

投资评级：增持（维持）
报告日期：2023年2月2日
市场数据

目前股价	69.61
总市值（亿元）	287.39
流通市值（亿元）	21.98
总股本（万股）	41,286
流通股本（万股）	3,158
12个月最高/最低	101.13/48.04

分析师

分析师：唐泓翼 S1070521120001

☎ 0755-83559732

✉ tanghongyi@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<消费电子需求低迷，信创开启二次成长>> 2022-10-25

信创国产化加速驱动，存储模组龙头成长可期

——江波龙（301308）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7276	9749	8688	10465	12567
(+/-%)	27.2%	34.0%	-10.9%	20.5%	20.1%
归母净利润（百万元）	276	1013	79	383	668
(+/-%)	115.5%	266.7%	-92.2%	385.6%	74.5%
摊薄 EPS（元/股）	0.74	2.73	0.19	0.93	1.62
PE	94	25	364	75	43

资料来源：长城证券研究院

核心观点

■ 江波龙：国产“存储器第一股”，持续丰富产品矩阵

江波龙于2022年8月5日以“存储器第一股”上市，目前公司主营业务包含四大类：嵌入式存储、移动存储、固态硬盘和内存条，2021年营收占比分别为49.0%，22.7%，21.6%和6.7%；毛利率分别为24.28%，23.53%，12.37%和0.80%。公司预告2022年预计实现归母净利润0.57~0.85亿元，同比下降92%~94%，扣非净利润0.31~0.47亿元，同比下降95%~97%。

■ 董事长蔡华波：23年深耕存储事业，打造国内第一的存储模组厂商

自1999年创立江波龙至今，蔡董事长持续深耕存储事业，带领公司从存储贸易到存储代工，继而到自主开发技术性产品，再到现在成为存储技术性的品牌公司，市场地位领先。据CFM数据，公司2021年eMMC&UFS市占率为6.5%，位列全球第六，国内第一。据Omdia数据，2021年Lexar存储卡全球市占第二，Lexar闪存盘(U盘)全球市占第三。

■ 获大基金6亿青睐，国家级专精特新“小巨人”，合作下游多家龙头客户

公司已形成自主可控的固件开发技术，存储芯片晶圆级测试技术业内领先，不仅吸引大基金斥资6亿元，以140元/股的高价入股，持股比例为6.93%，成为江波龙第二大股东，还成功入选获评2022年国家级专精特新“小巨人”企业。公司目前已进入闻泰科技、中兴通讯、联想、亚马逊、长安汽车等多家下游行业龙头客户供应链体系。

■ 自主可控大势所趋，国内信创需求崛起，信创存储替代空间将超千亿

据WSTS预测，2022年全球存储器市场将达1538亿美元，据IC Insights数据，2021年全球存储市场中DRAM和NAND Flash合计占比达97%，目前二者市场集中度高，国产替代空间巨大。据IDC数据及公开资料，我们预测中国信创存储替代市场空间将达1157亿元。公司入榜2021信创独角兽第十，重点发力国内信创市场，成长空间广阔。

■ 国内存储器龙头厂商，国内信创市场需求强驱动，维持“增持”评级

公司作为国内存储器龙头厂商，在存储国产替代进程加速和国内信创市场需求强劲的背景下，中长期成长空间广阔，预计公司2022~2024年净利润，分别为0.79/3.83/6.68亿元，对应增速为-92%/386%/75%，对应22/23/24年PE为364/75/43倍，维持“增持”评级。

■ 风险提示：研发不及预期；市场风险；产能受限；疫情风险等。

1. 江波龙近期动态点评

1.1 江波龙：国产“存储器第一股”，持续丰富产品矩阵

江波龙成立于 1999 年，在 2022 年 8 月 5 日以“存储器第一股”上市，主要从事 Flash 及 DRAM 存储器的研发、设计和销售。公司预告 2022 年预计实现归母净利润 0.57~0.85 亿元，同比下降 92%~94%，扣非净利润 0.31~0.47 亿元，同比下降 95%~97%。其中，归母净利润下降的原因主要来自于下游消费电子市场需求低迷以及 22 年公司存货计提减值准备达 1.44~1.64 亿元，同比增长约 141%(取中位数 1.54 亿元)。

图 1：江波龙 2018-2021 年营收实现连续四年增长



资料来源：iFind，长城证券研究院整理

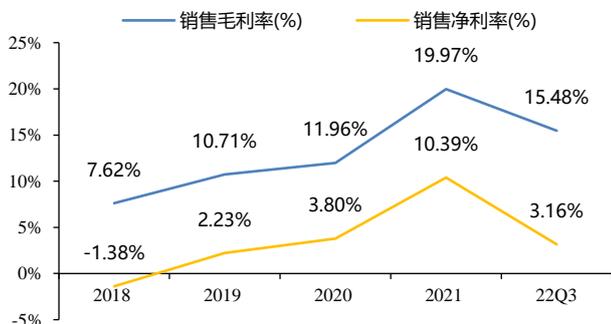
图 2：江波龙 2018-2021 年归母净利润实现连续四年增长



资料来源：iFind，长城证券研究院整理

目前公司主要核心业务在四个方面：嵌入式存储、移动存储、固态硬盘和内存条，占比分别为 49.0%，22.7%，21.6%和 6.7%。公司第一大业务为嵌入式存储，2021 年该业务实现营收 47.81 亿元，占总营收比重为 49.0%，同比增长 46%，毛利率达 24.28%；公司第二大业务为移动存储，2021 年该业务实现营收 22.14 亿元，占总营收比重为 22.7%，同比增长 19%，毛利率达 23.53%；公司第三大业务为固态硬盘，2021 年该业务实现营收 21.00 亿元，占总营收比重为 21.6%，同比增长 11%，毛利率达 12.37%；公司第四大业务为内存条，2021 年该业务实现营收 6.53 亿元，占总营收比重为 6.7%，同比增长 166%，毛利率达 0.80%。

图 3：江波龙 22Q3 实现毛利率 15.48%，净利率 3.16%



资料来源：iFind，长城证券研究院整理

图 4：嵌入式存储作为第一大业务，21 年营收 47.81 亿元

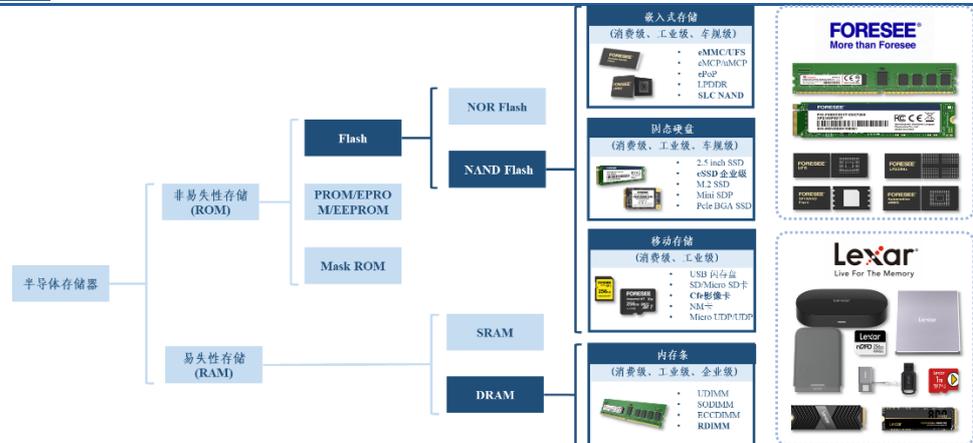


资料来源：iFind，长城证券研究院整理

公司长期聚焦存储产业，从 Flash 到 DRAM、从消费类到工规级、企业级，持续丰富形成“嵌入式存储+移动存储+固态硬盘+内存条”存储产品线、匹配多样化的应用场景。其中，在嵌入式存储领域，目前公司已发布 UFS 3.1 产品，主力产品 eMMC 5.1 已批量出货，公司在大陆率先推出了 512 Mb SLC NAND Flash 小容量存储芯片。在固态硬

盘领域，公司发布新一代 FORESEE 品牌的 PCIe Gen 4X4 固态硬盘产品，重点布局企业级固态硬盘研发。在内存条领域，公司企业级服务器内存条产品（RDIMM）已经开始批量出货。

图 5：江波龙主营产品线：布局“嵌入式存储+固态硬盘+移动存储+内存条”四大产品线



资料来源：公司招股说明书，公司官网，长城证券研究院整理

1.2 董事长蔡华波：23 年深耕存储事业，打造国内第一的存储模组厂商

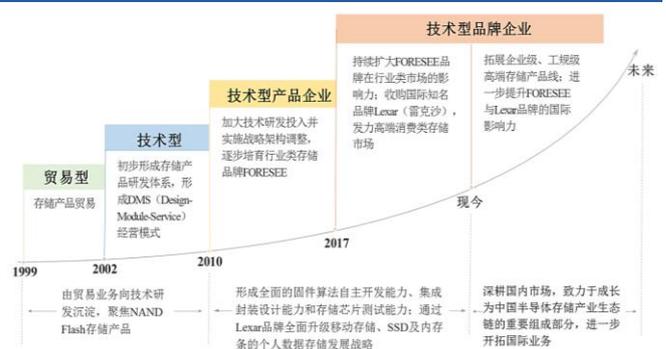
1999 年，年仅 23 岁的蔡华波董事长创立江波龙，开始从事存储贸易。90 年代中期，深圳凭借毗邻香港的地理优势，成为国内最大的半导体分销交易市场和集散地，货源和客源是大家竞争的焦点。初来乍到的蔡华波从销售业务干起，在深圳市海洋王投资发展有限公司做了三年业务员。1999 年，年仅 23 岁的蔡华波，在哥哥的鼓励下毅然辞职创业，成立江波龙，干起了存储半导体的贸易生意。在这一时期，江波龙主营业务为半导体销售，而遇到产品技术问题，江波龙主要找兼职工程师来解决。

图 6：江波龙董事长蔡华波：23 年深耕于存储事业



资料来源：CFM 闪存市场，长城证券研究院整理

图 7：江波龙存储业务模式历程：贸易→代工→技术型



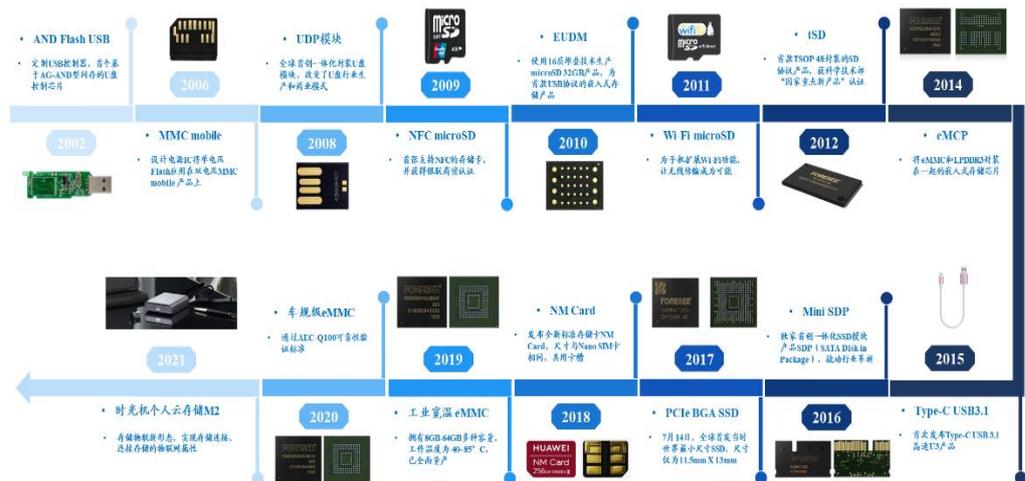
资料来源：公司招股说明书，长城证券研究院整理

2003 年，江波龙开发出全球第一个基于 AG-AND 型闪存的 U 盘控制芯片，由贸易业务向技术研发沉淀，开启存储代工之路。据蔡华波董事长介绍，2002 年，由于价格便宜很多，江波龙购买了一批价值 500 万美金的存储产品（日本瑞萨的 AG-AND 型闪存），结果发现该产品在市场上并不通用。眼瞅着几百万美金货款要打水漂，蔡华波开始思考，“虽然不能通用，但总有利用价值”，琢磨许久后最终选定了 U 盘方案，找来香港一家

公司定制 USB 控制器芯片，组建技术团队来设计软件固件，开发出了全球第一个基于 AND-NAND 型闪存的 U 盘产品。而这一年，恰好赶上苹果 iPod 大量采用 NAND 闪存替换微硬盘，导致市场上的闪存严重缺货，由于江波龙已有便宜的替代方案，因此吸引了不少客户。不仅清仓积货，还扭亏为盈。而这次转危为安，也让蔡华波尝到了技术创新的甜头。于是，蔡董事长开始逐步招入大量技术人员，初步建立了存储产品研发体系，形成 DMS (Design-Module-Service) 经营模式，结合基于第二代 AG-AND 型闪存的 U 盘控制芯片，做起了存储芯片的贴牌代工，开启公司二次进阶之路。

随着产业成熟和升级，2006 年以后，江波龙以往的代工优势已逐渐消失，技术型企业势在必行，蔡董事长开始创立行业类存储品牌 FORESEE。2007 年，瑞萨放弃了存储业务，江波龙的资源优势也受到很大影响，“代工优势不再，客户不是衰落就是压价，我们的工程师不是在忙技术创新，而是忙着帮客户降低成本”。秉持技术自主创新的理念，蔡董事长开始思考技术型企业的可能性。2008 年公司成功开发了一体化 U 盘模块 (UDP) 和 SSD 模块 (Mini SDP) 并率先在行业中推广应用，为公司带来业务规模和市场价值，在业内积累了一定知名度。2011 年，国产智能手机快速崛起之时，蔡董事长瞄准这一机遇，带领公司以能够应用于智能手机、平板电脑的大容量存储 eMMC 为切入点，开始自主研发技术性产品，由此创立 Foresee 品牌。

图 8：江波龙产品发展历程：自 2002 年持续自主研发 U 盘/SSD 模块→嵌入式存储等产品线



资料来源：公司招股说明书，公司官网，长城证券研究院整理

蔡董事长再次前瞻布局 to C 业务，2017 年江波龙宣布正式收购并运营美光科技旗下 Lexar 品牌，成为大陆地区为数不多拥有高端消费类存储品牌的企业。随着 FORESEE 品牌在行业类市场的影响力逐步扩大，蔡董事长又前瞻性的预见到中国的存储产业很快会崛起，提前布局从传统的 to B 业务发展到 to B 和 to C。2017 年 8 月，趁着美光科技聚焦主业的战略调整，江波龙宣布正式收购全球领先闪存品牌 Lexar，新 Lexar 成为江波龙全资子公司独立运作。这成为当年存储业界的轰动性事件，但这一过程充满艰辛。从 2019 年开始，江波龙对 Lexar 的产品和市场进行加快优化，把亏损逐步减少，直到 2020 年 Lexar 才成功实现了全面盈利。

凭借在半导体存储器领域的沉淀、实力以及对市场的敏锐觉察，蔡董事长亦开始积极布局存储芯片设计业务。除存储模组业务外，蔡董事长也积极布局存储芯片设计，目前江波龙于上海研发中心建设芯片设计研发团队，主要聚焦 SLC NAND Flash 等小容量存储芯片设计。2022 年，江波龙在中国大陆率先推出 512 Mb SLC NAND Flash 小容量存储

芯片，可广泛用于 IoT 市场，并在技术上可以替代 NOR Flash。自研芯片业务意味着公司已超越传统的存储模组厂的范畴，开始进入产业链的更上游，将给公司的未来发展增添更多的动力及想象空间。

如今江波龙已成长为一家兼具技术、品牌及规模的综合型半导体存储企业，市场地位及市占率领先。23 年来蔡董事长深耕存储事业，带领公司从存储贸易到存储代工，继而到自主开发技术性产品，再到现在成为存储技术性的品牌公司，市场地位领先。根据 CFM 数据，公司 2021 年 eMMC&UFS 市场份额为 6.5%，位列全球第六，国内第一。根据 Omdia（IHS Markit）数据，2021 年，Lexar 存储卡全球市场份额位列第二名，Lexar 闪存盘（U 盘）全球市场份额位列第三名。

1.3 获大基金 6 亿青睐，国家级专精特新“小巨人”，合作下游多家龙头客户

经过多年发展与技术积累，公司已形成自主可控的固件开发技术，存储芯片晶圆级测试技术业内领先，具备 SLC NAND Flash 存储芯片的设计能力。经过多年的发展，坚持自主创新，江波龙目前已打造固件算法开发、存储芯片测试、集成封装设计、存储产品定制等四大领域核心竞争力，高筑企业护城河构建深严技术壁垒。公司晶圆分析团队能够对 Flash 进行全方位品质画像、分级，深入进行产品应用仿真；形成了自主可控的 Flash 固件开发技术；在存储芯片 FT 测试，特别是 DRAM 存储芯片测试，具有业内领先的实力；公司掌握 SiP 芯片基板开发、结构设计、信号仿真、标准定义和失效分析等技术，具有高性能、高复杂度硬件电路的设计能力；公司拓展了 SLC NAND Flash 等小容量存储芯片的设计能力，为公司向客户提供一体化存储方案提供助力，增强了公司持续稳定交付产品的能力。

图 9：在半导体存储产业链中，公司主要面向细分下游市场，帮助原厂晶圆实现快速产品化



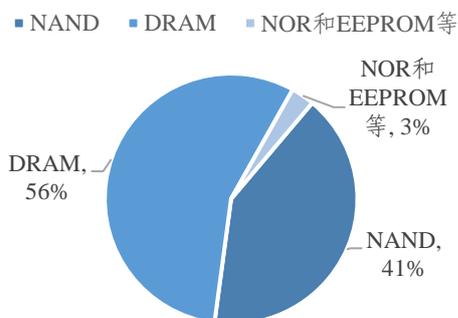
资料来源：公司招股说明书，公司官网，长城证券研究院整理

FORESEE + Lexar 自主品牌双轮布局 to B 和 to C 业务，江波龙获大基金 6 亿青睐，入选获评国家级专精特新“小巨人”企业。拥有行业类存储知名品牌 FORESEE 和国际高端消费类存储品牌 Lexar（雷克沙），江波龙是为数不多的在 to B 市场和 to C 市场中同时拥有自主品牌的存储器厂商。2019 年江波龙获得国家集成电路基金（简称“大基金”）斥资 6 亿元的青睐，以 140 元/股的高价入股。根据公司招股书中数据表明，截至 2022 年上半年，国家大基金持股比例为 6.93%，成为江波龙第二大股东。2022 年江波龙先后成功入选获评深圳市“专精特新”企业以及国家级专精特新“小巨人”企业，公司核心竞争力强劲。

目前公司已进入闻泰科技、中兴通讯、字节跳动、联想、亚马逊、长安汽车等多家下游行业龙头客户供应链体系，与上游头部供应商合作紧密。公司面向消费电子、工业、通信、汽车、安防、监控等行业应用市场和消费者市场。经过多年技术积累与品牌沉淀，时下，江波龙已与华勤技术、闻泰科技、龙旗技术、天珑移动等行业领先的整机 ODM 厂商形成稳定的合作关系，行业类存储器则进入传音控股、中兴通讯、字节跳动、萤石网络、联想、清华同方、深信服、奇瑞汽车、长安汽车等行业龙头客户的供应链体系，消费类存储器客户有包括京东、亚马逊、沃尔玛、BestBuy 等知名零售商，并与国内晶圆原厂长江存储、长鑫存储开展长期业务合作，多次获得三星电子、西部数据、长江存储等上游原厂授予的“最佳合作伙伴”等称号。

1.4 自主可控大势所趋，国内信创需求崛起，驱动信创存储替代空间将超 1100 亿

图 10: 2021 年全球存储市场 DRAM+NAND 占比 97%



资料来源: IC Insights, 长城证券研究院整理

图 11: 22 年全球半导体存储市场规模将达 1555 亿美元



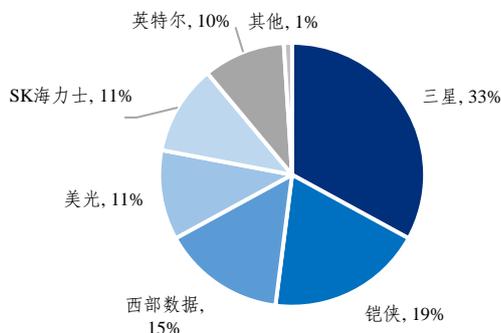
资料来源: WSTS, 长城证券研究院整理

半导体存储市场规模巨大，超过全球半导体集成电路市场规模的三分之一。据 WSTS 数据，2021 年全球半导体集成电路产业规模为 4608 亿美元，存储器市场规模为 1538 亿美元，占集成电路市场规模比例为 33%。WSTS 预测，2022 年存储芯片市场仍将继续增长至 1555 亿美元。在多种存储器芯片中，全球市场规模最大的仍是 DRAM 和 NAND Flash，据 IC Insights 数据，2021 年全球 DRAM 市场规模约占整个存储市场的 56%，NAND Flash 市场规模约占整个存储市场的 41%，二者合计占比高达 97%。目前在 DRAM 和 NAND Flash 两大市场领域，江波龙均有重点布局，未来发展前景可观。

目前 NAND Flash、DRAM 自给率低，仍然依赖进口，主流企业为美日韩企业，半导体存储产业的国产替代空间巨大。根据 CFM 闪存市场数据统计，2020 年三星电子、铠侠、西部数据、SK 海力士、美光科技、英特尔在全球 NAND Flash 市场份额高达 99%，全球

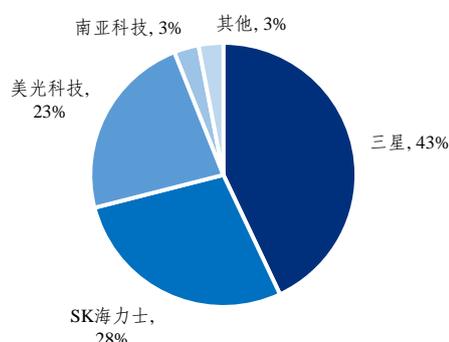
NAND Flash 市场高度集中；近年来，DRAM 晶圆市场集中度更高，根据 TrendForce 数据统计，2021 年三星电子、SK 海力士、美光科技在全球 DRAM 市场份额占比为 94%。目前半导体存储产业仍以美日韩企业为主流，未来国产替代空间巨大。

图 12: 2020 年全球 NAND Flash 市场 CR6 高达 99%



资料来源: CFM 闪存市场, 长城证券研究院整理

图 13: 2021 年全球 DRAM 市场 CR3 高达 94%



资料来源: Trendforce, 长城证券研究院整理

国内信创需求崛起，驱动信创存储替代空间将超 1100 亿。大数据时代“数据上云”趋势显著，近年来，国家大力推动信创产业发展，而存储是信创产业的关键一环，当前信创产业处于全面提速阶段。据 IDC 预测，2022 年中国 X86 服务器出货量将达 407 万台，市场规模将达 284 亿美元。中国 IDC（互联网数据中心）存储供应市场长期由国际一线品牌主导，随着国内存储企业技术实力提升，龙头国产存储将逐步进入该市场，分享中国 IDC 市场高速增长红利。根据 IDC 数据，我们预测信创存储国产替代空间将达 1157 亿元，其中党政、事业单位信创存储市场规模达 963 亿元，金融信创存储市场规模达 134 亿元，信息传输、计算机服务和软件业信创存储市场规模达 49 亿元，电力、煤气及水的生产和供应业信创存储市场规模达 11 亿元。

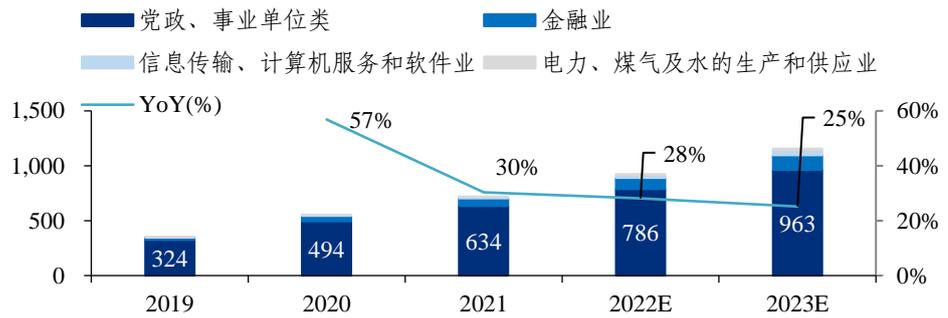
图 14: 2023 年中国 X86 服务器出货量预计将达 449 万台



资料来源: IDC, 长城证券研究院整理

公司入榜 2021 年信创独角兽第十，未来重点发力国内信创市场，中长期成长空间广阔。公司近年来重点布局企业级固态硬盘 SSD 及企业级内存条产品，发力信创领域，已初步在业内崭露头角。由德本咨询、eNet 研究院、互联网周刊、投研电讯四家智库机构联袂推出的“2021 中国信创产业独角兽 100 强”榜单中，江波龙位列第 10 位。未来，随着国内信创政策的落地加速，公司的市场规模和市场份额在未来仍有较大的成长空间，有望继续以较快的速度增长。

图 15: 国内各行业信创需求崛起, 中国信创存储替代市场空间增速 CAGR 达 35%



资料来源: IDC, 长城证券研究院整理

综上所述, 在半导体存储行业国产替代进程加速和国内信创市场需求强劲的背景下, 中长期情况下公司所处行业未来发展态势良好, 拥有较好的市场前景。

表 1: 国产替代浪潮下, 信创市场需求强劲, 信创存储国产替代空间将超 1100 亿

假设条件:	SSD 单价 1362 元/TB		内存条单价 45 元/GB		
存储产品单价:	256-512GB		8-16GB		
每台 PC 上所需的存储容量:	0.03-0.07 万元		0.04-0.07 万元		
合计:	平均每台 PC 的存储价格为 0.10 万元				
每台服务器上所需的存储容量:	7-20TB		256-512GB		
每台服务器上所需的存储产品价格(万元):	0.95-2.72 万元		1.14-2.28 万元		
合计:	平均每台服务器的存储价格为 3.55 万元				
假设 1: PC 整机与服务器配比=20:1					
假设 2: 公务员与事业编人数比=1:4					
市场空间测算:	2019	2020	2021	2022E	2023E
党政、事业单位信创市场:					
国有单位就业人数 (万人)	5473	5563	5633	5690	5740
渗透率 (%)	30	45	57	70	85
政府机关、事业单位人员电脑配比	0.7				
PC 需求量 (万台)	1149.33	1752.35	2247.57	2788.1	3415.3
—测算市场空间(亿元)	120.16	183.21	234.98	291.49	357.07
服务器需求量 (万台)	57.47	87.62	112.38	139.41	170.77
—测算市场空间(亿元)	204	311.03	398.92	494.86	606.19
总市场空间(亿元)	324.16	494.23	633.91	786.36	963.25
行业信创市场:					
金融业					
城镇单位从业人数 (万人)	826	858	818	800	790
渗透率 (%)	10	20	30	45	60
金融业人员电脑配比	1				
PC 需求量 (万台)	82.6	171.6	245.4	360	474
—测算市场空间(亿元)	8.64	17.94	25.66	37.64	49.56
服务器需求量 (万台)	4.13	8.58	12.27	18	23.7
—测算市场空间(亿元)	14.66	30.46	43.56	63.9	84.13
总市场空间(亿元)	23.3	48.4	69.21	101.53	133.69
信息传输、计算机服务和软件业					
城镇单位从业人数 (万人)	455	487	519	550	580
渗透率 (%)	3	6	10	20	30
信息传输、计算机服务和软件业人员电脑配比	1				
PC 需求量 (万台)	13.65	29.22	51.9	110	174
—测算市场空间(亿元)	1.43	3.05	5.43	11.5	18.19
服务器需求量 (万台)	0.68	1.46	2.6	5.5	8.7
—测算市场空间(亿元)	2.42	5.19	9.21	19.52	30.88
总市场空间(亿元)	3.85	8.24	14.64	31.02	49.08
电力、煤气及水的生产和供应业					
城镇单位从业人数 (万人)	373	379	382	385	389
渗透率 (%)	3	5	7	10	20
电力、煤气及水的生产和供应业人员电脑配比	0.5				
PC 需求量 (万台)	5.6	9.48	13.37	19.25	38.9
—测算市场空间(亿元)	0.58	0.99	1.4	2.01	4.07
服务器需求量 (万台)	0.28	0.47	0.67	0.96	1.95
—测算市场空间(亿元)	0.99	1.68	2.37	3.42	6.9
总市场空间(亿元)	1.58	2.67	3.77	5.43	10.97
合计:					
国内信创存储市场规模(亿元)	352.88	553.54	721.53	924.35	1156.99

资料来源: IDC, 公开资料, 长城证券研究院整理

2. 风险提示

研发不及预期风险：公司能否顺利开展研发活动并形成满足客户需求的产品或服务，对其正常经营乃至未来实现持续盈利具有重要作用，若研发人员流失、研发不及预期，将影响公司产品布局与经营情况。

市场风险：公司存储产品业务多为定制化服务，受下游客户具体需求的变化影响较大。且主要下游为消费电子产品，主要受到中国宏观经济影响。同时，当前国内外贸易环境复杂，若贸易环境恶化，下游需求不足，将影响公司产品需求。

产能受限风险：公司对外采购的内容包括晶圆、封装测试服务等。若未来晶圆、封测等上游厂商产能紧张情况持续，可能会导致公司供应链紧张、采购成本增加，将可能导致公司存在产能受限的风险，对公司的日常经营和盈利能力造成不利影响。

疫情风险：在疫情反复大背景下，行业需求，供应链稳定性都会受到不同程度的不确定性影响。

2.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7275.90	9748.82	8688.15	10464.87	12567.26	成长性					
营业成本	6405.72	7801.94	7689.01	9052.11	10619.34	营业收入增长	0.27	0.34	(0.11)	0.20	0.20
销售费用	257.70	248.50	251.09	299.41	355.97	营业成本增长	0.25	0.22	(0.01)	0.18	0.17
管理费用	179.84	196.48	204.17	243.47	289.45	营业利润增长	1.33	2.51	(0.93)	4.16	0.74
研发费用	219.44	322.45	310.17	369.86	439.72	利润总额增长	1.34	2.49	(0.93)	4.15	0.75
财务费用	2.79	22.10	26.06	27.56	33.09	归母净利润增长	1.15	2.67	(0.92)	3.86	0.75
其他收益	11.72	20.20	12.15	14.69	15.68	盈利能力					
投资净收益	123.07	24.13	0.00	0.00	0.00	毛利率	0.12	0.20	0.12	0.14	0.16
营业利润	337.42	1183.71	86.16	444.39	774.99	销售净利率	0.05	0.12	0.01	0.04	0.06
营业外收支	0.57	(5.18)	(0.23)	(1.61)	(2.34)	ROE	0.08	0.23	0.01	0.06	0.10
利润总额	337.99	1178.52	85.93	442.77	772.64	ROIC	0.25	0.49	0.03	0.21	0.14
所得税	61.75	165.48	7.24	60.12	104.90	营运效率					
少数股东损益	0.00	0.00	(0.17)	(0.27)	(0.64)	销售费用/营业收入	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03
归母净利润	276.24	1013.04	78.86	382.93	668.38	管理费用/营业收入	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	研发费用/营业收入	0.03	0.03	0.04	0.04	0.03
流动资产	4299.43	4962.50	5488.51	6000.13	6673.80	财务费用/营业收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
货币资金	1584.95	608.68	3324.03	645.68	3214.20	投资收益/营业利润	0.36	0.02	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款合计	0.00	615.64	274.33	386.53	407.10	所得税/利润总额	0.18	0.14	0.08	0.14	0.14
其他应收款	30.67	18.92	24.79	21.86	23.33	应收账款周转率		31.67	19.52	31.67	31.67
存货	2246.01	3592.46	1539.30	4650.36	2781.52	存货周转率	3.57	3.34	3.39	3.38	3.38
非流动资产	755.74	1192.71	1054.19	1179.95	1288.76	流动资产周转率	1.87	2.11	1.66	1.82	1.98
固定资产	364.73	447.01	552.15	617.38	678.37	总资产周转率	1.60	1.74	1.37	1.53	1.66
资产总计	5055.17	6155.22	6542.70	7180.08	7962.55	偿债能力					
流动负债	1559.84	1726.98	960.50	1209.09	1326.64	资产负债率	0.31	0.29	0.15	0.18	0.17
短期借款	414.48	725.93	0.00	24.24	0.00	流动比率	2.76	2.87	5.71	4.96	5.03
应付款项	913.67	693.57	741.67	926.90	1068.50	速动比率	1.32	0.79	4.11	1.12	2.93
非流动负债	32.14	54.65	43.39	49.02	46.21	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.74	2.73	0.19	0.93	1.62
负债合计	1591.97	1781.63	1003.89	1258.11	1372.84	每股净资产	8.39	10.59	13.42	14.34	15.96
股东权益	3463.20	4373.58	5538.81	5921.97	6589.71	每股经营现金流	1.03	(1.96)	6.19	(6.05)	6.82
股本	370.86	370.86	412.88	412.88	412.88	每股经营现金/EPS	1.39	(0.72)	32.40	(6.52)	4.22
留存收益	3117.54	4071.25	5126.10	5509.54	6177.91	估值					
少数股东权益	0.00	0.00	(0.17)	(0.44)	(1.08)	PE	94.07	25.50	364.43	75.05	43.00
负债和权益总计	5055.17	6155.22	6542.70	7180.08	7962.55	PEG	8.20	(1.97)	(24.57)	6.54	(3.31)
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PB	8.30	6.57	5.19	4.85	4.36
经营活动现金流	424.44	(811.25)	2555.46	(2497.51)	2817.65	EV/EBITDA	0.00	0.00	152.55	52.20	28.68
其中营运资本减少	135.71	(1667.89)	2359.17	(3018.16)	2002.00	EV/SALES	0.00	0.00	2.90	2.66	2.01
投资活动现金流	(53.93)	(369.97)	(166.99)	(181.85)	(189.89)	EV/IC	0.00	0.00	12.70	5.55	8.24
其中资本支出	(7.06)	97.93	92.60	125.40	136.18	ROIC/WACC	3.59	14.10	0.72	5.87	3.97
融资活动现金流	24.75	220.50	326.88	1.02	(59.25)	REP	0.00	0.00	17.53	0.94	2.07
净现金总变化	395.27	(960.72)	2715.35	(2678.35)	2568.51						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>