



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (首次)

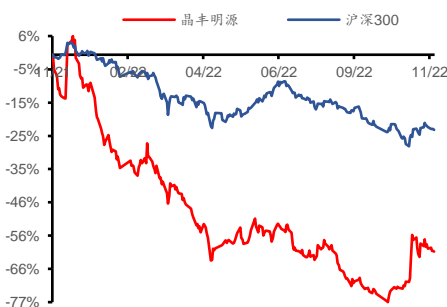
行业: 电子
日期: 2022年11月27日

分析师: 陈宇哲
Tel: 021-53686143
E-mail: chenyzhe@shzq.com
SAC 编号: S0870521100002
联系人: 马永正
Tel: 021-53686147
E-mail: mayongzheng@shzq.com
SAC 编号: S0870121100023
联系人: 潘恒
Tel: 021-53686248
E-mail: panheng@shzq.com
SAC 编号: S0870122070021

基本数据

最新收盘价 (元)	133.55
12mth A 股价格区间 (元)	80.05-370.68
总股本 (百万股)	62.90
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	84.01

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

LED 驱动芯片龙头，产品布局持续优化

■ 投资摘要

晶丰明源作为国内 LED 驱动芯片龙头企业，通过内生+外延实现企业跨越式发展。公司管理层来自意法半导体、安森美、通用电气、中兴通讯等国内外知名企业；公司注重产品研发投入，研发费用率近三年保持较高水平，截止 2022Q3，公司研发费用率为 37.41%，研发人员占比为 66.1%；公司通过并购以及参股持续外延拓宽产品线，通过收购英特格灵、上海芯飞拓展了电机驱动以及外置 AC/DC 芯片业务。

智能LED照明业务方面，凭借核心技术受到下游客户认可，业绩短期承压，盈利能力有望迎来恢复。智能家居以及物联网推动LED照明智能化的需求，2021年中国智能照明行业市场规模将超过350亿元，年复合增长率为24.6%，市场空间广阔。客户方面，国际照明领导品牌飞利浦推出的首款智能照明产品—HUE 照明系统中全面配套公司产品，宜家、小米智能照明产品中也配置了公司电源管理芯片。不仅如此，公司也正在积极与公牛电器等智能家居产品生产厂商展开密切合作。业绩层面，公司正在通过下调价格来消化库存，随着库存清理结束以及工艺平台的升级，我们认为公司产品毛利率有望触底反弹。

公司加快 AC/DC+DC/DC 新产品布局，打造公司第二成长曲线。内置 AC/DC 产品，2022 年上半年，共有 5 颗应用于空气炸锅、暖风机等小家电的产品实现销售；外置 AC/DC 产品，公司成为优先快充方案上采用磁耦通讯的国内厂商；大电流 DC/DC 产品，公司加大研发投入，积极弥补国产空白，目前国内首款 10 相数字控制电源管理芯片 BPD93010 已经顺利投入市场并实现量产。

■ 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为-2.13/+0.94/+2.63 亿元，同比-131.4%/+144.3%/+180.1%，对应 EPS 为-3.38/+1.50/+4.19 元，2023-2024 年 PE 为 89.29/31.88。未来伴随公司新品逐步推向市场，成长空间广阔，给予“买入”评级。

■ 风险提示

新产品研发不及预期、供应商依赖风险、技术升级迭代风险

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2302	1082	1704	2269
年增长率	108.7%	-53.0%	57.5%	33.1%
归母净利润	677	-213	94	263
年增长率	883.7%	-131.4%	144.3%	180.1%
每股收益 (元)	10.77	-3.38	1.50	4.19
市盈率 (X)	12.40	—	89.29	31.88
市净率 (X)	4.41	5.82	5.47	4.67

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022 年 11 月 24 日收盘价)

目 录

1 电源管理芯片领域专家，长期保持高研发投入	3
1.1 深耕行业十余年，公司管理层履历丰富	3
1.2 公司业绩短期承压，长期保持高研发投入.....	5
1.3 外延式发展助力公司完善产品业务布局	6
2 智能 LED 照明：公司掌握自主核心技术，受下游客户认可	8
3 AC/DC+DC/DC 产品打造公司第二成长曲线。	10
4 盈利预测	12
5 风险提示	13

图

图 1 公司发展历程.....	3
图 2 公司营业收入情况	5
图 3 公司归母净利润情况.....	5
图 4 综合毛利率水平	5
图 5 分产品毛利率情况	5
图 6 公司各项费用率情况.....	6
图 7 公司长期保持高研发投入	6
图 8 公司外延式发展布局情况	7
图 9 中国智能照明行业市场规模.....	8
图 10 公司“无 VCC 电容”方案	10
图 11 无 VCC 电容的优势	10
图 12 晶丰明源磁耦 BP818.....	11
图 13 公司高性能大电流 DC/DC 产品.....	11

表

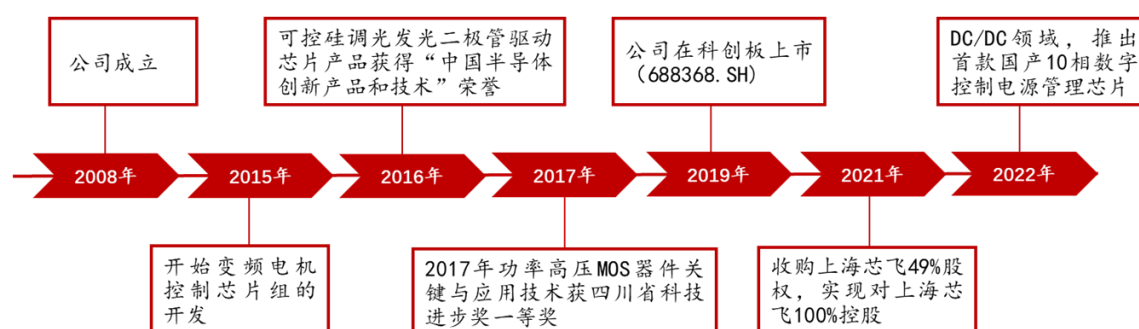
表 1：公司产品类型	3
表 2：公司管理层履历.....	4
表 3：智能 LED 照明核心技术	9
表 4：盈利预测.....	12

1 电源管理芯片领域专家，长期保持高研发投入

1.1 深耕行业十余年，公司管理层履历丰富

晶丰明源是国内领先的电源管理驱动类芯片设计企业之一，主营业务为模拟半导体电源管理类芯片的设计、研发与销售。公司现有产品包括 LED 照明驱动芯片、电机驱动芯片、AC/DC 电源芯片、DC/DC 电源芯片等，其中 LED 照明驱动芯片包括通用 LED 照明驱动芯片、智能 LED 照明驱动芯片；AC/DC 电源管理芯片包括内置 AC/DC 电源芯片及外置 AC/DC 电源芯片。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 1：公司产品类型

产品类型	产品技术特点
通用 led 照明驱动芯片	应用于日常照明产品的恒流驱动芯片
智能 led 照明驱动芯片	在通用驱动芯片上增加了信息接口或模组、模组电源芯片以及带调光或者调色接口的恒流驱动芯片
电机驱动芯片	集成了电机的控制速度、力矩控制、位置控制、以及过载保护等功能的电路
内置 AC/DC 电源芯片	电压转换器的驱动芯片，将 220V 交流电转换为目标所需低压直流电
外置 AC/DC 电源芯片	给手机充电和适配器供电的电源模组的核心控制器，将交流电高效转化为所需直流电
DC/DC 电源芯片	将一个直流电压转换为另一个直流电压的电源控制器

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司管理层均在国内外知名企业内有丰富的从业经验，例如意法半导体、安森美、通用电气、中兴通讯等企业，公司创始人之一胡黎强先生，曾荣获“上海市领军人才”、“第八届上海科技企业创新奖”等荣誉。

表 2：公司管理层履历

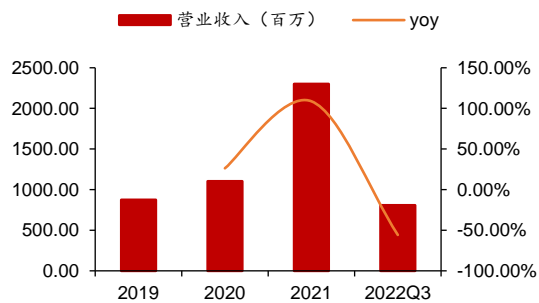
姓名	现任职务	履历
胡黎强	董事长、总经理	历任中国船舶重工集团公司第七〇四研究所助理工程师、力通微电子（上海）有限公司设计工程师、安森美半导体设计（上海）有限公司设计工程师、龙鼎微电子（上海）有限公司设计工程师、华润矽威科技（上海）有限公司设计经理；2008 年 8 月至今，任公司董事长、总经理。
刘洁茜	董事、副总经理	历任大连华南系统有限公司销售助理、上海东好科技发展有限公司行政专员、通用电气（中国）研究开发中心有限公司实验室工程师、科孚德机电（上海）有限公司采购专员；2009 年 9 月至今，任公司董事、副总经理。
夏风	董事	历任株洲市中南无线电厂技术员、助理工程师，株洲市氧化锌避雷器厂副厂长，深圳市族兴实业有限公司副总经理。现任长沙族兴新材料股份有限公司副董事长、技术总监。2008 年 10 月至今，任公司董事。
苏仁宏	董事	历任中兴通讯股份有限公司 WCDMA 系统部项目经理、华为技术有限公司 WCDMA 基站研发部专家组长、Semtech International AG 市场部经理、苏州元禾控股有限公司投资经理、华登投资咨询（北京）有限公司（华登国际）合伙人。现任上海湖杉投资管理有限公司执行董事兼总经理，奥银湖杉（苏州）投资管理有限公司执行董事兼总经理。2017 年 1 月至今，任公司董事。
汪星辰	董事会秘书、财务负责人	历任上海寰通商务科技有限公司项目经理、通用电气（中国）有限公司财务经理、科勒（中国）投资有限公司财务总监、铁姆肯（中国）投资有限公司亚太区业务开发经理、财务经理；奥升德功能材料（上海）有限公司亚太区财务、行政总监；铁姆肯（中国）投资有限公司亚太区业务财务经理、全球轴承业务财务总监。2015 年 6 月至今，任公司董事会秘书、财务负责人。
孙顺根	副总经理、首席技术官	历任意法半导体（深圳）有限公司设计工程师、杭州士康射频技术有限公司高级设计工程师、杭州茂力半导体技术有限公司高级设计工程师。2011 年 5 月至今，任公司副总经理、首席技术官。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.2 公司业绩短期承压，长期保持高研发投入

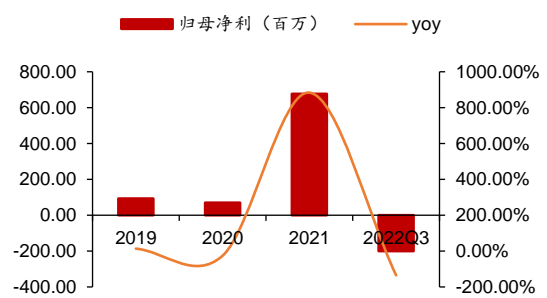
受终端需求萎缩以及下游各环节客户去库存的影响，2022 年以来公司业绩下滑较为明显。2022 年前三季度公司实现销售收入 8.07 亿元，较上年同期下降 55.79%；实现归属于上市公司股东的净利润-2.01 亿元，较上年同期下降 135.01%；剔除股份支付费用影响，实现归属于上市公司股东的净利润-0.76 亿元，较上年同期下降 111.42%。

图 2 公司营业收入情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3 公司归母净利润情况

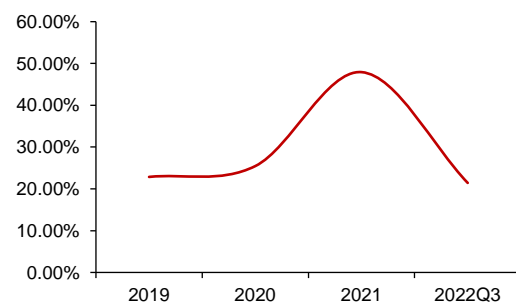


资料来源：Wind，上海证券研究所

公司为积极消化过剩库存和巩固市场份额，对产品价格进行下调，毛利率下滑幅度较大。前三季度公司产品综合毛利率为 21.42%，同比下降 27.43%；其中第三季度通用 LED 照明驱动芯片毛利率为-24.38%，较上年同期下降 70.07%，环比 2022 年第二季度下降 43.56%；智能 LED 照明驱动产品毛利率 35.47%，基本保持稳定。

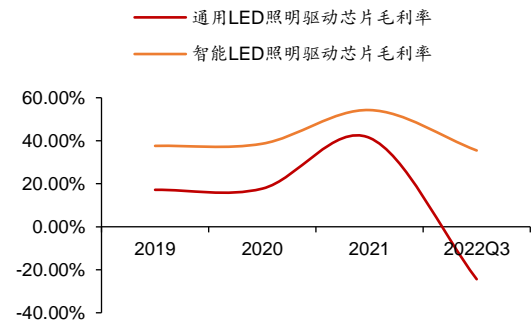
随着库存清理结束以及工艺平台升级，通用产品毛利率将逐步回升至历史平均水平。下游经销商截至三季度末库存数量较去年年末下降 56.24%，较今年二季度末下降 44.37%，基本完成既定目标。公司自有存货方面，截止三季度末，较去年年末比例下降 10.84%，较今年二季度末比例下降 25.19%。公司将持续消化自身库存，计划在年底恢复到健康水位。

图 4 综合毛利率水平



资料来源：Wind，上海证券研究所

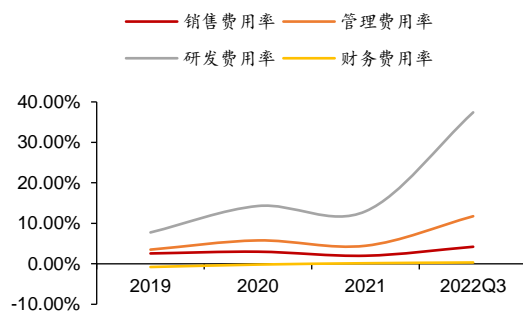
图 5 分产品毛利率情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

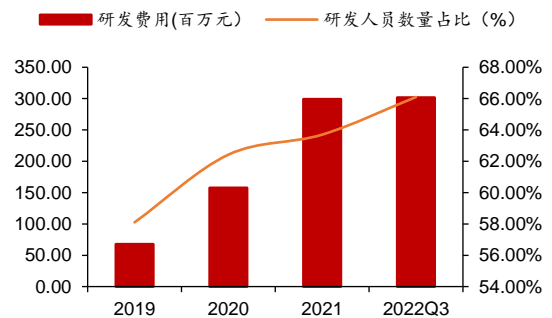
公司持续重视产品研发，积极拓展 AC/DC 及 DC/DC 电源管理芯片领域。2022 年前三季度，公司的销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.21%、11.76%、37.41%、0.33%。公司以具有市场竞争力的薪酬待遇吸引行业内优秀人才，不断加大相关领域的研发和推广投入，三季度末公司职工人数为 525 人，其中研发人员 347 人，占比为 66.10%。前三季度公司研发费用为 3.02 亿元，较上年同期增加净增加额 0.99 亿元，增长比例为 48.58%。

图 6 公司各项费用率情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7 公司长期保持高研发投入

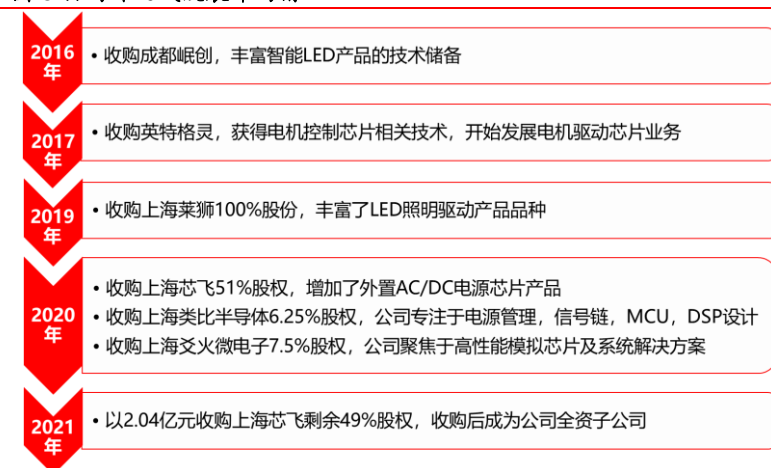


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 外延式发展助力公司完善产品业务布局

公司借助外延式发展的契机，完善业务布局，深化业务结构调整，增强自身发展驱动力，实现跨越式发展。公司 2016 年收购成都岷创丰富智能 LED 产品的技术储备，2017 年收购英特格灵从而开展了电机驱动芯片业务，2019 年通过收购上海莱狮丰富了 LED 照明驱动产品品种，与公司原有照明业务形成共振。公司还通过收购上海芯飞增加了外置 AC/DC 电源管理产品。

图 8 公司外延式发展布局情况



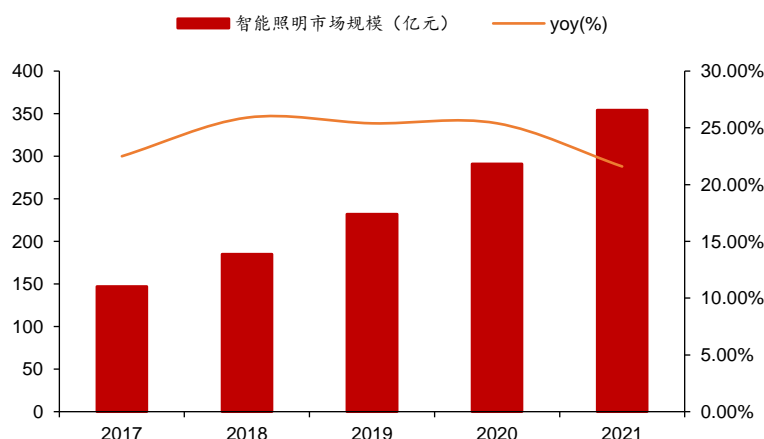
资料来源：公司公告，上海证券研究所

2 智能 LED 照明：公司掌握自主核心技术，受下游客户认可

随着 LED 照明个性化、特殊需求不断涌现，产品日趋向个性化与智能化方向发展。针对消费者调光、调色、远控、互动等智能化照明需求而增加的电源管理模块有望随着智能化趋势进一步增长。同时，在照明产品智能化的过程中，照明技术与智能硬件、互联网、物联网技术实现跨界融合，促进了 LED 照明行业内的新兴需求。配套智能 LED 产品的智能 LED 照明驱动芯片在通用 LED 照明驱动芯片的基础上增加了设计模组、电源、智能控制系统或加载的各项与智能化等有关系统模块，用于满足智能家居及物联网发展趋势下 LED 照明产品智能化需求。

根据中商产业研究院数据显示，2021 年中国智能照明行业市场规模将超过 350 亿元，相对于 2017 年市场规模 147 亿元，复合增长率达到 24.6%。

图 9 中国智能照明行业市场规模



资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

公司相继攻克了无频闪无噪声数模混合无级调光技术、智能超低待机功耗技术、多通道高精度智能混色技术、高兼容无频闪可控硅调光技术等具有行业领先性的关键技术，应用该等技术开发的智能 LED 照明芯片可以实现 1% 的精准调光，另外低功耗待机电源可满足无线智能控制模块的精准供电需求，并将待机功耗降低至行业领先的 2 毫瓦水平。上述技术的突破使得智能照明产品真正具备了成为物联网节点的基础条件。

公司在智能照明领域的技术积累获得行业的普遍认可，国际照明领导品牌飞利浦在其推出的首款智能照明产品—HUE 照明系统中全面配套使用公司为其定制化设计的智能电源驱动芯片，宜家、小米等较为成熟的智能照明产品中亦配置了公司电源管理芯

片。公司低功耗等技术可广泛应用于智能面板等其他智能家居产品中，因此公牛电器等智能家居产品生产商亦与公司就智能化产品联合开发达成了合作关系。

表 3：智能 LED 照明核心技术

核心技术名称	用途
无频闪无噪声数模混合无级调光技术	运用了 1%深度调光技术，把输入的 PWM 调光信号转化为芯片内部的模拟调光信号，实现了无频闪、无噪声的无极调光。高精度小体积智能混色技术，搭配 PWM 调光电源实现了调光调色温的智能 LED 照明。
智能超低待机功耗技术	原开关面板控制关闭后即无电流，因为智能化开关关闭后通过软件控制没有断电，在无断电的情况下保证节能。
多通道高精度智能混色技术	通过全色域多通道混色技术，突破了传统 RGB 混色色域不足且精确度低的技术难点，实现了彩色智能照明，全色域调光精度达到 0.1%。高兼容无频闪可控硅调光技术
高兼容无频闪可控硅调光技术	采用了可控硅调光器的检测电路和泄放回路控制，提升了 LED 灯对可控硅调光器的兼容性，不会出现闪烁。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

3 AC/DC+DC/DC 产品打造公司第二成长曲线。

内置 AC/DC 电源芯片主要聚焦于大、小家电业务领域。2022 年上半年，共有 5 颗应用于空气炸锅、暖风机等小家电的新品实现销售，其中去 VCC 电容系列产品具有集成度高、成本较低等优势，推出后获得市场认可。

图 10 公司“无 VCC 电容”方案

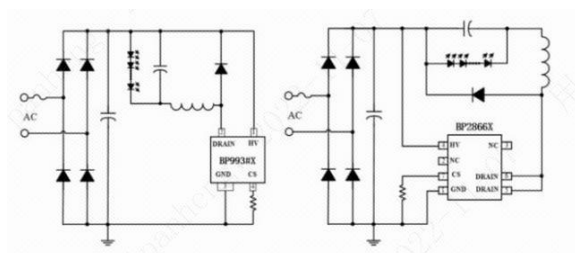


图 11 无 VCC 电容的优势

全系列无VCC电容，无启动电阻

消除VCC电容失效的风险

省去外部VCC电容的PCB加工成本

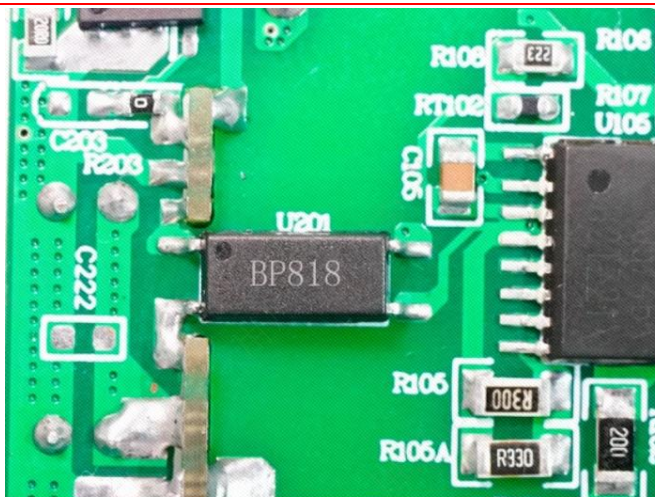
- 电容品质参差不齐引起温度寿命不达标
- 电容焊接时虚焊、连锡短路
- 贴片电容拼板拆分用力导致管脚断裂

资料来源：公司官网，上海证券研究所

资料来源：公司官网，上海证券研究所

外置 AC/DC 电源芯片产品方面，晶丰明源成为优先快充方案上采用磁耦通讯的国内厂商，磁耦通讯具有速度快，低功耗，高可靠性，寿命长等诸多优势，适合高可靠性和高效率开关电源应用，避免光耦老化带来的电压漂移。公司推出具有 IGBT 结构的符合功率管 20W 快充产品，通过优化内部控制技术，在保证性能的前提下，很好的兼顾成本与效率，市场竞争力显著，目前已成功进入市场。同时，拥有完全自主知识产权的国内首创的磁耦+ACOT 65W GAN 快充产品已完成样品评估，各项关键技术已经验证通过，产品经过第三季度改版后，计划第四季度进入客户送样阶段。公司通过三年的研发周期，把原副边技术产品化，成功覆盖从 20W-65W 的功率产品，克服技术壁垒，对公司市场推广有很大的助力作用。

图 12 晶丰明源磁耦 BP818

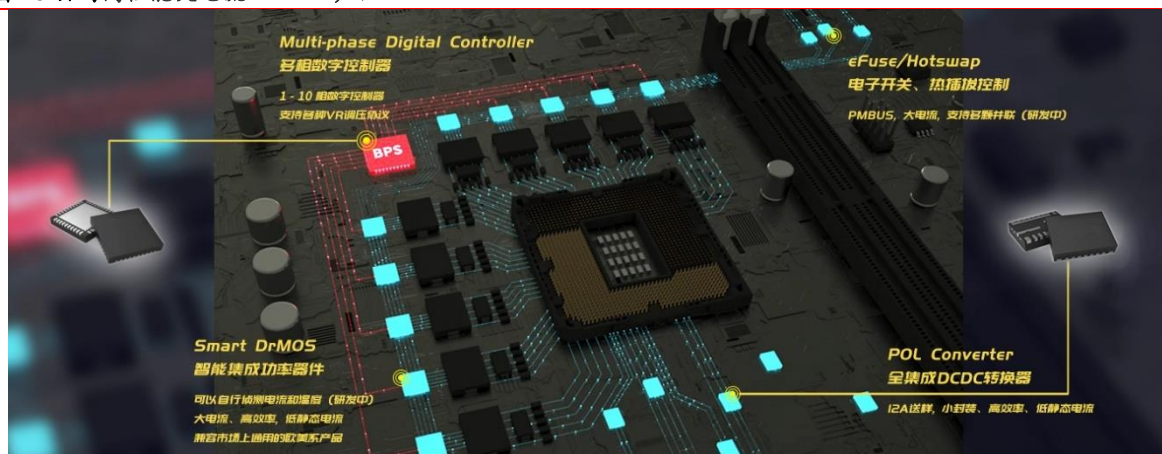


资料来源：充电头网，上海证券研究所

公司将加大研发投入，在高性能大电流 DC/DC 电源芯片领域，实现国产化。公司上半年正式推出首款国产 10 相数字控制电源管理芯片 BPD93010，已正式进入市场且首家客户正式量产，开始形成销售收入，有望广泛应用于 PC、服务器、数据中心、基站等领域。公司已完成了向力来托半导体（上海）有限公司购买电源管理设计的半导体器件与工艺对应的技术及知识产权。随着自主工艺技术能力的完善，公司进一步提升了在大电流 DC/DC 电源管理产品竞争力。

受市场环境等因素影响，公司已终止与凌鸥创芯的重组事项。但公司在产品方面仍与凌鸥创芯持续合作，并为凌鸥创芯提供产能支持，共同向市场推出辅助电源与 MCU 组合的产品方案，目前公司 AC/DC 电源，大家电与凌鸥 MCU 一起推广，现已在客户端取得突破。

图 13 公司高性能大电流 DC/DC 产品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

4 盈利预测

1) LED 照明业务

一方面，公司持续消化自身库存，计划在年底恢复到健康水平，LED 通用照明业务毛利率将逐步回升至历史平均水平；另一方面，公司顺应行业发展趋势，积极布局智能 LED 照明业务，应用领域升维，故我们预计 2022-2024 年 LED 照明业务收入增速分别为-55.01%/+59.14%/+32.32%，毛利率为 21.34%/27.28%/29.30%。

2) 其他业务

内置 AC/DC 电源芯片，其主要聚焦于大、小家电业务领域，今年上半年有多种型号产品推出；外置 AC/DC 电源芯片，公司已经成为优先快充方案上采用磁耦通讯的国内厂商；DC/DC 电源芯片，公司推出首款国产 10 相数字控制电源管理芯片，未来国产替代空间广阔；电机驱动芯片受益于下游应用领域的广泛（包括家用电器、新能源、工业控制等领域），未来收入有望稳步提升。

综上所述，我们预计 22-24 年其他业务收入增速分别为-29.43%/+45.13%/+37.22%，毛利率为 26.00%/29.00%/32.00%。

3) 营收与毛利率总体预测

我们预计 2022-2024 年公司的营业收入将分别达到 10.82/17.04/22.69 亿元，同比-52.99%/+57.49%/+33.12%。我们综合预计 2022-2024 年公司的毛利率将分别达到 21.89%/27.46%/29.54%。

表 4：盈利预测

收入(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
LED 照明业务	2121.11	954.37	1518.79	2009.71
其他业务	181.24	127.90	185.62	254.71
合计	2302.35	1082.27	1704.41	2268.92
营业收入-同比	2021A	2022E	2023E	2024E
LED 照明业务	104.98%	-55.01%	59.14%	32.32%
其他业务	166.01%	-29.43%	45.13%	37.22%
合计	108.75%	-52.99%	57.49%	33.12%
毛利率	2021A	2022E	2023E	2024E
LED 照明业务	47.82%	21.34%	27.28%	29.30%
其他业务	49.15%	26.00%	29.00%	32.00%
合计	47.93%	21.89%	27.46%	29.54%

资料来源：Wind，上海证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为-2.13/+0.94/+2.63 亿元，同比-131.4%/+144.3%/+180.1%，对应 EPS 为-3.38/+1.50/+4.19 元，2023-2024 年 PE 为 89.29/31.88。未来伴随公司新品逐步推向市场，成长空间广阔，给予“买入”评级。

5 风险提示

1)新产品研发不及预期

由于集成电路新产品的研发投入金额较大，如果产品研发失败或未被市场接受，则不但无法拓展新的市场领域，前期对新产品的研发投入亦将无法收回。

2)供应商依赖风险

在发行人业务规模快速提升的情况下，原材料供应商及外协加工商可能无法及时调整产能以满足公司采购需求，将对公司的生产经营产生较大的不利影响。

3)技术升级迭代风险

如果公司不能及时准确地把握市场需求和技术趋势、突破技术难关，无法研发出具有商业价值、符合市场需求的新产品，将对公司市场竞争能力和持续盈利能力产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	331	1042	1407	1833
应收票据及应收账款	283	78	64	125
存货	391	102	172	272
其他流动资产	1009	399	357	332
流动资产合计	2014	1621	2001	2561
长期股权投资	18	23	28	33
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	37	45	52	53
在建工程	0	0	0	0
无形资产	28	33	48	73
其他非流动资产	706	706	706	706
非流动资产合计	789	807	834	864
资产总计	2803	2428	2835	3425
短期借款	204	509	549	614
应付票据及应付账款	231	145	336	508
合同负债	173	51	87	128
其他流动负债	198	190	237	286
流动负债合计	806	895	1208	1536
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	90	90	90	90
非流动负债合计	90	90	90	90
负债合计	896	985	1298	1625
股本	62	62	62	62
资本公积	984	984	984	984
留存收益	861	397	491	754
归属母公司股东权益	1907	1443	1537	1800
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1907	1443	1537	1800
负债和股东权益合计	2803	2428	2835	3425

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	505	275	240	322
净利润	711	-213	94	263
折旧摊销	33	19	22	25
营运资金变动	-123	489	158	78
其他	-116	-21	-35	-45
投资活动现金流量	-327	383	85	39
资本支出	-58	-31	-42	-48
投资变动	-310	394	95	45
其他	41	19	33	43
筹资活动现金流量	-94	54	40	65
债权融资	183	306	40	65
股权融资	15	0	0	0
其他	-293	-252	0	0
现金净流量	84	711	365	426

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2302	1082	1704	2269
营业成本	1199	845	1236	1599
营业税金及附加	8	3	5	7
销售费用	46	45	43	57
管理费用	103	114	78	121
研发费用	299	370	320	290
财务费用	3	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	47	19	33	43
公允价值变动损益	51	0	0	0
营业利润	763	-224	97	275
营业外收支净额	-3	2	2	2
利润总额	760	-223	99	277
所得税	49	-10	5	14
净利润	711	-213	94	263
少数股东损益	33	0	0	0
归属母公司股东净利润	677	-213	94	263

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	47.9%	21.9%	27.5%	29.5%
净利率	29.4%	-19.6%	5.5%	11.6%
净资产收益率	35.5%	-14.7%	6.1%	14.6%
资产回报率	24.2%	-8.8%	3.3%	7.7%
投资回报率	28.6%	-11.4%	2.8%	8.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	108.7%	-53.0%	57.5%	33.1%
EBIT 增长率	1,602.3%	-136.2%	126.2%	264.0%
归母净利润增长率	883.7%	-131.4%	144.3%	180.1%
每股指标 (元)				
每股收益	10.77	-3.38	1.50	4.19
每股净资产	30.32	22.94	24.43	28.62
每股经营现金流	8.03	4.37	3.81	5.11
每股股利	4	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.82	0.45	0.60	0.66
应收账款周转率	8.13	13.94	26.46	18.20
存货周转率	3.07	8.26	7.17	5.89
偿债能力指标				
资产负债率	32.0%	40.6%	45.8%	47.4%
流动比率	2.50	1.81	1.66	1.67
速动比率	1.65	1.54	1.37	1.37
估值指标				
P/E	12.40	—	89.29	31.88
P/B	4.41	5.82	5.47	4.67
EV/EBITDA	28.11	-35.51	88.71	28.28

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。