

# 德赛西威 (002920. SZ)

## 第三季度净利润同比增加 106%，智能驾驶业务持续放量

买入

### 核心观点

**2023Q3 德赛西威净利润 3.5 亿元，同比+106%。**公司 2023 年前三季度实现营收 144.70 亿元，同比+43.12%，归母净利润 9.60 亿元，同比+38.70%。拆单季度看，2023Q3 实现营收 57.46 亿元，同比+55.15%，环比+21.19%，归母净利润 3.53 亿元，同比+106.43%，环比+27.74%。整体来看，2023Q3 德赛西威营收超越汽车行业 53.5pct (Q3 国内汽车产量同比+4.0%)，营收规模持续增长主要得益于公司智能座舱、智能驾驶产品销量同比增加。

**2023Q3 毛利率同比下降 4.6pct，净利率同比提升 1.5pct。**2023Q3 公司毛利率为 18.7%，同比-4.6pct，环比-1.6pct，净利率为 6.1%，同比+1.5pct，环比+0.3pct。公司毛利率同环比下滑预计与汇率有关，净利率同环比双升主要系公司费用管控出色，公司 2023Q3 四费率 12.10%，同比-5.52pct，环比-2.27pct，其中研发费用率为 8.57%，同比-3.48pct，环比-1.65pct。

**存量客户高增长叠加增量车型放量贡献 2023Q3 重要的业绩增长。**一方面，存量端，公司重要客户理想汽车、吉利汽车、长城汽车、一汽大众、广汽乘用车在 2023Q3 的销量同比分别变动+296%、+23%、+25%、-10%、+38%；另一方面增量车型和增量产品贡献了 2023Q3 重要的业绩增长，增量车型或来自于理想、吉利、丰田、广汽、奇瑞等。

**打造汽车计算(智能驾驶)及交互(智能座舱)底座。**智能座舱方面，2023H1，公司智能座舱业务实现营收 62.5 亿，同比+19%，公司第三代智能座舱域控制器已在理想汽车、奇瑞等众多客户的车型上配套量产，第四代智能座舱域控制器已获得多个项目订单，更多差异化座舱域控方案以及车身域控制器、AR HUD、电子后视镜等新产品陆续推出。智能驾驶方面，2023H1，公司智能驾驶业务实现营收 18.4 亿，同比+86%，高算力智能驾驶域控制器已在理想汽车、路特斯、上汽等众多客户的车型上配套量产，营收规模快速提升，更多轻量级、高性价比智能驾驶辅助方案获得多个项目定点，即将实现量产。此外，公司加速推进国际化，2023H1，欧洲第二工厂产能逐步提升，3D 实验室建设有序开展，新收购天线测试和认证公司 ATC 已融入公司经营体系。

**风险提示：**上游缺芯和原材料涨价风险；下游产销风险。

**投资建议：维持营收预测，下调利润预测，维持买入评级。**

考虑到汇率波动对盈利能力的影响，我们维持营收预测，下调利润预测，预期 23/24/25 年营收 207.5/271.4/342.3 亿，23/24/25 年利润 15.8/21.5/28.0 亿（原 23/24/25 年预计 16.7/23.1/30.7 亿），对应 PE 分别 44/32/25x，维持买入评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,569	14,933	20,751	27,136	34,234
(+/-%)	40.7%	56.0%	39.0%	30.8%	26.2%
净利润(百万元)	833	1184	1583	2149	2802
(+/-%)	60.7%	42.1%	33.7%	35.8%	30.4%
每股收益(元)	1.50	2.13	2.85	3.87	5.05
EBIT Margin	8.8%	7.7%	7.9%	8.2%	8.6%
净资产收益率(ROE)	15.6%	18.3%	20.4%	22.7%	23.9%
市盈率(PE)	83.0	58.4	43.7	32.2	24.7
EV/EBITDA	68.2	51.8	42.5	33.0	26.3
市净率(PB)	12.95	10.67	8.93	7.31	5.91

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

#### 汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：杨彬

0755-81982771

yangshan@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

124.49 元

总市值/流通市值

69117/68451 百万元

52 周最高价/最低价

179.50/93.09 元

近 3 个月日均成交额

530.77 百万元

#### 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

《德赛西威 (002920.SZ) -2023 年二季度营收同比增加 45%，智能驾驶业务快速发展》——2023-08-20

《德赛西威 (002920.SZ) -2023 年一季度营收同比增长 27%，超越汽车行业周期》——2023-04-27

《德赛西威 (002920.SZ) -2022 年年化新项目订单超 200 亿，打造汽车计算和交互底座》——2023-03-31

《德赛西威 (002920.SZ) -打造汽车计算及交互底座》——2022-12-19

《德赛西威 (002920.SZ) -单三季度营收增长 67%，智能驾驶域控制器有序量产》——2022-10-26

**2023Q3 德赛西威净利润 3.5 亿元，同比+106%。**公司 2023 年前三季度实现营收 144.70 亿元，同比+43.12%，归母净利润 9.60 亿元，同比+38.70%。拆单季度看，2023Q3 实现营收 57.46 亿元，同比+55.15%，环比+21.19%，归母净利润 3.53 亿元，同比+106.43%，环比+27.74%。

**整体来看，2023Q3 德赛西威营收超越汽车行业 53.5pct (Q3 国内乘用车行业产量同比+1.6%，汽车产量同比+4.0%)，营收规模持续增长主要得益于公司智能座舱、智能驾驶产品销量同比增加。**

图1: 德赛西威营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 德赛西威单季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 德赛西威归母净利润及同比增速

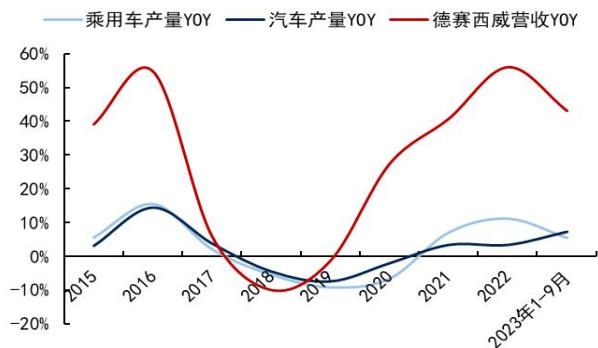


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

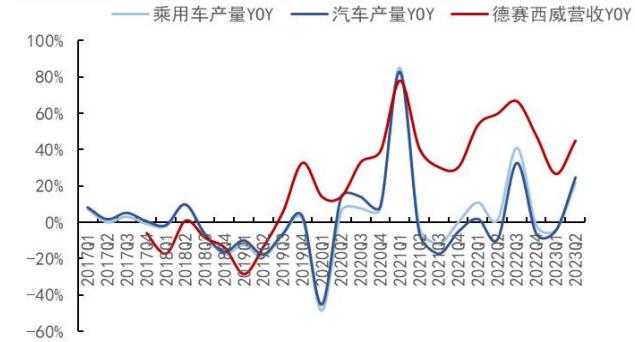
图4: 德赛西威单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

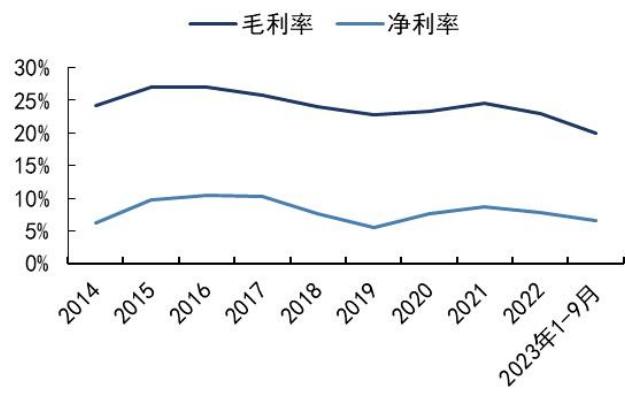
**图5: 汽车/乘用车产量增速和德赛西威营收增速对比**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

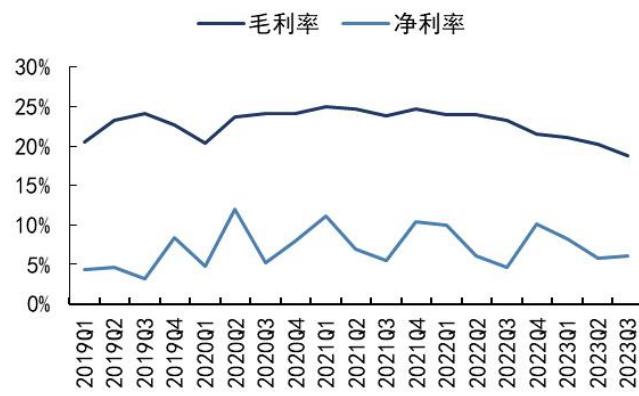
**图6: 汽车/乘用车产量增速和德赛西威营收增速季度对比**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2023Q3 毛利率同比下降 4.6pct，净利率同比提升 1.5pct。**2023 年前三季度公司毛利率为 19.9%，同比-3.9pct，净利率为 6.6%，同比-0.2pct。拆单季度看，2023Q3 公司毛利率为 18.7%，同比-4.6pct，环比-1.6pct，净利率为 6.1%，同比+1.5pct，环比+0.3pct。

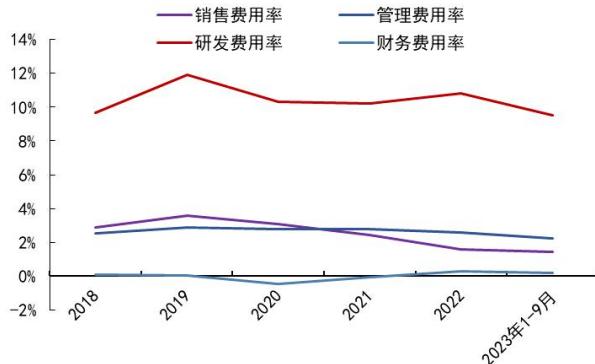
**图7: 德赛西威毛利率和净利率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

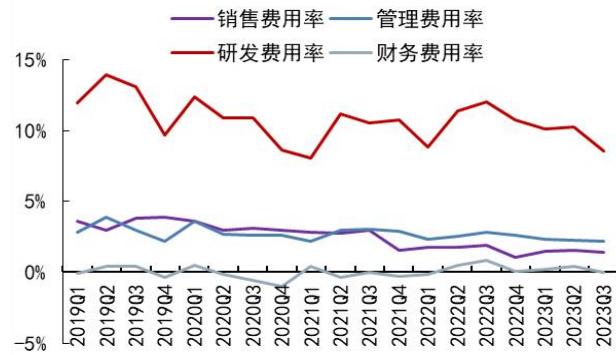
**图8: 德赛西威单季度毛利率和净利率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**费用稳中有降，2023Q3 四费率同比-5.5pct。**2023 年前三季度，公司四费率为 13.40%，同比 -2.26pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.45%/2.24%/9.53%/0.18%，同比分别变动 -0.37/-0.34/-1.30/-0.24pct。拆单季度看，公司 2023Q3 四费率为 12.10%，同比 -5.52pct，环比 -2.27pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.38%/2.17%/8.57%/-0.01%，同比 -0.51/-0.68/-3.48/-0.48pct，环比 -0.15/-0.07/-1.65/-0.40pct。

**图9: 德赛西威四项费用率变化情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图10: 德赛西威单季度四项费用率变化情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

根据中国汽车工业协会发布数据，2023Q3 我国乘用车产量同比+1.6%，德赛西威营收同比+55%，超越行业 53.5pct，强劲的业绩增长主要得益于存量客户销量高增长，叠加增量端新客户、新项目落地后销量的快速爬坡。一方面，存量端，公司重要客户理想汽车、吉利汽车、长城汽车、一汽大众、广汽乘用车在 2023Q3 的销量同比分别变动+296%、+23%、+25%、-10%、+38%；另一方面增量车型和增量产品贡献了 2023Q3 重要的业绩增长，增量车型或来自于理想、吉利、丰田、广汽、奇瑞等。

**表1: 德赛西威重要客户 2023Q3 销量变动**

	2023Q3 销量增速	2023Q2 销量增速	2023Q1 销量增速	2023 年 1-9 月销量增速
理想汽车	296%	202%	66%	181%
吉利汽车	23%	29%	-1%	17%
长城汽车	25%	34%	-23%	8%
一汽大众	-10%	11%	-12%	-4%
广汽乘用车	38%	74%	-11%	45%

资料来源：中汽协，公司公告，国信证券经济研究所整理

传统车企方面，吉利、比亚迪、丰田的新车型有望在 2023 年持续贡献重要业绩。我们对吉利、比亚迪部分主流车型进行梳理，自上市以来，比亚迪海豹销量持续攀升，吉利星越 L 在 2023Q3 的销量分别为 5.2 万辆，同比+42%，比亚迪海豹 2023Q3 销量为 2.58 万辆。

**图11: 比亚迪海豹 202207-202309 月销量 (辆)**

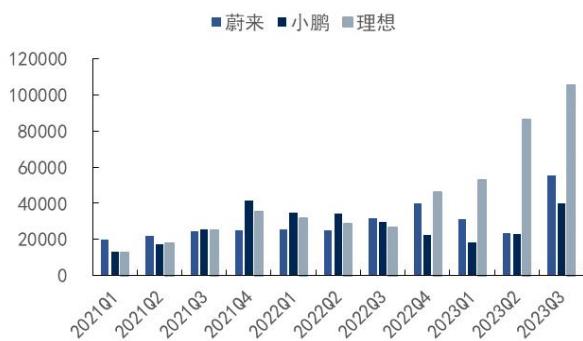
**图12: 吉利星越 L 202201-202309 月销量 (辆)**


资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

**造车新势力方面**，小鹏 IPU03 自动驾驶域控制器已在小鹏 P5 和 P7 上配套量产，而基于英伟达 Orin 芯片的下一代自动驾驶域控制器 IPU04 已获理想汽车、小鹏汽车等造成新势力及主流传统车企的项目定点并已进入量产规模爬坡期，22H2 开始规模化量产。蔚来/小鹏/理想 2023Q3 的交付量分别为 5.54/4.00/10.51 万辆，分别同比+75%/+35%/+296%。分车型来看，小鹏 P7、P5、理想 L7、L8、L9 在 2023Q3 分别实现销量 1.38/0.31/3.91/3.37/3.22 万辆，其中 P7、P5 分别同比-18%、-65%。

图13: 造车新势力 2021Q1-2023Q3 交付量 (辆)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

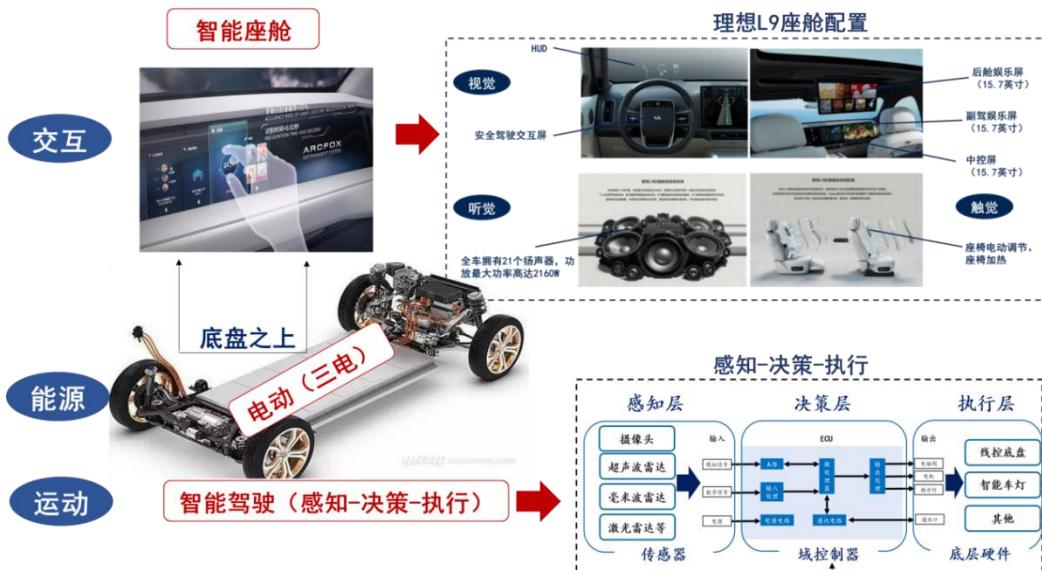
图14: 小鹏 P5、P7、理想 L7、L8、L9 分月度销量 (辆)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**能源-运动-交互**，德赛西威为集运动与交互于一体的汽车智能化龙头。展望未来汽车，大致可以分为底盘之上及底盘之下，底盘之上是智能座舱下人机交互的实现场景，细分产业链为“芯片-系统-应用-显示”，屏幕、HUD、玻璃、车灯等均有望成为核心交互产品。底盘之下主要为智能电动和智能驾驶，智能电动集成三电系统，作为整车运动的核心能源支撑；智能驾驶主要是基于“传感器-计算平台-自动驾驶算法”作用到执行层面，实现横向和纵向的运动控制。总结而言，未来智能汽车整车端核心三要素即能源、运动、交互，德赛西威为集运动与交互于一体的汽车智能化龙头。

图15: 未来智能汽车整车端核心三要素即能源、运动、交互

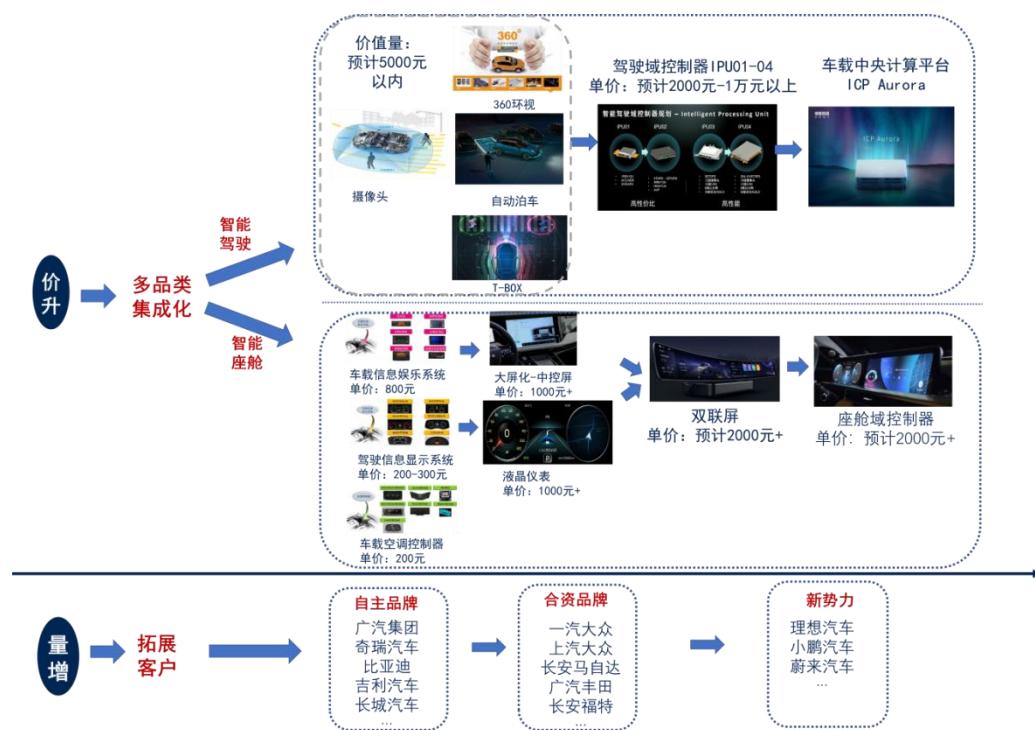


资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**德赛西威：**作为集运动与交互于一体的汽车智能化龙头，德赛西威业务端的核心看点在于智能驾驶（营收占比 21%）、智能座舱（营收占比 72%）。智能驾驶为公司快速增长的业务，核心看点在于智能驾驶域控制器（IPU01、IPU02、IPU03、IPU04），智能座舱为公司稳健发展的业务，核心看点在于座舱大单品（液晶仪表、中控、座舱域控制器）。

**复盘德赛西威发展路径，从智能座舱到智能驾驶，从大单品到集成化，从自主-合资-头部自主、新势力和合资，量增（拓客户）、价升（高附加值产品品类延展）是贯穿德赛西威客户和产品的核心逻辑。**

图16: 德赛西威智能驾驶、智能座舱业务量增、价升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司的智能网联产品持续引领国内市场，业务涵盖智能座舱和智能驾驶全栈方案，以及网联服务业务，丰富的产品组合可满足不同客户的差异化需求。2023H1，公司第三代智能座舱域控制器已在理想汽车、奇瑞等众多客户的车型上配套量产，第四代智能座舱域控制器已获得多个项目订单，更多差异化座舱域控方案以及车身域控制器、AR HUD、电子后视镜等新产品陆续推出；高算力智能驾驶域控制器已在理想汽车、路特斯、上汽等众多客户的车型上配套量产，营收规模快速提升，更多轻量级、高性价比智能驾驶辅助方案获得多个项目定点，即将实现量产；蓝鲸系统、数字钥匙及软件服务产品持续迭代并获取更多项目订单；舱驾融合域控制器产品已获得项目定点，并发布了 Smart Solution 2.0 智慧出行解决方案，该方案搭载智能车载中央计算平台 ICP Aurora+iBCM、全息技术、全场景智能蓝鲸生态系统的曲面双联屏、AR-HUD 技术解决方案、智能电子后视镜等公司最新产品技术，给用户打造未来智慧出行的创新体验，涵盖绿色低碳、智能驾驶、安全出行、高效畅通、“声”临其境等智慧场景。**

**图17: 德赛西威 Smart Solution 2.0-车载中央计算平台**


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**图18: 德赛西威 Smart Solution 2.0-曲面双联屏**


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**公司持续从“强内功”、“强生态”两个方面发力，有效促进公司整体实力及持续发展潜力的提升。**一方面，公司在长期发展战略的指引下，持续深化开展组织变革——昇龙计划，着重强化全方位的管理体系提升，通过体系优化、数字化、智能化、标准化提升管理效能。上半年，公司昇龙计划重点围绕供应链管理进行深度梳理，搭建集成化、数字化的供应链管理体系。另一方面，公司秉持互利共赢、开放共享的理念，通过供应链优化、产学研合作、战略合作、资本合作等方式，打造更强大的“朋友圈”。4月19日，公司ICP生态圈大会以“共创生态 智享体验”为主题成功举办，与众多合作伙伴共探中央计算平台的技术突破与实车落地。

随着汽车电动化、智能化的发展，中国品牌汽车的影响力逐步提升，更多的自主品牌纷纷走向国际市场。国际化战略是公司多年来一直坚持的方向，希望通过国际化打开更大的发展空间。近年来，公司全方位推进国际化战略落地，优化国际化管理和服务体系、加强国际化人才培养、加速海外研发制造基地的建设与扩产、投入更大资源开拓国际业务。2023H1，公司继续推进海外研发、制造能力的提升，欧洲公司第二工厂的产能逐步提升，3D实验室建设有序开展，研发及服务配套进一步强化，新收购的天线测试和认证公司ATC已融入公司经营体系。

**图19: 德赛西威携众伙伴打造 ICP 生态圈**


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**图20: 德赛西威走进东风日产进行专场产品技术展示**


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持营收预测，下调利润预测，维持买入评级**

**德赛西威作为汽车电子龙头企业：**

**1) 传统产品方面受益于单车价值量提升：**囊括中控屏和液晶仪表的车机是座舱电

子核心组件，是未来智能汽车人机交互的入口，近年来驾驶者对于车载娱乐系统的需求经历了内容、质量、形式的升级。整体趋势是从分区到集成，从按键到一体化屏，单车价值量由原来的 600-700 提升至 2000 元以上，德赛西威作为自主车机龙头企业核心受益于传统车机业务升级。

**2) 在车机主业以外新产品方面聚焦于智能驾驶、智能座舱、智能网联：智能座舱方面**，2023H1，公司智能座舱业务实现营收 62.5 亿，同比+19%，公司第三代智能座舱域控制器已在理想汽车、奇瑞等众多客户的车型上配套量产，第四代智能座舱域控制器已获得多个项目订单，更多差异化座舱域控方案以及车身域控制器、AR HUD、电子后视镜等新产品陆续推出。**智能驾驶方面**，2023H1，公司智能驾驶业务实现营收 18.4 亿，同比+86%，高算力智能驾驶域控制器已在理想汽车、路特斯、上汽等众多客户的车型上配套量产，营收规模快速提升，更多轻量级、高性价比智能驾驶辅助方案获得多个项目定点，即将实现量产。**智能网联方面**，蓝鲸系统、数字钥匙及软件服务产品持续迭代并获取更多项目订单。**新业务方面**，2023 年 1 月，公司成功孵化量产车身域控制器，推出成熟的系统级方案及产品迭代路线；舱驾融合域控制器产品已获得项目定点，并发布了 Smart Solution 2.0 智慧出行解决方案，该方案搭载智能车载中央计算平台 ICPAurora+iBCM、全息技术、全场景智能蓝鲸生态系统、曲面双联屏、AR-HUD 技术解决方案、智能电子后视镜等公司最新产品技术，给用户打造未来智慧出行的创新体验，涵盖绿色低碳、智能驾驶、安全出行、高效畅通、“声”临其境等智慧场景。

**3) 客户结构逐年优化，核心客户群体包括主流自主品牌客户、合资品牌客户与海外客户，并逐步打开高端品牌市场及海外市场。**2022 年公司突破保时捷、捷豹路虎、SUZUKI、SEAT、极氪等新客户，并获得长安、吉利、比亚迪、长城、广汽乘用车、广汽埃安、奇瑞、上汽集团、一汽红旗、理想、小鹏、一汽-大众、上汽大众、广汽丰田、一汽丰田、东风日产、VOLKSWAGEN、TOYOTA、SKODA、MAZDA、FORD 等众多主流车企的项目订单。2022 年全年获得年化销售额超过 200 亿元的新项目订单，同比增长超过 65%，突破历史新高，高算力智能驾驶域控制器、大屏座舱产品和高性能智能座舱域控制器的订单量快速提升。

**投资建议：维持营收预测，下调利润预测，维持买入评级。**德赛西威作为汽车计算和交互的产品底座，是国内汽车智能驾驶龙头标的，在手订单充足，虑到汇率波动对盈利能力的影响，我们维持营收预测，下调利润预测，预期 23/24/25 年营收 207.5/271.4/342.3 亿，23/24/25 年利润 15.8/21.5/28.0 亿（原 23/24/25 年预计 16.7/23.1/30.7 亿），对应 PE 分别 44/32/25x。持续看好公司在智能化核心布局（交互+驾驶），第三代高性能智能座舱产品已实现规模化量产，IPU03、IPU04 量产、轻量级智能驾驶域控制器 IPU02 将推出更多新方案，后续丰富订单量产，有望持续超越行业。**可比公司 2024 年估值水平 36 倍，考虑德赛西威：**1) **业绩的高增长性：**2022 年新接订单年化销售额超 200 亿，未来业绩有望保持高增长；智能驾驶业务毛利率提升，规模效应开始凸显，未来利润率持续提升可期。2) **智能驾驶业务具备较强稀缺性**，公司为当前自动驾驶域控制器产品少数具备量产能力的供应商，行业自动驾驶稀缺标的，行业空间大，增速快，更新德赛西威一年期目标估值（对应 2024 年）为 143-163 元（对应 2024 年 PE 37-42 倍），当前股价（124 元）距离目标估值上限仍有约 31% 提升空间，维持买入评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	投资评级	收盘价（元） 20231028	总市值		EPS		PE		
				亿元	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002906.SZ	华阳集团	买入	33.51	175.6	0.8	1.02	1.46	42	33	23
688167.SH	炬光科技	无评级	78.80	71.2	1.41	1.35	1.98	56	58	40
301221.SZ	光庭信息	无评级	61.32	56.8	0.34	0.94	1.38	180	65	44
平均								93	52	36
002920.SZ	德赛西威	买入	124.49	691.2	2.13	2.85	3.87	58	44	32

---

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：炬光科技、光庭信息取Wind一致预期）

**风险提示：**疫情不确定性、上游芯片紧缺对行业下游排产的风险。

## 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	1162	1115	770	1062	1759	<b>营业收入</b>	<b>9569</b>	<b>14933</b>	<b>20751</b>	<b>27136</b>	<b>34234</b>
应收款项	2666	4609	5685	7435	9379	营业成本	7215	11493	16070	20942	26330
存货净额	2035	3416	4374	5710	7190	营业税金及附加	37	58	83	109	137
其他流动资产	974	1060	2283	2985	3766	销售费用	231	235	332	434	548
<b>流动资产合计</b>	<b>7669</b>	<b>10218</b>	<b>13130</b>	<b>17210</b>	<b>22112</b>	管理费用	268	387	427	555	697
固定资产	1251	1782	1912	1931	1899	研发费用	977	1613	2200	2876	3595
无形资产及其他	280	312	301	289	278	财务费用	(8)	45	29	22	15
投资性房地产	664	1160	1160	1160	1160	投资收益	(29)	(33)	(20)	(30)	(40)
长期股权投资	287	285	285	285	285	资产减值及公允价值变动	(75)	(63)	20	20	(20)
<b>资产总计</b>	<b>10152</b>	<b>13756</b>	<b>16787</b>	<b>20874</b>	<b>25733</b>	其他收入	(865)	(1459)	(2200)	(2876)	(3595)
短期借款及交易性金融负债	324	439	130	130	130	营业利润	857	1158	1610	2187	2853
应付款项	2807	4345	6123	7994	10066	营业外净收支	4	(1)	4	4	4
其他流动负债	1157	1367	1671	2182	2748	<b>利润总额</b>	<b>861</b>	<b>1157</b>	<b>1614</b>	<b>2191</b>	<b>2857</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4288</b>	<b>6151</b>	<b>7925</b>	<b>10306</b>	<b>12943</b>	所得税费用	29	(14)	48	66	86
长期借款及应付债券	0	574	574	574	574	少数股东损益	(1)	(12)	(17)	(24)	(31)
其他长期负债	447	488	493	498	503	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>833</b>	<b>1184</b>	<b>1583</b>	<b>2149</b>	<b>2802</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>447</b>	<b>1062</b>	<b>1067</b>	<b>1072</b>	<b>1077</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4735</b>	<b>7213</b>	<b>8992</b>	<b>11378</b>	<b>14021</b>	<b>净利润</b>	<b>833</b>	<b>1184</b>	<b>1583</b>	<b>2149</b>	<b>2802</b>
少数股东权益	78	66	52	33	9	资产减值准备	(8)	136	(89)	2	(2)
股东权益	5339	6477	7743	9463	11704	折旧摊销	243	326	201	222	236
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10152</b>	<b>13756</b>	<b>16787</b>	<b>20874</b>	<b>25733</b>	公允价值变动损失	75	63	(20)	(20)	20
						财务费用	(8)	45	29	22	15
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(450)	(1980)	(1258)	(1400)	(1565)
每股收益	1.50	2.13	2.85	3.87	5.05	其它	7	(146)	75	(21)	(22)
每股红利	0.31	0.48	0.57	0.77	1.01	<b>经营活动现金流</b>	<b>700</b>	<b>(416)</b>	<b>492</b>	<b>932</b>	<b>1469</b>
每股净资产	9.61	11.66	13.95	17.04	21.08	资本开支	0	(837)	(211)	(211)	(211)
ROIC	22.24%	20.37%	21%	25%	28%	其它投资现金流	248	814	0	0	0
ROE	15.60%	18.28%	20%	23%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>103</b>	<b>(21)</b>	<b>(211)</b>	<b>(211)</b>	<b>(211)</b>
毛利率	25%	23%	23%	23%	23%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	8%	8%	9%	负债净变化	(0)	574	0	0	0
EBITDA Margin	11%	10%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(170)	(269)	(317)	(430)	(560)
收入增长	41%	56%	39%	31%	26%	其它融资现金流	82	(222)	(309)	0	0
净利润增长率	61%	42%	34%	36%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(252)</b>	<b>389</b>	<b>(625)</b>	<b>(430)</b>	<b>(560)</b>
资产负债率	47%	53%	54%	55%	55%	<b>现金净变动</b>	<b>551</b>	<b>(48)</b>	<b>(345)</b>	<b>292</b>	<b>697</b>
股息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	611	1162	1115	770	1062
P/E	83.0	58.4	43.7	32.2	24.7	货币资金的期末余额	1162	1115	770	1062	1759
P/B	12.9	10.7	8.9	7.3	5.9	企业自由现金流	0	(1330)	321	764	1300
EV/EBITDA	68.2	51.8	42.5	33.0	26.3	权益自由现金流	0	(978)	(15)	743	1286

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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