

蔚蓝锂芯 (002245.SZ) 锂电放量叠加 LED 回暖, 科技顺昌望迎戴维斯双击

2021 年 05 月 06 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

刘翔 (分析师)

傅盛盛 (分析师)

liuxiang2@kysec.cn

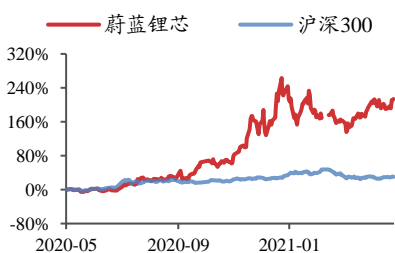
fushengsheng@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790520070007

| | |
|--------------|------------|
| 日期 | 2021/4/30 |
| 当前股价(元) | 12.35 |
| 一年最高最低(元) | 14.33/3.70 |
| 总市值(亿元) | 127.92 |
| 流通市值(亿元) | 119.67 |
| 总股本(亿股) | 10.36 |
| 流通股本(亿股) | 9.69 |
| 近 3 个月换手率(%) | 189.14 |

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 科技顺昌焕发新生, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

公司以金融物流起家, 后逐渐将业务拓展到 LED 和锂电池领域。无绳化加速电动工具普及, 产能规模的快速扩张带动了公司锂电池业务的加速成长, 也是公司未来三年成长的最主要来源。在行业回暖和 mini LED 商业化背景下, 公司 LED 业务有望实现扭亏。随着锂电池的放量和收入占比的提升, 我们认为公司有望迎来业绩和估值双升的戴维斯双击。我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 6.02/9.04/12.30 亿元, 当前股价对应 PE 为 21.3/14.1/10.4 倍, 公司当前市值低于我们根据分部估值法测算的行业平均估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 锂电池: 小型动力电池龙头受益电动工具无绳化, 两年再造两个天鹏电源。

公司锂电池产品主要聚焦于以电动工具为主的小型动力电池市场。(1) 公司是国内唯一全部进入全球 TOP5 电动工具公司供应链的小型动力电池供应商, 充分受益无绳化带来的小型动力电池需求的快速增长; (2) 两年再造两个天鹏电源为公司锂电业务的快速扩张解决了产能瓶颈。

● LED: Mini 背光蓄势待发, 行业回暖提升盈利能力。

公司 2011 年切入 LED 芯片行业, 通过持续不断的投入以及跟木林森的结盟, 7 年时间跻身行业前三。公司在 Mini LED 技术储备初见成效, 产品蓄势待发, 未来随着渗透率的提升, Mini LED 业务有望迎来强劲成长。LED 行业的回暖预计将显著提升公司 LED 业务的盈利水平。

● 金属物流配送: 稳健的现金牛业务。

国内领先的金属物流配送供应商。股权架构调整, 为未来业务增长注入发展动力。2020 年 10 月 26 日, 公司发布公告, 对金属物流业务子公司进行股权架构调整。调整完成后, 公司不再直接持有其他主要金属物流业务子公司股权, 而是通过控股子公司江苏澳洋顺昌科技材料 (持股 80.14%) 总体经营金属物流业务。此外, 股权架构调整后, 公司金属板块核心人员均通过苏州太上知企业和凯盛物流两家公司参与了持股, 核心人员的持股为公司金属板块的未来发展注入了发展动力。

● 风险提示: 锂电池需求低于预期; 公司产能释放受限; LED 产能过剩风险等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,481 | 4,234 | 5,750 | 7,649 | 9,677 |
| YOY(%) | -18.2 | 21.6 | 35.8 | 33.0 | 26.5 |
| 归母净利润(百万元) | 118 | 278 | 602 | 904 | 1,230 |
| YOY(%) | -47.9 | 136.3 | 116.5 | 50.3 | 36.0 |
| 毛利率(%) | 12.7 | 16.1 | 20.0 | 21.1 | 21.7 |
| 净利率(%) | 3.4 | 6.6 | 10.5 | 11.8 | 12.7 |
| ROE(%) | 5.0 | 8.3 | 15.3 | 18.8 | 20.5 |
| EPS(摊薄/元) | 0.11 | 0.27 | 0.58 | 0.87 | 1.19 |
| P/E(倍) | 108.8 | 46.0 | 21.3 | 14.1 | 10.4 |
| P/B(倍) | 6.3 | 5.0 | 4.1 | 3.2 | 2.5 |

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1、科技顺昌焕发新生 | 4 |
| 2、锂电池：无绳化加速电动工具普及，积极扩产抢占市场 | 6 |
| 2.1、无绳化趋势赋予电动工具用锂电池广阔市场空间 | 6 |
| 2.2、日韩企业领先电动工具锂电市场，中国厂商份额稳步提升 | 8 |
| 2.3、国内领先的小型动力电池供应商，两年再造两个天鹏电源 | 8 |
| 3、LED：Mini 背光蓄势待发，行业回暖提升盈利能力 | 10 |
| 3.1、白光 LED 先驱者，7 年跻身国内行业前三 | 10 |
| 3.2、Mini LED 背光产品蓄势待发 | 11 |
| 3.3、行业回暖提升公司 LED 业务盈利能力 | 13 |
| 4、金属物流配送：稳健的现金牛业务 | 15 |
| 5、盈利预测与投资建议 | 16 |
| 5.1、盈利预测 | 16 |
| 5.2、投资建议 | 17 |
| 6、风险提示 | 18 |
| 附：财务预测摘要 | 19 |

图表目录

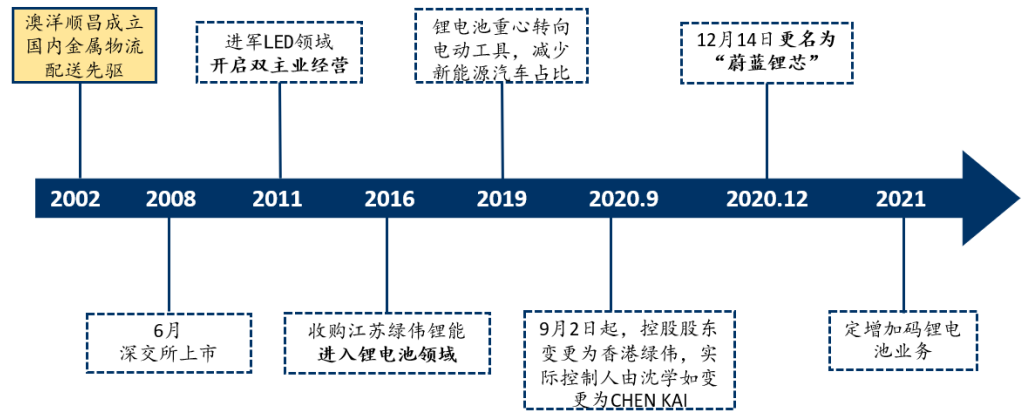
| | |
|--|----|
| 图 1：蔚蓝锂芯以金属物流起家，后拓展至 LED、锂电池领域，形成三主业模式 | 4 |
| 图 2：公司控股股东为香港绿伟有限公司，实际控制人为 CHEN KAI | 4 |
| 图 3：收入规模稳步壮大，百万元 | 5 |
| 图 4：归母净利润受锂电池拉动增长明显，百万元 | 5 |
| 图 5：锂电池收入占比持续提升 | 5 |
| 图 6：2020 年锂电池毛利占比已达到 50% | 5 |
| 图 7：2020 年利润率、股东回报率触底回升 | 6 |
| 图 8：在建工程大幅增加为后续成长打下基础，百万元 | 6 |
| 图 9：全球电动工具市场有望稳步成长，亿美元 | 6 |
| 图 10：国内电动工具产量占全球 70% 以上，万台 | 6 |
| 图 11：中国电动工具锂电渗透率有望持续上升，亿台 | 7 |
| 图 12：中国电动工具用锂电池出货规模预测，GWh | 7 |
| 图 13：日韩企业领先电动工具锂电市场，中国厂商份额稳步走高 | 8 |
| 图 14：公司通过收入天鹏电源进入锂电池行业 | 8 |
| 图 15：锂电池业务收入实现快速增长，百万元 | 8 |
| 图 16：LED 7 年跻身国内前三 | 10 |
| 图 17：行业回暖，LED 收入 2020 年开始回升，百万元 | 10 |
| 图 18：技术水平持续进步 | 11 |
| 图 19：7 年跻身国内 LED 芯片产能规模前三，2017 | 11 |
| 图 20：木林森战略入股淮安澳洋顺昌 | 11 |
| 图 21：Mini LED 成本开始具备市场竞争力，美元 | 12 |
| 图 22：苹果新发布 mini LED 背光 iPad Pro | 13 |
| 图 23：2023 年 Mini LED 规模望超 10 亿美元，百万美元 | 13 |
| 图 24：国内 LED 产值 7013 亿元，芯片占比 3.2% | 14 |

| | |
|---|----|
| 图 25: 通用照明是最大应用市场 | 14 |
| 图 26: 2020Q3 开始, 照明出口需求大幅增长, 百万美元 | 14 |
| 图 27: LED 芯片产业逆势增长, 百万元 | 14 |
| 图 28: LED 芯片行业 2020Q1 进入业绩拐点, 百万元 | 15 |
| 图 29: 公司 LED 盈利能力 2020H2 开始改善, 百万元 | 15 |
| 图 30: 金属物流配送行业主要为客户提供仓储、加工和配送业务 | 15 |
| 图 31: 公司主要为客户提供钢铁薄板和铝合金板 | 16 |
| 图 32: 金属物流每年为公司贡献了稳定的毛利, 百万元 | 16 |
| 图 33: 股权架构调整后, 公司通过子公司顺昌科技总体经营金属物流业务 | 16 |
| | |
| 表 1: 前十大厂商占据了全球电动工具 70% 以上的市场 | 7 |
| 表 1: 公司技术水平直追行业龙头 | 9 |
| 表 2: 天鹏电源已成为国际 Top 5 电动工具领导厂商的重要选择 | 9 |
| 表 3: 定增加码锂电池业务, 两年再造两个天鹏电源, 百万元 | 10 |
| 表 4: Mini LED 背光可以作为 LCD 的升级技术与 OLED 抗衡 | 12 |
| 表 5: 公司在 Mini LED 的技术储备初见成效 | 13 |
| 表 6: 公司收入拆分假设 | 17 |
| 表 7: 可比公司估值 | 18 |

1、科技顺昌焕发新生

蔚蓝锂芯原名澳洋顺昌,主要从事锂电池、LED芯片及金属物流配送三大业务。公司成立于2002年,以金属物流配送业务起家,为超过1000家知名企业提供金属材料的仓储、分拣、套裁、包装、配送以及来料加工等完整供应链服务。2008年公司上市;2011年,公司进军LED芯片行业,并在随后迅速成长为国内第三大LED芯片供应商;2016年5月,通过收购江苏绿伟锂能(江苏绿伟)40%股份并增资到47.06%,蔚蓝锂芯顺利进入锂电池领域,公司在工具型动力锂电池处于领先地位,是国内唯一全部进入全球TOP5电动工具公司供应链的小型动力电池供应商。

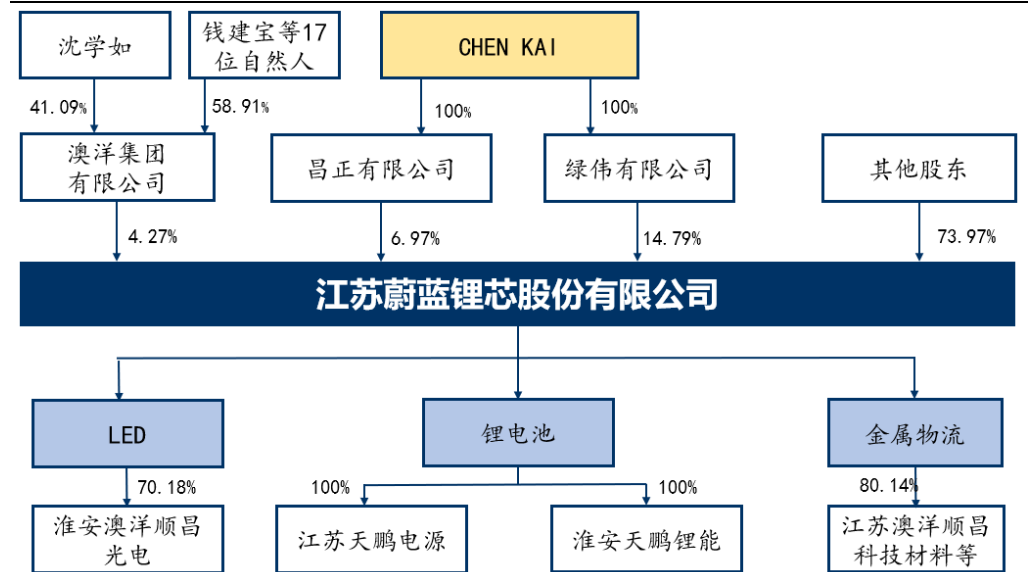
图1: 蔚蓝锂芯以金属物流起家,后拓展至LED、锂电池领域,形成三主业模式



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

公司控股股东为香港绿伟有限公司,实际控制人为CHEN KAI。截至2020年12月31日,绿伟有限公司直接持有蔚蓝锂芯14.79%的股份,是公司控股股东。CHEN KAI先生通过绿伟有限公司和昌正有限公司间接持有公司21.76%股份,是蔚蓝锂芯的实际控制人。同时CHEN KAI(陈锴)亦是公司董事长和总经理。

图2: 公司控股股东为香港绿伟有限公司,实际控制人为CHEN KAI



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

收入利润趋势向上，铝电解电容器贡献超过7成。2008年上市以来，公司营业收入和归母净利润短期虽有波动，但总体保持向上趋势。2008-2020年，公司收入复合增速15.6%，归母净利润CAGR 23.8%。收入占比上，2020年金属物流占比46%，占比最大，其次是锂电池的34%、LED的20%。毛利方面，锂电池贡献最大占比50%，其次是金属物流的45%，LED受芯片价格持续下行拖累占比6%。

图3: 收入规模稳步壮大, 百万元



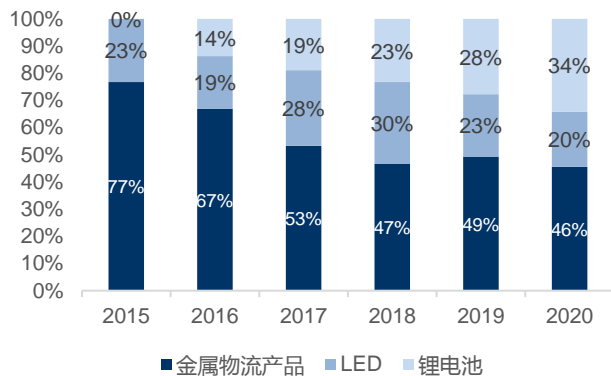
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 归母净利润受锂电池拉动增长明显, 百万元



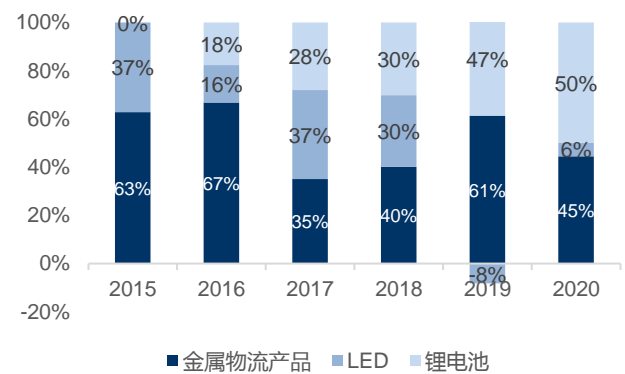
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 锂电池收入占比持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

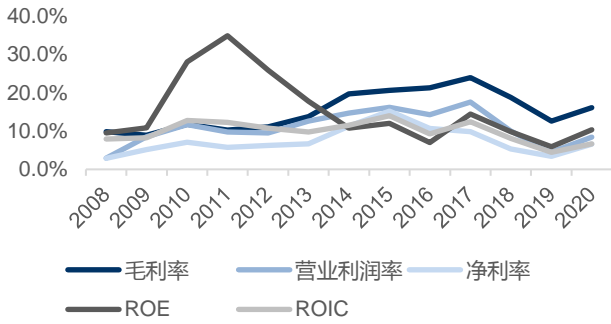
图6: 2020年锂电池毛利占比已达到50%



数据来源: Wind、开源证券研究所

毛利率、股东回报率触底回升，在建工程增加为后续成长打下基础。得益于锂电占比提升带来的产品结构的改善、LED行业回暖，毛利率和ROE（2008~2020年中位数10.8%）均触底回升。2016年以来，在建工程较之前大幅增加（2019-2020主要是锂电池业务投资），电动工具对锂电池需求的持续增长和在建工程增加为公司后续快速成长打下坚实基础。

图7: 2020 年利润率、股东回报率触底回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 在建工程大幅增加为后续成长打下基础, 百万元



数据来源: Wind、开源证券研究所

蔚蓝锂芯未来主要看点: 锂电池受益电动工具需求增长、LED 业务受益行业反转和 mini LED 商用、产品结构优化 (锂电池占比提升) 增强了公司盈利能力。

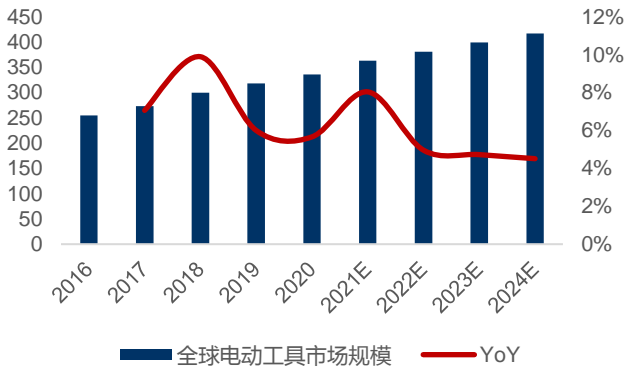
2、锂电池: 无绳化加速电动工具普及, 积极扩产抢占市场

2020 年公司锂电池收入占比 34%, 毛利占比 50%, 产品主要聚焦于以电动工具为主的小型动力电池市场。(1) 公司是国内唯一全部进入全球 TOP5 电动工具公司供应链的小型动力电池供应商, 充分受益无绳化带来的小型动力电池需求的快速增长; (2) 两年再造两个天鹏电源为公司锂电业务的进一步扩张解决了产能瓶颈。

2.1、无绳化趋势赋予电动工具用锂电池广阔市场空间

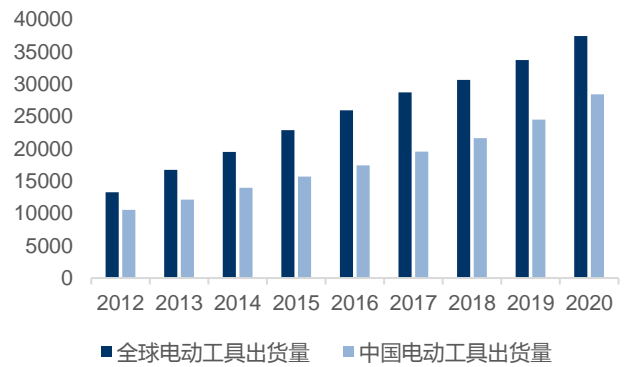
电动工具应用广泛, 全球 336 亿美元市场规模。电动工具指用手握持操作, 以小功率电动机或电磁铁作为动力, 通过传动机构来驱动作业工作的工具。电动工具广泛应用于建筑道路、金属加工、木材加工、户外园林等国民经济各个领域。随着世界经济的发展, 电动工具整机及零部件制造商面临广阔的市场空间。根据 Markets and Markets 数据, 预计到 2024 年, 全球电动工具市场规模将从 2020 年的 336 亿美元增长到 417 亿美元左右。根据真锂研究数据, 2012 年以来, 全球和中国电动工具市场高速发展, 中国电动工具市场出货量在全球的占比基本维持在 70% 以上。

图9: 全球电动工具市场有望稳步成长, 亿美元



数据来源: Markets and Markets、开源证券研究所

图10: 国内电动工具产量占全球 70% 以上, 万台



数据来源: 真锂研究、开源证券研究所

全球电动工具市场格局稳定，TTI、SB&D 等企业占据主要份额。经过多年发展，全球电动工具行业已形成较为稳定和集中的竞争格局，SB&D、TTI、Bosch、Makita、HiKOKI 等大型跨国公司占据了 70% 以上市场份额。中国虽然是电动工具的生产大国，但是大部分仍以 OEM 和 ODM 为主。

表1: 前十大厂商占据了全球电动工具 70% 以上的市场

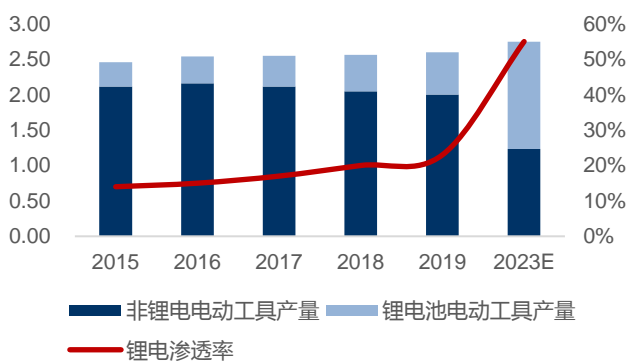
| 序号 | 名称 | 原产国/地区 |
|----|----------------------------------|--------|
| 1 | Techtronic (创科集团) | 中国香港 |
| 2 | Stanley Black & Decker (史丹利百德公司) | 美国 |
| 3 | Makita (牧田) | 日本 |
| 4 | Bosch (博世) | 德国 |
| 5 | METABO (麦太保) | 德国 |
| 6 | HIKOKI 日立(高壹) | 日本 |
| 7 | Stihl (斯蒂尔) | 德国 |
| 8 | DeWalt 得伟 | 美国 |
| 9 | Apex Tool Group (艾沛克斯) | 美国 |
| 10 | Husqvarna (胡斯华纳) | 瑞典 |

资料来源: 真锂研究、开源证券研究所

无绳化趋势赋予电动工具用锂电池广阔市场空间。近年来随着电动工具小型化、便捷化发展趋势，无绳类电动工具渗透率越来越高，中国产业信息网数据显示，2019 年全球无绳电动工具市场约为 180 亿美元，渗透率约为 61% 左右。无绳电动工具最重要的配件是电池，之前主要采用镍镉电池。与镍镉电池相比，锂离子电池能量密度更高、体积更小、寿命更长、频繁充电放电依然能够保持性能稳定。2017 年 1 月欧盟发布新规全面禁止在无线电动工具中使用镍镉电池，加速了锂电池在电动工具中对镍镉电池的替代。2019 年国内锂电池电动工具占国内电动工具市场约为 23%，2023 年有望达到 55%。

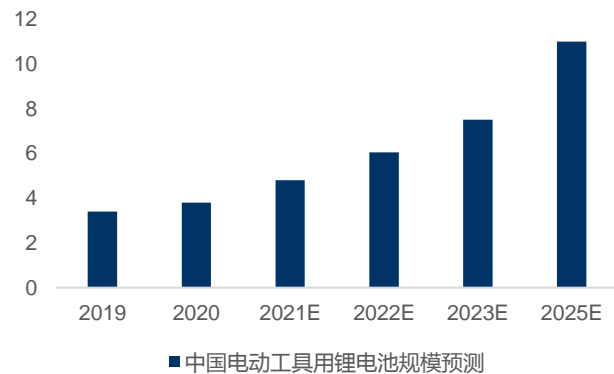
根据上文全球电动市场规模和国内市场占比数据，结合锂电池成本占比 20%-30%，我们预计 2023 年国内电动工具用锂电池市场有望达到 56~84 亿美元规模，发展空间大。

图11: 中国电动工具锂电渗透率有望持续上升，亿台



数据来源: GGII、开源证券研究所

图12: 中国电动工具用锂电池出货规模预测, GWh

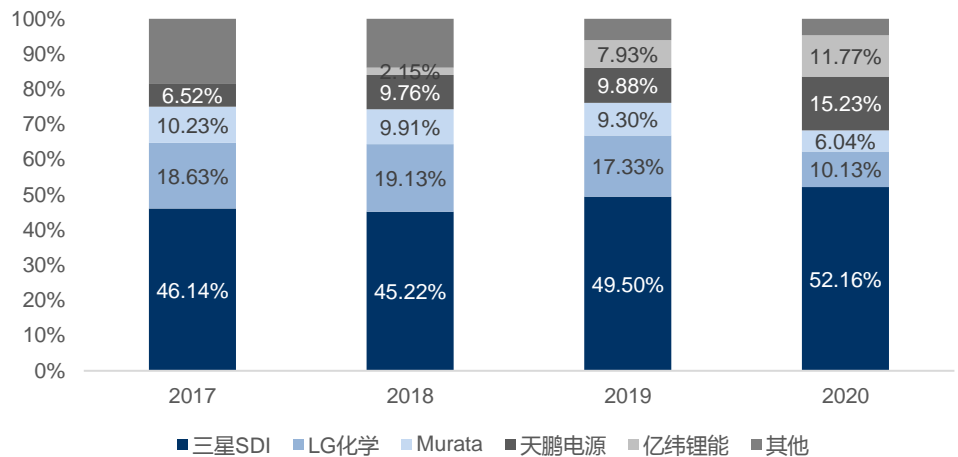


数据来源: GGII、开源证券研究所

2.2、日韩企业领先电动工具锂电市场，中国厂商份额稳步提升

当前，全球电动工具锂电池市场中，日韩企业仍占据主要市场份额。真锂研究数据显示，2020年全球电动工具锂电池市场中，三星SDI、LG化学、Murata三家合计占了68.33%份额，仅三星SDI一家就占了52.16%。国内厂商虽然占比较低，但凭借着性能、规模、成本、服务效率等综合优势，逐步进入全球电动工具领导厂商的供应链，市场份额稳步走高。

图13：日韩企业领先电动工具锂电市场，中国厂商份额稳步走高

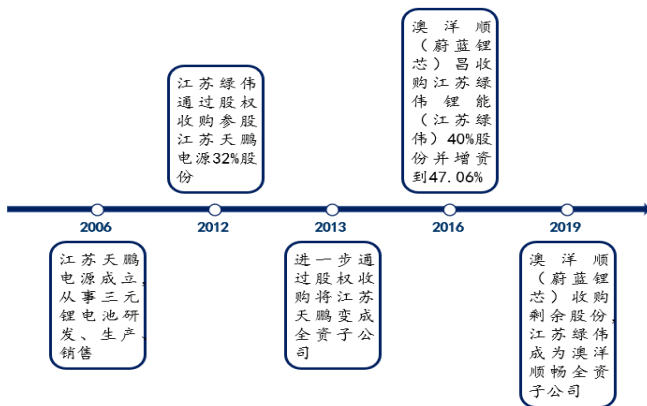


数据来源：真锂研究、开源证券研究所

2.3、国内领先的小型动力电池供应商，两年再造两个天鹏电源

国内领先的小型动力电池供应商。公司全资子公司天鹏电源在三元圆柱动力电池领域具有10多年的研发和制造经验的积累。2013年公司大规模量产2.0Ah高倍率圆柱形锂电芯，2017年量产高能量密度NCA圆柱形锂电芯。2019年，公司进行战略调整，将锂电池业务重心转为坚持以小型动力电池（包含电动工具、电动二轮车/摩托车/叉车/AGV车，及扫地机器人/吸尘器等配套的动力电池）为主，大幅减少新能源汽车行业产品供货。目前，在工具型动力电池领域天鹏电源处于行业领先地位，收入规模实现快速增长。

图14：公司通过收入天鹏电源进入锂电池行业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图15：锂电池业务收入实现快速增长，百万元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

搭建一流锂电池研发制造平台，技术水平直追行业龙头。公司研发团队包含了材料基础研究（成立了基础材料技术国际级研究院）、电化学反应与机理研究、结构件研究与开发、产品设计评价与失效分析、实验室产品实现与量产转化、电芯综合测试评价等多方面基础平台。制造方面，公司通过引入行业专家（生山清一先生，拥有在索尼公司 35 年的锂电芯设计、制造和品质管理经验）担当高级制造副总裁，并同时引进日系制造与技术团队，借助日系精密制造系统经验与核心成熟人才，建立了日式制造体系。经过多年发展，公司技术水平直追行业龙头，已经达到行业领先水平。

表1: 公司技术水平直追行业龙头

| 公司 | 18650 | | | 21700 | |
|--------|-------|----------|-----------|----------|-----------|
| | 标称电压 | 持续放电电流 A | 容量 mAh | 持续放电电流 A | 容量 mAh |
| 天鹏电源 | 3.6V | 10~30 | 1500~3500 | 10~45 | 3000~5000 |
| 三星 SDI | 3.6V | 15~23 | 1300~2500 | 10~45 | 3000~5000 |

数据来源：天鹏电源官网、三星 SDI 官网、开源证券研究所

聚焦以电动工具为主的小型动力电池市场，全面推动与国际国内大客户合作。公司坚持大客户战略，在电动工具领域与 BOSH、Stanley Black&Decker、TTI 等国际知名品牌和东成、大艺等国内第一梯队的工具制造商稳定合作，是国内唯一全部进入全球 TOP5 电动工具公司供应链的小型动力电池供应商。此外，公司也积极拓展高端二轮车市场，目前已通过本田系列等供应商审核，并与“小米生态链公司”速珂智能（SOCO）开展战略合作。

表2: 天鹏电源已成为国际 Top 5 电动工具领导厂商的重要选择

| 电动工具锂电供应商 | 国际电动工具企业客户 | 中国电动工具企业客户 |
|-----------|--------------------------------|------------------------------|
| SDI | TTI、百得、博世、Mikita、Hitachi、Hilti | 宝时得、泉峰 |
| Murata | TTI、Mikita、Hilti | |
| 松下 | Mikita、Hitachi | |
| 天鹏电源 | 博世、TTI、百得、麦太保、伊莱克斯 | 大艺、东成、泉峰、格力博、宝时得、科沃斯、莱克电器、大疆 |
| 亿纬锂能 | TTI、麦太保、伊莱克斯 | 东成、科创、格力博 |
| 海四达 | TTI | 宝时得、泉峰、东成、科沃斯、美的、小米 |
| 九夷锂能 | 百得、BMZ 集团 | 新科 |

资料来源：真锂研究、开源证券研究所

定增加码锂电池业务，两年再造两个天鹏电源。2021 年 3 月 6 日，公司发布定增预案，拟非公开发行募集资金总额不超过 15 亿元，用于张家港二期和淮安一期锂电池扩产项目。其中，张家港二期预计投资 12.56 亿元，第一产线将于 2021 年 10 月投产，二期扩建项目将于 2022 年全部竣工。淮安一期项目计划投资 23.35 亿元，项目预计 2022Q4 投产。张家港二期和淮安一期项目达产后，天鹏电源预计年新增 9 亿颗，总产能达到 13 亿颗 18650/21700 圆柱锂离子电芯的生产能力，两年再造两个天鹏电源。除此之外，公司在淮安规划有二期项目，二期项目规模与一期项目相同，为公司锂电池进一步产能扩张预留了空间。

表3: 定增加码锂电池业务, 两年再造两个天鹏电源, 百万元

| | 年产能/亿只 | 日产能/万只 | 状况 | 投资 | 预计收入 | 预计利润 |
|---------|--------|--------|--------|------|------|------|
| 张家港一厂 | 1 | 27.78 | 在产 | | 1447 | 267 |
| 张家港二厂一期 | 3 | 83.33 | 在产 | | | |
| 张家港二厂二期 | 3 | 83.33 | 2021Q4 | 1256 | 1703 | 242 |
| 淮安一期 | 6 | 166.67 | 2022Q4 | 2350 | 3393 | 499 |
| 淮安二期 | 6 | 166.67 | - | | | |

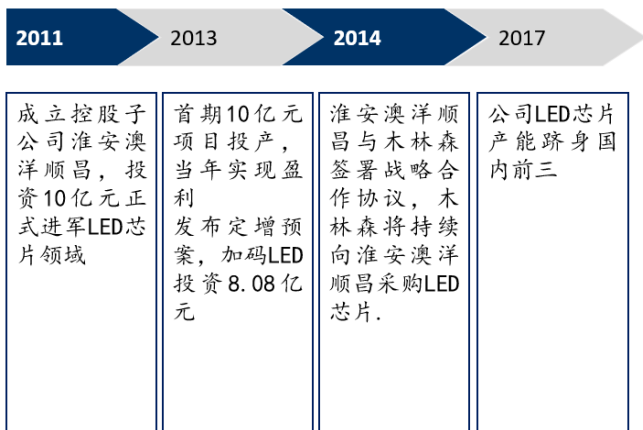
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3、LED: Mini 背光蓄势待发, 行业回暖提升盈利能力

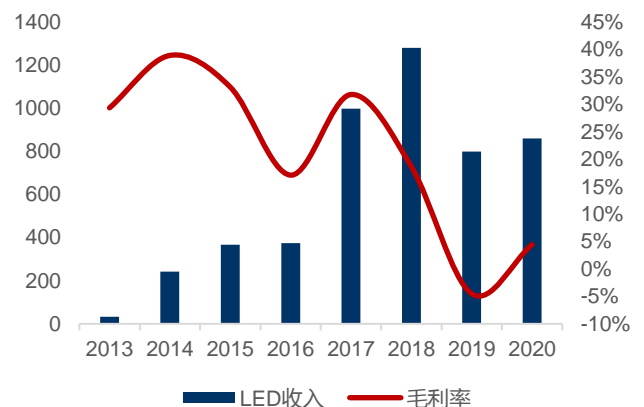
公司 2011 年切入 LED 芯片行业, 通过持续不断的投入以及跟木林森的结盟, 7 年时间跻身行业前三。公司在 Mini LED 技术储备初见成效, 产品蓄势待发, 未来随着渗透率的提升, Mini LED 业务有望迎来强劲成长。LED 行业的回暖有望显著提升了公司 LED 业务的盈利能力。

3.1、白光 LED 先驱者, 7 年跻身国内行业前三

国内主要的 LED 芯片供应商。2011 年, 公司成立控股子公司淮安澳洋顺昌, 投资 10 亿元正式进军 LED 芯片领域; 2013 年公司首期 10 亿元项目投产, 当年实现盈利; 2013 年, 公司发布定增预案, 加码 LED 投资 8.08 亿元; 2014 年, 淮安澳洋顺昌与木林森签署战略合作协议, 木林森将持续向淮安澳洋顺昌采购 LED 芯片, 正式结盟木林森。2017 年, 公司 LED 芯片产能跻身国内前三。目前, 蔚蓝锂芯控股子公司淮安光电已经成为国内主要的 LED 芯片供应商之一, 公司外延片波长命中率处于行业前列, 结合芯片高良率和高稳定的特性, 受到了行业内客户的一致好评, 成为了白光 LED 的先驱者。

图16: LED 7 年跻身国内前三


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

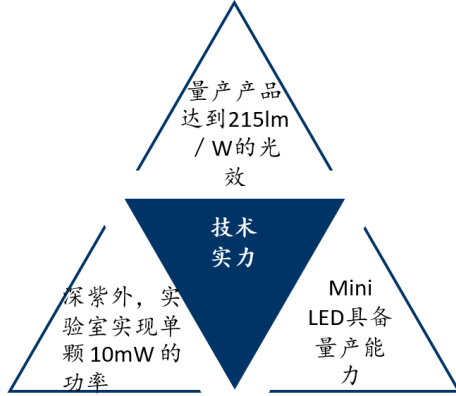
图17: 行业回暖, LED 收入 2020 年开始回升, 百万元


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

技术、规模持续进步。淮安澳洋顺昌是行业内极少数具有从衬底切磨抛、PSS、外延片到芯片的完整产业链的公司。目前淮安澳洋顺昌在倒装、高光效、高压、背光、Mini 等高端产品应用领域, 形成了全新的产品布局。在深紫外领域, 公司走产

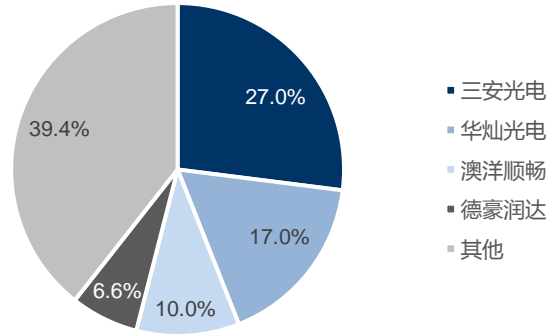
学研合作的道路，与国内外两个团队合作开发深紫外 LED 芯片，目前实验室内已达到单颗 10mW 的功率。Mini LED 方面，公司 Mini LED 背光产品已在一线模组厂进入小批量生产阶段。产能方面，7 年时间公司跻身国内 LED 芯片产能规模前三。

图18: 技术水平持续进步



资料来源：公司公告、开源证券研究所

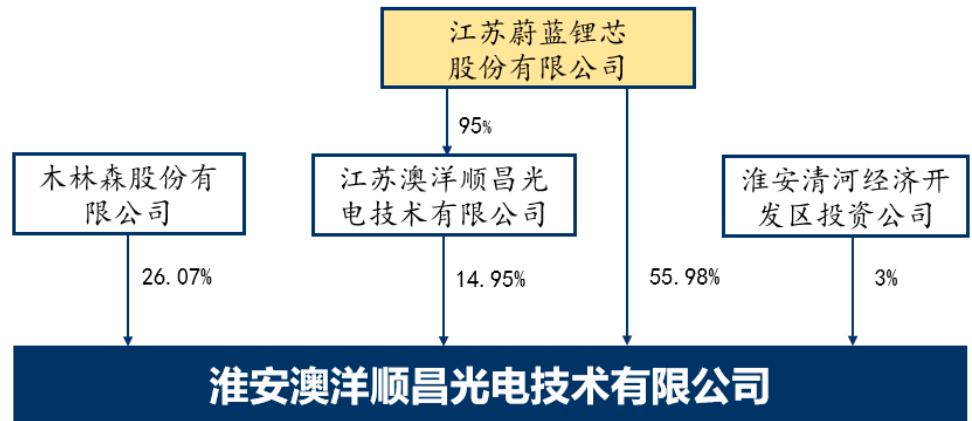
图19: 7年跻身国内LED芯片产能规模前三，2017



数据来源：CSA Research、开源证券研究所

战略结盟木林森，加速公司壮大。2014年5月20日，子公司淮安澳洋顺昌与木林森签署《战略合作协议》，木林森将持续向淮安光电采购 LED 芯片，两年内合计金额不低于4亿元人民币。2016年12月21日，两者合作进一步深化，木林森战略入股淮安澳洋顺昌。通过与木林森合作，公司获得了长期稳定的订单，有助于公司 LED 产品销售的稳定性与连续性。战略合作也有助于淮安光电对于 LED 芯片应用领域最新技术走向的了解及提升芯片研发水平，使淮安光电技术研发更贴近市场需求。

图20: 木林森战略入股淮安澳洋顺昌



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、Mini LED 背光产品蓄势待发

Mini LED 背光是 LCD 与大尺寸 OLED 竞争的利器。Mini LED 又称次毫米发光二极管，是指采用数十微米级的 LED 晶体构成的显示屏，介于 Micro LED 和小间距显示之间。采用 Mini LED 背光的 LCD，能够以全矩阵式的方式进行分区调光，如低分辨率的黑白画面，强化显示画面的高对比度以及高分辨率，达到 HDR 效果，

同时 Mini LED 的芯片尺寸又持续缩小，能增加控光区域，让画面更加细致，显示效果和厚度接近 OLED，且具有省电功能。此外，由于具有异型切割特性，搭配软性基板亦可达成高曲面背光的形式，可以用于生产曲面屏。从量产上看，相比 Micro LED，Mini LED 技术难度更低，更容易实现量产。

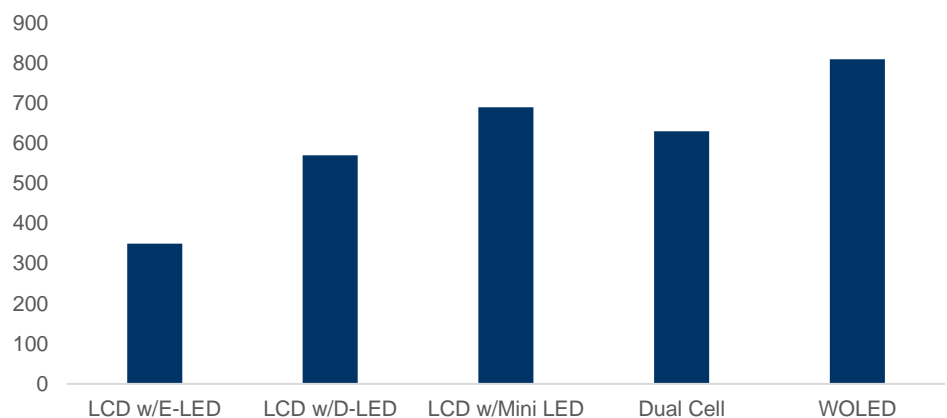
表4: Mini LED 背光可以作为 LCD 的升级技术与 OLED 抗衡

| 比较项目 | TFT-LCD | Mini LED | OLED | Micro LED |
|--------|---------|----------|------|-----------|
| 光源 | 背光源 | 背光 | 自发光 | 自发光 |
| 对比度 | 5000:1 | 接近 OLED | ∞ | ∞ |
| 亮度 | 低 | 中 | 中 | 高 |
| HDR 效果 | 低-中 | 中-高 | 高 | 高 |
| 反应时间 | ms | μs | μs | ns |
| 柔软度 | 不可卷绕 | 不可卷绕 | 可卷绕 | 可卷绕 |
| 功耗 | 高 | 低 | 中 | 低 |
| 寿命 | 长 | 长 | 短 | 长 |
| 成本 | 低 | 中 | 中高 | 高 |

资料来源：LEDinside、开源证券研究所

Mini LED 成本开始具备市场竞争力。随着 LED 打件速率的提升、Mini LED 芯片价格下滑，使得采用 Mini LED 背光的显示器成本明显下降。集邦咨询预计，65 寸 4K 电视若采用 Mini LED 背光，整个显示器模组的生产成本预估较 2018 年下降约 5~10%。与传统 LCD 和 OLED 相比，Mini LED 价格也开始具备市场竞争力。集邦咨询估计，以 65 寸 UHD 4K 电视为例，高端的侧入式背光显示器模组生产成本约在 350 美元；而采用被动式驱动的 Mini LED 背光（LED 使用颗数 16,000 颗）的显示器模组则约在 650~690 美元之间；海信叠屏电视(Dual Cell)显示器模组成本约 630 美元左右；WOLED 显示器模组成本预计在 800 美元以上。

图21: Mini LED 成本开始具备市场竞争力，美元

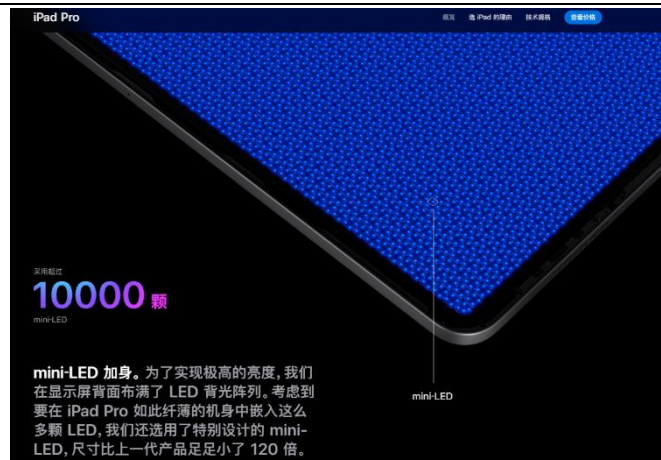


数据来源：TrendForce、开源证券研究所

技术逐步成熟，Mini LED 开启商业化之路。随着 Mini LED 技术的逐步成熟、成本的下降，终端厂商纷纷导入 Mini LED 背光产品。2020 年 10 月 22 日，TCL 发布了全球首款基于 IGZO 玻璃基板的主动式 Mini-LED 142 寸显示屏，小米、康佳等厂商也已发布 Mini LED 背光产品，三星、LG、长虹等预计 2021 年推出此类产品，集邦咨询预计 2021 年 Mini LED 背光电视将会达到 440 万台，占整体电视市场比重

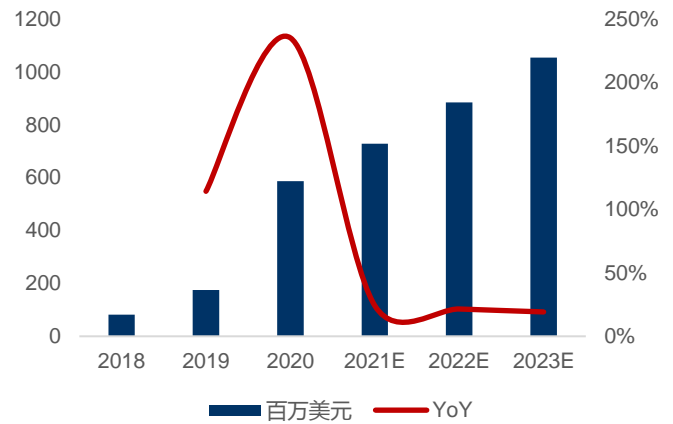
约 2%。平板方面,苹果预计 2021Q1 推出 12.9 寸的 Mini LED 背光 iPad Pro。LEDinside 预计,到 2023 年,Mini LED 背光产品市场规模将超过 10 亿美元。

图22: 苹果新发布 mini LED 背光 iPad Pro



资料来源: 苹果官网

图23: 2023 年 Mini LED 规模望超 10 亿美元, 百万美元



数据来源: LEDinside、开源证券研究所

技术储备初见成效, Mini LED 背光产品蓄势待发。 蔚蓝锂芯积极布局 Mini LED 背光技术, 目前相关项目的开发已阶段性完成, 在外延结构、波长集中性、芯片微小化、大角度发光角, 公司的技术储备已初见成效。技术的逐渐成熟为公司 Mini LED 背光产品的放量提供了有效支撑, 2020 年年报显示, 公司 Mini LED 已实现批量出货, 同时还推出大尺寸倒装 TV 背光产品, 实现国内首创应用。未来随着渗透率的提升, 公司 Mini LED 有望迎来强劲成长。

表5: 公司在 Mini LED 的技术储备初见成效

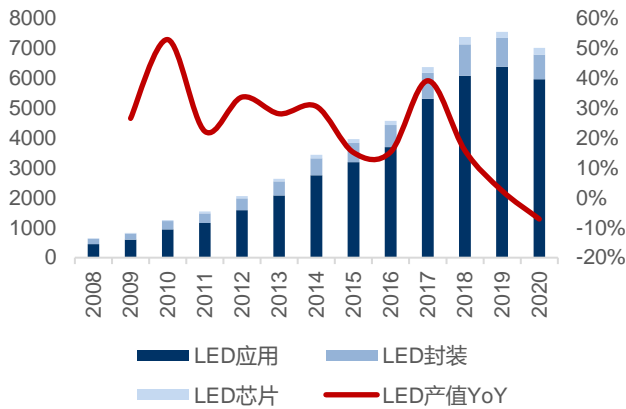
| 技术环节 | 解决问题 | 技术储备 |
|-------------|---|---|
| 外延结构 | Mini LED 相对于一般常规芯片的使用电流更小, 且波长使用的集中性高 | 优化了衬底与 GaN 晶格缺陷问题, 同时对 MOCVD 及石墨盘进行优化, 降低外延在高温生长环境过程的翘曲, 提高外延波长的集中性 |
| 芯片微小化 | Mini LED 长宽边介于 100 到 200 微米之间, Mini LED 在芯粒化过程中常常由于双晶导致产出良率过低 | 透过芯片端设计、研磨、划片、劈裂条件工艺等的持续优化, 提高了小尺寸芯粒的良率 |
| 大角度出光 | 芯片的出光角度决定了芯片的使用量, 同时大发光角也可提高背光源混光的均匀性 | 透过在芯片结构上做光学结构设计, 将发光角度增加 20 度, 侧面出光的增加将有利满足客户在大角度出光的需求 |
| Mini LED 芯片 | Mini LED 产业化 | 优化外延结构, 提升芯片技术性能及工艺流程等, 在产业链整合方面尤其是与下游面板厂家将全方位推广与布局 |

资料来源: LEDinside、开源证券研究所

3.3、行业回暖提升公司 LED 业务盈利能力

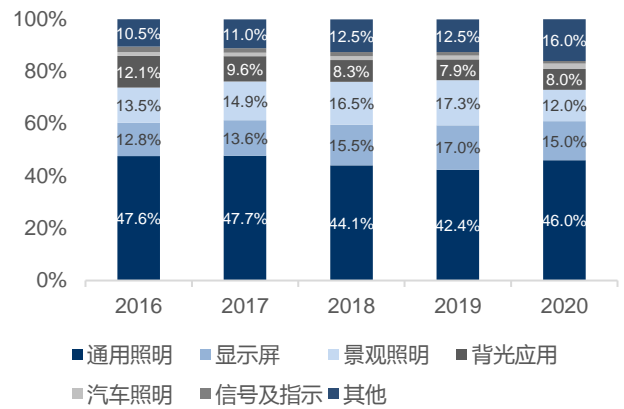
国内 LED 产值 7013 亿元, 芯片占比 3.2%, 通用照明是最大应用市场。LED 产业链构成包括, 上游芯片、中游封装、下游应用。2020 年国内 LED 行业产值 7013 亿元, 同比下滑 7.1%。其中上游芯片占比 3.2%, 约为 221 亿元; 中游封装 825 亿元, 占比 11.8%; 下游应用占比最大 85.1%, 约为 5967 亿元。从下游应用看, 通用照明是最大应用市场占比 46%, 其次为显示屏、景观照明、背光应用、汽车照明、信号及指示和其他。

图24: 国内 LED 产值 7013 亿元, 芯片占比 3.2%



数据来源: CSA Research、开源证券研究所

图25: 通用照明是最大应用市场



数据来源: CSA Research、开源证券研究所

出口增加、库存消化, 国内 LED 芯片产业逆势增长。在海外疫情影响下, 国内照明产品出口替代效应明显, 2020 年全年, 我国灯具、照明类产品对外出口 377.4 亿美元, 同比增长 13.7%。出口需求的增长, 加上行业库存的逐渐消化、Mini LED 市场的商业化的开启、高品质照明、植物光照以及紫外 LED 市场的快速成长, 国内 LED 外延芯片产业 2020 年实现逆势增长 10%。

图26: 2020Q3 开始, 照明出口需求大幅增长, 百万美元



数据来源: 海关总署、开源证券研究所

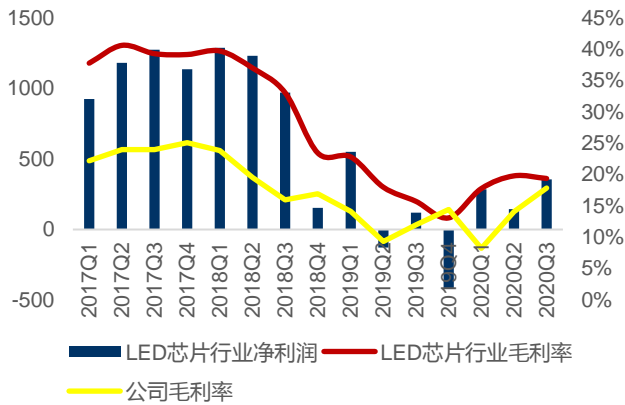
图27: LED 芯片产业逆势增长, 百万元



数据来源: CSA Research、开源证券研究所

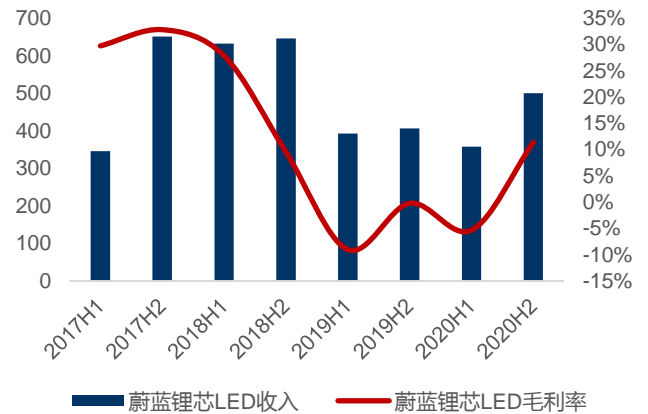
集中度不断提升、行业景气回暖, 公司 LED 业务盈利能力自 2020H1 开始改善。国内 LED 芯片产业集中度不断提升, CSA Research 数据显示, 2020 大陆芯片环节 Top6 产能占比近 80%, Top4 占比也将近 70.4%, 2017 年 Top4 企业为 60.6%。叠加行业回暖, 公司盈利能力开始改善。我们统计了国内 LED 芯片上市公司 (三安光电、华灿光电、乾照光电、蔚蓝锂芯、聚灿光电) 单季度净利润和毛利率, LED 芯片企业从 2020Q1 开始, 业绩进入了拐点。全行业净利润从 2019Q4 的亏损 4.15 亿元回升到了 2020Q3 的 3.55 亿元, 毛利率则从 2019 年四季度的 13.1% 提升到了 2020Q3 的 19.4%。公司 LED 业务盈利能力自 2020H1 开始改善, 2020H2 毛利率 11.4%, 较 2020H1 大增 16.7 个百分点。行业集中度的提升、后疫情时代需求的恢复, 公司 LED 毛利率趋势有望稳步向上。

图28: LED 芯片行业 2020Q1 进入业绩拐点, 百万元



数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 公司 LED 盈利能力 2020H2 开始改善, 百万元



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、金属物流配送: 稳健的现金牛业务

金属物流配送行业是社会分工的必然结果。由于计算机、电子消费品等产品的规格/种类繁多, 因而最终所需的钢铁薄板、铝合金板、铜板的规格都很繁杂; 其次 IT 企业的需求是小批量、多批次、多规格, 且产品更新周期短。钢厂、铝厂等上游厂家提供的产品具有大生产的特点, 一般只生产标准规格的产品, 无法为客户定制生产。配送中心同时承担着不同 IT 企业的加工任务, 汇总多客户的个性化需求, 通过合理套裁, 合理组配, 不仅提高基材的利用率、降低物流配送成本, 也加大了下游客户的整体市场竞争力。

图30: 金属物流配送行业主要为客户提供仓储、加工和配送业务



资料来源: 公司官网

国内领先的金属物流配送供应商。蔚蓝锂芯的金属物流业务主要为 IT 制造业、家电、汽车配件等行业企业提供金属材料的物流供应链服务, 包括仓储、分拣、套裁、包装、配送, 及相应的技术支持服务。公司为客户提供的物流服务产品主要为钢铁薄板和铝合金板。通过近 18 年的精心耕耘, 目前蔚蓝锂芯在长三角、珠三角设立了 6 个配送基地, 为超过 1000 家知名企业提供金属材料的全面解决方案服务, 是国内领先的金属物流配送供应商。金属物流业务每年为公司贡献了稳定的毛利, 现金牛属性突出。

图31: 公司主要为客户提供钢铁薄板和铝合金板

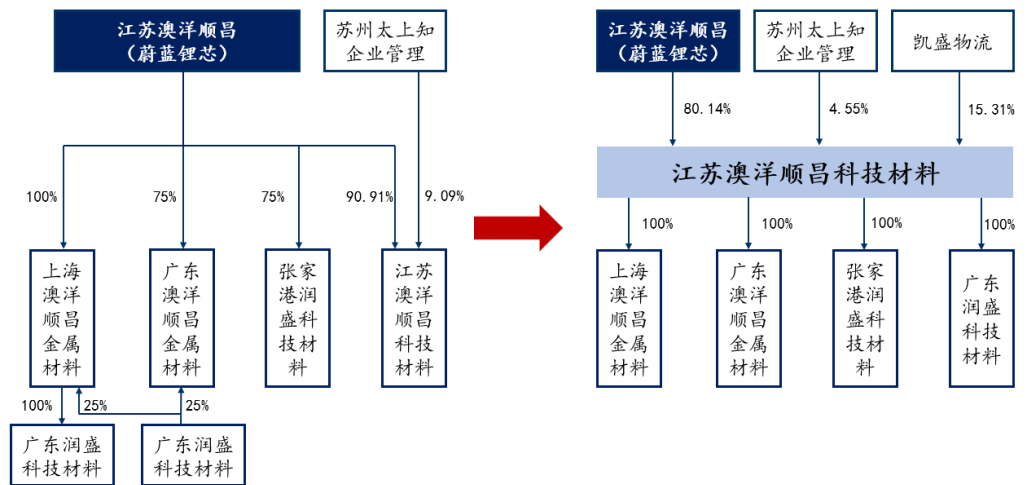
| 主要材料 | 产品名称 | 使用领域 |
|------|------------|-------------------------|
| 钢铁薄板 | 液晶显示器 | 显示器底座、后窗支架、转轴等结构件 |
| | 打印机 | 内部结构件、外壳、散热器等 |
| | 台式计算机 | 机箱、电源盒、光驱、键盘、散热器等 |
| | 液晶电视 | 显示器底座、后窗支架、转轴、后盖等 |
| | 复印机 | 内部结构件、外壳等 |
| | 液晶电视用显示模组 | 液晶模组的背板和边框 |
| | 液晶显示器用显示模组 | 液晶模组的边框, 约60%模组背板使用钢铁薄板 |
| | 机顶盒 | 内部结构件、外壳、散热器等 |
| 铝合金板 | 服务器 | 机箱、电源盒、光驱、散热器等 |
| | 笔记本电脑 | 键盘、外壳、光驱、硬盘支架、内部结构件 |
| | 液晶显示器用显示模组 | 约40%模组背板使用铝合金板 |
| | 笔记本电脑用显示模组 | 液晶模组的背板和边框 |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图32: 金属物流每年为公司贡献了稳定的毛利, 百万元


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

股权架构调整, 为未来业务增长注入发展动力。2020年10月26日, 公司发布公告, 对金属物流业务子公司进行股权架构调整。调整完成后, 公司不再直接持有其他主要金属物流业务子公司股权, 而是通过控股子公司江苏澳洋顺昌科技材料(持股80.14%)总体经营金属物流业务。此外, 股权架构调整后, 公司金属板块核心人员均通过苏州太上知企业和凯盛物流两家公司参与了持股, 核心人员的持股为公司金属板块的未来发展注入了发展动力。

图33: 股权架构调整后, 公司通过子公司顺昌科技总体经营金属物流业务


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

基于以下假设, 我们预测公司2021-2023年的收入分别为57.5、76.5和96.8亿元; 归母净利润分别为6.0、9.0、12.3亿元; EPS为0.58、0.87、1.19元。

假设1: 2021~2023年, 锂电池业务收入分别增长66.6%、66.7%和40.65%。三年毛利率维持在25.0%; 归母净利润分别为4.5、7.3、10.3亿元。

假设2: 2021-2023年, LED业务收入增速分别为46.6%、6.7%和12.5%。毛利

率分别为 17.0%、18.0% 和 19.0%。归母净利润为 0.49、0.60 和 0.75 亿元。

假设 3: 2021~2023 年, 金属物流业务收入增速为 7.9%、10.0% 和 10.0% 亿元。毛利率维持在 16.0%。归母净利润为 1.0、1.1 和 1.3 亿元。

表6: 公司收入拆分假设

| 分类 | (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 合计 | 营业收入 | 3481 | 4234 | 5750 | 7649 | 9677 |
| | YOY | -18.2% | 21.6% | 35.8% | 33.0% | 26.5% |
| | 营业成本 | 3040 | 3550 | 4600 | 6036 | 7575 |
| | 毛利 | 441 | 683 | 1149 | 1612 | 2102 |
| | 毛利率 | 12.7% | 16.1% | 20.0% | 21.1% | 21.7% |
| 锂电池 | 营业收入 | 964 | 1447 | 2410 | 4017 | 5648 |
| | YOY | -2.7% | 50.0% | 66.6% | 66.7% | 40.6% |
| | 毛利 | 206 | 341 | 602 | 1004 | 1412 |
| | 毛利率 | 21.4% | 23.6% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| LED | 营业收入 | 799 | 859 | 1260 | 1344 | 1512 |
| | YOY | -37.5% | 7.5% | 46.6% | 6.7% | 12.5% |
| | 毛利 | -36 | 38 | 214 | 242 | 287 |
| | 毛利率 | -4.5% | 4.4% | 17.0% | 18.0% | 19.0% |
| 金属加工配送 | 营业收入 | 1717 | 1928 | 2080 | 2288 | 2517 |
| | YOY | -13.5% | 12.3% | 7.9% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利 | 270 | 304 | 333 | 366 | 403 |
| | 毛利率 | 15.7% | 15.8% | 16.0% | 16.0% | 16.0% |

数据来源: Wind、开源证券研究所

5.2、投资建议

首次覆盖, 给予“买入”评级。蔚蓝锂芯以金融物流起家, 后逐渐将业务拓展到 LED 和锂电池领域。无绳化加速了电动工具的普及, 产能规模的快速扩张带动了公司锂电池业务的加速成长, 也是公司未来三年成长的主要来源。在 LED 行业的回暖和 mini LED 的商业化背景下, 公司 LED 业务有望实现扭亏。金属物流业务为公司提供了稳定的现金流。

我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 6.02、9.04、12.30 亿元, 当前股价对应 PE 为 21.3/14.1/10.4 倍。锂电池、LED 和金属物流行业可比公司 2021 年平均估值分别是 51.5/55.5/21.6 倍。我们预计公司 2021 年锂电池、LED、金属物流归母净利润分别为 4.50、0.49 和 1.0 亿元, 公司当前市值 (128 亿元) 低于我们根据分部估值法测算的行业平均估值 (281 亿元)。首次覆盖, 给予蔚蓝锂芯“买入”评级。

表7: 可比公司估值

| 行业分类 | 公司代码 | 公司简称 | 当日股价 | | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|------|-----------|------|-----------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2021/4/30 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 锂电池 | 300014.sz | 亿纬锂能 | 88.67 | 0.89 | 1.67 | 2.33 | 3.22 | 53.0 | 38.1 | 27.5 |
| | 300438.sz | 鹏辉能源 | 17.23 | 0.13 | 0.82 | 1.08 | 1.38 | 21.0 | 15.9 | - |
| | 002074.sz | 国轩高科 | 34.74 | 0.13 | 0.43 | 0.64 | 0.82 | 80.7 | 54.0 | 42.4 |
| | | 行业平均 | | | | | | 51.5 | 36.0 | 34.9 |
| LED | 600703.sh | 三安光电 | 25.10 | 0.24 | 0.47 | 0.68 | 0.92 | 53.1 | 37.1 | 27.2 |
| | 300323.sz | 华灿光电 | 8.88 | 0.02 | 0.15 | 0.24 | - | 58.0 | 36.8 | - |
| | | 行业平均 | | | | | | 55.5 | 37.0 | 27.2 |
| 金属物流 | 603871.SH | 嘉友国际 | 22.39 | 1.64 | 1.79 | 2.12 | 2.73 | 12.5 | 10.6 | 8.2 |
| | 603128.SH | 华贸物流 | 15.83 | 0.41 | 0.58 | 0.74 | 1.02 | 27.3 | 21.3 | 15.6 |
| | 002930.SZ | 宏川智慧 | 17.05 | 0.51 | 0.68 | 0.92 | 1.14 | 24.9 | 18.5 | 15.0 |
| | | 行业平均 | | | | | | 21.6 | 16.8 | 12.9 |

数据来源: Wind、开源证券研究所 (可比公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期)

6、风险提示

锂电池需求低于预期; 公司产能释放受限; LED 产能过剩风险等。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 3315 | 3323 | 5862 | 7266 | 9244 |
| 现金 | 260 | 321 | 1591 | 2117 | 2678 |
| 应收票据及应收账款 | 1278 | 1389 | 2233 | 2586 | 3511 |
| 其他应收款 | 9 | 11 | 16 | 20 | 26 |
| 预付账款 | 75 | 278 | 201 | 436 | 370 |
| 存货 | 929 | 1006 | 1501 | 1789 | 2340 |
| 其他流动资产 | 764 | 318 | 318 | 318 | 318 |
| 非流动资产 | 3595 | 3841 | 5641 | 7427 | 8879 |
| 长期投资 | 5 | 3 | -0 | -3 | -7 |
| 固定资产 | 2538 | 2323 | 3496 | 4781 | 5884 |
| 无形资产 | 160 | 175 | 179 | 183 | 188 |
| 其他非流动资产 | 892 | 1340 | 1967 | 2466 | 2814 |
| 资产总计 | 6910 | 7164 | 11503 | 14693 | 18123 |
| 流动负债 | 2704 | 2873 | 5447 | 7278 | 9162 |
| 短期借款 | 1174 | 1244 | 2824 | 4304 | 5149 |
| 应付票据及应付账款 | 1082 | 1224 | 1764 | 2157 | 2763 |
| 其他流动负债 | 449 | 405 | 859 | 817 | 1250 |
| 非流动负债 | 1267 | 903 | 2053 | 2526 | 2853 |
| 长期借款 | 945 | 610 | 1760 | 2233 | 2561 |
| 其他非流动负债 | 321 | 293 | 293 | 293 | 293 |
| 负债合计 | 3971 | 3776 | 7499 | 9803 | 12015 |
| 少数股东权益 | 849 | 801 | 807 | 817 | 831 |
| 股本 | 981 | 999 | 1036 | 1036 | 1036 |
| 资本公积 | 1 | 234 | 234 | 234 | 234 |
| 留存收益 | 1059 | 1322 | 1861 | 2671 | 3772 |
| 归属母公司股东权益 | 2091 | 2588 | 3197 | 4072 | 5277 |
| 负债和股东权益 | 6910 | 7164 | 11503 | 14693 | 18123 |

| 现金流量表(百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 671 | 327 | 624 | 875 | 1525 |
| 净利润 | 147 | 281 | 608 | 914 | 1243 |
| 折旧摊销 | 259 | 291 | 327 | 499 | 684 |
| 财务费用 | 98 | 103 | 115 | 115 | 97 |
| 投资损失 | -8 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 营运资金变动 | 113 | -367 | -429 | -655 | -502 |
| 其他经营现金流 | 61 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -42 | -96 | -2130 | -2287 | -2139 |
| 资本支出 | 84 | 138 | 1804 | 1789 | 1456 |
| 长期投资 | 35 | -38 | 3 | 3 | 3 |
| 其他投资现金流 | 78 | 4 | -324 | -495 | -680 |
| 筹资活动现金流 | -629 | -102 | 1196 | 458 | 330 |
| 短期借款 | 91 | 70 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 387 | -335 | 1149 | 473 | 328 |
| 普通股增加 | 0 | 18 | 37 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -371 | 233 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -736 | -87 | 10 | -15 | 3 |
| 现金净增加额 | 3 | 117 | -310 | -954 | -284 |

| 利润表(百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3481 | 4234 | 5750 | 7649 | 9677 |
| 营业成本 | 3040 | 3550 | 4600 | 6036 | 7575 |
| 营业税金及附加 | 13 | 13 | 17 | 23 | 29 |
| 营业费用 | 50 | 61 | 84 | 111 | 141 |
| 管理费用 | 90 | 121 | 149 | 184 | 213 |
| 研发费用 | 146 | 157 | 201 | 252 | 319 |
| 财务费用 | 98 | 103 | 115 | 115 | 97 |
| 资产减值损失 | -60 | -30 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 167 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 8 | -3 | -2 | -2 | -2 |
| 资产处置收益 | 1 | -14 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 157 | 356 | 701 | 1045 | 1421 |
| 营业外收入 | 1 | 2 | 9 | 4 | 4 |
| 营业外支出 | 8 | 1 | 3 | 3 | 4 |
| 利润总额 | 150 | 357 | 707 | 1045 | 1421 |
| 所得税 | 4 | 76 | 99 | 131 | 178 |
| 净利润 | 147 | 281 | 608 | 914 | 1243 |
| 少数股东损益 | 29 | 3 | 7 | 10 | 13 |
| 归母净利润 | 118 | 278 | 602 | 904 | 1230 |
| EBITDA | 541 | 757 | 1214 | 1848 | 2492 |
| EPS(元) | 0.11 | 0.27 | 0.58 | 0.87 | 1.19 |

| 主要财务比率 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -18.2 | 21.6 | 35.8 | 33.0 | 26.5 |
| 营业利润(%) | -63.0 | 126.3 | 97.0 | 49.1 | 36.0 |
| 归属于母公司净利润(%) | -47.9 | 136.3 | 116.5 | 50.3 | 36.0 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 12.7 | 16.1 | 20.0 | 21.1 | 21.7 |
| 净利率(%) | 3.4 | 6.6 | 10.5 | 11.8 | 12.7 |
| ROE(%) | 5.0 | 8.3 | 15.3 | 18.8 | 20.5 |
| ROIC(%) | 5.9 | 7.6 | 9.2 | 10.5 | 11.5 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 57.5 | 52.7 | 65.2 | 66.7 | 66.3 |
| 净负债比率(%) | 77.4 | 57.7 | 90.0 | 105.6 | 96.6 |
| 流动比率 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 2.1 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 |
| 应付账款周转率 | 2.7 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.11 | 0.27 | 0.58 | 0.87 | 1.19 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.65 | 0.32 | 0.60 | 0.84 | 1.47 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.97 | 2.47 | 3.02 | 3.86 | 5.03 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 108.8 | 46.0 | 21.3 | 14.1 | 10.4 |
| P/B | 6.3 | 5.0 | 4.1 | 3.2 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 29.4 | 20.5 | 14.1 | 10.1 | 7.8 |

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R3（中风险），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C3、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C3、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