

亿联网络 (300628.SZ)

新业务接力驱动成长，多层次长效激励机制激发活力

买入

核心观点

2021年新业务成为成长核心驱动力，产品竞争力持续提升。2021年公司的营收和利润端整体保持稳健增长，得益于市场竞争力提升和市场持续突破。2021年公司实现营业收入36.8亿元，同比增长33.76%；实现归母净利润16.16亿元，同比增长26.38%；实现扣非后归母净利润14.28亿元，同比增长28.09%。公司拟按每10股派发现金股利人民币8元（含税）。四大费用占营收的比率均有所下降，受益于公司收入增长带来的规模效应。盈利能力下降主要由于原材料涨价及美元兑人民币汇率波动带来的负面影响所致。

分业务结构来看，SIP话机市占率提升，会议产品和云办公终端产品的收入占比持续提升，2021年两块业务之和已经从2019年的14.6%提升至30.9%，对应的业务毛利增加额已经超过桌面通信终端业务毛利增量，成为公司未来核心成长驱动力。展望2022年，公司在持续提升智能硬件产品竞争力的同时，将持续构建大项目和“平台+智能硬件终端”解决方案的销售能力。

2022年第一季度开端亮眼，毛利率环比提升。2022年第一季度公司实现营业收入10.4亿元，同比增长40.10%；实现归母净利润4.87亿元，同比增长30.05%；实现扣非后归母净利润4.47亿元，同比增长37.72%。整体业绩表现基本位于预告区间中位数。毛利率环比提升主要因为1、产品结构持续升级；2、产品价格上调；由于原材料价格仍处高位，未恢复至2021Q1的水平。

拟推出新一期限制性股票，多层次长效激励机制并行。公司推出新一期的限制性股票，保持了股权激励的持续性，利于对核心员工的长期有效激励。业绩考核目标体现了公司对未来三年持续稳健成长的信心。事业合伙人持股计划中设置了每年营业收入增长率高于30%的目标，高于限制性股票计划中的考核目标，意在牵引公司高层人员向更高的经营目标前进，利于充分调动高层人员的积极性。同时此次计划设置锁定期和存续期，也利于引导公司高层人员关注长期价值创造，和增强公司高层人员的稳定性和凝聚力。

风险提示：美元汇率波动的可能不利影响；海外疫情影响业务拓展。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

基于公司受原材料涨价影响下各业务毛利率有所下滑，考虑到后续新产品线占比持续提升，下调2022年和2023年的盈利预测，原来预计2022-2024年的归母净利润分别为22/29/36亿元，调整为21/28/36亿元，对应归母净利润增速为32%/30%/30%，对应PE分别为32/25/19倍。看好公司产品和解决方案的市场竞争力持续提升，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,754	3,684	4,863	6,348	8,313
(+/-%)	10.6%	33.8%	32.0%	30.6%	30.9%
净利润(百万元)	1279	1616	2127	2760	3582
(+/-%)	3.5%	26.4%	31.6%	29.7%	29.8%
每股收益(元)	1.42	1.79	2.36	3.06	3.97
EBIT Margin	46.3%	43.1%	43.8%	44.6%	44.6%
净资产收益率(ROE)	24.6%	25.5%	28.0%	29.8%	31.4%
市盈率(PE)	53.6	42.4	32.2	24.9	19.1
EV/EBITDA	53.1	42.7	30.9	23.6	18.3
市净率(PB)	13.18	10.83	9.01	7.40	6.01

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

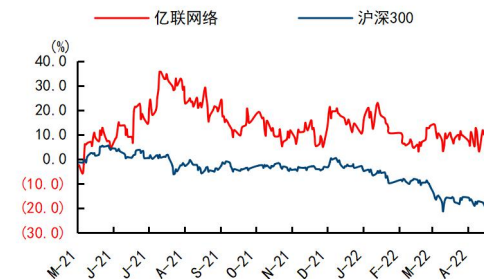
通信·通信设备

证券分析师：马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn S0980518100002
证券分析师：陈彤 0755-81981372 chentong@guosen.com.cn S0980520080001

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值 76.00元
 收盘价 68552/36632 百万元
 总市值/流通市值 97.71/66.50 元
 52周最高价/最低价 144.20 百万元
 近3个月日均成交额

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

《亿联网络(300628.SZ)-经营持续稳健，产品矩阵不断扩充》——2022-04-13
 《业绩符合预期，市场竞争力持续提升》——2022-03-02
 《亿联网络-300628-2021年度业绩预告点评：Q4业绩高速增长，持续受益于市场复苏和产品扩充升级双驱动》——2022-01-17
 《亿联网络-300628-2021年三季报业绩点评：下游需求持续旺盛，业务稳步向上》——2021-10-27
 《亿联网络-300628-2021年前三季度业绩预告点评：疫情短期影响出货，业务稳步向好恢复》——2021-10-15

新业务成为成长核心驱动力，产品竞争力持续提升

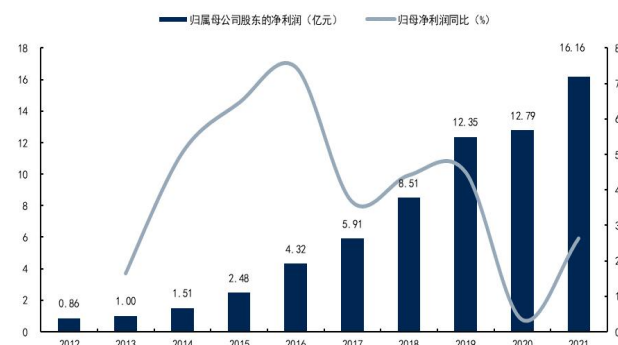
2021 年公司的营收和利润端整体保持稳健增长，得益于市场竞争力提升和市场持续突破。2021 年公司实现营业收入 36.8 亿元，同比增长 33.76%；实现归母净利润 16.16 亿元，同比增长 26.38%；实现扣非后归母净利润 14.28 亿元，同比增长 28.09%。公司拟按每 10 股派发现金股利人民币 8 元（含税），共计派发现金股利约人民币 7.22 亿元（含税），占合并报表中归母净利润的比率为 44.67%。

图1：亿联网络 2012-2021 年营收及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

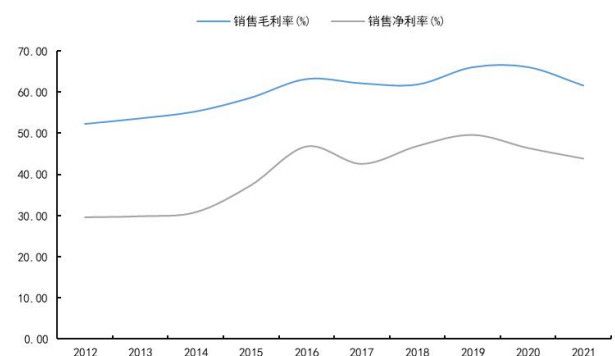
图2：亿联网络 2012-2021 年归母净利润及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

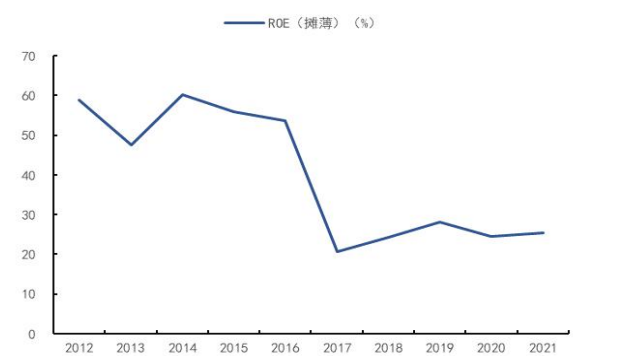
2021 年公司毛利率和净利率分别为 61.55% 和 43.86%，相比 2020 年分别下降了 4.47pct. 和 2.57pct.。2021 年加权平均净资产收益率为 28.26%，同比下降 1.38pct.。盈利能力下降主要由于上游原材料涨价及美元兑人民币汇率波动带来的负面影响所致。其中，桌面通信终端和会议产品的毛利率分别下降了 3.43pct 和 7.21pct。

图3：亿联网络 2012-2021 年毛利率和净利率（%、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：亿联网络 2012-2021 年 ROE（摊薄）（%、%）



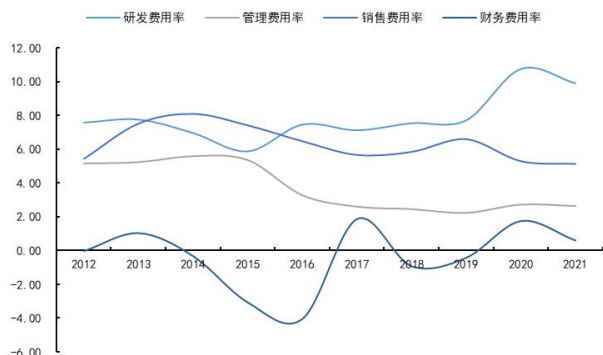
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年公司的销售费用、管理费用和研发费用分别同比增长 30%、29%和 23%，销售费用同比下降 55%，主要因为公司各类型的员工人数持续提升，带动相关薪酬费用的提升。

四大费用占营收的比率均有所下降，主要受益于公司收入增长带来的规模效应和

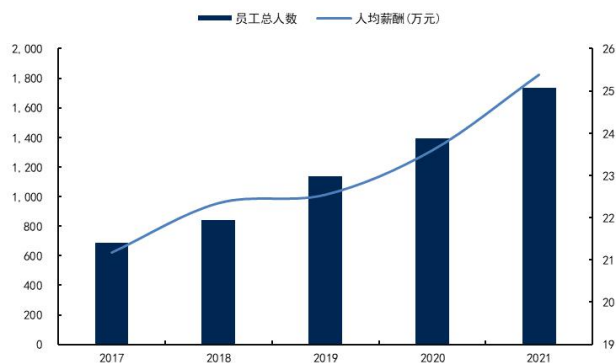
管理效率的提升，同时 2020 年受疫情影响，收入低基数背景下费用率水平相对较高。

图5：亿联网络 2012-2021 年四大费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：亿联网络员工人数和人均薪酬同步上升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

现金流较为健康，经营活动现金流入金额增速与营收增速较为匹配。2021 年经营活动产生的现金流量净额为 11.07 亿元，同比下降 1.84%，主要由于“购买商品、接受劳务支付的现金”和“支付给职工以及为职工支付的现金”大幅增长，分别系存货储备增加和员工薪酬支付所致。其中，经营活动现金流入金额为 36.8 亿元，同比增长 32.22%，与营收增速较为匹配。投资活动产生的现金流量净额为-6.41 亿元，主要与理财投资支付的现金及收回投资收到的现金有关。筹资活动现金流量净额为-5.96 亿元，主要与分配股利、偿付利息或偿还债务的金额大于取得借款收到的现金有关。

分业务结构来看，会议产品和云办公终端产品的收入占比持续提升，2021 年两块业务之和已经从 2019 年的 14.6%提升至 30.9%，对应的业务毛利增加额已经超过桌面通信终端业务毛利增量，成为公司未来核心成长驱动力。

目前桌面通信终端是公司第一大业务，2021 年收入 25.47 亿元，同比增长 21.22%。需求端受益于 IP 通信对传统模拟通信的替换，同时疫情加速各类企业数字化转型进程，促使市场进一步下沉。公司自身产品竞争力持续提升，客户群体从中小型企业向中大型企业渗透，与微软深度合作进一步提升公司在高端市场的竞争力。根据 Frost & Sullivan 数据，2020 年亿联网络 SIP 话机市占率为 34.3%，2021 年市占率持续提升。

会议产品是公司第二大业务线，2021 年收入 9.13 亿元，同比增长 72.77%。一方面受益于视频会议从私有化向公有化转型，推动市场应用下沉；另一方面疫情加速视频会议行业部署需求的提升。公司自身持续提升硬件终端和平台端、系统端的能力，业务收入保持多年持续快速增长，并于 2021 年推出了智慧会议室解决方案，能力圈进一步延展。

云办公终端收入 2.20 亿元，同比增长 80.35%。是公司的新业务线，目前仍处在发展初期，产品矩阵持续扩充，其中商务耳麦从有线拓展至无线 DECT 耳机，再到蓝牙耳机，并从低端向中高端机型持续拓展。该业务线与公司 SIP 话机的“经销商-系统集成商”渠道有较高的复用度，背靠公司的音视频处理算法能力和成熟的渠道网络体系和供应链体系，成长迅速。

图7: 亿联网络收入结构（按业务划分）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

分地区来看，2021 年欧洲、美洲和其他地区分别实现 37.43%、36.06%和 22.22% 的同步增长，受益于疫情影响的缓和。

展望 2022 年，公司在持续提升智能硬件产品竞争力的同时，将持续构建大项目和“平台+智能硬件终端”解决方案的销售能力。公司的产品和解决方案可覆盖多场景，包括个人办公、中大型会议室、高级员工办公区、日常办公区等，可满足客户的多样化需求，利于产品协同销售。2021 年，公司推出的智慧会议室解决方案，融入了电子门牌、智能控制设备、智能视讯终端及协作触控平板、无线投屏协作系统等会议室配件，进一步推动解决方案向智能化和高效化升级。

图8: 亿联网络融合通信解决方案



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 亿联网络智慧会议室解决方案



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年第一季度开端亮眼，毛利率环比提升

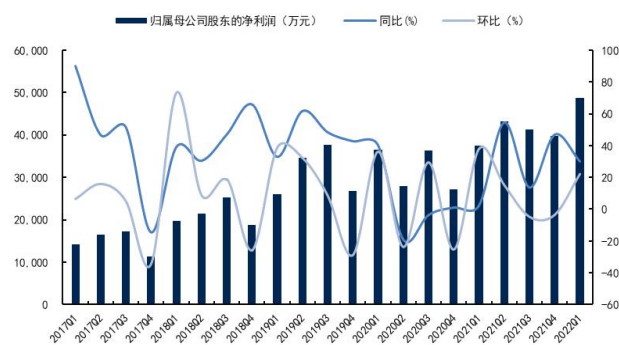
2022 年第一季度公司实现营业收入 10.4 亿元，同比增长 40.10%；实现归母净利润 4.87 亿元，同比增长 30.05%；实现扣非后归母净利润 4.47 亿元，同比增长 37.72%。整体业绩表现基本位于预告区间中位数。

图10: 亿联网络 17Q1-22Q1 单季度营收及增速 (万元、%、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

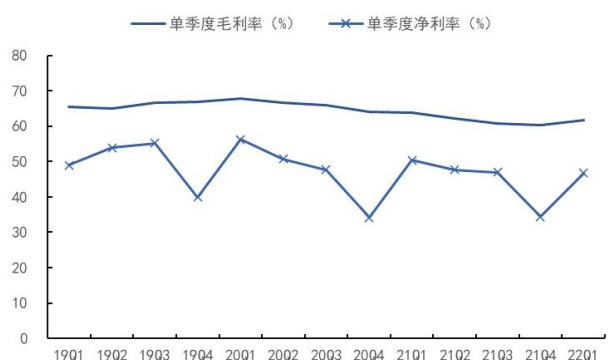
图11: 亿联网络 17Q1-22Q1 单季归母净利润及增速 (万元、%、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

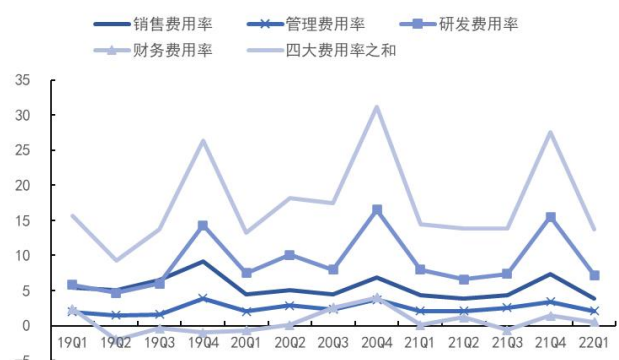
2022 年第一季度公司的毛利率环比提升，主要因为 1、产品结构持续升级；2、产品价格上调。但由于上游原材料价格仍处于高位，2022Q1 的毛利率和净利率仍未恢复至 2021Q1 的水平。相较去年同期，2022Q1 的销售费用率、管理费用率和研发费用率均同步下降，分别下降了 0.43pct、0.03pct 和 0.82pct，

图12: 亿联网络 19Q1-22Q1 毛利率和净利率 (%、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 亿联网络 19Q1-22Q1 四大费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年第一季度公司的经营活动产生的现金流量净额为 231.13 亿元，同步增长 23.53%，其中，经营活动现金流入同比增长 30.18%，经营性现金流实现健康增长。

拟推出新一期限制性股票，多层次长效激励机制并行

公司实施包括事业合伙人持股计划、限制性股票激励计划在内的多层次的长效激励机制。公司于 2021 年推出了事业合伙人激励基金计划，并将在 2022 年正式成立事业合伙人持股计划，同时 2022 年还将推出新一期的限制性股票。

根据公司 2022 年限制性股票激励计划（草案），（1）公司拟向激励对象授予限制性股票 659 万股，约占本计划草案公告时公司股本总额 90231.141 万股的 0.73%。其中，首次授予 527.20 万股，约占本计划草案公告时公司股本总额的

0.58%；预留 131.80 万股，约占草案公告时公司股份总额的 0.15%，预留部分占本计划草案拟授予股本总额的 20%。（2）此次激励计划的激励对象总人数为 149 人，包括部分高级管理人员、符合任职资格的核心管理人员和核心技术（业务）人员以及公司董事会认定需要激励的其他员工。（3）本激励计划首次授予的限制性股票在授予日起满 12 个月后分 3 期归属，每期归属的比例分别为 40%、30%、30%；预留授予的限制性股票在授予日起满 12 个月后分 2 期归属，每期归属的比例各为 50%。（4）首次授予限制性股票的授予价格为每股 39.62 元。（5）首次授予部分的业绩考核年度为 2022-2024 年三个会计年度，预留部分的业绩考核年度为 2023-2024 年两个会计年度，业绩考核目标为每一年的营业收入及净利润相较上一年的增长率均不低于 20%。（6）限制性股票考核指标分公司层面业绩和个人绩效考核两个层次。（7）授予日在本激励计划经公司股东大会审议通过后由董事会确定，本激励计划的有效期为自首次授予限制性股票授予日起至激励对象获授的限制性股票全部归属或作废之日止，最长不超过 48 个月。

表1：亿联网络 2022 年限制性股票激励计划（草案）中限制性股票在各激励对象的分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日总股本的比例
余菲菲	副总经理、董事会秘书	3.10	0.47%	0.003%
于建兵	财务总监	4.10	0.62%	0.005%
核心管理人员、核心技术（业务）人员（147 人）		520	78.91%	0.576%
预留		131.80	20%	0.15%
合计（149 人）		659	100%	0.73%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2：亿联网络 2022 年限制性股票激励计划（草案）中首次授予的各年度业绩考核目标

归属安排	公司业绩考核目标
第一个归属期	以 2021 年营业收入及净利润为基数，2022 年营业收入及净利润增长率均不低于 20%
第二个归属期	以 2022 年营业收入及净利润为基数，2023 年营业收入及净利润增长率均不低于 20%
第三个归属期	以 2023 年营业收入及净利润为基数，2024 年营业收入及净利润增长率均不低于 20%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（“净利润”指合并报表归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润）

我们认为，公司推出新一期的限制性股票，保持了股权激励的持续性，利于对核心员工的长期有效激励。同时，激励计划的业绩考核目标体现了公司对未来三年持续稳健成长的信心。

根据公司 2022 年事业合伙人持股计划（草案），（1）其具体形式为：当公司年度经审计的合并报表营业收入（下同）同比增长率不低于 30%，且公司设定的限制性股票当年度业绩目标达成时，则按不超过当年度净利润净增加额 10%的比例提取激励基金，具体提取比例由公司董事会确认。（2）同时使用该激励基金设立“事业合伙人持股计划”，以持股计划的形式购入公司股票并进行锁定，待锁定期满后方可解锁，并在存续期内向持有人分配收益（如有，含持股计划的本金、由股价上涨带来的收益及分红）。**锁定期与存续期：**本持股计划的锁定期为自公

司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起 12 个月，存续期为 18 个月，自公司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起计算。（3）该激励基金的第一个运作周期为 2021 年-2025 年五个会计年度，其中 2021 年度的业绩满足提取要求，则以 2021 年作为运作周期的首年开始实施激励基金计划，并于 2022 年正式成立持股计划。本期提取的持股计划激励基金总额为 2400 万元，约占 2021 年度净利润净增加额的 6.97%，占公司 2021 年度净利润的 1.43%。后续运作形式以此类推。（4）本持股计划的持有人为与公司（含分公司、子公司）建立正式劳动关系的公司总监或高级工程师及以上人员，总人数为 9 人，包括总经理张联昌和其他 8 名员工。（5）本持股计划由公司自行管理或委托具备资产管理资质的专业机构以专门的资产管理计划的形式购买标的股票并进行管理，本持股计划应当在股东大会审议通过后 6 个月内完成标的股票的购买。持有人按照本持股计划确定的规则完成标的股票权益归属后，由管理委员会或其委托的资产管理机构于存续期内择机出售标的股票，收益将按持有人归属标的股票额度的比例进行分配。

我们认为，事业合伙人持股计划中设置了相较限制性股票计划更高的营收增长率目标，牵引公司高层人员向更高的经营目标前进，利于充分调动高层人员的积极性。同时此次计划设置锁定期和存续期，一方面引导公司高层人员关注长期价值创造，另一方面也将有利于公司高层人员的稳定性和凝聚力，为公司长期健康稳定发展提供组织保障。

盈利预测及投资建议

假设：

- 1、桌面通信终端业务市场份额持续提升，未来三年保持稳步增长，后续增速逐渐放缓，毛利率整体稳中有降。
- 2、会议产品业务随着产品线的丰富，业务收入将持续保持较快增长，2022 年预计随着调价的滞后反应，毛利率有所提升，后续预计稳中有降。
- 3、云办公终端业务产品矩阵持续丰富和升级，随着高端机型的市场拓展，预计未来三年收入保持较快增长，毛利率有所提升。
- 4、费用率随着公司规模效应显现，预计稳中有降。

表3：亿联网络业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
桌面通信终端						
收入（百万元）	2125.83	2101.45	2547.45	2955.04	3368.75	3773.00
增速		-1.15%	21.22%	16.00%	14.00%	12.00%
毛利率	64.73%	65.84%	62.40%	63.00%	62.00%	62.00%
收入占比	85.40%	76.30%	69.14%	60.77%	53.06%	45.39%
会议产品						
收入（百万元）	326.29	528.39	912.90	1506.29	2259.43	3389.14
增速		61.94%	72.77%	65.00%	50.00%	50.00%
毛利率	73.47%	69.48%	62.27%	63.00%	62.00%	60.00%
收入占比	13.11%	19.18%	24.78%	30.98%	35.59%	40.77%
云办公终端						
收入（百万元）	35.16	122.32	220.61	397.10	714.78	1143.64
增速		247.92%	80.35%	80.00%	80.00%	60.00%
毛利率	73.00%	54.00%	48.71%	49.00%	49.00%	50.00%
收入占比	1.41%	4.44%	5.99%	8.17%	11.26%	13.76%
其他业务						

收入（百万元）	2.07	2.13	3.28	4.26	5.54	7.21
增速		3.09%	53.99%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	75.00%	75.00%	62.97%	62.00%	61.00%	60.00%
收入占比	0.08%	0.08%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
合计						
总营收（百万元）	2489.35	2754.29	3684.24	4862.69	6348.49	8312.99
增速	37.13%	10.64%	33.76%	31.99%	30.56%	30.94%
毛利率	66.00%	66.02%	61.55%	61.86%	60.54%	59.53%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

基于海外疫情影响的缓解和公司市场竞争的持续提升，参考公司事业合伙人持股计划中对高层人员的业绩考核指标，考虑到公司发布的新产品线体现在收入贡献上需要市场培育期，我们下调 2022、2023 年的营业收入，上调 2024 年的营业收入。原来预计 2022-2024 年的营业收入分别为 50//64/80 亿元，调整为 49/63/83 亿元，对应收入增速为 32%/31%/31%。

基于公司受原材料涨价影响下各业务毛利率有所下滑，新业务线云办公终端及智慧会议室相关新产品线的毛利率低于桌面通信终端和会议产品，我们下调 2022、2023 年的盈利预测，维持 2024 年的盈利预测。原来预计 2022-2024 年的归母净利润分别为 22/29/36 亿元，调整为 21/28/36 亿元，对应归母净利润增速为 32%/30%/30%。

表4：可比公司估值表

代码	公司简称	PE (TTM)	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				21A	22E	23E	21A	22E	23E	
300578.SZ	会畅通讯	49.71	32.07	-1.26	1.26	1.45	—	12.74	11.07	无评级
002841.SZ	视源股份	26.67	453.19	2.55	3.38	4.25	26.66	20.12	16.00	无评级
	平均	38.19	242.63					16.43	13.53	
300628.SZ	亿联网络	42.33	685.76	1.79	2.36	3.06	42.43	32.24	24.85	买入

资料来源：Wind（会畅通讯、视源股份参考 wind 一致盈利预测，会畅通讯 2021 年的 EPS 取业绩预告中值）、国信证券经济研究所整理（截至 20220422）

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	320	172	613	1259	3115	营业收入	2754	3684	4863	6348	8313
应收款项	520	691	877	1178	1534	营业成本	936	1417	1820	2354	3122
存货净额	345	730	714	993	1385	营业税金及附加	26	27	38	51	67
其他流动资产	22	55	0	0	0	销售费用	146	190	248	330	432
流动资产合计	5169	6120	7569	9601	12204	管理费用	75	97	169	195	236
固定资产	185	527	789	821	798	研发费用	296	365	457	590	748
无形资产及其他	314	309	248	187	127	财务费用	47	21	0	0	0
投资性房地产	35	56	56	56	56	投资收益	155	163	180	197	222
长期股权投资	75	95	95	95	95	资产减值及公允价值变动	(5)	32	19	7	7
资产总计	5779	7105	8756	10760	13280	其他收入	(270)	(357)	(457)	(590)	(748)
短期借款及交易性金融负债	0	10	200	200	200	营业利润	1403	1770	2330	3032	3937
应付款项	282	439	503	690	917	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	0	0
其他流动负债	292	308	430	590	734	利润总额	1402	1769	2330	3032	3937
流动负债合计	573	757	1132	1480	1851	所得税费用	124	153	203	273	354
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	3	16	16	16	16	归属于母公司净利润	1279	1616	2127	2760	3582
长期负债合计	3	16	16	16	16	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	576	774	1149	1496	1867	净利润	1279	1616	2127	2760	3582
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	11	(4)	1	(0)
股东权益	5203	6332	7608	9264	11413	折旧摊销	28	34	122	136	142
负债和股东权益总计	5779	7105	8756	10760	13280	公允价值变动损失	5	(32)	(19)	(7)	(7)
						财务费用	47	21	0	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(14)	(411)	67	(232)	(378)
每股收益	1.42	1.79	2.36	3.06	3.97	其它	(1)	(11)	4	(1)	0
每股红利	0.60	0.65	0.94	1.22	1.59	经营活动现金流	1298	1207	2297	2656	3339
每股净资产	5.77	7.02	8.43	10.27	12.65	资本开支	0	(409)	(301)	(101)	(51)
ROIC	145%	122%	134%	163%	188%	其它投资现金流	(377)	(510)	(894)	(805)	0
ROE	25%	26%	28%	30%	31%	投资活动现金流	(409)	(938)	(1195)	(906)	(51)
毛利率	66%	62%	63%	63%	62%	权益性融资	(18)	20	0	0	0
EBIT Margin	46%	43%	44%	45%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	47%	44%	46%	47%	46%	支付股利、利息	(540)	(587)	(851)	(1104)	(1433)
收入增长	11%	34%	32%	31%	31%	其它融资现金流	425	738	190	0	0
净利润增长率	4%	26%	32%	30%	30%	融资活动现金流	(675)	(417)	(661)	(1104)	(1433)
资产负债率	10%	11%	13%	14%	14%	现金净变动	214	(148)	441	647	1855
息率	0.8%	0.9%	1.2%	1.6%	2.1%	货币资金的期初余额	106	320	172	613	1259
P/E	53.6	42.4	32.2	24.9	19.1	货币资金的期末余额	320	172	613	1259	3115
P/B	13.2	10.8	9.0	7.4	6.0	企业自由现金流	0	666	1834	2377	3087
EV/EBITDA	53.1	42.7	30.9	23.6	18.3	权益自由现金流	0	1404	2024	2377	3087

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