

# 莱宝高科 (002106.SZ)

## 深度分析

### 细分龙头短期确定性高，未来持续受益触控显示渗透率提升

#### 投资要点

- ◆ **莱宝高科是国内中大尺寸电容式触摸屏龙头，以全贴合产品为主导，是全球触控笔记本电脑用触摸屏的核心供应商，客户涵盖全球笔记本电脑出货量前四名的知名品牌厂商和华为、小米等新兴笔记本电脑品牌厂商。**公司主导 OGS 技术方案，自主研发的 OGM 产品于 2017 年实现量产成为主流，并设计开发了多种柔性基板 SFM/GMF 产品，2020 年有望规模量产。公司主业聚焦显示材料及触控器件，除主导产品中尺寸电容式触摸屏外，产品还包括 ITO 导电玻璃、彩色滤光片以及 TFT-LCD 面板，拥有 2.5 代 TFT-LCD 显示面板线和 2.5 代、3 代、5 代触摸屏面板生产线，可充分满足多品种、小批量定制化订单。
- ◆ **触控笔电渗透循序渐进，供给端呈良性竞争：**笔记本电脑需求自 2010 年后动力减弱，出货量趋于稳定，步入存量竞争，传统品牌厂商市占率进一步提升。同时，随着笔记本电脑形态的多样化，移动终端厂商如华为、小米加入笔电市场的竞争，迅速完善产品线获取市场份额。在这种竞争业态下，笔电革新速度加快，触控笔电自 2012 年开始导入后逐渐轻薄化、时尚化、触控便捷使用体验日益普及、价格亲民化，有望循序渐进地提高渗透率。供给端，2015 年后扩产周期结束，行业出清多余产能，龙头厂商分食主要市场份额，竞争逐步呈现良性状态，公司受益于需求端和供给端的集中度同步提升。
- ◆ **短期业绩确定性高，中长期受益触控笔电持续渗透：**短期来看，疫情冲击下由于远程办公、远程教育等场景替代原有的线下方式，推高了笔电、平板等终端产品需求，公司产品需求旺盛，订单量饱满，一季度在疫情影响下逆势增长，奠定了上半年的增长基调。中长期来看，触控笔电渗透率有望持续提升，车载、工控、医疗等领域的触摸屏增长势头良好，供给端产能主要集中于龙头。公司凭借在中大尺寸电容式触摸屏领域的市场地位，以及在技术升级、产线改造方面持续投入带来的生产效率提升，受益需求端稳步扩张而供给端产能利用率提升。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.50、0.56 和 0.65 元，净资产收益率 8.0%、8.2% 和 8.7%。我们认为，公司作为全球中大尺寸电容式触摸屏龙头供应商，短期受益疫情带来的笔电补库存需求，业绩确定性较高，中长期受益触控显示渗透率持续下沉，结合公司当前估值水平，我们认为公司具备较为可观的投资机会，调升评级至“买入-B”建议。
- ◆ **风险提示：**主要笔记本电脑客户终端产品销售规模不及预期；以华为、小米为代表的移动终端厂商新增量不及预期；产能提升和产品良率提升不及预期；新冠疫情导

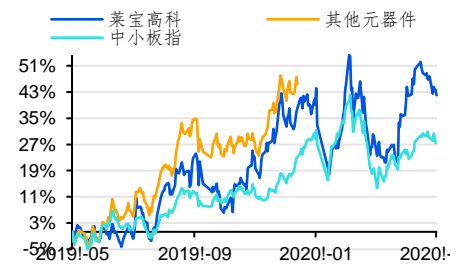
电子元器件 | 其他元器件 III

 投资评级 **买入-B(上调)**  
 股价(2020-05-22) **10.20 元**

#### 交易数据

总市值 (百万元)	7,199.32
流通市值 (百万元)	7,179.30
总股本 (百万股)	705.82
流通股本 (百万股)	703.85
12 个月价格区间	6.86/11.16 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.51	5.75	15.64
绝对收益	-1.73	-2.3	41.9

#### 分析师

 蔡景彦  
 SAC 执业证书编号: S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20377068

#### 报告联系人

 郑超君  
 zhengchaojun@huajinsec.cn  
 021-20377169

#### 相关报告

- 莱宝高科：全年营收稳健增长，毛利率改善提升盈利能力 2020-04-12
- 莱宝高科：上半年营收稳健净利大增，下半年旺季值得期待 2019-08-27
- 莱宝高科：触控笔电渗透提升，新品提升公司盈利能力 2019-04-01
- 莱宝高科：汇兑波动影响短期，2018-08-22
- 莱宝高科：中大尺寸触控显示屏持续放量，汇兑损益影响盈利水平 2017-08-30

致市场及订单波动；汇率波动风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,416	4,802	5,220	5,705	6,337
YoY(%)	10.7	8.7	8.7	9.3	11.1
净利润(百万元)	225	282	350	395	457
YoY(%)	59.6	25.3	24.3	12.7	15.8
毛利率(%)	12.7	15.5	16.7	16.4	16.8
EPS(摊薄/元)	0.32	0.40	0.50	0.56	0.65
ROE(%)	5.9	7.0	8.0	8.2	8.7
P/E(倍)	32.0	25.5	20.5	18.2	15.7
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
净利率(%)	5.1	5.9	6.7	6.9	7.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、核心投资逻辑.....	5
二、公司分析：中大尺寸触摸屏龙头逆势增长.....	6
（一）中大尺寸电容触摸屏龙头 .....	6
（二）专业化发展夯实市场地位 .....	7
（三）触摸屏主业突出，2020Q1 业绩逆势增长.....	7
1、营收稳步增长，全贴合产品贡献主要收入 .....	8
2、净利润增速表现超过营收，2020Q1 净利润同比大幅增长.....	9
三、行业分析：触控笔电循序渐进.....	11
（一）传统品牌高集中度，手机厂商进攻笔电.....	11
1、PC 需求趋稳，进入存量竞争 .....	11
2、移动终端品牌强势入局.....	12
（二）触控显示渗透笔电，供给端良性竞争格局 .....	14
1、技术迭代，触摸屏轻薄化 .....	14
2、形态革新，触控笔电下沉渗透 .....	16
3、供给稳定，竞争状态良性 .....	17
四、盈利预测与估值分析.....	19
（一）盈利预测 .....	19
（二）估值分析及投资建议 .....	20
五、风险提示.....	21

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：营业收入及增速（2017 ~ 2020Q1） .....	8
图 3：季度营业收入及增速（2017 Q1 ~ 2020 Q1） .....	8
图 4：主营业务按产品构成（2019） .....	8
图 5：主营业务收入按产品构成（2017 ~ 2019） .....	8
图 6：营业收入按地区构成（2019） .....	8
图 7：营业收入按地区构成（2017 ~ 2019） .....	8
图 8：前五大客户销售占比（2017 ~ 2019） .....	9
图 9：前五大供应商采购占比（2017 ~ 2019） .....	9
图 10：归母净利润及增速（2017 ~ 2020Q1） .....	9
图 11：归母净利润及增速（2017 Q1 ~ 2020 Q1） .....	9
图 12：盈利能力比率（2017 ~ 2020Q1） .....	10
图 13：季度盈利能力比率（2017 Q1 ~ 2020 Q1） .....	10
图 14：期间费用率（2017 ~ 2020Q1） .....	10
图 15：经营净现金流与净利润（2017 ~ 2020Q1） .....	10
图 16：全球 PC 出货量（2000 ~ 2019） .....	11
图 17：全球平板电脑出货量（2011 ~ 2019） .....	11
图 18：全球笔记本电脑出货量预测（2017 ~ 2023E） .....	12
图 19：全球 PC 出货量（2015Q1 ~ 2020Q1） .....	12
图 20：全球 PC 出货量市场份额（2015Q1 ~ 2020Q1） .....	12
图 21：华为笔记本电脑系列 .....	13

图 22: 2019 半年度笔记本电脑品牌关注度占比 .....	13
图 23: 电容式触摸屏结构及工作原理 .....	14
图 24: 电阻式触摸屏工作原理 .....	14
图 25: GG / GF / GFF / GF2 结构示意图 .....	15
图 26: OGS 结构及 OGS / TOL 工艺流程 .....	15
图 27: On-Cell / In-Cell 方案示意图 .....	15
图 28: 联想 Ideapad YOGA .....	16
图 29: 微软 Surface .....	16
图 30: 2019 年上半年笔记本电脑价格关注度 .....	17
图 31: 2019 年上半年在售触控笔记本电脑 .....	17
图 32: 公司产能扩建历程 .....	18
图 33: 公司上市以来收入规模及增速 (2006 ~ 2019) .....	18
表 1: 莱宝高科成长逻辑 .....	5
表 2: 公司主要产品 .....	7
表 3: 主要子公司及参股公司 .....	7
表 4: 智能手机终端厂商首款笔记本电脑发布时间 .....	13
表 5: OGS、On-Cell 和 In-Cell 技术对比 .....	15
表 6: 品牌厂商触控笔记本电脑产品 .....	16
表 7: 莱宝高科营业收入增长预测 .....	19
表 8: 莱宝高科整体盈利预测 .....	20
表 9: 可比公司估值参考 .....	20

## 一、核心投资逻辑

莱宝高科作为国内中大尺寸电容式触摸屏厂商，聚焦触控显示业务，目前以成熟的 OGS/OGM 技术成为全球笔记本电脑用触摸屏产品的龙头厂商，主要客户包括联想、惠普、戴尔、华硕以及华为、小米，具有较高市占率；同时公司依托技术研发和市场开拓，车载触摸屏业务增长势头良好。结合公司基本面和行业分析，短期和长期成长逻辑如下：

表 1：莱宝高科成长逻辑

驱动逻辑	
短期	<b>确定性高：</b> 疫情冲击下远程办公等需求提升笔记本电脑出货量，备货旺季提前，公司一季度业绩逆势增长，上半年业绩确定性高
中长期	<b>需求端：</b> PC（笔电）出货量趋稳，传统品牌集中度持续提升，移动终端厂商参与竞争助推笔电形态革新；触控笔电技术迭代实现轻薄化，价格亲民化，渗透率有望进一步提高；公司作为核心品牌的核心供应商受益 <b>供给端：</b> 产能集中于龙头，竞争呈现良性状态，市场份额稳固

资料来源：华金证券研究所

综合上述逻辑，公司主要成长在于主要业务——中大尺寸电容式触摸屏的稳健发展，全贴合产品占主导地位，短期内仍以 OGS/OGM 为主要技术方案，同时公司自主开发的 SFM/GMF 结构中尺寸电容式触摸屏，不仅实现 Film Sensor 自制，而且实现可替代 GF2 结构的玻璃-薄膜结构触控模组自制，实现公司外挂式触摸屏全产品系列自制供应，提升市场竞争力；SFM/GMF 结构中尺寸电容式触摸屏产品 2019 年第四季度小批量供应，自 2020 年开始逐步大规模量产。短期来看，疫情冲击下由于远程办公等推高了笔电需求，公司订单量饱满，奠定了上半年的增长基调。中长期来看，需求端笔电出货量趋稳，传统品牌集中度提升，移动终端厂商入局有助于加速笔电的革新；触控笔电实现轻薄化、时尚化、触控流畅便捷使用体验和价格更加亲民化，渗透率有望持续提升；供给端产能集中于龙头，竞争状态趋向于良性，龙头厂商受益集中度巩固。

基于上述对于公司业务的前景进行分析后我们对公司的业绩增长做出预测，公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.50、0.56 和 0.65 元，净资产收益率 8.0%、8.2% 和 8.7%

投资建议方面，我们参考行业内可比公司的 PE 和 PB 水平，综合评估公司未来业绩成长性，预期公司短期业绩确定性较好，中长期发展稳健，调升评级至“买入-B”建议。

对于公司的业绩风险，我们认为最主要来自于市场需求不足和宏观环境因素，具体而言包括：主要笔记本电脑客户终端产品销售规模不及预期；以华为、小米为代表的移动终端厂商新增量不及预期；产能提升和产品良率提升不及预期；新冠疫情导致市场及订单波动；汇率波动风险。

## 二、公司分析：中大尺寸触摸屏龙头逆势增长

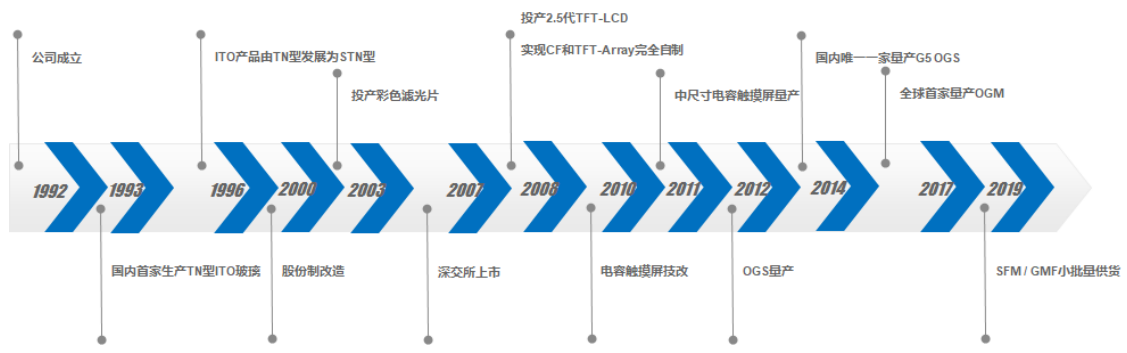
深圳莱宝高科技股份有限公司成立于1992年，以ITO导电玻璃和彩色滤光片为初期主营业务，后随着电容式触摸屏技术推广，公司切入中大尺寸电容式触摸屏业务，通过技术研发和产能建设，目前拥有一条G5 OGS产线，并通过自研在OGS基础上实现量产OGM、SFM和GMF产品。公司抓住触摸屏在笔记本电脑渗透率提升的有利时机，提升OGS产品销售，夯实核心主业，实现收入和净利润增长。2020年第一季度，受益于疫情催生的PC旺季提前公司业绩逆势增长，二季度有望延续奠定全年增长基调。

### （一）中大尺寸电容触摸屏龙头

公司1992年7月成立，成立之初主要生产ITO导电玻璃，2003年投产彩色滤光片（CF），以ITO导电玻璃和CF为主要产品。2007年1月公司挂牌深交所上市，募集资金用于中小尺寸TFT-LCD用彩色滤光片生产线项目和电阻式触摸屏项目，2010年1月电阻式触摸屏项目正式投产，同年，公司完成电容式触摸屏技改项目。2011年，中尺寸电容式触摸屏量产，年产达到800万片（以10.4英寸计），随后2012年实现OGS产品量产。

2014年，公司投建的G5 OGS产线实现量产，此后通过加强技术研发，在OGS基础上于2017年实现自主研发的OGM产品量产，2019年第四季度SFM和GMF产品实现小批量销售。目前，公司正加快推进SFM/GMF产品大批量生产。公司已经在中大尺寸触摸屏领域具备较强的竞争力和市场地位，成为国内触摸屏龙头厂商。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、华金证券研究所

经过多年发展，公司目前主要业务为研发和生产平板显示材料及触控器件，主导产品包括中小尺寸平板显示器件用ITO导电玻璃、彩色滤光片、TFT-LCD面板和中大尺寸电容式触摸屏，其中触摸屏包括触摸屏面板、触摸屏模组、一体化电容式触摸屏、全贴合等产品。ITO导电玻璃、彩色滤光片、TFT-LCD面板主要应用于功能手机、家电、办公、车载、医疗、工控、电子标签等终端产品的小尺寸显示面板（10英寸以下，以3.5英寸以下为主），TFT-LCD为2.5代线，市场占有率有限，中大尺寸电容式触摸屏主要应用于触控笔记本电脑、一体化计算机等PC终端产品的触摸屏以及汽车终端的触摸屏。

表 2: 公司主要产品

产品类别	应用范围
电容式触摸屏	智能手机、平板电脑、二合一笔记本电脑（2 in 1 NB）、触控笔记本电脑、一体化计算机（AIO PC）、汽车终端触摸屏
ITO 导电玻璃	中小尺寸平板显示器件
彩色滤光片	中小尺寸平板显示器件，以自用为主
TFT-LCD	功能手机、家电、办公、车载、医疗、工控、电子标签等终端产品的小尺寸显示面板（10 英寸以下，以 3.5 英寸以下为主）

资料来源：公司公告、公司官网、华金证券研究所

行业竞争方面，公司目前拥有国内唯一一条批量生产的第五代触摸屏生产线，是全球笔记本电脑用触摸屏龙头厂商，现已成为联想、惠普、戴尔、华硕、华为、小米等全球数家知名品牌整机客户的重要供应商。

## （二）专业化发展夯实市场地位

公司总部位于广东省深圳市，生产基地主要包括深圳总部和重庆莱宝产业园，以及浙江金徕光电产业园，深圳和重庆工厂主要生产触摸屏，而浙江生产基地主营 ITO 镀膜业务。公司主要控股子公司及参股公司为 5 家，其中莱宝光电处于停产状态，莱恒科技为参股公司。

表 3: 主要子公司及参股公司

公司名称	类型	主要业务
莱宝科技(香港)实业有限公司	子公司	进出口贸易
重庆莱宝科技有限公司	子公司	制造、销售触摸屏、真空镀膜玻璃、平板显示器件及电子产品
深圳莱宝光电科技有限公司	子公司	制造、销售触摸屏、平板显示器件及电子产品
浙江莱宝科技有限公司	子公司	ITO 导电玻璃及触控模组的生产和销售
深圳市莱恒科技有限公司	参股公司	液晶显示屏的薄化生产及销售

资料来源：公司年报、华金证券研究所

公司未来将走专业化发展道路，以自主技术为核心动力，夯实触控显示屏市场的竞争优势，巩固地位并寻求新机会。随着微软停止对 Windows 7 操作系统提供技术支持、Windows 10 操作系统日益被消费者接受，以便携、美观、支持手写笔和触控操作为鲜明特征的触控笔电未来市场需求呈增长态势，另一方面，汽车向着日益智能化发展，车载触控屏市场呈快速增长态势。公司基于对行业未来的判断，将持续加大对商用笔电产品以及车载、工控、智能家居等专业应用市场的触摸屏开拓力度，不断优化现有量产工艺，持续研发新型工艺技术，强化公司在全球中大尺寸电容触摸屏市场龙头地位。

## （三）触摸屏主业突出，2020Q1 业绩逆势增长

公司触摸屏主业突出，其中以全贴合产品为主导，2019 年全贴合产品营收占比达 88.2%。公司抓住触摸屏在笔电市场渗透率提升的有利时机，实现中大尺寸 OGS 产品销量提升，在全球笔电增长动力有限的情况下实现收入和净利润的增长，由于产能利用率和良品率的提升，公司盈

利能力持续提升。2020 年一季度，尽管生产恢复延期，公司全力复工复产满足因为疫情带来的笔电需求增加，一季度收入和净利逆势大幅增长，我们预计二季度将延续，奠定全年增长基调。

## 1、营收稳步增长，全贴合产品贡献主要收入

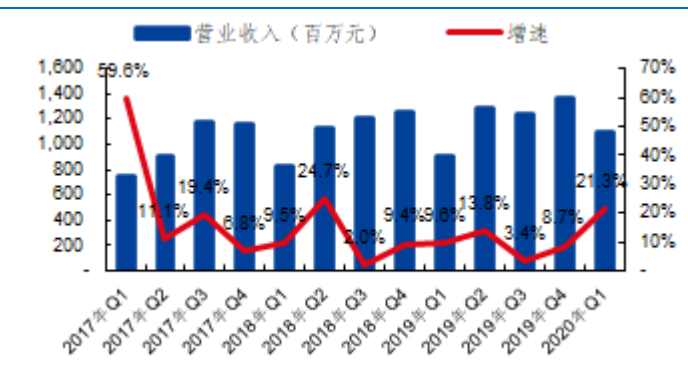
公司 2019 年实现营收 48.0 亿元，同比增长 8.7%，尽管全球笔记本电脑出货量增长动力有限，但公司抓住触摸屏在笔电市场渗透率提升的有利时机，实现中大尺寸 OGS 产品销售进一步提升，保持收入稳健增长。从季度来看，近 3 年季度销售收入始终保持同比正增长，20Q1 收入同比增长 21.3%，主要系疫情带来的远程办公、在线教育增加了笔电需求。

图 2：营业收入及增速（2017 ~ 2020Q1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

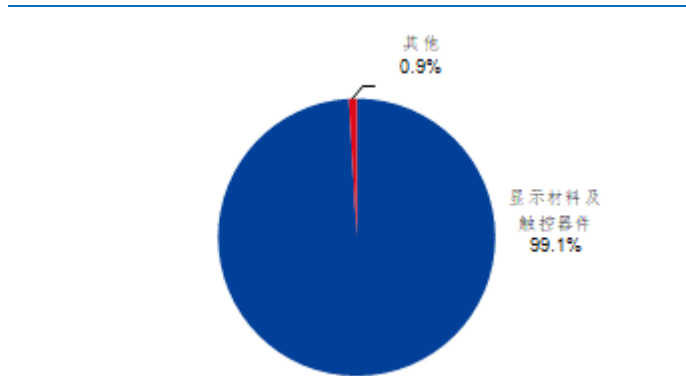
图 3：季度营业收入及增速（2017 Q1 ~ 2020 Q1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

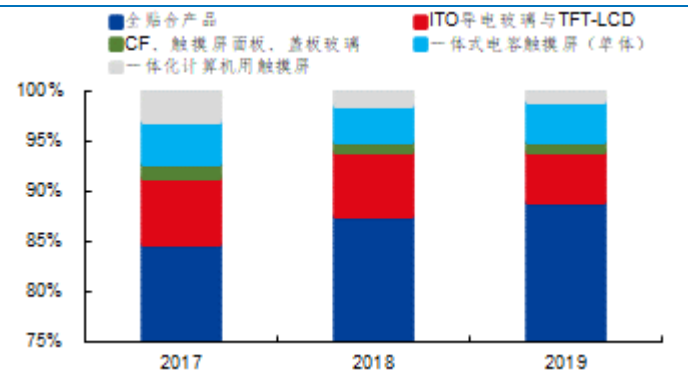
公司主业突出，主要是显示材料及触控器件，2019 年营收占比为 99.1%。主营业务的构成中，主导产品是全贴合产品（2019 年营收占比 88.2%），其次为 ITO 导电玻璃与 TFT-LCD 面板（2019 年营收占比 5.1%），一体式触摸屏以单体出货的产品占比较低（2019 年 3.9%）。

图 4：主营业务按产品构成（2019）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 5：主营业务收入按产品构成（2017 ~ 2019）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

从地区分布来看，公司主要收入来源为大陆以外市场，2019 年占比为 94.4%，过往 3 年公司收入按地区分布变动较小，中国大陆以外是主要市场。因此人民币汇率变动对公司业务存在影响，尤其当国内外政治、经济环境波动较大的时期。

图 6：营业收入按地区构成（2019）

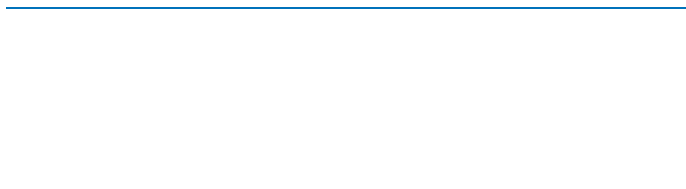
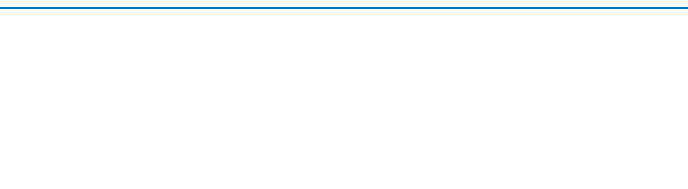
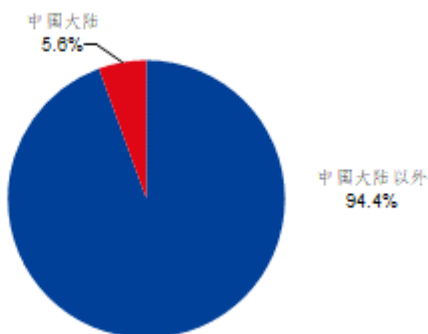


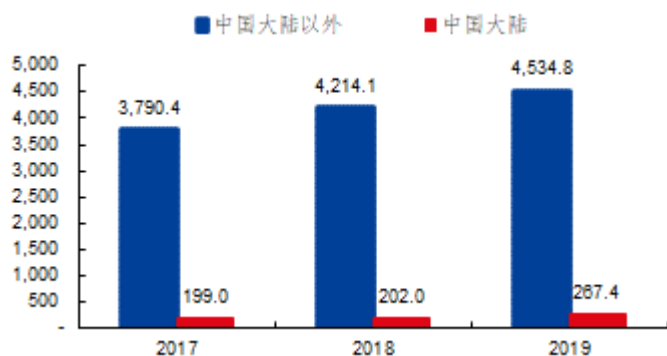
图 7：营业收入按地区构成（2017 ~ 2019）







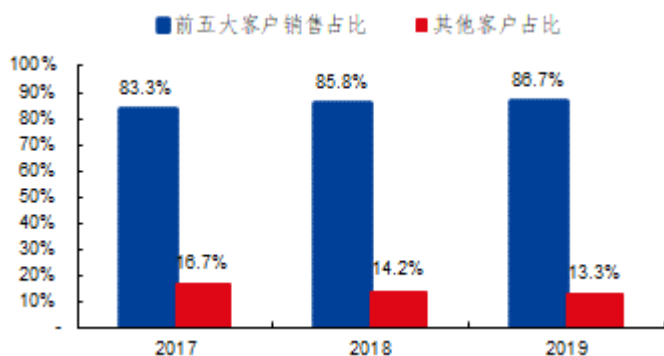
资料来源：公司公告、华金证券研究所



资料来源：公司公告、华金证券研究所

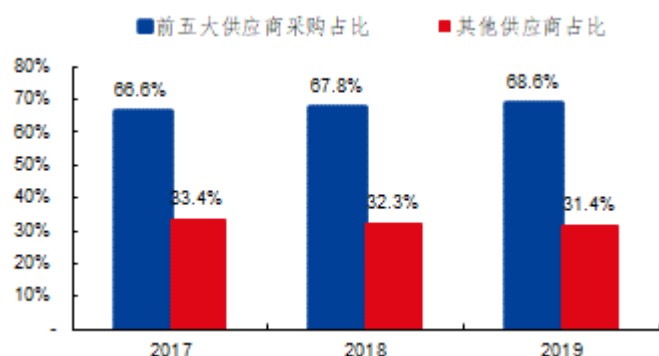
公司客户集中度较高，近3年前五大客户销售比例小幅提升，2019年占比达86.7%，主要客户为全球市占率领先的PC品牌厂商，包括联想、戴尔、惠普等，客户较为稳定，近几年华为、小米等智能移动终端品牌厂商也成为公司重要客户。

图 8：前五大客户销售占比（2017~2019）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 9：前五大供应商采购占比（2017~2019）



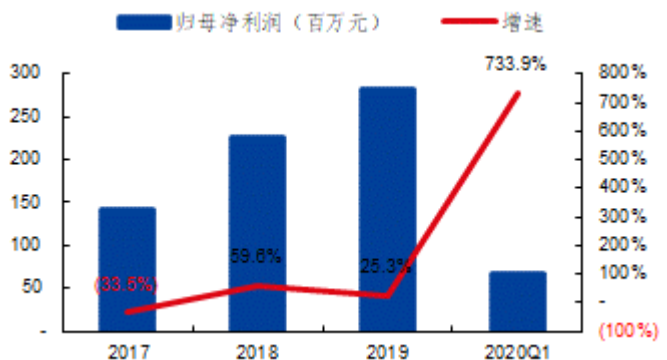
资料来源：公司公告、华金证券研究所

供应商方面，公司采购较为集中，前五大供应商占比超过65%，主要是采购客户指定的 LCM，由于液晶面板产业集中度较高以及公司客户较为集中，使得供应商集中度相应提高。

## 2、净利润增速表现超过营收，2020Q1 净利润同比大幅增长

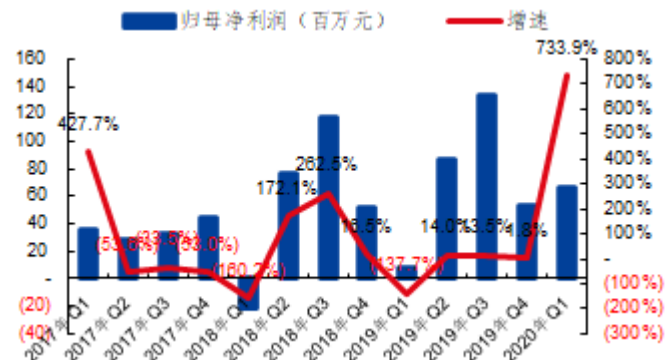
2019年归属于母公司净利润为2.8亿元，同比增长25.3%，2020年第一季度归母净利润同比大幅增长733.9%为6,701.6万元。公司净利润波动幅度大于营收增长，2017~2019年归母净利润CAGR为41.1%，超过营业收入表现（CAGR=9.7%），公司盈利能力持续提升。

图 10：归母净利润及增速（2017~2020Q1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

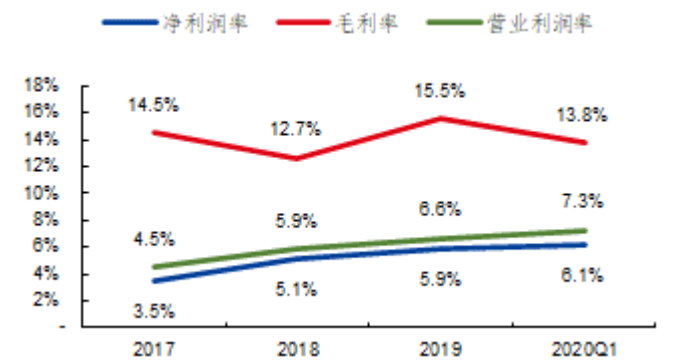
图 11：归母净利润及增速（2017 Q1~2020 Q1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

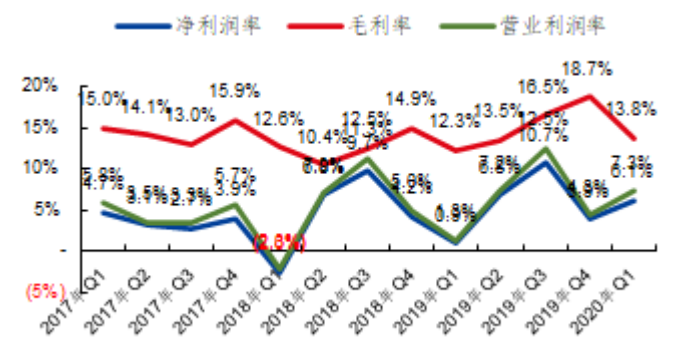
利润率来看，毛利率有所波动，2019年随着产能利用率和良品率提升，毛利率逐季回升，全年同比提升2.8个百分点为15.5%，2020年一季度同比提升1.5个百分点为13.8%。而营业利润率和净利润率水平仍保持逐年递增，公司保持稳健的盈利能力。

图 12：盈利能力比率（2017 ~ 2020Q1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

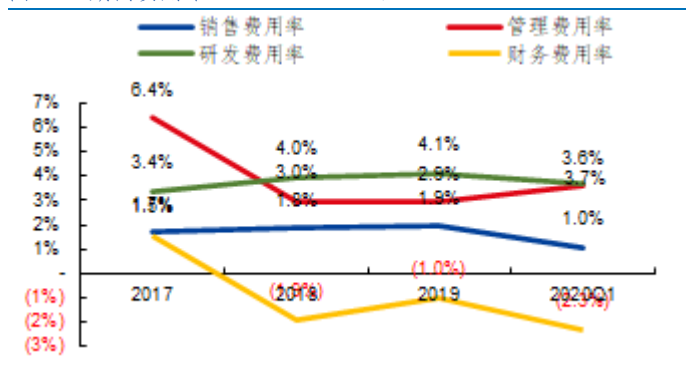
图 13：季度盈利能力比率（2017 Q1 ~ 2020 Q1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

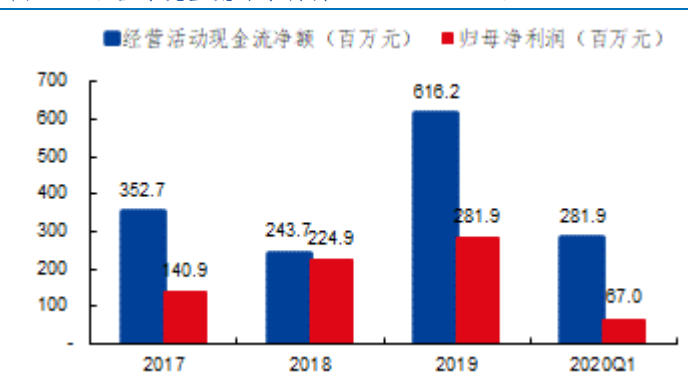
费用率方面，公司2019年各项费用率保持稳定，期间投入与收入规模同步增长，财务费用率自2018年为净收益。从现金流水平来看，公司近3年经营活动现金流净额始终超过归母净利润水平，2019年现金流净额大幅增加，保证现金流健康。

图 14：期间费用率（2017 ~ 2020Q1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 15：经营净现金流与净利润（2017 ~ 2020Q1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

### 三、行业分析：触控笔电循序渐进

笔记本电脑需求自 2010 年后动力减弱，出货量趋于稳定，进入存量竞争，传统品牌厂商市占率进一步提升。同时，随着笔记本电脑形态的多样性，移动终端厂商如华为、小米加入竞争，并迅速完善产品线获取市场份额。在这种竞争业态下，笔电革新速度加快，触控笔电在技术成熟度、性价比兼具的条件下有望循序渐进地提高渗透率。另一方面，目前供给端在结束扩产周期后出清多余产能，竞争呈现良性状态，公司受益于需求端和供给端的集中度同步提升。

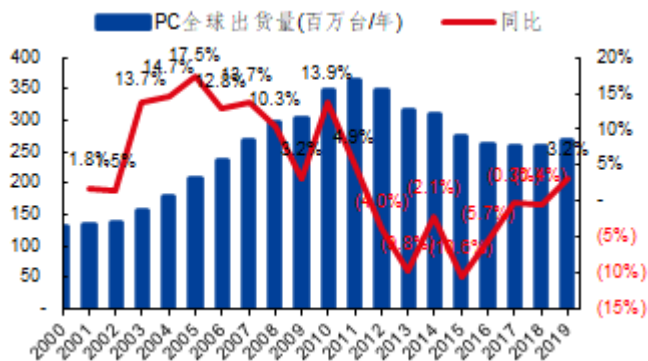
#### (一) 传统品牌高集中度，手机厂商进攻笔电

全球 PC 经历过快速发展后渗透率较高，需求增长动力放缓，出货量趋于稳定，行业进入存量竞争，头部品牌厂商的市占率稳步提升。同时，近几年华为、小米等移动终端品牌厂商以迅猛的发展势头成为笔电市场新进竞争者，并迅速建立起完善的产品线抢占市场份额，冲击原有竞争格局，加速笔电在技术和形态上的革新。

#### 1、PC 需求趋稳，进入存量竞争

PC 发展历程中笔记本电脑自 1996 年开始真正走向商用，英特尔开始推出笔记本电脑专用的 CPU，大陆厂商包括联想、方正等加入竞争，正式迎来全面生产销售的时代。2000 年后，根据 IDC 统计数据，全球 PC 出货量 2003 年至 2008 年增长保持相对稳健，进入 2010 年后需求增速放缓，全球出货量逐年下滑。2019 年全球 PC 出货量为 2.7 亿台，自 2011 年出现负增长以来首次同比增长 3.2%，主要系 Windows 7 系统停止支持导致。2010 年苹果推出 iPad，平板电脑开始流行，侵蚀了部分 PC 的需求，而 2015 年后平板电脑需求增速同样放缓，2019 年全球平板电脑出货量为 1.4 亿台，同比下滑 1.4%。

图 16：全球 PC 出货量（2000 ~ 2019）



资料来源：Wind、IDC、华金证券研究所

图 17：全球平板电脑出货量（2011 ~ 2019）

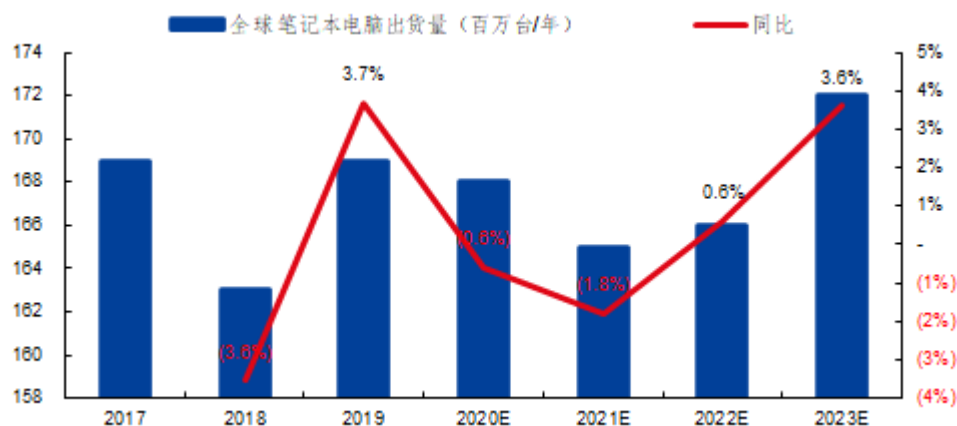


资料来源：Wind、华金证券研究所

相比智能手机，PC 的替换周期较长，驱动新旧更替的需求往往来自于软件系统的更新、硬件构成的升级以及外在形态的变化。目前，以笔记本电脑为代表的 PC 终端普及率较高，行业经过较长时间的发展呈现存量竞争的特征，厂商专注垂直细分领域的需求，突出特定场景的性能强化，例如游戏本、商务本、影音娱乐本的区分。

根据 IHS Markit 2020 年 1 月公布的数据预计，未来笔电的增长动力仍然有限，2019 年由于 Windows 10 系统更新升级，全球笔记本电脑出货量小幅增长 3.7% 为 1.7 亿台。

图 18：全球笔记本电脑出货量预测（2017 ~ 2023E）



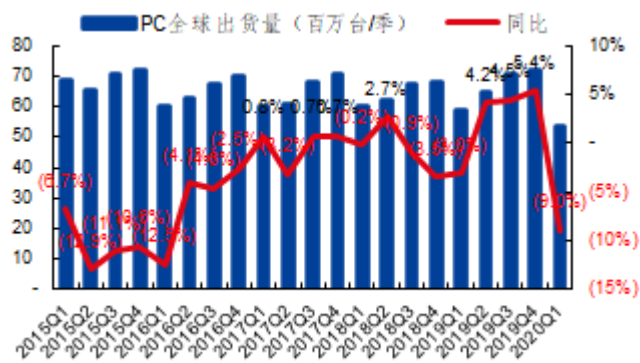
资料来源：公司年报、HIS、华金证券研究所

预计 2020 ~ 2023 年出货量将保持相对稳定，由于 Windows 7 系统自 2020 年 1 月 14 日起停止更新，全球 73% 电脑在终止服务前完成了更新，2020 年全球笔记本电脑出货量将同比减少 0.6%。

## 2、移动终端品牌强势入局

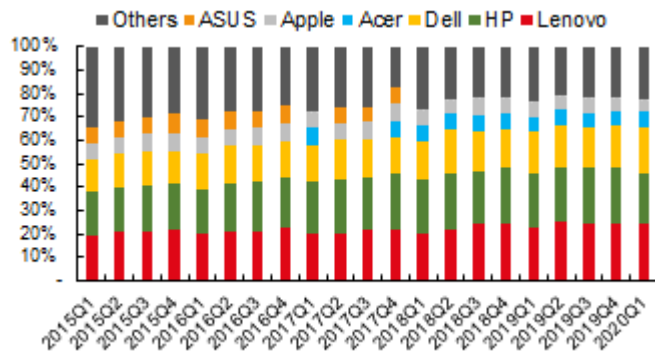
PC 行业经过多年发展，市场集中度较高并仍保持稳步提升，2020 年一季度的数据显示，全球 77.9% 的出货量集中于前五大品牌，而 2015 年一季度这一数据为 65.5%。其中，2020 年一季度前三大品牌市场份额达 65.8%，分别为联想、惠普和戴尔，前五大品牌中包括宏碁和苹果。

图 19：全球 PC 出货量（2015Q1 ~ 2020Q1）



资料来源：Wind、IDC、华金证券研究所

图 20：全球 PC 出货量市场份额（2015Q1 ~ 2020Q1）



资料来源：根据新闻整理、Wind、华金证券研究所

随着技术革新，PC 形态多样化，2 in 1、轻薄本等丰富了笔记本电脑的选择。尽管市场份额向联想等传统品牌集中，仍有新进者参与竞争，2012 年 Surface 的推出使得结合平板特征的 2 in 1 笔电受到欢迎，微软成为较早加入竞争的跨界厂商，近年华为、小米等终端厂商凭借在智能手机、平板电脑领域的优势强势入局。2016 年华为和小米分别推出了旗下首款笔记本电脑 Matebook 和 Notebook Air，2018 年华为旗下子品牌荣耀推出首款笔记本电脑 MagicBook，小米中低端系列品牌红米于 2019 年推出 RedmiBook 13。

表 4: 智能手机终端厂商首款笔记本电脑发布时间

品牌	型号	上市时间	特点	价格(元)
华为	Matebook	2016 年 5 月	2 in 1 PC; 支持 10 点触控	3988~9688
荣耀	MagicBook	2018 年 5 月	轻薄本; 不支持触控	4999~5699
小米	Notebook Air	2016 年 8 月	轻薄本; 不支持触控	3499~4999
红米	RedmiBook 13	2019 年 12 月	轻薄本; 不支持触控	4199~5199

资料来源: 中关村在线、华金证券研究所

以华为为例, 自 2016 年推出 Matebook 后, 迅速在轻薄本品类建立完善的产品线, 涵盖高端至中低端的需求, 向原有传统品牌为主导的市场注入了一股全新的竞争力量。

图 21: 华为笔记本电脑系列

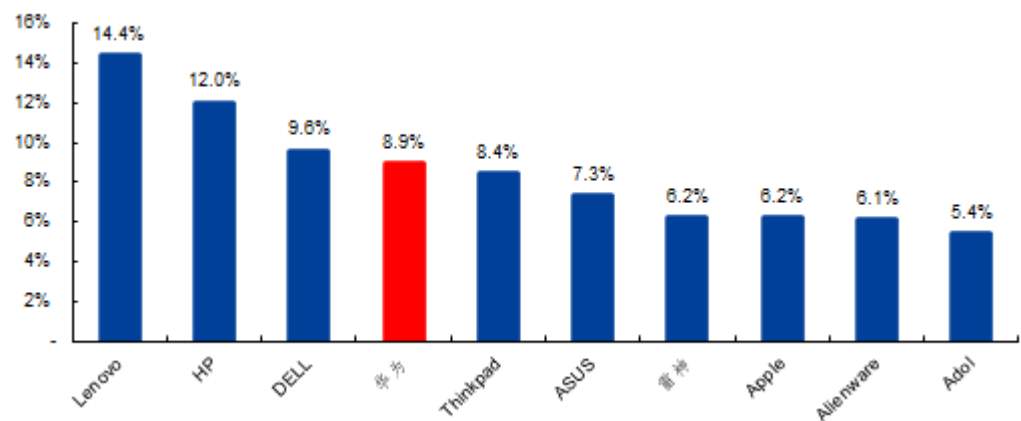


2016: Matebook → 2017: Matebook X / Matebook D / Matebook E → 2018: Matebook X Pro / Matebook 13 → 2019: Matebook 14

资料来源: 太平洋电脑网、华金证券研究所

2019 年上半年中关村在线调研中心的一份笔记本电脑关注度报告显示, 华为在 2019 年上半年品牌关注度占比为 8.9%, 紧随联想、惠普和戴尔位列第四, 其中 Matebook X Pro 2019 款成为半年度关注度第二的产品。智能手机品牌厂商迅猛的发展势头激活了原有的竞争格局, 有望加速笔电品类的技术和形态革新。

图 22: 2019 半年度笔记本电脑品牌关注度占比



资料来源: 中关村在线、华金证券研究所

公司以前四大 PC 品牌为主要客户, 包括联想、惠普、戴尔和华硕, 2016 年后华为、小米也成为公司重要客户, 目前客户集中度较高, 前 5 大客户收入贡献达 87% (2019 年)。传统核心品牌和具备竞争力的新进品牌对于供应商的选择门槛较高, 进入供应链后合作黏性较强, 公司未来有望持续获得稳定的市场份额。

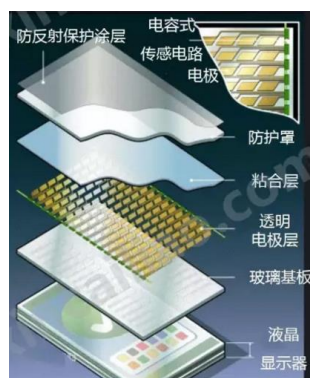
## （二）触控显示渗透笔电，供给端良性竞争格局

终端产品触摸屏经过多次技术迭代已经实现了轻薄化，2012 年支持触控功能的 Win8 系统发布叠加技术方案成熟，触摸屏大量导入笔记本电脑培育了新的形态。随着成本下探，触控笔电从高端定位逐渐切入全档位价格区间，触控笔电渗透率有望进一步提升。而供给端在 2010~2015 年集中扩产后，经历多年供求关系改善，目前行业集中度较高，冗余产能出清后行业呈现良性竞争状态。

### 1、技术迭代，触摸屏轻薄化

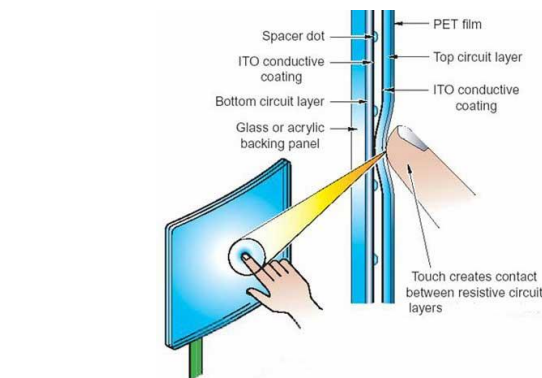
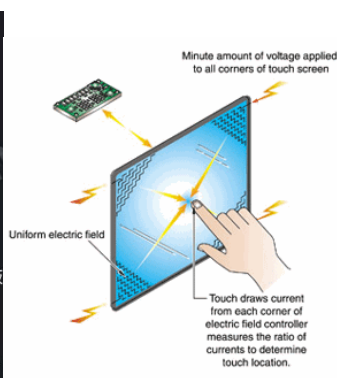
触控显示技术经历了由电阻式到电容式的技术迭代，2007 年苹果推出首款 iPhone 采用了可实现多点触控的电容式触摸屏，使得电容触摸屏技术重新塑造了智能终端产品的人机交互体验。电容式触摸屏利用了人体的电流感应进行工作，不同于电阻式触摸屏的压力感应原理，当手指触摸电容式触摸屏时，在工作面接通高频信号，此时手指与触摸屏工作面形成一个耦合电容，手指触摸时在触摸点吸走一小部分电流，此时触摸屏四个角上的电极有电流流出补充这部分电流，控制器通过四个电流的计算得出接触点坐标。由于较高的透光率、性能稳定、使用寿命长、触感灵敏度高，电容式触摸屏广泛应用于智能手机、电脑、工控、车载等领域。

图 23：电容式触摸屏结构及工作原理



资料来源：新材料在线、公开资料、华金证券研究所

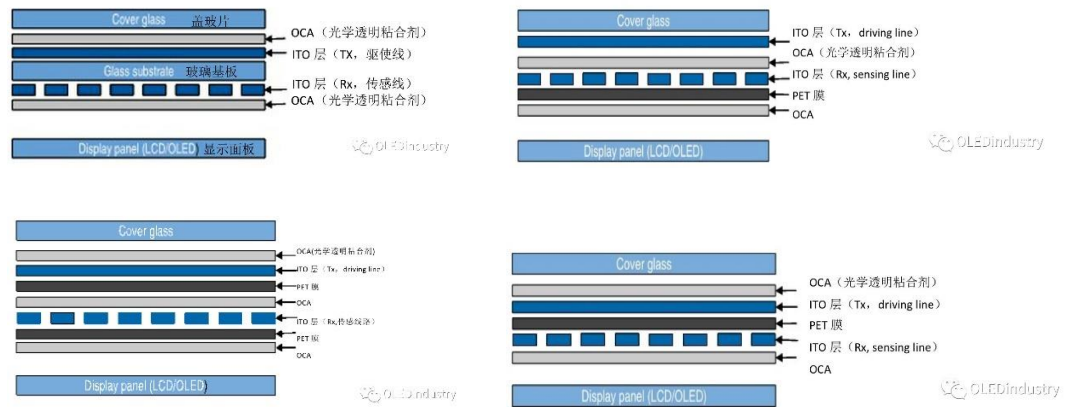
图 24：电阻式触摸屏工作原理



资料来源：全屏网、华金证券研究所

电容式触摸屏起初是外挂在液晶显示模组（LCM）上的结构，由保护玻璃和触控层构成，触控层表面镀有 ITO 层实现导电功能。根据触控层基础材料的不同可以分为玻璃基（Glass-Glass）和薄膜基（Glass-Film），相比而言，GF 结构因厚度轻薄、材料成本低等优势实现了批量使用。在基础 GF 结构的工艺之上，通过技术优化又发展出了 GFF、GF2（GF DITO）结构的触控层以实现多点触控。GFF 结构通过双层 ITO Film 来实现精准触点定位，GF2 则是将两层 ITO 镀在一层 Film 的正反面来实现，GF2 技术最先应用于苹果 2012 年推出的 iPad mini 上，2017 年应用于 iPhone X。

图 25: GG / GF / GFF / GF2 结构示意图



资料来源: OLEDindustry、华金证券研究所

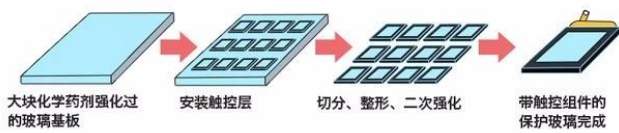
出于对屏幕轻薄化的追求，产业链将触摸显示屏的三层结构（保护玻璃+触控层+显示模组）优化为两层，一方面降低屏幕厚度，另一方面减少生产工序降低成本。目前主流的方案主要分为外挂式和内嵌式，触控模组厂商在原先基础上推出了外挂式的 OGS 全贴合方案，而面板厂商则将触控层内嵌在显示模组内，推出 On-Cell 和 In-Cell 方案。

OGS 即 One Glass Solution，单片玻璃触控技术方案，将触控层集成在表面保护玻璃上，省去了触控层的一片玻璃和一次贴合过程，实现屏幕轻薄化并降低成本。与 OGS 相似的方案为 TOL (Touch On Lens)，同样是将触控层集成在表面玻璃上，仅在工艺流程上与 OGS 有所差异，OGS 在大片玻璃上先加工再切割，而 TOL 则根据屏幕大小将玻璃先切割再进行触控线路刻蚀。

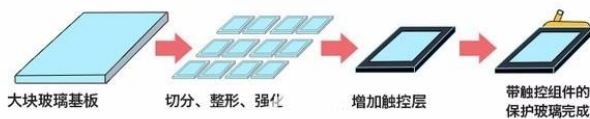
图 26: OGS 结构及 OGS / TOL 工艺流程

图 27: On-Cell / In-Cell 方案示意图

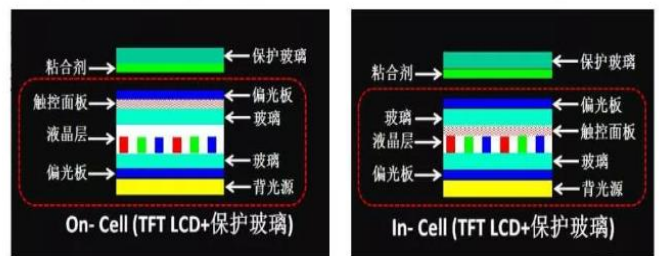
OGS(单玻璃解决方案)工艺流程



TOL(外玻璃触控后植)工艺流程



资料来源: 公开资料、华金证券研究所



资料来源: OLEDindustry、华金证券研究所

On-Cell 和 In-Cell 工艺则是面板厂商通过将触控层集成在液晶显示模组中实现轻薄化的技术路线，On-Cell 将触控传感膜层制作在 LCD 面板的彩色滤光片基板上或者 LCD 液晶模组的上偏光片与彩色滤光片之间，而 In-Cell 方案则将触控传感膜层制作在 LCD 面板的 TFT-Array 驱动基板上。In-Cell 技术自 2012 年苹果 iPhone 5 应用后开始推广，主要使用在 LCD 屏幕，而自 AMOLED 开始渗透高端旗舰智能手机后，受触控与显示信号干扰、良品率较低导致生产成本高等限制无法实现 In-Cell，主要搭载 On-Cell 技术。

表 5: OGS、On-Cell 和 In-Cell 技术对比

	OGS	On-Cell	In-Cell
--	-----	---------	---------

	OGS	On-Cell	In-Cell
视觉效果（透光性）	好	中	中
轻薄程度	薄	中	最薄
屏幕强度（抗击抗摔）	中	强	弱
触控灵敏度	高	中	中
技术要求	低	中	高
良率	高	中	低
工艺难度	低	中	高
小尺寸量产	中	容易	容易
大尺寸量产	容易	较难	较难

资料来源：OLEDindustry、前瞻产业研究院、华金证券研究所

从目前终端产品的主流方案选择来看,小尺寸触摸屏选择 On-Cell/In-Cell 或 OGS 多种方案,而中大尺寸触摸屏则以 OGS/OGM 为主导。由于目前 On-Cell/In-Cell 技术在笔记本电脑应用上存在边缘触控性能不佳、支持主动笔操作性能不佳等问题,目前主要应用于价格较为敏感的低端触控笔电市场, OGS/OGM 为其中的主流技术。

## 2、形态革新，触控笔电下沉渗透

触控技术在 PC 业的发展相对滞后,2007 年 iPhone 应用触控显示屏后,触控技术在手机市场的优势得以发展,而 PC 端真正迎来触控技术的发展是在 2012 年后。微软自 Windows7 开始大力支持触控操作,而真正迎来触控“革命性”变革的是 2012 年 10 月发布的 Win8 系统,给触控笔电带来了商机,给笔电行业有一次注入新的活力。支持触控功能的笔电形态主要有两类,一类是在传统笔记本导入触控技术,以联想 Ideapad YOGA 为代表,另一类则是以 Microsoft Surface 为代表的 2 in 1 新型笔记本电脑。

图 28: 联想 Ideapad YOGA



资料来源：太平洋电脑网、华金证券研究所

图 29: 微软 Surface



资料来源：太平洋电脑网、华金证券研究所

2012 年各大 PC 品牌厂商密集推出了带触控功能的笔记本电脑,包括华硕 Vivobook、联想 Ideapad YOGA、戴尔 XPS、惠普 ENVY 系列等,触控屏开始渗透笔记本电脑。发展初期,触控笔记本定位高端,核心品牌的首款产品定价集中在 6000~10000 元,仅有华硕 Vivobook 价格相对较低,位于 3000~4000 元。

表 6: 品牌厂商触控笔记本电脑产品

品牌	系列	发布时间	价格(元)
----	----	------	-------

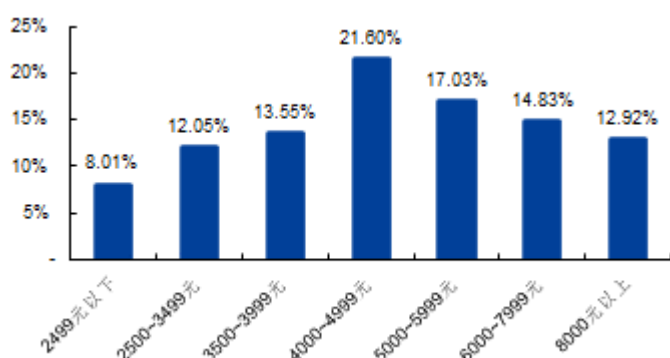


品牌	系列	发布时间	价格（元）
华硕	Vivobook	2012年10月	3299 / 3999
联想	Ideapad YOGA	2012年CES展	4999 / 6999
戴尔	XPS 13	2012年3月	9999
惠普	ENVY	2012年5月	6199
微软	Surface	2012年10月	6588 / 7388
华为	Matebook	2016年2月	4988~9688

资料来源：太平洋电脑网、中关村在线、华金证券研究所

随着技术改进，Win 8 系统被大众接受，以及 2 in 1 笔电的推广，触控笔记本渗透率逐渐提高，尤其是在华为、小米等移动终端厂商加入笔电的竞争后，快速布局扩大市场份额的过程中大力推广新形态的笔电产品，华为产品线中触控本市场关注度较高。

图 30：2019 年上半年笔记本电脑价格关注度



资料来源：中关村在线、华金证券研究所

图 31：2019 年上半年在售触控笔记本电脑



**Matebook X Pro (7999 元起)；惠普 Envy X360 (4999 元)；**  
**Acer TMB118 (2799 元起)；戴尔灵越 14 二合一 (4499 元)**

资料来源：太平洋电脑网、华金证券研究所

根据中关村在线发布的调研报告显示，2019 年上半年笔记本电脑价格区间关注度较高的是 3500~7999 元，而各大品牌推出的触控笔记本价格已经下探到 3000 元以下，以 4000~4999 元价位居多，触控本已不再仅定位高端，价格亲民化，侧面印证了触控笔记本渗透率的提升趋势。

### 3、供给稳定，竞争状态良性

笔记本电脑屏幕尺寸集中在 11.6~17.3 英寸，在笔记本电脑用触摸屏方案中，In-Cell/On-Cell 技术由于触控性能体验不佳，以 OGS/OGM 方案为主流技术方案。由于传统 ITO 薄膜不能用于可弯曲应用，导电性及透光率等本质问题不易克服，触控面板厂商将重点转向 ITO 的替代技术，金属网格 (Metal Mesh) 因灵敏度高、工艺简单、成本低等优势成为良好的替代材料。莱宝高科通过自研自 2017 年起逐步实现玻璃基板的 OGM 结构触摸屏产品和薄膜基板的柔性 SFM 结构触摸屏面板、GMF 结构触摸屏模组产品量产，目前 OGM 技术已超过 OGS 成为主流技术。

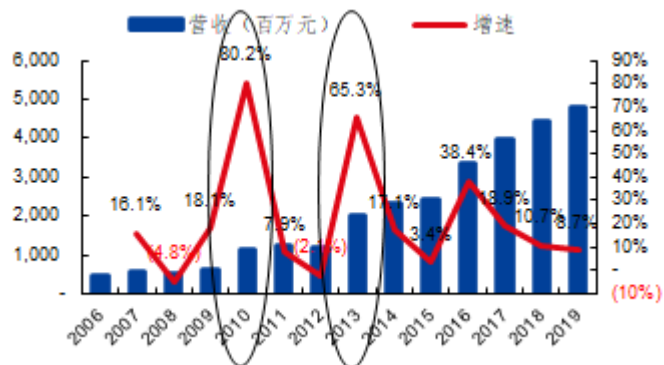
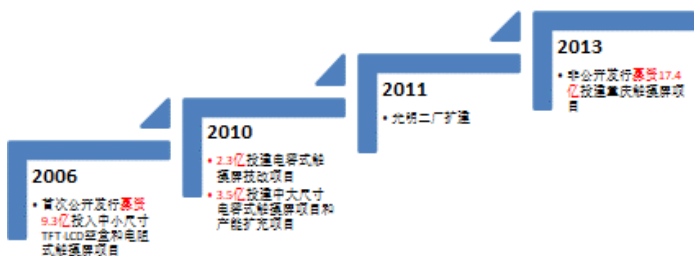
触摸屏发展周期相对较长，目前供给集中度较高，主要由台系厂商恒灏 (HH)、宸鸿科技 (TPK)、莱宝高科、合肥京东方等供应，而在笔记本电脑用触摸屏细分领域，公司的市占率最高，属全球龙头厂商。公司主导全贴合产品，以 OGS/OGM 为主，少部分 GF2/GFF 等产品，2019 年第四季度，实现 SFM/GMF 产品小批量销售，今年有望实现规模量产出货。

触摸屏行业发展取决于终端产品需求量的变动，2010 年后需求增长动力不足，PC 整体出货量持续下滑，智能手机出货量 2015 年后需求动力不足，使得整体触控面板产能过剩，价格大幅

下降，部分小产能淘汰出局，行业集中度上升。行业内厂商集中扩产发生在电容式触摸屏大量导入终端设备时期，集中在 2010 至 2015 年，此后行业进入去库存的周期，几乎没有新增产能。

图 32：公司产能扩建历程

图 33：公司上市以来收入规模及增速（2006 ~ 2019）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

资料来源：Wind、华金证券研究所

公司自 2006 年首次公开发行后产能扩建集中在 2010~2013 年，TPK 2015 年后基本不再扩产，从公司收入增速来看，每一次增资扩产都带来显著的收入规模扩张。经过近几年产能出清，目前产业集中度较高，供给端相对稳定，行业竞争趋于良性，叠加终端市场品牌集中度提升有利于公司巩固龙头市场地位。未来，我们判断需求增长保持平稳，供给端保持稳定的竞争格局，公司目前正积极进行产线技术和设备的自动化升级，将受益于人员成本下降和生产效率提升。

## 四、盈利预测与估值分析

从之前的分析我们可以看到，公司主要产品为显示材料及触控器件，包括触摸屏、ITO 导电玻璃、彩色滤光片和小尺寸 TFT-LCD 面板，其中触摸屏产品是公司核心业务，聚焦在中大尺寸笔记本电脑细分领域。基于公司在 OGS/OGM 等技术方案上的优势，未来公司发展驱动力仍来自触摸屏在笔记本电脑的渗透率提升。

盈利预测方面，由于公司不同产品生产基地相对独立，我们按照不同产业基地进行业务分拆。产品方面，触摸屏是收入最主要来源，产能集中于重庆，通过不同技术方案产品的量价变动来测算收入；ITO 导电玻璃、彩色滤光片以及 TFT-LCD 面板由于业务占比较小，以增长率预测收入。盈利能力方面，触摸屏以全贴合整体与单体出货方式的区别以及不同技术方案进行毛利率测算，而其他业务则以整体毛利率测算。费用率方面，预计公司保持稳定的持续投入。

估值分析及投资建议方面，我们认为，鉴于公司持续处于盈利状态，并且具备行业可比性，因此我们以可比公司相对估值方法进行分析。

### （一）盈利预测

营业收入的主要假设：

触摸屏：主要集中在重庆莱宝生产，全贴合产品（配套 LCM 模组）贡献主要收入，技术选择上 OGM 的比重持续提升，占主导份额，SFM/GMF 产品自 2020 年开始实现量产。

其他产品：ITO 导电玻璃生产主要位于浙江金徕产业园，深圳总部生产包括 2.5 代线 TFT-LCD 和一部分触控器件。

产品毛利率方面，1) 触摸屏毛利率保持相对稳定，全贴合单体产品毛利率高于配套 LCM 模组的全体合产品；2) OGM 产品随着产线升级完成，生产效率提高，毛利率水平提升且略高于 OGS 产品；3) 其他产品毛利率保持稳定。

表 7：莱宝高科营业收入增长预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	4,416.1	4,802.2	5,220.4	5,704.8	6,337.2
<b>YoY</b>	<b>10.7%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.3%</b>	<b>11.1%</b>
重庆莱宝	4,113.6	4,425.9	4,831.7	5,309.8	5,910.9
浙江莱宝	123.0	126.3	133.3	149.4	156.9
恒莱科技	15.5	17.8	19.8	21.4	23.1
深圳总部	406.4	444.0	453.9	475.0	498.8
内部抵销	(242.4)	(211.9)	(218.3)	(250.9)	(252.6)
<b>综合毛利率</b>	<b>12.7%</b>	<b>15.5%</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.4%</b>	<b>16.8%</b>
显示材料及触控器件	12.3%	15.4%	16.6%	16.2%	16.6%
其他业务	55.0%	35.3%	30.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

其他假设方面，研发投入根据研发人员数量增长以及单个研发人员的费用小幅增长，销售费用和管理费用与收入保持合理比重，政府补贴的相关收入保持与收入的合理占比，资本开支规模逐步小幅下降，整体税率保持稳定。

基于上述假设，我们得到莱宝高科的整体盈利预测如下：

表 8：莱宝高科整体盈利预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	4,416.1	4,802.2	5,220.4	5,704.8	6,337.2
YoY	<b>10.7%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.3%</b>	<b>11.1%</b>
毛利	559.7	746.2	870.8	933.3	1,064.0
毛利率	12.7%	15.5%	16.7%	16.4%	16.8%
营业利润	258.5	319.3	413.9	466.2	539.6
营业利润率	5.9%	6.6%	7.9%	8.2%	8.5%
净利润	224.9	281.9	350.4	394.8	457.3
净利润率	5.1%	5.9%	6.7%	6.9%	7.2%
EPS	0.32	0.40	0.50	0.56	0.65
YoY	59.6%	25.3%	24.3%	12.7%	16.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.50、0.56 和 0.65 元，同比增加 24.3%、12.7%和 16.0%。净资产收益率分别为 8.0%、8.2% 和 8.7%。

## （二）估值分析及投资建议

估值分析及投资建议方面，我们认为，公司作为国内中大尺寸电容式触摸屏龙头厂商，持续处于盈利状态，具备行业可比性，因此我们采用可比公司相对估值方法进行分析。从业务方面看，公司主要业务以触摸屏为主，行业内有较为明确的竞争对手，我们将会主要参考下述企业的 PE 和 PB 水平。

表 9：可比公司估值参考

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿)	PE	PE	PE	PE	PE	PB
				2019A	2020E	2021E	2022E	TTM	
000725.SZ	京东方 A	3.77	1,312	68.4	27.6	17.4	12.3	91.5	1.5
300088.SZ	长信科技	9.00	220	26.0	19.1	14.9	12.3	25.3	3.4
002876.SZ	三利谱	47.82	50	97.0	29.7	17.8	11.7	64.7	5.3
300566.SZ	激智科技	23.96	37	57.5	31.9	23.2	25.1	51.7	5.3
688299.SH	长阳科技	22.34	63	44.1	34.4	23.7	16.8	39.0	3.8
	平均			<b>58.6</b>	<b>28.5</b>	<b>19.4</b>	<b>15.7</b>	<b>54.4</b>	<b>3.9</b>
002106.SZ	莱宝高科	10.20	72	25.5	20.5	18.2	15.7	21.1	1.7

资料来源：Wind，华金证券研究所（数据截止 2020 年 5 月 22 日，采用 Wind 一致盈利预期）

以 2020 年 5 月 22 日收盘价以及我们对于公司的盈利预测计算，公司 2020~2022 年的 PE 分别 20.5、18.2 和 15.7 倍，结合公司未来成长性的预期，我们调升公司评级至“买入-B”。

## 五、风险提示

主要笔记本电脑客户终端产品销售规模不及预期；

以华为、小米为代表的移动终端厂商新增量不及预期；

产能提升和产品良率提升不及预期；

新冠疫情导致市场及订单波动；

汇率波动风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3288	3850	3887	4765	4931	<b>营业收入</b>	4416	4802	5220	5705	6337
现金	1472	1914	1839	2500	2381	营业成本	3856	4056	4350	4771	5273
应收票据及应收账款	1240	1348	1490	1572	1847	营业税金及附加	24	25	31	31	35
预付账款	7	3	11	4	12	营业费用	81	93	95	106	118
存货	550	536	526	667	665	管理费用	132	140	155	169	187
其他流动资产	19	48	20	22	26	研发费用	176	199	208	223	238
<b>非流动资产</b>	1557	1476	1462	1455	1517	财务费用	-86	-49	-16	-46	-37
长期投资	11	12	12	12	12	资产减值损失	77	31	40	48	43
固定资产	1201	1148	1127	1101	1079	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	98	95	90	85	81	投资净收益	-10	4	-2	-3	-0
其他非流动资产	247	221	234	257	344	<b>营业利润</b>	259	319	414	466	540
<b>资产总计</b>	4845	5326	5349	6220	6448	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	812	1094	753	1232	1003	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	258	319	414	466	539
应付票据及应付账款	667	884	596	1053	824	所得税	31	36	62	70	81
其他流动负债	145	210	158	178	178	<b>税后利润</b>	228	283	352	396	459
<b>非流动负债</b>	189	175	189	184	182	少数股东损益	3	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	225	282	350	395	457
其他非流动负债	189	175	189	184	182	EBITDA	353	435	529	562	639
<b>负债合计</b>	1001	1269	942	1416	1185						
少数股东权益	2	3	3	3	3	<b>主要财务比率</b>					
股本	706	706	706	706	706	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	2038	2038	2038	2038	2038	<b>成长能力</b>					
留存收益	1098	1309	1661	2057	2516	营业收入(%)	10.7	8.7	8.7	9.3	11.1
归属母公司股东权益	3842	4054	4404	4801	5260	营业利润(%)	43.2	23.5	29.6	12.6	15.8
<b>负债和股东权益</b>	4845	5326	5349	6220	6448	归属于母公司净利润(%)	59.6	25.3	24.3	12.7	15.8
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	12.7	15.5	16.7	16.4	16.8
						净利率(%)	5.1	5.9	6.7	6.9	7.2
						ROE(%)	5.9	7.0	8.0	8.2	8.7
						ROIC(%)	7.0	12.4	14.2	16.9	15.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	20.7	23.8	17.6	22.8	18.4
						流动比率	4.0	3.5	5.2	3.9	4.9
						速动比率	3.4	3.0	4.5	3.3	4.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
						应收账款周转率	3.6	3.8	3.7	3.7	3.8
						应付账款周转率	6.8	6.9	5.6	6.4	6.2
						<b>估值比率</b>					
						P/E	32.0	25.5	20.5	18.2	15.7
						P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
						EV/EBITDA	7.4	10.6	9.8	8.0	7.2

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 分析师声明

蔡景彦声明, 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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)