

## 杰普特 (688025.SH)

## 国产 MOPA 先行者，激光器与激光设备协同发展

2020年09月05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	2020/9/4
当前股价(元)	58.89
一年最高最低(元)	81.77/37.70
总市值(亿元)	54.40
流通市值(亿元)	13.39
总股本(亿股)	0.92
流通股本(亿股)	0.23
近3个月换手率(%)	374.09

### ● 激光产业内垂直整合发展，现已形成激光器及相关设备两大业务支柱

公司自成立以来历经光纤器件—激光器—激光/光学设备的发展阶段，聚焦激光主业进行垂直发展，目前形成激光器与激光/光学设备两大业务支柱。公司激光器业务以 MOPA 脉冲光纤激光器为特色，产品整机技术实力和销售额国内领先，连续激光器、固体激光器等产品亦处于国内先进地位，激光器销售收入持续增长。公司激光/光学设备产品矩阵完善，客户质量优异，发展前景广阔。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.04/1.46/1.98 亿元，对应 EPS 为 1.12/1.58/2.14 元，当前股价对应 PE 为 52.5/37.2/27.5 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

### ● 国产 MOPA 激光器先行者，打造差异化竞争优势

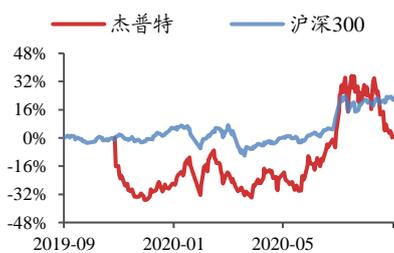
MOPA 激光具有脉宽、重复频率重复可调的灵活性，相比传统调 Q 脉冲激光器优势明显。公司是国内首家商业化批量生产 MOPA 脉冲光纤激光器的厂商，整体技术和销售额均领先于国内其他主要厂商。公司 MOPA 激光器价格坚挺，毛利率逆势上涨。公司 MOPA 激光器与激光设备业务形成协同，如公司激光调阻机系统利用了自行研制的 MOPA 脉冲光纤激光器，其脉宽可调的功能使得激光调阻机可以兼容不同类型的电阻，更加灵活高效地服务客户。

### ● 激光/光学设备产品矩阵日渐完善，背靠大客户实现快速发展

2014 年开始，公司激光/光学设备进入起步期，产品矩阵日渐完善，赢得苹果公司、国巨股份等优质客户的青睐。公司 2017 年手机光谱检测设备量产，并拓展到平板、手表、电脑等产品应用，受益苹果新品发布，公司该项业务快速增长。2017 年激光/光学设备收入占公司营收的 54.16%，同比提升 43.64 个 pct，成为公司的另一支柱性业务。2020H1，公司智能装备产品销售收入 1.74 亿元，其中销售给苹果公司的精密打标机收入 1.47 亿元，占比为 84.48%。公司激光调阻机系列产品用于电阻制造过程中电阻切割、电路精密调节等重要工艺，客户包括国巨股份、厚声电子、乾坤科技、华新科技等大型电阻厂家。

● **风险提示：**中美贸易摩擦加剧；疫情持续，下游需求疲软；大客户订单转移风险；竞争加剧，毛利率下滑风险。

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	666	568	803	1,044	1,363
YOY(%)	5.2	-14.8	41.4	30.0	30.6
归母净利润(百万元)	93	65	104	146	198
YOY(%)	6.5	-30.8	60.2	41.2	35.2
毛利率(%)	34.2	36.3	31.7	33.4	35.1
净利率(%)	14.0	11.4	12.9	14.0	14.5
ROE(%)	15.8	4.1	6.3	8.1	9.9
EPS(摊薄/元)	1.01	0.70	1.12	1.58	2.14
P/E(倍)	58.3	84.1	52.5	37.2	27.5
P/B(倍)	9.2	3.5	3.3	3.0	2.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 从器件到装备，MOPA 激光器先行者 .....	3
2、 MOPA 激光器市场景气度高，公司具先发优势 .....	5
2.1、 MOPA 激光器性能优势明显，广泛应用于标刻领域.....	5
2.2、 公司 MOPA 激光器具有先发技术优势，收入持续增长.....	7
3、 光学及激光设备配套大客户，发展前景广阔.....	8
3.1、 光学检测设备进入苹果产业链，现有产品前景广阔.....	8
3.2、 激光设备深耕电阻产业，服务陶瓷电阻巨头.....	8
4、 盈利预测与投资建议 .....	9
4.1、 核心假设 .....	9
4.2、 盈利预测与投资建议 .....	9
5、 风险提示 .....	10
附： 财务预测摘要 .....	11

## 图表目录

图 1: 公司经历光纤器件、激光器、激光和光学智能设备的发展阶段.....	3
图 2: 公司产品矩阵较为丰富 .....	3
图 3: 受益苹果新品公司 2017 年营收大增 .....	4
图 4: 公司 2019-2020H1 净利率承压 .....	4
图 5: 2017 年起智能装备业务已成为营收支柱.....	4
图 6: 公司研发投入不断提升 .....	4
图 7: 公司董事长及其一致行动人合计持有公司 31.76% 股份 .....	5
图 8: 激光调 Q 示意图-以声光调 Q 为例 .....	5
图 9: MOPA 激光器示意图 .....	6
图 10: 公司毛利率保持上升趋势 .....	7
图 11: 公司激光器销售单价保持增长.....	7
图 12: 公司激光器业务营收持续增长 .....	8
图 13: 2019 年国巨股份占据全球贴片电阻市场第一大份额.....	9
表 1: 公司多位高管为激光领域专家 .....	4
表 2: MOPA 脉冲激光器在诸多应用领域性能优于调 Q 激光器.....	6
表 3: 公司光学智能装备技术国际先进 .....	8
表 4: 公司激光智能装备技术国际先进 .....	9
表 5: 公司预测市盈率水平处于合理区间 .....	10

## 1、从器件到装备，MOPA 激光器先行者

深圳市杰普特光电股份有限公司成立于 2006 年，于 2019 年 10 月登陆科创板。公司自成立以来发展思路清晰，聚焦激光主业，历经光纤器件—激光器—激光和光学设备的发展阶段，现已经形成以激光器研发为基础，打造激光与光学、测试与测量、运动控制与自动化、机器视觉等技术平台的业务模式。

图1：公司经历光纤器件、激光器、激光和光学智能设备的发展阶段



资料来源：公司招股书、公司官网、开源证券研究所

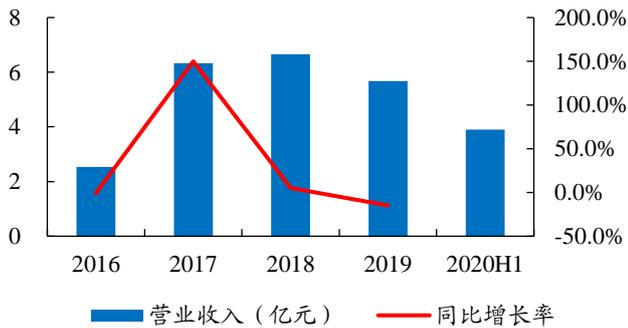
公司激光器和激光/光学智能装备两大业务协同发展。公司激光器业务以 MOPA 脉冲光纤激光器为特色，MOPA 产品整机技术实力和销售额国内领先。公司激光智能装备包括激光调阻机、激光划线机、激光打标机等精密激光微加工设备，成为国巨股份、厚声电子等知名电阻厂商的稳定供应商。公司光学智能装备包括智能光谱检测机、硅光晶圆测试系统、VCSEL 激光模组检测系统等产品，其中智能光谱检测机产品于 2014 年进入苹果产业链，用于智能手机、平板电脑的屏幕质量检测。

图2：公司产品矩阵较为丰富

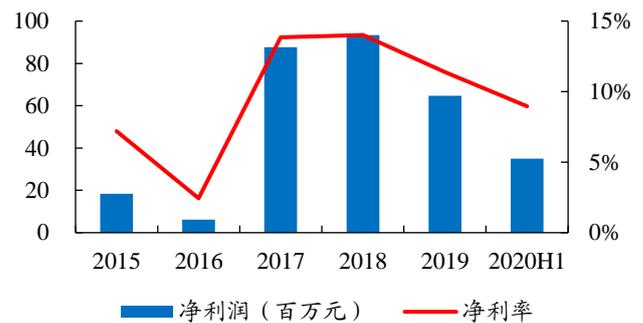


资料来源：公司招股书、公司官网、开源证券研究所

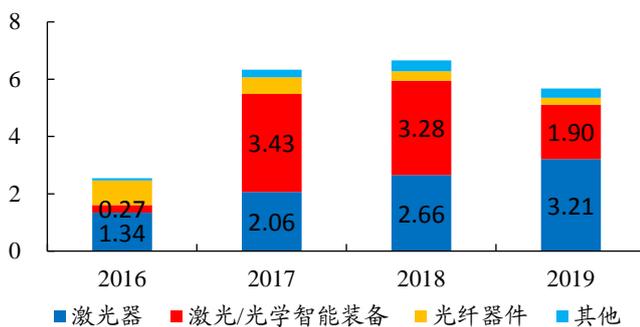
进入苹果产业链，2017年激光/光学设备营收快速增长带动整体业绩大涨，光学/激光设备成长为又一支柱业务。2017年公司手机光谱检测设备量产，并拓展到平板、手表、电脑等产品应用，受益大客户苹果新品发布，业绩快速增长。经历2018年的平稳增长后，2019年公司受大客户新产品创新较小影响，光学智能设备营收明显下降，带来营收整体下降。此外，公司2019年度加大研发投入、拓展了销售网点的布局，相关费用的增加导致利润率有所下降。2020上半年，受疫情及产品销售结构变动影响，公司净利率进一步下滑。

**图3: 受益苹果新品公司2017年营收大增**


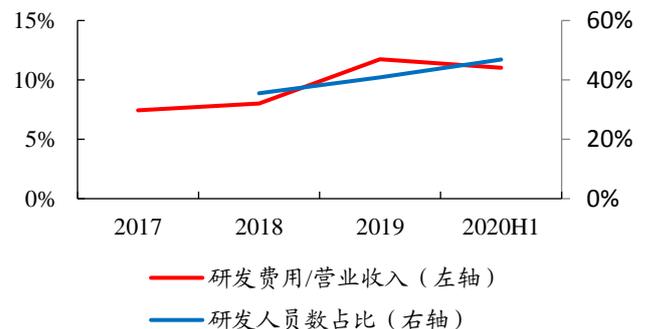
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图4: 公司2019-2020H1净利率承压**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图5: 2017年起智能装备业务已成为营收支柱**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图6: 公司研发投入不断提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司持续不断加大研发投入，2020H1招聘研发人员为成长奠定基础。公司不断加大研发投入，研发费用率及研发人员数均呈上升趋势。2020年6月30日公司专职研发人员415人，较2019年年底增加139人，增幅50.36%。2020年1至6月新增的专职研发人员139人中，其中第二季度入职人数占比达76.25%。公司加速招兵买马，不断提升研发人员队伍规模和素质，为成长打下基础。

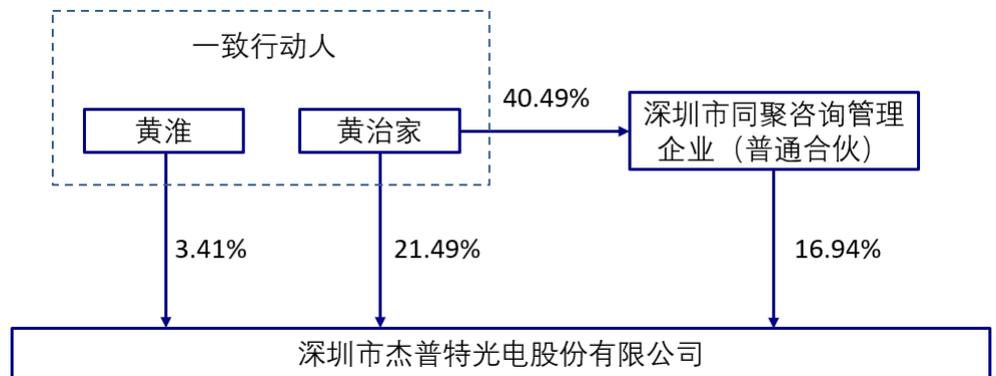
**表1: 公司多位高管为激光领域专家**

姓名	职务	学历背景	产业背景
刘健	董事、总经理	华中理工大学学士、华中科技大学硕士、南洋理工博士	深圳威谊光通技术有限公司副总经理
成学平	董事、副总经理	华中理工大学学士、华中科技大学硕士、南洋理工博士	新加坡 Laser Research Pte.,Ltd 高级工程师，惠普新加坡分公司工程师
刘猛	研发总监	华中科技大学硕士、南洋理工博士	汤姆逊（深圳研发中心）工程师、伟创力深圳研发中心工程师

资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

公司股权结构稳定，多位高管为激光领域专家。公司董事长为公司实控人，与其子黄淮为一致行动人，二人直接及通过深圳市同聚咨询间接合计持有公司 31.76% 股份。公司多位高管为激光领域专家，具有专业的学术背景和较为深厚的产业背景。

图7：公司董事长及其一致行动人合计持有公司 31.76% 股份



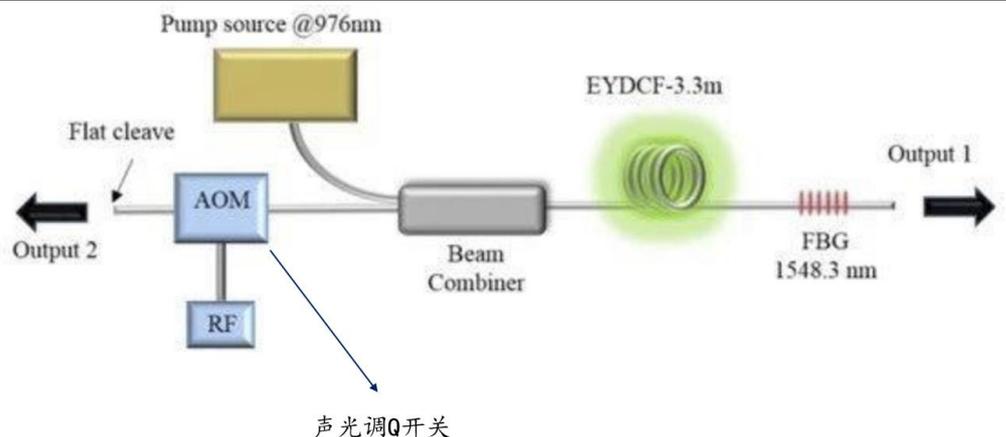
资料来源：公司年报、开源证券研究所

## 2、MOPA 激光器市场景气度高，公司具先发优势

### 2.1、MOPA 激光器性能优势明显，广泛应用于标刻领域

传统脉冲激光的震荡方式主要采用调 Q 方式，该方法无法调节脉宽参数。Q 即激光谐振腔的品质因素，谐振腔的损耗大时 Q 值低，损耗小时 Q 值高。调 Q 激光器即采用周期性地控制 Q 开关来获得特定重频和脉宽的激光信号输出。调 Q 开关主要有电光调 Q、声光调 Q、燃料调 Q 等多种方式。

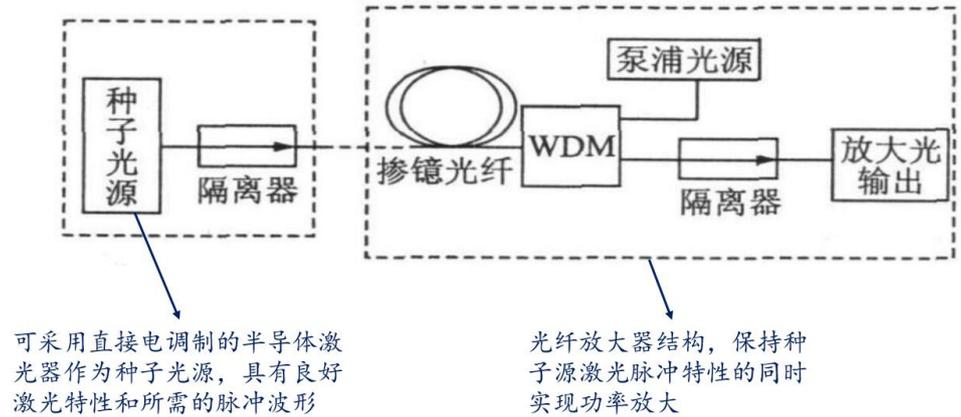
图8：激光调 Q 示意图-以声光调 Q 为例



资料来源：光至科技、开源证券研究所

MOPA 激光器是指基于电调制种子源加多级功率放大器的纳秒脉冲光纤激光器。其原理是将具有高光束质量的种子信号光和泵浦光，通过一定的方式耦合进双包层光纤进行放大，从而实现对种子光源的高功率放大。种子光源具有完美的激光特性和良好的脉冲形状控制能力。功率放大部分主要作用则是对种子光进行放大，在保证输出光的高光束质量的同时又实现了高功率、高能量输出，即 MOPA 激光器结合了低功率种子源的良好脉冲特性和双包层放大器的高功率放大特性的优点。

图9: MOPA 激光器示意图



资料来源: Laserfair、开源证券研究所

**MOPA 脉冲激光器的主要特点是脉冲宽度和重复频率独立可调，相对传统调 Q 激光器优势明显。**脉冲波形可通过电信号灵活调制，脉宽调节范围较大，一般在 1-400 ns，重复频率调节范围在 1-2 MHz，可实现高达几十 kW 的峰值功率输出。此外，调 Q 光纤激光器脉冲上升沿缓慢，且不可调制，前面数个脉冲不可用；MOPA 光纤激光器采用电信号调制，脉冲齐整，首脉冲可用，在某些特殊场合具有独特的应用。

**MOPA 脉冲激光器在标刻领域应用优势明显，在许多领域可以替代调 Q 脉冲激光器。**由于 MOPA 脉冲激光器脉宽、重复频率等参数可调，在脉冲激光器优势领域应用相较调 Q 脉冲激光器更为游刃有余。以精细标刻为例，调 Q 激光器受制于其本身原理，无法调节脉宽参数，所以难以做到精细标刻。而 MOPA 激光器由于可以灵活的调节脉宽、频率参数、脉宽和重复频率调节范围大，单脉冲能量易于控制，不仅可以使得标刻更为精细，而且边缘显得平滑不会粗糙，效果更佳、观感更好。

表2: MOPA 脉冲激光器在诸多应用领域性能优于调 Q 激光器

应用名称	调 Q 激光器	MOPA 激光器
薄板表面剥除	基材易形成凸包，底纹粗糙	采用小脉宽，热残留小，基材不变形，底纹细腻亮白
阳极打黑	仅可有限度的低质量打灰	通过广域的参数设置，可以进行不同程度的打灰打黑处理
不锈钢打彩	需要离焦，效果较难调，且颜色单调，一般不用于打彩	通过调节脉宽、频率、功率等，可组合出丰富多彩的颜色效果
透光按键剥除	较难清除干净	易于清除干净，边缘轮廓清晰，透光性更好，效率高
塑料加工	效果易发黄，手感重，速度快	无手感，不易发黄，加工细腻
金属深雕	力度大，适合深雕，底纹粗糙	雕刻深度相对较弱，但底纹细腻锥度小，可做亮白处理
贴片电阻划线	热效应大，调阻精度较低	采用小脉宽，热效应小，干净不沾锡，线宽小，调阻更精细
PCB 板条形码/二维码标刻	单脉冲能量高，但环氧树脂对激光能量比较敏感	采用小脉宽、中等频率，条码更清晰，不易去除，容易扫描

资料来源: 光电汇、开源证券研究所

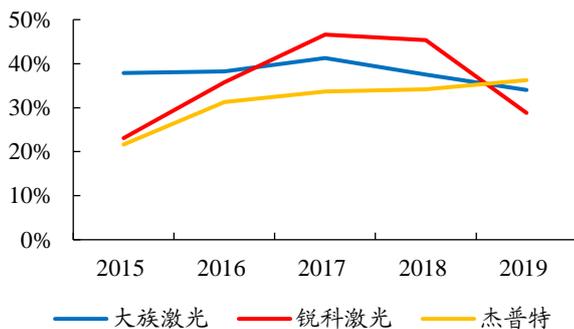
脉冲光纤激光器未来发展方向有高功率精密焊接、激光清洗（除锈、清洗点胶残胶、模具制造等）、精密切割等三个领域。

## 2.2、公司 MOPA 激光器具有先发技术优势，收入持续增长

公司 MOPA 技术国内领先，具有先发优势。公司是国内首家商业化批量生产 MOPA 脉冲光纤激光器的厂商，目前 200W MOPA 脉冲光纤激光器已量产销售，350W 单模产品已获订单，500W 多模产品已研制出样机，整体技术和销售额均领先于国内其他主要厂商。公司 MOPA 脉冲光纤激光器产品具有脉宽可调、频率范围广、响应速度快、首脉冲可用、全温度范围内输出功率波动小、体积小、噪声低等特点。

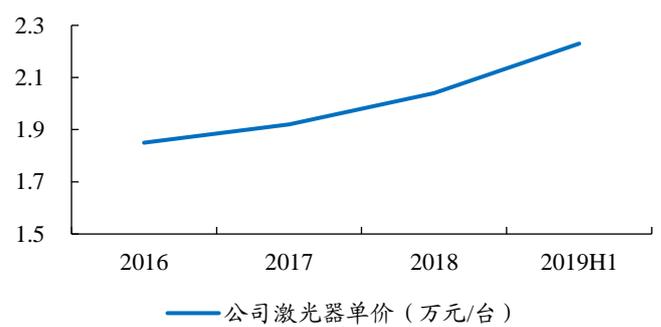
公司 MOPA 激光器价格坚挺，毛利率逆势上涨。2018-2019 年，国内激光器及激光设备市场竞争激烈，主要厂商通过降价方式来获取市场份额，毛利率承受压力。公司整体销售毛利率保持上升趋势，其中 MOPA 脉冲光纤激光器毛利率由 2018 年的 37.43% 上升到 2019 年上半年的 41.14%。MOPA 激光器占据公司激光器销售的主要份额，2019 年上半年，公司销售激光器平均单价已由 2016 年的 1.85 万元，上升至 2.23 万元。

图10：公司毛利率保持上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

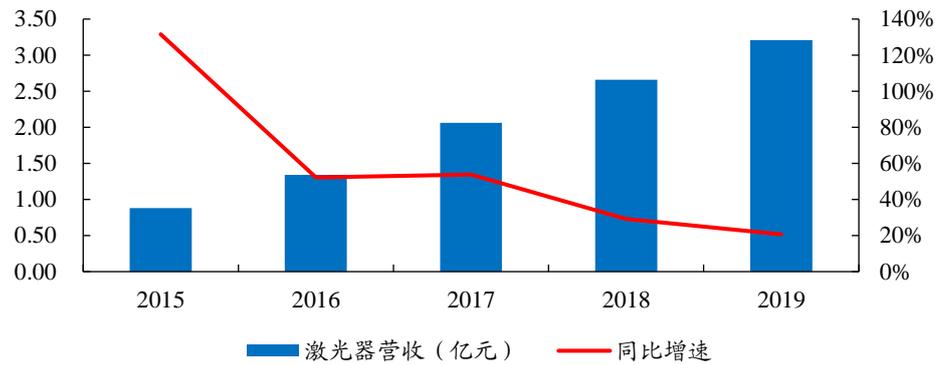
图11：公司激光器销售单价保持增长



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

公司 MOPA 激光器与激光设备业务形成协同。公司应用在被动元件领域的激光调阻机系统利用了公司自行研制的 MOPA 脉冲光纤激光器，其脉宽可调的功能使得激光调阻机可以兼容不同类型的厚膜电阻、薄膜电阻、超高阻值电阻、超低阻值电阻等，从而更加灵活高效地服务客户。

除 MOPA 激光器以外，公司其余激光器处于国内先进地位，激光器销售收入持续增长。连续激光器方面，公司单模 2000W、多模 3000W 连续光纤激光器产品已量产销售，处于国内先进地位，在技术指标和整体销售额方面略低于锐科激光等主要厂商。公司 1-15W 紫外、1-30W 绿光固体激光器已量产销售，技术指标略低于美国相干等国外厂商，在国内处于先进水平。公司激光器业务以 MOPA 为支柱，销售收入持续增长。

**图12: 公司激光器业务营收持续增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、光学及激光设备配套大客户，发展前景广阔

#### 3.1、光学检测设备进入苹果产业链，现有产品前景广阔

公司光学智能装备技术国际先进。公司光学智能装备包括智能光谱检测机、硅光晶圆测试系统、VCSEL 激光模组检测系统等产品，技术水平处于国际领先、先进位置。其中智能光谱检测机产品于 2014 年进入苹果产业链，用于智能手机、平板电脑的屏幕质量检测。据公司 8 月 4 日机构调研公告，从刚开始与苹果公司合作至今，公司目前还是苹果公司用于此道工序的光谱检测设备的唯一供应商。有望受益下半年苹果新品发布。

**表3: 公司光学智能装备技术国际先进**

产品名称	主要客户	主要特点	主要竞争对手	应用领域	技术实力
智能光谱检测机	Apple	自动光谱测试系统，实现对光学材料的高速、高精度测试，测试位置可编程，并付诸云端数据上传和计算判定	日本岛津，马来西亚 Pentamaster	主要应用于 3C 消费电子产品（如智能手机、平板电脑）的屏幕质量检测，包括透光性能、反光性能和颜色测量等主要指标，并以此引导屏幕下方光线感应传感器参数设置	国际领先
硅光晶圆测试系统	Rain Tree photonics	高精度硅光芯片测试系统，位置精度高达 1um	日本东京电子	主要应用半导体晶圆、通信光电芯片的检测	国际先进
VCSEL 激光模组检测系统	LGIT, 长电韩国等	全自动多功能测试系统，高速高精度，同时测试多项功能性指标	韩国 HyVision	主要用于 3D 传感人脸识别等模组的功能性检测	内容

资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

#### 3.2、激光设备深耕电阻产业，服务陶瓷电阻巨头

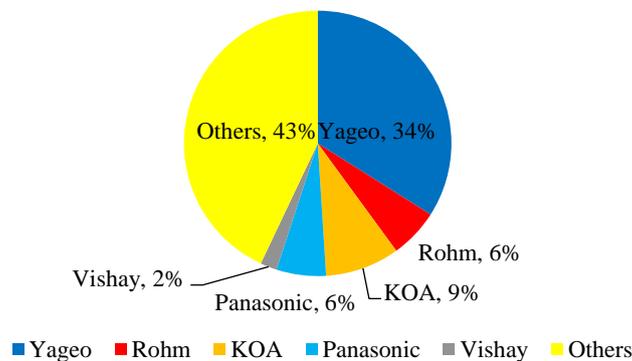
公司激光调阻产品实力强劲，配套行业龙头。公司激光设备主要包括激光调阻机、激光划线机及芯片激光标识追溯系统。其中激光调阻机及激光划线机分别用于切割厚、薄膜电阻以及对片式电阻的基底陶瓷材料进行划线作业。2020H1，公司基于透明脆性材料的激光二维码激光微加工设备亦进入苹果供应链，贡献营收 1.47 亿元。

**表4: 公司激光智能装备技术国际先进**

产品名称	主要客户	主要特点	应用领域	技术实力
激光调阻机	国巨股份、厚声电子等	全自动光纤激光器修阻系统，实现对不同型别电阻精确可调	用于切割厚、薄膜电阻，对电路进行精密调节	国际领先
激光划线机	厚声电子、国巨股份、Kamaya等	高速划线系统，利用自制 MOPA 脉冲光纤激光器，可以实现对陶瓷基板深度可控划线操作	主要用于对陶瓷基板等各类特殊材料进行精密微加工	国际先进
芯片激光标识追溯系统	AMS	全自动高速激光精密二维码标刻系统	主要应用在工业精密机械、集成电路与芯片行业微小精密元件的溯源二维码打印	国际先进
基于透明脆性材料的激光二维码激光微加工设备	Apple	对透明脆性材料的激光二维码激光微加工设备进行激光赋码、视觉解码，优化码深及脆性材料强度	脆性材料二维码加工	国际领先

资料来源：公司招股书、公司年报、公司半年报、开源证券研究所

厚膜电阻或薄膜电阻阻值误差较大时无法满足电路需要，必须要进行电阻修调。公司激光调阻机系列产品用于国巨股份、厚声电子、乾坤科技、华新科技等大型电阻厂家生产线的电阻切割、电路精密调节等重要工艺。2019年，国巨股份占全球贴片电阻市场34%的市场份额，为行业内第一大玩家。

**图13: 2019年国巨股份占据全球贴片电阻市场第一大份额**


数据来源：国巨官网，开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、核心假设

- 1) 公司核心客户稳定，具有持续获取订单能力；
- 2) 国内疫情得到持续稳定控制，公司供应商稳定供货，产品毛利率逐步回升；
- 3) 激光器行业国产化替代持续深化，“光加工”不断渗透。

### 4.2、盈利预测与投资建议

公司现已形成激光器、激光/光学设备两大支柱业务。激光器领域以 MOPA 脉冲光纤激光器为拳头产品，产品整机技术实力和销售额国内领先，连续激光器、固体

激光器等产品亦处于国内先进地位，激光器销售收入持续增长。公司激光/光学设备产品矩阵完善，相关产品进入苹果产业链、电阻龙头国巨股份，客户质量优异，成长空间广阔。

我们选取激光器企业锐科激光及激光设备企业大族激光、帝尔激光进行对比。公司业务兼具激光器及激光设备产品，估值略低于光纤激光器龙头锐科激光，高于激光设备企业大族激光和帝尔激光，总体估值水平处于合理区间。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.04/1.46/1.98 亿元，对应 EPS 为 1.12/1.58/2.14 元，当前股价对应 PE 为 52.5/37.2/27.5 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

**表5: 公司预测市盈率水平处于合理区间**

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速(%)				PE(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300747.SZ	锐科激光	73.2	-24.8	3.2	57.2	30.4	64.8	62.7	39.9	30.7
002008.SZ	大族激光	36.0	-62.6	97.5	29.4	18.8	59.8	30.2	23.3	19.6
300776.SZ	帝尔激光	136.0	81.7	31.9	28.0	21.6	47.2	35.7	27.9	23.0
平均							57.3	42.9	30.4	73.3
688025.SH	杰普特	58.9	-30.8	60.2	41.2	35.2	84.1	52.5	37.2	27.5

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2020/09/04, 除锐科激光、大族激光、杰普特外, 其余公司预测数据均采用 Wind 一致预期)

## 5、风险提示

- 1) 中美贸易摩擦加剧;
- 2) 疫情持续, 下游需求疲软;
- 3) 大客户订单转移风险;
- 4) 行业竞争加剧, 毛利率下滑。

**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>	733	1663	1846	1978	2296
现金	303	893	793	820	876
应收票据及应收账款	153	248	320	419	545
其他应收款	5	11	11	17	20
预付账款	4	5	8	9	14
存货	261	250	457	457	584
其他流动资产	6	257	257	257	257
<b>非流动资产</b>	99	154	168	181	204
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	59	58	80	98	120
无形资产	13	17	18	20	22
其他非流动资产	27	79	70	63	62
<b>资产总计</b>	832	1817	2014	2160	2499
<b>流动负债</b>	230	230	343	348	496
短期借款	85	50	50	50	50
应付票据及应付账款	113	142	245	246	379
其他流动负债	32	38	49	52	67
<b>非流动负债</b>	12	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	241	246	360	364	512
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	69	92	92	92	92
资本公积	364	1256	1256	1256	1256
留存收益	158	223	319	451	626
<b>归属母公司股东权益</b>	591	1570	1654	1796	1987
负债和股东权益	832	1817	2014	2160	2499

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	60	18	-89	44	83
净利润	93	65	104	146	198
折旧摊销	13	15	12	16	18
财务费用	-6	-6	-35	-17	-18
投资损失	-1	-1	-0	-1	-1
营运资金变动	-70	-72	-170	-101	-114
其他经营现金流	31	17	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-38	-451	-26	-29	-40
资本支出	39	61	14	14	22
长期投资	0	-388	0	0	0
其他投资现金流	1	-778	-12	-16	-17
<b>筹资活动现金流</b>	202	872	15	13	12
短期借款	40	-35	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	4	23	0	0	0
资本公积增加	179	892	0	0	0
其他筹资现金流	-21	-8	15	13	12
<b>现金净增加额</b>	225	442	-100	27	56

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	666	568	803	1044	1363
营业成本	438	362	548	695	885
营业税金及附加	1	2	2	3	4
营业费用	38	47	52	65	83
管理费用	31	34	47	55	71
研发费用	53	67	89	100	136
财务费用	-6	-6	-35	-17	-18
资产减值损失	-23	-9	0	0	0
其他收益	17	24	18	19	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	0	1	1
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	105	72	117	163	223
营业外收入	3	0	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	107	72	119	165	224
所得税	14	7	16	19	26
<b>净利润</b>	93	65	104	146	198
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	93	65	104	146	198
EBITDA	116	63	109	160	220
EPS(元)	1.01	0.70	1.12	1.58	2.14

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.2	-14.8	41.4	30.0	30.6
营业利润(%)	10.4	-31.2	63.2	39.1	36.3
归属于母公司净利润(%)	6.5	-30.8	60.2	41.2	35.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.2	36.3	31.7	33.4	35.1
净利率(%)	14.0	11.4	12.9	14.0	14.5
ROE(%)	15.8	4.1	6.3	8.1	9.9
ROIC(%)	13.1	2.6	4.9	6.8	8.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.0	13.6	17.9	16.9	20.5
净负债比率(%)	-35.0	-52.6	-43.9	-42.0	-40.7
流动比率	3.2	7.2	5.4	5.7	4.6
速动比率	2.0	6.0	4.0	4.3	3.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	5.1	2.8	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	3.3	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.01	0.70	1.12	1.58	2.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.20	-0.96	0.47	0.90
每股净资产(最新摊薄)	6.40	17.00	17.91	19.44	21.51
<b>估值比率</b>					
P/E	58.3	84.1	52.5	37.2	27.5
P/B	9.2	3.5	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	45.2	69.3	40.9	27.8	20.0

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