

# 业务多轮驱动高速增长, FPGA 技术持续突破

## 投资要点

- **业绩总结:** 2021 年全年, 公司实现营业收入 25.8 亿元, 同比增长 52.4%; 实现归母净利润 5.1 亿元, 同比大幅增长 287.2%。
- **行业高景气带动营收增长, 公司利润空间大幅释放。** 2021 年全年: 1) 营收端上, 公司实现收入 25.8 亿元, 同比增长 52.4%。2) 利润端上, 公司全年实现归母净利润 5.1 亿元, 同比爆发式增长 287.2%。具体来看, 公司毛利率和净利率提升显著, 其中 2021 年毛利率为 58.9%, 同比上升 13.0pp; 净利率为 21.7%, 同比上升 12.2pp。3) 费用端上, 公司销售费用率为 6.7%, 跟去年基本持平; 管理费用率为 31.2%, 同比下降 3.9pp; 研发费用率为 26.8%, 同比下降 2.2pp。
- **FPGA 芯片技术持续发力, 14/16nm 制程产品未来有望继续领先市场。** 公司在大陆 FPGA 设计行业中持续保持领先, 是国内最早推出亿门级 FPGA 产品的厂商。截至 2021 年底, 公司累计向超过 300 家客户销售基于 28nm 工艺制程的相关 FPGA 产品, 并且目前正积极研发 28nm 制程上基于 FPGA 的 PSoC 芯片, 在人脸识别、计算机视觉等领域有较大空间。此外, 公司 14/16nm 制程的 10 亿门级 FPGA 产品积极研发突破中, 我们预计公司 14/16nm 制程 FPGA 有望在未来 1-2 年逐步放量, 为公司长期业绩增长提供动力。
- **多核业务齐头并进, 产品市占率领先。** 受益于半导体行业高景气, 公司三大业务都实现较快增长。安全与识别芯片业务受下游加密芯片、NFC 芯片需求复苏, 业务较去年实现同比增长 42.2%; 非挥发存储器方面, 受行业中 EEPROM、NOR Flash、NAND 产品提价带动, 2021 年营收大幅增长 41.6%; 智能电表业务则受物联网发展的推动, 整体保持高速发展, 业务实现同比大幅增长 64.2%。从市场端看, 公司 RFID 芯片、智能卡芯片、EEPROM、智能电表 MCU 等产品的市占率已处于行业内领先, 下游已导入三星、LG、VIVO、海尔、海信、联想等国内外知名厂商, 未来市占率有望不断提升。
- **盈利预测与投资建议:** 公司在安全识别芯片增长动能强劲, 并且 FPGA 芯片有望于 2022-2023 年完成 16/14 nm 制程产品验证出货, 未来有望成为行业龙头, 中长期增长性较强。基于以上考虑, 我们给予公司 2022 年 65 倍 PE, 对应市值 471.5 亿元, 对应目标价 57.9 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求衰退, 产品研发进度不及预期, FPGA 芯片产能不及预期。

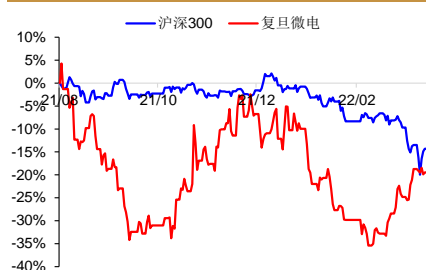
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2577.26	3425.96	4341.64	5383.77
增长率	52.42%	32.93%	26.73%	24.00%
归属母公司净利润 (百万元)	514.47	725.38	909.56	1207.34
增长率	287.20%	41.00%	25.39%	32.74%
每股收益 EPS (元)	0.63	0.89	1.12	1.48
净资产收益率 ROE	16.61%	16.17%	16.85%	18.28%
PE	67.55	52.34	41.74	31.44
PB	12.09	8.27	6.91	5.66

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
 执业证号: S1250521050001  
 电话: 0755-23617478  
 邮箱: wangmou@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: Wind

## 基础数据

总股本(亿股)	8.15
流通 A 股(亿股)	0.84
52 周内股价区间(元)	36.10-58.30
总市值(亿元)	379.64
总资产(亿元)	41.65
每股净资产(元)	3.86

## 相关研究

## 1 产品多元化布局，FPGA 技术行业领军

复旦微电子于 1998 年由复旦大学“专用集成电路与系统国家重点实验室”、上海商业投资公司等联合创建，主要从事超大规模集成电路的设计和开发。公司产品线丰富，目前已布局安全与识别芯片、非挥发存储器、智能手表芯片、FPGA 芯片和集成电路测试服务等五大业务板块，产品广泛应用于金融、社保、城市公共交通、移动支付、安防监控等领域。公司自成立以来关注于集成电路设计与研发，积累了丰富的行业经验与技术，是国内集成电路设计行业第一家上市企业。

**表 1：公司主要产品介绍**

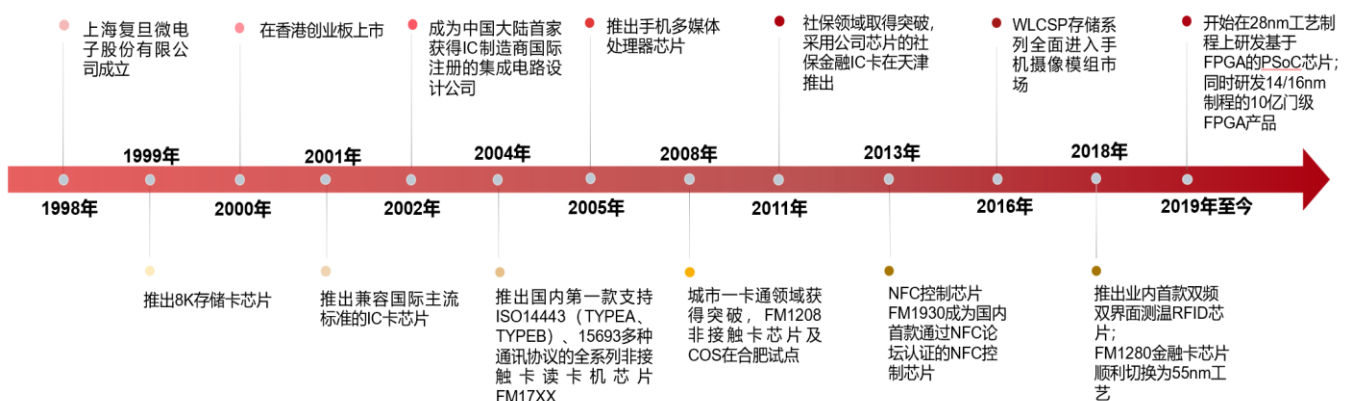
集成电路设计业务	产品类型	产品介绍	应用领域	产品或终端详图
安全与识别芯片	RFID 与存储卡芯片系列	主要由 FM11、FM13 等系列产品构成，包括 NFC 标签芯片、安全标签芯片、超高频/高频 RFID 标签芯片等	身份鉴别、电子货架、NFC 手机标配标签、物流管理、防伪溯源、车辆管理等	
	智能卡与安全芯片系列	主要由 FM12、FM15 等系列产品构成，包括非接触式 CPU 卡芯片、双界面 CPU 卡芯片、安全芯片	社保卡、健康卡、银行卡、公交卡、市民卡等	
	智能识别设备芯片系列	主要由 FM17 系列构成，产品类型为非接触读写器芯片	门锁、门禁、非接触读卡器、OBU、金融 POS、地铁闸机、公共自行车系统等	
非挥发存储器	EEPROM 存储器	主要由 FM24/FM25/FM93 系列构成，支持 I2C、SPI 及 Micro Wire 接口，存储容量 1Kbit-1024Kbit	手机模组、智能电表、通讯、家电、显示器、液晶面板、汽车电子、计算机内存条、医疗仪器、工控仪表、蓝牙模块、密码锁等	
	NOR Flash 存储器	主要由 FM25/FM29 系列构成，支持 SPI、通用并行接口，存储容量 0.5Mbit-256Mbit	网络通讯、物联网模块、电脑及周边产品、手机模组、显示器及屏模组、智能电表、安防监控、机顶盒、Ukey、汽车电子医疗仪器、芯片合封、工控仪表、蓝牙模块、高可靠等	
	SLC NAND Flash 存储器	主要由 FM25/FM9 系列构成，支持 SPI、ONFI 并行接口，存储容量 1Gbit-4Gbit	网络通讯、安防监控、机顶盒、汽车电子、医疗仪器等	
智能手表芯片	智能电表 MCU	主要由 FM33A 系列产品构成，产品类型为 32 位 Cortex-M0 内核的智能电表 MCU	IR46 规范智能电能表、国网 2020 规范智能电能表、国网单/三相智能电能表、南网单/三相智能电能表、海外单/三相智能电能表等	
	低功耗通用 MCU	主要由 FM33A、FM33G、FM33L、FM33LC、FM33LG、FM3316 等系列产品构成，包括 ARM Cortex-M0 内核的 32 位低功耗 MCU 芯片、16 位增强型 8xC251 处理器内核低功耗 MCU 芯片	国内/海外单、三相智能电表、智能水表/热量表/燃气表、物联网相关仪表及通讯模块、烟雾报警器及传感器模块、智能家居、显示面板控制等	
FPGA 芯片	千万门级 FPGA 芯片	采用 65nm CMOS 工艺，是一系列高性能、高性价比 SRAM 型 FPGA 产品	适用于网络通信、信息安全、工业控制、高可靠等高性能、大规模应用	
	亿门级 FPGA 芯片	采用 28nm CMOS 工艺，是一系列高性能、大规模的 SRAM 型 FPGA 产品	适用于 5G 通信、人工智能、数据中心、高可靠等高性能、大带宽、超大规模应用	
	嵌入式可编程器 PSoc	采用 28nm CMOS 工艺，是一系列嵌入式可编程片上系统产品	适用于视频、工控、安全、AI、高可靠等应用	

资料来源：招股说明书，西南证券整理

**技术研发实力突出，供应链合作关系稳定。**公司技术储备深厚、定制化方案研发能力深受认可，曾承担多项“国家重大科技专项”项目和上海市战略性新兴产业重大项目，参与制定了信息安全技术射频识别系统密码应用技术、通用 NAND 型快闪存储器接口等多项国家标准和行业标准。此外，公司与集成电路产业链上下游厂商合作关系稳定，RFID 芯片、智能卡芯片、EEPROM、智能电表 MCU 等产品的市占率在行业内领先，已导入三星、LG、VIVO、海尔、海信、联想等国内外知名厂商客户，品牌认知度较好。

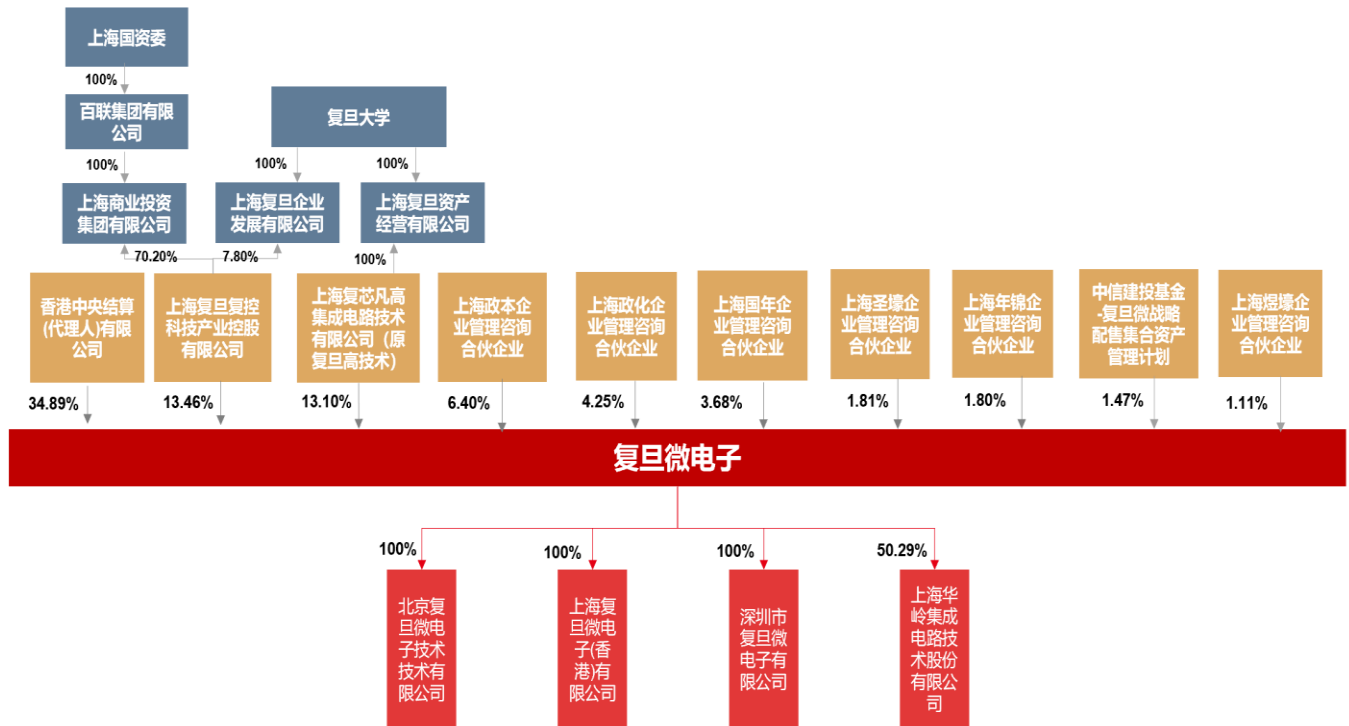
**FPGA 设计领先，在国内率先推出亿门级产品。**公司从 2004 年开始进行 FPGA 的研发，目前已发展至 28nm 制程的亿门级 FPGA，填补国产高端 FPGA 空白。公司 28nm 制程上主要研发基于 FPGA 的 PSoC 芯片，将应用于人脸识别、计算机视觉等新兴领域。同时，公司正持续研发突破 14/16nm 制程的 10 亿门级 FPGA 产品，将继续引领国产 FPGA 技术。

**图 1：公司发展史**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司股权结构分散，员工持股绑定人才。**公司股权结构较为分散，根据 2021 年年报，上海复旦复控科技产业控股公司和上海复芯凡高集成电路公司（原上海复旦高技术）分别持股 13.46% 和 13.10%，为第二、三大股东，背后资方上海国资委和复旦大学分别间接持有公司 9.45% 和 14.15% 的股份。此外，上海圣壕、上海煜壕、上海煦翎、上海壕越均为公司员工持股平台，合计持有公司 3517.20 万股份，持股比例为 5.07%。公司通过员工持股平台将公司长远发展与核心员工利益相绑定，进一步夯实长期发展基础。

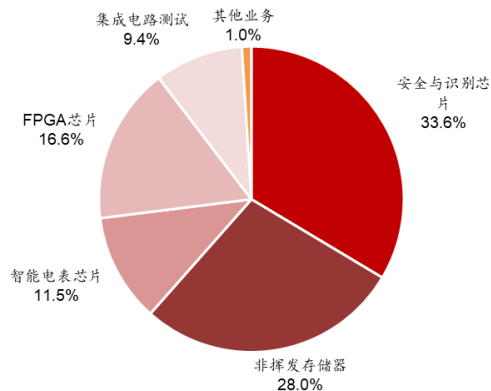
**图 2：公司股权结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

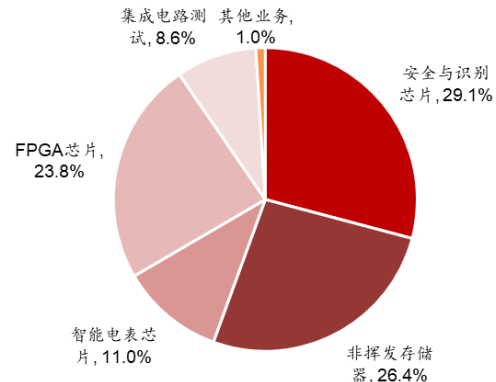
**公司的主营业务主要包括：**安全与识别芯片、非挥发存储器、智能电表芯片、FPGA 芯片以及集成电路测试五大业务。

**从营收结构来看，**2021 年安全与识别芯片产品线实现收入 8.7 亿元，同比增长 42.2%，收入占比 33.6%；非挥发存储器产品线实现营业收入 7.2 亿元，同比增长 41.6%，贡献 28.0% 的收入；智能电表芯片产品线实现销售收入 3.0 亿元，同比增长 64.2%，贡献 11.48% 的收入；FPGA 芯片产品线实现销售收入 4.3 亿元，同比大幅增长 109.5%，贡献收入 16.6%；集成电路测试服务实现收入 2.4 亿元，同比增长 44.2%，贡献收入比重达 9.4%。

**从毛利结构来看，**2021 年，公司四大产品线中，安全与识别芯片业务毛利率为 51.1%，毛利占比 29.1%；非挥发存储器业务毛利率为 55.7%，毛利占比为 26.4；智能电表芯片业务毛利率为 56.6%，毛利占比 11.0%；FPGA 芯片业务毛利率高达 84.7%，毛利占比 23.8%；集成电路测试服务毛利率达 53.9%，毛利占比 8.6%。

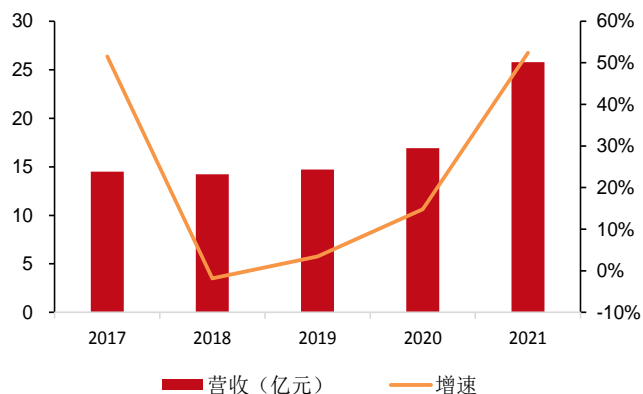
**图 3：公司 2021 年主营业务结构**


数据来源：Wind，西南证券整理

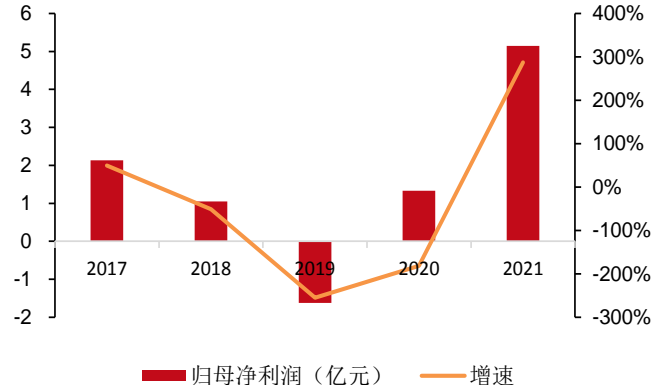
**图 4：公司 2021 年主营业务毛利占比**


数据来源：Wind，西南证券整理

**行业高景气带动营收高增长，利润空间不断释放。**2017-2021 年，公司营业收入由 14.5 亿元增至 25.8 亿元，年复合增长率为 15.5%。其中，2021 年公司营业收入达到 25.8 亿元，同比大幅增长 52.4%。受益于半导体行业高景气，下游需求的持续增长带动营收快速上行。从利润端来看，2019 年归母净利润为负，2020 年转亏为盈后出现大幅增长，近五年复合增长率为 24.5%。其中，2021 年公司归母净利润为 5.1 亿元，同比爆发式增长 287.2%。

**图 5：公司 2017-2021 年营业收入**


数据来源：公司公告，西南证券整理

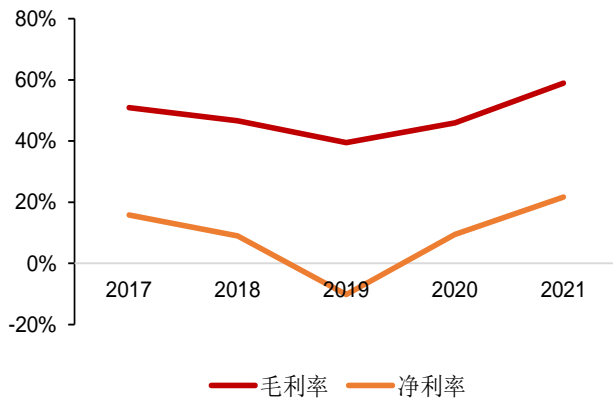
**图 6：公司 2017-2021 年归母净利润**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**利润率提升显著，费用率小幅下降。**1) **利润率方面：**2017-2021 年公司毛利率在 39.5% 至 58.9% 间波动，2021 年公司毛利率为 58.9%，较去年同期上升 13.0pp；同期间，公司净利率在 -10.2% 至 21.7% 之间波动，其中 2021 年净利率为 21.7%，较去年同期上升 12.2pp。

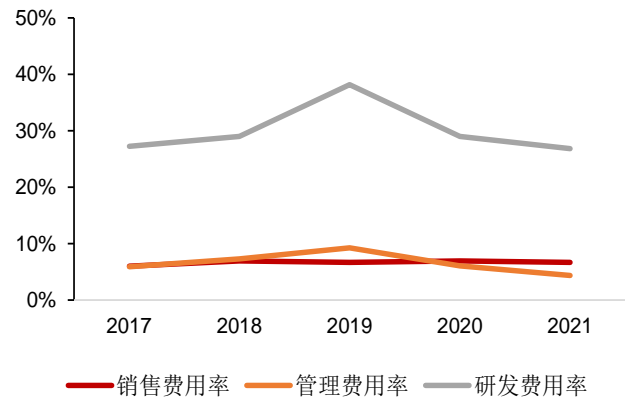
**费用率方面：**2017-2021 年，公司销售费用率在 6.0% 至 7.0% 之间波动，较为稳定，2021 年销售费用率为 6.7%，与去年基本持平。同期间，公司管理费用率由 2017 年的 5.9% 下降至 2021 年的 4.3%，整体运营效率有所提升，其中 2021 年较 2020 年同比下降 1.7pp。2021 年公司研发费用率为 26.8%，较去年同期下降 2.2pp。2017-2021 年整体来看，公司研发费用率持续保持高位，近五年间研发费用率均高于 26%，表明公司高度重视技术研发，不断加大技术投入提升技术优势。

图 7：公司 2017-2021 年毛利率和净利率



数据来源：Wind, 西南证券整理

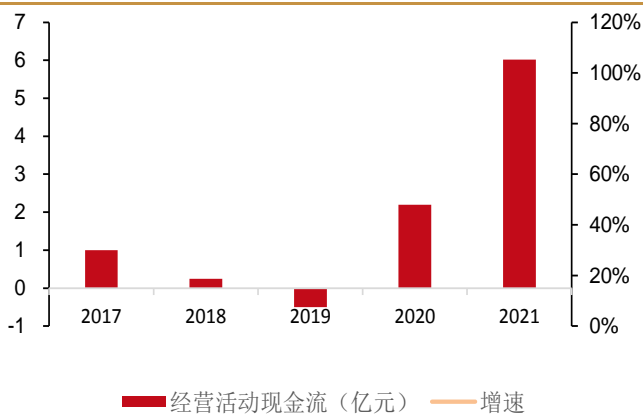
图 8：公司 2017-2021 年费用率



数据来源：Wind, 西南证券整理

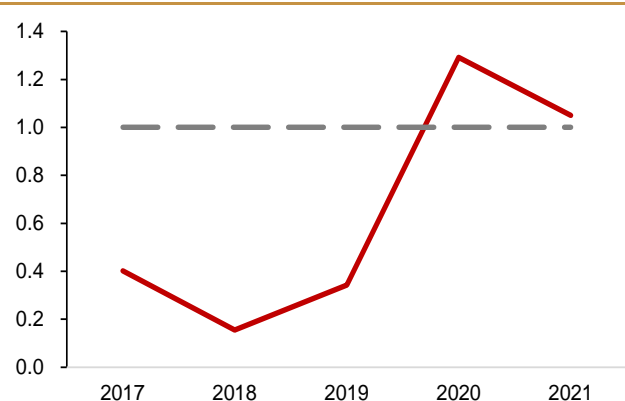
**经营性现金流大幅提升，净现比高位震荡。**1) **经营活动现金流**：2017-2019 年，公司经营活动现金流净额逐年下滑，2019 年后开始大幅提升，主要是公司营业收入增加，同时加强贷款管理，汇款速度提升所致。2021 年公司经营活动现金流为 6.0 亿元，同比爆发式增长 174.2%，经营活动现金流持续向好。2) **净现比**：2017-2021 年，公司净现比整体呈震荡趋势，2020 年开始稳定在 1.0 以上，2021 年净现比为 1.1，净现比的提升表明行业高景气背景下，公司供应链中话语权得以提升。

图 9：公司 2017-2021 年经营活动现金流情况



数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 10：公司 2017-2021 年净现比



数据来源：公司公告, 西南证券整理



## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

**假设 1：**受下游智能家居、身份鉴别等需求提振，公司 RFID 产品迎来量价齐升，我们测算 2021 年公司安全识别芯片出货量提升 11.3%，价格提升 27.8% 左右。我们假设公司未来三年安全识别芯片未来销量增速分别达 20% / 18% / 15%，价格同比提升 9% / 7% / 7%，未来三年该业务增速将达到 30.5% / 25.7% / 23.3% 。

**假设 2：**在数据中心、服务器、高性能计算机等领域的高速发展下，存储类产品行业中长期需求端增长较为稳定。我们预计 2022-2024 年公司产品销售同比增长 20% / 18% / 15%，价格增长 7% / 1% / 3%，对应公司业务营收增速将达到 28.3% / 19.1% / 18.7% 。

**假设 3：**智能电表芯片业务目前主要受物联网需求所带动，目前行业正处于起步放量阶段，未来有较大需求空间。我们预计公司受智慧城市、智能家居等物联网发展趋势带动，业务维持较快增速，2022-2024 年智能电表增速有望达 40.9% / 30.5% / 25.2% 。

**假设 4：**公司目前正积极研发突破 14/16nm 制程的 10 亿门级 FPGA 产品，我们预计 2022 年底至 2023 年该产品有望正式出货，产品结构升级将带动公司价格提升。我们预计未来 2022-2024 年公司产品均价将分别提升 11% / 15% / 18%，市占率随技术突破稳步提升，对应业务增速将达到 50.3% / 40.1% / 34.6% 。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
安全与识别芯片	收入	866.3	1130.5	1421.0	1752.1
	增速	42.2%	30.5%	25.7%	23.3%
	毛利率	51.1%	52.2%	53.5%	54.1%
非挥发性存储器	收入	721.0	925.1	1101.8	1307.8
	增速	41.6%	28.3%	19.1%	18.7%
	毛利率	55.7%	51.4%	50.7%	50.2%
智能电表芯片	收入	295.8	416.8	543.9	680.9
	增速	64.2%	40.9%	30.5%	25.2%
	毛利率	56.6%	57.3%	57.9%	57.5%
FPGA 及其他芯片	收入	427.2	642.1	899.6	1210.9
	增速	109.5%	50.3%	40.1%	34.6%
	毛利率	84.7%	85.1%	85.7%	86.3%
集成电路测试服务	收入	241.7	311.5	375.4	432.1
	增速	44.2%	28.9%	20.5%	15.1%
	毛利率	52.9%	51.8%	51.1%	50.8%
合计	收入	2577.3	3426.0	4341.6	5383.8

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	52.4%	32.9%	26.7%	24.0%
	毛利率	58.9%	58.7%	59.8%	60.6%

数据来源：Wind, 西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取了行业中与复旦微电业务模式相近的四家公司，2022 年四家公司的平均 PE 为 75 倍。考虑到公司在安全识别芯片增长动能强劲，并且 FPGA 芯片有望于 2022-2023 年完成 16/14 nm 制程产品验证出货，公司将持续保持 FPGA 芯片技术在大陆的领先地位，业务长期增长性较强，未来有望成为该领域行业龙头。基于以上考虑，我们给予公司 2022 年 65 倍 PE，对应市值 471.5 亿元，对应目标价 57.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 3：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2020A	2021A/E	2022E	2023E	2020A	2021A/E	2022E	2023E
688521.SH	芯原股份	51.89	-0.05	0.32	0.30	0.57	-	2,698.80	171.25	90.64
002049.SZ	紫光国微	203.77	1.33	3.05	4.55	6.45	200.11	66.88	44.80	31.62
603986.SH	兆易创新	159.78	1.87	4.49	5.67	6.20	153.47	44.10	35.58	28.16
603893.SH	瑞芯微	99.11	0.77	2.12	2.94	3.66	146.98	67.50	46.65	33.73
平均值							166.86	719.32	74.57	46.04

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截至 2022.3.22 收盘）

## 3 风险提示

下游需求衰退，产品研发进度不及预期，FPGA 芯片产能不及预期。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2577.26	3425.96	4341.64	5383.77	净利润	559.32	788.63	988.87	1312.61
营业成本	1058.92	1413.74	1745.12	2123.36	折旧与摊销	209.75	105.75	107.05	107.05
营业税金及附加	12.26	13.79	17.37	23.17	财务费用	-1.17	8.36	11.43	11.01
销售费用	171.64	231.67	293.43	363.04	资产减值损失	-64.88	0.00	0.00	0.00
管理费用	112.06	952.57	1250.13	1514.34	经营营运资本变动	-251.53	-510.85	-448.23	-502.22
财务费用	-1.17	8.36	11.43	11.01	其他	150.71	0.08	0.10	0.12
资产减值损失	-64.88	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>602.20</b>	<b>391.97</b>	<b>659.21</b>	<b>928.56</b>
投资收益	-2.71	0.00	0.00	0.00	资本支出	-787.53	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.95	-0.08	-0.10	-0.12	其他	-395.27	-0.08	-0.10	-0.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1182.80</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.12</b>
<b>营业利润</b>	<b>573.36</b>	<b>805.74</b>	<b>1024.08</b>	<b>1348.73</b>	短期借款	0.10	-0.10	0.00	0.00
其他非经营损益	0.09	0.08	0.08	0.04	长期借款	18.20	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>573.45</b>	<b>805.82</b>	<b>1024.16</b>	<b>1348.77</b>	股权融资	1427.41	0.00	0.00	0.00
所得税	14.12	17.19	35.29	36.16	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	559.32	788.63	988.87	1312.61	其他	-726.90	669.35	-11.43	-11.01
少数股东损益	44.86	63.25	79.31	105.27	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>718.81</b>	<b>669.25</b>	<b>-11.43</b>	<b>-11.01</b>
归属母公司股东净利润	514.47	725.38	909.56	1207.34	<b>现金流量净额</b>	<b>136.39</b>	<b>1061.14</b>	<b>647.68</b>	<b>917.44</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	801.65	1862.79	2510.47	3427.91	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	926.90	1258.37	1594.54	1965.78	销售收入增长率	52.42%	32.93%	26.73%	24.00%
存货	916.08	1081.81	1365.28	1678.36	营业利润增长率	237.22%	40.53%	27.10%	31.70%
其他流动资产	397.03	400.38	401.69	404.67	净利润增长率	248.96%	41.00%	25.39%	32.74%
长期股权投资	75.51	75.51	75.51	75.51	EBITDA 增长率	123.22%	17.64%	24.21%	28.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	622.57	568.64	513.42	458.20	毛利率	58.91%	58.73%	59.81%	60.56%
无形资产和开发支出	247.56	201.47	155.39	109.30	三费率	37.80%	34.81%	35.82%	35.08%
其他非流动资产	177.72	171.98	166.24	160.50	净利率	21.70%	23.02%	22.78%	24.38%
<b>资产总计</b>	<b>4165.01</b>	<b>5620.96</b>	<b>6782.54</b>	<b>8280.23</b>	ROE	16.61%	16.17%	16.85%	18.28%
短期借款	0.10	0.00	0.00	0.00	ROA	13.43%	14.03%	14.58%	15.85%
应付和预收款项	378.01	475.08	595.85	726.55	ROIC	28.01%	31.28%	33.17%	37.96%
长期借款	18.20	18.20	18.20	18.20	EBITDA/销售收入	30.34%	26.85%	26.32%	27.24%
其他负债	401.81	249.60	301.55	355.92	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>798.11</b>	<b>742.88</b>	<b>915.59</b>	<b>1100.67</b>	总资产周转率	0.75	0.70	0.70	0.71
股本	814.50	814.50	814.50	814.50	固定资产周转率	5.63	6.03	8.02	11.08
资本公积	1259.21	1259.21	1259.21	1259.21	应收账款周转率	5.78	6.51	6.38	6.32
留存收益	1789.07	2514.46	3424.01	4631.36	存货周转率	1.39	1.42	1.43	1.40
归属母公司股东权益	3140.25	4588.17	5497.73	6705.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.72%	—	—	—
少数股东权益	226.66	289.91	369.21	474.48	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3366.90</b>	<b>4878.08</b>	<b>5866.94</b>	<b>7179.55</b>	资产负债率	19.16%	13.22%	13.50%	13.29%
负债和股东权益合计	4165.01	5620.96	6782.54	8280.23	带息债务/总负债	2.29%	2.45%	1.99%	1.65%
					流动比率	4.27	7.00	7.07	7.36
					速动比率	2.98	5.35	5.43	5.71
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.63	0.89	1.12	1.48
					每股净资产	3.86	5.63	6.75	8.23
					每股经营现金	0.74	0.48	0.81	1.14
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	781.94	919.85	1142.55	1466.78					
PE	67.55	52.34	41.74	31.44					
PB	12.09	8.27	6.91	5.66					
PS	14.73	11.08	8.74	7.05					
EV/EBITDA	46.95	38.71	30.60	23.21					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn