

晶丰明源 (688368.SH)

晶丰明源是一家具有显著成长性的公司

2021年08月17日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

刘翔 (分析师)

曹旭辰 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

caoxuchen@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080019

日期	2021/8/17
当前股价(元)	453.58
一年最高最低(元)	580.00/0.00
总市值(亿元)	281.36
流通市值(亿元)	70.64
总股本(亿股)	0.62
流通股本(亿股)	0.16
近3个月换手率(%)	200.67

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩表现大超预期,“周期+成长”双轮驱动》-2021.4.30

《公司信息更新报告-全面布局AC-DC赛道,拥抱DC-DC广阔市场》-2021.4.16

《公司信息更新报告-下游需求高度景气,业绩呈现加速增长》-2021.2.28

● 公司基石: 优质人才多+产业资源多+产品布局广

优质人才多: 核心成员曾就职于安森美、意法半导体、三星电机、恩智浦、德州仪器等海外大厂,且正通过股权激励和高端化发展持续吸引优质的人才。**产业资源多:** 公司已实现对芯飞半导体和莱狮半导体的控股,即将实现对南京凌欧创芯的控股,并参股了多家芯片设计公司。**产品布局广:** 公司重点布局六大产品线,传统业务持续渗透,新业务加速开拓。考虑到当下尚处国产化替代重要节点,叠加半导体需求周期性波动趋势,我们上调盈利预测,预计2021-2023年公司归母净利润分别为7.30/9.43/8.01亿元(原值分别为3.27/4.30/5.36),对应EPS为11.84/15.31/13.00元,当前股价对应PE为38.3/29.6/34.9倍,维持“买入”评级。

● 成长曲线: 产品升级+终端升级+毛利率升级

我们认为一个芯片设计公司的成长性体现在“能持续推出更高端的产品”、“能供应给更高端的终端设备”、“能享受更高的毛利率”。从产品来看,在“通用LED→智能LED→AC-DC→DC-DC”的产品进阶中,公司已推动了3个产品高端化;从应用终端来看,在“传统照明→智能家居→家电手机→通信计算机”的终端进阶中,公司已实现了3次终端高端化;从毛利率来看,在“18%→39%→30%-50%→40%-60%”的毛利率进阶中,公司已实现了3次产品毛利率提升。

● 布局MCU是向应用方案型公司发展的标志

随着数据传输速度的提升和终端体积的缩小,终端设备模块化的趋势愈发显著;为了满足终端需求并强化竞争优势,一方面模拟芯片厂商进行MCU化以扩大自身的市场空间,另一方面数字芯片厂商纷纷布局模拟芯片以提升产品竞争力。2021年7月3日,晶丰明源发出公告称拟全资收购MCU公司南京凌欧,其MCU预将对晶丰明源的整体发展起到较强的协同作用,推动晶丰明源由电源芯片厂商发展成应用方案型厂商。

● 风险提示: 新产品研发进度存在不确定性;半导体行业景气度存在周期性波动;下游客户拓展速度存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	874	1,103	2,263	2,970	3,678
YOY(%)	14.0	26.2	105.1	31.3	23.8
归母净利润(百万元)	92	69	730	943	801
YOY(%)	13.5	-25.4	959.5	29.2	-15.0
毛利率(%)	22.9	25.4	47.9	47.6	36.7
净利率(%)	10.6	6.2	32.2	31.7	21.8
ROE(%)	8.2	5.5	37.6	33.0	22.1
EPS(摊薄/元)	1.50	1.12	11.84	15.31	13.00
P/E(倍)	302.6	405.7	38.3	29.6	34.9
P/B(倍)	24.7	22.2	14.5	9.8	7.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司基石：优质人才多+产业资源多+产品布局广	3
2、 成长曲线：产品升级+终端升级+毛利率升级	5
2.1、 产品升级：通用 LED→智能 LED→AC-DC→DC-DC	5
2.2、 终端升级：传统照明→智能家居→家电手机→通信计算机	8
2.3、 毛利率升级：18%→39%→30%-50%→40%-60%	8
3、 布局 MCU 是向应用方案型公司发展的标志	9
4、 盈利预测与投资建议	9
4.1、 关键假设	9
4.2、 盈利预测与估值	9
5、 风险提示	10
附： 财务预测摘要	11

图表目录

图 1： 核心人员持股占比达 72.54%， 参股优质公司实现相关多元化	4
图 2： 晶丰明源布局六大产品线	4
图 3： 由 AC-DC 到 DC-DC， 拥抱更大的市场	5
图 4： 产品高端化持续推进	5
图 7： 智能 LED 均价是通用 LED 的两倍左右	6
图 8： 随着销量提升， 智能 LED 毛利率保持 39% 左右	6
图 9： 在 AC-DC 赛道， 晶丰明源由 LED 灯向家电 AC-DC 和快充 AC-DC 扩张	7
图 10： 从 AC-DC 赛道迈向通信计算机领域 DC-DC	7
图 11： 按产品稳定性， 应用终端可划分为三个维度	8
图 12： 应用终端高端化持续推进	8
图 13： 晶丰明源毛利率水平持续走高	8
图 14： 应用终端高端化持续推进	8
图 15： 外围芯片向数模混合化发展	9
图 16： 国内外模拟公司和数字公司都向数模混合化推进	9
表 1： 国内外大厂技术背景， 人才梯队持续扩充	3
表 2： 半导体设计行业上市公司估值情况： 晶丰明源具有估值优势	10

1、公司基石：优质人才多+产业资源多+产品布局广

核心人员主要来自海外大厂：如表 1 所示，晶丰明源的核心成员曾就职于安森美、通用电气、意法半导体、三星电机、恩智浦、德州仪器等海外大厂，有着较强的技术研发实力和产品延伸能力。

“股权激励+高端化路线”助力人才梯队持续扩充：高端模拟人才是半导体设计公司抢夺的稀缺资源，该类人才既需要足够的薪酬以满足生活所需也需要制作高端产品以实现个人抱负。在薪酬方面，晶丰明源推行全员股权激励政策，将核心员工与公司深度绑定，并且董事长胡黎强、天使投资人夏风和员工持股平台晶哲瑞公司合计持股达 72.54%，这意味着公司仍有充足的股权激励空间。在高端产品方面，晶丰明源沿着“通用 LED 驱动→智能 LED 驱动→快充家电 AC-DC→通信计算机 DC-DC”的技术路线，产品布局覆盖低中高端产品，给予模拟芯片人才以充分的选择空间。

表1: 国内外大厂技术背景，人才梯队持续扩充

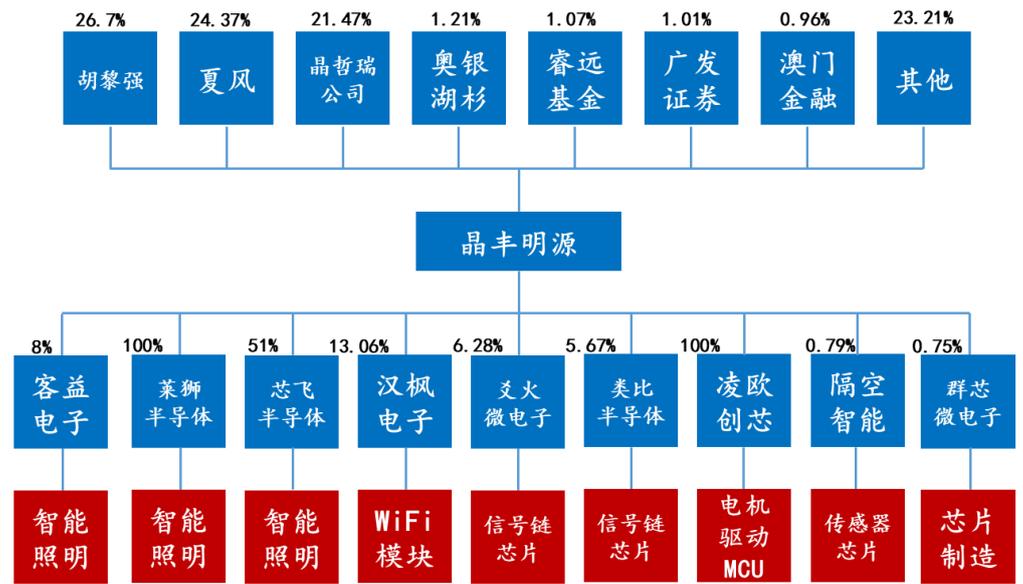
姓名	职务	工作经历
胡黎强	董事长	安森美、龙鼎微、华润矽威
刘洁茜	董事、副总经理	通用电气、科孚德机电
汪星辰	董秘	通用电气、科勒、铁姆肯、奥升德功能材料
孙顺根	首席技术官、副总经理	意法半导体、士康射频、茂力半导体
周占荣	运营总监	三星电机、恩智浦
李宁	销售总监	德州仪器
毛焜	工艺研发、电机总监	芯茂微、元顺微
朱臻	AC-DC 总监	昂宝、莱狮半导体
张富强	设计总监	芯成半导体、展讯
郁炜嘉	IC 设计	智芯科技、研诺逻辑、思佳讯
郜小茹	IC 设计	意法半导体、新进半导体

资料来源：晶丰明源 2020 年年报及招股说明书、开源证券研究所

控股、参股优质公司，积极投资强化产业协同：自成立以来，晶丰明源参股、控股了多家优质芯片公司，其中，晶丰明源已实现对芯飞半导体和莱狮半导体的控股，并即将实现对南京凌欧创芯的控股。我们认为晶丰明源积极投资优质公司有助于其进行产业资源整合，并为之后的并购整合起到一定预备作用。

对于晶丰明源的参股子公司，汉枫电子在 Wi-Fi 模块方面有较长时间的技术积累，可与晶丰明源智能家居产品形成较强的协同作用；爻火微电子布局应用于消费电子和手机的信号链芯片；类比半导体重点布局 ADDA、线性产品、接口产品等信号链芯片；容益电子专注于 APC/PAC 芯片，在模拟信号与 PWM 信号转换领域拥有多项专利技术；隔空智能专注于雷达传感芯片和射频芯片，已与晶丰明源合作推出微波雷达智能照明整体解决方案；群芯微电子专注于光电传感、模拟集成电路、数字集成电路及功率器件的研发、制造。

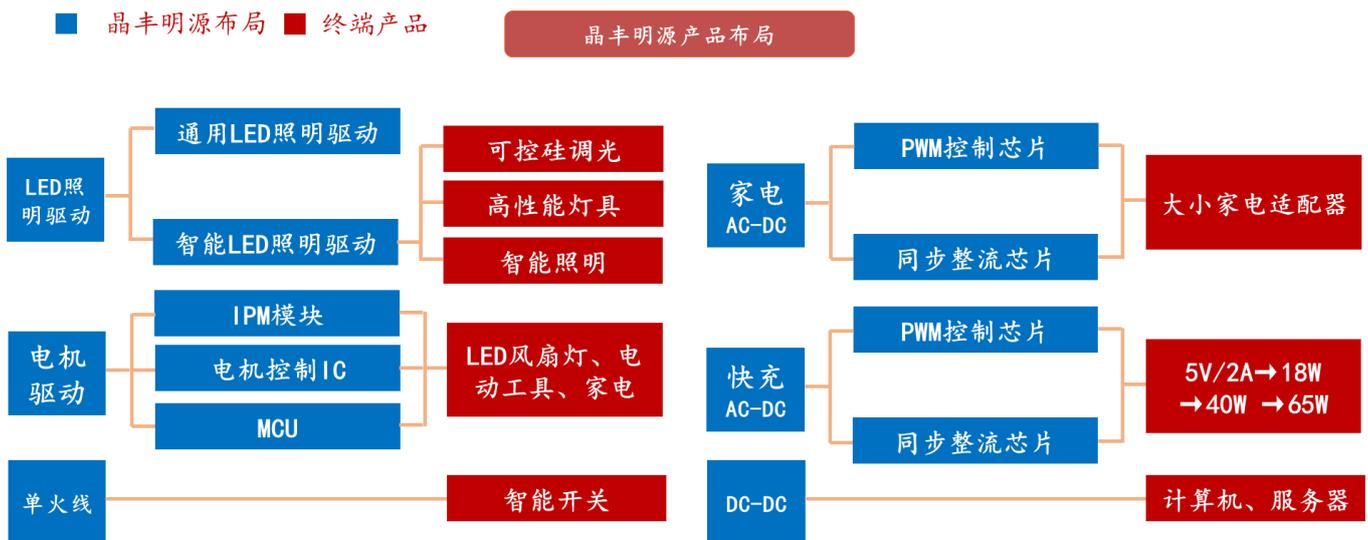
图1: 核心人员持股占比达 72.54%，参股优质公司实现相关多元化



资料来源: Wind、开源证券研究所

深耕细作，布局六大产品线：晶丰明源重点布局 LED 照明驱动、电机驱动、家电 AC-DC、快充 AC-DC、单火线、DC-DC 六大产品线。在 LED 照明驱动方面，公司实现了全球第一的市占率；在电机驱动方面，公司对南京凌欧的收购拓宽了 MCU 产品的布局；在家电 AC-DC 方面，公司已完成产品研发，正积极向客户送样、小批量；在快充 AC-DC 方面，公司已完成 18-45W 芯片设计，一方面持续推进 65W 快充的芯片设计，另一方面对已有快充芯片进行送样、小批量；在单火线方面，公司的单火线智能面板 AC/DC 逐步上量；在 DC-DC 方面，公司积极进行产品研发和客户送样。

图2: 晶丰明源布局六大产品线



资料来源: 晶丰明源公告及官网、开源证券研究所

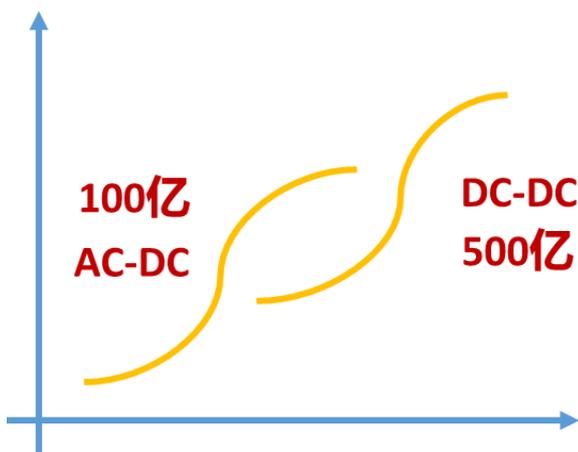
2、成长曲线：产品升级+终端升级+毛利率升级

我们认为一个芯片设计公司的成长性体现在“能持续推出更高端的产品”、“能供应给更高端的终端设备”、“能享受更高的毛利率”。一般而言，推出越高端的产品以及导入越高端的终端设备往往能享受更高的毛利率，这是为技术水平和质量保证付出的更高溢价。

2.1、产品升级：通用 LED→智能 LED→AC-DC→DC-DC

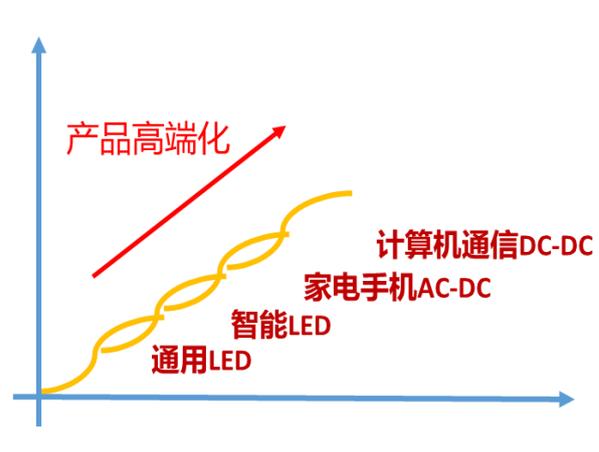
由 AC-DC 到 DC-DC，拥抱更大的市场：晶丰明源重点布局 AC-DC 和 DC-DC 两大产品，由中国 100 亿市场空间的 AC-DC 向中国 500 亿市场空间的 DC-DC 拓展。在 AC-DC 方面，晶丰明源主要覆盖通用 LED 驱动、智能 LED 驱动、家电 AC-DC、手机 AC-DC 四类产品，涵盖了中国 AC-DC 市场 80% 以上的市场空间，已成为 AC-DC 产品的平台型公司。在 DC-DC 方面，作为 DC-DC 赛道的新进入者，晶丰明源选择从技术难度较高的计算机通信领域进行布局。

图3：由 AC-DC 到 DC-DC，拥抱更大的市场



数据来源：开源证券研究所

图4：产品高端化持续推进

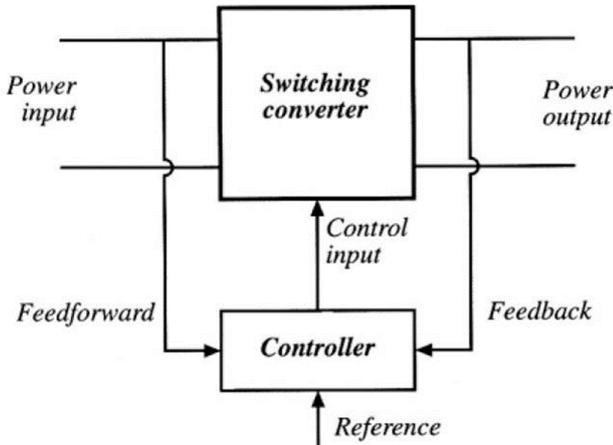


资料来源：开源证券研究所

“通用 LED→智能 LED” 是第一次产品升级：如图 5 所示，开关电源芯片（PWM 控制芯片）主要由逻辑控制和开关控制两部分构成，其功能实现过程为：MCU 的数字信号输入到电源芯片的逻辑控制部分，电源芯片的开关控制部分输出模拟信号对功率器件的占空比进行调整。

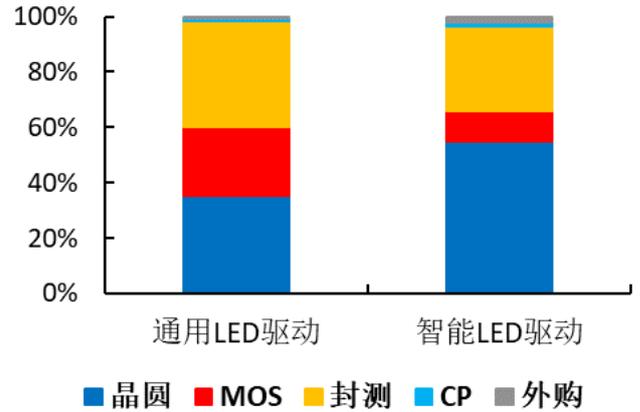
相较通用 LED，智能 LED 的逻辑控制能力大幅升级：一般而言，在电源芯片中，晶圆成本越多意味着逻辑控制越丰富。如图 6-8 所示，相较于通用 LED 驱动，智能 LED 驱动在三方面体现出了大幅升级：（1）在晶圆成本方面，2020 年智能 LED 照明驱动的晶圆成本占比为 54.79%、显著高于通用 LED 的 35.50% 水平，这意味着智能 LED 照明驱动在逻辑控制方面有着更高的算法难度；（2）在芯片价格方面，2020 年智能 LED 驱动均价达到通用 LED 驱动均价的两倍；（3）在毛利率方面，2020 年智能 LED 驱动毛利率达到通用 LED 驱动毛利率的两倍。

图5: 电源芯片有逻辑控制部分



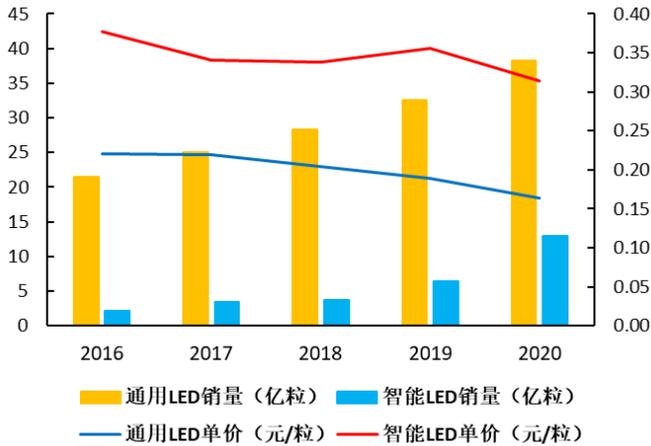
资料来源: 晶丰明源 DC-DC 公开演讲 PPT

图6: 相较通用 LED, 智能 LED 晶圆成本大幅提升



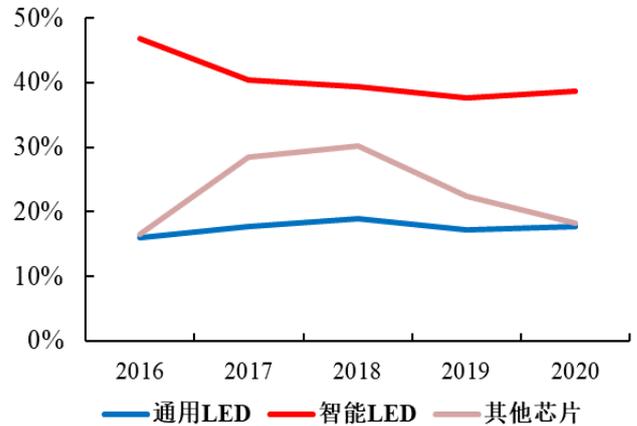
数据来源: 晶丰明源 2020 年年报、开源证券研究所

图7: 智能 LED 均价是通用 LED 的两倍左右



数据来源: 晶丰明源 2020 年年报、开源证券研究所

图8: 随着销量提升, 智能 LED 毛利率保持 39%左右



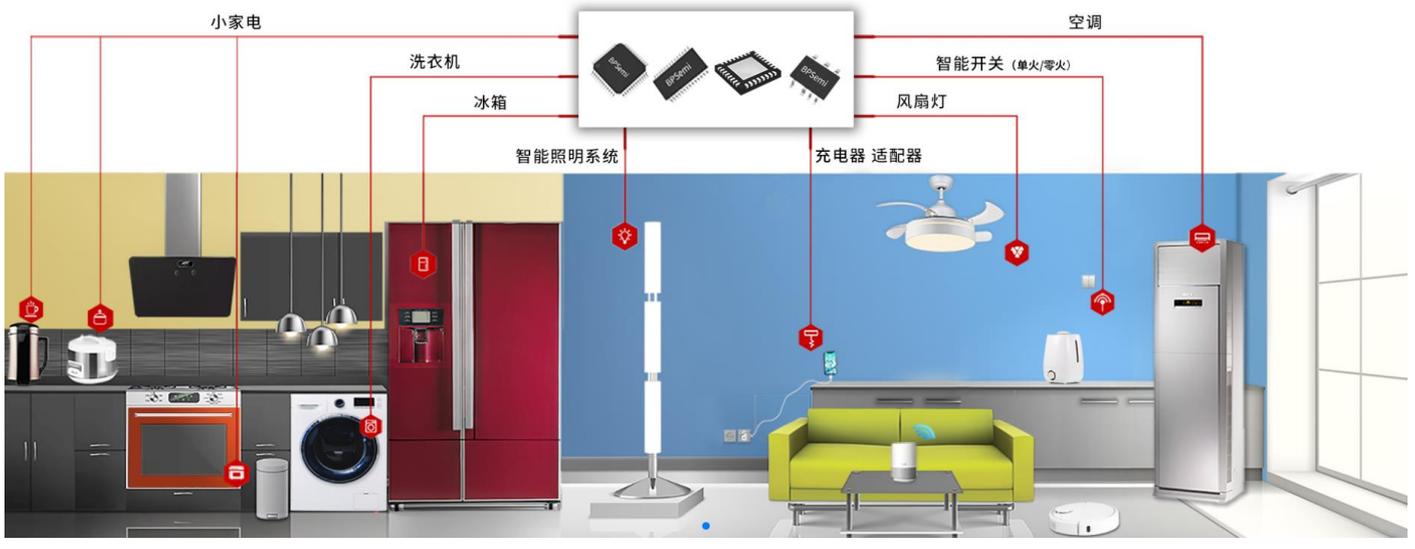
数据来源: 晶丰明源 2020 年年报、开源证券研究所

“智能 LED→家电快充 AC-DC”是第二次产品升级: LED 照明驱动芯片可以理解用于照明领域的 AC-DC 芯片。依托 LED 照明驱动的技术积累, 叠加持续的人才招揽, 2020 年晶丰明源成立 AC/DC 事业部, 重点布局应用于家电的内置 AC-DC 电源芯片及应用于充电器、适配器的外置 AC/DC 电源。

家电 AC-DC 在于产品稳定性的升级: 相较于 LED 灯具, 大/小家电的价值量更高且生命周期更长, 因此, 其对电子零配件的产品稳定性和耐用性的要求更高。相较于 LED 照明驱动, 家电 AC-DC 对产品良率和耐用性都有了更高的要求。

快充 AC-DC 在于输出功率的升级: 相较于 LED 灯具, 手机快充头的价值量更高且工作功率更高, 因此, 其对电子零配件的性能要求更高。根据晶丰明源在 2021 (春季) USB PD&Type-C 的公开演讲, 晶丰明源已推出 18W-45W 快充芯片, 并向着 65W 的研发持续推进。

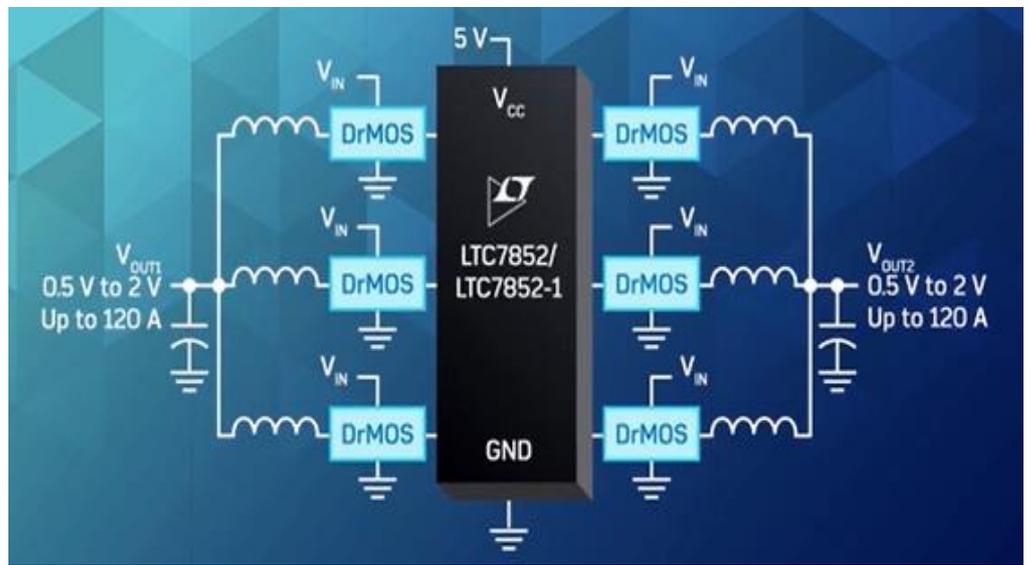
图9: 在 AC-DC 赛道, 晶丰明源由 LED 灯向家电 AC-DC 和快充 AC-DC 扩张



资料来源: 晶丰明源官网

“家电快充 AC-DC → 通信计算机 DC-DC”是第三次产品升级: “直接布局通信计算机 DC-DC”体现出公司技术能力和品控能力的“量变到质变”, 一方面公司由偏重成本控制的 AC-DC 发展到偏重产品性能的 DC-DC, 另一方面公司第一款 DC-DC 产品敢于直接布局稳定性要求较高的工控领域、是品控能力较强的重要表现。

图10: 从 AC-DC 赛道迈向通信计算机领域 DC-DC



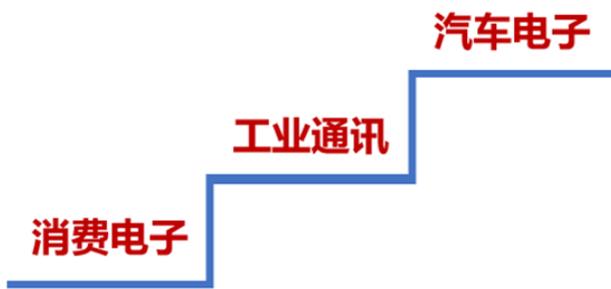
资料来源: ADI

2.2、终端升级：传统照明→智能家居→家电手机→通信计算机

模拟赛道的产品稳定性要求从低到高大致可分为消费电子级、工业通讯级和汽车电子级三个梯度。晶丰明源取得优势地位的 LED 照明驱动芯片赛道属于消费电子级，正重点布局的快充 AC-DC、家电 AC-DC 和通信计算机 DC-DC 属于工业通讯级，未来预将向汽车电子逐步扩张。

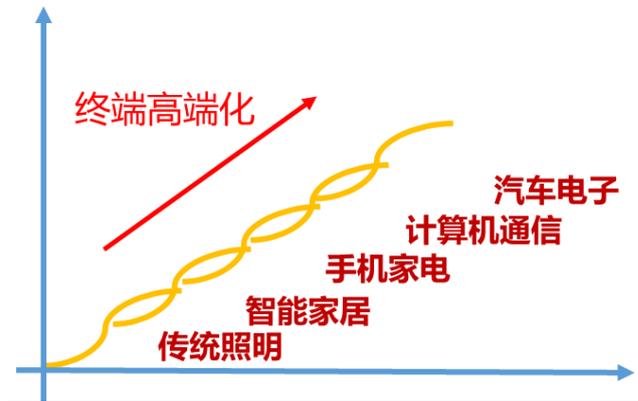
终端升级持续推进：具体来看，通用 LED 驱动定位的传统照明赛道属于高度成本比拼的赛道，智能 LED 驱动定位的智能家居赛道对产品丰富性和功能丰富性提出了新的要求，AC-DC 定位的手机和家电赛道对能量效率和产品稳定性设定了门槛，DC-DC 定位的计算机通信赛道对电子终端内部的技术理解有着全新的要求。

图11：按产品稳定性，应用终端可划分为三个维度



资料来源：晶丰明源发展规划公开演讲

图12：应用终端高端化持续推进

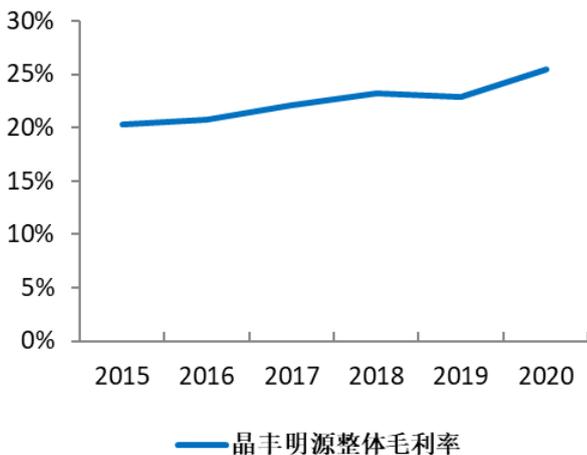


资料来源：开源证券研究所

2.3、毛利率升级：18%→39%→30%-50%→40%-60%

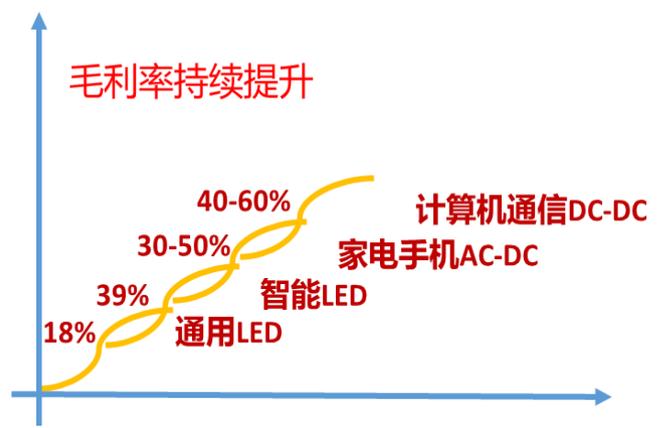
一般而言，推出越高端的产品以及导入越高端的终端设备往往能享受更高的毛利率，这是为技术水平和质量保证付出的溢价，因此，毛利率升级是公司成长性的重要标志。如图 13，2015-2020 年晶丰明源的整体毛利率呈现出持续提升态势，由 2015 年的 20.29% 提升至 2020 年的 25.45%；如图 14 所示，晶丰明源切入的每一新产品赛道都享有着更高的毛利率水平，这显著地凸显了公司的成长性。

图13：晶丰明源毛利率水平持续走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：应用终端高端化持续推进



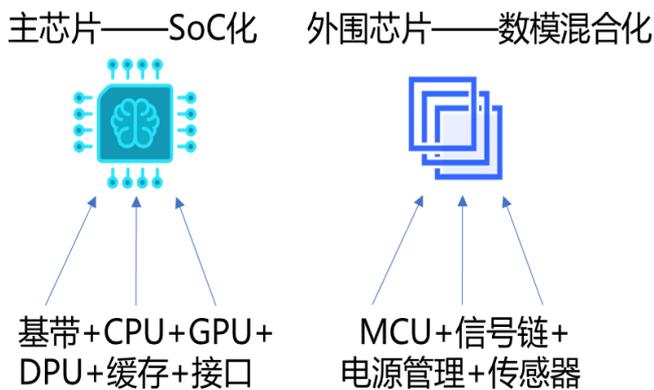
资料来源：晶丰明源 2020 年年报、开源证券研究所

3、布局 MCU 是向应用方案型公司发展的标志

模拟芯片 MCU 化趋势明确：随着数据传输速度的提升和终端体积的缩小，终端设备模块化的趋势愈发显著，形成了电源管理模块、射频模块、主芯片模块等多个模块。为了满足终端需求并强化竞争优势，一方面模拟芯片厂商进行 MCU 化以扩大自身的市场空间，另一方面数字芯片厂商纷纷布局模拟芯片以提升产品竞争力。

晶丰明源扩展 MCU 版图：2021 年 7 月 3 日，晶丰明源发出公告称拟全资收购 MCU 公司南京凌欧。南京凌欧重点布局电机 MCU、栅驱动芯片和 DC-DC/AC-DC 电源芯片，其产品广泛应用于电动车辆、伺服控制、电动工具、无人机、家用电器等工控领域。在晶丰明源的产品布局由消费级向工控级跃迁的进程中，南京凌欧的 MCU 预计将对晶丰明源的整体发展起到较强的协同作用，推动晶丰明源由电源芯片厂商发展成应用方案型厂商。

图15: 外围芯片向数模混合化发展



资料来源： iconfont、开源证券研究所

图16: 国内外模拟公司和数字公司都向数模混合化推进

	数字部分	模拟部分	
模拟公司	芯海科技	MCU	信号链
	思瑞浦	MCU	电源管理
	晶丰明源	MCU	电源管理
	TI	MCU	电源管理+信号链
数字公司	兆易创新	MCU	电源管理
	中颖电子	MCU	信号链
	瑞芯微	SoC	电源管理
	ST	MCU	电源管理

资料来源：开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 受益于下游需求的高端景气，通用 LED 驱动芯片的价格和销量得到了较强的支撑，2021 年预将大幅提升。预计 2021/2022/2023 营收增速分别为 80%/10%/-10%。

(2) 受益于智能家居时代到来，智能 LED 驱动芯片的客户导入速度和新品推出速度预将显著加快。预计 2021/2022/2023 营收增速分别为 120%/40%/40%。

4.2、盈利预测与估值

晶丰明源是 LED 照明驱动芯片出货量全球第一。我们认为，由于照明设施具有刚需性特点以及消费者对智能照明需求的持续提升，晶丰明源的通用 LED 驱动类芯片业务将保持稳步增长。随着 LED 智能化时代的到来以及家电、快充市场的逐步打开，晶丰明源有望迎来下一个高速发展期。

考虑到当下尚处国产化替代重要节点，我们上调盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.30/9.43/8.01 亿元（原值分别为 3.27/4.30/5.36），对应 EPS 为 11.84/15.31/13.00 元，当前股价对应 PE 为 38.3/29.6/34.9 倍。

与半导体设计行业平均估值相比，晶丰明源的目前估值水位低于行业平均估值，维持“买入”评级。

表2：半导体设计行业上市公司估值情况：晶丰明源具有估值优势

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
688699.SH	明微电子	313.50	35.4	538.3	13.1	14.5	38	34	30	26
688601.SH	力芯微	191.00	64.1	91.2	42.5	33.2	--	95	67	50
300327.SZ	芯朋微	131.00	50.7	49.0	48.7	37.4	107	99	69	49
	行业平均						73	76	56	42
688368.SH	晶丰明源	474.00	-25.4	959.5	29.2	-15.0	424	38	30	35

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/08/17，除晶丰明源外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

新产品研发进度存在不确定性；

半导体行业景气度存在周期性波动；

下游客户拓展速度存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1338	1347	2297	3313	4471
现金	139	209	515	1631	2020
应收票据及应收账款	195	289	704	600	1015
其他应收款	3	37	45	62	70
预付账款	73	65	218	154	306
存货	108	152	221	272	465
其他流动资产	820	594	594	594	594
非流动资产	35	281	139	138	134
长期投资	14	15	16	17	18
固定资产	7	28	34	34	33
无形资产	10	35	33	31	26
其他非流动资产	4	203	57	57	57
资产总计	1372	1628	2436	3451	4605
流动负债	223	344	482	574	952
短期借款	0	10	10	10	10
应付票据及应付账款	204	268	410	485	853
其他流动负债	19	66	62	79	88
非流动负债	16	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	7	7	7	7
负债合计	240	351	489	581	959
少数股东权益	0	18	20	24	28
股本	62	62	62	62	62
资本公积	864	952	952	952	952
留存收益	208	246	753	1336	1755
归属母公司股东权益	1133	1259	1927	2847	3619
负债和股东权益	1372	1628	2436	3451	4605

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	69	-5	229	1114	367
净利润	92	70	732	947	805
折旧摊销	5	12	15	18	21
财务费用	-7	-2	-10	-32	-54
投资损失	-1	-24	-8	-8	-10
营运资金变动	-25	-140	-506	192	-391
其他经营现金流	4	79	6	-3	-4
投资活动现金流	-786	91	128	-6	-3
资本支出	9	34	-47	-2	-5
长期投资	-777	183	-1	-1	-1
其他投资现金流	-1554	307	79	-9	-10
筹资活动现金流	785	-26	-51	8	25
短期借款	0	10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	15	0	0	0	0
资本公积增加	773	88	0	0	0
其他筹资现金流	-3	-124	-51	8	25
现金净增加额	68	59	306	1116	389

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	874	1103	2263	2970	3678
营业成本	674	822	1179	1556	2328
营业税金及附加	1	2	5	6	7
营业费用	22	33	29	45	55
管理费用	31	64	72	104	129
研发费用	68	158	238	327	405
财务费用	-7	-2	-10	-32	-54
资产减值损失	-1	-3	-9	-12	-15
其他收益	10	14	0	0	0
公允价值变动收益	3	7	3	3	4
投资净收益	1	24	8	8	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	98	67	769	988	837
营业外收入	1	4	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	98	71	771	990	839
所得税	6	1	39	43	34
净利润	92	70	732	947	805
少数股东损益	0	1	2	4	4
归母净利润	92	69	730	943	801
EBITDA	99	77	775	976	807
EPS(元)	1.50	1.12	11.84	15.31	13.00

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.0	26.2	105.1	31.3	23.8
营业利润(%)	14.7	-31.2	1045.5	28.5	-15.2
归属于母公司净利润(%)	13.5	-25.4	959.5	29.2	-15.0
获利能力					
毛利率(%)	22.9	25.4	47.9	47.6	36.7
净利率(%)	10.6	6.2	32.2	31.7	21.8
ROE(%)	8.2	5.5	37.6	33.0	22.1
ROIC(%)	7.8	5.0	37.2	32.0	20.7
偿债能力					
资产负债率(%)	17.5	21.6	20.1	16.8	20.8
净负债比率(%)	-11.8	-15.3	-25.7	-56.4	-55.0
流动比率	6.0	3.9	4.8	5.8	4.7
速动比率	5.0	2.5	3.3	4.5	3.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	1.1	1.0	0.9
应收账款周转率	5.0	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	4.3	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.12	11.84	15.31	13.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	-0.08	3.72	18.08	5.95
每股净资产(最新摊薄)	18.39	20.44	31.28	46.21	58.75
估值比率					
P/E	302.6	405.7	38.3	29.6	34.9
P/B	24.7	22.2	14.5	9.8	7.7
EV/EBITDA	274.1	356.1	35.0	26.7	31.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn