

龙迅股份(688486.SH)

高清视频芯片细分市场龙头，国产替代潜力可期

推荐（首次）

股价：104.49 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.lontiumsemi.com
大股东/持股	陈峰/37.47%
实际控制人	陈峰
总股本(百万股)	69
流通 A 股(百万股)	15
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	72
流通 A 股市值(亿元)	16
每股净资产(元)	5.70 (2022Q3)
资产负债率(%)	15.8 (2022Q3)

行情走势图



证券分析师

付强 投资咨询资格编号
S1060520070001
FUQIANG021@pingan.com.cn

徐勇 投资咨询资格编号
S1060519090004
XUYONG318@pingan.com.cn

研究助理

徐碧云 一般证券从业资格编号
S1060121070070
XUBIYUN372@pingan.com.cn



平安观点：

■ **国内视频芯片细分领域龙头，跻身全球前十：**龙迅股份成立于 2006 年 11 月，总部位于安徽合肥。自设立以来，公司坚持深耕于高速混合信号芯片领域，不断发展高清视频桥接及处理芯片和高速信号传输芯片的技术并进行产品迭代，目前已拥有超过 140 款不同型号的产品，广泛应用于 PC 及周边、显示器及商显、安防监控、视频会议、车载显示、AR/VR、5G 及 AIoT 等终端场景。公司起家于 HDMI 芯片设计研发，在紧跟协议版本升级产品的同时，也相继拓展了 VGA、USB、DP、Type-C、MIPI 等其它接口协议转换芯片以及显示器控制芯片、显示处理芯片、信号延长芯片等新产品线。其中，视频桥接芯片的销售收入占公司主营业务收入的 80% 以上，是公司的基本盘。公司客户群体相对分散，销售模式以经销为主，已成功进入鸿海科技、视源股份、亿联网络、宝利通、思科、佳明等国内外知名企业供应链。公司在 2020 年全球高清视频桥接芯片市场中销售额居于第六位，在全球高速信号传输芯片市场中销售额居于第八位。得益于公司产品性能优良、中国大陆同行业竞争对手较少等因素，2022 年前三季度，公司的毛利率为 63.6%，在同行 fabless 公司中处于较高水平。公司管理团队具备扎实的专业能力和丰富的管理经验，产业背景深厚，董事长 FENG CHEN 博士曾在英特尔公司任职，是公司主要专利发明人之一。

■ **下游应用领域广泛，国产替代空间广阔：**近年来，5G、AIoT、云计算等新技术的进一步发展，催生了大量高清视频的新场景、新应用、新模式。高清视频影像处理流程可分为影像采集、发送端影像处理、信号传输、接收端影像处理、影像显示等环节，产业链各环节均需要不同芯片，实现视频信号的桥接、处理、传输等功能。各个高清视频信号协议标准不断更新迭代，对视频芯片也不断提出新要求。其中高清视频桥接及处理芯片可实现各主流视频信号协议间的转换及功能处理，而高速信号传输芯片用于信号的有线传输，是信号传输的桥梁。根据 CINNO Research 统计，全球高清视频桥接芯片市场 2020-2025 年 CAGR 约为 20.02%，其中中国市场的 CAGR 约为 22.33%；全球高速信号传输芯片市场 2020-2025 年 CAGR 为 13.17%，其中中国市场的 CAGR 约 15.91%。然而目前市场主要由德

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	136	235	241	309	439
YOY(%)	30.1	72.6	2.6	28.0	42.2
净利润(百万元)	35	84	69	89	125
YOY(%)	6.5	137.9	-17.7	29.1	40.5
毛利率(%)	56.6	64.6	63.1	64.0	64.8
净利率(%)	26.0	35.8	28.7	29.0	28.6
ROE(%)	17.5	30.5	4.7	5.7	7.5
EPS(摊薄/元)	0.51	1.21	1.00	1.29	1.81
P/E(倍)	204.8	86.1	104.6	81.0	57.7
P/B(倍)	35.9	26.3	4.9	4.7	4.3

州仪器、东芝等境外企业所主导，中国大陆企业在该领域起步相对较晚，国产化率水平较低。公司作为全球高清视频桥接芯片市场和高速信号传输芯片市场中排名前列的中国大陆芯片设计企业，具备一定市场地位和国产替代潜力。

- **产品系列全且持续迭代升级，终端客户不断拓展：**公司在高清视频桥接及处理芯片、高速信号传输芯片领域构筑了较强的竞争壁垒，形成了丰富的产品线和较强的兼容性，能够支持并满足市场各类重要协议和功能指标的需求，技术水平达到了该细分行业的领先水平。公司重视产品技术迭代升级，成功开发多款协议版本等级较高的产品，新产品工艺制程亦不断升级，实现功耗和性能等方面的优化，并有多款视频桥接和处理芯片产品已进入车载显示应用领域，部分型号已成功通过车规级体系 AEC-Q100 认证，研发的运用于通信信号领域的通用高速信号延长芯片可达单通道 12.5Gbps SERDES 的技术水平。同时，公司产品结构不断优化，高壁垒产品占比在持续提升。公司的技术能力与产品性能近年来正持续受到国内外知名客户的广泛认可，产品和客户范围不断拓展。随着产品陆续通过知名终端客户产品认证，客户结构逐步从中小客户向头部客户转换，多家世界领先的主芯片厂商高通、英特尔、三星、安霸也已将公司产品纳入部分视频应用的参考设计平台中。此外，公司募投研发下一代 SERDES 技术，车内超高清视频传输及显示芯片解决方案将打开车载电子市场空间。
- **投资建议：**公司的主要产品广泛应用于安防监控、视频会议、车载显示、显示器及商显、AR/VR、PC 及周边、5G 及 AIoT 等终端场景，公司在全球高清视频桥接芯片市场和高速信号传输芯片市场均位列前十，也是市场中排名第二的中国大陆芯片设计企业，在主流协议覆盖面与兼容性上具备竞争力，芯片产品线可覆盖市场绝大多数主流高清视频信号协议且可支持多个主流协议的业内最高版本，同时产品在持续迭代升级和结构优化，终端客户也在不断拓展。汽车电子作为公司重点关注的未来应用方向之一，已有数个产品可用于车载显示控制，用于车载视频传输的芯片组也正在研发中，预计将随着智能汽车的普及有广阔的市场空间。未来随着消费类市场的回暖以及汽车电子、AR/VR 等新兴领域的增长，公司的业务将继续保持增长。我们预计，2022-2024 年公司 EPS 分别为 1.00 元、1.29 元和 1.81 元，对应 4 月 3 日收盘价的 PE 分别为 104.6X、81.0X 和 57.7X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）下游需求可能不及预期：若整体宏观经济及半导体行业持续波动、产业政策发生重大不利变化，公司产品涉及的下游应用需求下降，可能对公司的销售收入和经营业绩产生不利影响。（2）市场竞争加剧的风险：如果未来公司技术迭代创新和产品升级换代未达到预期，难以满足市场需求的最新变化，可能会使得公司在市场竞争中处于不利地位，逐渐丧失市场竞争力，对公司未来业务发展造成不利影响。（3）技术迭代的风险：公司所处的集成电路设计行业具有技术密集型的特征，市场需求的不断升级、产品技术的持续迭代是行业的发展重要规律。如果未来公司技术迭代创新和产品升级换代未达到预期，难以满足市场需求的最新变化，可能会使得公司在市场竞争中处于不利地位，逐渐丧失市场竞争力，对公司未来业务发展造成不利影响。

正文目录

一、国内视频芯片细分领域龙头，跻身全球前十	6
1.1 公司自成立以来，持续深耕于高速混合信号芯片	6
1.2 视频桥接芯片是主力，客群分散以经销为主	7
1.3 毛利率维持较高水平，高于同行设计公司	11
1.4 核心团队产业背景深厚，公司技术水平国内领先	11
二、下游应用领域广泛，国产替代空间广阔	13
2.1 视频影像处理产业链需要不同芯片，实现视频信号的桥接、处理、传输等功能	13
2.2 高清视频芯片市场空间广阔，国产化率依然较低	17
三、产品系列全且持续迭代升级，终端客户不断拓展	20
3.1 产品持续迭代升级和结构优化，构筑了较强的技术壁垒	20
3.2 客户范围不断拓展，积极布局汽车电子、AR/VR 等领域	23
3.3 募投研发下一代 SERDES 技术，打开车载电子市场空间	25
四、盈利预测及估值分析	25
4.1 基本假设	25
4.2 盈利预测	26
4.3 估值分析	26
4.4 投资建议	27
4.5 风险提示	27

图表目录

图表 1	龙迅股份发展历程	6
图表 2	公司股权结构（截至 2023 年 2 月 21 日）	6
图表 3	公司主营业务模式	7
图表 4	公司晶圆供应商采购情况（单位：片、元/片）	8
图表 5	公司历年营收及归母净利润	8
图表 6	公司主营业务收入构成情况	9
图表 7	公司主营业务毛利构成情况	9
图表 8	公司 2022H1 分地区营收结构	9
图表 9	公司下游应用领域分布情况	9
图表 10	主要产品平均单价变动情况	10
图表 11	主要产品产量和销量情况	10
图表 12	公司基本财务指标概览	10
图表 13	公司毛利率与同行对比（%）	11
图表 14	主营业务毛利率按照产品类型划分情况（%）	11
图表 15	公司期间费用率（%）	11
图表 16	公司净利率与同行对比（%）	11
图表 17	公司研发人员数量及占比	12
图表 18	公司研发费用及费用率	12
图表 19	公司核心技术情况	12
图表 20	高清视频影像处理流程	14
图表 21	信号协议标准的发展对视频芯片不断提出要求	14
图表 22	HDMI 协议版本比对	15
图表 23	视频桥接芯片应用功能示意图	16
图表 24	各类高速信号传输芯片功能示意图	17
图表 25	全球高清视频芯片市场规模（亿元）	18
图表 26	全球高清视频桥接芯片市场规模（亿元）	18
图表 27	全球显示处理芯片市场规模（亿元）	19
图表 28	全球高速信号传输芯片市场规模（亿元）	19
图表 29	2020 年全球高清视频芯片市场竞争格局	20
图表 30	2020 年中国高清视频芯片市场竞争格局	20
图表 31	2020 年全球高速信号传输芯片市场竞争格局	20
图表 32	2020 年中国高速信号传输芯片市场竞争格局	20
图表 33	公司视频信号主流协议的覆盖面与同行对比（截至 2022 年 6 月 30 日）	21
图表 34	公司可支持主流协议最高版本	21
图表 35	公司各类芯片的工艺制程及销售占比	22
图表 36	高清视频桥接及处理芯片高低壁垒产品占比	23

图表 37	高速信号传输芯片高低壁垒产品占比	23
图表 38	公司各终端客户销售额及销售占比（单位：万元）	23
图表 39	主芯片厂商已将公司产品纳入部分视频应用的参考设计平台中	24
图表 40	募集资金投资项目（万元）	25
图表 41	公司财务预测简表	26
图表 42	公司与可比公司估值对比	26

一、国内视频芯片细分领域龙头，跻身全球前十

1.1 公司自成立以来，持续深耕于高速混合信号芯片

公司成立于2006年11月，2023年2月在上交所科创板上市，总部位于安徽合肥。公司主营业务为高清视频桥接及处理芯片和高速信号传输芯片的研发设计和销售。自设立以来，公司坚持深耕于高速混合信号芯片领域，不断发展高清视频桥接及处理芯片和高速信号传输芯片的技术并进行产品迭代，目前已拥有超过140款不同型号的芯片产品，可全面支持HDMI、DP/eDP、USB/Type-C、MIPI、LVDS、VGA等多种信号协议。经过十余年的发展，目前公司已经成长为国内高清视频桥接细分领域的高科技龙头企业。公司起家于HDMI芯片设计研发，在紧跟协议版本升级产品的同时，也相继拓展了VGA、USB、DP、Type-C、MIPI等其它接口协议转换芯片以及显示器控制芯片、显示处理芯片、信号延长芯片等新产品线。

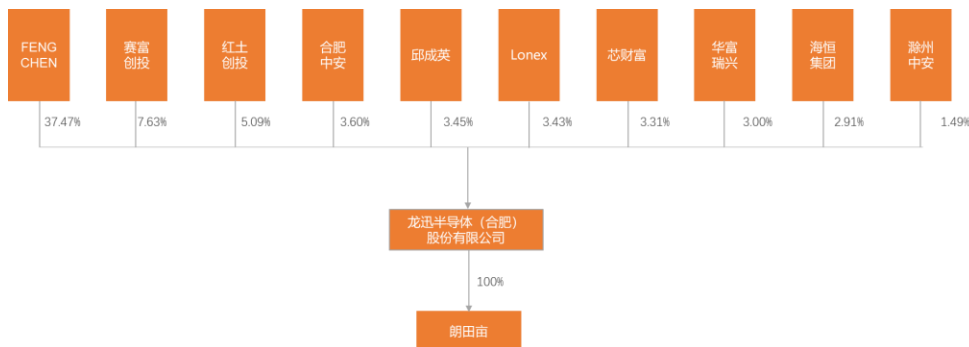
图表1 龙迅股份发展历程



资料来源：龙迅股份招股说明书，平安证券研究所

实控人持股比例高，公司股权结构较为集中且稳定。公司控股股东、实际控制人 FENG CHEN 先生直接持有公司 37.47% 的股份，且 FENG CHEN 母亲邱成英所持公司 3.45% 股份之股东表决权已不可撤销地委托给 FENG CHEN；同时 FENG CHEN 控制的员工持股平台芯财富持有公司 3.31% 股份，因此，FENG CHEN 先生直接和间接控制的公司股份比例为 44.23%。FENG CHEN 先生现任公司董事长兼总经理，取得美国俄勒冈科学与技术研究生院电子工程专业博士学位，曾在中国电子科技集团公司第三十八研究所任系统工程师，并曾在英特尔公司任职多年，从事高速 CPU、I/O 等芯片设计工作。自创立公司以来，FENG CHEN 先生全面把握公司整体的研发方向与战略发展方向，领导并参与了公司大部分产品的研发工作，为公司建立了完整的产品规划体系，是公司主要专利发明人之一。公司旗下全资子公司深圳朗田半导体科技有限公司主要负责销售业务。

图表2 公司股权结构（截至2023年2月21日）



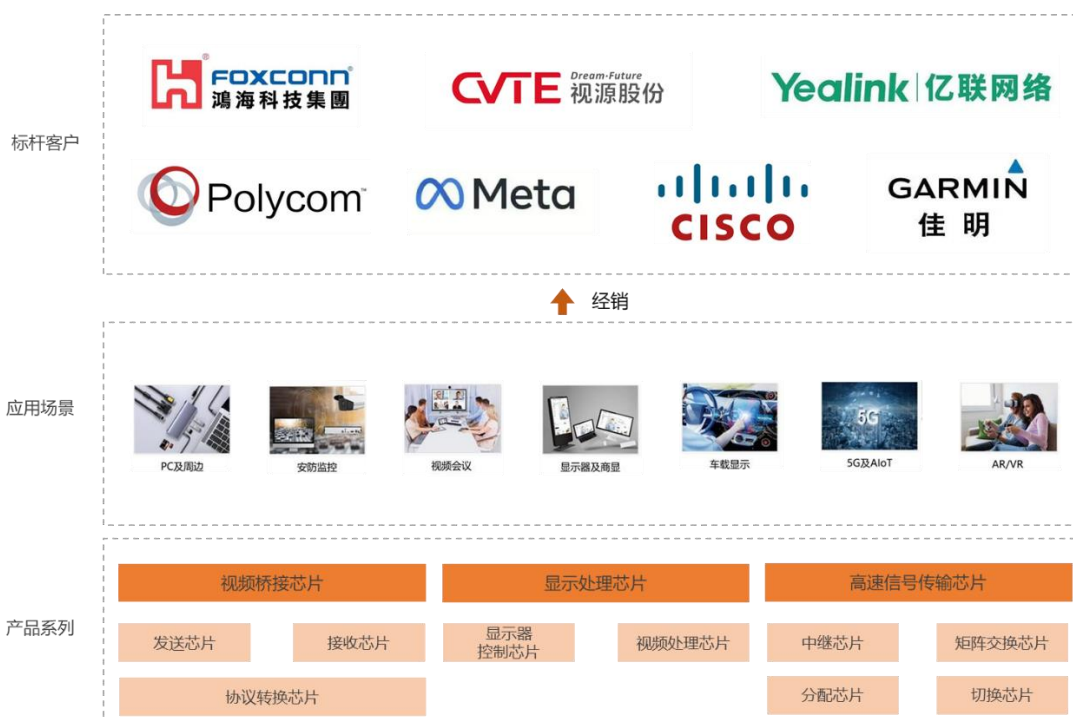
资料来源：iFind，平安证券研究所

1.2 视频桥接芯片是主力，客群分散以经销为主

公司专注于高速混合信号芯片研发和销售，现有产品主要实现高清视频信号的桥接、处理、传输等功能，主要分为高清视频桥接及处理芯片和高速信号传输芯片两大类。视频桥接芯片主要功能为对各种主流高清视频信号协议进行桥接转换，显示处理芯片主要功能则侧重于显示视频与图像的处理。高速信号传输芯片主要用于高速信号的传输、复制、调整、放大、分配、切换等功能。2022 年上半年，视频桥接芯片的销售收入占公司主营业务收入的 80% 以上，是公司的基本盘。公司产品可全面支持 HDMI、DP/eDP、USB/Type-C、MIPI、LVDS、VGA 等多种信号协议，广泛应用于安防监控、视频会议、车载显示、显示器及商显、AR/VR、PC 及周边、5G 及 AIoT 等终端场景。

在销售模式上，公司产品为标准化产品，下游应用领域广泛，客户群体相对分散，且部分终端客户采购芯片种类较多，更倾向于通过经销商进行集中采购。因此，公司销售模式以经销为主，直销为辅。销售业务由公司总部销售部门和全资子公司朗田亩共同负责，其中总部销售部门负责国内北方地区以及境外地区产品的销售，朗田亩负责国内南方地区的产品销售。

图表3 公司主营业务模式



资料来源：龙迅股份招股说明书，平安证券研究所

公司的多款产品在性能、兼容性等方面具备国际竞争力，技术能力与产品性能近年来正持续受到国内外知名客户的认可，已成功进入鸿海科技、视源股份、亿联网络、脸书、宝利通、思科、佳明等国内外知名企业供应链。同时，高通、英特尔、三星、安霸等世界领先的主芯片厂商已将公司产品纳入其部分主芯片应用的参考设计平台中。根据 CINNO Research 统计，公司在 2020 年全球高清视频桥接芯片市场中销售额居于第六位，在 2020 年全球高速信号传输芯片市场中销售额居于第八位，也是各市场中排名前二的中国大陆芯片设计企业。

公司采取 fabless 模式，晶圆制造及封装测试主要来自境外采购，其中晶圆主要向 Siltronic (2012 年公司开始与其正式合作，公司芯片产品的晶圆制程水平集中于 180nm-110nm 范围)、联华电子 (2018 年正式建立合作关系，其晶圆制程水平可较好满足公司产品升级的需要，公司主要向其采购 40nm 和 55nm 等制程水平的晶圆产品) 等供应商采购，封装测试主要向超丰电子 (2011 年与其正式合作) 等供应商采购，也不断扩大与长电科技、合肥华达、合肥芯测等境内封测厂商的合作。

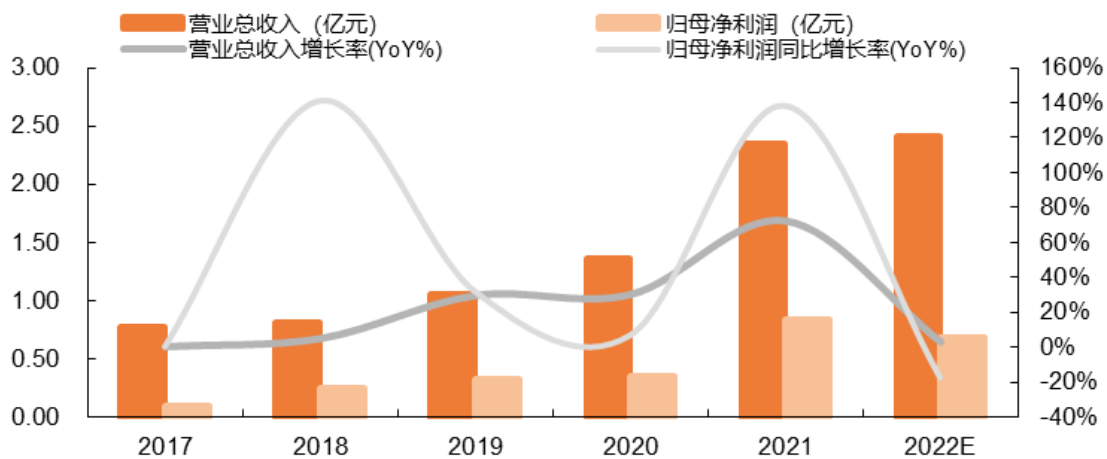
图表4 公司晶圆供应商采购情况（单位：片、元/片）

晶圆供应商	制程	尺寸	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
			数量	平均单价	数量	平均单价	数量	平均单价	数量	平均单价
Silterra	110nm	8英寸	2,089.00	5,472.63	5,033.00	4,592.99	2,207.00	4,319.64	1,887.00	4,451.54
	130nm	8英寸	2,997.00	5,470.03	4,193.00	4,666.04	2,784.00	4,343.55	926.00	4,463.64
	160nm	8英寸	4.00	5,398.73	-	-	-	-	-	-
	180nm	8英寸	2,364.00	3,997.74	3,801.00	3,694.82	3,528.00	3,523.36		
联华电子	40nm	12英寸	69.00	22,393.45	90.00	17,712.41	8.00	16,656.12	-	-
	55nm	12英寸	58.00	19,497.95	18.00	14,506.26	-	-	-	-

资料来源：龙迅股份回复函，平安证券研究所

得益于视频显示行业市场规模的持续增长以及公司自身产品的竞争力,公司2017-2021年四年营业收入的CAGR为32.1%，归母净利润的CAGR为68.3%。但2022年以来半导体行业需求整体放缓，并呈现出结构化特征，公司面向消费电子、安防监控、车载显示及视频会议等不同应用领域的产品市场呈现了不同的供需发展态势，消费电子市场总体需求较弱。根据公司近期发布的业绩快报,2022年公司实现营业收入2.41亿元,同比增长2.61%;实现归母净利润6,920万元,同比下降17.68%;实现扣非归母净利润5,677.02万元,同比下降20.08%，主要是受宏观经济和半导体行业需求变化影响，产品调价和产品结构变化等因素影响毛利率下降，库存和计提的存货减值准备金额增加等导致。

图表5 公司历年营收及归母净利润

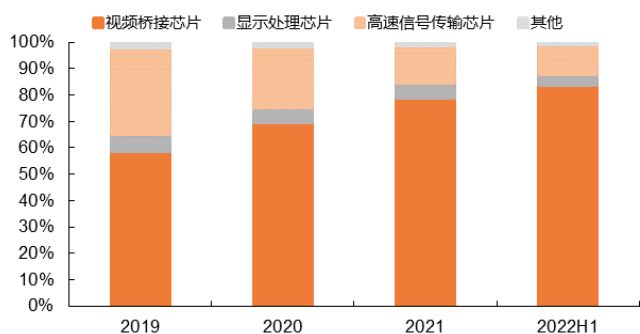


资料来源：iFind，平安证券研究所

从营收结构上来看，高清视频桥接及处理芯片是核心产品，贡献了绝大多数的营收。2022H1 高清视频桥接及处理芯片实现营收 1.08 亿元，在主营业务中的营收占比为 88.11%，其中以高清视频桥接芯片为主，营收占比达到 83.85%；高速信号传输芯片实现营收 1380 万元，在主营业务中的营收占比从 2019 年的 32.69% 下降到 2022H1 的 11.30%。

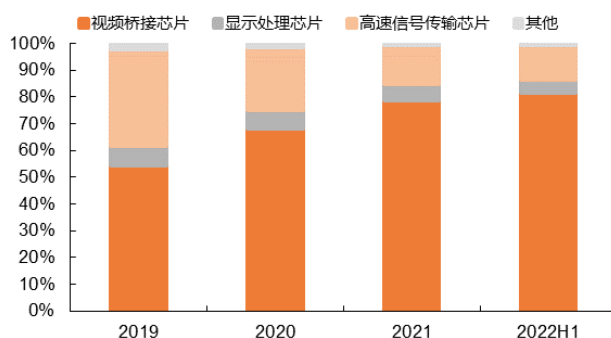
从毛利结构上来看，2022H1，高清视频桥接及处理芯片实现毛利 6780 万元，在主营业务毛利中占比为 86.19%，其中高清视频桥接芯片实现毛利 6419 万元，占主营业务毛利的 81.59%；高速信号传输芯片实现毛利 1032 万元，在主营业务毛利中的占比为 13.12%。可以看出，高清视频桥接芯片对公司毛利贡献较大，是公司主要的利润来源。

图表6 公司主营业务收入构成情况



资料来源：龙迅股份招股说明书，平安证券研究所

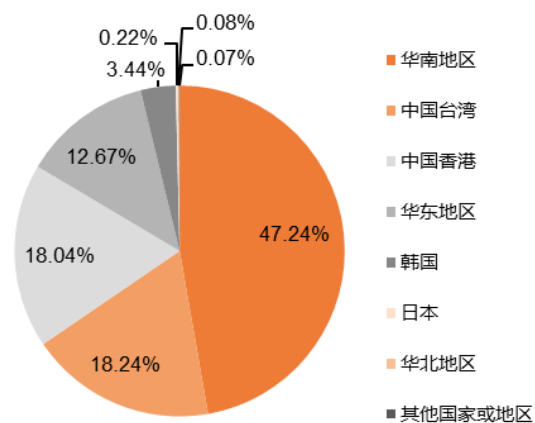
图表7 公司主营业务毛利构成情况



资料来源：龙迅股份招股说明书，平安证券研究所

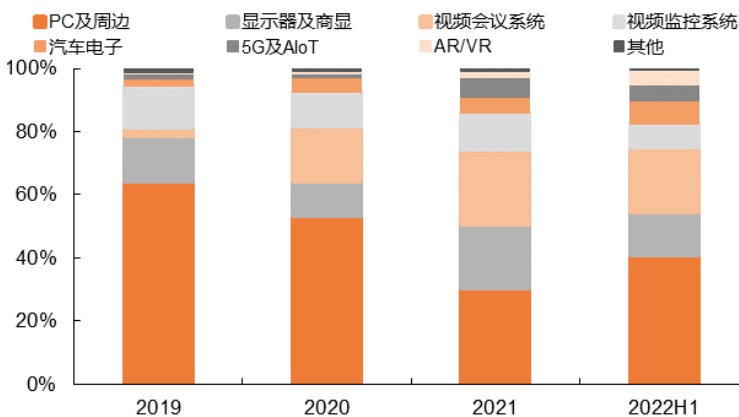
分地区来看，公司境内销售收入主要来自华南和华东等中国大陆地区。除了中国大陆，中国香港、中国台湾、韩国等地区的境外销售收入也达到了近 40%。从下游应用领域来看，应用于 PC 及周边、显示器及商显、视频会议系统和视频监控系统等领域的产品销售收入占比相对较高，其中 PC 及周边占比最大，但已经从 2019 年的 64.43% 下降到 2022H1 的 41.12%，而随着电动汽车技术与自动驾驶技术的商用落地，5G 商用布局成型，AR/VR 技术正逐步进入实质应用阶段，公司的汽车电子、5G 及 AIoT、AR/VR 的占比逐步提升。

图表8 公司 2022H1 分地区营收结构



资料来源：龙迅股份招股说明书，平安证券研究所

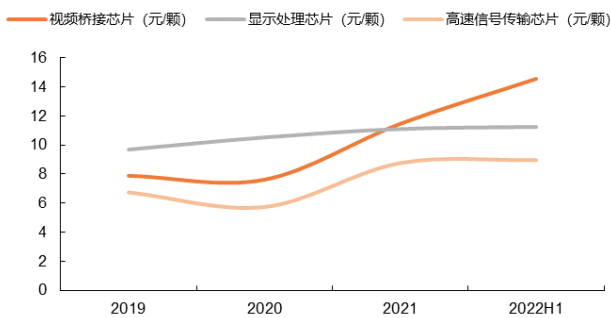
图表9 公司下游应用领域分布情况



资料来源：龙迅股份回复函，平安证券研究所

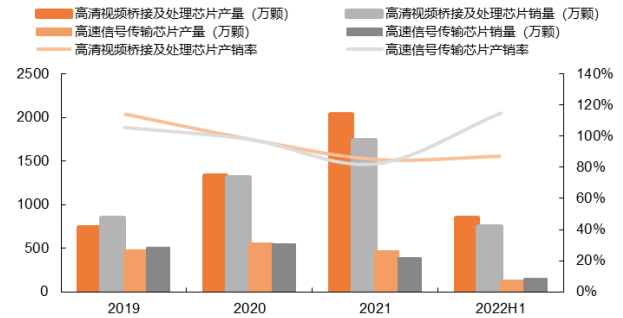
在销量方面，2019 年与 2020 年，公司整体产销率维持在较高水平。2021 年由于产能紧缺、生产周期变长，公司提高了产量的预算安排，因此整体产销率下降。2022H1，公司高速信号传输芯片产销率显著提升，主要是产品结构持续优化，同时公司降低部分附加值较低的高速信号传输芯片的排产。在 ASP 方面，公司产品的平均售价基本保持稳定。由于产品规格不同，种类已达千余种，不同产品的性能、参数要求有所差异，因而价格在几十元到几千元不等。ASP 的波动主要源自产品结构的变动，主要是市场竞争力较强、单价较高产品销售数量和占比上升，单价相对较低的产品销售数量和占比有所下降，同时公司持续进行产品迭代升级，单价较高的新产品拉高了高清视频桥接芯片平均销售单价。

图表10 主要产品平均单价变动情况



资料来源：龙迅股份招股说明书，平安证券研究所

图表11 主要产品产量和销量情况



资料来源：龙迅股份招股说明书，平安证券研究所

图表12 公司基本财务指标概览

财务指标	2022Q1-Q3	2021	2020
营收增幅	7.09%	72.63%	30.10%
扣非归母净利润增幅	-11.63%	590.24%	-41.66%
毛利率	63.60%	64.59%	56.59%
期间费用率	35.88%	32.47%	46.83%
销售费用率	3.36%	3.05%	3.77%
管理费用率	9.69%	8.01%	15.36%
财务费用率	-0.88%	0.18%	0.31%
研发费用率	23.71%	21.23%	27.39%
资产负债率	15.80%	16.88%	15.91%
应收账款占比	8.44%	0.17%	0.21%
净营业周期	218.89 天	118.47 天	157.60 天
固定资产占比	26.84%	29.04%	8.64%
净资产收益率 (加权/年化)	23.96%	35.90%	27.23%
净利率	28.85%	35.80%	25.98%
总资产周转率 (年化)	0.68	0.82	0.63
权益乘数	1.20	1.20	1.18
总资产增长率	6.10%	38.04%	23.81%
经营性现金流/净利润	0.38	1.09	1.59
销售收现率	100.77%	105.94%	114.18%

资料来源：iFind，平安证券研究所

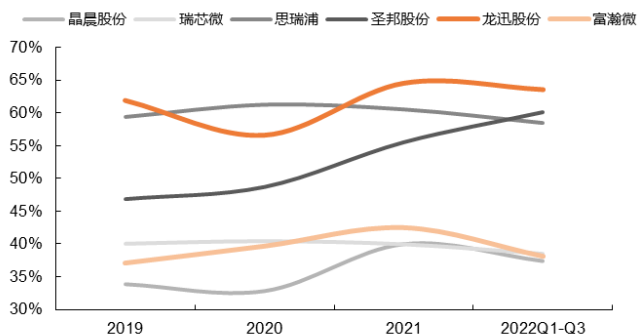
从基本财务指标来看，公司的利润增速波动较大，可能是因为规模较小或者受到行业周期性波动影响较大，净资产收益率达到 20% 以上，说明经营的质量和盈利水平较高。从期间费用率结构来看，管理费用率较高，主要是公司规模较小，尚不具备规模效应。其中研发费用率在整个费用支出中占比最大，说明产品具有一定技术密集特征，需要持续较高强度的研发。公司采取 fabless 轻资产模式，资产负债率不高，2021 年末固定资产占比提升且总资产增长较多，主要系 2021 年公司购买办公楼用于办公所致。公司经营性现金流较好，销售收现率超过 100%，说明收到的都是真金白银，应收账款占比也较低，但 2022 年前三季度，公司应收账款占比增加、净利率下滑、净资产收益率下降、经营性现金流/净利润降低主要是受到行业需求减弱的影响，净利润减少。

1.3 毛利率维持较高水平，高于同行设计公司

得益于产品技术难度高、公司产品性能优良、中国大陆同行业竞争对手较少等因素，公司产品市场竞争力较强，并重视产品迭代升级，毛利率在同行设计公司中处于较高水平，且保持稳定。思瑞浦、圣邦股份的产品主要为电源类与信号链类芯片，单颗芯片面积较小，单片晶圆可生产芯片数量高于公司，同时采用的工艺制程较为成熟，因此其芯片产品的单位成本偏低。瑞芯微、晶晨股份、富瀚微产品主要为视频编解码类的主控芯片，功能较为复杂，单颗芯片面积大，单片晶圆可生产的芯片数量相对较少，同时主要采用 28nm 及以下工艺制程的晶圆，SoC 芯片成本中还包含外购的 IP 授权费用的摊销成本，因此，产品单位成本高于公司。

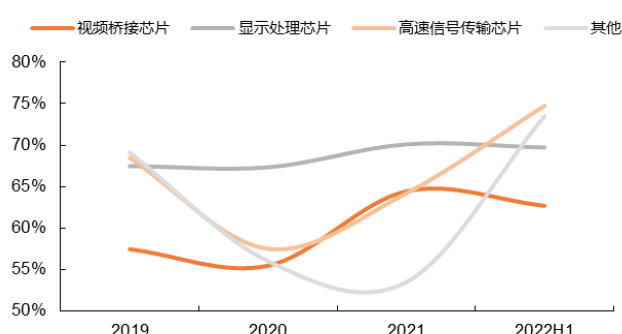
具体来看，2022H1 年视频桥接芯片毛利率为 62.64%，相比 2021 年略有下降；显示处理芯片毛利率为 69.71%，基本保持稳定；高速信号传输芯片毛利率为 74.78%，相比 2021 年提升了 10.6 个百分点，主要是公司及时调整产品结构，增加技术壁垒较高、市场竞争力较强的芯片产品出货量，逐步退出竞争激烈、毛利率低的产品市场。

图表13 公司毛利率与同行对比 (%)



资料来源: iFind, 平安证券研究所

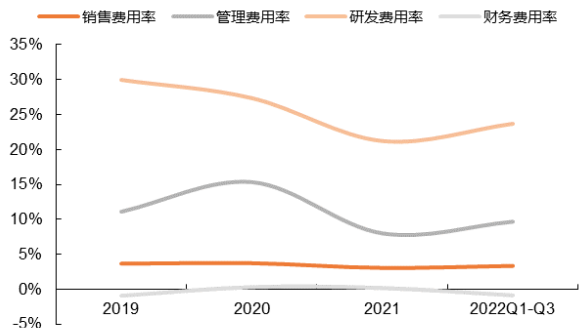
图表14 主营业务毛利率按照产品类型划分情况 (%)



资料来源: 龙迅股份招股说明书, 平安证券研究所

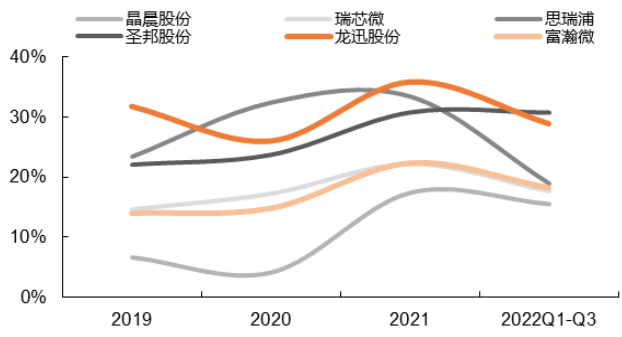
在费用端，2019 至 2022 年前三季度，公司期间费用占当期营业收入的比例分别为 43.89%、46.83%、32.47%和 35.88%，高于同行业上市公司平均水平。公司期间费用总额逐年上升，主要是研发费用和管理费用保持较高水平，整体呈上升趋势。管理费用率较高主要是目前公司业务规模相对较小，单位收入对应的管理成本相对较高，且 2020 年前次首发申请产生相关中介机构费用，导致当期管理费用金额较高。虽然期间费用率较高，但由于毛利率高于同行，公司净利率水平也维持在较高水平，2022 年前三季度的净利率为 28.85%。

图表15 公司期间费用率 (%)



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表16 公司净利率与同行对比(%)



资料来源: iFind, 平安证券研究所

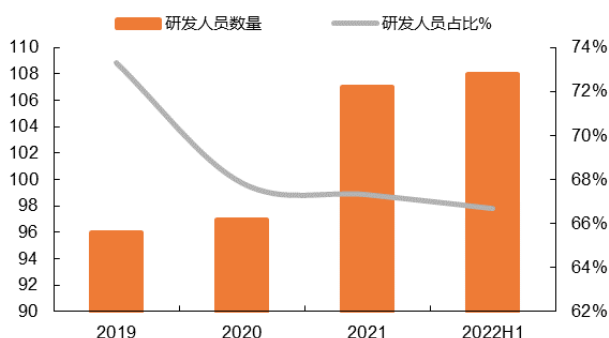
1.4 核心团队产业背景深厚，公司技术水平国内领先

在人才方面，公司管理团队具备扎实的专业能力和丰富的管理经验，产业背景深厚。研发团队由公司核心创始研发团队和后期引进的具有丰富集成电路设计经验的研发人员组成。除了董事长 FENG CHEN 博士曾在英特尔公司任职，主要从事高速 CPU、I/O 等芯片设计工作之外，公司副总经理苏进先生系合肥市首届“庐州英才”专家，拥有丰富的数模混合芯片设计及管理经验，精通高速信号数字设计，自加入公司以来，作为发明人取得授权发明专利 22 项，为公司主要专利发明人之一；工程部总监夏洪锋先生被认定为首批合肥市集成电路产业高层次人才，拥有丰富的数模混合芯片设计及管理经验，精通高速数字电路设计，自加入公司以来，取得授权发明专利 34 项，为公司主要专利发明人之一。

公司高度重视管理与研发团队的建设和人才的培养。同时，公司研发团队在不断壮大，人才结构持续优化。截至 2022 年 6 月 30 日，公司共拥有 108 名研发人员，合计占员工总数比例为 66.67%。研发人员中，本科学历以上 95 人，占研发员工总人数的 87.96%。

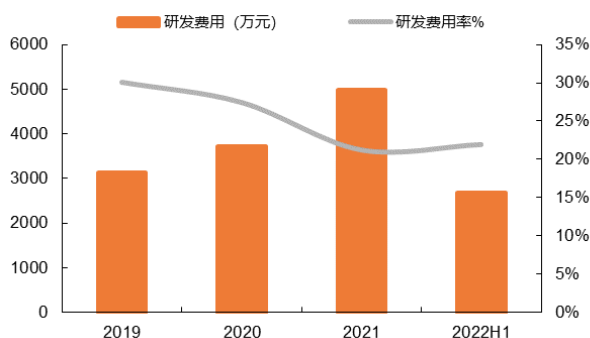
在研发投入方面，公司高度重视研发活动，始终将研发创新能力视为企业发展的重要目标，研发投入长期处于较高水平，研发投入占营业收入比例维持在 20% 以上。未来公司将持续进行研发投入，以确保公司能保持技术先进性和提升创新能力。

图表 17 公司研发人员数量及占比



资料来源：龙迅股份招股说明书，平安证券研究所

图表 18 公司研发费用及费用率



资料来源：龙迅股份招股说明书，平安证券研究所

在核心技术方面，自公司创立以来，在 FENG CHEN 博士的带领下，公司的研发能力、设计工艺和产品性能不断提升，经过多年的技术经验积累，在高速混合信号芯片领域已积累了丰富的知识产权。截至 2022 年 6 月 30 日，公司已获得境内专利 79 项（其中发明专利为 62 项），境外专利 37 项（全部为发明专利），集成电路布图设计专有权 110 项，软件著作权 84 项。公司拥有的核心技术均通过自主创新形成，各项核心技术已全面应用在各主要产品的设计当中，实现了科技成果的有效转化。截至 2022 年 12 月 30 日，公司主要的核心技术情况如下：

图表 19 公司核心技术情况

序号	核心技术名称	来源	技术所处阶段	技术先进性及表征	对业务的作用和贡献	技术先进程度
1	高速混合信号电路及芯片集成技术	自主研发	产业化	通过数模电源隔离设计、防静电通路设计、数模接口全局设计、定制化 full-chip（全芯片模拟）集成流程、搭建数模混合仿真环境等技术，解决在标准 CMOS 工艺上设计高速高精度模拟电路和全芯片集成的技术难点，积累了多通道高速时钟同步、音视频时钟恢复、数模电源域信号处理等技术功能	是公司数模混合芯片产品集成、量产的重要技术，对芯片的性能、可靠性提供技术支撑，能够保障公司产品的良率维持在较高水平	国内领先
2	高速数据传输芯片收发电路技术	自主研发	产业化	采用了多级预加重技术增强了发射端的信号，相应接收端采用了自适应信号增益均衡控制技术、数据时钟恢复技术、时钟相位插值器技术，解决了在有线传输通信中的高速信号衰减补偿以及时钟数据恢复的技术难点，在收发系统中均	是公司数模混合芯片产品的核心模块，是公司芯片产品速度、功耗、可靠性等主要性能实现的重要保证	国内领先

				使用了高性能锁相环电路技术、自动温度检测补偿技术、高精度基准源、定制化串并互转电路技术等		
3	高速接口传输协议处理技术	自主研发	产业化	包括高清视频行业主流的视频协议模块设计以及其他主流数据传输、电源管理等协议模块设计,支持先进的 HDMl2.1、DP1.4、MIPI1.2 等协议,支持 USB2.0/3.0、PD3.0 协议,可支持 8K 视频分辨率、同步、VRR、DSC1.2a 视觉无损编解码、FEC 纠错、多路视频传输 MST、高动态范围 HDR、ARC/eARC 声音回传等功能;该技术还实现了多个视频协议的融合集成,在降低芯片面积和功耗的基础上,实现了多协议兼容	该项技术是公司重要核心模块之一,是公司可以支持多款协议的技术体现,是公司产品多样性的必要技术	达到国际先进水平
4	高带宽数字内容保护技术	自主研发	产业化	通过对 HDCP 数据加解密算法的深入分析和架构实现优化,降低了对时序和功能模块的要求,实现多格式、多版本的良好兼容。该技术用较少的面积和功耗成本,用硬件的方式实现数据流媒体的信息保护,防止数据流在线上被恶意监听和复制	该项技术解决了多版本、多协议的硬件加解密方式对硬件资源需求高的技术难点,实现功能、兼容性、面积、功耗的优化,有助于降低设计成本、提升良率。该技术用于公司 HDMI、DP 类产品,实现对多媒体内容的保护	达到国际先进水平
5	高清视频及音频处理技术	自主研发	产业化	通过自主研发的视频处理算法、LPDDR4 控制器技术,实现了对 4K 超高清视频数据的无损压缩与解压缩(DSC)、缩放、旋转、梯形矫正、视频分割、帧率转换、色彩空间处理、亮度处理、高动态范围图像处理(HDR)、3D 画面分割、多路视频处理(MST)、OSD 等视频处理功能;在音频方面,实现对音频数据接收、发送,音频时钟的恢复,音频解析、声画同步、采样率转换、声音回传(ARC/eARC)等处理功能	该项技术包含多个核心功能模块,是公司 4K 视频处理芯片的核心模块,为公司前沿的 4K/8K 视频处理相关芯片的性能提供重要的技术支持与进一步开发基础,有较强的核心竞争力	国内先进
6	高速混合信号芯片量产测试技术	自主研发	产业化	该系列技术采用 loop-back、ATPG Pattern、MBIST、ABIST、内建功能测试 Pattern 以及 Pattern 自动检测等自测试方法以及 FPGA/ASIC 芯片高速信号生成和硬件错误检测的自动化测试技术方案,单通道高速信号测试速度可达 12.5Gbps,解决高速芯片测试时所遇到的一致性筛选问题,降低了高成本测试设备的使用时间,提高了生产效率,减少方案开发和测试时间,降低测试成本	该项技术可降低对高端测试设备的依赖,可以较大程度缩短测试开发周期,减少测试时间,提高公司芯片产品的测试覆盖率和良率,节约测试成本	国内领先

资料来源:龙迅股份招股说明书,平安证券研究所

二、下游应用领域广泛,国产替代空间广阔

2.1 视频影像处理产业链需要不同芯片,实现视频信号的桥接、处理、传输等功能

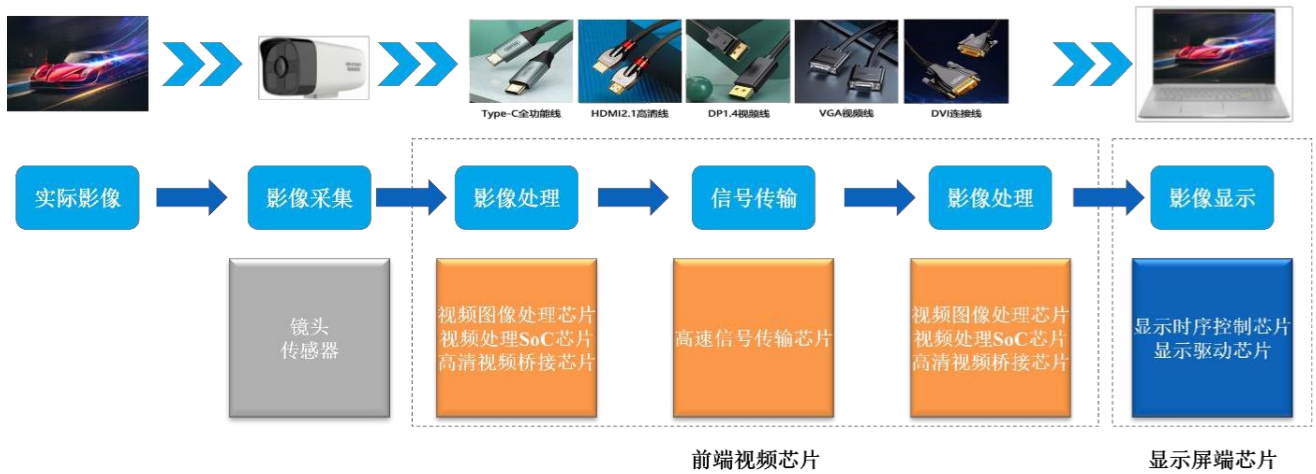
2.1.1 高清视频影像各环节需要不同功能的视频芯片,信号协议标准不断更新迭代

近年来,随着显示技术和消费电子的蓬勃发展,高清视频技术已普遍应用于众多终端场景。而 5G、AIoT、云计算等新技术的进一步发展,催生了大量高清视频的新场景、新应用、新模式。高清视频影像处理流程可分为影像采集、发送端影像处理、信号传输、接收端影像处理、影像显示等环节,各环节均需要特定功能的视频芯片进行支持方能实现。

- 1) 影像采集环节指由镜头汇聚外界景物发出的光线,通过传感器把外界图像分解成像素并转化为电信号,通过模数转换器转换成数字信号。
- 2) 发送端的影像处理环节指由图像处理芯片和视频处理芯片对传感器传送的数字信号做初步处理,并进行如格式处理、画质提升等影像处理以及视频压缩编码。

- 3) 信号传输环节是将视频信号通过特定传输媒介进行传输。
- 4) 接收端的影像处理环节指显示终端接收到视频信号后，通过各功能芯片进行解码处理、协议格式化处理以及其他的视频显示处理以得到高清高质量的视频图像。影像处理环节和信号传输环节中通常涉及不同协议之间的转换和传输，因此需要使用多个高清视频桥接芯片与高速信号传输芯片。
- 5) 影像显示环节指通过显示时序控制芯片和显示驱动芯片将视频信号转换成显示屏驱动所需要的电压或者电流信号，以实现视频在显示终端的完美显示。

图表20 高清视频影像处理流程



资料来源：龙迅股份招股书，平安证券研究所

根据支持环节和实现功能类型的不同，高清视频芯片主要可分为三类。第一类主要为显示驱动芯片和显示时序控制芯片，用于支持显示屏端的影像显示；第二类主要为高清视频桥接芯片、高速信号传输芯片、视频图像处理芯片，用于支持前端视频的转换、传输及处理；第三类是主要功能为视频编解码的 SoC 芯片，如电视/机顶盒/网络摄像机 SoC 等芯片。

视频接口主要作用是将视频信号输出到外部设备，或者是收集外部采集的视频信号，视频接口技术包含物理传输通道和信号传输协议。随着视频应用不断向高清视频及超高清视频技术方向演进，高清数据传输需求量不断增加，并衍生及迭代出不同的高清视频压缩格式。不同使用场景及具体类型的设备源和显示终端通常采用了不同的视频信号接口及协议，而在视频信号传输过程中必须经过桥接转换成相同的视频信号协议。当前业内主流的高清视频接口及信号协议主要有 HDMI、DP/eDP、USB Type-C、MIPI、LVDS、VGA、V-By-One 等。

由于各协议标准适用的物理接口以及支持传输的数据类型、支持特定功能等存在较大差异，因此不同应用场景、不同类型终端选择的视频传输协议也呈现多元化特征。各个高清视频信号协议标准不断更新迭代，普遍朝更快的传输速度、更高的带宽性能、分辨率、刷新率等方向提高性能，同一协议类型随着技术的迭代升级逐渐演变为多种版本规格。随着协议版本的逐步升级，信号协议标准的性能不断升级、功能不断扩展，协议转换类芯片也需要持续地进行升级迭代，从而适配各个高清视频信号协议标准新推出的协议规范以及各个信号协议标准之间的兼容性问题等，因此将对芯片的生产工艺提出更高要求。

图表21 信号协议标准的发展对视频芯片不断提出要求

信号协议标准	发展趋势
HDMI	协议朝着更高的数据速率、带宽、视频分辨率和刷新频率等方向发展，同时不断扩充其他视觉增强功能
DP/eDP	协议朝着更高的带宽性能、分辨率、刷新率及高分辨率的 HDR 功能等方向发展，此外亦

	不断增加其他功效
USB Type-C	协议朝着更高的原始带宽、有效带宽和分辨率等方向发展
MIPI	协议朝着更高的数据速率、吞吐量和电源效率等方向发展

资料来源：龙迅股份回复函，平安证券研究所

相关技术规范主要由国际企业组建的商业联盟制定。各主流高清视频协议主要由业内知名下游厂商自发组建多个视频信号协议组织，建立相关的标准。在历史较长时间段，视频产业主要由美国、日本等国家主导，相关视频信号协议标准也主要由上述国家的知名下游厂商提出并制定。国际先进厂商通常与下游标准制定者有紧密、稳定的合作关系，因此一定程度上对协议的发展趋势方向具有影响力，进而在研发与推广上能进行前瞻性布局，长期把握市场先机。

以 HDMI 协议为例，HDMI 协议由 HDMI 组织发布，发起者包括日立制作所、松下电器、Quasar 等知名国外厂商，目前最新的版本为 HDMI2.1，首次发布于 2017 年 11 月，是从 HDMI1.0 版本演化来的，HDMI 各版本提出的最高数据指标和功能特性如下：

图表22 HDMI 协议版本比对

HDMI 版本	1.0~1.2a	1.3~1.3a	1.4~1.4b	2.0~2.0b	2.1~2.1a
最高传输速度 (Gbps/Lane)	1.65	3.4	3.4	6	12
最大通道数	3	3	3	3	4
信道编码	8b/10b	8b/10b	8b/10b	8b/10b	8b/10b16b/18b
支持最高分辨率/ 刷新率 (无 DSC)	1920*1080@60Hz	1920*1080@60Hz	4096*2160@30Hz	4096*2160@60Hz	10240*4320@30Hz
最高色深	24bits	48bits	48bits	48bits	48bits
HDCP	1.1	1.2	1.4	1.x/2.2/2.3	1.x/2.2/2.3
最大 LPCM 音频通道	8 声道	8 声道	8 声道	32 声道	32 声道
最大音频采样率	192KHz	768KHz	768KHz	1536KHz	1536KHz
CEC	支持	支持	支持	支持	支持
ARC			支持	支持	支持
3D Video			支持	支持	支持
3D Audio				支持	支持
SCDC				支持	支持
Scrambling				支持	支持
YCbCr420				支持	支持
HDR				支持	支持

Error Counter				支持	支持
FEC					支持
DSC					支持
支持最高分辨率/ 刷新率（有 DSC）					10240*4320@120Hz
VRR					支持
eARC					支持

资料来源：龙迅股份回复函，平安证券研究所

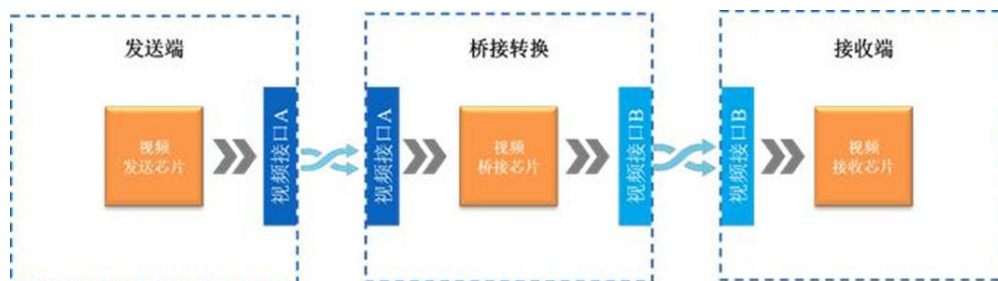
2.1.2 高清视频桥接及处理芯片可实现各主流视频信号协议间的转换及功能处理

高清视频桥接及处理芯片主要是对各种高清视频信号进行协议转换及功能处理，使得高清视频信号经桥接及处理后可以满足不同设备的使用需求。高清视频桥接芯片即主要应用于设备源与显示终端之间，按不同视频的协议标准进行格式转换，使显示终端可以接收设备源视频信号的集成电路。高清视频桥接芯片是视频信号从显示源到显示终端之间传输的桥梁，输入视频数据流和输出视频数据流虽然数据格式不同，但实现了桥接前后内容不变的图像传输。视频桥接芯片是各领域完整的视频芯片应用方案的重要组成部分，多种视频协议并存的行业长期发展趋势使得高清视频桥接芯片具有广阔的市场应用空间。

视频桥接芯片根据功能类型可主要分为发送芯片、接收芯片、转换芯片。其中，发送芯片、接收芯片主要用于高清视频外部接口，发送芯片通常位于设备源，接收芯片通常位于显示终端，当前常见的高清视频外部接口有 HDMI、DP 等。转换芯片主要用于高清视频内部接口，转换芯片仍位于设备源和显示终端之间，但设备源和显示终端位于同一个设备内，当前常见的内部视频接口有 eDP、MIPI、LVDS 等。根据具体所支持的主信号协议及功能类型，视频桥接芯片又可分为 DP/Type-C 发送芯片、HDMI 发送芯片、DP/Type-C 接收芯片、HDMI 接收芯片、HDMI 与 DP/Type-C 协议及电平转换芯片、eDP/MIPI/LVDS 协议转换芯片、HDMI/VGA 协议转换芯片等产品子类。

通常在 SoC 主芯片中，会保留面向一种或少数高清高速视频接口来用于视频信号的输入和输出，但不会为集成视频协议的桥接功能而设计多种协议的发送和接收接口以实现转换。集成视频协议桥接功能也非视频处理 SoC 主芯片的技术发展方向，因此 SoC 主芯片厂商通常不会将研发投入重心在多种视频协议桥接转换技术的开发中，通常会选择在整体方案中搭配专用的视频桥接芯片来完成视频协议的转换和传输，部分主芯片厂商会在参考设计中积极将视频桥接芯片纳入整体方案中。而在各领域下游客户的应用方案中，也会将视频桥接芯片等产品搭配 SoC 主芯片共同使用。

图表 23 视频桥接芯片应用功能示意图



资料来源：龙迅股份招股书，平安证券研究所

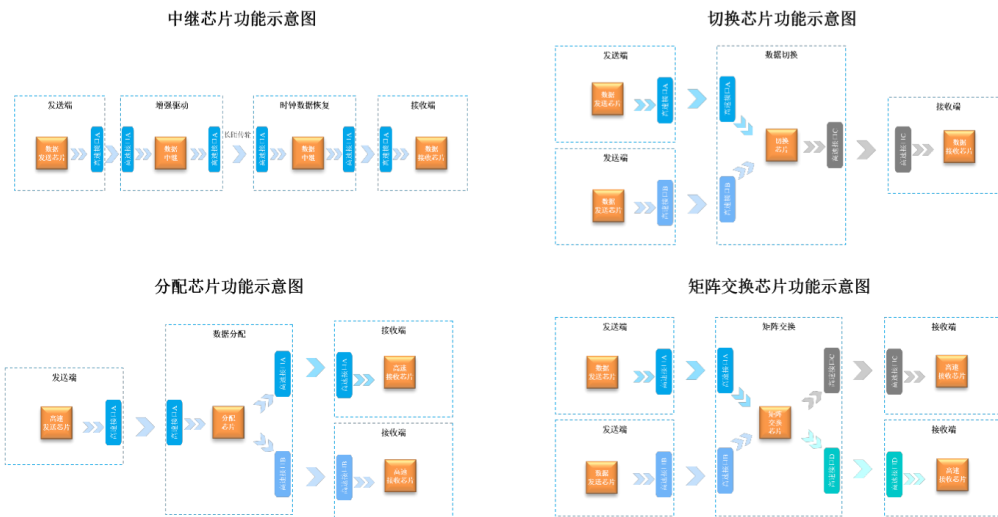
显示处理芯片是在视频信号桥接转换的基础上，对显示视频提供进一步处理功能。显示处理芯片可分为显示器控制芯片与视频处理芯片两类产品子类。显示器控制芯片是以提升图像显示效果为主要功能的视频处理类芯片，其特点是改变视频数据和显示内容，内嵌 MCU、LPDDR4 控制器，主要用于支持图像缩放、屏幕菜单式调节方式 (OSD)，同时支持 PWM 背光控制、

显示驱动等功能；视频处理芯片内嵌 DDR3 控制器，主要用于支持多种视频格式任意转换与视频分配、切换功能，同时可支持帧率转换、视频旋转、视频分割等功能。以支持 LCD 显示器的处理芯片为例，显示处理芯片负责把接收到的 LCD 图形数据传输到驱动器上，并产生相应的控制信号，从而实现图形的显示、翻转、叠加、缩放等一系列复杂的图形显示功能。

2.1.3 高速信号传输芯片是信号传输的桥梁

高速信号传输芯片指在各类高速接口通道中发挥辅助传输作用的芯片，是信号传输的桥梁。高速信号传输芯片用于信号的有线传输，能实现信号的高速传输、复制、调整、放大、分配、切换等功能。高速信号传输芯片的主要特征是：输入/输出接口相同、传输数据格式不变、数据内容不变。根据功能的不同，高速信号传输芯片可细分为中继芯片、切换芯片、分配芯片以及矩阵交换芯片。中继芯片主要应用于高速信号的延长传输，可增强信号的传输能力，纠错恢复时钟；切换芯片主要应用于切换不同的源信息作输入，输出其中一路的高速信号；分配芯片主要应用于将一组高速源信息分出多组相同的输出信号；矩阵交换芯片集成切换芯片和分配芯片的功能，主要应用于多路输入高速信号到多路输出高速信号间的切换。

图表24 各类高速信号传输芯片功能示意图

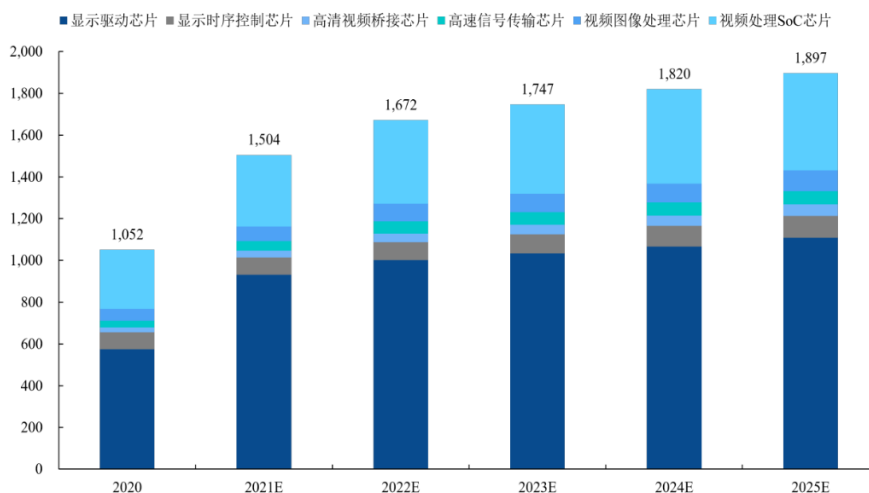


资料来源：龙迅股份招股书，平安证券研究所

2.2 高清视频芯片市场空间广阔，国产化率依然较低

根据 CINNO Research 统计，2020 年全球高清视频芯片市场规模约 1,052 亿元。随着越来越多的终端设备和场景产生了高清视频芯片的使用需求，如智能手机、平板电脑、可穿戴设备、安防摄像头、无人机等，终端视频设备数量的持续增加将促进全球高清视频芯片市场的持续增长，预计 2025 年全球高清视频芯片市场规模将达到 1,897 亿元，2020-2025 年 CAGR 约 12.5%。2020 年中国大陆高清视频芯片市场规模约 467 亿元，随着 AR/VR 等技术的发展，游戏、社交、电商等各个领域持续带动高清视频芯片市场的发展，预计 2025 年中国大陆高清视频芯片市场规模将达到 969 亿元，2020-2025 年 CAGR 约为 15.7%。其中规模最大的是显示驱动芯片和视频处理 SOC 芯片等。

图表25 全球高清视频芯片市场规模（亿元）



资料来源：龙迅股份招股书，平安证券研究所

1) 高清视频桥接芯片

高清视频桥接芯片是视频产业链的重要基础环节，随着高清视频显示场景的不断增加、分辨率要求的不断提升、高清视频信号协议的不断升级，对高清视频桥接芯片的市场需求长期将保持上升态势。根据 CINNO Research 统计，2020 年全球高清视频桥接芯片市场规模约为 22.38 亿元，随着下游应用领域的持续发展，预计 2025 年市场规模将达到 55.74 亿元，2020-2025 年 CAGR 约为 20.02%。2020 年中国大陆高清视频桥接芯片市场规模约 8.81 亿元，受益于 AR/VR、教育及视频会议、显示器与商显等领域的需求持续拉动，2025 年中国大陆高清视频桥接芯片市场规模预计将达到 24.13 亿元，2020-2025 年 CAGR 约为 22.33%。

图表26 全球高清视频桥接芯片市场规模（亿元）



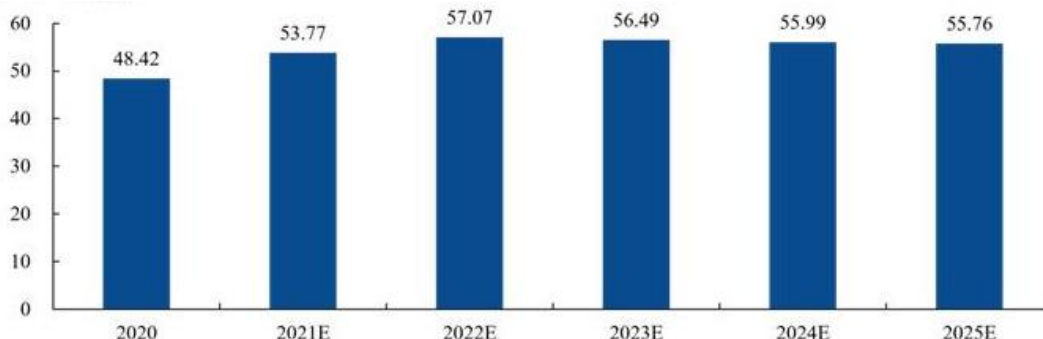
资料来源：CINNO Research，平安证券研究所

2) 显示处理芯片

作为液晶显示系统的前端核心芯片之一，显示处理芯片目前已经实现了广泛的应用，市场较为成熟稳定。根据 CINNO Research 统计，2020 年全球显示处理芯片市场规模约 48.42 亿元。随着下游应用的带动，预计 2025 年全球显示处理芯片市场规模将达到 55.76 亿元，2020-2025 年 CAGR 约 2.86%。中国大陆显示处理芯片市场仍处于发展阶段初期，增长速度

较快。2020 年中国大陆显示处理芯片市场规模约 17.94 亿元，受益于 AR/VR、教育及视频会议和商显及显示器等领域的需求持续拉动，预计 2025 年中国大陆显示处理芯片市场规模将达到 30.94 亿元，2020-2025 年 CAGR 约 11.52%。

图表27 全球显示处理芯片市场规模（亿元）

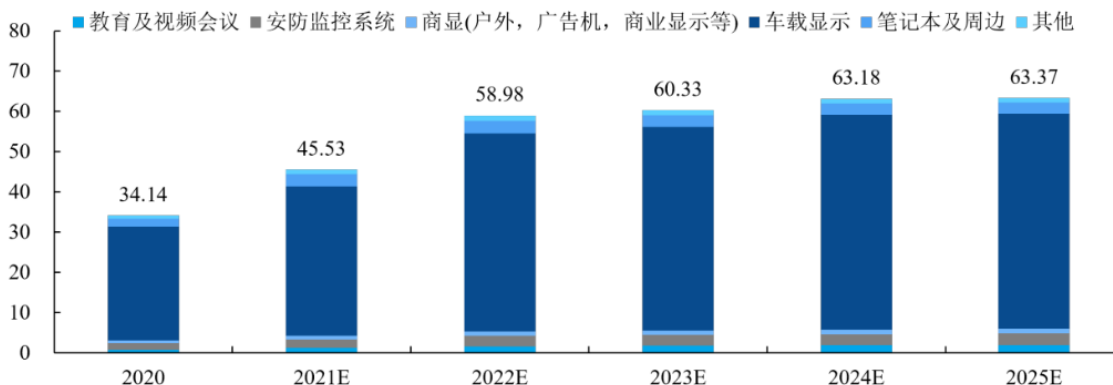


资料来源：CINNO Research，平安证券研究所

3) 高速信号传输芯片

随着人类社会步入数字时代，物联网、云计算、人工智能、5G 通讯、无人驾驶等数字新兴产业的涌现与发展，数据传输量呈现指数级上升趋势，各类高速传输协议不断更新升级，进而终端应用对于高速信号传输芯片解决方案的需求也不断攀升。2020 年全球高速信号传输芯片市场规模约 34.14 亿元，预计 2025 年将达 63.37 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 13.17%。2020 年中国大陆高速信号传输芯片市场规模约 7.50 亿元，受益于车载显示等下游领域的发展，2025 年中国大陆高速信号传输芯片市场规模预计将达到 15.69 亿元人民币，2020-2025 年 CAGR 约 15.91%。

图表28 全球高速信号传输芯片市场规模（亿元）



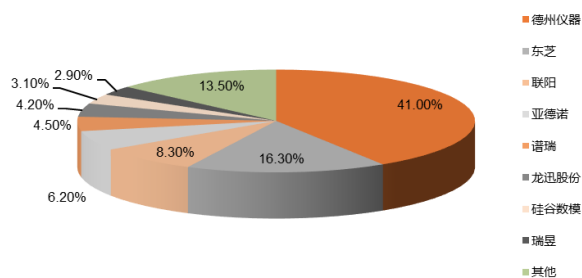
资料来源：CINNO Research，平安证券研究所

高清视频桥接及处理芯片、高速信号传输芯片具有较高的技术壁垒，需要长时间的技术积累，国际先进厂商具有先发优势，形成了牢固的产业链合作关系，经过长期的市场开拓，已积累了成熟的产品体系，培养了良好的品牌声誉、销售渠道网络和牢固的产业链合作关系。相关领域主要由境外企业所主导，而中国大陆企业在该领域起步相对较晚，目前在国产替代的趋势下仍处于早期发展阶段，国产化率水平较低。

根据 CINNO Research 统计，2020 年德州仪器占全球高清视频桥接芯片市场 41.0% 的市场份额，龙迅股份占全球高清视频桥接芯片市场 4.2% 的份额，排名居于第六位，在中国大陆公司中排名第一，在中国大陆高清视频桥接芯片市场中占比 6.2%，排名第五。中国大陆高清视频桥接芯片市场前八家企业中仅有龙迅股份及硅谷数模两家中国大陆企业，合计市场份额占比约为 10.1%。其他大陆本土高清视频桥接芯片提供商还有新港海岸、宏晶微、集创北方等。

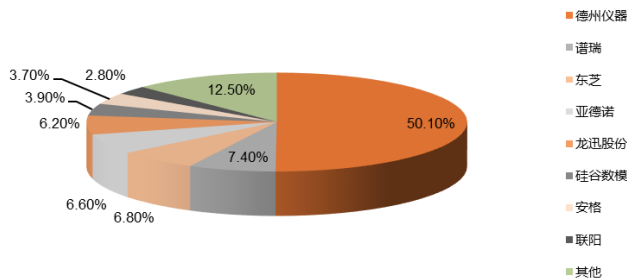
2020 年德州仪器占全球高速信号传输芯片市场 45.7% 的市场份额，龙迅股份占全球高速信号传输芯片市场 0.9% 的份额，排名居于第八位，在中国大陆公司中排名第二，在中国大陆高速信号传输芯片市场中占比 3.3%，排名第六。中国大陆高速信号传输芯片市场前八家企业中仅有龙迅股份及硅谷数模两家中国大陆企业，合计市场份额占比约为 6.7%，其他大陆本土高速信号传输芯片提供商还有基石酷联、宏晶微等。

图表 29 2020 年全球高清视频芯片市场竞争格局



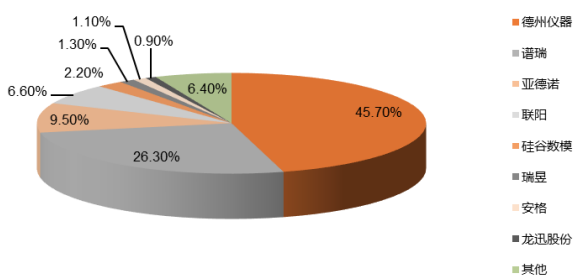
资料来源: CINNO Research, 平安证券研究所

图表 30 2020 年中国高清视频芯片市场竞争格局



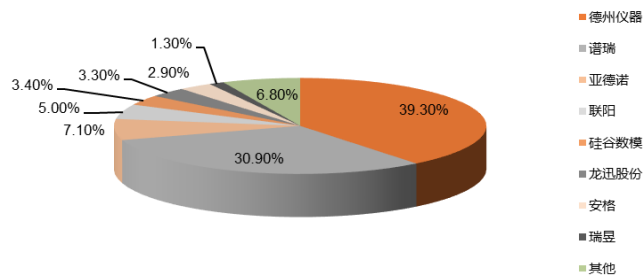
资料来源: CINNO Research, 平安证券研究所

图表 31 2020 年全球高速信号传输芯片市场竞争格局



资料来源: CINNO Research, 平安证券研究所

图表 32 2020 年中国高速信号传输芯片市场竞争格局



资料来源: CINNO Research, 平安证券研究所

显示处理芯片所处领域为目前国产化程度较低的细分领域，其中显示器控制芯片市场主要由联发科、瑞昱和联咏占据主导地位；视频处理芯片（指用于帧率转换、视频旋转等特色功能的专用 ASIC 芯片）属于特色细分市场，主要供应商有韩国的 Macro Image、日本的 iChips 以及美国的 Chrontel。

近年来，随着世界电子市场重心逐渐转向中国大陆、下游本土客户对自主可控芯片需求的日益旺盛、良好的政策支持和市场环境等多因素的合力下，符合产业链技术水平要求的厂商得以快速发展。此外，视频应用场景不断多元化，对视频信号桥接传输技术的新场景新需求不断涌现，随着本土厂商的技术升级以及本土市场对芯片自主可控需求的不断增强，国内厂商能相较国际巨头更有机会实现业务规模的增长，提升市场份额，推进国产化进程。

三、产品系列全且持续迭代升级，终端客户不断拓展

3.1 产品持续迭代升级和结构优化，构筑了较强的技术壁垒

通过长期坚定的研发投入，公司在高速混合信号电路及芯片集成、高速数据传输芯片收发、高速接口传输协议处理兼容性、高带宽数字内容保护、高清视频及音频处理等方面积累了丰富的研发经验和技術能力，在高清视频桥接及处理芯片、高速信号传输芯片领域构筑了较强的竞争壁垒。

公司长期专注于视频桥接芯片领域，形成了丰富的产品线和较强的兼容性，能够支持并满足市场各类重要协议和功能指标的需求，技术水平达到了该细分行业的领先水平。衡量各类视频桥接芯片产品技术难度的主要参考指标包括视频信号主流协议

的覆盖面、兼容性、支持最高版本及其他重要功能处理能力。公司芯片产品可覆盖市场绝大多数主流高清视频信号协议，在 HDMI、USB Type-C DP Alt Mode 等协议上可达到对应协议的最高版本，在 DP、USB Type-C PD、MIPI 等协议上可支持业内最高版本，同时公司视频桥接芯片可支持 8K 分辨率、36bits 色深、HDCP2.3、3D 格式等重要功能指标。（公司未支持高清视频传输协议 V-By-One 协议是因为公司未获得该日本公司的版权。）

衡量各类高速信号传输芯片的主要参考指标除了能够支持各类高清视频协议的基础之外，还包括 SERDES 的传输速度（对于视频协议而言又可称为视频传输单通道带宽）、支持分辨率、信号补偿能力、自适应增益控制能力等，公司在相关指标上处于国内领先水平。同时，公司部分高速信号传输芯片产品型号在传输功能上实现了行业领先，如 USB2.0 信号延长芯片最高传输距离可达 100 米，HDMI2.0/2.1 的产品可集成 DSC 并实现最高 60 米的延长距离。

图表33 公司视频信号主流协议的覆盖面与同行对比（截至 2022 年 6 月 30 日）

公司	HDMI	DP	eDP	USB Type-C	MIPI	LVDS	VGA	V-By-One
德州仪器	●	●	●	●	●	●	●	●
东芝	●	●	●		●	●	●	
联阳	●	●	●	●	●	●	●	●
瑞昱	●	●	●	●	●	●	●	●
亚德诺	●			●	●	●	●	
谱瑞	●	●	●	●	●	●	●	
安格	●	●		●			●	
龙迅股份	●	●	●	●	●	●	●	

资料来源：龙迅股份招股书，平安证券研究所

图表34 公司可支持主流协议最高版本

协议类型	协议最高版本	业内最高版本	功能类型	公司可支持协议最高版本
HDMI	HDMI 2.1	HDMI 2.1	Transmitter	可支持 HDMI 2.1 版本
			Receiver	可支持 HDMI 2.1 版本
DP/eDP	DP 2.0/eDP 1.5	DP 1.4/eDP 1.4b	Transmitter	可支持 DP 1.4/ eDP 1.4b 版本
			Receiver	可支持 DP 1.4 /eDP 1.4b 版本
USB Type-C	PD R3.1	PD R3.0	PD	可支持 USB Type-C PD R3.0 版本
	DP Alt Mode2.0	DP Alt Mode2.0	DP Alt Mode	可支持 USB Type-C DP Alt Mode2.0 版本
MIPI	MIPI D-PHY v3.0 MIPI C-PHY v2.1	MIPI D-PHY v1.2MIPI C-PHY v1.0	Transmitter	可支持 MIPI D-PHY v1.2、MIPI C-PHY v1.0 版本
	MIPI D-PHY v3.0	MIPI D-PHY v1.2	Receiver	可支持 MIPI D-PHY v1.2 协议版本

资料来源：龙迅股份回复函，平安证券研究所

公司重视产品技术迭代升级，高清视频桥接及处理芯片产品方面，陆续推出 LT6911UXC、LT9211_U5 等新型号及原有型号的升级产品，成功开发多款协议版本等级较高的产品，新产品工艺制程亦不断升级，实现功耗和性能等方面的优化，并有多款支持 DP、Type-C、HDMI、MIPI 和 LVDS 协议的视频桥接和处理芯片产品凭借良好的兼容性和稳定性已进入车载显示应用领域，部分型号已成功通过车规级体系 AEC-Q100 认证。同时，公司正在积极开发支持更高分辨率的产品，并通过与主流 SoC 厂商的紧密合作，完成参考设计的验证。公司研发的 4K/8K 超高清视频信号桥接及处理系列芯片支持 HDMI2.1、DP1.4 等协议规范，已进入试产及验证阶段，部分型号产品已实现小批量出货，有望成为少数可兼容多种超高清信号协议，支持包括视觉无损视频压缩技术、视频缩放、旋转及分割等视频处理功能和 8K 显示的单芯片解决方案产品。

高速信号传输芯片产品方面，公司研发的通用高速信号延长芯片运用于通信信号领域，主要应用在高速通讯信号交换的主板，可达单通道 12.5Gbps SERDES 的技术水平，并对 USB2.0 延长芯片及 HDMI 产品线进行优化，部分产品已成功进入 5G 基站背板和其它高速通讯设备的背板的方案设计中。公司正在积极对相关产品进行规范和性能升级，支持更高的分辨率和数据传输带宽，加强通讯市场和高端计算应用的推广力度，推进更多产品完成车规级体系 AEC-Q100 认证，促进高速信号传输芯片产品线的丰富和升级。

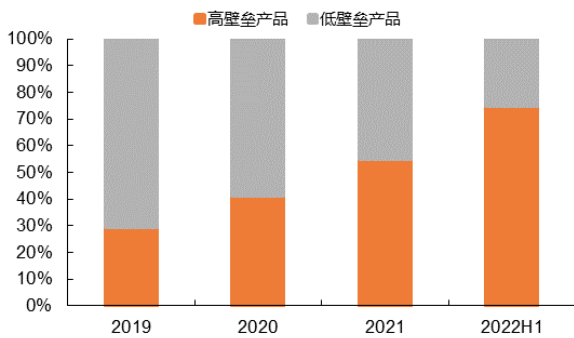
图表35 公司各类芯片的工艺制程及销售占比

项目	产品工艺制程	销售收入占比			
		2022年1-6月	2021年度	2020年度	2019年度
高清视频桥接及处理芯片	40nm、55nm	1.88%	1.10%	-	-
	110nm、130nm	71.18%	54.87%	52.94%	42.68%
	160nm、180nm、350nm	26.94%	44.03%	47.06%	57.32%
高速信号传输芯片	40nm、55nm	16.16%	0.06%	0.16%	0.01%
	110nm、130nm	33.07%	52.74%	38.38%	12.82%
	180nm、350nm	50.77%	47.20%	61.47%	87.17%

资料来源：龙迅股份回复函，平安证券研究所

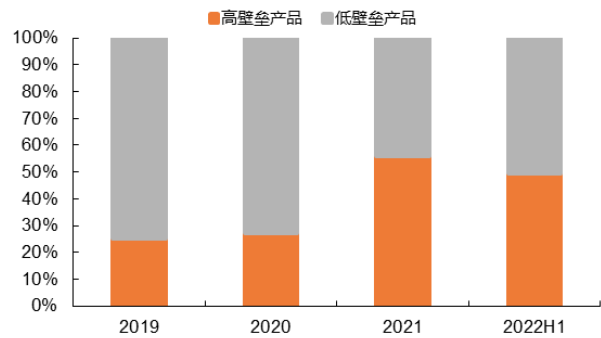
此外，公司产品结构不断实现优化。高清视频桥接及处理芯片中高壁垒产品销售金额占比由 2019 年的 29.50% 提升至 2022H1 的 74.71%，主要原因系多款产品在原有系列基础上实现了协议支持版本、兼容性等方面的迭代升级，产品结构加速优化，高壁垒产品竞争能力不断加强，销售金额和销售数量快速增长；高速信号传输芯片中高壁垒产品销售金额占比由 2019 年的 25.31% 提升至 2022H1 的 49.36%，2021 年产品结构实现较为显著的优化，主要原因为公司在整体产能持续较为紧张的情况下向高壁垒产品倾斜的产能切换且视频会议、商业显示、安防监控等应用领域需求较为强劲，而 2022 年上半年，部分高壁垒产品因客户需求延后导致出货量减少，部分毛利率较高的低壁垒产品销量增加，导致低壁垒产品销售占比提升。

图表36 高清视频桥接及处理芯片高低壁垒产品占比



资料来源：龙迅股份回复函，平安证券研究所

图表37 高速信号传输芯片高低壁垒产品占比



资料来源：龙迅股份回复函，平安证券研究所

3.2 客户范围不断拓展，积极布局汽车电子、AR/VR 等领域

公司通过多年来在高清视频桥接及处理芯片、高速信号传输芯片领域的持续深耕，公司芯片产品种类和规格的不断丰富、升级和系列化，可支持应用场景的不断多元化，技术能力与产品性能近年来正持续受到国内外知名客户的广泛认可，产品和客户范围不断拓展，公司凭借优异的产品质量与性价比、高效的服务与技术支持，2020 年开始多款新产品逐步通过可靠性测试和客户认证，逐步进入了下游多家知名企业供应链，客户结构持续优化。随着产品陆续通过知名终端客户产品认证，公司高清视频桥接及处理芯片的客户结构逐步从小客户向头部客户转换，知名终端客户的销售金额比例持续提升。同时，随着公司产品口碑和示范效应增强，也带动了公司产品向其他终端客户的销售收入增长。

图表38 公司各终端客户销售额及销售占比（单位：万元）

项目	2022 年 1-6 月		2021 年度		2020 年度		2019 年度	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
知名终端客户：								
客户 A	1,141.97	11.40%	1,245.93	6.81%	951.68	9.55%	24.76	0.51%
客户 B	41.00	0.41%	807.64	4.42%	817.58	8.21%	719.59	14.73%
客户 C	281.37	2.81%	738.43	4.04%	318.50	3.20%	125.11	2.56%
鸿海科技	331.31	3.31%	744.08	4.07%	-	-	-	-
视源股份	481.70	4.81%	600.04	3.28%	49.79	0.50%	38.74	0.79%
Peloton Interactive, Inc	-	-	579.59	3.17%	-	-	-	-
宝利通	217.17	2.17%	441.47	2.41%	152.22	1.53%	52.64	1.08%
亿联网络	87.69	0.88%	328.21	1.79%	87.37	0.88%	20.49	0.42%
客户 D	186.75	1.86%	332.36	1.82%	3.13	0.03%	-	-
客户 E	237.47	2.37%	254.28	1.39%	-	-	-	-
其他知名终端客户	1,737.11	17.34%	2,829.51	15.47%	836.70	8.40%	443.85	9.09%

知名终端客户小计	4,743.53	47.36%	8,901.53	48.66%	3,216.96	32.30%	1,425.19	29.17%
其他终端客户小计	5,273.34	52.64%	9,390.20	51.34%	6,743.28	67.70%	3,459.93	70.83%
合计	10,016.87	100.00%	18,291.73	100.00%	9,960.24	100.00%	4,885.12	100.00%

资料来源：龙迅股份回复函，平安证券研究所

同时，多家世界领先的主芯片厂商高通、英特尔、三星、安霸已将公司产品纳入部分视频应用的参考设计平台中，在这些公司向客户发送的参考设计平台方案、设计原理图等材料中会列有建议搭配使用的公司产品型号。

图表39 主芯片厂商已将公司产品纳入部分视频应用的参考设计平台中

主芯片公司	参考设计	发布时间	主芯片型号	纳入公司产品	主平台应用领域
高通	Qualcomm Snapdragon 845 HDK	2018 年	Snapdragon 845	LT9611	智能手机/平板、IPC、移动电脑、视频会议等
	Qualcomm Robotics RB3 Platform	2019 年	Snapdragon 845	LT9611	机器人相关应用
	Qualcomm Robotics RB5/RB6 Platform	2020 年	QRB5165	LT9611UXC	机器人相关应用
	Qualcomm Snapdragon 855/865/888/8 Gen-1 HDK	2019-2022 年	Snapdragon855/865/888/8Gen-1	LT9611UXC	智能手机/平板、IPC、移动电脑、视频会议、AI 智能设备等
安霸	Ambarella CV(Computing Vision) platform Development Kit	2019 年	CV22	LT6911C、LT9611UXC	汽车电子、安防监控等
英特尔	Intel KMB FFRD	2019 年	Keembay	LT9611UXC	视觉处理、边缘计算、安防监控等
	Tiger Lake-U RVP Board	2021 年	Tiger Lake	LT6911UXC	视频会议、视频拼接墙、智慧教育、智慧安防等
三星	SLSI E7570 Board Development Kit	2017 年	Exynos 7570	LT8912B	智能音箱、AIoT 设备等
	ExynosAuto-V9 SADK Board	2019 年	Exynos Auto V9	LT8912B	汽车电子
	E850 Smart SpeakerBoard	2020 年	Exynos 850	LT9611LT9211	智能音箱等

资料来源：龙迅股份回复函，平安证券研究所

此外，近年来公司顺应市场发展趋势，积极在未来具有较强市场潜力的汽车电子、AR/VR 等领域进行布局。在汽车电子领域，公司多款产品成功通过了车规级体系 AEC-Q100 认证，公司已拓展终端客户包括宝马、博世、长安、比亚迪、理想等；在 AR/VR 领域，公司已拓展终端客户包括 Nreal、Rokid、TCL 雷鸟等国内领先的 AR/VR 硬件厂商。2022 年以来，LT8711UXE1_U1Q02CED、LT9211_U5Q07CAN、LT7911UXC_U3B00AED 等应用于 VR/AR、车载、商显等领域的新产品推出市场后，实现功耗和性能等方面的优化，销售规模快速增加。

3.3 募投研发下一代 SERDES 技术，打开车载电子市场空间

本次公开发行股票所募集资金扣除发行费用后，将全部用于与公司主营业务相关的投资项目，具体如下：

图表40 募集资金投资项目（万元）

项目名称	总投资金额	拟投入募集资金金额
高清视频桥接及处理芯片开发和产业化项目	28,167.06	25,745.06
高速信号传输芯片开发和产业化项目	17,664.32	16,502.32
研发中心升级项目	34,667.69	33,547.69
发展与科技储备资金	20,000.00	20,000.00
合计	100,499.07	95,795.07

资料来源：龙迅股份招股说明书，平安证券研究所

近年来随着物联网、云计算、人工智能等新兴技术的普及，公司下游市场在持续增长的同时，正不断衍生出多元化的产业场景，如视频会议、AR/VR、智能座舱、元宇宙等新技术应用正不断打开新的增量市场需求空间。通过募集资金投资项目的实施，公司将合计新增推出十余款高速混合信号芯片产品，进一步丰富和优化公司的产品序列及产品结构。

此外，公司拟扩建研发中心，负责公司的技术研发与科技创新各项工作，在提升现有研发能力的同时，积极跟踪研究和导入新的技术与产品。重点研发方向主要包括：

(1) 下一代 SERDES 技术研发

基于公司在高速信号传输领域的技术积累，对 5G 高速信号高质量传输技术进行研究开发，研发出能够满足高速信号均衡整形、高速时钟提取、低延时等关键要求，实现数据传输速率 $\geq 28\text{Gbps}$ ，传输延时 $\leq 0.5\text{ns}$ ，满足 5G 传输的安全和高效的要求的高速信号传输芯片。

(2) 应用于车载系统的超高清视频传输和显示芯片研发

主要基于公司在视频信号传输的技术基础，针对目前高端汽车市场对于视频长距离传输和超高清视频显示的需求，为车内超高清视频传输及显示提供完整的芯片解决方案。

(3) 8K 超高清视频处理及显示芯片

基于 4K 超高清视频处理技术基础，进行 8K 超高清视频处理技术的研究，针对智能电视、AR/VR、安防监控等智能终端系统对超高清显示的迫切需求，通过升级高帧率、广色域、高传输率等关键技术，开发具有竞争力的 8K 超高清视频处理芯片。

(4) 企业级 USB、PCIe Hub/Switch 系列芯片

在高速数据传输和视频传输接口技术基础上，研究企业级 USB、PCIe Hub/Switch 系列芯片，用于终端系统的数据通信、接口扩展和超高清显示。

四、盈利预测及估值分析

4.1 基本假设

1) 高清视频桥接及信号处理芯片业务是公司收入和利润的主要来源, 公司高清视频桥接及处理芯片主要分为视频桥接芯片与显示处理芯片两大产品类别, 其中视频桥接芯片是公司长期专注并已建立较强技术与市场优势的产品线, 行业发展前景较好, 公司具备竞争优势, 未来高壁垒产品占比也有望继续提升, 预计 2023 年之后增速和毛利率将回稳。

2) 高速信号传输芯片业务收入占比近年来持续下降, 主要是部分型号产品市场竞争较为激烈, 公司将产能调配给了视频桥接芯片。鉴于公司积极调整产品结构, 增加技术壁垒较高、市场竞争力较强的芯片产品出货量, 减少了竞争激烈、毛利率低的产品, 且已开始下一代 SERDES 的研发以及车载系统超高清视频传输芯片布局, 该业务有望保持一定增长, 毛利率也将稳中有升。

4.2 盈利预测

基于以上假设, 同时根据公司近期发布的业绩快报, 2022 年公司实现营业收入 2.41 亿元, 同比增长 2.61%, 实现归母净利润 6,920 万元, 同比下降 17.68%, 我们预计 2022-2024 年公司将实现收入 2.41 亿元、3.09 亿元和 4.39 亿元, 同比分别增长 2.61%、28.04% 和 42.16%; 毛利率也将稳中有升, 预计 2022-2024 年毛利率分别为 63.08%、63.95%、64.79%; 2022-2024 年归母净利润将达到 0.69 亿元、0.89 亿元、1.25 亿元, 同比分别增长-17.68%、29.09% 和 40.47%; 2022-2024 年 EPS 分别为 1.00 元、1.29 元和 1.81 元。

图表41 公司财务预测简表

业务板块	经营指标	单位	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
整体情况	营业收入合计	百万元	136.02	234.80	240.94	308.50	438.58
	同比增长率	%	30.10%	72.63%	2.61%	28.04%	42.16%
	营业成本合计	百万元	59.04	83.15	88.95	111.20	154.41
	毛利率	%	56.59%	64.59%	63.08%	63.95%	64.79%
高清视频 信号处理芯片	销售收入	百万元	102.44	198.85	211.78	275.31	399.21
	成本	百万元	44.73	70.03	80.48	101.87	143.71
	销售收入增长率	%	49.90%	94.12%	6.50%	30.00%	45.00%
	毛利率	%	56.34%	64.79%	62.00%	63.00%	64.00%
高速信号传输芯片	销售收入	百万元	31.31	33.62	26.89	30.93	37.11
	成本	百万元	13.31	12.04	7.80	8.66	10.02
	销售收入增长率	%	-8.39%	7.37%	-20.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	%	57.47%	64.18%	71.00%	72.00%	73.00%

资料来源: iFind, 平安证券研究所

4.3 估值分析

公司的主营业务是高清视频桥接和处理芯片以及高速信号传输芯片, 在 A 股暂不存在业务相似度高度一致的可比公司, 我们主要从两类可比方向选取了 A 股类似赛道的可比公司: 一类是主要产品为视频处理 SoC 芯片的设计公司, 这类公司与公司的高清视频桥接和处理芯片产品均主要面向高清视频应用, 主要包括晶晨股份、瑞芯微、富瀚微等; 另一类是主要产品为模拟电路的设计公司, 这类公司与公司的高速信号传输芯片产品较为类似, 属于信号链等数模混合赛道, 主要包括思瑞浦、圣邦股份等。根据 Wind 的盈利预测及一致预期, 我们计算得到 A 股可比公司 2023 年 4 月 3 日 2022-2024 的平均市盈率分别为 71.5 倍、48.1 倍、37.1 倍。公司作为细分赛道龙头, 竞争格局较好, 同时具备一定成长性。

图表42 公司与可比公司估值对比

证券简称	收盘价 (4月3日)	市值(亿元)	EPS(元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E

瑞芯微	90.38	377.47	0.93	1.46	2.07	97.6	61.9	43.8
晶晨股份	81.33	337.73	1.75	2.69	3.71	46.5	30.2	21.9
富瀚微	72.27	165.95	1.85	2.40	3.12	39.1	30.1	23.2
思瑞浦	253.50	304.70	2.22	3.64	4.36	114.2	69.6	58.1
圣邦股份	160.95	574.86	2.68	3.31	4.18	60.0	48.6	38.5
平均值		352.14				71.5	48.1	37.1
龙迅股份	104.49	72.37	1.00	1.29	1.81	104.6	81.0	57.7

注：可比公司除思瑞浦外其余公司 EPS 均为 4 月 3 日一致预期。资料来源：Wind，平安证券研究所

4.4 投资建议

公司的主要产品广泛应用于安防监控、视频会议、车载显示、显示器及商显、AR/VR、PC 及周边、5G 及 AIoT 等终端场景，公司在全球高清视频桥接芯片市场和高速信号传输芯片市场均位列前十，也是市场中排名前二的中国大陆芯片设计企业。公司在主流协议覆盖面与兼容性上具备竞争力，芯片产品线可覆盖市场绝大多数主流高清视频信号协议且可支持多个主流协议的业内最高版本，同时产品在持续迭代升级和结构优化，终端客户也在不断拓展。汽车电子作为公司重点关注的未来应用方向之一，已经有数个产品可用于车载显示控制，用于车载视频传输的芯片组也正在研发中，预计将随着智能汽车的普及有广阔的市场空间。未来随着消费类市场的回暖以及汽车电子、AR/VR 等新兴领域的增长，公司的业务将继续保持增长。我们预计，2022-2024 年公司 EPS 分别为 1.00 元、1.29 元和 1.81 元，对应 4 月 3 日收盘价的 PE 分别为 104.6X、81.0X 和 57.7X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4.5 风险提示

- （1）下游需求可能不及预期：若整体宏观经济及半导体行业持续波动、产业政策发生重大不利变化，公司产品涉及的下游应用需求下降，可能对公司的销售收入和经营业绩产生不利影响。
- （2）市场竞争加剧的风险：如果未来公司技术迭代创新和产品升级换代未达到预期，难以满足市场需求的最新变化，可能会使得公司在市场竞争中处于不利地位，逐渐丧失市场竞争力，对公司未来业务发展造成不利影响。
- （3）技术迭代的的风险：公司所处的集成电路设计行业具有技术密集型的特征，市场需求的不断升级、产品技术的持续迭代是行业的发展重要规律。如果未来公司技术迭代创新和产品升级换代未达到预期，难以满足市场需求的最新变化，可能会使得公司在市场竞争中处于不利地位，逐渐丧失市场竞争力，对公司未来业务发展造成不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	226	1414	1509	1648
现金	67	1250	1328	1437
应收票据及应收账款	1	3	4	5
其他应收款	0	1	1	2
预付账款	6	3	4	6
存货	44	53	66	92
其他流动资产	108	103	104	106
非流动资产	106	111	115	120
长期投资	0	0	0	0
固定资产	97	104	110	116
无形资产	4	4	3	2
其他非流动资产	5	3	2	2
资产总计	331	1524	1624	1769
流动负债	38	40	50	70
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	14	11	14	19
其他流动负债	24	29	36	50
非流动负债	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	56	58	68	88
少数股东权益	0	0	0	0
股本	52	69	69	69
资本公积	60	1164	1164	1164
留存收益	164	233	322	448
归属母公司股东权益	275	1466	1555	1681
负债和股东权益	331	1524	1624	1769

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	91	67	83	112
净利润	84	69	89	125
折旧摊销	12	5	6	5
财务费用	0	-2	-5	-5
投资损失	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	-6	-4	-6	-12
其他经营现金流	4	1	1	1
投资活动现金流	-70	-9	-9	-9
资本支出	87	10	10	10
长期投资	20	0	0	0
其他投资现金流	-177	-19	-19	-19
筹资活动现金流	-15	1124	5	5
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	-15	1124	5	5
现金净增加额	6	1182	79	108

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	235	241	309	439
营业成本	83	89	111	154
税金及附加	1	1	1	2
营业费用	7	8	11	15
管理费用	19	24	28	35
研发费用	50	63	81	115
财务费用	0	-2	-5	-5
资产减值损失	-3	-5	-6	-9
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	10	13	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	86	69	90	128
营业外收入	2	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	88	73	95	133
所得税	4	4	5	7
净利润	84	69	89	125
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	84	69	89	125
EBITDA	101	76	96	133
EPS (元)	1.21	1.00	1.29	1.81

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	72.6	2.6	28.0	42.2
营业利润(%)	207.2	-19.6	31.0	42.5
归属于母公司净利润(%)	137.9	-17.7	29.1	40.5
获利能力				
毛利率(%)	64.6	63.1	64.0	64.8
净利率(%)	35.8	28.7	29.0	28.6
ROE(%)	30.5	4.7	5.7	7.5
ROIC(%)	242.4	47.9	57.6	74.1
偿债能力				
资产负债率(%)	16.9	3.8	4.2	5.0
净负债比率(%)	-24.5	-85.2	-85.4	-85.5
流动比率	6.0	35.4	30.2	23.7
速动比率	4.5	33.9	28.7	22.2
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	593.6	86.0	86.0	86.0
应付账款周转率	6.0	8.0	8.0	8.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.21	1.00	1.29	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	0.97	1.20	1.62
每股净资产(最新摊薄)	3.98	21.17	22.46	24.27
估值比率				
P/E	86.1	104.6	81.0	57.7
P/B	26.3	4.9	4.7	4.3
EV/EBITDA	71	78	61	43

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033