

# GPU/NPU 等推动 IP 业务稳健增长

华泰研究

2022 年 10 月 30 日 | 中国内地

季报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

62.00

研究员 黄乐平, PhD  
SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com  
SFC No. AUZ066 + (852) 3658 6000

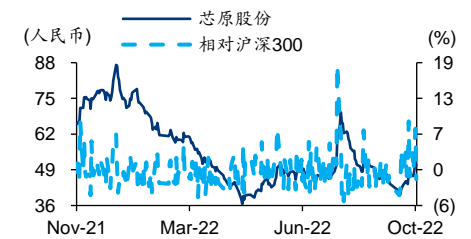
研究员 陈旭东  
SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com  
SFC No. BPH392 + (86) 21 2897 2228

联系人 廖健雄  
SAC No. S0570122020002 liaojianxiong@htsc.com  
+ (86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(人民币)	62.00
收盘价(人民币 截至 10 月 28 日)	50.48
市值(人民币百万)	25,126
6 个月平均日均成交额(人民币百万)	291.19
52 周价格范围(人民币)	36.50-87.20
BVPS(人民币)	5.71

## 股价走势图



资料来源: Wind

### 净利润同比有所下降, 但盈利稳定性增强

芯原股份发布 2022 年三季报: Q3 实现营收 6.72 亿元, 同比增长 3.7%, 环比增长 3.0%, 收入增长主要由于 IP 授权业务同比增长 11.7%。归母净利润 1795.15 万元, 同比减少 24.7%, 但环比增长 55.5%, 今年前三季度均保持单季度盈利。我们预计公司四季度仍有望保持单季度盈利, 为历史首次。但考虑到公司定制业务营收有所放缓, 且研发投入加大, 我们下调 22/23/24 年归母净利润预测 23%/13%/4%至 0.59/0.98/1.59 亿元。我们分别给予芯片定制/IP 授权业务 7.0/20.0x 22E PS 估值(可比公司一致预期 22 年均值 4.0/13.6x, 溢价基于芯原为 A 股稀缺标的、在 Chiplet 领域具备先发优势, 并具备领先的先进制程工艺设计能力), 下调目标价至 62.00 元, 维持买入评级。

### Q3 IP 业务实现较好增长, 带动综合毛利率提升至 38.7%

3Q22 IP 授权业务收入 2.17 亿元, 同比增长 11.7%, 主要由于知识产权授权使用费收入同比增长 13.2%至 1.93 亿元。主要由于: Q3 IP 授权次数为 47 次, 同比有所下降, 但平均单次授权费用同比增长 46.9%, 公司单价较高的 GPU/NPU 等 IP 需求较好, 收入占比提升。根据 IPnest, 公司 2021 年只是产授权使用费收入已排名全球第四。Q3 特许权使用费收入 0.23 亿元, 同比增长 5.0%, 近三个季度同比增速有所减缓, 但我们认为随着公司 IP 累计授权次数提升, 未来特许权使用费有望加速增长。Q3 IP 授权业务占营收比重提升至 32.4%, 带动综合毛利率环比提升 3.3pct 至 38.7%。

### 设计业务受项目进度影响而收入确认延迟, 量产业务订单仍充沛

3Q22 定制业务收入同比减少 0.2%至 4.53 亿元, 主因设计业务受在执行项目进度影响, 收入确认延迟, 收入同比-17.4%。但我们看到: 1) 公司在手订单金额充沛, 三季度达 20.27 亿元; 2) Q3 合同资产环比小幅提升至 1.25 亿元, 主要由设计业务贡献, 占当期设计业务收入 73.5%。因此我们认为公司设计业务未来有望恢复增长。Q3 量产业务收入 2.83 亿元, 同比增长 13.9%。半导体产能结构性紧缺下, 公司量产业务需求保持旺盛。待量产芯片项目 36 个, 订单出货比达 1.48 倍, 同时合同负债保持高位的 7.3 亿元。

### 维持“买入”评级, 调整目标价至 62.00 元

考虑到公司定制业务营收有所放缓, 我们下调公司 22/23/24 年营收预测 6%/11%/14%至 26.44/32.43/40.03 亿元, 考虑到公司研发等投入加大, 我们下调归母净利润预测 23%/13%/4%至 0.59/0.98/1.59 亿元, 对应 EPS 为 0.12/0.20/0.32 元。给予芯片定制业务/IP 授权业务 22 年 16.9/9.5 亿元收入 7.0/20.0x PS, 下调目标价至 62.00 元(前值: 75.48 元)。

风险提示: 研发失败的风险, 国产化进程不及预期风险, 宏观经济下行风险。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	1,506	2,139	2,644	3,243	4,003
+/-%	12.40	42.04	23.58	22.67	23.42
归属母公司净利润(人民币百万)	(25.57)	13.29	58.69	97.90	159.36
+/-%	37.90	151.99	341.57	66.79	62.78
EPS(人民币, 最新摊薄)	(0.05)	0.03	0.12	0.20	0.32
ROE(%)	(0.97)	0.49	2.11	3.40	5.25
PE(倍)	(982.79)	1,890	428.09	256.66	157.67
PB(倍)	9.57	9.23	9.04	8.73	8.27
EV EBITDA(倍)	14.92	11.71	162.91	176.67	114.19

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：芯原股份盈利预测

人民币 (百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
	A	A	A	E	A	A	(华泰)	(华泰)	(华泰)	(旧)	(旧)	(旧)	变化	变化	变化
营业总收入	561	652	672	760	1,506	2,139	2,644	3,243	4,003	2,826	3,652	4,639	-6%	-11%	-14%
同比	69%	21%	4%		12%	42%	24%	23%	23%						
营业成本	-286	-421	-412		-829	-1,282	-1,575	-1,871	-2,270						
毛利	274	231	260		677	857	1,069	1,373	1,733						
同比	140%	7%	12%		26%	27%	25%	28%	26%						
OPEX	-268	-225	-237		-740	-847	-1,043	-1,299	-1,591						
销售费用	-37	-33	-34		-93	-129	-148	-182	-224						
管理费用	-31	-26	-29		-86	-88	-122	-139	-160						
研发费用	-200	-190	-202		-531	-628	-814	-973	-1,201						
财务费用	1	23	28		-30	-2	41	-5	-6						
资产减值损失	-2	-6	0		-8	1	-1	-2	-2						
营业利润	5	14	25		-7	23	65	109	176						
同比	108%	47%	4%		71%	422%	185%	67%	62%						
其他收入/支出	1	1	0		24	7	-23	-65	-109						
税前利润	6	15	25		-8	24	65	109	177						
同比	109%	42%	4%		66%	394%	170%	67%	63%						
所得税	-3	-4	-7		-17	-11	-7	-11	-18						
少数股东损益	-	-	-		-	-	-	-	-						
归属股东利润	3	12	18	26	-26	13	59	98	159	76	113	165	-23%	-13%	-4%
同比	105%	49%	25%		38%	152%	342%	67%	63%						
稀释每股收益 (元)	0.01	0.02	0.04		-0.05	0.03	0.12	0.20	0.32						
同比	105%	49%	25%		44%	151%	340%	67%	63%						
<b>比例分析</b>															
毛利率	48.9%	35.4%	38.7%		45.0%	40.1%	40.4%	42.3%	43.3%	40.2%	40.2%	40.3%	+0.2pct	+2.1pct	+3.0pct
营业利润率	1.0%	2.1%	3.7%		-0.5%	1.1%	2.5%	3.3%	4.4%						
营业费用率	47.8%	34.4%	35.3%		49.1%	39.6%	39.4%	40.1%	39.7%						
净利率	0.6%	1.8%	2.7%		-1.7%	0.6%	2.2%	3.0%	4.0%						

注：考虑到公司定制业务营收有所放缓，我们下调公司 22/23/24 年营收预测 6%/11%/14% 至 26.44/32.43/40.03 亿元，考虑到公司研发等投入加大，我们下调归母净利润预测 23%/13%/4% 至 0.59/0.98/1.59 亿元，对应 EPS 为 0.12/0.20/0.32 元。毛利率变化主要由于公司营收结构的预测变化。

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：芯原股份分业务预测

(百万元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>													
一站式芯片定制业务	245	367	454	368	297	469	453	473	922	1,433	1,692	2,053	2,518
芯片设计业务	83	137	205	123	81	216	170	136	268	548	603	682	818
芯片量产业务	162	230	249	245	216	253	283	337	653	885	1,088	1,371	1,700
半导体IP授权业务	88	174	194	250	263	183	217	289	585	706	952	1,190	1,484
知识产权授权使用费收入	68	151	171	221	231	159	193	258	504	610	842	1,052	1,304
特许权使用费收入	21	23	23	29	32	25	23	31	80	96	111	138	180
<b>合计</b>	<b>332</b>	<b>541</b>	<b>648</b>	<b>618</b>	<b>561</b>	<b>652</b>	<b>670</b>	<b>762</b>	<b>1,506</b>	<b>2,139</b>	<b>2,644</b>	<b>3,243</b>	<b>4,003</b>
<b>收入增速</b>													
一站式芯片定制业务	16.8%	75.4%	80.2%	46.5%	21.5%	27.6%	-0.2%	28.6%	2.2%	55.4%	18.0%	21.4%	22.7%
芯片设计业务	6.7%	197.2%	187.7%	68.2%	-1.3%	57.0%	-17.4%	10.7%	-27.3%	104.7%	10.0%	13.0%	20.0%
芯片量产业务	22.7%	40.8%	37.7%	37.6%	33.1%	10.0%	13.9%	37.7%	22.5%	35.5%	23.0%	26.0%	24.0%
半导体IP授权业务	-8.8%	-5.5%	60.3%	36.7%	199.0%	5.5%	11.7%	15.4%	33.5%	20.7%	34.9%	25.0%	24.7%
知识产权授权使用费收入	-3.2%	-2.9%	63.2%	26.5%	242.7%	5.5%	13.2%	16.8%	46.9%	21.0%	38.0%	25.0%	24.0%
特许权使用费收入	-23.2%	-19.5%	41.9%	247.5%	55.5%	6.0%	0.7%	5.0%	-15.0%	20.4%	15.0%	25.0%	30.0%
<b>合计</b>	<b>9.2%</b>	<b>40.9%</b>	<b>73.7%</b>	<b>38.9%</b>	<b>68.7%</b>	<b>20.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>23.2%</b>	<b>12.4%</b>	<b>42.1%</b>	<b>23.6%</b>	<b>22.7%</b>	<b>23.4%</b>
<b>收入贡献</b>													
一站式芯片定制业务	73.6%	67.9%	70.0%	59.5%	53.0%	71.9%	67.6%	62.1%	61.2%	67.0%	64.0%	63.3%	62.9%
芯片设计业务	24.8%	25.4%	31.7%	19.9%	14.5%	33.1%	25.3%	17.9%	17.8%	25.6%	22.8%	21.0%	20.4%
芯片量产业务	48.8%	42.5%	38.4%	39.5%	38.5%	38.8%	42.3%	44.2%	43.4%	41.4%	41.2%	42.3%	42.5%
半导体IP授权业务	26.5%	32.1%	30.0%	40.4%	47.0%	28.1%	32.4%	37.9%	38.8%	33.0%	36.0%	36.7%	37.1%
知识产权授权使用费收入	20.3%	27.8%	26.4%	35.7%	41.3%	24.4%	28.9%	33.9%	33.5%	28.5%	31.8%	32.4%	32.6%
特许权使用费收入	6.2%	4.3%	3.6%	4.7%	5.7%	3.8%	3.5%	4.0%	5.3%	4.5%	4.2%	4.3%	4.5%
<b>毛利率</b>													
一站式芯片定制业务	-	-	-	-	-	-	-	-	12.7%	13.4%	11.9%	14.0%	15.1%
芯片设计业务	-	-	-	-	-	-	-	-	8.2%	10.1%	8.0%	10.0%	11.0%
芯片量产业务	-	-	-	-	-	-	-	-	14.5%	15.4%	14.0%	16.0%	17.0%
半导体IP授权业务	-	-	-	-	-	-	-	-	95.9%	94.2%	91.2%	91.2%	91.2%
知识产权授权使用费收入	-	-	-	-	-	-	-	-	95.2%	93.3%	90.0%	90.0%	90.0%
特许权使用费收入	-	-	-	-	-	-	-	-	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
<b>合计</b>	<b>34.3%</b>	<b>39.9%</b>	<b>35.7%</b>	<b>47.8%</b>	<b>48.9%</b>	<b>35.4%</b>	<b>38.7%</b>		<b>45.0%</b>	<b>40.1%</b>	<b>40.4%</b>	<b>42.3%</b>	<b>43.3%</b>

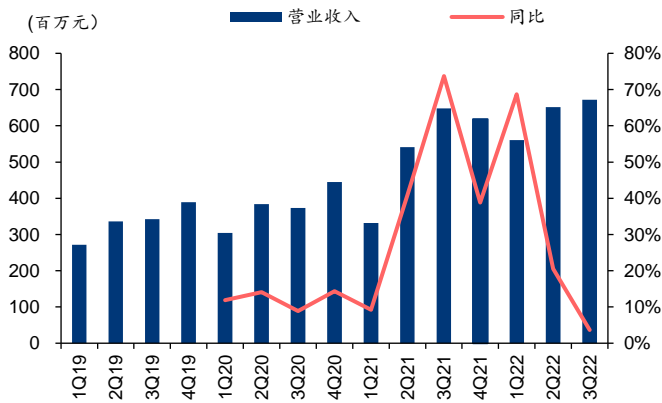
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表3: 华泰预测 vs Wind 一致预期

百万人民币	2022E			2023E		
	华泰预测	市场一致预期	差异	华泰预测	市场一致预期	差异
营业收入	2,644	2,775	-5%	3,243	3,596	-10%
营业利润	65	102	-36%	109	195	-44%
净利润	59	95	-38%	98	180	-45%
每股盈利 (元)	0.12	0.19	-37%	0.20	0.36	-45%

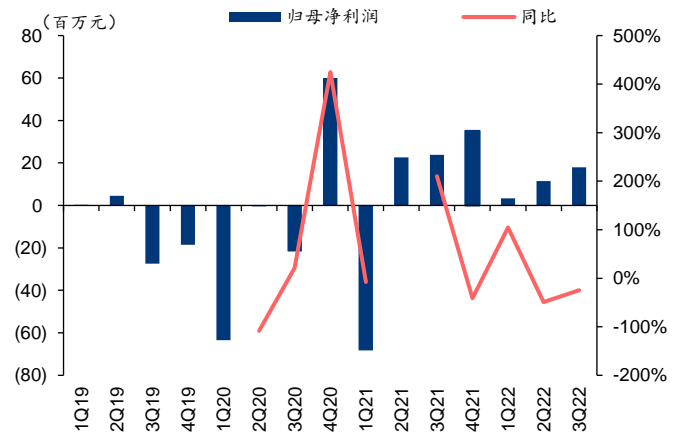
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表4: 芯原季度营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

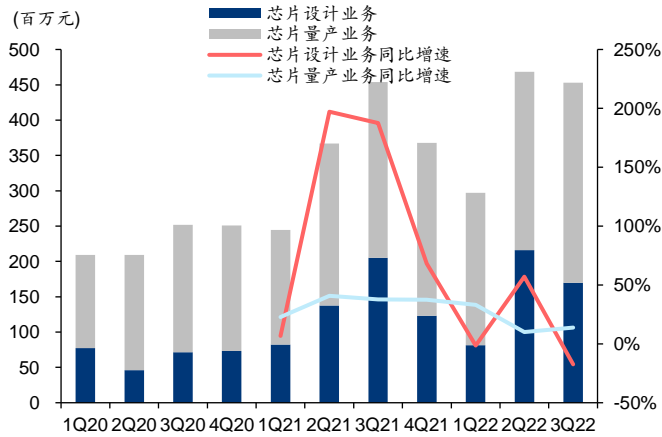
图表5: 芯原季度归母净利润及同比增速



注: 2Q21 同比增速为 6,192%

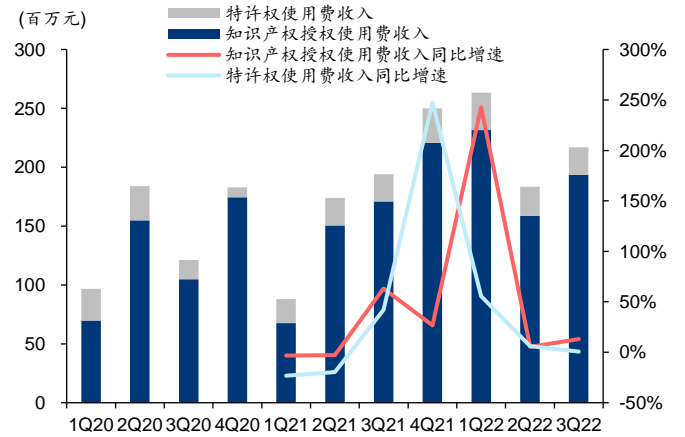
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 芯原季度定制业务营收及同比增速



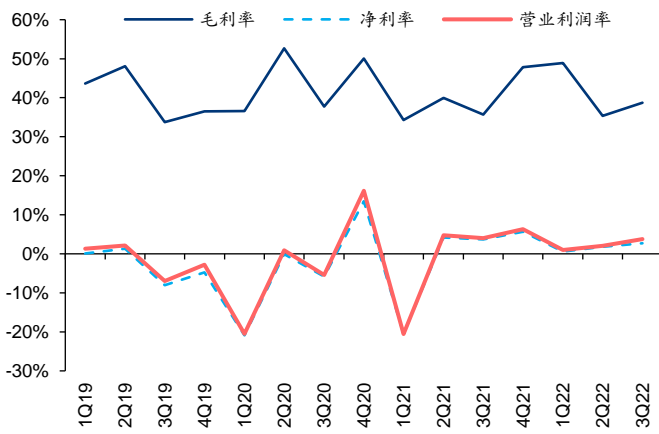
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 芯原季度 IP 授权业务营收及同比增速



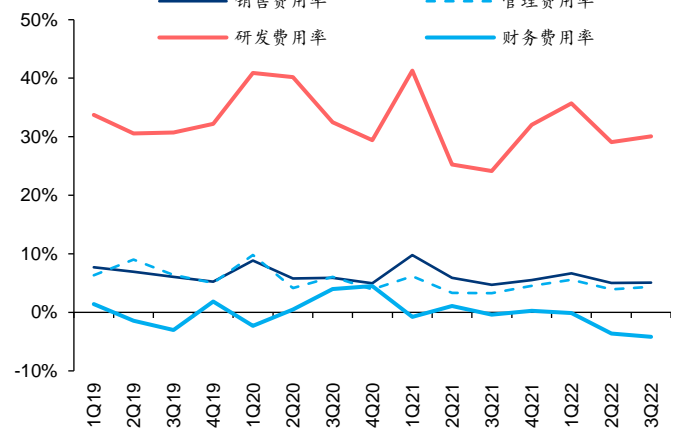
资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 芯原季度毛利率、净利率及营业利润率



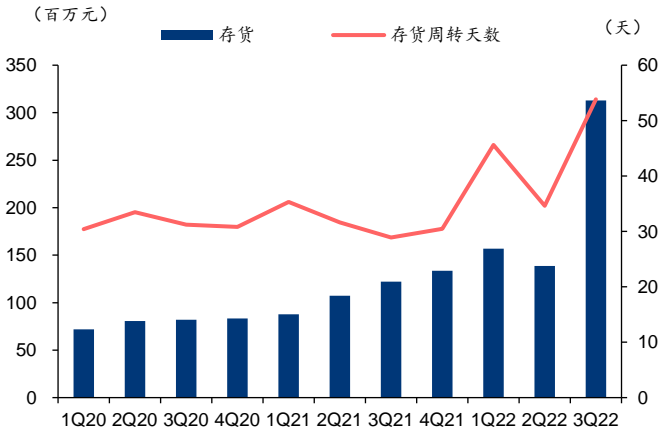
资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 芯原季度费用率



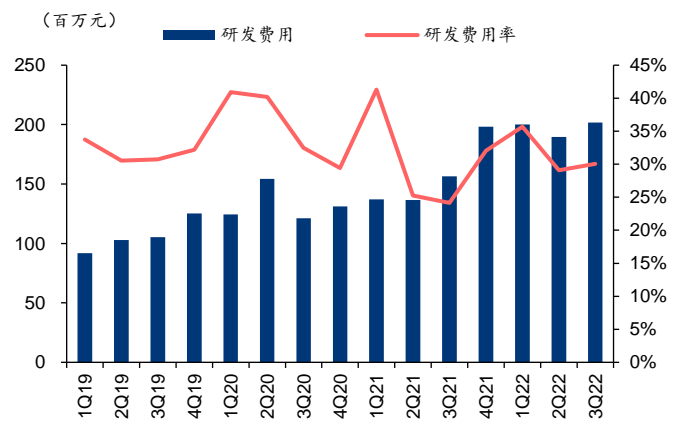
资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 芯原季度存货及存货周转天数



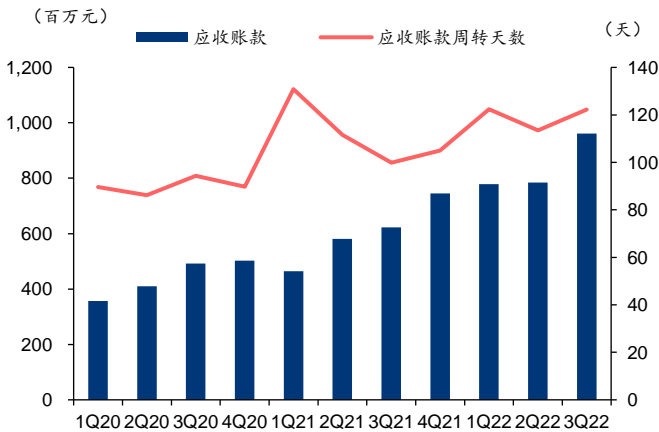
资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 芯原季度研发费用及研发费用率



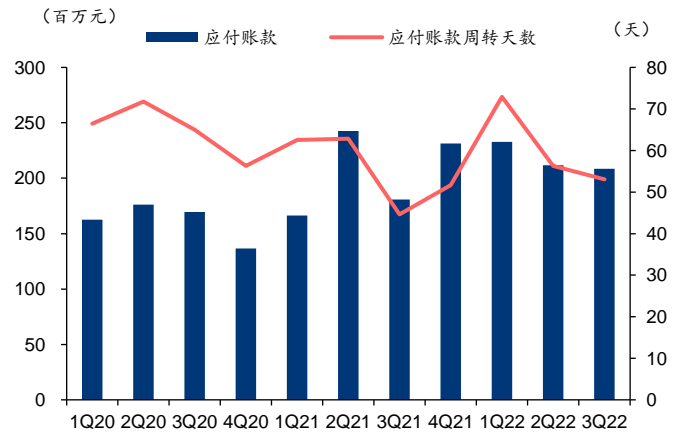
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 芯原季度应收账款与应收账款周转天数



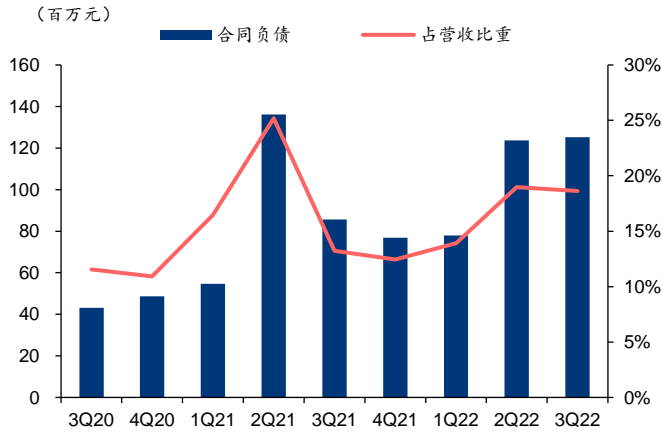
资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 芯原季度应付账款与应付账款周转天数



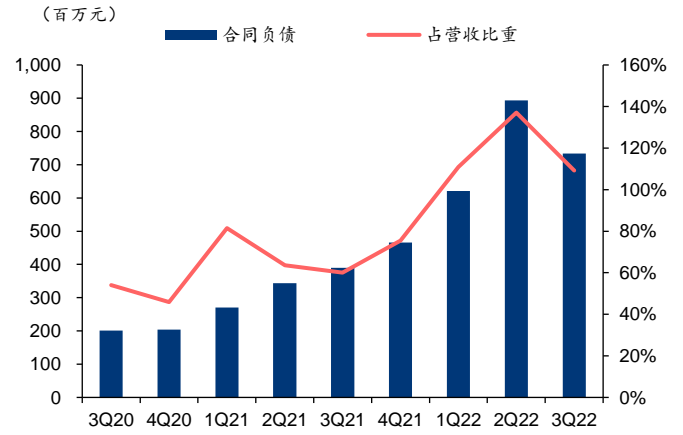
资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 芯原季度合同资产及占营收比重



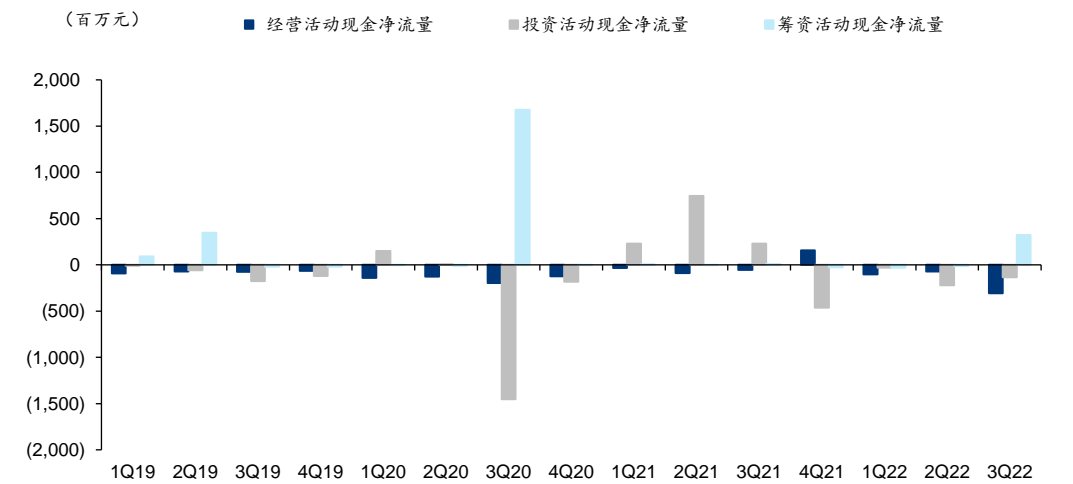
资料来源: Wind, 华泰研究

图表15: 芯原季度合同负债及占营收比重



资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 芯原季度现金流情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表17: 芯原分部估值表

业务	22年销售额 (百万 RMB)	22年目标 PS	22年可比公司平均 PS	目标市值 (百万 RMB)
一站式芯片定制业务	1,692	7.0	4.0	11,844
IP 授权业务	952	20.0	13.6	19,016
合计	2,644			30,860
			已发行股份	497.75
			目标价	62.00

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表18: 芯原与其他芯片设计厂商估值比较

公司	代码	交易货币	股价 (交易货币)	总市值 (百万 RMB)	营收 (百万交易货币)		每股销售额 (交易货币)		PS	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
创意电子	3443 TT	TWD	470.5	14,187	18,346	21,312	136.9	159.0	3.4	3.0
世芯-KY	3661 TT	TWD	626.0	9,948	14,638	20,606	207.3	291.8	3.0	2.1
恒玄科技	688608 CH	RMB	111.8	13,418	2,188	3,105	18.2	25.9	6.1	4.3
晶晨股份	688099 CH	RMB	55.9	23,103	6,702	8,695	16.2	21.0	3.4	2.7
<b>平均</b>									<b>4.0</b>	<b>3.0</b>
芯原股份	688521 CH	RMB	50.5	25,126	2,644	3,243	5.3	6.5	9.5	7.7

注: 22/23 年营业收入为 Bloomberg 一致预期, 其中恒玄科技、晶晨股份营收为 Wind 一致预期, 股价为 10 月 28 日收盘价  
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表19: 芯原与其他 IP 授权厂商估值比较

公司	代码	交易货币	股价 (交易货币)	总市值 (百万元)	营收 (百万交易货币)		每股销售额 (交易货币)		PS	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
CEVA	Ceva US	USD	27.6	4,601	144	161	6.2	6.9	4.5	4.0
新思科技	SNPS US	USD	292.4	324,342	4,803	5,856	31.4	38.3	9.3	7.6
铿腾电子	CDNS US	USD	151.1	297,929	3,358	3,696	12.2	13.5	12.3	11.2
力旺	3529 TT	TWD	1125.0	19,269	3,191	3,622	42.8	48.6	26.3	23.1
Alphawave	AWE LN	GBP	1.1	6,138	129	150	0.2	0.2	5.7	4.9
寒武纪-U	688256 CH	RMB	64.8	25,981	1,036	1,650	2.6	4.1	25.1	15.7
国芯科技	688262 CH	RMB	47.2	11,328	919	1,666	3.8	6.9	12.3	6.8
平均									13.6	10.5
芯原股份-U	688521 CH	RMB	50.5	25,126	2,644	3,243	5.3	6.5	9.5	7.7

注: 22/23 年营业收入为 Bloomberg 一致预期, 其中寒武纪、国芯科技营收为 Wind 一致预期, 股价为 10 月 28 日收盘价  
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

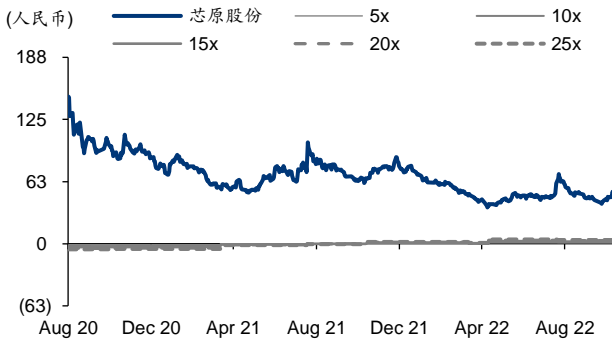
### 风险提示

**研发失败、产品或服务无法获得客户认同, 影响公司盈利水平风险。** IP 核是公司抢占市场核心增长点, 研发需要投入大量的研发投入及人力资源, 若研发失败、产品或服务受认可不及预期, 我们认为可能会对公司的盈利造成负面影响。

**国产化进程不及预期风险。** 行业及公司远期收入预测主要基于国产替代带来广阔空间的假设, 若自主可控推进不及预期, 存在公司收入及利润增速不及预期的风险。

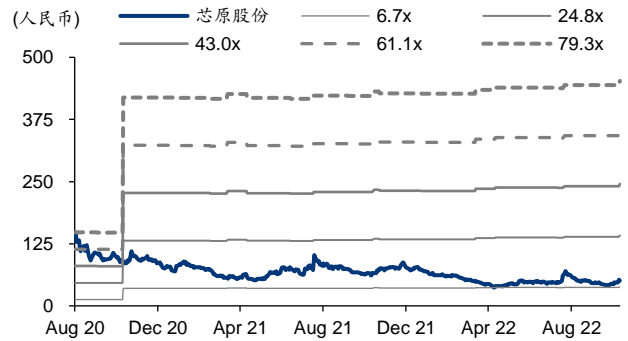
**宏观经济下行风险。** 若宏观经济处于下行周期, 公司下游消费电子、智能汽车等领域受到影响, 存在需求不足的风险。

图表20: 芯原股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表21: 芯原股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2,609	2,998	2,937	3,531	3,904
现金	209.71	1,091	1,058	1,135	1,401
应收账款	502.19	745.48	796.43	1,095	1,239
其他应收账款	17.14	16.76	25.13	26.25	37.16
预付账款	11.38	106.56	39.19	139.60	81.06
存货	83.47	133.43	133.00	183.41	200.53
其他流动资产	1,785	905.16	885.83	951.62	944.69
<b>非流动资产</b>	585.98	860.00	840.74	881.92	944.75
长期投资	84.74	57.80	31.22	4.71	0.93
固定投资	51.53	67.41	13.92	24.53	37.79
无形资产	168.46	247.92	311.00	370.11	425.26
其他非流动资产	281.25	486.87	484.60	482.56	480.78
<b>资产总计</b>	3,195	3,858	3,778	4,413	4,848
<b>流动负债</b>	557.46	1,073	933.60	1,471	1,747
短期借款	0.00	11.47	15.33	209.95	480.43
应付账款	136.64	231.25	220.66	316.02	335.19
其他流动负债	420.82	829.99	697.62	944.90	931.32
<b>非流动负债</b>	11.32	64.44	64.44	64.44	64.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	11.32	64.44	64.44	64.44	64.44
<b>负债合计</b>	568.78	1,137	998.04	1,535	1,811
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	486.17	495.89	497.75	497.75	497.75
资本公积	3,807	3,881	3,879	3,879	3,879
留存公积	(1,606)	(1,593)	(1,534)	(1,436)	(1,277)
归属母公司股东权益	2,626	2,721	2,780	2,878	3,037
<b>负债和股东权益</b>	3,195	3,858	3,778	4,413	4,848

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	(125.40)	155.23	31.37	(60.89)	77.75
净利润	(25.57)	13.29	58.69	97.90	159.36
折旧摊销	1,567	1,987	93.18	37.22	45.09
财务费用	29.63	2.43	(41.08)	5.02	5.96
投资损失	(24.40)	(8.74)	(19.40)	(23.80)	(27.24)
营运资金变动	(165.88)	(21.94)	(44.74)	(158.56)	(82.48)
其他经营现金	(1,506)	(1,816)	(15.29)	(18.68)	(22.93)
<b>投资活动现金</b>	(1,481)	743.03	(51.60)	(51.09)	(76.48)
资本支出	(141.32)	(136.04)	(94.12)	(97.21)	(102.43)
长期投资	0.00	(124.60)	26.58	26.51	3.79
其他投资现金	(1,340)	1,004	15.94	19.61	22.15
<b>筹资活动现金</b>	1,661	(16.88)	(16.98)	(5.02)	(5.96)
短期借款	0.00	11.47	3.85	194.62	270.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	51.30	9.72	1.86	0.00	0.00
资本公积增加	1,641	74.54	(1.86)	0.00	0.00
其他筹资现金	(30.73)	(112.60)	(20.84)	(199.65)	(276.44)
现金净增加额	48.35	878.62	(37.22)	(117.01)	(4.69)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1,506	2,139	2,644	3,243	4,003
营业成本	828.94	1,282	1,575	1,871	2,270
营业税金及附加	2.07	3.62	4.48	5.50	6.78
营业费用	93.40	128.81	148.05	181.62	224.15
管理费用	85.98	87.51	121.62	139.46	160.11
财务费用	29.63	2.43	(41.08)	5.02	5.96
资产减值损失	(7.50)	(1.09)	(1.34)	(1.65)	(2.03)
公允价值变动收益	15.44	(0.85)	2.92	3.50	4.20
投资净收益	24.40	8.74	19.40	23.80	27.24
<b>营业利润</b>	(7.08)	22.81	64.99	108.63	176.49
营业外收入	1.37	1.61	1.15	1.37	1.38
营业外支出	2.52	0.24	0.92	1.23	0.80
<b>利润总额</b>	(8.23)	24.18	65.22	108.78	177.06
所得税	17.34	10.88	6.52	10.88	17.71
<b>净利润</b>	(25.57)	13.29	58.69	97.90	159.36
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(25.57)	13.29	58.69	97.90	159.36
EBITDA	1,558	2,002	143.75	133.22	206.14
EPS (人民币, 基本)	(0.06)	0.03	0.12	0.20	0.32

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.40	42.04	23.58	22.67	23.42
营业利润	70.95	422.22	184.92	67.14	62.47
归属母公司净利润	37.90	151.99	341.57	66.79	62.78
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	44.96	40.06	40.42	42.33	43.29
净利率	(1.70)	0.62	2.22	3.02	3.98
ROE	(0.97)	0.49	2.11	3.40	5.25
ROIC	(4.78)	0.97	5.01	7.51	11.00
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	17.80	29.47	26.42	34.79	37.36
净负债比率 (%)	(7.04)	(35.79)	(35.78)	(30.50)	(28.74)
流动比率	4.68	2.80	3.15	2.40	2.23
速动比率	4.43	2.50	2.88	2.13	2.03
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.64	0.61	0.69	0.79	0.86
应收账款周转率	4.01	3.43	3.43	3.43	3.43
应付账款周转率	6.40	6.97	6.97	6.97	6.97
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	(0.05)	0.03	0.12	0.20	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.25)	0.31	0.06	(0.12)	0.16
每股净资产(最新摊薄)	5.28	5.47	5.58	5.78	6.10
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	(982.79)	1,890	428.09	256.66	157.67
PB (倍)	9.57	9.23	9.04	8.73	8.27
EV EBITDA (倍)	14.92	11.71	162.91	176.67	114.19

## 免责声明

### 分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、陈旭东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司