

极米科技 (688696.SH) 光机自研占比提至 70%，利润率稳步提升

2021 年 04 月 16 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

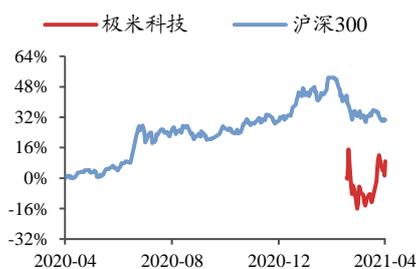
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

| 日期 | 2021/4/16 |
|--------------|---------------|
| 当前股价(元) | 577.10 |
| 一年最高最低(元) | 622.77/441.50 |
| 总市值(亿元) | 288.55 |
| 流通市值(亿元) | 59.63 |
| 总股本(亿股) | 0.50 |
| 流通股本(亿股) | 0.10 |
| 近 3 个月换手率(%) | 445.54 |

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q1 业绩预增公告超市场预期, 净利率提升逻辑兑现》-2021.4.7

《公司首次覆盖报告-第二个石头科技: 看好产品迭代及内外销市场高速增长》-2021.3.4

● 业绩保持稳步增长, 继续看好公司产品迭代、海外拓张逻辑

2020 年公司实现收入 28.28 亿元 (+33.62%), 归母净利润 2.69 亿元 (+187.78%), 2021Q1 业绩预增公告继续超市场预期, 归母净利润达 8484.97 万元 (+96%), 随着公司产品迭代, 海外市场拓展, 净利率有望稳步提升。维持盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润 5.09/7.57/11.54 亿元, 当前股价对应 EPS 为 10.18/15.15/23.09 元, 当前股价对应 PE 为 56.7/38.1/25.0 倍, 维持“买入”评级。

● 智能微投推动营收增长, 海外市场增速较快

分业务类型看, 整机销量提升推动整体收入提升, 互联网增值服务增长迅速。2020 年公司整机收入 26.51 亿元 (+34.05%), 其中智能微投产品收入 23.04 亿元 (+32.04%), 智能微投产品量/价分别同比提升 23.23%/7.16%。互联网增值服务收入 0.41 亿元 (+93.67%), 截至 2020 年 12 月, 月活用户同比提升 40.24% 达 145 万。分区域来看, 海外市场保持快速增长。2020 年公司境内收入 26.26 亿元 (+27.55%), 保持稳定增长; 境外收入 1.77 亿元 (+330.42%), 与之对应创新产品量/价分别同比提升 270.61%/2.36%, 主要系阿拉丁系列吸顶灯结合了投影仪及 LED 照明灯功能, 形态及外观契合日本市场客户需求, 导致销量大幅提升所致。

● 光机自研带来毛利率大幅提升, 费用管控良好, 未来净利率有望稳步提升

2020 年公司光机自研比例达 70%, 对应公司综合毛利率较 2019 年提升 8.31pct 至 31.63%, 其中整机业务毛利率较 2019 年提升 8.66pct 至 30.15%。据我们测算, 假设刨除价格提升、原材料成本等因素对毛利率的扰动, 光机自研占比每提升 10%, 单台智能微投毛利率提升约 1.37%。费用端, 公司加大销售、研发投入, 销售/管理/研发/财务费用率分别较 2019 年同期变动+1.67/-0.62/+1.09/-0.62pct 至 13.89%/2.42%/4.92%/0.07%。对应 2020 年公司净利率较 2019 年提升 5.10pct 至 9.51%, 对应归母净利润 2.69 亿元 (+187.78%)。我们预计, 随着产品迭代均价提升及海外收入占比提升, 净利率在未来有望实现稳步提升。

● 风险提示: 核心零部件供应风险、行业竞争加剧

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,116 | 2,828 | 4,445 | 6,155 | 8,608 |
| YOY(%) | 27.6 | 33.6 | 57.2 | 38.5 | 39.9 |
| 归母净利润(百万元) | 93 | 269 | 509 | 757 | 1,154 |
| YOY(%) | 881.4 | 187.8 | 89.4 | 48.7 | 52.4 |
| 毛利率(%) | 23.3 | 31.6 | 34.8 | 35.0 | 35.2 |
| 净利率(%) | 4.4 | 9.5 | 11.5 | 12.3 | 13.4 |
| ROE(%) | 16.4 | 34.4 | 41.3 | 38.5 | 37.3 |
| EPS(摊薄/元) | 1.87 | 5.38 | 10.18 | 15.15 | 23.09 |
| P/E(倍) | 308.9 | 107.3 | 56.7 | 38.1 | 25.0 |
| P/B(倍) | 50.5 | 36.9 | 23.4 | 14.7 | 9.3 |

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

| | |
|---------------------------------|---|
| 1、收入拆分：智能微投推动收入增长，海外市场快速增长..... | 3 |
| 2、毛利率：光机自研占比提升，推动综合毛利率上扬..... | 4 |
| 3、加大销售、研发投入，期间费用率略有提升..... | 5 |
| 4、净利率持续提升，营运指标良好..... | 6 |
| 5、持续看好公司产品迭代、海外市场拓展能力..... | 6 |
| 6、盈利预测..... | 7 |
| 7、风险提示..... | 7 |
| 附：财务预测摘要..... | 8 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1： 境外收入保持快速增长..... | 4 |
| 图 2： 光机自研占比提升推动综合毛利率提升..... | 5 |
| 图 3： 整机毛利率稳步提升..... | 5 |
| 图 4： 销售费用、研发费用带动公司期间费用率略有提升..... | 6 |
| 图 5： 2020 年净利率提升 5.10pct 至 9.51%..... | 6 |
| 图 6： 2020 年归母净利润同比提升 188% 至 2.69 亿元..... | 6 |
| 表 1： 整机业务推动整体收入提升，互联网增值服务业务增长迅速..... | 3 |
| 表 2： 智能微投产品量价提升，推动整机业务收入增长..... | 3 |
| 表 3： 光机自研占比提升带来单台智能微投营业成本下滑..... | 5 |

1、收入拆分：智能微投推动收入增长，海外市场快速增长

2020 年公司实现收入 28.28 亿元(+33.62%)，其中 2020Q4 实现收入 9.61 亿元。

1、分业务类型看，整机销量提升推动整体收入提升，互联网增值服务增长迅速。

(1) 2020 年公司整机收入 26.51 亿元(+34.05%)，占营收比重为 93.75%，其中整机量/价分别同比提升 30%/3%；

(2) 2020 年公司配件收入 1.11 亿元(+9.51%)；

(3) 2020 年公司互联网增值服务收入 0.41 亿元(+93.67%)，截至 2020 年 12 月，月活用户达 145 万，较 2019 年 12 月月活用户数同比提升 40.24%。

表1：整机业务推动整体收入提升，互联网增值服务业务增长迅速

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 整机收入(万元) | 94020.56 | 155185.15 | 197775.29 | 265120.43 |
| YoY | | 65.05% | 27.44% | 34.05% |
| 占收入比重 | 94.15% | 93.57% | 93.45% | 93.75% |
| 销量(万台) | 34.16 | 54.52 | 69.00 | 89.59 |
| 销量 YoY | | 59.61% | 26.56% | 29.83% |
| 均价(元) | 2752.47 | 2846.32 | 2866.31 | 2959.40 |
| 均价 YoY | | 3.41% | 0.70% | 3.25% |
| 配件收入(万元) | 4917.53 | 8153.75 | 10110.72 | 11072.58 |
| YoY | | 65.81% | 24.00% | 9.51% |
| 互联网增值服务(万元) | 468.09 | 1237.47 | 2130.49 | 4126.13 |
| YoY | | 164.37% | 72.16% | 93.67% |
| 其他业务收入(万元) | 458.03 | 1280.56 | 1623.69 | 2473.10 |
| YoY | | 179.58% | 26.80% | 52.31% |

数据来源：招股说明书、公司年报、开源证券研究所

智能微投仍是核心，量价提升推动整机业务增长。智能微投产品实现收入 23.04 亿元(+32.04%)，占整机收入比重为 87%，其量/价分别同比提升 23.23%/7.16%；激光电视产品实现收入 1.20 亿元(-30.67%)，主要系销量同比下滑 33.02%；创新产品实现收入 2.27 亿元(+279.34%)，其量/价分别同比提升 270.61%/2.36%，主要系阿拉丁系列吸顶灯结合了投影仪及 LED 照明灯功能，产品的形态及外观契合日本市场客户需求，导致销量大幅提升所致。

表2：智能微投产品量价提升，推动整机业务收入增长

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 整机收入(万元) | 94020.56 | 155185.15 | 197775.29 | 265120.43 |
| YoY | | 65.05% | 27.44% | 34.05% |
| 智能微投(万元) | 89615.97 | 133939.54 | 174478.90 | 230389.12 |
| YoY | | 49.46% | 30.27% | 32.04% |
| 平均价格(单位：元) | 2647.55 | 2615.02 | 2666.52 | 2857.36 |
| 价格 YoY | | -1.23% | 1.97% | 7.16% |
| 销量(单位：万台) | 33.85 | 51.22 | 65.43 | 80.63 |
| 销量 YoY | | 51.32% | 27.75% | 23.23% |

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 激光电视 (万元) | 4404.59 | 15535.41 | 17303.13 | 11996.44 |
| YoY | | 252.71% | 11.38% | -30.67% |
| 平均价格 (单位: 元) | 14208.34 | 12271.25 | 12324.17 | 12756.74 |
| 价格 YoY | | -13.63% | 0.43% | 3.51% |
| 销量 (单位: 万台) | 0.31 | 1.27 | 1.40 | 0.94 |
| 销量 YoY | | 308.39% | 10.90% | -33.02% |
| 创新产品 (万元) | | 5710.20 | 5993.26 | 22734.87 |
| YoY | | | 4.96% | 279.34% |
| 平均价格 (单位: 元) | | 2804.75 | 2771.06 | 2836.33 |
| 价格 YoY | | | -1.20% | 2.36% |
| 销量 (单位: 万台) | | 2.04 | 2.16 | 8.02 |
| 销量 YoY | | | 6.23% | 270.61% |

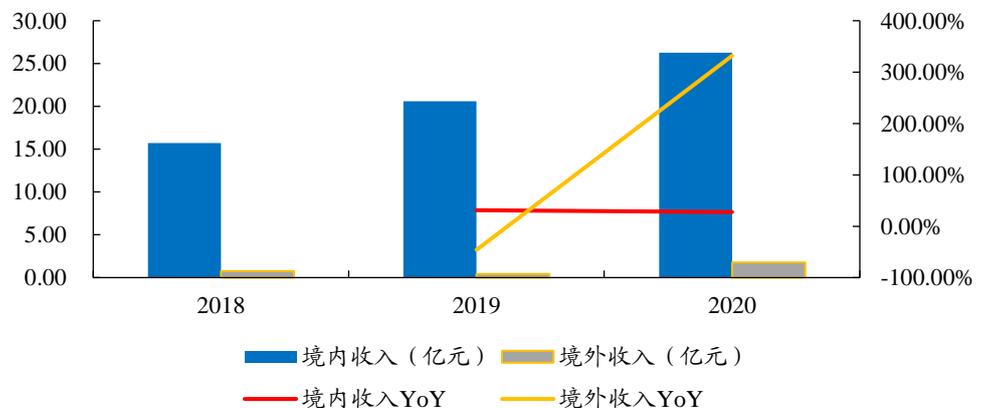
数据来源: 招股说明书、公司年报、开源证券研究所

2、分业务地区来看, 境外收入同比增速达 330.42%。

(1) 2020 年公司实现境内收入 26.26 亿元 (+27.55%), 保持稳定增长;

(2) 2020 年公司实现境外收入 1.77 亿元 (+330.42%), 主要系公司积极拓展海外市场, 通过线上 B2C 和当地经销商进行用户触达, 目前公司产品已覆盖美国、日本、欧洲等发达国家。我们预计 2021H2 公司将进一步加快美国市场发展。

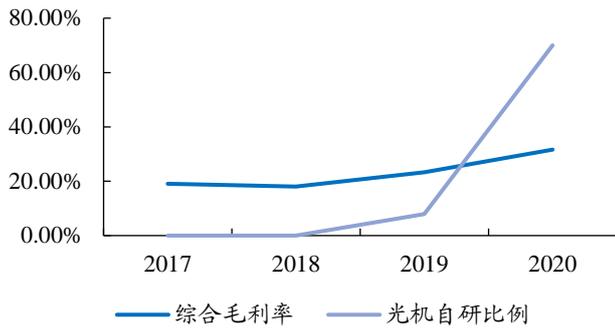
图1: 境外收入保持快速增长



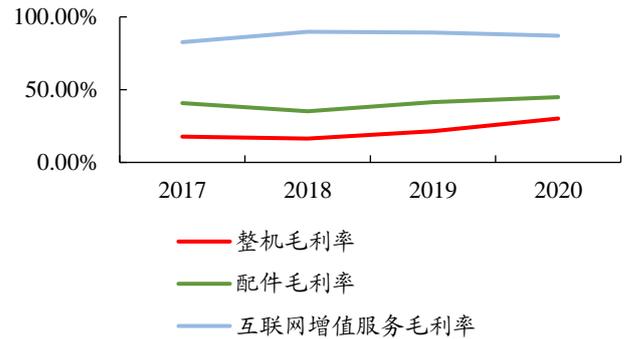
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、毛利率: 光机自研占比提升, 推动综合毛利率上扬

2020 年公司综合毛利率较 2019 年提升 8.31pct 至 31.63%, 其中整机业务毛利率较 2019 年提升 8.66pct 至 30.15%。我们认为主要系光机自研占比提升所致, 2020 年公司光机自研比例达 70%。此外公司互联网增值业务始终保持较高的毛利率水平。

图2: 光机自研占比提升推动综合毛利率提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 整机毛利率稳步提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

我们进一步测算, 假设剔除价格提升、原材料成本等因素对毛利率的扰动, 2018-2020 年光机自研占比提升 70%, 对应单台智能微投营业成本下滑 9.59%, 即光机自研占比每提升 10%, 对应单台智能微投营业成本下降 1.37pct, 即毛利率提升 1.37%。

表3: 光机自研占比提升带来单台智能微投营业成本下滑

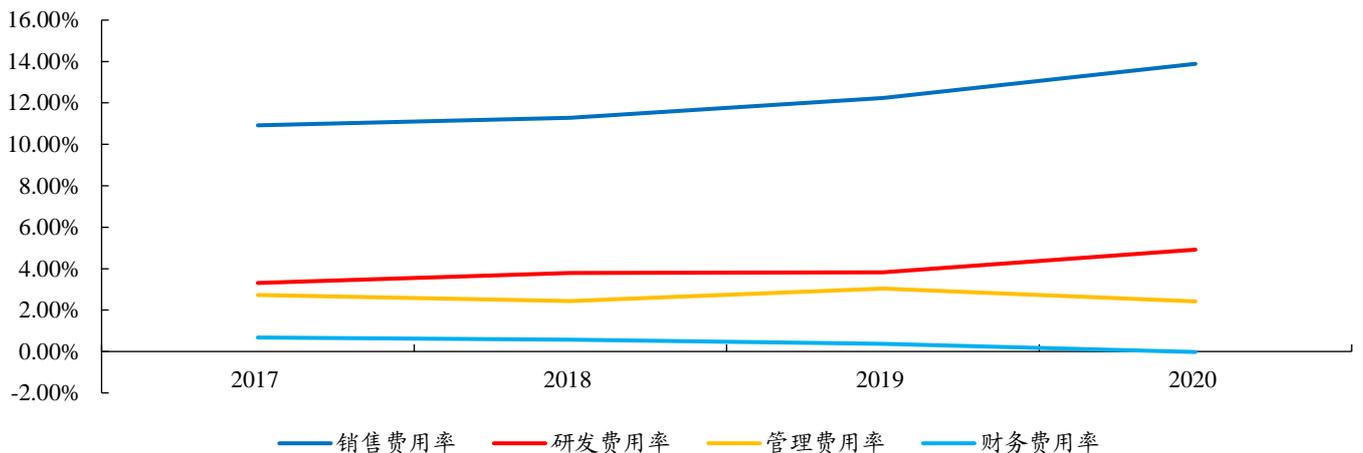
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2018-2020 变动比例 |
|---------------|---------|---------|---------|----------------|
| 光机自研比例 | 0 | 7.92% | 70% | 70% |
| 智能微投营业成本(亿元) | 11.2 | 13.74 | 15.94 | |
| 智能微投销量(万台) | 51.22 | 65.43 | 80.63 | |
| 单台智能微投营业成本(元) | 2186.67 | 2099.85 | 1976.93 | -9.59% |

数据来源: Wind、开源证券研究所

3、加大销售、研发投入, 期间费用率略有提升

2020 年, 公司期间费率较 2019 年同期提升 1.84pct 至 21.31%, 主要系销售费用与研发费用增加所致。

- (1) **销售费用:** 2020 年公司销售费用 3.93 亿元 (+51.81%), 销售费用率较 2019 年同期提升至 1.67pct 至 13.89%, 主要系加强产品宣传和品牌推广, 营运推广费增加所致。此外, 随着销售规模扩大, 平台服务费及运杂费金额也有所提升。
- (2) **研发费用:** 2020 年公司研发费用为 1.39 亿元 (+71.56%), 研发费率较 2019 年提升 1.09pct 至 4.92%, 主要系公司持续加大新品、新技术研发, 研发人员数量提升导致职工薪酬增长, 折旧及摊销费用及专利检测服务费费用增加所致。
- (3) **管理费用:** 2020 年公司管理费用为 0.68 亿元 (+6.4%), 管理费用率较 2019 年同期下滑 0.62pct, 费用管控良好。
- (4) **财务费用:** 2020 年财务费用 0.02 亿元 (-75.56%), 财务费用率较 2019 年同期下滑 0.3pct, 主要系利息支出减少, 平均存款余额增加导致利息收入增加所致。

图4: 销售费用、研发费用带动公司期间费用率略有提升


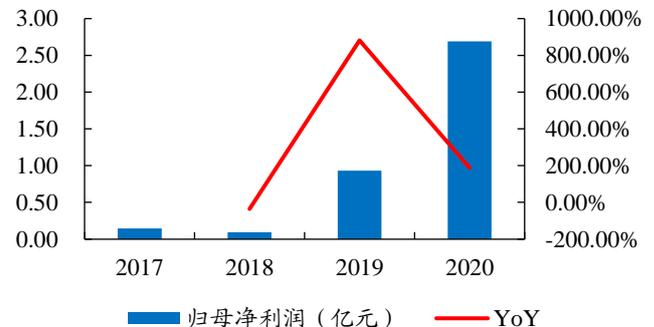
数据来源: Wind、开源证券研究所

4、净利率持续提升，营运指标良好

毛利率提升幅度远高于费用率提升幅度，公司净利率稳步提升。2020年，公司净利率较2019年同期提升5.10pct至9.51%，对应归母净利润2.69亿元(+187.78%)。我们预计，随着产品迭代均价提升及海外收入占比提升，净利率有望稳步提升。

图5: 2020年净利率提升5.10pct至9.51%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2020年归母净利润同比提升188%至2.69亿元


数据来源: Wind、开源证券研究所

2020年公司经营活动产生的现金流量净额为1.85亿元(-42.77%)，主要系报告期内公司产销规模扩大，公司增加备货，支付货款增加所致。

2020年期末存货7.17亿元(+58.75%)，主要系公司为满足市场需求，加大物料备货所致。我们预计系为即将发布的新品做准备。

5、持续看好公司产品迭代、海外市场拓展能力

国内产品持续迭代，继H3S后我们预计上半年还会出4K类型产品。2021年3月9日极米开启新品H3S预售，预售到手价格约5599元，H3S在和H3相同体积下，亮度提升15.8%达到2200ANSI流明(H3为1900ANSI流明)。新款H3S的CPU采用联发科旗舰AI芯片MTK9669，NPU算力达10000亿次/秒，与H3配置的Mstar6A848芯片相比，CPU、GPU运算能力提升40%、30%，为了支撑AI芯片算

力，H3S 搭配 4GB RAM 及 64GB ROM。（H3 为 3GB RAM+16GB ROM）。

预计海外市场推出 4K 产品后将加速发力。根据 2021Q1 业绩预告，我们预计公司 2021Q1 收入增速约 50%，海外市场增速低于国内市场，主要系海外市场目前还没有旗舰产品推出。我们预计上半年，公司将会在海外市场推出 4K 类产品，且流明超过 2000ANSI，结合公司拥有 Android TV 授权，可以更好地进行海外市场拓张。

参照石头科技出海逻辑，我们认为海外市场将会快速提升公司毛利率，长期来看净利率有望稳步提升。对比石头科技 T7 Pro 在国内售价 3000 元，美国亚马逊售价约 750 美金（约 4950 元人民币，美元汇率按 6.6 计算），海外产品的高定价有望提升公司整体毛利率。净利率端，在拓展期我们预计海外市场净利率与国内会保持一致，当海外市场达到稳定后，边际成本下降，费用投放比重降低将会使海外净利率高于国内市场。预计拐点在 2023 年左右出现。

6、盈利预测

2020 年公司实现收入 28.28 亿元(+33.62%)，归母净利润 2.69 亿元(+187.78%)，2021Q1 业绩预增公告继续超市场预期，归母净利润达 8484.97 万元(+96%)，随着公司产品迭代，海外市场拓展，净利率有望稳步提升。维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润 5.09/7.57/11.54 亿元，当前股价对应 EPS 为 10.18/15.15/23.09 元，当前股价对应 PE 为 56.7/38.1/25.0 倍，维持“买入”评级。

7、风险提示

核心零部件供应风险，行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1280 | 1618 | 2271 | 3727 | 5368 |
| 现金 | 599 | 550 | 831 | 1729 | 2745 |
| 应收票据及应收账款 | 159 | 69 | 287 | 226 | 511 |
| 其他应收款 | 16 | 18 | 42 | 48 | 72 |
| 预付账款 | 17 | 24 | 40 | 48 | 74 |
| 存货 | 452 | 717 | 876 | 1473 | 1759 |
| 其他流动资产 | 38 | 241 | 195 | 203 | 207 |
| 非流动资产 | 86 | 862 | 849 | 917 | 1039 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 12 | 139 | 242 | 340 | 438 |
| 无形资产 | 35 | 61 | 67 | 74 | 82 |
| 其他非流动资产 | 39 | 662 | 540 | 503 | 518 |
| 资产总计 | 1366 | 2480 | 3119 | 4644 | 6406 |
| 流动负债 | 552 | 1441 | 1661 | 2456 | 3067 |
| 短期借款 | 0 | 124 | 124 | 124 | 124 |
| 应付票据及应付账款 | 478 | 1162 | 1297 | 2098 | 2634 |
| 其他流动负债 | 75 | 155 | 240 | 234 | 309 |
| 非流动负债 | 242 | 257 | 217 | 210 | 233 |
| 长期借款 | 200 | 200 | 160 | 153 | 176 |
| 其他非流动负债 | 42 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 负债合计 | 795 | 1699 | 1878 | 2666 | 3300 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | -2 | -3 | -4 |
| 股本 | 38 | 38 | 50 | 50 | 50 |
| 资本公积 | 484 | 488 | 488 | 488 | 488 |
| 留存收益 | 50 | 259 | 738 | 1442 | 2494 |
| 归属母公司股东权益 | 571 | 782 | 1243 | 1981 | 3110 |
| 负债和股东权益 | 1366 | 2480 | 3119 | 4644 | 6406 |

| 现金流量表(百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 324 | 185 | 337 | 1006 | 1133 |
| 净利润 | 93 | 269 | 507 | 757 | 1153 |
| 折旧摊销 | 15 | 22 | 32 | 50 | 69 |
| 财务费用 | 8 | 2 | -7 | -26 | -54 |
| 投资损失 | -2 | -10 | -3 | -4 | -5 |
| 营运资金变动 | 172 | -89 | -192 | 229 | -31 |
| 其他经营现金流 | 38 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -70 | -318 | -16 | -115 | -186 |
| 资本支出 | 72 | 178 | -13 | 68 | 121 |
| 长期投资 | 0 | -150 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 2 | -290 | -29 | -46 | -65 |
| 筹资活动现金流 | 125 | 59 | -40 | 7 | 69 |
| 短期借款 | -90 | 124 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 200 | 0 | -40 | -7 | 22 |
| 普通股增加 | 27 | 0 | 13 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 12 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -25 | -69 | -13 | 14 | 47 |
| 现金净增加额 | 378 | -76 | 281 | 898 | 1016 |

| 利润表(百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2116 | 2828 | 4445 | 6155 | 8608 |
| 营业成本 | 1623 | 1933 | 2899 | 4002 | 5578 |
| 营业税金及附加 | 8 | 20 | 19 | 28 | 42 |
| 营业费用 | 259 | 393 | 625 | 832 | 1119 |
| 管理费用 | 64 | 68 | 118 | 162 | 215 |
| 研发费用 | 81 | 139 | 222 | 308 | 413 |
| 财务费用 | 8 | 2 | -7 | -26 | -54 |
| 资产减值损失 | -3 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 27 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2 | 10 | 3 | 4 | 5 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 99 | 305 | 572 | 853 | 1299 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 1 | 3 | 1 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 99 | 303 | 571 | 852 | 1298 |
| 所得税 | 5 | 34 | 64 | 95 | 145 |
| 净利润 | 93 | 269 | 507 | 757 | 1153 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | -2 | -1 | -1 |
| 归母净利润 | 93 | 269 | 509 | 757 | 1154 |
| EBITDA | 109 | 329 | 596 | 876 | 1313 |
| EPS(元) | 1.87 | 5.38 | 10.18 | 15.15 | 23.09 |

| 主要财务比率 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 27.6 | 33.6 | 57.2 | 38.5 | 39.9 |
| 营业利润(%) | 4073.6 | 209.4 | 87.6 | 49.1 | 52.3 |
| 归属于母公司净利润(%) | 881.4 | 187.8 | 89.4 | 48.7 | 52.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 23.3 | 31.6 | 34.8 | 35.0 | 35.2 |
| 净利率(%) | 4.4 | 9.5 | 11.5 | 12.3 | 13.4 |
| ROE(%) | 16.4 | 34.4 | 41.3 | 38.5 | 37.3 |
| ROIC(%) | 11.0 | 23.6 | 31.2 | 31.3 | 31.4 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 58.2 | 68.5 | 60.2 | 57.4 | 51.5 |
| 净负债比率(%) | -63.1 | -22.5 | -37.2 | -68.9 | -75.3 |
| 流动比率 | 2.3 | 1.1 | 1.4 | 1.5 | 1.8 |
| 速动比率 | 1.4 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 1.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.9 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 应收账款周转率 | 19.6 | 24.9 | 25.0 | 24.0 | 23.4 |
| 应付账款周转率 | 4.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.87 | 5.38 | 10.18 | 15.15 | 23.09 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 6.48 | 3.71 | 6.74 | 20.11 | 22.66 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 11.42 | 15.63 | 24.62 | 39.36 | 61.95 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 308.9 | 107.3 | 56.7 | 38.1 | 25.0 |
| P/B | 50.5 | 36.9 | 23.4 | 14.7 | 9.3 |
| EV/EBITDA | 261.8 | 86.8 | 47.4 | 31.2 | 20.1 |

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