

欣旺达 (300207)

以消费电池为基石，动储业务快速增长

买入 (首次)

2024年03月06日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓恬

执业证书: S0600523070005
liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	37,359	52,162	47,351	52,981	60,444
同比	25.82%	39.63%	-9.22%	11.89%	14.09%
归母净利润 (百万元)	915.65	1,063.75	1,048.08	1,202.63	1,430.67
同比	14.18%	16.17%	-1.47%	14.75%	18.96%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.49	0.57	0.56	0.65	0.77
P/E (现价&最新摊薄)	28.47	24.51	24.88	21.68	18.22

投资要点

■ **以消费电池为基石，多领域布局探索新增长点。**公司深耕锂电行业二十余年，消费电池模组起家，为全球消费电池模组龙头企业。2016年进军储能领域，2018年开始生产动力电池，为二线动力新星，实现动力、消费、储能多领域布局，23H1公司消费/动力/储能业务收入占比分别为60%/23%/2%，其中动力业务持续上量收入占比提升，储能集成系统处于发展初期。2023Q1-3公司营收343亿元，同减6%，归母净利润8亿元，同增17%，毛利率/净利率分别为14%/0.7%。

■ **动力：持续开拓车企定点，规模效应驱动下有望扭亏。**公司作为二线动力电池企业，走差异化路线突出重围，其HEV产品已突破雷诺、日产、三菱联盟等国际客户，同时布局BEV超充电芯。公司相继获得东风、吉利、上汽等多家车企定点及理想等新势力车企投资，客户开拓顺利，我们预计2023年公司动力电池出货近12gwh，同比基本持平，考虑理想等下游客户起量，24年公司有望出货17-18gwh，同增40%，高于行业增速，其中储能电芯贡献约2gwh。盈利端，我们预计2023年动力业务亏损约10亿元，较22年基本持平，后续随着出货量高增规模效应显现，动力业务有望实现盈亏平衡。

■ **储能：储能领域为公司新增长点，预计24年储能系统收入增速40%。**2023年储能集成系统收入约12-13亿元，我们预计24年收入17-18亿元，同增40%，增量主要来源于工商储，华为储能订单较为稳定。盈利端，23H1储能系统毛利率16%，预计2023全年毛利率约15%，同降10pct，系储能去库存导致行业盈利普遍下滑。考虑锂价下降致储能系统价格下行及去库存影响，2024年储能盈利仍有下行压力，但大储领域公司以盈利较好的海外客户为主，且24年增量主要源于盈利相对较好的工商储领域，我们预计24年公司储能系统盈利能力稳中微降，毛利率13%左右。

■ **消费：消费电子持续复苏，电芯自供率提升有望带来盈利弹性。**2023年公司消费电池出货量维持增长，其中手机数码类占比80%-90%，笔电占10%-20%，由于单价下滑，我们预计全年消费电池收入接近270亿元，同比下滑15-20%，贡献利润近15亿元。当前消费电子持续复苏，预计24年消费板块业务维持约10%增速。盈利端，目前公司消费电芯自供比例30%，其中头部客户华为自供率30%、小米自供率高达90%，其他客户提升空间较小，考虑后续公司电芯自供比例目标提升至50%，盈利有望边际向好。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司消费龙头地位稳固，动储业务具备成长性，我们预计2023-2025年归母净利润为10/12/14亿元，同比-1%/15%/19%，对应PE分别为25/22/18x，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.00
一年最低/最高价	10.57/21.67
市净率(倍)	1.14
流通A股市值(百万元)	24,193.35
总市值(百万元)	26,071.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.27
资产负债率(% ,LF)	58.91
总股本(百万股)	1,862.22
流通A股(百万股)	1,728.10

相关研究

《欣旺达(300207): Q3 实际经营大幅好转，锂威业绩表现亮眼》

2020-10-30

《欣旺达(300207): 锂威盈利好于预期，大幅计提减值拖累整体业绩》

2020-08-08

内容目录

1. 欣旺达：以消费电池为基石，二线动力新星冉冉升起	4
2. 动储业务稳步增长，消费龙头地位稳固	5
2.1. 动力业务：车企定点持续开拓，规模提升有望迎来盈利拐点	5
2.2. 储能业务：多领域持续发力，集成系统增量显著	8
2.3. 消费业务：持续复苏稳步增长，电芯自供率提升带来盈利弹性	8
3. 盈利预测	9
4. 风险提示	10

图表目录

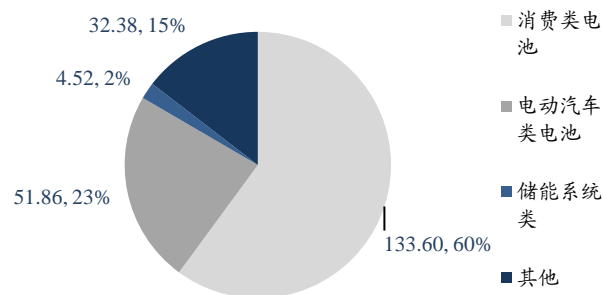
图 1: 公司 2023H1 收入构成 (亿元)	4
图 2: 公司营收及同比增速	5
图 3: 公司归母净利及同比增速	5
图 4: 公司毛利率和归母净利率	5
图 5: 公司期间费用率情况	5
图 6: 公司超级快充 BEV 电芯	6
图 7: 2020 年底以来欣旺达车企定点项目	6
图 8: 2023 年公司动力电池客户结构 (上险装机口径)	6
图 9: 欣旺达动力电池产能规划 (GWh)	7
图 10: 子公司欣旺达电动汽车电池经营情况	8
图 11: 欣旺达分业务盈利预测	9

1. 欣旺达：以消费电池为基石，二线动力新星冉冉升起

全球锂电池领军企业，消费、动力、储能多领域布局。欣旺达电子成立于1997年，主营锂电池电芯及模组，2011年登陆深交所创业板上市。经二十余年发展，公司已成为全球锂离子电池领域领军企业，其产品广泛应用于手机、笔记本电脑、可穿戴设备、电动汽车、动力工具、电动自行车、能源互联网等领域。2008年公司开始布局电动汽车电池业务，以电芯、模组、BMS和PACK为核心；2012年开始布局智能硬件业务；2016年成立综合能源子公司，向储能进军；2018年动力电池开始投产，并进入吉利供应链；2021年与吉利汽车成立合资公司山东吉利欣旺达，提升其供应链能力并降低成本压力；2022年成为中国第二家登陆瑞交所的动力电池企业，全球化战略进入重要阶段。

消费业务为公司主要收入来源，动力营收占比逐年提升。从收入构成来看，消费电池业务仍是公司最主要收入来源，21/22/23H1分别占公司营收72%/61%/60%；动力电池业务收入占比显著提升，21/22/23H1分别占公司营收8%/24%/23%；储能业务仍处于发展初期，23H1收入占比仅为2%。

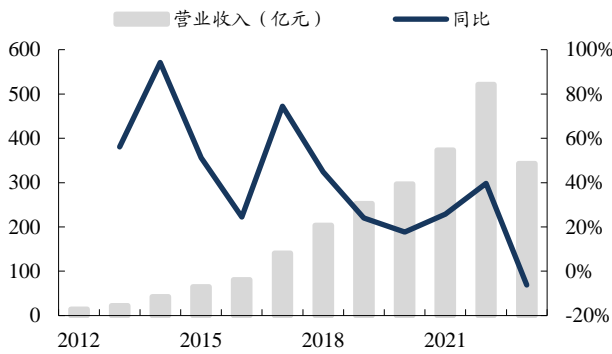
图1：公司 2023H1 收入构成（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

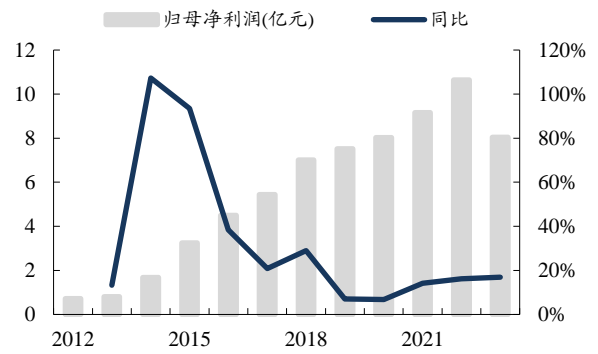
2012-2022 年公司营收利润稳步增长，2023 年业绩增速放缓。公司自 2012 年之后业绩迎来快速增长，营收从 2012 年的 14 亿元增长至 2022 年的 522 亿元，年复合增速 43.6%，归母净利润从 2012 年的 0.7 亿增长至 2022 年的 10.6 亿元，年复合增速 31%。2023 年前三季度实现营收 343.2 亿元，同比减少 6%，归母净利润 8.04 亿元，同比增加 17%。23 年 Q3 营收 120.8 亿元，同比减少 18.72%，归母净利润 3.65 亿元，同比增加 15.74%。营收减少主要由于受原材料钴酸锂价格下降消费电池价格下滑，归母净利润维持增长系 23H1 动力毛利率同比提升 6pct 至 15%，主要由于规模效应逐步显现，且 Q2 收到客户一次性的提价款（此前谈判提价、谈判时间较长，提价款一次性给予）、及供应商一次性降价使得动力业务毛利率提升 1-2pct。

图2: 公司营收及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

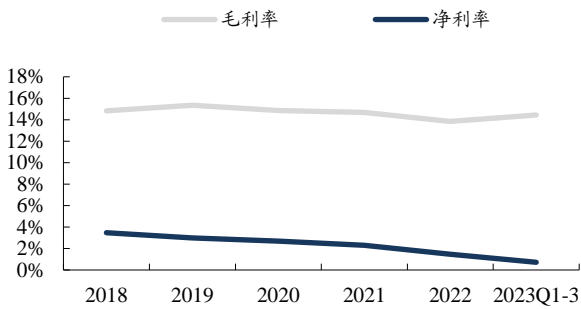
图3: 公司归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

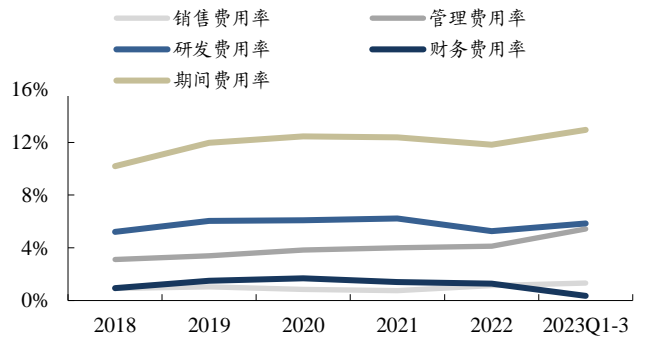
23年毛利率提升, 研发费用显著增长。由于研发费用率和管理费用率逐年提升, 公司归母净利率从2018年的3.47%下滑至2022年的1.45%, 2023年Q1-3净利率下滑至0.72%。管理费用率提升主要受股权激励费用和管理人员工资增加影响。2023Q3期间费用率为14%, 同比上升3.96pct, 净利率同比下滑0.90pct至0.68%。

图4: 公司毛利率和归母净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司期间费用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 动储业务稳步增长, 消费龙头地位稳固

2.1. 动力业务: 车企定点持续开拓, 规模提升有望迎来盈利拐点

公司聚焦方形铝壳电芯, 覆盖 BEV、PHEV/EREV 市场。公司动力电池产品以方形铝壳为主, 同时布局大圆柱电池, 覆盖 BEV、PHEV/EREV 等应用市场。针对 BEV 市场, 推出“闪充”电池, 可适配 800V 及 400V 系统, 已于 23Q1 实现量产; 针对 PHEV/EREV 市场, 公司布局 100-200km 插混电池产品, 已突破雷诺、日产、三菱联盟等国际客户。

图6: 公司超级快充 BEV 电芯



数据来源: 中国电动汽车百人会论坛, 东吴证券研究所

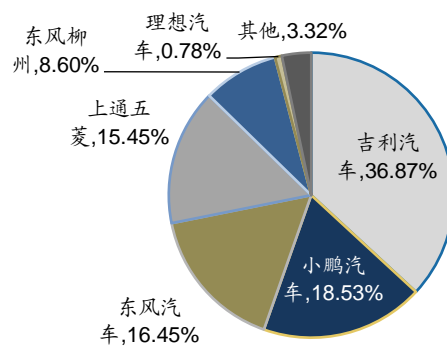
持续开拓车企定点, 客户结构趋于多元化。2020 年底以来公司相继获得东风 E70、吉利 PMA 平台、上汽 ZS12 平台、上汽大通 BEV、德国大众 HEV、沃尔沃等多家车企车型项目的定点函。目前公司动力电池的国内客户主要有吉利、东风、东风柳汽、理想等, 小米亦为公司重要客户, 海外客户包括雷诺、日产等。根据国内上险装机口径, 2023 年吉利/小鹏/东风占欣旺达装机量比重分别为 37%/19%/16%。公司大客户销量增势强劲, 我们预计 2024 年吉利/小鹏/理想销量增速分别为 35%/60%/75%, 奠定公司订单高增。

图7: 2020 年底以来欣旺达车企定点项目

时间	车企	项目	产品
2022/12/3	沃尔沃	Volvo Car Corporation	电芯
2022/11/7	德国大众	HEV	系统
2022/7/5	上汽大通	BEV	电芯
2022/3/2	上汽集团	ZS12MCE HEV	总成
2021/9/6	东风柳汽	T5EV	总成
2021/8/4	上汽五菱	CN220M HEV	电芯
2021/5/25	上汽五菱	E50项目	电芯
2021/4/7	吉利汽车	PMA平台 (极氪、smart、VOLVO和几何等品牌)	电芯
2021/4/6	广汽	A9E项目 HEV	系统
2021/2/19	东风乘用车	E70	总成
2021/2/2	东风柳汽	磷酸铁锂菱智CM5EV	总成
2020/10/12	沃尔沃	通过资质审核	-

数据来源: 公司公告《定点函》, 东吴证券研究所

图8: 2023 年公司动力电池客户结构 (上险装机口径)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们预计 24 年动力电池出货量 40% 增速, 长期产能规划庞大支撑动力业务高增。2023 年底公司动力电池产能 60gwh, 较 2022 年新增约 20gwh, 全年出货量近 12gwh, 同比基本持平。2024 年公司视市场需求情况扩产, 我们预计 24 年公司动力电池出货量 17-18gwh, 同增 40%, 增量主要来源于理想。长期看, 公司产能规划庞大, 超过 240gwh,

支撑动力电池业务后续高增。

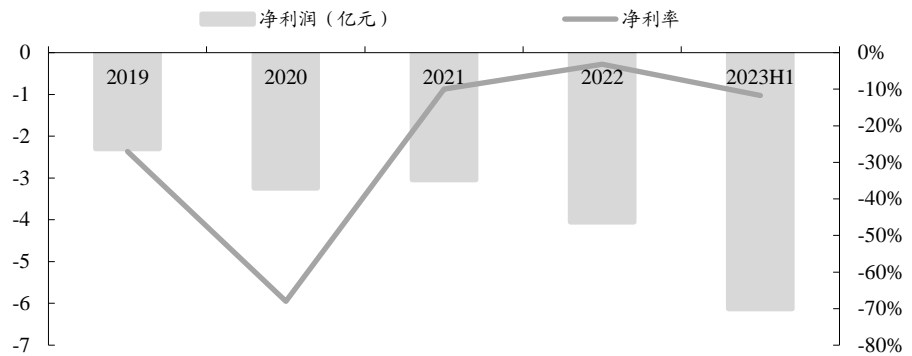
图9: 欣旺达动力电池产能规划 (GWh)

基地	规划产能	2022 底	2023E 底	2024E 底	2025E 底	2023 有效	2024 有效	2025 有效
南京	8	8	8	8	8	8	8	8
南京二期	10	10	10	10	10	10	10	10
南京三期	12							
惠州	4	4	4	4	4	4	4	4
珠海	30							
四川	20							
浙江义乌	50							
枣庄 (BEV)	26		4	10	20	2	4	10
独资合计	160	22	26	32	42	24	26	32
南昌一期	4	4	4	4	4	4	4	4
南昌二期	10	10	10	10	10	8	10	10
南昌三期	16	3	16	16	16		16	16
南昌四期	20							
吉利欣旺达 (山东)	4	4	4	4	4	4	4	4
宜昌-东风	30							
合资合计	84	21	34	34	34	16	34	34
合计	244	43	60	66	76	40	60	66

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

前期着重拓展客户, 动力业务仍处于亏损状态, 25 年有望实现盈亏平衡。2017 年以来欣旺达动力业务处于亏损状态, 2023H1 子公司欣旺达电动汽车电池净利率-12%, 亏损主要由于前期二线电池厂商主要关注点在于客户开拓提升市占率, 同时 23Q1 锂价下跌导致存货跌价。随着电池出货逐步上量规模效应将得到凸显, 成本下降, 我们预计 25 年公司动力业务有望实现盈亏平衡。

图10: 子公司欣旺达电动汽车电池经营情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 储能业务：多领域持续发力，集成系统增量显著

多领域持续发力，有望成为公司新增长点。公司在网络能源、家庭储能、电力储能和智慧能源等领域持续发力：**1) 网络储能领域**：已实现欧洲、非洲、中东、东南亚等区域的批量供货；**2) 家储领域**：公司产品已广泛应用于美洲、欧洲、非洲、东南亚等地区；**3) 电力储能领域**：公司与国家电投、国家能源集团、中国华能、中核等客户结成战略合作伙伴，实现单体百 MWh 级项目突破。**4) 智慧能源领域**：重点打造“零碳园区”和“零碳出行”两大业务场景。

24 年储能系统收入有望翻倍，盈利能力可维持。公司 2023 年储能电芯出货低于 1gwh，我们预计 24 年有望实现 2-3gwh 出货；集成系统来看，23 年收入约 12-13 亿元，预计 24 年收入维持 40% 增速，增量主要来源于工商储，华为储能订单较为稳定。盈利端，23H1 储能系统毛利率约 16%，考虑锂价下降及去库存影响，储能盈利 24 年仍有下行压力，但大储领域公司以盈利较好的海外客户为主、24 年增量主要源于盈利可观的工商储领域，我们预计 24 年公司储能系统盈利能力稳中微降，毛利率 13% 左右。

2.3. 消费业务：持续复苏稳步增长，电芯自供率提升带来盈利弹性

消费电池模组为公司传统优势业务，覆盖国内外优质客户。公司消费电池为软包电池，主要覆盖手机数码类、笔记本电脑两大下游领域。智能手机领域，公司重点客户包括苹果、华为、OPPO、vivo、小米等国内外主流智能手机厂商；笔记本电脑领域，公司已进入华为、联想、戴尔、惠普等一流制造商供应链。

23 年消费电池收入下滑，预计 24-25 年维持 10% 左右收入增速。23H1 消费电池实现 133.6 亿元营收，同比增长 4%，全年消费电池出货量维持增长，结构来看，手机

数码约占 80%-90%，笔电类占比 10%-20%。考虑单价下滑，预计 2023 年消费电池收入约 270 亿元，同比下滑 16%。当前消费电子持续复苏，预计 24 年消费板块业务维持 5-10% 增速。

预计 23 年锂电收入增速近 20%，电芯自供比例提升有望推动盈利向好。23Q3 消费电芯实现 15 亿元营收，同增近 20%，毛利率同比微增，考虑 Q4 电芯稼动率高位维持，我们预计 2023 年锂电收入增长 20% 至接近 60 亿元，利润贡献约 6 亿元，对应净利率 10%。目前公司消费电芯自供比例 30%，其中头部客户华为为自供率 30%、小米自供率高达 90%，其他客户提升空间较小，公司电芯自供率目标 50%。考虑公司对华为 mate 系列采取“pack+电芯”的供应模式，我们预计 2024 年电芯自供率将提升至 30%+，盈利有望边际向好。

3. 盈利预测

1) 动力电池

我们预计 2023-2025 年动力电池销量分别为 11.7/17.2/22.4gwh，预计贡献营收 116.5/137.1/172.9 亿元，同比增速 -8%/18%/26%。规模效应驱动下毛利率逐年提升，分别为 12.2%/13%/14.5%，亏损缩窄，2025 年有望实现盈亏平衡。

2) 储能系统

我们预计 2023 年公司储能系统收入 12.5 亿元，考虑储能行业增速及电池价格下降带来的影响，我们给予公司 2024/2025 年储能系统收入增速分别为 40%/30%，对应收入分别为 17.4/22.7 亿元。23 年储能系统毛利率约 15%，考虑储能行业竞争因素，我们预计 24/25 年储能系统毛利率均为 13%。

3) 消费类电池

消费电池 2023 年受价格下降影响，我们预计贡献收入约 270 亿元，同比下滑 16%，毛利率 14%。考虑消费电子持续复苏，我们预计 2024-2025 年消费类电池产品稳定贡献营收，增速 10%，对应收入分别为 297.0/326.7 亿元，毛利率稳定在 15%。

图11: 欣旺达分业务盈利预测

收入成本预测	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	29,692.31	37,358.72	52,162.27	47,350.58	52,981.00	60,444.37
营业成本 (百万元)	25,354.04	31,871.76	44,942.95	40,471.71	44,951.76	51,098.71
毛利 (百万元)	4,338.26	5,486.97	7,219.32	6,878.87	8,029.24	9,345.65
毛利率	15%	15%	14%	15%	15.2%	15.5%
1. 动力电池 (含储能)						
营收 (百万元)	428.37	2,932.88	12,686.52	11,653.77	13,713.60	17,292.85

增速	-50%	585%	333%	-8%	18%	26%
销量 (gwh)	1.30	3.52	12.10	11.70	17.21	22.37
增速		171%	244%	-3%	47%	30%
单价 (不含税, 元/wh)	0.33	0.83	1.05	1.00	0.80	0.77
单价 (含税, 元/wh)	0.37	0.94	1.18	1.13	0.90	0.87
增速			218%	-5%	-20%	-3%
成本 (百万元)	491.98	2,958.54	11,382.43	10,232.01	11,930.83	14,785.39
单位成本 (元/wh)	0.38	0.84	0.94	0.87	0.69	0.66
毛利 (百万元)	-63.61	-25.66	1,304.09	1,421.76	1,782.77	2,507.46
毛利率	-15%	-1%	10%	12.20%	13.00%	14.50%
净利润(百万元)		-1,059.00	-1,189.55	-1,050.00	-411.41	0.00
净利率		-36%	-9%	-9%	-3%	0%
单瓦净利 (元/wh)		-3.01	-0.98	-0.87	-0.35	0.00

2. 储能系统

营收 (百万元)			363.36	1,245.00	1,743.00	2,265.90
增速				243%	40%	30%
成本 (百万元)			271.78	1,058.25	1,516.41	1,971.33
毛利 (百万元)			91.58	186.75	226.59	294.57
毛利率			25%	15%	13%	13%

2. 消费类电池

营收 (百万元)	20,554.15	26,213.87	32,015.43	27,000.00	29,700.00	32,670.00
增速	11%	28%	22%	-16%	10%	10%
成本 (百万元)	17,168.40	21,928.56	27,601.36	23,220.00	25,245.00	27,769.50
毛利 (百万元)	3,385.75	4,285.31	4,414.07	3,780.00	4,455.00	4,900.50
毛利率	16%	16%	14%	14%	15%	15%

3 其他

营收 (百万元)	8,709.79	8,211.97	7,096.96	7,451.80	7,824.39	8,215.61
增速		-6%	-14%	5%	5%	5%
成本 (百万元)	7,693.66	6,984.66	5,687.38	5,961.44	6,259.52	6,572.49
毛利 (百万元)	1,016.12	1,227.32	1,409.58	1,490.36	1,564.88	1,643.12
毛利率	12%	15%	20%	20%	20%	20%
毛利率	8,709.79	8,211.97	7,096.96	7,451.80	7,824.39	8,215.61

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测: 考虑公司消费龙头地位稳固，动储业务具备成长性，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 10/12/14 亿元，同比-1%/15%/19%，对应 PE 分别为 25/22/18x，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

价格竞争超预期: 18 年至今新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动

动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引了众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩公司盈利水平。

原材料价格不稳定，影响利润空间：原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。

投资增速下滑：各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

欣旺达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	45,149	46,164	49,810	57,711	营业总收入	52,162	47,351	52,981	60,444
货币资金及交易性金融资产	19,464	20,165	22,715	26,638	营业成本(含金融类)	44,943	40,472	44,952	51,099
经营性应收款项	14,156	15,600	15,665	18,282	税金及附加	138	140	153	174
存货	9,875	8,540	9,307	10,371	销售费用	598	630	689	774
合同资产	40	18	24	29	管理费用	2,149	2,462	2,755	3,125
其他流动资产	1,615	1,840	2,098	2,391	研发费用	2,742	2,841	3,068	3,445
非流动资产	29,345	35,242	34,384	33,872	财务费用	675	143	293	274
长期股权投资	551	689	853	1,036	加:其他收益	310	284	318	362
固定资产及使用权资产	12,715	14,585	15,341	15,908	投资净收益	28	(62)	26	30
在建工程	8,041	10,041	8,541	7,541	公允价值变动	(45)	0	0	0
无形资产	642	623	595	573	减值损失	(769)	(500)	(315)	(265)
商誉	71	71	71	71	资产处置收益	(21)	(38)	(16)	(18)
长期待摊费用	3,315	4,015	3,815	3,615	营业利润	420	348	1,085	1,663
其他非流动资产	4,010	5,218	5,168	5,128	营业外净收支	19	5	20	20
资产总计	74,494	81,406	84,193	91,583	利润总额	440	353	1,105	1,683
流动负债	39,007	38,757	40,675	46,623	减:所得税	(319)	(35)	166	252
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,311	12,299	13,604	14,994	净利润	758	388	940	1,431
经营性应付款项	23,173	23,608	23,978	27,956	减:少数股东损益	(306)	(660)	(263)	0
合同负债	596	947	828	990	归属母公司净利润	1,064	1,048	1,203	1,431
其他流动负债	3,928	1,902	2,264	2,683	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.57	0.56	0.65	0.77
非流动负债	9,181	14,033	14,043	14,053	EBIT	1,135	496	1,399	1,958
长期借款	3,726	7,026	7,026	7,026	EBITDA	2,905	1,658	3,176	3,925
应付债券	388	383	393	403	毛利率(%)	13.84	14.53	15.15	15.46
租赁负债	1,654	1,624	1,624	1,624	归母净利率(%)	2.04	2.21	2.27	2.37
其他非流动负债	3,413	5,000	5,000	5,000	收入增长率(%)	39.63	(9.22)	11.89	14.09
负债合计	48,188	52,790	54,717	60,676	归母净利润增长率(%)	16.17	(1.47)	14.75	18.96
归属母公司股东权益	20,056	23,026	24,149	25,579					
少数股东权益	6,250	5,591	5,327	5,327					
所有者权益合计	26,307	28,616	29,476	30,907					
负债和股东权益	74,494	81,406	84,193	91,583					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	559	1,584	2,832	4,599	每股净资产(元)	10.77	12.36	12.97	13.74
投资活动现金流	(9,760)	(8,446)	(887)	(1,423)	最新发行在外股份(百万股)	1,862	1,862	1,862	1,862
筹资活动现金流	14,881	5,896	606	747	ROIC(%)	5.69	1.17	2.33	3.11
现金净增加额	5,656	(899)	2,550	3,923	ROE-摊薄(%)	5.30	4.55	4.98	5.59
折旧和摊销	1,770	1,162	1,777	1,967	资产负债率(%)	64.69	64.85	64.99	66.25
资本开支	(9,061)	(5,046)	(1,000)	(1,510)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.51	24.88	21.68	18.22
营运资本变动	(3,073)	(992)	(794)	316	P/B (现价)	1.30	1.13	1.08	1.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>