



Research and  
Development Center

# 汽车电子&手机新品打开成长空间

——新能源&智能汽车掘金系列（3）

2022年01月13日

蒋颖 通信行业首席分析师

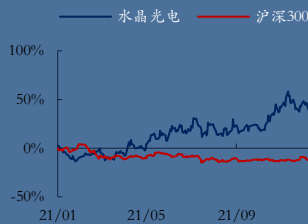
S1500521010002

+86 15510689144

jiangying@cindasc.com

**证券研究报告**
**手机端&汽车电子新品打开成长空间**
**公司研究**

2022年01月13日

**公司点评报告**
**水晶光电 (002273)**
**投资评级**           **增持**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	15.26
52周内股价波动区间(元)	10.07-18.96
最近一月涨跌幅(%)	-11.12
总股本(亿股)	13.91
流通A股比例(%)	84.88
总市值(亿元)	212.21

资料来源：信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师  
 执业编号：S1500521010002  
 联系电话：+86 15510689144  
 邮箱：jiangying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

◆**积极拓展能力边界，汽车电子产品打开公司增长新空间。**除手机相关产品外，公司积极拓展能力边界，布局汽车电子、智能家居和安防等领域，其中公司在汽车电子领域积极研发激光雷达保护罩、像素大灯和AR-HUD等产品，2022年下游客户数量有望快速提升，公司汽车电子产品业绩有望放量增长，为公司打造全新的业绩增长点。

◆**手机端新产品量产，单机价值量有望提升。**公司的吸收反射复合型滤光片、棱镜模块和3D摄像头等新产品的渗透率尚处初期，未来伴随着公司新品量产和良率进一步爬坡，有望增厚公司利润。另一方面公司与大客户深度绑定，相关产品在大客户中的份额占比不断提升，同时公司的单机价值量也伴随着产品结构调整和渗透率提升而不断增长，量价齐升的逻辑下公司业绩有望得到正向催化，未来发展潜力较大。

◆**5G趋势下光学应用场景广阔，消费电子产品提振光学产品需求。**当前我国5G基建已经比较完善，相关技术逐步成熟，下游新应用场景不断出现，一方面智能手机多摄成为趋势，3Dsensing、潜望式摄像头等产品需求不断放量增长，另一方面VR/智能家居等新场景对光学镜头的需求逐步出现，消费类电子产品对光学技术新应用的需求快速发展，为公司业务结构的升级带来良好的机遇，有助于公司产品的量价提升。

◆**“5+3”战略布局夯实公司基础，内部管理成绩显现。**公司构建光学元器件、薄膜光学面板、生物识别、新型显示（AR+）、反光材料五大业务板块，打造大中华区、欧美区和泛亚太区三大市场板块，已初步形成了“5+3”的战略新格局，同时公司的管理不断提升，基础技术研发和能力储备、新产品开发、战略新项目落地等方向有了长足进步，为公司长期发展奠定良好基础。

◆**盈利预测与投资评级：**公司坚持“5+3”战略布局，一方面手机端新品量产，在大客户中渗透率不断提升，另一方面积极拓展新领域，汽车电子业务有望打造公司业绩新增长点。预计公司2021-2023年净利润分别为5.03亿元、6.07亿元、7.35亿元，对应PE为41.96倍、34.77倍、28.69倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

◆**风险因素：**宏观经济下行风险、技术成果产业化不及预期、汇率风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3,000	3,223	4,158	4,984	6,064
增长率 YoY %	28.98%	7.45%	28.99%	19.86%	21.67%
归属母公司净利润(百万元)	491	443	503	607	735
增长率 YoY%	4.85%	-9.72%	13.40%	20.65%	21.19%
毛利率%	27.81%	27.30%	25.25%	25.36%	25.35%
净资产收益率 ROE%	10.68%	7.88%	8.54%	9.57%	10.66%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.36	0.41	0.50	0.60
市盈率 P/E(倍)	42.95	41.66	41.96	34.77	28.69
市净率 P/B(倍)	4.59	3.28	3.58	3.33	3.06

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2022年01月13日收盘价

## 目录

核心观点 .....	4
一、滤光片龙头，布局光学行业多个细分板块 .....	5
二、公司业绩稳健，未来成长可期 .....	8
三、多业务协同发力，光学和车载新品打开成长空间 .....	10
四、盈利预测、估值与投资评级 .....	11
五、风险因素 .....	13

## 表目录

表 1: 公司主要产品服务 .....	6
表 2: 水晶光电业绩预测 .....	11
表 3: 估值对比表 .....	12

## 图目录

图 1: 水晶光电历史沿革 .....	5
图 2: 公司股权结构 .....	6
图 3: 红外截止滤光片 .....	7
图 4: OLPF（光学低通滤波器）及组合片 .....	7
图 5: 公司营收及归母净利润稳步增长 .....	8
图 6: 公司以光学元器件产品为核心 .....	8
图 7: 公司毛利率水平保持稳定 .....	9
图 8: 公司费用率保持平稳 .....	9
图 9: 公司持续投入研发 .....	9

## 核心观点

**积极拓展能力边界，汽车电子产品打开公司业绩增长空间。**除手机相关产品外，公司积极拓展能力边界，布局汽车电子、智能家居和安防等领域，其中公司在汽车电子领域积极研发激光雷达保护罩、像素大灯和 AR-HUD 等产品，2022 年下游客户数量有望快速提升，公司汽车电子产品业绩有望放量增长，为公司打造全新的业绩增长点。

**手机端新产品量产，单机价值量有望提升。**公司的吸收反射复合型滤光片、棱镜模块和 3D 摄像头等新产品的渗透率尚处初期，未来伴随着公司新品量产和良率进一步爬坡，有望增厚公司利润。另一方面公司与大客户深度绑定，相关产品在大客户中的份额占比不断提升，同时公司的单机价值量也伴随着产品结构调整和渗透率提升而不断增长，量价齐升的逻辑下公司业绩有望得到正向催化，未来发展潜力较大。

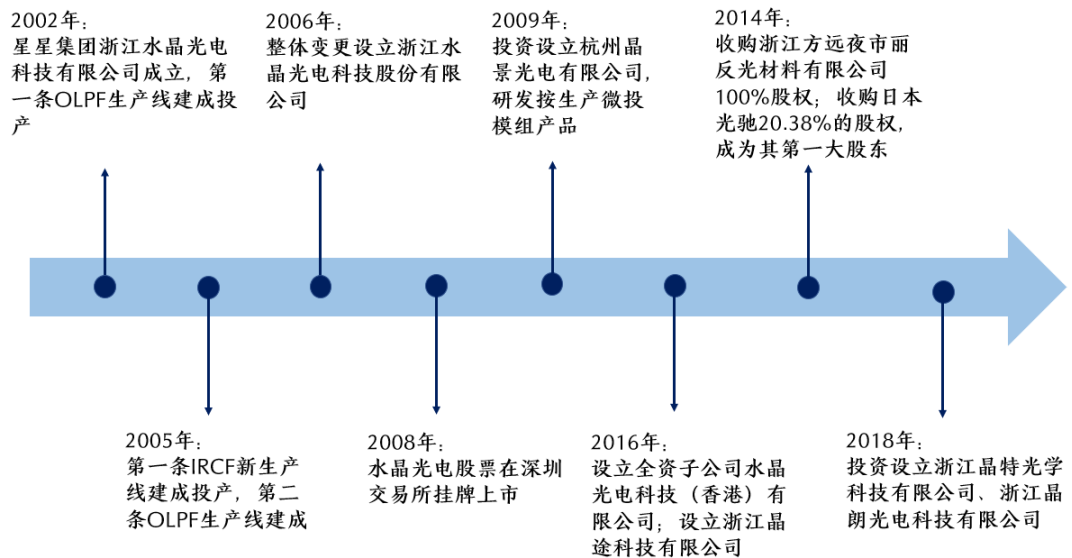
**5G 趋势下光学应用场景广阔，消费电子产品提振光学产品需求。**当前我国 5G 基建已经比较完善，相关技术逐步成熟，下游新应用场景不断出现，一方面智能手机多摄成为趋势，3D sensing、潜望式摄像头等产品需求不断放量增长，另一方面 VR/智能家居等新场景对光学镜头的需求逐步出现，消费类电子产品对光学技术新应用的需求快速发展，为公司业务结构的升级带来良好的机遇，有助于公司产品的量价提升。

**“5+3”战略布局夯实公司基础，内部管理成绩显现。**公司构建光学元器件、薄膜光学面板、生物识别、新型显示 (AR+)、反光材料五大业务板块，打造大中华区、欧美区和泛亚太区三大市场板块，已初步形成了“5+3”的战略新格局，同时公司的管理不断提升，基础技术研发和能力储备、新产品开发、战略新项目落地等方向有了长足进步，为公司长期发展奠定良好基础。

## 一、滤光片龙头，布局光学行业多个细分板块

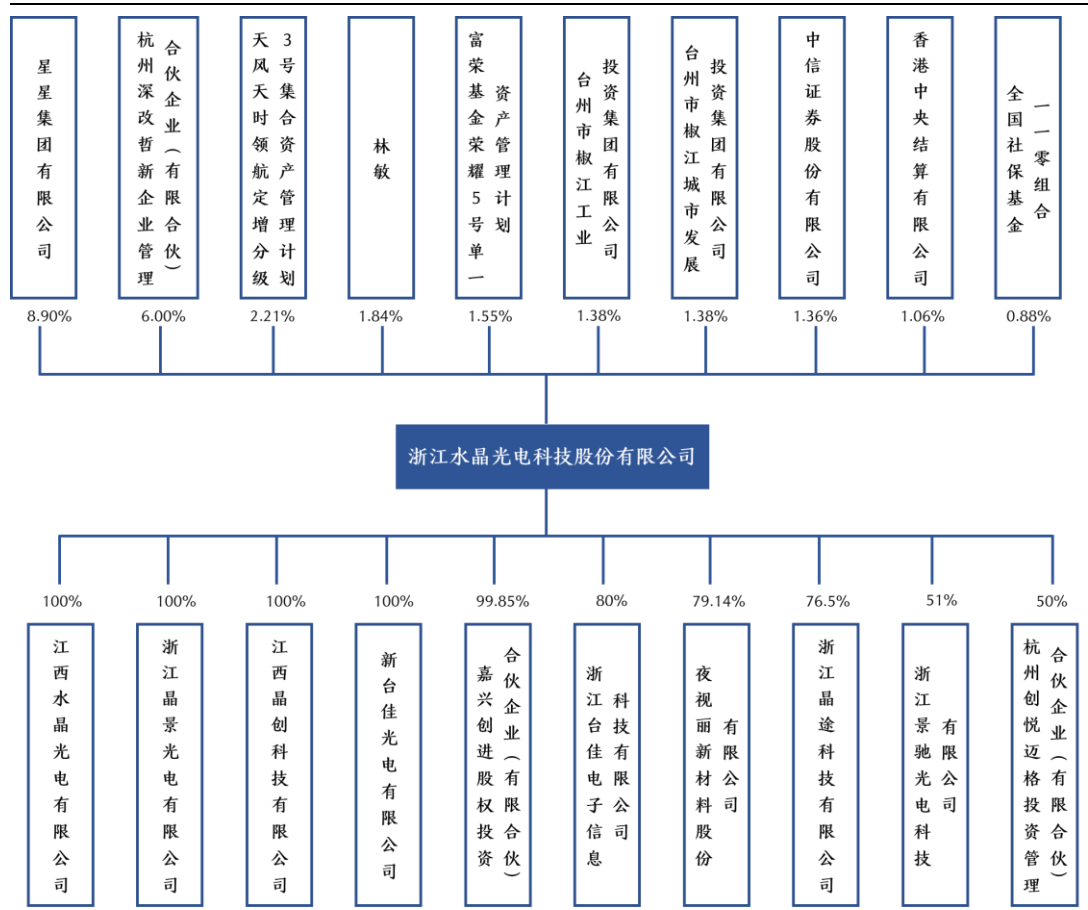
水晶光电是国内领先、全球知名的大型光学光电子行业研发与制造型企业，公司布局六大产业板块，包括光学成像元器件、生物识别、薄膜光学面板、新型显示、反光材料、蓝宝石业务，形成产业集群，核心产品设备达国内外先进水平。公司前身星星集团浙江水晶光电科技有限公司，由星星集团有限公司与浙江水晶电子集团股份有限公司共同出资设立，2006年11月30日整体变更为浙江水晶光电科技股份有限公司，并于2008年9月19日于深圳证券交易所挂牌上市。公司聚焦光学赛道，积极布局智能手机、智能安防、智能家居、智能汽车等场景，经过十几年的发展，形成了以光学冷加工、精密光学薄膜及半导体蚀刻为核心的三大技术，先后成功开发了一系列产品，均达到了国内国际领先水平。

图 1：水晶光电历史沿革



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**公司股权结构丰富，高管持股提升公司管理层积极性。**据公司2021年三季报显示，公司最大持股股东为星星集团有限公司，持有公司8.90%股份，第二大股东深改哲新企业管理合伙企业与星星集团为一致行动人，持公司6.00%股份。其中，公司实际控制人叶仙玉先生通过星星集团有限公司间接持有公司7.57%的股份，公司前十的股东中合计占比26.50%，整体股权结构较为丰富。叶仙玉先生作为公司实控人不参与公司的经营管理，而是将决策权转交给林敏为首的管理团队，从而避免了民营企业普遍存在的决策风险问题，另外公司大部分高管均持有公司股权，有利于充分发挥公司管理层的积极性，激励了公司高管为公司发展贡献力量。

**图 2: 公司股权结构**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司专注光学光电子产品业务,形成了众多具有竞争力的产品。公司是专业从事光学光电子行业的设计、研发与制造的企业,主要产品覆盖精密薄膜光学元器件、生物识别元组件、新型显示组件、薄膜光学面板、反光材料等,广泛应用于智能手机、数码相机、平板电脑、可穿戴设备、笔记本电脑、安防监控、汽车电子、防护用品等下游终端产品。

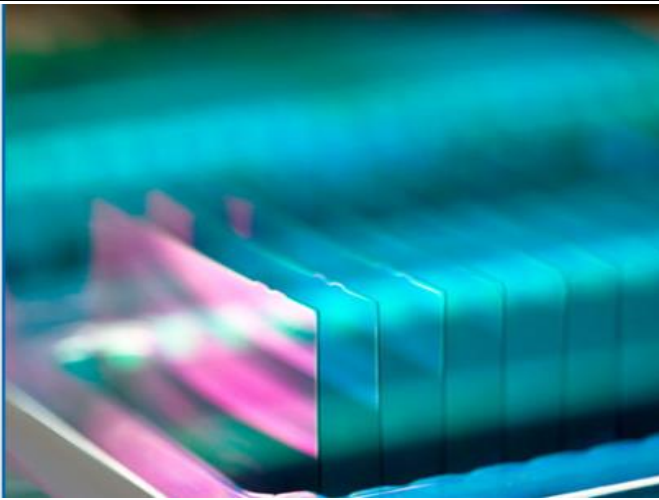
**表 1: 公司主要产品服务**

产品大类	具体产品
光学元器件	红外截止滤光片、红外截止滤光片组立件、吸光膜、微棱镜、OLPF (光学低通滤波器) 及组合片、日夜切换器、CMOS COVER、球面镜、小型驱动电机、光学防抖红外截止滤光、日夜切换器模组
生物识别	光学屏下指纹滤光片及组立件、ITO 图形化元组件、近红外窄带滤光片
薄膜光学面板	智能手表表盖、Lens Cover Glass、后盖渐变色膜片
新型显示	高折射率晶圆、AR 显示模组、AR 光波导光学模组、3D 打印光引擎模组
汽车电子	PGU、W-HUD、AR-HUD、车载摄像头
反光材料	反光膜、反光织物
半导体材料	图形化蓝宝石衬底

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司技术实力领先，以下游客户需求驱动研发创新。公司发展至今通过自主创新和技术研发掌握了精密光学冷加工、精密光学薄膜、半导体光学、3D 成像、混合显示等方面的核心技术，生产设计的光学相关元器件、AR 光机模组等核心产品均达到国内或国际先进水平，在行业内具有一定的竞争优势。公司不断围绕客户需求开展技术创新，导入 IPD 流程体系，参与国际领先客户的先期开发，紧跟技术前沿，掌握关键共性技术与产品发展方向，产品结构不断拓展，推动公司从以大规模量产能力为特色的“产品制造型公司”向提供光学解决方案及核心元器件的“技术型公司”转型。同时公司持续推动与产业链伙伴交流合作，促进行业上下游的技术整合、开发与制程运用，引领前沿技术的研发方向。

图 3：红外截止滤光片



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 4：OLPF（光学低通滤波器）及组合片

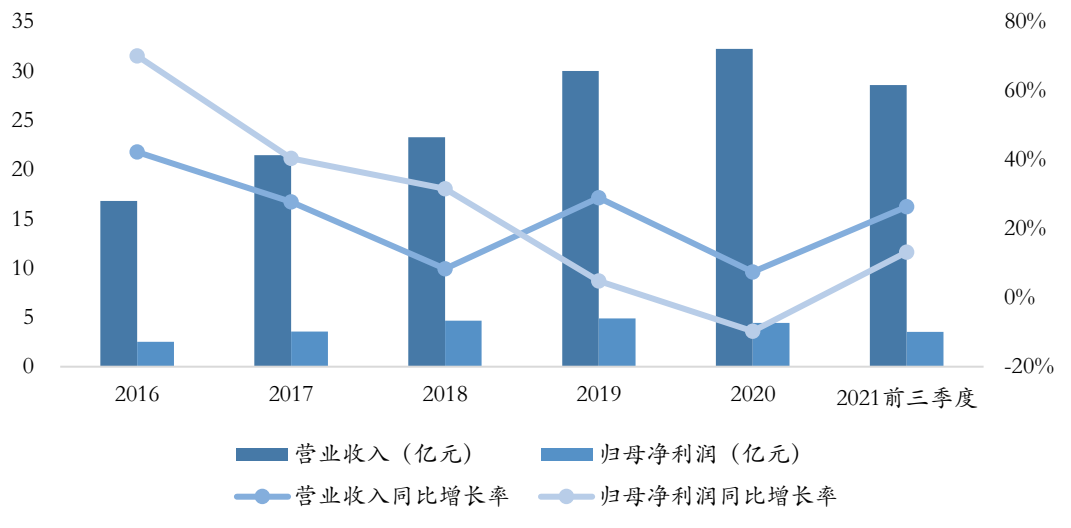


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

## 二、公司业绩稳健，未来成长可期

营业收入和归母净利润稳步增长，未来发展前景良好。2016年至2020年，公司总营收由16.80亿元增加到32.23亿元，年复合增长率为17.78%；归母净利润由2.54亿元增加到4.43亿元，年复合增长率为14.92%。2021年前三季度，公司实现营业收入28.55亿元，较上年同期增加26.35%；实现归母净利润3.54亿元，较上年同期上升13.15%。未来，一方面伴随着公司的手机光学元器件新产品的放量与智能手机多摄浪潮，公司光学元器件产品业绩有望持续增长；另一方面，公司的摄像头盖板产品在客户中的占比不断提升，雷达保护罩产品的下游客户群体迅速拓展，有望有力支撑公司的业绩。

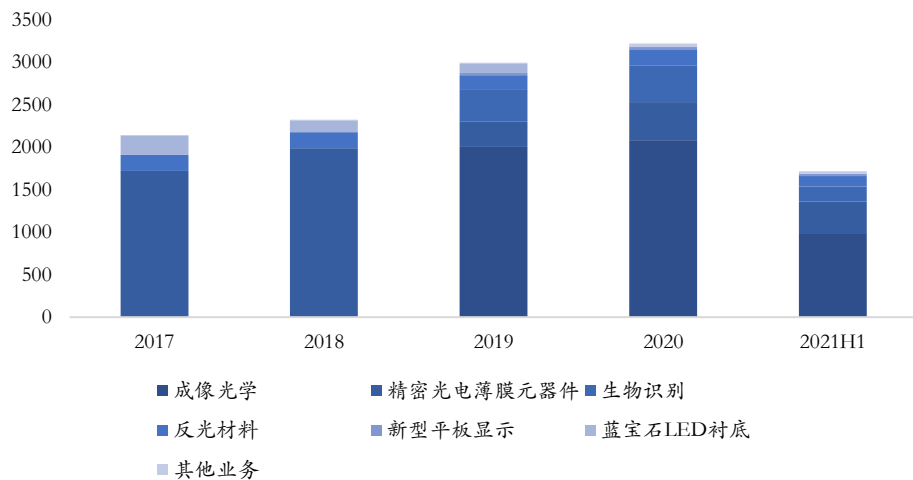
图 5：公司营收及归母净利润稳步增长



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司以成像光学产品为核心，兼顾生物识别及薄膜光学业务。公司以光学产品为核心，在产品分类中成像光学产品最高，2021H1 成像光学营收占比达 57.08%，主要包括滤光片、棱镜及其他相关产品，此外精密光学薄膜元器件和生物识别产品分别占比 22.08%/10.33%。从分地区营收结构来看，公司 2021H1 海外营收占比达 58.35%，主要得益于北美大客户的订单增长，未来伴随着公司新产品进一步放量，公司海内外业绩有望进一步增长。

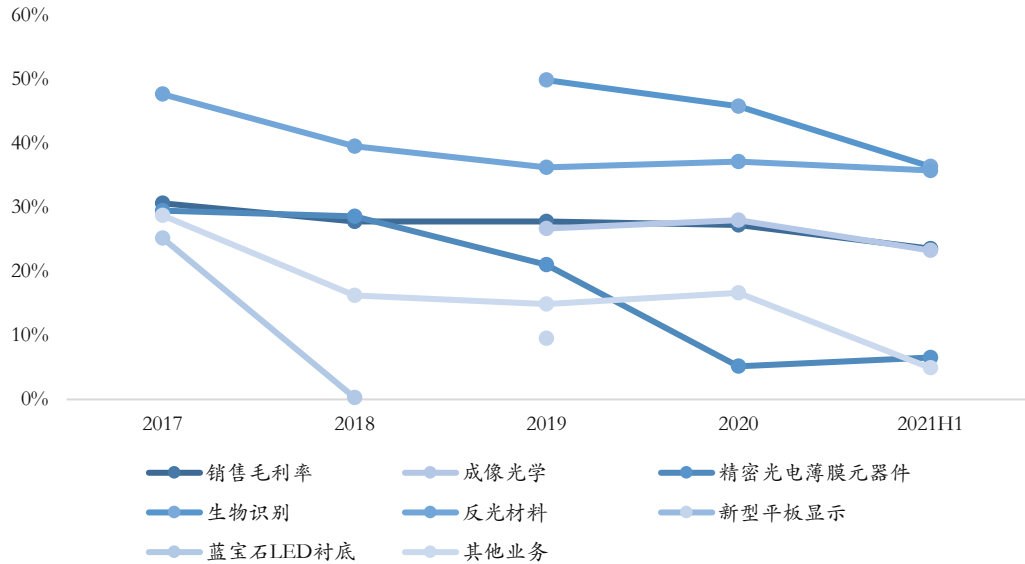
图 6：公司以光学元器件产品为核心（百万元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

**毛利率水平整体稳定，未来有望小幅提升。**2016-2020 年公司毛利率与净利率水平相对平稳，2021 年前三季度毛利率为 23.58%，同比下滑 3.03 个百分点。目前公司主营业务稳健，整体良率稳定，同时手机新产品在大客户中的占比逐步提升、汽车新产品快速放量，整体毛利率水平持续爬坡。未来伴随公司新产能逐步达到预期，公司整体毛利率有望同比提高。

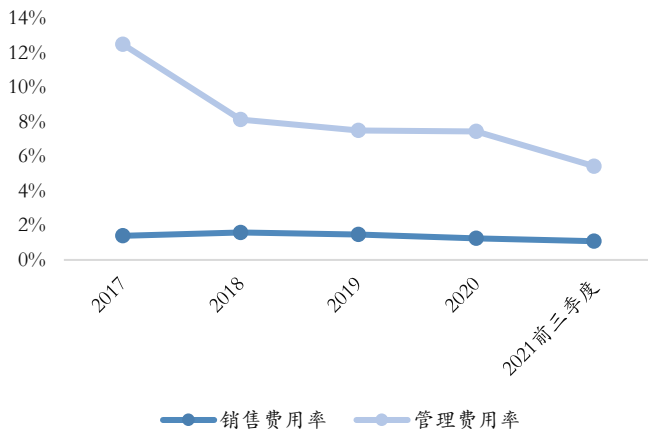
**图 7：公司毛利率水平基本稳定**



资料来源：wind，信达证券研发中心

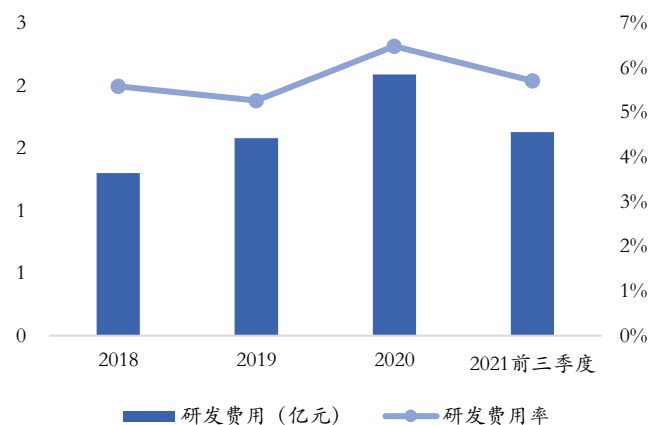
**整体费用率保持平稳，研发保障公司产品核心竞争力。**公司销售管理费用率基本稳定，2021 年前三季度公司管理费用率为 11.13%，销售费用率 1.10%。公司较低的销售管理费用率一方面得益于公司对费用的管控能力，另一方面得益于公司深度绑定下游大客户，降低了销售费用支出，间接提升了公司的盈利能力。同时公司坚持研发投入，2021 年前三季度研发费用 1.63 亿元，研发费用率为 5.7%。截至 2020 年 12 月 31 日公司拥有国内外有效专利 245 项，其中发明专利 28 项，实用新型专利 210 项，外观设计专利 7 项，公司坚持研发保障了产品的核心竞争力，未来伴随对新技术和新工艺的持续投入，公司业务收入有望进一步增长。

**图 8：公司费用率保持平稳**



资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 9：公司持续投入研发**



资料来源：wind，信达证券研发中心

### 三、多业务协同发力，光学和车载新品打开成长空间

**“5+3”战略布局夯实公司基础，光学新品打开增长空间。**公司专业从事光学影像、薄膜光学面板、微显示、反光材料等领域相关产品的研发、生产和销售，已经构建光学元器件、薄膜光学面板、生物识别、新型显示（AR+）、反光材料五大业务板块，打造大中华区、欧美区和泛亚太区三大市场板块，现已初步形成了“5+3”的战略新格局。公司在红外截止滤光片、生物识别元组件、窄带滤光片、薄膜光学面板等已有核心产品的基础上，积极开发棱镜和吸收反射复合型滤光片等新产品，并已经实现量产，未来伴随着新产品的放量增长，有望增厚公司的业绩，进一步提升公司盈利能力。

**公司积极布局汽车电子领域，激光雷达保护罩与 AR-HUD 产品有望放量增长。**公司积极拓展自身能力边界，在汽车电子产品方面布局了激光雷达保护罩、AR-HUD 产品等相关产品，在激光雷达保护罩方面的业绩有望快速放量，2022 年有望由一款车型拓展至十余款车型，打开激光雷达保护罩赛道的增长空间；另一方面公司也逐步尝试提供整套的 AR-HUD 产品，提供软硬一体化的解决方案，伴随着 AR-HUD 产品下游客户的迅速增长，AR-HUD 有望成为公司汽车电子方面的另一增长点。

**多业务协同发力，内部管理成绩显现。**公司在积极布局光学产品的同时，在生物识别、薄膜光学面板、新型显示和 AR 成像技术方案等方面均有布局。其中在生物识别方面，公司紧跟需求开拓市场，在窄带滤光片、屏下指纹、ITO 图形化元器件等领域取得良好发展，同时 DOE、Diffuser 等多项新品也在推进；薄膜光学面板方面，公司基于 Lenscover 产品持续优化，与龙头公司合作开发，相关产品顺利实现批量供货；新型显示方面，公司和德国肖特成立合资公司晶特光学，实现高折射晶圆产品的全球供货；布局 AR 成像技术方案，掌握 AR 成像模组的棱镜式、折返式以及光波导方案并实现出货。内部管理方面，公司在销售端建立公司级大客户管理体系并派点实施，规范化市场运作。研发方面，导入 IPD 流程推进技术研发和解决工艺难题，以深圳、杭州、台州为中心的三个研发基地建立薄膜冷加工、光学元器件、汽车电子等试制线。在基础技术研发和能力储备、新产品开发、战略新项目落地等方向有了长足进步。

**5G 趋势下光学应用场景广阔，消费电子产品提振光学产品需求。**当前我国 5G 基建已经比较完善，相关技术逐步成熟，下游新应用场景不断出现，一方面智能手机多摄成为趋势，3Dsensing、潜望式摄像头等产品需求不断放量增长，另一方面 VR/智能家居等新场景对光学镜头的需求逐步出现，消费类电子产品对光学技术新应用的需求快速发展，为公司业务结构的升级带来良好的机遇，有助于公司产品的量价提升。

## 四、盈利预测、估值与投资评级

### 1、盈利预测及假设

公司坚持“5+3”战略布局，一方面手机端新品量产，在大客户中渗透率不断提升，另一方面积极拓展新领域，汽车电子业务有望打造公司业绩新增长点。

公司主营业务基本假设如下：

**1) 成像光学：**公司积极推出多款成像光学新品，一方面公司新品产量和良率不断提升，另一方面公司产品在客户中的占比逐步上升，预计未来成像光学业务保持较快增速增长；

**2) 精密光电薄膜元器件：**在已有产品销量比较稳定的情况下，公司积极开发激光雷达保护罩等新品，预计未来精密光电薄膜元器件业务保持较快增速增长；

**3) 生物识别：**伴随 3D 手机摄像头渗透率的进一步提升，生物识别赛道规模有望获得较大幅度的提升，公司深度布局生物识别相关产品，未来有望充分受益；

**4) 反光材料：**未来保持较快增速发展；

**5) 新型平板显示：**伴随着汽车智能化趋势的进一步发展，未来保持较快增速发展；

**6) 其他业务：**未来保持较快增速发展。

表 2：水晶光电业绩预测

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,000	3,223	4,158	4,984	6,064
同比(%)	28.98%	7.45%	28.99%	19.86%	21.67%
归属母公司净利润	491	443	503	607	735
同比(%)	4.85%	-9.72%	13.40%	20.65%	21.19%
毛利率(%)	27.81%	27.30%	25.25%	25.36%	25.35%
ROE(%)	10.68%	7.88%	8.54%	9.57%	10.66%
EPS (摊薄) (元)	0.42	0.36	0.41	0.50	0.60
P/E	42.95	41.66	41.96	34.77	28.69
P/B	4.59	3.28	3.58	3.33	3.06

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2022 年 01 月 13 日）

### 2、估值分析与投资评级

我们选取宇瞳光学、永新光学、欧菲光等工业软件企业作为可比上市公司，2021 年三家工业软件上市公司平均 PE 为 82.00 倍，考虑到公司坚持“5+3”战略布局，一方面手机端新品量产，在大客户中渗透率不断提升，另一方面积极拓展新领域，汽车电子业务有望打造公司业绩新增长点。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 5.03 亿元、6.07 亿元、7.35 亿元，对应 PE 为 41.96 倍、34.77 倍、28.69 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

**表 3: 估值对比表**

公司	代码	股价	市值	EPS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
宇瞳光学	300790.SZ	37.5	84.2	1.36	1.74	2.25	27.61	21.57	16.68
永新光学	603297.SH	114.0	126.0	2.13	2.27	2.98	53.47	50.29	38.23
欧菲光	002456.SZ	9.1	297.5	0.06	0.33	0.44	164.92	27.92	20.95
平均估值				<b>1.18</b>	<b>1.44</b>	<b>1.89</b>	<b>82.00</b>	<b>33.26</b>	<b>25.28</b>
水晶光电	002273.SZ	15.2	211.0	0.41	0.50	0.60	41.96	34.77	28.69

资料来源: wind, 信达证券研发中心 (时间截至 2022 年 01 月 13 日)

## 五、风险因素

### 1、宏观经济下行风险

公司产品主要应用于智能手机、数码相机、汽车电子、智能穿戴等领域，与外部宏观环境及消费电子行业的发展具有较强的联动性。目前全球疫情蔓延反复、全球经济面临下行风险，这将影响终端市场的消费能力以及产业链上下游投资发展意愿。如果公司不能灵活调整应对宏观经济下行风险，会给公司经营带来不确定性风险。

### 2、技术成果产业化不及预期

为保持行业竞争优势，公司正从制造型企业向技术型企业转型，增加技术研发投入成本，培育多项新产品、新项目，但目前多数新品仍处于项目开发和小批量试样阶段，尚未形成规模化销售，还未成为公司营收增长的主要动力。如果公司未能加快研发项目量产导入并实现经济效益，将对公司的持续盈利能力造成不利影响。

### 3、汇率风险

公司部分产品出口日本、欧美等海外市场，鉴于未来汇率走势的不确定性，如果市场汇率出现较大波动而公司未能灵活采用外汇避险产品减少汇率风险的影响；或公司未能选择有利计价货币进行进口采购和出口销售；则汇兑损益将对公司的经营业绩造成一定的影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>2,751</b>	<b>3,163</b>	<b>3,143</b>	<b>3,585</b>	<b>4,131</b>	
货币资金	1,173	1,514	1,082	1,115	1,127	
应收票据	17	6	8	9	11	
应收账款	742	882	1,079	1,293	1,573	
预付账款	19	15	19	23	28	
存货	385	490	625	748	910	
其他	415	257	331	397	482	
<b>非流动资产</b>	<b>3,641</b>	<b>4,350</b>	<b>4,790</b>	<b>5,183</b>	<b>5,534</b>	
长期股权投资	538	631	631	631	631	
固定资产	2,154	2,656	3,132	3,557	3,937	
无形资产	349	342	308	277	249	
其他	599	721	719	718	717	
<b>资产总计</b>	<b>6,391</b>	<b>7,513</b>	<b>7,933</b>	<b>8,768</b>	<b>9,665</b>	
<b>流动负债</b>	<b>800</b>	<b>1,436</b>	<b>1,578</b>	<b>1,932</b>	<b>2,248</b>	
短期借款	9	220	0	66	0	
应付票据	155	209	277	331	403	
应付账款	523	893	1,185	1,418	1,726	
其他	113	115	116	118	119	
<b>非流动负债</b>	<b>778</b>	<b>132</b>	<b>132</b>	<b>132</b>	<b>132</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	778	132	132	132	132	
<b>负债合计</b>	<b>1,578</b>	<b>1,569</b>	<b>1,710</b>	<b>2,065</b>	<b>2,380</b>	
少数股东权益	215	317	337	361	390	
归属母公司	4,598	5,627	5,886	6,342	6,895	
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,391</b>	<b>7,513</b>	<b>7,933</b>	<b>8,768</b>	<b>9,665</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	3,000	3,223	4,158	4,984	6,064	
同比	29.0%	7.5%	29.0%	19.9%	21.7%	
归属母公司净利润	491	443	503	607	735	
同比	4.8%	-9.7%	13.4%	20.7%	21.2%	
毛利率(%)	27.8%	27.3%	25.3%	25.4%	25.3%	
ROE%	10.7%	7.9%	8.5%	9.6%	10.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.36	0.41	0.50	0.60	
P/E	42.95	41.66	41.96	34.77	28.69	
P/B	4.59	3.28	3.58	3.33	3.06	
EV/EBITDA	24.49	24.61	21.17	17.67	14.96	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	<b>3,000</b>	<b>3,223</b>	<b>4,158</b>	<b>4,984</b>	<b>6,064</b>	
营业成本	2,166	2,343	3,108	3,720	4,527	
营业税金及附加	19	26	34	40	49	
销售费用	44	40	50	60	61	
管理费用	225	240	320	349	412	
研发费用	158	209	283	299	333	
财务费用	40	16	24	27	22	
减值损失合	-37	-28	0	0	0	
投资净收益	222	130	206	186	174	
其他	34	78	44	49	55	
<b>营业利润</b>	<b>566</b>	<b>529</b>	<b>589</b>	<b>724</b>	<b>888</b>	
营业外收支	-8	-17	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>558</b>	<b>512</b>	<b>589</b>	<b>724</b>	<b>888</b>	
所得税	59	51	67	93	124	
<b>净利润</b>	<b>499</b>	<b>461</b>	<b>523</b>	<b>631</b>	<b>764</b>	
少数股东损	8	17	20	24	29	
<b>归属母公司</b>	<b>491</b>	<b>443</b>	<b>503</b>	<b>607</b>	<b>735</b>	
EBITDA	806	802	932	1,116	1,318	
EPS(当年)(元)	0.42	0.36	0.41	0.50	0.60	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>577</b>	<b>543</b>	<b>564</b>	<b>669</b>	<b>811</b>	
净利润	499	461	523	631	764	
折旧摊销	210	270	319	366	408	
财务费用	64	41	24	27	22	
投资损失	-14	-45	-222	-95	-250	
营运资金变	-27	-154	-68	-136	-176	
其它	53	20	16	17	22	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-635</b>	<b>-462</b>	<b>-510</b>	<b>-524</b>	<b>-530</b>	
资本支出	-849	-567	-759	-759	-759	
长期投资	538	631	631	631	631	
其他	-324	-525	-381	-396	-402	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-138</b>	<b>174</b>	<b>-487</b>	<b>-112</b>	<b>-270</b>	
吸收投资	403	823	244	151	182	
借款	-1	266	-220	66	-66	
支付利息或股息	-126	-132	-267	-177	-204	
<b>现金净增加额</b>	<b>-196</b>	<b>256</b>	<b>-432</b>	<b>33</b>	<b>12</b>	

## 研究团队简介

**蒋颖**，通信互联网行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖云计算&IDC产业链、物联网产业链、5G产业链、互联网等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

**石瑜捷**，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

**齐向阳**，北京大学工程硕士，软件工程专业。2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南区销售	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南区销售	黄夕航	16677109908	<a href="mailto:huangxihang@cindasc.com">huangxihang@cindasc.com</a>
华南区销售	许锦川	13699765009	<a href="mailto:xujinchuan@cindasc.com">xujinchuan@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。