

欣锐科技 (300745.SZ) 拐点将至，新能源汽车车载电源龙头扬帆起航

2021年12月07日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

| | |
|------------|-------------|
| 日期 | 2021/12/6 |
| 当前股价(元) | 81.97 |
| 一年最高最低(元) | 88.90/14.35 |
| 总市值(亿元) | 101.07 |
| 流通市值(亿元) | 71.78 |
| 总股本(亿股) | 1.23 |
| 流通股本(亿股) | 0.86 |
| 近3个月换手率(%) | 401.49 |

股价走势图



数据来源：聚源

● 欣锐科技：国内新能源汽车车载电源龙头企业，有望实现高速增长

欣锐科技核心产品包括车载充电机、车载 DC/DC 变换器及车载电源集成产品，应用于乘用车、客车、专用车等各类新能源汽车领域，车载电源产品国内市占率处于领先地位。公司近年在乘用车业务方面取得较大成果，2019 年进入到小鹏 P7 供应体系；2021 年进入到比亚迪 DM-i 及吉利 SEA 浩瀚架构供应体系，有望贡献业绩增量。我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 8.99/15.99/25.98 亿元，归母净利润分别为 0.24/1.58/2.67 亿元，EPS 为 0.20/1.28/2.16 元/股，对应当前股价 PE 为 416.4/64.2/37.9 倍，公司 2021 年在乘用车车载电源业务中实现较大突破，比亚迪 DM-i 及吉利 SEA 浩瀚架构有望为公司带来业绩增量，我们认为其业绩拐点将至，首次覆盖给予“增持”评级。

● 新能源汽车销量持续高增，车载电源市场方兴未艾

据乘联会，2021 年 1-10 月国内新能源车零售销量为 213.9 万辆，同比增长 191.9%。亿欧预测 2025 年国内新能源汽车销量为 1138 万辆，2020-2025 年 CAGR 为 52.8%。以 2020 年为例，公司车载电源产品平均单价为 2710 元，对应 2020 年国内车载电源市场规模为 41 亿元，假设未来产品价格年均降幅为 2%，则预计 2025 年国内车载电源市场规模为 278.8 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 46.7%，车载电源市场方兴未艾，行业空间广阔。

● 公司车载电源国内市占率较高，2021 年进入到比亚迪 DM-i 和极氪供应体系

2006-2020 年公司新能源汽车车载电源累计出货量为 106.55 万套，占据国内市场份额约 19.3%。相较国内竞争对手，公司在客户资源、产品市占率、业务规模等方面具备竞争优势。公司近年在乘用车业务方面取得较大成果，2019 年进入到小鹏 P7 供应体系，供应 OBC+DC/DC+PDU 产品；2021 年进入到比亚迪 DM-i 及吉利 SEA 浩瀚架构供应体系，有望贡献业绩增量。

● 风险提示：新能源汽车销量不及预期、公司产能扩张不及预期、疫情反复等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 596 | 354 | 899 | 1,599 | 2,598 |
| YOY(%) | -16.8 | -40.7 | 154.2 | 77.8 | 62.5 |
| 归母净利润(百万元) | 27 | -285 | 24 | 158 | 267 |
| YOY(%) | -67.2 | -1153.1 | -108.5 | 549.1 | 69.4 |
| 毛利率(%) | 18.1 | 2.3 | 20.5 | 23.6 | 24.8 |
| 净利率(%) | 4.5 | -80.5 | 2.7 | 9.9 | 10.3 |
| ROE(%) | 2.5 | -35.0 | 2.9 | 15.8 | 21.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.22 | -2.31 | 0.20 | 1.28 | 2.16 |
| P/E(倍) | 373.8 | -35.5 | 416.4 | 64.2 | 37.9 |
| P/B(倍) | 9.2 | 12.4 | 12.1 | 10.1 | 8.0 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1、欣锐科技：国内新能源汽车车载电源龙头企业 | 3 |
| 2、车载电源行业空间广阔，公司竞争优势凸显 | 5 |
| 2.1、新能源汽车销量持续高增，车载电源市场方兴未艾 | 5 |
| 2.2、市占率、客户资源等多重维度打造竞争优势 | 6 |
| 3、盈利预测与投资建议 | 9 |
| 3.1、关键假设 | 9 |
| 3.2、盈利预测与估值 | 10 |
| 4、风险提示 | 10 |
| 附：财务预测摘要 | 11 |

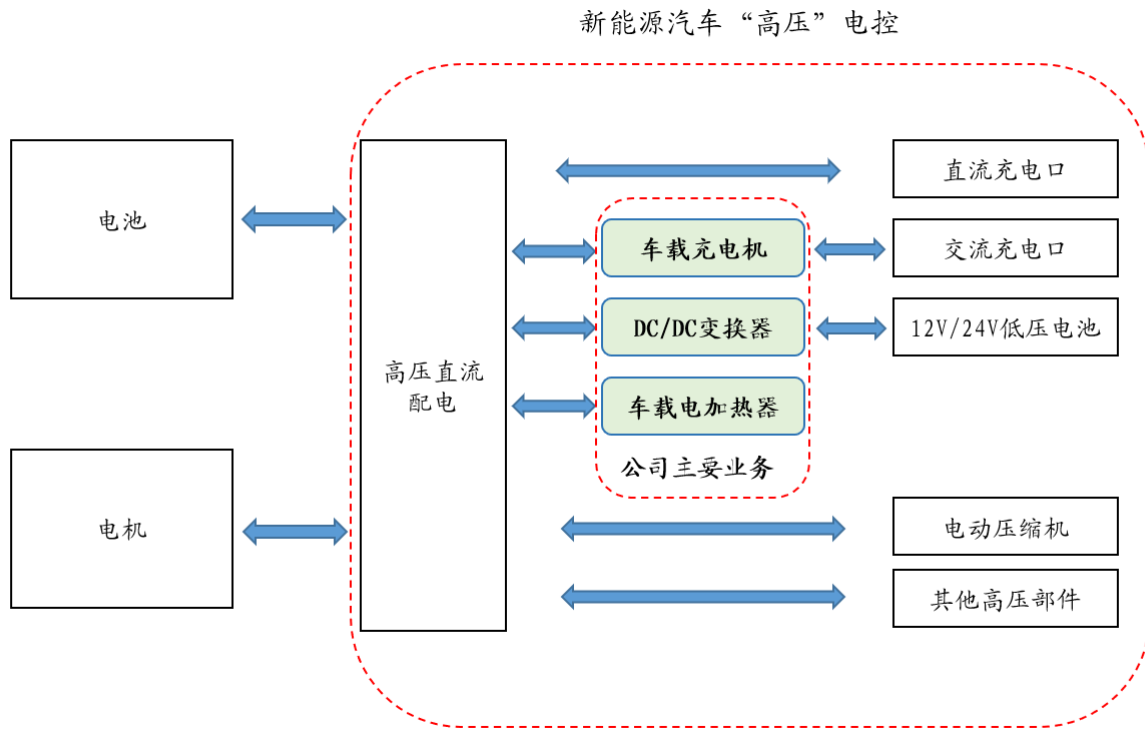
图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：公司业务主要集中于新能源汽车高压“电控”领域 | 3 |
| 图 2：公司自成立以来专注于新能源汽车车载电源的研发、生产、销售 | 4 |
| 图 3：公司 2020 年研发投入占营收比例为 29.2% | 5 |
| 图 4：亿欧智库预测 2025 年国内新能源汽车销量为 1138 万辆 | 5 |
| 图 5：我们预计 2025 年国内车载电源市场规模或达 278.8 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 46.7% | 6 |
| 图 6：欣锐科技车载电源累计出货量国内市占率约为 19.3% | 7 |
| 图 7：公司客户资源丰富 | 7 |
| 图 8：2021 年公司向比亚迪供应 OBC+DC/DC 产品 | 8 |
| 图 9：2021 年公司向吉利供应 OBC+DC/DC+PDU 产品 | 8 |
| 图 10：公司业务遍布全国，能够快速响应客户需求 | 8 |
| 图 11：较国内竞争对手，公司车载充电机营收规模处于领先地位（亿元） | 8 |
| 图 12：较国内竞争对手，公司车载电源集成产品营收规模处于领先地位（亿元） | 9 |
| 图 13：较国内竞争对手，公司车载 DC/DC 转换器产品营收规模处于领先地位(亿元) | 9 |
| 表 1：公司高压“电控”产品主要分为车载 DC/DC 变换器、车载充电机、车载电源集成产品 | 3 |
| 表 2：公司营收拆分及预测（百万元） | 10 |
| 表 3：可比上市公司估值（PE/PEG） | 10 |

1、欣锐科技：国内新能源汽车车载电源龙头企业


欣锐科技是专注于新能源汽车车载电源和氢能与燃料电池专用产品的研发、生产、销售和技术服务的国家高新技术企业。新能源汽车三大核心部件中，公司主要布局高压“电控”总成。公司新能源汽车业务的核心产品包括车载充电机、车载 DC/DC 变换器及以车载充电机与车载 DC/DC 变换器为核心的车载电源集成产品，应用于乘用车、客车、专用车等各类新能源汽车领域。公司氢能与燃料电池业务的核心产品主要为大功率 DC/DC 变换器产品，应用于燃料电池乘用车、客车、专用车和燃料电池机车等。



图1：公司业务主要集中于新能源汽车高压“电控”领域



资料来源：公司年报、开源证券研究所

表1：公司高压“电控”产品主要分为车载 DC/DC 变换器、车载充电机、车载电源集成产品

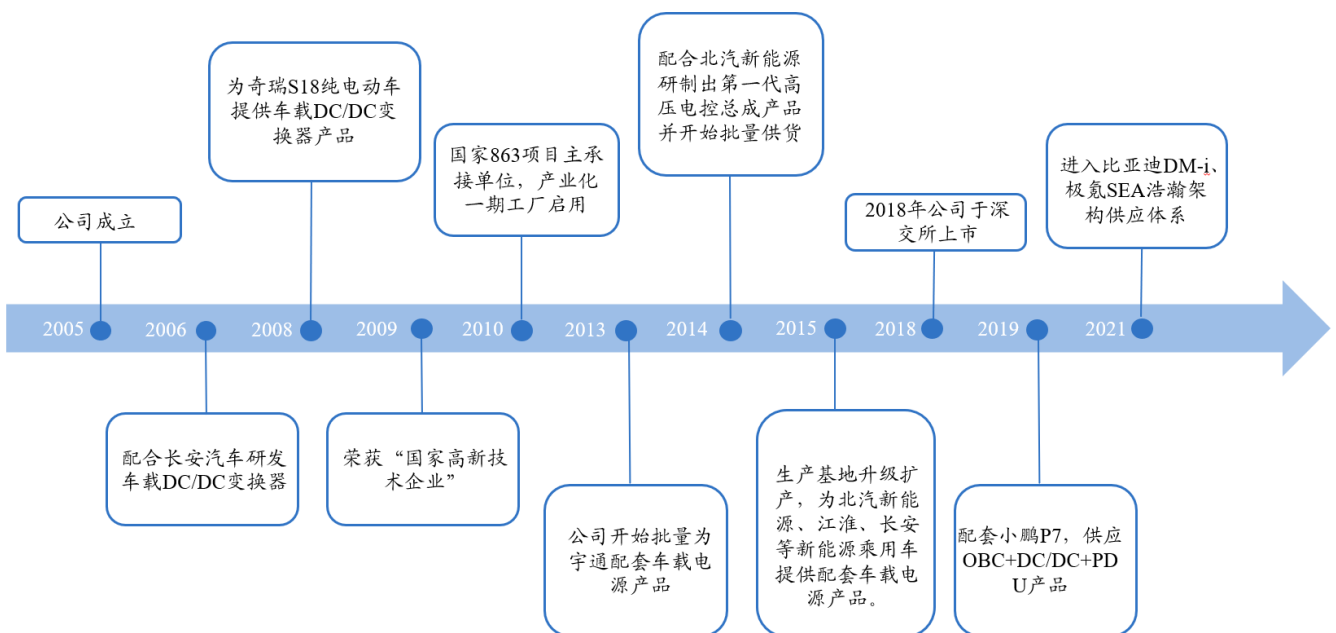
| 主要产品 | 产品图片 | 主要功能 | 主要型号 |
|--------------|---|--|---------------------------------|
| 车载 DC/DC 变换器 |  | 车载 DC/DC 变换器的功能是将动力电池输出的高压直流电转换为 12V、24V、48V 等低压直流电，为仪表盘、车灯、雨刷、空调、音响、电动转向、ABS、发动机控制、安全气囊等车载低压用电设备和各类控制器提供电能。 | 目前公司开发的车载 DC/DC 变换器已迭代升级至第 5 代。 |

| 主要产品 | 产品图片 | 主要功能 | 主要型号 |
|-------------|---|--|--|
| 车载充电机 (OBC) |  | 车载充电机是指固定安装在新能源汽车上的充电机，其功能是依据电池管理系统提供的数据，将民用单相交流电 (220V) 或工业用三相交流电 (380V) 转换为动力电池可以使用的直流电压，对新能源汽车的动力电池进行充电。 | 目前公司开发的车载充电机已迭代升级至第 5 代。 |
| 车载电源集成产品 |  | 车载电源集成产品是指将车载 DC/DC 变换器、车载充电机、电机控制器、高压配电箱等多个部件，按照整车厂要求进行综合性集成后提供的定制车载电源系统产品。车载电源集成产品减少了占用空间和核心零部件供应商数量，可以简化整车布线设计，提升整车开发效率及质量管理。 | 可以进行车载 DC/DC 变换器+车载充电机、车载 DC/DC 变换器+车载充电机+电机控制器、车载 DC/DC 变换器+车载充电机+高压配电箱等多个集成组合。 |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司是国内最早从事车载电源产品研发、生产、销售和企业的企业之一，深耕车载电源行业十六年。国内车载电源产品的研发设计始于 21 世纪初的“863”计划。公司自 2006 年起就与长安汽车一起进行新能源汽车配套车载电源的开发，为 2008 年奥运示范电动汽车提供配套车载电源产品。在 2012 年前公司车载电源订单量少，年订单量在 100 台以下，产品均在实验室完成，尚未形成产业化生产规模。2013 年 10 月公司获得第一批超过 1000 台的订单，开始了车载电源产品的产业化生产。2015 年公司成为北汽新能源、江淮、长安等新能源乘用车以及南京金龙、珠海银隆、江苏九龙等新能源客车配套车载电源产品。至 2020 年公司车载电源产品主要配套吉利汽车、北汽新能源、比亚迪、小鹏汽车、威马汽车、东风本田、广汽本田、现代汽车等知名整车厂商。

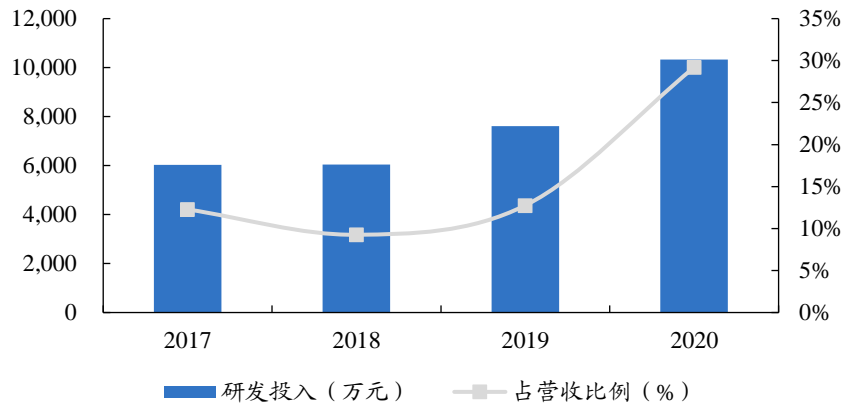
图2：公司自成立以来专注于新能源汽车车载电源的研发、生产、销售



资料来源：公司官网、公司招股说明书、开源证券研究所

公司保持较大的研发投入，2020 年研发投入占营收比例高达 29.2%，助力公司技术水平行业领先。

图3：公司 2020 年研发投入占营收比例为 29.2%



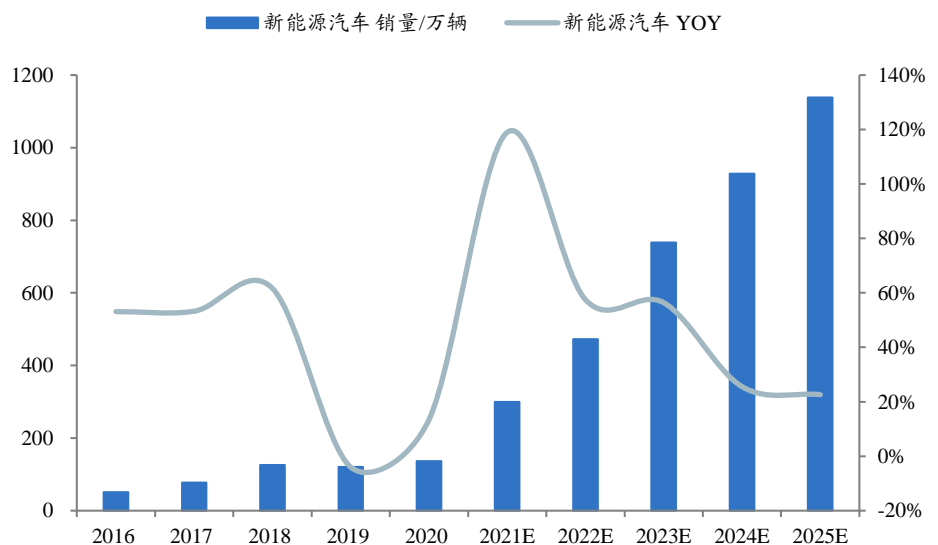
数据来源：公司年报、开源证券研究所

2、车载电源行业空间广阔，公司竞争优势凸显

2.1、新能源汽车销量持续高增，车载电源市场方兴未艾

据亿欧智库，2025 年国内新能源汽车销量将达到 1138 万辆，2020-2025 年 CAGR 为 52.8%。据乘联会，10 月新能源乘用车批发销量达到 36.8 万辆，环比 9 月增长 6.3%，同比增长 148.1%，继续稳步增长，呈良好态势。1-10 月新能源车零售 213.9 万辆，同比增长 191.9%。预计 2020-2025 年新能源汽车销量 CAGR 为 52.8%。

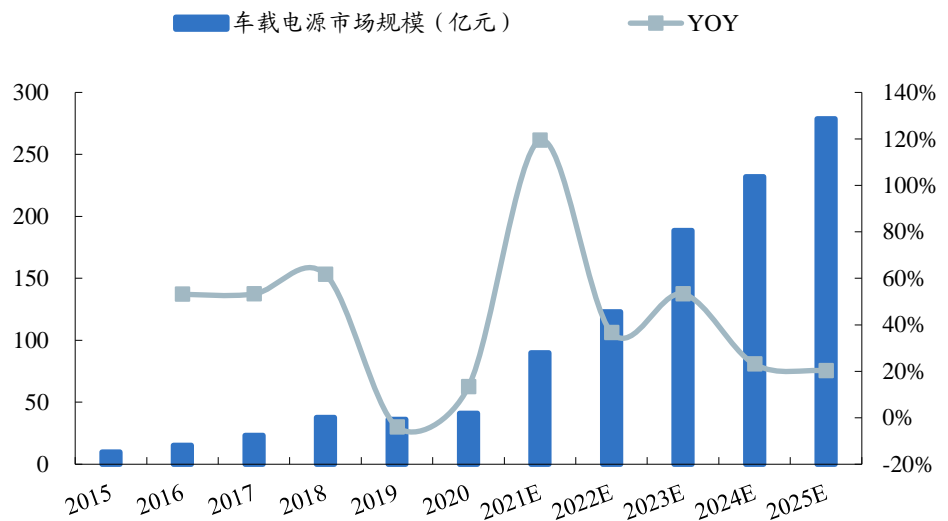
图4：亿欧智库预测 2025 年国内新能源汽车销量为 1138 万辆



数据来源：亿欧智库、GGII、Wind、开源证券研究所

车载电源是新能源汽车不可或缺的核心零部件，其市场规模随着新能源汽车销量增长而增长。公司车载电源产品包括车载充电机、DC/DC 变换器和车载电源集成产品，产品单价约为 2000-4000 元。以 2020 年为例，公司车载电源平均单价为 2710 元，对应 2020 年国内车载电源市场规模为 41 亿元，假设未来产品价格年均降幅为 2%，则预计 2025 年国内车载电源市场规模为 278.8 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 46.7%。

图5：我们预计 2025 年国内车载电源市场规模或达 278.8 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 46.7%

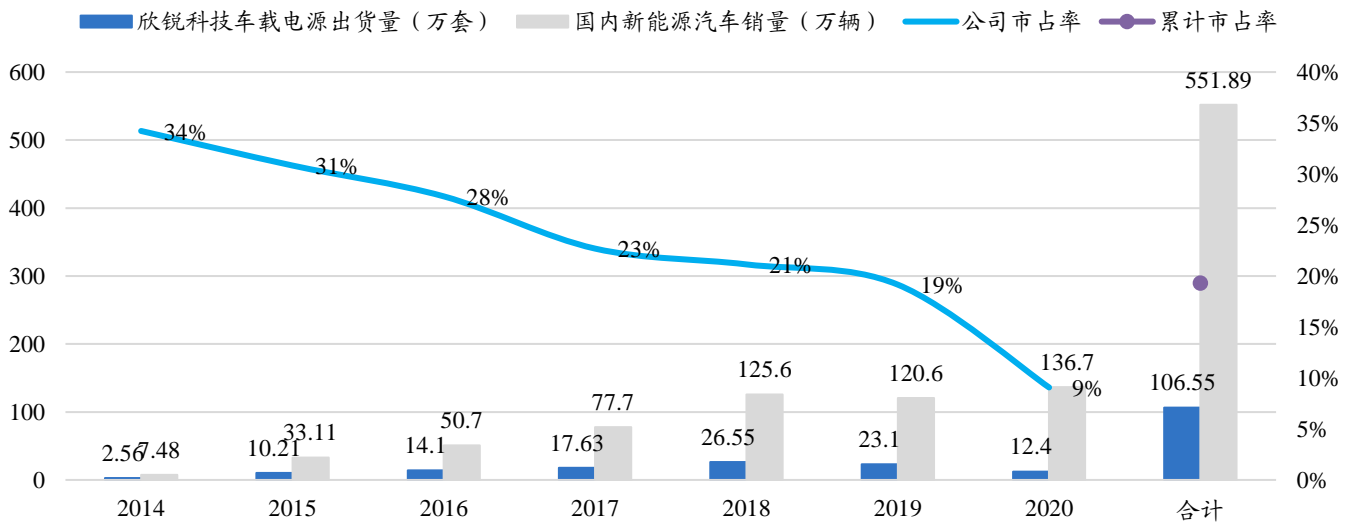


数据来源：亿欧智库、Wind、公司招股说明书、开源证券研究所

2.2、市占率、客户资源等多重维度打造竞争优势

2006-2020 年公司新能源汽车车载电源累计出货量为 106.55 万套，占据国内市场份额约 19.3%。2020 年前，公司车载电源国内市占率较高，基本处于 20% 以上，2020 年公司车载电源销量有所下滑，2021 年上半年公司紧抓行业发展机遇，各项业务逐步回暖，公司综合产能利用率提升到 75.43%，新能源汽车车载电源产品销量稳步提升，达到 9.66 万套，较 2020 年同期增长 133.90%。受公司产能利用率和销量的回升影响，公司产品毛利率亦较 2020 年同期大幅回升，综合毛利率达到 21.65%。

图6: 欣锐科技车载电源累计出货量国内市占率约为 19.3%



数据来源: 公司年报、公司招股说明书、Wind、开源证券研究所

公司客户资源丰富。公司推行“品牌向上”的战略,持续累积优质客户资源,公司的产品主要配套吉利汽车、北汽新能源、比亚迪、小鹏汽车、威马汽车、东风本田、广汽本田、现代汽车等国内外知名整车厂商。

图7: 公司客户资源丰富



资料来源: 公司官网

乘用车方面,欣锐科技具备多种新能源乘用车解决方案设计生产能力。公司乘用车车载电源主要分为二合一/三合一两种类型系统集成应用解决方案:

- (1) 二合一: DC/DC+OBC、OBC+高压接线盒、DC/DC+高压接线盒;
- (2) 三合一: DC/DC+OBC+高压接线盒。

公司近年在乘用车业务方面取得较大成果,2019年进入到小鹏P7供应体系,供应OBC+DC/DC+PDU(三合一集成)产品;2021年进入到比亚迪DM-i及吉利SEA浩瀚架构供应体系,有望贡献业绩增量。

图8: 2021 年公司向比亚迪供应 OBC+DC/DC 产品



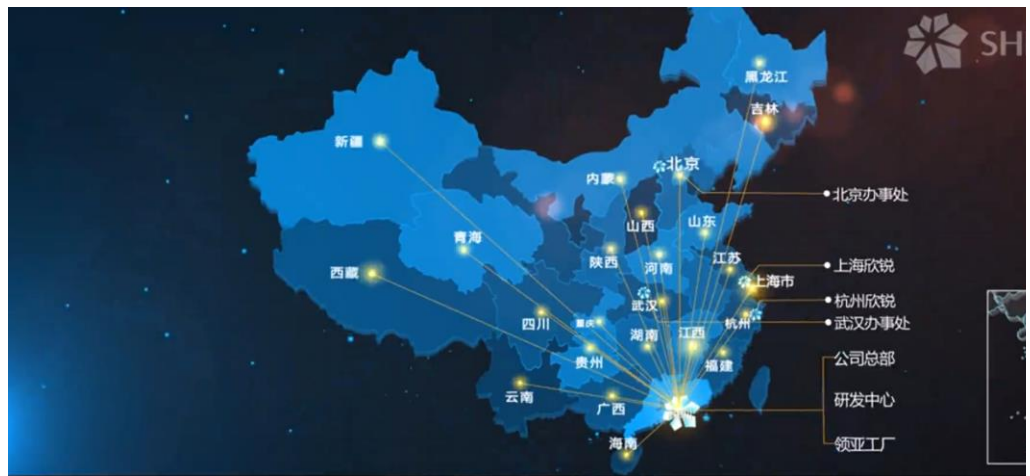
资料来源: 公司官网

图9: 2021 年公司向吉利供应 OBC+DC/DC+PDU 产品



资料来源: 公司官网

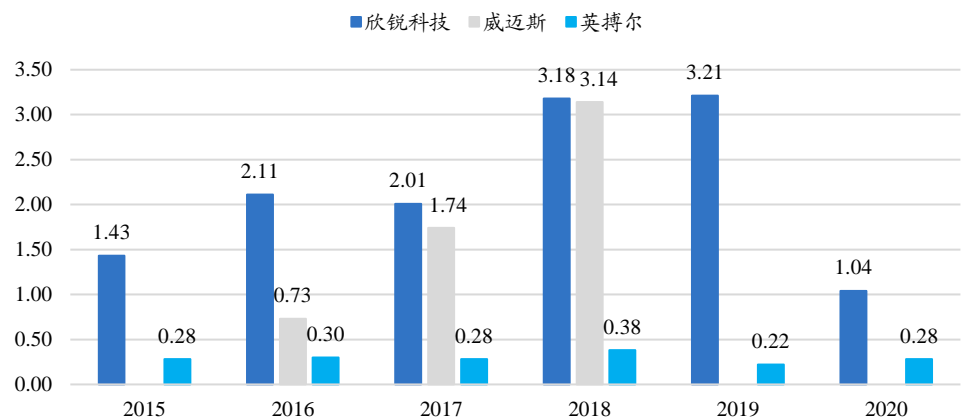
图10: 公司业务遍布全国, 能够快速响应客户需求



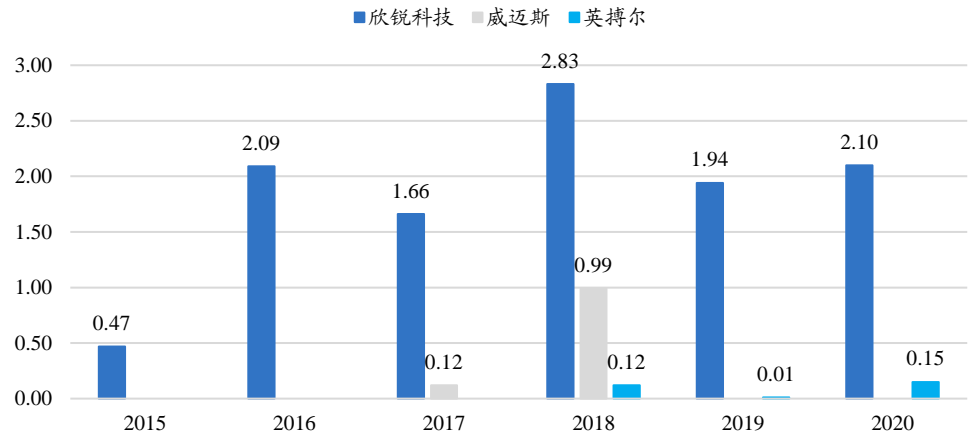
资料来源: 公司官网

公司的主要竞争对手包括法雷奥、科世达、联合电子、台达电子等企业, 另外近年新增的竞争对手有核达中远通、威迈斯、英搏尔等。相较于国内主要竞争对手, 公司在车载充电机、车载 DC/DC 转换器、车载电源集成产品营业收入方面均处于领先地位。

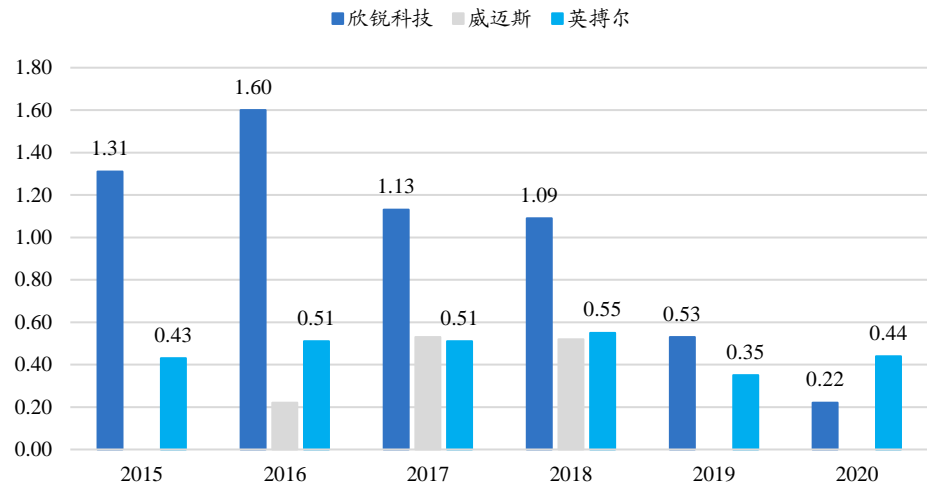
图11: 较国内竞争对手, 公司车载充电机营收规模处于领先地位 (亿元)



数据来源: 威迈斯招股说明书、Wind、开源证券研究所

图12: 较国内竞争对手, 公司车载电源集成产品营收规模处于领先地位(亿元)


数据来源: 威迈斯招股说明书、Wind、开源证券研究所

图13: 较国内竞争对手, 公司车载 DC/DC 转换器产品营收规模处于领先地位(亿元)


数据来源: 威迈斯招股说明书、Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

- (1) **车载电源集成产品:** 近年来车载电源向集成化、小型化趋势发展, 集成产品占比持续提升, 我们预计 2021-2023 年公司车载电源集成类产品占比将持续提升。我们预计 2021-2023 年公司车载电源集成产品营收分别为 4.8、10.1、18.2 亿元, 毛利率为 16.0%、21.0%、23.0%。
- (2) **车载充电机:** 新能源汽车市场持续高增长, 车载充电机市场规模稳步扩张, 我们预计 2021-2023 年公司车载充电机产品营收分别为 1.4、2.0、2.5 亿元, 毛利率为 22.0%、23.0%、24.0%。

表2: 公司营收拆分及预测 (百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 车载电源集成产品营收 (百万元) | 194.48 | 209.71 | 482.34 | 1012.91 | 1823.24 |
| YOY | -31.3% | 7.8% | 130.0% | 110.0% | 80.0% |
| 毛利率 | 13.29% | -0.02% | 16.0% | 21.0% | 23.0% |
| 毛利 (百万元) | 25.85 | -5.35 | 77.17 | 212.71 | 419.34 |
| 车载充电机营收 (百万元) | 321.27 | 103.56 | 144.98 | 195.72 | 254.44 |
| YOY | 0.9% | -67.8% | 40.0% | 35.0% | 30.0% |
| 毛利率 | 15.0% | 11.9% | 22.0% | 23.0% | 24.0% |
| 毛利 (百万元) | 48.12 | 12.37 | 31.90 | 45.02 | 61.07 |
| 车载 DC/DC 变换器营收 (百万元) | 53.32 | 21.64 | 38.95 | 64.27 | 96.41 |
| YOY | -51.1% | -59.4% | 80.0% | 65.0% | 50.0% |
| 毛利率 | 25.5% | -2.9% | 14.0% | 18.0% | 22.0% |
| 毛利 (百万元) | 13.58 | -0.63 | 5.45 | 11.57 | 21.21 |
| 总营收 (百万元) | 596.47 | 353.70 | 899.27 | 1,599.11 | 2,598.15 |
| YOY | -16.8% | -40.7% | 154.2% | 77.8% | 62.5% |

数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、盈利预测与估值

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 8.99/15.99/25.98 亿元, 归母净利润分别为 0.24/1.58/2.67 亿元, EPS 为 0.20/1.28/2.16 元/股, 对应当前股价 PE 为 416.4/64.2/37.9 倍, A 股 2 家可比公司 PE 均值 2021-2023 年分别为 117.7、41.9、23.8 倍。公司 2021-2023 年估值水平高于可比上市公司估值。公司 2021 年在乘用车车载电源业务中实现较大突破, 比亚迪 DM-i 及吉利 SEA 浩瀚架构有望为公司带来业绩增量, 我们认为其业绩拐点将至, 应享受更高估值水平, 首次覆盖给予“增持”评级。

表3: 可比上市公司估值 (PE/PEG)

| 证券代码 | 股票简称 | 评级 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元/股) | PE | | | EPS | | | PEG (2023) |
|-----------|------|-----|-------------|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| | | | | | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 688667.SH | 菱电电控 | 未评级 | 93.40 | 181.00 | 43.41 | 29.97 | 20.20 | 4.17 | 6.04 | 8.96 | 0.42 |
| 300681.SZ | 英搏尔 | 未评级 | 82.40 | 109.00 | 191.94 | 53.91 | 27.48 | 0.57 | 2.02 | 3.97 | 0.29 |
| | | | | | 117.67 | 41.94 | 23.84 | | | | |
| 300745.SZ | 欣锐科技 | 买入 | 101.07 | 81.97 | 416.43 | 64.15 | 37.86 | 0.20 | 1.28 | 2.16 | 0.55 |

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期 2021/12/06, 菱电电控、英搏尔采用 Wind 一致预期)

4、风险提示

新能源汽车销量不及预期、产能扩张进度不及预期、疫情反复等

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|---------|--------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 1235 | 1016 | 2384 | 3208 | 5577 | 营业收入 | 596 | 354 | 899 | 1599 | 2598 |
| 现金 | 167 | 101 | 90 | 177 | 463 | 营业成本 | 489 | 346 | 715 | 1222 | 1954 |
| 应收票据及应收账款 | 353 | 257 | 1289 | 1543 | 2972 | 营业税金及附加 | 5 | 3 | 7 | 12 | 20 |
| 其他应收款 | 14 | 14 | 25 | 56 | 85 | 营业费用 | 35 | 84 | 36 | 56 | 91 |
| 预付账款 | 4 | 9 | 4 | 29 | 15 | 管理费用 | 34 | 63 | 85 | 88 | 143 |
| 存货 | 303 | 263 | 611 | 1026 | 1671 | 研发费用 | 46 | 81 | 72 | 96 | 156 |
| 其他流动资产 | 394 | 372 | 364 | 377 | 371 | 财务费用 | -1 | 2 | 6 | 3 | -11 |
| 非流动资产 | 300 | 401 | 533 | 716 | 1121 | 资产减值损失 | -5 | -94 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 20 | 20 | 30 | 35 | 42 | 其他收益 | 52 | 27 | 41 | 40 | 36 |
| 固定资产 | 115 | 111 | 211 | 350 | 708 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 71 | 135 | 173 | 223 | 269 | 投资净收益 | 7 | 3 | 6 | 5 | 5 |
| 其他非流动资产 | 94 | 136 | 118 | 109 | 102 | 资产处置收益 | -0 | 0 | -0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1535 | 1417 | 2916 | 3924 | 6697 | 营业利润 | 28 | -344 | 24 | 167 | 286 |
| 流动负债 | 413 | 552 | 1342 | 1560 | 2748 | 营业外收入 | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 |
| 短期借款 | 23 | 214 | 270 | 265 | 289 | 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 371 | 276 | 1026 | 1239 | 2373 | 利润总额 | 28 | -342 | 26 | 168 | 287 |
| 其他流动负债 | 19 | 62 | 46 | 56 | 86 | 所得税 | 1 | -58 | 1 | 10 | 20 |
| 非流动负债 | 24 | 51 | 34 | 36 | 41 | 净利润 | 27 | -285 | 24 | 158 | 267 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 24 | 51 | 34 | 36 | 41 | 归母净利润 | 27 | -285 | 24 | 158 | 267 |
| 负债合计 | 437 | 603 | 1376 | 1597 | 2788 | EBITDA | 56 | -291 | 65 | 223 | 356 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS(元) | 0.22 | -2.31 | 0.20 | 1.28 | 2.16 |
| 股本 | 115 | 115 | 123 | 123 | 123 | 主要财务比率 | | | | | |
| 资本公积 | 606 | 611 | 611 | 611 | 611 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 377 | 89 | 113 | 266 | 525 | 营业收入(%) | -16.8 | -40.7 | 154.2 | 77.8 | 62.5 |
| 归属母公司股东权益 | 1098 | 814 | 1541 | 2327 | 3909 | 营业利润(%) | -67.9 | -1343.6 | 107.1 | 583.1 | 71.4 |
| 负债和股东权益 | 1535 | 1417 | 2916 | 3924 | 6697 | 归属于母公司净利润(%) | -67.2 | -1153.1 | -108.5 | 549.1 | 69.4 |
| 现金流量表(百万元) | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| 经营活动现金流 | -49 | -73 | 25 | 245 | 415 | 毛利率(%) | 18.1 | 2.3 | 20.5 | 23.6 | 24.8 |
| 净利润 | 27 | -285 | 24 | 158 | 267 | 净利率(%) | 4.5 | -80.5 | 2.7 | 9.9 | 10.3 |
| 折旧摊销 | 32 | 46 | 32 | 47 | 66 | ROE(%) | 2.5 | -35.0 | 2.9 | 15.8 | 21.1 |
| 财务费用 | -1 | 2 | 6 | 3 | -11 | ROIC(%) | 2.0 | -26.0 | 2.8 | 12.8 | 17.1 |
| 投资损失 | -7 | -3 | -6 | -5 | -5 | 偿债能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | -121 | 68 | -32 | 42 | 97 | 资产负债率(%) | 28.5 | 42.6 | 47.2 | 40.7 | 41.6 |
| 其他经营现金流 | 21 | 99 | -0 | -0 | -0 | 净负债比率(%) | -11.0 | 19.7 | 24.3 | 11.3 | -11.8 |
| 投资活动现金流 | 86 | -168 | -57 | -136 | -167 | 流动比率 | 3.0 | 1.8 | 1.8 | 2.1 | 2.0 |
| 资本支出 | 98 | 69 | 138 | 171 | 397 | 速动比率 | 1.4 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| 长期投资 | 172 | -100 | -10 | -6 | -7 | 营运能力 | | | | | |
| 其他投资现金流 | 355 | -199 | 71 | 29 | 222 | 总资产周转率 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 筹资活动现金流 | -36 | 207 | -19 | 17 | 39 | 应收账款周转率 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.2 |
| 短期借款 | -32 | 191 | 16 | 35 | 24 | 应付账款周转率 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | -16 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 9 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.22 | -2.31 | 0.20 | 1.28 | 2.16 |
| 资本公积增加 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.40 | -0.59 | 0.20 | 1.99 | 3.36 |
| 其他筹资现金流 | -4 | 12 | -44 | -1 | 15 | 每股净资产(最新摊薄) | 8.90 | 6.60 | 6.80 | 8.08 | 10.24 |
| 现金净增加额 | 1 | -33 | -51 | 127 | 286 | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 373.8 | -35.5 | 416.4 | 64.2 | 37.9 |
| | | | | | | P/B | 9.2 | 12.4 | 12.1 | 10.1 | 8.0 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 177.9 | -34.9 | 157.2 | 45.6 | 27.8 |

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的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 | 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 | 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