

晶晨股份 (688099)

证券研究报告

2021年07月25日

AIOT 打开第二增长曲线，获利能力突破拐点向上

公司智能机顶盒芯片制程工艺行业领先，国内外持续渗透，覆盖中高低市场，有效扩大市场份额；通过高研发投入积极布局新产品线，多条产品线齐头并进，WiFi和蓝牙无线连接芯片配套起量；AI 音视频系统终端芯片应用广泛，搭配新领域下游需求增长，或将助力公司受益 AIoT 新时代；我们看好公司作为多媒体智能终端 SoC 芯片领军者及 AIoT 赛道发展逻辑下持续增长。

智能机顶盒芯片制程工艺先进，国内外持续渗透，持续扩大市场份额。公司智能机顶盒芯片制程工艺走在行业前列，已实现从 28 纳米到 12 纳米的突破，具有性能高、体积小、功耗低、发热小、兼容性强等特点。公司在通过招投标巩固国内市场的同时，海外市场成功实现进一步渗透。公司方案运用于中兴通讯、创维、小米、阿里巴巴等厂商，覆盖国内三大运营商；公司海外客户包括谷歌、亚马逊等国际知名厂商，以及北美、欧洲、拉丁美洲、亚太、俄罗斯和非洲等众多区域的运营商设备，覆盖中高低市场。

AI 音视频系统终端芯片应用广泛，新领域布局助力公司受益 AIoT 新时代。公司在多媒体音视频领域拥有长期技术积累，叠加各种人工智能技术，开发出适用于多样化应用场景的 AI 音视频系统终端芯片，目前已应用于智能音箱、智能影像、智慧教育、智能显示、智能冰箱等终端产品。公司已拥有小米、联想、TCL、Google、JBL、Harman Kardon 等海内外知名客户，该类芯片解决方案丰富多元，未来市场空间广阔。公司在新应用领域的积极开拓也推动 AI 音视频系统终端的纵深发展，随着下游终端需求的持续旺盛，或将助力公司受益 AIoT 新时代。

高研发投入积极布局新产品线，WiFi 和蓝牙无线连接芯片配套起量。公司近三年研发投入占营业收入比例持续提高，研发人员数量占公司总人数比例已逾 80%。通过高研发投入进一步升级三大传统产品线，同时积极布局新的市场，包括智能影像、无线连接和汽车电子。公司首款自主研发的 WiFi 和蓝牙芯片已于 2020Q3 量产，有望通过与公司 SoC 主控芯片配套出货达到快速起量；在汽车电子芯片方面，公司已与海外国际知名客户进行深度设计、验证，并收到部分客户订单。

投资建议：公司作为多媒体 SoC 龙头开启 AIOT 赛道打开长期市场空间，我们预计 2021-2023 年公司实现净利润 6.19/9.48/13.14 亿元，基于公司下游客户为海内外知名客户，拓展全球化市场空间广阔，2021 年给予公司 PE 100 倍，目标价格 150.4 元/股，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：业绩波动风险、海外经营的风险、产品与技术迭代不及预期风险；预告数据仅为初步核算数据，具体准确的财务数据以公司正式披露的 2021 年半年度报告为准

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	128.77 元
目标价格	150.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	411.12
流通 A 股股本(百万股)	211.53
A 股总市值(百万元)	52,939.92
流通 A 股市值(百万元)	27,239.29
每股净资产(元)	7.38
资产负债率(%)	19.47
一年内最高/最低(元)	133.32/49.36

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
程如莹	联系人
chengruiying@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,357.73	2,738.25	5,001.38	6,465.65	7,876.05
增长率(%)	(0.48)	16.14	82.65	29.28	21.81
EBITDA(百万元)	773.31	876.52	806.57	1,102.69	1,458.58
净利润(百万元)	158.04	114.83	618.53	947.73	1,314.00
增长率(%)	(44.06)	(27.34)	438.63	53.22	38.65
EPS(元/股)	0.38	0.28	1.50	2.31	3.20
市盈率(P/E)	334.97	461.01	85.59	55.86	40.29
市净率(P/B)	18.92	18.14	15.05	12.21	9.55
市销率(P/S)	22.45	19.33	10.59	8.19	6.72
EV/EBITDA	25.87	33.88	63.12	44.60	33.64

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 国内多媒体 SoC 芯片龙头，AIoT 打开第二增长曲线.....	3
1.1. 发展历程：积累音视频解码技术，具备 AIoT 发展先机.....	3
1.2. 业务产品：具备全球化竞争力，产品矩阵持续丰富.....	3
1.3. 股权架构：核心技术团队经验丰富且稳定.....	4
1.4. 财务情况：业绩快速增长，获利能力边际向上.....	6
2. 投资建议.....	7
3. 风险提示.....	8

图表目录

图 1：晶晨股份发展历程：接近二十年技术积累.....	3
图 2：晶晨股份系列产品.....	4
图 3：晶晨股份实际控制人为公司创始人.....	5
图 4：晶晨股份营业收入（亿）及同比增速（%）.....	6
图 5：晶晨股份归母净利润（亿元）及同比增速（%）.....	6
图 6：晶晨股份毛利率与净利率（%）.....	7
图 7：晶晨股份营收结构（%）.....	7
图 8：晶晨股份研发费用（亿）与研发营收比（%）.....	7
图 9：晶晨股份存货（亿）.....	7
表 1：公司主要尖端芯片产品.....	4
表 2：公司核心人员经验丰富且稳定.....	5
表 3：公司主要控股、参股公司.....	6
表 4：主营业务拆分预测（亿元）.....	8
表 5：可比公司情况.....	8

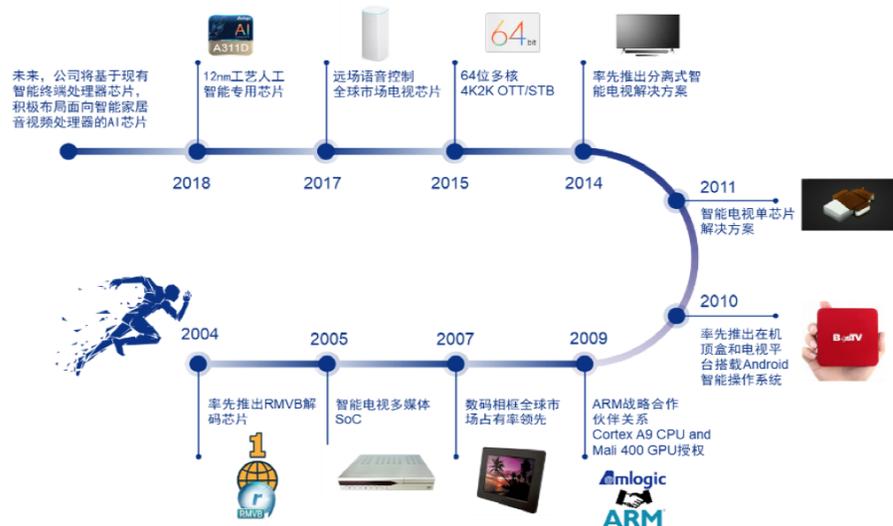
1. 国内多媒体 SoC 芯片龙头，AIoT 打开第二增长曲线

1.1. 发展历程：积累音视频解码技术，具备 AIoT 发展先机

聚焦多媒体智能终端 SoC 二十年，超高清音视频编解码技术形成领先优势。公司于 2003 年成立，主营业务聚焦基于音视频编解码技术的多媒体终端芯片设计，自 2004 年研发出用于 RMVB 解码芯片后持续推出了一系列具有竞争力的多媒体 SoC 芯片。公司凭借在芯片设计领域的深厚积累，对音频编解码等核心技术的持续跟踪研发，目前已自主研发用于智能机顶盒、智能电视、AI 音视频智能终端等领域关键核心技术，在超高清音视频编解码技术上形成领先优势。

未来结合优势加大新市场投入，新领域布局助力公司受益 AIoT 新时代。随着 AIoT 时代的到来，下游客户催生新产品需求，未来公司将持续加大研发投入，进一步探索新产品、新技术。基于公司长期在多媒体智能终端 SoC 芯片领域深厚的技术沉淀，叠加人工智能创新技术，持续优化产品结构。公司在发展传统三大产品线的同时，积极布局新市场，包括智能影音、无线连接和汽车电子等领域，以满足智慧互联、家庭智能化网络管理的快速发展。公司在新应用领域的积极开拓也推动 AI 音视频系统终端的纵深发展，随着下游终端需求的持续旺盛，或将助力公司受益 AIoT 新时代。

图 1：晶晨股份发展历程：接近二十年技术积累



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.2. 业务产品：具备全球化竞争力，产品矩阵持续丰富

公司高端低价产品策略具较强竞争力，打开全球化市场布局，传统三条产品线包括：

1) **智能机顶盒：品种较丰富，支持人工智能和物联网（AIoT）场景下的功能。**公司智能机顶盒 SoC 芯片品种较丰富，包含 FHD 全高清系列芯片和 UHD 超高清系列芯片，制程工艺包括 28nm 和 12nm；12nm 制程工艺行业领先，支持 8K 解码，部分产品能够集成 NPU 模块，支持人工智能和物联网（AIoT）场景下的功能。

2) **智能电视：产品具备稳定性高、高清、高性价比等特性。**公司深耕全格式音视频解码技术，推出一系列具备稳定性高、低功耗、高集成度、高性价比的智能电视 SoC 芯片；公司电视 SoC 芯片销量快速增长，从 2018 年的 2198 万颗增长至 2020 年的 2907 万颗，年复合增长率达 15%。

3) **AI 音视频系统终端系列芯片：高端音箱占据领先地位，更多应用场景开拓。**公司 AI 音视频终端芯片应用领域已经从智能音箱领域逐步拓展到智能显示、智能家居影像、智能开关控制中心等终端产品。公司 AI 音视频芯片出货量从 2017 年的 131 万颗增长至 2020 年 1344 万颗。

表 1: 公司主要尖端芯片产品

项目分类	产品系列	终端品牌	产品描述
智能盒子芯片	S912	天猫魔盒	高性能超高清八核 OTT/IPTV/DVB 智能机顶盒芯片
	S905	小米盒子	12nm 高性能超高清四核 OTT/IPTV/DVB 智能机顶盒芯片
	S922X	开发中	12nm 高性能超高清六核 OTT/IPTV/DVB 智能机顶盒芯片
智能电视芯片	T950	小米电视 32 4A	高性价比全高清国标四核智能电视芯片
	T968,T966	天猫魔屏	高性能超高清国标四核智能电视芯片
	T962X2	开发中	12nm 工艺高性能超高清全球市场四核智能电视芯片
AI 终端芯片	智能视频	开发中	12nm 超高性能六核人工智能摄像头芯片, 内置神经网络处理器, 支持人脸、物体等的实时识别
		百度小度智能音箱、小米小爱同学	高性能四核人工智能语音音箱芯片, 支持远场语音识别
	智能音频	Google Home Hub	12nm 智能显示芯片解决方案, 支持远场语音识别
		联想娱乐宝智能盒子	高性能四核人工智能语音条形音箱芯片, 支持远场语音以及杜比视界, 杜比全景声

资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

技术优势为新产品增加竞争力, WIFI 和蓝牙无线连接芯片有望配套起量。在新产品线的布局上, 公司在 2020 年已推出首款自主研发的支持 802.11ac 双频的 WIFI 和蓝牙芯片, 并已于 2020Q3 量产, 有望通过与公司 SoC 主控芯片配套出货达到快速起量。在汽车电子芯片方面, 公司已成功研发出符合车规级要求的芯片, 目前主要应用于车载信息娱乐系统, 采用业内领先 12 纳米制程工艺; 该芯片已与海外国际知名客户进行深度设计、验证, 并收到部分客户订单。

图 2: 晶晨股份系列产品



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

1.3. 股权架构: 核心技术团队经验丰富且稳定

公司创始人为实际控制人, 核心人员经验丰富且稳定。截至 2021 年 7 月 24 日, 公司实际控制人 John Zhong 和 Yeeping Chen Zhong 通过晶晨控股间接持有公司总股本 11.53% 的股份; 两人属夫妻关系, 分别持有公司 9.96% 和 1.57% 的股份。公司核心团队经验丰富且长期稳定, 公司的核心人员均有半导体行业资深经历。

公司股权激励计划持续锁定核心人才。公司四个员工持股平台于 2017 年 1 月设立，通过上海晶祥、上海晶纵、上海晶毓、上海晶兮授予员工 5.22% 的公司股份。公司在发展过程中，持续完善激励制度，实现公司与员工共同发展。2019 年晶晨曾向 568 名员工（占员工总数 58.5%）授予公司 1.95% 的股份；2021 年 4 月，公司再次公布 2021 年限制性股票激励计划，将对包括 440 人（占员工总数 49.22%）在内的公司董事、高级管理人员、中层管理人员、技术（业务）骨干实施股权激励计划，新增持有公司 1.95% 的股份；其中含技术骨干 391 人，占本次股权激励人数的 88.9%，促进核心技术团队的长远发展。

图 3：晶晨股份实际控制人为公司创始人



资料来源：wind、公司公告，天风证券研究所

表 2：公司核心人员经验丰富且稳定

核心人员	职务	经历
John Zhong	董事长、总经理	2003 年创立晶晨股份。曾任 AmitechInc. 项目经理、Northern Telecom Limited 研发工程师、Sun Valley International Limited 总经理；2003 年晶晨成立至今，任公司董事长及总经理。
Cyrus Ying-Chun Tsui	董事	52 年半导体行业经验，管理及电机专业。曾任仙童半导体工程师、AMD 半导体工程师和副总裁、莱迪斯半导体（Lattices Semiconductor）首席执行官及董事长；2014 年至今单位公司董事。
闫晓林	董事	20 年半导体行业经验，博士学位。曾任 TCL 高级副总裁、多媒体研发中心项目经理、研究所所长、首席技术官、工业研究院副院长等职位；2014 年至今担任公司董事。
Michael Yip	副总经理、核心技术人员	33 年半导体行业经验，电子工程专业。曾任 IBM 工程师、美国国家半导体（National Semiconductor Corp）工程师、Centillion Networks Private Limited 高级工程师、Extreme Networks Inc 高级工程师、首席架构师；2006 年加入公司，历任工程副总裁、首席技术官。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

子公司遍布全球，快速有效拓宽销售渠道、提供研发支持。截至 2020 年末，公司拥有 8 家控股子公司、4 家参股公司。控股子公司遍布全球各地，分布在中国香港、深圳、加州、北京、西安、成都、南京，广纳各地人才加速研发进展，同时更有效提高当地销售规模。同时，深圳盟海五号从事创业投资业务，上海晶毅、上海晶旻从事投资咨询业务。公司持股的上海锆科和芯来半导体同为科技研发公司，为公司今后在半导体行业的发展提供全方位技术支持。

表 3：公司主要控股、参股公司

成立时间	公司名称	持股比例	主营业务
2018 年 5 月	上海锆科	38.29%	智能科技领域内技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让
2018 年 9 月	芯来半导体	5.56%	半导体科技、电子科技
2020 年 7 月	深圳盟海五号	23.50%	从事创业投资
2018 年 5 月	上海晶毅	66.99%	投资咨询
2015 年 9 月	晶晨香港	100%	销售
2014 年 6 月	晶晨深圳	100%	研发及销售
2015 年 11 月	晶晨加州	100%	设计研发
2017 年 12 月	晶晨北京	100%	设计研发
2020 年 12 月	上海晶旻	100%	投资咨询
2020 年 12 月	晶晨西安	100%	设计研发
2020 年 12 月	晶晨成都	100%	设计研发
2021 年 1 月	晶晨南京	100%	设计研发

资料来源：公司招股说明书、公司公告（公司 2020 年报），天风证券研究所

1.4. 财务情况：业绩快速增长，获利能力边际向上

机顶盒 SoC 重回招标周期高峰，AIoT 应用开启新一条高速增长赛道。公司 2021 年第一季度营业收入达到 9.29 亿，同比增加 131%；归母净利润达到 0.89 亿，同比增长 328%。2020 年第一季度因疫情导致市场低迷，今年一季度随着疫情防控形势持续好转以及消费电子需求持续提升，整体市场处于加速修复过程中，并呈现出强劲反弹态势；此外公司长期投入研发以及持续开拓海外市场的成果逐步呈现。

图 4：晶晨股份营业收入（亿）及同比增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

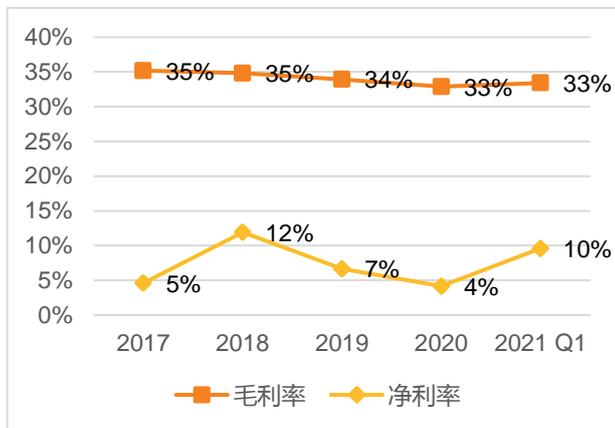
图 5：晶晨股份归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

AI 收入占比持续扩大，毛利率和净利润率的获利能力有望持续提升。公司费用主要投入在研发中且持续加大，2021 年第一季度同比上升 48.03%，主要受新增研发人员及人工成本上升的影响。2018、2019、2020 年研发人员数量分别为 619、708、780 逐年上升；研发人员占比分别为 81%、79%、80%。从主营业务结构来看，过去公司以智能机顶盒芯片为主，随着公司进入 AI 智能硬件领域，业务结构逐渐丰富。

图 6：晶晨股份毛利率与净利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

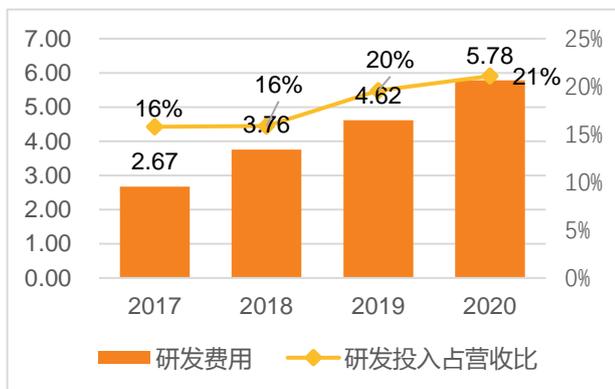
图 7：晶晨股份营收结构（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

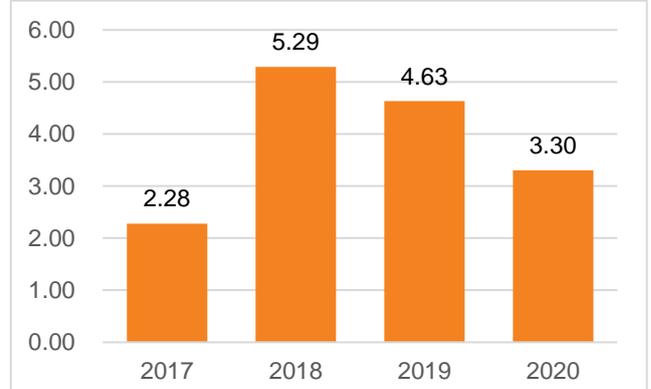
高研发投入支持新产品开发，产品销售和客户群拓展情况良好。公司对多媒体智能终端 SoC 芯片设计领域的核心技术持续加大投入、深入研发，同时进行新产品线的开拓和创新。研发费用占营业收入比重逐年上升，连续四年稳定在 16% 以上，2020 年达到 21%。公司存货水位从 2018 年开始逐年减少，其中 2020 年减少的存货主要为库存商品，产品销售情况超预期，客户和市场拓展情况良好。

图 8：晶晨股份研发费用（亿元）与研发投入占比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：晶晨股份存货（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 投资建议

公司依托长期技术积累，持续加大新技术与新应用的投入，包含智能影像、无线连接及汽车电子等应用领域，持续推动 AI 音视频系统终端的纵深发展。根据公司近日发布的业绩预告，2021 年半年度公司归母净利润为 2.3 亿元-2.5 亿元，比上年同期增长 467.62%-499.58%；2021 年半年度公司扣非净利润为 2.14 亿元-2.34 亿元，比上年同期增长 368.82%-393.94%；与上年同期相比实现扭亏为盈，盈利能力拐点向上。

主营业务预测逻辑：1) 智能盒子芯片：公司智能机顶盒 SoC 芯片品种较丰富，包含 FHD 全高清系列芯片和 UHD 超高清系列芯片，制程工艺包括 28nm 和 12nm，除了在国内通过招投标巩固国内市场的同时，海外份额持续提升，业务快速增长；2) 智能电视芯片：公司深耕全格式音视频解码技术，推出一系列具备稳定性高、低功耗、高集成度、高性价比的智能电视 SoC 芯片，使得公司智能电视芯片快速发展；3) AI 终端芯片：应用领域已经

从智能音箱领域逐步拓展到智能显示、智能家居影像、智能开关控制中心等终端产品，品类拓展带动业务快速增长。3) 其他芯片：公司在 2020 年已推出首款自主研发的支持 802.11ac 双频的 WIFI 和蓝牙芯片，并已于 2020Q3 量产，新产品带动业务快速增长。

我们预计 2021-2023 年公司实现净利润 6.19/9.48/13.14 亿元。公司为半导体设计公司，主要产品为主控芯片，我们选取全志、瑞芯微、兆易创新、圣邦股份作为可比公司；根据 wind 一致性预测，2021 年对应平均 PE 倍数为 112 倍；根据谨慎原则，给予公司 PE 100 倍，对应 2021 年 6.19 亿净利，目标市值 619 亿，对应价格 150.4 元/股，首次覆盖给予买入评级。

表 4：主营业务拆分预测（亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E
智能盒子芯片	15.5	30.1	34.0	36.4
智能电视芯片	8.4	11.6	13.9	15.6
AI 终端芯片	3.4	7.8	15.4	24.3
其他芯片	0.1	0.5	1.2	2.4

资料来源：wind，天风证券研究所

表 5：可比公司情况

公司名称	净利润（亿元）			PE			市值（亿元）
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
全志科技	4.8	6.7	8.9	75	53	40	355
瑞芯微	5.6	7.8	11.1	131	94	67	739
兆易创新	14.4	19.0	24.0	90	68	54	1302
圣邦股份	4.4	5.9	7.6	151	114	88	669

资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 风险提示

业绩波动风险：公司下游终端为电子产品，因此受到一定的市场波动影响，如果公司未来不能及时提供满足市场需求的产品和服务，将导致公司未来业绩存在大幅波动的风险。

海外经营的风险：公司积极拓展海外业务，在美国、中国香港等地设有研发中心和销售机构，海外市场环境有受政策法规变动、政治经济局势变化等多种因素影响，随着业务规模的进一步扩大，存在海外环境变化带来的经营风险。

产品与技术迭代不及预期风险：公司为半导体设计企业，属于技术迭代较快的赛道，制程与设计的迭代，使行业技术发展变化较快，存在公司的产品研发能力和新产品推出不及预期的风险。

公司发布 2021 年半年度业绩预告的自愿性披露公告，预告数据仅为初步核算数据，具体准确的财务数据以公司正式披露的 2021 年半年度报告为准。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,702.41	1,928.95	1,334.59	3,112.03	3,239.98	营业收入	2,357.73	2,738.25	5,001.38	6,465.65	7,876.05
应收票据及应收账款	241.56	222.39	668.48	519.80	875.16	营业成本	1,557.79	1,837.62	3,261.55	4,147.48	4,966.63
预付账款	8.00	2.20	16.74	9.14	20.00	营业税金及附加	3.64	2.81	11.52	10.50	13.00
存货	462.66	330.15	1,364.28	830.91	1,759.05	营业费用	64.00	74.88	109.71	139.01	167.76
其他	447.05	642.53	699.01	689.72	713.72	管理费用	90.97	92.46	120.16	148.71	173.27
流动资产合计	2,861.69	3,126.23	4,083.10	5,161.60	6,607.91	研发费用	461.75	577.75	850.23	1,034.50	1,181.41
长期股权投资	11.21	42.23	42.23	42.23	42.23	财务费用	(12.65)	25.93	19.57	37.33	44.70
固定资产	223.87	229.94	199.73	166.29	116.40	资产减值损失	(38.69)	(26.52)	(13.65)	(26.29)	(22.15)
在建工程	0.00	0.00	4.80	7.08	4.25	公允价值变动收益	3.93	0.40	2.67	3.00	3.69
无形资产	95.85	122.24	31.76	0.00	0.00	投资净收益	(1.98)	10.95	3.14	4.04	6.04
其他	130.87	164.50	106.71	51.01	31.72	其他	59.95	20.23	(11.64)	(14.07)	(19.46)
非流动资产合计	461.79	558.91	385.23	266.61	194.60	营业利润	169.04	121.75	648.11	981.44	1,361.15
资产总计	3,323.47	3,685.68	4,468.51	5,428.46	6,802.83	营业外收入	0.36	0.09	0.38	0.27	0.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.27	3.04	10.00	4.44	5.83
应付票据及应付账款	211.58	407.55	575.35	738.42	842.70	利润总额	169.12	118.79	638.49	977.28	1,355.58
其他	246.96	295.71	322.79	300.81	370.89	所得税	12.07	4.49	22.35	34.20	47.45
流动负债合计	458.54	703.27	898.14	1,039.23	1,213.59	净利润	157.06	114.30	616.14	943.08	1,308.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.99)	(0.53)	(2.39)	(4.66)	(5.87)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	158.04	114.83	618.53	947.73	1,314.00
其他	62.47	59.14	49.91	57.17	55.41	每股收益(元)	0.38	0.28	1.50	2.31	3.20
非流动负债合计	62.47	59.14	49.91	57.17	55.41						
负债合计	521.01	762.41	948.05	1,096.41	1,268.99	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	3.75	4.35	1.97	(2.69)	(8.56)	成长能力					
股本	411.12	411.12	411.12	411.12	411.12	营业收入	-0.48%	16.14%	82.65%	29.28%	21.81%
资本公积	1,987.95	2,064.11	2,064.11	2,064.11	2,064.11	营业利润	-43.16%	-27.98%	432.34%	51.43%	38.69%
留存收益	2,411.55	2,553.21	3,107.37	3,923.62	5,131.28	归属于母公司净利润	-44.06%	-27.34%	438.63%	53.22%	38.65%
其他	(2,011.91)	(2,109.52)	(2,064.11)	(2,064.11)	(2,064.11)	获利能力					
股东权益合计	2,802.46	2,923.28	3,520.46	4,332.05	5,533.84	毛利率	33.93%	32.89%	34.79%	35.85%	36.94%
负债和股东权益总计	3,323.47	3,685.68	4,468.51	5,428.46	6,802.83	净利率	6.70%	4.19%	12.37%	14.66%	16.68%
						ROE	5.65%	3.93%	17.58%	21.86%	23.71%
						ROIC	22.35%	23.25%	258.47%	65.92%	234.48%
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	157.06	114.30	618.53	947.73	1,314.00	资产负债率	15.68%	20.69%	21.22%	20.20%	18.65%
折旧摊销	136.67	157.71	138.89	83.92	52.72	净负债率	-59.83%	-64.81%	-37.08%	-71.15%	-57.99%
财务费用	(12.16)	8.34	19.57	37.33	44.70	流动比率	6.24	4.45	4.55	4.97	5.45
投资损失	1.98	(10.95)	(3.14)	(4.04)	(6.04)	速动比率	5.23	3.98	3.03	4.17	4.00
营运资金变动	74.31	636.93	(1,300.09)	905.48	(1,124.13)	营运能力					
其它	(17.24)	20.68	0.29	(1.66)	(2.18)	应收账款周转率	9.81	11.80	11.23	10.88	11.29
经营活动现金流	340.61	927.02	(525.96)	1,968.77	279.08	存货周转率	4.75	6.91	5.90	5.89	6.08
资本支出	80.94	174.98	32.24	13.73	1.77	总资产周转率	0.95	0.78	1.23	1.31	1.29
长期投资	1.55	31.02	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(1,907.42)	(146.00)	(57.07)	(36.76)	(3.19)	每股收益	0.38	0.28	1.50	2.31	3.20
投资活动现金流	(1,824.93)	60.01	(24.84)	(23.03)	(1.42)	每股经营现金流	0.83	2.25	-1.28	4.79	0.68
债权融资	25.79	34.33	29.29	29.80	31.14	每股净资产	6.81	7.10	8.56	10.54	13.48
股权融资	1,531.68	28.79	25.83	(37.33)	(44.70)	估值比率					
其他	(45.90)	(199.90)	(98.69)	(160.77)	(136.14)	市盈率	334.97	461.01	85.59	55.86	40.29
筹资活动现金流	1,511.56	(136.79)	(43.57)	(168.30)	(149.70)	市净率	18.92	18.14	15.05	12.21	9.55
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	25.87	33.88	63.12	44.60	33.64
现金净增加额	27.25	850.24	(594.37)	1,777.44	127.95	EV/EBIT	29.34	38.65	76.25	48.28	34.90

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com