

宇瞳光学 (300790.SZ) 深度受益 AIoT 时代机遇，规模效应愈发显著

2021 年 09 月 02 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

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	2021/9/1
当前股价(元)	41.00
一年最高最低(元)	49.82/16.21
总市值(亿元)	89.84
流通市值(亿元)	44.29
总股本(亿股)	2.19
流通股本(亿股)	1.08
近 3 个月换手率(%)	255.55

● 深耕安防镜头市场，下游需求高度景气

宇瞳光学是一家专注于安防光学镜头设计、销售的镜头厂商，其产品广泛应用于安防监控设备、车载摄像头、机器视觉等高精密光学系统，并与海康威视、大华股份、韩华泰科等国内外大厂形成深度合作。根据 2021 年半年报所述，受益于下游需求的高度景气，2021H1 公司营业收入为 9.94 亿元、同比增长 91.60%，2021H1 公司归母净利润为 1.38 亿元、同比增长 204.32%。受益于下游需求的高度景气，叠加公司持续推进大倍率变焦、车载镜头、机器视觉镜头等高端产品的研发，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 3.12/4.10/5.42 亿元，对应 EPS 为 1.42/1.87/2.47 元，当前股价对应 PE 为 28.8/21.9/16.6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 身处摄像头产业链上游环节，工艺与成本是核心竞争力

作为安防镜头的核心供应商，宇瞳光学处于摄像头产业链的上游环节，在该产业链环节成本和工艺是该赛道公司的竞争焦点。在成本方面，公司利用价格较低的玻塑混合方案实现对传统全玻方案的替代，使其方案具有成本优势；同时，随着产能的持续提升，公司已成为全球安防镜头出货量最大的公司，使得公司具有了规模效应的成本优势。从工艺方面，安防镜头对高低温变化适应性要求高，一般要求在 -40℃~80℃ 温差区间能正常工作，这对塑料镜片的工艺有着较高的要求。

● 把握机器视觉、车载赛道的时代机遇

立足安防镜头的客户基础和技术积累，公司推动镜头产品向智能家居、机器视觉、车载摄像头领域发展。在机器视觉方面，根据 Statista 统计，2020 年中国非政府机构对人工智能领域的投资位居全球第二，这体现出机器视觉领域在我国的发展潜力。在车载摄像头方面，根据 OFweek 智能汽车网预测，我国车载摄像头出货量从 2017 年的 1690 万枚提升至 2020 年的 4263 万枚，这体现出我国车载镜头市场正处于高速成长期。

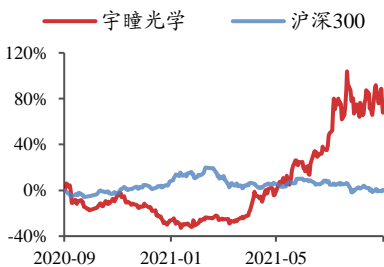
● **风险提示:** 安防行业景气度存在周期性波动；AIoT 起量节奏存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,231	1,471	2,506	3,367	4,417
YOY(%)	23.4	19.5	70.3	34.4	31.2
归母净利润(百万元)	103	127	312	410	542
YOY(%)	5.5	22.6	145.9	31.5	32.2
毛利率(%)	22.2	21.8	27.2	27.2	27.3
净利率(%)	8.4	8.6	12.4	12.2	12.3
ROE(%)	8.7	9.9	20.4	21.5	22.6
EPS(摊薄/元)	0.47	0.58	1.42	1.87	2.47
P/E(倍)	86.9	70.9	28.8	21.9	16.6
P/B(倍)	7.5	7.0	5.9	4.7	3.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

目 录

1、精益成本强化竞争优势，重视研发推动品类扩充.....	3
1.1、深耕安防镜头市场，玻塑混合为竞争优势.....	3
1.2、下游需求高度景气，业绩增速显著加快.....	4
2、身处摄像头产业链上游环节，市场规模持续扩张.....	6
3、把握机器视觉、车载赛道时代机遇.....	8
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

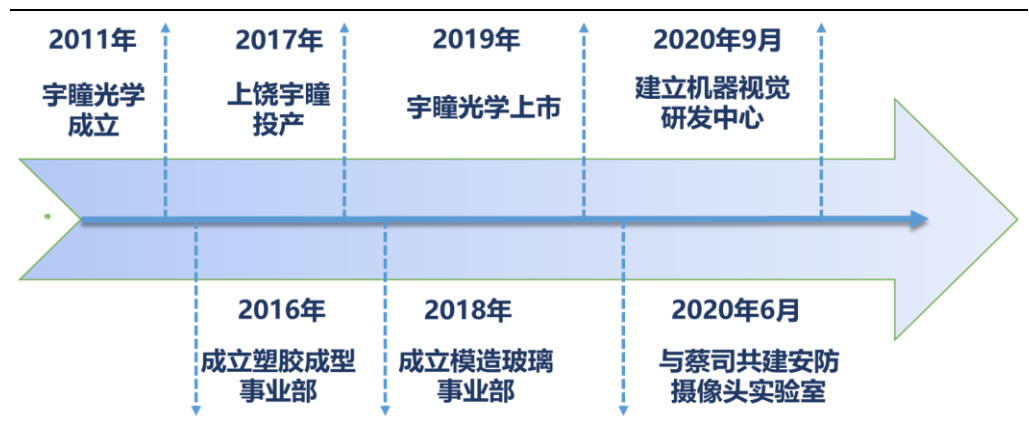
图 1：宇瞳光学持续拓宽产品布局并延伸产业链环节.....	3
图 2：实际控制人由九人构成，合计持有 35.31% 股份.....	3
图 3：2021H1 营业收入同比增长 91.60%.....	5
图 4：2021H1 归母净利润同比增长 204.32%.....	5
图 5：2021H1 定焦镜头营收占比持续提升.....	5
图 6：2021H1 变焦镜头和定焦镜头毛利率均有所提升.....	5
图 7：从一季度到四季度营收环比持续提升.....	6
图 8：90% 的营收来自于中国大陆厂商.....	6
图 9：镜头是摄像头模组的重要组成部分.....	7
图 10：摄像头模组对信号进行 3 次转化.....	7
图 11：宇瞳光学处于摄像头产业链上游环节.....	7
图 12：2019-2025 年全球摄像头模组市场规模预将呈 10.5% 的年均增速扩张.....	8
图 13：全球人工智能市场规模预将快速扩张.....	8
图 14：中国非政府机构对 AI 领域的投资位居全球第二.....	8
图 15：平均每台车的车载摄像头数量预将大幅增长.....	9
图 16：我国车载摄像头出货量持续提升.....	9
表 1：亚洲光学技术背景，研发人才推动公司成长.....	4
表 2：不同镜头种类具有不同的性能特征并适用于不同的应用场景.....	4
表 3：公司主要采购镜片和部品两类.....	6
表 4：光学镜头行业上市公司估值情况：宇瞳光学具有估值优势.....	10

1、精益成本强化竞争优势，重视研发推动品类扩充

1.1、深耕安防镜头市场，玻塑混合为竞争优势

享安防赛道国产化之机，迎消费安防需求之起：宇瞳光学成立于2011年，是一家专注于光学镜头设计、销售的光学赛道厂商，其产品广泛应用于安防监控设备、车载摄像头、机器视觉等高精密光学系统，并与海康威视、大华股份、宇视科技、韩华泰科等国内外大厂形成深度合作。随着全球恐怖主义和破坏活动的不断发生，叠加我国“平安城市”、“智慧城市”等大型项目的全面推进，国产安防终端厂商海康威视、大华股份等公司实现了快速的发展并形成了显著的竞争优势，这也同步带动了宇瞳光学等安防赛道零配件厂商的发展。在安防赛道大发展的10年红利中，依托玻塑混合的技术积累，宇瞳光学的产能和客户群体均实现了快速的扩张，同时，2018-2021年公司在模造玻璃和机器视觉方面的研发预将为公司未来发展蓄力。

图1：宇瞳光学持续拓宽产品布局并延伸产业链环节

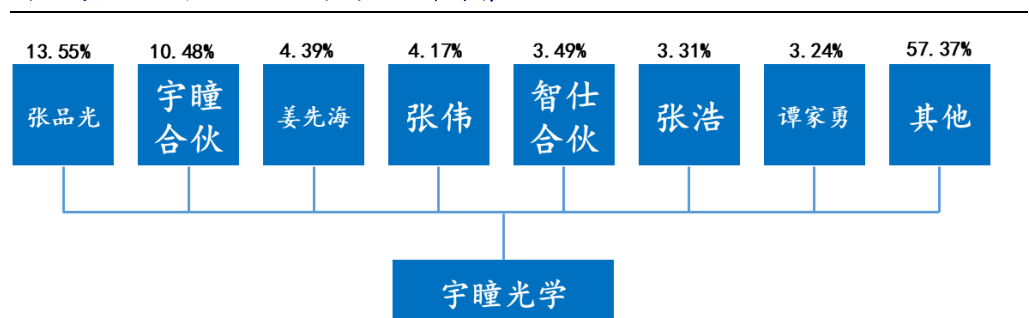


资料来源：宇瞳光学官网、开源证券研究所

实际控制人由九人构成，合计持有 35.31% 股份：根据招股说明书所述，公司控股股东为张品光、姜先海、张伟、谭家勇、谷晶晶、金永红、何敏超、宇瞳合伙、智仕合伙、智瞳合伙，且这些股东为一致行动人。实际控制人为张品光、姜先海、张伟、谭家勇、林炎明、谷晶晶、金永红、何敏超、张品章，这九名股东共同组成经营管理团队；实际控制人合计持有 35.31% 的股份，具有公司经营的控制权。

亚洲光学技术背景：在核心技术人员中，工作经历多次出现信泰光学、亚洲光学和奥林巴斯，其中，信泰光学是亚洲光学集团的子公司。

图2：实际控制人由九人构成、合计持有 35.31% 股份



资料来源：宇瞳光学官网、开源证券研究所

表1: 亚洲光学技术背景，研发人才推动公司成长

姓名	职务	工作经历
张品光	董事长	福光数码、福光房地产
林炎明	总经理	福光数码
陈天富	董秘	福建卜大、厦门兆千
谭家勇	副总经理	亚洲光学
姜先海	副总经理	创鑫光电
张伟	董事	创鑫光电
康富勇	上饶宇瞳副总经理	信泰光学
朱盛宏	供应链总监	信泰光学、亚洲光学
金永红	供应链总经理	信泰光学、亚洲光学
张占军	研发中心总经理	奥林巴斯
刘官禄	研发中心总监	福光数码、福赛特光学仪器、舜宇光学
毛才荧	研发中心副总经理	信泰光学、凤凰光学、联合光电、力鼎光电
何剑炜	高级光学工程师	宇瞳光学
张磊	高级光学工程师	奥林巴斯、赛力达科技、速腾聚创科技

资料来源：宇瞳光学招股说明书、开源证券研究所

光学镜头主要分为三大类：光学镜头主要分为塑胶镜头、玻璃镜头和玻璃塑胶混合镜头三大类，且光学镜头的镜片数量越多成像质量越好。基于可塑性和透光率的差别，由于可塑性较强，塑胶镜头适用于手机、数码相机等设备；由于透光率较高，玻璃镜头适用于高端影像领域，如单反相机、高端扫描仪等设备；基于成本和性能的综合考量，玻璃塑胶混合镜头适用于监控摄像头、数码相机、车载摄像头等。

宇瞳光学专注于玻塑混合镜头：作为一个仅成立 10 年的镜头公司，依托玻塑混合的技术优势，宇瞳光学的镜头产品一方面满足了安防厂商对性能的需求，另一方面帮助安防厂商降低了成本，这使得公司快速超越多个老牌镜头厂商。

表2: 不同镜头种类具有不同的性能特征并适用于不同的应用场景

镜头种类	工艺难度	热膨胀系数	透光率	应用领域	主要玩家	垄断程度
塑料镜头	低	低	可达 92%	手机摄像头、数码相机	大立光、舜宇光学、玉晶光电	较高
玻璃镜头	高	高	可达 99%	单反相机、高端扫描仪	佳能、尼康、卡尔蔡司、索尼	高
玻塑混合镜头	高	介于之间	介于之间	车载、数码相机、安防监控	舜宇光学、宇瞳光学	较高

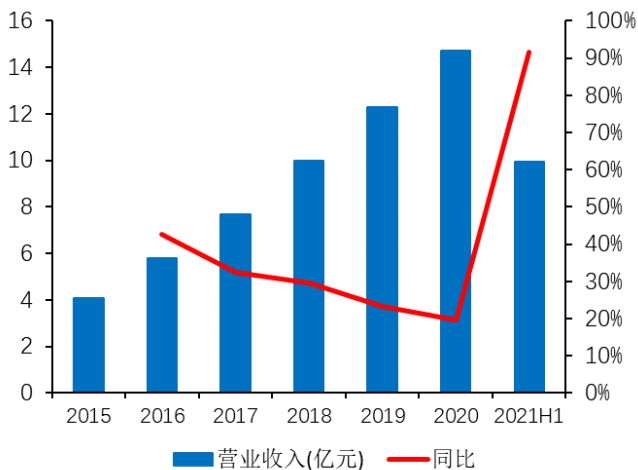
资料来源：宇瞳光学招股说明书、开源证券研究所

1.2、下游需求高度景气，业绩增速显著加快

营收表现持续优秀，2021H1 营收增速加快：受益于我国安防市场的快速发展，叠加领先的玻塑混合镜头技术实力，2015-2020 年公司营业收入持续增长、年均增速达 29.26%。受益于下游需求的高度景气，叠加广泛的客户基础，2021H1 公司营业收入高速增长、同比增速高达 91.60%。

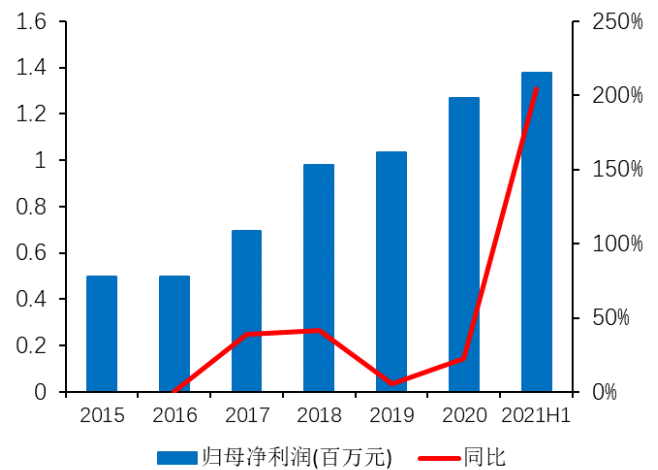
利润表现稳步提升，2021H1 利润增速加快：随着营业收入的稳健增长，2015-2020 年公司营业收入持续增长、年均增速达 20.48%，且 2021H1 公司归母净利润增速达 204.32%。

图3: 2021H1 营业收入同比增长 91.60%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2021H1 归母净利润同比增长 204.32%

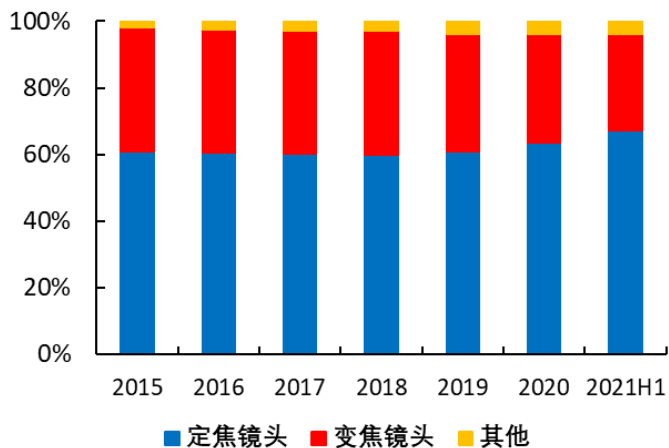


数据来源: Wind、开源证券研究所

2021H1 定焦镜头营收占比持续提升: 根据 2021/6/1 的 Wind 公开调研信息所述, 公司认为定焦镜头的全球市场规模占比以及营收占比均会呈现出逐步提升趋势, 其理由为: (1) 高清定焦镜头可以满足部分小倍率变焦镜头使用场景, 会替换一部分小倍率变焦镜头的应用; (2) 定焦镜头的应用场景更加丰富, 市场对定焦产品的需求更大; (3) 部分消费级产品需求可能滞后, 从较长时期看只增不减。

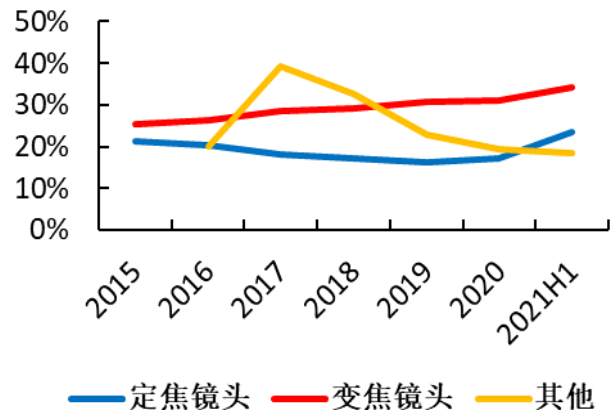
2021H1 定焦镜头和变焦镜头毛利率持续提升: 在公司规模效应愈发显著的情况下, 定焦镜头产品向高清化持续发展, 变焦镜头产品向大倍率变焦镜头逐步演进, 这使得 2021H1 公司的定焦镜头和变焦镜头毛利率均呈现小幅提升趋势。

图5: 2021H1 定焦镜头营收占比持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

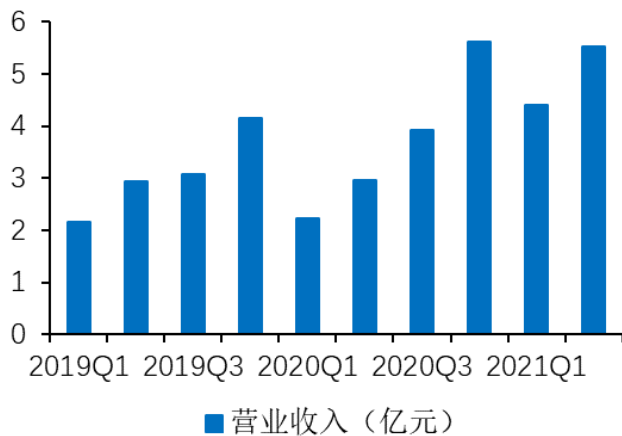
图6: 2021H1 变焦镜头和定焦镜头毛利率均有所提升



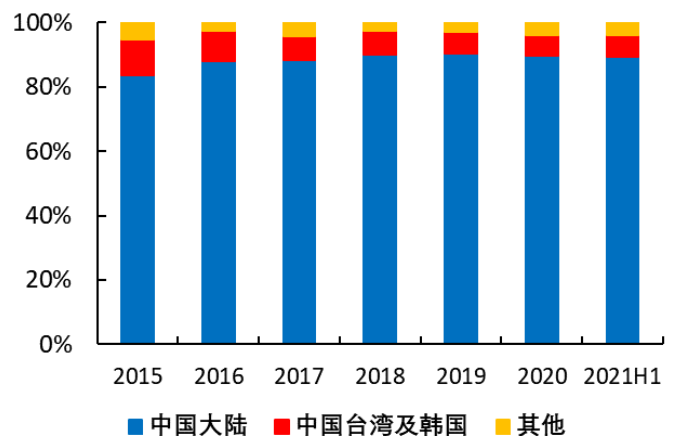
数据来源: Wind、开源证券研究所

营业收入呈现季节性波动: 受中国双十一、欧美感恩节、圣诞节等购货旺季的影响, 消费电子行业下半年销售规模一般高于上半年, 呈现出一定的季节性特征。受春节休假的影响, 公司每年的第一季度往往是销售淡季。

90%营收来自于中国大陆厂商: 由于全球安防摄像头话语权掌握在国产厂商手中, 公司境内客户收入占比保持在 90%左右。由于中国台湾和韩国的镜头模组厂商市占率相对较大, 境外客户主要为中国台湾和韩国客户。

图7: 从一季度到四季度营收环比持续提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 90%的营收来自于中国大陆厂商


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司采购的材料主要分为镜片类和部品类两类, 其中, 约 40%的采购金额用于镜片材料的采购, 约 50%的金额用于部品材料的采购。从单价来看, 部品类的减速箱和 IRIS 均价较高, 分别为 10+元和 8+元。从供应商来看, 亚洲光学集团是宇瞳光学最大的供应商、采购额占比超 15%。

表3: 公司主要采购镜片和部品两类

器件名称	产品功能	供应商
玻璃镜片毛坯/半成品/成品	生产玻璃镜片成品, 用于定焦镜头和变焦镜头	宇泰润、亚洲光学
塑胶镜片白料/半成品/成品	生产塑料镜片成品, 用于定焦镜头	东硕贸易、科泰精密
塑胶黑料/部件	生产镜筒、镜头座, 用于定焦镜头和变焦镜头	东硕贸易、信泰光学
金属部件	生产隔圈、镜框, 用于定焦镜头和变焦镜头	信泰光学
减速箱	使镜头实现镜头变焦, 用于变焦镜头	维斗科技
IR-CUT(双滤光片切换器)	根据光线情况自动切换滤光片, 用于定焦镜头	百宏光电
IRIS(光圈)	调节镜头通光孔大小, 用于定焦镜头和变焦镜头	华永科技

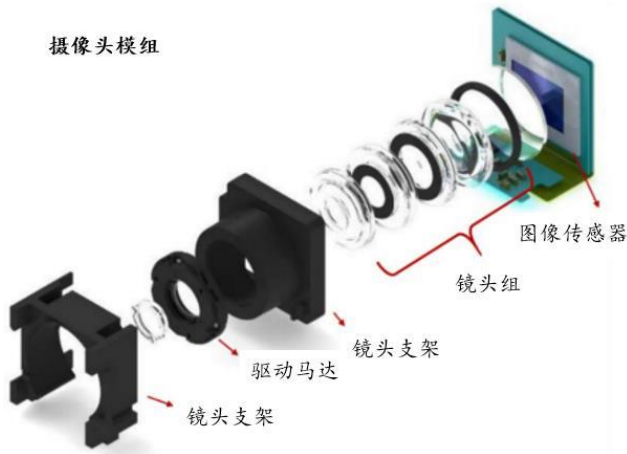
资料来源: 宇瞳光学招股说明书、开源证券研究所

2、身处摄像头产业链上游环节, 市场规模持续扩张

摄像头模组的全称为 Camera Compact Module, 主要包含镜头(Lens)、音圈马达(VCM)、图像传感器(CIS)、图像处理芯片(DSP)、软板(FPC)五大部分。

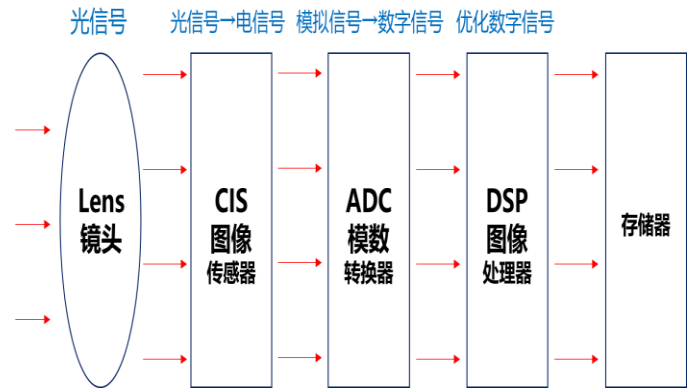
摄像头模组内进行 3 次信号转换: 在摄像头模组中, 镜头 (lens)、图像传感器 (CIS) 和图像处理芯片 (ISP) 决定了摄像头的成像质量, 其中 ISP 芯片是专用于图像处理领域的 DSP 芯片。如图 10 所示, 从光信号到可用于主芯片处理的数字信号共历经了 3 次信号转换: (1) 镜头接收光信号并汇聚光信号于图像传感器; (2) 图像传感器上的像素阵列将光信号转化为“Bayer 式 RGB 点阵形式”的电信号; (3) 图像传感器上的模数转换模块将电信号转换为数字信号; (4) DSP 再对数字信号进行加工处理, 并形成屏幕上的图像。

图9: 镜头是摄像头模组的重要组成部分



资料来源: 电子产品世界、开源证券研究所

图10: 摄像头模组对信号进行3次转化

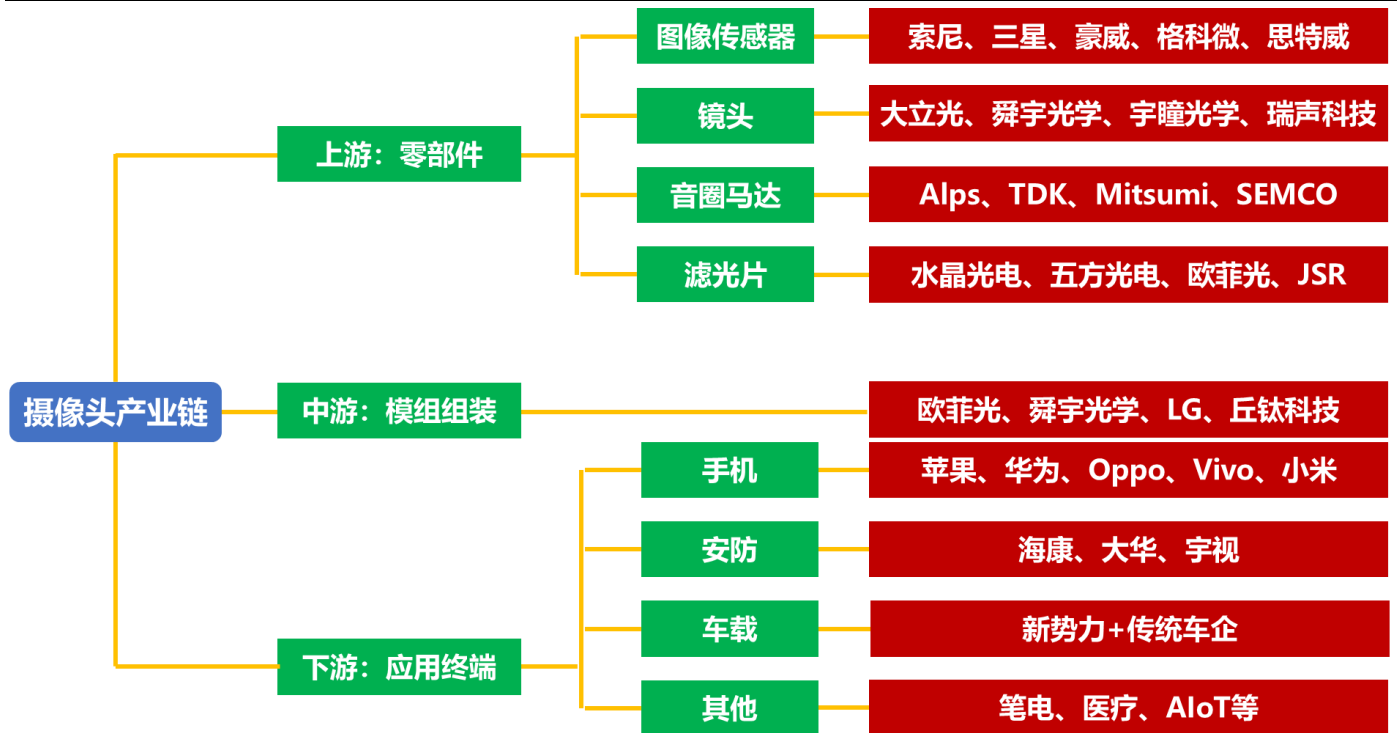


资料来源: CSDN、开源证券研究所

宇瞳光学处于摄像头产业链上游环节: 如图 11 所示, 作为安防镜头核心供应商, 宇瞳光学处于摄像头产业链上游环节, 其客户主要为处于下游环节的安防厂商和处于中游环节的模组厂商。

安防镜头与手机镜头不存在相互替代: 安防镜头与手机镜头的技术路径、制造工艺差别较大, 具体而言: (1) 在性能方面, 安防镜头对高低温变化适应性要求高, 一般要求在-40℃~80℃温差区间能正常工作, 手机镜头对温差要求不如安防镜头; (2) 在尺寸方面, 手机镜头直径小, 安防镜头直径较大, 工艺差异较大。

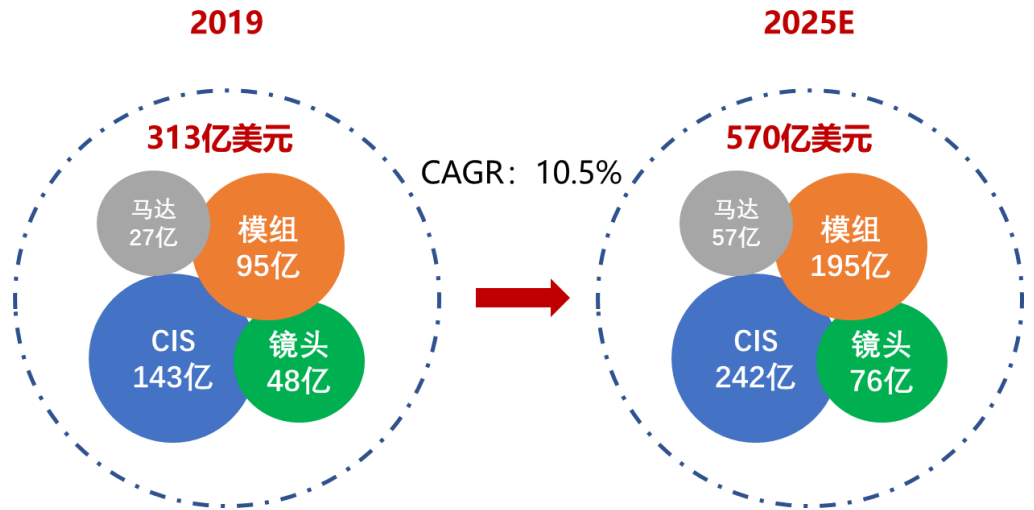
图11: 宇瞳光学处于摄像头产业链上游环节



资料来源: 开源证券研究所

马达和模组封装市场规模的增幅较大：根据 Yole 预测，2019-2025 年摄像头模组整体的市场规模预将呈 10.5% 的年均增速成长，其中马达和模组封装的市场规模预将实现翻倍。

图12：2019-2025 年全球摄像头模组市场规模预将呈 10.5% 的年均增速扩张



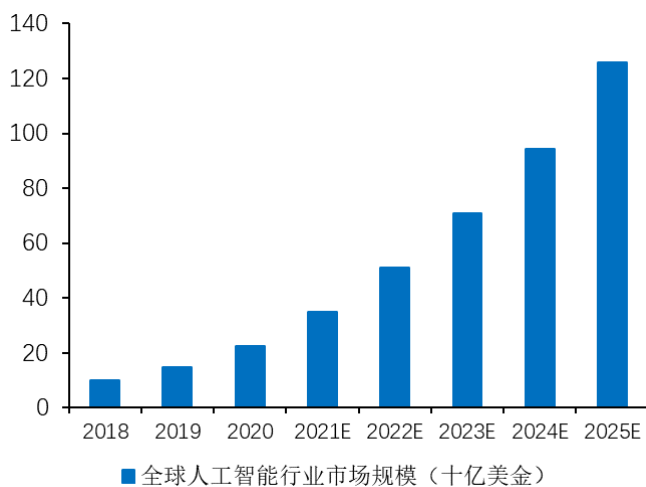
资料来源：Yole、开源证券研究所

3、把握机器视觉、车载赛道时代机遇

镜头是人工智能进行信息交互的重要渠道：视觉图像的识别是人工智能的重要功能之一，且宇瞳光学布局的机器视觉领域是人工智能行业的重要分支。由于机器视觉对图像的清晰度、真实性要求较高，能否满足客户对镜头性能的需求考验着镜头厂商的技术实力，即宇瞳光学对机器视觉镜头的大规模量产体现着其技术能力。

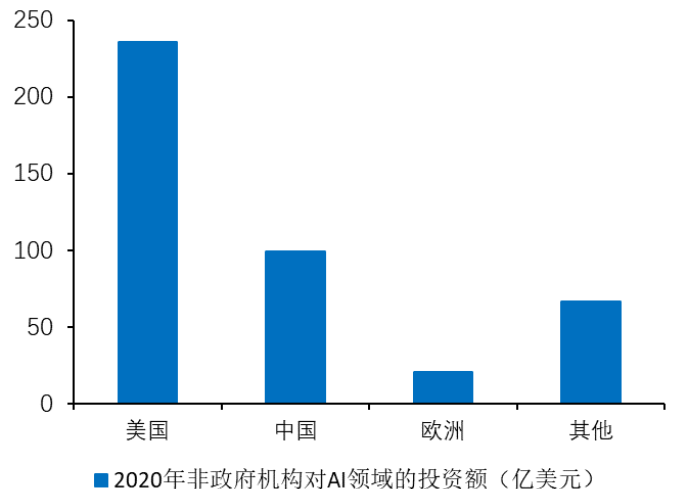
人工智能行业潜力巨大：根据 Tractica 预测，2018-2025 年全球人工智能行业市场规模年均增速预将达到 43.4%。根据 Statista 统计，2020 年中国非政府机构对人工智能领域的投资位居全球第二，这体现出了人工智能领域在我国的发展潜力。

图13：全球人工智能市场规模预将快速扩张



数据来源：Tractica、开源证券研究所

图14：中国非政府机构对 AI 领域的投资位居全球第二



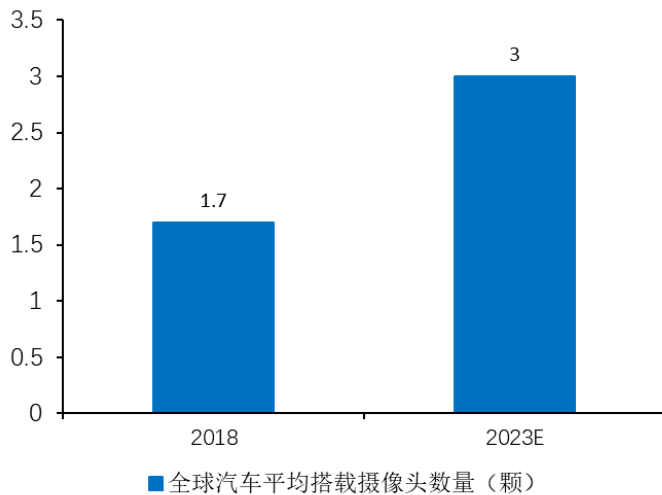
数据来源：statista、开源证券研究所

2021年8月18日公司以自有资金出资5,000万元投资设立了全资子公司宇瞳汽车视觉，这体现出公司对布局车载镜头赛道的决心。

车载摄像头多摄化趋势预将持续演进：根据 Yole 预测，全球平均每台汽车搭载的摄像头数量预将从 2018 年的 1.7 颗提升至 2023 年的 3 颗、有着较为显著的增量空间。

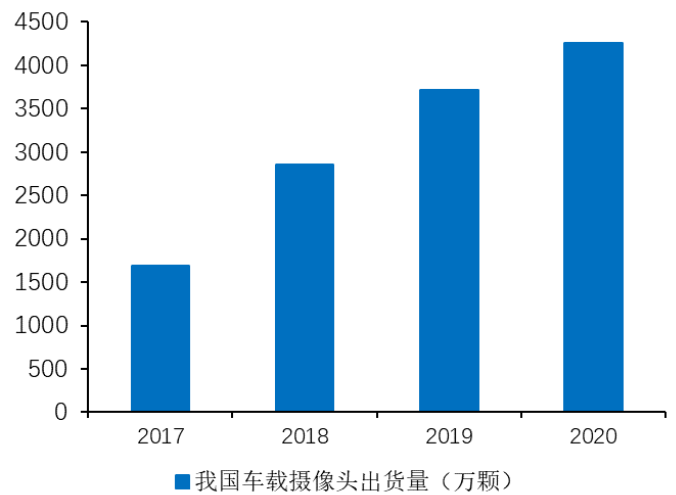
我国车载摄像头市场蓬勃发展：根据 OFweek 智能汽车网测算，我国车载摄像头出货量从 2017 年的 1690 万枚提升至 2020 年的 4263 万枚。

图15：平均每台车的车载摄像头数量预将大幅增长



数据来源：Yole、开源证券研究所

图16：我国车载摄像头出货量持续提升



数据来源：OFweek、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，定焦镜头的销量预将呈现快速增长趋势。预计 2021/2022/2023 营收增速分别为 75%/35%/30%。

(2) 受益于产品高端化的持续推进，变焦镜头的营收规模预将呈现快速增长趋势。预计 2021/2022/2023 营收增速分别为 60%/35%/35%。

4.2、盈利预测与估值

宇瞳光学是一家专注于光学镜头设计、销售的光学赛道厂商，其产品广泛应用于安防监控设备、车载摄像头、机器视觉等高精密光学系统，并与海康威视、大华股份、宇视科技、韩华泰科等国内外大厂形成深度合作。我们认为，受益于下游需求的高度景气，叠加公司持续推进大倍率变焦、车载镜头、机器视觉镜头等高端产品的研发，预计公司将迎来高速成长期。

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 3.12/4.10/5.42 亿元（同比增速分别为 145.9%/31.5%/32.2%），对应 EPS 为 1.42/1.87/2.47 元，当前股价对应 PE 为 28.8/21.9/16.6 倍。

与光学镜头行业平均估值相比，宇瞳光学的目前估值水位低于行业平均估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表4: 光学镜头行业上市公司估值情况: 宇瞳光学具有估值优势

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
002036.SZ	联创电子	16.75	-36.68	136.98	38.44	37.65	66	44	32	23
300691.SZ	联合光电	17.18	-31.94	101.72	44.19	38.44	58	39	27	20
603297.SH	永新光学	55.27	16.28	41.19	11.26	32.20	25	29	26	20
	行业平均						50	37	28	21
300790.SZ	宇瞳光学	46.16	22.6	145.9	31.5	32.2	71	29	22	17

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/09/01, 联创电子、联合光电、永新光学均采用 Wind 一致预期预测数据)

5、风险提示

新品研发进度存在不确定性;

安防行业的景气度存在周期性波动;

AIoT 需求起量节奏存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1199	1344	2463	3046	4148
现金	157	224	754	1013	1328
应收票据及应收账款	304	659	982	1223	1669
其他应收款	7	3	13	8	20
预付账款	2	2	5	5	8
存货	257	371	624	712	1038
其他流动资产	472	85	85	85	85
非流动资产	923	1383	1795	2162	2623
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	536	703	1131	1486	1900
无形资产	64	64	73	84	92
其他非流动资产	323	616	592	593	631
资产总计	2122	2727	4259	5209	6771
流动负债	878	1135	2438	3049	4143
短期借款	205	408	1172	1675	2109
应付票据及应付账款	488	587	1117	1172	1826
其他流动负债	185	140	149	202	208
非流动负债	52	310	280	247	220
长期借款	0	271	241	207	180
其他非流动负债	52	39	39	39	39
负债合计	930	1444	2719	3296	4362
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	114	210	219	219	219
资本公积	743	703	703	703	703
留存收益	334	418	659	952	1301
归属母公司股东权益	1191	1282	1540	1913	2409
负债和股东权益	2122	2727	4259	5209	6771

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	297	32	407	430	693
净利润	103	127	312	410	542
折旧摊销	80	112	104	145	162
财务费用	22	24	67	101	130
投资损失	-1	-6	-2	-2	-3
营运资金变动	87	-247	-71	-222	-137
其他经营现金流	6	23	-2	-1	-1
投资活动现金流	-702	-302	-513	-509	-619
资本支出	376	645	477	367	461
长期投资	-335	336	0	0	0
其他投资现金流	-661	679	-36	-142	-158
筹资活动现金流	525	330	-129	-165	-193
短期借款	130	202	0	0	0
长期借款	-98	271	-29	-34	-27
普通股增加	29	96	9	0	0
资本公积增加	445	-39	0	0	0
其他筹资现金流	19	-200	-108	-131	-166
现金净增加额	120	59	-234	-244	-119

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1231	1471	2506	3367	4417
营业成本	958	1151	1826	2452	3210
营业税金及附加	6	4	8	10	13
营业费用	18	13	25	34	44
管理费用	53	57	105	141	185
研发费用	60	75	130	175	230
财务费用	22	24	67	101	130
资产减值损失	-2	-2	-3	-3	-4
其他收益	4	5	4	5	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	6	2	2	3
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	116	147	355	466	616
营业外收入	2	4	3	3	3
营业外支出	3	5	2	3	3
利润总额	115	146	356	466	616
所得税	12	19	44	56	74
净利润	103	127	312	410	542
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	103	127	312	410	542
EBITDA	203	293	501	678	864
EPS(元)	0.47	0.58	1.42	1.87	2.47

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.4	19.5	70.3	34.4	31.2
营业利润(%)	7.0	26.0	142.2	31.1	32.3
归属于母公司净利润(%)	5.5	22.6	145.9	31.5	32.2
获利能力					
毛利率(%)	22.2	21.8	27.2	27.2	27.3
净利率(%)	8.4	8.6	12.4	12.2	12.3
ROE(%)	8.7	9.9	20.4	21.5	22.6
ROIC(%)	6.9	7.7	11.4	12.1	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	43.9	53.0	63.8	63.3	64.4
净负债比率(%)	20.4	41.5	49.6	51.2	44.9
流动比率	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.1	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.58	1.42	1.87	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	0.15	1.86	1.96	3.16
每股净资产(最新摊薄)	5.44	5.85	6.99	8.69	10.95
估值比率					
P/E	86.9	70.9	28.8	21.9	16.6
P/B	7.5	7.0	5.9	4.7	3.7
EV/EBITDA	45.5	32.4	19.5	14.7	11.6

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