

申联生物 (688098. SH)

2022 年报及 2023 一季报点评：23Q1 归母净利同比-34%，多元化新兴疫苗业务布局有望打开业绩增量

买入

核心观点

猪价低迷叠加费用增加，短期盈利有所承压。公司 2022 年实现营收 3.29 亿元，同比-8.32%（其中兽用生物制品收入 3.28 亿元，占 99.78%），实现归母净利 0.61 亿元，同比-44.56%，业绩下滑受到下游猪价低迷、市场推广及研发相关费用增加、信用减值损失增加、投资损益减少等多重因素影响。公司 2023Q1 营业收入同比-8.08% 至 0.82 亿元，归母净利润同比-33.69% 至 0.16 亿元，主要系招标时间偏晚、“先打后补”政策推进、研发费用增加影响。

国内口蹄疫合成肽疫苗领军者，猪用生物制品纯正标的。公司是一家以猪用疫苗为主的生产销售企业，收入占比超过 99%，主要产品为系列口蹄疫疫苗、猪圆环病毒 2 型亚单位疫苗（重组杆状病毒 OKM 株）及兽用诊断制品。公司在口蹄疫疫苗上的优势显著。2004 年，公司研发的猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗获得国家一类新兽药注册证书，系国内外首个口蹄疫合成肽疫苗。同时公司口蹄疫合成肽疫苗不断升级，产品从单组份升级为双组份、三组份，从单价发展为二价，持续引领国内市场。2018 年公司在国内口蹄疫合成肽疫苗市占率 62.79%；排名第一。此外，公司于 2017 年成功研发出国内外首个猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗，获得国家一类新兽药注册证书，进一步丰富公司产品结构、提高销售单价，提升了公司的市场竞争力与盈利水平。

自主研发与合作研发并重，多元化布局有望打开业绩增量。公司坚持研发创新，新产品方面，2022 年 mRNA 疫苗合作开发进展顺利，实验室研究取得突破性成果；猪圆环病毒 2 型亚单位疫苗已取得产品批准文号并上市销售；合作研发的猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪 δ 冠状病毒病三联灭活疫苗、猪塞内卡病毒病灭活疫苗、猪瘟基因工程亚单位疫苗（CHO-133D）等项目均处于新兽药注册阶段。新产线方面，2022 年 5 月公司公告将 IPO 募投项目“悬浮培养口蹄疫灭活疫苗项目”节余募集资金 9903 万元投资用于建设“动物灭活疫苗项目”；该车间未来可用于生产猪瘟基因工程亚单位疫苗、猪传染性胃肠炎、流行性腹泻、猪 δ 冠状病毒病三联灭活疫苗、猪圆环病毒 2 型亚单位疫苗，以及非洲猪瘟亚单位疫苗、病毒样颗粒疫苗等灭活疫苗。公司通过该举积极布局基因工程疫苗等新兴领域，有望进一步拓宽产品种类。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，疫苗批签发进度不及预期。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。公司是国内领先的猪用口蹄疫疫苗企业，中期看好猪价回暖驱动业绩修复，长期看好多元化产品研发布局带来的成长潜力。我们预计公司 2023-2025 年归母净为 0.73/1.24/1.38 亿元，EPS 为 0.18/0.30/0.34 元，对应当前股价 PE 为 42.5/24.9/22.5X。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 358 | 329 | 362 | 478 | 571 |
| (+/-%) | 6.1% | -8.3% | 10.1% | 32.2% | 19.4% |
| 净利润(百万元) | 110 | 61 | 73 | 124 | 138 |
| (+/-%) | -14.9% | -44.6% | 19.4% | 70.5% | 10.8% |
| 每股收益(元) | 0.27 | 0.15 | 0.18 | 0.30 | 0.34 |
| EBIT Margin | 31.2% | 23.1% | 26.6% | 35.2% | 34.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 7.5% | 4.1% | 4.7% | 7.7% | 8.2% |
| 市盈率(PE) | 28.1 | 50.7 | 42.5 | 24.9 | 22.5 |
| EV/EBITDA | 20.7 | 24.1 | 25.7 | 21.9 | 19.3 |
| 市净率(PB) | 2.10 | 2.07 | 2.01 | 1.93 | 1.85 |

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

农林牧渔·动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

7.55 元

收盘价

3100/3100 百万元

总市值/流通市值

9.58/6.91 元

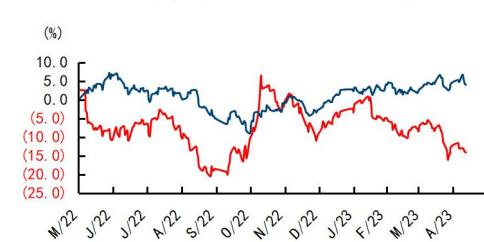
52 周最高价/最低价

14.26 百万元

近 3 个月日均成交额

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

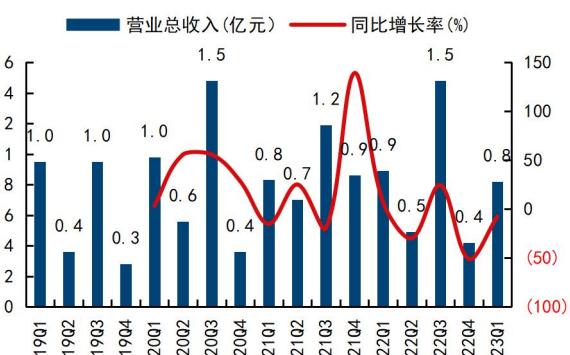
猪价低迷叠加费用增加，短期盈利有所承压。公司2022年实现营业收入3.29亿元，较上年同期减少8.32%（其中兽用生物制品收入3.28亿元，占99.78%），实现归属于母公司所有者的净利润0.61亿元，较上年同期减少44.56%，业绩下滑受到下游猪价低迷、市场推广及研发相关费用增加、信用减值损失增加、投资收益减少等多重因素影响。分季度来看，由于部分省份招标时间和春防发货时间晚于去年同期、口蹄疫强制免疫“先打后补”政策持续推进以及研发费用增加，公司23Q1收入利润延续承压，营业收入同比-8.08%至0.82亿元，实现归属于母公司所有者的净利润同比-33.69%至0.16亿元。

图1：申联生物营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：申联生物单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：申联生物归母净利润及增速



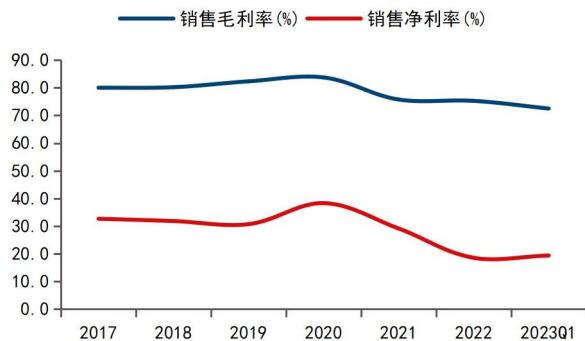
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：申联生物单季归母净利润及增速

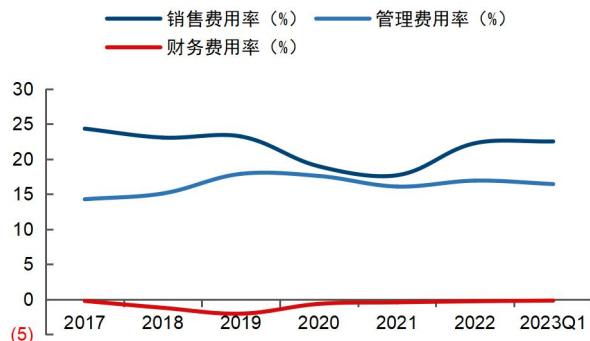


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

22年费用支出增加明显，净利率下降较多。公司2022年销售毛利率75.23%，同比-0.50pcts，销售净利率18.56%，同比-10.58pcts，毛利率平稳，但净利率受费用增加、信用减值损失、投资收益减少等影响下降较多。公司2022年销售费用率22.25%(+4.57pcts)，管理费用率16.91%(+0.84pcts)，财务费用率-0.29%(+0.15pcts)。三项费用率合计38.87%，同比+5.57pcts，主要系市场推广导致销售费用增加明显，同时新品研发导致研发费用同比增加409万元。23Q1公司费用率及利润率表现平稳，基本持平2022全年。

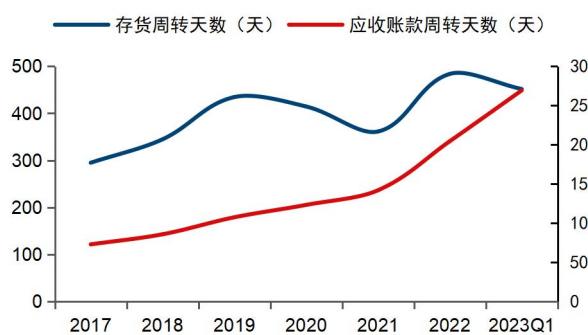
图5: 申联生物毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

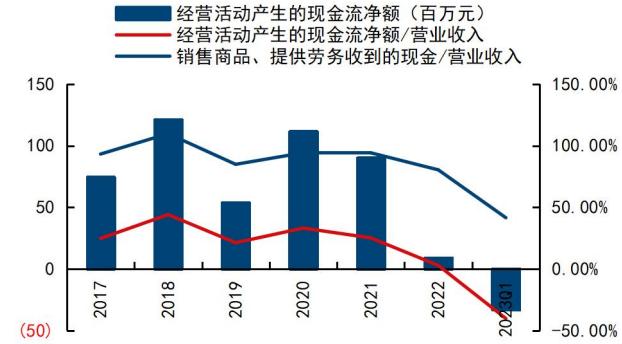
图6: 申联生物三项费用率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产周转大幅放缓，经营性现金流承压。2022 年公司存货天数为 484 天(+33.90%)，一方面系下游养殖行情低迷，另一方面系市场推广活动未达目标；应收账款周转天数为 204 天(+44.18%)，主要由于 2022 年度经济形势下行，财政资金拨付受到影响从而导致销售回款延缓。在上述影响下，公司经营现金流短期承压，2022 年经营性现金流净额占营业收入比例为 2.77%(-22.31pcts)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 88.36%(-13.82pcts)。23Q1 公司销售回款进一步放缓，经营性现金流净额承压转负。

图7: 申联生物主要流动资产周转情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 申联生物经营性现金流情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

兽用生物制品业务：2022 年公司 99.5%以上的业务由兽用生物制品产品组成，其中主要为猪用口蹄疫疫苗，核心产品分别为猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗、猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗，考虑到公司募投项目产能处于稳步放量期，且产品有望进一步迭代带来新的市占率提升，我们预计公司 2023–2025 年兽用生物制品总体销量增速分别为 8%、15%、16%，对应总收入增速分别为 10%、32%、19%，疫苗产品作为猪价后周期，预计毛利率主要会随猪价周期波动而改变，预计 2023–2025 年毛利率分别为 76.0%、80.0%、79.0%。

综上所述，预计 2023–2025 年的公司整体营收分别为 3.62/4.78/5.71 亿元，同比增速为 10%/32%/19%，毛利率 76%/80%/79%，毛利为 2.74/3.83/4.52 亿元。

表1：申联生物业务拆分

| 单位：亿元，% | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 总计收入 | | | | | | |
| 收入 | 3.38 | 3.58 | 3.29 | 3.62 | 4.79 | 5.72 |
| 同比 | 33% | 6% | -8% | 10% | 32% | 19% |
| 毛利 | 2.82 | 2.71 | 2.47 | 2.74 | 3.83 | 4.52 |
| 毛利率(%) | 84% | 76% | 75% | 76% | 80% | 79% |
| 兽用生物制品 | | | | | | |
| 收入 | 3.37 | 3.58 | 3.28 | 3.61 | 4.78 | 5.71 |
| 同比 | 33% | 6% | -8% | 10% | 32% | 19% |
| 毛利 | 2.82 | 2.71 | 2.47 | 2.73 | 3.82 | 4.51 |
| 毛利率(%) | 84% | 76% | 75% | 76% | 80% | 79.0% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表2：未来 3 年盈利预测表

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 329 | 362 | 478 | 571 |
| 营业成本 | 81 | 88 | 96 | 120 |
| 销售费用 | 73 | 75 | 86 | 102 |
| 管理费用 | 56 | 61 | 78 | 92 |
| 研发费用 | 39 | 38 | 46 | 55 |
| 财务费用 | (1) | 10 | 33 | 44 |
| 营业利润 | 75 | 87 | 145 | 161 |
| 利润总额 | 75 | 87 | 146 | 161 |
| 归属于母公司净利润 | 61 | 73 | 124 | 138 |
| EPS | 0.15 | 0.18 | 0.30 | 0.34 |
| ROE | 4.1% | 4.7% | 7.7% | 8.2% |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023–2025 年收入分别为 3.62/4.78/5.71 亿元，归属母公司净利润 0.73/1.24/1.38 亿元，利润年增速分别为 19.4%/70.5%/10.8%。每股收益分别为 0.18/0.30/0.34 元。

盈利预测的敏感性分析

表3: 情景分析（乐观、中性、悲观）

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 乐观预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 358 | 329 | 362 | 481 | 576 |
| (+/-%) | 6.1% | -8.3% | 10.3% | 32.6% | 19.7% |
| 净利润(百万元) | 110 | 61 | 77 | 129 | 144 |
| (+/-%) | -14.9% | -44.6% | 25.4% | 68.9% | 11.5% |
| 摊薄 EPS | 0.27 | 0.15 | 0.19 | 0.32 | 0.35 |
| 中性预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 358 | 329 | 362 | 478 | 571 |
| (+/-%) | 6.1% | -8.3% | 10.1% | 32.2% | 19.4% |
| 净利润(百万元) | 110 | 61 | 73 | 124 | 138 |
| (+/-%) | -14.9% | -44.6% | 19.4% | 70.5% | 10.8% |
| 摊薄 EPS(元) | 0.27 | 0.15 | 0.18 | 0.30 | 0.34 |
| 悲观的预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 358 | 329 | 361 | 476 | 567 |
| (+/-%) | 6.1% | -8.3% | 10.0% | 31.7% | 19.1% |
| 净利润(百万元) | 110 | 61 | 69 | 119 | 131 |
| (+/-%) | -14.9% | -44.6% | 13.4% | 72.3% | 10.1% |
| 摊薄 EPS | 0.27 | 0.15 | 0.17 | 0.29 | 0.32 |
| 总股本(百万股) | 411 | 411 | 411 | 411 | 411 |

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 7.9–9.0 元，给予买入评级。

绝对估值：7.9–9.0 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表4: 公司盈利预测假设条件 (%)

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | 6.13% | -8.32% | 10.13% | 32.16% | 19.44% | 11.00% | 9.00% | 7.00% |
| 营业成本/营业收入 | 24.27% | 24.77% | 24.26% | 19.97% | 20.97% | 23.57% | 24.19% | 23.18% |
| 管理费用/营业收入 | 15.82% | 16.46% | 16.22% | 15.87% | 15.68% | 15.42% | 15.66% | 15.59% |
| 研发费用/营业收入 | 9.75% | 11.88% | 10.56% | 9.68% | 9.66% | 9.27% | 9.53% | 9.49% |
| 销售费用/销售收入 | 17.68% | 22.25% | 20.83% | 17.95% | 17.84% | 18.37% | 17.66% | 17.26% |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.99% | 1.04% | 0.97% | 0.90% | 0.97% | 0.95% | 0.94% | 0.95% |
| 所得税税率 | 17.08% | 18.22% | 16.35% | 15.22% | 14.59% | 15.89% | 15.73% | 15.40% |
| 股利分配比率 | 37.03% | 60.25% | 41.14% | 46.14% | 49.18% | 45.49% | 46.93% | 47.20% |

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表5: 资本成本假设

| | | | |
|---------------------|-------|--------------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.3 | T | 16.35% |
| 无风险利率 | 2.50% | Ka | 10.95% |
| 股票风险溢价 | 6.50% | 有杠杆 Beta | 1.72 |
| 公司股价(元) | 7.55 | Ke | 13.69% |
| 发行在外股数(百万) | 411 | E/(D+E) | 72.09% |
| 股票市值(E, 百万元) | 3100 | D/(D+E) | 27.91% |
| 债务总额(D, 百万元) | 1200 | WACC | 11.10% |
| Kd | 5.30% | 永续增长率(10年后) | 2.0% |

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

| | | WACC 变化 | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 12.7% | 13.2% | 13.69% | 14.2% | 14.7% |
| 永续增长率变化 | 3.0% | 9.69 | 9.20 | 8.76 | 8.36 | 7.99 |
| | 2.5% | 9.44 | 8.98 | 8.57 | 8.19 | 7.85 |
| | 2.0% | 9.22 | 8.79 | 8.39 | 8.04 | 7.71 |
| | 1.5% | 9.01 | 8.61 | 8.24 | 7.90 | 7.59 |
| | 1.0% | 8.83 | 8.44 | 8.09 | 7.77 | 7.47 |

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：8.1-8.4元

公司以猪用口蹄疫疫苗生产销售为主业，我们采用 PE 法进行相对估值，主要选取与公司同行业的动保行业公司进行比较，分别为科前生物、中牧股份、普莱柯。

1) 科前生物：公司主营猪用疫苗业务，核心产品包括猪伪狂犬病疫苗、猪细小病毒病疫苗等非强免苗产品，2020 年和 2021 年公司在非国家强制免疫猪用生物制品市场销售收入排名第一，而且公司直销收入占比接近 70%，未来或最为受益于下游养殖规模化进程。当前公司 PE 估值水平处于行业中游水平。

2) 中牧股份：公司至今已在动保行业深耕 80 余年，主营业务包括兽用生物制品、兽用化药、饲料及饲料添加剂、贸易四大板块。作为中国农发旗下唯一的上市动保业务平台，公司近年正积极响应国企改革相关要求推进内部优化升级。公司疫苗市场份额领先，市场化转型正稳步推进。当前公司 PE 估值水平处于行业中游水平。

3) 普莱柯：公司是国内圆环苗龙头，非瘟疫苗研发稳步推进，其和兰兽研合作研发的非瘟亚单位疫苗已于 2023 年 4 月初提交应急评审。考虑到公司深度参与相关研发工作且具备亚单位疫苗生产销售经验，假如商业化落地其可能会获得生产资格并占有一定市场份额，届时有望推动公司实现业绩新增量。因此公司的 PE 水平在同行业中处于偏高水平。

综合上述分析，以上行业可比公司 2024 年 PE 平均值为 20，考虑到申联生物凭借持续的产品研发，叠加在基因工程亚单位疫苗等新兴领域的生产布局，有望进一步拓宽产品种类，产品附加值或将进一步提升。我们给予公司 2024 年 27-28 倍 PE，此外，我们预计申联生物 2023-2025 年 EPS 分别为 0.18/0.30/0.34，综合考虑，合理预计申联生物的合理股价区间为 8.1-8.4 元。

表7：可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 | 总市值 | | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|------|
| | | | 亿元 | | 22A | 23E | 24E | 22A | 23E | 24E | |
| 688526 | 科前生物 | 24.25 | 113.06 | 0.88 | 1.26 | 1.57 | 28 | 19 | 15 | 15 | 买入 |
| 600195 | 中牧股份 | 13.28 | 135.61 | 0.54 | 0.62 | 0.76 | 25 | 21 | 17 | 17 | 买入 |
| 603566 | 普莱柯 | 27.38 | 96.63 | 0.49 | 0.77 | 0.99 | 56 | 36 | 28 | 28 | 买入 |
| 均值 | | | | | | | | 25 | 20 | | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测（上述公司 EPS 均采用 wind 一致盈利预测数据）

投资建议

通过多角度估值，得出公司 2024 年合理估值区间 7.9-9.0 元，相对目前股价有 10%-20% 的溢价空间。预计申联生物 2023-2025 年 EPS 分别为 0.18/0.30/0.34，利润增速分别为 19%/71%/11%，首次覆盖给予“买入”评级。

表8: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 | 总市值 | | EPS | | | PE | | 投资评级 |
|--------|------|-------|--------|------|------|------|----|-----|-----|------|
| | | | 亿元 | 22 | 23E | 24E | 22 | 23E | 24E | |
| 688526 | 科前生物 | 24.25 | 113.06 | 0.88 | 1.26 | 1.57 | 28 | 19 | 15 | 买入 |
| 600195 | 中牧股份 | 13.28 | 135.61 | 0.54 | 0.62 | 0.76 | 25 | 21 | 17 | 买入 |
| 603566 | 普莱柯 | 27.38 | 96.63 | 0.49 | 0.77 | 0.99 | 56 | 36 | 28 | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 44 | 53 | 1319 | 2534 | 2545 | 营业收入 | 358 | 329 | 362 | 478 | 571 |
| 应收款项 | 161 | 230 | 243 | 216 | 235 | 营业成本 | 87 | 81 | 88 | 96 | 120 |
| 存货净额 | 103 | 115 | 59 | 39 | 84 | 营业税金及附加 | 4 | 3 | 4 | 4 | 6 |
| 其他流动资产 | 1 | 3 | 2 | 3 | 3 | 销售费用 | 63 | 73 | 75 | 86 | 102 |
| 流动资产合计 | 733 | 706 | 1928 | 3097 | 3172 | 管理费用 | 58 | 56 | 61 | 78 | 92 |
| 固定资产 | 768 | 776 | 793 | 811 | 842 | 研发费用 | 35 | 39 | 38 | 46 | 55 |
| 无形资产及其他 | 33 | 53 | 51 | 49 | 47 | 财务费用 | (2) | (1) | 10 | 33 | 44 |
| 投资性房地产 | 63 | 69 | 69 | 69 | 69 | 投资收益 | 10 | 3 | 1 | 10 | 8 |
| 长期股权投资 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 资产减值及公允价值变动 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1598 | 1605 | 2842 | 4027 | 4131 | 其他收入 | (32) | (44) | (38) | (46) | (55) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 129 | 75 | 87 | 145 | 161 |
| 应付款项 | 11 | 9 | 5 | 4 | 10 | 营业外净收支 | (3) | (1) | 0 | 1 | 0 |
| 其他流动负债 | 102 | 88 | 86 | 104 | 129 | 利润总额 | 126 | 75 | 87 | 146 | 161 |
| 流动负债合计 | 114 | 97 | 91 | 108 | 140 | 所得税费用 | 22 | 14 | 14 | 22 | 24 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 1200 | 2300 | 2300 | 少数股东损益 | (6) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 其他长期负债 | 12 | 11 | 11 | 12 | 15 | 归属于母公司净利润 | 110 | 61 | 73 | 124 | 138 |
| 长期负债合计 | 12 | 11 | 1211 | 2312 | 2315 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 125 | 108 | 1302 | 2420 | 2455 | 净利润 | 110 | 61 | 73 | 124 | 138 |
| 少数股东权益 | (6) | 0 | (0) | (0) | (0) | 资产减值准备 | 0 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 股东权益 | 1479 | 1497 | 1540 | 1607 | 1677 | 折旧摊销 | 44 | 57 | 75 | 84 | 91 |
| 负债和股东权益总计 | 1598 | 1605 | 2842 | 4027 | 4131 | 公允价值变动损失 | (2) | (0) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | (2) | (1) | 10 | 33 | 44 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (71) | (106) | 38 | 65 | (30) |
| 每股收益 | 0.27 | 0.15 | 0.18 | 0.30 | 0.34 | 其它 | (4) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 每股红利 | 0.10 | 0.09 | 0.07 | 0.14 | 0.17 | 经营活动现金流 | 77 | 12 | 186 | 273 | 199 |
| 每股净资产 | 3.60 | 3.65 | 3.75 | 3.91 | 4.08 | 资本开支 | 0 | (64) | (90) | (100) | (120) |
| ROIC | 12% | 9% | 9% | 16% | 18% | 其它投资现金流 | 48 | 119 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 7% | 4% | 5% | 8% | 8% | 投资活动现金流 | 48 | 55 | (90) | (100) | (120) |
| 毛利率 | 76% | 75% | 76% | 80% | 79% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 31% | 23% | 27% | 35% | 34% | 负债净变化 | 0 | 0 | 700 | 800 | 0 |
| EBITDA Margin | 43% | 40% | 47% | 53% | 50% | 支付股利、利息 | (41) | (37) | (30) | (57) | (68) |
| 收入增长 | 6% | -8% | 10% | 32% | 19% | 其它融资现金流 | (115) | 15 | (0) | 0 | (0) |
| 净利润增长率 | -15% | -45% | 19% | 71% | 11% | 融资活动现金流 | (196) | (58) | 1170 | 1043 | (68) |
| 资产负债率 | 7% | 7% | 46% | 60% | 59% | 现金净变动 | (70) | 9 | 1266 | 1216 | 11 |
| 息率 | 1.3% | 1.2% | 1.0% | 1.9% | 2.2% | 货币资金的期初余额 | 115 | 44 | 53 | 1319 | 2534 |
| P/E | 28.1 | 50.7 | 42.5 | 24.9 | 22.5 | 货币资金的期末余额 | 44 | 53 | 1319 | 2534 | 2545 |
| P/B | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 企业自由现金流 | 0 | (51) | 104 | 191 | 110 |
| EV/EBITDA | 20.7 | 24.1 | 25.7 | 21.9 | 19.3 | 权益自由现金流 | 0 | (35) | 795 | 964 | 72 |

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 ±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 ±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提供。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