

2021年02月24日

新雷能 (300593.SZ)

## 精耕细作铸就军工电源龙头，需求上量带动业绩不断增长

### ■公司是我国模块电源龙头企业，已精耕细作二十余年

自成立以来一直致力于高效率、高可靠及高功率密度电源，核心产品有模块电源、定制电源及大功率电源与系统三类，技术国内领先，产品品类储备丰富，下游主要有军工及通信两大板块，且优质客户云集，并于2018年收购永力科技通过与其在激光电源与舰船等领域展开业务协作进一步扩大自身规模及提升市场竞争力。公司近年收入利润保持稳健增长，除并表永力科技因素外，军工业务持续发力亦是业绩增长重要压舱石，2020年受益军品下游订单需求快速增长，公司利润近乎实现翻倍增长，预计伴随军工领域长期高景气及自身产能不断释放叠加规模效应，公司未来业绩有望持续高增长，此外，公司通过两次股权激励成功绑定核心骨干员工与公司利益，调动员工积极性的同时彰显对未来发展信心，有助于公司全面提升经营效率及治理能力。

### ■深耕军工电源多年，产品品类丰富叠加下游需求放量

1) 从供给端看，公司自2000年涉足军工电源行业并已确立市场领先地位，且配套资质齐全，同时通过坚持常年高比例研发投入在航空航天领域形成了完善的产品技术储备，并通过收购永力科技进布局海洋舰船领域，进一步实现军工应用领域的全面覆盖，此外，公司仍在持续扩充自身军品产能以积极应对十四五期间航空航天等领域需求的高速增长；

2) 从需求端看，近年来我国电源企业在技术上与国外品牌差距已在不断缩小，同时因军队信息化建设或是十四五期间重中之重、航空航天等重点领域型号不断批产上量及国产替代的势在必行，未来军用电源行业市场增量较为充足。我们认为，考虑到公司技术及产品储备齐全，伴随航空航天多型重点武器装备逐渐批产并加速列装，未来军品业务增长确定性强及持续性好，同时，军品电源业务毛利率较高，预计占收入比不断提升后叠加规模效应亦有助于公司不断提高盈利能力，未来成长可期。

### ■通信持续拉动民品电源需求，铁路及轨交领域有望打开新市场空间

1) 5G通信领域，预计未来5年我国将迎来基站建设高峰，且考虑到5G基站相较4G覆盖范围较小，因此需极大提高基站建设密度，有望为公司通信领域不断打开市场空间，而公司自2015年开启相关产品研发，多款电源已完成认证并批量交付，预计伴随5G建设高峰到来，公司通信业务有望保持稳健增长态势；

2) 铁路领域，公司主营产品中大功率电源在铁路领域获得了广发应用及认可，下游铁路领域主要客户为一流铁路设备制造商，并与中车电气、北方车辆研究所等建立良好稳定的合作关系，公司公告十四五期间也将加快铁路电源的进一步推广，受益于高速铁路及轨交投资规模的增长，有望成为公司新的业绩增长点。

## 公司深度分析

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**

首次评级

股价 (2021-02-23) **39.15 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	6,482.04
流通市值 (百万元)	4,861.28
总股本 (百万股)	165.57
流通股本 (百万股)	124.17
12个月价格区间	13.27/39.15 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.3	64.41	54.66
绝对收益	7.76	82.09	95.62

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040002  
fengfz@essence.com.cn

### 相关报告

■ **投资建议：**公司在模块电源领域深耕二十余载，已确立明确市场领先地位，并通过常年高比例研发投入充分储备相关产品及技术。军品领域，公司前期投入研发产品批产上量，伴随下游航空航天等领域武器装备加速列装，预计公司未来业绩增长确定性较强且持续性较好，亦有望通过规模效应进一步提升盈利能力；通信领域，伴随我国 5G 建设的持续推进以及出口业务逐步改善，预计未来仍是稳定的利润来源，未来发展可期。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.20、1.83、2.72 亿元，对应估值分别为 51、34、23 倍。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

■ **风险提示：**军品订单不及预期；民品订单不及预期；产能扩充不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	476.6	772.3	907.9	1,266.5	1,805.4
净利润	35.8	62.2	120.3	182.6	271.9
每股收益(元)	0.22	0.38	0.73	1.10	1.64
每股净资产(元)	3.55	3.96	4.71	5.65	7.06

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	171.7	98.8	51.1	33.7	22.6
市净率(倍)	10.5	9.4	7.9	6.6	5.3
净利率	7.5%	8.1%	13.3%	14.4%	15.1%
净资产收益率	6.1%	9.5%	15.4%	19.5%	23.3%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%
ROIC	9.8%	10.5%	15.3%	16.9%	23.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 模块电源龙头企业，业绩逐年稳健增长</b> .....	<b>5</b>
1.1. 深耕军工及通信两大板块，各子公司间合作紧密.....	5
1.2. 业绩逐年稳健增长，特种领域是业绩增长重要压舱石.....	8
1.3. 技术储备完善，产能扩充积极，股权激励充分.....	11
<b>2. 军工电源龙头，产品品类丰富叠加下游需求放量</b> .....	<b>13</b>
2.1. 军工是高可靠电源重要应用领域，公司已深耕 20 余载.....	13
2.2. 持续研发投入确保产品储备充足，型号批产上量带动业绩稳健增长.....	14
<b>3. 5G 通信持续拉动电源需求，铁路及轨交领域有望打开新市场空间</b> .....	<b>15</b>
3.1. 国内 5G 通信主要电源供应商，基站大规模建设有望持续拉动电源需求.....	15
3.2. 铁路及轨交投资稳步增长，或带来高性能电源市场新市场空间.....	16
<b>4. 投资逻辑及盈利预测</b> .....	<b>16</b>
4.1. 公司是我国模块电源龙头企业，已精耕细作二十余载.....	16
4.2. 深耕军工电源 20 余载，产品品类丰富叠加下游需求放量.....	17
4.3. 5G 通信持续拉动民品电源需求，铁路及轨交领域有望打开新市场空间.....	17
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>17</b>
5.1. 军品订单不及预期.....	17
5.2. 民品订单不及预期.....	18
5.3. 产能扩充不及预期.....	18

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	5
图 2: 下游各领域占比情况.....	5
图 3: 军工及通信领域下游主要客户.....	5
图 4: 产业链上下游.....	6
图 5: 公司股权结构图.....	7
图 6: 2015-2020H1 公司收入情况 (亿元, %).....	9
图 7: 2015-2020H1 公司归母净利润情况 (亿元, %).....	9
图 8: 2015-2020H1 特种领域收入及增速情况 (亿元).....	9
图 9: 2015-2020H1 通信领域收入及增速情况 (亿元).....	9
图 10: 2017-2019 可比公司归母净利润及增速 (百万元, %).....	10
图 11: 2015-2020H1 公司毛利率、净利率情况.....	10
图 12: 2015-2020H1 公司费用率情况.....	10
图 13: 2015-2020H1 分行业毛利率情况 (%).....	11
图 14: 2015-2020H1 各行业收入占比情况.....	11
图 15: 2015-2020H1 存货及预付账款情况 (百万元).....	11
图 16: 2015-2020H1 经营性现金流情况 (百万元).....	11
图 17: 2015-2020H1 特种领域收入、收入增速及毛利率.....	15
图 18: 我国 2019-2025E 5G 基站数量 (万站).....	15
图 19: 2015-2020H1 通信领域收入及增速情况 (亿元).....	16
图 20: 2015-2020H1 通信领域毛利率及收入占比.....	16
图 21: 公司电源产品在铁路领域的应用.....	16

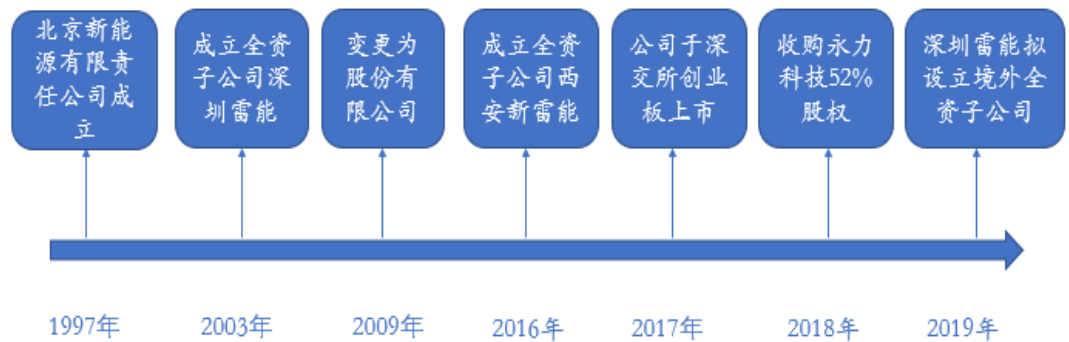
表 1: 公司主要产品介绍.....	6
表 2: 新雷能及子公司及经营范围.....	8
表 3: 公司研发中心及其职责.....	12
表 4: 公司核心团队履历情况.....	12
表 5: 公司募投扩产计划.....	13
表 6: 公司历次股权激励方案.....	13
表 7: 军品领域主要竞争对手.....	14

## 1. 模块电源龙头企业，业绩逐年稳健增长

### 1.1. 深耕军工及通信两大板块，各子公司间合作紧密

精耕细作二十余年，内生外延齐头并进。公司于 2009 年整体变更为股份有限公司，并在 2003 年和 2016 年分别成立全资子公司深圳雷能以及西安新雷能，于 2017 年 1 月于创业板上市。公司自成立以来一直致力于高效率、高可靠性、高功率密度电源产品的研发、生产和销售，电源产品广泛应用于通信及网络、航空、航天、军工、铁路、电力、工控等各个领域。公司于 2018 年收购永力科技 52% 股权，通过与永力科技在激光器专用电源模块，船舶等应用领域开展多方面的业务与管理协同，进一步增强了市场竞争力。2019 年深圳雷能设立境外子公司，公司进一步拓展国际业务，利用境外区位优势拓展海外市场，提升公司在海外市场拓展和国际化进程。

图 1：公司历史沿革



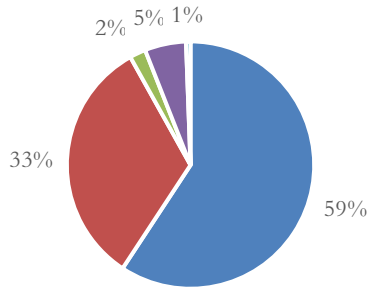
资料来源：WIND，安信证券研究中心

主要业务板块为军工及通信，下游云集优质客户。当前公司业务构成主要以航天、航空等特种应用领域以及通信与网络领域两大板块为主，其中军工领域主要客户为航天科技、航天科工、中航工业、中国电科以及中国船舶集团等军工企业为主，通信领域主要客户为三星电子、诺基亚、中信科（大唐移动、烽火通信、武汉虹信）为主。我们认为，考虑到公司在军工及通信两大板块中下游优质客户众多，有望持续收益于行业景气度提升带来的需求端高确定性，未来业绩增长潜力充足。

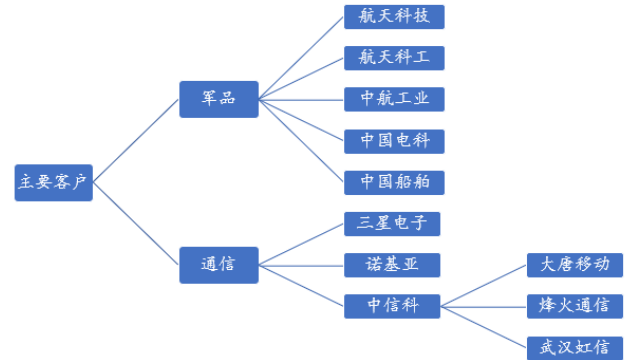
图 2：下游各领域占比情况

图 3：军工及通信领域下游主要客户

■ 特种领域 ■ 通信领域 ■ 铁路领域 ■ 其他领域 ■ 其他业务



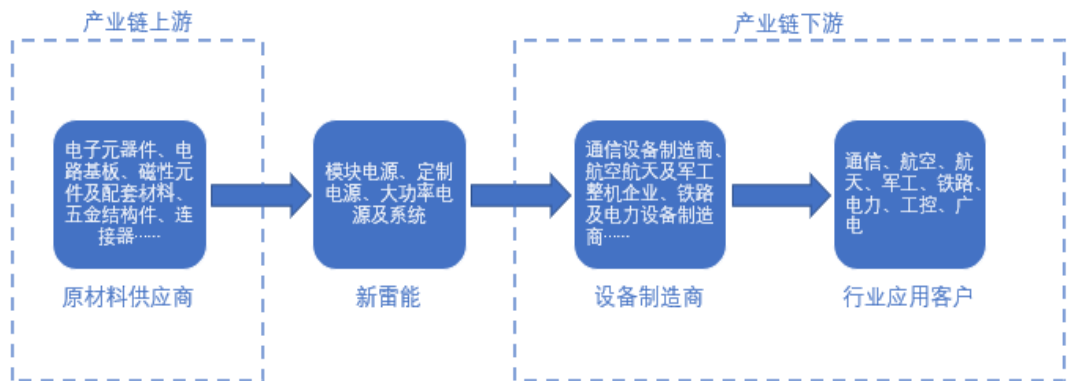
资料来源：年报，安信证券研究中心



资料来源：年报，招股书，安信证券研究中心

**核心产品为模块电源，并持续投入研发大功率电源及系统。**公司位处电源产业链中游，其主要产品为模块电源、大功率电源及系统以及定制电源三类，产业链上游原材料商涵盖控制芯片、功率器件及 PCB 板等电子元器件供应商，下游为设备制造商。根据 2019 年报，模块电源占公司总收入近 60%，且毛利率基本保持稳定，是公司利润基石；同时，公司常年坚持投入研发大功率电源及系统，收入规模及占比快速提升，2012-2019 收入复合增长率为 67.83%；此外，公司定制电源产品毛利率较高，但考虑到定制化因素，该产品年波动性较大。

图 4：产业链上下游



资料来源：招股书，安信证券研究中心

表 1：公司主要产品介绍

类别	细分	产品特点	应用领域
模块电源	通用模块电源	高效率；高功率密度；工业标准尺寸，兼容性好，使用方便	通信及 IT 系统应用，如分布式电源系统、无线网络、光通讯网络设备、企业网络、数据库等
	铁路模块电源	高效率，宽输出范围，标准尺寸，环境适应性强，符合铁路相关应用标准	机车信号系统、铁路通信系统、列车监控系统、驱动器控制器、灯光和音响广播系统、信息显示屏等
	航天及军工模块电源	宽应用温度范围 (-55℃~+105℃)，适应严酷应用环境，单路或多路输出，全金属屏蔽	航空、航天、军工及其他高可靠性应用领域
	厚膜工艺电源	宽应用温度范围 (-55℃~+105℃)，裸芯片键合工艺，金属气密封装，	航空、航天、军工及其他高可靠性应用领域

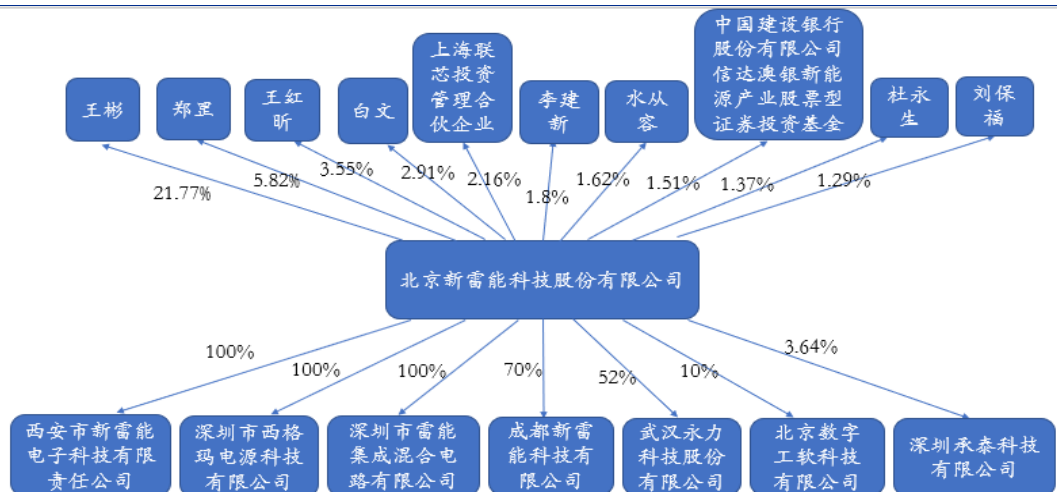


		可长时间存储，适应严酷应用环境	
定制电源	工业定制电源	用户定制外形规格；转换效率高；宽输入电压范围；输入过欠压保护；单路或多路输出；输出过压、过流、短路保护	通信、铁路、电力、工控等领域
	特种定制电源	满足用户空间需求，提供定制外形和接口服务；宽范围交流输入；多路输出；多种保护和附加功能可选；输入输出加强滤波；低输出波纹噪声；配置电源智能管理系统；适用于特种应用环境	航空、航天、军工及其他高可靠性应用领域
	模块组合集成电源	模块自由搭建组合、开发周期短；输入输出宽范围可选；外形接口方式多样；快速灵活响应用户需求	航空、航天、军工及其他高可靠性应用领域
大功率电源及系统	整流器	全数字控制；标准 1U 高度；交流输入；输出电压：24V/48V；输出电流：15A~100A	通信基础设备供电，包括通信机房、工业控制、电力系统和铁路信号等
	监控单元	前面板键盘输入及 LCD 显示；通讯接口 CAN/RS232/RS485；可编程的继电器告警输出；输入数字量；电池管理；告警管理；整流器管理	用于嵌入式系统和一体化通信电源系统的监控
	大功率电源系统	由整流器单元、监控单元及配电单元组成，可根据功率需要灵活配置整流器单元数量及配电设计，并由监控单元实现对电源系统的智能监控和电池管理	广泛应用于通信、铁路、电力等行业领域

资料来源：招股书，安信证券研究中心

实控人技术背景出身，本部与子公司分工明确。公司第一大股东及实际控制人为王彬，其毕业于电子科技大学电磁场工程专业，持股比例达 21.77%。公司各子公司之间各有分工且能形成有效协同，其中，深圳雷能主要生产、研发、销售通信类模块电源、定制电源以及大功率电源及系统产品，其主要下游为民品方向；西安雷能主要从事浪涌抑制器、滤波器、低噪声电源、综合定制电源等产品的研发；子公司永力科技主要从事供电系统、船舶、车辆、激光等领域的高可靠电源产品研发，现永力科技已成为公司重要收入来源，且与北京本部主要负责军品方向；公司 2018 年间接持股武汉永力睿源及北京永力睿远，分别主营高端高频开关电源领域和技术咨询领域，进一步完善公司电源领域布局。

图 5：公司股权结构图



资料来源：wind，安信证券研究中心

**表 2：新雷能及子公司及经营范围**

子公司名称	2019 净利润(百万元)	持股比例	主营业务
深圳雷能	32.84	100%	通信类模块电源、定制电源、大功率电源及系统产品的研发，服务于三星、诺基亚等国际主流通信设备商
西安雷能	-	100%	浪涌抑制器、滤波器、低噪声电源、综合定制电源等产品的研发
武汉永力科技	32.64	52%	供配电系统、船舶、车辆、激光等领域的高可靠电源产品研发
武汉永力睿源	-	60% (间接)	高端高频开关电源的研发、设计、生产，产品主要有 DC/DC 变换器及 AC/DC 变换器，PV 供配电系统产品
北京永力睿远	-	70% (间接)	技术服务；技术咨询；技术开发；技术转让；销售电子产品
深圳西格玛	-	100%	软件开发；基础软件服务(不含医用软件)；工程和技术研究与试验发展；电力电子技术检测、技术开发；

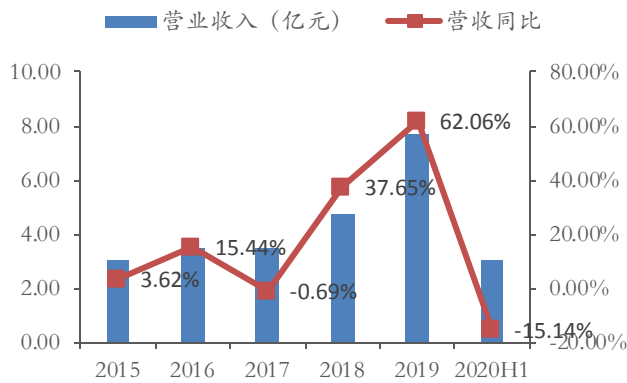
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

## 1.2. 业绩逐年稳健增长，特种领域是业绩增长重要压舱石

**营收及归母净利润稳健增长，特种领域业务持续发力。**2015-2019 年，公司营业收入从 3.02 亿元增长至 7.72 亿元，复合增长率达 26.46%，归母净利润从 0.34 亿元增长至 0.62 亿元，复合增长率为 16.51%，其中 2017 年受军改影响收入利润出现下滑，但 2018 年伴随开始已逐步恢复，2019 年因永力科技并表实现快速增长，且根据 2020 年业绩预告，公司预计全年归母净利润同比增长 80-100%，延续高增长态势，公司业绩主要驱动因素为：1) **军品领域**，受益于航空航天及船舶领域型号列装带来需求不断增长及国产化替代进程持续加速，军品订单同比有较大增长，受益于航空航天及船舶领域型号列装带来需求不断增长及国产化替代进程持续加速，2015 年至 2019 年的特种领域收入同比增速分别为 29.02%、33.05%、-6.22%、61.13%、81.13%，呈现不断加速态势；2) **通信领域**，公司是国内通信模块电源核心供应商之一，2018 年伴随国内筹备 5G 网络建设，下游需求明显出现增长，带动通信板块收入稳步提升，根据投资者关系记录，虽 2020 年因疫情影响，出口业务出现下滑，但因国内 5G 基站建设需求订单增加较多，预计 2020 年通信板块下滑在 20%以内，且公司 20Q4 出口订单已有好转，预计 2021 年通信板块将持续边际改善。

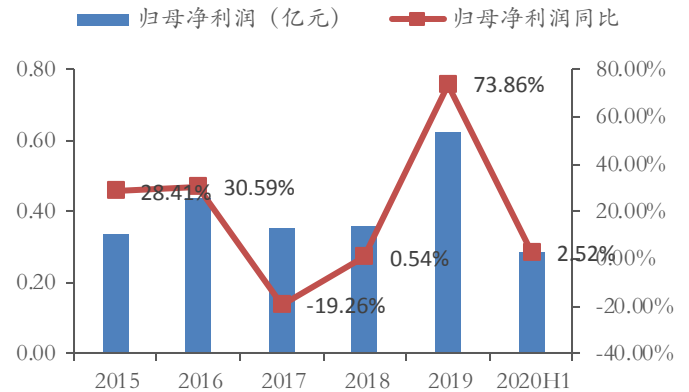


图 6：2015-2020H1 公司收入情况（亿元，%）



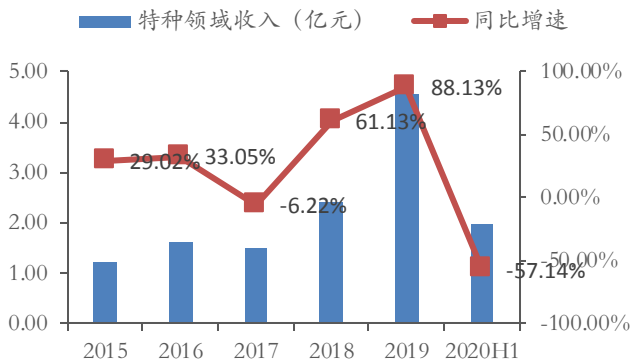
资料来源：年报，安信证券研究中心

图 7：2015-2020H1 公司归母净利润情况（亿元，%）



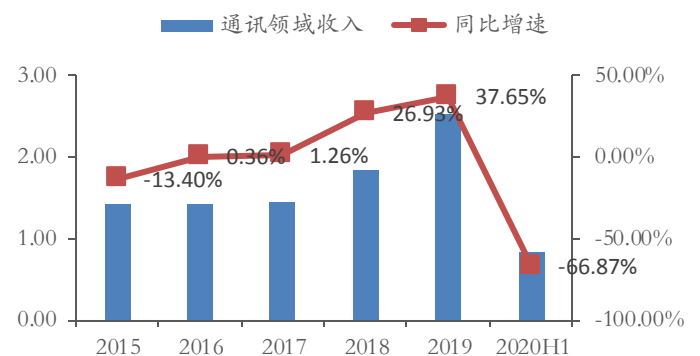
资料来源：年报，安信证券研究中心

图 8：2015-2020H1 特种领域收入及增速情况（亿元）



资料来源：年报，安信证券研究中心

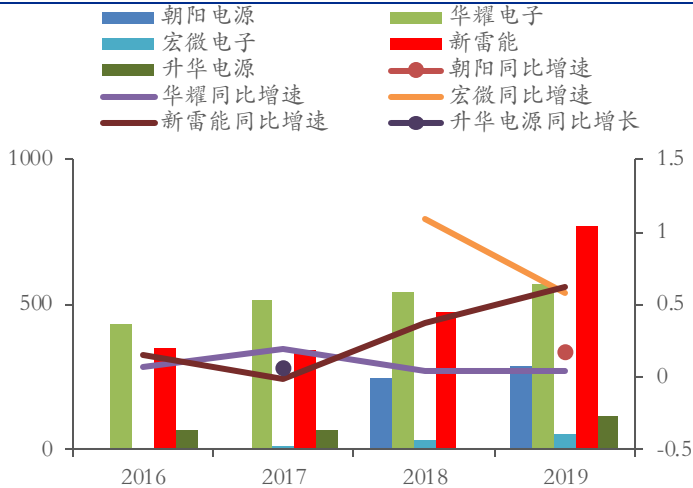
图 9：2015-2020H1 通信领域收入及增速情况（亿元）



资料来源：年报，安信证券研究中心

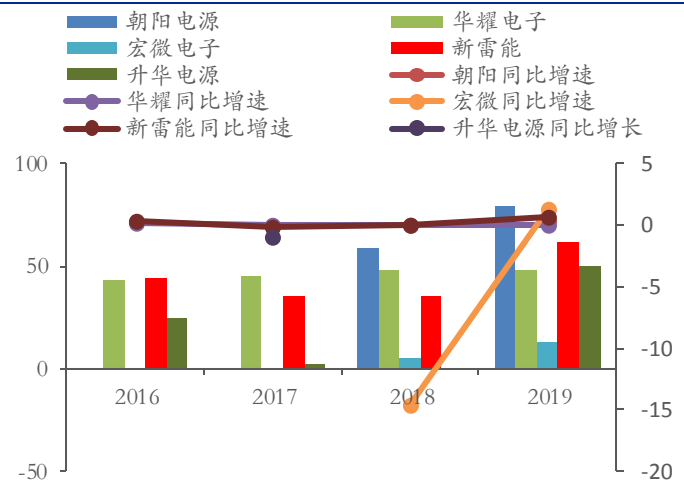
公司收入利润规模及增速位居行业前列，伴随下游订单不断增长有望更进一步。我们分别筛选国内电源领域四家可比公司升华电源（甘化科工子公司）、朝阳电源（航天长峰子公司）、华耀电子（四创电子子公司）、以及宏微电子（宏达电子子公司）进行对比，2019年新雷能收入（7.72亿元，同比+62.06%），归母净利润（0.62亿元，+73.86%），从收入利润规模及同比增速看出新雷能均排名靠前，2019年公司收入利润增速显著高于行业可比公司，主要因公司完成永力科技并表，根据公司2020业绩预告，公司归母净利润预计在1.12-1.24亿元，同比增长80-100%，呈现持续加速态势，我们认为，考虑到1）公司军品领域整体需求订单增多；2）此前持续投入研发项目陆续批产上量；3）国产化替代需求增加为主的三大核心逻辑，公司有望持续保持高速增长，业绩或将更进一步。

图 11: 2017-2019 可比公司营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 各公司年报, 安信证券研究中心

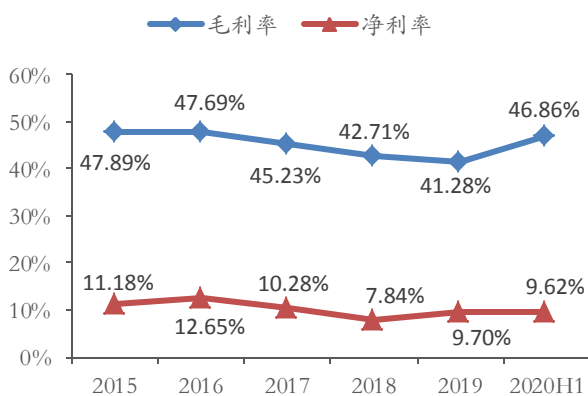
图 10: 2017-2019 可比公司归母净利润及增速 (百万元, %)



资料来源: 各公司年报, 安信证券研究中心

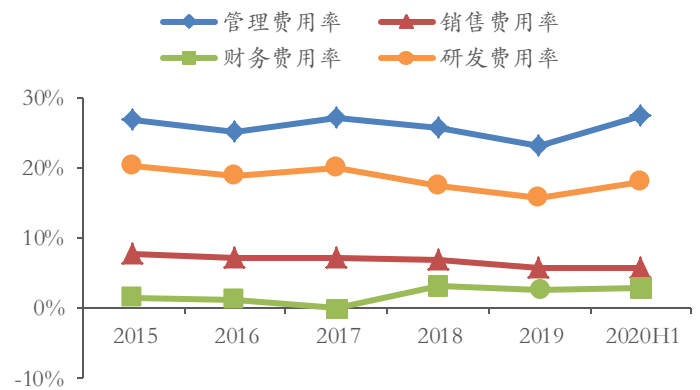
毛利率、净利率稳中有升，长期高投入研发经费保持技术领先态势。2015-2019 年公司毛利率均在 44% 左右，净利率在 10% 左右，2020 年上半年公司实现毛利率 46.86%，净利率 9.62%，毛利率提升主要系毛利率较高的航空航天方向收入占比增加所致，预计伴随航空航天等特种领域订单及收入占比不断提供，公司盈利能力或仍有上升空间。公司近五年公司管理费用率、销售费用率、财务费用率均基本保持稳定，研发费用则持续增加，公司长期坚持高研发投入以保持技术领先态势，2020 年上半年研发支出 6,018 万元，占公司营业收入的比重为 19.6%，与上年同期相比增长 4.26%。我们认为，受益于军工行业景气度不断提升及公司长期坚持高研发投入确保技术及产品储备充足，预计未来伴随在研产品跟随下游型号不断批产列装，公司业绩增长确定性及持续性有望继续保持，同时考虑到量不断增长后规模效应凸显，盈利能力或仍有提升空间，未来发展可期。

图 11: 2015-2020H1 公司毛利率、净利率情况



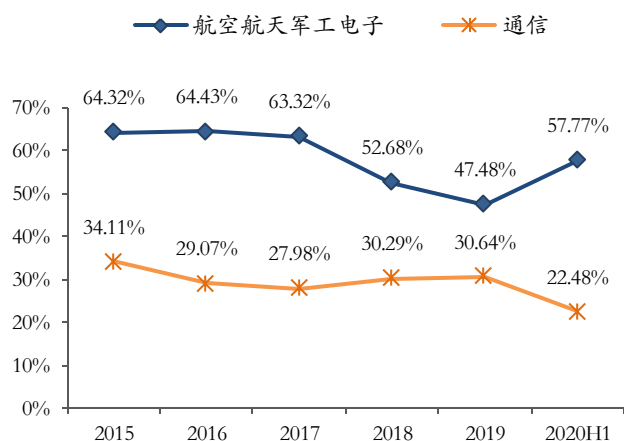
资料来源: 年报, 安信证券研究中心

图 12: 2015-2020H1 公司费用率情况



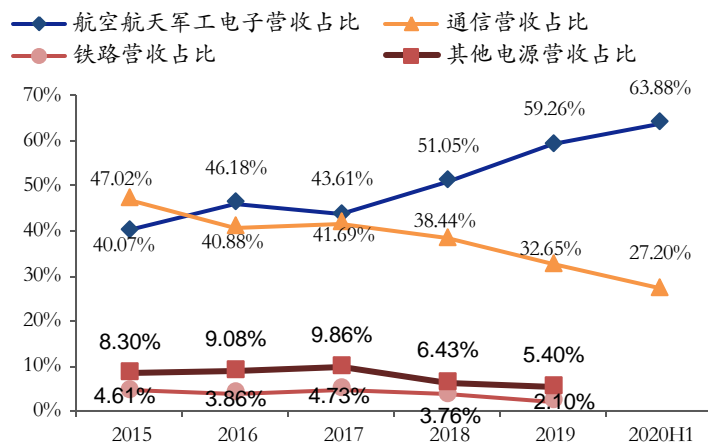
资料来源: 年报, 安信证券研究中心

图 13: 2015-2020H1 分行业毛利率情况 (%)



资料来源: 年报, 安信证券研究中心

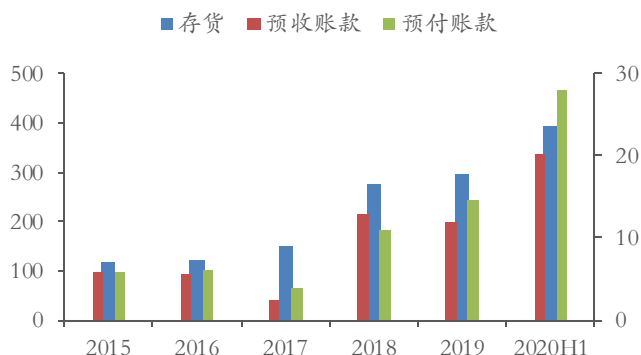
图 14: 2015-2020H1 各行业收入占比情况



资料来源: 年报, 安信证券研究中心

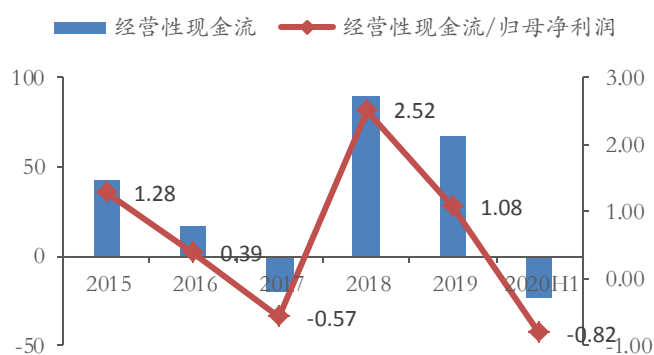
存货、预付及预收账款不断增长, 军改影响消除后现金流出现好转。公司存货于 2018 年出现大幅度提升主要因并表永力科技, 此外从 2018-2020H1 可以看出除存货稳定增加外, 预付账款及预收账款均实现较快速增长, 除反映下游需求景气度较高, 还表明公司正积极备货应对生产任务; 2015-2017 年受军改等因素影响, 现金流出现一定下滑, 但 2018 年开始军改影响逐步消除后现金流开始好转, 且与归母净利润之比高于 1, 表明公司收益质量较好。

图 15: 2015-2020H1 存货及预付账款情况 (百万元)



资料来源: 年报, 安信证券研究中心

图 16: 2015-2020H1 经营性现金流情况 (百万元)



资料来源: 年报安信证券研究中心

### 1.3. 技术储备完善, 产能扩充积极, 股权激励充分

**技术储备完善, 形成阶梯型多层次产品研发模式。**随着电源下游应用行业信息化、智能化、高可靠性要求不断提升, 要求电源厂商持续不断的加大研发投入、保持较强的研发设计能力、快速响应不同客户对产品的个性化需求, 并且能够及时将研发成果成功转化为产品, 实现产业化。仅靠单一技术或少研发投入很难获得客户的认可, 产品质量稳定性也较难保障, 这导致电源行业具有较高的研发技术壁垒。为了适应下游多领域的不同需求, 公司在技术、设备、资金、人才等方面持续加大投入, 成立了本公司研发中心、深圳雷能研发中心、西安新雷能开发部, 形成阶梯型多层次产品研发和技术创新模式。

**表 3：公司研发中心及其职责**

研发中心	职责
本部研发中心	重点专注于航空、航天、军工、铁路、电力模块电源及客户定制电源的研发，目标客户为以上所述行业客户及长江以北地区工业领域的电子设备制造商。
深圳雷能研发中心	重点专注于通信用模块电源、定制电源和大功率电源及系统的研发，目标客户为跨国公司电子设备制造商以及国内珠江三角洲地区客户。
西安新雷能开发部	重点专注于西北和西南地区航空、航天、军工和工业设备商客户的模块电源和定制电源的研发。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

**研发团队能力出众叠加持续高研发投入进一步完善技术及产品储备。**公司先后引进了多位行业内知名专家或专业技术人才，夯实电源领域相关技术研发实力，逐步建立稳定高水平研发队伍。此外，公司高比例研发投入亦是保持技术领先及完善产品储备的重要奠基，自成立以来，公司在电源研制及其相关领域取得多项核心技术，为改善产品技术性能、提高产品质量等级提供专业技术保障。**我们认为，公司的技术储备均系以市场为导向而进行的研发项目，从而拥有较为完善的产品储备，为后续可持续发展奠定良好基础，有望受益下游军工及通信两大板块景气度不断提升而茁壮成长。**

**表 4：公司核心团队履历情况**

姓名	任职	履历背景
王彬	董事长、总经理	硕士学历，毕业于成都电讯工程学院（现电子科技大学）电磁场工程专业。曾任职于北京通用技术研究所，1997 年至今任职于本公司，任董事长兼总经理。
郑罡	董事	硕士学历，毕业于华南理工大学无线电技术专业，北京大学光华管理学院 SIMBA。曾任职于北京市海淀区迪赛通用技术研究所，1997 年至今任职于本公司。
杜永生	董事、副总经理	本科学历，曾任职于山东德州电工器材厂、北京振中公司，任开发工程师；1999 年至今任职于本公司，现任公司董事、副总经理、总工程师。
占景辉	副总工程师	硕士学历，毕业于清华大学机械系焊接专业。曾任职于北京汇众实业总公司工程师、北京动力源科技股份有限公司副总工程师；2009 年至今任职于本公司，任副总工程师。
丁贤后	深圳雷能副总经理	硕士学历，毕业于清华大学机械工程系。曾任职于中兴通讯股份有限公司模块电源研发科长、深圳泛斯泰有限公司开发部经理；2003 年至今任职于深圳市雷能混合集成电路有限公司，任副总经理。
陈永胜	深圳雷能总工程师	本科学历，毕业于华北工学院（现中北大学）。曾任职于华北工学院自动控制系、深圳市科陆电子科技股份有限公司研发工程师、中国长城计算机深圳股份有限公司电源事业部研发工程师，2003 年至今任职于深圳市雷能混合集成电路有限公司，历任 AC/DC 产品线经理、研发部经理、总工程师。
张波	大功率电源研发总监	硕士学历，毕业于清华大学机械工程专业。曾任职于中兴通讯公司的三级主任工程师、泰科电子上海有限公司电源系统部的工程师、美国威锐电源有限公司上海研发中心，2009 年至今任职于本公司，现任深圳雷能大功率电源研发总监。

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

**持续保持扩产节奏，新建产能逐步释放。**公司 IPO 募集资金 1.7 亿元用于“高效率、高可靠、高功率密度电源产业化基地项目”，建设 3 条生产线，分别为模块电源、定制电源和厚膜工艺电源，并于 2018 年 6 月底达到使用状态。2020 年 12 月公司公告拟在深圳

投资建设电源生产、研发基地，项目投资总额约 2.5 亿元，主要为满足十四五期间航空航天等特种应用领域快速增长的订单需求，并充分利用深圳市高端电子类研发人才聚集的优势，利用深圳当地的研发资源，发挥成本优势。考虑到公司下游尤其军工板块订单需求旺盛，公司需求端确定性较强，我们认为，伴随公司新产能逐步释放，未来业绩增长有望持续保持高增长态势。

**表 5：公司募投扩产计划**

项目名称	投资总额	项目建设目的	产能情况
高效率、高可靠、高功率密度电源产业化基地	1.7 亿元	克服公司产能不足，生产线处于符合运载状态的问题；达产后公司各条生产线的自动化水平、质量检测与监控水平将大幅度提升，满足国际一流客户及国内行业大客户对生产质量管理及生产能力的要求。	项目建成达产后，公司的电源综合产能由 290 万件/年，扩充到 565 万件/年。
深圳电源生产、研发基地	2.5 亿元	该项目有利于扩大公司生产规模，提升公司智能制造水平，优化供应链合作，完善公司产业布局；以及利用深圳市高端电子类研发人才聚集的优势，快速扩充和提升公司研发能力，提高公司产品的市场竞争力。	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

不断推出股权激励计划，绑定员工利益同时彰显公司信心。为了吸引和绑定核心技术人才，公司在 2018 年和 2020 年分别出台股权激励计划，绑定员工与公司利益同时，不断激励员工实现公司长期发展目标。根据 2020 年股权激励计划，解锁条件以 2019 年营业收入为基数，2020、2021、2022 年营业收入增速分别不低于 3%、35%、70%，考虑到 2018 年首次股票激励计划第一与第二个解除限售条件已达成，公司再次出台股权激励在有利于充分调动骨干员工积极性的同时，亦彰显了公司对未来业绩增长的信心。

**表 6：公司历次股权激励方案**

股权激励时间	首次授予价格	授予对象	首次授予数量(万股)	占总股本的比重	解锁条件
2018 年	7.66 元	董、监、高	56	0.50%	以 2017 年业绩为基数，2018、2019、2020 年营业收入增长率分别不低于 15%、25%、40%
		公司及其全资子公司的管理人员、业务和技术骨干等人员	187.2	1.62%	
2020 年	11.34 元	董、监、高	30	0.19%	以 2019 年营业收入为基数，2020、2021、2022 年营业收入增长率分别不低于 3%、35%、70%
		公司及其全资子公司的管理人员、业务和技术骨干等人员	327.1	1.97%	
		公司及其全资和控股子公司新引进的管理人员、业务和技术骨干	12.9	0.08%	以 2019 年营业收入为基数，2021、2022 年营业收入增长率分别不低于 35%、70%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 军工电源龙头，产品品类丰富叠加下游需求放量

### 2.1. 军工是高可靠电源重要应用领域，公司已深耕 20 余载

**需求端：航空航天领域电源产品应用广泛，军队信息化建设及国产替代打开市场空间。**军用高可靠电源凭借其宽应用温度范围、适应严酷应用环境、抗干扰以及可靠性高等优良特性，在航空航天领域应用广泛，此外，由于早期国内电源企业工艺及可靠性相对落后，彼时国内军用电源产品主要被国际品牌占据，但近年来伴随我国电源行业蓬勃发展，电源效率及可靠性大幅提升，与国外品牌技术差距逐年缩小，同时，考虑到我军信息化



建设不断推进、航空航天等重点领域型号不断批产上量以及国产替代势在必行，预计未来军品电源行业市场需求端将持续保持较高景气度，增量市场空间较为充足。

表 7：军品领域主要竞争对手

主要企业	相关的产品	简要情况
Vicor (怀格)	模块电源	是全球最大的高密度电源模块生产商，在高级通信，国防工业和铁路等领域占据行业领先地位。Vicor 公司所有组件都是在位于美国的自动化生产线生产；Vicor 的军工产品品质优良，模块电源在中国军工航空航天行业运用广泛；目前其产品在铁路行业也有运用，如牵引、制动系统等
Interpoint	模块电源 (厚膜工艺)	是克瑞航空电子的品牌，其 DC-DC 模块和 EMI 滤波器在商用航空，卫星和工业领域中被广泛应用，产品的可靠性能在严苛环境下也得到验证
中电科 43 所	模块电源 (厚膜工艺)	创建于 1968 年，是我国最早从事微电子技术研究的国家一类研究所，也是我国唯一定位于混合微电子的专业研究所。43 所致力于混合集成电路及相关产品的研制与生产，为电子信息系统提供小型化解决方案，拥有一条宇航混合集成电路研制线，还拥有国内领先的多芯片组件 (MCM)、厚膜混合集成电路、薄膜混合集成电路以及金属封装外壳研制等多条生产线，并设有设计、质量检测、技术情报和标准化中心。其中，厚膜、薄膜及金属外壳生产线均通过国军标认证
中电科 24 所	模块电源 (厚膜工艺)、定制电源	是我国最早成立的半导体集成电路专业研究所，也是我国唯一的模拟集成电路专业研究所，是国家 I 类骨干研究所，建有国家博士后科研工作站。主要从事半导体模拟集成电路、混合集成电路、微电路模块、电子部件的开发和生产，技术实力雄厚，是我国高性能模拟集成电路设计开发和生产的重要基地。主要产品有：AD/DA 转换器、高性能放大器、射频集成电路、驱动器、电源以及汽车电子等，并广泛应用于航空航天、卫星定位、雷达导航、自动控制等领域
朝阳电源 (航天长峰子公司)	模块电源、定制电源	是经中国航天科工集团批准，由中国航天科工防御技术研究院和朝阳市电源有限公司于 2007 年 9 月 5 日投资组建的国有控股公司，公司前身为朝阳市电源有限公司，成立于 1986 年，具有多年的电源设计制造和测试经验，是国内最大的专业电源生产商之一，生产三十多个系列三十余万品种稳压电源、恒流电源、UPS 电源、脉冲电源、滤波器等各种电源和电源相关产品。应用领域覆盖航空、航天、兵器、机载、雷达、船舶、机车、通信及科研等领域，尤其是在需要高可靠性的军工领域

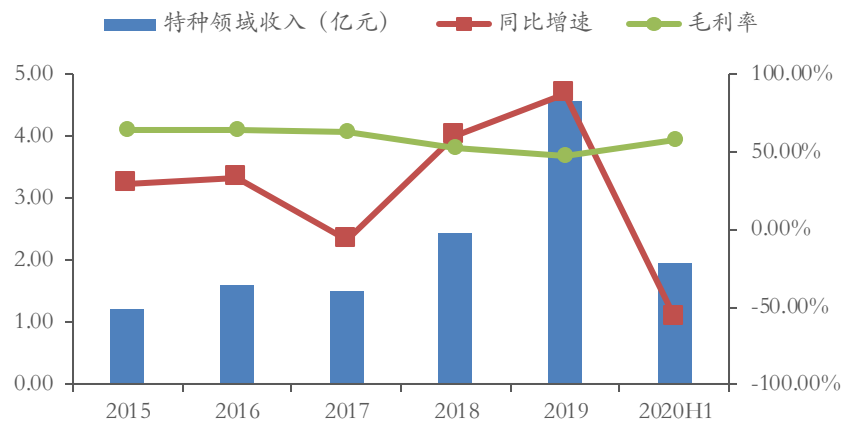
资料来源：招股书，安信证券研究中心

**供给端：深耕军工电源 20 余载，收购永力科技进一步完善军品领域布局。**根据招股书，公司自 2000 年开始涉足军工领域，已在电源行业确立市场领先地位，陆续获得《三级保密资格单位证书》、国军标 GJB9001A-2001、GJB9001B-2009 军工产品质量体系认证以及总装备部“装备承制单位资格”认证，并通过厚膜混合集成电路国军标生产线审核，模块电源在航空航天领域应用广泛（军品主要由北京本部完成生产销售）。此外，公司于 2018 年收购永力科技，其在海洋及舰船领等应用领域具有优势竞争地位，将进一步完善公司在军品领域布局，且根据公告，永力科技拟使用储备用地新建永力科技园项目，预计项目建成投产后将有助于提升永力科技自身竞争力，为后续发展奠定良好基础。

## 2.2. 持续研发投入确保产品储备充足，型号批产上量带动业绩稳健增长

**高研发投入奠定充足产品储备，下游型号批产带来需求上量。**公司自成立以来始终坚持高研发投入，根据 2020 年半年报，公司目前已具备高压高功率全砖、高可靠十六分之一砖、浪涌抑制器等多系列高性能模块电源，拥有面向航空航天雷达领域大功率 TR 供电定制电源；面向车载及船舶领域的大功率配电系统等模块电源产品，下游涵盖范围广泛。根据投资者关系记录，公司 2020 年实现高速增长主要因军品领域整体需求订单增多，以及此前持续投入的研发项目批产上量叠加国产替代需求增加，同时公司 2021 年一、二月份生产任务繁忙，从目前订单需求以及新研发项目看，预计十四五期间军品电源业务预期增长率将高于公司原有 20-25% 的复合增速。我们认为，考虑到公司技术及产品储备齐全，伴随航空航天多型重点武器装备逐渐批产并加速列装，公司未来军品业务增长确定性强及持续性好，同时，军品电源业务毛利率较高，预计占收入比不断提升后叠加规模效应亦有助于公司不断提高盈利能力，未来成长可期。

图 17: 2015-2020H1 特种领域收入、收入增速及毛利率



资料来源：年报，安信证券研究中心

### 3.5G 通信持续拉动电源需求，铁路及轨交领域有望打开新市场空间

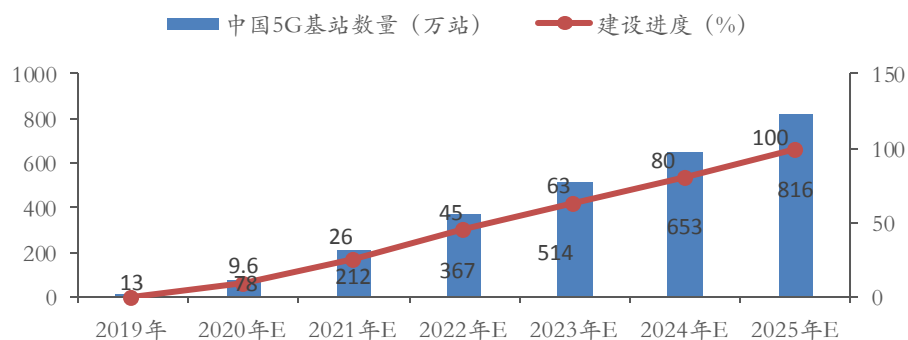
#### 3.1. 国内 5G 通信主要电源供应商，基站大规模建设有望持续拉动电源需求

**5G 基站迎来高峰建设期，有望拉动公司通信业务高速增长。**目前 5G 基站规模化建设已在全国启动，根据兴业银行研究数据，截至 2019 年，我国 5G 基站规模为 13 万站，未来 5 年将迎来 5G 基站建设高峰期，预计 2025 年我国 5G 基站总量有望达到 816 万站，建设进度达到 100%（补充数据来源）。

**1) 需求端：**考虑到 5G 相较于 4G 频段更高，波长更短，单个基站覆盖半径将大大减小，因此 5G 基站建设密度相对于 4G 要更大以满足所需信号覆盖范围，所以我们认为高密度的基站建设奠定需求端将持续增长，有望为公司通信领域不断打开新市场空间。

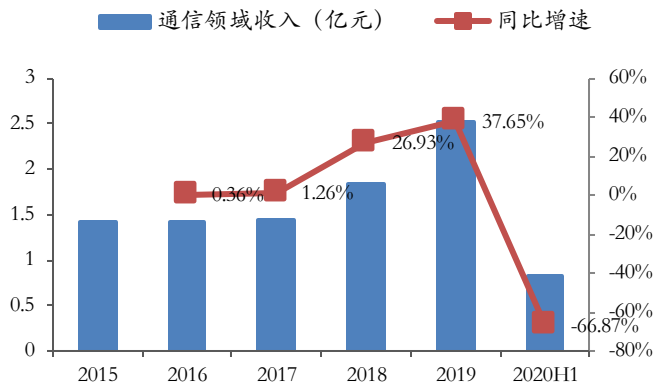
**2) 供给端：**公司电源产品在通信领域的应用超过二十年，并于 2015 年起开启相关 5G 产品的研发，多款电源已经完成认证并批量交付，同时公司电源产品具有体积小、转换效率高以及环境适应性强等优势，有助于公司快速适应不断变化的市场需求。公司通信领域业务收入在 2016-2017 年维持低增长态势，2018-2019 年，受 5G 网络筹备建设影响，需求端开始回暖，通信板块重回增长态势。我们认为，考虑到当前公司针对 5G 设备商设计需求已研发多款相应产品，预计伴随未来 5G 建设高峰到来，公司通信业务有望保持稳健增长态势。

图 18: 我国 2019-2025E 5G 基站数量（万站）



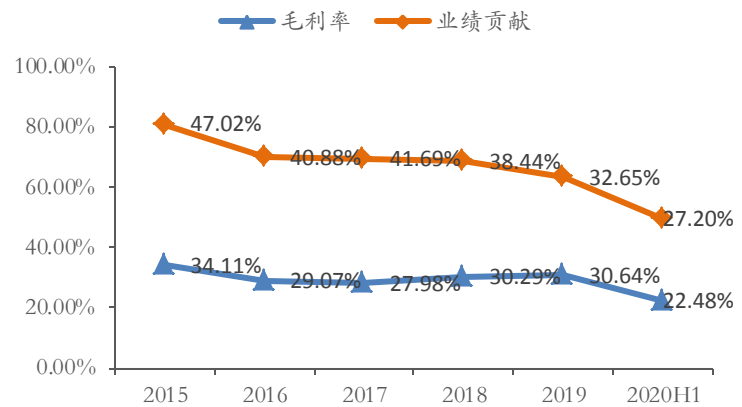
资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

图 19：2015-2020H1 通信领域收入及增速情况（亿元）



资料来源：年报，安信证券研究中心

图 20：2015-2020H1 通信领域毛利率及收入占比

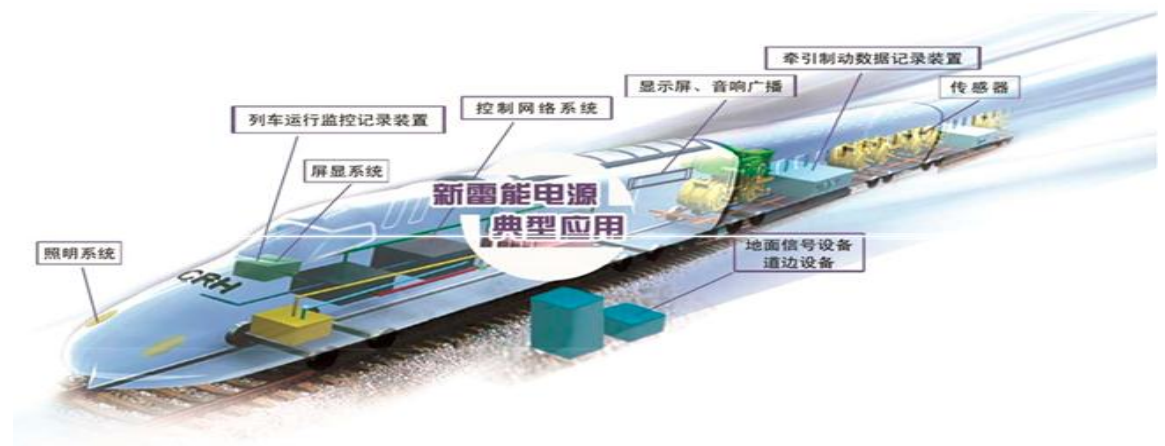


资料来源：年报，安信证券研究中心

### 3.2. 铁路及轨交投资稳步增长，或带来高性能电源市场新市场空间

铁路领域需求持续扩张，公司铁路用电源产品亦有望受益。我国高速铁路近年保持高速发展，考虑到高铁需要电源配套进行供电保障，因此高铁投资增加将会进一步加大对高铁配套行业的刺激作用，进而拉动电源产业链加速发展升级。公司主营业务定位于模块电源、定制电源、大功率电源及系统等产品，其中大功率电源在铁路领域获得了广泛的应用和认可，下游铁路领域主要客户为一流铁路设备制造商，与中车电气、华高世纪、北方车辆研究所等建立了良好稳定的合作关系，公司公告十四五期间也将加快铁路电源的进一步推广，受益于高速铁路及轨交投资规模的增长，有望成为公司新的业绩增长点。

图 21：公司电源产品在铁路领域的应用



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 4. 投资逻辑及盈利预测

### 4.1. 公司是我国模块电源龙头企业，已精耕细作二十余载



自成立以来一直致力于高效率、高可靠性及高功率密度电源，核心产品有模块电源、定制电源及大功率电源与系统三大类，技术国内领先，产品品类储备丰富，下游主要有军工及通信两大板块，且优质客户云集，并于 2018 年收购永力科技通过与其在激光电源与舰船等领域展开业务协作进一步扩大自身规模及提升市场竞争力。公司近年收入利润保持稳健增长，除并表永力科技因素外，军工业务持续发力亦是公司业绩增长重要压舱石，2020 年受益军品下游订单需求快速增长，公司利润近乎实现翻倍增长，预计伴随军工领域长期高景气及自身产能不断释放叠加规模效应，公司未来业绩有望实现持续高增长，此外，公司通过两次股权激励成功绑定核心骨干员工与公司利益，调动员工积极性的同时彰显对未来发展信心，有助于公司全面提升经营效率及治理能力。

#### 4.2. 深耕军工电源 20 余载，产品品类丰富叠加下游需求放量

- 1) 从供给端看，公司自 2000 年涉足军工电源行业并已确立市场领先地位，且配套资质齐全，同时通过坚持常年高比例研发投入在航空航天领域形成了完善的产品技术储备，并通过收购永力科技进布局海洋舰船领域，进一步实现军工应用领域全面覆盖，此外，公司仍在持续扩充自身军品产能以积极应对十四五期间航空航天等领域需求的高速增长；
- 2) 从需求端看，近年来我国电源企业在技术上与国外品牌差距已在不断缩小，同时因军队信息化建设或是十四五期间重中之重、航空航天等重点领域型号不断批产上量及国产替代的势在必行，未来军用电源行业市场增量较为充足。我们认为，考虑到公司技术及产品储备齐全，伴随航空航天多型重点武器装备逐渐批产并加速列装，未来军品业务增长确定性强及持续性好，同时，军品电源业务毛利率较高，预计占收入比不断提升后叠加规模效应亦有助于公司不断提高盈利能力，未来成长可期。

#### 4.3. 5G 通信持续拉动民品电源需求，铁路及轨交领域有望打开新市场空间

- 1) 5G 通信领域，预计未来 5 年我国将迎来基站建设高峰，且考虑到 5G 基站相较 4G 覆盖范围较小，因此需极大提高基站建设密度，有望为公司通信领域不断打开市场空间，而公司自 2015 年开启相关产品研发，多款电源已完成认证并批量交付，预计伴随 5G 建设高峰到来，公司通信业务有望保持稳健增长态势；
- 2) 铁路领域，公司主营产品中大功率电源在铁路领域获得了广发应用及认可，下游铁路领域主要客户为一流铁路设备制造商，并与中车电气、北方车辆研究所等建立良好稳定的合作关系，公司公告十四五期间也将加快铁路电源的进一步推广，受益于高速铁路及轨交投资规模的增长，有望成为公司新的业绩增长点。

投资建议：公司在模块电源领域深耕二十余载，已确立明确市场领先地位，并通过常年高比例研发投入充分储备相关产品及技术。军品领域，公司前期投入研发产品批产上量，伴随下游航空航天等领域武器装备加速列装，预计公司未来业绩增长确定性较强且持续性较好，亦有望通过规模效应进一步提升盈利能力；通信领域，伴随我国 5G 建设的持续推进以及出口业务逐步改善，预计未来仍是稳定的利润来源，未来发展可期。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.20、1.83、2.72 亿元，对应估值分别为 51、34、23 倍。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

## 5. 风险提示

### 5.1. 军品订单不及预期

公司军品订单主要来自于下游军方设备制造商，如其订单需求出现延迟或不及预期或将导致公司整体订单不及预期。

### **5.2. 民品订单不及预期**

公司在 5G 通信领域业务 2020 年受到海外疫情影响出现一定下滑，若海外疫情影响持续存在，或存在一定不及预期可能性。

### **5.3. 产能扩充不及预期**

公司因军品订单需求不断增长，自身在不断积极扩产，但若产能扩充不及预期或一定程度导致公司整体业绩不及预期。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	476.6	772.3	907.9	1,266.5	1,805.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	273.0	453.5	516.8	702.9	983.9	营业收入增长率	37.6%	62.1%	17.6%	39.5%	42.6%
营业税费	6.2	7.3	9.8	14.0	18.9	营业利润增长率	-4.3%	105.0%	129.2%	55.6%	52.0%
销售费用	31.7	44.0	58.6	79.4	110.9	净利润增长率	0.5%	73.9%	93.3%	51.8%	49.2%
管理费用	40.4	56.3	127.1	172.2	243.7	EBITDA 增长率	226.3%	70.7%	-8.7%	46.4%	46.4%
财务费用	14.5	20.5	25.3	32.6	44.6	EBIT 增长率	269.2%	74.9%	-9.7%	52.2%	50.1%
资产减值损失	1.7	-4.8	-0.2	-1.1	-2.0	NOPLAT 增长率	48.9%	82.5%	54.8%	52.2%	50.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	69.5%	6.3%	37.8%	6.3%	42.2%
投资和汇兑收益	2.1	3.7	2.4	2.7	3.0	净资产增长率	33.0%	11.4%	16.2%	18.1%	23.5%
<b>营业利润</b>	36.8	75.5	172.9	269.1	408.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.3	-0.6	-0.4	-0.4	-0.5	毛利率	42.7%	41.3%	43.1%	44.5%	45.5%
<b>利润总额</b>	36.5	74.8	172.6	268.7	407.9	营业利润率	7.7%	9.8%	19.0%	21.2%	22.7%
减:所得税	-0.9	-0.1	43.1	67.2	102.0	净利润率	7.5%	8.1%	13.3%	14.4%	15.1%
<b>净利润</b>	35.8	62.2	120.3	182.6	271.9	EBITDA/营业收入	30.0%	31.6%	24.5%	25.8%	26.4%
						EBIT/营业收入	26.4%	28.4%	21.8%	23.8%	25.1%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	123	129	105	68	43
						流动营业资本周转天数	313	240	293	282	271
						流动资产周转天数	530	417	452	435	419
						应收帐款周转天数	129	107	118	118	115
						存货周转天数	160	133	145	141	134
						总资产周转天数	793	644	639	560	502
						投资资本周转天数	548	438	457	392	343
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	6.1%	9.5%	15.4%	19.5%	23.3%
						ROA	2.8%	5.3%	7.2%	9.4%	10.6%
						ROIC	9.8%	10.5%	15.3%	16.9%	23.9%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	6.7%	5.7%	6.3%	6.3%	6.1%
						管理费用率	8.5%	7.3%	7.5%	7.7%	7.7%
						财务费用率	3.0%	2.7%	2.8%	2.6%	2.4%
						三费/营业收入	18.2%	15.6%	23.2%	22.4%	22.1%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	45.0%	41.9%	46.9%	47.1%	51.8%
						负债权益比	81.7%	72.0%	88.5%	89.1%	107.4%
						流动比率	2.55	2.42	2.57	2.25	2.81
						速动比率	1.73	1.65	1.75	1.52	1.92
						利息保障倍数	8.64	10.70	7.82	9.25	10.30
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.04	0.05	0.11	0.17	0.24
						分红比率	16.5%	13.3%	15.3%	15.0%	14.6%
						股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	37.4	74.9	120.3	182.6	272.3	EPS(元)	0.22	0.38	0.73	1.10	1.64
加:折旧和摊销	18.8	26.1	24.5	24.5	24.5	BVPS(元)	3.55	3.96	4.71	5.65	7.06
资产减值准备	1.7	4.8	-	-	-	PE(X)	171.7	98.8	51.1	33.7	22.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.5	9.4	7.9	6.6	5.3
财务费用	14.9	21.4	25.3	32.6	44.0	P/FCF	-88.8	-279.1	2,793.0	73.7	52.0
投资损失	-2.1	-3.7	-2.4	-2.7	-3.0	P/S	12.9	8.0	6.8	4.9	3.4
少数股东损益	1.6	12.7	9.1	18.9	34.1	EV/EBITDA	15.7	13.6	30.1	20.3	14.7
营运资金的变动	24.1	-58.8	-384.9	-108.4	-625.5	CAGR(%)	75.3%	59.9%	53.8%	75.3%	59.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	90.2	66.9	-208.1	147.5	-253.6	PEG	2.3	1.6	1.0	0.4	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-312.9	-21.0	2.4	2.7	3.0	ROIC/WACC	1.0	1.1	1.5	1.7	2.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	265.7	-54.1	227.2	-74.9	363.4	REP	2.5	3.2	3.3	2.7	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

冯福章声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034