

## 晶赛科技 (871981.BJ) 国内领先的石英晶振供应商, 受益国产替代和产品结构优化

2021年11月14日

投资评级: 买入 (首次)

——公司首次覆盖报告

日期
当前股价(元)
一年最高最低(元)
总市值(亿元)
流通市值(亿元)
总股本(亿股)
流通股本(亿股)
近3个月换手率(%)

刘翔 (分析师)

liuxiang2@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

傅盛盛 (分析师)

fushengsheng@kysec.cn

证书编号: S0790520070007

### ● 首次覆盖, 给予“买入”评级

晶赛科技成立于2005年, 主营业务为石英晶振及封装材料的设计、研发、生产及销售, 主要产品涵盖 KHz、MHz 的晶体谐振器及晶体振荡器。作为国内领先的晶振供应商, 公司深度受益元器件国产替代趋势。我们预计公司 2021~2023 年的归母净利润分别为 0.50/0.68/0.93 亿元, 停牌前股价对应 2021-2023 年 PE 为 12.3/9.0/6.6 倍, 低于行业平均水平, 首次覆盖, 给予晶赛科技“买入”评级。

### ● 5G 提升晶振需求, 贸易摩擦加速晶振国产替代

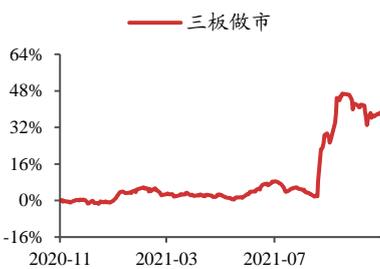
CS&A 预计 2021 年, 全球晶振需求约为 175 亿只, 同比增长 1.5%, 市场规模约为 28.7 亿美元。Seiko Epson 是全球最大的晶振供应商, 晶赛科技规模紧追全球前十。石英晶振是 5G 时代核心的电子零部件。5G 时代即将登场, 基站、智能手机、服务器等多个领域都对晶振有更大的需求。在去全球化、贸易摩擦、新冠疫情等不确定外部因素影响下, 国内产业链上下游均认知到产业链、供应链安全与核心技术自主可控的重要性, 国内通讯技术企业开始加快转向国内厂商采购, 国产替代进程加速。

### ● 研发销售并举构筑核心竞争力, 产品结构优化提升盈利能力

公司成立以来, 高度重视企业技术创新工作, 不断加大研发投入和研发团队建设。经过多年的市场运作, 公司与三环集团、视源股份等多家知名客户建立了长期合作关系, 将深度受益晶振的国产替代趋势。2018 年以来, 公司积极优化产品结构, 新增产能主要投入到高毛利率的 SMD 石英晶振谐振器产品。未来随着募投项目“年产 10 亿只超小型、高精度 SMD 石英晶体谐振器项目”的投产, 公司产品结构将进一步得到优化, 并带动公司整体盈利能力继续上升。

● **风险提示:** 产能扩张不及预期; 受疫情影响, 下游需求可能不达预期; 国产替代进度低于预期等。

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	229	322	403	487	599
YOY(%)	2674.0	40.8	25.1	20.9	23.0
归母净利润(百万元)	20	31	50	68	93
YOY(%)	2674.0	54.5	60.2	36.3	37.3
毛利率(%)	100.0	100.0	25.8	27.5	29.2
净利率(%)	8.8	9.7	12.4	14.0	15.6
ROE(%)	13.7	15.9	20.3	25.5	29.1
EPS(摊薄/元)	0.49	0.76	1.22	1.66	2.28
P/E(倍)	30.4	19.7	12.3	9.0	6.6
P/B(倍)	4.2	3.1	2.5	2.3	1.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、国内领先的石英晶振供应商 .....	4
1.1、深耕石英晶振行业近 20 年 .....	4
1.2、2021H1 公司业绩加速向上 .....	5
2、全球 28.7 亿美元市场规模，5G 提升晶振需求 .....	6
2.1、晶振——微处理芯片的心脏 .....	6
2.2、全球 28.7 亿美元市场规模，晶赛科技收入规模紧追全球前十 .....	8
2.3、5G 提升晶振需求，贸易摩擦加速晶振国产替代 .....	9
3、研发销售并举构筑核心竞争力，产品结构优化提升盈利能力 .....	10
3.1、研发销售并举，坐稳国内第一梯队 .....	10
3.2、晶振+封装材料布局具备协同效应，产品结构优化提升盈利能力 .....	11
4、盈利预测与投资建议 .....	12
4.1、盈利预测 .....	12
4.2、投资建议 .....	13
5、风险提示 .....	13
附：财务预测摘要 .....	14

## 图表目录

图 1：侯诗益是公司控股股东，实际控制人为侯诗益、侯雪 .....	5
图 2：2015-2020 年公司收入复合增速 21.8%，百万元 .....	5
图 3：2015-2020 年公司扣非利润 CAGR 56.0%，百万元 .....	5
图 4：2018-2021H1 晶体谐振器收入占比超过六成 .....	6
图 5：2018-2021H1 石英晶振毛利占比超过 60% .....	6
图 6：公司毛利率、净利率在 2020 年有所回升 .....	6
图 7：公司 ROE、ROIC 在 2020 年创新高 .....	6
图 8：在石英晶体的两个电极上加一电场，晶片就会产生机械变形 .....	7
图 9：晶振主要由外壳、晶片、基座等构成 .....	7
图 10：晶振类别多样 .....	8
图 11：网络、移动通信是晶振主要下游 .....	8
图 12：2021 年全球晶振需求预计约为 175 亿只，百万只 .....	8
图 13：2021 年全球晶振预计 28.7 亿美元规模，百万美元 .....	8
图 14：2018-2020 年研发支出持续增长，百万元 .....	10
图 15：技术人员及其占比稳步提升，人 .....	10
图 16：与多家知名客户建立合作关系（2021H1 客户） .....	11
图 17：2018-2021H1 公司前五大客户集中度相对合理 .....	11
图 18：SMD 石英晶体谐振器收入占比持续提升 .....	12
图 19：SMD 石英晶体谐振器毛利率较高 .....	12
表 1：赛晶科技是国内领先的频控器件供应商（公司部分产品） .....	4
表 2：晶振主要原材料为基座、晶片、IC 和封装材料 .....	7
表 3：晶振应用广泛 .....	8
表 4：Seiko Epson 是全球最大的晶振供应商，泰晶科技规模接近前十，百万美元 .....	9

---

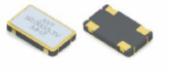
表 5: 四大技术场景为万物互联提供技术支持.....	9
表 6: 石英晶振是 5G 时代核心的电子零部件.....	10
表 7: 公司产品涵盖晶振主要封装材料.....	11
表 8: 公司收入拆分.....	13
表 9: 晶赛科技估值低于行业平均水平.....	13

## 1、国内领先的石英晶振供应商

### 1.1、深耕石英晶振行业近 20 年

晶赛科技成立于 2005 年，主营业务为石英晶振及封装材料的设计、研发、生产及销售，主要产品涵盖 KHz、MHz 的晶体谐振器及晶体振荡器。公司深耕石英晶振行业近 20 年，通过自主研发，掌握了石英晶振及封装材料产品的一系列核心技术，拥有自主知识产权 40 余项，其中已获批国家发明专利 9 项、实用新型专利 28 项、软件著作权 4 项，并通过 ISO9001 国际质量管理体系、ISO14001 环境管理体系和 IATF16949 汽车业质量管理体系认证，为公司进一步的发展奠定了良好的技术基础。

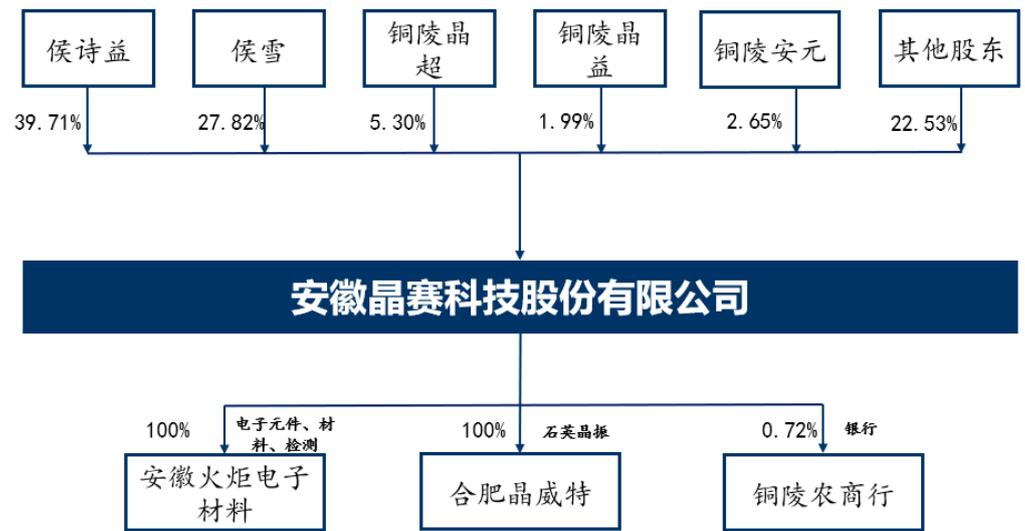
**表1：赛晶科技是国内领先的频控器件供应商（公司部分产品）**

大类	细分类别	型号	封装形式	频率范围	图片
石英晶体谐振器	SMD 石英晶体谐振器	SMD-2016	SMD	8.0MHz~ 100.0MHz	
		SMD-2520			
	SMD-3225				
	SMD-5032				
	SMD-JL-3225 (M8)		8.0MHz~ 60.0MHz		
	SMD 热敏石英晶体谐振器	TSX-1612	SMD	12.0MHz~ 100.0MHz	
	TSX-2016				
	TSX-2520				
	DIP 石英晶体谐振器	HC-49S	DIP	3.0MHz~ 60.0MHz	
		HC-49S/SMD		3.0MHz~ 60.0MHz	
石英晶体谐振器 (MHz)	SMD 石英晶体振荡器	SPX0-2016	SMD	32.768kHz~ 150.0MHz	
		SPX0-2520			
		SPX0-3225			

资料来源：公司公告、开源证券研究所

侯诗益是公司控股股东，实际控制人为侯诗益、侯雪，侯雪为侯诗益之女。侯诗益直接持有公司 39.71% 的股份，侯雪直接持有公司 27.82% 的股份。侯雪同时为铜陵晶超、铜陵晶益的执行事务合伙人，铜陵晶超、铜陵晶益分别持有公司 5.30%、1.99% 的股权。公司拥有安徽火炬电子材料和合肥晶威特 2 家全资子公司，1 家参股公司铜陵农商行。

图1: 侯诗益是公司控股股东, 实际控制人为侯诗益、侯雪



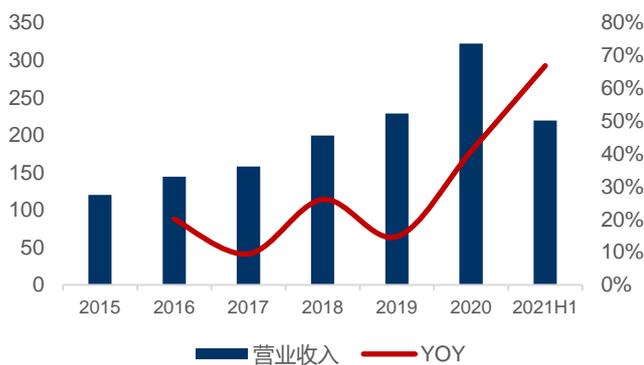
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**董事长与管理层:** 侯诗益任公司董事长、总经理。侯先生技术出身, 1988年7月至1997年11月, 就职于安徽省铜陵市无线电元件厂, 历任工程师, 车间主任, 副厂长。之后分别任职于铜陵市峰华电子、江苏无锡方大电子、深圳市晶威特电子、铜陵市晶威特电子、安徽火炬电子、合肥晶威特电子等公司。

## 1.2、2021H1 公司业绩加速向上

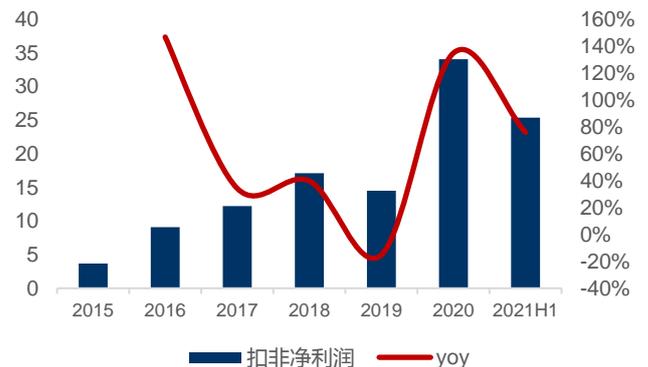
2015-2020 年公司收入规模稳步壮大, 期间收入复合增速 21.8%; 2015-2020 年扣非净利润持续增长, 期间复合增速 56.0%, 2019 年受行业周期影响有所下滑, 2020 年回升并创新高。

图2: 2015-2020 年公司收入复合增速 21.8%, 百万元



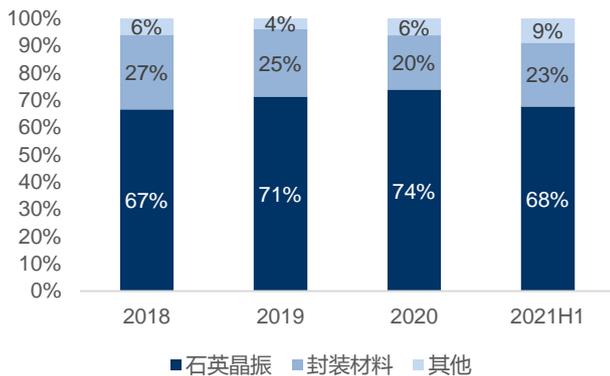
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2015-2020 年公司扣非利润 CAGR 56.0%, 百万元

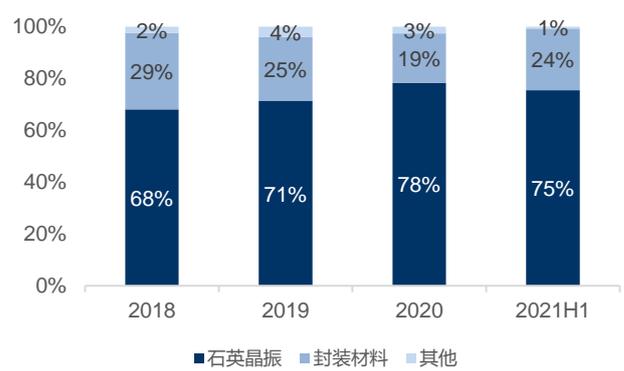


数据来源: Wind、开源证券研究所

**晶体谐振器收入占比超过六成。** 晶体谐振器是公司最大的收入来源, 2018-2020 年, 晶体谐振器收入占比一直维持在 60% 以上。同时, 晶振毛利占比也保持在 60% 以上。

**图4: 2018-2021H1 晶体谐振器收入占比超过六成**


数据来源: Wind、开源证券研究所

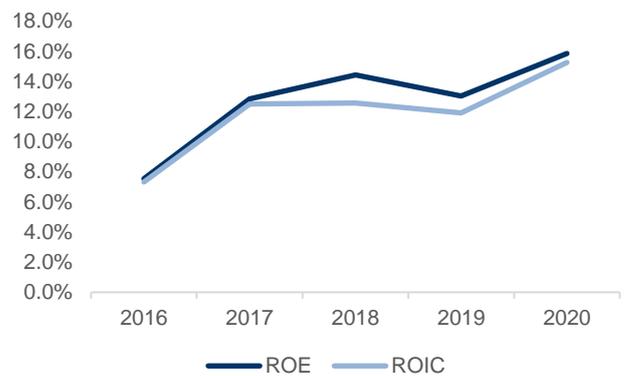
**图5: 2018-2021H1 石英晶振毛利占比超过 60%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

受益行业景气回暖, 公司毛利率、净利率和 ROE、ROIC 在 2020 年开始回升, 并在 2021 年加速向上。

**图6: 公司毛利率、净利率在 2020 年有所回升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图7: 公司 ROE、ROIC 在 2020 年创新高**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、全球 28.7 亿美元市场规模, 5G 提升晶振需求

### 2.1、晶振——微处理芯片的心脏

石英晶体振荡器简称晶振, 是利用石英晶体的压电效应制成的频率控制元器件。水晶具有稳定的物理化学特性, 它不仅是较好的光学材料而且是较好的压电材料。当石英晶体受到应力作用时, 在它的表面上出现电荷, 而且应力与面电荷密度之间存在线性关系, 这个现象称为正压电效应。而当石英晶体受到电场作用时, 在它的某些方向出现应变, 而且电场强度与应变之间存在线性关系, 这个现象称为逆压电效应。基于上述特性, 当石英晶体置于交变电场中, 其体积会发生周期性的压缩或拉伸, 形成机械振动。在共振状态下晶片可以提供稳定, 精确的单频振荡, 为微芯片提供基准频率信号。

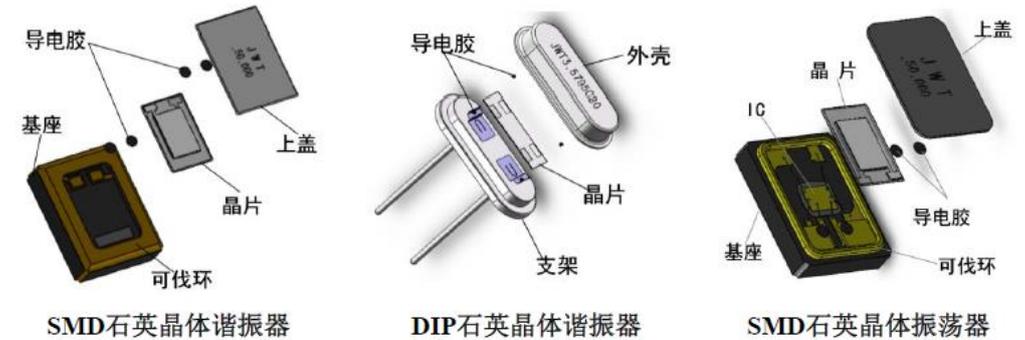
图8: 在石英晶体的两个电极上加一电场, 晶片就会产生机械变形



资料来源: 微波射频网

石英晶振分为谐振器和振荡器两类, 谐振器主要原材料为基座或支架、晶片和封装材料, 振荡器主要原材料为基座、晶片、IC 和封装材料。

图9: 晶振主要由外壳、晶片、基座等构成



资料来源: 公司公告

表2: 晶振主要原材料为基座、晶片、IC 和封装材料

成本要素	石英晶体谐振器		石英晶体振荡器
	DIP 晶振 (HC-49S)	SMD 晶振 (SMD-3225)	SMD 晶振 (SPX0-3225)
基座或支架	23%	47%	36%
晶片	18%	17%	4%
IC	-	-	42%
SMD 上盖/DIP 外壳	7%	3%	1%
其他成本要素	52%	33%	16%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

石英晶振产生的基准频率信号主要有无线数据传输和时钟两种用途。石英晶振广泛运用于各类频率控制、频率稳定、频率选择和计时系统中, 特别适用于对频率准确度要求较高的电子产品, 如通信网络、移动终端、物联网、汽车电子、智能家居、家用电器等领域, 是各类电子产品不可或缺的基础元器件。

表3: 晶振应用广泛

应用产品类别	每台设备使用石英晶振数量
汽车电子	10~100
手机基站	1~10 或更多
光通信设备	1~10 或更多
智能手机	2~5
可穿戴设备	1~5
笔记本电脑	3~4
液晶电视	2~3
游戏机	3~5
数码单反相机	2~3

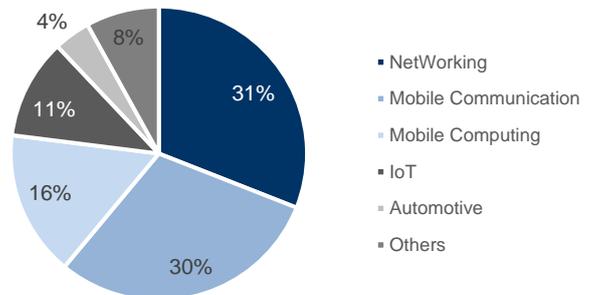
资料来源: NDK 年报、开源证券研究所

图10: 晶振类别多样



资料来源: 公司官网

图11: 网络、移动通信是晶振主要下游



数据来源: TXC 2020 年年报、开源证券研究所

## 2.2、全球 28.7 亿美元市场规模，晶赛科技收入规模紧追全球前十

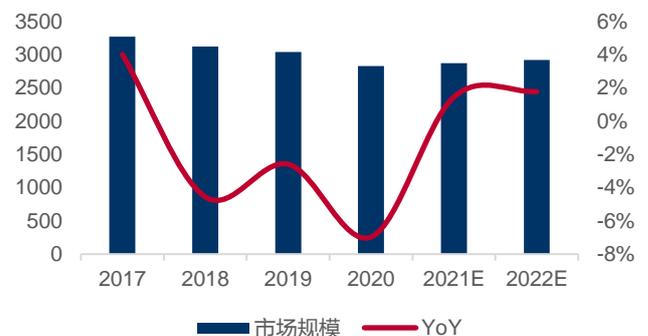
**全球 28.7 亿美元市场规模。**CS&A 预计 2021 年，全球晶振需求约为 175 亿只，同比增长 1.5%，市场规模约为 28.7 亿美元。2022 年继续保持增长态势，需求约为 179 亿只，同比+2.2%，市场规模约为 29.21 亿美元。

图12: 2021 年全球晶振需求预计约为 175 亿只，百万只



数据来源: CS&A、开源证券研究所

图13: 2021 年全球晶振预计 28.7 亿美元规模，百万美元



数据来源: CS&A、开源证券研究所

**Seiko Epson 是全球最大的晶振供应商，晶赛科技规模紧追全球前十。**晶振市场参与者主要为 Seiko Epson、NDK、TXC、KCD、KDS 等。其中日商 Seiko Epson 是全球最大的晶振供应商，TXC 为中国台湾最大的晶振供应商。国内晶振企业主要有泰晶科技、惠伦晶体、东晶电子、晶赛科技等。

**表4: Seiko Epson 是全球最大的晶振供应商，泰晶科技规模接近前十，百万美元**

2018Rank	2019Rank	Company	2018 收入	2019 收入	2018 市占	2019 市占
1	1	Seiko Epson	365	355	11.7%	11.7%
2	2	NDK	358	336	11.5%	11.0%
4	3	TXC	272	281	8.7%	9.2%
3	4	KCD	285	257	9.1%	8.5%
5	5	KDS	191	192	6.1%	6.3%
6	6	Microchip	176	171	5.6%	5.6%
7	7	Murata	94	89	3.0%	2.9%
9	8	Harmony	92	88	2.9%	2.9%
8	9	Hosonic	94	86	3.0%	2.8%
11	10	SiTime	85	84	2.7%	2.8%

数据来源：CS&A 2020、开源证券研究所

### 2.3、5G 提升晶振需求，贸易摩擦加速晶振国产替代

**5G 开启万物互联。**根据 IMT-2020（5G）推进组《5G 概念白皮书》中的预计，5G 主要有连续广域覆盖、热点大容量、低功耗大连接和低时延高可靠四个技术场景。其中连续广域覆盖和热点大容量主要满足未来的移动互联网业务需求，低功耗大连接和低时延高可靠主要满足未来物联网市场需求。四大技术场景为万物互联提供了技术支持。

**表5: 四大技术场景为万物互联提供技术支持**

市场	主要场景	情景假设
移动互联网	连续广域覆盖	随时随地（包括高速移动等恶劣环境下）为用户提供无缝的高速业务体验
	热点大容量	在局部热点区域，为用户提供极高的数据传输速率
物联网	低功耗大连接	以智慧城市、环境监测、智能农业、森林防火等以传感和数据采集为目标的应用场景
	低时延高可靠	满足车联网、工业控制等垂直行业的特殊应用需求

资料来源：《5G 概念白皮书》、开源证券研究所

**石英晶振是 5G 时代核心的电子零部件。**晶振的作用是在电路当中产生振荡频率，提供高端基准时钟信号，是电子产品的“心脏”。5G 技术在这方面都要做到非常精准，高效，因此对于贴片晶振的要求会更高，必须要搭载稳定性更高，更精准的有源晶振，才能使 5G 设备更好地工作。5G 时代即将登场，基站、智能手机、服务器等多个领域都对晶振有更大的需求。

**表6: 石英晶振是5G时代核心的电子零部件**

领域	设备	具体应用模块
设备互联	智能手机	5G NR, GPS, Wi-Fi 6/6E, BT, NFC, etc.
	移动电脑	NB, Tablet, Mobile Device, Server, etc.
	CPE	5G NR, Wi-Fi 6, NB-IoT, loRAzepam, etc.
基础设施	宏基站	AAU, DU/CU, Transoprt&Core, etc.
	小型蜂窝	Micro, Pico, Femto, etc.
	光模块	100/200/400G PAM4 & Coherent Solution, etc.
智能平台	智能设备	home, City, Industry, Logistic, Medical, etc.
	边缘计算	Server, CPU/GPU, MCU, etc.
	汽车	V2X & ADAS, etc.

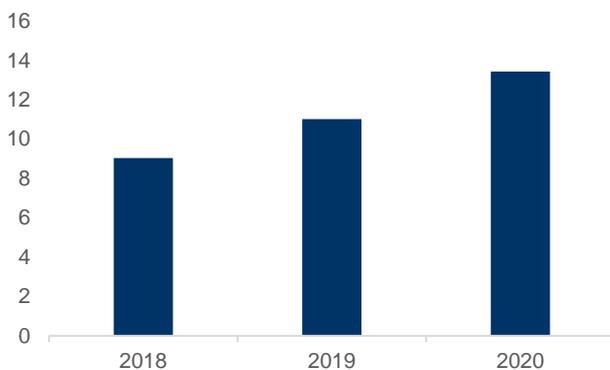
资料来源: TXC、开源证券研究所

**贸易摩擦加速国产替代进程。**在去全球化、贸易摩擦、新冠疫情等不确定外部因素影响下,国内产业链上下游均认知到产业链、供应链安全与核心技术自主可控的重要性,国内通讯技术企业开始加快转向国内厂商采购,国产替代进程加速。

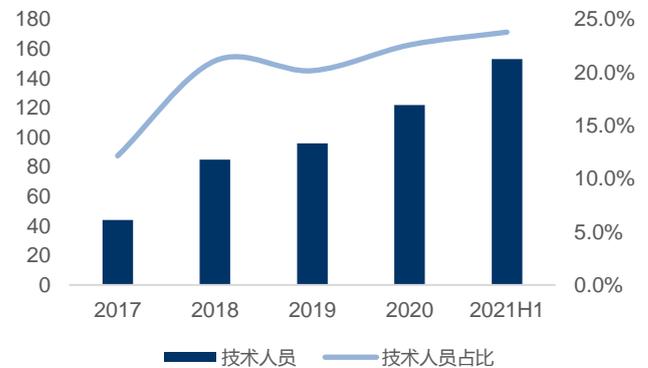
### 3、研发销售并举构筑核心竞争力,产品结构优化提升盈利能力

#### 3.1、研发销售并举,坐稳国内第一梯队

**注重技术创新,不断加大研发投入。**公司系国家高新技术企业、安徽省创新型企业、省级认定企业技术中心。公司成立以来,高度重视技术创新工作,不断加大研发投入和研发团队建设。2018-2020年,公司研发投入持续增长,技术人员和技术人员占比也保持稳步提升,其中技术人员占比已经从2017年的12.2%大幅上升到了2021H1的23.8%。通过自主研发,公司掌握了石英晶振及封装材料一系列核心技术。公司已获批国家发明专利9项、实用新型专利28项、软件著作权4项,超薄型SMD石英晶体谐振器产品获安徽省科学技术奖,创新能力为公司进一步的发展奠定了良好的技术基础。

**图14: 2018-2020年研发支出持续增长,百万元**


数据来源: Wind、开源证券研究所

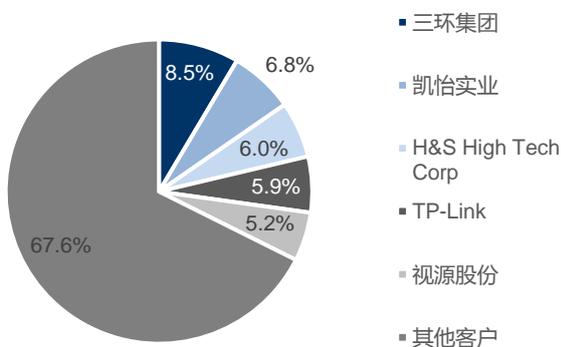
**图15: 技术人员及其占比稳步提升,人**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**客户资源丰富,结构合理。**经过多年的市场运作,凭借产品品质可靠、供货及时、服务周到等优点,公司与多家知名客户建立了长期合作关系,包括三环集团、

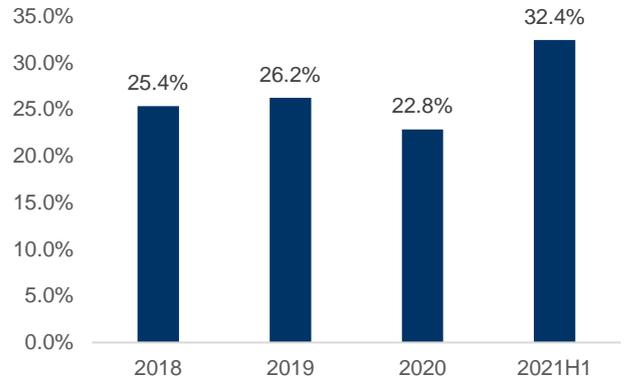
视源股份、兆驰股份、TP-Link 等公司。2018-2021H1 前五大客户销售占比低于 35%，客户集中度相对合理。

图16: 与多家知名客户建立合作关系 (2021H1 客户)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2018-2021H1 公司前五大客户集中度相对合理



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.2、晶振+封装材料布局具备协同效应，产品结构优化提升盈利能力

**晶振+封装材料布局具备协同效应。**公司产品主要分为石英晶振和封装材料两类。石英晶振产品包括各类型石英晶体谐振器和石英晶体振荡器。封装材料产品主要包括各类型石英晶振封装外壳、可伐环等，为石英晶振上游材料，另有少量其他电子元件外壳等。晶振+封装材料布局，有利于封装材料新产品、新工艺、新材料的研制、快速验证和产业化。

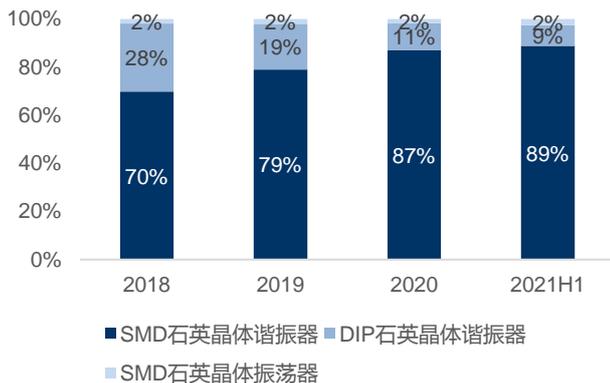
表7: 公司产品涵盖晶振主要封装材料

类别	型号/尺寸	图示
SMD 上盖	1612、2016、2520、7050 等	
SMD 可伐环	1612、2016、2520、7050 等	
DIP 外壳	49S、49U 系列	
表晶精密外壳	2*6、3*8	
微型马达震动外壳	6800、0832	
T0 系列光纤接口	T046 系列	

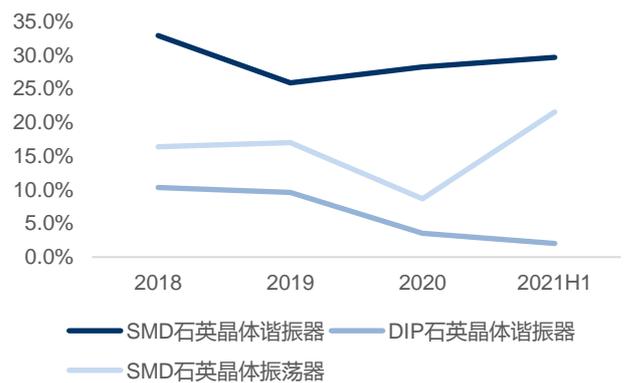
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**产品结构优化提升盈利能力。**公司晶振产品可以分为 SMD 石英晶体谐振器、

DIP 石英晶体谐振器和 SMD 石英晶体振荡器。其中，2021H1 SMD 石英晶体谐振器 29.7% 毛利率 > SMD 石英晶体振荡器 21.6% 毛利率 > DIP 石英晶体谐振器 2.0% 毛利率。2018 年以来，公司新增产能主要投入到 SMD 石英晶振谐振器产品，使得 SMD 石英晶体谐振器销量及收入占比整体上呈现增长的趋势，DIP 石英晶体谐振器销售收入占比呈现下降趋势。未来随着募投项目“年产 10 亿只超小型、高精度 SMD 石英晶体谐振器项目”的投产，公司产品结构将进一步得到优化，并带动公司整体盈利能力继续上升。

**图18: SMD 石英晶体谐振器收入占比持续提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图19: SMD 石英晶体谐振器毛利率较高**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、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 4.03、4.87 和 5.99 亿元；归母净利润分别为 0.50、0.68 和 0.93 亿元；EPS 为 1.22/1.66/2.28 元。

假设 1: 2021~2023 年，受益于产能释放与国产替代，石英晶振收入增速预计分别为 28.8%、23.1%、25.0%，毛利率由于产品结构调整预计为 27.0%、29.0%、31.0%。

假设 2: 2021~2023 年，封装材料收入增速预计分别为 15.1%、14.3%、16.7%，毛利率预计保持稳定为 23.1%。

假设 3: 预计 2021-2023 年管理费用率为 4.8%、4.7%和 4.6%；销售费用率 2.0%、1.9%、1.8%；研发费用占比维持在 4.0%。

**表8: 公司收入拆分**

晶赛科技	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
晶赛科技	营业收入	229	322	403	487	599
	YOY	14.8%	40.8%	25.1%	20.9%	23.0%
合计	营业成本	176	244	299	353	424
	毛利	53	78	104	134	175
	毛利率	23.1%	24.1%	25.8%	27.5%	29.2%
	收入	166	242	312	384	480
石英晶振	YOY	22.8%	45.5%	28.8%	23.1%	25.0%
	毛利	38	61	84	111	149
	毛利率	22.6%	25.1%	27.0%	29.0%	31.0%
封装材料	收入	57	64	74	84	98
	YOY	4.2%	12.8%	15.1%	14.3%	16.7%
	毛利	13	15	17	19	23
	毛利率	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%
其他	收入	6	16	17	19	21
	YOY	-40.3%	182.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利	2	2	3	3	3
	毛利率	37.6%	12.7%	15.8%	16.0%	16.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4.2、投资建议

**首次覆盖，给予“买入”评级。**晶赛科技是国内领先的晶振供应商，公司深度受益元器件国产替代趋势。我们预计公司 2021~2023 年的归母净利润分别为 0.50/0.68/0.93 亿元，停牌前股价对应 2021-2023 年 PE 为 12.3/9.0/6.6 倍，低于行业平均水平，首次覆盖，给予晶赛科技“买入”评级。

**表9: 晶赛科技估值低于行业平均水平**

公司代码	公司简称	当日股价		EPS (元)			PE (倍)		
		2021/11/12	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603738.SH	泰晶科技	50.53	0.22	1.28	2.03	2.75	39.5	24.9	18.4
300460.SZ	惠伦晶体	20.81	0.09	0.62	0.9	1.47	33.6	23.1	14.2
	平均						36.5	24.0	16.3
871981.NQ	晶赛科技	14.99	0.76	1.22	1.66	2.28	12.3	9.0	6.6

数据来源: Wind、开源证券研究所 (泰晶科技、惠伦晶体盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期)

## 5、风险提示

产能扩张不及预期; 受疫情影响, 下游需求可能不达预期; 国产替代进度低于预期等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	185	234	233	265	344
现金	20	41	71	86	106
应收票据及应收账款	99	113	153	169	227
其他应收款	0	0	1	0	1
预付账款	2	2	3	3	4
存货	63	71	0	0	0
其他流动资产	1	6	6	6	6
<b>非流动资产</b>	158	207	299	371	450
长期投资	1	0	-1	-2	-3
固定资产	132	172	229	281	340
无形资产	10	10	10	9	9
其他非流动资产	14	25	61	83	105
<b>资产总计</b>	343	441	532	635	794
<b>流动负债</b>	180	225	203	265	343
短期借款	53	49	178	235	306
应付票据及应付账款	74	127	0	0	0
其他流动负债	53	49	25	30	37
<b>非流动负债</b>	15	20	83	104	130
长期借款	0	0	63	84	110
其他非流动负债	15	20	20	20	20
<b>负债合计</b>	195	244	286	369	473
少数股东权益	-0	0	-0	-0	-0
股本	11	41	41	41	41
资本公积	82	90	90	90	90
留存收益	54	65	115	183	253
<b>归属母公司股东权益</b>	147	196	246	267	321
负债和股东权益	343	441	532	635	794

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	24	47	-57	84	76
净利润	20	31	50	68	93
折旧摊销	0	0	20	28	36
财务费用	2	4	4	5	6
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-13	-14	-131	-16	-59
其他经营现金流	14	26	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-33	-42	-112	-100	-116
资本支出	41	41	93	73	81
长期投资	0	-2	1	1	1
其他投资现金流	8	-3	-18	-26	-34
<b>筹资活动现金流</b>	17	7	70	-27	-12
短期借款	19	-5	0	0	0
长期借款	0	0	63	21	26
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	0	8	0	0	0
其他筹资现金流	-2	-27	7	-47	-38
<b>现金净增加额</b>	7	11	-99	-42	-52

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	229	322	403	487	599
营业成本	0	0	299	353	424
营业税金及附加	2	2	3	4	4
营业费用	7	7	8	9	11
管理费用	11	16	19	23	28
研发费用	11	13	16	19	24
财务费用	2	4	4	5	6
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	3	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	21	35	56	76	104
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	23	35	56	77	105
所得税	2	4	6	9	12
<b>净利润</b>	20	31	50	68	93
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>归母净利润</b>	20	31	50	68	93
EBITDA	25	37	84	120	162
EPS(元)	0.49	0.76	1.22	1.66	2.28

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2674.0	40.8	25.1	20.9	23.0
营业利润(%)	2674.0	68.5	60.5	36.5	37.4
归属于母公司净利润(%)	2674.0	54.5	60.2	36.3	37.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	100.0	100.0	25.8	27.5	29.2
净利率(%)	8.8	9.7	12.4	14.0	15.6
ROE(%)	13.7	15.9	20.3	25.5	29.1
ROIC(%)	10.6	12.6	11.0	13.3	14.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.0	55.4	53.7	58.1	59.6
净负债比率(%)	30.1	10.7	78.8	98.3	107.8
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.7	1.1	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.6	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.76	1.22	1.66	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.15	-1.39	2.06	1.86
每股净资产(最新摊薄)	3.60	4.79	6.01	6.51	7.85
<b>估值比率</b>					
P/E	30.4	19.7	12.3	9.0	6.6
P/B	4.2	3.1	2.5	2.3	1.9
EV/EBITDA	25.9	17.1	9.6	7.3	5.9

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