

公司深度

信维通信 (300136)

电子 | 电子制造

射频天线龙头，材料能力支撑未来

2021年07月15日

评级 推荐

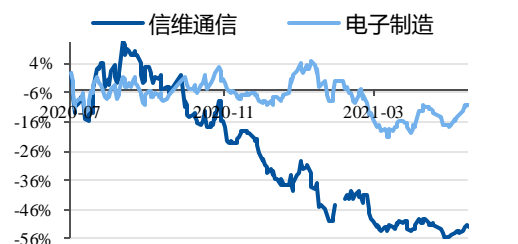
评级变动 维持

合理区间 38.4-43.8 元

交易数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 当前价格 (元)     | 31.36       |
| 52 周价格区间 (元) | 25.01-66.28 |
| 总市值 (百万)     | 26985.49    |
| 流通市值 (百万)    | 22766.85    |
| 总股本 (万股)     | 96756.86    |
| 流通股 (万股)     | 81630.86    |

涨跌幅比较



| %    | 1M   | 3M     | 12M    |
|------|------|--------|--------|
| 信维通信 | 7.88 | -18.64 | -25.64 |
| 电子制造 | 9.15 | -11.3  | 40.28  |

何晨

执业证书编号: S0530513080001  
hechen@cfzq.com

邓果一

denggy@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

相关报告

- 《信维通信：短期业绩承压，创新推动持续成长》 2021-04-27
- 《信维通信：2021Q1 业绩短期承压，创新推动持续成长》 2021-04-12
- 《信维通信：国内移动天线龙头，创新推动高速发展》 2021-04-06

| 预测指标       | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E    | 2023E    |
|------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 主营收入 (百万元) | 5134.04 | 6393.64 | 8503.54 | 11054.60 | 13818.25 |
| 净利润 (百万元)  | 1019.89 | 972.41  | 1321.80 | 1626.55  | 2108.04  |
| 每股收益 (元)   | 1.05    | 1.00    | 1.37    | 1.68     | 2.18     |
| 每股净资产 (元)  | 4.87    | 5.71    | 7.08    | 8.75     | 10.93    |
| P/E        | 27.65   | 29.00   | 21.34   | 17.34    | 13.38    |
| P/B        | 5.98    | 5.11    | 4.12    | 3.33     | 2.67     |

资料来源：贝格数据，财信证券

投资要点：

- 国内移动天线龙头：公司成立于 2006 年，于 2010 年在创业板上市。2012 年，公司收购莱尔德（北京）分公司，成功打入国内外知名厂商射频天线供应链。2014 年，公司收购深圳亚力盛连接器有限公司部分股权，拓展连接器业务。2015 年，公司控股深圳艾利门特科技有限公司，布局金属陶瓷粉末注射成形领域，开发新兴的金属陶瓷材料的 MIM 制品。2019 年，公司成立江苏信维智能汽车互联科技有限公司，布局车载类业务。
- 深耕主业，并购增强中长期竞争能力：公司通过收购莱尔德（北京）迅速获得诺基亚、摩托罗拉、索尼、LG 等国际知名手机厂商的供应商资格，并且承接其研发、销售、制造体系，提升公司竞争实力。公司依托在射频行业的积累不断外延式的并购提高自己的解决方案提供能力。公司的历次外延式的并购，不是简单为了报表利润的增厚，而是围绕着公司射频领域的积累和优势布局，不断提高公司的一体化解决方案的提供能力。进而通过对基础材料、基础技术的布局获得材料研究能力进军高端被动元件。
- 深化“材料→零件→模组”研发创新能力：公司布局磁性材料、陶瓷材料等基础材料领域，不断深化“材料→零件→模组”的一站式研发创新能力。在磁性材料领域，公司纳米晶、非晶、3D 铁氧体性能优异，已大量应用于出货给国内外大客户的无线充电产品中，硬磁材料也得到了大客户的认可，有望进一步提升无线充电等产品的竞争力；在功能复合材料领域，公司的 UWB 天线与模组技术水平行业领先。此外，公司积极搭建电阻产品的研发与制造能力，逐渐进军高端被动元件行业。
- 盈利预测与投资评级：预计 2021-2023 年公司净利润分别为 13.21 亿元、16.27 亿元和 21.08 亿元，EPS 分别为 1.37 元、1.68 元、2.18 元，对应 PE 倍数为 21、17 和 13 倍。考虑到公司的天线龙头地位，给予公司 2021 年 28-32 倍 PE 估值，对应价格区间 38.4-43.8 元，给予“推荐”评级。
- 风险提示：公司经营不及预期，业务拓展不及预期，宏观经济风险。

## 内容目录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1 国内泛射频龙头</b> .....                  | <b>4</b>  |
| 1.1 公司发展历史 .....                        | 4         |
| 1.2 深耕主业，并购增强中长期竞争能力 .....              | 7         |
| 1.2.1 收购莱尔德（北京）分公司，自身管理能力彰显 .....       | 7         |
| 1.2.2 并购增强公司综合竞争力，提升公司一体化方案解决能力 .....   | 9         |
| 1.2.3 复盘村田的发展历史，材料能力对企业发展至关重要 .....     | 10        |
| <b>2 核心业务深度绑定大客户，定制化享有高附加值</b> .....    | <b>12</b> |
| 2.1 5G 手机渗透率逐渐提升，天线行业量价齐升 .....         | 12        |
| 2.2 Qi 协议发展迅猛，无线充电渗透率持续提升 .....         | 14        |
| 2.3 EMI/EMC 器件和连接器业务快速增长 .....          | 19        |
| 2.3.1 EMI/EMC 器件 .....                  | 19        |
| 2.3.2 连接器 .....                         | 20        |
| 2.4 公司预计定增 30 亿元，扩产天线、无线充电、射频前端业务 ..... | 21        |
| <b>3 盈利预测与投资评级</b> .....                | <b>21</b> |
| <b>4 风险提示</b> .....                     | <b>22</b> |

## 图表目录

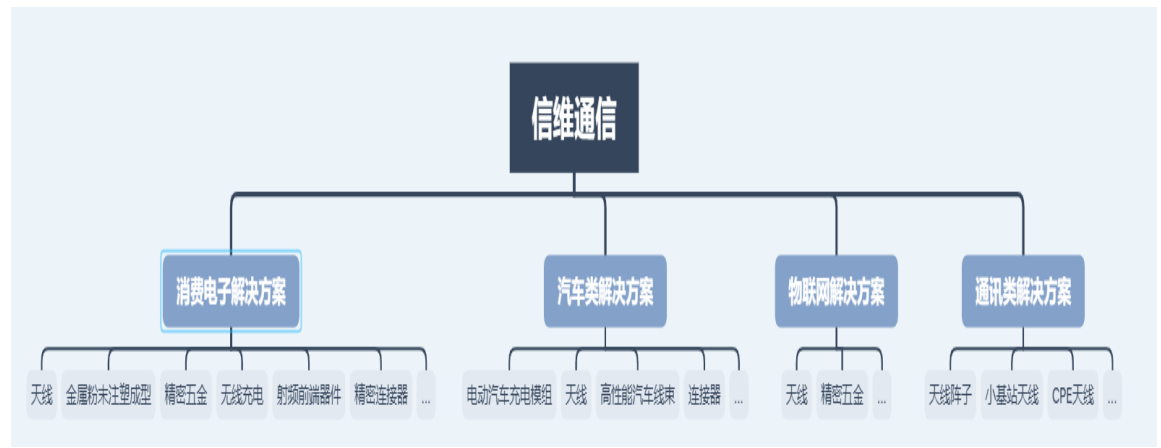
|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：公司主要的解决方案情况 .....              | 4  |
| 图 2：信维通信发展历史 .....                 | 5  |
| 图 3：信维通信全球布局 .....                 | 5  |
| 图 4：信维通信股权架构 .....                 | 6  |
| 图 5：信维通信营收及增速 .....                | 6  |
| 图 6：信维通信归母净利润及增速 .....             | 6  |
| 图 7：信维通信的毛利率和净利率 .....             | 7  |
| 图 8：行业内主要公司的毛利率情况 .....            | 7  |
| 图 9：大客户销售占比（17 年后改用实际交货对象统计） ..... | 7  |
| 图 10：第一大客户销售占比 .....               | 7  |
| 图 11：信维通信收购莱尔德（北京）后单季度财务数据 .....   | 8  |
| 图 12：信维通信战略布局 .....                | 9  |
| 图 13：村田主要产品及世界份额。 .....            | 10 |
| 图 14：村田 2020 财年营业收入拆分 .....        | 10 |
| 图 15：村田 2020 财年各版块营业利润率 .....      | 10 |
| 图 16 MLCC 电子陶瓷材料制备——钛酸钡 .....      | 11 |
| 图 17：信维通信专利发布数量 .....              | 11 |
| 图 18：信维通信部分材料相关授权专利（不完全统计） .....   | 11 |
| 图 19：信维通信天线业务部分产品 .....            | 12 |
| 图 20：5G 波束赋形需要更多天线 .....           | 13 |
| 图 21：4G 和 5G 手机天线需求数量对比 .....      | 13 |
| 图 22：各类型天线单机价值量（元） .....           | 13 |
| 图 23：各大厂商无线充电功率 .....              | 14 |
| 图 24：无线充电条件逐渐成熟 .....              | 15 |

|   |    |
|---|----|
| 图 25: 无线充电场景.....                       | 15 |
| 图 26: 无线充电家居中应用 .....                   | 16 |
| 图 27: 电磁感应方式.....                       | 16 |
| 图 28: AirPower 结构示意图.....               | 17 |
| 图 29: 小米智能追踪式无线充.....                   | 17 |
| 图 30: 无线充电市场拆分.....                     | 18 |
| 图 31: 无线充电设备出货量占比 .....                 | 18 |
| 图 32: 无线充电各环节价值量拆分.....                 | 18 |
| 图 33: 无线充电在手机领域渗透率.....                 | 18 |
| 图 34: 2019-2021 年无线充电市场规模预测 (亿美元) ..... | 19 |
| 图 35: 2018-2022 年无线充电接收器出货量 (百万台) ..... | 19 |
| 图 36: 信维通信部分 EMI/EMC 产品 .....           | 19 |
| 图 37: 智能手机 MIM 产品.....                  | 20 |
| 图 38: 2015-2021 中国连接器市场规模统计 (亿美元) ..... | 21 |
| 图 39: 信维通信部分连接器产品线.....                 | 21 |
| <br>                                    |    |
| 表 1: 莱尔德 (北京) 分公司财务数据.....              | 8  |
| 表 2: 收购亚力盛业绩承诺完成情况 (万元) .....           | 9  |
| 表 3: 收购艾利门特历次价格 (万元) .....              | 9  |
| 表 4: 苹果 LCP 产业链.....                    | 13 |
| <b>表 5: 纳米晶、铁氧体对比</b> .....             | 16 |
| 表 6: 信维通信定增项目.....                      | 21 |
| 表 7: 信维通信分业务收入预测 (亿元) .....             | 22 |

## 1 国内泛射频龙头

信维通信成立于 2006 年，于 2010 年在深交所上市。公司立足于终端天线业务，并通过持续的研发投入和技术创新，不断拓展自己的产品线。主要产品包括天线、无线充电、EMI/EMC 器件、连接器等。广泛应用于移动终端、汽车、物联网、通信基站等领域。目前公司致力于成为全球领先的一站式泛射频方案提供商。

图 1：公司主要的解决方案情况

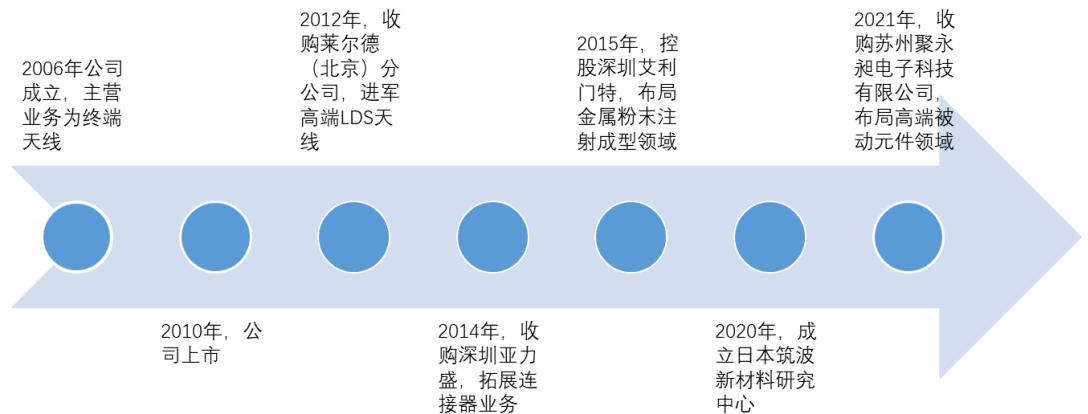


资料来源：信维通信官网，财信证券

### 1.1 公司发展历史

公司发展一共经历四个阶段：第一阶段：公司于 2006 年成立，主营业务为研发、生产和销售移动终端天线，公司先后成为华为、三星的供应商，2010 年 3 月，公司获得 RIM 供应商资格，并于 11 月上市。第二阶段：2012 年 11 月，公司收购全球最大的天线供应商英资莱尔德（北京）分公司，进军高端 LDS 天线，并于 2013 年成功打入 A 客户产业链。第三阶段：2013 年以后，内生和并购相结合，收购深圳亚力盛，拓展测试类连接器、汽车连接器等零部件领域，控股深圳艾利门特科技有限公司，布局金属粉末注塑成型领域等。第四阶段：逐步布局基础材料和基础技术的研究，2020 年成立日本驻波新材料研究中心，2021 年收购苏州聚永昶电子科技有限公司，布局高端被动元件领域。

图 2：信维通信发展历史



资料来源：信维通信，财信证券

公司聚焦于未来 3 到 5 年前沿技术研发，推动全球化布局。目前，公司在深圳、上海、北京、常州、绵阳、台北、美国、瑞典、韩国、日本建立了 11 个研发中心与销售中心，并在深圳、北京、常州、越南建立制造中心，同时，在瑞典、日本、深圳、美国建立前沿研发中心。

图 3：信维通信全球布局

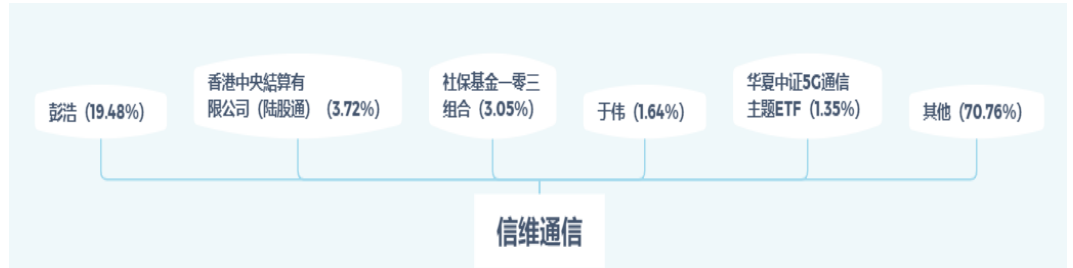


资料来源：信维通信，财信证券

公司致力于打造合伙人文化，实际控制人持股稳定。公司于 2013、2016、2019 年推出三期股权激励计划，希望将公司打造为合伙人的平台，让公司持续的高速增长。2019 年的第三期股权激励计划的行权业绩目标为 2019、2020、2021 年营收不低于 50、65、85

亿元。实际控制人彭浩 2010 年底持股比例为 26.89%，上市后实际控制人部分减持了公司股权，截至 2021 年一季度，实际控制人彭浩持股比例为 19.48%。

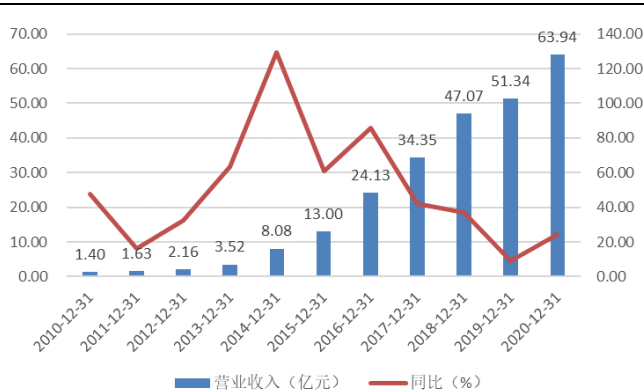
图 4：信维通信股权架构



资料来源：信维通信，财信证券

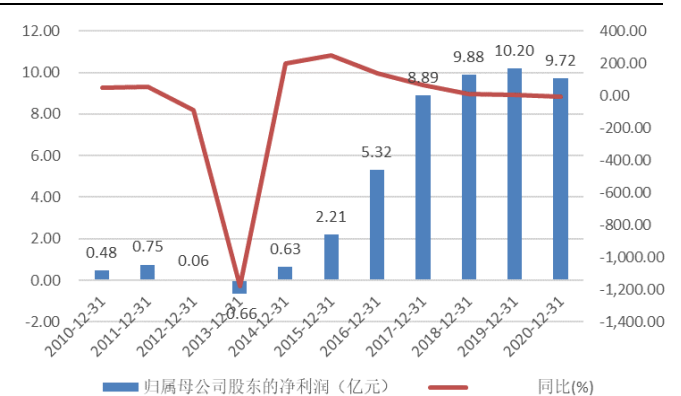
专注主业技术投入，创新驱动快速成长。从 2010 年到 2020 年，公司营业收入从 1.40 亿元增长至 63.94 亿元，复合增长率 46.54%。归母净利润从 0.48 亿元增长至 9.72 亿元，复合增长率 35.10%。2012 年 11 月，公司收购全球最大的天线供应商英资莱尔德（北京）分公司。公司整体处于整合恢复期，新产品和新客户的开发加速投入，公司的期间费用刚性增长，因此，公司 2013 年出现经营性亏损，归母净利润为-6561.2 万元。2018-2020 年，公司常州基地建设基本完成并主动淘汰了部分战略协同较低的产品，尤其是 2020 年公司受疫情影响以及新产品的开发，导致近几年公司销售收入和规模净利润基本保持稳定。目前，公司在常州基地的产能逐步释放，为公司未来业务的增长提供充足的保障。

图 5：信维通信营收及增速



资料来源：wind，财信证券

图 6：信维通信归母净利润及增速

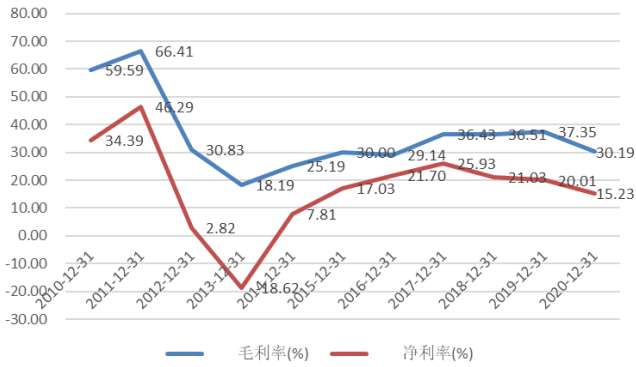


资料来源：wind，财信证券

公司通过持续的对基础材料和基础技术的研究，打造技术驱动型企业。由于公司持续的研发投入，以每年 8% 以上的研发投入占比为目标，具有从材料到工艺到模组一体化的优势，因此公司的毛利率保持行业内较高水平。

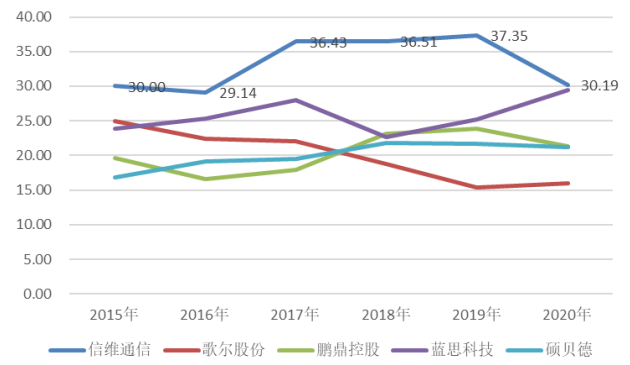


图 7：信维通信的毛利率和净利率



资料来源：wind，财信证券

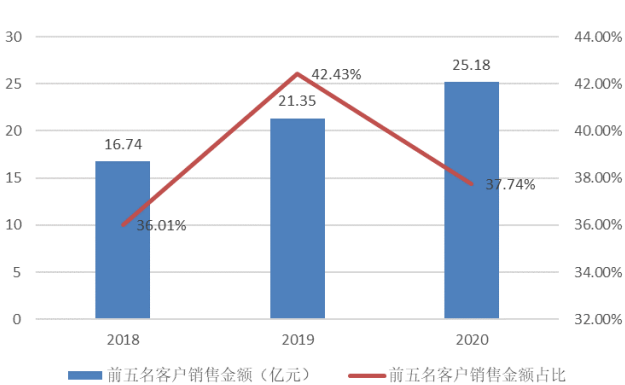
图 8：行业内主要公司的毛利率情况



资料来源：wind，财信证券

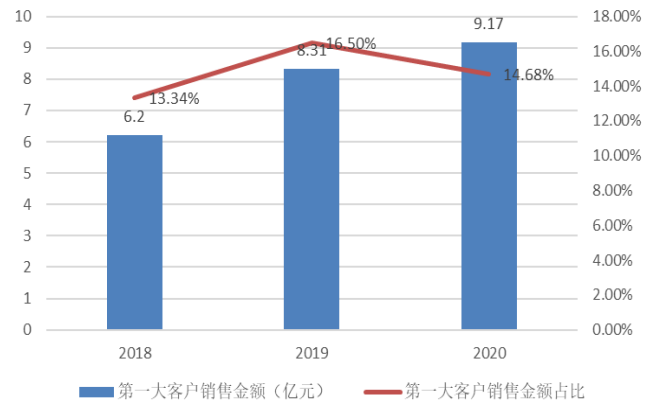
公司坚持大客户平台建设，不断拓展与大客户合作的深度和广度。自 2014 年以来公司来自前五名客户的销售占比始终超过 70%，但是 17 年后公司前五名客户改用实际交货对象统计，所以导致前五大客户销售额占比只有 40%左右。公司的无线充电在客户端的供应份额持续提升，下游应用从手机端拓展至无线耳机、手表等 IOT 领域，产品类型也从接收端拓展至发射端，磁性材料的核心能力得到客户的认可，未来将会持续提升与全球大客户的合作份额。

图 9：大客户销售占比(17年后改用实际交货对象统计)



资料来源：wind，财信证券

图 10：第一大客户销售占比



资料来源：wind，财信证券

## 1.2 深耕主业，并购增强中长期竞争能力

### 1.2.1 收购莱尔德（北京）分公司，自身管理能力彰显

2018 年-2020 年，公司重点加强江苏常州产能的建设，公司厂房面积从原来的约 18 万平方米提升至约 63 万平方米，其中常州金坛基地竣工面积约 45 万平方米。公司近几年利润保持稳定，并没有快速增长。我们认为，异地新产能的建设很可能拖累了公司利润的增长。通过复盘公司收购莱尔德（北京）分公司——同样是异地新产能的投放并且叠加对莱尔德（北京）分公司的技术和原人员的吸收，我们认为公司的管理能力能解决好这个问题。

公司以现金 1.73 亿元收购莱尔德香港莱尔德香港所持有的英资莱尔德无线通信技术（北京）有限公司 100% 股权。国际手机厂商在选择供应商时，其严格的认证体系往往导致较长的认证时间。如果公司自身申请上述资质，从接受其认证直至正式获得其供应商资质需要 2 年以上。公司通过收购莱尔德（北京）迅速获得诺基亚、摩托罗拉、索尼、LG 等国际知名手机厂商的供应商资格，并且承接其研发、销售、制造体系，提升公司竞争实力。

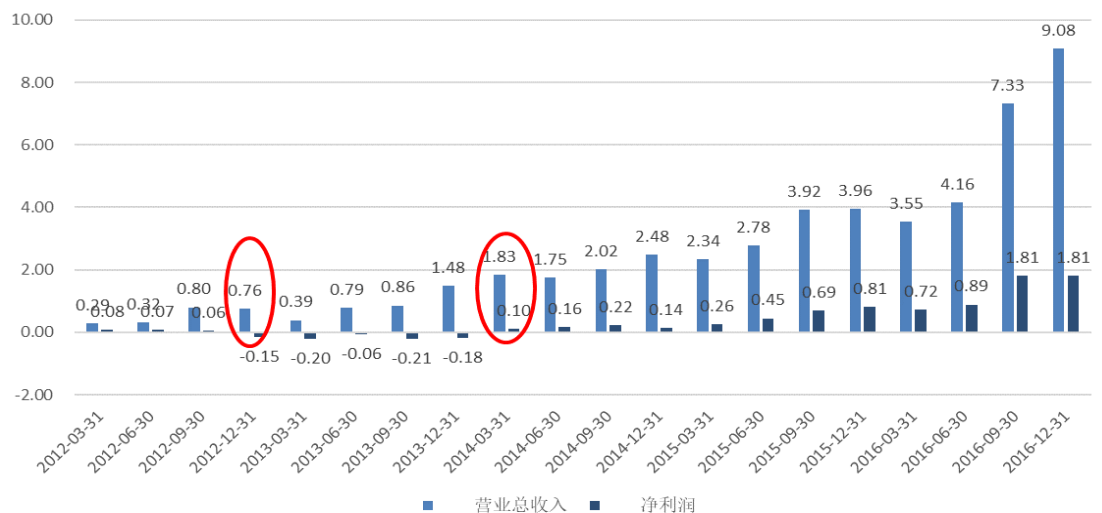
表 1：莱尔德（北京）分公司财务数据

| 莱尔德（北京） | 总资产     | 净资产     | 营业收入     | 净利润      | 毛利率    | 销售费用率 | 管理费用率  | 财务费用率 |
|---------|---------|---------|----------|----------|--------|-------|--------|-------|
| 2010 年  | 5.69 亿元 | 1.73 亿元 | 10.72 亿元 | 0.15 亿元  | 17.72% | 0.60% | 13.70% | -     |
| 2011 年  | 5.84 亿元 | 1.34 亿元 | 7.10 亿元  | -0.39 亿元 | 15.80% | 0.80% | 21.83% | -     |

资料来源：wind，财信证券

公司自 2012 年 11 月合并信维创科（北京）（由莱尔德（北京）改名）财务报表，重组标的公司实际控制方在 2011 年作出出售股权的决定后停止接受新的销售生产订单，至公司 2012 年 11 月接管完成时，信维创科（北京）基本无生产订单，为维持运营，公司持续投入并承担了较高的运营费用，并为了充分发挥重组标的公司的综合利率，实现公司国家化发展战略，公司先后在海外设立了多个研发、销售分支机构，进一步加大公司的成本压力。2013 年信维创科（北京）公司整体经营仍处于恢复期，销售尚未恢复，而费用由刚性需求，公司归母净利润为-6561.2 万。公司通过一年时间整合北京子公司的资源和产能，成功扭亏为盈，信维通信在 2014 年第一季度实现营业收入 1.83 亿元，归母净利润 0.10 亿元。

图 11：信维通信收购莱尔德（北京）后单季度财务数据



资料来源：wind，财信证券



公司并购北京莱尔德后利用其在天线行业积累的资源，快速进军国际市场，通过几年的努力，成功进入国际知名的移动终端品牌客户的供应链体系，并逐步成为多家国际知名客户的核心供应商。

### 1.2.2 并购增强公司综合竞争力，提升公司一体化方案解决能力

公司依托在射频领域的积累及技术优势，在移动终端天线业务的基础上，不断拓展与射频技术相关的连接器等产品，有效的帮助客户解决整机 ESD、EMI、EMC 等问题。2014 年公司通过收购深圳亚力盛连接器有限公司，布局汽车电子零、部件领域，为汽车厂商提供整体射频解决方案。

表 2：收购亚力盛业绩承诺完成情况（万元）

| 亚力盛     | 2015 | 2016 | 2017  |
|---------|------|------|-------|
| 承诺税后净利润 | 4500 | 5860 | 7620  |
| 实际完成    | 5050 | 6826 | 11857 |

资料来源：信维通信，财信证券

信维通信依托射频领域的积累和优势，布局射频隔离器件。公司多次增资深圳艾利门特科技有限公司，最终 100% 控股艾利门特。艾利门特立足于金属粉末注射成型的优秀技术工艺，该产品在目前手机产品金属结构件和天线一体化方面有明显的优势。艾利门特 2015 年收入 699 万元，净利润-559 万元，2020 年收入 4.91 亿元，净利润 1.12 亿元。

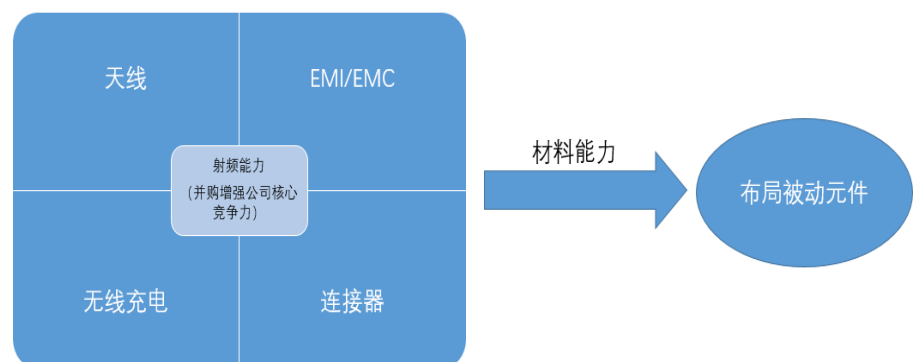
表 3：收购艾利门特历次价格（万元）

| 艾利门特 | 2015 年 4 月 | 2015 年 7 月 | 2016 年 12 月 | 2017 年  | 合计      |
|------|------------|------------|-------------|---------|---------|
| 支付价格 | 781.25     | 1900（增资）   | 993.7       | 3465.01 | 5239.96 |
| 股权比例 | 25%        | 8%         | 26.15%      | 40.85%  | 100%    |

资料来源：信维通信，财信证券

公司的历次外延式的并购，不是简单为了报表利润的增厚，而是围绕着公司射频领域的积累和优势布局，不断提高公司的一体化解决方案的提供能力。进而通过对基础材料、基础技术的布局获得材料研究能力进军高端被动元件。

图 12：信维通信战略布局



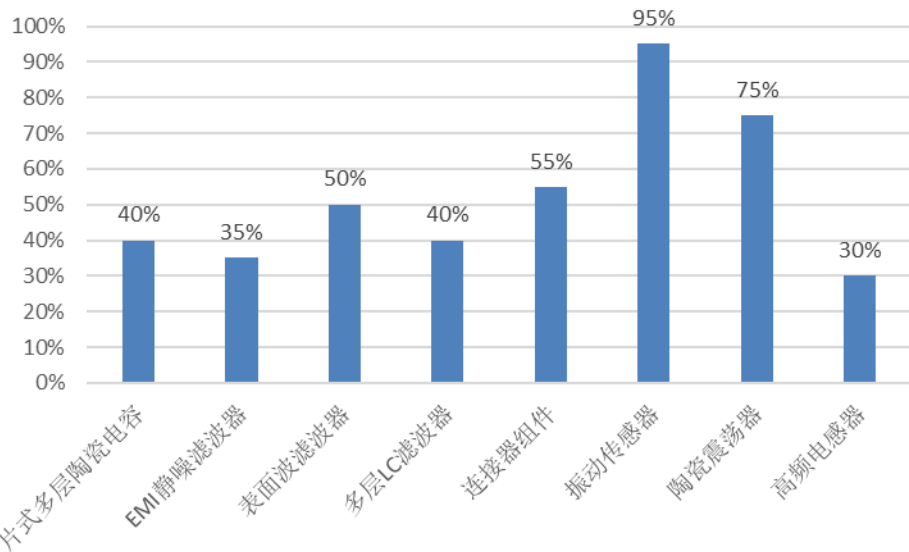
资料来源：信维通信，财信证券

### 1.2.3 复盘村田的发展历史，材料能力对企业发展至关重要

1944年村田制作所成立于日本京都市，村田制作所创始人的父亲认为如果以价格竞争去扩大企业的规模，势必会给同行业添麻烦。于是村田制作所创始人便以“不给同行业添麻烦”的产品创新为初心，确定村田制作所的战略，以精密陶瓷作为公司发展的核心。村田的基本理念是新的电子设备从新的电子零部件而来，而新的电子零部件从新的材料而来。企业要有非常专业和精细的过程控制，并且自己控制和生产高质量的原料。

村田的主要产品为电容器、电感器、静噪元件、电阻器、传感器、蓄电池等，已经是全球最大的被动元件生产厂商，多项产品占据较大份额。

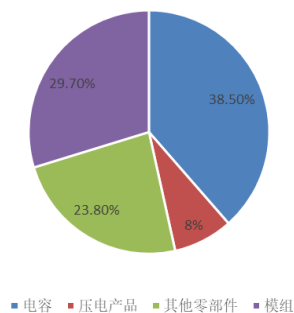
图 13：村田主要产品及世界份额。



资料来源：中国粉体网，财信证券

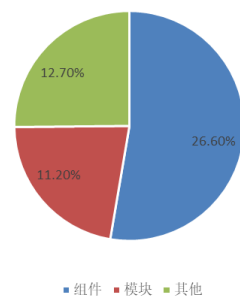
2020年村田实现营收1.62万亿日元，同比增长6.4%；营业利润3132亿日元，同比增长23.7%。其中，电容实现营业收入6265亿日元，占比38.5%；压电产品实现营业收入1293亿日元，占比8%；其他零部件实现营业收入3875亿日元，占比23.8%；模组实现营业收入4841亿日元，占比29.7%。组件（电容、电感等）营业利润率最高，达26.6%。

图 14：村田 2020 财年营业收入拆分



资料来源：村田，财信证券

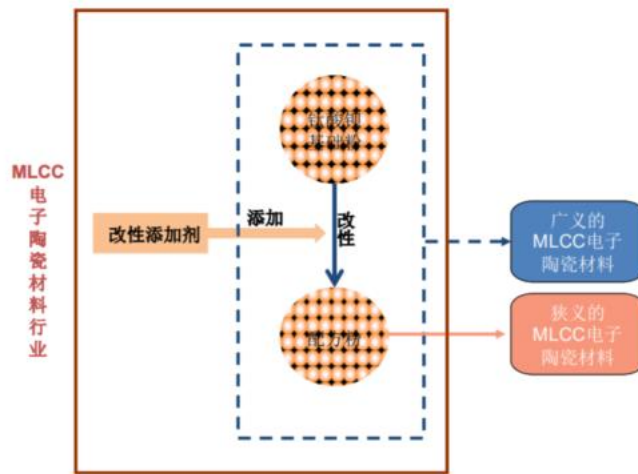
图 15：村田 2020 财年各版块营业利润率



资料来源：村田，财信证券

村田前瞻性的将钛酸钡陶瓷作为电子材料，坚持不断创新，最终成为全球最大的被动元件厂商。村田恒夫在陶瓷特性的应用研究过程当中，从最初认识钛酸钡这样一个介质的性能，又发现了陶瓷有‘压电’的性质，此后在‘压电’这方面又生产了很多产品，通过不断地认识陶瓷特性不断地发展。之后还发现了一个特性，就是有半导体方面的特性。村田公司的发展就是在如何认识陶瓷特性，不断地加强对陶瓷特性的认识，以及加强对陶瓷特性的应用，不断地扩大产品领域，在这个过程中，公司不断地保持向上发展的势头。通过不断地研究，不断来发展新的产品。然后通过这些技术性的革新，能够使这些产品不断地做得又薄又小。

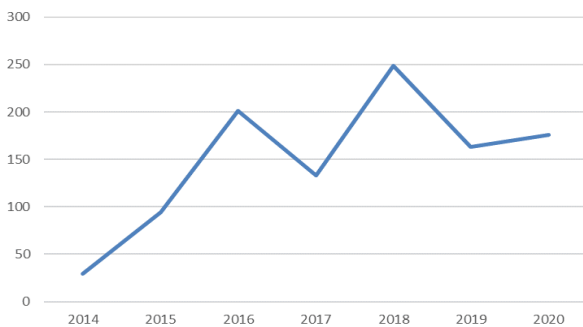
图 16 MLCC 电子陶瓷材料制备——钛酸钡



资料来源：国瓷材料，财信证券

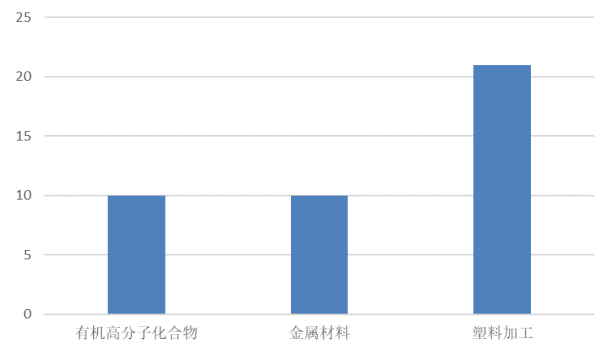
信维通信在瑞典、日本、深圳、美国建立前沿研发中心，聚焦未来 3 到 5 年前沿技术研发。2020 年，公司成立日本筑波新材料研究中心。根据企查查数据，公司近几年专利发布实现较快增长，与材料相关的授权专利增长明显。以无线充电的磁性材料为例，公司布局的纳米晶材料可以较好的降低磁性器件损耗，稳定性较高，因此客户接纳程度较高。

图 17：信维通信专利发布数量



资料来源：企查查，财信证券

图 18：信维通信部分材料相关授权专利（不完全统计）



资料来源：企查查，财信证券

## 2 核心业务深度绑定大客户，定制化享有高附加值

公司主要有天线、无线充电、EMI/EMC、连接器等四大业务板块。公司致力于基础技术、基础材料研究，目前具有材料—零部件—模组的一站式解决方案提供能力。

### 2.1 5G 手机渗透率逐渐提升，天线行业量价齐升

公司自成立以来一直聚焦移动终端天线，围绕泛射频领域不断进行布局，在 LDS 和 LCP 领域均有较深布局。公司依托自身的基础材料和基础技术能力，为客户提供定制化、高附加值的创新型产品，包括 LCP、MPF 为基材的各类天线，Sub-6Ghz 5G MIMO 天线、UWB 模组、天线阵列、5G 毫米波天线模组。

图 19：信维通信天线业务部分产品

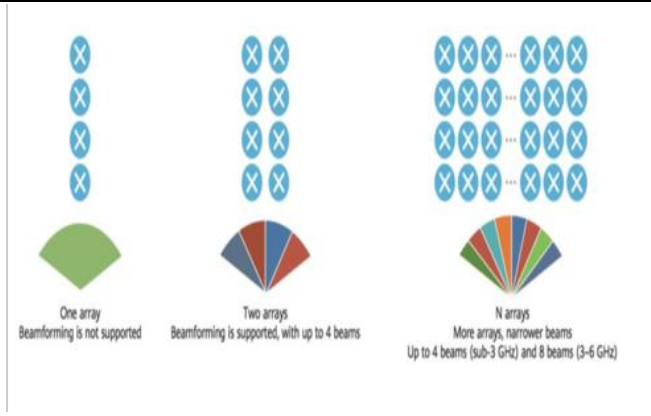


资料来源：信维通信，财信证券

公司 2020 年研发投入占营业收入比重为 9.54%，持续打造技术驱动型企业。公司 2020 年年报披露，公司已申请专利 1583 件；2020 年新增申请专利 372 件，其中 5G 天线 140 件，LCP 专利 21 件。

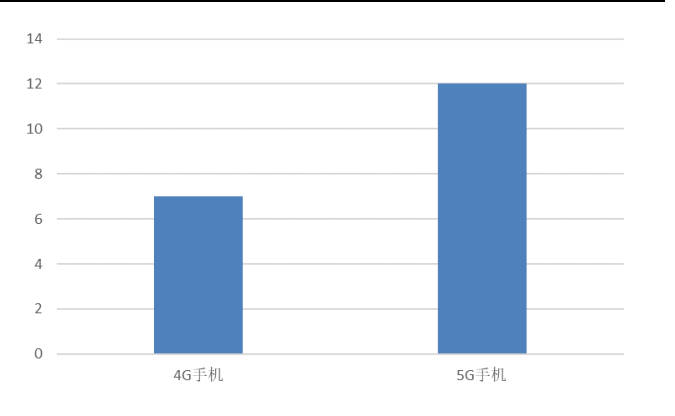
目前 5G 网络的部署 5G 网络的部署采用两种频段 FR1 和 FR2，FR1 是低频段 Sub-6GHz（频率范围 450MHz-6GHz），特征是传输距离远、覆盖面积大；FR2 是高频段 mmWave（频率范围 24.25GHz-52.60GHz），特征是传输速度快，容量大，但覆盖面积有限。相比于 4G，5G NR 除了包含部分 LTE 频段外，同时新增部分频段。5G 手机支持全频段波束赋形，若手机需支持全频段，至少需要 4 个天线，采用 4T4RMIMO 技术，频段数量增长将直接驱动天线数量大幅增长。

图 20: 5G 波束赋形需要更多天线



资料来源: 中国产业信息网, 财信证券

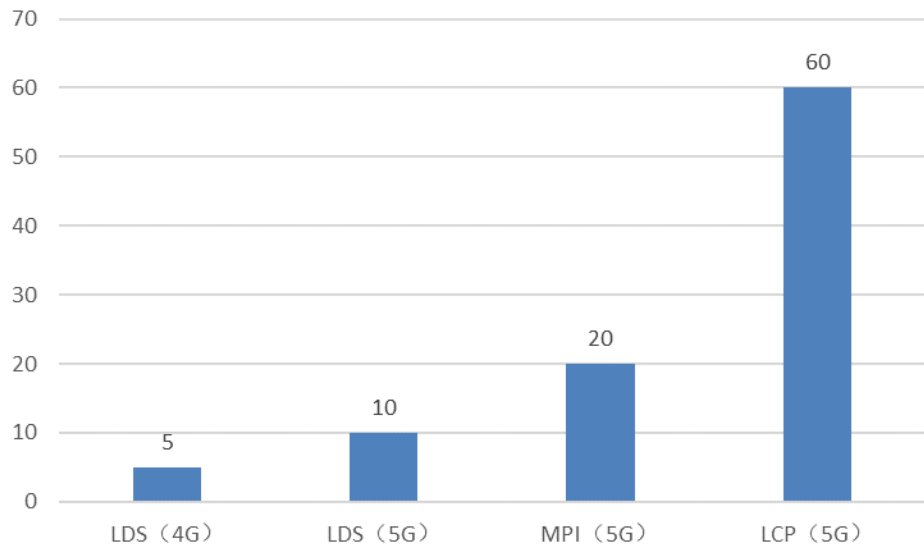
图 21: 4G 和 5G 手机天线需求数量对比



资料来源: 前瞻产业研究院, 财信证券

**LCP 渗透率有望持续提升, 天线价值量有望持续增长。**在 5G 发展初期 LDS、FPC 方案共存, 苹果手机主要采用 FPC 方案, 安卓手机主要采用 LDS 方案。集邦咨询预估 2021 年全球 5G 智能手机生产总量约 5 亿部, 渗透率将快速提升至 37%。随着 5G 手机的渗透率持续提升, 高频段 5G 手机将逐渐采用 FPC 方案, 在中低频段主要采用 MPI, 高频段主要采用 LCP。

图 22: 各类型天线单机价值量 (元)



资料来源: 集微网, 财信证券

**苹果 LCP 天线产业链中上游环节主要由日美厂商主导, 国内厂商参与下游模组制造。**信维通信正在搭建一条中规模的 LCP 生产线, 该产线包括了 LCP 前道和后道工艺 (从 LCP 膜到 LCP 模组), 有望持续放量。

表 4: 苹果 LCP 产业链

| LCP 膜 | LCP FCCL | LCP 软板 | LCP 模组 |
|-------|----------|--------|--------|
| 村田    | 村田       | 村田     | 立讯、安费诺 |

资料来源: 集微网, 财信证券

## 2.2 Qi 协议发展迅猛，无线充电渗透率持续提升

Qi 是全球首个推动无线充电技术的标准化组织——无线充电联盟（Wireless Power Consortium，以下简称“联盟”）推出的“无线充电”标准。全球范围内会员众多，迄今已超过 500 家：包括苹果、三星、谷歌、华为、小米、海尔等国内国际知名企业。Qi 生态的功率持续提高：2010 年第一个无线充电接收端功率仅为 2.5w，现在 Qi 生态系统里无线充电最高功率可达 50w。各大厂商纷纷开始在中高端手机中将无线充电作为手机标配功能，同时 TWS 耳机、智能手表、平板电脑等消费电子产品开始配备无线充电。

图 23：各大厂商无线充电功率

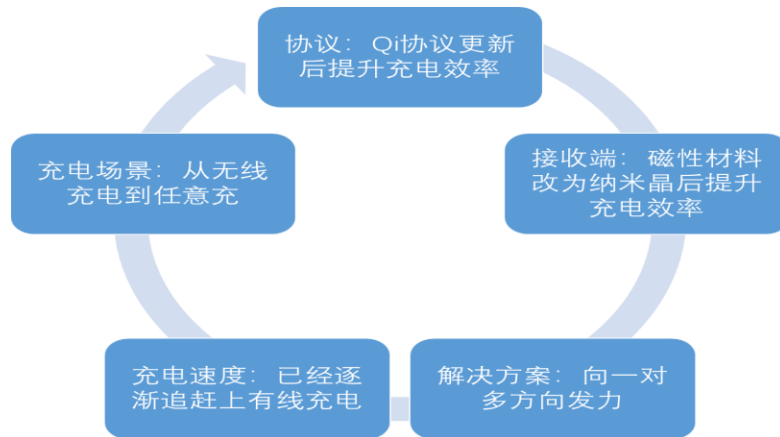


资料来源：WPC, 财信证券

目前，无线充电在消费电子充电协议上各大厂商逐渐倾向于 Qi 协议，该协议也通过更新无线充电算法，无线充电的充电效率已经提升到 80% 以上，基本达到目前有线充电的充电效率。在磁性材料上，无线充电模块应用的磁性材料，主要包括铁氧体、非晶、纳米晶三类，接收端上由于纳米晶的充电效率较铁氧体更高，2019 年苹果也开始采用纳米晶软磁材料，目前各大主流手机厂商无线充电接收端方案大多采用纳米晶材料。无论是无线充电的发射端和接收端，都通过线圈进行能量交换。原来的无线充电板的多线圈方案逐渐被摒弃，各大手机厂商均设计不同的无线充电的线圈解决方案来满足客户需求，向一对多方向发力。以苹果为例，mophie 三合一旗舰无线充主体采用黑色配色，由底座和两个支撑板构成，集成了手机、蓝牙耳机和手表无线充电功能，支持 7.5W+5W+5W 无线充。以小米为例，将手机和智能手表同时放在智能追踪式无线充后，手机充满电后，会再自动为手表充电。无线充电在充电速度上已经能追赶上有线充电。小米于近日发布 80w 无线快充技术，4000mAh 电池 8 分钟即可充满一半，19 分钟就能充满。无线充电场景越来越丰富，从无线充电到任意充，随着逐渐在台灯、柜子，桌子上布局无线充电的发射端，极大的扩展了无线充电的可用性和便捷性。



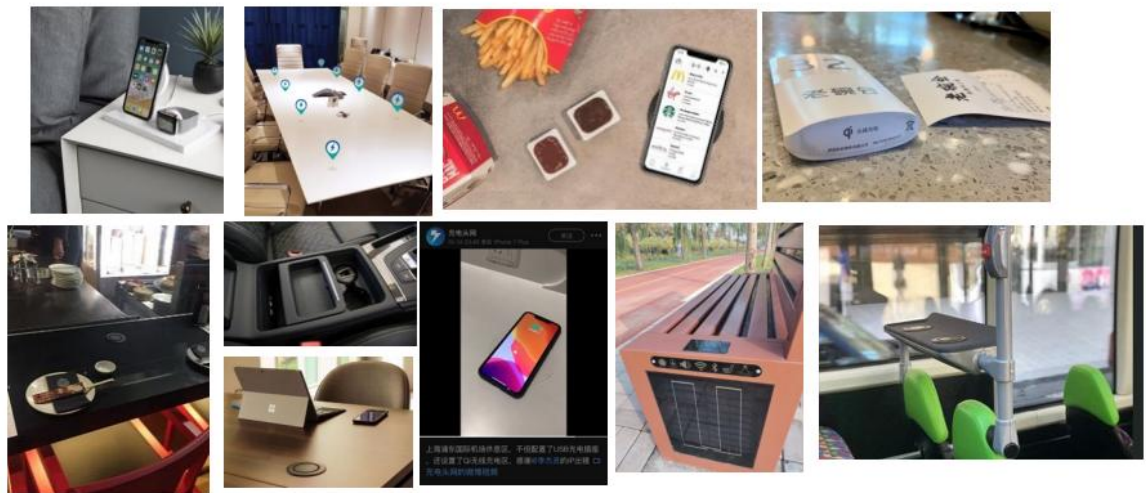
图 24：无线充电条件逐渐成熟



资料来源：财信证券

越来越多的场合支持无线充电。公共场所和办公室中部署了成千上万的无线充电发射端。在 2018 年下半年，餐饮巨头海底捞开始在部分门店尝试提供桌面无线充电功能，在每张餐桌底下都安装两套兼容 Qi 的桌下版发射端，磁场可穿透桌面材质，直接为桌上的手机进行充电。武汉市江汉路上安装了约 60 个新型路灯，具有无线充电功能的手机，在标有“手机无线充电口”路灯杆上，可实现无线充电功能，15 分钟至 20 分钟，即可给手机充电 70% 以上。

图 25：无线充电场景



资料来源：WPC，财信证券

在未来的家居行业中，无线充电智能家居系统可以将无线充电器整合进入家具中，将台灯、桌子、柜子都能转变为充电站的全新解决方案。极大的扩展了无线充电的可用性和便捷性。

图 26：无线充电家居中应用

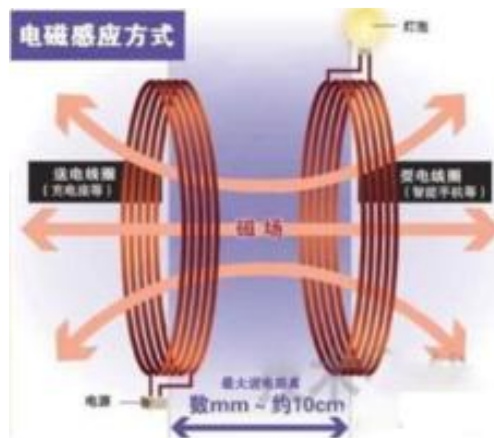


17

资料来源：深圳市家具行业协会，财信证券

技术路线逐步确定，无线充电功率飞速提升。无线充电的原理有多种，目前手机采用最多的是电磁感应方式。在充电底座和手机终端分别内置送电线圈和手电线圈，利用电磁感应原理让手机手电线圈产生一定的电流，从而进行充电。

图 27：电磁感应方式



资料来源：搜狐网，财信证券

2012 年诺基亚推出无线充电手机 Lumia 920，所用的磁性材料是硬质铁氧体。2015 年三星推出首款无线充电旗舰手机 Galaxy S6。匹配用的软磁屏蔽材料除了铁氧体外，首次使用了非晶导磁片，使得手机不仅做的轻薄精美，还大幅提升了无线充电效率。2016 年三星又做了改进，把磁性材料全部换成了更加先进的纳米晶导磁片。纳米晶相对于铁氧体——饱和磁感高，可以减小磁性体的体积，充电效率更高，成本较高，所以目前手机的主流接收端方案采用纳米晶，发射端采用铁氧体。

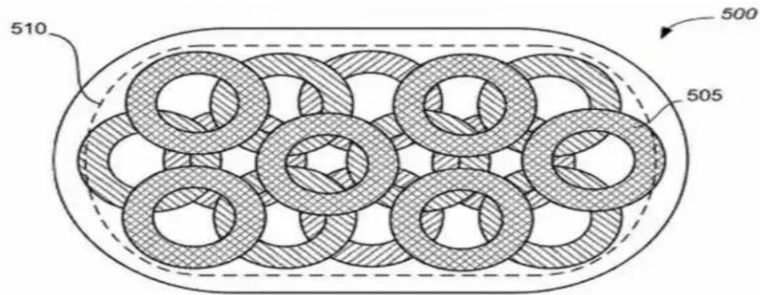
表 5：纳米晶、铁氧体对比

|         | 铁氧体   | 纳米晶     |
|---------|-------|---------|
| 厚度 (um) | 150   | 100/120 |
| 充电效率    | >80%  | >83%    |
| 温度      | 48° C | 46° C   |

资料来源：胶膜矩阵，财信证券

目前，无线充电底座的技术路径逐渐确定。由于无线充电采用电磁感应原理，因此发射端线圈和接收端线圈需要精准对齐。在 2017 年秋季新品发布会上，苹果推出一块名为 AirPower 的无线充电产品。该设备采用多线圈模式覆盖底座所有区域，无论设备放置在哪个区域都可以被快速识别并充电。由于 AirPower 内部叠加了大量线圈，充电时容易产生过多热量，充电效率较低，苹果宣布取消 AirPower。

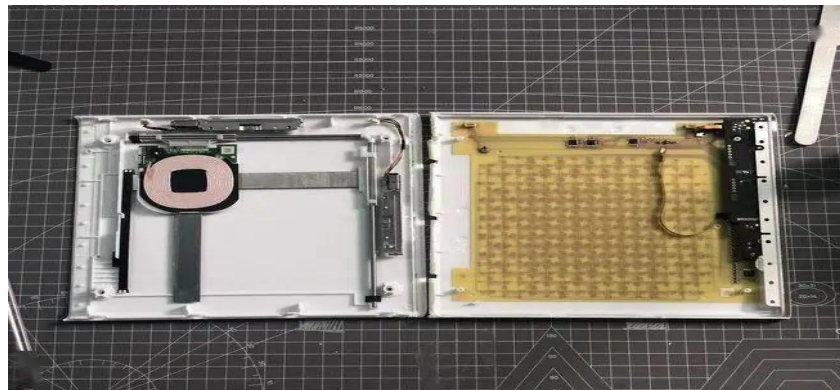
图 28：AirPower 结构示意图



资料来源：腾讯网，财信证券

在 10 周年演讲上，小米正式发布了智能追踪式无线充。其内部有一个可移动的模块可以自动寻找手机的无线充电线圈模块的位置，手机放在任何地方都可以快速找到。并且将手机和智能手表同时放在上面后，手机充满电后，会再自动为手表充电。

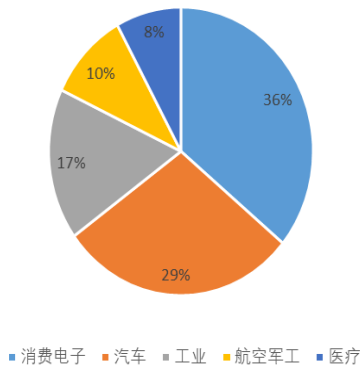
图 29：小米智能追踪式无线充



资料来源：手机之家，财信证券

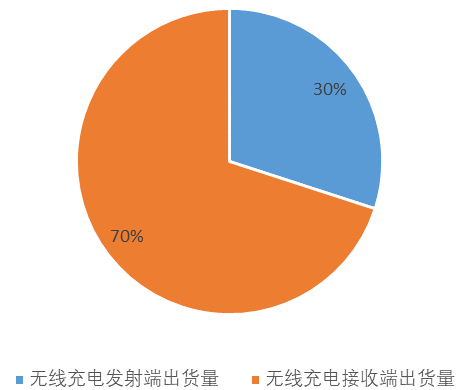
无线充电按市场价值拆分消费电子占比 36%，汽车行业占比 29%，工业占比 17%，航空军工占比 10%，医疗占比 8%。其中发射端出货量占比 30%，接收端出货量占比 70%。

图 30：无线充电市场拆分



资料来源：中国产业信息网，财信证券

图 31：无线充电设备出货量占比

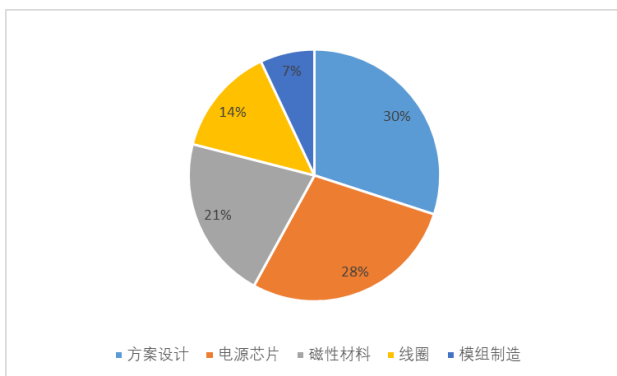


资料来源：WPC，财信证券

由于各领域的无线充电设备和原理有一定差别，我们主要研究消费电子领域。从生产环节来看，无线充电模组的生产流程主要分为五个环节：方案设计、电源芯片、磁性材料、传输线圈以及模组。其中，方案设计占比 30%，电源芯片占比 28%，磁性材料 21%，线圈 14%，模组制造 7%。

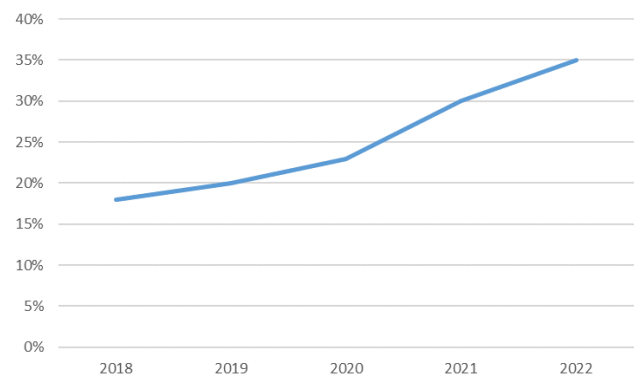
根据 strategy analytics 估计，2019 年全球无线充电在手机中的渗透率为 20%左右，到 2022 年，全球无线充电在手机中的渗透率有望提升为 35%。

图 32：无线充电各环节价值量拆分



资料来源：塔尖研究，财信证券

图 33：无线充电在手机领域渗透率

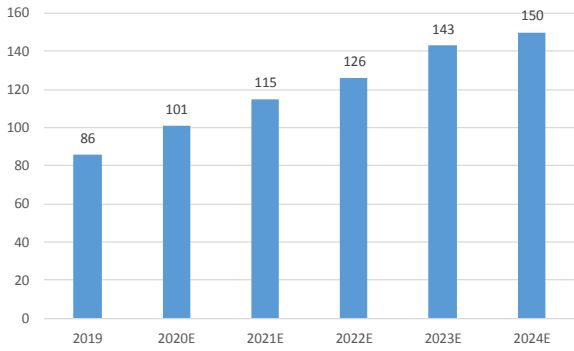


资料来源：strategy analytic，财信证券

**展望未来，迅猛增长。**目前 iPhone、AirPods、AppleWatch 均已标配无线充电，而安卓手机的无线充电则处于从旗舰机向中低端机型渗透的过程中。

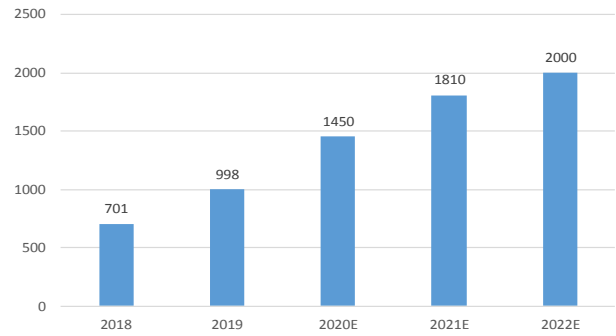
据 IHS 数据预测，2018 年无线充电电源接收器出货量 7 亿台，同比增长 40.2%，预计到 2022 年增长到 20 亿台。2019 年全球无线充电市场空间 86 亿美元，渗透率为 24%，同比增长 43.3%，预计到 2024 年增长到 150 亿美元。

图 34：2019-2021 年无线充电市场规模预测（亿美元）



资料来源：IHS，财信证券

图 35：2018-2022 年无线充电接收器出货量（百万台）



资料来源：IHS，财信证券

公司深度布局无线充电，可提供从材料、线圈到模组的一站式解决方案。目前，公司已在国际大客户手机、无线耳机的无线充电接收端实现了份额的提升，并且也是各大旗舰厂商无线充电接收端的核心功能供应商。公司有望借助无线充电渗透率持续提升，扩展无线充电业务从接收端向发射端延伸，有望实现业绩持续爆发。

## 2.3 EMI/EMC 器件和连接器业务快速增长

### 2.3.1 EMI/EMC 器件

电磁兼容性（EMC）是指设备或系统在其电磁环境中符合要求运行并不对其环境中的任何设备产生无法忍受的电磁干扰的能力。EMC 包括 EMI(电磁干扰)及 EMS(电磁耐受性)两部份。因此，EMC 主要包括两方面：第一，设备在正常运行过程中对其所在环境产生的电磁干扰不能超过一定的限值；第二，器件对其所在环境中存在的电磁干扰具有一定程度的抗干扰度，即电磁敏感度。在电子产品的设计中，为获得良好的 EMC 性能和成本比，对产品进行 EMC 设计是重要的，在研发前期就会考虑 EMC 设计。

图 36：信维通信部分 EMI/EMC 产品



资料来源：信维通信，财信证券

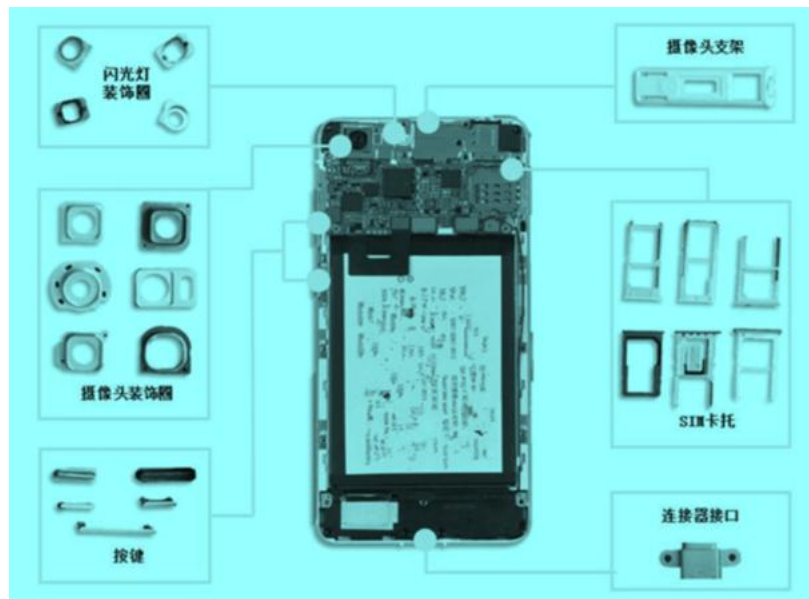
公司的 EMI/EMC 器件包括模切产品、MIM 产品等。公司是全球知名的金属小件供



应商之一，拥有非常专业的解决方案提供能力公司。这方面主要的客户是苹果、三星、微软等。由于产品高度定制化以及高需求量的特征，公司具有全工艺平台以及柔性自动化能力，经营效率提升显著。公司在这些战略大客户上份额有望持续提升。

公司通过多次增资，完成了对艾利门特 100% 控股，布局 MIM 领域。MIM 适用于生产小型、三维复杂形状以及具有特殊性能要求制品的近成型工艺，价值量较高。粉末粒度、振实密度和颗粒形状是决定粉末能否成功用于 MIM 工艺的关键性能指标。随着消费电子内部结构复杂度持续提升，MIM 市场增长潜力较大。2019、2020 年艾利门特收入为 3.62 亿元、4.91 亿元，净利润为 0.79 亿元、1.12 亿元。

图 37：智能手机 MIM 产品



资料来源：精研科技，财信证券

### 2.3.2 连接器

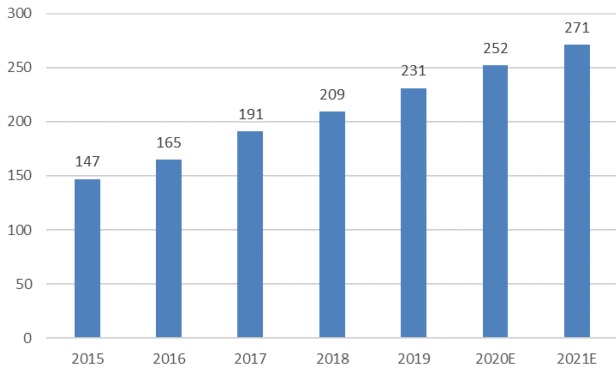
连接器是一种借助电信号或光信号和机械力量的作用使电路或光通道接通、断开或转换的功能元件。连接器作为构成整机电路系统电气连接必需的基础元件之一，下游几乎涵盖了电子工业领域，包括航空、航天、军事装备、通讯、计算机、汽车、工业、家用电器等。

根据中商情报网数据，我国连接器的规模从 2011 年的 113 亿美元增长到 2019 年的 231 亿美元。在全球出货量高基数、低增长的格局下，手机精密连接器从原先基础智能手机的 10 个左右增长到 4G 或者 5G 智能手机的 20-30 个，同时随着 5G 手机的渗透率提升，其对 BTB 连接器的需求量将快速上升。

公司通过收购亚力盛切入连接器行业。经过几年的深入研发，目前公司的高精度 BTB 连接器已经批量出货。该产品对电磁兼容性要求较高，单机使用量为 10-15 对，市场规模为 120 亿元左右。随着大客户的项目逐渐落地，公司有望持续在连接器领域快速增长。

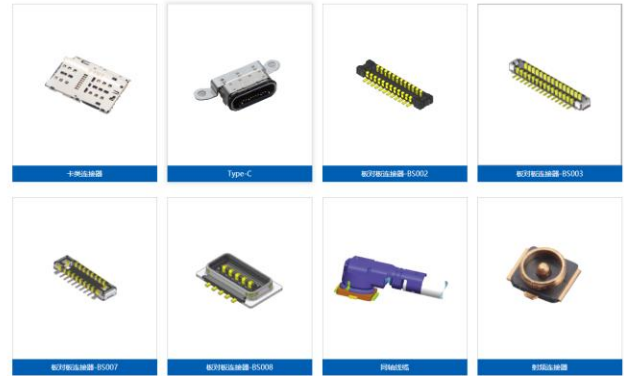


图 38: 2015-2021 中国连接器市场规模统计 (亿美元)



资料来源: 中商产业研究院, 财信证券

图 39: 信维通信部分连接器产品线



资料来源: 信维通信, 财信证券

## 2.4 公司预计定增 30 亿元, 扩产天线、无线充电、射频前端业务

2020 年 3 月公司发布定增预案, 拟募资不超过 30 亿元投入射频前端器件项目、5G 天线及天线组件项目、无线充电模组项目。自全资子公司江苏信维 2017 年通过“招拍挂”方式取得位于江苏省常州市金坛华罗庚科技产业园的建设用地以来, 公司致力于在当地打造信维通信科技园(江苏), 本次募集资金的建设项目均由公司全资子公司江苏信维在该科技园内实施。

表 6: 信维通信定增项目

| 项目名称         | 项目总投资   | 拟投入募集资金 | 建设期 (月) | 投资回收期 | 税后内部收益率 |
|--------------|---------|---------|---------|-------|---------|
| 射频前端器件项目     | 202,806 | 100,000 | 20      | 4.68  | 31.03%  |
| 5G 天线及天线组件项目 | 113,842 | 80,000  | 12      | 4.4   | 34.51%  |
| 无线充电模组项目     | 171,842 | 120,000 | 12      | 4.94  | 29.97%  |
| 合计           | 488,492 | 300,000 | /       | /     | /       |

资料来源: 信维通信, 财信证券

## 3 盈利预测与投资评级

预测假设:

- 1) 安卓天线市场快速增长, LCP 天线有望 2022 年批量出货, 带来天线价值量的大幅提升, 公司苹果天线主要供应 iPad、Mac 等产品, 2020 年受疫情影响在线办公兴起, 苹果 iPad 和 Mac 产品同比增长 15% 左右, 预计 2021-2022 年实现同比增长 20% 左右。
- 2) 公司是全球前五大手机产商的无线充电核心供应商, 并且目前逐步在苹果手机和 AirPods 提高市场份额, 预计 2021-2022 年实现同比增长 80%, 50%。

- 3) 5G 时代对电磁屏蔽件要求更高, 预计 2021-2022 年实现同比增长 20%, 15%。
- 4) 目前全球 BTB 连接器市场规模超百亿, 公司 2019 年 BTB 连接器已经批量出货, 预计 2021-2022 年实现同比增长 70%, 50%。

**表 7: 信维通信分业务收入预测 (亿元)**

|         | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|---------|------|------|------|-------|-------|
| 天线      | 23   | 21   | 22   | 26    | 30    |
| 无线充电    | 5    | 7    | 14   | 24    | 36    |
| EMI/EMC | 13   | 17   | 21   | 24    | 27    |
| 连接器     | 6    | 6    | 6    | 11    | 17    |
| 总计      | 47   | 51   | 63   | 85    | 110   |

资料来源: 信维通信, 财信证券

预计 2021-2023 年公司净利润分别为 13.21 亿元、16.27 亿元和 21.08 亿元, EPS 分别为 1.37 元、1.68 元、2.18 元, 对应 PE 倍数为 21、17 和 13 倍。考虑到公司的天线龙头地位, 给予公司 2021 年 28-32 倍 PE 估值, 对应价格区间 38.4-43.8 元, 给予“推荐”评级。

## 4 风险提示

公司经营不及预期, 业务拓展不及预期, 宏观经济风险。

**财务预测摘要**

| 利润表               | 2019A            | 2020A            | 2021E            | 2022E            | 2023E            | 财务指标              | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>5134.04</b>   | <b>6393.64</b>   | <b>8503.54</b>   | <b>11054.60</b>  | <b>13818.25</b>  | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |              |
| 减:营业成本            | 3,216.69         | 4,463.70         | 5,782.41         | 7,406.58         | 9,258.23         | 营业收入增长率           | 9.1%         | 24.5%        | 33.0%        | 30.0%        | 25.0%        |
| 营业税费              | 29.90            | 47.86            | 61.09            | 75.52            | 99.03            | 营业利润增长率           | 3.6%         | -20.6%       | 54.6%        | 28.6%        | 29.3%        |
| 销售费用              | 118.01           | 65.06            | 85.04            | 159.05           | 159.20           | 净利润增长率            | 3.2%         | -4.7%        | 35.9%        | 23.1%        | 29.6%        |
| 管理费用              | 635.50           | 924.50           | 1,020.42         | 1,431.12         | 1,815.06         | EBITDA 增长率        | -12.4%       | -4.5%        | 44.6%        | 31.4%        | 25.8%        |
| 财务费用              | 64.47            | 25.18            | 110.90           | 176.54           | 144.11           | EBIT 增长率          | -18.9%       | -12.8%       | 52.1%        | 30.8%        | 25.1%        |
| 资产减值损失            | -20.79           | -101.70          | 10.00            | -37.49           | -43.06           | NOPLAT 增长率        | 5.1%         | -21.2%       | 61.3%        | 25.0%        | 25.1%        |
| <b>加:公允价值变动收益</b> | <b>4.88</b>      | <b>14.83</b>     | <b>-2.30</b>     | <b>0.38</b>      | <b>0.51</b>      | 投资资本增长率           | 30.7%        | 0.3%         | 22.8%        | 23.4%        | 9.3%         |
| 投资和汇兑收益           | 9.46             | 10.81            | 9.40             | 9.89             | 10.03            | 净资产增长率            | 28.5%        | 16.9%        | 23.9%        | 23.6%        | 24.8%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>1,173.66</b>  | <b>932.22</b>    | <b>1,440.78</b>  | <b>1,853.56</b>  | <b>2,396.23</b>  | <b>利润率</b>        |              |              |              |              |              |
| 加:营业外净收支          | -3.02            | 156.64           | 49.67            | 67.76            | 91.36            | 毛利率               | 37.3%        | 30.2%        | 32.0%        | 33.0%        | 33.0%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>1,170.64</b>  | <b>1,088.86</b>  | <b>1,490.45</b>  | <b>1,921.32</b>  | <b>2,487.59</b>  | 营业利润率             | 22.9%        | 14.6%        | 16.9%        | 16.8%        | 17.3%        |
| 减:所得税             | 143.57           | 114.97           | 163.95           | 288.20           | 373.14           | 净利润率              | 19.9%        | 15.2%        | 15.5%        | 14.7%        | 15.3%        |
| <b>净利润</b>        | <b>1019.89</b>   | <b>972.41</b>    | <b>1321.80</b>   | <b>1626.55</b>   | <b>2108.04</b>   | EBITDA/营业收入       | 26.3%        | 20.2%        | 21.9%        | 22.2%        | 22.3%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2019A</b>     | <b>2020A</b>     | <b>2021E</b>     | <b>2022E</b>     | <b>2023E</b>     | EBIT/营业收入         | 22.8%        | 16.0%        | 18.2%        | 18.4%        | 18.4%        |
| 货币资金              | 444.18           | 1,755.74         | 850.35           | 2,210.92         | 1,105.46         | <b>运营效率</b>       |              |              |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -                | 3.45             | 1.15             | 1.53             | 2.05             | 固定资产周转天数          | 81           | 105          | 100          | 88           | 79           |
| 应收帐款              | 2,785.39         | 2,565.71         | 4,712.11         | 5,101.32         | 6,784.78         | <b>流动营业资本周转天数</b> | 142          | 139          | 129          | 140          | 137          |
| 应收票据              | 27.85            | 23.98            | 108.47           | 19.80            | 142.74           | 流动资产周转天数          | 282          | 310          | 277          | 278          | 269          |
| 预付帐款              | 8.56             | 5.89             | 32.45            | 3.75             | 41.79            | 应收帐款周转天数          | 175          | 151          | 154          | 160          | 155          |
| 存货                | 608.90           | 2,175.57         | 278.68           | 3,187.28         | 1,491.81         | 存货周转天数            | 40           | 78           | 52           | 56           | 61           |
| 其他流动资产            | 286.88           | 306.20           | 252.95           | 282.01           | 280.38           | 总资产周转天数           | 546          | 544          | 456          | 424          | 394          |
| 可供出售金融资产          | -                | -                | 9.19             | 3.06             | 4.09             | 投资资本周转天数          | 380          | 346          | 290          | 275          | 254          |
| 持有至到期投资           | -                | -                | -                | -                | -                | <b>投资回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 长期股权投资            | 124.90           | 209.90           | 294.90           | 379.90           | 379.90           | ROE               | 21.6%        | 17.6%        | 19.3%        | 19.2%        | 19.9%        |
| 投资性房地产            | -                | -                | -                | -                | -                | ROA               | 12.3%        | 8.9%         | 12.5%        | 10.6%        | 14.3%        |
| 固定资产              | 1,542.55         | 2,197.28         | 2,544.86         | 2,888.80         | 3,213.21         | ROIC              | 23.1%        | 13.9%        | 22.4%        | 22.8%        | 23.1%        |
| 在建工程              | 733.67           | 499.84           | 499.84           | 499.84           | 499.84           | <b>费用率</b>        |              |              |              |              |              |
| 无形资产              | 823.27           | 252.47           | 249.57           | 246.67           | 243.76           | 销售费用率             | 2.3%         | 1.0%         | 1.0%         | 1.4%         | 1.2%         |
| 其他非流动资产           | 983.18           | 966.42           | 763.03           | 620.41           | 606.88           | 管理费用率             | 12.4%        | 14.5%        | 12.0%        | 12.9%        | 13.1%        |
| <b>资产总额</b>       | <b>8,369.32</b>  | <b>10,962.45</b> | <b>10,597.55</b> | <b>15,445.29</b> | <b>14,796.69</b> | 财务费用率             | 1.3%         | 0.4%         | 1.3%         | 1.6%         | 1.0%         |
| 短期债务              | 888.44           | 1,500.58         | 1,388.55         | 2,413.21         | 741.99           | 三费/营业收入           | 15.9%        | 15.9%        | 14.3%        | 16.0%        | 15.3%        |
| 应付帐款              | 858.09           | 1,951.09         | 1,324.66         | 2,944.93         | 2,524.52         | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |              |
| 应付票据              | 137.55           | 370.10           | 158.72           | 363.16           | 374.68           | 资产负债率             | 43.1%        | 49.2%        | 34.9%        | 44.8%        | 28.1%        |
| 其他流动负债            | 861.87           | 220.55           | 552.49           | 541.62           | 449.11           | 负权益比              | 75.8%        | 96.9%        | 53.6%        | 81.2%        | 39.1%        |
| 长期借款              | 816.53           | 1,271.09         | 219.04           | 596.65           | -                | 流动比率              | 1.52         | 1.69         | 1.82         | 1.73         | 2.41         |
| 其他非流动负债           | 45.25            | 82.06            | 56.56            | 61.29            | 66.63            | 速动比率              | 1.29         | 1.15         | 1.74         | 1.22         | 2.04         |
| <b>负债总额</b>       | <b>3,607.72</b>  | <b>5,395.46</b>  | <b>3,700.01</b>  | <b>6,920.86</b>  | <b>4,156.93</b>  | 利息保障倍数            | 18.13        | 40.50        | 13.99        | 11.50        | 17.63        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>45.93</b>     | <b>42.72</b>     | <b>47.19</b>     | <b>53.65</b>     | <b>59.92</b>     | <b>分红指标</b>       |              |              |              |              |              |
| 股本                | 968.64           | 962.87           | 967.57           | 967.57           | 967.57           | DPS(元)            | 0.05         | -            | -            | -            | -            |
| 留存收益              | 3,795.89         | 4,551.79         | 5,882.78         | 7,503.21         | 9,612.27         | 分红比率              | 4.7%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>股东权益</b>       | <b>4,761.60</b>  | <b>5,566.99</b>  | <b>6,897.54</b>  | <b>8,524.43</b>  | <b>10,639.75</b> | 股息收益率             | 0.2%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2019A</b>     | <b>2020A</b>     | <b>2021E</b>     | <b>2022E</b>     | <b>2023E</b>     | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 净利润               | 1,027.07         | 973.89           | 1,321.80         | 1,626.55         | 2,108.04         | EPS(元)            | 1.05         | 1.00         | 1.37         | 1.68         | 2.18         |
| 加:折旧和摊销           | 238.80           | 356.46           | 314.43           | 422.46           | 545.08           | BVPS(元)           | 4.87         | 5.71         | 7.08         | 8.75         | 10.93        |
| 资产减值准备            | 26.35            | 96.79            | -                | -                | -                | PE(X)             | 27.65        | 29.00        | 21.34        | 17.34        | 13.38        |
| 公允价值变动损失          | -4.88            | -14.83           | -2.30            | 0.38             | 0.51             | PB(X)             | 5.98         | 5.11         | 4.12         | 3.33         | 2.67         |
| 财务费用              | 62.17            | 76.93            | 110.90           | 176.54           | 144.11           | P/FCF             | -84.64       | 19.25        | -27.50       | 21.75        | -25.08       |
| 投资收益              | -9.46            | -10.81           | -9.40            | -9.89            | -10.03           | P/S               | 5.49         | 4.41         | 3.32         | 2.55         | 2.04         |
| 少数股东损益            | 7.18             | 1.49             | 4.70             | 6.57             | 6.41             | EV/EBITDA         | 21.95        | 22.24        | 15.49        | 11.85        | 9.02         |
| 营运资金的变动           | -1,020.48        | -140.82          | -939.17          | -1,372.52        | -530.77          | CAGR(%)           | 16.7%        | 29.5%        | 10.2%        | 16.7%        | 29.5%        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>677.45</b>    | <b>1,497.57</b>  | <b>800.96</b>    | <b>850.11</b>    | <b>2,263.35</b>  | PEG               | 1.65         | 0.98         | 2.08         | 1.04         | 0.45         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-1,043.15</b> | <b>-743.28</b>   | <b>-654.30</b>   | <b>-748.25</b>   | <b>-858.61</b>   | ROIC/WACC         | 2.27         | 1.37         | 2.20         | 2.24         | 2.27         |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-129.30</b>   | <b>537.34</b>    | <b>-1,052.05</b> | <b>1,258.71</b>  | <b>-2,510.20</b> | REP               | 2.13         | 3.40         | 1.74         | 1.39         | 1.20         |

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                           |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上        |
|        | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%   |
|        | 中性   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%  |
|        | 回避   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上        |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上       |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上       |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438