

中芯国际（688981.SH）

渠道备货补库持续，指引 Q3 营收中值环比+6%，订单至 10 月底仍供不应求

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	45,250	57,796	65,991	76,048	86,672
增长率 yoy（%）	-8.6	27.7	14.2	15.2	14.0
归母净利润（百万元）	4,823	3,699	5,235	6,026	7,033
增长率 yoy（%）	-60.3	-23.3	41.5	15.1	16.7
ROE（%）	2.9	2.3	3.1	3.5	3.9
EPS 最新摊薄（元）	0.60	0.46	0.66	0.75	0.88
P/E（倍）	150.0	195.6	138.2	120.1	102.9
P/B（倍）	5.1	4.9	4.7	4.5	4.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

Q2 营收环比-1.7%，好于指引，主要受益于政策影响下渠道加紧备货补库。

25Q2 营收 22.09 亿美元，环比-1.7%（原指引环比下降 4%~6%），好于指引，主要受益于政策影响下渠道加紧备货补库；毛利率 20.4%（原指引 18%~20%），环比下降 2.1pct，好于指引，环比下降系 25Q2 晶圆 ASP 环比下降 6.3%，下降幅度好于指引则受益于产能利用率环比+2.9pct 至 92.5%。

Q2 工业与汽车收入环比+7.0%，驱动 8 英寸晶圆收入环比+6.6%。

25Q2 工业与汽车领域营收 2.22 亿美元，环比+7.0%，主要受益于中国工业及汽车需求恢复显著，其中模拟/电源管理/CIS/逻辑/嵌入式存储器/控制器等车规芯片收入环比增长两成。在工业与汽车需求带动下，25Q2 8 英寸晶圆收入环比+6.6%，占比+2.0pct。不过，8 英寸占比提升致晶圆 ASP 环比-6.3%。

渠道备货补库持续，预计晶圆量价齐升，指引 Q3 营收环比+5%~7%。

指引 25Q3 营收环比增长 5%~7%，中值约 23.42 亿美元，主要受益于渠道备货补库持续，预计晶圆出货量及 ASP 均环比增长；毛利率区间 18%~20%，中值 19%，环比下降 1.4pct，晶圆出货量增加将抵消部分折旧影响。

订单至 10 月仍供不应求，维持 25 年营收同比增速高于同业平均的预期不变。

公司订单状况显示，至少到 10 月份仍供不应求，产能持续紧张，显现客户获取市场份额的能力具有可持续性；对于 11~12 月需求不确定性则主要来自手机市场。若无重大外部变化，公司仍维持 25 年全年营收同比增速高于可比同行业平均的预期不变。同时，公司维持 25 年 CAPEX 同比基本持平预期不变。

国产化率提升驱动网络/存储器/汽车需求，手机单机硅含量提升贡献增量。

(1)网络相关(含有线/WiFi/蓝牙): 受益于国内客户替代率高需求增长显著；(2)存储器配套 controller: 受益于国内存储厂产能增加需求确定；(3)手机: 受益于低端手机使用更多高端芯片单机硅含量提升；(4)汽车: 当前汽车领域收入占比约 5%~6%，第一阶段目标是增长至 10%。

国内晶圆制造龙头，成熟制程技术领先，维持“买入”评级。

公司作为国内晶圆制造龙头企业，成熟制程技术领先，有望受益于本地化制造需求提升，营收进一步成长，预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 52.35/60.26/70.33 亿元，对应 25/26/27 年 PE 分别为 138.2/120.1/102.9 倍，维持“买入”评级。

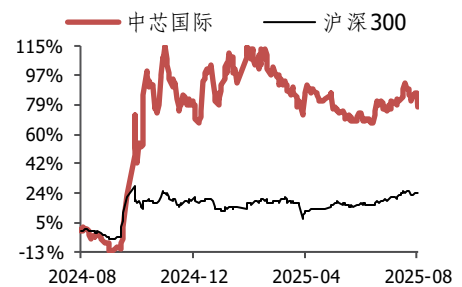
风险提示：宏观经济风险；行业竞争风险；供应链风险；技术迭代风险等。

买入（维持评级）

股票信息

行业	电子
2025 年 8 月 8 日收盘价（元）	86.66
总市值（百万元）	692,094.73
流通市值（百万元）	172,311.20
总股本（百万股）	7,986.32
流通股本（百万股）	1,988.36
近 3 月日均成交额（百万元）	2,165.18

股价走势



作者

分析师 唐泓翼

执业证书编号：S1070521120001

邮箱：tanghongyi@cgws.com

分析师 秦裔甜

执业证书编号：S1070525070003

邮箱：qinyitian@cgws.com

相关研究

- 《指引 Q2 收入短期波动，订单能见度至 25Q3 底，大陆晶圆代工份额目标应超 30%—中芯国际 2025 年一季报点评》2025-05-15
- 《淡季不淡，指引 25Q1 营收中值环比+7%，预计 25 年资本开支同比基本持平—中芯国际 2024 年四季报点评》2025-02-17
- 《24Q2 营收/毛利率均超预期，本地化需求加速下全年营收增速可超同业平均—中芯国际 2024 年第二季度财报点评》2024-08-13

内容目录

一、受益于渠道加紧备货，Q2 营收环比-1.7%，好于指引	3
1、Q2 营收环比-1.7%，好于指引，主要受益于政策影响下渠道加紧备货	3
2、受益于产能利用率提升，Q2 毛利率 20.4%，环比-2.1pct，好于指引	3
3、25Q2 晶圆出货量环比+4%，平均单价因 8 英寸收入占比提升环比-6%	3
4、晶圆量增价跌，Q2 晶圆收入环比-2.3%，8 英寸晶圆收入在工业与汽车带动下环比+6.6%	4
5、25Q2 工业与汽车领域收入环比+7.9%，车规产品出货稳步增长	4
6、25Q2 三大地区收入绝对值保持平稳，其中美国区营收环比小幅+0.6%	5
二、指引 Q3 营收中值环比+6%，预计晶圆量价齐升	6
1、渠道备货补库持续，指引 Q3 营收中值环比+6%，预计晶圆量价齐升	6
2、指引 Q3 毛利率中值 19%，环比-1.4pct，出货增加抵消部分折旧影响	6
三、指引 25 年营收增速高于行业平均，资本支出基本持平	7
1、订单显示至 10 月份仍供不应求，汽车领域收入占比第一阶段目标 10%	7
2、维持 25 年资本支出同比基本持平的预期不变，将继续保持平稳扩产节奏	7
四、投资建议	8
五、风险提示	9

图表目录

图表 1: 25Q2 中芯国际营收 22.09 亿美元，好于指引	3
图表 2: 25Q2 中芯国际毛利率 20.4%，好于指引	3
图表 3: 25Q2 产能利用率环比+2.9pct 至 92.5%	4
图表 4: 25Q2 晶圆 ASP 环比-6.3%（美元/片）	4
图表 5: 25Q2 8 英寸晶圆营收占晶圆收入的 23.9%	4
图表 6: 25Q2 8 英寸晶圆营收环比+6.6%（亿美元）	4
图表 7: 25Q2 工业与汽车占晶圆总收入的比例环比+1.0pct	5
图表 8: 25Q2 工业与汽车收入环比+7.9%（亿美元）	5
图表 9: 25Q2 美国区域营收占比环比+0.3pct	5
图表 10: 25Q2 美国区域营收环比+0.6%（亿美元）	5
图表 11: 指引 25Q3 营收中值环比+6%，毛利率中值环比-1.4pct	6
图表 12: 指引 25 年全年资本开支同比基本持平（24 年资本开支 73.26 亿美元）	7

一、受益于渠道加紧备货，Q2 营收环比-1.7%，好于指引

1、Q2 营收环比-1.7%，好于指引，主要受益于政策影响下渠道加紧备货

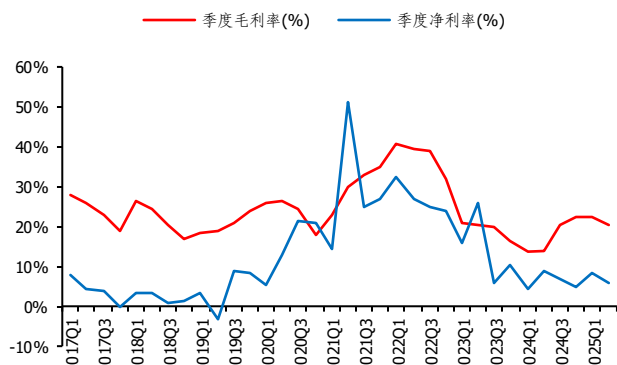
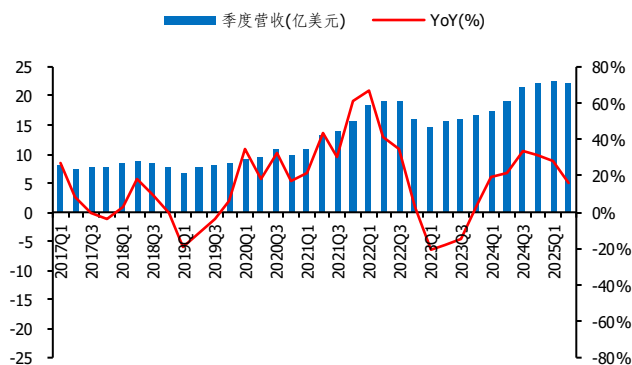
25Q2 营收环比-1.7%，好于指引，主要受益于国内外政策影响下，渠道加紧备货补库。国际会计准则下，25Q2 单季度营收 22.09 亿美元，同比增长 16.2%，环比下降 1.7%（原指引环比下降 4%~6%），好于指引；归母净利润 1.32 亿美元，同比下降 19.5%，环比下降 29.5%。营收环比下降幅度好于指引主要受益于在国内外政策影响下，渠道加紧备货补货。

2、受益于产能利用率提升，Q2 毛利率 20.4%，环比-2.1pct，好于指引

25Q2 毛利率 20.4%，环比下降 2.1pct，环比下降主要由于晶圆 ASP 环比下降，但在产能利用率提升带动下仍好于指引。国际会计准则下，25Q2 毛利率 20.4%（原指引 18%~20%），同比提升 6.5pct，环比下降 2.1pct，好于指引。毛利率环比下降主要系 25Q2 晶圆平均单价环比下降 6.3%，环比下降幅度好于指引则受益于 25Q2 产能利用率环比提升 2.9pct 至 92.5%。

图表 1: 25Q2 中芯国际营收 22.09 亿美元，好于指引

图表 2: 25Q2 中芯国际毛利率 20.4%，好于指引



资料来源：中芯国际 17Q1~25Q2 季度财报，长城证券产业金融研究院

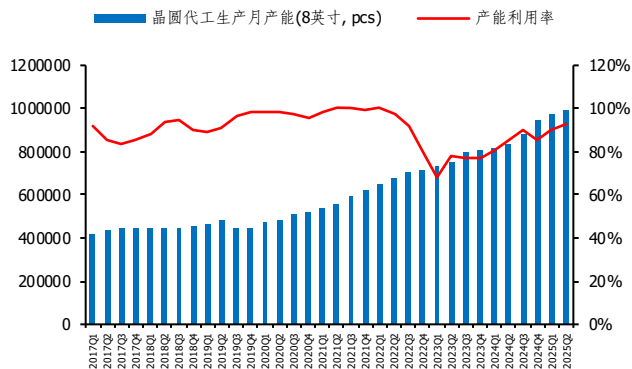
资料来源：中芯国际 17Q1~25Q2 季度财报，长城证券产业金融研究院

3、25Q2 晶圆出货量环比+4%，平均单价因 8 英寸收入占比提升环比-6%

25Q2 晶圆出货量环比+4.3%，驱动产能利用率环比+2.9pct 至 92.5%。至 25Q2 末，公司晶圆月产能 99.13 万片/月（折合 8 英寸），环比增加 1.80 万片/月。出货方面，25Q2 晶圆出货量约 239.02 万片（折合 8 英寸），环比增长 4.3%，驱动 25Q2 产能利用率环比提升 2.9pct 至 92.5%。其中 8 英寸、12 英寸产能利用率都得到进一步提升，8 英寸产能利用率优于同业。

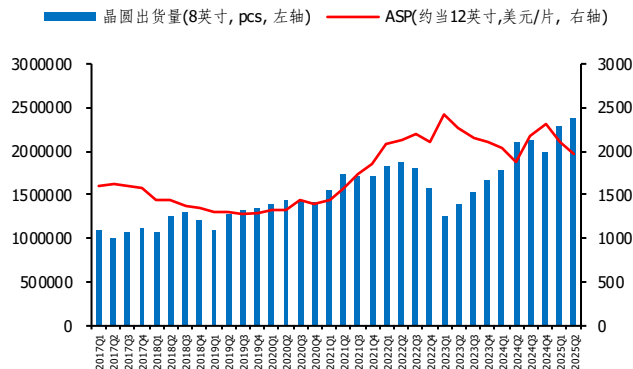
25Q2 晶圆 ASP 环比-6.3%，系此前生产波动及 Q2 工业与汽车需求带动 8 英寸晶圆收入占比提升。25Q2 公司晶圆平均单价约 1967 美元/片（折合 12 英寸），环比下降 6.3%，主要由于此前生产波动影响 12 寸晶圆平均单价，以及 Q2 工业和汽车需求带动 8 英寸收入占比环比提升 2pct。

图表3: 25Q2 产能利用率环比+2.9pct 至 92.5%



资料来源: 中芯国际 17Q1~25Q2 季度财报, 长城证券产业金融研究院

图表4: 25Q2 晶圆 ASP 环比-6.3% (美元/片)



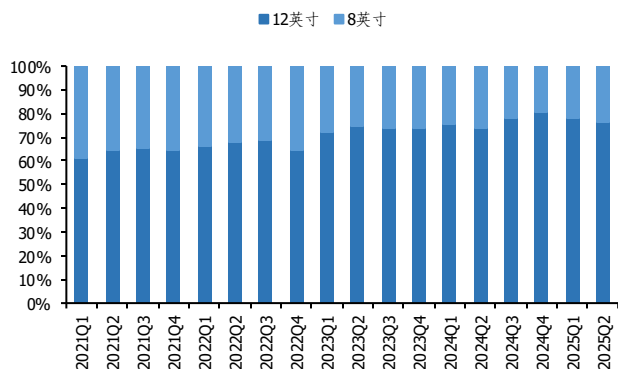
资料来源: 中芯国际 17Q1~25Q2 季度财报, 长城证券产业金融研究院

4、晶圆量增价跌，Q2 晶圆收入环比-2.3%，8 英寸晶圆收入在工业与汽车带动下环比+6.6%

晶圆量增但价跌，致 25Q2 晶圆收入环比-2.3%。25Q2 单季度晶圆收入 20.90 亿美元，环比下降 2.3%，主要由于晶圆 ASP 环比下降 6.3%，而晶圆出货量则在渠道加紧备货补库下环比增长 4.3%。

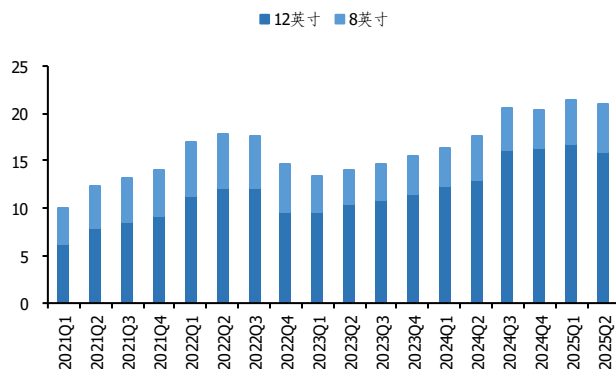
分晶圆尺寸看，25Q2 8 英寸晶圆收入在工业与汽车需求带动下环比+6.6%。具体看，（1）12 英寸晶圆收入 15.90 亿美元，环比下降 4.8%，占晶圆总收入的 76.1%，占比环比下降 2.0pct；（2）8 英寸晶圆收入 4.99 亿美元，环比增长 6.6%，占晶圆总收入的 23.9%，占比环比提升 2.0pct。

图表5: 25Q2 8 英寸晶圆营收占晶圆收入的 23.9%



资料来源: 中芯国际 21Q1~25Q2 季度财报, 长城证券产业金融研究院

图表6: 25Q2 8 英寸晶圆营收环比+6.6% (亿美元)



资料来源: 中芯国际 21Q1~25Q2 季度财报, 长城证券产业金融研究院

5、25Q2 工业与汽车领域收入环比+7.9%，车规产品出货稳步增长

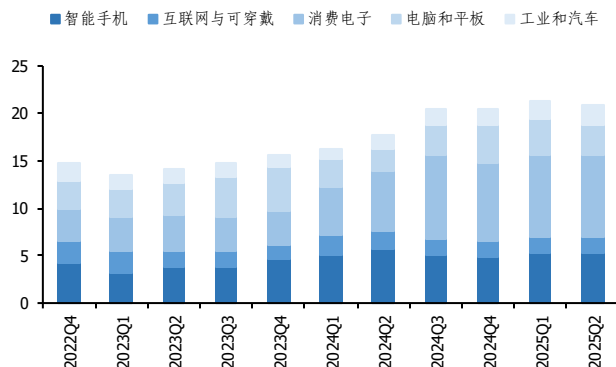
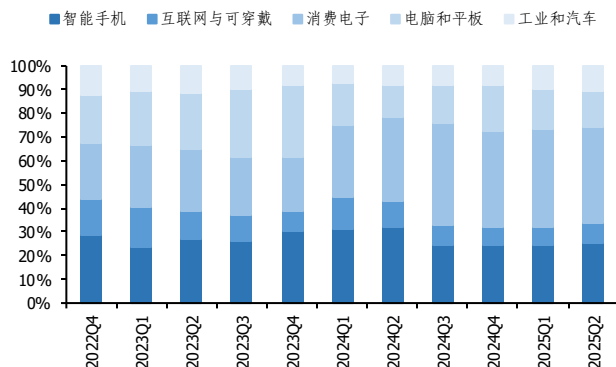
分下游应用看，得益于车规产品出货稳步增长，25Q2 工业与汽车领域收入环比+7.9%，占比环比+1.0pct 至 10.6%。25Q2 工业与汽车领域营收 2.22 亿美元，占晶圆总收入的 10.6%，环比增长 7.9%。公司汽车电子产品出货量持续稳步增长，主要收入贡献来源于模拟、电源管理、图像传感器、逻辑、嵌入式存储器以及控制器等诸多类型车规芯片，二季度整体实现两成环比增长。

此外，25Q2 智能手机领域营收 5.27 亿美元，占晶圆总收入的 25.2%，环比增长 1.7%；消费电子领域营收 8.57 亿美元，占晶圆总收入的 41.0%，环比下降 1.4%；电脑与平板领域营收 3.13 亿美元，占晶圆总收入的 15.0%，环比下降 15.3%；互联网与可穿戴领

域营收 1.71 亿美元，占晶圆总收入的 8.2%，环比下降 3.5%。

分工艺平台看，受益于国内企业加速替代海外份额，模拟芯片需求增长显著。广泛应用于手机快充、电源管理等领域的模拟芯片当前正处于国内企业加速替代海外份额的阶段，公司提前与这些客户深度合作，因而在替代过程中获得增量订单，推动产能利用率继续爬升。同时，图像传感器平台收入环比超两成，射频环比收入也有较高增幅。

图表7: 25Q2 工业与汽车占晶圆总收入的比例环比+1.0pct 图表8: 25Q2 工业与汽车收入环比+7.9% (亿美元)



资料来源: 中芯国际 22Q4~25Q2 季度财报, 长城证券产业金融研究院

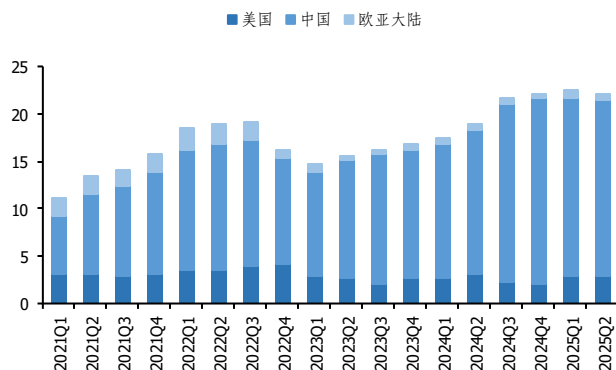
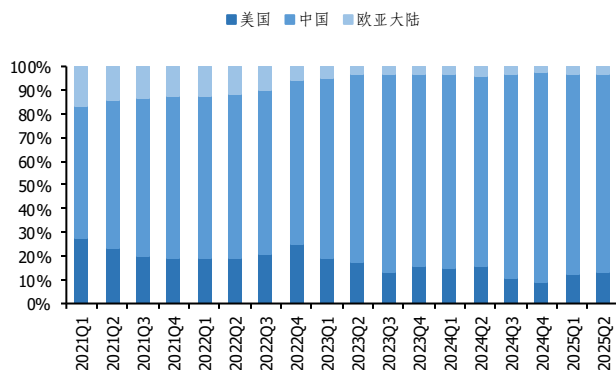
资料来源: 中芯国际 22Q4~25Q2 季度财报, 长城证券产业金融研究院

6、25Q2 三大地区收入绝对值保持平稳，其中美国区营收环比小幅+0.6%

分地区看，25Q2 三大地区收入绝对值环比变化差异较小。25Q2 单季度中国区营收 18.58 亿美元，环比下降 1.9%，占总营收的 84.1%，占比环比下降 0.2pct；美国区域营收 2.85 亿美元，环比增长 0.6%，占总营收的 12.9%，占比环比提升 0.3pct；欧亚大陆营收 0.66 亿美元，环比下降 4.9%，占总营收的 3.0%，占比环比下降 0.1pct。

图表9: 25Q2 美国区域营收占比环比+0.3pct

图表10: 25Q2 美国区域营收环比+0.6% (亿美元)



资料来源: 中芯国际 21Q1~25Q2 季度财报, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 中芯国际 21Q1~25Q2 季度财报, 长城证券产业金融研究院

二、指引 Q3 营收中值环比+6%，预计晶圆量价齐升

1、渠道备货补库持续，指引 Q3 营收中值环比+6%，预计晶圆量价齐升

指引 25Q3 营收中值环比+6%，主要受益于渠道备货补库持续，预计晶圆量价齐升。公司指引 25Q3 营收环比增长 5%~7%，营收中值 23.42 亿美元，同比增长 7.8%，其中晶圆出货量和平均销售单价都预计上升，主要受益于渠道备货补库持续。

2、指引 Q3 毛利率中值 19%，环比-1.4pct，出货增加抵消部分折旧影响

指引 25Q3 毛利率中值 19%，环比-1.4pct，晶圆出货增加将抵消部分折旧上升影响。公司指引 25Q3 毛利率区间 18%~20%，毛利率中值 19%，环比下降 1.4pct，该指引与二季度指引相比持平，主要受益于晶圆出货量增加抵消部分折旧上升带来的影响。

图表 11: 指引 25Q3 营收中值环比+6%，毛利率中值环比-1.4pct

3Q 2025 Guidance



	3Q 2025 Guidance
Revenue	+5% to +7% QoQ
Gross Margin	18% to 20%

资料来源：中芯国际 2025 年第二季度业绩说明会材料，长城证券产业金融研究院

三、指引 25 年营收增速高于行业平均，资本支出基本持平

1、订单显示至 10 月份仍供不应求，汽车领域收入占比第一阶段目标 10%

赵海军指出目前公司订单状况显示，至少到 10 月份仍供不应求，产能持续紧张，显现客户获取市场份额的能力具有可持续性。对于 11 月、12 月，不确定性则主要来自手机市场。

(1) 展望 2025 年全年：25Q4 急单和提拉出货的情况会相对变缓，若无外部重大变化，仍维持 25 年全年营收同比增速高于可比同行业平均的预期；

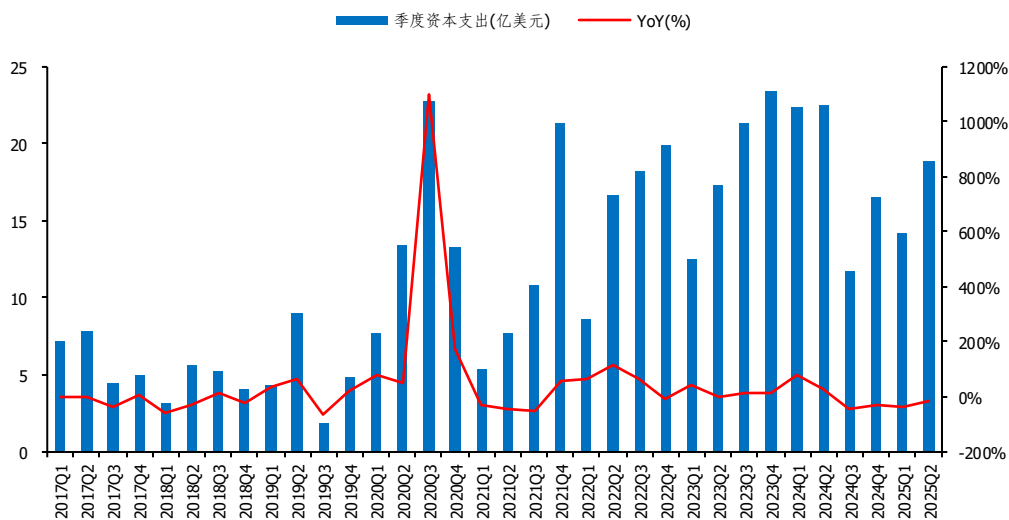
(2) 需求可见度：受益于客户市场份额提升，目前订单可见度至 10 月份仍供不应求；11 月和 12 月不确定性主要来自手机；

(3) 细分市场需求展望：网络相关(含有线/WiFi/蓝牙)受益于国内客户替代率高需求增长显著；存储器配套 controller 受益于国内存储厂产能增加需求确定；手机受益于低端手机使用更多高端芯片单机硅含量提升；汽车领域收入占比目前约 5%~6%，第一阶段目标是增长至 10%。

2、维持 25 年资本支出同比基本持平的预期不变，将继续保持平稳扩产节奏

指引 2025 年资本支出同比基本持平，预计每年新增 5 万片/月产能（折合 12 英寸）。25Q2 资本支出 18.85 亿美元，环比增长 33.1%。公司指引 2025 年资本开支与 2024 年基本持平，将继续保持平稳扩产节奏，每年新增约 5 万片/月产能（折合 12 英寸）。

图表 12：指引 25 年全年资本开支同比基本持平（24 年资本开支 73.26 亿美元）



资料来源：中芯国际 17Q1~25Q2 季度财报，长城证券产业金融研究院

四、投资建议

中芯国际是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一,是中国大陆技术最先进、规模最大、配套服务最完善、跨国经营的专业代工企业。(1)在逻辑工艺领域,公司是中国大陆第一家实现 14nm FinFET 量产的集成电路晶圆代工企业,代表中国大陆自主研发集成电路制造技术的最先进水平;(2)在特色工艺领域,公司陆续推出中国大陆最先进 24nm NAND、40nm 高性能图像传感器等特色工艺,与各领域龙头合作,实现在特殊存储器、高性能图像传感器等细分市场的持续增长。

公司作为国内晶圆制造龙头企业,成熟制程技术领先,有望受益于本地化制造需求提升,营收进一步成长,预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 52.35/60.26/70.33 亿元,对应 25/26/27 年 PE 分别为 138.2/120.1/102.9 倍,维持“买入”评级。

五、风险提示

宏观经济风险。受到全球宏观经济的波动、行业景气度等因素影响，集成电路行业存在一定的周期性。因此，集成电路行业的发展与宏观经济整体发展亦密切相关。如果宏观经济波动较大或长期处于低估，集成电路行业的市场需求也将随之受到影响。另外，下游市场需求的波动和低迷亦会导致集成电路产品的需求下降，或由于半导体行业出现投资过热、重复建设的情况进而导致产能供应在景气度较低时超过市场需求，进而影响集成电路晶圆代工企业的盈利能力，将可能对公司的经营业绩造成一定的影响。

行业竞争风险。从全球范围来看，晶圆代工市场竞争激烈，公司与全球行业龙头相比技术差距较大，目前市场占有率不高。随着物联网、人工智能和云计算等新应用领域的不断涌现，芯片发展的热点领域在不断丰富，广阔的市场前景及较为有利的产业政策吸引了诸多境内外集成电路相关企业布局集成电路晶圆代工行业，可能将导致市场竞争进一步加剧。未来，如果公司无法及时开发和引进最新的制造工艺技术，或推出能够更好地满足客户需求的工艺平台，将削弱公司的竞争优势，并对公司的经营业绩产生不利影响。

供应链风险。集成电路晶圆代工行业对原材料、零备件、软件和设备等有较高要求，部分重要原材料、零备件、软件及核心设备等在全球范围内的合格供应商数量较少，且大多来自中国境外。未来，如果公司的重要原材料、零备件、软件或者核心设备等发生供应短缺、延迟交货、价格大幅上涨，或者供应商所处的国家和/或地区与他国发生贸易摩擦、外交冲突、战争等进而影响到相应原材料、零备件、软件及设备管制品的出口许可、供应或价格上涨，将可能会对公司生产经营及持续发展产生不利影响。

技术升级迭代风险。集成电路晶圆代工的技术含量较高，需要经历前期的技术论证及后期的不断研发实践，周期较长。如果公司未来不能紧跟行业前沿需求，正确把握研发方向，可能导致工艺技术定位偏差。同时，新工艺的研发过程较为复杂，耗时较长且成本较高，存在不确定性。而且集成电路丰富的终端应用场景决定了各细分领域芯片产品的主流技术节点与工艺存在差异，相应市场需求变化较快。如果公司不能及时推出契合市场需求且具备成本效益的技术平台，或技术迭代大幅落后于产品应用的工艺要求，可能导致公司竞争力和市场份额有所下降，从而影响公司后续发展。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	96574	106279	88849	101554	100190
现金	51235	48029	36295	45629	49355
应收票据及应收账款	3944	3288	3311	3302	2889
其他应收款	160	239	138	242	143
预付账款	752	405	474	420	368
存货	19378	21267	21553	21898	18864
其他流动资产	21105	33050	27077	30064	28571
非流动资产	241889	247137	267942	262617	265134
长期股权投资	14484	9004	9699	10354	11000
固定资产	92432	113545	124615	129423	129274
无形资产	3344	3225	3152	3072	2974
其他非流动资产	131629	121362	130476	119767	121886
资产总计	338463	353415	356791	364171	365323
流动负债	52614	61544	57204	61818	61166
短期借款	3398	1070	3480	6192	1070
应付票据及应付账款	4940	5658	7104	6987	9297
其他流动负债	44277	54816	46619	48640	50799
非流动负债	67379	62763	62769	56430	47764
长期借款	63275	57785	58228	51671	43114
其他非流动负债	4104	4978	4541	4759	4650
负债合计	119993	124308	119973	118249	108930
少数股东权益	75994	80917	82941	85465	88296
股本	226	226	226	226	226
资本公积	102332	102906	102906	102906	102906
留存收益	35750	39449	46708	55258	65122
归属母公司股东权益	142476	148191	153877	160456	168097
负债和股东权益	338463	353415	356791	364171	365323

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23048	22659	33120	27069	43145
净利润	6396	5373	7259	8550	9864
折旧摊销	18516	22929	20843	25788	30616
财务费用	-3774	-1833	-3202	-4020	-4994
投资损失	-250	-1100	-299	-239	-210
营运资金变动	-1922	-3413	8561	-3336	7488
其他经营现金流	4082	702	-41	326	380
投资活动现金流	-41701	-30669	-40674	-20081	-32648
资本支出	53865	54559	30245	25162	29810
长期投资	8679	21401	-695	-655	-646
其他投资现金流	3486	2489	-9734	5736	-2192
筹资活动现金流	15728	9999	-6591	-366	-1649
短期借款	-1122	-2327	2410	2711	-5121
长期借款	12317	-5490	443	-6557	-8557
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	2788	574	0	0	0
其他筹资现金流	1744	17241	-9444	3480	12030
现金净增加额	-4263	1732	-14144	6622	8848

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	45250	57796	65991	76048	86672
营业成本	35346	47051	53525	60831	69294
营业税金及附加	223	276	350	395	451
销售费用	254	282	317	350	387
管理费用	3153	3835	4039	4548	5183
研发费用	4992	5447	5952	6685	7618
财务费用	-3774	-1833	-3202	-4020	-4994
资产和信用减值损失	-1334	-525	-457	-558	-611
其他收益	2577	2858	2695	2192	2300
公允价值变动收益	357	4	367	201	150
投资净收益	250	1100	299	239	210
资产处置收益	-1	124	62	65	64
营业利润	6906	6299	7977	9400	10846
营业外收入	12	17	11	12	10
营业外支出	77	23	7	13	12
利润总额	6840	6292	7980	9399	10844
所得税	444	919	721	849	980
净利润	6396	5373	7259	8550	9864
少数股东损益	1573	1674	2024	2524	2831
归属母公司净利润	4823	3699	5235	6026	7033
EBITDA	21637	27452	28920	35350	41233
EPS (元/股)	0.60	0.46	0.66	0.75	0.88

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.6	27.7	14.2	15.2	14.0
营业利润 (%)	-53.2	-8.8	26.6	17.8	15.4
归属母公司净利润 (%)	-60.3	-23.3	41.5	15.1	16.7
获利能力					
毛利率 (%)	21.9	18.6	18.9	20.0	20.1
净利率 (%)	14.1	9.3	11.0	11.2	11.4
ROE (%)	2.9	2.3	3.1	3.5	3.9
ROIC (%)	1.3	1.6	3.1	3.7	4.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.5	35.2	33.6	32.5	29.8
净负债比率 (%)	11.3	17.3	18.6	13.5	6.9
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.1	0.9	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	10.9	18.0	14.4	16.2	15.3
应付账款周转率	7.9	8.9	8.4	8.6	8.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.60	0.46	0.66	0.75	0.88
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.89	2.84	4.15	3.39	5.40
每股净资产 (最新摊薄)	17.84	18.56	19.21	19.97	20.85
估值比率					
P/E	150.0	195.6	138.2	120.1	102.9
P/B	5.1	4.9	4.7	4.5	4.3
EV/EBITDA	5.5	5.1	5.0	3.9	3.0

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686