

深耕精密制造赛道，汽车连接器赋能成长

证券研究报告

投资评级：增持(首次)

基本数据

2022-08-18

收盘价(元)	17.30
流通股本(亿股)	2.64
每股净资产(元)	4.26
总股本(亿股)	3.28

最近 12 月市场表现



分析师 张益敏

SAC 证书编号: S0160522070002

zhangym02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ▶ **深耕精密制造的汽车连接器优质企业。**徕木股份成立于 2003 年，历史上看，公司的业务重心从汽车到手机又回到汽车。近年来公司凭借深厚的技术积累，不断丰富产品品类，开拓汽车电子领域重要大客户，市场份额不断提升，收入规模快速增长。
- ▶ **汽车电子连接器受益于汽车智能化和电气化，需求旺盛。**汽车电子发展有三条主线：电气化、智能化和集成化（域控制）。汽车电子连接器作为连接汽车电子各个电路、模块和零部件的“血管”与“神经”接口，深度受益于汽车电子电气化和智能化程度的提升，市场规模快速增长。根据我们测算，2021 年中国汽车连接器市场规模约 403.57 亿元，预计到 2025 年将增长至 621.18 亿元，2021-2025 年 CAGR=11.38%。
- ▶ **技术和客户积累深厚，定增募投产能收入不断提升。**徕木股份自成立之初即布局汽车连接器领域，目前公司汽车连接器客户包括法雷奥、科世达、伟世通、比亚迪、哈曼、大陆、天合、麦格纳、宁德时代等国内外知名 Tier 1/整车厂，深厚的技术积累和优质的客户结构有望助力公司市场份额持续提升。2022 年公司非公开发行股票募集资金 7 亿元，其中 4 亿元投入新能源汽车连接器项目，将新增年产 500 万只新能源汽车高电流电压连接器、1,200 万只(套)辅助驾驶模块连接器的生产能力，预计 2026 年完全达产，进一步带动公司收入成长。
- ▶ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2022/2023/2024 实现销售收入 10.03/15.98/23.85 亿元，归母净利润 0.76/1.79/2.69 亿元，对应 2022 年 8 月 18 日收盘价 PE 为 74.34/31.82/21.09 倍。公司在汽车连接器方面的领先身位和前瞻布局有望带动公司收入和利润持续成长，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**产能释放不及预期；行业竞争加剧风险；宏观经济下行风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	529	686	1003	1598	2385
收入增长率(%)	13.86	29.48	46.30	59.31	49.24
归母净利润(百万元)	43	48	76	179	269
净利润增长率(%)	1.36	11.29	60.10	133.64	50.86
EPS(元/股)	0.19	0.18	0.23	0.54	0.82
PE	50.68	88.33	74.34	31.82	21.09
ROE(%)	3.97	4.32	4.09	8.71	11.62
PB	2.35	3.79	3.04	2.77	2.45

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1. 徕木股份：深耕精密制造领域的汽车连接器优质企业.....	4
1.1. 深耕精密制造领域的优质企业	4
1.2. 业务重心逐渐切换，再融资扩产助力成长.....	5
1.3. 股权结构.....	6
2. 汽车连接器：电动化和智能化带动需求	7
2.1. 汽车电子连接器是汽车电子系统的重要组成部分	7
2.2. 电动化和智能化带动汽车电子连接器需求成长.....	7
2.3. 汽车连接器分产品市场分析	9
3. 消费电子连接器：关注消费新产品带来的增量机会	11
4. 徕木股份：技术和客户积累深厚，定增募投产能收入不断提升	12
4.1. 深耕连接器市场的老牌企业，技术和客户积累深厚.....	12
4.2. 定增募投汽车连接器项目，成长空间不断打开.....	13
5. 盈利预测和投资建议.....	14
5.1. 盈利预测假设与业务拆分	14
5.2. 估值分析与投资建议	15
6. 风险提示	15

图表目录

图 1. 徕木股份深耕精密制造和汽车连接器行业.....	4
图 2. 2011 年至今收入增长主要来自汽车（亿元）	5
图 3. 徕木股份净利润情况（亿元）	5
图 4. 徕木股份近年毛利率承压	5
图 5. 徕木股份分业务毛利率情况	5
图 6. 徕木股份费用率稳中有降	6
图 7. 徕木股份在建工程情况（亿元）	6
图 8. 徕木股份股权结构图	6
图 9. 车载连接器分类	7
图 10. 全球连接器市场规模（亿美元）	8
图 11. 中国连接器市场规模（亿元）	8
图 12. 全球汽车连接器市场规模（亿美元）	8
图 13. 车用高速连接器受益汽车智能化的三大应用	9
图 14. 车载动力系统中的应用.....	9
图 15. 中国汽车连接器市场规模测算（亿元）	10
图 16. 2019 年全球汽车连接器竞争格局	10
图 17. 2019 年中国高压车载连接器竞争格局.....	11
图 18. 2019 年中国高速车载连接器市占率	11
图 19. 手机连接器	11
图 20. VR 眼镜中的连接器应用	12
表 1. 公司主要客户情况	12
表 2. 公司非公开发行股票预案	13

表 3. 公司分业务收入预测假设	14
表 4. 可比公司估值水平	15

1. 徕木股份：深耕精密制造领域的汽车连接器优质企业

1.1. 深耕精密制造领域的优质企业

深耕精密制造领域的连接器领先企业。徕木股份成立于 2003 年，历史上看，公司的发展经历了四个阶段，业务重心从汽车到手机又回到了汽车。

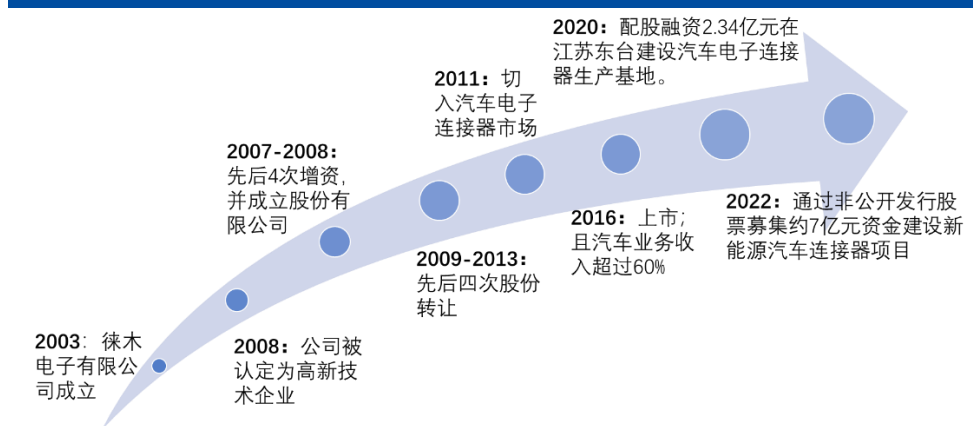
第一阶段是 2003-2005 年，公司通过向莫仕、意力速等国际汽车连接器厂商供应汽车连接器配件，初步掌握了产品研发及模具开发技术。

第二阶段是 2006-2009 年，这个阶段手机业务快速发展，汽车业务逐步萌芽。在看到手机业务需求率先启动后，公司开始将产品研发及模具开发技术应用在手机业务中，这一阶段手机业务是公司增长主要动力。在汽车领域公司脚步不停，通过了 ISO/TS169492 认证及多家汽车零部件厂商认证。

第三阶段是从 2010-2015 年。这一阶段前期（2013 年以前），公司优化了手机业务的客户结构，提升了中兴、酷派、海信、TCL 的收入等，同时通过三信、龙旗、辉烨等客户为夏普、联想、小米、魅族等供货。2013 年以后，由于行业竞争加剧，公司手机业务开始下滑。

第四阶段是从 2016 年开始的当前阶段。公司确立了汽车业务为核心主业的导向。2018 年和 2022 年，公司两次再融资增加汽车电子连接器产能，汽车业务成为公司收入增长的主要动力。

图 1. 徕木股份深耕精密制造和汽车连接器行业

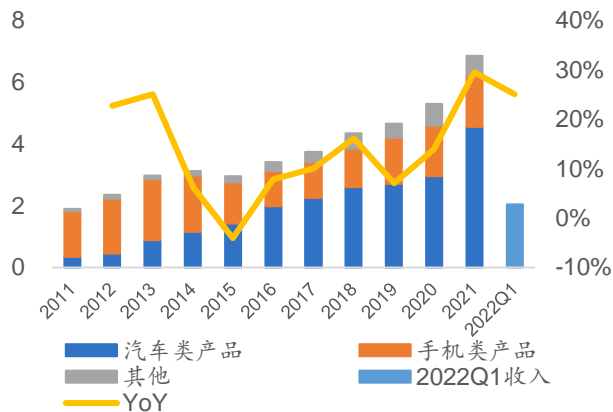


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2. 业务重心逐渐切换，再融资扩产助力成长

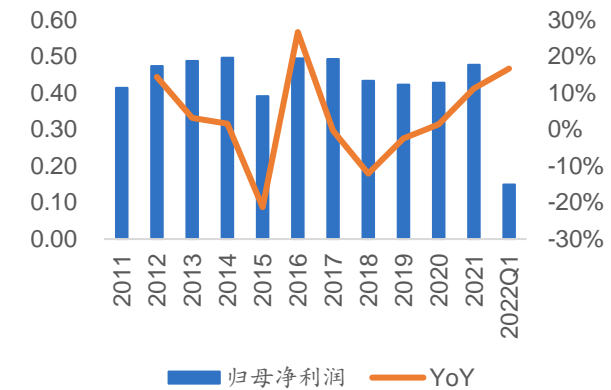
2021 年公司实现营业收入 6.86 亿元,同比增长 29.48%;归母净利润 0.48 亿元,同比增长 11.29%。收入拆分来看,手机类产品 1.66 亿元,占比 24.19%;汽车类产品 4.55 亿元,占比 66.35%。收入端的表现正如我们此前回顾公司发展历程所看到的,2011-2021 年间汽车业务贡献了公司主要收入增长。

图 2. 2011 年至今收入增长主要来自汽车 (亿元)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

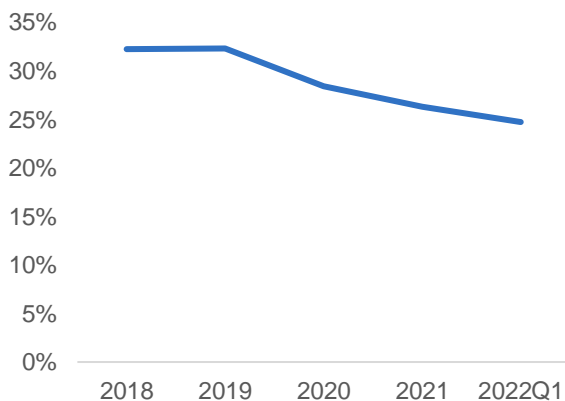
图 3. 徕木股份净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

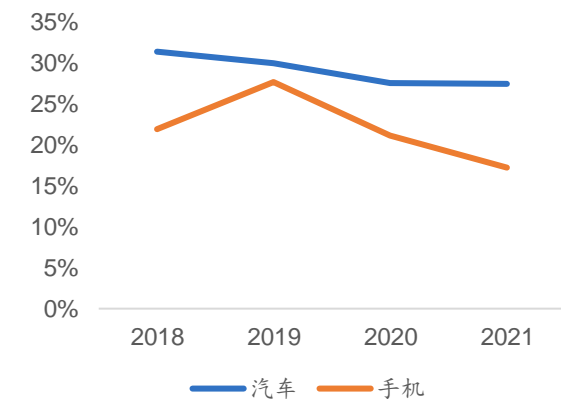
上下游压力导致毛利率承压,产品结构改善有望维持盈利能力相对平稳。2021 年公司毛利率为 26.28%,同比-2.13pcts;拆分业务来看,2021 年汽车相关业务毛利率水平为 27.48%,同比-0.07pct;手机相关业务毛利率为 17.24%,同比-3.90pcts。22Q1 公司毛利率进一步下滑至 24.73%。公司毛利率降低主要受手机业务竞争加剧,上游原材料价格上涨拖累;近 5 年汽车毛利率受到上下游压力亦承压有所下降,未来随着汽车收入规模和占比进一步提升,收入结构改善叠加规模效益体现,公司毛利率有望维持相对平稳水平。

图 4. 徕木股份近年毛利率承压



数据来源: Wind, 财通证券研究所

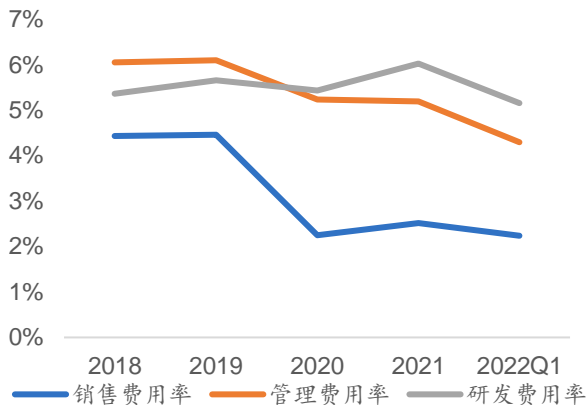
图 5. 徕木股份分业务毛利率情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

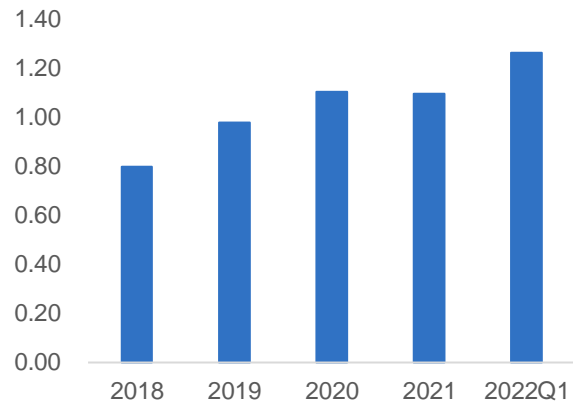
期间费用率稳中有降，再融资扩产带动收入成长。2018–2022Q1，公司研发费用率和管理费用率均维持在 4–6%，相对稳定有小幅下降；销售费用率从 2018 年的 4.43% 下降至 2022Q1 的 2.24%，主要原因系公司业务规模增长摊薄费用率所致。公司分别于 2020 和 2022 年通过配股和非公开发行股票的方式募集 2.34 和 7.00 亿元，用于汽车连接器项目建设。2022Q1 末公司在建工程约 1.26 亿元，预期未来随着产能逐步释放，公司收入有望实现稳健增长。

图 6. 徕木股份费用率稳中有降



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 7. 徕木股份在建工程情况（亿元）

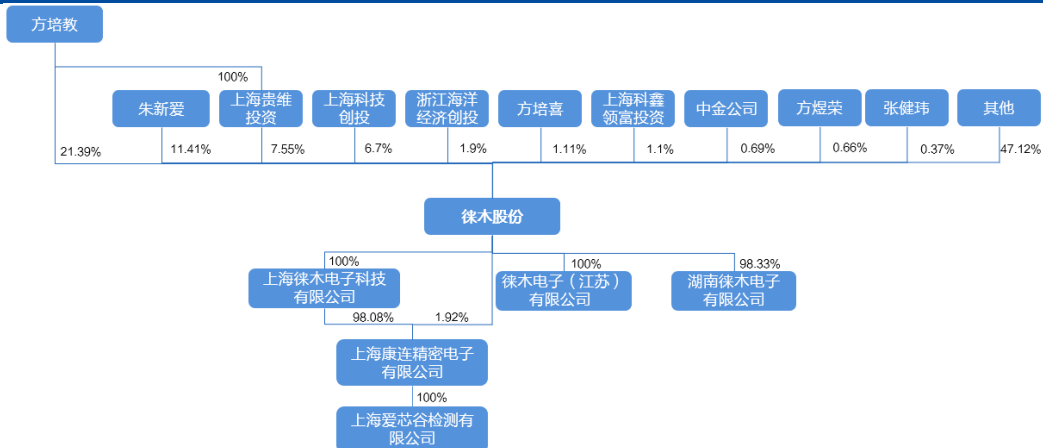


数据来源：Wind，财通证券研究所

1.3. 股权结构

公司实际控制人为方培教，股权结构稳定。公司前身徕木有限由方培教、刘文化和朱新爱共同出资于 2003 年 3 月设立。目前方培教是公司控股股东，直接持有公司 21.39% 的股份，并通过上海贵维投资间接持有公司 7.55% 的股份。朱新爱是公司董事长及总经理，直接持股 11.41%。

图 8. 徕木股份股权结构图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2. 汽车连接器：电动化和智能化带动需求

2.1. 汽车电子连接器是汽车电子系统的重要组成部分

汽车电子连接器的作用是在各个孤立的电路或模块（如 ECU）之间建立电气联系，从而使得电流能够流通，实现电路或整车电子系统预定的功能。在汽车电子系统中，汽车电子连接器起到“血管”和“神经”接口的作用。

车载连接器可以分为低压连接器、高压连接器和高速连接器三大类。

- ✓ **低压连接器**：通常用于电动车的车灯、车窗升降电机等车身控制领域，工作电压一般低于 20V。单车价值量约 1000 元。
- ✓ **高压连接器**：主要应用于电动车车内高压电流回路包括电池、PDU（高压配电箱）、OBC（车载充电机）、DC/DC、空调、PTC 加热、直/交流充电接口等，一般根据场景不同需要提供 80V 甚至更高的电压等级传输，以及提供 10A-300A 甚至更高的电流等级传输。单车价值量约 1000~3000 元。
- ✓ **高速连接器**：包括射频连接器和以太网连接器，主要用于辅助驾驶系统内传感器、摄像头以及娱乐终端。单车价值量约 1000~2000 元。

图 9. 车载连接器分类



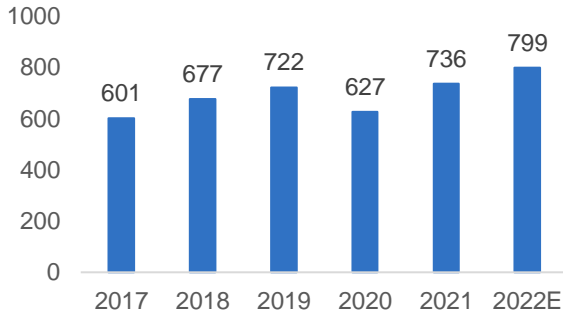
数据来源：鼎通科技招股书，财通证券研究所

2.2. 电动化和智能化带动汽车电子连接器需求成长

根据中商产业研究院数据，2021 年全球连接器市场规模达到 736 亿美元，2017-2021 年 CAGR=4.1%，预计到 2022 年末市场规模约 799 亿美元。2021 年中国连接器市场规模达到 1815 亿人民币，2017-2021 年 CAGR=7.1%，预计到 2022 年增长至 1957 亿元。

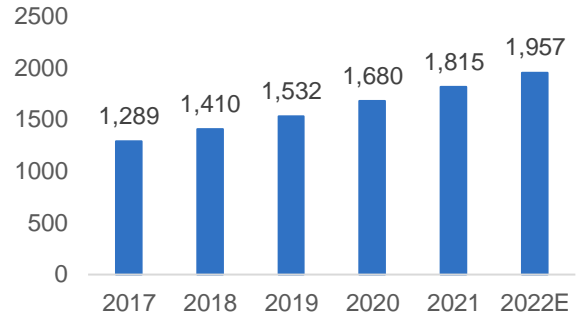
分下游领域来看，汽车是当前连接器下游占比前二的领域之一。根据 Bishop&Assoicates 数据,2020 年全球汽车连接器市场规模达到 142 亿美元，预计到 2025 年市场规模将达到 195 亿美元，2020-2025 年 CAGR=6.55%。

图 10. 全球连接器市场规模（亿美元）



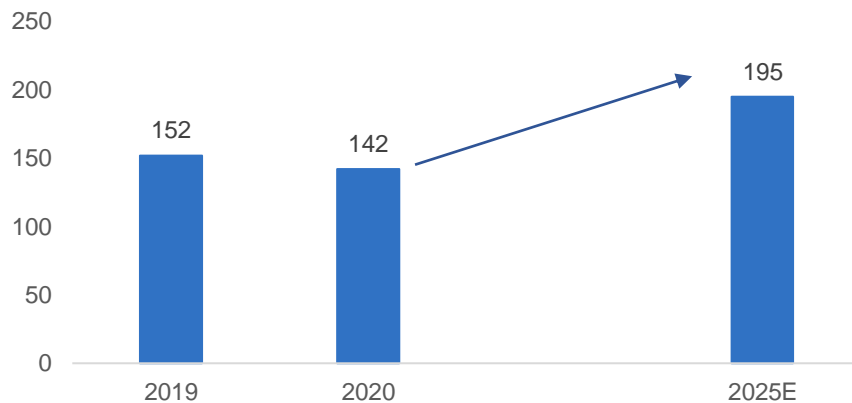
数据来源：中商产业研究院，财通证券研究所

图 11. 中国连接器市场规模（亿元）



数据来源：中商产业研究院，财通证券研究所

图 12. 全球汽车连接器市场规模（亿美元）



数据来源：Bishop & Associates，财通证券研究所

智能化带动高速连接器需求。高速连接器主要应用于摄像头、激光雷达、毫米波雷达、传感器、广播天线、GPS、蓝牙、Wi-Fi、信息娱乐系统、导航与驾驶辅助系统等。汽车智能化趋势下，ADAS（智能驾驶辅助系统）的渗透率快速提升，车载传感器用量增加，数据量相应提高，车载射频连接器使用量也随之增长。

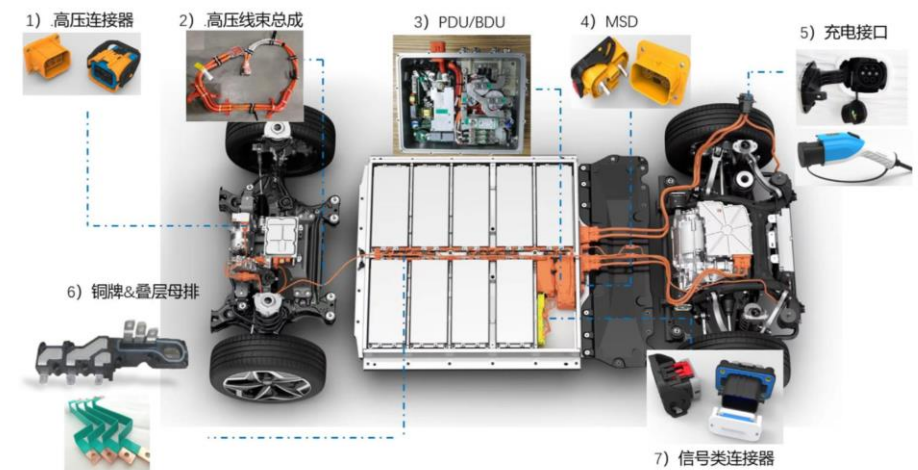
电动化带动高压连接器需求。相比燃油汽车，电动汽车额外增加的高压电池、大功率电驱动系统、大功率电机之间需要紧密、高性能、高可靠的电气连接，汽车高压连接器需求将随着新能源车渗透率的提升快速增长。

图 13. 车用高速连接器受益汽车智能化的三大应用



数据来源：汽车制造业，财通证券研究所

图 14. 车载动力系统中的应用



数据来源：瑞可达招股书，财通证券研究所

2.3. 汽车连接器分产品市场分析

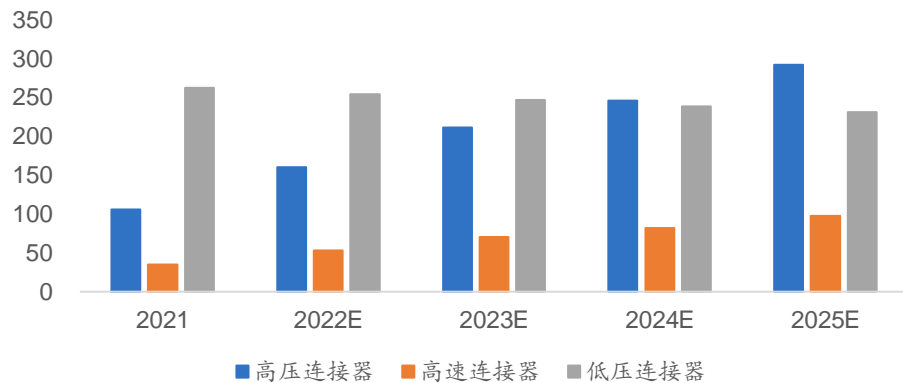
高压连接器：按照单车价值量 3000 元、年降 3%进行测算，高压连接器一般用在新能源汽车动力系统中，根据中国汽车工业协会数据，2021 年新能源车销量为 352.05 万台，我们预计 2022-2025 年新能源车销量为 550/750/900/1100 万台，则对应 2022-2025 年高压连接器市场规模为 160.05/211.70/246.42/292.15 亿元。

高速连接器：高速连接器主要应用在智能汽车中（娱乐信息系统、ADAS 等），我们简单假设新能源汽车销量即为智能汽车销量，按照单车价值量 1000 元、年降 3% 进行测算，预计 2022-2025 年高速连接器市场规模为 53.35/70.57/82.14/97.38 亿元。

低压连接器：我们按照单车价值量 1000 元、年降 5%进行测算。根据中汽协数据，2021 年中国汽车销量为 2627 万辆；假设 2022/2023/2024 年中国汽车销量增速为 2%/2%/2%；测算得到 2022-2025 年中国低压连接器市场规模为 254.60/246.71/239.06/231.65 亿元。

以上合计，2021 年中国汽车连接器市场规模约 403.57 亿元，预计到 2025 年将增长至 621.18 亿元，2021-2025 年 CAGR=11.38%。

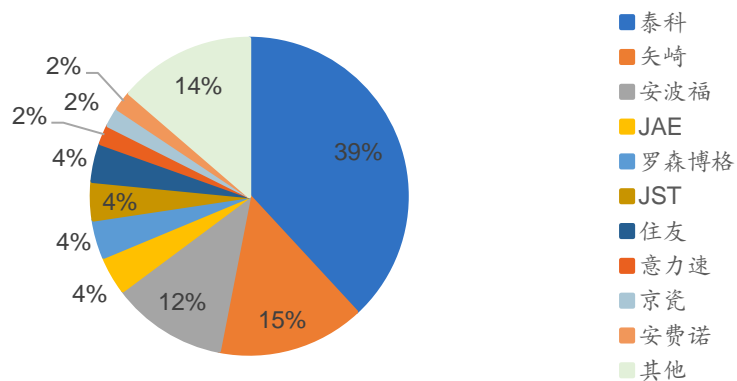
图 15. 中国汽车连接器市场规模测算（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所测算

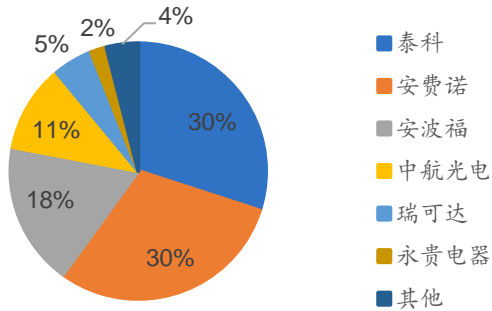
市场格局方面，根据 Bishop& Associates 统计，2019 年全球汽车连接器厂商 TOP10 以美、日企业为主。泰科、矢崎、安波福三巨头市占率达 66.8%。美国、日本、欧洲企业市占率分别为 41%、30%、16%。中国虽然占据了全球汽车 30%的市场需求，但是中国企业车载连接器市占率低于 5%。考虑新能源车、智能车渗透率较低，全球汽车连接器产品主要以低压连接器为主。而我国在低压和高速连接器领域的国产化比例不到 10%，在高压连接器领域的国产化比例已达到约 30%。

图 16. 2019 年全球汽车连接器竞争格局



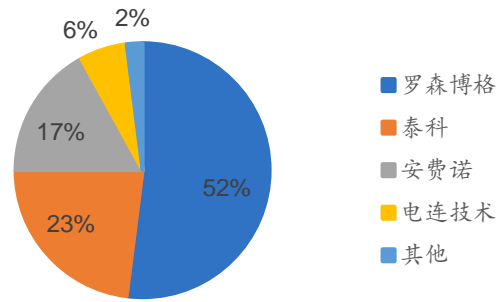
数据来源：Bishop& Associates，财通证券研究所测算

图 17. 2019 年中国高压车载连接器竞争格局



数据来源: Bishop&Associate, 财通证券研究所

图 18. 2019 年中国高速车载连接器市占率



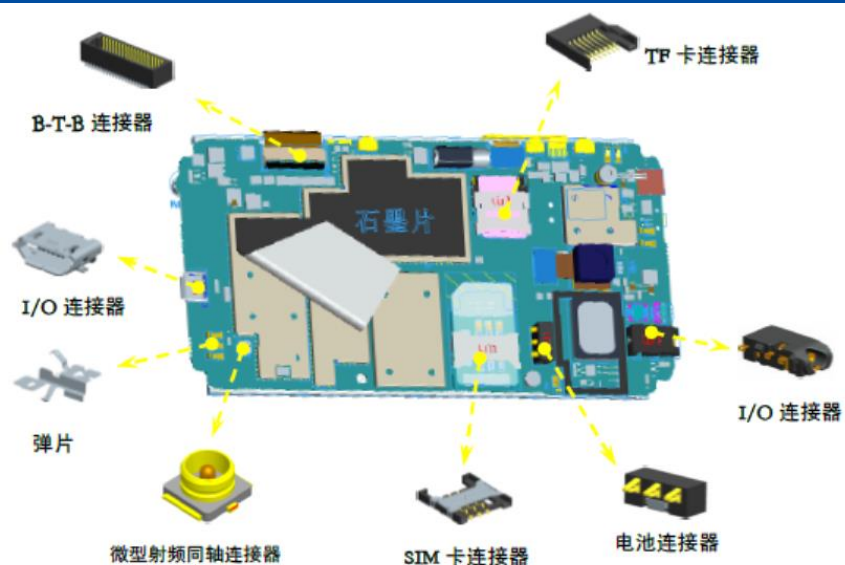
数据来源: Bishop&Associate, 财通证券研究所

3. 消费电子连接器：关注消费新产品带来的增量机会

手机连接器可分为内部连接器和外部连接器。其中内部连接器包括 FPC 连接器、BTB 连接器等，主要负责内部组件和模块之间的电信号连接。外部连接器包括 I/O 连接器（USB、Lightning 等）、SIM 卡连接器、天线连接器等，主要负责手机内部与外部之间的电信号连接。过去 20 年间，手机产量的高速增长带动了手机连接器的大量需求。根据观研报告网数据，2021 年消费电子连接器在我国连接器下游应用市场中占比为 13%，市场规模约 35 亿美元。

尽管近年智能手机销量增长遇到瓶颈，连接器市场竞争加剧，参与厂商毛利率持续走低。但展望未来，我们认为消费电子连接器市场的增量机会仍然值得关注。尤其是 AR/VR/MR、折叠屏等新产品，有望成为相关企业的重要增长来源。

图 19. 手机连接器



数据来源: 公司招股书, 财通证券研究所

图 20. VR 眼镜中的连接器应用



数据来源：iFixit，财通证券研究所

4. 徕木股份：技术和客户积累深厚，定增募投产能收入不断提升

4.1. 深耕连接器市场的老牌企业，技术和客户积累深厚

回顾历史，徕木股份自成立初期即开始向莫仕、意力速等国际汽车连接器厂商供应汽车连接器配件，积累了相关技术和生产工艺。2006-2010 年间随着全球手机销量的快速增长，公司手机业务占快速提升。同期公司汽车业务脚步不停，逐步掌握了设计、研发和生产高精密度、高性能和复合型汽车连接器的能力，并通过了 ISO/TS16949 认证和国内外汽车零部件厂商的供应商认证。

2010 年起，随着手机业务竞争加剧毛利率降低，公司战略重心转向汽车，汽车业务收入不断提升，产品得到法雷奥、科世达、伟世通、比亚迪、哈曼、大陆、天合、麦格纳、宁德时代等国内外知名 Tier 1/整车厂的应用。深厚的技术积累和优质的客户结构有望助力公司不断提升市场份额。

表 1. 公司主要客户情况

分类	一级客户	二级客户
手机	中兴、宇龙酷派、海信、TCL 三信、龙旗、辉烨 闻泰、华勤、传音	直供 夏普、联想、小米、魅族
汽车	法雷奥 科世达	奔驰、宝马、大众、奥迪、标致、雪铁龙、雷诺、广汽观致 一汽、福特、马自达、奥迪、奔驰、长城、菲亚特、大众、通用

江森	大众、马自达、东风、菲亚特
伟世通	大众、马自达、东风、菲亚特
麦格纳	通用、众泰、长城
欧科佳	斯堪尼亚汽车
海拉	尼桑、雷诺
比亚迪	直供
大陆、哈曼、天合，经纬恒润、均胜、汇川、华为、宁德时代	

数据来源：公司招股书，公司公告，财通证券研究所

4.2. 定增募投汽车连接器项目，成长空间不断打开

2022 年公司非公开发行股票募集 7 亿元，其中 4 亿元投入新能源汽车连接器项目，将新增年产 500 万只新能源汽车高电流电压连接器、1,200 万只(套)辅助驾驶模块连接器的生产能力，预计 2026 年完全达产，达产年将产生营业收入 5.80 亿元。公司亦投入 1 亿元建设新能源汽车连接器研发中心项目，用于研发升级新能源汽车连接器，维持公司技术优势、持续提升产品竞争力。我们预计随着募投产能逐步释放，产品品类不断丰富，公司未来有望实现收入和利润的持续增长。

表 2. 公司非公开发行股票预案

项目名称	投资总额	达产时间	达产产能	达产产值
新能源汽车连接器项目	4 亿元	2026 年	新能源汽车高电流电压连接器：500 万只/年 辅助驾驶模块连接器：1200 万只(套)/年	5.8 亿元/年
新能源汽车连接器研发中心项目	1 亿元	/	/	/
补充流动资金	2 亿元	/	/	/

数据来源：公司公告，财通证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 盈利预测假设与业务拆分

汽车业务方面：公司已进入多家国际知名 Tier 1/整车厂供应链，并前瞻布局投入产能和研发中心建设，随着公司募投产能逐步释放，收入有望实现较快增长。预计公司汽车业务收入 2022/2023/2024 年同比增长 85%/70%/55%。公司产品结构升级和生产效能提升有望维持毛利率稳定，预计 2022/2023/2024 年毛利率为 26.00%/27.00%/26.00%。

手机业务方面：由于市场竞争加剧，公司战略重心转移，预计未来收入和毛利率有所下滑。预计公司手机业务收入 2022/2023/2024 年同比增长-30%/5%/0%，毛利率 16.70%/16.20%/15.70%。

表 3. 公司分业务收入预测假设

1、合计收入及毛利率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（亿元）	5.29	6.86	10.03	15.98	23.85
YoY	13.86%	29.48%	46.30%	59.31%	49.24%
毛利（亿元）	1.50	1.80	2.57	4.25	6.14
毛利率	28.42%	26.28%	25.60%	26.57%	25.76%
2、收入拆分	2020	2021	2022E	2023E	2024E
2.1) 汽车					
收入（亿元）	2.95	4.55	8.41	14.30	22.17
YoY	8.97%	54.43%	85.00%	70.00%	55.00%
毛利率	27.55%	27.48%	26.00%	27.00%	26.00%
毛利（亿元）	0.81	1.25	2.19	3.86	5.76
2.2) 手机					
收入（亿元）	1.65	1.66	1.16	1.22	1.22
YoY	11.00%	0.48%	-30.00%	5.00%	0.00%
毛利率	21.14%	17.24%	16.70%	16.20%	15.70%
毛利（亿元）	0.35	0.29	0.19	0.20	0.19
2.3) 其他业务					
收入（亿元）	0.70	0.65	0.45	0.45	0.45
YoY	51.85%	-7.16%	-30.00%	0.00%	0.00%
毛利率	49.25%	40.97%	40.97%	40.97%	40.97%
毛利（亿元）	0.34	0.27	0.19	0.19	0.19

数据来源：Wind，财通证券研究所测算

5.2. 估值分析与投资建议

我们选取瑞可达、中航光电、鼎通科技、永贵电器等四家可比上市公司，2022/2023/2024 年平均 PE 倍数分别为 52.96/37.22/26.79。预计徕木股份 2022/2023/2024 年归母净利润为 0.76/1.79/2.69 亿元；EPS 为 0.23/0.54/0.82 元/股，对应 2022 年 8 月 18 日收盘价 PE 倍数为 74.34/31.82/21.09 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4. 可比公司估值水平

证券简称	当日股价 2022/8/18	净利润（百万元）		EPS			PE		
		2021 年	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
瑞可达	158.00	113.86	1.94	3.04	4.47	81.40	52.03	35.38	
中航光电	62.84	1991.00	1.68	2.17	2.74	37.31	29.00	22.94	
鼎通科技	92.67	109.38	2.11	3.04	4.21	44.00	30.51	22.00	
永贵电器	20.95	122.23	0.43	0.56	0.78	49.14	37.34	26.85	
平均						52.96	37.22	26.79	

数据来源：财通证券研究所

注：可比公司估值来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

产能释放不及预期：2022 年公司非公开发行股票募集资金 7 亿元，其中 4 亿元投入新能源汽车连接器项目，将新增年产 500 万只新能源汽车高电流电压连接器、1,200 万只(套)辅助驾驶模块连接器的生产能力。若产能释放不及预期，公司收入增长可能受限。

行业竞争加剧风险：国内连接器相关企业数量众多，行业壁垒不高，行业竞争加剧可能拖累产品利润水平。

宏观经济下行风险：若宏观经济影响终端汽车需求，对公司收入和利润将产生负面影响。

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	529	686	1003	1598	2385	成长性					
减:营业成本	379	505	746	1173	1770	营业收入增长率	14%	29%	46%	59%	49%
营业税费	3	4	6	9	14	营业利润增长率	7%	4%	68%	134%	51%
销售费用	12	17	25	40	60	净利润增长率	1%	11%	60%	134%	51%
管理费用	28	35	52	80	107	EBITDA 增长率	32%	12%	17%	39%	32%
研发费用	29	41	60	88	119	EBIT 增长率	56%	5%	45%	82%	51%
财务费用	30	33	34	17	26	NOPLAT 增长率	60%	13%	36%	82%	51%
资产减值损失	0	-1	0	0	0	投资资本增长率	27%	7%	47%	7%	10%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	净资产增长率	42%	2%	69%	10%	13%
投资和汇兑收益	0	0	0	0	0	利润率					
营业利润	49	50	85	198	299	毛利率	28%	26%	26%	27%	26%
加:营业外净收支	-1	-1	0	0	0	营业利润率	9%	7%	8%	12%	13%
利润总额	48	50	85	198	299	净利润率	8%	7%	8%	11%	11%
减:所得税	5	2	8	20	30	EBITDA/营业收入	39%	34%	27%	24%	21%
净利润	43	48	76	179	269	EBIT/营业收入	15%	12%	12%	13%	14%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	91	72	1740	786	1980	固定资产周转天数	454	391	288	166	100
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	302	303	-102	209	10
应收帐款	303	331	115	595	465	流动资产周转天数	583	488	655	506	427
应收票据	8	19	0	0	0	应收帐款周转天数	199	167	80	80	80
预付帐款	31	21	31	48	73	存货周转天数	316	297	65	65	65
存货	373	462	-192	616	23	总资产周转天数	1081	969	828	652	502
其他流动资产	1	0	0	0	0	投资资本周转天数	1047	868	872	588	435
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	4%	4%	4%	9%	12%
长期股权投资	1	2	2	2	2	ROA	2%	3%	3%	6%	8%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	5%	5%	4%	8%	10%
固定资产	658	735	790	726	653	费用率					
在建工程	110	110	0	0	0	销售费用率	2%	3%	3%	3%	3%
无形资产	28	27	27	27	27	管理费用率	5%	5%	5%	5%	5%
其他非流动资产	4	10	10	10	10	财务费用率	6%	5%	3%	1%	1%
资产总额	1799	1892	2720	3070	3574	三费/营业收入	13%	12%	11%	9%	8%
短期债务	365	490	490	490	490	偿债能力					
应付帐款	149	159	256	396	587	资产负债率	40%	42%	31%	33%	35%
应付票据	95	67	0	0	0	负债权益比	66%	71%	45%	50%	54%
其他流动负债	0	0	0	0	0	流动比率	1.24	1.20	2.17	2.21	2.26
长期借款	16	0	0	0	0	速动比率	0.65	0.57	2.36	1.55	2.18
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	3.40	3.74	3.45	6.27	9.49
负债总额	718	786	850	1021	1257	分红指标					
少数股东权益	0	0	0	0	0	DPS(元)	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	264	264	328	328	328	分红比率					
留存收益	485	547	623	801	1071	股息收益率	1%	0%	0%	0%	0%
股东权益	1081	1106	1870	2049	2318	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.19	0.18	0.23	0.54	0.82
净利润	43	48	76	179	269	BVPS(元)	4.10	4.20	5.70	6.24	7.06
加:折旧和摊销	130	152	154	165	175	PE(X)	50.68	88.33	74.34	31.82	21.09
资产减值准备	4	3	0	0	0	PB(X)	2.35	3.79	3.04	2.77	2.45
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	23	22	34	34	34	P/S	4.79	6.11	5.66	3.55	2.38
投资收益	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	13.89	19.87	16.37	14.25	8.44
少数股东损益	0	0	0	0	0	CAGR(%)					
营运资金的变动	-85	-108	850	-1197	851	PEG	37.16	7.82	1.24	0.24	0.41
经营活动产生现金流量	114	116	1115	-820	1330	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-285	-151	-100	-100	-102	REP					
融资活动产生现金流量	198	24	654	-34	-34						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。