

蔚蓝锂芯 (002245.SZ)

增持 (维持)

业绩超预期，锂电池量利齐升，LED 恢复

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: 21.00 - 24.00 元
当前股价: 18.05 元

公司公告: 2025 年上半年公司实现营收 37.27 亿元、归母净利润 3.3 亿元, 扣非归母净利润 3.56 亿元, 同比分别增长 21.59%、99%、186%。

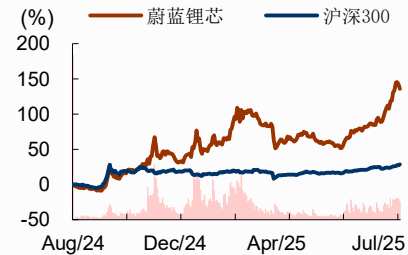
基础数据

总股本 (百万股)	1154
已上市流通股 (百万股)	1085
总市值 (十亿元)	20.8
流通市值 (十亿元)	19.6
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	9.0
资产负债率	34.6%
主要股东	绿伟有限公司
主要股东持股比例	12.81%

□ Q2 业绩超预期。Q2 归母、扣非利润分别约 1.91、2.08 亿元, 分别环比增长 35%、41%, 位于业绩预告中值偏上, 超预期。Q2 业绩实现高增长, 主要系电动工具市场需求显著恢复, 特别是海外订单逐步起量, 预计电池业务海外客户占比提升至 50%以上, 随着稼动率修复公司盈利能力也在显著恢复。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	33	47	135
相对表现	29	40	109



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 业务分析: 上半年公司电池业务出货约 3.1 亿颗, 其中 q2 约 1.77 亿颗, 同比增长 70%, 大幅恢复。估算 Q2 公司电池业务贡献利润约 1 亿+元, 单颗归母净利润大幅恢复至 0.6 元, 主要系稼动率大幅提升, 且 q2 有部分产品实现涨价, 预计 q3 随着价格上涨落地, 单位盈利仍将继续提升。q2 还有部分减值、奖金计提影响。此外, 我们估算 LED、金属物流业务 Q2 贡献上市公司净利润合计超过 0.9 亿元, 其中 LED 业务单季度贡献超过 0.5 亿元, 2025 年上半年毛利率快速提升至 25.6%, 较去年提升 6 个百分点。

相关报告

1、《蔚蓝锂芯 (002245) 一经营向好, 在 AI 领域的 BBU 业务有望带来优异回报》2025-08-10

□ BBU 在 AI 算力快速应用, 公司新品有望在 BBU 获得优异回报。为应对算力端 AI 负荷的频繁、大幅度波动, ICT 供电端的 BBU 逐步应用。目前在英伟达 GB200、GB300 中单个 PSU 功率约 5.5kW, 但在未来的 Rubin 架构中, PSU 功率可能升级到 12kW。伴随算力需求的增长和升级, BBU 的电芯用量会快速提升。BBU 所用的电芯性能要求高, 当前主要为日韩企业, 估算单价约 2 美元/颗 (普通圆柱电芯单价 5 元), 盈利回报高。公司推出全极耳圆柱新产品, 具有高倍率、高功率优异性能, 已开始进入 BBU 市场: 目前公司 BBU 已开始陆续出货, 以送样为主, 未来有望在 BBU 市场获得优异的回报。

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

陈宇超 S1090524010002

chenyuchao@cmschina.com.cn

□ 投资评价。公司圆柱电池在工具领域竞争力领先, 其海外客户占比超 50%, 并且积极拓展 BBU、机器人、低空等新的下游应用。伴随公司产线稼动率提升, 盈利能力开始显著修复, 主业经营向好。同时, 公司 LED 板块开始正贡献, 金属物流板块一直保持较稳定的业绩。综上, 预计公司有望保持快速增长, 估算公司 2025 年归母净利润 7.6 亿元, 维持“增持”投资评级。

□ 风险提示: 锂电池新客户拓展低于预期; 扩张中的管理风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5222	6756	8201	10056	12136
同比增长	-17%	29%	21%	23%	21%
营业利润(百万元)	173	597	954	1299	1666
同比增长	-61%	245%	60%	36%	28%
归母净利润(百万元)	141	488	759	1022	1301
同比增长	-63%	246%	56%	35%	27%
每股收益(元)	0.12	0.42	0.66	0.89	1.13
PE	147.7	42.6	27.4	20.3	16.0
PB	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券

一、Q2 业绩超预期

公司公告：2025 年上半年公司实现营收 37.27 亿元、归母净利润 3.3 亿元，扣非归母净利润 3.56 亿元，同比分别增长 21.59%、99%、186%。

Q2 业绩超预期。 Q2 归母、扣非利润分别约 1.91、2.08 亿元，分别环比增长 35%、41%，位于业绩预告中值偏上，超预期。Q2 业绩实现高增长，主要系电动工具市场需求显著恢复，特别是海外订单逐步起量，预计电池业务海外客户占比提升至 50%以上，随着稼动率修复公司盈利能力也在显著恢复，此外公司 led 业务也在快速增长。

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2024H1	2025H1	同比变化 (%)
营业收入	4233.6	6680.5	6285.1	5221.9	6756.2	3064.8	3726.6	21.59
营业成本	3550.4	5316.3	5289.3	4553.5	5565.2	2604.3	2951.3	13.33
毛利润	683.2	1364.2	995.8	668.4	1191.0	460.6	775.2	68.32
销售税金	12.6	18.9	20.1	20.3	26.7	15.0	20.3	35.43
销售费用	61.5	38.1	36.8	42.6	59.1	24.8	36.4	46.79
管理费用	120.5	145.9	119.8	130.5	117.1	62.6	59.5	-5.09
研发费用	157.4	340.1	371.8	313.5	415.6	180.8	211.2	16.83
经营利润	331.2	821.0	447.2	161.5	572.5	177.4	447.9	152.51
资产和信用减值损失	13.2	-46.9	-105.7	-47.0	-36.5	-28.7	-22.3	-22.26
财务费用	103.4	85.9	18.4	29.4	20.1	12.0	11.7	-2.83
投资收益	-2.9	31.6	34.3	60.1	32.7	16.4	0.1	-99.10
资产处置收益	-14.3	-108.8	-2.6	-3.4	-7.1	-2.0	-29.4	1388.18
公允价值变动净收益	0.0	0.8	-1.0	-1.3	-1.3	1.3	-10.3	-885.64
其他收益	119.5	217.7	93.7	32.7	56.7	66.1	47.6	-27.98
营业外收入	1.9	21.7	7.6	6.7	65.2	2.6	7.0	174.50
营业外支出	0.9	14.1	3.5	6.2	26.7	4.0	4.6	14.88
利润总额	344.4	837.1	451.6	173.7	635.5	217.1	424.4	95.51
所得税	75.6	127.4	44.9	-26.2	91.9	21.1	54.8	158.96
税后净利润	268.8	709.7	406.7	199.9	543.6	195.9	369.7	88.66
少数股东损益	3.0	39.6	28.4	59.0	55.7	28.6	36.6	27.75
归母净利润	265.7	670.1	378.3	140.8	487.8	167.3	333.1	99.09
非经常性损益	93.1	87.5	80.3	29.3	58.6	43.1	-22.7	-152.67
扣非归母净利润	172.7	582.6	298.0	111.5	429.2	124.2	355.8	186.51
主要比率								百分点变化 (%)
毛利率	16.1	20.4	15.8	12.8	17.6	15.0	20.8	5.78
销售费用率	1.5	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8	1.0	0.17
管理费用率	2.8	2.2	1.9	2.5	1.7	2.0	1.6	-0.45
研发费用率	3.7	5.1	5.9	6.0	6.2	5.9	5.7	-0.23
财务费用率	2.4	1.3	0.3	0.6	0.3	0.4	0.3	-0.08
所得税率	21.8	15.8	10.8	-23.1	15.2	10.5	12.9	2.37
净利率	6.3	10.6	6.5	3.8	8.0	6.4	9.9	3.53
扣非净利率	4.1	8.7	4.7	2.1	6.4	4.1	9.5	5.50

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 单季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
营业收入	1429.24	1635.58	1773.64	1917.75	1727.90	1998.66
营业成本	1225.34	1378.91	1437.54	1523.44	1375.28	1576.05
毛利润	203.90	256.67	336.10	394.31	352.62	422.61
销售税金	7.15	7.84	5.68	6.02	9.34	10.96
销售费用	11.01	13.76	15.80	18.53	16.30	20.05
管理费用	32.31	30.33	31.24	23.18	26.87	32.59
研发费用	83.61	97.18	133.20	101.64	123.84	87.38
经营利润	69.81	107.56	150.17	244.95	176.26	271.63
资产和信用减值损失	0.83	-29.50	-3.99	-3.80	1.26	-23.55
财务费用	8.38	3.63	10.33	-2.20	4.35	7.31
投资收益	14.53	1.87	7.85	8.41	2.82	-2.67
资产处置收益	-0.45	-1.52	-0.00	-5.08	-2.97	-26.42
公允价值变动净收益	-0.18	1.49	-2.81	0.22	-12.76	2.46
其他收益	27.48	38.60	20.03	-29.39	20.55	27.04
营业外收入	0.88	1.67	0.42	62.26	0.97	6.04
营业外支出	0.90	3.07	5.03	17.68	0.23	4.34
利润总额	103.63	113.46	156.31	262.07	181.56	242.87
所得税	20.64	0.50	23.95	46.81	23.54	31.21
税后净利润	82.98	112.96	132.36	215.27	158.02	211.66
少数股东损益	12.32	16.30	17.83	9.29	16.29	20.28
归母净利润	70.67	96.66	114.54	205.98	141.73	191.39
非经常性损益	22.21	20.91	5.84	9.67	-5.80	-16.92
扣非归母净利润	48.45	75.74	108.69	196.31	147.52	208.31
主要比率						
毛利率	14.27	15.69	18.95	20.56	20.41	21.14
销售费用率	0.77	0.84	0.89	0.97	0.94	1.00
管理费用率	2.26	1.85	1.76	1.21	1.56	1.63
研发费用率	5.85	5.94	7.51	5.30	7.17	4.37
财务费用率	0.59	0.22	0.58	-0.11	0.25	0.37
所得税率	23.17	0.45	16.13	18.45	13.17	12.71
净利率	5.81	6.91	7.46	11.22	9.15	10.59
扣非净利率	3.39	4.63	6.13	10.24	8.54	10.42

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 重要财务数据

负债情况	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1	2025Q2	年初变化
负债率%	52.70	55.37	36.46	38.39	35.88	35.24	34.58	-1.30
短期借款 (百万元)	1243.62	1888.68	1245.88	1597.78	1001.63	978.91	638.39	-36.26
一年内到期的非流动负债	138.75	188.65	33.44	68.77	109.04	99.99	116.66	7.00
长期借款 (百万元)	265.37	781.25	398.44	339.36	157.12	58.48	39.43	-74.90
在手现金 (百万元)	320.66	547.17	494.64	664.72	766.18	941.91	674.49	-11.97
现金流情况	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	同比变化
赊销比	32.82	26.69	19.15	27.16	31.51	65.50	65.88	0.38
存货营收比	23.77	22.95	29.76	29.73	22.47	67.02	56.79	-10.23
销售商品、劳务获现金(百万元)	3945.58	5459.15	6535.96	4056.89	5180.16	1624.28	2896.17	78.30
销售商品、劳务获现金/营收	93.20	81.72	103.99	77.69	76.67	53.00	77.72	24.72
经营现金流净额/税后净利润	121.83	75.31	116.67	275.92	201.13	651.84	379.09	-272.74
资产回报率情况	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q2	2025Q2	同比变化
归母净利率(%)	6.28	10.03	6.02	2.70	7.22	5.91	9.58	3.67
总资产周转率(%)	0.60	0.79	0.60	0.47	0.61	0.29	0.33	0.04
权益乘数	3.01	2.74	2.12	1.75	1.67	1.64	1.61	-0.03
ROE(%)	11.88	21.77	7.63	2.20	7.29	2.56	4.71	2.14
ROA(%)	3.99	8.41	3.86	1.79	4.87	1.83	3.24	1.40
ROIC(%)	6.66	12.37	5.72	2.31	6.58	2.49	4.46	1.97
固定资产和在建工程情况	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1	2025Q2	环比变化
固定资产 (百万元)	2322.76	2384.81	2308.94	2932.68	3250.39	3211.77	3245.97	-0.14
在建工程 (百万元)	217.55	935.83	1843.59	1460.58	1496.94	1595.75	1656.34	10.65

资料来源: 公司公告、招商证券

二、业务分析

锂电业务分析: 上半年公司电池业务出货约 3.1 亿颗, 其中 q2 约 1.77 亿颗, 同比增长 70%, 大幅恢复。预计电池业务贡献利润约 1 亿+元, 估算单颗归母利润恢复至 0.6 元, 环比翻倍, 主要系稼动率大幅提升, 且 q2 有部分产品实现涨价, 预计 q3 随着价格上涨落地, 单位盈利仍将继续提升。此外 q2 有部分减值、奖金计提, 实际电芯经营端单位盈利可能在 0.7 元以上。除开电动工具、清洁电器、智能出行市场, 公司圆柱电池业务也在加速拓展 BBU 模块(数据中心后备电源)、eVTOL、AI 机器人等新应用场景。目前天鹏已有多款全极耳产品在淮安工厂投产, 而马来西亚工厂未来也有望引入相关先进产品。

为应对算力端 AI 负荷的频繁、大幅度波动, ICT 供电端的 BBU 逐步应用。目前在英伟达 GB200、GB300 中单个 PSU 功率约 5.5kW, 但在未来的 Rubin 架构中, PSU 功率可能升级到 12kW。伴随算力需求的增长和升级, BBU 的电芯用量会快速提升。BBU 所用的电芯性能要求高, 当前主要为日韩企业, 估算单价约 2 美元/颗 (普通圆柱电芯单价 5 元), 盈利回报高。公司推出全极耳圆柱新产品, 具有高倍率、高功率优异性能, 已开始进入 BBU 市场: 目前公司 BBU 已开始陆续出货, 以送样为主, 未来有望在 BBU 市场获得优异的回报。

此外其他业务我们估算 LED、金属物流业务 Q2 贡献上市公司净利润合计超过 0.9 亿元, 其中 LED 业务单季度贡献超过 0.5 亿元, 2025 年上半年毛利率快速提升至 25.6%, 较去年提升 6 个百分点, 超预期。

表 4: 公司主要财务数据

		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025H1
锂电	营收 (亿元)	14.47	26.74	25.56	16.38	25.87	15.95
	出货量 (亿颗)	2.36	3.90	3.13	2.25	4.43	3.10
	不含税单价 (元/颗)	6.13	6.85	8.15	7.28	5.84	5.15
	单颗扣非利润 (元/颗)	0.96	1.26	0.90	-0.19	0.39	0.51
	扣非净利率	15.7%	18.4%	8.6%	-2.5%	6.6%	9.8%
LED	营收 (亿元)	8.59	12.83	11.27	12.40	15.29	8.60
金属	营收 (亿元)	19.28	27.14	26.02	23.02	24.50	11.90
整体	营收 (亿元)	42.50	66.80	62.85	52.22	67.56	37.27
	归母净利润 (亿元)	2.78	6.70	3.78	1.98	4.88	3.33
	扣非净利润 (亿元)	1.85	5.83	2.98	1.68	4.29	3.56

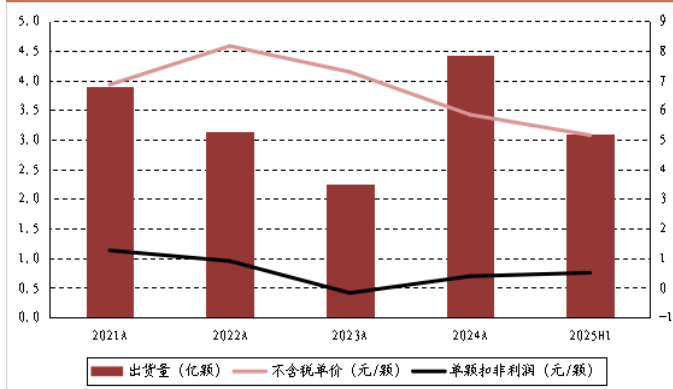
资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 单季度财务数据

		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
锂电	营收 (亿元)	4.97	6.09	6.70	8.21	7.05	8.90
	出货量 (亿颗)	0.75	1.00	1.20	1.49	1.33	1.77
	不含税单价 (元/颗)	6.63	6.11	5.58	5.50	5.30	5.03
	单颗扣非利润 (元/颗)	0.24	0.19	0.20	0.74	0.38	0.60
	扣非净利率	3.6%	3.1%	3.6%	13.5%	7.2%	11.9%

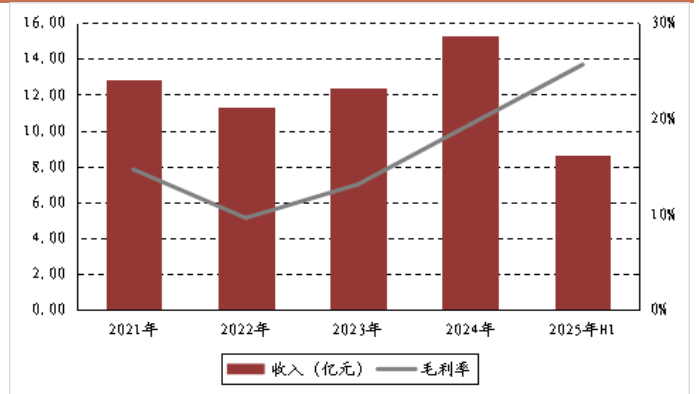
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 公司锂电业务数据(元/颗)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: LED 业务



资料来源: 公司公告、招商证券

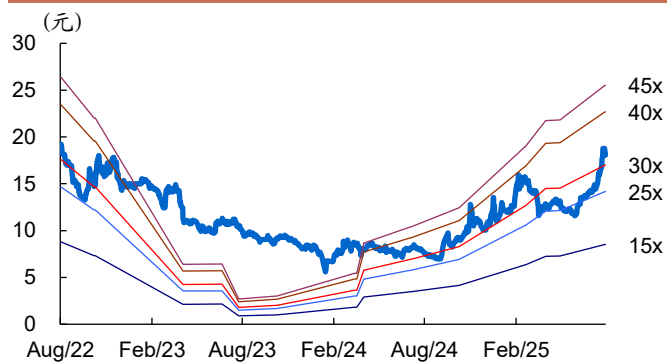
盈利预测

表 6: 盈利预测

		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
锂电池	营业收入 (百万元)	1637.69	2587.43	3640.00	4770.00	5940.00
	YoY	-36%	58%	41%	31%	25%
	营业成本 (百万元)	1499.62	2019.65	2730.00	3529.80	4336.20
	毛利率	8%	22%	25%	26%	27%
LED	营业收入 (百万元)	1240.26	1529.48	1988.32	2584.82	3360.27
	YoY	10%	23%	30%	30%	30%
	营业成本 (百万元)	1077.60	1233.11	1570.78	2042.01	2654.61
	毛利率	13%	19%	21%	21%	21%
金属物流	营业收入 (百万元)	2302.02	2449.74	2572.23	2700.84	2835.88
	YoY	-11%	6%	5%	5%	5%
	营业成本 (百万元)	1944.45	2070.12	2173.63	2282.31	2396.42
	毛利率	16%	15%	15%	15%	15%
	营业收入 (百万元)	5221.9	6756.2	8200.6	10055.7	12136.1
	YoY	-16.9%	29.4%	21.4%	22.6%	20.7%
	营业成本 (百万元)	4553.5	5565.2	6474.4	7854.1	9387.2
	毛利率	12.8%	17.6%	21.0%	21.9%	22.7%

资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 蔚蓝锂芯历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 蔚蓝锂芯历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示

- 1) 锂电池新客户拓展低于预期。公司已经在电动工具领域成功开拓多个海内外主流客户, 在 BBU、机器人、低空等领域也在持续开拓新客户, 同时公司产能也在持续扩张。如果客户需求最后不达预期, 可能有资产闲置或浪费的风险。
- 2) 扩张中的管理风险: 公司业务快速拓展, 锂离子电池、LED 业务都有比较强的专业性, 扩张中管理跟不上可能长期收益会不及预期。

参考报告:

- 1、公司点评: 经营向好, 在 AI 领域的 BBU 业务有望带来优异回报 20250810
- 2、公司点评: Q2 业绩符合预期, 正在开启第二成长曲线, 20220829
- 3、公司深度: 年报业绩符合预期, 电池继续涨价传导成本压力, 20220331
- 4、公司深度: 蔚蓝锂芯 (002245) 投资价值分析, 20220320
- 5、公司点评: 业绩符合预期, 电池继续涨价传导成本压力, 20220126
- 6、公司点评: Q3 盈利能力保持稳定, 电池涨价传导成本压力, 20211026
- 7、公司点评: 业绩符合预期, 锂电业务继续高增长, 20210829
- 8、公司点评: 斩获博世长单, 保障长期成长性, 20210816
- 9、公司点评: 二季度业绩高增长, 电动工具电池成长性更清晰, 20210703
- 10、公司深度: 电动工具行业高景气, 锂电业务盈利能力强劲, 20210410
- 11、公司点评: 继续加码产能, 锂电业务快速成长, 20210313
- 12、公司点评: 业绩符合预期, 锂电业务加速贡献, 20210119
- 13、公司深度: 公司治理有望持续改善, 锂电业务将快速增长, 20201123
- 14、公司深度: 股权结构调整完成, 各项业务有望重回增长, 20200726

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5511	5593	6401	7706	9171
现金	665	766	726	877	1053
交易性投资	820	464	464	464	464
应收票据	85	155	188	230	278
应收款项	1334	1974	2396	2939	3547
其它应收款	7	8	9	12	14
存货	1552	1518	1766	2143	2561
其他	1048	709	852	1042	1256
非流动资产	5500	5726	6061	6265	6363
长期股权投资	0	24	24	24	24
固定资产	2933	3250	3667	3944	4108
无形资产商誉	817	811	730	657	591
其他	1750	1640	1640	1640	1640
资产总计	11011	11319	12462	13971	15534
流动负债	3658	3458	3830	4428	4847
短期借款	1598	1002	1125	1178	993
应付账款	1443	2152	2504	3037	3630
预收账款	73	27	32	38	46
其他	545	276	170	174	178
长期负债	569	603	603	603	603
长期借款	339	157	157	157	157
其他	229	446	446	446	446
负债合计	4227	4061	4433	5031	5451
股本	1152	1152	1152	1152	1152
资本公积金	2935	2936	2936	2936	2936
留存收益	2365	2836	3520	4314	5308
少数股东权益	332	334	421	538	686
归属于母公司所有者权益	6451	6924	7608	8402	9397
负债及权益合计	11011	11319	12462	13971	15534

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	551	1093	811	1031	1296
净利润	200	544	846	1139	1450
折旧摊销	324	397	513	560	589
财务费用	43	29	30	30	30
投资收益	(60)	(33)	(88)	(88)	(88)
营运资金变动	89	118	(490)	(609)	(685)
其它	(45)	39	0	0	0
投资活动现金流	(97)	(325)	(760)	(675)	(599)
资本支出	(360)	(748)	(848)	(764)	(687)
其他投资	263	422	88	88	88
筹资活动现金流	(90)	(744)	(91)	(204)	(522)
借款变动	(62)	(905)	14	54	(185)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7	1	0	0	0
股利分配	(40)	(17)	(75)	(228)	(307)
其他	5	177	(30)	(30)	(30)
现金净增加额	364	24	(41)	152	175

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5222	6756	8201	10056	12136
营业成本	4553	5565	6474	7854	9387
营业税金及附加	20	27	32	40	48
营业费用	43	59	72	88	106
管理费用	130	117	142	174	210
研发费用	314	416	504	619	747
财务费用	29	20	30	30	30
资产减值损失	(50)	(44)	(80)	(40)	(30)
公允价值变动收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	33	57	57	57	57
投资收益	60	33	33	33	33
营业利润	173	597	954	1299	1666
营业外收入	7	65	65	65	65
营业外支出	6	27	27	27	27
利润总额	174	635	992	1338	1705
所得税	(26)	92	146	199	255
少数股东损益	59	56	87	117	149
归属于母公司净利润	141	488	759	1022	1301

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-17%	29%	21%	23%	21%
营业利润	-61%	245%	60%	36%	28%
归母净利润	-63%	246%	56%	35%	27%
获利能力					
毛利率	12.8%	17.6%	21.0%	21.9%	22.7%
净利率	2.7%	7.2%	9.3%	10.2%	10.7%
ROE	2.2%	7.3%	10.4%	12.8%	14.6%
ROIC	2.8%	6.0%	9.3%	11.5%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	35.9%	35.6%	36.0%	35.1%
净负债比率	18.2%	11.2%	10.3%	9.6%	7.4%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.9
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	2.7	3.6	3.9	4.0	4.0
应收账款周转率	4.0	3.8	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	2.6	3.1	2.8	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	0.12	0.42	0.66	0.89	1.13
每股经营净现金	0.48	0.95	0.70	0.90	1.13
每股净资产	5.60	6.01	6.60	7.29	8.16
每股股利	0.01	0.07	0.20	0.27	0.34
估值比率					
PE	147.7	42.6	27.4	20.3	16.0
PB	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	44.3	22.7	15.3	12.1	10.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。