

比亚迪 (002594)

2023 年年报点评: Q4 业绩符合预期, 出口及高端化增厚利润

买入 (维持)

2024 年 03 月 27 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 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓恬

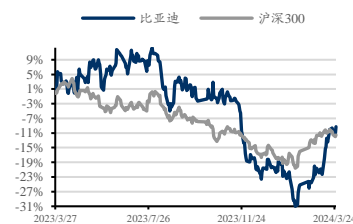
执业证书: S0600523070005
liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	424,061	602,315	706,676	822,414	912,060
同比	96.20%	42.04%	17.33%	16.38%	10.90%
归母净利润 (百万元)	16,622	30,041	32,275	38,781	46,846
同比	445.86%	80.72%	7.44%	20.16%	20.79%
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.71	10.32	11.09	13.32	16.09
P/E (现价&最新摊薄)	38.46	21.28	19.81	16.48	13.65

投资要点

- **业绩符合市场预期:** 23 年公司营收 6023 亿、同增 42%; 归母净利润 300 亿、同增 81%; 扣非净利润 284.62 亿, 同增 82%; 毛利率 20%, 同增 3.2pct; 净利率 5.2%, 同增 1.0pct。其中 Q4 收入 1800 亿, 环增 11%; 归母净利 86.7 亿, 环减 17%; Q4 毛利率 21%, 环减 0.9pct。业绩位于预告中值, 符合预期。公司拟以 23 年归母利润 30% 给予股东每 10 股派发现金分红 30.96 元, 对应股息率 1.4%。
- **Q4 冲量销量创新高、预计 24 年销量增 25% 至 360-390 万辆。** 23 年累计销 302 万辆, 同增 68%, 市占率 32%, 同比提升 5pct, 累计出口 24 万辆, 市占率 20%。其中 Q4 销 94.5 万辆, 同环比+38%/15%, 低价车型 (海鸥、元、海豹) 占比 32%, 环增 7pct, 预计 Q1 销量 60 万辆左右, 同增 10%, 环降 37%。公司产品矩阵齐全, 高端车型补足, 24 年将推出腾势 3 款、方程豹 8 及豹 3、仰望 U7 及 U9。考虑新车推出、高端及出口贡献增量、智能化积极布局, 预计 24 年销量 360-390 万辆, 同增 25%。结构来看, 高端车型迅速上量, 预计 24 年方程豹 10 万辆+、腾势 10 万+、仰望 2 万辆左右, 上述三款车占比比亚迪销量比约 7%, 提升 3pct, 预计出口 45 万辆, 同增 80%。
- **Q4 单车盈利环比下滑、预计 24 年盈利 0.7-0.8 万元。** 我们测算 23 年汽车售价 15 万元, 同降 8%, 单车净利约 0.9 万元, 同增约 3%。若扣除比亚迪电子利润 (Q4 约 10 亿, 权益预计 7 亿), 加回汇兑损失 2.6 亿元, 预计 Q4 单车净利 0.87w, 环降约 25%, 主要为年底促销降价冲量, 降幅 5-10% 不等, 且年底销售、管理费用较高。展望 24 年, Q1 推出多款荣耀版车型, 王朝降价 2-3w 元、海洋降价 0.4-2.2w 元、腾势降价 1-1.6w 元, 降价后短期订单恢复显著, 考虑高端及出口车型上量带来的车型结构优化以及整车零部件成本下降, 可部分抵消价格下滑, 以及预计 24 年单车盈利约 0.7-0.8 万元。
- **Q4 装机量同比高增、预计 24 年电池产量维持 35%-40% 增速。** 23Q4 动储电池装机量 50gwh, 同环比+55%/23%, 23 年累计装机 151GWh, 同增 68%; 预计 23 年公司电池产量约 175gwh, 同增 90%, 其中储能电池出货约 25gwh, 同增约 80%, 贡献明显增量, 预计 24 年电池产量 240gwh, 同增 37%。
- **现金流情况良好、在建工程较年初下降。** 23 年公司期间费用 768 亿, 同增 82%, 费用率 12.75%, 同增 2.82pct; 其中 Q4 期间费用合计 255.99 亿, 同增 52.3%, 环增 23.16%, 期间费用率为 14.22%, 同增 3.47pct, 环增 1.4pct; 23 年底存货 876.77 亿, 较年初增长 10.83%; 应收账款 618.66 亿, 较年初增长 59.33%; 23 年公司经营活动净现金流净额为 1697.25 亿, 同增 20.51%; 资本开支 1216 亿元, 同比上升 25%; 在建工程 347 亿, 较年初降 22%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑降价带来单车盈利下滑, 我们下调 2024-2026 年归母净利润预测至 323/388/468 亿元 (24-25 年原预测值为 369/447 亿元), 同增 7%/20%/21%, 对应 PE 分别为 20/16/14x, 给予 24 年 28xPE, 目标价 310.52 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期、车企价格战持续。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	219.60
一年最低/最高价	162.77/276.58
市净率(倍)	4.61
流通 A 股市值(百万元)	255,671.95
总市值(百万元)	639,286.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	47.68
资产负债率(% ,LF)	77.86
总股本(百万股)	2,911.14
流通 A 股(百万股)	1,164.26

相关研究

《比亚迪(002594): 2 月销量符合预期, 多款车降价加速电动化》

2024-03-05

《比亚迪(002594): 销量点评: 1 月出口表现亮眼, 新车型持续上量》

2024-02-03

2023 年公司归母净利润 300 亿元，同比高增 81%，业绩位于预告中值，符合市场预期。2023 年公司营收 6023.15 亿元，同比增长 42.04%；归母净利润 300 亿元，同比增长 81%；扣非净利润 284.62 亿元，同比增长 82.01%；23 年毛利率为 20.21%，同比增加 3.18pct；销售净利率为 5.2%，同比增加 1.03pct。公司此前预告 2023 年全年归母净利润 290-310 亿元，业绩位于预告中值，符合市场预期。

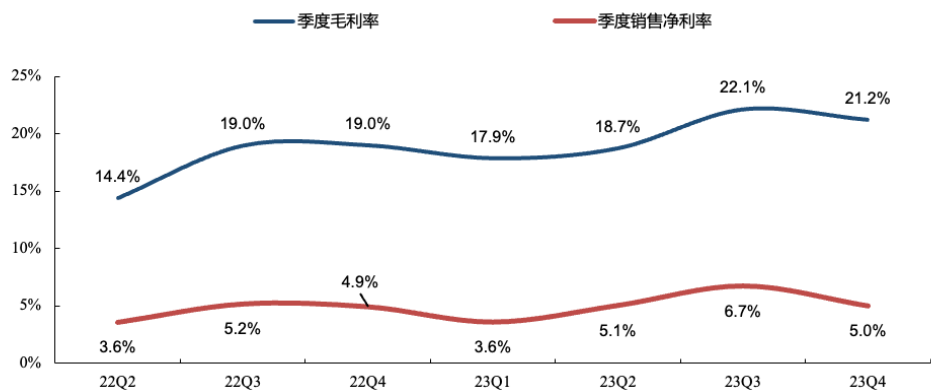
Q4 实现归母净利 86.74 亿元，同环比+19%/-17%。2023 年 Q4 公司实现营收 1800.41 亿元，同比增加 15.14%，环比增长 11.03%；归母净利润 86.74 亿元，同比增长 18.64%，环比下降 16.7%，扣非归母净利润 91.14 亿元，同比增长 25.31%，环比下降 5.6%。盈利能力方面，23Q4 毛利率为 21.22%，同比增长 2.23pct，环比下降 0.9pct；归母净利率 4.82%，同比增长 0.14pct，环比下降 1.6pct；23Q4 扣非净利率 5.06%，同比增长 0.41pct，环比下降 0.89pct。

图1: 公司分季度业绩情况

	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4
营业收入(百万)	180,040.5	162,150.7	139,950.5	120,173.6	156,372.8
-同比	15.14%	38.49%	67.04%	79.83%	120.40%
毛利率	21.22%	22.12%	18.72%	17.86%	19.00%
归母净利润(百万)	8,673.9	10,412.8	6,824.1	4,130.1	7,311.0
-同比	18.64%	82.16%	144.87%	410.89%	1114.30%
归母净利率	4.82%	6.42%	4.88%	3.44%	4.68%
扣非归母净利润(百万)	9,113.7	9,653.9	6,129.73	3,565.13	7,273.17
-同比	25.31%	80.95%	143.68%	593.68%	1875.25%
扣非归母净利率	5.06%	5.95%	4.38%	2.97%	4.65%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 公司分季度盈利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务看，汽车及相关业务贡献主要增量，毛利率同比提升。2023 年汽车业务及相关产品实现营收 4834.53 亿元，同比增长 48.9%，占总收入比例 80%，毛利率 23%，同比提升 2.63pct；2023 年公司手机部件、组装及其他产品业务营业收入 1185.77 亿元，同比增长 20%，毛利率 8.8%，同比提升 2.72pct。

图3：公司业务分半年度拆分

	2023				2023H2				2023H1			
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比
汽车、汽车相关产品及其他产品	4834.53	48.9%	23.0%	2.63pct	2746.29	27.5%	24.8%	2.31pct	2088.24	91.1%	20.7%	4.36pct
手机部件、组装及其他产品	1185.77	20.0%	8.8%	2.72pct	674.87	16.9%	8.8%	2.70pct	510.90	24.4%	8.8%	2.70pct
其他	2.85	-48.5%			0.75	-73.5%			2.10	-22.1%		
合计	6,023.15	42.04%			3,421.91	25.1%			2,601.24	72.7%		

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

汽车业务：销量高增市占率持续提升，Q4 冲量销量创新高。销量方面，根据年报，2023 年比亚迪电动车销量 302 万辆，同增 68%，市占率 32%，同比提升 5pct，销售均价其中乘用车销售 301 万辆，为销量贡献主力，贡献收入 4066 亿元，销售均价为 15.24 万元（含税）；商用车销售 1.15 万辆，贡献收入 61 亿元，销售均价为 60 万元（含税）。根据年报，23 年海外市场迅速上量，累计出口 25 万辆，同比高增 458%，市占率约 20%。根据产销快报，23Q4 电动车销售 94.5 万辆，同环比+38%/15%，其中海鸥、元、海豹贡献主要增量，低价车型（海鸥、元、海豹）占比 32%，环增 7pct，同时豹 5、仰望 U8 上量，贡献 0.8 万辆增量。我们预计 Q1 销量 60 万辆左右，同增 10%，环降 37%。

图4：比亚迪汽车产销情况（辆）

	产量			销售量		
	2023年	2022年	同比	2023年	2022年	同比
按车型类别						
乘用车	3,033,662	1,875,554	61.75%	3,012,906	1,796,625	67.70%
—轿车	1,610,694	979,870	64.38%	1,599,360	950,515	68.26%
—SUV	1,300,396	869,473	49.56%	1,292,397	826,101	56.45%
—MPV	122,572	26,211	367.64%	121,149	20,009	505.47%
商用车	11,569	6,115	89.19%	11,511	5,839	97.14%
—客车	4,705	4,870	-3.39%	4,705	4,742	-0.78%
—其他	6,864	1,245	451.33%	6,806	1,097	520.42%
合计	3,045,231	1,881,669	61.84%	3,024,417	1,802,464	67.79%
其他分类						
境外地区				252,339	45,250	457.66%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图5: 比亚迪汽车季度销售情况 (辆)

项目类别	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	Q4同比	Q4环比	23年全年	累计同比
新能源汽车	552076	703561	824001	944779	38.24%	14.66%	3024417	62.30%
—乘用车	547917	700424	822094	942651	38.20%	14.66%	3013086	62.22%
纯电动	264647	352163	431603	526409	60.00%	21.97%	1574822	72.84%
插混	283270	348081	390491	416242	17.90%	6.59%	1438084	51.98%
—商用车	4159	3317	1907	2128	53.98%	11.59%	11511	88.24%
—客车	743	1182	883	1897	108.46%	114.84%	4705	-3.39%
—其他	3416	2135	1024	231	-51.06%	-77.44%	6806	446.67%
出口	38723	35566	71231	97245	193.20%	36.52%	242765	—

数据来源: 产销快报, 东吴证券研究所

出口及高端车型放量, 预计 24 年销量 360-390 万辆。公司产品矩阵完备, 【仰望】【方程豹】补足高端车型。2024 年 2 月、3 月分别推出纯电性能超跑仰望 U9、新车型元 UP, 年内还将推出腾势 3 款、方程豹 8 及豹 3、仰望 U7。考虑到新车推出、高端车型逐步放量以及海外出口贡献增量, 同时积极布局智能化, 24Q3 实现 30 万元以上车型高阶智驾标配, Q3 上市 20 万以上的车型高阶智驾选配, 我们预计 24 年比亚迪电动车销量 360-390 万辆, 同增 25%。结构来看, 高端车型迅速上量, 预计 24 年方程豹 10 万+, 腾势 10 万+, 仰望 2 万辆左右, 上述三款车占比比亚迪销量比约 7%, 提升 3pct, 预计出口 45 万辆, 同增 80%。

图6: 比亚迪分车系销量 (万辆)

车系	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	23年同比
汉	3.4	6.3	8.3	9.3	3.8	5.8	7.1	6.2	22.8	-17%
唐	2.9	2.7	3.8	5.7	3.3	3.6	3.5	3.3	13.7	-9%
宋	7.4	8.9	12.8	20.2	14.3	11.6	17.2	21.0	64.1	30%
秦	7.6	7.1	11.3	8.9	8.6	13.0	13.5	13.2	48.2	38%
元	3.0	4.8	6.4	8.6	9.7	10.9	9.7	12.5	42.9	87%
海豚	3.0	2.9	6.9	7.7	7.1	9.2	9.8	10.7	36.7	79%
海鸥						3.9	10.3	13.8	28.0	—
海豹			0.9	4.2	2.0	2.2	2.6	5.9	12.7	149%
驱逐舰05	0.1	1.4	2.5	2.1	1.4	2.6	3.2	2.0	9.2	48%
护卫舰07				0.2	2.0	2.8	1.3	0.9	7.0	3761%
腾势				1.0	2.4	3.3	3.6	3.5	12.8	3861%
豹5								0.6	0.6	—
仰望								0.2	0.2	—

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 比亚迪新车型规划

品牌	车型	预计上市时间	类型	预计价格
插混 (王朝+海洋)	秦L DM-i	2024	轿车 (第五代DM技术)	13-15万起
	汉L	2024	轿车 (第五代DM技术)	待定
	唐L	待定	SUV	待定
纯电 (王朝+海洋)	秦L EV	2024	轿车	13-15万起
	元UP	2024.03.27	A0级SUV	10万级
	海狮07	2024	SUV (搭载[天神之眼]高阶智驾)	20万级
腾势	对标保时捷 Panamera	2024	轿车	待定
	对标奔驰S级	2024	轿车	待定
仰望	仰望U9	2024.02.25	纯电性能超跑	168万
	仰望U7	2024上半年	轿车	百万级
方程豹	豹8	2024下半年	硬派SUV	40-70万
	豹3	2024下半年	硬派SUV	20万起

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

Q4 单车盈利环比下滑、预计 24 年盈利 0.7-0.8 万元。我们测算 23 年汽车售价 15 万元 (含税), 同降 8%, 单车净利约 0.9 万元, 同增约 3%。若扣除比亚迪电子利润 (Q4 约 10 亿, 权益预计 7 亿), 加回汇兑损失 2.6 亿元, 预计 Q4 单车净利 0.87w, 环降约 25%, 主要为年底促销降价冲量, 降幅 5-10%不等, 且年底销售、管理费用较高。Q1 推出多款荣耀版车型, 王朝价 2-3w 元、海洋降价 0.4-2.2w 元、腾势降价 1-1.6w 元, 考虑高端及出口上量带来的结构优化以及整车零部件成本下降, 可部分抵消价格下滑, 预计 24 年单车盈利约 0.7-0.8 万元。

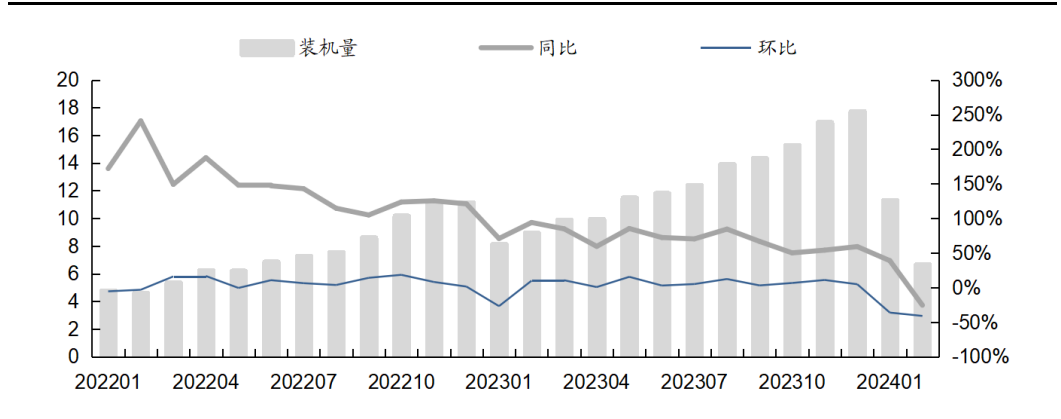
图8: 比亚迪新能源汽车销量情况 (辆)

产品类别	产能状况 (辆)	产量 (辆)	销量 (辆)	销售收入 (亿元)
乘用车	1,900,000	3,033,662	3,012,906	4,066.28
商用车	8,500	11,569	11,511	60.65
合计	1,908,500	3,045,231	3,024,417	4,126.94

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2023 年电池装机量 151GWh, 预计 2024 年电池产量维持 35%-40%增速。Q4 动力和储能电池装机 49.98GWh, 同环比+55%/+23%; 23 年累计装机 151GWh, 同比增长 68%。受益于全球大电站项目需求高增, 2023 年公司电池产量约 175gwh, 同比增长 90%, 其中储能电池出货约 25gwh, 同比增长约 80%, 贡献明显增量, 我们预计 2024 年电池产量 240gwh, 同增 37%。

图9: 比亚迪动力电池装机量 (gwh)



数据来源: 比亚迪产销快报, 东吴证券研究所

手机业务: 营收稳步增长, 盈利能力提升。受通胀持续、全球经济的不确定性及年初库存量增加的影响, 消费需求复苏减弱, 2023 年全球智能手机出货量同比下降 3.2% 至 11.7 亿部, 为十年来最低。2023 年公司手机部件、组装及其他产品业务营业收入 1185.77 亿元, 同比增长 20%, 毛利率 8.78%, 同比增长 2.72pct。消费电子业务方面, 公司持续深化与大客户的战略合作, 在海外大客户核心产品的份额进一步提升; 受益于智能手机市场需求 2023H2 有所回暖, 安卓业务保持稳健发展。新型智能产品业务方面, 公司积极完善 AI 服务器及其他高增长赛道的布局, 无人机、智能家居、游戏硬件等业务板块持续稳健发展, 市场份额不断提升。

全年期间费用率同比微增, 研发投入大幅增加。2023 年公司期间费用合计 767.73 亿元, 同比增长 82.34%, 费用率为 12.75%, 同比增长 2.82pct, 其中销售费用 252.11 亿元, 销售费用率 4.19%, 同比增 0.63pct; 管理费用 134.62 亿元, 管理费用率 2.23%, 同比下降 0.12pct; 财务费用-14.75 亿元, 财务费用率-0.24%, 同比增 0.14pct; 研发费用 395.75 亿元, 同增 112%, 研发费用率 6.57%, 同比增 2.17pct。公司 2023 年计提资产减值损失 21.88 亿元; 计提信用减值损失 15.8 亿元。2023Q4 期间费用合计 255.99 亿元, 同比增长 52.3%, 环比增 23.16%, 期间费用率为 14.22%, 同比增 3.47pct, 环比增 1.4pct。

图10: 公司分季度费用情况

单位: 百万元	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
销售费用	5,704.70	4,648.26	6,189.79	6,389.06	7,984.29
-销售费用率	3.65%	3.87%	4.42%	3.94%	4.43%
管理费用	3,597.77	3,365.70	3,452.94	3,461.56	3,181.51
-管理费用率	2.30%	2.80%	2.47%	2.13%	1.77%
研发费用	7,784.44	6,237.91	7,596.74	11,103.73	14,636.57
-研发费用率	4.98%	5.19%	5.43%	6.85%	8.13%
财务费用	-278.28	5.91	-1,108.86	-169.06	-202.88
-财务费用率	-0.18%	0.00%	-0.79%	-0.10%	-0.11%
期间费用	16,808.63	14,257.78	16,130.60	20,785.29	25,599.48
-期间费用率	10.75%	11.86%	11.53%	12.82%	14.22%
资产减值损失	-487.77	-492.29	-412.86	-500.24	-782.82
信用减值损失	-441.00	-229.62	-380.90	-410.81	-558.28

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

经营活动现金流良好, 在手现金充沛。2023 年公司存货为 876.77 亿元, 较年初增长 10.83%; 应收账款 618.66 亿元, 较年初增长 59.33%; 期末公司合同负债 346.99 亿元, 较年初降低 2.3%。2023 年公司经营活动净现金流净额为 1697.25 亿元, 同比上升 20.51%; 投资活动净现金流净额为-1256.64 亿元, 同比上升 4.2%; 资本开支为 1216.23 亿元, 同比上升 25%; 账面现金为 1090.94 亿元, 较年初增长 112%, 短期借款 183.23 亿元, 较年初增长 256%。

盈利预测与投资评级: 考虑降价带来单车盈利下滑, 我们下调 2024-2026 年归母净利润预测至 323/388/468 亿元 (24-25 年原预测值为 369/447 亿元), 同增 7%/20%/21%, 对应 PE 分别为 20/16/14x, 给予 24 年 28xPE, 目标价 310.52 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 电动车销量不及预期、车企价格战持续。

比亚迪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	302,121	478,856	562,891	633,522	营业总收入	602,315	706,676	822,414	912,060
货币资金及交易性金融资产	118,657	199,372	240,462	277,866	营业成本(含金融类)	480,558	570,423	664,542	736,772
经营性应收款项	69,646	101,118	117,670	130,492	税金及附加	10,350	12,143	14,132	15,672
存货	87,677	128,150	149,294	165,521	销售费用	25,211	26,854	29,607	31,010
合同资产	2,660	24,734	28,784	31,922	管理费用	13,462	14,840	16,448	17,329
其他流动资产	23,481	25,483	26,680	27,721	研发费用	39,575	44,521	50,167	53,812
非流动资产	377,426	432,412	472,324	502,077	财务费用	(1,475)	24	1,864	1,495
长期股权投资	17,647	22,647	27,647	32,647	加:其他收益	5,253	4,947	4,934	4,560
固定资产及使用权资产	240,583	280,307	304,958	324,450	投资净收益	1,635	1,413	2,056	2,280
在建工程	34,726	39,726	44,726	44,726	公允价值变动	258	0	10	10
无形资产	37,236	42,498	47,760	53,022	减值损失	(3,768)	(3,391)	(3,675)	(4,017)
商誉	4,428	4,428	4,428	4,428	资产处置收益	90	70	82	91
长期待摊费用	4,063	4,063	4,062	4,061	营业利润	38,103	40,910	49,061	58,896
其他非流动资产	38,744	38,744	38,744	38,744	营业外净收支	(834)	(918)	(1,010)	(1,111)
资产总计	679,548	911,268	1,035,214	1,135,599	利润总额	37,269	39,993	48,051	57,785
流动负债	453,667	651,976	738,569	794,052	减:所得税	5,925	5,999	7,208	8,668
短期借款及一年内到期的非流动负债	26,064	165,101	171,690	165,648	净利润	31,344	33,994	40,844	49,117
经营性应付款项	198,483	235,600	274,473	304,306	减:少数股东损益	1,303	1,719	2,063	2,272
合同负债	34,699	45,634	53,163	58,942	归属母公司净利润	30,041	32,275	38,781	46,846
其他流动负债	194,421	205,641	239,242	265,156	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.32	11.09	13.32	16.09
非流动负债	75,419	75,419	75,419	75,419	EBIT	34,588	37,895	47,518	57,465
长期借款	11,975	11,975	11,975	11,975	EBITDA	78,141	77,212	96,906	114,012
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.21	19.28	19.20	19.22
租赁负债	8,847	8,847	8,847	8,847	归母净利率(%)	4.99	4.57	4.72	5.14
其他非流动负债	54,597	54,597	54,597	54,597	收入增长率(%)	42.04	17.33	16.38	10.90
负债合计	529,086	727,395	813,988	869,471	归母净利润增长率(%)	80.72	7.44	20.16	20.79
归属母公司股东权益	138,810	170,502	205,793	248,423					
少数股东权益	11,652	13,371	15,433	17,705					
所有者权益合计	150,462	183,873	221,227	266,128					
负债和股东权益	679,548	911,268	1,035,214	1,135,599					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	169,725	38,369	130,057	136,601	每股净资产(元)	47.68	58.57	70.69	85.34
投资活动现金流	(125,664)	(93,737)	(88,171)	(85,039)	最新发行在外股份(百万股)	2,911	2,911	2,911	2,911
筹资活动现金流	12,817	136,083	(807)	(14,168)	ROIC(%)	17.08	11.36	10.31	11.28
现金净增加额	57,329	80,715	41,079	37,394	ROE-摊薄(%)	21.64	18.93	18.84	18.86
折旧和摊销	43,553	39,316	49,388	56,547	资产负债率(%)	77.86	79.82	78.63	76.56
资本开支	(121,623)	(90,148)	(85,227)	(82,319)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.28	19.81	16.48	13.65
营运资本变动	92,770	(40,139)	33,384	24,281	P/B (现价)	4.61	3.75	3.11	2.57

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>