

公司研究

2020H2 经营靓丽且拐点已现，2021 有望加速成长

——晶晨股份（688099.SH）跟踪报告之三

买入（维持）

当前价：88.10 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

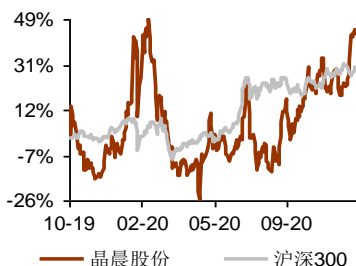
联系人：栾玉民

luanyumin@ebscn.com

市场数据

| | |
|------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 4.11 |
| 总市值(亿元) | 362.10 |
| 一年最低/最高(元) | 41.33/92.90 |
| 近3月换手率 | 53.21% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|------|--------|
| 相对 | 14.72 | 8.79 | -14.92 |
| 绝对 | 17.08 | 9.93 | 6.99 |

资料来源：Wind

相关研报

全球智能终端 SoC 芯片龙头的崛起——晶晨股份（688099.SH）投资价值分析报告
2020-10-13

要点

事件：

2021年4月15日，晶晨股份发布2020年年报，2020年实现收入27.4亿元，同比增长16.14%。实现归母净利润1.16亿元，同比下降26.6%。

点评：

2020年业绩符合预期。晶晨股份2020收入27.4亿元和归母净利润1.16亿元；其中2020年因股权激励确认的股份支付费用总额为7387万元、汇兑损失5730万元，剔除上述影响后，2020年归母净利润2.40亿元，同比增长43%。

2020Q4 经营性利润创历史新高。2020Q4 实现收入9.74亿元，创历史新高，同比增长50%和环比增长19%；归母净利润在2020年前三季度亏损1329万元，因此2020Q4 归母净利润为1.29亿元；（1）公司2020Q1 汇兑盈利419万元，2020Q2~Q4 汇兑损失分别约142、2455、3583万元；（2）公司2020年前三季度股份支付费用总额为5,651.72万元，该费用对归母净利润的影响为5,309.42万元（已考虑相关所得税费用的影响），股权激励费用20Q4 约为1735万元。剔除汇兑损失和股份支付影响后，公司2020Q4 经营性净利润约1.82亿元，创单季度历史新高。

2020Q4 经营靓丽。2020年经营活动现金净流量为9.27亿元，创年度历史新高，2020年Q1~Q4 经营活动现金净流量为0.52、1.79、4.49、2.46亿元。2020Q4 毛利率36.6%，创2018Q3 以来新高；2020Q4 净利率13.15%，创2019年以来最高水平，如果以剔除汇兑损失和股份支付影响的2020Q4 经营性净利润1.82亿元计算，2020Q4 经营性净利率约18.7%，处于历史最佳水平。

1、股权激励彰显信心

限制性股票激励计划彰显公司未来发展信心。公司于2021年4月13日发布2021年限制性股票激励计划，拟向440名（占公司总人数的49%）激励对象授予不超过800万股限制性股票，约占公司股本总额比例为1.9%，授予价格根据激励对象的不同分为65.08元/股（353人）和78.09元/股（87人）。

业绩考核分别以2020年营收和毛利润为业绩基数，对2021-2024年营收累计值的平均值和毛利润累计值的平均值进行考核，假设各考核年度的营收和毛利润达到目标值，则对应的2021-2024年营收分别为41.07、57.50、69.82、78.03亿元，对应的2021-2024年毛利润分别为13.52、17.11、20.73、22.52亿元。

本次限制性股票激励计划预计产生的2021-2025年的会计成本分别约为3594、3665、1941、934、216万元。公司2019年限制性股票激励计划中产生的2020-2023年会计成本约为8075、8075、4614、2307万元。因此公司2021-2025年因限制性股票激励计划产生的成本为1.17、0.83、0.42、0.09、0.02亿元。

图表 1: 晶晨股份限制性股票激励计划业绩考核要求

| 归属期 | 对应考核年度 | 该考核年度使用的营业收入累计值的平均值 | 业绩考核目标 (A) | | 该考核年度使用的毛利润累计值的平均值 | 业绩考核目标 (B) | |
|--------|--------|-----------------------------------|------------|----------|----------------------------------|------------|---------|
| | | | 目标值 (A m) | 触发值(A n) | | 目标值 (B m) | 触发值(Bn) |
| 第一个归属期 | 2021 | 2021年营业收入值 | 50% | 35% | 2021年毛利润值 | 50% | 35% |
| 第二个归属期 | 2022 | 2021年、2022年两年营业收入的平均值 | 80% | 60% | 2021年、2022年两年毛利润的平均值 | 70% | 50% |
| 第三个归属期 | 2023 | 2021年、2022年和2023年三年营业收入的平均值 | 105% | 80% | 2021年、2022年和2023年三年毛利润的平均值 | 90% | 65% |
| 第四个归属期 | 2024 | 2021年、2022年、2023年和2024年四年营业收入的平均值 | 125% | 95% | 2021年、2022年、2023年和2024年四年毛利润的平均值 | 105% | 75% |

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2、多媒体 SoC 龙头步入快速成长期

晶晨股份是国内智能机顶盒和智能电视SoC芯片龙头。公司致力于多媒体智能终端应用处理器芯片的研究开发, 具体细分为智能机顶盒SoC芯片、智能电视SoC芯片、AI音视频系统终端SoC芯片、Wi-Fi和蓝牙芯片、汽车电子芯片等。

图表 2: 晶晨股份 2020 年分产品收入拆分 (单位: 万元)

| 主营业务分产品情况 | | | | | | |
|--------------|------------|------------|---------|---------------|---------------|--------------|
| 分产品 | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率 (%) | 营业收入比上年增减 (%) | 营业成本比上年增减 (%) | 毛利率比上年增减 (%) |
| 智能机顶盒芯片 | 154,746.10 | 96,104.94 | 37.90 | 23.66 | 22.27 | 增加 0.71 个百分点 |
| 智能电视芯片 | 84,278.42 | 63,233.95 | 24.97 | -2.33 | 1.87 | 减少 3.10 个百分点 |
| AI 音视频系统终端芯片 | 34,182.23 | 23,850.75 | 30.22 | 40.69 | 58.34 | 减少 7.78 个百分点 |
| 其他芯片 | 538.38 | 507.72 | 5.69 | 不适用 | 不适用 | 不适用 |
| 主营业务分地区情况 | | | | | | |
| 分地区 | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率 (%) | 营业收入比上年增减 (%) | 营业成本比上年增减 (%) | 毛利率比上年增减 (%) |
| 境内 | 54,254.49 | 35,281.17 | 34.97 | 9.75 | 0.70 | 增加 5.84 个百分点 |
| 境外 | 219,490.64 | 148,416.19 | 32.38 | 17.82 | 22.96 | 减少 2.83 个百分点 |

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图表 3: 晶晨股份 2020 年分产品生产量和销售量

| 主要产品 | 单位 | 生产量 | 销售量 | 库存量 | 生产量比上年增减 (%) | 销售量比上年增减 (%) | 库存量比上年增减 (%) |
|--------------|----|----------|-----------|--------|--------------|--------------|--------------|
| 智能机顶盒芯片 | 万颗 | 5,115.00 | 5,788.56 | 219.08 | 6.93 | 15.05 | -75.46 |
| 智能电视芯片 | 万颗 | 2,830.37 | 2,907.79 | 211.08 | 6.70 | 9.10 | -26.84 |
| AI 音视频系统终端芯片 | 万颗 | 1,324.73 | 1,344.04 | 62.64 | 14.60 | 3.67 | -23.56 |
| 其他芯片 | 万颗 | 14.13 | 3.11 | 11.02 | 不适用 | 不适用 | 不适用 |
| 合计 | 万颗 | 9,284.23 | 10,043.50 | 503.82 | 8.06 | 11.68 | -60.11 |

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

目标远大。晶晨股份在过去10年的发展历程中，晶晨直面全球芯片巨头华为海思、联发科、博通的竞争，构筑核心竞争力，做到机顶盒、智能电视主芯片、AI音视频芯片全球市占率不断提升。随着WiFi5数传芯片的研发成功，晶晨未来将从多媒体公司向多媒体平台型企业进阶。

成长清晰。机顶盒 SoC 海外份额提升、Wi-Fi 5 数传芯片卡位国内前三后自给配套和对外销售、智能电视 SoC 份额增长、智能视觉 SoC 和 AI 芯片放量等是晶晨主要成长逻辑。智能机顶盒 SoC 芯片、智能电视 SoC 芯片、Wi-Fi 和蓝牙芯片全球市场分别约 3.5 亿、2.5 亿、32.0 亿颗，晶晨股份 2020 年出货量约 5789 万、2908 万、3 万颗，全球市占率仅 16%、12%和 1%；三大产品线 2020 年全球市场空间分别约 35、13、200 亿美元，合计约 250 亿美元，相较晶晨 2020 年约 4 亿美元销售额，未来成长空间巨大。

1、成长逻辑之一——智能机顶盒SoC芯片：海外市场加速拓展，中国市场直面海思竞争。公司智能机顶盒SoC芯片2020年实现收入15.47亿元、销售量5789颗、平均价格约27元RMB，预计国内销售占比超过80%。根据格兰研究，全球和中国智能机顶盒2018年出货量分别约3.5亿台和9500万台。

1.1、国内业务：超越海思成国内龙头。中国智能机顶盒 SoC 芯片市场基本呈现 CR2 竞争格局，2018 年华为海思和晶晨市占率分别为 60.7%和 32.6%，2019 年国内智能机顶盒芯片约 0.6 亿颗，晶晨销量约 5000 万颗，超过海思成为国内第一；

1.2、国际业务：谷歌和 Netflix 带领晶晨布局海外市场。2020 年海外市场机顶盒销量约 3 亿台，其中 IPTV 和 OTT 的互联网机顶盒占比较低，未来互联网机顶盒渗透率有望持续提升。海外机顶盒主芯片中，博通一家独大且芯片单价高于 10 美金。晶晨 2019 年约 5000 万颗销量主要售往国内市场，在海外市场占比较低，2020 年晶晨业绩拐点已现，智能机顶盒芯片在海外市场销量逐渐提高，未来晶晨股份机顶盒业务量价齐升将成大势所趋。

(1) 晶晨作为谷歌的参考设计提供方，有望跟随谷歌的大屏战略，积极抢占海外机顶盒市场。晶晨 12nm 芯片已获得谷歌认证，具备较强的竞争力。

(2) 晶晨近期与创维合作开发可用于 Netflix 的 RDK 平台，海外运营商将能更加有效部署 RDK 机顶盒。Netflix 是全球最大的流媒体订阅服务提供商，全球付费用户约 1.8 亿人，晶晨与创维和 Netflix 的合作加深有望打开公司在海外机顶盒市场的拓展空间。

2、成长逻辑之二——智能电视 SoC：目前处于缺货状态，晶晨已现涨价趋势。全球电视销量约 2.4 亿台，剔除三星/LG/索尼约 8000 万台后，国内厂商约 1.6 亿台。一方面考虑到 2020 年晶晨股份智能电视 SoC 出货量仅约 2700 万颗，份额仍低；另一方面考虑到小米和 TCL 是晶晨股份股东，且 TCL 在晶晨股份 2020 年收入中占比仍较低，随着晶晨与 TCL 合作逐渐加深，2021 年起 TCL 出货量有望逐步增加；此外，考虑到三大杯延迟和疫情期间的需求提升，2021 年电视仍有望持续增长，因此未来晶晨电视 SoC 业务有望持续成长。

3、成长逻辑之三——WiFi 数传芯片：Wi-Fi 5 卡位中国前列，自给配套和对外销售空间巨大。目前全球每年约新增 40 亿+Wi-Fi 设备，相较 Wi-Fi MCU，用于各种终端设备的 Wi-Fi 数传芯片空间巨大且壁垒高企，全球仅有美国博通和高通、中国台湾联发科和瑞昱、中国大陆华为海思和展锐 6 家企业可以研发出 Wi-Fi 5 数传芯片。晶晨股份经过 10 年研发，成为中国大陆第 3 家、全球第 7 家研发出 Wi-Fi 5 数传芯片的公司，目前也在积极研发 Wi-Fi 6 数传芯片。晶晨主芯片销售量在 2019 年和 2020 年分别约 0.9 亿颗和超过 1 亿颗，远期主芯片销售量有望超过 2 亿颗，考虑到主芯片和 Wi-Fi 芯片的 1:1 配套，未来 Wi-Fi 芯片自给

和外销均空间巨大，按照单颗 Wi-Fi 5 数传芯片约 1.0-1.5 美元计算，WIFI 业务未来有望为晶晨股份增厚约 1~3 亿美元、7~20 亿元 RMB 收入。

4、成长逻辑之四——AI 音视频终端芯片：短期智能音箱驱动成长，长期 AIoT、智能视觉、汽车电子空间广阔。公司 AI 音视频系统智能终端产品主要分为智能显示、智能监控、智能音箱、智能音视频控制中心。公司研发的 AI 音视频系统终端芯片和完整解决方案已在各领域得到广泛应用，合作客户包括百度、小米、若琪、Google、Amazon、JBL、Harman Kardon 等全球相关知名企业。

汽车电子：未来将积极布局汽车后座娱乐系统、汽车 MCU、ADAS 系统等。汽车自动化、智能化、网联化的趋势带动了汽车电子芯片的市场需求，公司在汽车电子广泛布局，包括汽车后座娱乐系统、汽车 MCU 和 ADAS 系统。在汽车娱乐系统上，公司与海外高端客户合作顺利，推出 12nm 制程 V 系列产品。在汽车 MCU 上，公司凭借 SoC 领域丰富技术积累且具有较大优势。在 ADAS 系统上，公司将持续扩大团队规模进行长期布局。

3、投资建议

盈利预测、估值与评级：由于新产品研发和新冠疫情等因素导致晶晨股份 19Q1~20Q2 经营承压，我们认为海外业务放量、国内业务需求恢复、供需趋紧导致价格上涨共同驱动 20Q4 业绩高增长。考虑海外高单价和 12nm 规模效应，未来净利率有望持续提升。我们上调公司 2021-2022 年归母净利润为 7.01 亿元 (+63%)、10.08 亿元 (+52%)，预计 2023 年归母净利润为 13.02 亿元，当前 360 亿元市值对应 PE 分别为 52x、36x、28x。考虑到公司长期成长空间宏大且短期经营拐点已现，维持“买入”评级。

风险提示：机顶盒芯片海外出货量不及预期、Wi-Fi 芯片研发进度不及预期

图表 4：公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 2,357.73 | 2,738.25 | 5,013.02 | 6,525.50 | 8,520.13 |
| 营业收入增长率 | -0.48% | 16.14% | 83.07% | 30.17% | 30.57% |
| 净利润 (百万元) | 158.04 | 114.83 | 700.61 | 1,007.70 | 1,302.18 |
| 净利润增长率 | -44.06% | -27.34% | 510.11% | 43.83% | 29.22% |
| EPS (元) | 0.38 | 0.28 | 1.70 | 2.45 | 3.17 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 5.65% | 3.93% | 19.36% | 21.78% | 21.96% |
| P/E | 229 | 315 | 52 | 36 | 28 |
| P/B | 12.9 | 12.4 | 10.0 | 7.8 | 6.1 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-15

晶晨股份历史报告汇总

公司深度报告

- 1、《全球智能终端 SoC 芯片龙头的崛起——晶晨股份 (688099.SH) 投资价值分析报告》2020-10-14

公司点评与跟踪

- 2、《20Q4 业绩大超预期，中国多媒体平台型龙头进入高速成长期——晶晨股份 (688099.SH) 跟踪报告之二》2021-03-06
- 3、《中国多媒体平台型龙头 20Q4 经营有望创历史新高——晶晨股份 (688099.SH) 跟踪报告之一》2021-02-08
- 4、《20Q3 拐点已现且收入现金流均创历史新高，20Q4 有望高速增长——晶晨股份 (688099.SH) 2020 年三季报点评》2020-10-16

行业深度报告

- 5、《电子行业 2020 年下半年投资策略：一个世界两套系统，创新重启加速替代》2020-06-23
- 6、《电子行业 2019 年年报和 2020 年一季报总结：半导体、AirPods 和光学业绩靓丽》2020-05-02
- 7、《半导体行业景气周期专题报告：多重创新周期叠加，恰逢 2020》2019-12-05
- 8、《电子行业 2020 年投资策略：涅槃：国产替代进行时》2019-11-26
- 9、《电子行业 2019 年下半年投资策略：美日半导体之战启示，下半年看好半导体和 5G》2019-06-03
- 10、《电子行业 2019 年投资策略破晓：5G、IC、IOT 曙光明朗》2018-12-25
- 11、《电子行业 2018 年下半年投资策略：核心技术，关键机遇，大陆电子产业由大变强》2018-06-06

行业点评与跟踪

- 12、《光大证券电子行业周报 (20190901)：2019 年中报梳理，持续推荐 5G 和半导体》2020-09-01
- 13、《光大证券电子行业周报 (20190818)：半导体设计国产替代万花齐放，制造主体集中是趋势》2019-08-18
- 14、《光大证券电子行业周报 (20190810)：H 公司发布鸿蒙 OS 操作系统，科技突围进入攻坚区》2019-08-10
- 15、《光大证券电子行业周报 (20190728)：5G 手机产业链迎来投资机会，半导体值得长期配置》2019-07-28
- 16、《电子行业周报 (20190713)：业绩快报验证半导体国产替代加速，苹果产业链结构性机会值得关注》2019-07-14
- 17、《电子行业科创板估值专题报告：科创板点燃电子产业新引擎，重塑估值新体系》2019-03-20

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,358 | 2,738 | 5,013 | 6,526 | 8,520 |
| 营业成本 | 1,558 | 1,838 | 3,215 | 4,085 | 5,254 |
| 折旧和摊销 | 91 | 108 | 5 | 10 | 17 |
| 税金及附加 | 4 | 3 | 5 | 20 | 26 |
| 销售费用 | 64 | 75 | 100 | 117 | 187 |
| 管理费用 | 91 | 92 | 155 | 196 | 264 |
| 研发费用 | -13 | 26 | -12 | -8 | -4 |
| 财务费用 | 462 | 578 | 852 | 1,109 | 1,491 |
| 投资收益 | -2 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 169 | 122 | 717 | 1037 | 1341 |
| 利润总额 | 169 | 119 | 721 | 1038 | 1341 |
| 所得税 | 12 | 4 | 22 | 31 | 40 |
| 净利润 | 157 | 114 | 700 | 1007 | 1301 |
| 少数股东损益 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 归属母公司净利润 | 158 | 115 | 701 | 1008 | 1302 |
| EPS(按最新股本计) | 0.38 | 0.28 | 1.70 | 2.45 | 3.17 |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 341 | 927 | -495 | 650 | 208 |
| 净利润 | 158 | 115 | 701 | 1,008 | 1,302 |
| 折旧摊销 | 91 | 108 | 5 | 10 | 17 |
| 净营运资金增加 | -31 | -333 | 1,643 | 646 | 1,466 |
| 其他 | 123 | 1,037 | -2,843 | -1,014 | -2,577 |
| 投资活动产生现金流 | -1,825 | 60 | -262 | -200 | -200 |
| 净资本支出 | -176 | -264 | -200 | -200 | -200 |
| 长期投资变化 | 11 | 42 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -1,660 | 281 | -62 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 1,512 | -137 | 82 | 36 | 382 |
| 股本变化 | 41 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | -2 | 9 | 11 | -11 | 326 |
| 无息负债变化 | 3 | 233 | 611 | 391 | 593 |
| 净现金流 | 35 | 805 | -676 | 487 | 390 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 33.9% | 32.9% | 35.9% | 37.4% | 38.3% |
| EBITDA 率 | 15.6% | 12.7% | 14.3% | 16.0% | 15.9% |
| EBIT 率 | 9.8% | 6.9% | 14.2% | 15.8% | 15.7% |
| 税前净利润率 | 7.2% | 4.3% | 14.4% | 15.9% | 15.7% |
| 归母净利润率 | 6.7% | 4.2% | 14.0% | 15.4% | 15.3% |
| ROA | 4.7% | 3.1% | 14.0% | 15.7% | 15.1% |
| ROE (摊薄) | 5.6% | 3.9% | 19.4% | 21.8% | 22.0% |
| 经营性 ROIC | 16.2% | 17.2% | 22.9% | 25.6% | 23.1% |

| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 资产负债率 | 16% | 21% | 28% | 28% | 31% |
| 流动比率 | 6.24 | 4.45 | 3.22 | 3.22 | 2.86 |
| 速动比率 | 5.23 | 3.98 | 2.38 | 2.44 | 2.12 |
| 归母权益/有息债务 | 108.54 | 85.02 | 80.23 | 134.78 | 16.45 |
| 有形资产/有息债务 | 120.23 | 99.48 | 105.05 | 178.53 | 23.17 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 3,323 | 3,686 | 5,008 | 6,395 | 8,615 |
| 货币资金 | 1,702 | 1,929 | 1,253 | 1,740 | 2,130 |
| 交易性金融资产 | 384 | 614 | 614 | 614 | 614 |
| 应收帐款 | 242 | 222 | 496 | 581 | 928 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 25 | 33 | 51 |
| 其他应收款 (合计) | 22 | 16 | 150 | 65 | 85 |
| 存货 | 463 | 330 | 1,061 | 1,267 | 1,839 |
| 其他流动资产 | 41 | 12 | 444 | 822 | 1,361 |
| 流动资产合计 | 2,862 | 3,127 | 4,077 | 5,184 | 7,083 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 11 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 固定资产 | 224 | 230 | 303 | 396 | 502 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 105 | 184 | 243 |
| 无形资产 | 96 | 122 | 120 | 117 | 115 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 4 | 14 | 76 | 76 | 76 |
| 非流动资产合计 | 462 | 559 | 930 | 1,211 | 1,533 |
| 总负债 | 521 | 762 | 1,385 | 1,765 | 2,685 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 11 | 0 | 326 |
| 应付账款 | 212 | 408 | 547 | 735 | 998 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 23 | 33 | 37 |
| 预收账款 | 27 | 0 | 150 | 196 | 271 |
| 其他流动负债 | 50 | 70 | 190 | 270 | 375 |
| 流动负债合计 | 459 | 703 | 1,266 | 1,608 | 2,475 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 49 | 59 | 118 | 157 | 209 |
| 非流动负债合计 | 62 | 59 | 118 | 158 | 209 |
| 股东权益 | 2,802 | 2,923 | 3,623 | 4,630 | 5,931 |
| 股本 | 411 | 411 | 411 | 411 | 411 |
| 公积金 | 2,026 | 2,109 | 2,179 | 2,270 | 2,270 |
| 未分配利润 | 385 | 444 | 1,075 | 1,992 | 3,294 |
| 归属母公司权益 | 2,799 | 2,919 | 3,620 | 4,627 | 5,929 |
| 少数股东权益 | 4 | 4 | 3 | 2 | 1 |

| 费用率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| 管理费用率 | 4% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 财务费用率 | -1% | 1% | 0% | 0% | 0% |
| 研发费用率 | 20% | 21% | 17% | 17% | 18% |
| 所得税率 | 7% | 4% | 3% | 3% | 3% |

| 每股指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股经营现金流 | 0.83 | 2.25 | -1.20 | 1.58 | 0.51 |
| 每股净资产 | 6.81 | 7.10 | 8.80 | 11.26 | 14.42 |
| 每股销售收入 | 5.73 | 6.66 | 12.19 | 15.87 | 20.72 |

| 估值指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 229 | 315 | 52 | 36 | 28 |
| PB | 12.9 | 12.4 | 10.0 | 7.8 | 6.1 |
| EV/EBITDA | 108 | 116 | 50 | 34 | 26 |
| 股息率 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |

预期永续(挂牌终止)

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE