

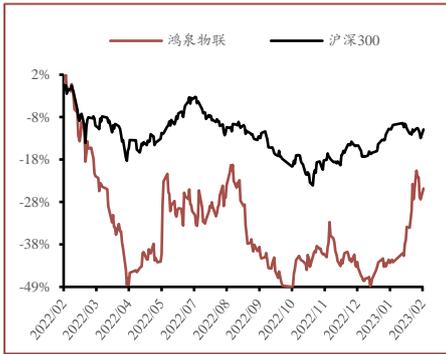
## 重卡网联龙头，三击共振蓄势待发

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2023-02-20</b>
收盘价(元)	23.95
流通股本(亿股)	1.00
每股净资产(元)	8.51
总股本(亿股)	1.00

最近 12 月市场表现



分析师 杨烨

SAC 证书编号: S0160522050001  
yangye01@ctsec.com

联系人 王妍丹

wangyd01@ctsec.com

相关报告

### 核心观点

- ❖ **重卡智能网联龙头，深耕商用车增强驾驶十余年。**鸿泉物联成立于 2009 年，是我国领先的商用车网联龙头，公司业务分为六大类：智能增强驾驶系统、高级辅助驾驶系统、智慧城市业务、人机交互终端、车载联网终端、控制器业务；主要产品为重卡等商用车的前后装网联产品。公司股权结构稳定，2022 年 9 月发布的股权激励计划目标 2023 年扣非归母净利润达到 0.4 亿元，2024 年达到 0.6 亿元。2022 年重卡行业销量下滑，导致公司归母净利润亏损 1.1 亿元。
- ❖ **销量复苏、市占率提升、ASP 提升三击逻辑。**未来 2-3 年公司有望迎来重卡销量复苏\*市占率提升\*ASP 提升三击逻辑。**1) 重卡复苏:**2022 年仅销售 67 万辆，主要受到疫情影响以及此前销量高增导致的新车需求压制，2023 年有望开启重卡复苏；**2) 市占率提升:**2021 年公司进入中国重汽供应链，与重汽的合作已经进入批量供货阶段。公司在行业的市占率将跟随大客户的拓展进一步提升；**3) ASP 提升:**2021 年 12 月 31 日，由公安部主管推进，中国国家标准化管理委员会发布了《汽车行驶记录仪》新的国家标准，新国标的落地将会给公司带来单车价值量提升，有望在今年正式实施。
- ❖ **控制器产品进入产出元年。**子公司北京域博进入产出阶段，主营汽车控制器产品，面向商用车、乘用车及两轮车；主要产品类型包括车身控制系统(BCM)、车门控制系统(DCM)、网关(GW)、车身域控制系统(BCU)、集成温控系统(ITS)等。目前已有重汽、陕汽等客户的多个项目开始批量供货，随着研发的推进，量产的产品将逐步增加。
- ❖ **盈利预测与投资评级:**公司有望迎来重卡行业复苏、市占率提升、产品单价提升的三击共振。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 2.40/4.37/7.43 亿元，归母净利润-1.07/0.41/1.03 亿元，对应 2023、2024 年 PE 分别为 59/23 倍。
- ❖ **风险提示:**行业复苏不及预期风险；行驶记录仪新国标落地不及预期风险；控制器产品研发生产不及预期风险；宏观经济下行风险；疫情反复风险等。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	456	406	240	437	743
收入增长率 (%)	45.6	-11.1	-40.8	82.0	70.0
归母净利润(百万元)	88	30	-107	41	103
净利润增长率 (%)	26.7	-66.5	-462.3	138.0	152.2
EPS (元/股)	0.9	0.3	-1.1	0.4	1.0
PE	43.6	133.8	—	59.0	23.4
ROE (%)	9.6	3.2	-13.3	4.8	10.8
PB	4.2	4.4	3.0	2.8	2.5

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 内容目录

1	重卡网联智能龙头，困境反转可期.....	4
1.1	重卡网联智能龙头.....	4
1.2	股权结构稳定，股权激励计划夯实成长信心.....	5
1.3	主营业务受重卡销量下滑影响，大力投入新业务.....	6
2	公司有望迎销量、市占率、ASP 提升三击.....	8
2.1	2022 年商用车销量触底，边际复苏可期.....	8
2.2	基本盘稳固，增量客户持续拓展，行业市占率有望进一步提升.....	9
2.3	行驶记录仪新国标落地，将带来单车价值量提升.....	10
2.4	子公司布局汽车控制器，产出加速.....	11
3	盈利预测.....	12
4	风险提示.....	13

## 图表目录

图 1.	公司业务分类.....	4
图 2.	2021 年公司各业务收入占比.....	5
图 3.	公司股权结构（截至 2022 年 Q3）.....	5
图 4.	公司 2022 年限制性股票激励计划的业绩考核（A 类激励对象）.....	6
图 5.	公司 2022 年限制性股票激励计划的业绩考核（B 类激励对象）.....	6
图 6.	公司 2022 年限制性股票激励计划的股份支付费用摊销预测（2022-2026 年）.....	6
图 7.	公司营业总收入（2017-2022Q3）.....	7
图 8.	公司归母净利润（2017-2022 年）.....	7
图 9.	公司毛利率与净利率（2017-2022Q3）.....	8
图 10.	公司三费（2017-2022Q3）.....	8
图 11.	公司研发费用（2017-2022Q3）.....	8
图 12.	公司研发人员数量及占比（2018-2021）.....	8
图 13.	中国重卡销量（2013-2022 年）.....	9
图 14.	中国重卡市场格局（2020 年）.....	9
图 15.	中国重卡市场格局（2022 年）.....	9
图 16.	公司产品、客户拓展时间线.....	10

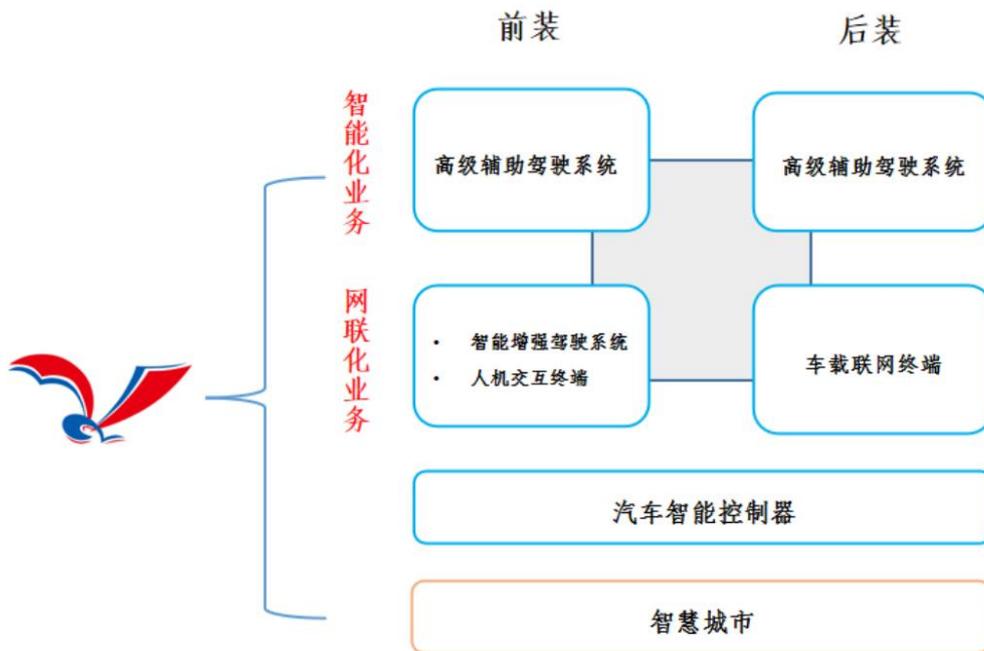
图 17. 行驶记录仪可比公司产品及客户 .....	10
图 18. 商用车车联网产品与乘用车车联网产品区别 .....	11
图 19. 公司域控制器产品及功能 .....	11
图 20. 公司收入及毛利率预计（2020-2024E，单位：亿元） .....	12
图 21. 可比公司估值对比（2022E-2024E） .....	13

## 1 重卡网联智能龙头，困境反转可期

### 1.1 重卡网联智能龙头

重卡智能网联龙头，深耕商用车增强驾驶十余年。公司成立于2009年6月11日，2019年11月6日登陆上海证券交易所科创板，以“降低交通运输的代价”为企业使命，基于智能增强驾驶、人工智能和大数据技术深耕汽车智能化和网联化。

图1.公司业务分类



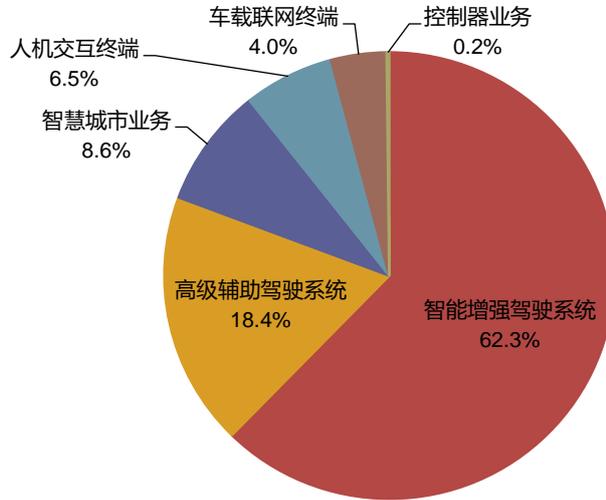
数据来源：公司2021年报，财通证券研究所

公司业务分为六大类，助力商用车的网联化及智能化：

- 1) **智能增强驾驶系统**，产品为前装的商用车行驶记录仪、TBOX，以重卡为主。2021年占收入比62%，毛利率为39%。
- 2) **高级辅助驾驶系统**，主要为渣土车等商用车提供辅助驾驶系统，包括模组、系统、配套传感器等。2021年占收入比18%，毛利率为35%。
- 3) **智慧城市业务**，主要产品为全资子公司成生科技开发的各类政务管理平台，包括环卫、渣土清运、水务、防汛、林业等管理系统以及相关运维服务。2021年占收入比9%，毛利率为73%。
- 4) **人机交互终端**，为商用车提供前装的智能中控。2021年占收入比7%，毛利率为47%。
- 5) **车载联网终端**，为商用车提供后装行驶记录仪及TBOX。2021年收入占比4%，毛利率为38%。

6) **控制器业务**，公司 2021 年成立子公司北京域博（目前已是全资子公司），主营车辆控制器业务，2021 年实现收入 69.17 万元。

图2.2021 年公司各业务收入占比

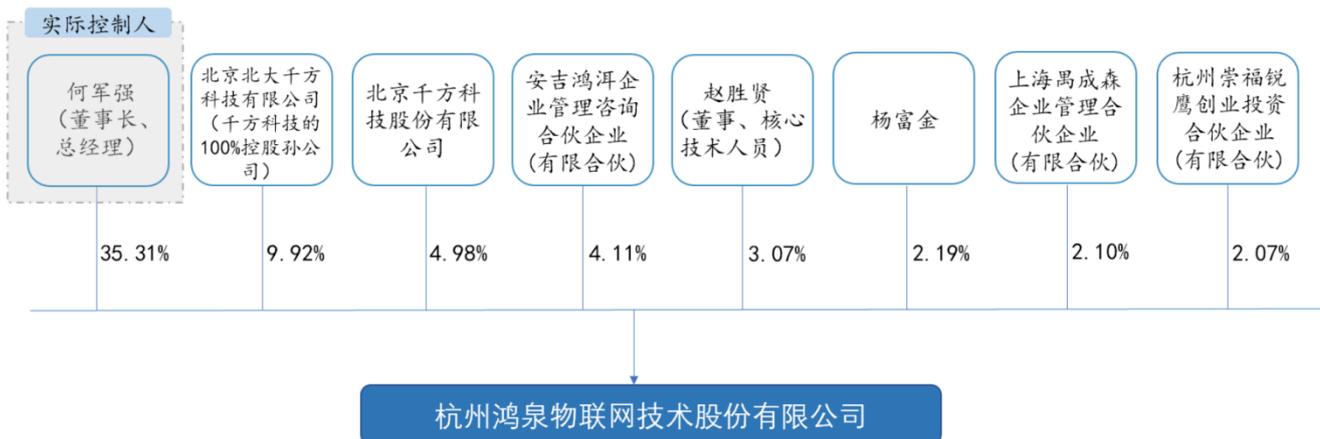


数据来源：Wind，财通证券研究所

### 1.2 股权结构稳定，股权激励计划夯实成长信心

**公司股权结构稳定。**截至 2022 年三季报，实控人即董事长何军强持股 35.3%，千方科技合计持股 14.9%。2019 年以来至今，实控人与千方科技均未减持，股权结构稳定。

图3.公司股权结构（截至 2022 年 Q3）



数据来源：Wind，财通证券研究所

**股权激励分别对域控子公司收入、合并报表扣非净利润进行考核，彰显发展信心。**2022 年 9 月公司发布限制性股票激励计划，同年 10 月 11 日为首次授予日，向首次授予的 138 名激励对象（约占公司员工 23%）共计授予 420 万股限制性股票（占

公司总股本 4.2%)。A 类对象授予价格 2 元/股，B 类对象授予价格为 15 元/股；其中 A 类对象为控制器业务团队核心员工 2 人，对 A 类对象的考核标准为全资子公司北京域博 2023、2024 年的营业收入，体现了公司对域控制器发展的投入决心。

**图4.公司 2022 年限制性股票激励计划的业绩考核 (A 类激励对象)**

对应考核年度	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B	业绩考核目标 C
	公司层面归属比例 100%	公司层面归属比例 80%	公司层面归属比例 60%
2023	营业收入 5,000 万 (含) 以上	营业收入 4,000 (含) 至 5,000 万	营业收入 3,000 (含) 至 4,000 万
2024	营业收入 8,000 万 (含) 以上	营业收入 7,000 (含) 至 8,000 万	营业收入 6,000 (含) 至 7,000 万

数据来源: Wind, 财通证券研究所

注: 考核对象为子公司北京域博的营业收入, 2021 年北京域博收入为 69.17 万元

**图5.公司 2022 年限制性股票激励计划的业绩考核 (B 类激励对象)**

扣非后归母净利润 (亿元)	2023 年	2024 年	2025 年
考核目标 A(公司层面归属比例 100%)	0.32	0.60	1.20
yoy		87%	100%
考核目标 B(公司层面归属比例 80%)	0.26	0.45	0.70
yoy		73%	56%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

注: 考核对象为归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润, 2022 年公司扣非净利润约为-1.08 亿元

**图6.公司 2022 年限制性股票激励计划的股份支付费用摊销预测 (2022-2026 年)**

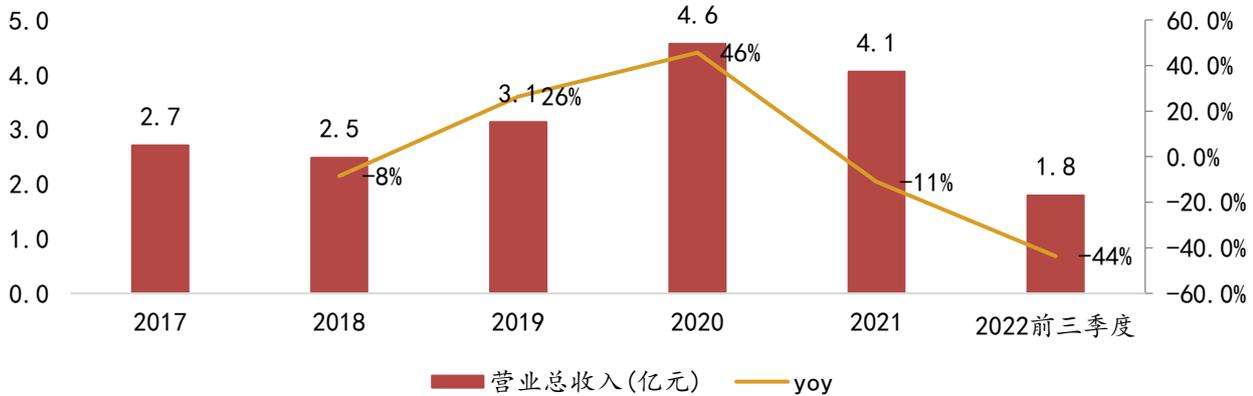
首次授予股份数 (万股)	预计摊销的总费用 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)	2025 年 (万元)	2026 年 (万元)
420	2,940.14	252.79	1,011.16	1,011.16	525.45	139.57

数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 1.3 主营业务受重卡销量下滑影响, 大力投入新业务

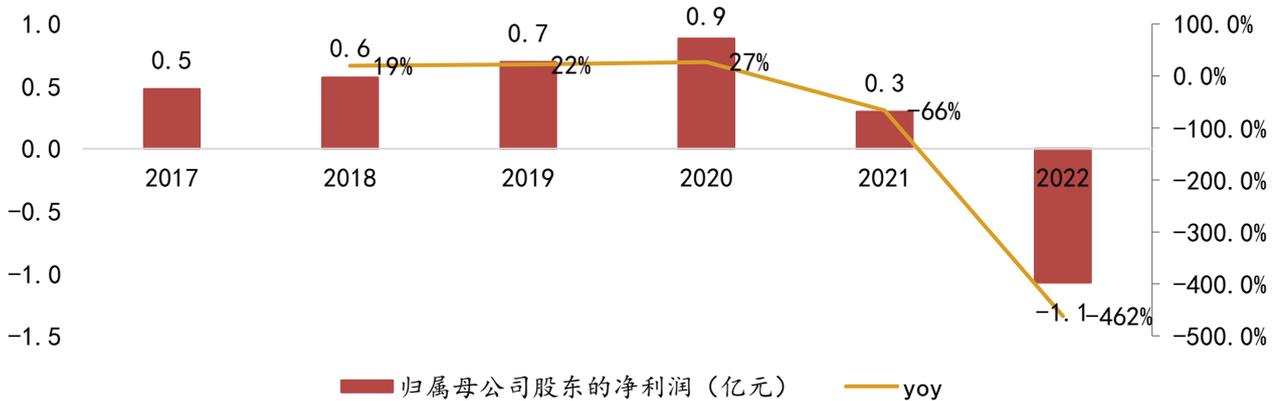
营业收入和净利润受到重卡销量下滑影响, 2022 年亏损 1.1 亿元。公司营业总收入与中国重卡销量的相关性较强, 因此 2020、2021 年的营业收入明显高于此前, 而 2022 年前三季度营业总收入同比下滑 44%, 根据公司业绩预告 2022 年公司归母净利润亏损 1.1 亿元。

图7.公司营业总收入（2017-2022Q3）



数据来源：Wind，财通证券研究所

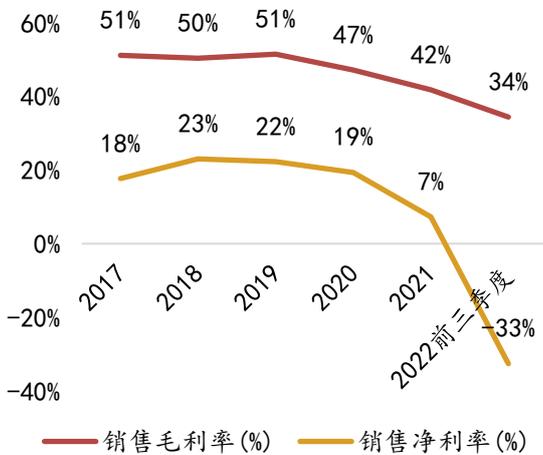
图8.公司归母净利润（2017-2022年）



数据来源：Wind，财通证券研究所

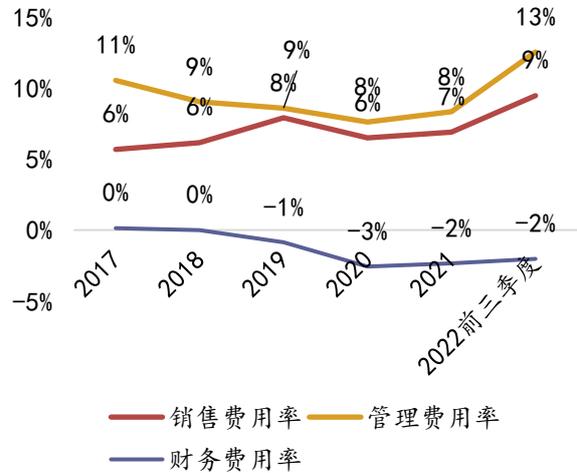
**毛利率保持相对稳健，净利率受到研发费用影响大。**2017-2020年公司的毛利率、净利率以及费用率均保持相对稳定。2021年一方面毛利率由于上游电子元器件涨价而下降，另一方面公司大力投入汽车控制器领域，成立子公司，扩张研发人员数量，研发费用达1.1亿元，研发费用率大幅提升。2022年公司营业收入随着重卡等商用车销量下滑而下降，但预研的研发项目作为刚性支出，无法压缩，同时公司对新产品保持投入力度，因此2022年前三季度的净利率大幅下滑，研发费用率达到50%。

图9.公司毛利率与净利率 (2017-2022Q3)



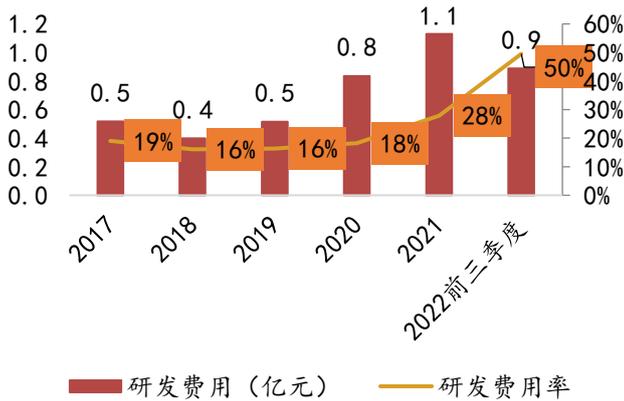
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图10.公司三费 (2017-2022Q3)



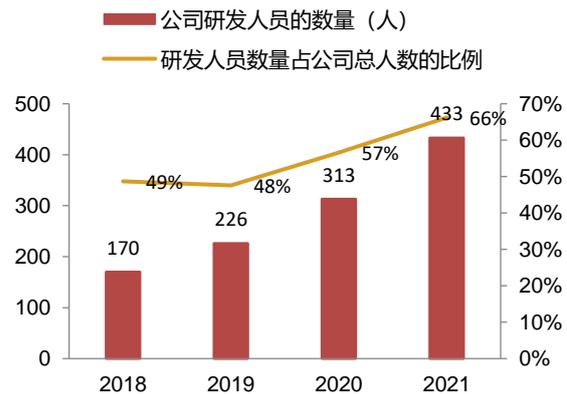
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图11.公司研发费用 (2017-2022Q3)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图12.公司研发人员数量及占比 (2018-2021)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 2 公司有望迎销量、市占率、ASP 提升三击

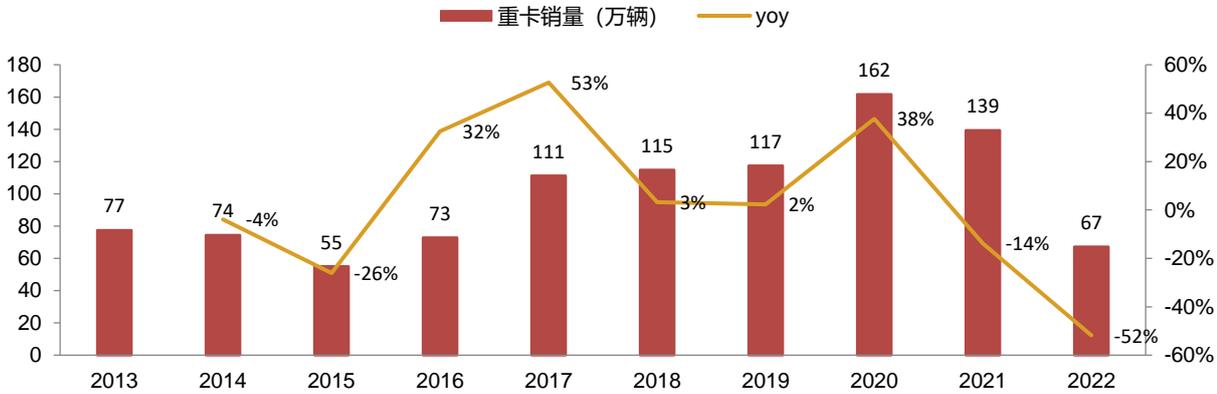
我们认为,公司主营重卡的行驶记录仪和 TBOX 产品,未来 2-3 年有望迎来 (1) 重卡销量复苏、(2) 市占率提升、(3) 单车价值量提升的三击逻辑。

### 2.1 2022 年商用车销量触底, 边际复苏可期

重卡销量在 2022 年触底, 未来三年有望进入上升通道。根据 Wind 数据, 2013-2022 年中国重卡销量的平均值为 99 万辆, 而 2022 年仅销售 67 万辆, 主要受到疫情影响以及 2020、2021 年重卡销量高增导致的新车需求压制。根据第一商用车

网的新闻，其总编辑谢光耀认为消费复苏、政府基建复苏、国四排放重卡淘汰后的新车销量拉动这三重因素拉动，2023年至2025年中国重卡销量将形成逐步复苏的趋势，2024年重卡市场销量或重回百万辆。

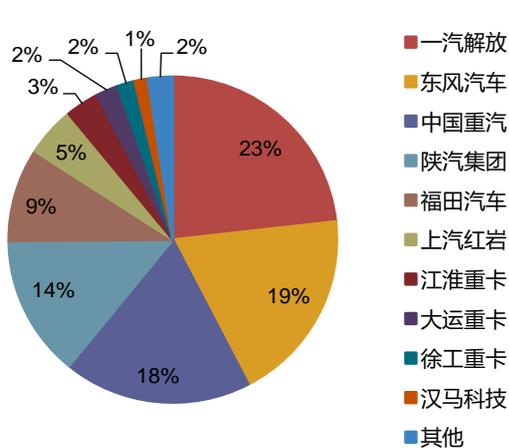
图13.中国重卡销量（2013-2022年）



数据来源：Wind，财通证券研究所

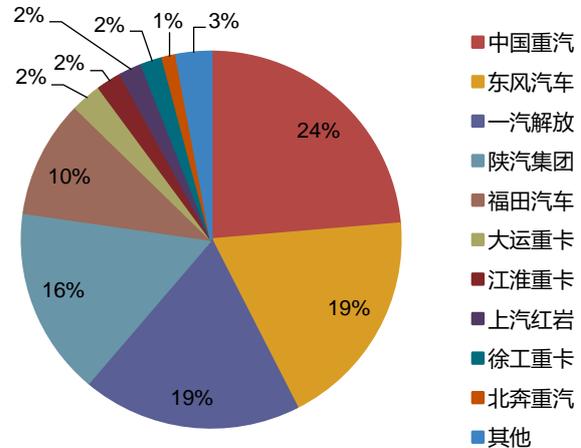
重卡市场格局相对稳定，前五大厂商占据80%以上份额。根据中汽协数据，中国重卡2020年与2022年虽然销量差距较大，但竞争格局稳定，CR5分别为84%、87%，与龙头重卡主机厂保持紧密合作的上游厂商未来有望受益于行业复苏。

图14.中国重卡市场格局（2020年）



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图15.中国重卡市场格局（2022年）



数据来源：中汽协，财通证券研究所

## 2.2 基本盘稳固，增量客户持续拓展，行业市占率有望进一步提升

公司客户拓展顺利，已进入中国重汽供应链。根据公司投资者关系活动记录表（2021年7月1日披露），公司进入了中国重汽供应链，与重汽的合作已经进入批量供货阶段。2022年中国重汽在国内重卡市占率高达24%，我们认为，公司在行业的市占率将跟随大客户的拓展进一步提升。

图16.公司产品、客户拓展时间线

时间	事件
2011年	为陕汽开发了“天行健”车联网服务系统，将智能增强驾驶系统应用于陕汽重卡
2014年	研发高级辅助驾驶系统，应用于长沙市渣土车项目
2016年	将智能增强驾驶系统应用于中植一客，实现了新能源领域的扩展
2019年	将智能增强驾驶系统应用于三一重工，扩展至工程机械车领域
2020年	行驶记录仪产品为陕汽一供，东风也为公司客户，新拓展重汽基本完成技术对接。
	将高级辅助驾驶系统落地安装到存量水泥搅拌车，在安徽和浙江实现批量应用前装到三一、陕汽、华菱、北奔、吉利商用车、金龙等主机厂的渣土车、水泥搅拌车、工程自卸车、危化品车、起重机、泵车、客车等
2021年上半年	签约中国重汽，下半年开始供货
	进入主动安全领域（后装），已在广东、河南、江苏等地进入智能视频监控终端供应商名录

数据来源：公司公告，中国经营报，中国证券报，财通证券研究所

行驶记录仪供应格局较为集中。根据佐思汽研数据，2020年中国商用车行驶记录仪前五大供应商分别为鸿泉物联、厦门雅迅、启明信息、南斗六星、上海势航，市场占比合计超65%。

图17.行驶记录仪可比公司产品及客户

供应商	产品	配套客户
鸿泉物联	北斗双模部标机、车载智能中控屏、车联网模块 T-Box、新能源汽车 T-Box、4G 车载视频录像机、便携定位终端等	陕汽、北汽福田、东风商用、中国重汽、北奔、安徽华菱、三一
雅迅网络	商用车车联网终端、安全 T-Box、北斗终端等	东风汽车、北汽福田、中国重汽、金龙汽车、江淮、庆铃
启明信息	行驶记录仪、车载 T-Box、国六 OBD 产品等	一汽解放
南斗六星	商用车整车实物 TSP 监管系统、车联网终端 TBOX、新能源远程监控终端国六尾气监控终端等	东风汽车
上海势航	车载终端系列、中控系列、ADAS 辅助驾驶、辅助传感器	中国重汽、徐工重卡

数据来源：佐思汽研，财通证券研究所

### 2.3 行驶记录仪新国标落地，将带来单车价值量提升

行驶记录仪新国标提升产品复杂度，有望推动 ASP 提升。2021年12月31日，由公安部主管推进，中国国家标准化管理委员会发布了《汽车行驶记录仪》新的国家标准，相比于旧版，新的标准中增加了音视频记录，WIFI 通信、无线公共网络通信、自动校时、驾驶员身份识别等功能，同时防护性能要求和定位精度要求也进一步增强。此前公司曾表示行驶记录仪新产品单价将有3倍左右的提升（来

自公司 2021 年 4 月的投资者关系活动记录表), 我们认为未来新国标的落地将大幅提升单车价值量, 推动公司加速成长。

图18.商用车车联网产品与乘用车车联网产品区别

	乘用车	商用车
使用目的	提升驾驶员用户体验	生产资料, 降本增效
车联网功能	从方便车主的角度出发	对车辆监控, 车辆安全有较高需求
车联网应用	在线娱乐、语音助手、在线导航、安全辅助、远程控制	油耗管理、司机考勤、调度管理、监控预警、维修保养、车辆跟踪
车联网参与方	车企、消费者、车联网服务运营商	车企、物流司机、物流车队、甲方客户、货主方、车联网服务运营商
车联网设备	较少, 只留一个接口给车联网设备即可	较多, 大货车可能接入 7~8 个车联网设备

数据来源: 佐思汽研, 财通证券研究所

#### 2.4 子公司布局汽车控制器, 产出加速

子公司北京域博进入产出阶段, 主营汽车控制器, 面向商用车、乘用车及两轮车。2021 年 2 月公司成立了控股子公司北京域博汽车控制系统有限公司, 负责汽车控制器方向的产品研发。北京域博主要从事商用车及乘用车各类控制器的研发、生产和销售业务, 目前主要产品类型包括车身控制系统(BCM)、车门控制系统(DCM)、网关(GW)、车身域控制系统(BCU)、集成温控系统(ITS)等。根据 2022 年 9 月的公司投资者关系活动记录表公告, 已有重汽、陕汽等客户的多个项目开始批量供货, 未来随着研发的推进, 量产的控制器产品将逐步增加。

图19.公司域控制器产品及功能

产品	功能
车身控制系统 BCM	包括控制电动车窗、电动后视镜、空调、大灯、转向灯、防盗锁止系统、中控锁、除霜装置等。一般安装在驾驶员操作台上
车门控制系统 DCM	集成中控锁、电动窗、后视镜调节、遥控钥匙等控制功能。一般安装在副驾驶处的控制器安装隔板架上
网关 GW	车内电、光总线之间的路由器, 使数据在车内多个网络中安全可靠地传输
车身域控制系统 BCU	在 BCM 的基础上, 集成无钥匙启动系统 (PEPS)、纹波防夹、空调控制系统等功能
集成温控系统 ITS	实现车厢气温自动调节

数据来源: 新浪科技, 财通证券研究所

### 3 盈利预测

#### 收入及增速预计：

- 1) 公司智能增强驾驶系统 2022-2024 年收入增速分别为-46%、106%、91%，2023 年起或受益于重卡复苏、渗透率提升、单价提升的三击逻辑；
- 2) 汽车智能控制系统，2022-2024 年收入分别为 500 万元、5000 万元、8000 万元（参考股权激励目标）。
- 3) 高级辅助驾驶系统、人机交互系统、车载联网终端，智慧城市业务以及其他业务，将一定程度跟随商用车销量复苏而成长，2022-2024 年收入合计增速分别为-36%、13%、27%。

#### 毛利率预计：

参考公司过去毛利率情况，预计公司主要产品伴随新产品上车，产品结构改变，以及上游电子元器件的降价等，自 2023 年起逐步上行。

- 1) 智能增强驾驶系统 2022-2024 年毛利率分别为 28%、35%、37%。
- 2) 汽车智能控制器 2022-2024 毛利率分别为 10%、30%、30%。
- 3) 高级辅助驾驶系统、人机交互系统、车载联网终端，智慧城市业务以及其他业务，毛利率将随着硬件产品占比提升而略微下降，2022-2024 毛利率分别为 46%、45%、44%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年收入增速分别为-41%、82%、70%；毛利率分别为 35%、37%、37%。

图20.公司收入及毛利率预计（2020-2024E，单位：亿元）

业务	项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
智能增强驾驶系统	收入	2.54	2.40	1.30	2.67	5.10
	yoy		-5%	-46%	106%	91%
	成本	1.38	1.46	0.93	1.74	3.24
	毛利率	46%	39%	28%	35%	37%
汽车智能控制器	收入		0.01	0.05	0.50	0.80
	yoy			646%	900%	60%
	成本			0.05	0.35	0.56
	毛利率			10%	30%	30%
其他业务	收入	2.02	1.65	1.05	1.20	1.52

	yoy		-19%	-36%	13%	27%
	成本	1.03	0.90	0.57	0.65	0.86
	毛利率	49%	46%	46%	45%	44%
合计	收入	4.56	4.06	2.40	4.37	7.43
	yoy	46%	-11%	-41%	82%	70%
	成本	2.41	2.36	1.55	2.74	4.66
	毛利率	47%	42%	35%	37%	37%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

综上所述,公司有望迎来重卡行业复苏、市占率提升、产品单价提升的三击共振。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 2.40/4.37/7.43 亿元,归母净利润-1.07/0.41/1.03 亿元,对应 2023、2024 年 PE 分别为 59/23 倍,给予“增持”评级。

图21.可比公司估值对比 (2022E-2024E)

股票简称	股票代码	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS			PE		
		2023/2/20	2023/2/20	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
千方科技	002373.SZ	11.38	179.83	0.17	0.49	0.63	68.18	23.35	18.06
万集科技	300552.SZ	21.88	46.63	(0.27)	0.28	0.88	(81.10)	77.07	24.87
金溢科技	002869.SZ	24.85	44.62	0.09	1.10	1.64	273.08	22.61	15.14
平均值		19.37	90.36	(0.00)	0.62	1.05	86.72	41.01	19.36
鸿泉物联	688288.SH	23.95	24.03	(1.07)	0.41	1.02	(22.43)	59.00	23.40

 数据来源: Wind, 财通证券研究所  
 注: 可比公司估值来自 Wind 一致预期

## 4 风险提示

**行业复苏不及预期风险**, 公司产品收入与重卡销量相关, 重卡复苏不及预期对公司成长会有压制;

**行驶记录仪新国标落地不及预期风险**, 公司单车价值量成长与行驶记录仪新国标落地相关, 新国标落地不及预期则单价成长会延后;

**控制器产品研发生产不及预期风险**, 控制器产品是公司重要产品之一, 成长不及预期对公司未来成长有负面影响;

**宏观经济下行风险**, 宏观经济对重卡行业复苏及公司产品研发、拓客均有影响;

**疫情反复风险**, 疫情反复对重卡行业及公司产品研发、拓客均有影响。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>456.16</b>	<b>405.60</b>	<b>240.00</b>	<b>436.84</b>	<b>742.52</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	240.81	236.06	155.16	274.19	465.64	营业收入增长率	45.6%	-11.1%	-40.8%	82.0%	70.0%
营业税费	3.33	2.15	1.27	2.31	3.93	营业利润增长率	24.0%	-79.8%	-654.1%	139.2%	162.7%
销售费用	29.54	27.96	26.40	26.21	37.13	净利润增长率	26.7%	-66.5%	-462.3%	138.0%	152.2%
管理费用	34.66	33.75	38.40	30.58	37.13	EBITDA 增长率	11.8%	-69.9%	-445.0%	151.1%	148.4%
研发费用	83.41	113.03	129.60	100.47	141.08	EBIT 增长率	6.1%	-90.3%	-1,486.3%	131.7%	203.6%
财务费用	-11.71	-9.54	-2.02	-4.02	-1.12	NOPLAT 增长率	8.4%	-83.6%	-958.9%	-131.7%	191.4%
资产减值损失	-1.10	-4.25	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	13.9%	1.0%	-11.3%	1.1%	9.4%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.10</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	8.1%	0.1%	-11.7%	5.0%	12.1%
投资和汇兑收益	1.95	3.02	0.24	3.06	3.71	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>92.61</b>	<b>18.73</b>	<b>-103.77</b>	<b>40.73</b>	<b>107.00</b>	毛利率	47.2%	41.8%	35.4%	37.2%	37.3%
加:营业外净收支	-0.01	-2.33	-3.38	0.00	0.00	营业利润率	20.3%	4.6%	-43.2%	9.3%	14.4%
<b>利润总额</b>	<b>92.60</b>	<b>16.40</b>	<b>-107.15</b>	<b>40.73</b>	<b>107.00</b>	净利率	19.4%	6.5%	-44.6%	9.3%	13.8%
减:所得税	4.29	-10.07	0.00	0.00	4.28	EBITDA/营业收入	19.7%	6.7%	-38.9%	10.9%	16.0%
<b>净利润</b>	<b>88.31</b>	<b>29.57</b>	<b>-107.15</b>	<b>40.73</b>	<b>102.72</b>	EBIT/营业收入	17.3%	1.9%	-44.2%	7.7%	13.8%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	354.33	397.33	542.32	164.88	386.49	固定资产周转天数	41	72	123	68	40
交易性金融资产	0.00	24.17	24.17	24.17	24.17	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>333</b>	<b>244</b>	<b>39</b>	<b>354</b>	<b>146</b>
应收账款	165.25	141.37	40.06	290.17	271.14	流动资产周转天数	739	720	982	692	480
应收票据	111.41	62.53	40.39	146.95	171.48	应收帐款周转天数	123	136	136	136	136
预付帐款	4.75	3.33	2.19	3.86	6.56	存货周转天数	75	141	100	70	70
存货	62.11	122.88	-36.69	143.32	37.77	总资产周转天数	829	998	1549	854	577
其他流动资产	184.09	13.34	13.54	13.64	13.64	投资资本周转天数	778	884	1325	736	474
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	9.6%	3.2%	-13.3%	4.8%	10.8%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.8%	2.7%	-11.3%	3.6%	8.2%
投资性房地产	21.23	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.7%	1.3%	-12.2%	3.8%	10.2%
固定资产	51.69	80.37	80.99	81.98	80.57	费用率					
在建工程	42.10	122.69	110.42	99.38	89.44	销售费用率	6.5%	6.9%	11.0%	6.0%	5.0%
无形资产	18.28	19.11	19.11	19.11	19.11	管理费用率	7.6%	8.3%	16.0%	7.0%	5.0%
其他非流动资产	5.91	0.69	0.69	0.69	0.69	财务费用率	-2.6%	-2.4%	-0.8%	-0.9%	-0.2%
<b>资产总额</b>	<b>1134.40</b>	<b>1115.26</b>	<b>949.60</b>	<b>1122.71</b>	<b>1257.54</b>	三费/营业收入	11.5%	12.9%	26.2%	12.1%	9.8%
短期债务	55.07	55.06	55.06	25.06	5.06	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	116.06	87.56	46.28	190.24	211.43	资产负债率	19.2%	17.7%	14.7%	24.2%	24.2%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	23.7%	21.6%	17.2%	31.9%	31.8%
其他流动负债	1.02	1.34	1.34	1.34	1.34	流动比率	4.44	4.28	4.88	3.12	3.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.23	3.54	5.03	2.51	3.08
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	93.77	2.97	-54.22	23.93	193.84
<b>负债总额</b>	<b>217.37</b>	<b>197.75</b>	<b>139.23</b>	<b>271.61</b>	<b>303.72</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.00	3.98	3.98	3.98	3.98	DPS(元)	0.35	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	100.34	100.34	100.34	100.34	分红比率					
留存收益	164.48	159.05	51.90	92.63	195.36	股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>917.03</b>	<b>917.51</b>	<b>810.36</b>	<b>851.09</b>	<b>953.82</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	0.88	0.30	-1.07	0.41	1.02
净利润	88.31	29.57	-107.15	40.73	102.72	BVPS(元)	9.17	9.10	8.04	8.44	9.47
加:折旧和摊销	10.85	19.41	12.65	14.05	16.35	PE(X)	43.6	133.8	—	59.0	23.4
资产减值准备	6.63	4.57	0.00	0.00	0.00	PB(X)	4.2	4.4	3.0	2.8	2.5
公允价值变动损失	0.00	-0.10	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.84	2.58	1.96	1.41	0.53	P/S	8.4	9.9	10.0	5.5	3.2
投资收益	-1.95	-3.02	-0.24	-3.06	-3.71	EV/EBITDA	39.4	136.5	-20.6	47.5	17.1
少数股东损益	0.00	-3.11	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-59.78	-20.22	245.48	-397.37	126.53	PEG	1.6	—	—	0.4	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>39.35</b>	<b>19.61</b>	<b>156.08</b>	<b>-344.24</b>	<b>242.42</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-306.86</b>	<b>56.62</b>	<b>-5.14</b>	<b>-0.94</b>	<b>-0.29</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>19.22</b>	<b>-35.26</b>	<b>-5.96</b>	<b>-32.25</b>	<b>-20.53</b>						

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。