

圣邦股份 (300661.SZ) 模拟芯片稀缺标的，收购钰泰加码电源管理

2020 年 07 月 16 日

——公司首次覆盖报告

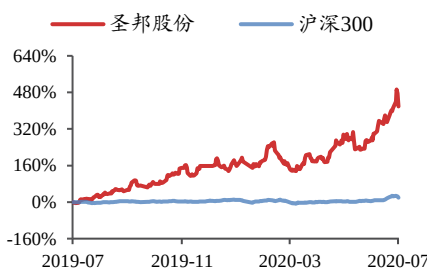
投资评级：增持（首次）
刘翔（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

日期	2020/7/16
当前股价(元)	342.00
一年最高最低(元)	409.00/94.10
总市值(亿元)	531.56
流通市值(亿元)	525.74
总股本(亿股)	1.55
流通股本(亿股)	1.54
近 3 个月换手率(%)	100.4

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 国产模拟芯片龙头厂商，首次覆盖给予“增持”评级

圣邦股份是一家专注于高性能模拟芯片的国产龙头厂商，覆盖信号链和电源管理两大核心领域，拥有 16 大系列 1400 余款型号的高性能模拟 IC 产品。收购大连阿尔法以及拟实现对钰泰半导体 100%控股等动作表现出圣邦股份将深耕于模拟芯片这一优质赛道的决心。与此同时，受益于电源管理芯片营收的爆发式增长，2019 年和 2020Q1 公司整体营收同比增速分别高达 38.5%、72.3%。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.30/3.15/4.34 亿元，对应 EPS 为 1.48/2.03/2.79 元，当前股价对应 PE 为 231/169/122 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 身处模拟芯片优质赛道，国产替代空间较大

模拟芯片作为处理外界信号和管理电力系统的核心芯片，对电子设备有着极其重要的作用，2019 年全球市场规模近 540 亿美元。由于模拟芯片品类较多且进入壁垒相对较低，虽然全球模拟芯片的主要市场份额被德州仪器、ADI、英飞凌、ST 等国外厂商所占据，但新兴厂商仍具有足够的市场空间。受益于 5G、物联网、AI 等新兴市场的发展，叠加国内终端厂商所用器件的国产化替代加速，国产模拟芯片厂商将迎来历史机遇。

● 两大业务协同发力，汽车、工控市场或成核心看点

对于信号链产品，受 2019 年下游需求不振以及 2020 年疫情影响，全球信号链产品市场规模有所下降，然而，2019 年圣邦股份的信号链产品营收仍同比增长 6%。对于电源管理产品，根据 Yole 预测，2018-2024 年全球电源管理芯片的市场规模将保持年均增速 1.9%的速度持续扩张，而圣邦股份的电源管理芯片扩张速度更为亮眼，2019 年该产品营收增速近 60%。结合 Yole 预测以及 TI、ADI 等国际模拟芯片巨头的营收结构，我们发现消费电子市场增速明显放缓，汽车、工控领域或将是模拟芯片未来的主要发力方向。

● **风险提示：**模拟芯片下游需求不及预期；信号链产品需求持续承压；电源管理芯片需求增速放缓；收购钰泰半导体剩余 71.3%股权存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	572	792	1,080	1,477	1,998
YOY(%)	7.7	38.5	36.3	36.8	35.3
归母净利润(百万元)	104	176	230	315	434
YOY(%)	10.5	69.8	30.7	37.1	37.7
毛利率(%)	45.9	46.9	47.1	48.3	49.8
净利率(%)	18.1	22.2	21.3	21.4	21.7
ROE(%)	11.8	15.6	17.7	20.2	22.5
EPS(摊薄/元)	0.67	1.13	1.48	2.03	2.79
P/E(倍)	512.6	302.0	231.1	168.5	122.4
P/B(倍)	60.6	47.7	41.1	34.2	27.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 国产模拟芯片龙头厂商，营收迎来爆发式增长.....	3
2、 身处模拟芯片优质赛道，国产替代空间极大.....	5
3、 两大业务协同发力，工控市场或成核心看点.....	7
3.1、 信号链营收韧性较强，消费电子需求增速放缓.....	7
3.2、 收购钰泰半导体、加码电源管理，工控、汽车市场潜力巨大.....	8
4、 盈利预测与投资建议.....	10
4.1、 关键假设.....	10
4.2、 盈利预测与估值.....	10
5、 风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	12

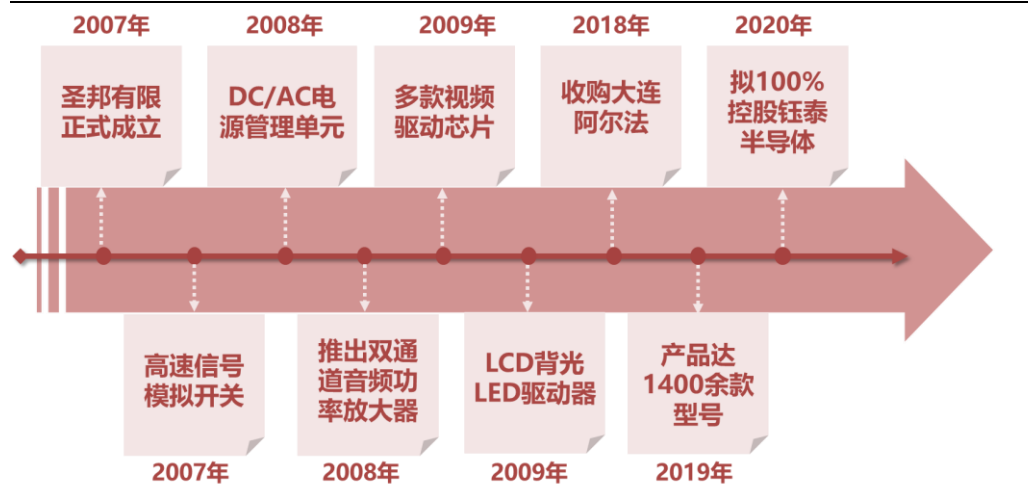
图表目录

图 1： 圣邦股份产品种类持续扩张.....	3
图 2： 圣邦股份产品类别覆盖完全.....	3
图 3： 2019-2020Q1 圣邦股份营业收入大幅增长.....	4
图 4： 2019-2020Q1 圣邦股份归母净利润大幅增长.....	4
图 5： 电源管理芯片营收占比持续提升.....	4
图 6： 圣邦股份各产品毛利率水平稳步上升.....	4
图 7： 营业收入呈季节性变动，第一季度为淡季（亿元）.....	5
图 8： 受营收规模大幅增长影响，存货周转率有所下挫.....	5
图 9： 信号链产品起到信号采集、放大、滤波作用，电源管理产品起到.....	5
图 10： 2019 年全球模拟芯片市场被国际大厂占据.....	6
图 11： 2016 年中国模拟芯片主要份额被国外厂商占据.....	6
图 12： 全球模拟芯片市场规模持续下挫（疫情后预测）.....	7
图 13： 中国模拟芯片市场规模增速慢于全球.....	7
图 14： 圣邦股份信号链产品营业收入韧性较强.....	7
图 15： 2016 年圣邦股份信号链产品量价齐升.....	7
图 16： 信号链产品市场份额占比为 47%.....	8
图 17： 模数转换器市场持续扩张（十亿美元）.....	8
图 18： ADI 营收结构，消费电子市场持续收缩.....	8
图 19： 2019 年圣邦股份电源管理产品营收大幅增长.....	9
图 20： 2014-2016 年圣邦股份电源管理产品单价下挫.....	9
图 21： 2019 年钰泰半导体稳压器营业收入大幅增长.....	9
图 22： 2019 年钰泰半导体消费电子营收占比为 52.76%.....	9
图 23： 2018-2024 年全球电源管理芯片市场中工控、汽车领域值得期待.....	10
表 1： 2020-2022 年钰泰半导体业绩承诺水平较高.....	9
表 2： 半导体设计行业上市公司估值情况：圣邦股份作为 A 股少数模拟芯片上市企业具有稀缺性.....	11

1、国产模拟芯片龙头厂商，营收迎来爆发式增长

模拟芯片稀缺标的，应用场景覆盖完全：圣邦股份成立于2007年，是一家专注于高性能模拟芯片的国产龙头厂商，覆盖信号链和电源管理两大核心领域。公司拥有16大系列1400余款型号的高性能模拟IC产品，包括运算放大器、比较器、音/视频放大器、模数/数模转换器、模拟开关、DC/DC转换器、背光及闪光LED驱动、电池保护及充放电管理芯片等，可广泛应用于通讯、消费电子、工业控制、医疗仪器、汽车电子等众多领域。

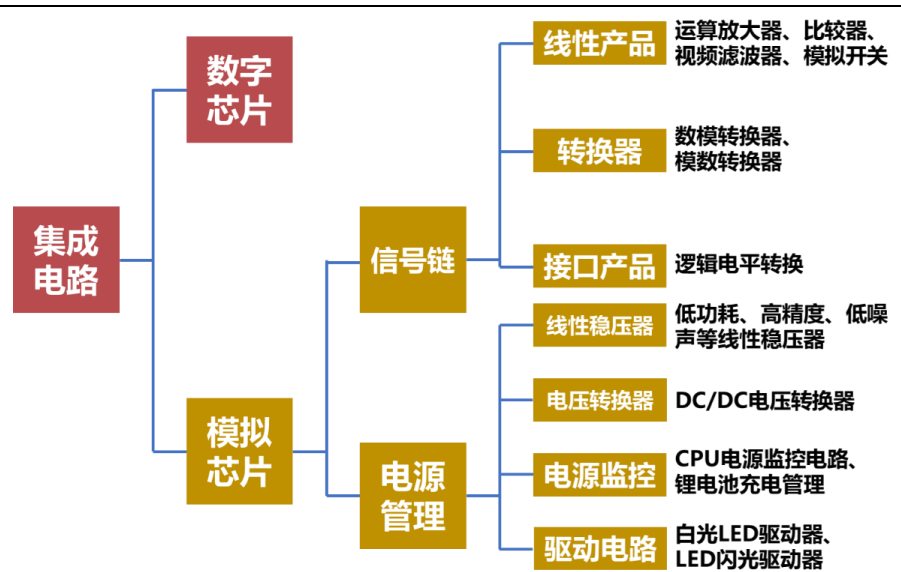
图1：圣邦股份产品种类持续扩张



资料来源：圣邦股份官网、与非网、开源证券研究所

圣邦股份实现全品类布局：在信号链产品方面，线性产品有运算放大器、比较器、音频放大器、视频驱动器等；转换器产品有数模转换器、模数转换器等；接口产品适用于工控、通讯、电力等多个应用场景。在电源管理芯片方面，非驱动类电源管理芯片有线性稳压器、DC/DC转换器、锂电池充电管理芯片、CPU电源监控电路等，驱动类电源管理芯片为LED驱动器等。

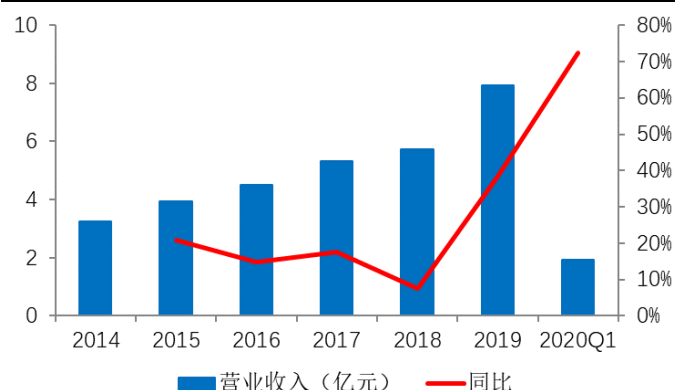
图2：圣邦股份产品类别覆盖完全



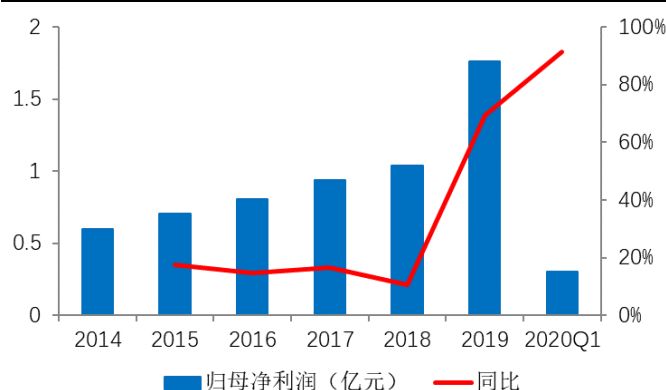
资料来源：思瑞浦招股书、圣邦股份招股书、开源证券研究所

营业收入稳步增长：受益于以智能手机为主的通讯领域以及以移动电源、机顶盒为主的消费电子领域的规模扩张，2014-2018 年圣邦股份的营业收入实现稳步增长。进一步，受益于物联网、智能家居、可穿戴设备、5G 通讯等新兴市场需求增长，在 2019 年和 2020Q1，电源管理芯片营收的大幅增长使得公司整体营收的同比增速分别高达 38.5%、72.3%。

归母净利润节节攀升：随着营收情况的稳步增长，2014-2018 年圣邦股份的归母净利润保持持续增长态势。并且，受益于营收规模的大幅增长以及拟收购钰泰剩余股权所带来的投资收益，2019 年圣邦股份归母净利润同比增速高达 69.8%。

图3：2019-2020Q1 圣邦股份营业收入大幅增长


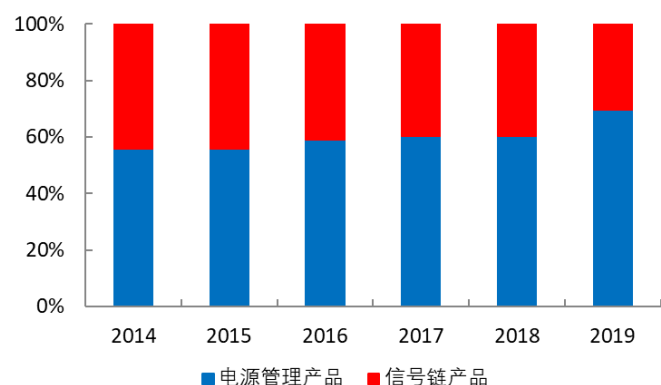
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2019-2020Q1 圣邦股份归母净利润大幅增长


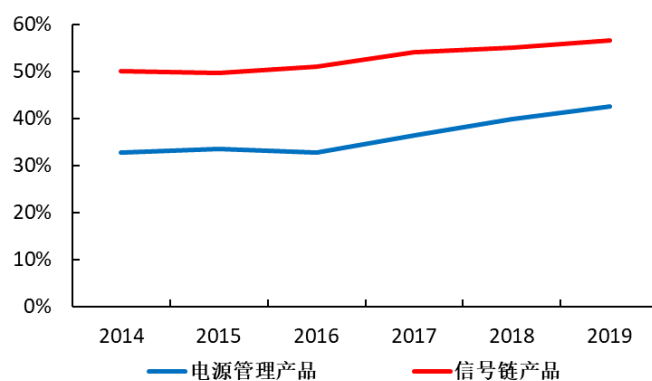
数据来源：Wind、开源证券研究所

电源管理芯片营收占比持续提升：受益于通信、工控和汽车领域需求的显著增长，在 2014-2019 年，圣邦股份的电源管理芯片营收迅速增长，使得营收占比逐步由 55.8% 提升到 69.5%。

成本控制助力毛利率水平提升：受益于晶圆制造和封测成本的良好控制，在模拟芯片均价有所下降的情况，圣邦股份的电源管理芯片和信号链芯片的毛利率水平仍保持稳步提升态势。

图5：电源管理芯片营收占比持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：圣邦股份各产品毛利率水平稳步上升


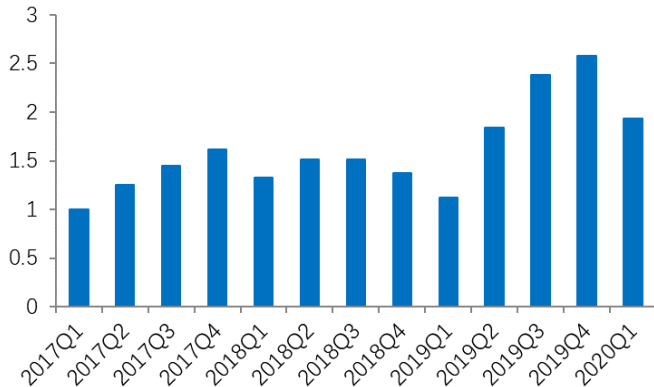
数据来源：Wind、开源证券研究所

营业收入呈季节性变动，第一季度为淡季：由于每年一季度节假日时间较长，终端客户的生产时间会相应缩短，使得芯片需求减少、经销商备货量也相应减少，因此，圣邦股份每年一季度营收情况一般低于全年各季度平均水平。受宏观经济不确定性加剧影响，2018 年下半年下游客户出现明显的采购放缓现象，使得 2018Q3、Q4 的

营收表现出了一定程度的下挫。

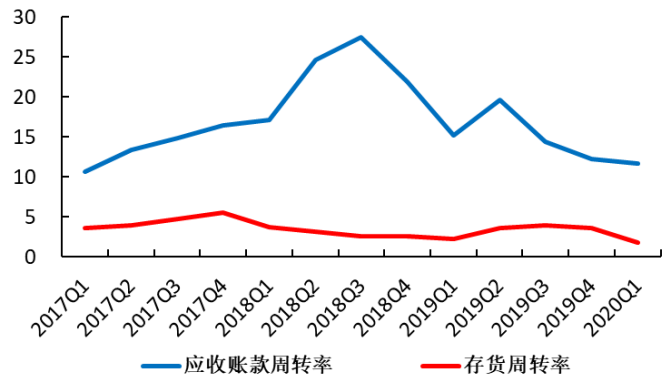
应收账款周转率、存货周转率与营收情况反向变动：受营收规模大幅增长影响，2018Q3-2020Q1 的应收账款周转率持续下挫；如图 8 所示，在下游需求最不景气的 2018Q2、Q3，圣邦股份的应收账款周转率恰处相对高位。受营收规模大幅增长影响，2020Q1 公司备货需求高涨使得存货周转率有所下挫。

图7：营业收入呈季节性变动，第一季度为淡季（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：受营收规模大幅增长影响，存货周转率有所下挫

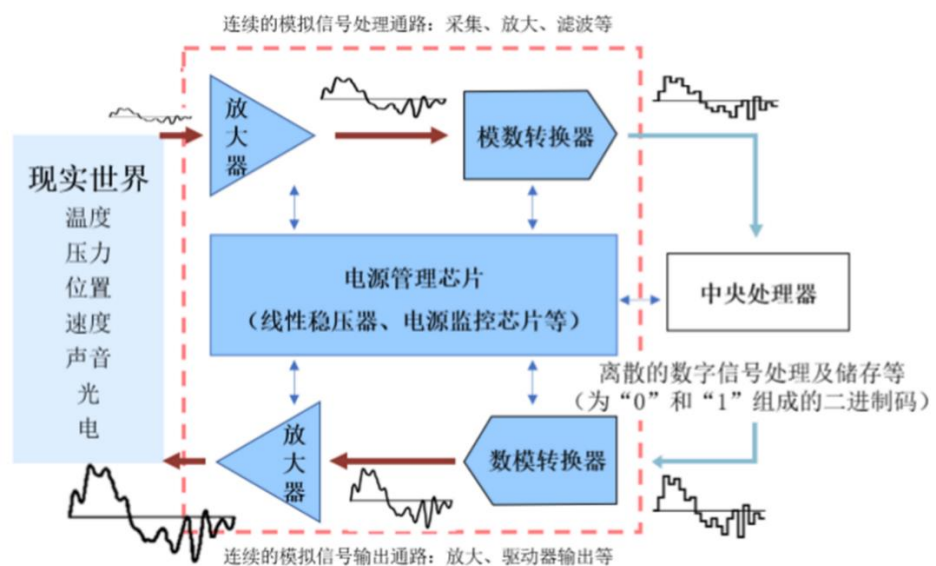


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、身处模拟芯片优质赛道，国产替代空间极大

信号链产品与传感器形成配合，电源管理芯片与功率器件形成配合：如图 9 所示，在电子设备的传感器接收到外界模拟信号后，信号链产品中的运算放大器、滤波器分别起到放大、滤波作用，模数转换器起到将模拟信号转换为数字信号的作用。与此同时，电源管理芯片与功率器件一起对电子设备内有源器件的电力情况起到管理、监控和输送作用。由于传感器芯片与信号链产品的密切关系，ST、Skyworks、英飞凌等厂商将模拟芯片与传感器芯片放在同一事业部。

图9：信号链产品起到信号采集、放大、滤波作用，电源管理产品起到



资料来源：思瑞浦招股书

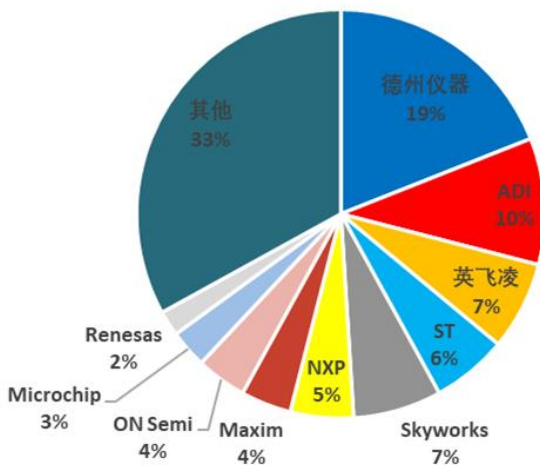
模拟芯片具有生命周期长、品类繁多的特点：数字芯片对高运算速度和低成本的追

求使得其需要持续迭代以确保其性能优势，因此，数字芯片的生命周期往往只有 2-3 年。相反，模拟芯片更注重生产工艺的打磨以及产品品类的丰富，对芯片制程的依赖度较低，从而表现出国际大厂采用 IDM 模式、生命周期可超过 10 年、产品种类达几千甚至上万种的特点。

模拟市场竞争格局相对分散，新兴企业仍有足够的市场空间：模拟芯片市场高度分散，有着许多大型企业和初创的小微企业，包括产品类型完备的供应商和利基型供应商。根据 IC Insights 所述，2019 年全球模拟芯片市场的主要份额被德州仪器、亚德诺、英飞凌等国外龙头厂商所把持，但并未出现逻辑芯片、存储芯片市场中几个厂商便可具有绝对话语权的情况。

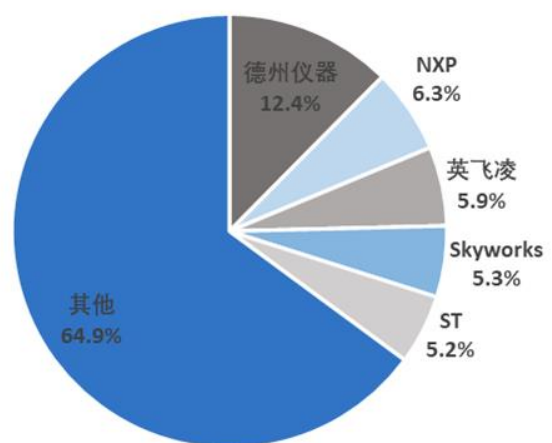
成本缩减、品类丰富、渠道维护以及产品质量为核心竞争力：根据模拟芯片龙头 TI 所述，在模拟市场中，成本控制、产品种类多样化、销售渠道维护、产品丰富度及质量为核心竞争力，其中，成本控制为 300mm 晶圆将缩减 40% 制造成本，销售渠道维护是下游客户较为分散、需要较好的分销渠道。

图10：2019 年全球模拟芯片市场被国际大厂占据



数据来源：IC Insights、开源证券研究所

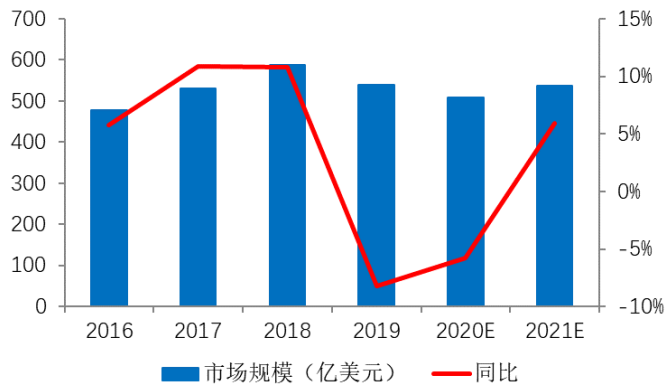
图11：2016 年中国模拟芯片主要份额被国外厂商占据



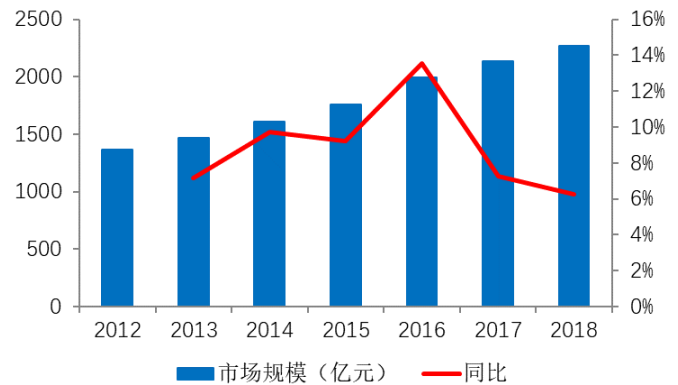
数据来源：赛迪顾问、开源证券研究所

在 2016-2018 年，全球模拟芯片市场持续扩张，中国地区表现增速较弱：由于我国模拟芯片产业受关注度相对较低，叠加模拟芯片厂商需要较好地控制成本和扩展产品品类的影响，我国模拟市场增速低于全球增速。

疫情挫伤模拟芯片下游需求，亚太地区韧性较强：据 IC Insights 预测，之前预期逐步复苏的 2020 年模拟芯片市场也受疫情影响而再度承压，预计 2020 年模拟芯片市场规模或将再下降 7%，该 7% 由模拟芯片出货量下降 3% 和芯片平均销售价格下降 4% 构成。不过，根据 WSTS 疫情后预测，亚太地区（除日本外）集成电路需求韧性较强、预计 2020 年亚太市场集成电路的市场规模将同比增长 2.6%，意味着国内模拟芯片市场规模下降幅度应相对有限。

图12: 全球模拟芯片市场规模持续下挫（疫情后预测）


数据来源: WSTS、开源证券研究所

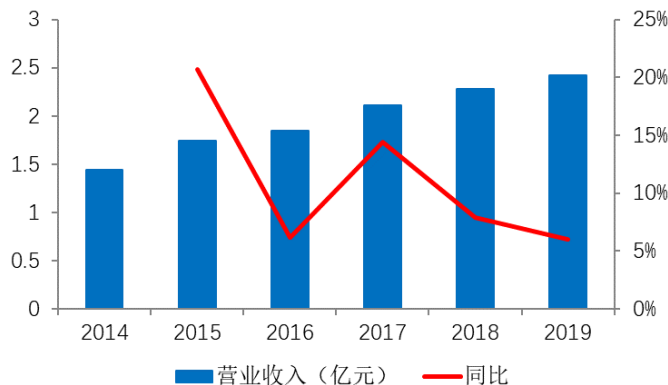
图13: 中国模拟芯片市场规模增速慢于全球


数据来源: 赛迪咨询、开源证券研究所

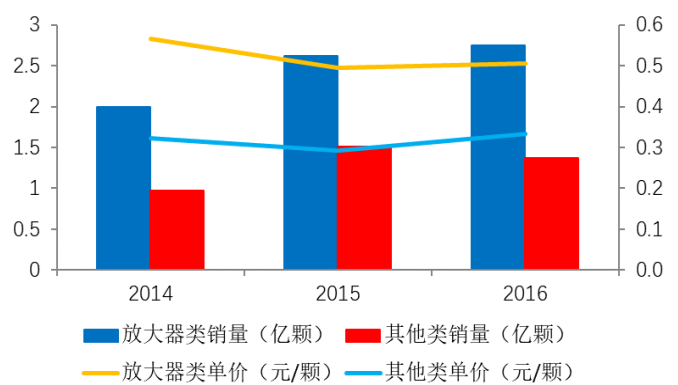
3、两大业务协同发力，工控市场或成核心看点

3.1、信号链营收韧性较强，消费电子需求增速放缓

信号链产品营收稳步增长，价格水平韧性较强：受下游需求不景气影响，2019年全球模拟芯片市场量价齐跌，但圣邦股份的信号链产品营收仍实现了6%的增长。2017-2019年圣邦股份整体芯片产品的均价分别为0.30、0.28、0.32元/颗，均价随新品推出而小幅上升、随产品普及而小幅下降，整体保持相对稳定状态。

图14: 圣邦股份信号链产品营业收入韧性较强


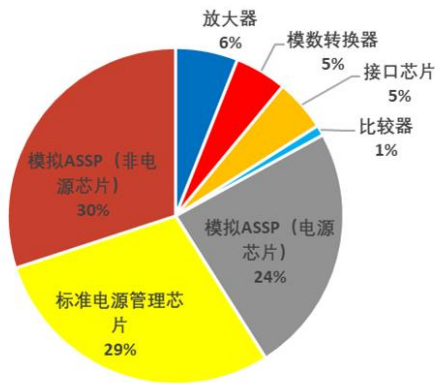
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2016年圣邦股份信号链产品量价齐升


数据来源: 圣邦股份招股书、开源证券研究所

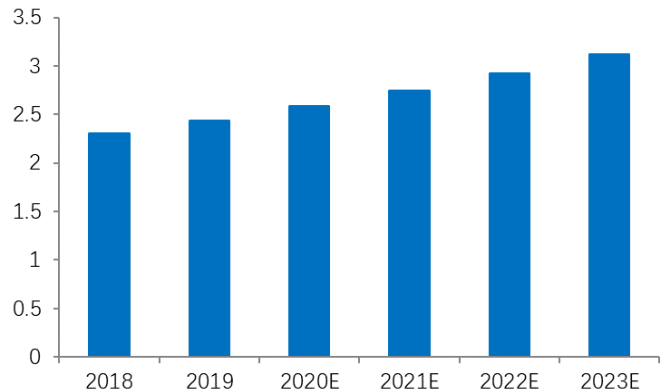
信号链产品占模拟芯片市场比重持续下挫，但市场规模仍在持续扩张：受电源管理芯片市场规模爆发式增长，叠加消费电子对信号链产品的需求增长显著放缓，信号链产品占模拟芯片市场份额已缩小至47%，其中，运算放大器市场规模占比从1981年的19%缩小至2018年的6%（市场规模从2亿美元增至35亿美元），数模转换器也从1981年的14%缩小至2018年的7%（市场规模从3亿美元增至39亿美元）。根据Statista预测显示，模数转换器的市场将保持持续扩张趋势。

图16: 信号链产品市场份额占比为 47%



数据来源: IDC、开源证券研究所

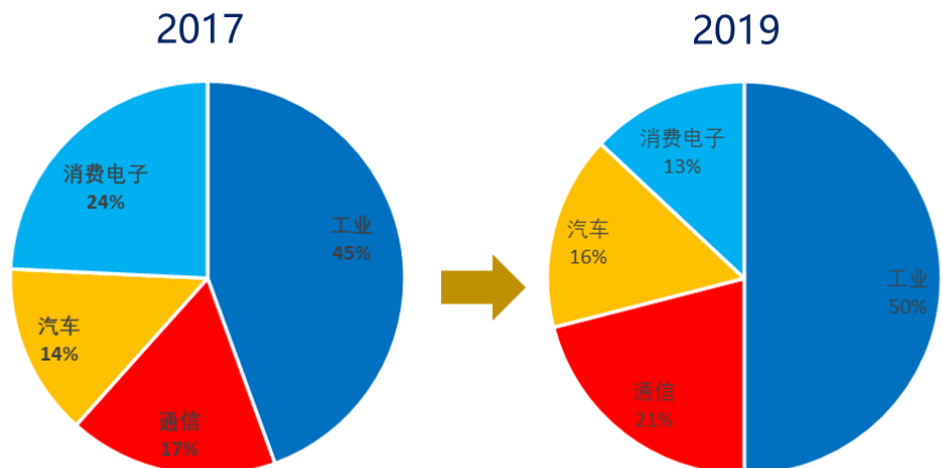
图17: 模数转换器市场持续扩张 (十亿美元)



数据来源: Statista、开源证券研究所

工控市场持续扩张, 消费电子市场增长迟缓: 我们根据国际模拟芯片龙头厂商 ADI 的业绩情况来展现下游需求趋势: 受国防、航空需求持续增长影响, ADI 的工业市场持续扩张趋势明显; 受信号链产品集成化趋势愈发显著影响, 便携式消费电子需求有所收缩。

图18: ADI 营收结构, 消费电子市场持续收缩



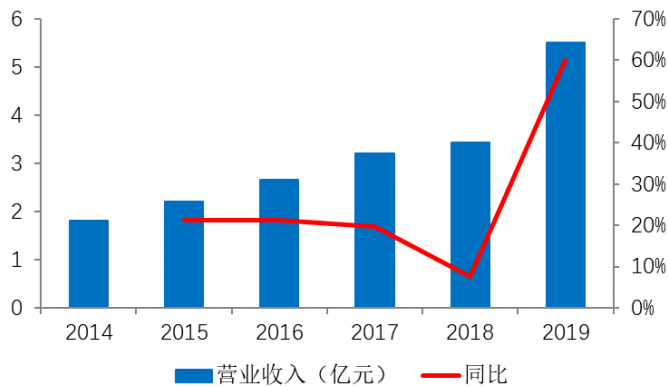
资料来源: ADI、开源证券研究所

3.2、收购钰泰半导体、加码电源管理, 工控、汽车市场潜力巨大

电源管理市场持续扩张, 营收增速再度提速: 受益于工业和消费电子对节电需求的增长, 全球电源管理芯片市场规模飞速扩张, 从 1981 年的 1 亿美元增长至 2018 年的 250 亿美元。2014-2018 年, 圣邦股份电源管理芯片的营业收入也处稳步增长态势; 受益于 5G、智能家居、物联网等新兴市场需求的的增长, 叠加下游客户国产化替代加速趋势, 2019 年圣邦股份的电源管理产品营收大幅上涨 60.0%。

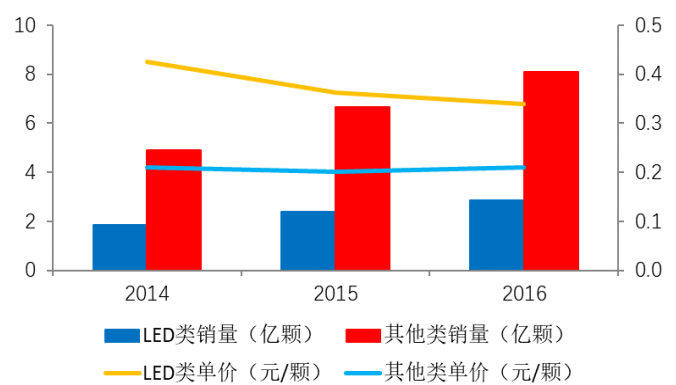
电源管理市场竞争激烈, 产品更迭促使单价降低: 相较于信号链产品, 电源管理芯片市场进入壁垒较低, 使得竞争愈发激烈。随着后进厂商的追赶以及新品的持续推出, 电源管理芯片自推出以来单价便持续走低, 并随着新品推出而下跌趋势加快。

图19: 2019年圣邦股份电源管理产品营收大幅增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2014-2016年圣邦股份电源管理产品单价下挫

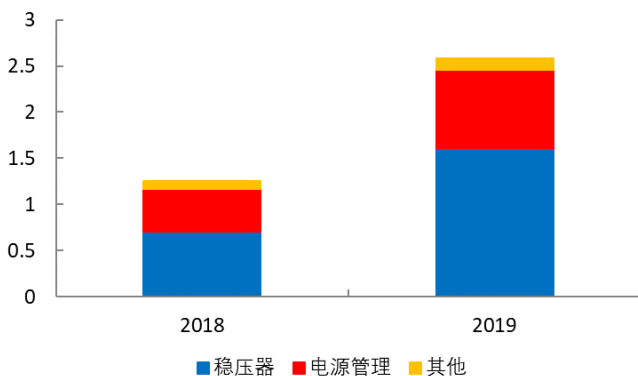


数据来源: 圣邦股份招股书、开源证券研究所

收购钰泰半导体 71.3%股权，再度加码电源管理芯片：2020年4月24日圣邦股份发布定增草案称：拟收购钰泰半导体剩余 71.3%股权，交易完成后，将 100%控股钰泰半导体。圣邦股份收购钰泰半导体不仅表达了圣邦股份持续加码电源管理芯片赛道的决心，更提升了圣邦股份的品牌影响力。

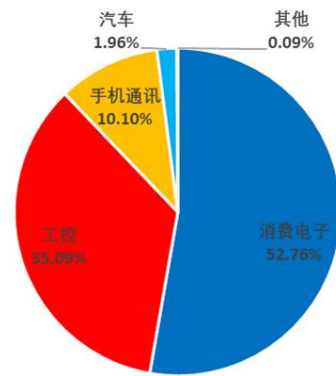
稳压器营收爆发式增长，工控需求占比大幅提升：受益于消费电子及工控市场的需求大幅增长，2019年钰泰半导体稳压器营收同比增长 128.05%；受益于消费电子及手机通讯市场的需求大幅增长，2019年钰泰半导体电源管理芯片营收同比增长 83.15%。由于 2019年工控、手机通讯市场营收分别同比增长 218%、175%，工业控制营收占比由 22.8%提升至 35.1%，而消费电子营收占比由 67.0%下降至 52.8%。

图21: 2019年钰泰半导体稳压器营业收入大幅增长



数据来源: 圣邦股份收购草案、开源证券研究所

图22: 2019年钰泰半导体消费电子营收占比为 52.76%



数据来源: 圣邦股份收购草案、开源证券研究所

钰泰半导体业绩承诺水平将大幅优化圣邦股份归母净利润：2020-2022年钰泰半导体的承诺净利润分别为 6090、10610、13610 万元，而 2019 年圣邦股份的归母净利润为 1.76 亿元。因此，若能成功收购钰泰半导体，圣邦股份的归母净利润水平将实现大幅提升。

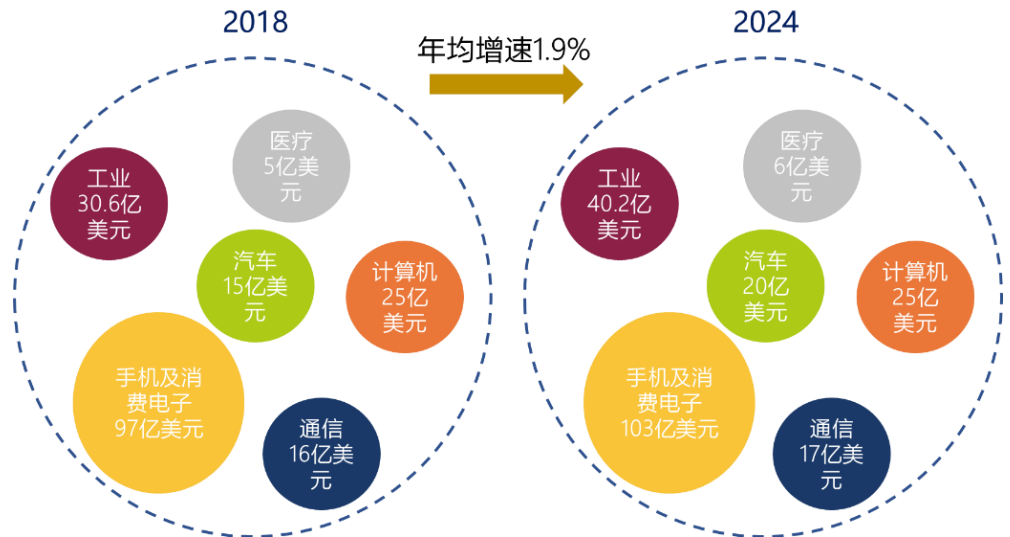
表1: 2020-2022年钰泰半导体业绩承诺水平较高

年度	2020	2021	2022
承诺净利润 (万元)	6090	10610	13610

资料来源: 圣邦股份收购草案、开源证券研究所

未来工控、汽车市场或成电源管理芯片的主要发展方向：根据 Yole 预测，2018-2024 年，全球电源管理芯片市场规模年均增速为 1.9%，其中，工业、汽车市场预将实现 30% 以上市场规模的增长。在国际大厂中，工控、汽车市场的重要程度愈发显著；根据 TI 所述，工业、汽车市场合计营收占比已由 2013 年的 42% 提升至 2019 年的 57%。

图 23：2018-2024 年全球电源管理芯片市场中工控、汽车领域值得期待



资料来源：Yole、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

（1）2020 年公司信号链业务仍保持较强的韧性，并且，2021-2022 年全球模拟芯片市场呈逐步回暖趋势，2020/2021/2022 信号链营收增速分别为 5%/10%/15%。

（2）公司电源管理业务研发进度、客户拓展持续向好，且毛利率水平保持持续优化趋势，2020/2021/2022 电源管理业务营收增速分别为 50%/45%/40%，2020/2021/2022 电源管理业务毛利率分别为 57%/58%/59%。

4.2、盈利预测与估值

公司是国内模拟芯片龙头厂商。我们认为，随着消费电子下游需求逐步回暖，叠加工控、汽车市场的持续发力，全球模拟芯片市场有望逐步回暖。随着中美贸易摩擦的不确定性加剧，针对电子器件，国内下游客户表现出较强的国产化需求。公司作为国内专注于模拟芯片市场的核心厂商，其信号链和电源管理业务将深度受益于国产化替代加速趋势。同时，随着工业智能化、物联网普及化等趋势的持续推进，电子设备的电力控制需求愈发显著，公司的电源管理产品预将保持较快的增长。

我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 2.30/3.15/4.34 亿（同比增速分别为 30.7%/37.1%/37.7%），对应 EPS 为 1.48/2.03/2.79 元，当前股价对应 PE 为 231/169/122 倍。考虑到 2020-2022 年钰泰半导体的承诺净利润分别为 6090、10610、13610 万元，而 2019 年圣邦股份的归母净利润为 1.76 亿元，因此，若圣邦股份能实现 100% 控股钰泰半导体，圣邦股份的归母净利润水平将实现大幅提升。并且，公司作为 A 股少数模拟芯片领域上市企业，也具备一定的稀缺性。

首次覆盖给予“增持”评级。

表2：半导体设计行业上市公司估值情况：圣邦股份作为 A 股少数模拟芯片上市企业具有稀缺性

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603986.SH	兆易创新	243.00	49.9	74.8	31.3	33.0	129	108	82	62
603290.SH	斯达半导	235.00	39.8	30.1	37.7	39.8	--	214	155	111
603893.SH	瑞芯微	92.39	6.5	35.2	29.2	29.3	--	138	107	82
	行业平均						129	153	115	85
300661.SZ	圣邦股份	342.00	69.8	30.7	37.1	37.7	302	231	169	122

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/07/16，除圣邦股份外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

模拟芯片下游需求不振，将使公司业绩有所承压；

信号链产品出现客户延迟交货需求，影响公司营收和存货水平；

电源管理芯片技术迭代速度放缓，影响产品均价和毛利率水平；

收购钰泰半导体剩余 71.3%股权存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	886	1129	1320	1660	2055
现金	226	255	428	599	925
应收票据及应收账款	31	84	72	141	148
其他应收款	1	2	2	4	4
预付账款	1	2	2	3	3
存货	105	174	204	301	363
其他流动资产	522	612	612	612	612
非流动资产	177	264	278	293	322
长期投资	115	131	154	178	203
固定资产	16	38	37	38	41
无形资产	7	7	5	2	2
其他非流动资产	38	89	82	75	75
资产总计	1062	1393	1598	1953	2377
流动负债	139	227	254	347	403
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	51	132	116	215	220
其他流动负债	88	95	138	131	183
非流动负债	47	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	45	45	45	45
负债合计	186	273	300	392	449
少数股东权益	0	5	5	4	3
股本	80	104	155	155	155
资本公积	494	548	496	496	496
留存收益	328	476	655	882	1200
归属母公司股东权益	876	1115	1294	1557	1925
负债和股东权益	1062	1393	1598	1953	2377

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	84	145	237	236	410
净利润	104	175	230	315	433
折旧摊销	14	17	21	24	17
财务费用	-5	-5	-3	-3	-1
投资损失	-21	-45	-19	-23	-27
营运资金变动	-48	-43	8	-76	-13
其他经营现金流	41	46	0	0	0
投资活动现金流	-225	-99	-15	-16	-19
资本支出	23	52	-9	-9	3
长期投资	-126	0	-22	-28	-26
其他投资现金流	-327	-47	-47	-52	-42
筹资活动现金流	-11	-17	-49	-49	-65
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	19	24	52	0	0
资本公积增加	25	54	-52	0	0
其他筹资现金流	-54	-95	-49	-49	-65
现金净增加额	-148	30	172	171	326

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	572	792	1080	1477	1998
营业成本	309	421	572	764	1004
营业税金及附加	3	5	7	9	12
营业费用	45	55	78	107	146
管理费用	29	32	106	130	139
研发费用	93	131	88	151	256
财务费用	-5	-5	-3	-3	-1
资产减值损失	20	-20	0	0	0
其他收益	12	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	21	45	19	23	27
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	111	189	250	342	469
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	111	189	251	342	470
所得税	8	14	22	28	37
净利润	104	175	230	315	433
少数股东损益	0	-1	-0	-1	-1
归母净利润	104	176	230	315	434
EBITDA	118	198	262	351	464
EPS(元)	0.67	1.13	1.48	2.03	2.79

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.7	38.5	36.3	36.8	35.3
营业利润(%)	7.5	69.6	32.6	36.7	37.2
归属于母公司净利润(%)	10.5	69.8	30.7	37.1	37.7
获利能力					
毛利率(%)	45.9	46.9	47.1	48.3	49.8
净利率(%)	18.1	22.2	21.3	21.4	21.7
ROE(%)	11.8	15.6	17.7	20.2	22.5
ROIC(%)	10.8	14.8	16.7	19.0	21.2
偿债能力					
资产负债率(%)	17.5	19.6	18.8	20.1	18.9
净负债比率(%)	-22.9	-20.9	-31.3	-37.0	-46.9
流动比率	6.4	5.0	5.2	4.8	5.1
速动比率	1.9	1.5	2.0	2.1	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	16.7	13.8	13.8	13.8	13.8
应付账款周转率	4.8	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.13	1.48	2.03	2.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.93	1.52	1.52	2.64
每股净资产(最新摊薄)	5.64	7.18	8.32	10.01	12.39
估值比率					
P/E	512.6	302.0	231.1	168.5	122.4
P/B	60.6	47.7	41.1	34.2	27.6
EV/EBITDA	447.6	267.1	201.6	149.8	112.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn