

崇达技术 (002815.SZ) 公司迎来困境反转, 有望成为内资高端 PCB 新贵

2021 年 12 月 18 日

——公司首次覆盖报告
投资评级: 买入 (首次)
刘翔 (分析师)
林承瑜 (分析师)

liuxiang2@kysec.cn

linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790521090001

日期	2021/12/17
当前股价(元)	15.26
一年最高最低(元)	18.35/11.12
总市值(亿元)	133.62
流通市值(亿元)	65.57
总股本(亿股)	8.76
流通股本(亿股)	4.30
近 3 个月换手率(%)	199.17

● 2021Q3 业绩拐点明确, 公司迎来困境反转, 给予“买入”评级

公司逐步走出中小批量 PCB 的利基市场, 采取大客户战略并积极拓展国内市场。在转型过程中, 公司克服了经营策略由技术驱动转向成本驱动、直销客户储备的两大难题。公司业绩迎来单季度反转, 2021Q3 单季度归母净利润实现 2.1 亿元, YoY+101.6%, 是自 2020Q3 以来首个增速转正的季度。我们预计 2021-2023 年公司营业收入 62.1/75.4/86.3 亿元, 归母净利润为 6.5/8.5/10.4 亿元, 对应 EPS 为 0.74/0.97/1.18 元, PE 为 20.7/15.7/12.9 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

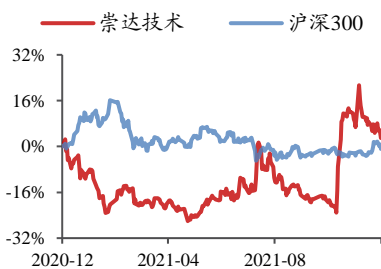
● 技术累积丰厚, 国内高端数通 PCB 领域新贵

公司凭借中小批量高端定制化订单经验, 制程能力逐步对标龙头厂商。从 PCB 最高层数、完成尺寸、厚度指标看, 与头部厂商接近, 前期公司高端产品量产经验不足, 目前公司已取得高端超算、服务器、基站背板订单, 提升制程良率能力。数通领域 PCB 的发展机遇将由通信设备板逐步切换至网络设备板及计算机/服务器用 PCB。根据 Prismark 预测, 2020-2025 年服务器/存储类 PCB 的行业复合增速将达到 8.5% 超过行业平均增速 5.8%, 行业规模将由 2020 年的 58.9 亿美元增长至 88.6 亿美元。随着英特尔 PCIe 4.0 服务器平台的陆续推出, 服务器产品迭代加快, 有望引入新的供应商, 公司或将得到增量市场份额。

● 公司 PCB 产品布局全面, 受益 IC 封装基板国产替代趋势

芯片升级推动 PCB 产品进入高密化阶段, HDI 及封装基板是未来的发展趋势。根据 Prismark 预测, 2020-2025 年 HDI 与封装基板年复合增长率分别为 6.7% 及 9.7%, 超过 PCB 行业产值复合增速 5.8%。过去 IC 载板被日资与台资厂商垄断, 随着下游半导体产业的国产化进程加快, 有望推动上游 IC 载板配套, 公司控股普诺威 55% 股权, 或将受益于 IC 封装基板国产化替代浪潮, 普诺威 2021H1 营业收入 2.5 亿元, 净利润 6797.6 万元, 净利率达到 27.2% 远超 2020 年的 12.9%。

● 风险提示: 原材料提价侵蚀成本、下游需求不及预期、高多层 PCB 良率不及预期。

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)	3,727	4,368	6,207	7,536	8,629
YOY(%)	2.0	17.2	42.1	21.4	14.5
归母净利润(百万元)	526	441	645	850	1,037
YOY(%)	-6.2	-16.2	46.5	31.7	22.0
毛利率(%)	30.6	26.4	26.0	27.0	27.5
净利率(%)	14.1	10.1	10.4	11.3	12.0
ROE(%)	13.5	10.2	13.5	16.0	17.1
EPS(摊薄/元)	0.60	0.50	0.74	0.97	1.18
P/E(倍)	25.4	30.3	20.7	15.7	12.9
P/B(倍)	3.5	3.3	3.0	2.7	2.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021Q3 业绩拐点明确，公司迎来困境反转.....	3
2、 技术追赶头部梯队，有望成为国内高端 PCB 领域新贵.....	6
3、 公司 PCB 产品布局全面，受益 IC 封装基板国产替代趋势.....	7
4、 盈利预测与投资建议.....	8
4.1、 核心假设.....	8
4.2、 投资建议.....	9
5、 风险提示.....	9
附： 财务预测摘要.....	10

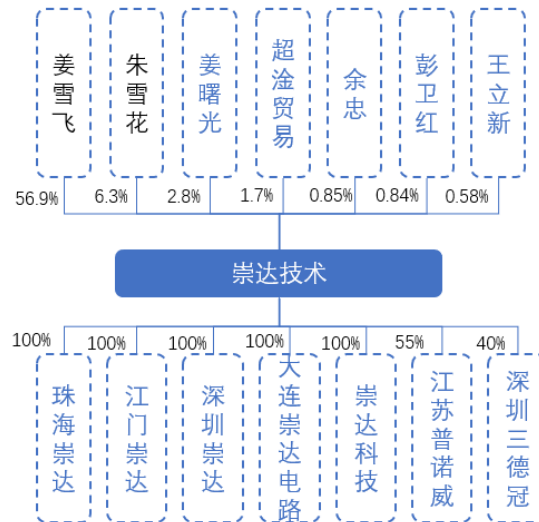
图表目录

图 1： 公司民营企业架构，姜雪飞夫妇为实控人.....	3
图 2： 2020 年通信设备及工控是主要的下游应用.....	3
图 3： 公司从出口业务转向国内业务.....	3
图 4： 公司 2021Q3 营业收入增速大幅提升.....	4
图 5： 公司 2021Q3 归母净利润增速反转.....	4
图 6： 2021Q3 毛利率与净利率企稳.....	4
图 7： 2021Q3 公司管理费用率与研发费用率下行.....	4
图 8： 公司 2021Q3 资本开支高增长.....	5
图 9： 2021Q3 公司自由现金流为-258.9 万元.....	5
图 10： Prismark 预计 2020-2025 年服务器/存储将是成长最快的细分市场.....	7
表 1： 公司原有工厂分布于深圳、江门及大连.....	5
表 2： 公司珠海工厂与大连工厂新建产能陆续投放.....	5
表 3： 崇达技术硬板制造能力追赶国内第一梯队厂商.....	6
表 4： 数通领域 PCB 加工门槛高.....	6
表 5： HDI 及封装基板将是 PCB 成长主力型产品（单位：亿美元）.....	7
表 6： 全球前十大封装基板市占率达到 82%.....	8
表 7： 2021H1 普诺威受益于 IC 封装基板高景气盈利能力大幅提升.....	8
表 8： 公司分业务收入及核心假设（单位：百万元）.....	8
表 9： 崇达技术低于可比公司估值.....	9

1、2021Q3 业绩拐点明确，公司迎来困境反转

公司是民营企业，姜雪飞和朱雪花夫妇为实控人。姜雪飞与朱雪花夫妇分别持有公司 56.9% 及 6.3% 的股权，姜曙光与姜雪飞为兄弟关系，同时担任公司副总经理的职务，持有公司 2.8% 的股权。

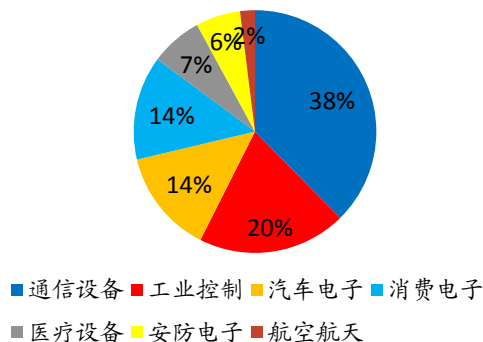
图1：公司民营企业架构，姜雪飞夫妇为实控人



数据来源：Wind、开源证券研究所（截止至 2021/9/30）

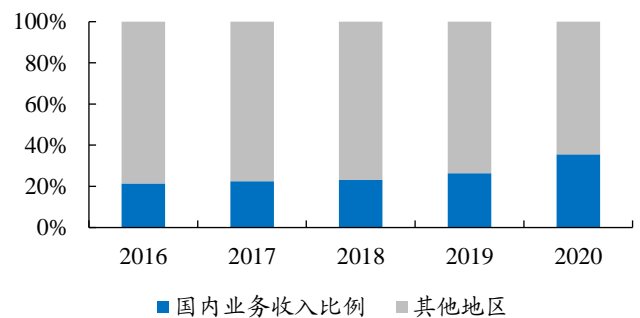
公司逐步走出中小批量 PCB 的利基市场，采取大客户战略并积极拓展国内市场。公司中小批量板面向通信设备及工业控制类下游产品，2020 年占比分别达到 38% 及 20%，通信客户涵盖中兴、烽火通信、康普、高意、Calix、博通等。公司过去客户结构方面以贸易商及 EMS 厂商为主，受到 2018 年贸易摩擦的影响后，公司积极转型，孵化国内大客户，中国大陆的业务占比已由 2018 年的 23.1% 提升至 2020 年的 35.6%，2020 年公司大批量（50 平方米以上）订单提升同比增长 45.12%。

图2：2020 年通信设备及工控是主要的下游应用



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司从出口业务转向国内业务

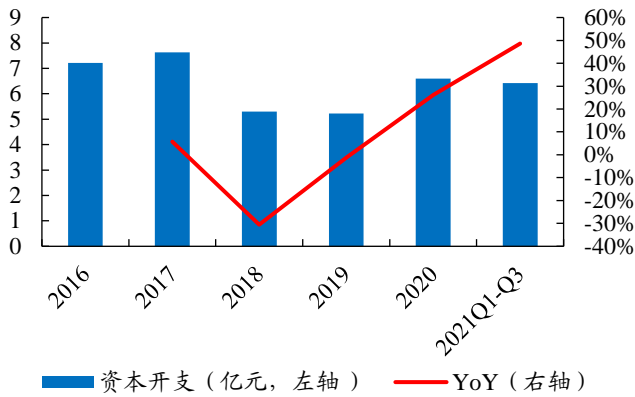


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2021Q3 内部经营改善，业绩明显提速。公司前三季度营业收入实现 44.8 亿元，YoY+36.1%，归母净利润 4.6 亿元，YoY+22.1%，其中 2021Q3 单季度营业收入实现 17.7 亿元，YoY+56.9%，与此同时公司归母净利润增速亦迎来单季度反转，2021Q3 单季度归母净利润实现 2.1 亿元，YoY+101.6%，是自 2020Q3 以来首个增速转正的季度。公司单季度营业收入同比大幅增长，一方面来自珠海工厂的新产能投放，另

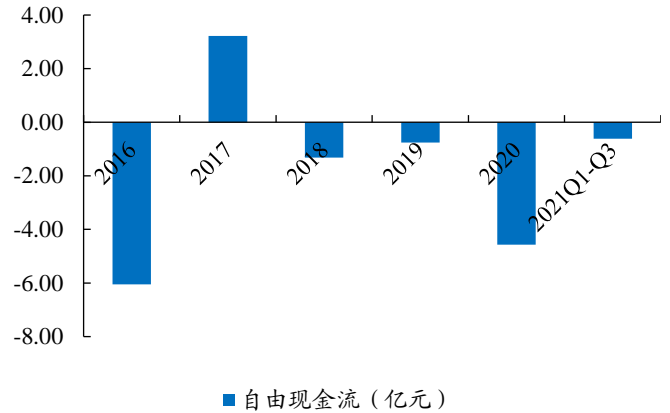
一方面来自 2021H1 覆铜板原材料提价后，公司向下游部分提价以转移覆铜板成本上涨压力。

图4: 公司 2021Q3 营业收入增速大幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

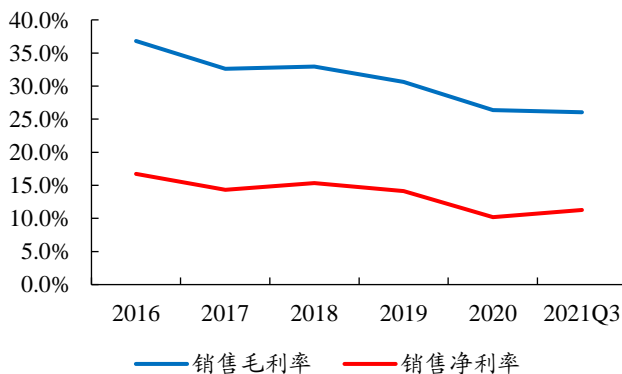
图5: 公司 2021Q3 归母净利润增速反转



数据来源: Wind、开源证券研究所

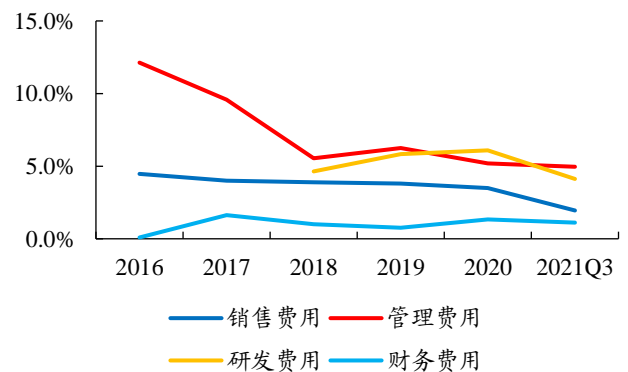
从公司盈利能力来看，已走出从中小批量向中大批量 PCB 转型的阴霾期。在转型过程中，公司面临两大难题：（1）经营策略发生转向，由技术驱动转向成本驱动：中小批量订单讲究服务灵活、技术突出，而大批量产品讲究成本优势，因其订单以消费类为主，加工难度低、供应商繁多，价格竞争相对激烈，导致产品毛利率相对于利基市场降低；（2）公司原有中小批量订单主要通过间接出货的形式，直接客户储备不足。基于以上两大难题，公司采用以下方式实现改进：（1）分段成本对标等方式对 PCB 产品成本优化，报价可与同行媲美；（2）内部销售团队，设立了通讯电子组、工控电子组、汽车电子组、医疗/航空军工/军工组、服务器/光模块组、安防电子组、手机组、贸易组八大行业组，拓展客户群及订单。公司盈利指标企稳，应对手段逐步见效，2021Q3 单季度毛利率实现 27.9%，净利率达到 13.0%，期间费用率方面，公司管理费用率为 4.3%，环比 2021Q2 的 5.4% 下降 1.1 pct，研发费用率单季度环比略有下降，公司逐步摆脱人民币升值带来的汇兑损失，2021Q3 单季度财务费用为 0.7%，同比下降 3.03pct。

图6: 2021Q3 毛利率与净利率企稳



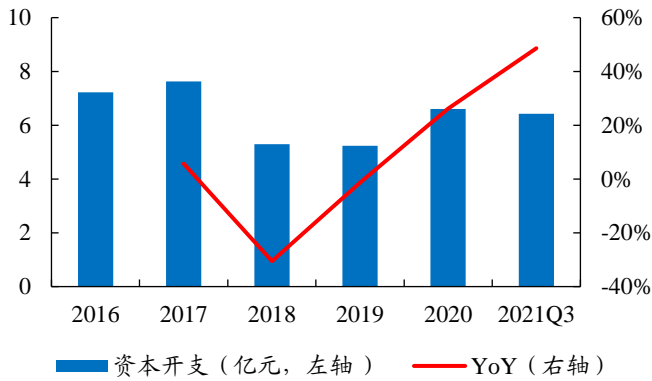
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2021Q3 公司管理费用率与研发费用率下行

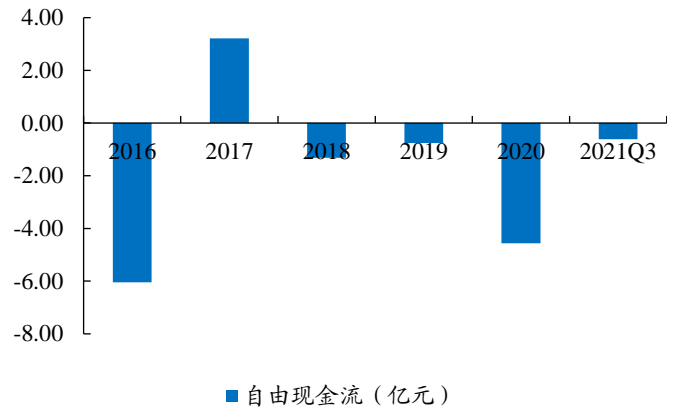


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司持续投建产能以承接大批量客户订单，现金流层面亦有改善。2021Q3 资本开支维持高增长，自由现金流转好。2021Q3 珠海工厂产能投放，带动公司资本开支达到 6.4 亿元，相较于 2020Q3 的 4.3 亿元增长 48.8%，在高资本开支的过程中，把控现金流质量，2021Q3 自由现金流为-258.9 万元。

图8：公司 2021Q3 资本开支高增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021Q3 公司自由现金流为-258.9 万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

从分厂区情况看，公司原有工厂陆续调整完毕。公司原有五大厂区，分别为深圳崇达、江门一厂、江门 HDI、金州崇达、长兴崇达，厂区之间分工明确，其中大连崇达承接低层数产品，深圳崇达承接 PCB 中高端产品，江门 HDI 承接手机、平板等消费类 HDI 产品。江门工厂多次引入业内 PCB 行业专家调整厂房，现已取得成效。

表1：公司原有工厂分布于深圳、江门及大连

	产品结构	应用领域	月度产能 (万平/月)
深圳崇达	8-64 层	通信设备、服务器存储、军工/航空航天、医疗	6
江门一厂	4-16 层	工控	12
江门 HDI	手机 HDI、工业 HDI、软硬结合板	手机、平板、LED、电脑	6
金州崇达 (大连)	4-12 层	工控、汽车	12
长兴崇达 (大连)	单双面板	家电、办公设备	9

资料来源：公司官网、开源证券研究所

在原有厂房调整完成的基础上，新厂投建积极。珠海工厂 2021Q3 开始投放产能，规划年产能 270 万平米，首期已达到 5 万平/月，其余产能预计于 2022 年产能陆续释放；大连工厂二期项目预计 2022 年开始投产，年化产能 180 万平米/年（15 万平/月）。

表2：公司珠海工厂与大连工厂新建产能陆续投放

在建工程项目	预计总投资 (亿元)	产能 (万平/年)	投产进度
珠海崇达电路技术有限公司新建电路板项目 (一期)	13.67	270	2021Q3 投产、2024 年底达产
大连崇达电路有限公司 PCB 建设项目二期 (大连二期)	4.51	180	2024 年底达产
崇达技术总部运营及研发中心 (崇达大厦)	4.18	-	2021 年 12 月 31 日

资料来源：Wind、开源证券研究所

2、技术追赶头部梯队，有望成为国内高端 PCB 领域新贵

公司凭借中小批量高端定制化订单经验，制程能力逐步对标龙头厂商。从 PCB 最高层数、完成尺寸、厚度指标看，崇达技术已跻身国内第一梯队阵营，最高层数达到 64 层、完成尺寸可达 1092 mm×660 mm，与头部厂商接近，前期公司高端产品量产经验不足，目前公司已取得高端超算、服务器、基站背板订单，提升制程良率能力。2020 年来自中兴通讯 5G 相关产品订单大幅增加，当期公司在 5G 应用领域的销售收入同比增长 688.54% 达到 4.5 亿元，占公司收入的比重为 10.3%。

表3: 崇达技术硬板制造能力追赶国内第一梯队厂商

	崇达技术	生益电子	沪电股份	深南电路
最高层数	64	56	56	68
完成尺寸	1092 mm × 660 mm	1200 mm × 600 mm	925 mm × 620 mm	1250 mm × 570 mm
厚度	10 mm	10 mm	10 mm	10 mm

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

数通领域 PCB 的发展机遇将由通信设备板逐步切换至网络设备板及计算机/服务器用 PCB。数通领域的 PCB 产品有通信系统、网络设备、计算机/服务器三大类产品：（1）通信系统分为接入网（即基站）、承载网（传输）和核心网（处理数据和连接因特网部分），5G 系统中对应的主要通信设备是基站设备（天线系统-AAU 和基带单元-CU+DU）、传输设备、核心网设备；（2）网络设备板用于骨干网传输、路由器、高端交换机、以太网交换机和接入网等网络传输产品；（3）计算机/服务器板用于提供计算服务的设备。受益于 5G 无线侧的建设，2019-2020 年基站通信设备板招标带动 PCB 产品附加值提升，后续因运营商建设成本压力，产品层次规格下降导致 PCB 厂商层面引入更多的竞争对手，产品价格区间下移。往后看，通信产品频率及速率提升推动 PCB 向高速大容量发展，核心设备的 PCB 产品层数将进一步提升，头部公司盈利持续改善。目前 25Gbps 总线速率有望达到 56Gbps，核心设备高速 PCB 线卡板有望向 30-40 层发展，而背板层数将达到 60 层以上，通信产品层次升级将推动细分领域竞争格局优化。

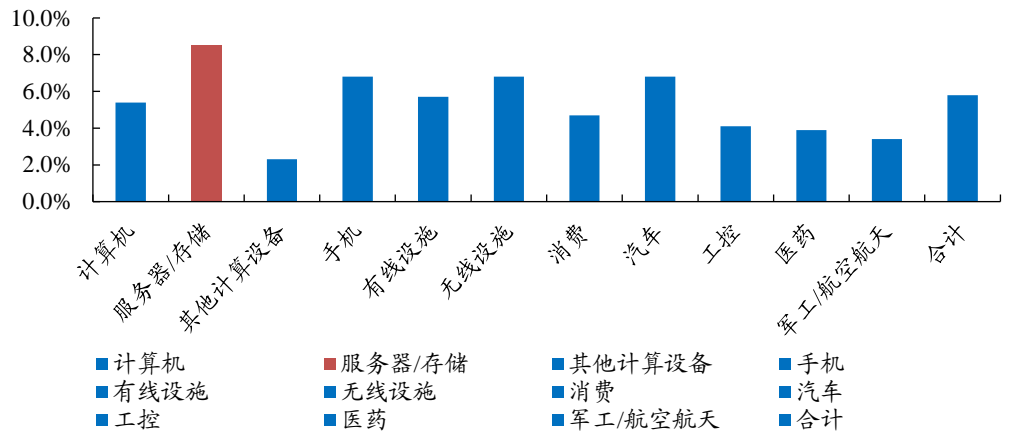
表4: 数通领域 PCB 加工门槛高

	层数	尺寸	材料	应用领域	特殊工艺	
通信设备板	接入网	10-18 层	580-860mm	高速材料	埋铜块、密集孔、多种材料混压、多种背钻工艺	
	承载网	14-56 层	240-1100mm	高速材料	通信基站 双面盲压技术、超高厚径比、内置电容技术、多层 PCB 图形 Z 向对准技术、多种材料混压、多种背钻工艺	
	核心网	12-32 层	240-580mm	高速材料	深微盲孔工艺、N+N 机械盲孔工艺、多阶 HDI 工艺、多种材料混压、多种背钻工艺	
网络设备板	12-32 层	580-1100mm (大尺寸)	高速材料	高端路由器、高端交换机	深微盲孔工艺、N+N 机械盲孔工艺、多阶 HDI 工艺、多种材料混压、多种背钻工艺	
计算机/服务器	常规服务器	8-24 层	200-530mm	高速材料	常规服务器	深微盲孔工艺、N+N 机械盲孔工艺、分级金手指、高厚径比设计、1000 小时的 CAF 测试要求、多种材料混压、多种背钻工艺
	高端服务器	28-46 层	200-531mm	高速材料	高端服务器	多种背钻工艺

资料来源：生益电子公告、开源证券研究所

服务器开始起量，公司有望取得增量市场份额。根据 PrismaMark 预测，2020-2025 年服务器/存储类 PCB 的行业复合增速将达到 8.5% 超过行业平均增速 5.8%，行业规模将由 2020 年的 58.9 亿美元增长至 88.6 亿美元。由于服务器代工厂商逐渐向大陆转移，对上游内资 PCB 厂商的国产化诉求增强，而且存在方案改进、成本下降的空间，随着英特尔 PCIe 4.0 服务器平台的陆续推出，服务器产品迭代加快，有望引入新的供应商。

图10: PrismaMark 预计 2020-2025 年服务器/存储将是成长最快的细分市场



数据来源：PrismaMark、开源证券研究所

3、公司 PCB 产品布局全面，受益 IC 封装基板国产替代趋势

芯片升级推动 PCB 产品进入高密化阶段，HDI 及封装基板是未来的发展趋势。根据咨询机构 PrismaMark 预测，2020-2025 年 PCB 行业产值整体由 2020 年的 652.1 亿美元增长至 2025 年的 863.3 亿美元，CAGR=5.8%，其中 HDI 与封装基板是成长性最佳的两类细分产品，年复合增长率分别为 6.7% 及 9.7%。

表5: HDI 及封装基板将是 PCB 成长主力型产品 (单位: 亿美元)

	2019	2020	2020/2019 增长率	2025F	2025F/2020 年复合增长率
单/双面板	80.9	78.3	-3%	93.4	3.6%
多层板	238.8	247.6	4%	316.8	5.1%
HDI 板	90.1	99.5	11%	137.4	6.7%
挠性板	122	124.8	2%	153.6	4.2%
封装基板	81.4	101.9	25%	161.9	9.7%
合计	613.2	652.1	6.4%	863.3	5.8%

数据来源：PrismaMark、公司公告、开源证券研究所

IC 封装基板国产化替代进程有望加快。IC 封装基板市场基本为日资及台资厂商垄断。IC 载板厂商主要集中在日本、韩国及中国台湾地区，根据 PrismaMark 统计，2018 年全球前十大 IC 载板厂商市占率达到 82%。随着半导体国产化替代进程加快，亦将推动 IC 封装基板作为上游半导体材料的国产化进程。

表6: 全球前十大封装基板市占率达到 82%

厂商	国家/地区	2018 年营业收入	市场占有率
欣兴	中国台湾	12.01	16%
揖斐电	日本	8.99	12%
三星电机	韩国	6.80	9%
信泰	韩国	6.37	8%
伸光制作所	日本	6.2	8%
南亚电路	中国台湾	6.08	8%
景硕科技	中国台湾	5.64	7%
大德	韩国	4.08	5%
伊诺特	韩国	3.02	4%
京瓷	日本	2.72	4%
合计		61.91	82%

数据来源: 公司公告、Prismark、开源证券研究所

公司控股普诺威, 切入 IC 封装基板领域或将受益于国产化替代浪潮。公司于 2019 年 4 月收购普诺威 40% 股权开启封装基板业务, 2020 年 10 月以自有资金继续收购普诺威 15% 股权, 持股比例提升至 55% 并纳入合并范围。普诺威以声学 MEMS 产品为主, 面向消费电子类客户, 包括歌尔股份、瑞声声学、钰泰科技等。2021H1 受益于 IC 封装基板行业高景气, 国内封装基板供应商有限, 普诺威承接高利润订单, 实现盈利能力大幅攀升, 2021H1 营业收入达到 2.5 亿元, 实现净利润 6797.6 万元, 净利率达到 27.2% 远超 2020 年的 12.9%。

表7: 2021H1 普诺威受益于 IC 封装基板高景气盈利能力大幅提升

	2019	2020H1	2020	2021H1
营业收入 (亿元)	2.3	3.7	3.3	2.5
净利润 (万元)	2310.0	2262.7	4195.9	6797.6
净利率	10.0%	6.1%	12.9%	27.2%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

基于以下假设, 我们预测公司 2021-2023 的收入分别为 62.1/75.4/86.3 亿元, 归母净利润为 6.5/8.5/10.4 亿元, EPS 为 0.74/0.97/1.18 元。

假设 1: 2021-2023 年公司 PCB 产量分别为 385/538/632 万平米, 平均单价分别为 1411/1238/1204 元;

假设 2: 2021-2023 年公司综合毛利率为 27.0%/27.5%/28.0%。

表8: 公司分业务收入及核心假设 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3730	4370	6210	7540	8634
PCB 业务收入	3570	4198	5430	6660	7606

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
产量 (万平方米)	285	298	385	538	632
单价	1253	1411	1411	1238	1204
普诺威收入			600	690	828
其他业务收入	160	172	180	190	200

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

4.2、投资建议

崇达技术以中小批量 PCB 起家，已经在中大批量 PCB 领域取得转型，产品线品类布局全面，高多层 PCB 方面可与内资头部梯队厂商技术能力媲美，有望获得数通类市场的增量订单；控股 55% 普诺威股权切入 IC 封装基板领域；持股三德冠，布局 FPC 软板产品，实现高多层硬板、HDI、IC 封装基板及 FPC 软板全品类布局。我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 62.1/75.4/86.3 亿元，YoY+42.1%/21.4%/14.5%，归母净利润为 6.5/8.5/10.4 亿元，YoY+46.5%/31.7%/22.0%，当前股价对应 PE 为 20.7/15.7/12.9 倍，低于可比公司估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：崇达技术低于可比公司估值

证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002916.SZ 深南电路	106.72	16.0%	4.5%	34.8%	19.9%	36.5	35.0	25.9	21.6	2.92	3.05	4.12	4.93
300476.SZ 胜宏科技	29.93	12.1%	60.9%	53.1%	28.1%	44.7	28.0	18.3	14.2	0.67	1.07	1.64	2.11
002913.SZ 奥士康	78.28	30.6%	54.0%	38.0%	20.7%	35.6	23.1	16.8	13.9	2.2	3.39	4.67	5.64
A 股平均		19.6%	39.8%	42.0%	22.9%	38.9	28.7	20.3	16.6				
002815.SZ 崇达技术	15.26	-16.2%	46.5%	31.7%	22.0%	30.5	20.7	15.7	12.9	0.50	0.74	0.97	1.18

数据来源：Wind、开源证券研究所（采用 2021/12/17 收盘价）

5、风险提示

原材料提价侵蚀成本、下游需求不及预期、高多层 PCB 良率不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1956	3576	3969	4297	4843
现金	215	592	341	414	475
应收票据及应收账款	775	1188	1602	1786	2093
其他应收款	46	39	82	65	103
预付账款	7	9	14	14	19
存货	363	590	772	859	996
其他流动资产	549	1158	1158	1158	1158
非流动资产	3422	4108	5126	5700	6012
长期投资	553	469	419	376	337
固定资产	2149	2402	3416	4034	4442
无形资产	280	327	360	399	409
其他非流动资产	441	910	931	891	825
资产总计	5378	7684	9095	9997	10856
流动负债	1306	1977	3035	3583	3939
短期借款	201	172	422	681	640
应付票据及应付账款	904	1571	1965	2270	2546
其他流动负债	201	234	647	632	753
非流动负债	181	1357	1284	1100	838
长期借款	136	1254	1181	997	735
其他非流动负债	45	103	103	103	103
负债合计	1487	3334	4319	4684	4777
少数股东权益	25	153	155	157	162
股本	884	883	883	883	883
资本公积	1227	1217	1217	1217	1217
留存收益	1824	2000	2322	2746	3264
归属母公司股东权益	3866	4197	4621	5155	5917
负债和股东权益	5378	7684	9095	9997	10856

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	787	526	796	1241	1374
净利润	526	445	647	852	1041
折旧摊销	267	296	282	370	438
财务费用	28	58	38	60	53
投资损失	-79	-39	-39	-47	-50
营运资金变动	28	-214	-131	8	-105
其他经营现金流	17	-20	-1	-1	-2
投资活动现金流	-930	-1131	-1259	-895	-698
资本支出	523	660	1068	617	352
长期投资	-428	-496	51	46	40
其他投资现金流	-834	-967	-141	-233	-307
筹资活动现金流	-167	866	-37	-531	-575
短期借款	57	-29	0	0	0
长期借款	-543	1119	-74	-184	-262
普通股增加	53	-1	0	0	0
资本公积增加	811	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-545	-213	36	-348	-313
现金净增加额	-306	225	-501	-186	101

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3727	4368	6207	7536	8629
营业成本	2586	3215	4593	5501	6256
营业税金及附加	24	25	50	59	60
营业费用	141	153	217	256	285
管理费用	234	227	317	377	431
研发费用	218	266	360	430	483
财务费用	28	58	38	60	53
资产减值损失	-5	-8	0	0	0
其他收益	28	53	50	50	50
公允价值变动收益	0	4	1	1	2
投资净收益	79	39	39	47	50
资产处置收益	-5	-10	0	0	0
营业利润	591	494	722	952	1162
营业外收入	0	3	1	1	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	590	497	723	952	1163
所得税	64	51	76	100	122
净利润	526	445	647	852	1041
少数股东损益	-0	5	2	3	4
归母净利润	526	441	645	850	1037
EBITDA	872	868	1049	1380	1656
EPS(元)	0.60	0.50	0.74	0.97	1.18

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	2.0	17.2	42.1	21.4	14.5
营业利润(%)	-11.1	-16.4	46.2	31.7	22.1
归属于母公司净利润(%)	-6.2	-16.2	46.5	31.7	22.0
获利能力					
毛利率(%)	30.6	26.4	26.0	27.0	27.5
净利率(%)	14.1	10.1	10.4	11.3	12.0
ROE(%)	13.5	10.2	13.5	16.0	17.1
ROIC(%)	12.7	9.0	10.4	12.5	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	27.6	43.4	47.5	46.9	44.0
净负债比率(%)	4.3	21.5	34.7	31.8	22.1
流动比率	1.5	1.8	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.4	1.0	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	5.0	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.50	0.74	0.97	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.60	0.91	1.42	1.57
每股净资产(最新摊薄)	4.42	4.63	5.11	5.72	6.59
估值比率					
P/E	25.4	30.3	20.7	15.7	12.9
P/B	3.5	3.3	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	15.3	15.7	13.6	10.4	8.5

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R3（中风险），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C3、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C3、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