

2019年12月04日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

证券分析师： 宝幼琛 S0350517010002

baoyc@ghzq.com.cn

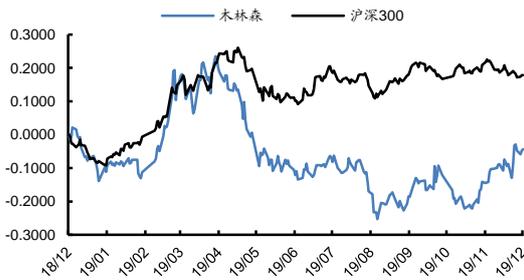
联系人： 张若凡 S0350119070030

zhangrf@ghzq.com.cn

成功转型品牌服务商，经营效益持续提升

——木林森（002745）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
木林森	11.3	17.3	-5.2
沪深300	-3.2	-0.9	17.8

市场数据 2019-12-04

当前价格（元）	12.41
52周价格区间（元）	9.69 - 16.70
总市值（百万）	15849.66
流通市值（百万）	9084.60
总股本（万股）	127716.85
流通股（万股）	73203.87
日均成交额（百万）	147.14
近一月换手（%）	61.67

相关报告

《木林森（002745）动态研究：LED封装品牌双龙头，业务边际改善》——2019-11-25

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%。

投资要点：

- LED封装龙头，成功转型品牌服务。**公司主营LED封装和LED应用产品，是LED封装的龙头，跟据LEDinside数据，公司2018年位居全球LED封装企业第五名，中国企业第一名。公司通过战略合作、并购等方式连接上游和下游产业，打造完整LED生态链。2018年公司完成了对LEDVANCE的收购，转型品牌服务商。LEDVANCE是海外照明巨头OSRAM（欧司朗）分拆的通用照明企业，拥有全球营销网络，与公司本部在品牌和渠道上产生互补。目前公司品牌业务已形成LEDVANCE+木林森的高端+低端品牌组合，成为国内LED封装+品牌双龙头。
- LED行业整体回暖。**LED正逐渐取代传统光源。前瞻产业研究院数据显示，2018年我国LED市场规模达到5985亿元，同比增长12.50%。国家颁布的一系列政策促使了LED产业近年来的飞速发展，但由于LED产业下游门槛较低，使得各类企业蜂拥而至，导致竞争加剧、利润下降、产品同质化上升、产品质量参差不齐。公司作为LED封装龙头企业，近年向下游进行拓展。公司通过并购的方式掌握核心技术、占据有利市场；加大研发，提升自身竞争力。目前LED产业供过于求，主要系中美贸易战、国家补贴使得产能过剩等原因，预计未来经济情况转好、产业聚集度上升后，在显示屏带动下下游需求进一步扩大。
- LEDVANCE转向LED，转型进度超预期。**LEDVANCE原主营传统照明，收购前LEDVANCE建有16个全球研发基地，目前正在通过关厂等措施实现从传统照明向LED应用的转型。LEDVANCE海外加速关厂，但盈利能力超市场预期，我们认为其中原因主要有两点：1）LEDVANCE业务加速向高毛利的LED产品转型，利润率有所提升；2）关厂过程中人员整合顺利，厂房设备、土地等资产处置得当，关厂成本低于预期。
- 盈利预测和投资评级：维持“增持”评级。**我们认为，目前公司已成为国内LED封装+品牌双龙头，公司本部和LEDVANCE的业绩正持续改善。我们预计，公司2019-2021年EPS分别为0.71/0.85/1.01元，对应当前股价PE分别为18/15/12倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**1）LED封装产品价格战继续的风险；2）与LEDVANCE协同效应不及预期的风险；3）公司业绩不及预期的风险；4）汇率

波动的不确定性风险；5) 系统性风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	17952	20848	22962	25276
增长率(%)	120%	16%	10%	10%
归母净利润(百万元)	720	903	1091	1285
增长率(%)	8%	25%	21%	18%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.71	0.85	1.01
ROE(%)	7.49%	8.95%	10.26%	11.38%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 LED 封装龙头，外延拓展下游市场.....	5
1.1、 LED 封装龙头，连接上下游打造完整产业链.....	5
1.2、 五大厂区协同发展，政企合作优势互补.....	6
1.3、 营收持续增长，费用情况得到改善.....	7
2、 LED 行业回暖，显示屏带动增长.....	8
2.1、 政策支持 LED 产业迅速发展.....	8
2.2、 照明渗透率持续提升，显示屏市场高速增长.....	10
2.3、 LEDVANCE 转向 LED，转型进度超预期.....	11
3、 盈利预测与评级.....	13
4、 风险提示.....	13

图表目录

图 1: LED 产业链	6
图 2: 2018 年全球 LED 厂商封装营收排名	6
图 3: 木林森重要投资时间线.....	7
图 4: 公司营业收入及增速	7
图 5: 公司归母净利及增速	7
图 6: 中国 LED 行业市场规模.....	8
图 7: 2017 年中国 LED 产业链产值分布	8
图 8: 木林森研发支出情况	9
图 9: 2018 年 LED 重要企业研发投入情况	9
图 10: 我国 LED 应用领域分布	10
图 11: LED 照明用量渗透率.....	11
图 12: LED 照明市场渗透率.....	11
表 1: 公司主要产品	5
表 2: 国家主要政策支持 LED 产业发展.....	9
表 3: 近年 LEDVANCE 关厂情况	12
表 4: 木林森盈利预测表.....	13

1、LED 封装龙头，外延拓展下游市场

1.1、LED 封装龙头，连接上下游打造完整产业链

木林森成立于 1997 年，上市于 2015 年，主营 LED 封装和 LED 应用产品，是我国 LED 封装领域的龙头企业。目前公司的主要产品有三类：1) SMD LED (表面贴装式发光二极管)，主要应用于室内外照明、电视背光、显示屏等；2) Lamp LED (直插式发光二极管)，主要应用于小家电、交通灯、指示灯等；3) LED 应用，又可细分为 LED 照明产品及其他 LED 应用产品。其中 LED 照明主要应用于日光灯、球泡灯、传统灯具等业务，其他 LED 应用产品主要应用于 LED 显示屏、数码显示、广告牌等领域。

表 1：公司主要产品

产品类型	主要特性	应用领域
SMD LED	体积小，耐高温，一般采用硅树脂进行封装	室内外照明、柔性灯带、电视背光、显示屏等
Lamp LED	体积小，直 2-12mm；直插环氧封装；防水、防震性较好；外型可变异性较大，分为圆型、方型、三角型。	灯饰、指示灯、小家电、交通灯、LED 显示屏等
LED 照明产品	-	日光灯、球泡灯、蜡烛灯、吸顶灯、灯丝灯、Par 灯、筒灯、路灯、传统灯具业务等
LED 应用产品	-	LED 显示屏、装饰灯饰、数码显示、点阵显示屏、特殊信息显示、广告牌等

资料来源：公司年报，国海证券研究所

LED 中游封装产业的龙头企业，积极连接上下游，打造完整 LED 产业链。 LED 的产业链可以分为上游（芯片研发），中游（封装）和下游（应用产品），公司聚焦中下游，多年来一直保持着 LED 封装产业的龙头地位。据 LEDinside 发表的 2018 年全球 LED 厂商封装营收排名，木林森全球排名第 5 位。此外，木林森深入布局 LED 产业链生态系统，通过战略合作连接上游芯片研发企业，降低成本，稳定质量，已与华灿光电、晶元光电等国内知名芯片企业达成战略合作；同时，公司针对不同的下游客户群体提供不同的销售模式：针对种类丰富的密集群体，公司多提供分销模式来提升效率，节约成本；针对高端大型客户，公司通过直销方式来增加客户黏性，稳固合作关系。此外，公司收购 LEDVANCE，目标扩展下游 LED 应用产品并积极发展海外业务。

图 1: LED 产业链

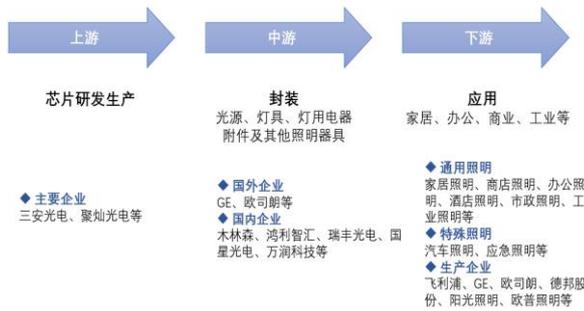


图 2: 2018 年全球 LED 厂商封装营收排名

排名	2018年	
1		日亚化学
2		欧司朗光电半导体
3		LUMILEDS
4		首尔半导体
5		木林森
6		三星
7		亿光
8		科锐
9		国星
10		光宝

资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

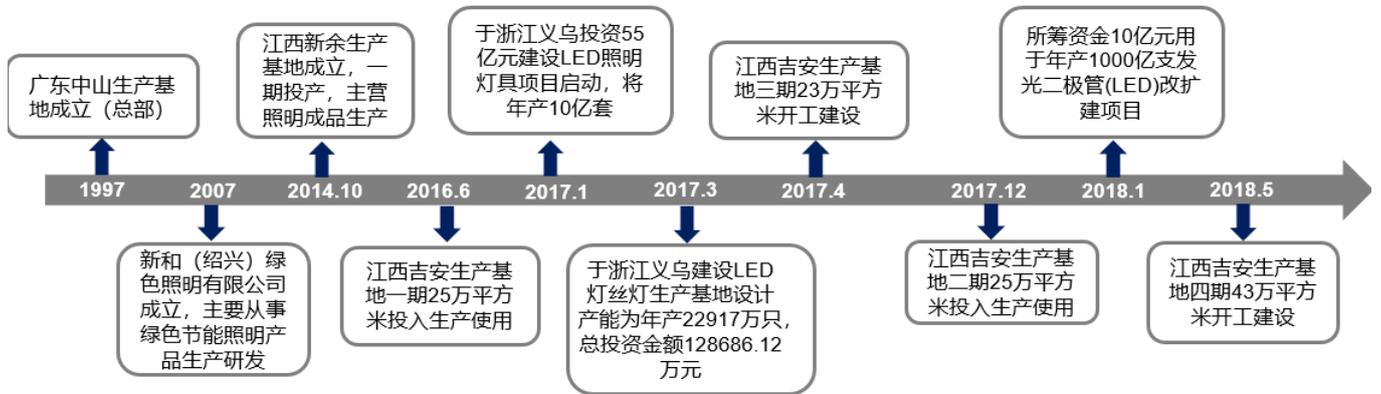
资料来源：LEDinside，公司官网，国海证券研究所

1.2、五大厂区协同发展，政企合作优势互补

五大生产基地协同发展。公司目前有五大生产基地：广东中山生产基地（总部）、新和（绿色）照明有限公司、江西吉安生产基地、江西新余生产基地和浙江义乌生产基地。五大基地聚焦各不相同，其中江西吉安生产基地主要生产 SMD LED 和 Lamp LED 两种产品；新和（绿色）照明有限公司主要从事 LED 灯丝灯及节能卤素灯等绿色照明产品的研发和制造；江西新余生产基地分为三期，分别聚焦于 LED 照明成品和半导体线路板的生产；公司于 2017 年 3 月宣布于浙江义乌建立 LED 灯丝灯生产基地，产能为年产 22917 万只。

出售吉安木林森 51% 股权，政企合作环节财务状况。2019 年 8 月 31 日，公司发布公告表示与吉安市井冈山开发区金庐陵、吉安市金木电子有限公司签署《关于对吉安市木林森实业有限公司投资入股协议》。公司将向金木电子转让吉安木林森 51% 的股权。金木电子是金庐陵的全资子公司，而金庐陵则是由井冈山经济技术开发区管理委员会 100% 持股。金木电子主要从事 LED 发光系列产品及材料、发光二极管、液晶显示等产品的生产、销售以及贸易。本次出售吉安木林森的股权有利于双方加强政企合作，实现优势互补，帮助木林森缓解财务状况。

图 3: 木林森重要投资时间线

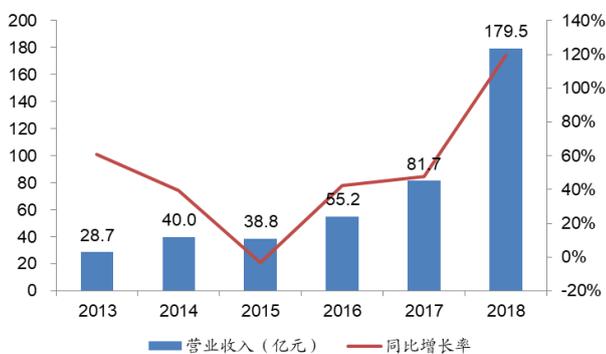


资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

1.3、营收持续增长, 费用情况得到改善

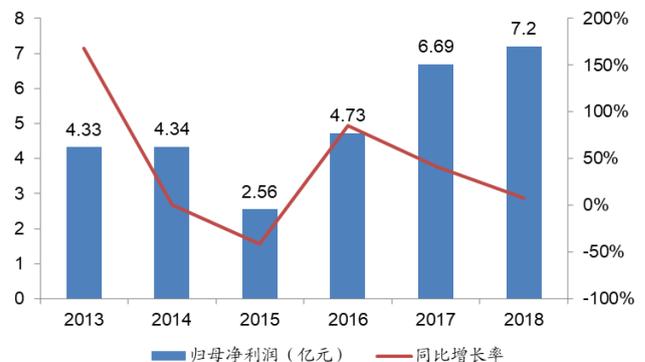
公司 2013-2018 年公司的营业收入持续上升, 2018 年达到营业收入 179.5 亿元, 同比增长 119.76%; 归母净利 7.2 亿元, 同比增长 7.75%, 增速有所下滑。2019 年前三季度营收 143.11 亿元, 同比增长 15.88%; 扣非净利 2.30 亿元, 同比增长 41.33%; 归母净利 6.89 亿元, 同比增长 14.65%。费用方面, 公司 2019 前三季度销售费用率 15.75%, 同比上升 5.85pct; 管理费用率 4.76%, 同比上升 0.73pct; 财务费用率 3.16%, 同比上升 0.36pct。费用管控成效显著。2019 年上半年公司采取费用管控措施, 降低费用预算, 精简人员, 但由于前两年对 LEDVANCE 的收购导致费用水平仍维持在一个较高的水平, 我们预计未来随着扩张的结束公司的费用情况得以进一步的改善。

图 4: 公司营业收入及增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 公司归母净利及增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、LED 行业回暖，显示屏带动增长

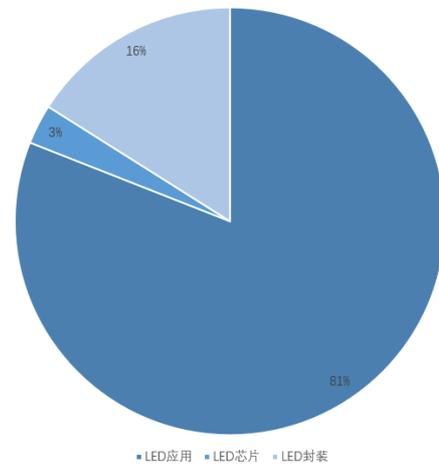
全球的 LED 行业可以分为三大阵营：日欧美主导的照明市场，日韩领先的背光市场以及中国优势的供应景观市场。相较于欧美，我国 LED 起步较晚，但由于国家政策的扶植，近年来一直保持着高速增长，前瞻产业研究院数据显示，2018 年我国 LED 市场规模达到 5985 亿元，同比增长 12.50%，2006-2018 年均复合增长率达 25%，其中 2017 年我国 LED 应用因其门槛较低，产值占比约为 81%，LED 封装市场和芯片因具有较高的准入门槛和资本技术门槛，占比较低，分别占比约为 16%和 3%。其中木林森以 8.5%的市占率位于中国市场首位。

图 6：中国 LED 行业市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

图 7：2017 年中国 LED 产业链产值分布



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

2.1、政策支持 LED 产业迅速发展

我国政策支持 LED 产业发展。2006 年 2 月，国务院发布《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020）》将半导体照明产品明确列为“重点领域和优先主题”，提出“重点研究高效节能、长寿命的半导体（LED）照明产品”。此后又有一系列政策出台促进 LED 产业的发展。比如 2016 年 12 月发改委发布《“十三五”节能环保产业发展规划》推动半导体照明节能产业发展水平提升，支持 LED 智能系统技术发展；2017 年《半导体照明产业“十三五”发展规划》“到 2020 年我国半导体照明关键技术不断突破，产品质量不断提高，产品结构持续优化，产业规模稳步扩大，形成 1 家以上销售额突破 100 亿元的 LED 照明企业，培育 1~2 个国际知名品牌，10 个左右国内知名品牌”等政策。同时地方也积极配合，相应出台政策支持地区 LED 产业发展。比如 2017 年福建省《福建省推广应用 LED 照明产品的若干措施》中对 LED 照明产品推广应用工作成效显著的

示范县（市、区）给予奖励。

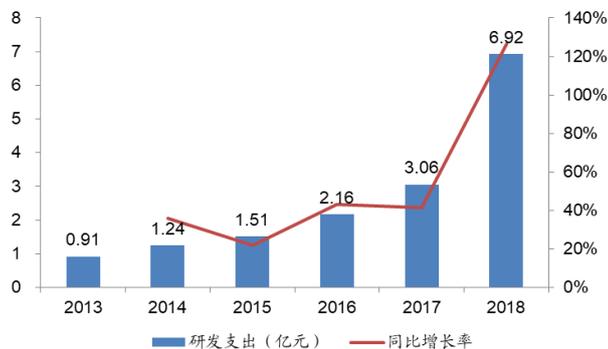
表 2：国家主要政策支持 LED 产业发展

年份	政策名称	主要内容
2006.2	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020）》	将半导体照明产品明确列为“重点领域和优先主题”，提出“重点研究高效节能、长寿命的半导体（LED）照明产品”
2008.12	《中国逐步淘汰白炽灯、加快推广节能灯行动计划》	推出中国淘汰白炽灯、推广节能灯的路线图和专项规划，加快推进中国白炽灯生产企业转型，推广普及节能灯
2012.5	《半导体照明科技发展“十二五”专项规划》	到 2015 年：LED 照明产业规模达到 5000 亿元，LED 照明产业占通用照明的 30%；重点培育 20-30 家龙头企业。
2017.7	《半导体照明产业“十三五”发展规划》	到 2020 年我国半导体照明关键技术不断突破，LED 照明产品销售额达到整个照明领域的 70%，产业整体产值突破万亿元。

资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

政策支持的影响和公司的优势。政策利好使得近年来我国 LED 产业飞速发展。由于 LED 产业上游中游属于技术和资本密集型，准入门槛较高，LED 下游应用产品门槛较低，使得下游规模持续扩大，竞争加剧，利润压缩，产品同质化现象严重，产品质量参差不齐。公司作为 LED 产业中游龙头企业，近年积极向下游拓展，并通过并购、研发提升自身竞争力。公司通过收购超时代光源（集团）有限公司，快速取得 LED 灯丝灯的技术工艺，继续占领灯丝灯市场份额；通过收购欧司朗旗下 LEDVANCE 打通国外市场，将 LEDVANCE 传统产业向 LED 产业转型。此外，近年来公司加大研发支出，2018 年研发投入 6.92 亿元，同比增长 126.31%。截至 2018 年末，公司及其子公司拥有已获授权的专利共计近 1800 多项。

图 8：木林森研发支出情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2018 年 LED 重要企业研发投入情况

序号	企业名称	相关业务	2018 研发投入 (单位：千万)	占营收	同比	研发人员数量	占公司总人数
1	木林森	封装/照明	69.21	3.86%	126.32%	3459	12.55%
2	东山精密	封装/照明	47.52	2.40%	14.42%	3137	15.32%
3	兆驰股份	外延芯片/封装/照明	38.86	3.02%	24.99%	956	13.36%
4	鸿利智汇	封装/照明	17.88	4.47%	1.71%	512	11.53%
5	国星光电	外延芯片/封装/照明	16.49	4.55%	2.81%	536	10.84%
6	万润科技	封装/照明	16.00	3.50%	40.11%	325	14.34%
7	联创光电	封装/照明	12.61	3.66%	3.87%	509	8.41%
8	长方集团	封装/照明	10.04	6.38%	14.87%	554	11.76%
9	聚飞光电	封装	9.60	4.09%	9.59%	331	14.07%
10	瑞丰光电	封装	9.13	5.84%	57.69%	144	5.56%

资料来源：古镇灯饰报，国海证券研究所

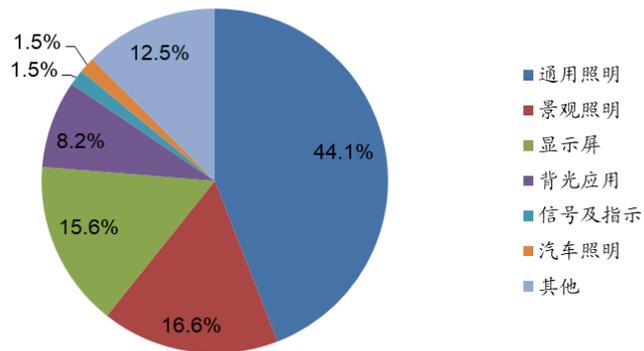
2.2、照明渗透率持续提升，显示屏市场高速增长

供给端：由于政府补贴和过去几年盈利性较好，LED 芯片和封装产能快速扩大，LED 产业产能过剩：据 LEDinside 统计，截止 2018 年底，大陆 LED 芯片厂商总产能达到 1120 万片/月（折合 2 寸），同比增长 31%，随着新投产工厂的陆续开工，我们预计 2019 年产能仍有所增长，但 2020 年后 LED 芯片及封装产品整体产能将处于稳定状态。

需求端：照明仍是 LED 主要用途，显示屏市场高速增长

根据中国产业信息网数据，目前 LED 需求仍以照明为主，通用照明和景观照明分别占比 44.1%和 16.6%，显示屏占比为 15.6%。

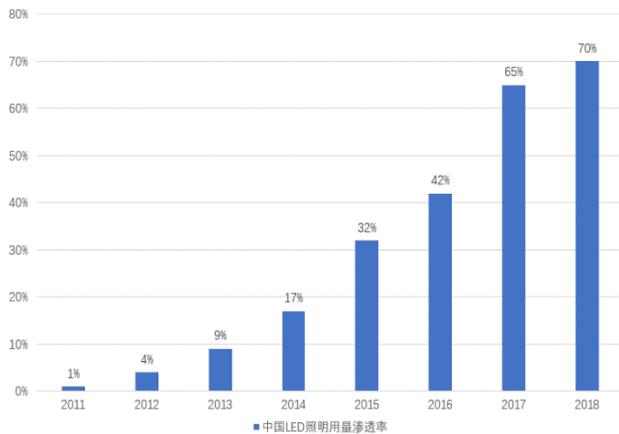
图 10：我国 LED 应用领域分布



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

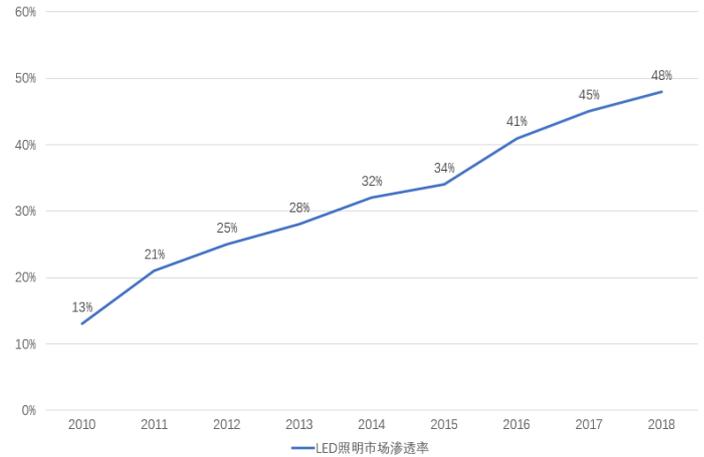
中国是全球照明产品的主要生产国之一。据中国产业信息网数据，目前中国出口的 LED 产品规模占全球 LED 照明市场规模的 20%以上，2017 年我国 LED 照明产品出口金额达到 129 亿美元，同比增长 15%。但受中美贸易战的影响，国外厂商对国内 LED 产品的需求量大幅减少，受影响的 LED 相关产品总额达到 80 亿美金。此外，经济下行导致 LED 需求减少。根据前瞻产业研究院数据，2018 年我国 LED 在通用照明领域市场渗透率 48%，用量渗透率 70%，市场仍有较大的需求潜力。我们预计随着未来经济政策形式的好转，需求情况将会得到改善，供求未来将会得以平衡。

图 11: LED 照明用量渗透率



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

图 12: LED 照明市场渗透率



资料来源: 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

LED 显示屏市场高速增长。近年来小间距 LED 显示屏成为市场热点, 带动整体市场高增。根据 LEDinside 数据, 随着 led 显示屏于租赁市场、HDR 市场应用、零售百货、会议室市场需求增加, 2022 年全球 LED 显示屏市场规模将达到 93.49 亿美金, 预估 2018-2022 年复合成长率为 12%。其中, 2018 年室内小间距市场规模预计将成长至 19.97 亿美金, 年成长高达 39%, 主要来自于随着未来超小间距趋势持续发酵, 其 2018-2022 年复合成长率将达 28%。

室内 LED 小间距显示的应用场景来划分, 大致可分为广播应用 (演播厅)、安防监控、企业及教育 (公司会议室、学校及培训机构教室等)、零售 (高端零售、购物中心)、公共区域及交通 (机场、地铁、广场等)、酒店及影剧院 (酒店、影剧院等文化娱乐场所) 六大类。

2.3、LEDVANCE 转向 LED, 转型进度超预期

LEDVANCE 原是欧司朗旗下的光源业务品牌。欧司朗于 2014 年从传统的光源和镇流器 (CLB) 部门创建了独立的 LED 光源和系统解决方案业务, 于 2015 年成立独立的光源部门 (包含 LED 灯具和智能家居业务), 并在 2016 年将光源业务分拆, 形成独家照明品牌 LEDVANCE, 后被木林森收购。LEDVANCE 继承了 OSRAM 照明的大部分事业, 主要分为传统光源、LED 灯具、智能家居等。生产方面, LEDVANCE 在全球有 16 个研发基地, 覆盖美国、欧洲以及亚太。销售方面, 据 LEDinside 数据, 朗德万斯同时具备接触批发零售客户的卓越渠道, 在全球 50 余个市场及地区设有销售机构, 业务覆盖全球 120 多个国家和地区。同时, 朗德万斯主要保留的业务是光源部门, 2016 年营收处于全球第五的位置。

近年来公司拓展海外和 LED 下游市场, 收购 LEDVANCE 正是公司转型业务的

一环。公司将旗下的 forest lighting（海外销售品牌）和 LEDVANCE 整合，降低内部成本，效率最大化。根据 LEDinside 新闻，木林森表示，重大资产重组完成 LEDVANCE 的并表后，目前公司的成品占整个营业收入的 65%左右，封装制造占 35%左右，木林森主营从传统的封装制造商向照明消费品牌商转型，未来的照明消费品牌在营收占比还将会增大。目前封装灯珠产品 40%用于显示，60%用于照明，这表明公司准备从 LED 封装向 LED 应用产品转型。此外，根据 2018 年报，自从收购 LEDVANCE，公司境外营收大幅增加，从 2017 的 11.64 亿元增长到 103.83 亿元，同比增长 791.79%，境外营收占比（57.84%）也超过了境内营收占比（40.80%）。我们认为主要系 LEDVANCE 的境外市场规模、声誉等原因所致。此次收购实现了公司国内的优势和 LEDVANCE 海外的优势的互补，有利于公司拓展海外市场。

此外，由于 LEDVANCE 主要业务仍为传统光源，目前公司正在通过关厂等措施来促进 LEDVANCE 向 LED 产品的转型。LEDVANCE 关闭的厂房多为传统照明的灯具工厂（白炽灯，卤钨灯），并预计于 2025 年全球保留 8 家工厂。

表 3: 近年 LEDVANCE 关厂情况

年份	工厂	原因
2018.1.11	加拿大 Drummondville 工厂	市场对工厂的传统照明产品的需求大幅减少。传统照明业务从增长转向衰退。
2018.1.11	美国埃克塞特工厂	
2018	美国肯塔基州 Versailles 制造工厂	荧光灯管、传统的 BR30 灯泡和传统的 PAR38 泛光灯等产品的需求减少
2019.4.23	美国宾夕法尼亚州 St. Mary's, Pennsylvania 工厂	随着消费者转向使用寿命长且节能的 LED 灯泡，工厂生产的传统灯泡市场需求逐渐衰退。同时，LED 灯泡价格持续下降，预期寿命增强，更换灯泡的需求也随着减少。
2019.4.23	墨西哥 Juarez 工厂	供应 St. Mary's Pennsylvania 工厂

资料来源：LED 在线，搜狐，国海证券研究所

3、盈利预测与评级

我们认为，目前公司已成为国内 LED 封装+品牌双龙头，公司本部和 LEDVANCE 的业绩正持续改善。我们预计，公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.71/0.85/1.01 元，对应当前股价 PE 分别为 18/15/12 倍，维持“增持”评级。

表 4: 木林森盈利预测表

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	17952	20848	22962	25276
增长率(%)	120%	16%	10%	10%
归母净利润（百万元）	720	903	1091	1285
增长率(%)	8%	25%	21%	18%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.71	0.85	1.01
ROE(%)	7.49%	8.95%	10.26%	11.38%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

4、风险提示

- 1) LED 封装产品价格战继续的风险;
- 2) 与 LEDVANCE 协同效应不及预期的风险;
- 3) 公司业绩不及预期的风险;
- 4) 汇率波动的不确定性风险;
- 5) 系统性风险。

附表：木林森盈利预测表

2019-12-0									
证券代码:	002745.SZ		股价:	12.41	投资评级:	增持	日期:	4	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	9%	10%	11%	EPS	0.56	0.71	0.85	1.01
毛利率	26%	28%	28%	29%	BVPS	7.49	7.84	8.27	8.77
期间费率	20%	22%	22%	22%	估值				
销售净利率	4%	4%	5%	5%	P/E	22.00	17.56	14.53	12.34
成长能力					P/B	1.66	1.58	1.50	1.41
收入增长率	120%	16%	10%	10%	P/S	0.88	0.76	0.69	0.63
利润增长率	8%	25%	21%	18%					
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.56	0.62	0.65	0.69	营业收入	17952	20848	22962	25276
应收账款周转率	3.20	3.20	3.20	3.20	营业成本	13283	15013	16438	17888
存货周转率	2.79	2.79	2.79	2.79	营业税金及附加	117	146	161	177
偿债能力					销售费用	2285	2648	2916	3286
资产负债率	70%	70%	70%	69%	管理费用	730	1647	1814	2047
流动比	1.05	1.10	1.15	1.21	财务费用	483	166	148	129
速动比	0.78	0.81	0.85	0.89	其他费用/(-收入)	(125)	(100)	(120)	(140)
					营业利润	1033	1128	1365	1608
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业外净收支	(128)	5	5	5
现金及现金等价物	6500	6825	7474	8169	利润总额	905	1133	1370	1613
应收款项	5616	6511	7172	7894	所得税费用	177	221	268	315
存货净额	4805	5441	5982	6509	净利润	728	912	1102	1298
其他流动资产	1808	2092	2303	2535	少数股东损益	8	9	11	13
流动资产合计	18728	20862	22923	25101	归属于母公司净利润	720	903	1091	1285
固定资产	7051	6548	6044	5540					
在建工程	454	454	454	454	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
无形资产及其他	938	938	849	760	经营活动现金流	295	873	1210	1347
长期股权投资	1156	1156	1156	1156	净利润	728	912	1102	1298
资产总计	32041	33671	35140	36725	少数股东权益	8	9	11	13
短期借款	5364	5364	5364	5364	折旧摊销	1412	597	597	589
应付款项	8362	9543	10449	11372	公允价值变动	4	0	0	0
预收帐款	68	57	63	69	营运资金变动	(1856)	(646)	(501)	(552)
其他流动负债	3995	3995	3995	3995	投资活动现金流	191	504	504	504
流动负债合计	17788	18958	19870	20800	资本支出	(1562)	504	504	504
长期借款及应付债券	1780	1780	1780	1780	长期投资	(44)	0	0	0
其他长期负债	2853	2853	2853	2853	其他	1797	0	0	0
长期负债合计	4633	4633	4633	4633	筹资活动现金流	(161)	(451)	(545)	(642)
负债合计	22421	23591	24503	25433	债务融资	4672	0	0	0
股本	1277	1277	1277	1277	权益融资	396	0	0	0
股东权益	9620	10080	10636	11292	其它	(5229)	(451)	(545)	(642)
负债和股东权益总计	32041	33671	35140	36725	现金净增加额	326	925	1168	1208

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机组介绍】

宝幼琛，本年毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

张若凡，上海交通大学数学学士、金融硕士，2019年加入国海证券，从事计算机行业上市公司研究。

【分析师承诺】

宝幼琛，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】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者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。