

# 芯联集成-U (688469.SH)

## 汽车收入占比超 50%，产品线多维拓展

优于大市

### 核心观点

**2024 年公司营收同比增长 22.25%。**公司产品主要包括 IGBT、MOSFET、SiC MOSFET 为主的功率芯片、BCD 工艺为主的模拟 IC 芯片、MEMS 为主的传感信号链，以及相应的模组封装等，为汽车、新能源、工控、家电等领域提供完整的系统代工解决方案。24 年公司实现营收 65.1 亿元 (YoY+22.25%)，随着产能规模效应逐步体现，公司毛利率转正，EBITDA（息税折旧摊销前利润）21.46 亿元 (YoY+131.86%)；进入 1Q25，公司单季度收入 17.3 亿元 (YoY+28.14%，QoQ-11.62%)，毛利率 3.67% (YoY+10.35pct，QoQ-0.75pct)；目前公司折旧高峰期已过，盈利水平有望逐步改善。

**24 年公司汽车业务加速增长，同比增超 40%。**24 年公司车载领域收入占比 51.78%，同比增长 40.87%；高端消费领域收入占比 30.61%，同比增长 66.02%。汽车业务作为公司主要增长领域：主驱模块国内市场份额第三，车规级功率模组全面覆盖中国主流车厂及系统厂商；SiC MOSFET 芯片及模块进入规模量产，24 年实现营收 10.16 亿元，同比增超 100%；高压 BCD SOI 集成方案工艺平台获得重要车企定点；激光雷达核心芯片 VCSEL 以及微振镜芯片进入规模量产，惯性导航传感器进入智能汽车终端。

**功率器件、模拟及 MEMS 多维增长，产品与客户数量高速增长。**24 年公司模组封装收入已实现 6.02 亿元，同比增长 54.54%，目前公司已成为中国最大的车规级 IGBT 生产基地之一，是国内产业中率先突破主驱用 SiC MOSFET 的头部企业，车规级功率模组全面覆盖中国主流车厂及系统厂商；24 年公司模拟 IC 相关产品收入同比增长 8 倍，拥有多个车规级工艺平台。此外，根据 Yole 报告，公司位列全球 MEMS 晶圆代工厂第五名，是中国大陆唯一进入全球前五的 MEMS 代工企业。

**投资建议：**目前我国逐步成为汽车电动化与智能化的高地，而汽车半导体国产化率仍低；公司汽车收入占比超 50%，车规功率主驱模块国内领先，碳化硅产品出货亚洲领先，模拟 IC 产品收入步入快速倍增期，覆盖国内头部车企客户，逐步具备车规级特色工艺一站式系统代工解决方案的能力；我们认为公司有望受益于汽车半导体国产化并逐步成为平台型的系统代工领先者，预计 2025-2027 年归母净利润-3.34/0.67/2.43 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PB 2.80/2.78/2.73 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**下游客户扩产进度低于预期；模拟工艺进度不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,324	6,509	8,123	10,205	12,105
(+/-%)	15.6%	22.2%	24.8%	25.6%	18.6%
净利润(百万元)	-1958	-962	-344	67	243
(+/-%)	-79.9%	50.9%	64.3%	119.4%	265.0%
每股收益(元)	-0.28	-0.14	-0.05	0.01	0.03
EBIT Margin	-38.8%	-30.7%	-5.2%	5.3%	8.9%
净资产收益率 (ROE)	-15.7%	-7.8%	-2.9%	0.6%	2.0%
市盈率 (PE)	-16.9	-34.6	-96.7	498.6	136.6
EV/EBITDA	36.4	23.8	22.9	14.2	11.5
市净率 (PB)	2.66	2.70	2.80	2.78	2.73

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

#### 电子·半导体

**证券分析师：胡剑**

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

**证券分析师：叶子**

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

**证券分析师：詹浏洋**

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

**联系人：连欣然**

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

**证券分析师：胡慧**

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

**证券分析师：张大为**

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

**证券分析师：李书颖**

0755-81982362

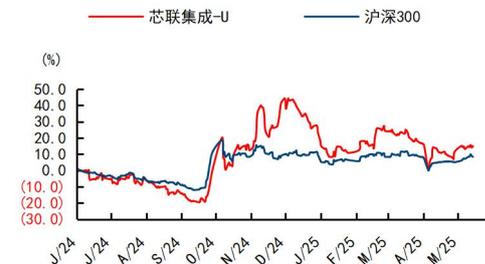
lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次评级)
合理估值	
收盘价	4.78 元
总市值/流通市值	33790/21174 百万元
52 周最高价/最低价	6.21/3.33 元
近 3 个月日均成交额	294.59 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

## 芯联集成：特色工艺一站式系统代工头部企业

芯联集成源于中芯国际的特色工艺事业部，自 2018 年成立后通过五年时间实现科创板上市，目前已成长为车规级特色工艺一站式系统代工头部企业，主要从事 MEMS、IGBT、MOSFET、模拟 IC、MCU 的研发、生产及销售，为汽车、新能源、工控、家电等领域提供完整的系统代工解决方案。公司选择新能源作为发展方向，截止 24 年，收入结构中约 52%来自于新能源汽车，约 17%来自于工控（主要为光伏逆变器、电网高压输配电），约 31%来自消费领域。在晶圆代工方面，目前公司已成为中国最大的车规级 IGBT 生产基地之一；同时公司在 SiC MOSFET 出货量上稳居亚洲前列。

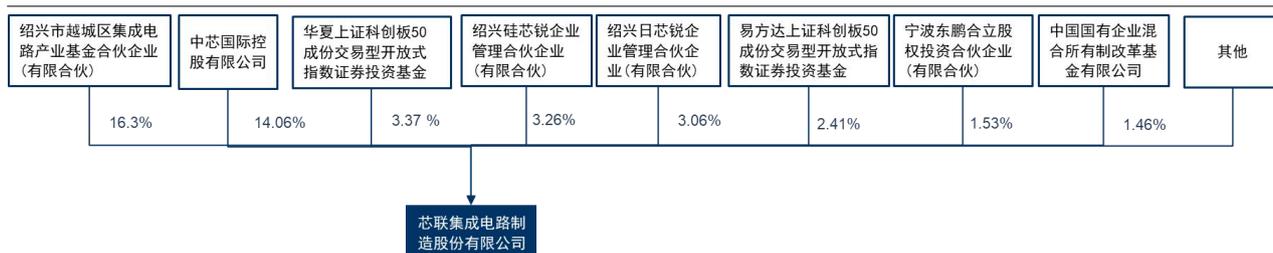
图1：公司产品布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司产品主要为应用于车载、工控、高端消费、AI 领域的功率控制、功率驱动、传感信号链等方面的核心芯片及模组。功率控制方面，公司布局了“8 英寸+12 英寸+化合物”等多条产线。模拟 IC 方面，公司的 BCD 平台可从高电压、大电流和高密度三个维度提供完整的车规级晶圆代工服务。公司独具特色的 BCD 60V/120V BCD+eflash、BCD S01200V、0.35um IPS40V 集成代工平台，可配合新能源汽车和工业 4.0 的集成 SoC 方案，为客户提供高可靠性和更具成本优势的工艺方案；10 余个进入量产 BCD 工艺平台，覆盖汽车 48V 系统、AI 服务器电源等应用；驱动 IC、BMS AFE、CAN/LIN、高压 DC/DC 等多种应用即将进入量产；推出 55nm MCU 平台，40nmMCU 平台已在研发验证中。传感信号链方面，公司生产硅麦克风、激光雷达中的振镜、压力传感等产品。应用于高端消费、新能源汽车的第三代麦克风进入大批量量产，第四代双振膜麦克风完成送样；应用于高端消费的 VCSEL 产品已量产；车载运动传感器验证完成，进入小批量生产阶段；消费类多轴传感器完成送样；车载激光雷达振镜已新客户导入已完成。

图2：公司股权结构（截至 25 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司团队拥有多年半导体行业经验，覆盖功率、模拟、MEMS 等领域。董事长赵奇曾在华虹、中芯国际任职，对工艺设备有较深理解；团队成员在器件研发、工艺及市场端均有多年深厚积累，在产线调通、工艺整合等需要多年经验积累环节相较于行业新进入者有明显优势。

表1：公司主要成员介绍（截至 24 年 6 月 30 日）

姓名	职务	个人简介
赵奇	董事长、董事、总经理、核心技术人员	1996 年至 2010 年，历任华虹 NEC 设备工程师、设备主管、工业工程负责人、计划部部长。2010 年至 2018 年，任中芯国际企业规划中心资深总监。2018 年至今，任芯联集成董事、总经理，2024 年 11 月至今任芯联集成董事长。
刘焯杰	董事、执行副总经理	2002 年至 2006 年，历任中芯国际存储器、高压器件研发主管。2006 至 2007 年，任华虹 NEC 逻辑和高压器件研发主管。2007 年至 2008 年，任特许半导体 BCD 器件研发主管。2008 年至 2018 年，任中芯国际传感器、功率器件及先进封装研发总监。2018 年至今，历任芯联集成副总经理、执行副总经理，并于 2019 年起任芯联集成董事。
王韦	财务负责人	1997 年至 2003 年，曾任上海紫金山大酒店审计主管。2003 年至 2016 年，历任天邦食品股份有限公司投资部总经理、审计督察部总经理、证券发展部总经理、董事会秘书、副总裁。2017 年至 2019 年，任瑞越投资管理（宁波）有限公司副总经理。2019 年至 2024 年 11 月，任芯联集成董事会秘书。2019 年至今，任芯联集成财务负责人。
肖方	资深副总经理、核心技术人员	2002 年至 2018 年，历任中芯国际前段刻蚀设备工程师、湿法设备主管、中段湿法与电镀工艺主管、部门经理。2018 年至今，历任芯联集成扩散工程部经理、副总经理、资深副总经理。
张霞	副总经理	2005 年至 2018 年，历任中芯国际客户服务主管、大客户经理、欧亚区高级市场经理等。2018 年至今，历任芯联集成市场和销售执行总监、副总经理。
严飞	副总经理	2003 年至 2011 年，曾任中芯国际测试生产线主管。2011 年至 2012 年，任映瑞光电科技（上海）有限公司计划部门经理。2012 年至 2015 年，任芯电半导体（上海）有限公司计划与物管部门经理。2015 年至 2018 年，历任中芯国际中段芯片厂及微机电产品部门助理总监，深圳工厂计划和工业工程部门助理总监。2018 年至今，历任芯联集成计划和采购执行总监、副总经理。
单伟中	执行总监、核心技术人员	2002 年至 2018 年，曾任中芯国际薄膜工艺资深经理、工艺整合资深经理。2018 年至今，任芯联集成执行总监。
张毅	董事会秘书	2016 年至 2020 年，历任喜临门家具股份有限公司董事会办公室主任、董事会秘书。2020 年至今，历任芯联集成证券事务代表、董事会办公室主任、会计共享中心总监、董事长助理。2024 年 11 月至今，任芯联集成董事会秘书。

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司公布股权激励方案，进一步增强研发团队稳定性。根据公司 2024 年股权激励方案设定的收入目标，2024/2025/2026 收入考核触发值分别不低于 61.37/71.73/93.25 亿元，收入考核目标值分别不低于 63.76/77.31/101.22 亿元。

表2：公司 24 年股权激励（草案）设定的收入目标值和触发值（亿元）

	目标值增速 (较 21-23 年均值)	触发值增速 (较 21-23 年均值)	目标营收 (亿元)	触发营收 (亿元)
2024	60%	54%	2024 年 63.76	2024 年 61.37
2024-2025	254%	234%	2025 年 77.31	2025 年 71.73
2024-2026	508%	468%	2026 年 101.22	2026 年 93.25

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理



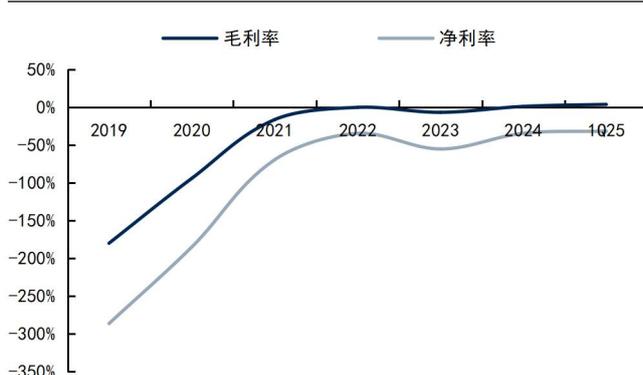
公司 24 年模拟 IC 相关产品收入同比增长 8 倍，拥有多个车规级工艺平台。目前公司应用于车载高边开关的高边智能开关芯片制造平台已完成客户产品验证，针对 48V 系统的智能开关工艺新平台正在积极开发中；应用于车载 BMS AFE 的高压 BCD SOI 的集成方案工艺平台，已获得重要车企定点；应用于节点控制器和 SBC 等应用的数模混合嵌入式控制芯片制造平台，实现系统高集成的 SoC 解决方案。预计 25 年模拟 IC 收入将随客户与工艺平台数量增长加速提升。

图7：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

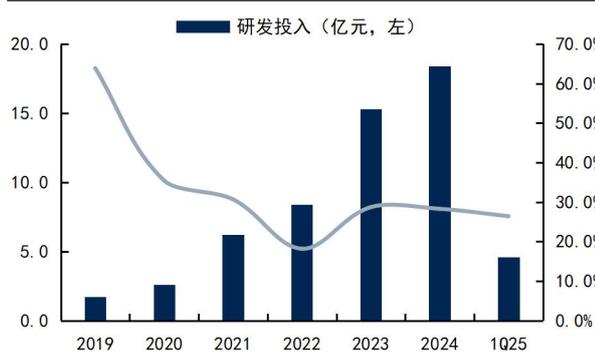
图8：公司毛利率与净利率情况（%，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

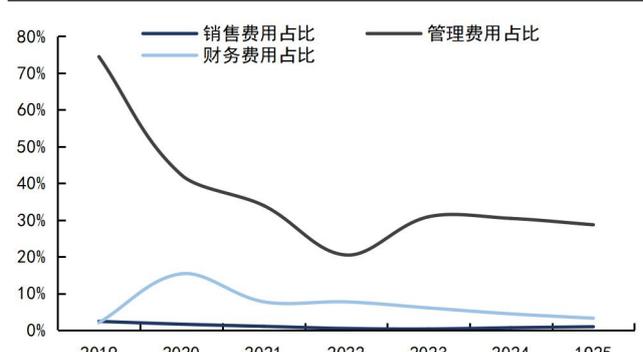
公司折旧高峰期已过，预计折旧压力减小将带来利润端改善。公司 24 年达到折旧高峰期，未来随着折旧压力减小，公司盈利能力将逐步改善。目前随着产线稼动率提升，功率、模拟及 MEMS 产品加速放量，规模效应逐步体现，公司毛利率与净利率逐季度改善，24 年实现毛利率转正，同比提升 7.84 个百分点。

图9：近年公司研发投入情况（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司近五年主营业务分产品营收结构（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司研发投入 24 年 18.42 亿元，占营业收入的 28.30%。主要聚焦功率、MEMS、BCD、MCU 四大主要技术方向与新能源汽车、AI、工控、消费四大应用领域。公司保持每 1-2 年进入一个新赛道，用 3-4 年时间做到技术业界领先，6-7 年跻身行业头部。24 年公司晶圆销量同比增长 31.30%，新增专利数量 118 个，承担 7 项国家重大科技专项。

## 盈利预测

目前公司业务主要包括集成电路代工、模组封测、研发服务等，参考公司产能及客户增长情况，业务收入预期如下：

**集成电路代工：**公司目前代工业务主要分为功率器件、MEMS、模拟 IC 及碳化硅相关业务。其中考虑功率器件产能部分用于功率模组封测，非模组代工假设保持稳定水平；MEMS 考虑 AI 通信/汽车/机器人项目持续导入，预计 2025 年收入有望同比增长 50%；碳化硅 24 年收入超 10 亿元，目前定点项目金额超百亿元，预计未来将保持 50%左右的增长；2024 年公司模拟 IC 相关产品收入同比增长超 8 倍，预计 25 年有望实现 5 倍左右增长；因此，我们预计 25-27 年公司集成电路代工收入有望 62.07/75.31/89.48 亿元，对应增速 10.9%/21.3%/18.8%。

**模组封测：**公司 2024 年模组封装收入 6.02 亿元，同比增长 54.54%，其中车规级功率模组（覆盖 IGBT-SiC 塑封、灌胶全系列）同比增长 106%。在此基础上，公司预计 2025 年芯片及模块 Design-win 有望同比增长 2 倍，目前公司国内份额第三，覆盖行业头部汽车客户，预计随定点项目逐步放量该业务保持加速增长，对应 25-27 年公司模组封测收入有望达 18.05/25.72/30.54 亿元，增速为 200.0%/42.5%/18.8%。

**研发服务及其他业务：**公司存在少量研发服务及其他业务；随着研发业务保持稳定，其他业务逐步下降。

表3: 公司营业收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入(亿元)</b>	<b>53.24</b>	<b>65.09</b>	<b>81.23</b>	<b>102.05</b>	<b>121.05</b>
YoY	16%	22%	25%	26%	19%
<b>集成电路晶圆制造代工</b>	<b>44.72</b>	<b>55.95</b>	<b>62.07</b>	<b>75.31</b>	<b>89.48</b>
YoY	25.7%	25.1%	10.9%	21.3%	18.8%
占比	84.0%	86.0%	76.4%	73.8%	73.9%
<b>模组封测</b>	<b>3.89</b>	<b>6.02</b>	<b>18.05</b>	<b>25.72</b>	<b>30.54</b>
YoY	32.9%	54.5%	200.0%	42.5%	18.8%
占比	7.3%	9.2%	22.2%	25.2%	25.2%
<b>研发服务</b>	<b>0.49</b>	<b>0.79</b>	<b>0.64</b>	<b>0.64</b>	<b>0.69</b>
YoY	-54.6%	60.6%	-18.7%	-0.1%	7.8%
<b>其他业务</b>	<b>4.14</b>	<b>2.33</b>	<b>0.47</b>	<b>0.37</b>	<b>0.34</b>
YoY	-36.1%	-43.7%	-80.0%	-20.0%	-10.0%
<b>毛利率(%)</b>	<b>-6.81%</b>	<b>1.03%</b>	<b>15.84%</b>	<b>23.63%</b>	<b>26.24%</b>

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收分别为 81.23/102.05/121.05 亿元，同比 +25%/26%/19%，毛利率为 15.84%/23.63%/26.24%。

### 未来 3 年业绩预测

**研发费率：**随着半导体放量收入增长及折旧下降，我们认为研发费率将加速下降，假设 2025-2027 年研发费率分别为 17.23%/14.90%/14.08%。

**管理费率：**随着规模逐步扩大，人员规模增长将逐步放缓，我们认为管理费率将逐步下降，假 2025-2027 年管理费率分别为 1.98%/1.71%/1.62%。

**销售费率：**随着半导体扩产和公司销售网络逐步完善后，我们认为销售费率将逐步下降，假设 2025-2027 年销售费率分别为 0.81%/0.70%/0.67%。

表4: 公司未来3年盈利预测表(单位:亿元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5324	6509	8123	10205	12105
营业成本	5687	6442	6836	7794	8929
销售费用	18	43	66	72	81
管理费用	115	139	195	209	230
研发费用	1529	1842	1400	1520	1704
财务费用	323	289	395	413	421
营业利润	(2942)	(2250)	(804)	154	566
利润总额	(2941)	(2247)	(803)	156	568
归属于母公司净利润	(1958)	(962)	(344)	67	243
EPS(元)	-0.28	-0.14	-0.05	0.01	0.03
ROE(%)	-15.7%	-7.8%	-2.9%	0.6%	2.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计公司2025-2027年营收分别为81.23/102.05/121.05亿元, 同比+25%/26%/19%, 毛利率为15.84%/23.63%/26.24%。

### 盈利预测情景分析

我们对盈利预测进行情景分析, 以前述假设为**中性情形**, 则预计公司2025-2027年归母净利润分别为-3.44/0.67/2.43亿元。

**悲观情形:** 若产品价格下跌, 假设公司营收增长率较中性情形下降5%, 营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升5%, 预计公司25-27年归母净利润为-5.27/-1.51/-0.19亿元。

**乐观情形:** 若公司业务超预期, 假设公司营收增长率较中性情形上升5%, 营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升5%, 预计公司25-27年归母净利润为-1.57/2.91/5.13亿元。

表5: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	5,324	6,509	8,203	10,411	12,447
(+/-%)	15.6%	22.2%	26.0%	26.9%	19.6%
净利润(百万元)	-1958	-962	-157	291	513
(+/-%)	-79.9%	50.9%	83.7%	285.5%	76.4%
每股收益(元)	-0.28	-0.14	-0.02	0.04	0.07
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	5,324	6,509	8,123	10,205	12,105
(+/-%)	15.6%	22.2%	24.8%	25.6%	18.6%
净利润(百万元)	-1958	-962	-344	67	243
(+/-%)	-79.9%	50.9%	64.3%	119.4%	265.0%
每股收益(元)	-0.28	-0.14	-0.05	0.01	0.03
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	5,324	6,509	8,042	10,000	11,770
(+/-%)	15.6%	22.2%	23.5%	24.4%	17.7%
净利润(百万元)	-1958	-962	-527	-151	-19
(+/-%)	-79.9%	50.9%	45.2%	71.4%	87.6%
每股收益(元)	-0.28	-0.14	-0.07	-0.02	0.00
总股本(百万股)	5,076	7,045	7,059	7,059	7,059

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

选择从事代工或特色工艺垂直一体化制造的头部厂商士兰微、华润微、华虹公司及中芯国际作为可比公司，行业平均 25 年 PB 为 3 倍；考虑到公司目前汽车业务占比超 50%，客户覆盖国内头部车企，功率模块代工、模拟 IC 等领域加速发展阶段，给予 10% 的溢价空间，对应 25 年 PB 3-3.3 倍，对应股价区间为 5.1-5.6 元。

表6: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	PB		
				2024	2025E	2026E
600460.SH	士兰微	24.6	408.5	3.3	3.2	3.1
688396.SH	华润微	48.0	637.1	2.8	2.7	2.6
688347.SH	华虹公司	45.5	784.5	1.8	1.8	1.8
688981.SH	中芯国际	84.7	6,763.9	4.5	4.4	4.3
	平均值			3.1	3.0	2.8
688469.SH	芯联集成-U	4.8	337.9	2.7	2.8	2.8

资料来源: WIND, 可比公司参考万得一致预期, 国信证券经济研究所预测

### 投资建议

目前我国逐步成为汽车电动化与智能化的高地，而汽车半导体国产化率仍低；公司汽车收入占比约 50%，车规功率主驱模块国内领先，碳化硅产品出货亚洲领先，模拟 IC 产品收入步入快速倍增期，覆盖国内头部车企客户，逐步具备车规级特色工艺一站式系统代工解决方案的能力；我们认为公司有望受益于汽车半导体国产化并逐步成为平台型的系统代工领先者，预计 2025-2027 年归母净利润 -3.34/0.67/2.43 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PB 2.80/2.78/2.73 倍，首次覆盖给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了相对估值方法，选取了与公司业务相同或相近的从事代工或特色工艺垂直一体化制造的头部厂商士兰微、华润微、华虹公司及中芯国际作为可比公司，选取了可比公司 2025 年平均 PB 做为相对估值的参考，同时考虑公司的汽车业务成长性，在行业平均 PB 的基础上给予 10% 溢价，最终给予公司 25 年 3-3.3 倍 PB 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长+25%/26%/19%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别 15.84%/23.63%/26.24%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

- ◆ 公司盈利受下游需求影响较大，我们预计下游需求保持稳定，若下游需求不及预期，延缓公司新业务拓展节奏，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

### 经营风险

**产品研发及市场推广风险：**公司新产品研发投入短期内对公司的经营业绩造成一定的影响。半导体行业受下游市场需求波动的影响较大，如果未来宏观经济发生剧烈波动，下游客户需求存在下降或放缓的情况。

**下游需求不及预期的风险。**半导体行业受下游市场需求波动的影响较大，如果未来宏观经济发生剧烈波动，下游客户需求存在下降或放缓的情况，从而对生产经营产生不利影响。

**政策变动的风险：**目前，半导体行业属于国家鼓励发展的高技术产业和战略新兴产业，受到国家政策的大力支持，但若未来相关部门出台的法律法规、行业标准、产业政策、出口政策等对公司产品及业务造成限制，则公司盈利能力及持续发展将受到不利影响。

### 财务风险

**汇率波动风险：**人民币与美元及其他货币的汇率存在波动，国际收支及外汇储备、利率、通货膨胀等均会对汇率造成一定的影响。公司的销售、采购等环节均存在以外币计价的情形，但公司难以预测市场、外汇政策等因素对汇率产生的影响程度，因此，人民币汇率的波动可能对公司的流动性和现金流造成不利影响。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3995	5188	4379	3753	3559	营业收入	5324	6509	8123	10205	12105
应收款项	572	1384	1213	1524	1808	营业成本	5687	6442	6836	7794	8929
存货净额	1984	2181	3326	3762	4379	营业税金及附加	44	42	50	71	79
其他流动资产	486	2109	2283	2514	2720	销售费用	18	43	66	72	81
<b>流动资产合计</b>	<b>7038</b>	<b>10862</b>	<b>11202</b>	<b>11553</b>	<b>12466</b>	管理费用	115	139	195	209	230
固定资产	22249	20491	21499	22097	22356	研发费用	1529	1842	1400	1520	1704
无形资产及其他	978	849	1010	1171	1332	财务费用	323	289	395	413	421
其他长期资产	1244	1370	1017	682	417	投资收益	23	25	27	25	25
长期股权投资	61	631	631	631	631	资产减值及公允价值变动	(999)	(975)	(435)	(421)	(375)
<b>资产总计</b>	<b>31570</b>	<b>34203</b>	<b>35360</b>	<b>36135</b>	<b>37202</b>	其他	424	987	424	423	254
短期借款及交易性金融负债	3050	3220	3346	3205	3257	营业利润	(2942)	(2250)	(804)	154	566
应付款项	2921	2361	3808	4307	5013	营业外净收支	1	3	1	2	2
其他流动负债	838	488	833	941	1093	<b>利润总额</b>	<b>(2941)</b>	<b>(2247)</b>	<b>(803)</b>	<b>156</b>	<b>568</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6809</b>	<b>6069</b>	<b>7987</b>	<b>8453</b>	<b>9364</b>	所得税费用	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	6719	7491	7491	7491	7491	少数股东损益	(983)	(1284)	(459)	89	325
其他长期负债	2194	695	840	994	594	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(1958)</b>	<b>(962)</b>	<b>(344)</b>	<b>67</b>	<b>243</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>8913</b>	<b>8187</b>	<b>8332</b>	<b>8485</b>	<b>8085</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>15722</b>	<b>14256</b>	<b>16319</b>	<b>16938</b>	<b>17449</b>	净利润	(2941)	(2247)	(803)	156	568
少数股东权益	3365	7626	7167	7256	7581	资产减值准备	1034	977	441	436	382
股东权益	12483	12321	11874	11941	12172	折旧摊销	3411	3991	2584	2994	3333
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>31570</b>	<b>34203</b>	<b>35360</b>	<b>36135</b>	<b>37202</b>	公允价值变动损失	(35)	(2)	(6)	(15)	(8)
						财务费用	433	377	395	413	421
						营运资本变动	2666	(2880)	1147	132	(374)
						其它	(1954)	1686	(837)	(849)	(804)
						<b>经营活动现金流</b>	<b>2614</b>	<b>1903</b>	<b>2922</b>	<b>3267</b>	<b>3520</b>
						资本开支	(10337)	(3558)	(3753)	(3753)	(3753)
						其它投资现金流	982	(2086)	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(9355)</b>	<b>(5645)</b>	<b>(3753)</b>	<b>(3753)</b>	<b>(3753)</b>
						权益性融资	11687	6677	0	0	0
						负债净变化	(2857)	773	0	0	0
						支付股利、利息	(416)	(373)	(103)	0	(12)
						其它融资现金流	627	(2053)	125	(140)	52
						<b>融资活动现金流</b>	<b>9041</b>	<b>5023</b>	<b>23</b>	<b>(140)</b>	<b>40</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>2285</b>	<b>1265</b>	<b>(809)</b>	<b>(626)</b>	<b>(194)</b>
						货币资金的期初余额	1620	3905	5170	4362	3735
						货币资金的期末余额	3905	5170	4362	3735	3541
						企业自由现金流	(6328)	(4445)	(446)	(87)	288
						权益自由现金流	(8558)	(5725)	(716)	(640)	(81)

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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。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所提及的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