

2019年07月15日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师：

021-68591558

联系人：

021-60338168

王凌涛 S0350514080002

wanglt01@ghzq.com.cn

沈钱 S0350118110016

shenq@ghzq.com.cn

紧抓物联机遇，Wi-Fi 解决方案国产领军者

——乐鑫科技（688018）新股研究报告

投资要点：

- **公司发展势头正猛，盈利能力出类拔萃。**公司成立于2008年，目前致力于面向物联网领域的芯片开发。近三年业绩高速增长，驶入成长快车道，营业收入从1.23亿成长至4.75亿，年复合增长96.55%，归母净利润则从45万元增长至9388万元，年复合增长率高达1444.38%。公司产品突出的市场竞争力使公司具备优秀的盈利能力，核心技术产品毛利率高企，整体毛利率维持在50%以上的较高水平，经营效率也在不断改善，期间费用率逐年降低，净利率呈现出显著上升趋势。公司获得了众多知名智能电子终端企业的青睐，优质客户的高合作粘性，以及客户结构的多元化，为公司未来的稳定持续增长提供了保障。
- **专注研发设计，不断开发高品质新产品。**公司采用Fabless经营模式，潜心进行芯片设计的研究，研发团队背景雄厚、实力强劲，占总员工数的67%，研发投入持续增长，经过多年积累取得多项核心技术成果，为公司产品注入高附加值。公司的主要产品Wi-Fi MCU是物联网领域的核心通信芯片，公司已响应市场需求陆续开发出多款高品质的产品，其性能不断更新升级，性能优势明显，具有很高的综合性价比。公司开发了行业领先的物联网操作系统ESP-IDF，能够支持国内外众多知名云平台，并研发出具备语音识别、图像识别功能的AI-IoT软件开发框架，产品相关的开源社区十分活跃，用户自发参与度很高。
- **万物互联大势所趋，Wi-Fi 芯片前景广阔。**物联网行业当前正在蓬勃发展，应用领域不断扩大，已经深入到生活中的方方面面，智能家居、智能支付终端、智能可穿戴设备的市场规模均在高速增长，万物互联指日可待，下游产业的快速发展带动Wi-Fi芯片的需求日益旺盛。近年来，我国的集成电路产业规模持续扩大，其中设计产业的占比也在不断上升，但目前进口依赖度仍然较高，随着国产技术的进步，国产替代空间十分广阔，是公司发展的重大机遇。
- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予增持评级。**预计2019-2021年的归母净利润分别为1.21亿、1.53亿和1.93亿元，首次覆盖，给予增持评级。
- **风险提示：**（1）物联网行业发展不及预期；（2）竞争对手涌入竞争

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

加剧导致产品盈利能力下降；(3) 募投项目建设进度不及预期。

| 预测指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 474.92 | 609.32 | 764.70 | 941.35 |
| 增长率 (%) | 74.60% | 28.30% | 25.50% | 23.10% |
| 归母净利润 (百万元) | 93.88 | 120.80 | 153.48 | 193.00 |
| 增长率 (%) | 222.33% | 28.67% | 27.05% | 25.75% |
| 摊薄每股收益 (元) | 1.174 | 1.510 | 1.919 | 2.413 |
| ROE (%) | 30.16% | 27.96% | 26.21% | 24.79% |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 1、 乐鑫科技——Wi-Fi MCU 芯片设计国产之光..... | 5 |
| 1.1、 收入业绩共增长 | 5 |
| 1.2、 研发铸就竞争力 | 7 |
| 2、 万物互联大势所趋，Wi-Fi 芯片前景广阔 | 10 |
| 3、 募投项目助力公司扩大经营规模 | 13 |
| 4、 盈利预测与评级 | 14 |
| 预计 2019-2021 年的归母净利润分别为 1.21 亿、1.53 亿和 1.93 亿元，首次覆盖，给予增持评级。 | 14 |
| 5、 风险提示..... | 14 |
| (1) 物联网行业发展不及预期； | 14 |
| (2) 竞争对手涌入竞争加剧导致产品盈利能力下降； | 14 |
| (3) 募投项目建设进度不及预期。 | 14 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 公司股权结构 | 5 |
| 图 2: 公司过去三年营收情况 | 6 |
| 图 3: 公司过去三年净利润情况 | 6 |
| 图 4: 公司毛、净利率情况 | 6 |
| 图 5: 公司主要产品毛利率情况 | 6 |
| 图 6: 公司过去三年期间费用率 | 7 |
| 图 7: 2016 年公司客户结构图 | 7 |
| 图 8: 2018 年公司客户结构图 | 7 |
| 图 9: 公司经营模式 | 8 |
| 图 10: 公司研发费用情况 | 9 |
| 图 11: 公司与同行业上市公司毛利率比较 | 9 |
| 图 12: 公司产品的应用层次 | 10 |
| 图 13: 2013-2017 年中国集成电路产业规模 | 11 |
| 图 14: 2011-2017 年中国芯片设计产业规模 | 11 |
| 图 15: 2013-2017 年中国集成电路进出口情况 | 11 |
| 图 16: 2017 年全球前十大集成电路设计厂商 | 11 |
| 图 17: 全球物联网设备数量 | 12 |
| 图 18: 全球物联网终端市场规模 | 12 |
| 图 19: 全球 Wi-Fi 芯片市场规模 | 12 |
| 图 20: 中国智能家居市场规模 | 13 |
| 图 21: 全国联网 POS 终端保有量 | 13 |
| 图 22: 全球可穿戴设备出货量 | 13 |
| 表 1: 公司主要产品 | 9 |
| 表 2: 公司募集资金投资项目 | 14 |

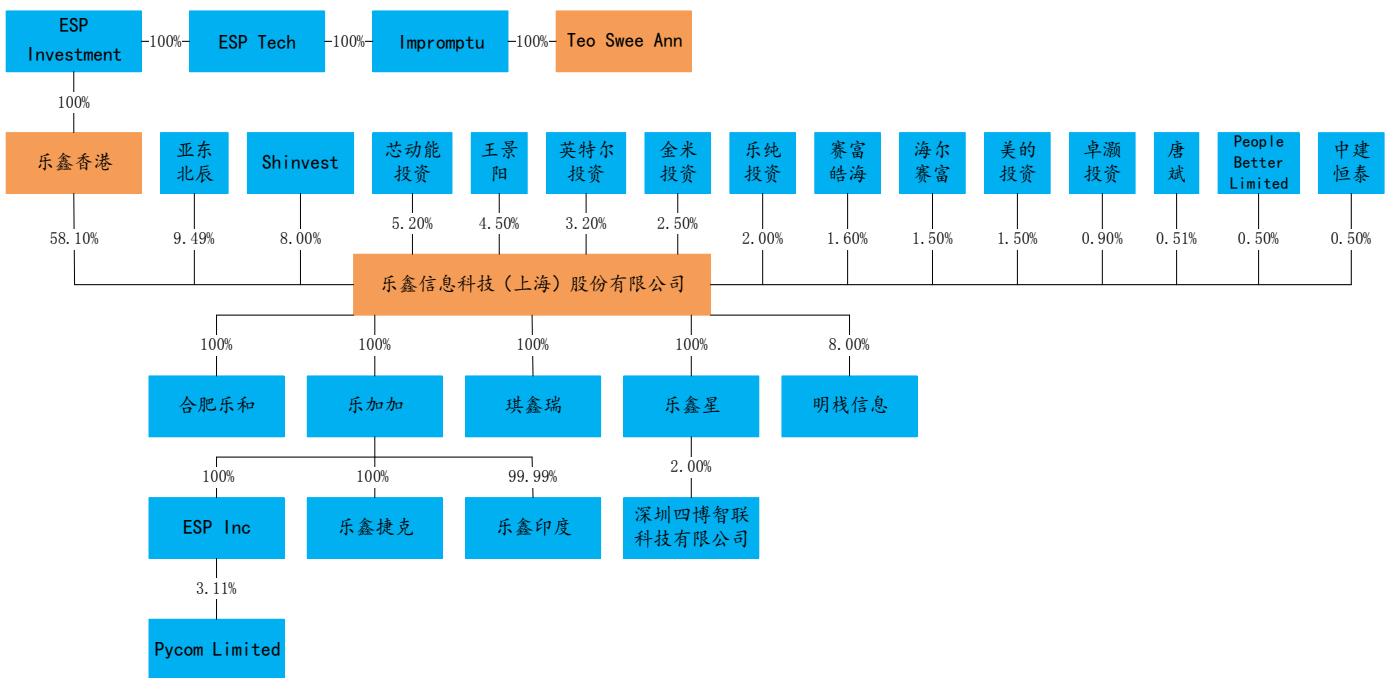
1、乐鑫科技——Wi-Fi MCU 芯片设计国产之光

1.1、收入业绩共增长

公司成立于 2008 年，是一家全球化的无晶圆厂半导体公司，致力于研究、设计、开发安全可靠的 Wi-Fi 和蓝牙技术解决方案。公司目前研发、生产和销售物联网 Wi-Fi MCU 通信芯片及其模组主要面向智能家居、智能照明、智能支付终端、智能可穿戴设备、传感设备及工业控制等物联网领域。

乐鑫香港为控股股东，Teo Swee Ann（张瑞安）为实际控制人。截至招股说明书签署日，乐鑫香港直接持有公司 58.10% 的股份，是公司的控股股东。Teo Swee Ann 先生通过 Impromptu、ESP Tech、ESP Investment 及乐鑫香港的架构间接持有本公司 58.10% 的股份，为公司的实际控制人，并担任公司的董事长、总经理。公司总部位于中国上海，且在大中华地区、印度和欧洲都设立了子公司。

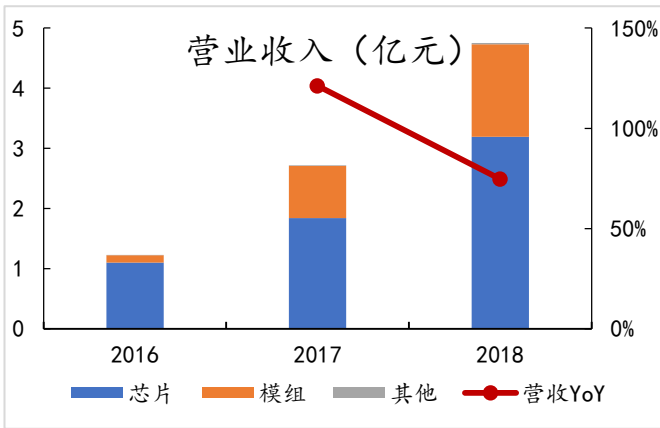
图 1：公司股权结构



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

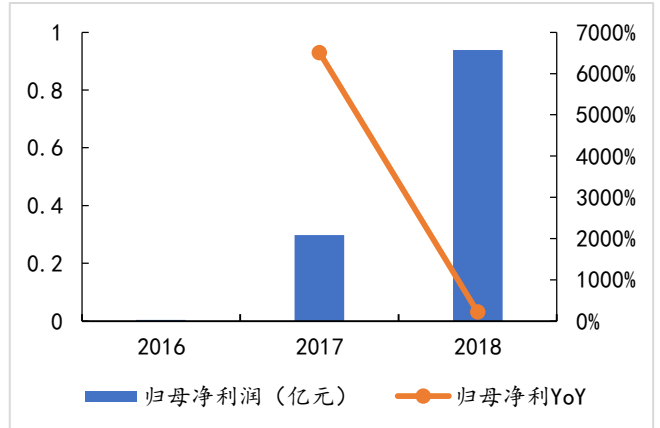
业绩驶入成长快车道。公司过去三年实现营业收入及业绩的快速成长，2016-2018 年间，营业收入从 1.23 亿成长至 4.75 亿，年复合增长 96.55%，归母净利润则从 45 万元增长至 9388 万元，年复合增长率高达 1444.38%。公司的核心技术产品包括芯片和模组，两者对公司收入的贡献占比超过 99%。

图 2：公司过去三年营收情况



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

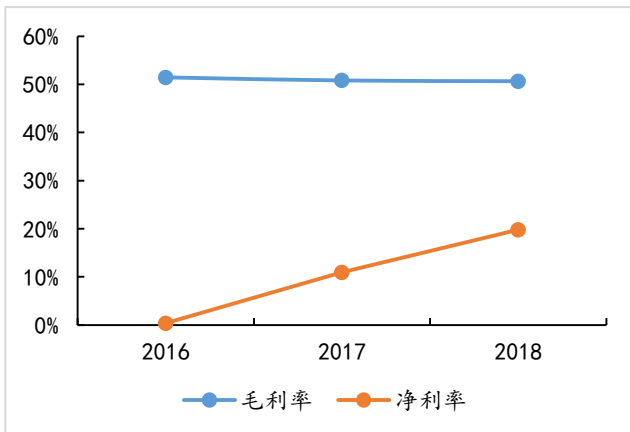
图 3：公司过去三年净利润情况



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

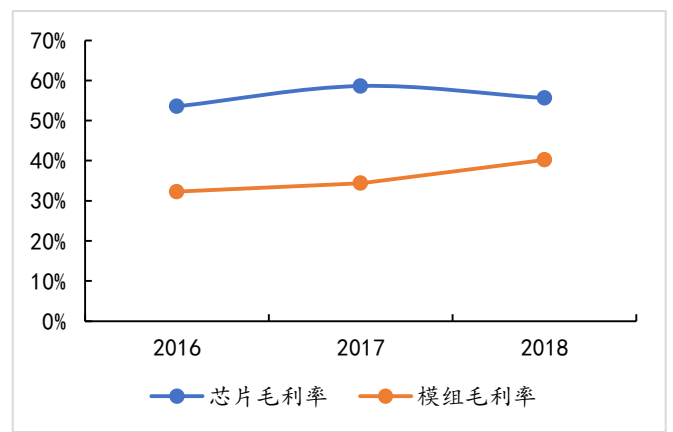
毛利率高企，净利率逐年增长。公司的芯片产品毛利率高于模组，2018 年，产量扩大、竞争加剧使芯片的毛利率有所下降，而受益于模组产品营收占比的迅速增长使其毛利率在 2018 年呈现出明显的上升趋势，因此，公司的整体毛利率仍基本维持在 50% 以上，三年毛利率的高企，反映了产品突出的市场竞争力和公司优异的盈利能力。由于规模效应，随着销售量的增长销售费用率有所下降，管理费用率也大幅降低，公司的经营效率在不断改善并达到了较高水平，从而带动了公司净利率的提升。

图 4：公司毛、净利率情况



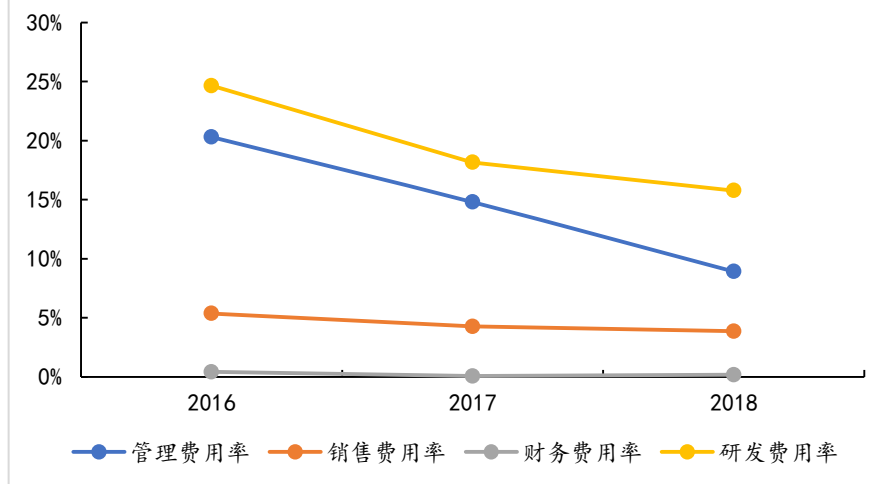
资料来源：招股说明书，国海证券研究所

图 5：公司主要产品毛利率情况



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

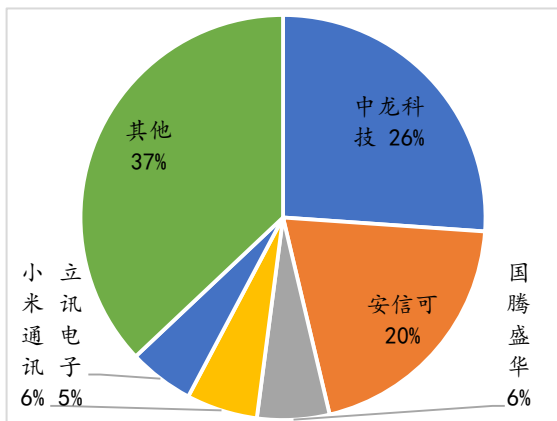
图 6：公司过去三年期间费用率



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

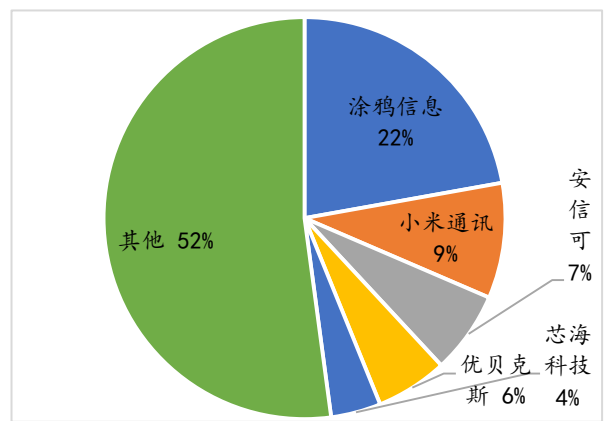
客户资源优质，结构趋于多元化。受益于出色的产品性能、优异的服务品质与活跃的开源生态体系，包括涂鸦智能、小米通讯等众多国内知名智能电子终端企业成为公司的客户，且采购量和采购品类不断增长，持续的新客户拓展，使得公司的客户结构更加多元化，从而减轻了对大客户的依赖，2016年，前五大客户的收入占比高达63%，而到2018年，占比已经下降至48%，客户结构的不断改善，为公司未来持续稳定的成长提供较好的保障。

图 7：2016 年公司客户结构图



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

图 8：2018 年公司客户结构图



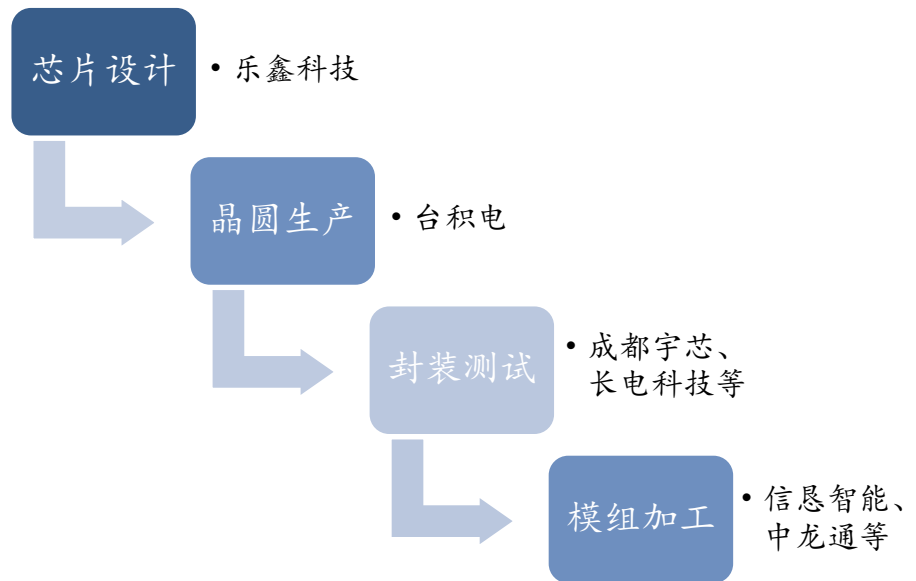
资料来源：招股说明书，国海证券研究所

1.2、研发铸就竞争力

Fabless 模式经营，专注研发设计。公司的经营模式采用国际集成电路行业通行的 Fabless 模式，只需集中优势进行集成电路的研发、设计和销售，而无需进行生产制造。公司与其他领域的知名企业合作，将自行设计好的集成电路版图交由台积电等晶圆制备厂进行生产，再由成都宇芯、长电科技等封测企业进行封装

测试，芯片成品主要用于销售，部分交给信恩智能、中龙通等进一步加工为模组再销售。

图 9: 公司经营模式



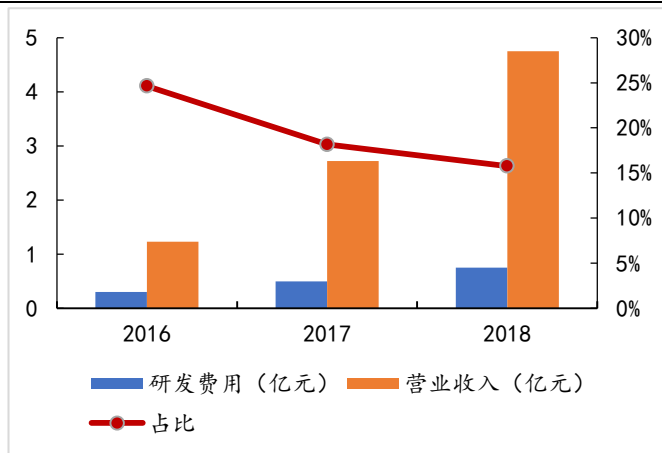
资料来源：招股说明书，国海证券研究所

技术人员背景雄厚，研发投入持续增长。作为一家半导体设计公司，研发团队是公司成长最为重要的内核之一，公司董事长及总经理 Teo Swee Ann 毕业于新加坡国立大学电子工程专业，曾工作于多家国际知名芯片设计企业，深耕芯片技术研究多年，在其带领下，公司已经组建了一支较强的研发团队，公司当前拥有研发人员 162 人，占总员工数的 67%。

公司长期注重研发投入，2016-2018 年的研发投入金额分别为 3029 万元、4938 万元、7490 万元，营收占比分别为 24.64%、18.16%和 15.77%，保持在较高水平。目前，公司的主要研发方向分为现有产品的更新换代和新技术、新产品的创新研发，包括 Wi-Fi 标准升级、MIMO 技术应用、蓝牙标准升级、产品内存、安全机制、人工智能等各种方面。

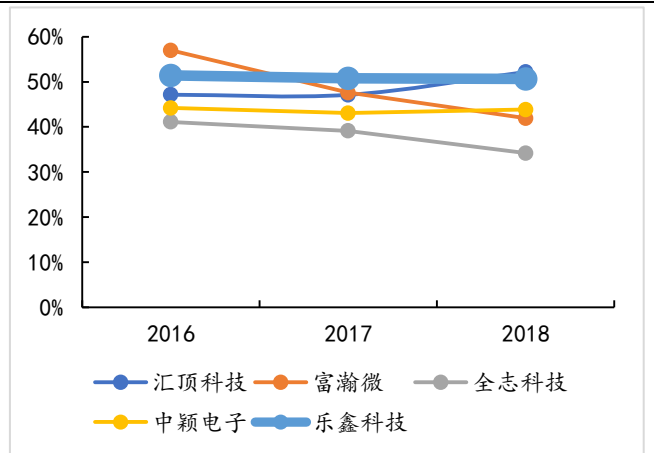
经过多年积累，公司已斩获 48 项专利技术，其中 22 项为发明专利，多项核心软硬件技术—如大功率 Wi-Fi 射频技术、高度集成的芯片设计技术、低功耗电路设计技术、Wi-Fi 物联网异构实现方法、Wi-Fi Mesh 组网技术、BLE-Mesh 组网、AI 压缩算法技术等—亦顺利开发，此类核心技术为公司的产品注入高附加值，提升客户对公司的认可度，是公司具备较强盈利能力的基础之一，相较于同行业上市公司，公司的毛利率位于行业前列。相信未来公司的研发团队仍能为公司带来更多核心技术和产品，进而带动公司业绩的进一步成长。

图 10：公司研发费用情况



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

图 11：公司与同行业上市公司毛利率比较



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

深耕 Wi-Fi MCU 芯片，不断开发新产品，性能优势明显。公司的主要产品 Wi-Fi MCU 是物联网领域的核心通信芯片，近两年在该领域市占率维持在 30% 上下。经过多年的技术研发与积累，公司已响应市场需求陆续开发出多款高品质的产品，其性能不断更新升级。公司芯片集成度高、尺寸小、功耗低、安全性高，能够融合 AI 人工智能、满足下游开发者的多元化需求，具有很高的综合性价比。

对已推出的产品的更新升级是公司产品具备长期市场竞争力的基础，公司计划在 ESP32 S 系列的第一款产品 ESP32 S2 芯片置入 BLE 5.1、定位及语音交互等功能，推出具备更强计算能力、符合 AI 应用更高诉求的多核芯片产品 ESP32 S3。

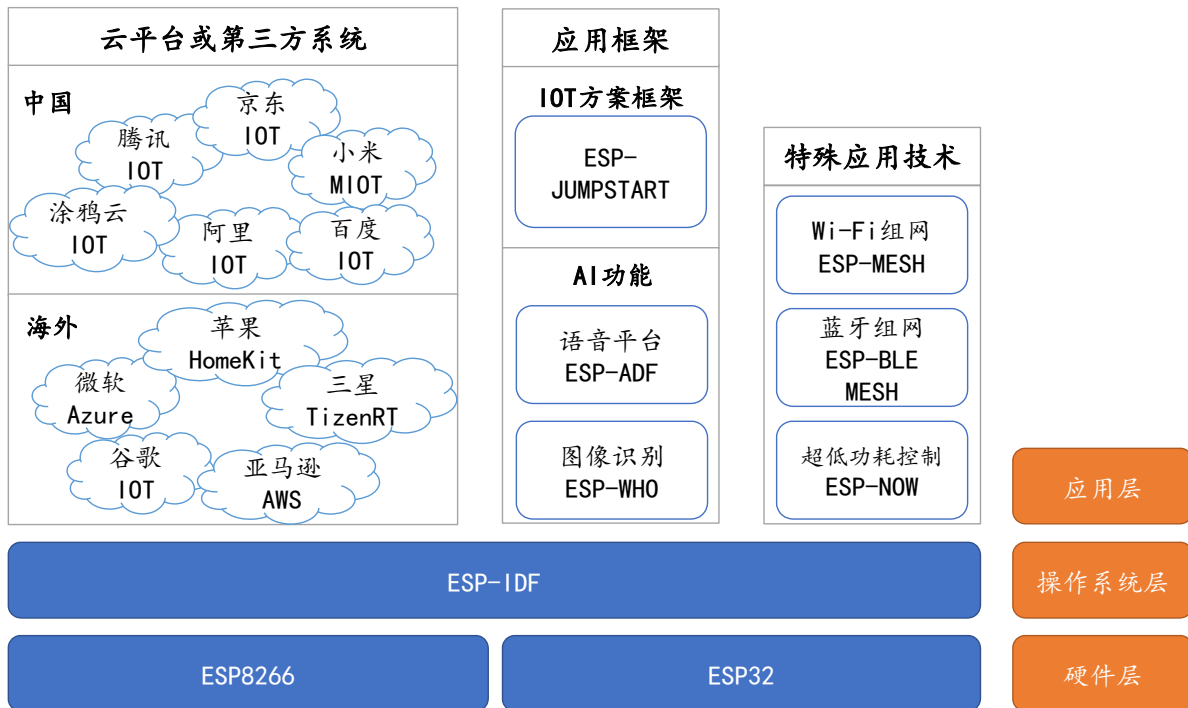
表 1：公司主要产品

| 产品类别 | 主要产品名称 | 产品特点 | 应用领域 |
|------|--------------|---|-------------------------------------|
| 芯片 | ESP8089 系列芯片 | 2013 年发布，单 Wi-Fi 芯片，集成度高、抗干扰能力强、功耗低 | 智能家居、智能照明、智能支付终端、智能可穿戴设备、传感设备及工业控制等 |
| | ESP8266 系列芯片 | 2014 年发布，集成 32 位 MCU 的 Wi-Fi 芯片，集成度高、功耗低、综合性价比高，支持众多主流物联网平台 | |
| | ESP32 系列芯片 | 2016 年发布，集成双核 32 位 MCU 的芯片，支持 Wi-Fi、传统蓝牙、低功耗蓝牙等多通协议、运算、存储功能强、功耗低、安全性高、融合 AI 人工智能，用途广泛，支持众多主流物联网平台 | |
| | ESP32 S 系列芯片 | 2019 年发布，独立于 ESP32 系列，搭载单核 32 位处理器，首次引入 USB 接口，集成度高、功耗低、安全性高、应用场景丰富、便于二次开发，安全性能更为完善 | |
| 模组 | ESP8266 系列模组 | 2014 年发布，基于 ESP8266 系列芯片制造的模组，集成度高、功耗低、尺寸小，易于二次集成，产品认证全 | |
| | ESP32 系列模组 | 2016 年发布，基于 ESP32 系列芯片制造的模组，引脚全，便于电路板设计，射频性能出众，产品认证全 | |

资料来源：招股说明书，国海证券研究所

物联网操作系统及 AI-IoT 软件行业领先，开源生态系统深受欢迎。公司开发了物联网操作系统 ESP-IDF，能够支持 Google 云、亚马逊 AWS 云、微软 Azure 云、苹果 HomeKit、阿里云、小米、百度云等众多国内外知名平台，并为公司的物联网芯片与模组产品实现 AI 人工智能、云平台对接等应用功能提供了系统基础。公司研发的 ESP-ADF、ESP-WHO 等 AI-IoT 软件开发框架则具备语音识别、图像识别等功能。公司产品的相关开源社区十分活跃，用户已设计了超过 25000 个代码开源项目，且已有多本产品相关书籍被编写完成，这有利于拓展产品的应用领域、提高公司的市场覆盖率。

图 12：公司产品的应用层次

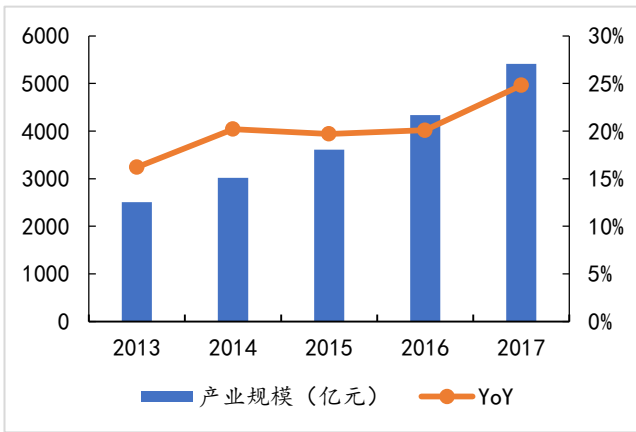


资料来源：招股说明书，国海证券研究所

2、万物互联大势所趋，Wi-Fi 芯片前景广阔

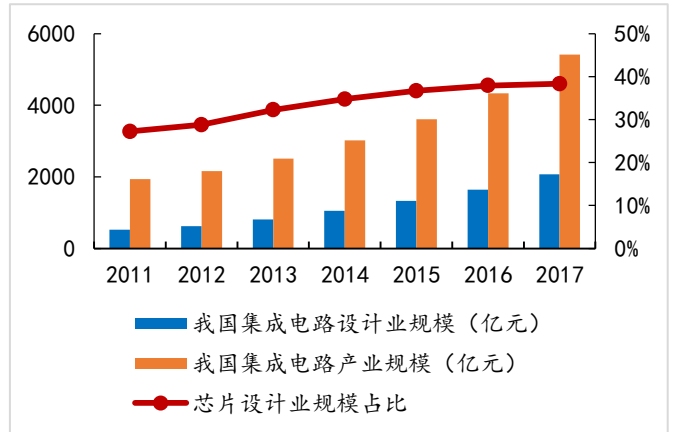
国产集成电路产业呈现高增长态势。集成电路的制造包括设计、制造、封装、测试等多个环节，而设计是一切的基础和关键，凝聚着芯片的核心技术，决定了芯片的性能。近年来，我国的集成电路产业规模持续扩大，其中设计产业的占比不断上升，近 7 年复合增长率为 25.7%，核心地位逐渐稳固。

图 13: 2013-2017 年中国集成电路产业规模



资料来源: 招股说明书, 中国半导体行业协会, 国海证券研究所

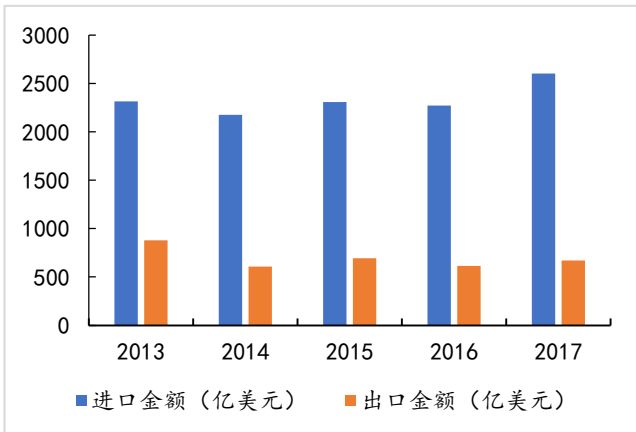
图 14: 2011-2017 年中国芯片设计产业规模



资料来源: 招股说明书, 中国半导体行业协会, 国海证券研究所

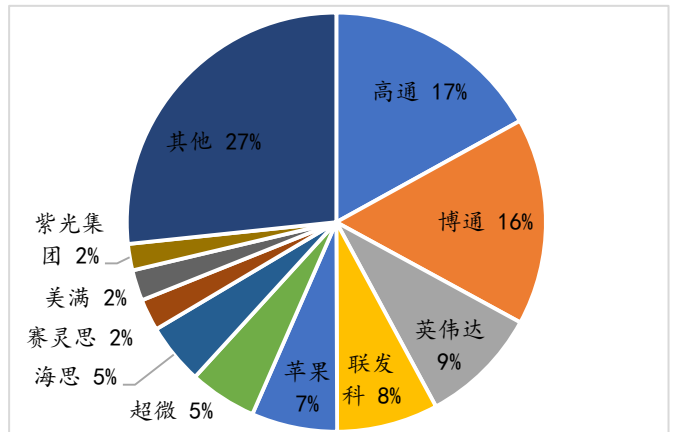
集成电路产业高度依赖进口, 国产替代市场广阔。尽管我国的集成电路技术正在迅速发展, 但因起步较晚与发达国家还存在不小的差距, 行业的进出口逆差巨大。2017 年全球前十大集成电路设计厂商绝大部分为海外公司, 国内企业销售额不到 10%, 自给率很低。这一方面凸显了国产技术进步的紧迫性, 另一方面又体现出国产替代的广阔空间, 对国内公司来说既是挑战更是机遇。

图 15: 2013-2017 年中国集成电路进出口情况



资料来源: 招股说明书, 中国半导体行业协会, 国海证券研究所

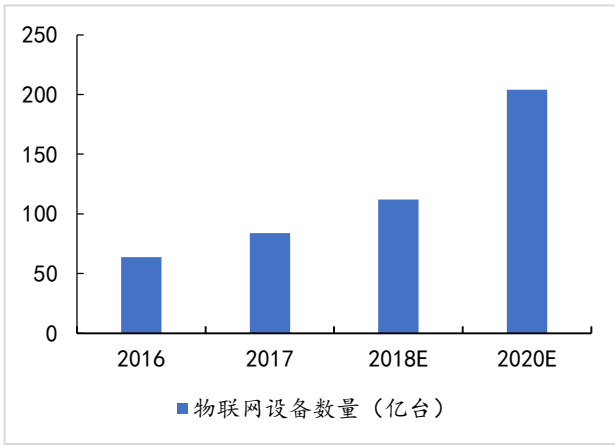
图 16: 2017 年全球前十大集成电路设计厂商



资料来源: 招股说明书, IC Insight, 国海证券研究所

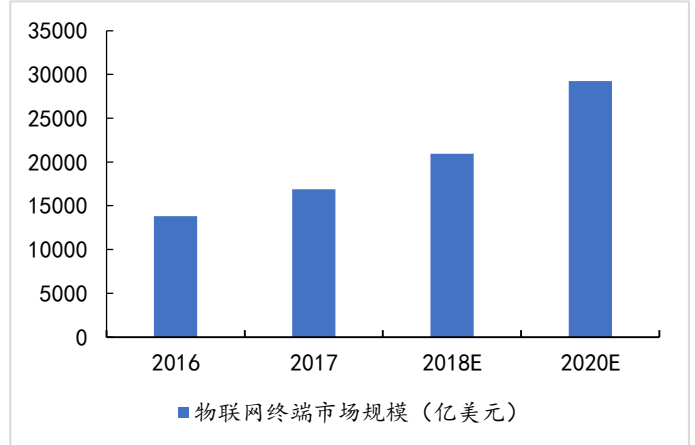
物联网领域蓬勃发展, Wi-Fi 芯片需求日益旺盛。近年来, 物联网市场规模迅速扩大, Gartner 预计, 到 2020 年全球联网设备数量将达 204.12 亿台, 物联网终端市场规模将达 2.93 万亿美元, 保持年均 25-30% 的高速增长。无线通信芯片是物联网设备必不可少的元件, 物联网的快速普及带动上游芯片产业的进一步成长。根据 Markets and Markets 的预测, 全球 Wi-Fi 芯片市场将在 2020 年达到 197 亿美元。

图 17: 全球物联网设备数量



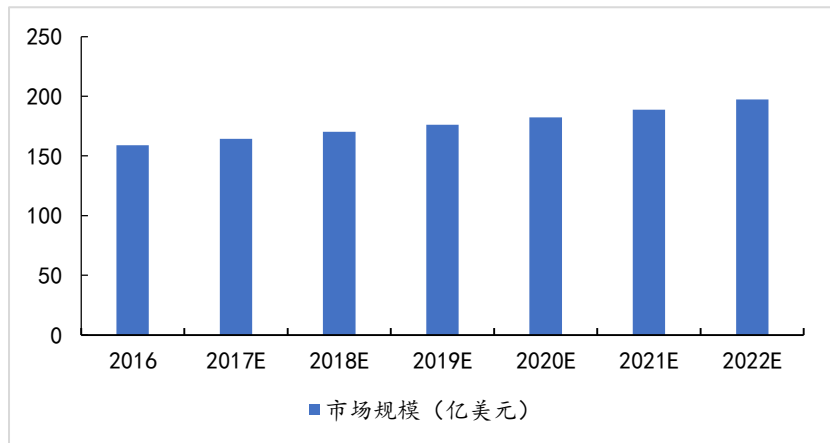
资料来源: 招股说明书, Gartner, 国海证券研究所

图 18: 全球物联网终端市场规模



资料来源: 招股说明书, Gartner, 国海证券研究所

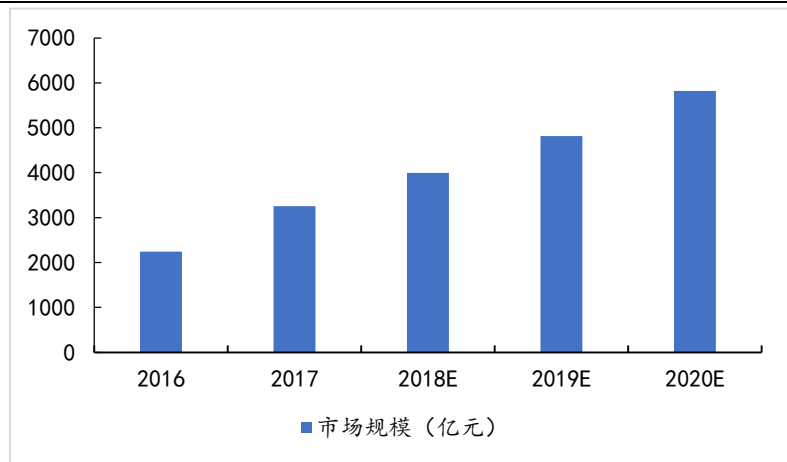
图 19: 全球 Wi-Fi 芯片市场规模



资料来源: 招股说明书, Markets and Markets, 国海证券研究所

物联网应用领域广泛, 智能家居、智能支付终端、智能可穿戴设备势头正猛。物联网已经渗透到生活中的方方面面, 仅智能家居就涵盖了智能照明、智能家电、智能插座、扫地机器人等等, 遍布家庭的每一个角落, 呈现出万物互联的态势。艾瑞咨询预计, 到 2020 年, 我国智能家居市场规模将达到 5,819.3 亿元, 年复合增速达到 27%, 渗透率将上升至 0.5%, 且有进一步成长的广阔空间。

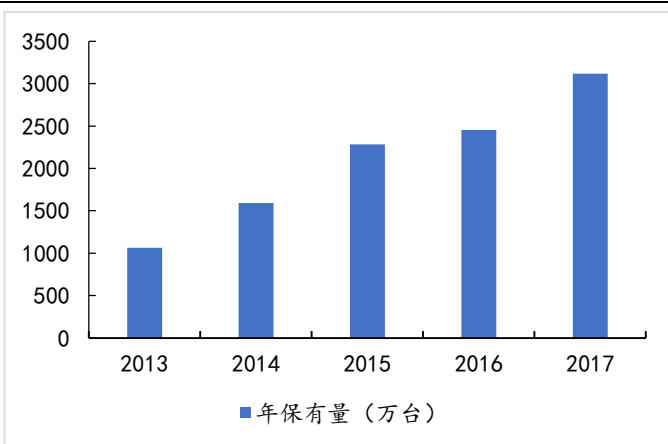
图 20: 中国智能家居市场规模



资料来源: 招股说明书, 艾瑞咨询, 国海证券研究所

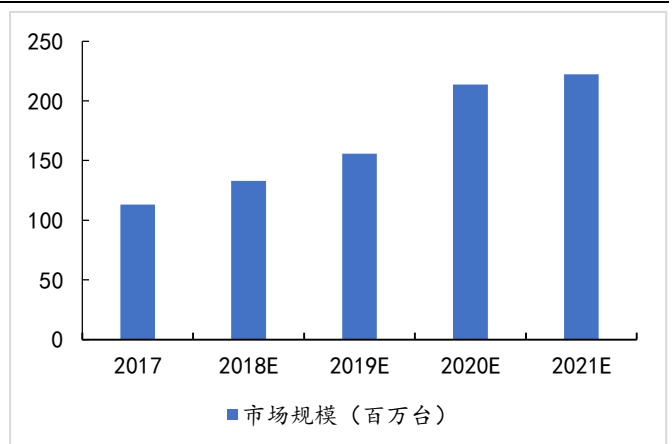
移动支付已成为日常交易不可或缺的一部分, 银联闪付、二维码扫码等支付方式的普及带动了对智能支付终端的市场需求。全国联网 POS 终端保有量持续增长, 2017 年已经超过 3000 万台。随着人们对个人佩戴设备要求的提高, 智能手表、智能手环、智能眼镜层出不穷, 智能可穿戴设备市场飞速发展, 研究机构 IDC 预测 2021 年全球出货量将达到 2.2 亿台。

图 21: 全国联网 POS 终端保有量



资料来源: 招股说明书, 易观数据, 国海证券研究所

图 22: 全球可穿戴设备出货量



资料来源: 招股说明书, IDC, 国海证券研究所

3、募投项目助力公司扩大经营规模

公司此次拟向社会公众公开首发不超过 2,000.00 万股人民币普通股 (A 股), 募集资金主要投入标准协议无线互联芯片技术升级项目、AI 处理芯片研发及产业化项目、研发中心建设项目以及作为发展与科技储备资金, 拟需要投入资金共计 10.11 亿元。

表 2：公司募集资金投资项目

| 项目名称 | 投资金额 (万元) | 使用募集资金额 (万元) | 建设期 (年) |
|------------------|------------|--------------|---------|
| 标准协议无线互联芯片技术升级项目 | 16,795.33 | 16,795.33 | 2 |
| AI 处理芯片研发及产业化项目 | 15,768.27 | 15,768.27 | 2 |
| 研发中心建设项目 | 8,577.33 | 8,577.33 | 2 |
| 发展与科技储备资金 | 60,000.00 | 60,000.00 | |
| 合计 | 101,140.93 | 101,140.93 | |

资料来源：招股说明书，国海证券研究所

标准协议无线互联芯片技术升级项目对 Wi-Fi 芯片产品进行迭代升级；AI 处理芯片研发及产业化项目研发具有图像处理、语音识别、视频编码等功能的 AI 处理芯片；研发中心建设项目通过租赁新场地、购入新设备、引进技术人才，改善研发环境和辅助设备；发展与科技储备资金主要用于低功耗蓝牙芯片研发及产业化项目、RISC-V 核应用处理器项目、用于室内定位的毫米波雷达芯片研发项目和 Wi-Fi EHT 芯片研发项目。以上这些项目，能够丰富公司产品品类，提升公司的自主研发能力，进一步扩大公司在物联网芯片领域的市场份额。

4、盈利预测与评级

预计 2019-2021 年的归母净利润分别为 1.21 亿、1.53 亿和 1.93 亿元，首次覆盖，给予增持评级。

5、风险提示

- (1) 物联网行业发展不及预期；
- (2) 竞争对手涌入竞争加剧导致产品盈利能力下降；
- (3) 募投项目建设进度不及预期。

| 预测指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 474.92 | 609.32 | 764.70 | 941.35 |
| 增长率 (%) | 74.60% | 28.30% | 25.50% | 23.10% |
| 归母净利润 (百万元) | 93.88 | 120.80 | 153.48 | 193.00 |
| 增长率 (%) | 222.33% | 28.67% | 27.05% | 25.75% |
| 摊薄每股收益 (元) | 1.174 | 1.510 | 1.919 | 2.413 |
| ROE (%) | 30.16% | 27.96% | 26.21% | 24.79% |

附表：乐鑫科技盈利预测表

| 证券代码：688018 | | 股价： | | | | 投资评级： | | 增持 | | 日期：2019-07-15 | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 财务指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 每股指标与估值 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | |
| ROE | 30.16% | 27.96% | 26.21% | 24.79% | EPS | 1.17 | 1.51 | 1.92 | 2.41 | | |
| 销售毛利率 | 50.66% | 50.70% | 50.70% | 50.70% | P/E | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 销售净利率 | 19.77% | 19.83% | 20.07% | 20.50% | P/B | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 成长能力 | | | | | P/S | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 收入增长率 | 74.60% | 28.30% | 25.50% | 23.10% | | | | | | | |
| 利润增长率 | 222.33% | 28.67% | 27.05% | 25.75% | 资产负债表(百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | |
| 营运能力 | | | | | 货币资金 | 174.85 | 243.94 | 338.28 | 468.72 | | |
| 总资产周转率 | 1.26 | 1.33 | 1.25 | 1.21 | 应收和预付款项 | 61.54 | 101.61 | 103.14 | 148.91 | | |
| 应收账款周转率 | 8.41 | 8.25 | 8.52 | 8.43 | 存货 | 111.02 | 97.58 | 164.21 | 158.05 | | |
| 存货周转率 | 2.11 | 3.08 | 2.30 | 2.94 | 其他流动资产 | 5.82 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 偿债能力 | | | | | 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 资产负债率 | 17.55% | 5.43% | 4.65% | 0.18% | 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 流动比 | 7.51 | 79.25 | 64.79 | -43.63 | 固定资产和在建工程 | 15.07 | 11.08 | 7.13 | 3.16 | | |
| 速动比 | 5.03 | 61.80 | 47.22 | -34.74 | 无形资产和开发支出 | 1.71 | 1.52 | 1.32 | 1.12 | | |
| | | | | | 其他非流动资产 | 7.47 | 1.13 | 0.00 | 0.00 | | |
| 利润表(百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 资产总计 | 377.48 | 456.84 | 614.08 | 779.95 | | |
| 营业收入 | 474.92 | 609.32 | 764.70 | 941.35 | 短期借款 | 0.00 | -13 | -29 | -50 | | |
| 营业成本 | 234.32 | 300.40 | 377.00 | 464.08 | 应付和预收款项 | 47.03 | 19.04 | 38.01 | 32.22 | | |
| 营业税金及附加 | 2.13 | 2.80 | 3.59 | 4.33 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 销售费用 | 18.32 | 24.43 | 31.51 | 38.12 | 其他负债 | 19.21 | 19.21 | 19.21 | 19.21 | | |
| 管理费用 | 117.20 | 146.91 | 180.55 | 218.67 | 负债合计 | 66.24 | 24.80 | 28.56 | 1.43 | | |
| 财务费用 | 0.83 | -4.15 | -6.37 | -9.38 | 股本 | 60.00 | 60.00 | 60.00 | 60.00 | | |
| 资产减值损失 | 1.75 | 1.03 | 0.98 | 1.01 | 资本公积 | 100.36 | 100.36 | 100.36 | 100.36 | | |
| 投资收益 | 1.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 留存收益 | 150.88 | 271.68 | 425.16 | 618.16 | | |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司股东权益 | 311.24 | 432.04 | 585.52 | 778.52 | | |
| 其他经营损益 | 3.5 | 4.2 | 3.1 | 2.6 | 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 营业利润 | 104.92 | 142.12 | 180.57 | 227.06 | 股东权益合计 | 311.24 | 432.04 | 585.52 | 778.52 | | |
| 其他非经营损益 | 1.68 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 负债和股东权益总计 | 377.48 | 456.84 | 614.08 | 779.95 | | |
| 利润总额 | 106.59 | 142.12 | 180.57 | 227.06 | 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | |
| 所得税 | 12.71 | 21.32 | 27.08 | 34.06 | 经营性现金净流量 | 74.24 | 72.25 | 101.89 | 140.61 | | |
| 净利润 | 93.88 | 120.80 | 153.48 | 193.00 | 投资性现金净流量 | 32.07 | 5.22 | 0.00 | 0.00 | | |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资性现金净流量 | 0.00 | -8.38 | -7.54 | -10.17 | | |
| 归属母公司股东净利 | 93.88 | 120.80 | 153.48 | 193.00 | 现金流量净额 | 112.32 | 69.08 | 94.35 | 130.44 | | |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近5年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

沈钱，电子科技大学光电工程学士，香港理工大学电子信息学博士，2018年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

王凌涛，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。