

市场价格(人民币): 58.89元
 目标价格(人民币): 67.10-67.10元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.63
已上市流通A股(亿股)	8.12
总市值(亿元)	567.03
年内股价最高最低(元)	60.37/48.95
沪深300指数	4705
创业板指	2669

5G 天线、无线充电加速助力泛射频龙头再腾飞

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,707	5,134	7,002	9,742	12,829
营业收入增长率	37.04%	9.07%	36.39%	39.12%	31.69%
归母净利润(百万元)	988	1,020	1,335	1,856	2,478
归母净利润增长率	11.11%	3.25%	30.85%	39.08%	33.53%
摊薄每股收益(元)	1.013	1.053	1.378	1.916	2.559
每股经营性现金流净额	0.62	0.69	1.11	1.34	1.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.83%	21.63%	22.89%	25.39%	26.65%
P/E	21.34	43.10	41.10	29.55	22.13
P/B	5.73	9.32	9.41	7.50	5.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

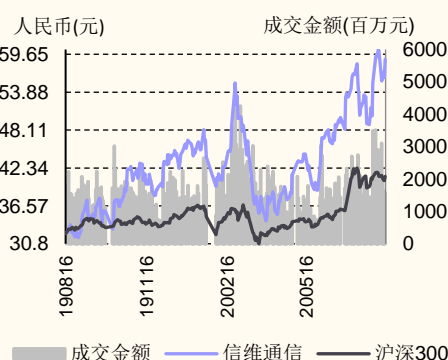
投资逻辑

- **公司是全球领先的一站式泛射频企业。**公司是国内天线行业龙头,自上市以来,聚焦射频领域,借助内生外延,持续拓展无线充电、EMI/EMC 器件、连接器、射频前端器件等业务。公司兼具技术优势、一体化优势、成本优势、客户资源优势、管理优势,4G 时代(2011~2018 年)公司营收、净利快速增长,CAGR 达 62%、45%。
- **短期来看,5G 天线、无线充电、精密制造助力公司业绩快速增长。**1) 天线业务:公司是安卓手机天线主要供应商,预计 5G 初期天线仍采用 LDS 方案,我们预计 5G 天线单机价值量达 4G 天线的 2 倍,伴随 5G 渗透率快速提升,预计 2021、2022 年安卓手机 LDS 天线市场规模达 86、102 亿元,同比增长 36%、19%,预计公司天线业务营收快速增长。2) 无线充电:① 安卓系:公司是安卓市场无线充电主要供应商,预计 2020~2022 年安卓手机无线充电出货量同增 32%、48%、31%,公司安卓无线充电收入快速增长。② 苹果系:公司于 2019 年切入 iPhone11 系列供应无线充电,伴随公司供应比例逐步提升,预计公司苹果无线充电收入快速增长。3) 公司逐步开拓 EMI/EMC、连接器领域,5G 对 EMI/EMC 要求更高、市场规模有望快速增长;2020 年高性能精密 BTB 连接器放量有望逐步放量。
- **长期来看,LCP、射频前端有望为公司打造新增长点。**1) 长期来看单机价值量更高的 LCP 天线渗透率有望逐步提升,公司凭借多年技术积累,目前已具备从材料到模组的能力,预计未来公司 LCP 业务放量可期。2) 内需支撑+贸易摩擦催化,近年来我国滤波器企业逐步崛起。公司入股德清华莹布局 SAW 滤波器,未来有望受益国产替代。

盈利估值与估值

- 我们预计公司 2020~2022 年业绩为 13.4、18.6、24.8 亿元,同增 31%、39%、34%。采用可比公司 PE 估值,给予公司买入评级,目标价 67.1 元(35*2021EPS)。

风险: 疫情反复,5G 进程低于预期、市场竞争风险、应收账款过高、定增摊薄回报风险。



樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 联系人
 liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 联系人
 dengxiaolu@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司是全球领先的泛射频企业，内生外延快速增长	4
二、天线：5G 加速助力天线行业量价齐升，天线龙头深度受益	6
1.5G 手机渗透率快速提升，带动天线行业量价齐升	6
2.LDS 天线龙头，受益 5G 手机渗透率快速提升	8
3.长期来看，LCP 渗透率有望持续提升，公司 2021 年 LCP 天线放量可期	10
三、无线充电：公司兼具一体化、成本优势，受益行业渗透率提升	11
四、精密制造：EMI/EMC 器件业务快速增长	12
1.EMI/EMC 器件：需求端稳健增长，营收、业绩快速增长	12
2.连接器：收购亚力盛成功切入，下游需求稳健增长	13
五、射频前端：内生外延拓展射频前端，受益国产替代	14
六、公司拟定增 30 亿元扩产射频前端、天线、无线充电项目	18
七、盈利预测与投资建议	18
1.盈利预测：预计公司 2020-2022 年归母业绩为 13.4、18.6、24.8 亿元	18
2.投资建议及估值：给予公司目标价 67.1 元	19
八、风险提示	19

图表目录

图表 1：公司主营产品一览	4
图表 2：上市以来公司营收快速增长	4
图表 3：上市以来公司营收、净利快速增长	4
图表 4：公司 ROE 远超同业	5
图表 5：公司净利率远超同业	5
图表 6：近年来研发费用快速增长	5
图表 7：公司客户资源突出	6
图表 8：外延并购助力公司业绩大幅增长	6
图表 9：5G 时代，手机天线有望量、价齐升	7
图表 10：天线方案对比：5G 初期 LDS 和 FPC 方案共存	7
图表 11：中国 5G 手机渗透率快速提升	8
图表 12：预计 2021、2022 年安卓天线市场规模快速增长	8
图表 13：公司 2012 年收购莱尔德（北京），2014 年莱尔德（北京）扭亏为盈	9
图表 14：公司实验室测试能力达国际领先水平	9
图表 15：公司生产线自动化高、制造能力一流	9
图表 16：公司天线业务营收预测（亿元）（不含 LCP 天线）	10
图表 17：5G 天线单机价值量对比	10
图表 18：iPhone LCP 供应链	10
图表 19：预计 2018~2023 年无线充电出货量 CAGR 达 28%	11

图表 20: Qi 认证的机型涵盖苹果、三星、华为、小米等企业高端机型	11
图表 21: 预计 2020~2022 年带无线充电的安卓手机出货量增速超 30%	11
图表 22: 信维通信可提供从磁性材料、线圈到模组的一站式无线充电解决方案, 是少有的一体化企业	12
图表 23: 公司无线充电业务营收预测 (亿元)	12
图表 24: 预计 2019~2024 年 EMI/EMC 器件市场 CAGR 为 5%	13
图表 25: 公司 EMI/EMC 营收快速增长 (亿元)	13
图表 26: 公司 EMI/EMC 器件一览	13
图表 27: 全球连接器市场稳健增长	14
图表 28: 连接器行业下游应用广泛	14
图表 29: 公司连接器产品一览	14
图表 30: 近两年公司连接器业务处于整合阶段	14
图表 31: 射频前端	15
图表 32: 预计 2018~2025 年全球射频前端市场 CAGR 为 8%	15
图表 33: 预计 2018~2023 年全球射频滤波器市场 CAGR 为 21%	15
图表 34: SAW 滤波器市场竞争格局	16
图表 35: BAW 滤波器市场竞争格局	16
图表 36: PA 市场竞争格局	16
图表 37: 预计 SAW 滤波器国产化加速	17
图表 38: 近年来 Murata 压电元件业务 (主要包括各类滤波器) 营收持续下滑	17
图表 39: 德清华莹营收、净利快速增长	17
图表 40: 公司拟募资 30 亿元投向射频前端、5G 天线、无线充电模组项目 ..	18
图表 41: 预计公司 2020~2022 年营收达 70、97、128 亿元, 同增 36%、39%、32%	18
图表 42: 采取 PE 估值, 给予目标价 67.1 元	19

一、公司是全球领先的泛射频企业，内生外延快速增长

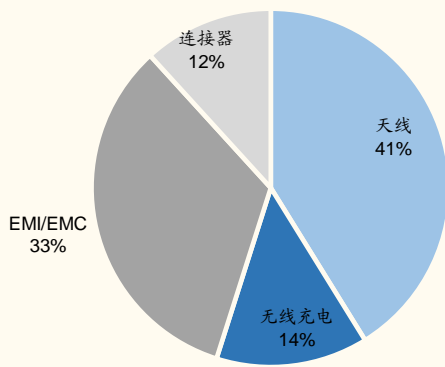
- **公司是全球领先的泛射频企业。**公司成立于 2006 年，2010 年登陆创业板，自成立以来，公司专注于泛射频行业，主营业务涵盖天线、无线充电模组、EMI/EMC 器件、连接器、射频前端器件等业务。2019 年公司天线、无线充电模组、EMI/EMC 器件、连接器营收占比为 41%、14%、33%、12%。
- **4G 时代公司营收、业绩快速成长。**2019 年公司营收为 51 亿元，同增 9%，归母净利为 10.2 亿元，同增 11%。2019 年公司 ROE 达 24%、净利率达 20%，盈利能力超群。4G 时代（2011~2018 年）公司营收、净利快速增长，CAGR 达 62%、45%。

图表 1：公司主营产品一览



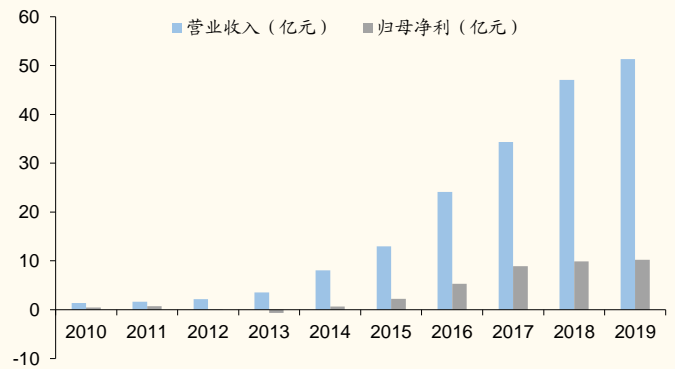
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：2019 年公司营收结构



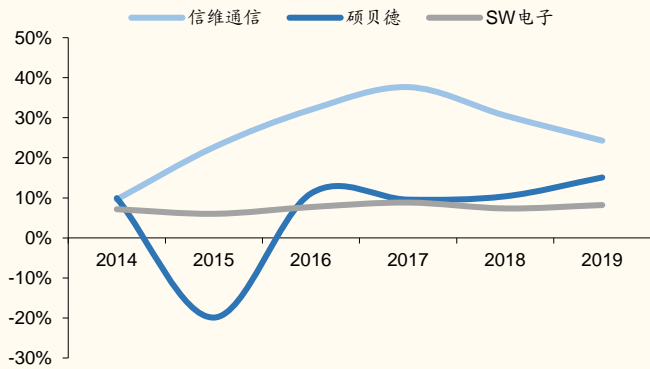
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：上市以来公司营收、净利快速增长



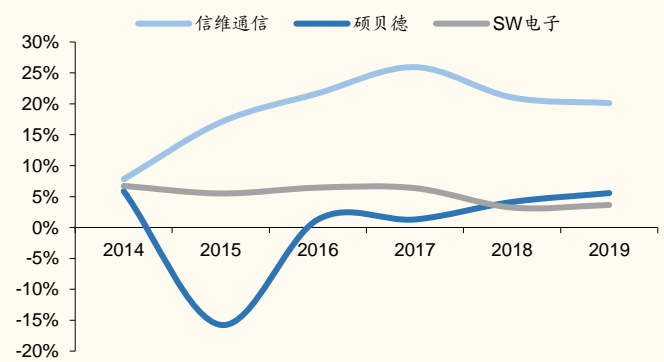
来源：wind，国金证券研究所

图表 4: 公司 ROE 远超同业



来源: wind, 国金证券研究所

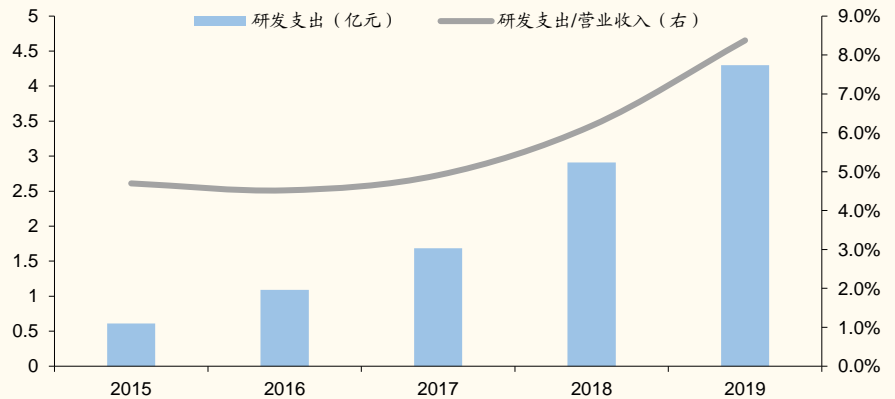
图表 5: 公司净利率远超同业



来源: wind, 国金证券研究所

- 公司专注于泛射频领域，技术储备充分、一体化优势明显、客户资源丰富，借助外延并购营收、业绩快速增长。
 - 公司重视研发，技术储备充分。公司具备统筹全局的中央研究院，在瑞典、美国、日本、韩国和国内深圳、北京、上海、西安、绵阳、常州各地均设有研发分支机构。近年来研发费用快速增长，2019 年公司研发费用占营业收入的比例超 8%，主要用于 5G 天线系统、射频前端技术，并拥有多项 5G 天线、无线充电、LCP 材料等相关专利，2020 年 H1 公司申请专利 227 件，其中 5G 天线 47 件，LCP 专利 10 件，BAW 专利 10 件，SAW 专利 6 件。

图表 6: 近年来研发费用快速增长



来源: wind, 国金证券研究所

- 公司一体化优势、成本优势突出。1) 公司致力于基础技术、基础材料的研究，目前已实现“材料-零件-模组”的全覆盖，是电子行业中为数不多的实现了一体化供应的公司。2) 以 LCP 为例，信维凭借多年技术积累，目前已具备从材料到工艺到 LCP 模组的能力，且正在建设一条中规模 LCP 生产线，旨在为客户提供从材料到模组的一站式解决方案。3) 以天线领域为例，苹果天线领域最早三大供应商为安费诺、Molex、泰科电子，伴随中国企业技术逐步成熟、成本优势突出，2014 年公司取代泰科电子进入苹果供应体系。
- 公司坚定大客户战略，客户资源突出。长期以来，公司坚定大客户战略，下游客户包括苹果、三星、华为、OPPO、索尼、联想、本田等企业。

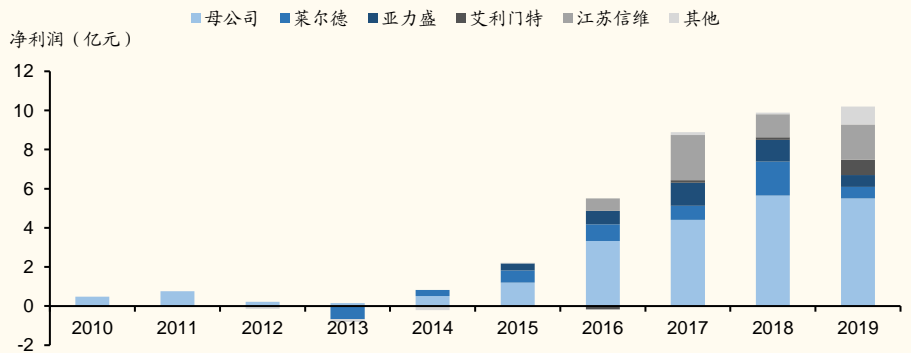
图表 7: 公司客户资源突出



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 公司管理能力突出, 历次收购整合较为成功, 外延助力公司业绩增长。公司营收、净利的高速成长一方面得益于内生增长, 一方面源自于外延并购。2010 年公司营收仅 1.4 亿元, 在全球天线市场市占率仅 2%。2012 年公司以 1.73 亿元收购诺基亚时代的天线龙头企业莱尔德 (北京), 实力大增。2014、2015 年公司斥资 5.73 亿元收购亚力盛, 顺利切入连接器行业。公司上市以来的两次大型收购整合均较为成功, 收购企业实现营收、净利、净利率快速增长。

图表 8: 外延并购助力公司业绩大幅增长



来源: wind, 国金证券研究所

二、天线: 5G 加速助力天线行业量价齐升, 天线龙头深度受益

1.5G 手机渗透率快速提升, 带动天线行业量价齐升

- 通信技术、手机功能升级带动天线数量增长。1) 手机天线指手机上用于接收、发射电磁波的设备, 按功能来划分可以分为通信主天线、WiFi 天线、蓝牙天线、GPS 天线、NFC 天线、无线充电天线, 从历史来看, 伴随通信技术升级、手机功能更全, 对天线的需求呈现阶梯式增长。2) Massive MIMO 技术 (大规模天线技术) 是 5G 提高频谱效率、系统容量的关键技术, 基站 Massive MIMO 技术普及后, 5G 手机天线数量将从目前的 2 根向 4 根、8 根甚至 16 根演进。3) 以苹果为例, 2017 年 iPhoneX 通信主天线阶数为 2*2MIMO, 2019 年 iPhone 11 通信主天线阶数为 4*4MIMO。以华为为例, 2019 年 9 月华为发布的 Mate 30 Pro (5G 版) 内部天线达 21 根, 其中 5G 天线达 14 根、支持 8 个 5G 频段。
- 5G 时代促天线材质升级, 技术升级促天线价格提升。1) 4G 时代, 安卓手机主要采用 LDS 方案, 苹果手机主要采用 FPC 方案, 但逐步由 PI 材质转为 MPI、LCP 材质。2) 伴随 5G 频率大幅提升, 信号衰减加速, 对天线

材质要求也更高，5G 时代，预计初期安卓仍以 LDS 方案为主，但将逐步转为 FPC 方案，短期 LCP 价格高昂、MPI 在中低频段表现与 LCP 接近，预计未来中低频段将主要采用 MPI，高频将采用 LCP。LCP、PMI 天线的单机价格是 LDS 天线的数倍。

- **技术迭代期对天线企业技术实力、制造能力要求更高。**1) 天线行业是技术密集型行业，我们认为在技术迭代期，具备技术优势的企业可以更好地把握技术方向，在技术变革期有望脱颖而出。2) 考虑 5G 时代促进手机天线材质升级，伴随 LCP、MPI 材料的普及，天线企业需要尝试更多柔性天线的设计，对企业的设计能力、制造能力要求更高。3) 根据天线设计原理，理论上天线长度为波长的 1/4 时，天线接收、发射电磁波的转换效率最高，伴随 5G 频率大幅提升，天线长度缩窄。预计在毫米波频段，天线尺寸仅为毫米级，对企业的精密加工能力要求更高。

图表 9: 5G 时代，手机天线有望量、价齐升

	通信技术		终端手机通信主天线				终端手机其他天线应用				
	频段	波长	天线长度	天线数量	天线材质	天线工艺	Wifi 天线	蓝牙天线	GPS 天线	NFC 天线	无线充电
2G	0.8GHz-19GHz	16cm-36cm	4cm-9cm	1	PI	FPC	✓	✓			
3G	1.9GHz-2.1GHz	14cm-16cm	3.5cm-3.9cm	1	PI	FPC	✓	✓	✓		
4G	1.9GHz-2.7GHz	11cm-16cm	2.8cm-4cm	2	PI /LCP	FPC /LDS	✓	✓	✓	✓	✓
5G	FR1 (sub-6GHz 频段): 450MHz-6GHz	8cm-12cm	2cm-3cm	4/8	MPI /LCP	LDS	✓	✓	✓	✓	✓
	FR2 (mmWave 频段): 24.25GHz-52.6GHz	0.6cm-1cm	0.1cm-0.3cm	-	LCP	LDS	-	-	-	-	-

来源：公司公告、公司官网、国金证券研究所

图表 10: 天线方案对比：5G 初期 LDS 和 FPC 方案共存

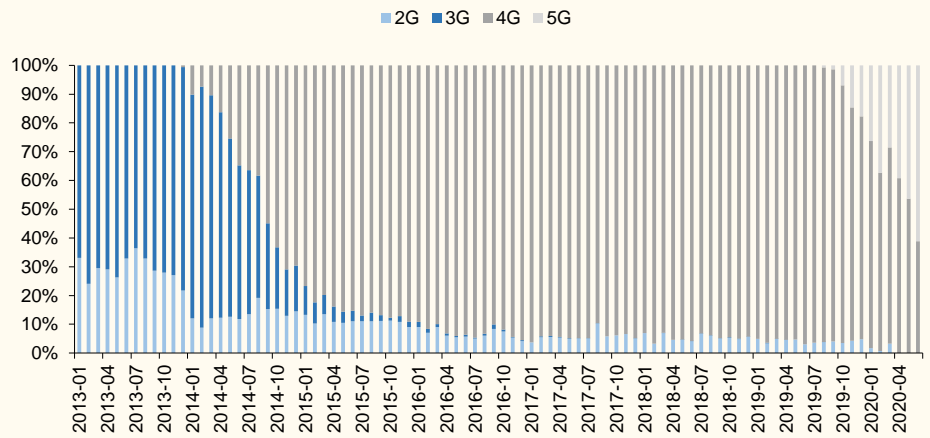
	LDS	FPC		
		PI	MPI	LCP
4G	安卓手机主流方案 (单机价值量 5 元)	17 年 iPhone 采用 (单机价值量 0.4 美元)	出于成本考量，19 年 iPhone 新增 MPI 料号替换部分 LCP 料号 (单机价值量 3 美元)	18 年 iPhone 方案 (单机价值量 8~10 美元)
5G	2020 年安卓手机主流方案，逐步转为 FPC 方案 (单机价值量 10 元)	-	中低频采用 MPI 方案	高频采用 LCP 方案

来源：公司公告、公司官网、国金证券研究所

- **5G 手机出货量快速增长，带动全球手机天线市场快速增长，预计 2022 年全球手机天线市场超 200 亿元。**1) 2013 年中国启动 4G 商用，4G 手机渗透率快速提升。2019 年中国启动 5G 商用，5G 手机渗透率快速提升，2019 年、2020 年 H1 中国 5G 手机出货量达 0.14、0.64 亿部，渗透率达 7%、42%。2) 安卓系：目前安卓系天线以 LDS 工艺为主，根据我们估算，相较于 4G 时代、5G 时代天线价值量有望翻倍，假设 2020~2022 年全球智能手机出货量为 12.34、13.82、14.51 亿部，同比-10%、12%、5%，考虑苹果推出低价版、5G 版 iPhone 市占率持续上行，预计 2020~2022 年安卓市占率下滑 2pct、1pct、0pct，对应安卓手机出货量达 10.38、11.48、12.06 亿部。假设 2020~2022 年全球安卓手机 5G 渗透率达 22%、50%、70%，5G 安卓手机出货量达 2.7、6.7、9.9 亿部，同比 1411%、150%、48%。假设 2022 年前安卓 5G 手机以 LDS 方案为主，4G 天线、5G 天线 ASP 分别为 5 元、10 元，对应 2020~2022 年安卓天线市场规模达 63、86、102 亿元，同增 7%、36%、19%。3) 苹果系：目前苹果手机以 MPI、LCP 天线为主，2017 年 iPhoneX 大规模使用 LCP 材料，2019 年 iPhone 11 新增 MPI 材料、替代部分 LCP 材料。预计未来中低频段将主要采用

MPI，高频将采用 LCP。预计未来 MPI、LCP 天线市场规模稳健增长，对应 2022 年 iPhone 天线市场规模超 100 亿元。

图表 11: 中国 5G 手机渗透率快速提升



来源：工信部，国金证券研究所

图表 12: 预计 2021、2022 年安卓天线市场规模快速增长

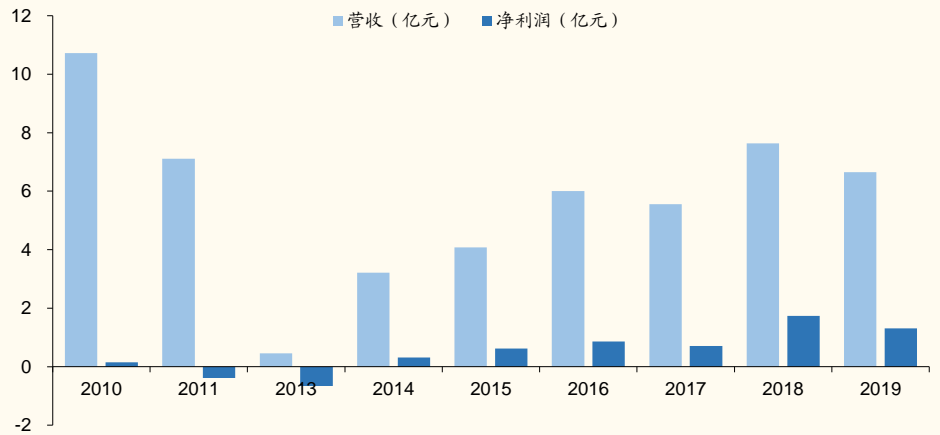
	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
智能手机出货量 (亿部)	14.73	14.66	14.05	13.71	12.34	13.82	14.51
YOY	-7%	0%	-3%	-9%	-10%	12%	5%
安卓智能手机出货量 (亿部)	12.58	12.50	11.96	11.80	10.38	11.48	12.06
YOY	-7%	0%	-3%	-9%	-12%	11%	5%
安卓 5G 手机渗透率				2%	22%	50%	70%
安卓 5G 手机出货量 (亿部)				0.18	2.68	6.68	9.91
YOY					1411%	150%	48%
安卓天线市场规模 (亿元)				59.02	63.30	86.13	102.49
YOY					7%	36%	19%

来源：IDC，国金证券研究所

2.1 LDS 天线龙头，受益 5G 手机渗透率快速提升

- **公司是 LDS 天线龙头。**自公司 2006 年成立以来，天线业务都是公司的支柱业务，2010 年公司上市，营收仅 1.4 亿元，在全球天线市场市占率仅 2%。2012 年公司收购诺基亚时代的天线龙头企业莱尔德（北京），公司整合较为成功，研发测试能力、产品制造能力大幅提升，成功获取多家大客户资源。伴随公司整体实力提升，公司顺利切入苹果、华为、OPPO 供应链。
- **公司收购莱尔德，实力大增。**2012 年公司以 1.73 亿元收购诺基亚时代的天线龙头企业莱尔德（北京）。收购完成后公司保留莱尔德研发骨干、获取优质生产设备，研发测试能力、产品制造能力大幅提升，并取得潜在客户包括 Nokia、Motorola、Sony、LG 等手机厂，实现客户资源互补。

图表 13: 公司 2012 年收购莱尔德 (北京), 2014 年莱尔德 (北京) 扭亏为盈



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **公司技术储备充沛。**公司具备统筹全局的中央研究院, 在瑞典、美国、日本、韩国和国内深圳、北京、上海、西安、绵阳、常州各地均设有研发分支机构, 并设立深圳市 5G 毫米波天线技术工程实验室、广东省 LCP 5G 射频系统工程技术研究中心, 拥有多项 5G 天线、LCP 材料等相关专利, 技术储备充沛。
- **公司制造能力、测试能力强。**长期以来公司保持在智能制造、工业自动化研发投入, 柔性生产能力强、生产效率高。考虑天线是定制化行业, 测试能力必不可少, 公司拥有具备国家 CNAS 和国际 CTIA 认证资质的检测认证实验室、深圳市 5G 毫米波天线技术工程实验室、广东省 LCP 5G 射频系统工程技术研究中心, 测试能力国际领先。

图表 14: 公司实验室测试能力达国际领先水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 公司生产线自动化高、制造能力一流



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **公司坚定大客户战略, 客户资源突出。**长期以来, 公司坚定大客户战略, 并在收购莱尔德 (北京) 后成功切入苹果、三星、华为、OPPO 等主流手机厂供应链, 并且是华为、OPPO 高端机的 LDS 天线主要供应商, 客户资源突出。
- **展望未来: 预计公司 2020~2022 年天线业务营收同增 23%、26%、37%。**
 - 1) 安卓天线: 公司是安卓 LDS 天线龙头, 未来 3 年安卓天线市场快速增长, 考虑公司兼具技术实力、制造能力、客户资源突出, 公司市占率略有提升, 安卓天线业务营收增速达 21%、27%、20%。略高于行业; 2) 苹果天线: 公司苹果天线主要供应 ipad、mac、Apple watch, 2020 年受疫情影响、在线办公兴起, ipad、mac 出货量快速增长, 2020 年 Q2 苹果的

ipad、mac 业务营收同增 31%、22%，预计公司 2020~2022 年苹果天线营收同增 25%、10%、5%。

图表 16: 公司天线业务营收预测 (亿元) (不含 LCP 天线)

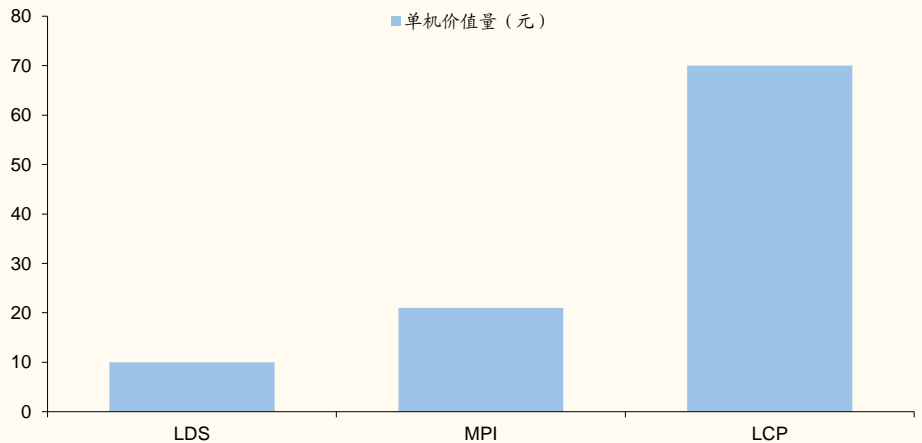
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
天线	15	23	21	26	32	36
YOY		53%	-9%	23%	23%	13%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3. 长期来看, LCP 渗透率有望持续提升, 公司 2021 年 LCP 天线放量可期

- 长期来看, 高频 5G 手机以 LCP 天线为主。我们预计 5G 初期 LDS、FPC 方案共存, 其中安卓手机主要采用 LDS 方案, 苹果手机主要采用 FPC 方案。长期来看, LDS 方案将逐步转为 FPC 方案 (LCP、MPI), 考虑短期 LCP 价格高昂、MPI 在中低频段表现与 LCP 接近, 预计未来中低频段 5G 手机将主要采用 MPI, 高频段 5G 手机将采用 LCP。LCP、MPI 天线的单机价格是 LDS 天线的数倍。

图表 17: 5G 天线单机价值量对比



来源: 集微网, 国金证券研究所

- 苹果 LCP 的主流供应商为村田、安费诺、立讯精密。LCP 产业链分为上游原材料 (树脂、薄膜)、FCCL, 中游软板加工, 下游模组制造。iPhone 自 2018 年开始采用 LCP 方案, 我们估算 iPhone 的 LCP 市场规模超 100 亿元。主要的供应商为村田、安费诺、立讯精密, 其中村田负责供应原材料、FCCL、软板加工, 安费诺、立讯精密负责模组制造环节。

图表 18: iPhone LCP 供应链

	薄膜	LCP FCCL	软板加工	模组制造
村田	✓	✓	✓	
安费诺				✓
立讯精密				✓

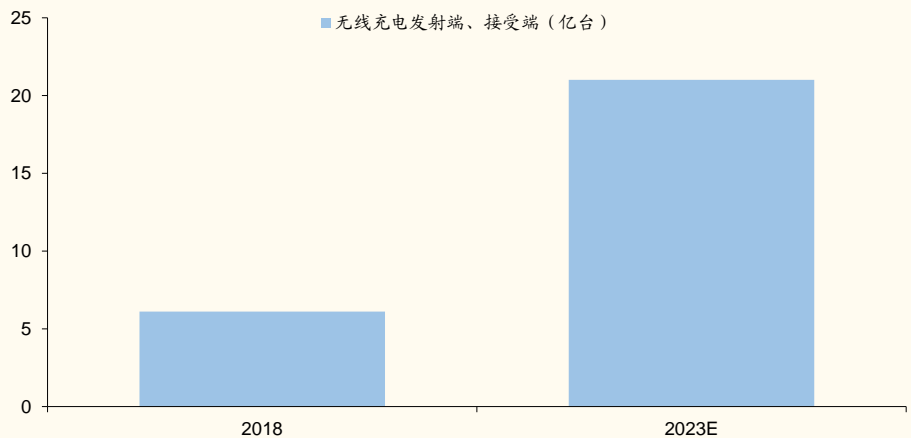
来源: 集微网, 国金证券研究所

- 公司 2021 年 LCP 天线放量可期。信维凭借多年技术积累, 目前已具备从薄膜、FCCL、模组制造的能力, 且正在建设一条中规模 LCP 生产线, 旨在为客户提供从材料到模组的一站式解决方案。预计伴随公司 LCP 生产线产能落地, 公司 LCP 业务放量可期。

三、无线充电：公司兼具一体化、成本优势，受益行业渗透率提升

- 无线充电技术源于无线电能传输技术，主流的充电技术包括电磁感应、无线电波、共振技术。主流的充电标准包括：WPC 的 Qi 标准、AFA 的 A4WP 标准和 PMA 标准。无线充电包括发射端、接受端两部分，上下游产业链包括芯片、磁性材料、传输线圈、模组制造、系统集成。应用涵盖智能手机、汽车、智能穿戴、智能家居等领域。
- 预计无线充电行业出货量未来五年 CAGR 达 28%。根据 IHS，2018 年无线充电发射端、接收端出货量达 6.11 亿台，预计 2023 年无线充电发射端、接收端出货量达 21 亿台，五年 CAGR 达 28%。

图表 19：预计 2018~2023 年无线充电出货量 CAGR 达 28%



来源：IHS，国金证券研究所

- 2019 年中国市场安卓机无线充电渗透率仅 20%，预计未来三年手机市场无线充电渗透率快速提升。根据 WPC，2018 年 Qi 认证的无线充电发射端、接收端出货量达 3.66 亿台，同增 77%；其中 Qi 认证的支持无线充电的手机出货量超 2.71 亿部，同增 68%。截止 2019 年底，通过 Qi 认证的手机机型超 140 款，涵盖了苹果、三星、华为、小米等企业高端机型。根据我们估算，预计 2018、2019 年中国市场 iPhone 无线充电渗透率达 58%、88%，安卓机无线充电渗透率达 3%、20%，预计伴随无线充电技术由高端机逐步向中低端机渗透，未来三年无线充电渗透率快速提升。预计 2020~2022 年安卓手机无线充电渗透率达 30%、40%、50%，对应出货量达 3.1、4.6、6 亿部，同增 32%、48%、31%。

图表 20：Qi 认证的机型涵盖苹果、三星、华为、小米等企业高端机型

品牌	Qi 认证无线充电手机机型
Samsung	Galaxy S10、Galaxy S10E、Galaxy S10+、Galaxy S9、Galaxy S9+、Galaxy S8、Galaxy S8+、Galaxy S7、Galaxy S7 Edge、Galaxy S7 Active、Galaxy S6、Galaxy S6 Edge、Galaxy S6 Edge+、Galaxy S6 Active
Huawei	P30 Pro、P30、Mate 20 Pro、Mate RS
Apple	iPhone 11、iPhone 11 Pro、iPhone 11 Pro Max、iPhone X、iPhone XS、iPhone XS Max、iPhone XR、iPhone 8、iPhone 8 Plus
Xiaomi	Mi 9、Mi 7、Mi Mix 3、Mi Mix 2S

来源：WPC，国金证券研究所

图表 21：预计 2020~2022 年带无线充电的安卓手机出货量增速超 30%

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
智能手机出货量 (亿部)	14.73	14.66	14.05	13.71	12.34	13.82	14.51

YOY	-7%	0%	-3%	-9%	-10%	12%	5%
安卓智能手机出货量 (亿部)	12.58	12.50	11.96	11.80	10.38	11.48	12.06
YOY	-7%	0%	-3%	-9%	-12%	11%	5%
安卓手机无线充电渗透率			3%	20%	30%	40%	50%
安卓无线充电手机出货量 (亿台)			0.36	2.36	3.11	4.59	6.03
YOY				558%	32%	48%	31%

来源: IDC, 国金证券研究所

- 公司兼具一体化优势、成本优势, 预计未来深度受益无线充电渗透率快速提升。公司在无线充电领域深度布局, 可提供从磁性材料、线圈到模组的一站式无线充电解决方案, 成本优势显著。在磁性材料领域, 公司可提供铁氧体材料、非晶、纳米晶等多种软磁材料, 可从材料端配合客户进行产品开发; 在线圈领域, 公司具备成熟的精密加工及绕线工艺, 可提供不同线圈方案的产品设计; 在模组领域, 目前公司自主设计的无线充电接收端模组已实现量产, 并覆盖了国内外一流大客户群体, 产品竞争力显著。

图表 22: 信维通信可提供从磁性材料、线圈到模组的一站式无线充电解决方案, 是少有的一体化企业

价值量占比		国内厂商	国外厂商
方案设计	32%	中兴通信, 信维通信, 万安科技	苹果、三星、高通、特斯拉
芯片	28%	全志科技, 紫光股份	英特尔, 高通, TI, NXP, 联发科, 博通
线圈	14%	信维通信, 立讯精密, 硕贝德, 东山精密, 鹏鼎	住友, NOK, 村田, TDK
磁性材料	20%	信维通信, 横店东磁, 天通股份, 安洁科技	TDK, 村田, Taiyo Yuden
模组	6%	信维通信, 立讯精密	-

来源: 智研咨询, 国金证券研究所

- 展望未来: 预计公司 2020~2022 年无线充电业务营收同增 105%、51%、35%。1) 安卓市场: 公司是安卓手机主要无线充电供应商, 预计伴随手机端无线充电渗透率提升, 公司无线充电业务快速增长; 考虑公司一体化优势、成本优势突出, 预计未来市占率持续提升, 预计 2020~2022 年安卓无线充电业务营收快速增长。2) 苹果市场: 公司于 2019 年切入 iPhone 11 系列供应 iPhone 无线充电, 伴随公司供应比例逐步提升, 预计公司苹果无线充电收入快速增长。

图表 23: 公司无线充电业务营收预测 (亿元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
无线充电	4	5	7	14	22	29
YOY		25%	40%	105%	51%	35%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

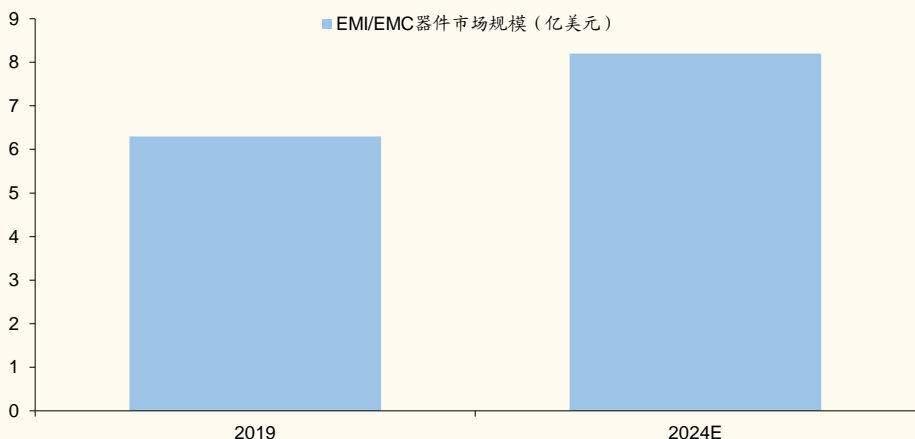
四、精密制造: EMI/EMC 器件业务快速增长

1. EMI/EMC 器件: 需求端稳健增长, 营收、业绩快速增长

- 伴随电子设备广泛应用, 电磁干扰无所不在、且对电子设备危害较大, 如电话通信受到干扰会使信号畸变, 自动控制系统受到电磁干扰可能出现失控, 金属之间可能因为电磁干扰产生电火花、爆炸。为解决电磁干扰问题, EMI (射频干扰) / EMC (射频兼容) 器件应运而生。
- EMI/EMC 器件的工作原理主要是对电磁波的反射和吸收, 按材料划分可分为导电塑料器件、导电硅胶、金属屏蔽器件、导电布衬垫、吸波器件。EMI/EMC 器件下游涵盖消费电子、通信、汽车等行业。
- 根据 MarketsandMarkets, 预计 2019 年 EMI/EMC 器件市场达 63 亿美元, 2024 年达 82 亿美元, 5 年 CAGR 为 5%, 呈现稳健增长。5G 手机提升传

输速率、频率、信号的同时，对电磁屏蔽件要求更高，预计手机用 EMI/EMC 市场规模快速增长。

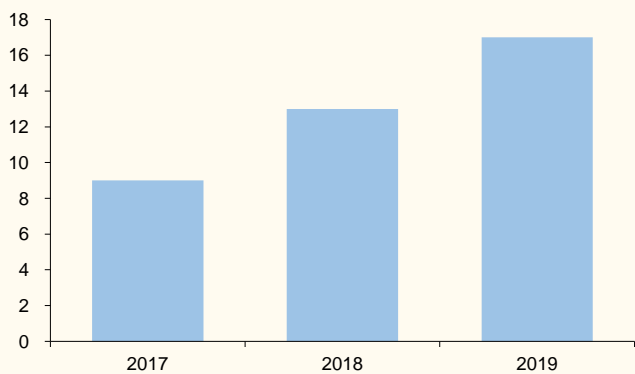
图表 24: 预计 2019~2024 年 EMI/EMC 器件市场 CAGR 为 5%



来源: MarketsandMarkets, 国金证券研究所

- 公司 EMI/EMC 营收快速增长，收购艾利门特布局 MIM 领域。1) 2019 年公司 EMI/EMC 营收达 17 亿元，同增 31%。过去 3 年公司 EMI、EMC 业务营收快速增长。考虑公司目前在小件的市场占有率仍低，未来成长空间巨大。2) 公司的 EMI/EMC 器件包括模切产品、CNC 产品、MIM 产品，2015 年~2017 年公司通过多次增资，完成了对艾利门特 100% 控股，切入 MIM 领域，相较于传统金属成型技术，MIM 工艺具备经济性更高、产品复杂程度更高、材料选择范围更广等优势，适用于生产小型、精密、3D 复杂、高性能零件。2018、2019 年艾利门特营收达 1.42、3.62 亿元，净利达 0.12、0.79 亿元，营收、净利快速增长。

图表 25: 公司 EMI/EMC 营收快速增长 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 公司 EMI/EMC 器件一览

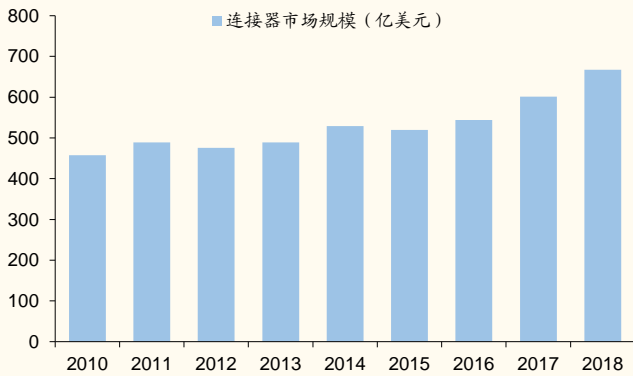
类别	细分产品	图例
精密五金件	冲压件、深拉伸件、注塑成型、金属嵌入式成型件、激光焊接、激光烧蚀、表面处理、压铸件	
金属粉末注塑成型 (MIM)	摄像头支架、复杂结构件、SIM 卡托、CIM 部件、按键、Type C、MIM 支架、Logotype 零件	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2. 连接器: 收购亚力盛成功切入, 下游需求稳健增长

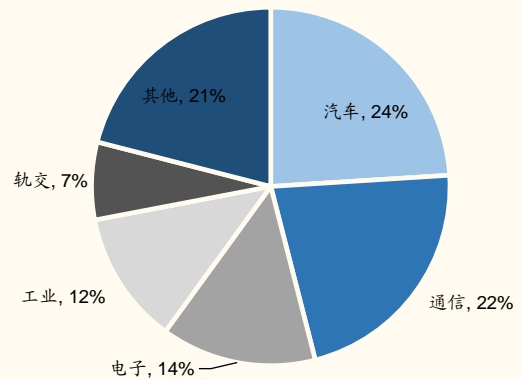
- 连接器指连接两个有源器件、用于传输电流或信号的电子元件，由接插件、线材构成。
- 根据 Bishop & Associate, 2018 年全球连接器市场规模达 667 亿美元，过去五年 CAGR 为 6%。主要应用涵盖汽车、通信、电子、工业等领域。

图表 27: 全球连接器市场稳健增长



来源: Bishop & Associate, 国金证券研究所

图表 28: 连接器行业下游应用广泛



来源: Bishop & Associate, 国金证券研究所

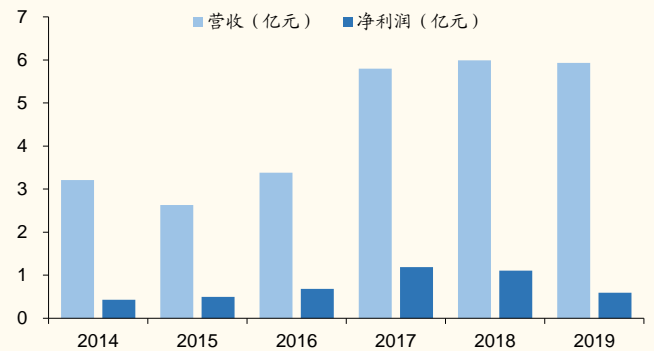
- 收购亚力盛成功切入连接器行业, BTB 连接器助力增长。1) 2014、2015 年公司斥资 5.73 亿元收购亚力盛切入连接器行业, 亚力盛主营业务为各类连接器。2014 年亚力盛营收为 3.2 亿元, 其中工业自动化连接器营收占比为 45%, 消费电子连接器营收占比为 55%, 净利润为 0.43 亿元。2) 2015~2017 年亚力盛承诺业绩为 0.45、0.59、0.76 亿元, 实际业绩达 0.51、0.68、1.1 亿元, 收购以来亚力盛超额完成业绩承诺。3) 2019 年亚力盛营收为 5.9 亿元, 净利润为 0.59 亿元, 近年亚力盛仍处于整合阶段。3) 目前全球 BTB 连接器市场规模超百亿, 伴随手机内部复杂度提升, BTB 连接器用量将进一步增长, 公司布局 BTB 连接器多年, 并于 2019 年 H2 开始为客户批量供货, 预计 2020 年 BTB 连接器逐步进入收获期, 业务持续放量。

图表 29: 公司连接器产品一览

类别	细分产品	图例
连接器	板对板连接器、I/O 连接器	
线缆	同轴线缆、消费类线缆、汽车类线缆、工业类线缆、医疗类线缆	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 近两年公司连接器业务处于整合阶段

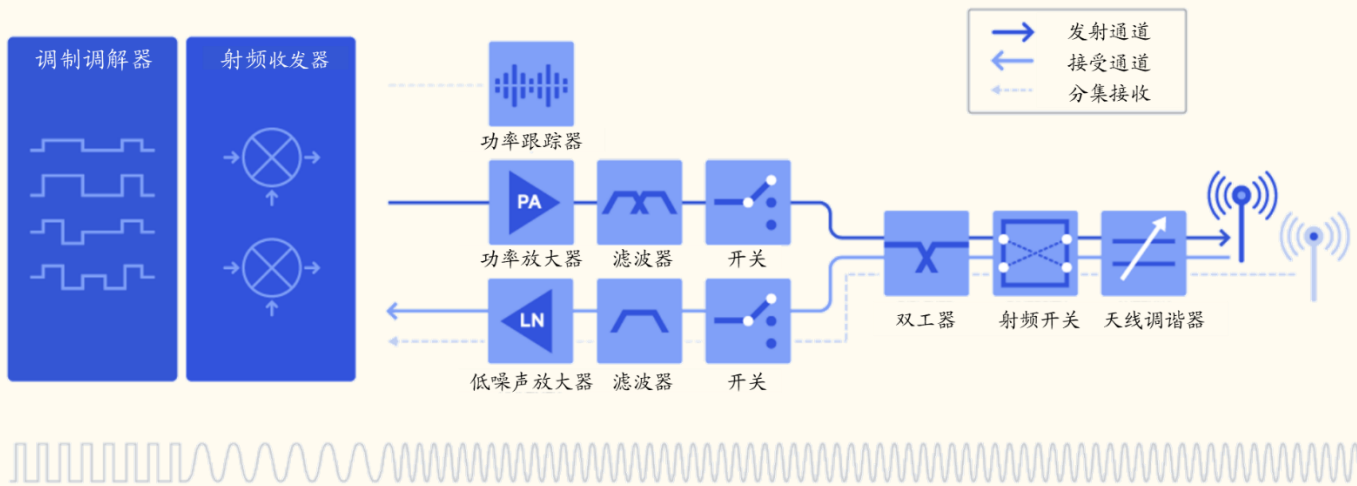


来源: 公司公告, 国金证券研究所

五、射频前端: 内生外延拓展射频前端, 受益国产替代

- 射频前端 (RFFE) 指天线和射频收发器之间的部分。射频前端负责实现移动端的基带信号和可传播的射频信号之间的转换, 基带信号指未经调制的原始信号, 其特点为频率较低, 射频信号指调制过的、可以在空中传播的无线电信号。
- 射频前端由功率放大器 (PA)、低噪声放大器 (LNA)、滤波器 (Filter)、双工器 (Duplexer)、射频开关 (Switches)、天线调谐器 (tuner) 构成。其中功率放大器用于实现发射通道的基带信号放大, 低噪声放大器用于实现接受通道的射频信号放大, 滤波器用于筛选、过滤特定频段的信号, 双工器用于隔离发射通道、接受通道的射频信号 (一般由多个滤波器构成)。

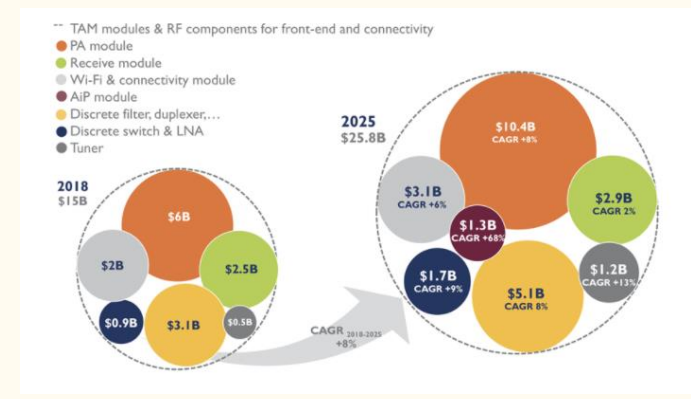
图表 31: 射频前端构成



来源: Qualcomm, 国金证券研究所

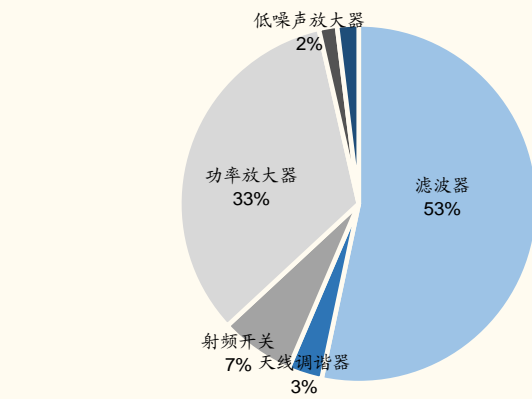
- 根据 Yole Développement, 预计 2018 年全球射频前端市场规模为 150 亿美元, 2023 年全球射频前端市场规模为 258 亿美元, CAGR 为 8%; 从结构来看, 滤波器市场占比达 53%、功率放大器市场占比达 33%。
- 根据 Yole Développement 的统计, 2018 年全球射频滤波器市场规模达 83.6 亿美元, 预计 2023 年市场规模达 219 亿美元, CAGR 达 21%。
- 根据 Yole Développement, PA 模组市场规模由 2018 年的 60 亿元增资到 2025 年的 104 亿美元, CAGR 为 8%。

图表 32: 预计 2018~2025 年全球射频前端市场 CAGR 为 8%



来源: Yole, 国金证券研究所

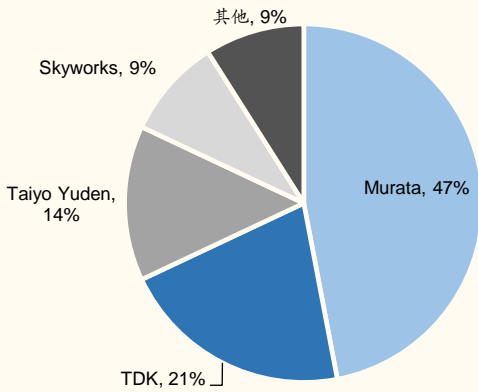
图表 33: 预计 2018~2023 年全球射频滤波器市场 CAGR 为 21%



来源: 公司官网, 国金证券研究所

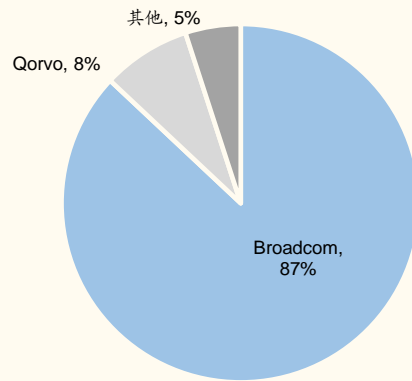
- 目前射频前端市场由日、美垄断。
- 滤波器主要分为声表面波滤波器 (SAW) 和体声波滤波器 (BAW)。其中 SAW 成本较低、工作频率上限为 2.7GHz, 占滤波器市场的 73%, BAW 在高频 (1.5GHz~6GHz) 性能更优、但成本较高, 占滤波器市场的 24%。目前 SAW 滤波器市场主要由日本厂商垄断, BAW 主要由美国厂商垄断。

图表 34: SAW 滤波器市场竞争格局



来源: 公司官网, 国金证券研究所

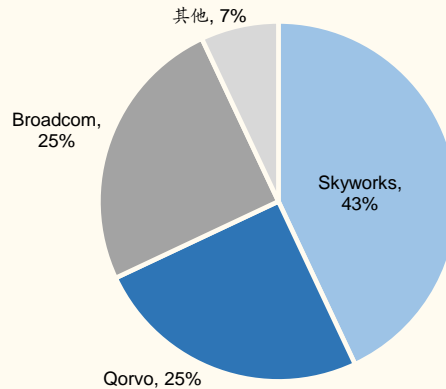
图表 35: BAW 滤波器市场竞争格局



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 全球功率放大器市场主要由美国企业 Skyworks、Qorvo、Broadcom 垄断。合计占据市场规模达 93%。

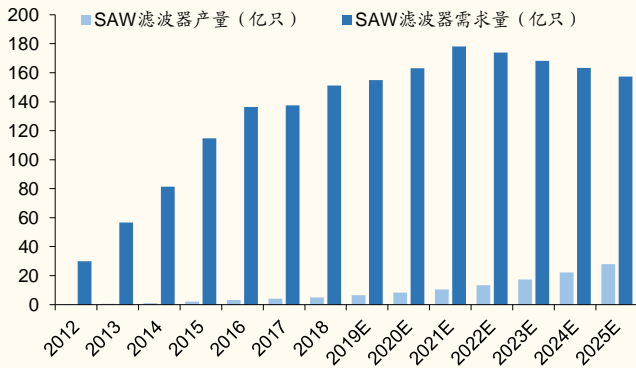
图表 36: PA 市场竞争格局



来源: 公司官网, 国金证券研究所

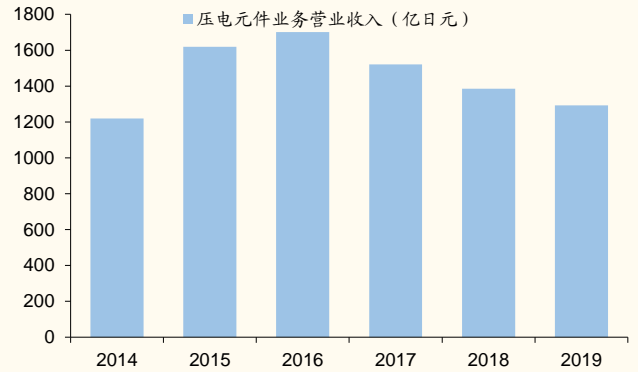
- 内需支撑+贸易摩擦催化, 近年来我国射频前端企业逐步崛起。以 SAW 滤波器为例, 2018 年我国 SAW 滤波器产量为 5 亿只、消费量为 151 亿只, 国产率仅 3%。近年来中美贸易摩擦加剧, 政策推动下国产替代加速, 我们预计未来几年国产滤波器出货量快速增长。从微观数据来看, SAW 滤波器龙头村田近年来压电元件业务呈现持续下滑, 或侧面印证 SAW 滤波器国产化持续提速。

图表 37: 预计 SAW 滤波器国产化加速



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

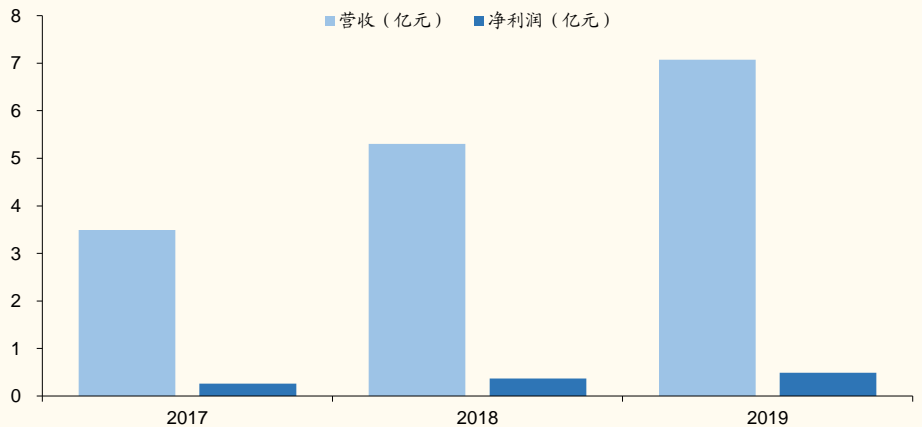
图表 38: 近年来 Murata 压电元件业务 (主要包括各类滤波器) 营收持续下滑



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司自 2016 年切入射频前端领域, 目前公司已实现滤波器、PA、Tuner、Switich 的全覆盖, 并逐步向国内客户推广、送样。2020 年公司拟募资 20 亿元向 SAW、TC-SAW 和 BAW 等射频前端产品方向延伸。
- 公司入股中电科技德清华莹切入 SAW 滤波器。1) 2017 年公司以 1.1 亿元增资入股中电科技德清华莹, 持股 19.5%。2020 年 1 月公司拟增资德清华莹 0.74 亿元, 增资后仍持股 19.5%, 公司两次增资均用于扩大 SAW 产能。2) 德清华莹创立于 1978 年, 是中国电子科技集团旗下控股子公司。主营业务包括 SAW 滤波器件、射频模块, 公司年产 SAW 滤波器 8000 万只, 广泛用于遥控、安防、智能家居等业务。2019 年德清华莹营收为 7.1 亿元, 同增 33%, 净利为 0.49 亿元, 同增 32%, 近年来公司营收、净利快速增长。

图表 39: 德清华莹营收、净利快速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 拟增资控股瑞强通信切入 PA、滤波器。2020 年 1 月公司公告拟以 3 亿元增资瑞强通信, 增资完成后持有瑞强通信 51% 的股权。瑞强通信是一家集射频器件的研发、设计及销售于一体的公司, 可为客户提供天线、PA 功率放大器、滤波器等射频器件以及 TWS 耳机的蓝牙芯片、天线等综合解决方案。2019 年瑞强通信营收达 5 亿元、净利为 0.04 亿元。

六、公司拟定增 30 亿元扩产射频前端、天线、无线充电项目

- 2020 年 3 月公司发布定增预案，拟募资不超过 30 亿元用于投资射频前端器件、5G 天线及天线组件、无线充电模组项目，定增投产将有助于公司把握射频国产化、5G 技术升级、无线充电渗透率快速提升的趋势，增强公司与终端客户的粘性。

图表 40：公司拟募资 30 亿元投向射频前端、5G 天线、无线充电模组项目

序号	项目名称	项目总投资 (亿元)	拟用募集资 金投入(亿 元)	建设期 (月)	投资回收期 (年)	内部收益率
1	射频前端器件项目	20.28	10.00	20	4.68	31.03%
2	5G 天线及天线组件项目	11.38	8.00	12	4.4	34.51%
3	无线充电模组项目	17.18	12.00	12	4.94	29.97%
	合计	48.85	30.00			

来源：公司公告，国金证券研究所

七、盈利预测与投资建议

1.盈利预测：预计公司 2020-2022 年归母业绩为 13.4、18.6、24.8 亿元

- 预计公司 2020~2022 年营收达 70、97、128 亿元，同增 36%、39%、32%。1) 天线业务：预计公司 2020~2022 年天线业务营收同增 23%、34%、32%。① 安卓市场：未来 3 年安卓天线市场快速增长，考虑公司兼具技术实力、制造能力、客户资源突出，公司市占率略有提升，预计公司安卓天线快速增长；② 苹果市场：公司苹果天线主要供应 ipad、mac、Apple watch，2020 年受疫情影响、在线办公兴起，ipad、mac 出货量快速增长，2020 年 Q2 苹果的 ipad、mac 业务营收同增 31%、22%，预计公司苹果天线业务快速增长；③ 目前公司正在建设一条中规模 LCP 生产线，预计未来伴随 LCP 生产线产能落地，公司 LCP 业务放量可期。2) 无线充电业务：预计公司 2020~2022 年无线充电业务营收同增 105%、51%、35%。① 安卓市场：公司是安卓手机主要无线充电供应商，预计伴随手机终端无线充电渗透率提升，公司无线充电业务快速增长；考虑公司一体化优势、成本优势突出，预计未来市占率持续提升，预计 2020~2022 年安卓无线充电业务营收快速增长。② 苹果市场：公司于 2019 年切入 iPhone 11 系列供应 iPhone 无线充电，伴随公司供应比例逐步提升，预计公司苹果无线充电收入快速增长。3) EMI/EMC：5G 手机提升传输速率、频率、信号的同时，对电磁屏蔽件要求更高，预计手机用 EMI/EMC 市场规模快速增长。预计公司 2020~2022 年 EMI/EMC 营收增速达 30%、40%、30%。4) 目前全球 BTB 连接器市场规模超百亿，伴随手机内部复杂度提升、BTB 连接器用量将进一步增长，公司布局 BTB 连接器多年、并于 2019 年 H2 开始为客户批量供货，预计 2020 年 BTB 连接器逐步进入收获期、业务持续放量。预计公司 2020~2022 年连接器业务营收增速为 30%。

图表 41：预计公司 2020~2022 年营收达 70、97、128 亿元，同增 36%、39%、32%

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
天线	15	23	21	26	35	46
YOY		53%	-9%	23%	34%	32%
无线充电	4	5	7	14	22	29
YOY		25%	40%	105%	51%	35%
EMI/EMC	9	13	17	22	31	40
YOY		44%	31%	30%	40%	30%
连接器	6	6	6	8	10	13
YOY		3%	0%	30%	30%	30%

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总计	34	47	51	70	97	128
YOY		37%	9%	36%	39%	32%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 预计公司 2020-2022 年业绩为 13.4、18.6、24.8 亿元，同增 31%、39%、34%。1) 根据公司新一轮股权激励，公司 2020~2022 年股权激励摊销期权费用为 1.48、0.71、0.27 亿元。预计公司 2019-2021 年管理费率为 4.5%、4%、3.5%。2) 考虑公司持续加大研发投入，预计研发费率提升至 9%。3) 假设公司定增成功，预计财务费率下滑至 0.6%。

2. 投资建议及估值：给予公司目标价 67.1 元

- 采取 PE 估值，给予目标价 67.1 元。我们选取立讯精密、硕贝德、鹏鼎控股作为可比公司，给予公司 2021 年 35 倍 PE 估值，对应目标价 67.1 元，给予买入评级。

图表 42：采取 PE 估值，给予目标价 67.1 元

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300136.SZ	信维通信	567	1.05	1.38	1.92	2.56	55.9	42.7	30.7	23.0
002475.SZ	立讯精密	3757	0.88	0.95	1.27	1.63	61.0	56.4	42.2	33.0
300322.SZ	硕贝德	65	0.23	0.25	0.41	0.60	70.1	64.4	39.0	26.8
002938.SZ	鹏鼎控股	1068	1.27	1.42	1.73	2.03	36.5	32.6	26.7	22.7
			平均值				55.9	51.1	36.0	27.5

来源：wind，国金证券研究所

八、风险提示

- 疫情反复风险：未来若新冠疫情反复，或对消费电子产业造成冲击，导致公司下游景气度恶化。
- 5G 进程低于预期：若 5G 进程低于预期，公司天线业务将低于预期。
- 市场竞争风险：伴随市场竞争日益激烈，公司产品或面临降价风险。
- 应收账款过高风险：2019 年公司应收款项达 28 亿元，公司应收账款周转天数达 175 天，高于苹果产业链的可比公司（70~100 天）。未来若计提应收账款减值损失公司业绩或低于预期。
- 定增摊薄回报的风险：公司拟定增 30 亿元，伴随募集资金到位，公司总股本将大幅增长，摊薄公司 EPS、ROE。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
主营业务收入	3,435	4,707	5,134	7,002	9,742	12,829	货币资金	1,214	937	444	1,080	1,504	1,980	
增长率		37.0%	9.1%	36.4%	39.1%	31.7%	应收款项	1,482	2,289	2,941	3,983	5,503	7,212	
主营业务成本	-2,184	-2,988	-3,217	-4,412	-6,137	-8,082	存货	343	535	609	846	1,177	1,550	
%销售收入	63.6%	63.5%	62.7%	63.0%	63.0%	63.0%	其他流动资产	618	109	167	209	212	216	
毛利	1,251	1,719	1,917	2,591	3,604	4,747	流动资产	3,657	3,870	4,162	6,117	8,396	10,958	
%销售收入	36.4%	36.5%	37.3%	37.0%	37.0%	37.0%	%总资产	68.6%	53.6%	49.7%	57.6%	64.1%	69.4%	
营业税金及附加	-27	-39	-30	-42	-58	-77	长期投资	157	145	159	159	159	159	
%销售收入	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	642	1,616	2,276	2,515	2,693	2,812	
销售费用	-53	-70	-118	-126	-175	-231	%总资产	12.0%	22.4%	27.2%	23.7%	20.6%	17.8%	
%销售收入	1.6%	1.5%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	无形资产	839	1,463	1,594	1,592	1,607	1,622	
管理费用	-311	-142	-206	-315	-390	-449	非流动资产	1,676	3,346	4,208	4,495	4,699	4,843	
%销售收入	9.1%	3.0%	4.0%	4.5%	4.0%	3.5%	%总资产	31.4%	46.4%	50.3%	42.4%	35.9%	30.6%	
研发费用	0	-279	-430	-630	-877	-1,155	资产总计	5,333	7,217	8,369	10,612	13,096	15,800	
%销售收入	0.0%	5.9%	8.4%	9.0%	9.0%	9.0%	短期借款	1,500	815	1,444	2,012	2,274	2,151	
息税前利润 (EBIT)	859	1,189	1,134	1,478	2,104	2,835	应付款项	774	1,059	1,173	1,622	2,254	2,965	
%销售收入	25.0%	25.3%	22.1%	21.1%	21.6%	22.1%	其他流动负债	165	238	129	272	377	496	
财务费用	-75	-46	-64	-41	-59	-74	流动负债	2,439	2,112	2,746	3,906	4,905	5,613	
%销售收入	2.2%	1.0%	1.3%	0.6%	0.6%	0.6%	长期贷款	0	1,357	817	817	817	817	
资产减值损失	-64	-34	-21	-31	-49	-61	其他长期负债	114	42	45	14	19	26	
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0	负债	2,553	3,512	3,608	4,737	5,741	6,455	
投资收益	1	8	9	11	13	16	普通股股东权益	2,759	3,682	4,716	5,829	7,309	9,300	
%税前利润	0.1%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	其中：股本	983	976	969	963	963	963	
营业利润	1,064	1,133	1,174	1,516	2,109	2,816	未分配利润	1,538	2,392	3,358	4,404	5,884	7,875	
营业利润率	31.0%	24.1%	22.9%	21.7%	21.7%	22.0%	少数股东权益	21	23	46	46	46	46	
营业外收支	-2	-5	-3	0	0	0	负债股东权益合计	5,333	7,217	8,369	10,612	13,096	15,800	
税前利润	1,063	1,128	1,171	1,516	2,109	2,816	比率分析		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利润率	30.9%	24.0%	22.8%	21.7%	21.7%	22.0%	每股指标							
所得税	-172	-138	-144	-182	-253	-338	每股收益	0.905	1.013	1.053	1.378	1.916	2.559	
所得税率	16.2%	12.3%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%	每股净资产	2.808	3.774	4.868	6.018	7.546	9.601	
净利润	891	990	1,027	1,335	1,856	2,478	每股经营现金净流	0.750	0.624	0.694	1.105	1.338	1.909	
少数股东损益	2	2	7	0	0	0	每股股利	0.050	0.080	0.000	0.300	0.390	0.507	
归属于母公司的净利润	889	988	1,020	1,335	1,856	2,478	回报率							
净利率	25.9%	21.0%	19.9%	19.1%	19.1%	19.3%	净资产收益率	32.22%	26.83%	21.63%	22.89%	25.39%	26.65%	
							总资产收益率	16.67%	13.69%	12.19%	12.58%	14.17%	15.69%	
							投入资本收益率	16.83%	17.75%	14.17%	14.94%	17.73%	20.26%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	42.35%	37.04%	9.07%	36.39%	39.12%	31.69%	
							EBIT增长率	83.36%	38.43%	-4.67%	30.30%	42.42%	34.73%	
							净利润增长率	67.25%	11.11%	3.25%	30.85%	39.08%	33.53%	
							总资产增长率	68.60%	35.32%	15.97%	26.79%	23.41%	20.65%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	129.1	135.8	177.1	200.0	200.0	200.0	
							存货周转天数	46.6	53.6	64.9	70.0	70.0	70.0	
							应付账款周转天数	74.2	81.6	97.4	100.0	100.0	100.0	
							固定资产周转天数	51.2	60.1	109.7	87.6	65.9	50.6	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	10.28%	33.35%	38.14%	29.78%	21.56%	10.57%	
							EBIT利息保障倍数	11.5	26.1	17.6	35.9	35.9	38.4	
							资产负债率	47.87%	48.66%	43.11%	44.64%	43.83%	40.85%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH