

2019年7月23日

**科创板询价报告之晶晨股份**
**电子**
**建议询价区间：[25.47, 33.11]元/股**
**主要财务指标（单位：百万元）**

	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2,369	2,682	3,238	3,959
(+/-)	40.1%	13.2%	20.7%	22.2%
<b>营业利润</b>	297	307	385	480
(+/-)	189.9%	3.3%	25.4%	24.6%
<b>归属母公</b>	283	277	347	433
<b>司净利润</b>				
(+/-)	261.8%	-2.0%	25.4%	24.6%
<b>EPS (元)</b>	0.76	0.67	0.84	1.05
<b>市盈率</b>	39.1	44.3	35.3	28.3

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

晶晨股份的主要产品为多媒体智能终端 SoC 芯片，主要应用于智能机顶盒、智能电视和 AI 音视频系统等终端设备。公司业务起源于美国硅谷，目前在上海、北京、深圳、美国、香港等地设有研发中心或分支机构。

- **公司在国内机顶盒芯片市场排名第二，机顶盒零售市场占有率第一。**公司的主要竞争对手是国际顶尖芯片设计巨头海思（华为旗下）和联发科（台湾上市公司）等。按出货渠道来划分，机顶盒市场可以分为运营商市场和零售市场。根据格兰研究数据，2018年，晶晨在国内 IPTV 和 OTT TV 机顶盒芯片市场排名第二，其中，零售机顶盒市场公司芯片份额排名第一，运营商市场排名第二，整体国内市场排名第二，仅次于华为。

- **公司智能电视芯片位居国内第一梯队，智能音箱芯片卡位百度、小米等优质客户。**2018年，公司将智能电视 SoC 芯片的工艺节点水平提升至 12nm，研发出支持 8K 解码的智能电视 SoC 芯片，年度智能电视 SoC 芯片出货量超过 2,000 万颗，位居国内第一阵营。公司 AI 音视频系统终端芯片的收入主要来源于智能音箱芯片，相关方案已被百度、小米、Google、Amazon 等企业采用。其中，小米小爱音箱、百度小度音响和 Google Home Hub 等产品销量在全球排名靠前。

- **公司估值及询价建议。**我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 26.8、32.4 和 39.6 亿元；实现归母净利润分别为 2.77、3.47 和 4.33 亿元。我们用相对估值和绝对估值两种方法来分别计算公司的合理估值水平。考虑到科创板具有比 A 股更高的门槛，机构投资者拥有比 A 股更高的话语权，初期科创板公司存在较高的估值溢价，但长期来看市场的估值将更为理性。综合考虑以上因素，并参考公司历史估值，我们审慎地采用 PE 估值与现金流折现法的平均值对公司进行估值，即公司的合理估值中枢为 29.29 元/股，对应公司上市后总市值为 120.43 亿元，按 30% 区间计算，建议询价区间为 [25.47, 33.11] 元/股。

- **风险提示：**景气度下行风险、技术更新换代风险、贸易摩擦风险、市场系统性风险等等。

分析师：徐鹏  
 执业证书编号：S1050516020001  
 电话：021-54967573  
 邮箱：xupeng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司  
 地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
 邮编：200030  
 电话：(86 21) 64339000  
 网址：http://www.cfsc.com.cn

## 目录

一、公司及行业概况 .....	3
1. 公司简介 .....	3
2. 多媒体音视频领域近几年保持较快的发展速度 .....	5
3. 公司主要客户 .....	6
二、财务数据 .....	6
三、股权结构及融资历程 .....	7
四、公司估值及询价建议 .....	8
1. 假设条件及盈利预测 .....	8
2. 公司估值及询价建议 .....	9
五、风险提示 .....	10
图表 1 公司产品及出货量 .....	3
图表 2 公司智能机顶盒芯片部分终端产品 .....	3
图表 3 公司各类别芯片产品、对应终端客户及行业地位 .....	3
图表 4 公司产品演变和技术发展情况 .....	4
图表 5 2018 年中国 IPTV/OTT TV 机顶盒芯片市场占比示意图 .....	4
图表 6 2018 年中国电信运营商市场机顶盒芯片市场份额 .....	5
图表 7 2018 年中国零售 OTT TV 机顶盒芯片市场份额 .....	5
图表 8 全球 IPTV/OTT 机顶盒市场销售总量(2012-2017) .....	5
图表 9 2013-2017 年我国 IPTV/OTT 机顶盒新增出货量 .....	6
图表 10 2016Q3-2018Q4 全球智能音箱出货量 .....	6
图表 11 2018 年公司前五大客户 .....	6
图表 12 2018 年公司营收划分（按产品） .....	7
图表 13 公司营收及净利润(2015-2018 年) .....	7
图表 14 公司股权结构 .....	7
图表 15 公司成立以来历次股权转让及增资情况 .....	8
图表 16 募集资金用途 .....	8
图表 17 可比公司估值(2019 年 7 月 22 日) .....	10
图表 18 现金流折现法核心假设 .....	10
图表 19 公司盈利预测 .....	11

# 一、公司及行业概况

## 1. 公司简介

公司是全球布局的集成电路设计商,主营业务为多媒体智能终端 SoC 芯片的研发、设计与销售,产品主要应用于智能机顶盒、电视和 AI 音视频系统终端等终端设备。公司全球布局,IC 业务起源于美国硅谷,目前在上海、北京、深圳、美国、香港等地设有研发中心或分支机构。

图表 1 公司产品及出货量



资料来源: 公司招股说明书

图表 2 公司智能机顶盒芯片部分终端产品



资料来源: 公司招股说明书

公司产品可分为智能机顶盒芯片、智能电视芯片和 AI 音视频系统终端芯片三大类。公司芯片产品的终端产品厂商多为国内外知名企业。智能机顶盒芯片的终端厂商主要为小米、阿里巴巴、创维、中兴通讯等企业,其中创维、中兴通讯等厂商生产的智能机顶盒主要面向三大电信运营商市场;智能电视芯片的终端厂商主要为小米、海尔、TCL 等企业;AI 音视频系统终端主要芯片的终端厂商主要为小米、阿里巴巴、Google、Amazon 等企业。公司各类产品的市场覆盖率位居行业前列。

图表 3 公司各类别芯片产品、对应终端客户及行业地位

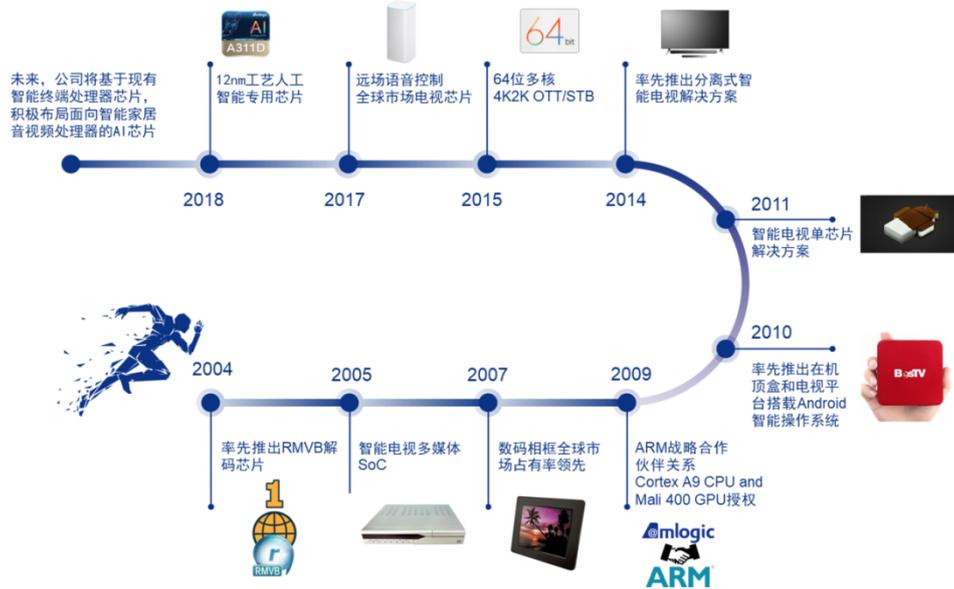


资料来源: 公司介绍材料

公司前身晶晨有限成立于 2003 年。自成立以来,公司一直专注于音视频领域,历

经十余年的产品演变和技术发展，目前公司已经成为国内最大的智能机顶盒、智能电视和 AI 音视频系统终端等智能多媒体 SoC 芯片和全系统解决方案供应商之一。展望未来，公司有望把音视频领域积累的能力逐渐应用于智能监控、智慧商显、智能零售、汽车电子等新兴领域。

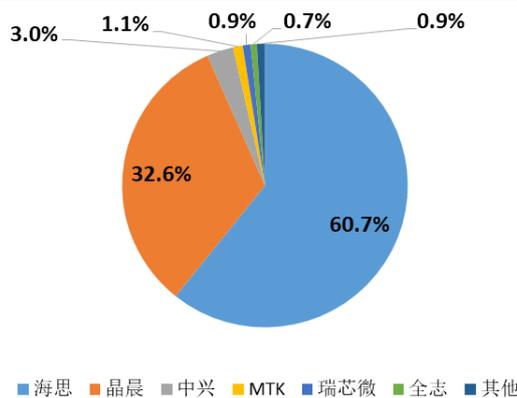
图表 4 公司产品演变和技术发展情况



资料来源：公司招股说明书

晶晨在国内 IPTV 和 OTT TV 机顶盒芯片市场排名第二。据格兰研究的报告显示，2018 年我国 IPTV 和 OTT TV 机顶盒芯片市场集中度较高。其中，第一大厂商海思占据了 60.7% 的市场份额，晶晨市占率 32.6% 排名第二，前两者合计占比超过九成。市场中还包括：中兴、MTK、瑞芯微、全志等厂商，市场份额合计不到 7%。

图表 5 2018 年中国 IPTV/OTT TV 机顶盒芯片市场占比示意图



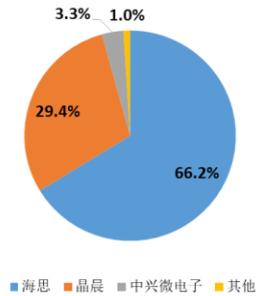
资料来源：格兰研究、华鑫证券研发部

从机顶盒出货渠道来看，我国 IPTV 和 OTT TV 机顶盒芯片市场分为运营商市场和零售市场。受电信运营商加大对 4K 机顶盒的普及力度的影响，2018 年我国零售 OTT TV 机顶盒市场出货量大幅下降。在运营商市场，第一大厂商海思占比近七成，晶晨市占率为 29.4%，两者合计约为 95.6%，中兴微电子等其他厂商的市场份额合计不足 5%。

晶晨在我国 OTT 机顶盒零售市场中占据统治地位。我国 OTT TV 机顶盒零售市场中，

晶晨的芯片占据了 63.2% 的市场份额，位列第一。余下的市场份额被 MTK、瑞芯微、海思和全志瓜分，其市场份额分别为 11.9%、10.0%、7.6% 和 7.3%。

图表 6 2018 年中国电信运营商市场机顶盒芯片市场份额



资料来源：格兰研究、华鑫证券研发部

图表 7 2018 年中国零售 OTT TV 机顶盒芯片市场份额



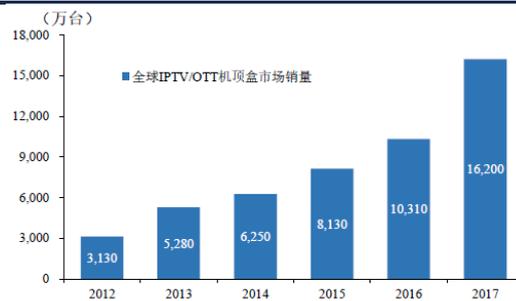
资料来源：格兰研究、华鑫证券研发部

## 2. 多媒体音视频领域近几年保持较快的发展速度

集成电路设计行业的上游是晶圆代工和封装测试企业，下游是众多智能终端企业。公司所处行业的下游智能机顶盒、电视和 AI 音视频系统终端等多媒体音视频领域近几年保持较快的发展速度。

**高清电视需求的增长推动全球 IPTV/OTT 机顶盒市场的快速发展。**全球 IPTV/OTT 机顶盒市场销售总量由 2012 年的 3,130 万台增长至 2017 年的 16,200 万台，复合年增长率达到 38.93%，2017 年同比增长 57.13%。

图表 8 全球 IPTV/OTT 机顶盒市场销售总量 (2012-2017)

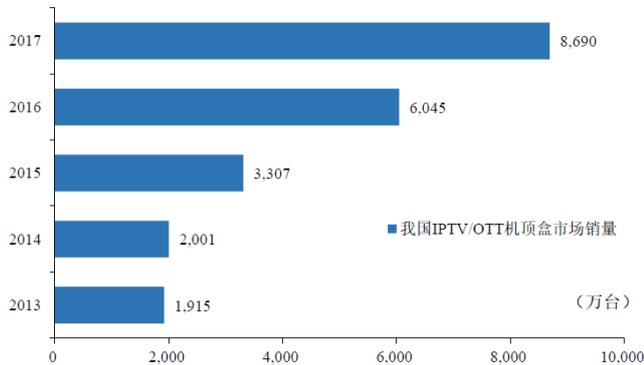


资料来源：格兰研究、华鑫证券研发部

**高清视频的需求和运营商的视频战略共同推进中国 IPTV/OTT 机顶盒的增长。**随着“宽带中国”、“三网融合”、“提速降费”等政策的快速推进，用户付费习惯逐渐形成。同时，三大运营商加大对 IPTV 的投入力度，共同推动中国智能机顶盒出货量保持快速增长。2017 年国内 IPTV/OTT 机顶盒出货量 4,221 万台，同比增长 17.38%。

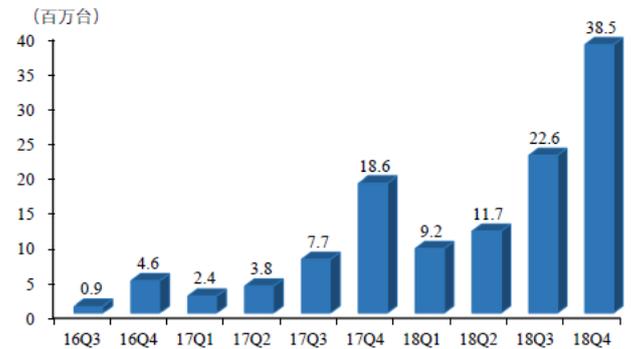
**全球智能音箱市场方兴未艾。**由于语音识别等技术的发展，智能音箱产品逐渐成熟并且成为增长最快的消费电子终端产品之一。根据 Strategy Analytics 统计，2018 年全球智能音箱出货量达 8,200 万台，同比增长 152.31%。

图表 9 2013-2017 年我国 IPTV/OTT 机顶盒新增出货量



资料来源：格兰研究，公司招股说明书

图表 10 2016Q3-2018Q4 全球智能音箱出货量



资料来源：Strategy Analytics，公司招股说明书

全球液晶电视市场接近饱和，液晶电视出货量年增速基本维持在个位数，增长动力主要来自于智能电视渗透率的提升。根据 Strategy Analytics 发布的研究报告，2018 年智能电视的全球销量达到 1.57 亿台，占全年电视总销量的 67%，未来还有进一步提升空间。

### 3. 公司主要客户

2018 年，公司前五大客户销售收入占比为 63.4%。其中，来自于第一大客户路必康公司的收入占比为 22.4%；公司战略投资者小米贡献了营收的 11.1%。

图表 11 2018 公司前五大客户

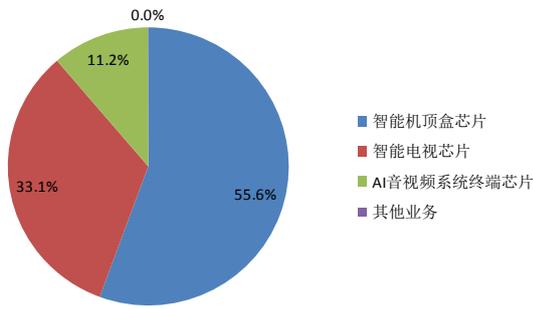
序号	客户名称	销售额 (万元)	占比
1	路必康公司	53,120	22.4%
2	文晔科技股份有限公司	27,879	11.8%
3	小米	26,210	11.1%
4	深圳市中兴康讯电子有限公司	22,124	9.3%
5	中国电子器材国际有限公司	20,745	8.8%
合计		150,079	63.4%

资料来源：公司招股说明书

## 二、财务数据

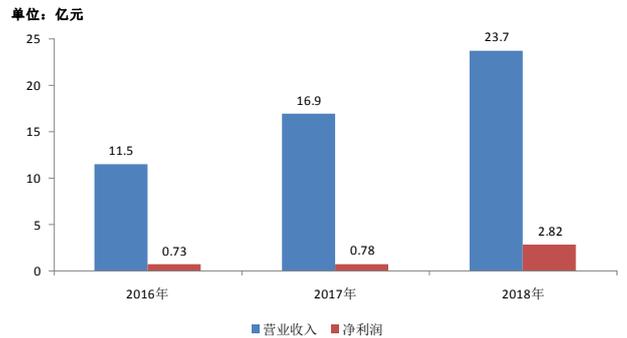
2016-2018 年，公司营收和净利润保持较快增速。2018 年，公司实现营业收入 23.69 亿元，净利润 2.82 亿元。公司收入按产品划分，智能机顶盒芯片 13.2 亿元，占 55.6%，智能电视芯片占 33.1%，AI 音视频系统终端芯片占比 11.2%。

图表 12 2018 年公司营收划分（按产品）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 13 公司营收及净利润(2015-2018 年)

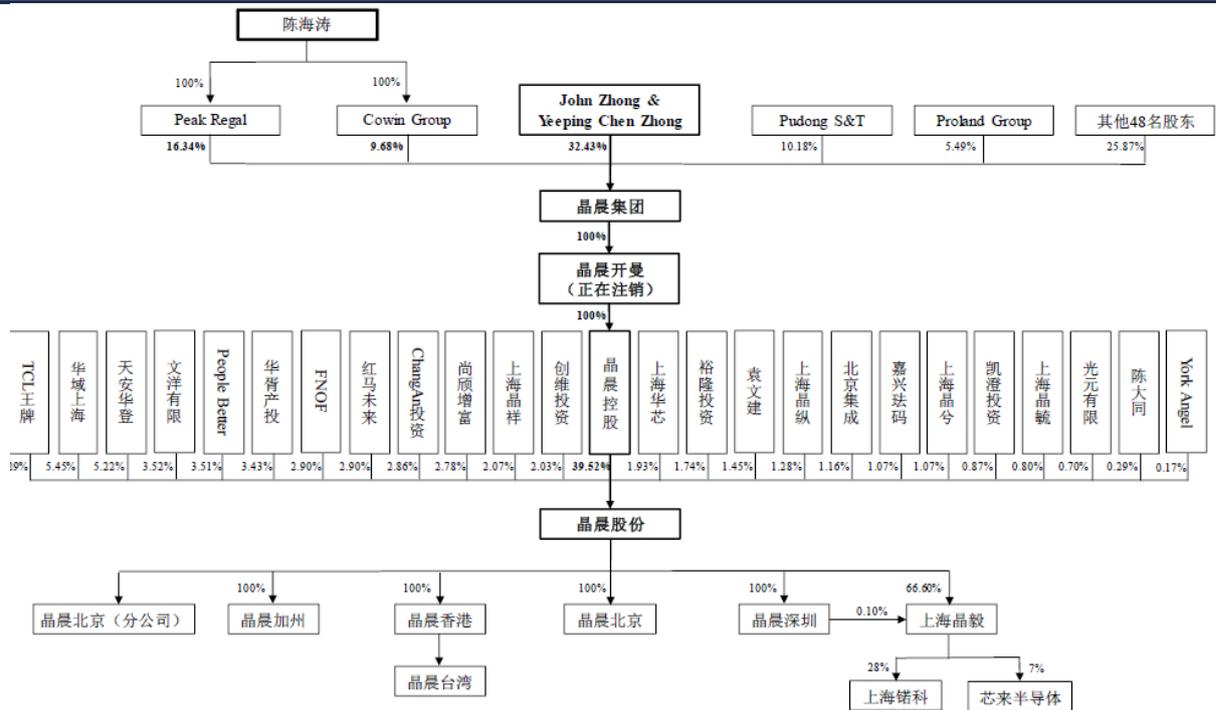


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 三、股权结构及融资历程

公司控股股东是晶晨集团，实际控制人为 John Zhong 先生和其妻子 Yeeping Chen Zhong 女士。公司董事长兼总经理 John Zhong 先生在科技及半导体领域拥有 30 余年的经验。

图表 14 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书

公司自成立以来，经历多轮股权融资和股权转让，2018 年 12 月最后一次股权转让每股价格为 16.75 元/股，对应公司估值为 62 亿元，历次股权变更历程如下图所示。

图表 15 公司成立以来历次股权转让及增资情况

时间	股本变动明细	估值
2003年7月11日有限公司设立	晶晨CA出资设立晶晨有限，注册资本为100万美元。	-
2008年5月15日有限公司第一次股权转让	晶晨CA将其持有晶晨有限100%股权转让给晶晨控股。	
2013年6月20日有限公司第一次增资	晶晨有限注册资本增至1000万美元，全部由晶晨控股认购。	1000万美金
2015年11月9日晶晨有限第二次增资	晶晨有限注册资本增至1,194.46万美元，由TCL王牌和创维投资认购。	1194万美金
2016年11月15日有限公司第二次转让	晶晨控股将其持有发行人的2.36%股权转让给上海华芯。	2.12亿美金
2017年1月10日有限公司第三次股权转让	晶晨控股将其持有发行人的3.83%股权转让给天安华登，3.54%股权转让给FNOF，1.42%股权转让给北京集成。	
2017年1月25日有限公司第四次股权转让	晶晨控股将其持有发行人的5.95%股权转让给JimPaochunCHIU，2.53%股权转让给上海晶祥。	
2017年1月25日有限公司第三次增资	注册资本增加至1,460.14万美元，由天安华登、陈大同、嘉兴珐码等10位投资者认购。	
2018年8月晶晨股份第一次股权转让	光元有限、文洋有限、裕隆投资、YorkAngel和ChangAn投资通过受让晶晨控股股份将股份平移至发行人层面。	4.45亿美金
2018年9月晶晨股份第二次股权转让	2018年8月，宁波创晨将其持有发行人的2.95%和1.45%股权分别转让给华域上海和袁文建。	48.28亿元
2018年10月晶晨股份第三次股权转让	2018年9月，JimPaochunChiu将其持有发行人的2.04%和2.83%股份分别转让给晶晨控股和文洋有限。	6.99亿美金
2018年11-12月晶晨股份第四次股权转让	晶晨控股将其持有发行人的2.50%和2.78%股权分别转让给华域上海和尚顺增富。	6.98亿美金
	2018年11月，晶晨控股将持有的公司3.51%股份转让给People Better（小米子集团子公司），每股价格为1.93美元。	7.15亿美金
	2018年12月，国华红马将持有的公司3.43%股份转让给华胥产投，每股价格为16.75元。	62.0亿元

注：增资估值为投后估值

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

本次公司申请在科创板上市，拟募集资金15.1亿元，主要用于AI超清音视频处理芯片、数模电视标准一体化智能主芯片等主业。

图表 16 募集资金用途

序号	项目名称	总投资额 (万元)	使用募集资金 投入金额(万元)
1	AI超清音视频处理芯片及应用研发和产业化项目	23,673	23,673
2	全球数模电视标准一体化智能主芯片升级项目	24,834	24,834
3	国际/国内8K标准编解码芯片升级项目	23,101	23,101
4	研发中心建设项目	19,821	19,821
5	发展与科技储备资金	60,000	60,000
合计		151,430	151,430

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

## 四、公司估值及询价建议

### 1. 假设条件及盈利预测

(1) 全球机顶盒市场未来几年保持稳定，公司凭借产品出色的性价比继续扩大市场份额，预计该业务2019-2021年收入增速分别为5%、10%和10%；

(2) 随着海外布局的进一步深入，预计公司智能电视芯片业务2019-2021年收入增速分别为18%、25%和25%；

(3) AI音视频终端芯片等新兴业务目前体量较小，下游应用增速较快，预计该业务2019-2021年收入增速分别为40%、50%和50%；

(4) 未来几年公司研发投入加大，费用率小幅上升；

(5) 公司本次发行股份数量为 4112 万股。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 26.8 亿元、32.4 亿元和 39.6 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 2.77 亿元、3.47 亿元和 4.33 亿元。

## 2. 公司估值及询价建议

我们先回顾历史估值，再用相对估值和绝对估值两种方法来分别计算公司的合理估值水平，再综合考虑各种因素后给出公司最终估值和询价区间。

### (1) 历史估值参考

公司最后一次增资发生在 2017 年 1 月，不同的新增股东估值有所差别，距离现在时间较远。公司最后一次股权转让发生在 2018 年 12 月，国华红马将持有的公司 3.43% 股份转让给华胥产投，每股价格为 16.75 元，对应公司估值为 62.0 亿元。

### (2) 相对估值法 (PE)

机顶盒芯片市场竞争激烈，芯片的性价比成为下游客户考虑的最重要因素。公司的竞争对手主要包括联发科（台湾上市公司）、海思半导体（华为旗下，未上市），瑞芯微（未上市）和全志科技（A 股上市）等等。

其中，联发科是全球最大的芯片设计企业之一（2018 年全球排名前十），在多媒体领域（包括手机、电视、机顶盒等等）领域具有很强的竞争力，产品主打高性价比。在手机芯片市场，联发科主打中低端市场，与主打中高端市场的高通血战多年。海思半导体是中国最大的芯片设计企业，产品种类繁多，背靠华为，近几年发展较快，成为全球芯片设计领域内的重要力量。

**公司智能电视芯片位居国内第一阵营，智能音箱芯片卡位百度、小米等优质客户。**在智能电视 SOC 芯片领域，2018 年，公司成功将智能电视 SoC 芯片的工艺节点水平提升至 12nm，研发出支持 8K 解码的智能电视 SoC 芯片，年度智能电视 SoC 芯片出货量超过 2,000 万颗，位居国内市场前列。公司 AI 音视频系统终端芯片的收入主要来源于智能音箱芯片，相关方案已被百度、小米、若琪、Google、Amazon、JBL、Harman Kardon 等企业采用，其中小米小爱音箱、百度小度音响和 Google Home Hub 等产品销量在全球排名靠前。

鉴于科创板的特点及定位，我们预计公司上市之初具有充沛的流动性，因此我们选取 A 股芯片设计公司全志科技、纳思达、紫光国微、欧比特、东软载波、圣邦股份、中颖电子、富瀚微和汇顶科技作为可比公司。目前，可比上市公司股价对应 2019 年动态 PE 平均为 42.7 倍。因此，晶晨股份的合理估值为 28.77 元/股（IPO 摊薄后）。

图表 17 可比公司估值(2019 年 7 月 22 日)

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	TTM	EPS		PE		
						2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300458.SZ	全志科技	中国	22.42	74	0.47	0.50	0.66	47.7	44.6	33.7
002180.SZ	纳思达	中国	23.14	246	0.90	1.17	1.65	25.73	19.7	14.0
002049.SZ	紫光国微	中国	43.12	262	0.61	0.67	0.83	71.17	64.6	51.7
300053.SZ	欧比特	中国	10.84	76	0.14	0.25	0.33	79.76	42.5	32.5
300183.SZ	东软载波	中国	13.00	61	0.39	0.59	0.78	33.60	22.0	16.7
300661.SZ	圣邦股份	中国	95.78	99	0.99	1.24	1.61	97.01	77.5	59.5
300327.SZ	中颖电子	中国	22.71	58	0.65	0.79	1.02	34.75	28.9	22.4
300613.SZ	富瀚微	中国	102.66	46	0.29	n.a.	n.a.	352.42	n.a.	n.a.
603160.SH	汇顶科技	中国	142.55	650	2.49	3.39	4.02	57.15	42.1	35.5
平均值									42.7	

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

### (3) 现金流折现法 (DCF)

我们采用现金流折现法 (DCF) 测算公司的合理估值。在 DCF 模型中, 核心假设如下: 假设公司 Beta 系数为 1.3、无风险利率为十年期国债利率 3.24%, WACC (加权平均资本成本) 为 9.74%, 永续增长率为 3%。我们采用现金流折现法得到的公司合理估值为 29.82 元/股, 对应 2019 年 PE 为 44.3 倍。

图表 18 现金流折现法核心假设

假设	数值
无风险利率	3.24%
Beta	1.30
WACC	9.74%
永续增长率	3%
合理估值	29.82

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

考虑到科创板具有比 A 股更高的投资门槛, 机构投资者拥有比 A 股更高的话语权, 初期科创板公司存在较高的估值溢价, 长期来看市场的估值更为理性。同时, 芯片行业由于研发等环节存在一定的不确定性, AI 音视频芯片、汽车电子等新兴业务发展面临较大变数。综合考虑以上因素, 并参考公司历史估值, 我们审慎地采用 PE 估值与现金流折现法的平均值对公司进行估值, 即公司的合理估值中枢为 29.29 元/股, 对应公司上市后总市值为 120.43 亿元。按 30% 区间计算, 建议询价区间为 [25.47, 33.11] 元/股。

## 五、风险提示

半导体行业的风险主要包括: 景气度下行风险、技术更新换代风险、贸易摩擦风险、市场系统性风险等等。

图表 19 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>2,369</b>	<b>2,682</b>	<b>3,238</b>	<b>3,959</b>
货币资金	387	2,013	2,179	2,381	营业成本	1,544	1,748	2,107	2,573
应收款	250	283	342	418	营业税金及附加	10	10	10	10
存货	529	599	722	882	销售费用	56	70	81	95
待摊费用和其他流动资产	5,585	5,585	5,585	5,585	管理费用	70	86	100	119
流动资产合计	1,223	2,895	3,244	3,681	财务费用	4	-8	-16	-18
<b>非流动资产:</b>					费用合计	130	147	166	196
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	24	27	33	41
固定资产+在建工程	193	202	205	203	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	10,474	10,106	9,454	8,966	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	117	117	117	117	<b>营业利润</b>	<b>297</b>	<b>307</b>	<b>385</b>	<b>480</b>
非流动资产合计	424	429	426	419	加: 营业外收入	1	1	1	1
资产总计	1,646	3,324	3,670	4,101	减: 营业外支出	2	0	0	0
<b>流动负债:</b>					<b>利润总额</b>	<b>296</b>	<b>308</b>	<b>386</b>	<b>480</b>
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	14	31	39	48
应付账款、票据	274	311	374	457	<b>净利润</b>	<b>282</b>	<b>277</b>	<b>347</b>	<b>432</b>
其他流动负债	218	215	205	190	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	492	526	579	647	<b>归母净利润</b>	<b>283</b>	<b>277</b>	<b>347</b>	<b>433</b>
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	28	28	28	28					
非流动负债合计	28	28	28	28					
负债合计	520	554	607	675					
<b>所有者权益</b>									
股本	370	411	411	411					
资本公积金	516	1,955	1,955	1,955					
未分配利润	234	427	684	1,004					
少数股东权益	4	4	4	4					
所有者权益合计	1,126	2,827	3,118	3,481					
负债和所有者权益	1,646	3,380	3,726	4,156					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	282	277	347	432	<b>成长性</b>				
折旧与摊销	74	44	43	42	营业收入增长率	40.1%	13.2%	20.7%	22.2%
财务费用	0	-8	-16	-18	营业利润增长率	189.9%	3.3%	25.4%	24.6%
存货的减少	-328	-70	-123	-160	归母净利润增长率	261.8%	-2.0%	25.4%	24.6%
营运资本变化	104	3	5	7	总资产增长率	42.8%	101.9%	10.4%	11.7%
其他非现金部分	14	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
经营活动现金净流量	185	246	256	303	毛利率	34.8%	34.8%	34.9%	35.0%
投资活动现金净流量	-309	-50	-40	-35	营业利润率	12.6%	11.5%	11.9%	12.1%
筹资活动现金净流量	2	1429	-50	-67	三项费用/营收	5.5%	5.5%	5.1%	4.9%
现金流量净额	-102	1,626	167	202	EBIT/销售收入	12.7%	11.5%	11.9%	12.1%
					净利润率	11.9%	10.3%	10.7%	10.9%
					ROE	25.1%	9.8%	11.1%	12.4%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	143.9%	80.7%	88.2%	96.5%
					<b>资产结构</b>				
					资产负债率	31.6%	16.7%	16.6%	16.5%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利	0.66	0.89	0.74	0.70
					<b>每股数据(元/股)</b>				
					每股收益	0.76	0.67	0.84	1.05
					每股净资产	3.04	6.88	7.58	8.47

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

## 分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券，主要研究和跟踪领域：电子行业、可转债等。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>