪公司，成立于2000年，其测序原理不同于二代测序，可实现长读长，单分子测序，2019年10月份推出了新的测序仪Sequel IIe，搭载数据计算和存储功能，减少90%的数据存储和70%的分析时间，可实现99.8%的高准确度，为临床应用的开发奠定基础。目前Pacbio和全球共四家公司合作进行临床产品应用开发，贝瑞基因是全球第二家也是国内唯一一家。
- 2) 2021年2月22日，贝瑞基因与Twist Bioscience（美股TWST.O）达成战略合作，携手共同开发高通量测序(NGS)产品新组合。Twist成立于2013年，其核心技术高通量硅芯片DNA合成平台，可实现高通量的DNA合成。

**公司的新产品中CNV、WES均在行业属于领先地位，有望发展为类似NIPT的十亿级别以上的大品种。**公司经过几年的研发储备，产品管线逐渐丰富，贝比安plus（NIPT Plus）、科诺安（CNV）、全外显子测序（WES）等新产品高速增长，并且也在陆续报证和获批过程中，预计将迅速放量。1) 2020年6月公司已经启动CNV-seq的申报注册，估计2021H1获批，将为国内首家获批，目前市占率第一，占据绝对领先地位，获批后将除了现有的院外检测方式还可以将检测试剂盒以产品形式销售进入医院，借助已有妇产科渠道，有望迅速上量，成为第二个NGS临床领域的重要应用。2) 外显子测序应用场景广阔，公司起步早，位于行业前三，2021年也预计申报试剂盒。

**员工持股计划修订，业绩承诺收入增长指标。**员工持股计划主要包括了公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、公司核心业务人员及董事会认可的其他人员，总人数不超过90人，具体参加人数根据员工实际缴款情况确定。目前可以看到计划方案覆盖董事长高扬、总经理周代星、副总经理侯颖、董秘及财务总监金晋、监事王宇婧以及核心业务骨干。本计划筹资资金规模不超过

7800 万元，每份份额为 1 元，由参与本计划的员工认购全部份额。该计划通过协议转让等非交易过户的方式以 20 元/股的价格认购公司已回购的 390 万股公司股票，回购均价 41.05 元/股，累计支付回购总金额为 1.60 亿元（含交易手续费）。

**表 1：员工持股计划方案**

| 序号 | 持有人    | 职务               | 认购份额（份）    | 占本计划总份额比例 | 对应公司股份（股） | 占公司总股份比例 |
|----|--------|------------------|------------|-----------|-----------|----------|
| 1  | 高扬     | 董事、副总经理          | 2,000,000  | 2.56%     | 100,000   | 0.03%    |
| 2  | 侯颖     | 董事、副总经理          | 2,000,000  | 2.56%     | 100,000   | 0.03%    |
| 3  | 周代星    | 董事、总经理           | 6,000,000  | 7.69%     | 300,000   | 0.08%    |
| 4  | 金晋     | 董事会秘书、财务总监       | 2,000,000  | 2.56%     | 100,000   | 0.03%    |
| 5  | 王宇婧    | 监事               | 1,500,000  | 1.92%     | 75,000    | 0.02%    |
| 8  | 核心业务人员 | 总计 85 人          | 45,610,000 | 58.47%    | 2,280,500 | 0.64%    |
| 9  | 预留部分   |                  | 18,890,000 | 24.22%    | 944,500   | 0.27%    |
| 合计 |        | 不超过 90 人（不含预留部分） |            | 100%      |           |          |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

员工持股计划的存续期为 36 个月，锁定期最长为 24 个月。业绩考核年度为 2021 年、2022 年，以考核结果确定可解锁股份比例。具体如下：

**表 2：员工持股计划业绩考核**

| 考核年度    | 业绩考核目标                        | 年度解锁股份比例 |
|---------|-------------------------------|----------|
| 2021 年度 | 2021 年营业收入增长率较 2020 年不低于【16%】 | 60%      |
| 2022 年度 | 2022 年营业收入增长率较 2020 年不低于【34%】 | 40%      |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

我们按照业务分类对盈利进行预测。模型较上次主要调整收入增速，下调毛利率，上调研发费用率等。

**表 3：贝瑞基因按业务分类盈利预测**

| 单位：百万元 | 2016    | 2017     | 2018    | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E  | 2023E  | 备注  |
|--------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---|
| 总营收    | 921     | 1,171    | 1,377   | 1,618   | 1,540   | 1,833   | 2,185  | 2,606  |   |
| YoY    | 106.96% | 27.10%   | 17.53%  | 12.35%  | -4.78%  | 19.00%  | 19.22% | 19.22% |   |
| 毛利率    | 62.77%  | 61.13%   | 58.24%  | 61.13%  | 53.07%  | 53.38%  | 53.78% | 54.03% |   |
| 医学检测服务 | 596     | 647      | 768     | 644     | 1,090   | 1,307   | 1,555  | 1,849  |   |
| YoY    | 94.35%  | 8.49%    | 18.80%  | -16.12% | -11.25% | 20.00%  | 18.90% | 18.91% | 生育检测毛利率下滑，其他新业务毛利率较高，整体平稳                 |
| 毛利率    | 64.26%  | 57.75%   | 55.96%  | 59.55%  | 52.25%  | 51.74%  | 52.29% | 52.63% |   |
| 试剂销售   | 211     | 382      | 402     | 468     | 598     | 718     | 847    | 1,000  |   |
| YoY    | 352.74% | 80.81%   | 5.20%   | 16.59%  | -7.13%  | 20%     | 18%    | 18%    |   |
| 毛利率    | 78.23%  | 79.62%   | 70.95%  | 73.15%  | 57.77%  | 57.00%  | 57.00% | 57.00% |   |
| 设备销售   | 70      | 79       | 75      | 115     | 409     | 491     | 589    | 707    |   |
| YoY    | 89.60%  | 11.99%   | -4.50%  | 52.76%  | -12.61% | 20%     | 20%    | 20%    |   |
| 毛利率    | 22.68%  | 24.11%   | 25.23%  | 25.22%  | 52.46%  | 52.00%  | 53.00% | 53.00% |   |
| 基础科研服务 | 44      | 52       | 131     | 361     | 415     | 498     | 597    | 717    |   |
| YoY    | -19.95% | 18.86%   | 152.35% | 174.54% | 14.93%  | 20%     | 20%    | 20%    | 2019 年科研服务高速增长，随着产能利用率提升，毛利率迅速提升，后续保持较高增速 |
| 毛利率    | 32.53%  | 30.12%   | 39.71%  | 58.01%  | 55.16%  | 56.00%  | 56.00% | 56.00% |   |
| 销售费用率  |         | 26.35%   | 19.12%  | 18.49%  | 19.09%  | 22.00%  | 21.00% | 20.00% | 预计随着新产品推广，销售费用率提升                         |
| 管理费用率  |         | 10.66%   | 7.79%   | 7.53%   | 9.11%   | 11.00%  | 11.00% | 11.00% |   |
| 研发费用率  |         | 0.00%    | 6.34%   | 7.39%   | 8.17%   | 10.00%  | 10.00% | 10.00% | 管理费用率考虑股权激励提升                             |
| 财务费用率  |         | -0.29%   | 0.52%   | -0.04%  | 0.95%   | 1.00%   | 0.80%  | 0.60%  | 预计研发费用率持续提升                               |
| 归母净利润  | 157.73  | 233      | 268     | 410     | 211     | 102     | 162    | 217    |   |
| YOY    | 327.75% | -5660.3% | 15.2%   | 52.80%  | -46.07% | -51.44% | 58.22% | 34.31% |   |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

**风险提示：**政策、研发进展不及预期，产品上市及推广不及预期，出生人口下降和价格竞争等。

**投资建议：**看好长期发展前景，维持“买入”评级

新增 23 年、下调 21-22 年盈利预测，2021-2022 年归母净利润 1.0/1.6/2.2 亿元（原 2.5/3.1 亿元），增速 -51%/58%/34%，当前股价对应 PE 101/64/48x。公司作为基因测序领域的龙头企业，技术优势显著，NIPT 目前占母公司收入一半多，随着新产品线的快速增长，未来比例将持续下降，期待疫情过后各管线新产品推广放量顺利。维持“买入”评级。

**表 4：可比公司估值**

| 代码     | 公司简称 | 市值<br>(亿元) | 股价<br>2021-05-06 | EPS  |      |      |      | PE    |       |      |      | ROE<br>(20A) | PEG<br>(21E) | 投资<br>评级 |
|--------|------|------------|------------------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|--------------|--------------|----------|
|        |      |            |                  | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  | 20A   | 21E   | 22E  | 23E  |              |              |          |
| 000710 | 贝瑞基因 | 103        | 29.00            | 0.59 | 0.29 | 0.46 | 0.61 | 48.8  | 100.8 | 63.5 | 47.4 | 5%           | 101.6        | 买入       |
| 300676 | 华大基因 | 503        | 121.45           | 5.05 | 4.35 | 3.73 | 4.28 | 24.0  | 27.9  | 32.6 | 28.4 | 40%          | -5.2         | 买入       |
| 002030 | 达安基因 | 288        | 32.86            | 2.79 |      |      |      | 11.8  |       |      |      | 77%          |              | 无        |
| 300685 | 艾德生物 | 184        | 82.92            | 0.81 | 1.16 | 1.56 | 2.03 | 102.0 | 71.7  | 53.2 | 40.9 | 14%          | 2.0          | 无        |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 其他公司为 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        | 2021E       | 2022E       | 2023E       |                  | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 现金及现金等价物         | 629         | 909         | 1593        | 2166        | 营业收入             | 1540         | 1833         | 2185         | 2606         |
| 应收款项             | 1115        | 1205        | 1197        | 1356        | 营业成本             | 730          | 855          | 1010         | 1198         |
| 存货净额             | 180         | 335         | 375         | 449         | 营业税金及附加          | 8            | 7            | 9            | 10           |
| 其他流动资产           | 80          | 147         | 175         | 208         | 销售费用             | 294          | 403          | 459          | 521          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2008</b> | <b>2599</b> | <b>3344</b> | <b>4184</b> | 管理费用             | 266          | 387          | 461          | 549          |
| 固定资产             | 909         | 978         | 1021        | 1044        | 财务费用             | 15           | 13           | 31           | 47           |
| 无形资产及其他          | 54          | 52          | 50          | 47          | 投资收益             | 41           | (50)         | (30)         | (30)         |
| 投资性房地产           | 106         | 106         | 106         | 106         | 资产减值及公允价值变动      | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 167         | 267         | 367         | 467         | 其他收入             | (24)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>3244</b> | <b>4002</b> | <b>4887</b> | <b>5848</b> | 营业利润             | 245          | 118          | 186          | 250          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 123         | 45          | 60          | 76          | 营业外净收支           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项             | 243         | 282         | 337         | 404         | <b>利润总额</b>      | <b>245</b>   | <b>118</b>   | <b>186</b>   | <b>250</b>   |
| 其他流动负债           | 190         | 279         | 329         | 389         | 所得税费用            | 40           | 18           | 28           | 37           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>556</b>  | <b>607</b>  | <b>727</b>  | <b>869</b>  | 少数股东损益           | (5)          | (2)          | (4)          | (5)          |
| 长期借款及应付债券        | 236         | 836         | 1436        | 2036        | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>211</b>   | <b>102</b>   | <b>162</b>   | <b>217</b>   |
| 其他长期负债           | 29          | 39          | 49          | 59          |                  |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>265</b>  | <b>875</b>  | <b>1485</b> | <b>2095</b> | 现金流量表 (百万元)      |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>822</b>  | <b>1482</b> | <b>2212</b> | <b>2964</b> | 净利润              | 211          | 102          | 162          | 217          |
| 少数股东权益           | 34          | 32          | 29          | 24          | 资产减值准备           | 38           | (38)         | 0            | 0            |
| 股东权益             | 2388        | 2489        | 2647        | 2860        | 折旧摊销             | 77           | 101          | 109          | 118          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3244</b> | <b>4002</b> | <b>4887</b> | <b>5848</b> | 公允价值变动损失         | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 财务费用             | 15           | 13           | 31           | 47           |
| 关键财务与估值指标        |             |             |             |             | 营运资本变动           | 139          | (211)        | 55           | (130)        |
|                  | 2020        | 2021E       | 2022E       | 2023E       | 其它               | (42)         | 36           | (3)          | (4)          |
| 每股收益             | 0.59        | 0.29        | 0.46        | 0.61        | <b>经营活动现金流</b>   | <b>423</b>   | <b>(10)</b>  | <b>322</b>   | <b>200</b>   |
| 每股红利             | 0.08        | 0.01        | 0.01        | 0.01        | 资本开支             | (210)        | (129)        | (149)        | (139)        |
| 每股净资产            | 6.74        | 7.02        | 7.46        | 8.06        | 其它投资现金流          | 3            | 0            | 0            | 0            |
| ROIC             | 8%          | 6%          | 8%          | 10%         | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(193)</b> | <b>(229)</b> | <b>(249)</b> | <b>(239)</b> |
| ROE              | 9%          | 4%          | 6%          | 8%          | 权益性融资            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 53%         | 53%         | 54%         | 54%         | 负债净变化            | (8)          | 300          | 300          | 300          |
| EBIT Margin      | 16%         | 10%         | 11%         | 13%         | 支付股利、利息          | (29)         | (2)          | (3)          | (5)          |
| EBITDA Margin    | 21%         | 15%         | 16%         | 17%         | 其它融资现金流          | 63           | (79)         | 15           | 16           |
| 收入增长             | -5%         | 19%         | 19%         | 19%         | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(12)</b>  | <b>519</b>   | <b>612</b>   | <b>612</b>   |
| 净利润增长率           | -46%        | -51%        | 58%         | 34%         | <b>现金净变动</b>     | <b>218</b>   | <b>280</b>   | <b>685</b>   | <b>573</b>   |
| 资产负债率            | 26%         | 38%         | 46%         | 51%         | 货币资金的期初余额        | 411          | 629          | 909          | 1593         |
| 息率               | 0.3%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 货币资金的期末余额        | 629          | 909          | 1593         | 2166         |
| P/E              | 48.8        | 100.5       | 63.5        | 47.3        | 企业自由现金流          | 209          | (86)         | 224          | 126          |
| P/B              | 4.3         | 4.1         | 3.9         | 3.6         | 权益自由现金流          | 264          | 124          | 513          | 402          |
| EV/EBITDA        | 34.8        | 41.8        | 35.2        | 29.8        |                  |              |              |              |              |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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