

博通 (BROADCOM) (AVGO. O)

受益全球 AI 浪潮，半导体与软件协同增长

优于大市

核心观点

半导体解决方案主导收入结构，基础设施软件快速扩张。 FY2024，公司半导体解决方案收入 300.96 亿美元，占公司总收入比重达 58.35%，为公司最大收入来源，其中 AI 相关收入增长 220%，第四季度 AI 收入达 122 亿美元；基础设施软件收入 214.78 亿美元，同比增长约 181.24%，占公司总收入比重为 41.65%，增长主要得益于 VMware 的成功整合以及企业对私有云和虚拟化解决方案的需求，无线及宽带等其他业务保持稳定贡献。FY2025H1，公司半导体解决方案业务收入 166.2 亿，同比增长 13.9%，基础设施软件业务收入 133 亿，同比增长 34.94%，主要由 AI 基础设施需求增长以及 VMware 业务整合推动。

AI 需求驱动半导体业务强劲增长，收入利润大幅提升。 FY2025H1 公司实现营业收入 299.2 亿美元，同比增长 22.38%，实现净利润 104.68 亿美元，同比增长 203.77%，主要由半导体业务受 AI 需求推动，基础设施软件业务因基础设施软件服务订阅转型及新合同收入确认增长 35% 驱动。分季度来看，2025Q2 公司实现营业收入 150.04 亿美元，同比增长 20.16%，实现净利润 49.65 亿美元，同比增长 134.09%，主要由软件业务持续增长叠加半导体 AI 产品放量推动。

业绩指引数据亮眼，非 AI 业务预计企稳。 受益于 AI 需求的加速增长、非 AI 半导体业务的企稳，以及 VMware 业务的持续动能，公司季度实现 AI 收入超 44 亿美元，同比增长 46%。公司预计 FY2025Q3 收入为 158 亿美元，环比增长 5%，由 ASIC 环比增长 35% 驱动，AI 收入指引为 51 亿美元，环比增长 16%，非 AI 半导体收入和基础设施软件收入预计环比持平。

风险提示： 估值的风险、盈利预测的风险、AI 落地不及预期的风险等。

投资建议： 首次覆盖，给予“优于大市”评级。1) 半导体解决方案：随着大模型训练与推理需求快速上升，全球 AI 加速芯片与 ASIC 市场空间持续扩张。公司在网络交换芯片、存储控制器及 AI 相关定制化 ASIC 领域具备深厚积累，已进入多家超大规模云厂商供应链；2) 基础设施软件：在收购 VMware 后，公司构建了涵盖虚拟化、云基础设施及企业级软件的完整产品矩阵，订阅与长期合同模式带来稳定现金流。预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 612.66/763.4/906.54 亿美元，增速分别为 18.8%/24.6%/18.8%，实现归母净利润分别为 252.99/345.61/424.79 亿美元，对当前 PE 为 55.29/40.47/32.93 倍，给予 2026 年 48-49 倍 PE，对应估值区间为 16589.28-16934.89 亿美元市值。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	35,819	51,574	61,266	76,340	90,654
(+/-%)	7.3%	44.0%	18.8%	24.6%	18.8%
净利润 (百万元)	14082	6168	25299	34561	42479
(+/-%)	22.5%	-56.2%	310.2%	36.6%	22.9%
每股收益 (元)	2.99	1.31	5.38	7.35	9.03
EBIT Margin	40.5%	17.1%	28.9%	34.5%	36.4%
净资产收益率 (ROE)	58.7%	9.1%	27.2%	27.1%	25.0%
市盈率 (PE)	99.3	226.8	55.3	40.5	32.9
EV/EBITDA	78.9	79.5	54.9	41.6	35.1
市净率 (PB)	58.31	20.67	15.04	10.97	8.23

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 · 海外公司财报点评

计算机 · 计算机设备

证券分析师：熊莉 联系人：侯睿

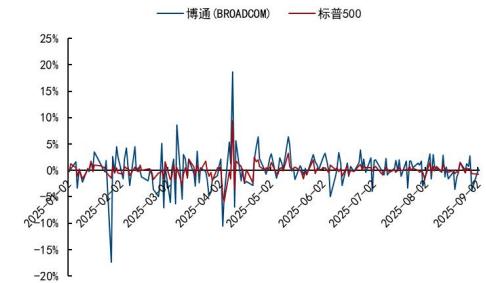
021-61761067

xiongли1@guosen.com.cn hourui3@guosen.com.cn
S0980519030002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	298.24 美元
总市值/流通市值	14028/14028 亿美元
52 周最高价/最低价	317.35/134.90 美元
近 3 个月日均成交额	56.50 亿美元

市场走势



相关研究报告

◆ 公司概况：半导体与基础软件双轮驱动，AI 时代行业龙头

博通（Broadcom）专注于半导体解决方案和基础软件服务，产品涵盖网络交换芯片、专用集成电路（ASIC）、无线通信芯片、宽带芯片、存储控制器以及面向数据中心、云计算、企业和消费级应用的全栈解决方案。在数据中心和AI基础设施方面，公司可提供AI定制ASIC、高性能网络交换芯片（如Tomahawk系列）、光电集成封装技术、企业存储解决方案以及支持大规模AI训练和推理的网络互连产品，可满足当今超大规模数据中心、AI计算集群、高性能计算（HPC）以及云服务提供商日益增长的算力和网络带宽需求。同时，公司也面向移动设备厂商、宽带运营商、无线通信设备商以及工业和企业用户提供无线连接芯片、宽带接入芯片、网络处理器和存储控制器。公司在基础软件领域提供涵盖网络安全、大机软件、虚拟化平台和企业级软件的产品组合，实现硬件与软件的协同优化，广泛应用于关键业务系统、网络基础设施和企业数字化转型。软件层面，公司开发的软件栈包括适用于网络设备、存储系统、无线基站和数据中心的驱动程序、管理软件和开发工具。

◆ 公司治理：管理团队持股，核心技术人员经验丰富

董事会及高管持股占比2%，高管团队成员从业经验丰富。截至2025年4月，公司持股超5%的股东分别为先锋领航集团和贝莱德集团，分别持有公司10%、7.4%的股权。公司董事会及高管在内的合计12人持有公司股票，合计持有股份数达92788446股，占比达2%。公司管理团队成员均曾在相关领域知名公司担任高管职务，具有丰富管理经验，其中核心技术人员Samuel i先生拥有加州大学洛杉矶分校相关领域博士学位及教授职位，在行业内有超40年从业经验，对业内技术及产品有着深刻理解。

表1：公司股权架构（截至2025年4月，*代表持有股份小于1%）

股东名称	实际持有股份数	占已发行股份比例
持有5%以上股东		
The Vanguard Group	468544898	10.00%
BlackRock, Inc.	347023720	7.40%
董事及高管持股		
Diane M. Bryant	6780	*
Gayla J. Delly	34750	*
Kenneth Y. Hao	1626440	*
Eddy W. Hartenstein	48290	*
Check Kian Low	113050	*
Justine F. Page	26180	*
Henry Samuel i	87907507	1.90%
Hock E. Tan	1844746	*
Harry L. You	30450	*
Mark D. Brazeal	145410	*
Charlie B. Kawwas	757520	*
Kirsten M. Spears	247323	*
所有董事及高管合计(12人)	92788446	2.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 公司高级管理人员情况

姓名	职务	性别	年龄	履历
Hock E. Tan	总裁兼首席执行官	男	73	曾任集成电路系统公司(ICS)总裁兼首席执行官、首席运营官、高级副总裁兼首席财务官, 康懋达国际公司副总裁, 百事可乐公司和通用汽车公司高级管理职务, Pacven Investment 风险投资基金董事总经理, 马来西亚 Hume Industries 董事总经理, 美国总统国家安全和电信咨询委员会成员, IDT 公司董事会主席, 现任 Meta Platforms 董事; 2006 年 3 月起担任公司董事、总裁兼首席执行官。
Kirsten M. Spears	首席财务官	女	61	曾任 LSI Corporation 的副总裁兼公司财务总监; 2016 年至 2020 年担任公司首席会计负责人, 并于 2014 年至 2020 年 12 月担任副总裁兼公司财务总监, 现任公司首席财务官兼首席会计官。
Mark D. Brazeal	首席法务官	女	61	曾任 SanDisk Corporation 首席法务官兼知识产权许可高级副总裁; 2000 年至 2014 年在公司担任多个高级法律职务, 包括高级副总裁兼高级副总法律顾问, 现任公司首席法务与企业事务官。
Charlie B. Kawwas	半导体解决方案集团总裁	男	54	曾任 LSI Corporation 全球销售主管、网络部门销售与市场副总裁; 2020 年至 2022 年担任首席运营官, 2015 年至 2020 年担任高级副总裁兼首席销售官, 2014 年至 2015 年担任高级副总裁兼全球销售负责人, 现任公司半导体解决方案集团总裁。
Henry Samueli	董事会主席	男	70	加州大学洛杉矶分校电气与计算机工程系教授, 博士学位; 曾在 TRW 公司电子技术部门担任工程与管理职务, PairGain Technologies 联合创始人兼首席科学家; 1991 年联合创立博通公司, 历任首席技术官、执行副总裁兼研发部门负责人, 2016 年起担任公司董事, 2018 年起担任董事会主席。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 主营业务：AI 需求推动增长，半导体解决方案与基础设施软件双核驱动

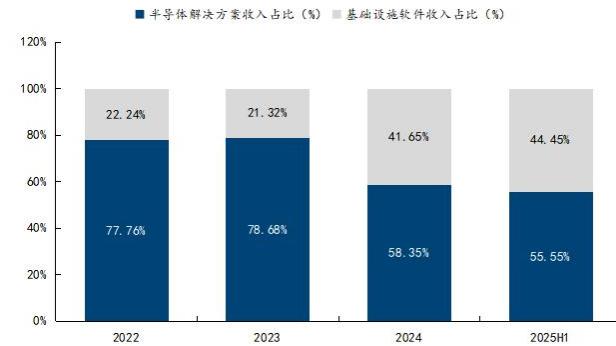
半导体解决方案为最大收入来源，基础设施软件业务快速扩张。公司收入主要来自以下两个核心业务：

- 1) 半导体解决方案业务：主要包括用于数据中心的 AI XPU 加速器、网络交换芯片、路由器芯片、光纤连接产品、存储控制器以及定制 ASIC 产品；
- 2) 基础设施软件业务：主要包括 VMware Cloud Foundation 私有云平台、虚拟化软件、网络与安全软件、Tanzu 应用现代化平台以及大型机软件。

FY2024，公司半导体解决方案收入 300.96 亿美元，占公司总收入比重达 58.35%，为公司最大收入来源，其中 AI 相关收入增长 220%，第四季度 AI 收入达 122 亿美元；基础设施软件收入 214.78 亿美元，同比增长约 181.24%，占公司总收入比重为 41.65%，增长主要得益于 VMware 的成功整合以及企业对私有云和虚拟化解决方案的需求，无线及宽带等其他业务保持稳定贡献。FY2025H1，公司半导体解决方案业务收入 166.2 亿，同比增长 13.9%，基础设施软件业务收入 133 亿，同比增长 34.94%，主要由 AI 基础设施需求增长以及 VMware 业务整合推动。

图1: 公司分业务收入情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 公司分业务收入占比


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 财务分析：收入、利润大幅增长，毛利回升韧性凸显

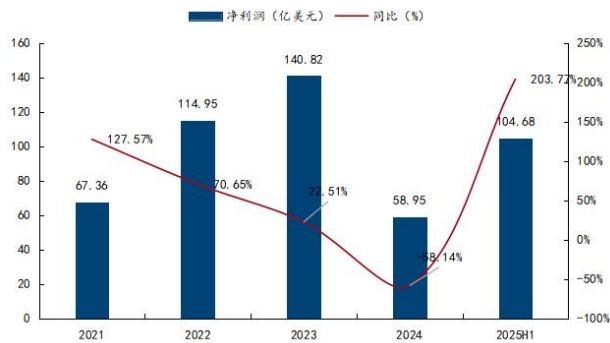
收入、利润大幅增长，AI 半导体放量与软件订阅转型红利显现。 FY2025H1 公司实现营业收入 299.2 亿美元，同比增长 22.38%，实现净利润 104.68 亿美元，同比增长 203.77%，主要由半导体业务受 AI 需求推动，基础设施软件业务因基础设施软件服务订阅转型及新合同收入确认增长 35% 驱动。分季度来看，2025Q2 公司实现营业收入 150.04 亿美元，同比增长 20.16%，实现净利润 49.65 亿美元，同比增长 134.09%，主要由软件业务持续增长叠加半导体 AI 产品放量推动。

图3: 博通营业收入及增速

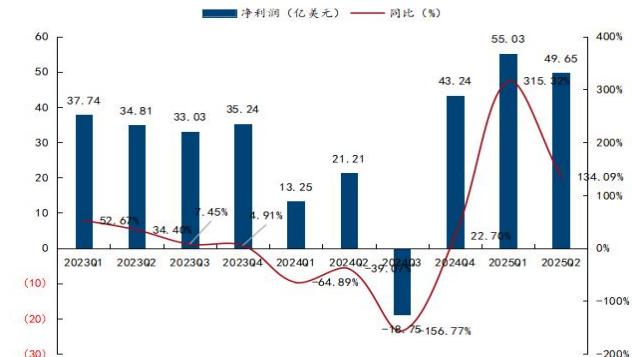

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 博通单季度营业收入及增速


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

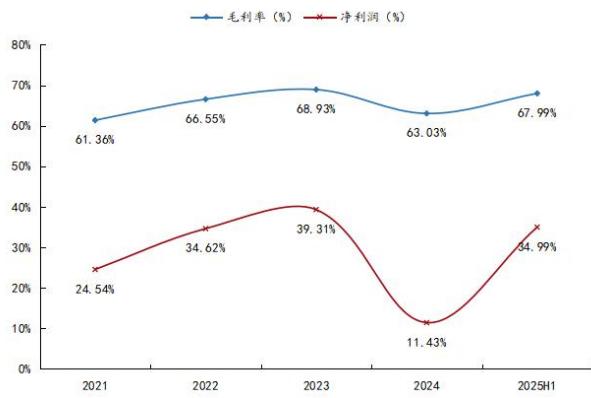
图5: 博通净利润及增速


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

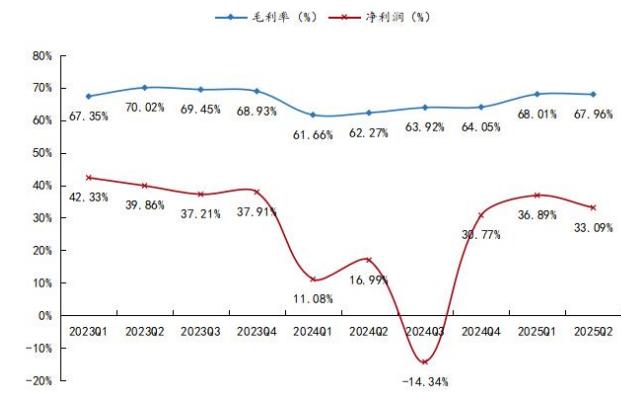
图6: 博通单季度净利润及增速


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

政府潜在管制风险下毛利韧性凸显，业务转型推动费用结构优化。 FY2025Q2 公司实现毛利率达 67.99%，同比增长 6.02 个 pct，主要受高利润软件业务同比增长及 AI 半导体需求对冲政策风险影响。公司实现净利率 34.99%，同比提升 20.89 个 pct，源于利息支出减少及税率优化。期间费率方面，FY2025Q2 公司实现研发、销售及管理费用率分别为 15.02%、6.32%，分别同比-3.47、-6.26 个 pct，主要由 VMware 收购完成后，相关重组及整合成本大幅减少，同时运营效率提升导致。

图7: 博通毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: 博通单季度毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9: 博通期间费用率变化情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10: 博通单季度期间费用率变化情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

半导体解决方案：涵盖从分立器件到复杂的子系统，子系统包括多种器件类型，并且还集成了用于实现模拟系统与数字系统之间接口的固件。2022-2024年占公司总收入比重分别为77.8/78.7/58.4%。当前AI应用快速发展推动数据中心需求持续扩张，客户对定制ASIC及异构计算平台采购显著增加，带动半导体解决方案业务实现稳步增长。我们预计2025/2026/2027年公司半导体解决方案业务收入增速分别为18.5/31.5/25.5%，占公司总收入比重分别为58.2/61.4/64.9%。

基础设施软件业务：包括VMware Cloud Foundation私有云平台、虚拟化软件、网络与安全软件、Tanzu应用现代化平台以及大型机软件，2022-2024年占公司总收入比重分别为22.2/21.3/41.6%。随着企业数字化转型加速、AI驱动的应用需求不断扩展，客户对综合性基础设施软件解决方案的依赖度持续提升，推动软件业务稳健增长。我们预计2025/2026/2027年公司基础设施软件业务收入增速分别为19.2/15.8%，占公司总收入比重分别为41.8/33.6/35.1%。

毛利率：随着AI加速器及高性能网络芯片需求快速释放，公司半导体解决方案业务实现结构性升级，高附加值定制化ASIC及以太网产品占比提升，带动整体盈利能力增强。受益于产品结构优化与规模效应释放，我们预计公司毛利率将稳步提升，2025/2026/2027年分别为67.6%/68.9%/69.1%。

表3: 公司营业收入预测 (单位: 百万美元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,203	35,819	51,574	61,266	76,340	90,654
YoY	21.0%	7.9%	44.0%	18.8%	24.6%	18.8%
毛利率	66.6%	68.9%	63.0%	67.6%	68.9%	69.1%
半导体解决方案	25,818	28,182	30,096	35,664	46,898	58,857
YoY	26.6%	9.2%	6.8%	18.5%	31.5%	25.5%
收入占比	77.8%	78.7%	58.4%	58.2%	61.4%	64.9%
基础设施软件业务	7,385	7,637	21,478	25,602	29,442	31,797
YoY	4.5%	3.4%	181.2%	19.2%	15.0%	8.0%
收入占比	22.2%	21.3%	41.6%	41.8%	38.6%	35.1%

资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理和预测

期间费用率：公司主营半导体解决方案与基础设施软件，业务涵盖数据中心、网络、宽带、无线及企业软件等多个板块。受益于AI和云计算带动的下游需求增长，公司持续加大研发投入，重点布局专用加速器、网络芯片及安全软件平台，以保持技术领先并强化市场竞争力。与此同时，随着客户结构优化及渠道拓展，销售与管理费用率将保持平稳。在新产品推广阶段，公司将持续进行研发投入以保障自身竞争优势。

销售与管理费用率：公司在定期报告中按照销售与管理费用披露相关费用情况，2024年公司并购VMware导致员工人数增加，从而带来更高的薪酬支出，包括更高的基于股票的薪酬。随着公司在半导体解决方案与基础设施软件领域市场的客户基础更加稳固，销售模式逐渐从主动拓展转向深度维护与长期合作，相关市场推广和渠道开拓压力有所减轻，预计2025/2026/2027年销售及管理费用率分别为8.6%/7.3%/6.5%。

研发费用率：受公司并购VMware导致员工人数增加，从而带来更高的薪酬支出，包括更高的基于股票的薪酬影响，2024年公司研发费用同比增长。随着公司核心技术逐步成熟，关键产品线（如网络芯片、专用加速器及安全软件平台）已形成较强的竞争壁垒，研发投入的边际效益逐渐提升，研发投入将持续增长，研发费用率有望得到控制，预计2025/2026/2027年研发费用率分别为16.1%/14.6%/13.5%。

财务费用：受并购VMware筹资发行大额长期票据/贷款并承接被并购主体存量债务，导致平均计息规模抬升、部分一次性费用摊销等因素影响，2024年公司利息费用显著上行。随着既有债务逐步摊销递减，软件订阅与大客户长期合同增强了现金流可见性，使财务团队能用阶梯式到期结构提高资金使用效率，未来公司财务费用有望得到有效控制。

所得税率：2024财年所得税增加主要是由于公司在供应链重组过程中，将部分知识产权一次性地在集团内部转移至美国，从而导致所得在不同司法管辖区的分布发生变化，利润更多地计入美国这一高税率辖区，从而推高了整体账面税率。由于2024年的IP转移是一次性事件，预计未来有效税率会逐步回落，同时公司在新加坡的税收优惠延续到2030年、马来西亚税假期延续到2028年，将长期压低有效税率。

表4: 公司期间费用预测（单位：百万美元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售及管理费用	1,382	1,592	4,959	5,269	5,560	5,861
yoY	2.6%	15.2%	211.5%	6.3%	5.5%	5.4%
销售及分销费用/营收	4.2%	4.4%	9.6%	8.6%	7.3%	6.5%
研发费用	4,919	5,253	9,310	9,882	11,178	12,251
yoY	1.3%	6.8%	77.2%	6.1%	13.1%	9.6%
研发费用/营收	14.8%	14.7%	18.1%	16.1%	14.6%	13.5%

资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理和预测

◆ 估值与投资建议

相对估值：我们采用 P/E 相对估值方法，主要基于以下考量：1) 公司已成功完成 VMware 并购整合，业务结构进一步优化，当前进入盈利能力持续释放与现金流稳定增长阶段。随着数据中心、网络、宽带及基础设施软件等核心业务的扩张，公司利润规模有望稳步提升，净利润能够更好地反映其持续盈利能力；2) 半导体设计企业属于强研发驱动模式，不涉及重资本制造环节，运营杠杆效应显著。在前期大规模研发投入逐步转化为市场份额和收入增长后，净利润与股东回报的相关性更高，P/E 相较其他估值方法更直观地体现每股真实盈利能力。公司为全球领先的半导体及基础设施软件提供商，产品广泛应用于数据中心、云计算、企业 IT、网络通信及无线领域，业务横跨硬件与软件，考虑到业务结构和市场定位的相似性，我们选取 Arm、英特尔、英伟达作为可比公司。

Arm：全球领先的半导体知识产权（IP）提供商，主要通过授权 CPU、GPU 及相关架构来构建生态体系。其商业模式以 IP 授权费和版税收入为核心，客户覆盖智能手机、消费电子、数据中心及汽车等领域。随着 AI 与边缘计算需求增长，Arm 在高性能计算与低功耗处理器架构上持续扩大影响力。

ServiceNow：全球领先的企业级软件与云端服务提供商，专注于 IT 服务管理、工作流程自动化及云平台解决方案。公司业务模式与博通基础设施软件板块高度契合，均以订阅和长期合同为主要收入来源，客户群体重叠度高，具备相似的盈利模式和稳定的现金流特征。

英特尔：全球最大的集成器件制造商之一，覆盖 CPU、GPU、FPGA、AI 加速器与代工服务。公司主要收入来自客户端计算（PC 与笔电市场提供处理器和平台方案）、数据中心与 AI（提供 Xeon CPU、Gaudi AI 加速器等）、网络与边缘（推动 5G、IoT 和车载解决方案）、代工服务等。

根据彭博一致预期，2026 年可比公司平均 PE 为 48 倍，公司业务与 ARM 相似度较高，因此我们给予公司 2026 年 48-49 倍 PE，对应估值区间为 16589.28-16934.89 亿美元市值。

表5：可比公司估值比较（截至 2025 年 9 月 1 日）

公司代码	公司名称	收盘价（美元）	总市值（亿美元）	EPS 2024A	EPS 2025E	EPS 2026E	PE 2024A	PE 2025E	PE 2026E
ARM US	ARM	138.31	1,464.70	0.93	1.685	2.255	116.09	82.083	61.335
NOW US	ServiceNow	917.46	1,908.32	7.11	16.96	19.922	150.85	54.096	46.053
INTC US	英特尔	24.35	1,065.80	-0.87	-0.137	0.672		177.737	36.235
均值				2.39	6.17	7.62	133.47	104.64	47.87
AVGO US	博通	297.39	13,987.65	1.31	5.38	7.35	226.78	55.28	40.46

资料来源：彭博，国信证券经济研究所预测（可比公司 ARM、ServiceNow、英特尔预测均来自彭博一致预期）

投资建议：全球领先的多元化半导体与基础设施软件公司，AI 与云计算驱动长期增长，首次覆盖，给予“优于大市”评级。1) 半导体解决方案：随着大模型训练与推理需求快速上升，全球 AI 加速芯片与 ASIC 市场空间持续扩张。公司在网络交换芯片、存储控制器及 AI 相关定制化 ASIC 领域具备深厚积累，已进入多家超大规模云厂商供应链。凭借持续优化芯片架构、强化软件生态与系统级整合能力，有望在未来数年稳步提升市占率；2) 基础设施软件：在收购 VMware 后，公司构建了涵盖虚拟化、云基础设施及企业级软件的完整产品矩阵，订阅与长期合同模式带来稳定现金流。随着企业数字化与混合云架构加速渗透，公司软件业务有望实现持续扩张。考虑到公司在半导体与软件领域的双重领先地位，预计

2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 612.66/763.4/906.54 亿美元，增速分别为 18.8%/24.6%/18.8%，实现归母净利润分别为 252.99/345.61/424.79 亿美元，对应当前 PE 为 55.29/40.47/32.93 倍，给予 2026 年 48-49 倍 PE，对应估值区间为 16589.28-16934.89 亿美元市值。

◆ 风险提示

估值的风险：我们选取了与公司业务相近企业的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司与 ARM 业务相似度较高，最终给予公司 2026 年 48-49 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险：1) 我们假设公司未来 3 年收入增长 18.8%/24.6%/18.8%，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。2) 我们预计公司未来 3 年实现归母净利润分别为 252.99/345.61/424.79 亿美元，可能存在对公司费用估计偏低、利润高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

AI 落地不及预期的风险：公司 AI 产品已经实现商业化，随着 AI 产业快速发展，AI 产品需要迅速迭代以满足市场需求，若公司新一代 AI 产品研发不及预期，将影响公司未来产品的市场份额；同时，目前市场已有同类产品上市或在研竞品，未来商业化预计会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，涵盖高性能计算芯片设计、先进制程工艺迭代、AI 加速器架构创新、生态软件平台优化以及与主流客户的深度协同等。在未来的技术竞争中，如果公司不能准确把握半导体及人工智能芯片的发展趋势，在产品路线或架构演进方向上出现判断失误；或新一代 AI 加速器研发进度不及预期，未能及时推向市场，导致性能、能效或生态支持度被主要竞争对手赶超或替代，公司将难以保持核心竞争力，从而对公司的经营和盈利能力产生重大不利影响。

宏观经济及行业波动风险：如果未来宏观经济发生剧烈波动，导致 AI 芯片需求下滑，将对公司的业务发展和经营业绩造成不利影响。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E 利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	14189	9348	33257	74427	124068 营业收入	35819	51574	61266	76340	90654
应收款项	3154	5807	6448	7784	9664 营业成本	11129	19065	19862	23757	28048
存货净额	1898	1760	1880	2199	2596 营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1606	2680	2451	3054	3626 销售费用	1592	4959	5269	5560	5861
流动资产合计	20847	19595	44035	87463	139955 管理费用	8586	18727	18420	20681	23735
固定资产	2154	2521	2862	3202	3532 财务费用	1087	3492	(126)	(1439)	(3261)
无形资产及其他	47520	138456	129226	119995	110765 投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2340	5073	5073	5073	5073 变动	38	12	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0 其他收入	1878	6106	9364	9382	9405
资产总计	72861	165645	181196	215733	259325 营业利润	15341	11449	27204	37163	45677
短期借款及交易性金融负债	1608	1271	890	712	569 营业外净收支	(244)	(1533)	0	0	0
应付款项	1210	2382	2640	2963	3608 利润总额	15097	9916	27204	37163	45677
其他流动负债	4587	13044	3419	3249	3859 所得税费用	1015	3748	1904	2601	3197
流动负债合计	7405	16697	6948	6924	8036 少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	37621	66295	66295	66295	66295 归属于母公司净利润	14082	6168	25299	34561	42479
其他长期负债	3847	14975	14975	14975						
长期负债合计	41468	81270	81270	81270	81270 现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	48873	97967	88218	88194	89306 净利润	14082	6168	25299	34561	42479
少数股东权益	0	0	0	0	0 资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	23988	67678	92977	127539	170018 折旧摊销	3835	10010	9364	9382	9405
负债和股东权益总计	72861	165645	181196	215733	259325 公允价值变动损失	(38)	(12)	0	0	0
					财务费用	1087	3492	(126)	(1439)	(3261)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E 营运资本变动	(2494)	14435	(9899)	(2104)	(1596)
每股收益	2.99	1.31	5.38	7.35	9.03 其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00 经营活动现金流	15385	30601	24765	41840	50289
每股净资产	5.10	14.39	19.77	27.12	36.15 资本开支	(649)	(852)	(475)	(492)	(505)
ROIC	27%	11%	18%	24%	31% 其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	59%	9%	27%	27%	25% 投资活动现金流	(649)	(852)	(475)	(492)	(505)
毛利率	69%	63%	68%	69%	69% 权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	41%	17%	29%	35%	36% 负债净变化	(1454)	28674	0	0	0
EBITDA Margin	51%	37%	44%	47%	47% 支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	8%	44%	19%	25%	19% 其它融资现金流	(10055)	(91938)	(381)	(178)	(142)
净利润增长率	23%	-56%	310%	37%	23% 融资活动现金流	(12963)	(34590)	(381)	(178)	(142)
资产负债率	67%	59%	49%	41%	34% 现金净变动	1773	(4841)	23909	41170	49641
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0% 货币资金的期初余额	12416	14189	9348	33257	74427
P/E	99.3	226.8	55.29	40.47	32.93 货币资金的期末余额	14189	9348	33257	74427	124068
P/B	58.3	20.7	15.0	11.0	8.2 企业自由现金流	12592	29081	15464	31285	38004
EV/EBITDA	79	79	55	42	35 权益自由现金流	192	(36355)	15200	32445	40895

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±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±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

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