

景嘉微(300474)

报告日期: 2021 年 2 月 27 日

图显雷达迎双响，产品迭代展雄心

——景嘉微深度报告

✎ : 分析师: 高宏博 执业证书编号: S1230519110002
 ☎ : 021-80106027
 ✉ : gaohongbo@stocke.com.cn

报告导读

公司是图形处理芯片 (GPU) 和小型专用雷达高度稀缺标的, 受益信创及国防景气周期业绩将迎来爆发, GPU 技术持续迭代民用空间广阔。

投资要点

□ 产品突飞猛进叠加信创需求, 显卡业务迎来爆发

公司第二代图形处理芯片已成功进入信创市场, 公司 2020 年至 2021 年 1 月芯片委托制造金额合计约 4.6 亿, 对应近 500 万颗芯片, 印证信创显卡销售将迎来爆发。公司可满足高性能计算的第三代显卡产品即将面世前景更为广阔。

□ 十四五国防产业高景气周期, 雷达显控空间巨大

强军百年目标提出奠定十四五国防信息化产业高景气周期。公司国防信息化产品主要包括军机用显控产品及空中防撞雷达, 随着军机加速列装和升级业务有望加速, 显控向海军、主动防护雷达向陆军等领域扩展将带来巨大市场空间。

□ 股权激励锁定核心骨干, 行权价 68.08 元表信心

公司 1 月新股权激励计划行权价格 68.08 元/份, 考核条件为 2020 年基数下 2021~23 年净利润增长不低于 30%、50%和 100%, 彰显公司中长期增长信心。

□ 产品稀缺壁垒高, 增速快空间大应享受估值溢价

公司图形显控及小型专用雷达产品具备极高的稀缺性及技术、客户壁垒, 未来业绩增速预期远超可比半导体设计公司。GPU 产品持续迭代有望进入高性能计算、车载等蓝海市场。相比一般消费级半导体和军用元器件公司应享估值溢价。

□ 盈利预测及投资评级

我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入 7.05、14.00 和 20.84 亿元; 实现归母净利润分别为 1.99、3.50、6.51 亿元; 给予公司 2022 年 60 倍目标市盈率, 对应目标市值 390.6 亿元, 目标价 130 元/股, 86%上涨空间, 维持“买入”评级。

□ 催化剂

1、新款 GPU 面世; 2、中报超预期; 3、海军显控、主动防护雷达新市场突破。

□ 风险提示

1、信创国防采购不及预期; 2、产品技术迭代不及预期; 3、美国技术封锁。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	530.79	704.78	1400.36	2083.95
(+/-)	33.63%	32.78%	98.69%	48.81%
净利润	175.97	198.63	350.32	651.42
(+/-)	23.67%	12.88%	76.37%	85.95%
每股收益 (元)	0.58	0.66	1.16	2.16
P/E	120	106	60	32

评级

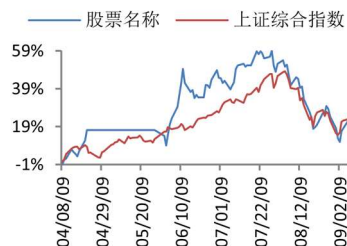
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥ 69.98

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.19
 2Q/2020 0.21
 1Q/2020 0.08
 4Q/2019 0.18



公司简介

公司从事高可靠电子产品的研发、生产和销售, 产品包括图形显控和小型专用化雷达, 是国内少数成功自主研发图形处理芯片 (GPU) 并实现产业化的企业。

相关报告

报告撰写人: 高宏博

数据支持人: 高宏博

正文目录

1. 产品突飞猛进叠加信创需求，通用显卡迎来爆发	3
1.1. 国产 GPU 龙头，产品持续迭代进步神速	3
1.2. 信创市场放量，民用 GPU 销售迎来爆发	4
2. 国防迎来十四五景气周期，显控、雷达有望加速	5
2.1. 强军百年目标首次提出，利好国防信息化	5
2.2. 显控：立足空军，拓展海军、陆军新市场	5
2.3. 雷达：主动防护雷达有望进入列装爆发期	7
3. 推出最新股权激励，锁定核心人员彰显成长信心	7
4. 盈利预测、投资评级与风险提示	8
4.1 业务拆分及收入成本预测	8
4.2 费用率分析与预测	8
4.3 盈利预测、估值分析与投资评级	9
4.4 风险提示	10

图表目录

图 1：公司 2011-2020 年 Q3 费用率	4
图 2：公司图形显控领域相关产品在军机上的应用	6
图 3：全球各国军用飞机数量（架）	6
图 4：中国军机增长趋势（架）	6
图 5：公司小型专用化雷达领域产品	7
表 1：公司成熟量产的 5 系列和 7 系列产品	3
表 2：公司下一代 9 系列产品与英伟达产品性能对比	3
表 3：公司 2020 年 1 月以来与某供应商签订合同汇总	5
表 4：公司业务拆分及收入、成本预测	8
表 5：公司费用率预测	9
表 6：可比公司估值表	9
表附录：三大报表预测值	11

1. 产品突飞猛进叠加信创需求，通用显卡迎来爆发

1.1. 国产 GPU 龙头，产品持续迭代进步神速

公司成功量产两代图形处理器，从国防装备显控拓展至民用桌面电脑市场。公司 JM5400 是国内首款具有完全自主知识产权的高可靠图形处理芯片，2014 年 4 月流片成功，主要用于国防装备领域机载、舰载、车载环境下图形系统的显示控制。公司第二代图形处理芯片 JM7200 于 2018 年 8 月成功流片，在产品性能和工艺设计上较 JM5400 有大幅提升。在 JM7200 基础上，公司推出了商业版本 JM7201，已经可以完全满足民用桌面电脑系统较高性能显示需求。

表 1：公司成熟量产的 5 系列和 7 系列产品

	JM5400	JM7200	JM7201
流片时间	2014 年	2018 年	2019 年
主要用途	国防装备	国防装备	民用电脑
工艺	65nm CMOS	28nm CMOS	28nm CMOS
时钟频率	内核时钟频率最大 550MHz， 存储器时钟频率最大 800MHz	内核时钟频率最大 1300MHz，支持动态调频	内核时钟频率最大 1200MHz，支持动态调频
主机接口	PCI 33/66MHz	支持 PCIe2.0 X8 X4 X2 X1	支持 PCIe2.0 X8 X4 X2 X1
显存容量	片上封装两组 DDR3 存储器， 每组位宽 32 位，共 1GB 容量	片上封装两组 DDR3 存储 器，每组位宽 32 位，最大支 持 4GB 容量	支持 64 位宽 DDR3 存储 器，最大支持 4GB 容量
显存带宽	12.8GB/s	17GB/s	17GB/s
渲染能力	含 4 条渲染流水线，像素填充 率为 2.2G pixels/s	含 4 条渲染流水线， 1300MHz 时，像素填充率为 5.2Gpixels/s，纹理填充率 10.4GT/s	含 4 条渲染流水线， 1200MHz 时，像素填充率 为 4.8Gpixels/s，纹理填充 率 9.6GT/s
功耗	功耗不超过 6W，内部各功能 模块可独立关闭减少功耗	桌面应用小于 20W，嵌入式 应用小于 10W，可通过关断 空闲模块降低功耗	桌面应用典型功耗 10W- 15W/低功耗状态小于 5W
尺寸	37.5mm * 37.5mm	40mm * 40mm	23mm * 23mm

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司第三代面向高性能计算的 9 系列芯片即将面世。在前款芯片研发的基础上，公司面向高性能计算的下一代图形处理芯片 JM9231 和 JM9271 已处于后端设计阶段即将面世，JM9231 的设计性能达到英伟达 GTX1050 水平，JM9271 设计性能将不低于英伟达 GTX 1080。9 系列产品的推出将标志着公司产品性能进一步大幅提升，从普通民用桌面电脑进一步升级进入到高端消费电子和高性能计算市场。

表 2：公司下一代 9 系列产品与英伟达产品性能对比

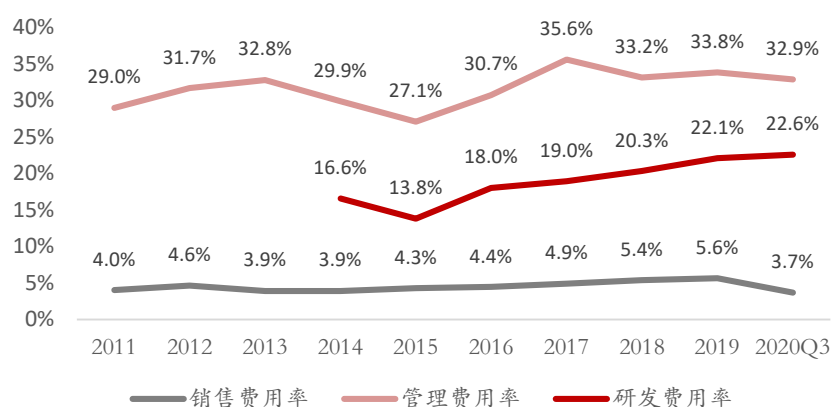
	JM9231	英伟达 GTX 1050	JM9271	英伟达 GTX 1080
工艺	14nm FinFET	14nm FinFET	14nm FinFET	16nm FinFET
API	OpenGL 4.5 OpenCL 1.2	OpenGL 4.6 OpenCL 1.2	OpenGL 4.5 OpenCL 2.0	OpenGL 4.5 DX1.2
核心频率	>1500MHz	1455MHz	>1800MHz	1733MHz
主机接口	PCIe3.0	PCIe3.0	PCIe4.0	PCIe3.0

显存带宽	256GB/s	112 GB/s	512 GB/s	320GB/s
显存容量	8GB	2GB	16 GB	8GB
渲染能力	>32Pixels/s	46.56 Pixels/s	>128Pixels/s	110.9 Pixels/s
视频接口	HDMI 2.0/DP 1.3	HDMI 2.0/DP 1.4	HDMI 2.0/DP 1.3	HDMI 2.0/DP 1.4
视频解码	H.265/4K60fps	H.265/4K60fps	H.265/4K 60fps	H.265/4K 60fps
功耗	150W	75W	200W	180W
主要应用领域	办公电脑, 便携式计算机、中低端游戏机和高端嵌入式等消费电子产品 人工智能、安防监控、语音识别、深度学习、云计算等对计算速度要求较高的服务器及高端应用产品			

资料来源: 公司官网, 公开资料, 浙商证券研究所

公司高度重视产品迭代与技术研发, 研发投入与人员规模持续扩大。2015 年底上市前, 公司员工总数为 370 人, 其中研发人员 204 人; 截至 2020 年三季报, 公司已拥有总员工数约 830 人, 研发人员 556 人。公司上市以来研发费用率持续增长, 到 2019 年已超过 22%。持续高强度的投入将确保公司产品技术持续迭代, 不断缩小与国际顶级厂商差距, 在提升信创市场占有率的同时为开拓民用商业化市场打下基础。

图 1: 公司 2011-2020 年 Q3 费用率



资料来源: wind, 浙商证券研究所

1.2. 信创市场放量, 民用 GPU 销售迎来爆发

7 系列适配主流国产 CPU 与操作系统并与整机厂和分销商建立合作。公司 7 系列产品主要应用于桌面办公计算机, 全面适配鲲鹏、飞腾、龙芯等国产 CPU 和麒麟、UOS 等国产操作系统, 与长城、超越、联想、同方等十余家国内计算机整机厂商建立合作关系。2019 年 11 月, 公司全资子公司长沙景美与湖南长城签署《战略合作协议》, 2020 年湖南长城拟采购 10 万套基于 JM7200 的图形显卡。2020 年 3 月, 景美与神州数码签署《采购合作框架协议》, 神州数码成为公司显卡产品中国大陆地区经销商。

信创市场放量, 芯片委托制造合同预示民用 GPU 产品迎来爆发。2020 年国内信创市场开始启动放量。根据公告, 公司子公司长沙景美于 2020 年 1 月 22 日与某供应商签订芯片委托制造合同 2.57 亿元, 合同主要内容为芯片委托制造、购买晶圆等材料, 公司此次采购主要基于对图形显控领域通用市场的产品备货。2018 年至 2020 年, 公司及景美与该公司发生同一类型采购金额分别为 197.29 万元、7614.59 万元、20032.23 万元, 分别占当年采购总额的 0.83%、26.18%、32.73%。跟据 2018 年至 2020 年及 2021 年 1 月单月委托制造合同额可以判断, 公司民用 GPU 销售已进入爆发期。

表 3：公司 2020 年 1 月以来与某供应商签订合同汇总

时间	合同金额（万元）	合同标的
2020.01	27.68	芯片委托制造
2020.03	9.88	芯片委托制造
2020.03	6724.69	芯片委托制造
2020.03	65.90	芯片委托制造
2020.05	7.16	芯片委托制造
2020.05	2.78	芯片委托制造
2020.07	19.10	芯片委托制造
2020.07	10.99	芯片委托制造
2020.07	1.42	芯片委托制造
2020.07	10.26	芯片委托制造
2020.08	18.65	芯片委托制造
2020.08	3.19	芯片委托制造
2020.09	1.83	芯片委托制造
2020.11	22.22	芯片委托制造
2020.12	12542.55	芯片委托制造
2020.12	563.94	芯片委托制造
2021.01	78.49	芯片委托制造
2021.01	25727.34	芯片委托制造
合计	45838.06	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 国防迎来十四五景气周期，显控、雷达有望加速

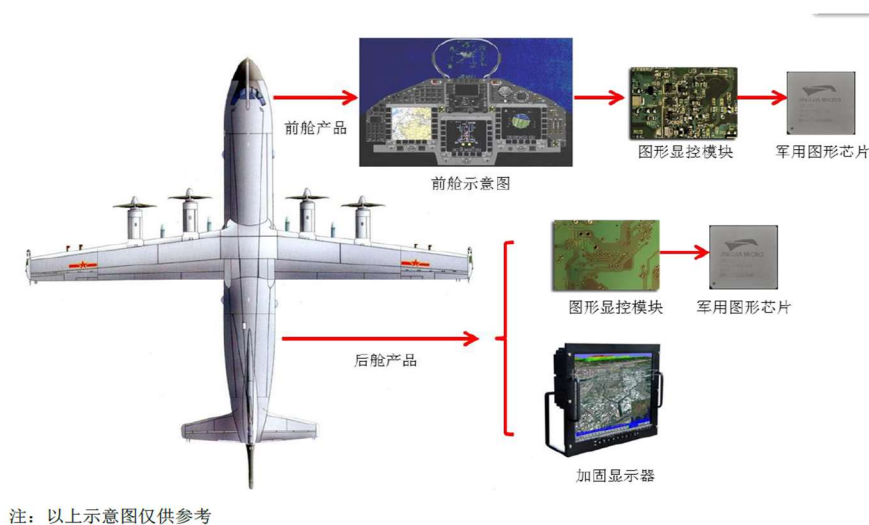
2.1. 强军百年目标首次提出，利好国防信息化

受益于顶层设计，十四五国防装备信息化有望加速推进。2020 年 10 月召开的党的十九届五中全会审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》首次提出“确保二〇二七年实现建军百年奋斗目标”，要求加快机械化信息化智能化融合发展，2035 年基本实现国防和军队现代化。2021 年 1 月 2 日中央军委主席习近平签署命令发布新修订的《军队装备条例》，条例强调坚持战斗力为唯一的根本标准。国防信息化建设在十四五期间有望迎来高景气周期。

2.2. 显控：立足空军，拓展海军、陆军新市场

图形显控是公司核心产品，在空军专用市场拥有绝对优势。公司图形显控业务收入占比超过 70%，主要产品包括图形显控模块、图形处理芯片、加固显示器、加固电子盘和加固计算机，拥有以自主研发的 GPU 芯片 JM5400 为基础打造的系列开发平台和系列产品线，自主研发的 VxWorks 嵌入式操作系统下 GPU 芯片驱动程序 M9、M72、M96 系列，具备从底层上驾驭图形显控产品的能力。公司图形显控产品在空军专用市场拥有绝对优势地位，在国产军用飞机专用显控市场中占据极高的占有率。

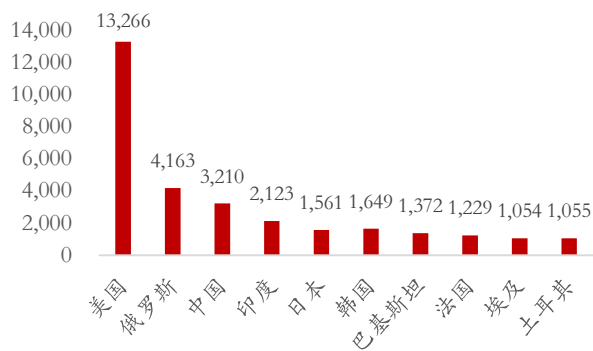
图 2：公司图形显控领域相关产品在军机上的应用



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

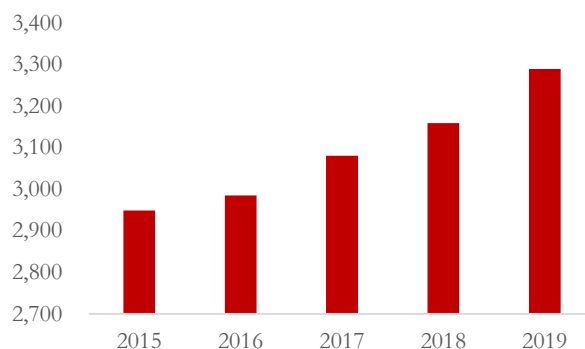
军用飞机十四五迎列装高峰，图形显控模块产品需求加速释放。空军装备是强军百年目标重点建设方向，根据《World Air Forces 2020》数据，目前美国军用飞机数量是我国的 4.1 倍，我国军用飞机总量还有较大提升空间。经过小批量列装性能充分验证，以 J-20、Z-20、Y-20 为代表的新机型将在十四五期间进入批量化列装。预计公司图形显控模块产品需求将随着十四五期间军机数量增长加速释放。

图 3：全球各国军用飞机数量（架）



资料来源：Worldairforces2020，浙商证券研究所

图 4：中国军机增长趋势（架）



资料来源：Worldairforces2020，浙商证券研究所

海军、陆军市场有望突破，装备建设加速图形显控产品市场空间巨大。公司在立足空军显控市场的同时也开始积极布局海军、陆军市场。近年来我国驱逐舰、护卫舰和潜艇等舰艇的数量和质量均快速提升，航母也开始列装，预计中长期中国海军仍有大量更新换代驱逐舰、护卫舰、潜艇，建造大型舰船的需求。舰艇显控系统结构复杂，估计单舰显控模块市场空间约 2000-3000 万元，按现役 300 条军舰及未来下水新舰估算市场空间近百亿。陆军车载及通用显控亦有较大市场空间。公司显控产品在新军种拓展市场空间巨大。

2.3. 雷达：主动防护雷达有望进入列装爆发期

公司小型专用化雷达技术积累深厚产品成熟。公司董事长曾万辉毕业于国防科技大学微波与毫米波技术专业，公司在微波射频和信号处理方面技术积累深厚，拥有成熟的空中防撞、主动防护及弹载雷达微波射频前端等小型专用化雷达产品。

图 5：公司小型专用化雷达领域产品



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

十三五期间军机空中防撞增长迅速，十四五车辆主动防护有望爆发。公司十三五期间雷达业务收入主要由空中防撞产品贡献，收入规模从 2015 年 2263 万元增长至 2019 年 9514 万元。公司主动防护雷达产品已成功定型并在演习中取得优异性能验证，随着十四五装甲车辆覆盖率提升以及现役新型装备加装，主动防护雷达产品有望迎来爆发。参考美国机动步兵部队编制水平，全军新型 8*8 装甲车总装备需求近万辆，按照单车主动防护雷达价值 80 万元计算，总市场空间约 80 亿元。

3. 推出最新股权激励，锁定核心人员彰显成长信心

公司发布第二期股权激励计划。2021 年 1 月 25 日，公司公告《2021 年股票期权激励计划(草案)》，拟向核心管理及技术骨干等激励对象授予 888.37 万份股票期权，其中首次授予 755.07 万份，预留 133.30 万份。首次授予部分的激励对象共 265 人，行权价格为 68.08 元/份。三个行权期考核目标分别为以 2020 年为基数，2021 年~2023 年净利润增长率不低于 30%、50%和 100%。

本次激励计划人均金额大覆盖广，彰显公司长期成长信心。截至 2020 年中报公司员工总数约 830 人，此次激励首次授予部分激励对象 265 人覆盖了总员工数的 32%，按照当前股价 73.31 元计算人均授予期权对应股票价值 209 万元，具有较强的激励效果，预留的 133.30 万份期权为内部进一步激励以及引入新人才留出空间。行权期业绩考核目标高增长，彰显了公司对于业务长期成长性的信心。

4. 盈利预测、投资评级与风险提示

4.1 业务拆分及收入成本预测

1、图形显控领域产品：主要包含民用显卡产品和国防装备显控模块。民用显卡受信创产业需求带动 2020 年迎来爆发，2021 年 1 月芯片委托制造订单 2.6 亿（单片制造成本 100 元对应约 260 万片芯片）超过 2020 年全年，2021 年图显芯片整体销量预计超 300 万片，单价 200 元对应 6 亿营收。国防装备显控模块产品迎来十四五高景气周期，立足增长加速的空军市场同时开拓空间巨大的海军市场。预测板块 2020-2022 年整体收入增速分别为 30%、100%、40%。2020-2021 年低毛利率的民用显卡收入增长显著提升拉低整体毛利率，2022 年高毛利率的海军显控有望爆发同时高端 9 系列产品放量，毛利率将有所回升。据此预测 2020-2022 年图形显控领域产品综合毛利率分别为 68%、55%、60%。

2、小型专业化雷达领域产品：主要包括空中防撞系统核心组件、主动防护雷达系统、弹载雷达微波射频前端三类雷达产品。十四五期间多种军机定型列装及改造需求将显著增加，2021 年开始陆军装甲车辆主动防护雷达市场有望开始启动进一步提升业务增速，按照 1 万辆总需求单车 80 万元产品价值测算，约 80 亿市场空间将在五年内释放完毕。预测公司小型专业化雷达领域产品 2020-2022 年收入增速分别为 40%、60%、80%，毛利率随着量化列装略有下降。

3、芯片领域产品及其他：主要为 GPU 芯片。在信创显控领域公司除了提供显卡也为客户及第三方厂商直接提供 GPU 芯片，这部分产品包含在民用显卡预测的 6 亿营收之中，具体拆分根据客户实际需求而定。我们预计此业务 2020-2022 年收入增速分别为 40%、160%、60%。在海外大厂竞争及薄利多销策略下毛利率预计将维持在 20%-21% 左右。

表 4：公司业务拆分及收入、成本预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	397.22	530.79	704.78	1400.36	2083.95
同比增长	29.71%	33.63%	32.78%	98.69%	48.81%
毛利率	76.52%	67.77%	63.67%	52.59%	55.98%
图形显控领域产品					
收入	291.00	383.18	498.13	996.27	1394.77
同比增长	27.76%	31.68%	30.00%	100.00%	40.00%
毛利率	76.48%	73.03%	68.00%	55.00%	60.00%
小型专业化雷达领域产品					
收入	78.31	95.14	133.20	213.11	383.60
同比增长	64.78%	21.49%	40.00%	60.00%	80.00%
毛利率	76.63%	71.00%	71.00%	70.50%	70.00%
芯片领域产品及其他					
收入	27.91	52.47	73.45	190.98	305.57
同比增长	-9.82%	87.97%	40.00%	160.00%	60.00%
毛利率	76.55%	23.51%	21.00%	20.00%	20.00%

资料来源：wind，浙商证券研究所

4.2 费用率分析与预测

营业费用率：2020 年受疫情影响营销费用明显下降，2021-2022 年信创及国防相关业务收入有望实现高速增长营业费用率进一步降低。我们预计公司 2020-2022 年营业费用率分别为 3.26%、3.57%和 2.88%。

管理费用率：我们预计公司随着业务发展人员增长仍将保持较快速度，股权激励也将增加部分管理费用，但整体管理费用增长仍低于业务收入增长，预计公司 2020-2022 年管理费用率分别为 10.36%、6.78%和 5.76%。

研发费用率：我们预计公司将持续保持 GPU 和雷达产品的高强度研发投入，研发费用绝对值仍保持快速增长，但研发费用率从 2021 年开始随着收入快速增长回落。

表 5：公司费用率预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业费用率	5.38%	5.65%	3.26%	3.57%	2.88%
管理费用率	12.84%	11.76%	10.36%	6.78%	5.76%
研发费用率	20.32%	22.07%	22.77%	16.42%	14.40%

资料来源：wind，浙商证券研究所

4.3 盈利预测、估值分析与投资评级

盈利预测：我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入 7.05、14.00 和 20.84 亿元，同比增速分别为 32.78%、98.69%、48.81%；实现归母净利润分别为 1.99、3.50、6.51 亿元，同比增速分别为 12.88%、76.37%、85.95%；EPS（最新摊薄）分别为 0.66、1.16、2.16 元。

估值分析：公司主要收入利润来图形显控产品及芯片等自半导体设计业务，目前 A 股尚无可对标的 GPU 企业。我们选取产品类似的音视频编解码芯片设计公司晶晨股份、瑞芯微，智能安全芯片、存储芯片、FPGA 设计公司紫光国微，以及半导体功率器件设计公司新洁能作为可比公司进行估值比较（公司小型专用雷达业务收入占比较小，无产品及增速匹配的对标公司，且产品稀缺度及增速较高，因此给与半导体设计整体估值）。

表 6：可比公司估值表

公司	股价	EPS				PE				20-22 年
		2019	2020 E	2021E	2022E	2019	2020 E	2021 E	2022 E	CAGR
晶晨股份	91.91	0.38	0.28	1.16	1.82	242	326	79	51	154.95%
瑞芯微	64.00	0.55	0.73	1.02	1.35	116	88	63	47	35.99%
紫光国微	111.00	0.67	1.43	2.08	2.85	166	78	53	39	41.17%
新洁能	176.8	1.29	1.48	2.23	3.01	137	119	79	59	42.61%
平均值						165	153	69	49	68.68%
景嘉微	69.98	0.58	0.66	1.16	2.16	121	106	60	32	81.10%

资料来源：wind，浙商证券研究所

投资评级：公司主营业务图形显控产品及小型专用雷达具备极高的稀缺性及技术、客户壁垒，十四五期间将迎来信创及国防产业双景气周期，业绩增长速度及市场空间均显著超出一般半导体设计及国防装备元器件公司，我们给予公司 2022 年 60 倍目标市盈率，对应目标市值 390.6 亿元，目标价 130 元/股，现价 86%上涨空间，维持“买入”评级。

4.4 风险提示

- 1) 信创国防采购规模不达预期;
- 2) 产品技术研发进展不及预期;
- 3) 美国技术封锁制造环节受限。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2157.05	2375.47	2768.77	3328.18	营业收入	530.79	704.78	1400.36	2083.95
现金	1336.38	1392.54	1481.83	1615.71	营业成本	171.06	256.06	663.97	917.45
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	8.29	11.00	21.86	32.53
应收账款	584.35	692.78	814.22	1121.01	营业费用	29.98	23.00	50.00	60.00
其它应收款	18.52	21.14	35.01	41.68	管理费用	62.40	73.00	95.00	120.00
预付账款	30.79	40.97	79.68	91.74	研发费用	117.16	160.50	230.00	300.00
存货	178.97	220.00	350.00	450.00	财务费用	(36.21)	(20.41)	(21.50)	(23.22)
其他	8.04	8.04	8.04	8.04	资产减值损失	11.78	12.00	14.00	20.00
非流动资产	440.69	517.89	622.67	830.90	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.02	0.02	0.02	0.02
长期投资	8.52	8.52	8.52	8.52	其他经营收益	21.37	22.00	26.00	36.00
固定资产	246.23	322.83	415.76	599.55	营业利润	187.72	211.65	373.04	693.21
无形资产	75.09	76.33	78.41	81.41	营业外收支	(0.59)	(0.41)	(0.50)	(0.46)
在建工程	68.16	63.98	63.18	74.55	利润总额	187.13	211.23	372.54	692.75
其他	42.69	46.23	56.80	66.88	所得税	11.16	12.60	22.22	41.33
资产总计	2597.74	2893.36	3391.44	4159.08	净利润	175.97	198.63	350.32	651.42
流动负债	187.18	253.39	400.89	517.77	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	175.97	198.63	350.32	651.42
应付款项	111.45	140.00	180.00	230.00	EBITDA	183.60	212.11	378.76	707.55
预收账款	7.46	5.95	9.80	12.50	EPS (最新摊薄)	0.58	0.66	1.16	2.16
其他	68.27	107.44	211.09	275.26	主要财务比率				
非流动负债	52.19	53.64	53.91	53.25		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	52.19	53.64	53.91	53.25	营业收入	33.63%	32.78%	98.69%	48.81%
负债合计	239.38	307.02	454.79	571.01	营业利润	34.13%	12.74%	76.26%	85.82%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	23.67%	12.88%	76.37%	85.95%
归属母公司股东权	2358.36	2586.33	2936.65	3588.07	获利能力				
负债和股东权益	2597.74	2893.36	3391.44	4159.08	毛利率	67.77%	63.67%	52.59%	55.98%
					净利率	33.15%	28.18%	25.02%	31.26%
现金流量表					ROE	7.70%	8.03%	12.69%	19.97%
					ROIC	6.65%	6.92%	11.21%	17.52%
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	86.96	103.09	191.78	348.82	资产负债率	9.21%	10.61%	13.41%	13.73%
净利润	175.97	198.63	350.32	651.42	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
折旧摊销	16.51	21.35	27.78	38.03	流动比率	11.52	9.37	6.91	6.43
财务费用	(36.21)	(20.41)	(21.50)	(23.22)	速动比率	10.57	8.51	6.03	5.56
投资损失	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	营运能力				
营运资金变动	(93.04)	(65.59)	(40.24)	(229.31)	总资产周转率	0.21	0.26	0.45	0.55
其它	23.75	(30.88)	(124.57)	(88.08)	应收帐款周转率	1.94	2.19	3.63	4.15
投资活动现金流	(92.12)	(96.68)	(123.98)	(238.17)	应付帐款周转率	2.30	2.81	6.04	6.80
资本支出	(42.41)	(90.78)	(116.84)	(230.00)	每股指标(元)				
长期投资	(8.52)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.58	0.66	1.16	2.16
其他	(41.19)	(5.90)	(7.14)	(8.17)	每股经营现金	0.29	0.34	0.64	1.16
筹资活动现金流	(56.80)	49.74	21.50	23.22	每股净资产	7.83	8.59	9.75	11.91
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	119.80	106.13	60.18	32.36
其他	(56.80)	49.74	21.50	23.22	P/B	8.94	8.15	7.18	5.88
现金净增加额	(61.96)	56.15	89.29	133.88	EV/EBITDA	88.87	92.85	51.76	27.52

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn