

## 晶丰明源 (688368.SH) 选择无封测模式，选择持续创新

2020年09月03日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

刘翔（分析师）

曹旭辰（联系人）

liuxiang2@kysec.cn

caoxuchen@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790120080019

日期	2020/9/3
当前股价(元)	124.49
一年最高最低(元)	133.79/60.43
总市值(亿元)	76.69
流通市值(亿元)	18.56
总股本(亿股)	0.62
流通股本(亿股)	0.15
近3个月换手率(%)	366.72

### ● LED 照明驱动全球第一，首次覆盖给予“增持”评级

晶丰明源是 LED 照明驱动芯片出货量全球第一。在多名竞争对手纷纷建立封测厂的背景下，晶丰明源选择将资金投入技术创新，从成本、工艺和附加值方面持续优化 LED 驱动类芯片产品。受通用 LED 驱动芯片市场竞争日益激烈影响，公司发现消费者对智能 LED 灯具的需求，并重点布局智能 LED 驱动芯片产品，显著优化了公司的毛利率水平。受益于下游 LED 照明市场稳步扩张以及智能 LED 照明持续推广，2016-2019 年公司营收稳步增长，年均同比增速为 15.5%。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.58/1.24/1.56 亿元，对应 EPS 为 0.94/2.01/2.53 元，当前股价对应 PE 为 133/62/49 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

### ● 通用 LED 成红海市场，转战智能家居大势所趋

2019 年国内通用 LED 照明市场渗透率已超 80%，下游 LED 灯具渗透率提升为中游芯片设计行业所带来的红利愈发淡化，使得通用 LED 驱动芯片已成红海市场。随着智能家居市场持续发展，预计到 2020 年中国智能照明产值规模将高达 1035 亿，同时，相较于智能家居对于灯具数量的提升，单位灯具 LED 照明驱动芯片价值量的提升更为亮眼，以飞利浦推出的 Hue 智能灯泡为例，该产品需配备 4 颗左右 PWM 调光恒流驱动芯片，大幅提升了单位灯具的 LED 照明驱动芯片价值量。

### ● 布局家电市场，电机驱动稳步发展

作为采用无封测模式的 LED 照明驱动芯片设计厂商，晶丰明源需要持续拓展高附加值业务以缓解通用 LED 照明驱动 IC 毛利率较低的问题。大家电产品对零部件成本敏感度较低、稳定性要求较高，能够给予电源 IC 产品较高的毛利率水平，符合晶丰明源持续优化毛利率的需求。为此，晶丰明源通过收购英特格林电机业务与凌鸥 MCU 业务，积极布局国产替代空间较大的家电电机驱动市场。

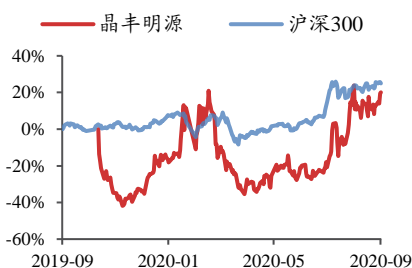
● **风险提示：**通用 LED 驱动芯片毛利持续承压；智能 LED 驱动芯片下游需求不及预期；电机驱动产品放量速度存在不确定性。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	767	874	962	1,081	1,242
YOY(%)	10.4	14.0	10.1	12.4	14.9
归母净利润(百万元)	81	92	58	124	156
YOY(%)	6.9	13.5	-37.6	114.9	25.9
毛利率(%)	23.2	22.9	23.8	24.9	26.2
净利率(%)	10.6	10.6	6.0	11.5	12.6
ROE(%)	32.2	8.2	5.0	9.7	11.0
EPS(摊薄/元)	1.32	1.50	0.94	2.01	2.53
P/E(倍)	94.3	83.0	133.1	61.9	49.2
P/B(倍)	30.4	6.8	6.6	6.0	5.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

## 目 录

1、 LED 照明驱动全球第一，蓄力智能化与电机驱动 .....	3
2、 通用 LED 成红海市场，转战智能家居大势所趋 .....	5
2.1、 选择无封测模式，倒逼公司加快迭代 .....	5
2.2、 高附加值产品备受青睐，智能 LED 趋势已现 .....	7
3、 进军家电市场，电机驱动稳步发展 .....	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 .....	10
附：财务预测摘要 .....	11

## 图表目录

图 1： 深耕电源 IC 优质赛道，专注 LED 照明驱动 .....	3
图 2： 晶丰明源重点布局 LED 照明驱动和电机驱动 .....	4
图 3： 2016-2019 年晶丰明源营业收入稳步增长 .....	4
图 4： 2016-2019 年晶丰明源归母净利润节节攀升 .....	4
图 5： 智能 LED 照明驱动芯片营收占比持续提升 .....	5
图 6： 智能 LED 毛利率下降，通用 LED 毛利率平稳 .....	5
图 7： 营收呈季节性变动，第二、四季度为旺季 .....	5
图 8： 研发人员及平均薪酬持续提升 .....	5
图 9： 晶丰明源波特五力模型：自制化趋势威胁加重，差异化战略持续推进 .....	6
图 10： LED 照明产品国内市场渗透率持续提升 .....	7
图 11： 晶丰明源去 VCC 电容方案简化传统电路 .....	7
图 12： 通用与智能 LED 照明驱动芯片营收持续增长 .....	8
图 13： 通用 LED 驱动 IC 价格仍处下跌趋势 .....	8
图 14： 中国智能照明产值规模快速攀升 .....	8
图 15： 智能面板开关为智能家居应用重点 .....	8
图 16： 电机驱动市场前景广阔 .....	9
图 17： 晶丰明源电机驱动芯片营收快速上涨 .....	9
图 18： 晶丰明源电机驱动芯片单价呈上升趋势 .....	9
表 1： 半导体设计行业上市公司估值情况：晶丰明源作为 LED 照明驱动 IC 全球第一具有稀缺性 .....	10

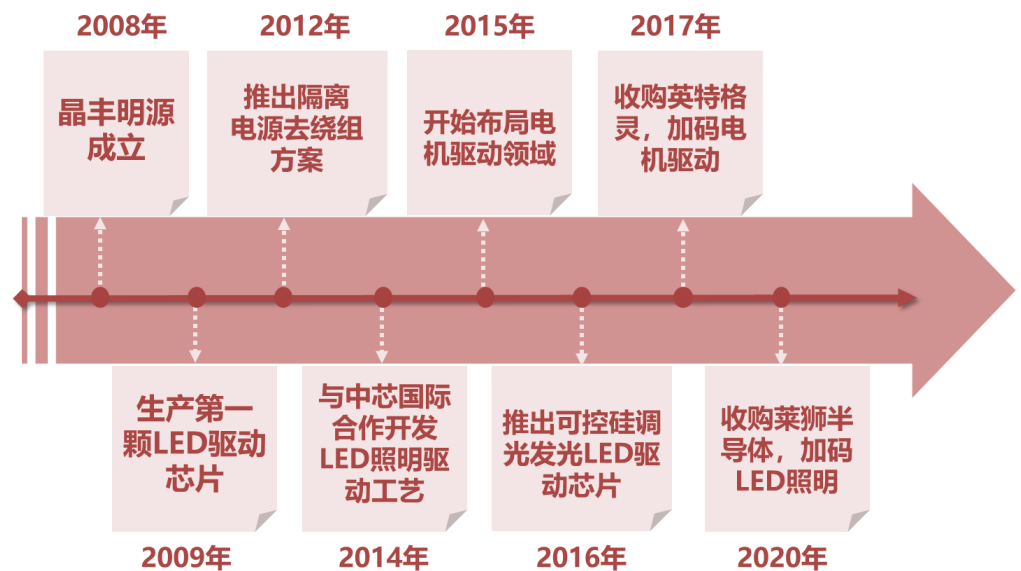
## 1、LED 照明驱动全球第一，蓄力智能化与电机驱动

**专注 LED 照明驱动，获得领先优势：**晶丰明源成立于 2008 年，是国内领先的电源管理驱动类芯片设计企业。由于公司高层注意到全球 LED 照明驱动技术尚处起步期且国内 LED 照明市场潜力较大，自创立初期，晶丰明源便聚焦于 LED 照明驱动芯片领域。2012 年，公司首次推出隔离电源去绕组方案，降低了产品成本并成为爆款。2013 年，公司成为全球首家推出将两个绕组缩减为一个非隔离产品的 LED 驱动 IC 厂商，并获通用电气大订单，并实现了 LED 照明驱动 IC 全球市占率第一。

**投资自研工艺，提升技术壁垒：**由于 LED 行业普遍具有市场规模大但技术门槛较低的特点，因此，倘若没有持续的技术迭代形成差异化，那么，IDM 厂商的低成本优势将进一步放大，使得 LED 驱动芯片的主要市场被 IDM 厂商所占据。同时，由于 LED 驱动 IC 市场价格敏感度较高且芯片设计所形成的竞争壁垒相对有限，晶丰明源需要通过工艺技术来降低成本并提高竞争壁垒。自 2014 年起，公司先后成功研发 700V 高压集成工艺、SOT33 高集成度封装技术等，提高了产品集成度、缩小了芯片封装尺寸并强化了成本优势。

**蓄力智能化与电机驱动：**为追求多元化发展，2015 年上半年晶丰明源开启电机驱动芯片业务，并同步布局家电电源业务。由于多业务线不利于集中企业优势资源，且当时家电企业对更换电源供应商偏好不大，2016 年晶丰明源暂时搁置家电电源业务，并收购岷创科技将战略重心重新调回 LED 照明业务。2017 年，公司收购英特格灵电机产品线，已推出风扇灯、直流无刷电机等产品。2020 年，公司成功收购莱狮半导体，进一步强化 LED 照明驱动技术实力。

图1：深耕电源 IC 优质赛道，专注 LED 照明驱动

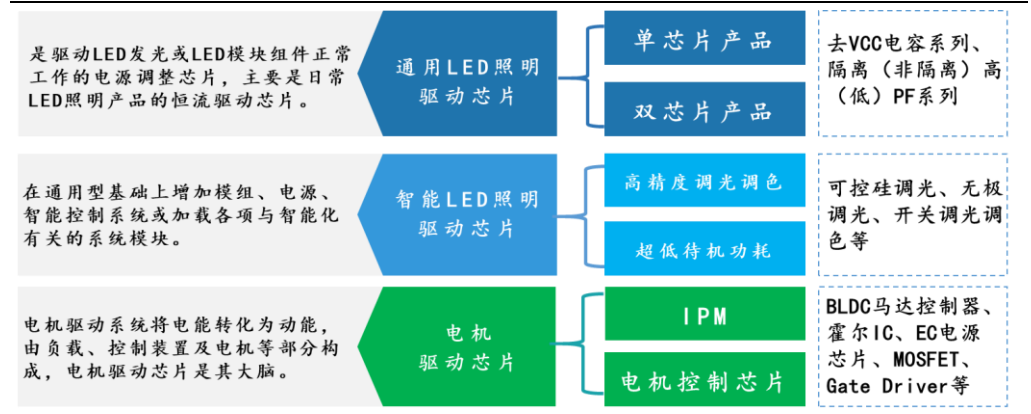


资料来源：晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

**LED 照明驱动布局完整，电机驱动尚处起步期：**目前，晶丰明源重点布局 LED 照明驱动和电机驱动两大方向。按照工艺划分，通用型 LED 照明驱动芯片分为单芯片产品和双芯片产品两种，其中，双芯片由一片控制芯片和一片 MOS 芯片构成，单芯片是将控制芯片和 MOS 芯片集成在一起。按技术划分，智能 LED 驱动芯片具有智能超低待机功耗、多通道高精度智能混色技术和高兼容无频闪可控硅调光技术，从而

实现了 1% 精准调光和待机功耗低至 2 毫瓦的性能优势。从产品类别划分，电机驱动芯片有智能功率模块（IPM）和电机控制芯片，其中，IPM 集成了逻辑、控制、检测和保护电路。

图2：晶丰明源重点布局 LED 照明驱动和电机驱动

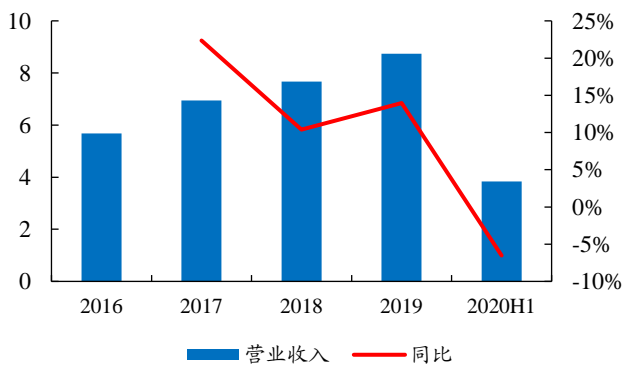


资料来源：晶丰明源招股书、开源证券研究所

**营业收入稳步增长：**受益于下游 LED 照明市场稳步扩张以及智能 LED 照明持续推广，2016-2019 年公司营收稳步增长，年均同比增速为 15.5%。受新冠疫情影响，2020H1 营收小幅下降、同比下降 6.5%。

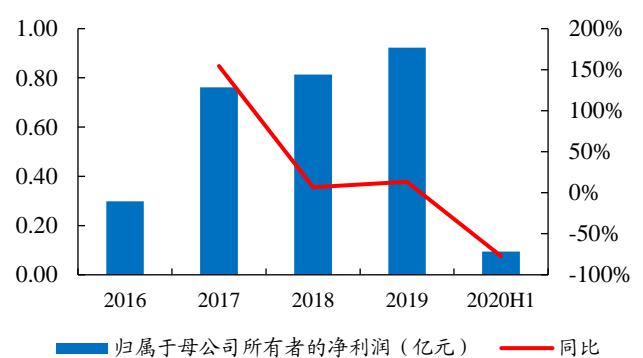
**归母净利润节节攀升：**随着营收稳步增长，2016-2019 年公司归母净利润呈同步上升趋势。受营收受挫影响，叠加股权激励管理费用 3899.9 万元，2020H1 公司归母净利润同比下降 77.3%，扣非归母净利润同比下降 109%。

图3：2016-2019 年晶丰明源营业收入稳步增长



数据来源：晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

图4：2016-2019 年晶丰明源归母净利润节节攀升



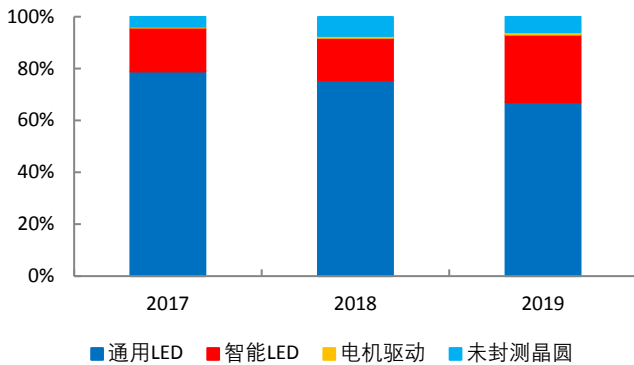
数据来源：晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

**通用 LED 占据主要份额，智能 LED 营收占比持续提升：**2016-2019 年公司通用 LED 照明驱动芯片营收占比保持在 65% 以上。随着消费者对调光、调色、远控等智能化照明需求的持续提升，智能 LED 灯具渗透率逐步提升，2019 年公司智能 LED 照明驱动芯片营收占比已升至 26%。

**智能 LED 毛利率持续下滑，通用 LED 毛利率相对平稳：**智能 LED 照明驱动芯片是在通用 LED 照明芯片的基础上加入功能模块，其毛利率水平高于通用 LED 照明驱动芯片。由于矽力杰收购恩智浦 LED 照明驱动产品线后对可控硅调光产品进行降价，2017 年晶丰明源同步调价，使得公司智能 LED 照明驱动芯片毛利率下降。随着飞利浦及 GE 等灯具大厂对智能 LED 驱动芯片市场的拓展，为了保持价格优势，2018 年

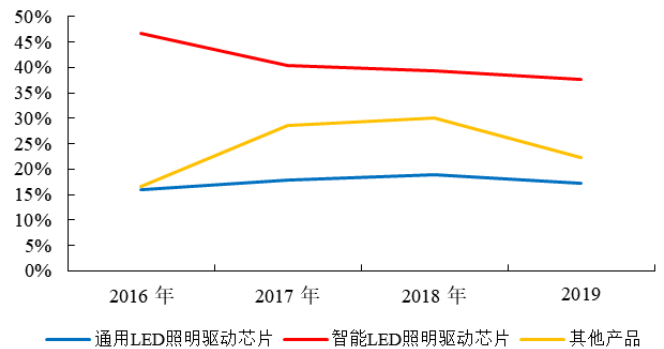
晶丰明源又进一步压缩智能 LED 驱动芯片的毛利。

图5: 智能 LED 照明驱动芯片营收占比持续提升



数据来源: 晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

图6: 智能 LED 毛利率下降, 通用 LED 毛利率平稳

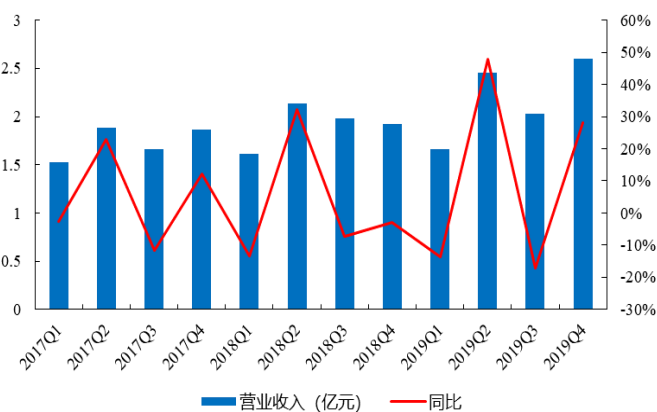


数据来源: 晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

**受下游灯具客户生产时间影响, 营业收入呈季节性变动:** 由于每年一季度节假日时间较长, 下游灯具厂商生产时间会相应缩短, 经销商备货量也会相应减少, 使得 LED 照明驱动芯片需求减少。进一步, 由于灯具厂多处广州、福建等地, 受高温影响, 每年第三季度下游灯具厂商会停工一段时间, 使得生产时间也会相应缩短。总体而言, 受下游灯具厂商生产时间影响, 晶丰明源每年一、三季度为淡季, 二、四季度为旺季。

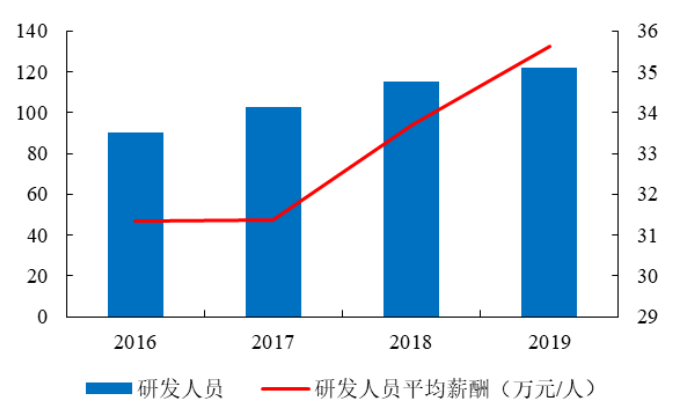
**研发人员及平均薪酬持续提升:** 为不断开发新产品及新工艺, 2016-2019 年研发人员数量持续增长。同时, 为提高研发团队的归属感和稳定性, 晶丰明源提供了有竞争力的薪酬以及员工持股计划, 使研发人员平均薪酬也在持续提升。

图7: 营收呈季节性变动, 第二、四季度为旺季



数据来源: 晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

图8: 研发人员及平均薪酬持续提升



数据来源: 晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

## 2、通用 LED 成红海市场, 转战智能家居大势所趋

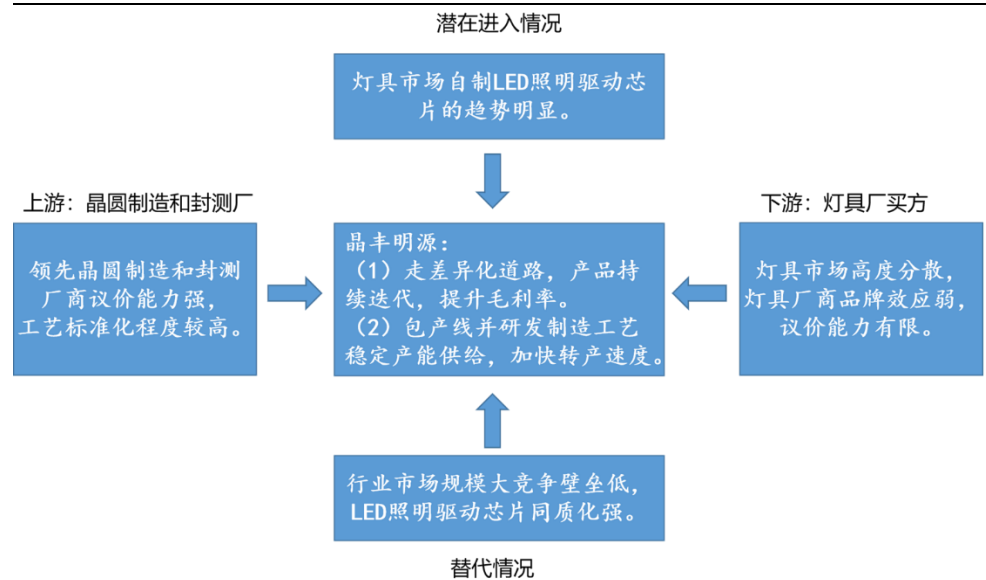
### 2.1、选择无封测模式, 倒逼公司加快迭代

**上游打磨工艺、中游持续迭代、下游自制化趋势显著:** LED 照明驱动芯片的产业链上游是芯片制造、封测, 中游是芯片设计 (晶丰明源所处环节), 下游是汽车照明、通用照明等应用领域。晶丰明源依靠其对上游、中游和下游的长期布局强化其竞争

优势:

1. **从上游来看，晶丰明源注重工艺研发：**由于领先的晶圆制造和封装测试厂商议价能力较强、工艺标准化程度较高，芯片设计厂商需要提前向晶圆制造和封装测试厂商预定产能，然而，当代工厂产能爆满时，芯片设计产能需要尽快转产。晶丰明源通过包产线并研发自身制造工艺的方式来稳定自身产能供给和加快转产速度。
2. **从中游来看，无封测厂模式迫使晶丰明源加速产品迭代：**电源芯片行业本身具备市场规模较大而竞争壁垒较低的特点，而结合了 LED 行业的 LED 照明驱动芯片又兼具了同质化较强的特点。LED 照明驱动芯片的同质化严重和竞争壁垒较低的特点迫使行业内玩家严格控制成本，使得矽力杰、富满电子、昂宝等厂商纷纷自建封测产线。然而，处于细分行业全球第一的晶丰明源选择依靠产品差异化来缓解通用 LED 照明驱动芯片毛利率较低的窘境，走向持续产品迭代来提升毛利率的路线。
3. **从下游来看，灯具厂自制 LED 驱动电源芯片对晶丰明源形成威胁：**终端商品如消费电子、家电等均具有不同程度的品牌效应，并且，我国灯具市场高度分散的竞争格局，使得灯具厂商品牌效应较弱且议价能力有限，因此，LED 照明驱动芯片的毛利率水平受灯具厂商的限制较小。不过，随着灯具市场集中化趋势愈发显著，叠加 LED 照明驱动芯片竞争壁垒较低，国内外领先灯具厂商均呈现出较为明显地自制 LED 照明驱动芯片的趋势，对晶丰明源的毛利率水平形成了一定程度的压制。

**图9：晶丰明源波特五力模型：自制化趋势威胁加重，差异化战略持续推进**

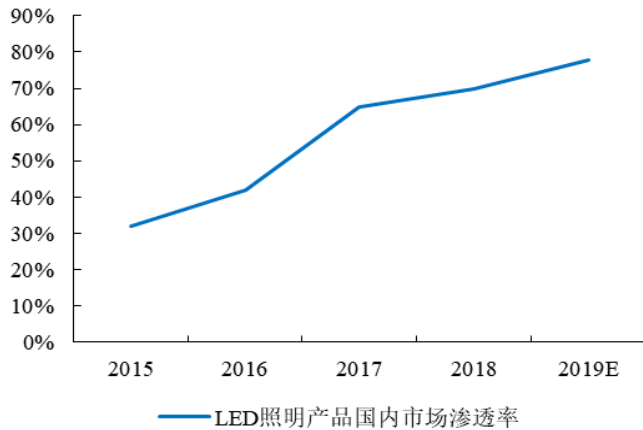


资料来源：中商产业研究院、晶丰明源招股说明书

**通用 LED 驱动成红海市场，产品创新势在必行：**2015-2019 年国内通用 LED 照明市场持续扩张，预计 2020 年市场规模将达 4500 亿元，通用 LED 照明渗透率已超 80%。在照明市场中，下游 LED 灯具渗透率提升为中游芯片设计行业所带来的红利愈发淡化，使得通用 LED 驱动芯片已成红海市场。为在激烈的市场竞争中维持领先地位，晶丰明源只有通过持续的技术创新：一方面，降低 LED 驱动芯片外围元器件数量（无 VCC 电容技术）并提升单片晶圆产出颗粒数；另一方面，提高产品技术附加值与集成度（重点布局智能 LED 驱动芯片）。

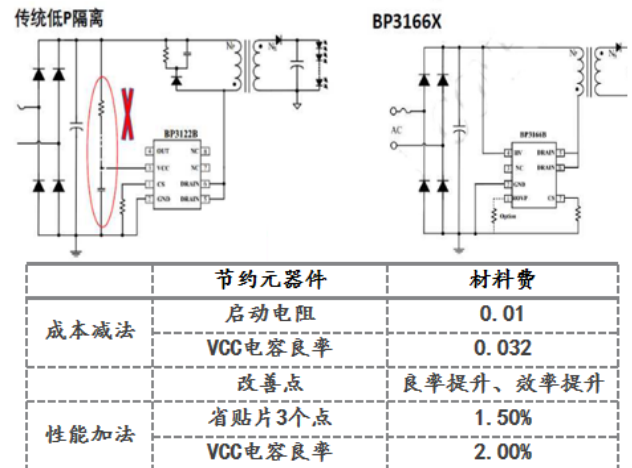
**突破产品集成度限制，率先实现去 VCC 设计：**LED 照明驱动电路除照明驱动芯片外，下游厂商在制造电源模块时还需要同时搭配 MOS、VCC 电容等元器件。晶丰明源突破产品集成度限制，于业内率先实现单芯片及无 VCC 电容的产品设计，使下游厂商在设计电源模块时无需再搭配 MOS 及 VCC 电容，供电电路的结构得到极大简化，应用成本进一步降低。

图10: LED 照明产品国内市场渗透率持续提升



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图11: 晶丰明源去 VCC 电容方案简化传统电路

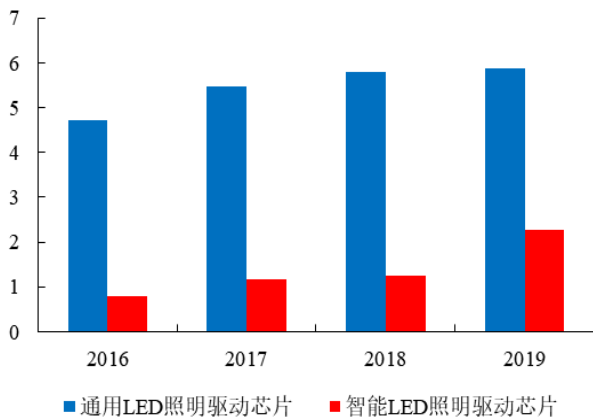


资料来源：电子发烧友论坛、开源证券研究所

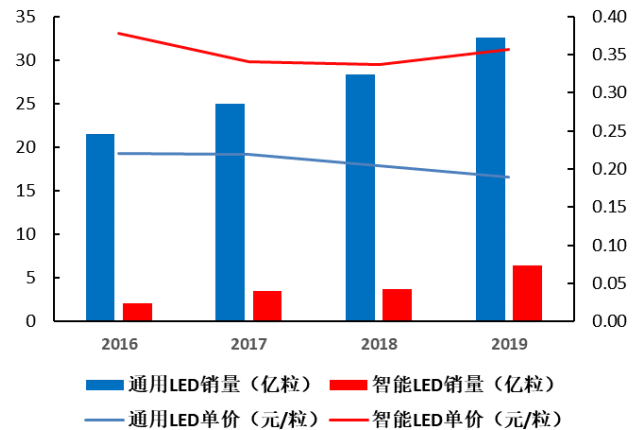
## 2.2、高附加值产品备受青睐，智能 LED 趋势已现

**通用型 LED 照明驱动芯片薄利多销：**2017 年，晶丰明源通过将双芯片产品主芯周边电路及 MOS 集成到主芯中形成单芯片产品，降低了产品成本。2018-2019 年，去 VCC 电容芯片产品运用 700V-BCD 工艺，以及 SOT33 等小封装形式，使得单片晶圆产出颗粒数进一步提升，从而进一步降低了材料和封测成本。伴随着成本不断降低，公司的通用 LED 驱动芯片产品依靠价格优势，在 2016-2019 年实现了销量及营收的持续提升。

**智能型 LED 照明驱动芯片提升产品附加值：**作为无封测 LED 驱动芯片厂商，晶丰明源对通用 LED 芯片成本的优化只能暂解燃眉之急，其产品附加值的提升才能全面助其摆脱毛利率偏低的困境。同时，随着下游应用需求多元化以及产品集成化趋势的愈发显著，下游倾向于对低附加值产品（通用 LED 驱动 IC）考虑经济效用，而对高附加值产品（智能 LED 驱动 IC）给予更高的溢价，使得晶丰明源专注于产品创新的优势更为突出。在 2016-2019 年，公司的智能 LED 驱动芯片产品销量稳步提升，且价格表现出了较强的韧性，而反观通用 LED 芯片产品单价仍处持续下滑态势，愈发体现出了智能 LED 芯片产品的优势。目前，全球智能 LED 芯片驱动芯片渗透率约为 2%左右，预计随着互联网厂商和灯具厂商的积极推广，智能 LED 灯具市场有望稳步扩张，公司的智能 LED 驱动芯片或将深度受益渗透率提升所带来的红利。

**图12: 通用与智能 LED 照明驱动芯片营收持续增长**


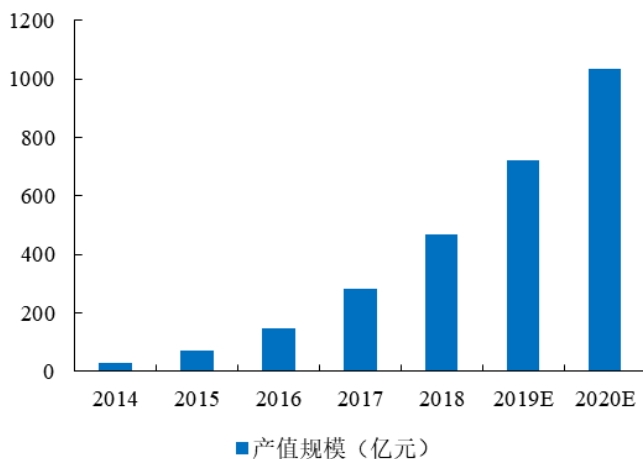
数据来源: 晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

**图13: 通用 LED 驱动 IC 价格仍处下跌趋势**


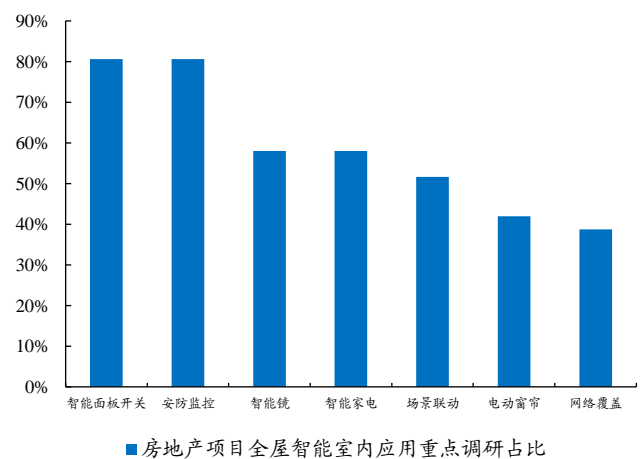
数据来源: 晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

**智能照明方兴未艾，产品升级大势所趋：**随着智能家居市场持续发展，智能照明需求呈同步扩张趋势。根据高工产研 LED 研究所数据显示，预计到 2020 年中国智能照明产值规模将高达 1035 亿，2014-2020 年年均复合增长率有望达 62.9%。相较于智能家居对于灯具数量的提升，单位灯具 LED 照明驱动芯片价值量的提升更为亮眼，以飞利浦推出的 Hue 智能灯泡为例，该产品需配备 4 颗左右 PWM 调光恒流驱动芯片，大幅提升了单位灯具的 LED 照明驱动芯片价值量。

**智能面板技术国际领先，打开智能家居操作入口：**智能面板是家庭智能化控制的交互终端，其电源 IC 用来替代传统开关，使得智能面板能实现较低的待机功耗。据《2019 中国智能家居发展白皮书》调查数据显示，八成以上地产客户认为智能面板为全屋智能室内应用重点。2019 年，晶丰明源研发完成首颗单火线智能面板电源芯片组，待机功耗小于 2mW，优于美国 PI 等国际知名厂商的 5mW 水平。

**图14: 中国智能照明产值规模快速攀升**


数据来源: 高工产研 LED 研究院、开源证券研究所

**图15: 智能面板开关为智能家居应用重点**


数据来源: 2019 中国智能家居发展白皮书、开源证券研究所

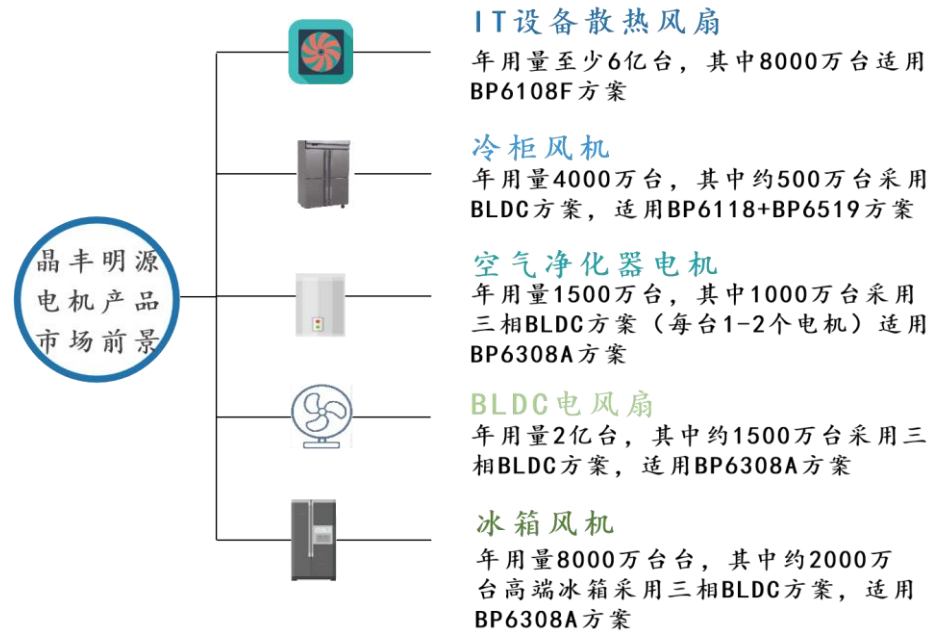
### 3、进军家电市场，电机驱动稳步发展

作为采用无封测模式的 LED 照明驱动芯片设计厂商，晶丰明源需要持续拓展高附加值业务以缓解通用 LED 照明驱动 IC 毛利率较低的问题。由于大家电产品具有整机价值较高、更换周期较长的特点，大家电产品对零部件成本敏感度较低、稳定性要

求较高，能够给予电源 IC 产品较高的毛利率水平，符合晶丰明源持续优化毛利率的需求。

**收购英特格灵电机业务与凌鸥 MCU 业务，布局无刷直流电机赛道：**为了更好地控制无刷电机的开关和转速，无刷直流电机的电机驱动需由电子调速器专门控制；电子调速器由 MCU、信号链芯片和电源芯片三者组成，其中，电源芯片需将直流电转为三相交流电并依照 MCU 实时控制占空比。为此，晶丰明源通过收购英特格林电机业务与凌鸥 MCU 业务，布局国产替代空间较大的家电电机驱动市场。

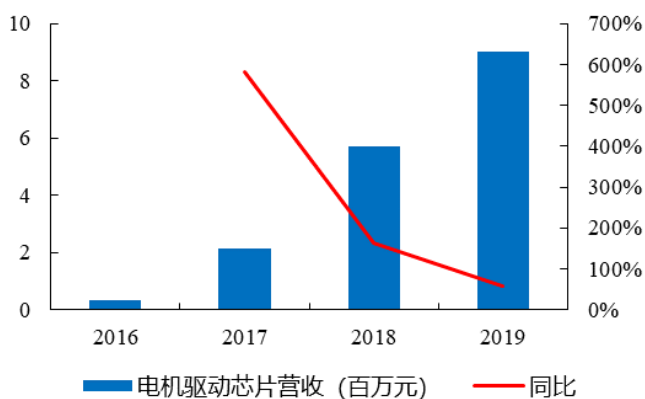
图16：电机驱动市场前景广阔



资料来源：晶丰明源官网、开源证券研究所

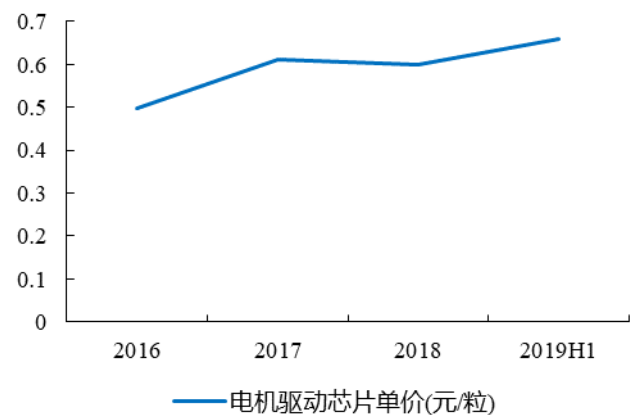
**营收大幅上升，单价同步上升：**2016-2019年，晶丰明源电机驱动芯片处于市场导入期，营收呈快速上升趋势。2017年，晶丰明源推出智能功率模块（IPM），该产品内部集成了逻辑、控制、检测和保护电路，单价较高；随着 IPM 产品营收占比的稳步提升，晶丰明源的电机驱动芯片单价也呈持续提升趋势。

图17：晶丰明源电机驱动芯片营收快速上涨



数据来源：晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

图18：晶丰明源电机驱动芯片单价呈上升趋势



数据来源：晶丰明源招股说明书、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

(1) 通用 LED 驱动芯片市场已成存量博弈的红海市场，预计 2020/2021/2022 通用 LED 驱动芯片营收增速分别为 2%/5%/5%。

(2) 预计 2020-2022 年智能家居和商业照明市场将处持续扩张趋势，2020/2021/2022 智能 LED 驱动芯片营收增速分别为 35%/35%/35%。

(3) 预计 2020-2022 年电机驱动芯片国产化替代将逐步加速，2020/2021/2022 其他芯片营收增速分别为 5%/10%/15%。

### 4.2、盈利预测与估值

晶丰明源是 LED 照明驱动芯片出货量全球第一。我们认为，由于照明设施具有刚需性特点以及消费者对智能照明需求的持续提升，晶丰明源的 LED 驱动类芯片业务将保持稳步增长。随着电机驱动芯片的逐步放量以及家电市场的逐步打开，晶丰明源有望迎来下一个高速发展期。

我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 0.58/1.24/1.56 亿（同比增速分别为 -37.6%/114.9%/25.9%），对应 EPS 为 0.94/2.01/2.53 元，当前股价对应 PE 为 133/62/49 倍。考虑到晶丰明源计提 3899.94 万元股权激励，叠加 2020-2021 年业绩承诺营业收入分别为 9.5 亿和 11 亿，我们认为晶丰明源今年净利润的下滑不改其长期发展潜力。

首次覆盖给予“增持”评级。

**表1：半导体设计行业上市公司估值情况：晶丰明源作为 LED 照明驱动 IC 全球第一具有稀缺性**

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
603893.SH	瑞芯微	79.19	6.5	14.0	22.0	27.7	160	140	115	90
300661.SZ	圣邦股份	288.80	69.8	30.7	37.1	37.7	255	195	142	103
002049.SZ	紫光国微	123.30	16.6	123.7	37.6	29.9	184	82	60	46
	行业平均						200	142	106	80
688368.SH	晶丰明源	124.49	13.5	-37.6	114.9	25.9	83	133	62	49

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/09/02）

## 5、风险提示

通用 LED 驱动市场竞争激烈，毛利率较低问题或将持续存在；

海外疫情控制不及预期，影响下游客户产品出口销量；

电机驱动产品放量速度存在不确定性。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	363	1338	1290	1467	1558
现金	66	139	109	180	257
应收票据及应收账款	157	195	193	243	257
其他应收款	4	3	5	4	6
预付账款	47	73	59	89	81
存货	88	108	105	131	136
其他流动资产	1	820	820	820	820
<b>非流动资产</b>	29	35	85	86	87
长期投资	13	14	15	16	17
固定资产	4	7	6	6	5
无形资产	10	10	10	11	11
其他非流动资产	2	4	54	54	54
<b>资产总计</b>	392	1372	1376	1553	1645
<b>流动负债</b>	125	223	200	261	207
短期借款	0	0	44	0	0
应付票据及应付账款	110	204	138	241	187
其他流动负债	15	19	18	20	20
<b>非流动负债</b>	15	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	139	240	216	277	223
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	46	62	62	62	62
资本公积	91	864	864	864	864
留存收益	115	208	260	371	507
<b>归属母公司股东权益</b>	253	1133	1160	1276	1422
负债和股东权益	392	1372	1376	1553	1645

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	37	69	-1	117	78
净利润	81	92	58	124	156
折旧摊销	4	5	3	3	4
财务费用	-6	-7	-5	-7	-10
投资损失	-1	-1	-2	-2	-1
营运资金变动	-46	-25	-50	-0	-68
其他经营现金流	5	4	-5	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-1	-786	-47	-1	-2
资本支出	1	9	27	-0	-0
长期投资	0	-777	-1	-1	-1
其他投资现金流	0	-1554	-21	-2	-3
<b>筹资活动现金流</b>	-39	785	-26	-1	1
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	15	0	0	0
资本公积增加	0	773	0	0	0
其他筹资现金流	-39	-3	-26	-1	1
<b>现金净增加额</b>	-0	68	-74	115	77

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	767	874	962	1081	1242
营业成本	589	674	733	812	917
营业税金及附加	2	1	2	2	2
营业费用	15	22	20	23	27
管理费用	28	31	78	39	46
研发费用	61	68	75	84	97
财务费用	-6	-7	-5	-7	-10
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
其他收益	7	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
投资净收益	1	1	2	2	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	85	98	60	131	165
营业外收入	2	1	3	2	2
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	86	98	63	133	167
所得税	5	6	5	9	11
<b>净利润</b>	81	92	58	124	156
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	81	92	58	124	156
EBITDA	88	99	63	133	164
EPS(元)	1.32	1.50	0.94	2.01	2.53

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.4	14.0	10.1	12.4	14.9
营业利润(%)	4.6	14.7	-38.6	119.6	25.8
归属于母公司净利润(%)	6.9	13.5	-37.6	114.9	25.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.2	22.9	23.8	24.9	26.2
净利率(%)	10.6	10.6	6.0	11.5	12.6
ROE(%)	32.2	8.2	5.0	9.7	11.0
ROIC(%)	30.5	7.8	4.6	9.4	10.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	35.6	17.5	15.7	17.9	13.6
净负债比率(%)	-23.1	-11.8	-5.1	-13.7	-17.7
流动比率	2.9	6.0	6.5	5.6	7.5
速动比率	1.8	5.0	5.4	4.6	6.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.0	1.0	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	4.9	4.3	4.3	4.3	4.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.32	1.50	0.94	2.01	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.11	-0.02	1.90	1.27
每股净资产(最新摊薄)	4.10	18.39	18.82	20.71	23.08
<b>估值比率</b>					
P/E	94.3	83.0	133.1	61.9	49.2
P/B	30.4	6.8	6.6	6.0	5.4
EV/EBITDA	86.0	68.5	108.3	50.5	40.5

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