

蜂助手 (301382.SZ)

买入 (首次评级)

虚拟商品运营筑基，云终端与物联网两翼齐飞

投资要点:

➤ **数字商品运营筑基，独家资源与系统嵌入构筑稳健基本盘。** 公司深耕虚拟商品综合运营十余年，聚合、融合、分发三位一体，以通用流量运营为绝对主体。凭借上游独家数字权益供给、中游运营商系统级嵌入及下游立体化B端渠道网络，公司在非实物零售稳健扩容的背景下，持续锁定高粘性渠道分成，2025年数字商品运营收入达18.80亿元，贡献营收约90%，现金流属性突出，为新兴业务扩张提供坚实财务支撑。

➤ **物联网流量运营及解决方案为翼，连接+场景双轮驱动第二曲线。** 公司以4G/5G通信硬件为流量入口，深度融合多协议连接技术，构建"硬件+流量+场景"一体化商业模式，重点覆盖家庭、门店及中小企业无线替代有线需求。随着国内移动物联网终端连接数持续攀升及AIoT算力下沉，物联网板块有望从连接运营向场景化解决方案跃迁，打开增量空间。

➤ **云终端技术及云服务卡位算力入口，定增募资夯实"云-边-端"底座。** 公司基于ARM架构国产芯片构建IaaS算力底座，聚焦云手机、云柜台、云应用等算力运营，与华为云及多家ISV共建生态。2025年9月公司发布定增预案，拟将募资的部分金额投向茂名信宜云终端算力中心，实现从底层架构到上层应用的全面自主可控，有望共享运营商算力套餐及云终端放量红利，打造继数字商品、物联网之后的第三增长极。

➤ **定增夯实算力底座，战略聚焦算力中心、物联网终端升级及SoC芯片研发。** 募投项目(预案状态)聚焦云终端算力中心(5.48亿元)、物联网终端智能化升级(2.21亿元)及瘦终端SoC芯片研发(2.14亿元)。算力中心落地茂名信宜，将为云游戏、云挂机、云手机等多元场景提供算力资源；端侧芯片布局有望受益于端侧AI产业机遇。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2026-2028年营业收入分别为27.73/35.63/44.21亿元，归母净利润分别为2.00/2.50/2.91亿元，EPS分别为0.70/0.88/1.02元。采用可比公司估值法，2026年可比公司平均PE为82.57倍，当前公司2026年PE为60.14倍，首次覆盖给予"买入"评级。

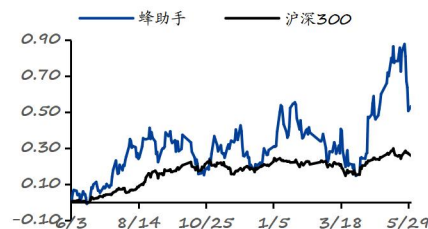
风险提示

定增项目落地不及预期；云终端推广不及预期；行业竞争加剧。

基本数据

日期	2026-06-01
收盘价:	42.14元
总股本/流通股本(百万股)	285.59/236.36
流通A股市值(百万元)	9,960.08
每股净资产(元)	6.69
资产负债率(%)	47.06
一年内最高/最低价(元)	53.98/29.66

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 钱劲宇(S0210524040006)
QJY3773@hfzq.com.cn
分析师: 袁家亮(S0210526010001)
yj130207@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,539	2,090	2,773	3,563	4,421
增长率	30%	36%	33%	28%	24%
净利润(百万元)	134	154	200	250	291
增长率	-6%	15%	30%	25%	16%
EPS(元/股)	0.47	0.54	0.70	0.88	1.02
市盈率(P/E)	90.0	78.1	60.1	48.1	41.3
市净率(P/B)	6.8	6.4	4.0	3.7	3.5

数据来源:公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 公司概况：虚拟商品运营筑基，云终端与物联网两翼齐飞	3
1.1 公司介绍：数字化智能化技术和服务提供商	3
1.2 发展历程：清晰的三阶跃迁路径	3
1.3 主营业务概览	3
1.4 定增夯实“云-边-端”算力底座	4
2 数字商品综合运营：聚合、融合、分发三位一体	5
3 物联网流量运营及解决方案：硬件为入口、流量为核心、场景为延伸	5
4 云终端技术及云服务：卡位算力入口，共享运营商云手机放量红利	7
5 盈利预测与投资建议	8
5.1 盈利预测	8
5.2 估值与投资建议	9
6 风险提示	11

图表目录

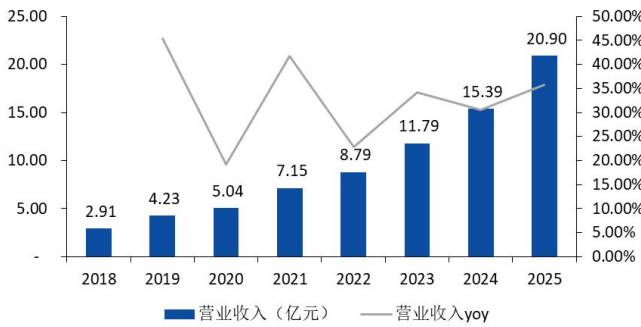
图表 1： 2018-2025 公司营业总收入（亿元）	3
图表 2： 2020-2025 公司归母净利润（亿元）	3
图表 3： 发展历程	3
图表 4： 业务布局	4
图表 5： 2018-2025 年细分业务营业收入（亿元）	4
图表 6： 2018-2025 年细分业务营业收入占比	4
图表 7： 聚合运营服务业务模式	5
图表 8： 融合运营服务业务模式	5
图表 9： 分发运营服务业务模式	5
图表 10： 物联网流量卡	6
图表 11： 蜂助手随身 WiFi	6
图表 12： 蜂助手 5G 盒子系列产品	6
图表 13： 多网融合 4G/5G 模组	6
图表 14： 多网融合 4G/5G 方案板	6
图表 15： 物联网 IOT 解决方案	7
图表 16： 云终端产品的核心功能模块	8
图表 17： 公司业绩拆分预测表	9
图表 18： 可比公司估值表	11
图表 19： 财务预测摘要	12

1 公司概况：虚拟商品运营筑基，云终端与物联网两翼齐飞

1.1 公司介绍：数字化智能化技术和服务提供商

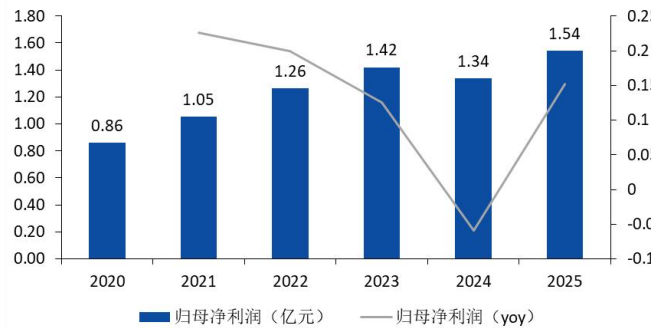
蜂助手(301382.SZ)成立于2012年,定位为"数字化智能化技术和服务提供商"。公司依托数字商品综合运营业务起家,逐步拓展至物联网(IoT)及云终端算力运营方向,形成"一个基础、两大方向"的战略格局:以虚拟商品综合运营为基础,以物联网流量运营和解决方案、云终端产品研发和算力运营为两大增长极。

图表 1: 2018-2025 公司营业总收入 (亿元)



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 2: 2020-2025 公司归母净利润 (亿元)



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

1.2 发展历程：清晰的三阶跃迁路径

公司发展历经三阶跃迁: 2012-2015 年以 APP 分发及流量聚合切入运营商渠道; 2015-2019 年深化融合运营并布局物联网; 2019 年至今发力云终端运营, 2023 年登陆创业板。

图表 3: 发展历程



数据来源: 公司官网, 招股说明书, 华福证券研究所

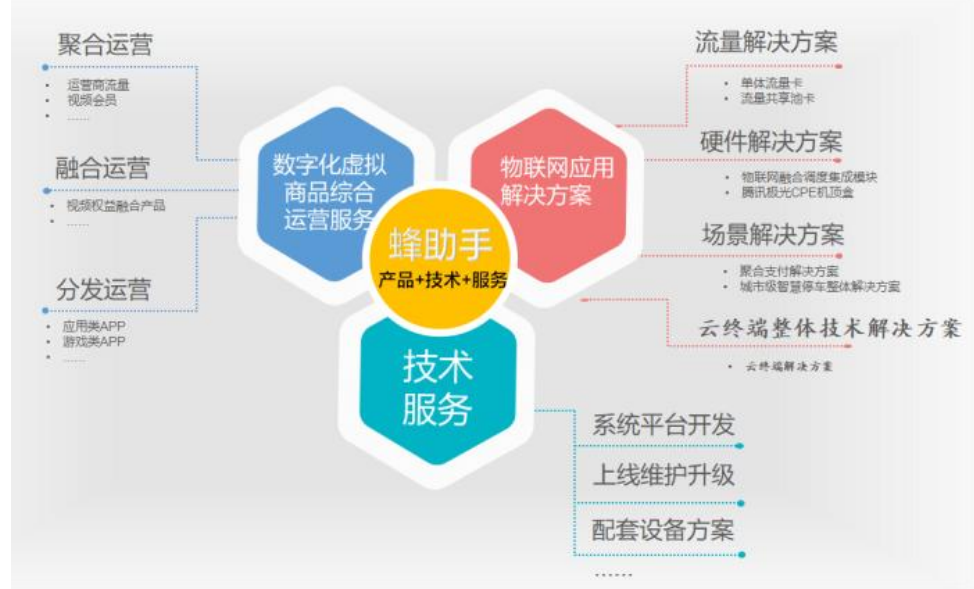
1.3 主营业务概览

公司形成三大主营业务板块: 数字商品综合运营服务(基本盘), 包括聚合运营、融合运营及分发运营; 物联网应用解决方案(第二曲线), 以通信硬件为流量载体, 提供"硬件+流量+场景"一体化服务; 云终端技术及云服务(第三曲线), 基于华为云 IaaS 底座, 提供云手机、云柜台、云应用等算力运营服务。从 2018 年至



2025 年，公司收入版图从单一依赖数字商品运营，加速向"数字商品为基、物联网与云终端为翼"的多元梯次格局演进，数字商品运营收入从 2.37 亿元持续攀升至 2025 年的 18.80 亿元，始终贡献 80% 以上的营收主体。

图表 4: 业务布局



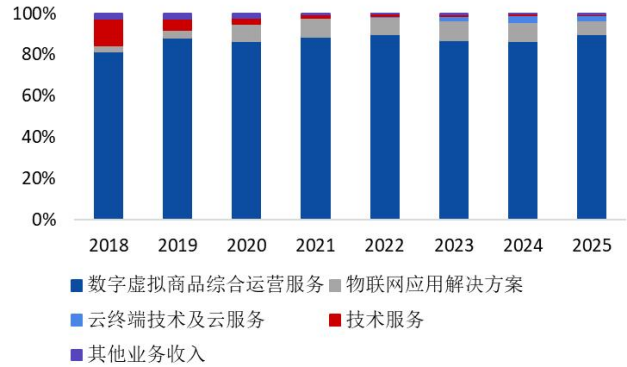
数据来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 5: 2018-2025 年细分业务营业收入 (亿元)



数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所

图表 6: 2018-2025 年细分业务营业收入占比



数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所

1.4 定增夯实"云-边-端"算力底座

2025 年 9 月，公司发布向特定对象发行股票预案（当前仍处于预案状态），拟募集资金不超过 9.84 亿元，其中 5.48 亿元投向茂名信宜云终端算力中心、2.21 亿元用于物联网终端智能化升级、2.14 亿元布局瘦终端 SoC 芯片研发。此次定增是公司把握云终端、物联网及端侧 AI 产业机遇，构建自主可控技术体系的重要资金保障：算力中心项目将构建一张高效、稳定且具备弹性扩展能力的分布式算力网络，缓解因租赁公有云和计算中心所带来的成本高企问题，实现云终端业务从底层架构到上层应用的全面自主可控；物联网终端智能化升级项目将以现有产品为基础，融入人工智能等新技术，提升产品智能化水平，实现泛终端设备与云端资源的协同；瘦终



端 SoC 芯片研发将围绕支持端云协同并可持续迭代的方向,构建端侧轻量级 AI 计算、云端 AI 智能体及端云协同的完整技术体系,以低成本优势促进端侧硬件大量推广。

2 数字商品综合运营: 聚合、融合、分发三位一体

数字虚拟商品综合运营服务是公司营收基本盘,2025 年收入占比约 90%。公司凭借自主开发的"蜂助手数字商品交易云平台",扮演连接上游数字权益供应商与下游渠道客户的核心枢纽。**聚合运营**整合运营商流量、视频会员、电商购物卡等资源,以通用流量为主,通过 API/H5 标准输出嵌入客户 APP;**融合运营**将通用流量与视频权益组合,从运营商及视频商取得结算收入;**分发运营**按 CPA/CPS 模式为 APP 开发者提供推广服务。三大形态中,聚合运营始终占据绝对主导地位,通用流量构成营收绝对主体。

图表 7: 聚合运营服务业务模式



数据来源: 招股说明书, 华福证券研究所

图表 8: 融合运营服务业务模式



数据来源: 招股说明书, 华福证券研究所

图表 9: 分发运营服务业务模式



数据来源: 招股说明书, 华福证券研究所

3 物联网流量运营及解决方案: 硬件为入口、流量为核心、场景为延伸

蜂助手物联网板块业务,以物联网通信连接基础,深度融合“4G/5G/5G-A、UNB、



蓝牙 AOA/AOD、UWB、Mesh、WiFi”等连接与组网技术。大力研发 MIFI、CPE、CPE 机顶盒、DTU、家庭融合网关及 AI 终端等多元产品。以硬件为依托，构建流量运营商业模式，重点开拓家庭、门店与中小企业等无线替代有线的应用场景。与此同时，公司积极推进软硬件及系统一体化的物联网场景化解决方案研发旨在为不同客户群体提供一站式、定制化的物联网服务，切实满足各领域对物联网技术的多元需求。

图表 10: 物联网流量卡



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 11: 蜂助手随身 WiFi



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 12: 蜂助手 5G 盒子系列产品



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 13: 多网融合 4G/5G 模组

图表 14: 多网融合 4G/5G 方案板

流量的低成本调度和灵活运营

双通道模组 | 多网融合调度 | 低成本稳定流量 | 标准的硬件接口



多网融合模组 M2

多场景体验



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 15: 物联网 IOT 解决方案

嵌入式的无线网络主控板

四核处理器 | 多屏异显 | 低成本稳定流量 | 丰富的外部接口



FZS3658多功能主板

多场景体验



数据来源：公司官网，华福证券研究所



数据来源：公司官网，华福证券研究所

4 云终端技术及云服务：卡位算力入口，共享运营商云手机放量红利

蜂助手基于 ARM 架构的国产大核 CPU 芯片，通过部署通用算力中心，建立灵活运营、成本优势明显的 IaaS 算力底座，形成自身核心竞争力，支撑公司云终端业务的规模发展，相关产品可广泛应用于云应用、云游戏、AI 泛终端等终端云服务市场。目前已与多家 ISV 厂商开展合作，面向游戏、医药销售、金融、MCN 机构等领域推出云终端产品，应用于 2C 云手机，云游戏、电商、营销、客服等场景。公司云终端算力底座产品聚焦算力建设、终端虚拟化、云 OS、算力管理调度等云终端基础能力，与 ISV 厂商合作共建云终端产品生态，共同推动大云终端市场发展。目前产品已投入商用，并持续扩大客户群体



图表 16: 云终端产品的核心功能模块



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 27.73/35.63/44.21 亿元, 收入增速分别为 32.68%/28.49%/24.07%。核心业务板块预测如下:

1) 数字商品综合运营板块, 收入端: 该业务为公司现金流基本盘, 过往三年增速中枢维持在 30%左右, 2025 年客户数突破 200 家且新增多家区域性银行及手机厂商渠道, 叠加"蜂助手大会员"等融合产品 ARPU 提升与 AI 运营提效, 2026 年延续高增具备较高确定性, 之后随基数扩大预计年增速略降。预计 2026-2028 年营收增速为 35%/30%/25%。毛利率端, 行业竞争与银行客户强议价能力或构成一定压制, 但 AI 智能化运营与规模效应边际降本可部分对冲, 预计毛利率呈缓慢下行趋势。预计 2026-2028 年毛利率分别为 16.5%/16.3%/16.0%。

2) 物联网流量运营及解决方案板块, 收入端: 该板块是公司未来 2-3 年规模增收和利润增长的重要抓手, 在经历 2025 年板块业务结构性优化之后。预计该板块将迎来可观的增长。预计 2026-2028 年营收增速为 10%/10%/10%。毛利率端, 以 2023-2025 年三年历史均值 41.18%为中枢, 考虑产品结构的优化, 预计 2026-2028 年毛利率分别为 45%/45%/45%。

3) 云终端技术及云服务板块, 收入端: 2025 年云终端行业已从概念验证进入规模化落地阶段, 以 AI+云+端为核心, 覆盖消费与政企全场景。未来在技术融合、生态协同、政策支持三重驱动下, 有望成为数字经济的关键基础设施。预计 2026-2028 年营收增速为 20%/20%/20%。毛利率端, 云终端业务建立 IaaS 算力底座, 2025 年毛利率 6.22%系租赁第三方算力导致, 后续随自建机柜投产、上架率提升, 毛利率逐年修复。预计 2026-2028 年毛利率分别为 15%/20%/22%。

费用端, 1) 销售费用: 数字商品综合运营采用 API/SDK/H5 深度嵌入模式, 存



量客户（200 余家银行、运营商、手机厂商）一旦接入后续维护成本极低，边际销售费用递减。预计 2026-2028 年销售费用率分别为 2.2%/2.1%/2.0%。2）管理费用：2025 年管理费用率降至 1.81%的历史低位，主要受益于营收高增摊薄固定管理成本。2026 年因雅安云智算力（2026 年 3 月成立并表）、物联网新赛道团队扩张及算力中心建设期管理投入增加，费用率预计阶段性回升；后续随营收增长规模效应显现，费用率逐步回落。预计 2026-2028 年管理费用率分别为 2.0%/1.9%/1.8%。3）研发费用：公司战略定位“技术驱动型”虚拟商品运营商，云终端（华为鲲鹏 ARM 架构适配、IaaS 算力底座）、AI 运营大模型赋能、物联网融合网关等处于密集投入期，研发费用率稳定整体趋于稳定。预计 2026-2028 年研发费用率分别为 3.7%/3.7%/3.7%。

图表 17：公司业绩拆分预测表

项目	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
营业收入合计（亿元）	11.79	15.39	20.90	27.73	35.63	44.21	
收入 YOY（%）	34.68%	30.50%	35.83%	32.68%	28.49%	24.07%	
营业成本合计（亿元）	8.96	12.07	17.01	22.72	29.30	36.53	
成本 yoy（%）	42.05%	34.74%	41.00%	33.55%	28.96%	24.67%	
毛利（亿元）	2.84	3.32	3.89	5.01	6.33	7.68	
毛利率	24.05%	21.58%	18.59%	18.06%	17.76%	17.36%	
分产品							
数字商品综合运营	收入（亿元）	10.26	13.33	18.80	25.38	33.00	41.25
	yoy	29.59%	29.95%	41.10%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	21.17%	18.67%	16.83%	16.50%	16.30%	16.00%
物联网流量运营及解决方案	收入（亿元）	1.16	1.43	1.37	1.51	1.66	1.82
	yoy	61.34%	23.37%	-3.85%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	37.39%	39.97%	46.18%	45.00%	45.00%	45.00%
云终端技术及云服务	收入（亿元）	0.24	0.49	0.56	0.67	0.81	0.97
	yoy		101.97%	13.47%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	74.76%	41.19%	6.22%	15.00%	20.00%	22.00%
技术服务	收入（亿元）	0.07	0.13	0.09	0.09	0.08	0.08
	yoy	-26.98%	76.00%	-28.92%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	42.07%	41.71%	12.02%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	收入（亿元）	0.06	0.01	0.07	0.08	0.08	0.08
	yoy	156.01%	-81.59%	536.75%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	29.49%	46.96%	59.89%	35.00%	35.00%	35.00%

数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所

5.2 估值与投资建议

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.00/2.50/2.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.70/0.88/1.02 元。采用 PE 可比公司估值法，选取值得买、奥飞数据、南网数字、深信服作为可比公司。

（1）值得买（300785.SZ）：北京值得买科技股份有限公司的主营业务是 AI 与



内容驱动的数字消费服务。公司的主要产品是信息推广、互联网效果营销平台、运营服务、品牌营销。该公司商业模式本质为**数字消费领域的流量聚合与分发平台**，依托内容生态撬动 B 端营销预算，与蜂助手在数字商品综合运营领域"以渠道分发能力对接上游供给与下游需求"的底层逻辑高度一致。

(2) **奥飞数据 (300738.SZ)**：广东奥飞数据科技股份有限公司的主营业务是提供互联网云计算与大数据基础服务综合解决方案。公司的主要产品是 IDC 服务、其他互联网综合服务、分布式光伏节能服务。该公司的**算力基础设施与云资源运营能力**，与蜂助手云终端技术及云服务业务形成产业链上下游映射——蜂助手的云手机、云终端产品本质上依赖 IDC 与算力资源的规模化调度，二者在"云化终端"产业趋势中分别占据应用层与基础设施层的关键节点。

(3) **南网数字 (301638.SZ)**：南方电网数字电网研究院股份有限公司的主营业务是为电力能源等行业客户提供数字化建设综合解决方案。公司的主要产品是数字电网智能运行系统、数字电网物联感知设备、企业运营管理系统、企业资产管理系统、云数一体的基础平台、数据中心(IDC)。该公司的"云数一体"基础平台与数据中心资源布局，与蜂助手云终端技术及云服务业务形成产业链上下游映射——蜂助手的云手机、云终端产品本质上依赖云平台与算力网络的规模化支撑，二者在"端云协同"产业趋势中分别占据基础设施层与终端应用层的关键节点。

(4) **深信服 (300454.SZ)**：深信服科技股份有限公司的主营业务是网络安全、云计算及 IT 基础设施、基础网络及物联网。公司的主要产品是下一代防火墙、VPN、全网行为管理、超融合、桌面云、分布式存储、云安全资源池等。该公司以"云化、服务化"为核心的全栈 IT 基础设施能力，与蜂助手云终端技术及云服务业务形成产业链上下游映射——蜂助手的云手机、云电脑等终端运营服务本质上依赖底层云平台的算力调度与桌面虚拟化能力，深信服在超融合、桌面云及云安全领域的深度布局为蜂助手的云终端规模化部署提供了关键基础设施支撑，二者在"云化终端"产业趋势中分别占据基础设施层与终端应用层的关键节点。

可比公司 2026-2028 年平均 PE 为 82.57/63.42/49.45 倍，公司 2026-2028 年 PE 分别为 60.14/48.14/41.34 倍。首次覆盖给予"买入"评级。

图表 18: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300785	值得买	48.67	96.78	0.44	0.65	0.83	1.12	111.87	74.88	58.41	43.46
300738	奥飞数据	21.72	213.98	0.14	0.34	0.47	0.57	161.69	63.88	46.21	38.11
301638	南网数字	27.87	886.17	0.23	0.19	0.24	0.29	140.71	146.68	118.60	97.79
300454	深信服	116.84	504.23	0.93	1.29	1.71	2.11	128.37	90.27	68.44	55.45
平均值 (去掉最大值与最小值)								134.54	82.57	63.42	49.45
301382	蜂助手	42.14	120.35	0.54	0.70	0.88	1.02	78.11	60.14	48.14	41.34

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

注: 股价为 2026/06/01 日股价, 可比公司使用 iFinD 一致预期

6 风险提示

(1) 定增项目落地不及预期: 9.84 亿元定增项目涉及算力中心建设、SoC 芯片研发等, 技术难度和资金投入较大, 存在不确定性。同时增发目前处于预案状态, 存在不及预期风险。

(2) 云终端业务推广不及预期: 云手机用户增长依赖于运营商推广力度和用户接受度。

(3) 行业竞争加剧: 数字商品运营领域竞争者增多。

图表 19: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	277	499	641	796	营业收入	2,090	2,773	3,563	4,421
应收票据及账款	905	1,297	1,667	2,067	营业成本	1,701	2,272	2,930	3,653
预付账款	1,019	1,318	1,641	1,973	税金及附加	4	6	8	10
存货	25	73	100	134	销售费用	46	61	75	88
合同资产	0	0	0	0	管理费用	38	55	68	80
其他流动资产	27	28	36	44	研发费用	78	103	132	164
流动资产合计	2,253	3,215	4,085	5,013	财务费用	32	38	59	90
长期股权投资	13	13	13	13	信用减值损失	-23	-20	-20	-20
固定资产	218	438	840	1,074	资产减值损失	-4	-4	-4	-4
在建工程	112	322	342	332	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	688	761	838	903	投资收益	1	1	1	1
商誉	1	1	1	1	其他收益	2	2	2	2
其他非流动资产	128	136	145	152	营业利润	167	217	271	315
非流动资产合计	1,160	1,672	2,179	2,475	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	3,413	4,886	6,263	7,488	营业外支出	0	0	0	0
短期借款	758	1,003	2,037	2,850	利润总额	167	217	271	315
应付票据及账款	247	250	322	438	所得税	15	19	24	28
预收款项	0	0	0	0	净利润	152	198	247	287
合同负债	84	83	107	133	少数股东损益	-2	-3	-3	-4
其他应付款	22	20	20	20	归属母公司净利润	154	200	250	291
其他流动负债	116	139	159	181	EPS (按最新股本摊薄)	0.54	0.70	0.88	1.02
流动负债合计	1,227	1,495	2,645	3,622					
长期借款	261	291	316	336	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2025A	2026E	2027E	2028E
其他非流动负债	2	2	2	2	成长能力				
非流动负债合计	263	293	318	338	营业收入增长率	35.8%	32.7%	28.5%	24.1%
负债合计	1,490	1,788	2,963	3,960	EBIT 增长率	20.7%	28.0%	29.5%	23.0%
归属母公司所有者					归母公司净利润增				
权益	1,868	3,046	3,251	3,482	长率	15.2%	29.9%	24.9%	16.5%
少数股东权益	54	52	49	45	获利能力				
所有者权益合计	1,923	3,098	3,300	3,527	毛利率	18.6%	18.1%	17.8%	17.4%
负债和股东权益	3,413	4,886	6,263	7,488	净利率	7.3%	7.1%	6.9%	6.5%
					ROE	8.0%	6.5%	7.6%	8.3%
					ROIC	7.0%	5.9%	5.9%	6.1%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	43.7%	36.6%	47.3%	52.9%
经营活动现金流	90	-454	-272	-178	流动比率	1.8	2.2	1.5	1.4
现金收益	198	264	348	440	速动比率	1.8	2.1	1.5	1.3
存货影响	2	-49	-26	-34	营运能力				
经营性应收影响	-296	-686	-690	-727	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营性应付影响	132	1	72	116	应收账款周转天数	145	143	150	152
其他影响	52	16	23	26	存货周转天数	5	8	11	11
投资活动现金流	-152	-531	-541	-350	每股指标 (元)				
资本支出	-114	-532	-542	-352	每股收益	0.54	0.70	0.88	1.02
股权投资	-13	0	0	0	每股经营现金流	0.31	-1.59	-0.95	-0.62
其他长期资产变化	-25	1	1	1	每股净资产	6.54	10.66	11.38	12.19
融资活动现金流	18	1,207	956	683	估值比率				
借款增加	320	275	1,059	833	P/E	78	60	48	41
股利及利息支付	-55	-87	-126	-178	P/B	6	4	4	3
股东融资	45	984	0	0	EV/EBITDA	92	69	53	42
其他影响	-292	35	23	28					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn