

N光庭 (301221.SZ)

汽车软件全域开发商，进入发展新时期

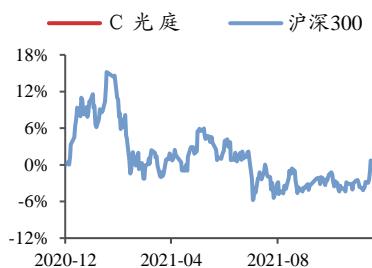
2021年12月25日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2021/12/24
当前股价(元)	94.10
一年最高最低(元)	106.98/87.89
总市值(亿元)	87.16
流通市值(亿元)	20.07
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.21
近3个月换手率(%)	158.46

股价走势图



数据来源：聚源

陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

闫宁（联系人）

yanning@kysec.cn

证书编号：S0790121050038

● 汽车软件全域开发商，首次覆盖给予“买入”评级

公司是汽车电子软件定制化开发商，具备全域全栈开发能力，业务覆盖智能座舱、智能电机、智能驾驶等多个领域。公司最早在日本布局，与日系车建立了长期合作。公司凭借优质客户资源，未来有望充分受益于软件定义汽车时代。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为0.83、1.17、1.66亿元，对应EPS分别为0.90、1.27、1.79元/股，对应当前股价PE分别为104.7、74.2、52.5倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 软件定义汽车时代，软件价值量提升

汽车产业进入智能化时代，用户更注重的是软件功能的丰富性、便利性、交互性，软件成为主机厂提供差异化服务的必争之地。同时在硬件层面，电子电气架构正面临从分布式到域集中式的变革，带来算力利用率和整车协同性的提升，同时推动了软件定义汽车的发展。根据麦肯锡预计，全球汽车整车内容结构中软件驱动的占比将由2016年的10%提升至2030年的30%。智能化、网联化是大势所趋，软件在汽车整车内容结构的占比和价值量将快速提升，公司作为汽车电子软件开发商将充分受益。

● 拥有优质客户资源，发展进入新时期

董事长朱敦尧为公司控股股东和实际控制人（发行后直接持股比例为42%）。朱敦尧在东京大学获得博士学位，随后在日本从事多年汽车电子软件开发工作，为公司早期客户积累奠定基础。公司利用在武汉地区的人才优势和区位优势，与客户共同设立离岸开发中心（ODC），建立长期合作持续赋能客户。公司前五大客户中，电装、佛吉亚歌乐、日本电产、MSE、日产汽车等均来自日本，2020年日本收入占比达39%。日本汽车工业在全球占据重要地位，日本Tier1的客户除日系车厂外，还包括欧洲、美国、中国等主要整车厂，凭借日本客户的资源优势，为公司带来更多业务机会。随着公司成功上市，发展进入新时期。

● 风险提示：业务及客户拓展不及预期；行业竞争格局变化；收入不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	305	334	435	612	862
YOY(%)	25.5	9.8	30.0	40.7	41.0
归母净利润(百万元)	59	73	83	117	166
YOY(%)	-15.9	24.3	14.0	41.0	41.3
毛利率(%)	48.6	49.9	50.3	50.2	50.3
净利率(%)	19.3	21.8	19.2	19.2	19.2
ROE(%)	14.9	16.3	15.7	18.1	20.4
EPS(摊薄/元)	0.63	0.79	0.90	1.27	1.79
P/E(倍)	148.4	119.4	104.7	74.2	52.5
P/B(倍)	22.3	19.7	16.6	13.5	10.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1. 汽车电子软件开发商，具备全域全栈开发能力	3
2. 软件定义汽车时代，软件价值量提升	7
3. 拥有优质客户资源，发展进入新时期	8
4. 盈利预测与投资建议	11
5. 风险提示	11
附：财务预测摘要	12

图表目录

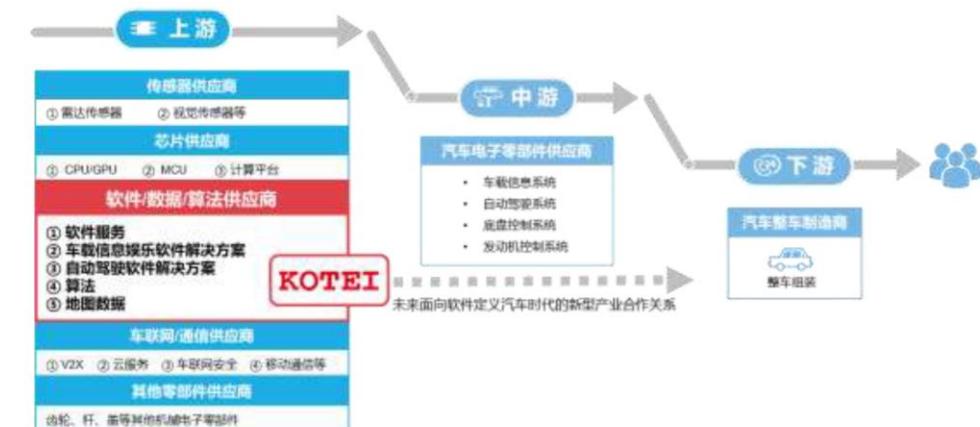
图 1：公司主要从事汽车电子软件定制化开发服务	3
图 2：公司具备全域全栈开发能力	3
图 3：2021Q1-Q3 收入同比增长 36.9%	5
图 4：2021Q1-Q3 归母净利润同比增长 19.6%	5
图 5：2020 年智能座舱收入占比为 38.3%	5
图 6：2020 年定制软件开发收入占比为 48.5%	5
图 7：毛利率稳步提升	6
图 8：费用率逐渐改善	6
图 9：智能座舱平均毛利率为 51.9%	6
图 10：定制软件开发平均毛利率为 54.2%	6
图 11：智能化时代下，软件成为主机厂提供差异化服务的必争之地	7
图 12：电子电气架构的变革推动软件定义汽车	7
图 13：软件在汽车整车内容结构的占比和价值量将逐渐提升	8
图 14：2020 年公司日本收入占比 39.0%	10

表 1：公司产品线覆盖智能座舱、智能电控、智能驾驶等多个领域	4
表 2：朱敦尧为公司控股股东和实际控制人	8
表 3：公司最早在日本布局，与日系车建立了长期合作	9
表 4：2020 年公司前五大客户主要为日本企业	9
表 5：公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平	11

1. 汽车电子软件开发商，具备全域全栈开发能力

公司主要从事汽车电子软件定制化开发服务。公司成立于 2011 年，专注汽车电子软件领域，在智能座舱、智能电控、智能驾驶、智能网联汽车测试、移动地图数据服务等领域形成了行业领先的竞争实力。操作系统层面，公司与黑莓建立了战略合作，是 QNX 操作系统全球战略合作伙伴；芯片层面，公司与日本瑞萨开展了全方位合作，产品覆盖多个领域。

图1：公司主要从事汽车电子软件定制化开发服务



资料来源：公司招股书

公司具备智能网联汽车全域、全栈开发能力。经过近 10 年的发展，公司业务由车载导航系统逐渐拓展至车载信息娱乐系统、液晶仪表显示系统、车载通信系统、ADAS 系统等领域，具备全域、全栈开发能力。

图2：公司具备全域全栈开发能力



资料来源：公司招股书

(1) 智能座舱方面，公司主要提供 UX (用户体验) 设计和 HMI (人机界面) 软件开发服务、仪表平台软件解决方案、软硬分离解决方案等，客户包括日本电产、延锋伟世通等 Tier1 以及日产汽车、蔚来等整车厂。

(2) 智能电控方面，公司主要提供新能源电机控制器解决方案、电子助力转向系统和电子伺服制动系统的开发，公司主要客户为日本电产，公司是其在中国市场的重要战略合作伙伴。

(3) 智能网联汽车测试方面，公司主要提供智能座舱、自动驾驶等领域的测试评价、数据产品及技术平台等服务，是公司新的业务增长点之一。公司客户包括日产汽车、雷诺三星、东风汽车等整车厂以及丰田通商等 Tier1。

(4) 移动地图数据服务平台方面，公司主要提供基于地图的深度定制开发和移动大数据增值服务，产品包括全球导航电子地图编译系统、L2+自动驾驶地图更新服务平台，公司客户主要为日立、华为、日产汽车等客户。

(5) 智能驾驶方面，公司主要提供 ADAS 应用软件的开发，以及 APA（新一代融合泊车方案）等前沿技术的开发。目前收入规模较小，是公司未来布局的方向。

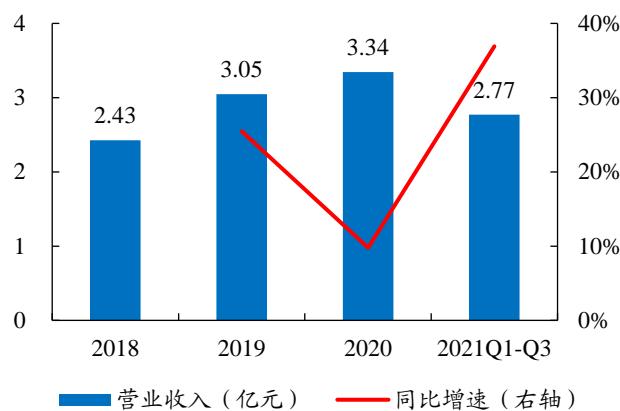
表1：公司产品线覆盖智能座舱、智能电控、智能驾驶等多个领域

应用领域	产品线	主要产品
汽车电子软件和技术服务	智能座舱	(1) UX 设计和 HMI 软件开发服务 (2) 图形化仪表解决方案 (3) 信息娱乐系统软硬分离解决方案 (4) 虚拟化座舱整体解决方案 (5) T-BOX 软件解决方案
		(1) 新能源电机控制器解决方案 (2) 电子助力转向系统应用软件开发 (3) 电子伺服制动系统应用软件开发
		(1) ADAS 应用软件开发 (2) APA 软件解决方案
		(1) 汽车电子软件测试 (2) 产品信赖性评价 (3) 软件研发流程咨询服务 (4) 智能网联汽车实车测试服务 (5) 自动驾驶场景库及模拟仿真测试服务
		(1) 全球导航电子地图编译系统 (2) L2+自动驾驶地图更新服务平台
地理信息系统（GIS）行业应用		(1) 自然资源综合监管解决方案 (2) 空间地理数据采集和处理服务

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

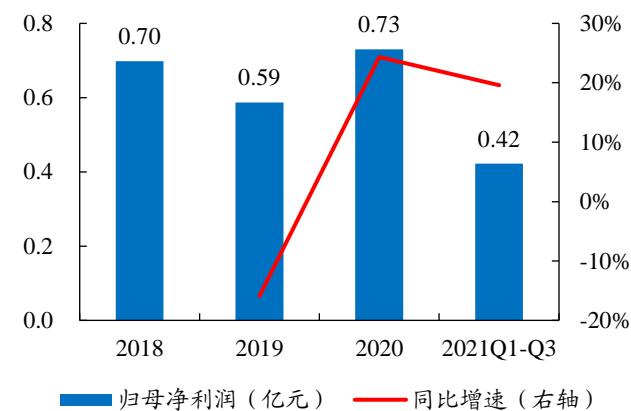
2021 年前三季度公司业绩快速增长。2021 年 Q1-Q3，公司实现收入 2.77 亿元，同比增长 36.9%，实现归母净利润 0.42 亿元，同比增长 19.6%，实现快速增长。

图3：2021Q1-Q3 收入同比增长 36.9%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

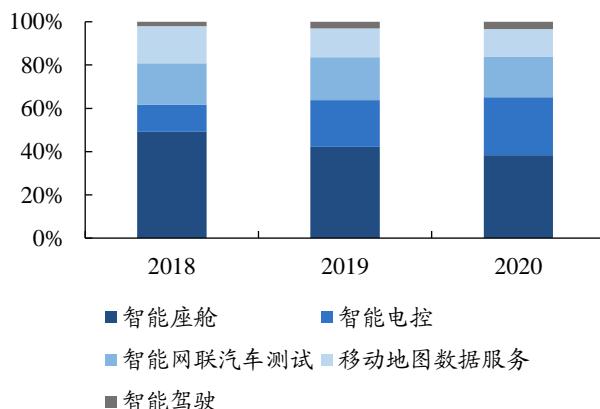
图4：2021Q1-Q3 归母净利润同比增长 19.6%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

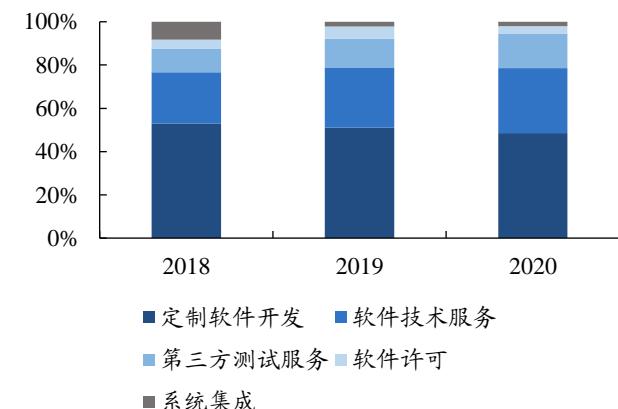
按应用领域划分，2020 年，智能座舱、智能电控、智能网联汽车测试、移动地图数据服务收入分别为 1.13、0.79、0.55、0.38 亿元，在“汽车电子软件和技术服务”占比分别为 38.3%、26.8%、18.6%、12.9%。按业务类型划分，2020 年，定制软件开发、软件技术服务、第三方测试服务、软件许可收入分别为 1.62、1.00、0.53、0.11 亿元，在主营收入占比分别为 48.5%、30.1%、16.0%、3.4%。

图5：2020 年智能座舱收入占比为 38.3%



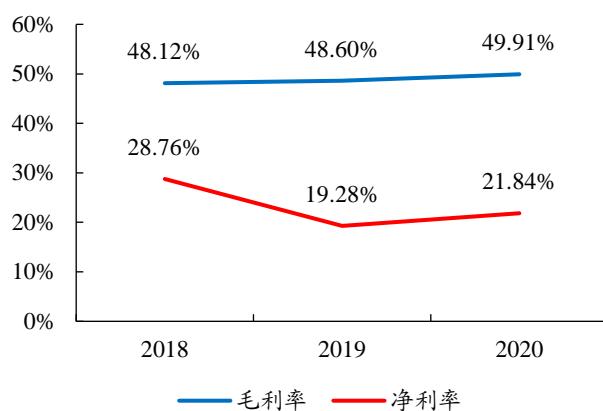
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图6：2020 年定制软件开发收入占比为 48.5%

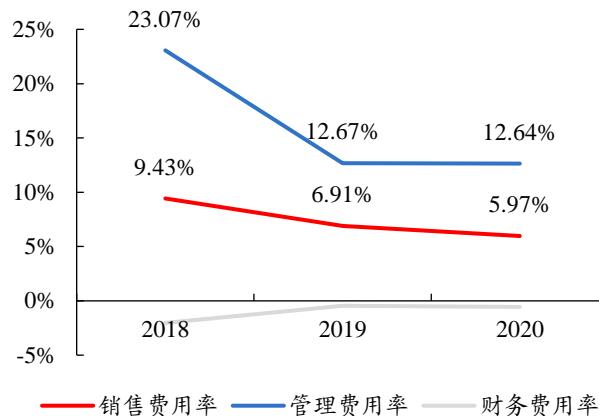


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

毛利率稳步提升，费用率逐渐改善。2018-2020 年，公司毛利率分别为 48.12%、48.60%、49.91%，稳步提升；净利率分别为 28.76%、19.28%、21.84%，有所波动。2020 年，公司管理、销售、财务费用率分别为 12.64%、5.97%、-0.56%，费用率整体较 2019 年下降 1.07 个百分点，逐渐改善。

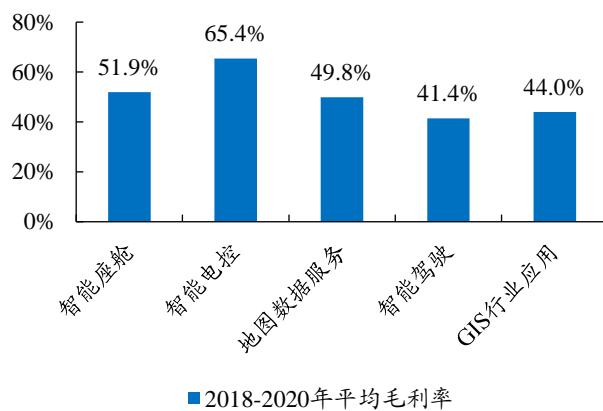
图7: 毛利率稳步提升


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

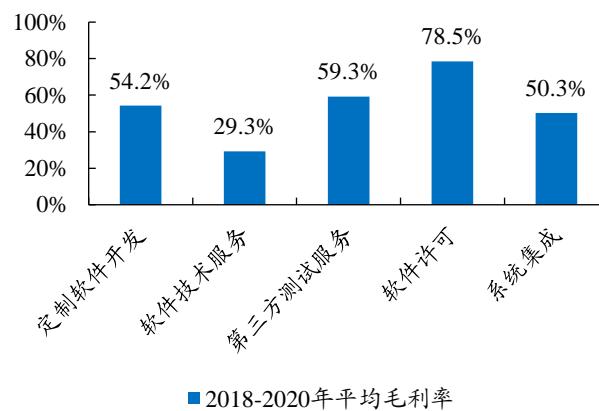
图8: 费用率逐渐改善


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

按应用领域来看，收入占比相对较高的智能座舱、智能电控、地图数据服务，2018-2020年平均毛利率为51.9%、65.4%、49.8%。按业务类型来看，收入占比相对较高的定制软件开发、软件技术服务、第三方测试服务，2018-2020年平均毛利率为54.2%、29.3%、59.3%。

图9: 智能座舱平均毛利率为 51.9%


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

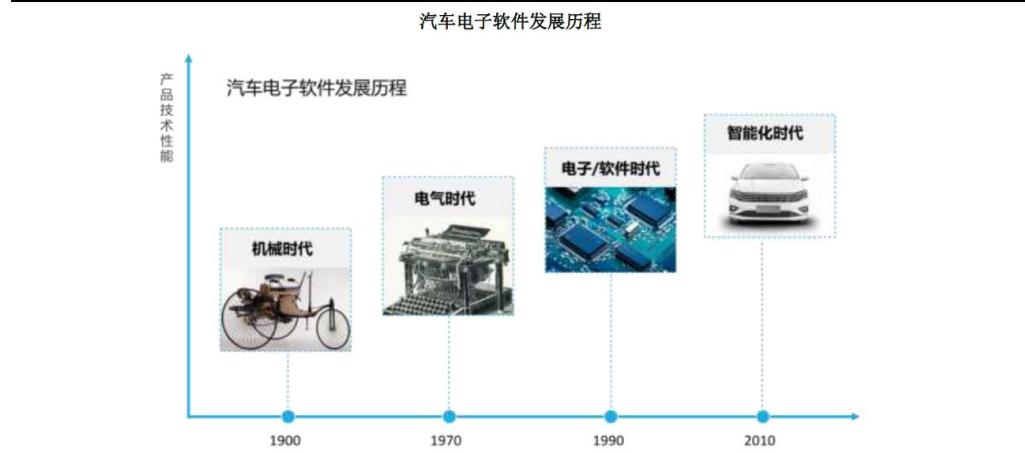
图10: 定制软件开发平均毛利率为 54.2%


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2. 软件定义汽车时代，软件价值量提升

汽车智能化时代下，软件成为提供差异化服务的必争之地。汽车电子软件产业自1970年代发展至今有五十年的历史，先后经历“电气时代”、“电子/软件时代”以及目前的“智能化时代”，软件重要性持续提升。尤其在智能化时代，用户更注重的是软件功能的丰富性、便利性、交互性，软件成为主机厂提供差异化服务的必争之地。

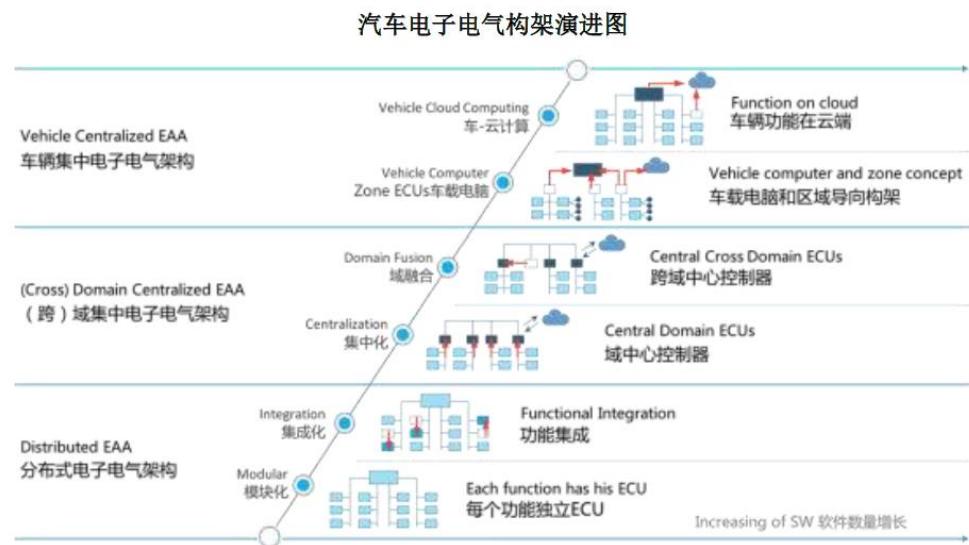
图11：智能化时代下，软件成为主机厂提供差异化服务的必争之地



资料来源：公司招股书

电子电气架构的变革推动软件定义汽车。硬件层面，汽车的电子电气架构正从分布式向域集中式变革，从基础硬件的角度推动了汽车智能化发展。主要体现在两个方面：(1) 算力利用率提升：分布式架构下，各类ECU仅在其运营期间进行运算工作，其余时间闲置，算力利用率低；而在域集中式架构下，将同一功能域下的ECU集成，芯片数量大幅减少，算力利用率提升。(2) 整车协同提升：分布式架构下，一个功能对应一个硬件，不同功能之间交互困难；在域集中式架构下，一个域控制器可以控制多个功能，同域功能可以实现协同交互。

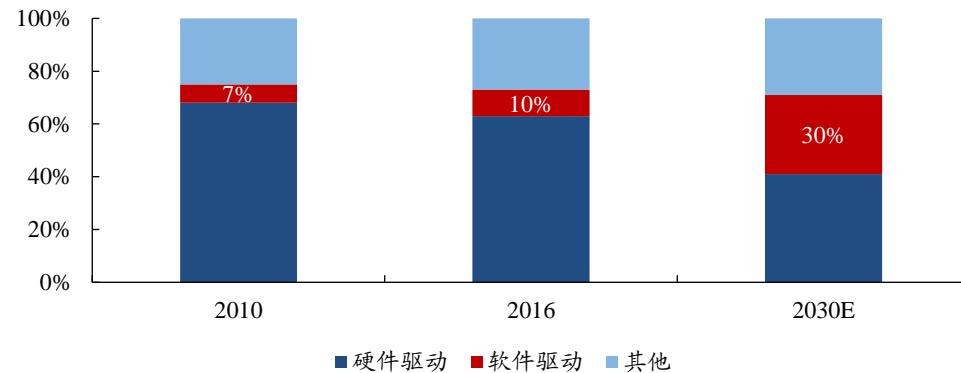
图12：电子电气架构的变革推动软件定义汽车



资料来源：公司招股书

软件价值量占比将大幅提升。智能化、网联化是大势所趋，软件在汽车整车内容结构的占比和价值量将逐渐提升。根据麦肯锡预计，全球汽车整车内容结构中软件驱动的占比将在 2030 年达 30%。

图13：软件在汽车整车内容结构的占比和价值量将逐渐提升



数据来源：麦肯锡、开源证券研究所

3、拥有优质客户资源，发展进入新时期

朱敦尧为公司控股股东和实际控制人。本次发行后，公司董事长朱敦尧直接持有公司 42.0% 的股权；同时，朱敦尧为励元齐心、鼎立恒丰的执行事务合伙人，励元齐心、鼎立恒丰分别持有公司 6.5%、3.5% 的股权。因此，朱敦尧合计控制公司 52% 的表决权，为公司控股股东和实际控制人。

表2：朱敦尧为公司控股股东和实际控制人

股东名称	持股比例
朱敦尧	42.01%
上汽创投	7.16%
励元齐心	6.50%
坚木坚贯	4.88%
鼎立恒丰	3.49%
吉林汽车创投	3.28%
广州中海达	2.54%
李霖	2.50%
王军德	0.50%
罗跃军	0.42%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

公司董事长在日本的工作经历为早期客户积累奠定基础。公司董事长朱敦尧在东京大学获得博士学位，在东京大学担任博士后期间主要从事应用地理信息应用研究等工作，之后在日本 Xanavi 公司担任导航事业部部长；在日本担任微软 ITS 部经理，参与微软车载操作系统 WinCE 开发工作；在日本适普公司（武汉适普软件在日本全资子公司，开发摄影测量自动化软件）担任总经理，负责公司整体经营与管理。

公司最早在日本布局，与日系车建立了长期合作。基于在日本的业务积累，公司成立之初就在日本市场布局，先后在东京和名古屋设立了全资子公司，与日立在车载导航数据编译系统开发进行了合作，和佛吉亚歌乐在车载导航系统的软件开发

进行了合作。公司与日系汽车 Tier1 和整车厂建立了长期合作，为后续客户拓展奠定基础，并逐渐将业务拓展至智能座舱、智能电控等众多领域。

表3：公司最早在日本布局，与日系车建立了长期合作

客户名称	首次合作年份	首次合作内容
日立	2011	车载导航数据编译系统的开发
日产汽车	2011	车载导航数据格式编译
佛吉亚歌乐	2011	车载导航系统开发
日本电产	2013	高级辅助驾驶系统测试
电装	2013	车载仪表系统的研发
延锋伟世通	2014	中控娱乐系统的研发
丰田通商	2015	车载导航系统测试
马瑞利	2016	车联网 T-BOX 相关软件的开发
上汽集团	2016	车联网 T-BOX 相关软件的开发
蔚来汽车	2017	车机功能测试
长安汽车	2018	仪表及车载终端系统软件开发
雷诺三星	2019	ADAS 相关功能测试
MSE	2019	车载仪表系统的开发
李尔	2020	车联网 T-BOX 相关软件的开发
安波福	2020	自动驾驶功能及性能测试
麦格纳	2021	自动驾驶功能及性能测试

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司拥有优质客户资源。日本汽车工业体系发达，日系汽车在全球汽车市场占据重要地位。日本 Tier1 除日系车厂客户外，还服务欧洲、美国、中国等主要整车厂。日本客户的资源优势，为公司带来更多业务机会；公司则利用在武汉地区的人才优势和区位优势，与客户共同设立离岸开发中心（ODC），持续赋能核心客户。

表4：2020 年公司前五大客户主要为日本企业

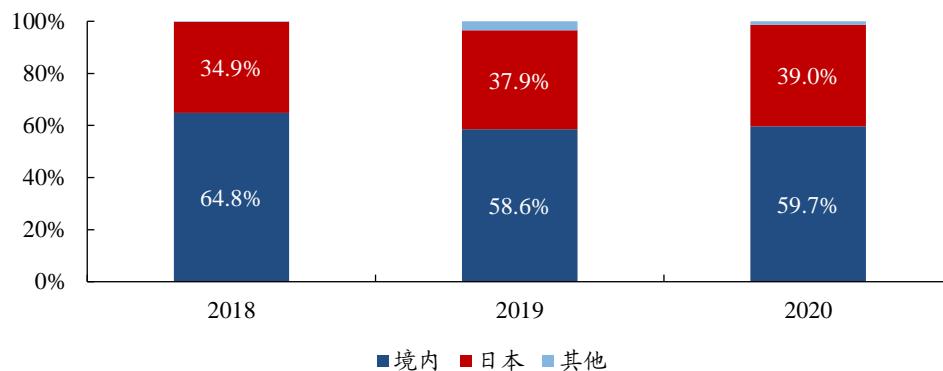
公司客户	最终客户	业务类型	销售收入（万元）	收入占比
日本电产 (日本)	广汽埃安新能源汽车有限公司			
	吉利汽车控股有限公司	软件开发		
	广汽丰田汽车有限公司	技术服务	7971	23.84%
	合创汽车科技有限公司	第三方测试		
	北京汽车集团有限公司			
MSE (日本)	上海汽车集团股份有限公司			
	株式会社 SUBARU			
	本田技研工业株式会社			
	大发工业株式会社	软件开发	3545	10.60%
	日野自动车株式会社			
延锋伟世通	铃木株式会社			
	上海汽车集团股份有限公司			
	长城汽车股份有限公司			
	北京现代汽车有限公司	软件开发	2793	8.35%
	长安福特汽车有限公司	技术服务		
	中国第一汽车集团有限公司			

公司客户	最终客户	业务类型	销售收入 (万元)	收入占比
	重庆长安汽车股份有限公司			
佛吉亚歌乐 (日本)	日产汽车株式会社	软件开发		
	铃木株式会社	软件许可	1765	5.28%
	本田技研工业株式会社	技术服务		
电装 (日本)	株式会社 SUBARU	软件开发		
	本田技研工业株式会社	技术服务	1640	4.91%
	铃木株式会社			

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

从区域分布来看，2018-2020年，公司境内收入占比分别为64.8%、58.6%、59.7%。
境外收入主要来自日本，2018-2020年，日本收入占比分别为34.9%、37.9%、39.0%。

图14：2020年公司日本收入占比39.0%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

(1) 汽车进入软件定义时代，公司持续受益。汽车智能化时代下，软件成为提供差异化服务的必争之地，软件在汽车的内容占比和价值量快速提升。公司具备智能座舱、智能电控、智能驾驶、智能网联汽车测试等全域全栈开发能力，有望持续受益。

(2) 公司拥有优质客户资源，发展进入新时代。通过多年积累，与日本电产、延锋伟世通、佛吉亚歌乐、电装、马瑞利等国际知名的汽车零部件供应商和日产汽车、上汽集团、长安汽车等汽车整车制造商建立了长期稳定的合作关系。随着合作的深入和合作领域的拓展，未来收入有望持续提升。

按业务类型划分，公司收入分为定制软件开发、软件技术许可、第三方测试服务、软件许可以及系统集成。我们预计 2021-2023 年定制软件发开收入增速为 30%、40%、42%，软件技术服务收入增速为 30%、48%、45%，第三方测试服务收入增速为 35%、35%、35%。

公司是汽车电子软件定制化开发商，具备全域全栈开发能力，业务覆盖智能座舱、智能电机、智能驾驶等多个领域。公司最早在日本布局，与日系车建立了长期合作。公司凭借优质客户资源，未来有望充分受益于软件定义汽车时代。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.83、1.17、1.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.90、1.27、1.79 元/股，对应当前股价 PE 分别为 104.7、74.2、52.5 倍。

我们选取中科创达、四维图新、东软集团作为可比公司。中科创达是领先的智能操作系统提供商，汽车领域业务包括操作系统开发、核心技术授权、汽车娱乐系统、智能仪表盘、集成驾驶舱等整体解决方案。四维图新是中国导航地图产业的开拓者，汽车领域业务包括导航地图、高精度定位、乘用车和商用车定制化车联网解决方案等。东软集团是国内领先的综合软件企业，汽车领域业务包括智能座舱及网联业务、高级驾驶辅助系统（ADAS）、新能源汽车电池包及充电服务、车载导航地图等。公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值（亿元） 2021/12/24	归母净利润（亿元）			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300496.SZ	中科创达	650.3	6.10	8.17	10.92	106.6	79.6	59.6
002405.SZ	四维图新	342.2	0.49	2.85	5.02	692.4	119.9	68.1
600718.SH	东软集团	162.4	2.64	3.97	5.37	61.6	40.9	30.2
行业平均		385.0	3.08	5.00	7.10	125.1	77.0	54.2
301221.SZ	光庭信息	87.2	0.83	1.17	1.66	104.7	74.2	52.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（中科创达盈利预测来自开源证券研究所，四维图新、东软集团盈利预测来自 Wind 一致预期）

5、风险提示

业务及客户拓展不及预期；行业竞争格局变化；收入不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	304	351	456	588	763	营业收入	305	334	435	612	862
现金	70	226	250	387	437	营业成本	157	167	216	304	428
应收票据及应收账款	102	93	156	150	233	营业税金及附加	1	1	1	1	2
其他应收款	2	4	11	4	20	营业费用	21	20	26	37	52
预付账款	2	2	3	4	6	管理费用	39	42	55	77	110
存货	20	18	31	37	56	研发费用	32	37	52	70	95
其他流动资产	107	8	6	6	10	财务费用	-1	-2	-0	-0	-0
非流动资产	163	189	197	208	223	资产减值损失	-1	-1	-1	-2	-3
长期投资	130	133	133	134	135	其他收益	5	8	7	7	7
固定资产	8	10	15	21	28	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	22	22	24	23	23	投资净收益	1	4	2	3	3
其他非流动资产	3	24	25	29	37	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	467	539	653	796	986	营业利润	66	81	93	130	184
流动负债	63	81	88	113	136	营业外收入	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	1	1	1	1
应付票据及应付账款	14	40	27	63	58	利润总额	66	80	93	130	184
其他流动负债	48	42	62	50	78	所得税	7	7	9	12	17
非流动负债	7	7	7	7	7	净利润	59	73	84	118	167
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	1	1	1
其他非流动负债	7	7	7	7	7	归母净利润	59	73	83	117	166
负债合计	69	89	96	120	143	EBITDA	70	80	92	130	185
少数股东权益	7	8	8	9	10	EPS(元)	0.63	0.79	0.90	1.27	1.79
股本	69	69	93	93	93						
资本公积	126	126	126	126	126	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	195	247	306	389	506	成长能力					
归属母公司股东权益	391	443	550	667	833	营业收入(%)	25.5	9.8	30.0	40.7	41.0
负债和股东权益	467	539	653	796	986	营业利润(%)	227.8	23.2	14.2	40.7	41.3
						归属于母公司净利润(%)	-15.9	24.3	14.0	41.0	41.3
						获利能力					
						毛利率(%)	48.6	49.9	50.3	50.2	50.3
						净利率(%)	19.3	21.8	19.2	19.2	19.2
						ROE(%)	14.9	16.3	15.7	18.1	20.4
						偿债能力					
						ROIC(%)	14.5	15.1	14.6	16.9	19.2
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率(%)	14.8	16.4	14.6	15.1	14.5
经营活动现金流	123	82	13	154	75	净负债比率(%)	-16.9	-49.4	-46.1	-58.8	-52.9
净利润	59	73	84	118	167	流动比率	4.9	4.3	5.2	5.2	5.6
折旧摊销	6	7	7	9	13	速动比率	4.5	4.0	4.7	4.8	5.1
财务费用	-1	-2	-0	-0	-0	营运能力					
投资损失	-1	-4	-2	-3	-3	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	1.0
营运资金变动	60	6	-74	30	-102	应收账款周转率	2.8	3.4	3.5	4.0	4.5
其他经营现金流	-1	3	-1	-0	-0	应付账款周转率	13.1	6.2	6.5	6.8	7.1
投资活动现金流	-159	95	-13	-17	-25	每股指标(元)					
资本支出	20	15	8	10	14	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.79	0.90	1.27	1.79
长期投资	-140	106	-1	-1	-1	每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	0.89	0.15	1.67	0.80
其他投资现金流	-279	216	-5	-9	-12	每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.78	5.68	6.95	8.74
筹资活动现金流	-14	-22	23	0	0	估值比率					
短期借款	0	0	0	0	0	P/E	148.4	119.4	104.7	74.2	52.5
长期借款	0	0	0	0	0	P/B	22.3	19.7	16.6	13.5	10.8
普通股增加	0	0	23	0	0	EV/EBITDA	121.6	105.9	92.0	64.1	44.8
资本公积增加	0	1	0	0	0						
其他筹资现金流	-14	-23	0	0	0						
现金净增加额	-48	155	24	137	50						

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，开源证券不对其实内容负责。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