

中航证券研究所  
 分析师：彭海兰  
 证券执业证书号：S0640517080001  
 邮箱：penghl@avicsec.com

联系人：陈翼  
 证券执业证书号：S0640121080014  
 邮箱：chenyyjs@avicsec.com

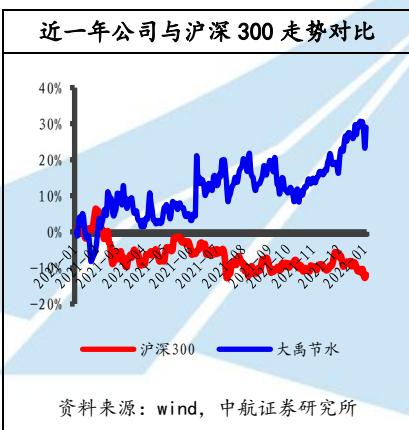
## 大禹节水（300021.SZ）：农水龙头拥抱乡村振兴，打磨内功迎来订单高增

行业分类：农林牧渔

2022年1月17日

公司投资评级	买入
大禹节水（22.01.17）	6.00

基础数据（22.01.17）	
沪深300	4767.28
总市值（亿元）	48.06
流通市值（亿元）	38.36
PE（TTM）	42.57
PB	3.23



### ■ 乡村振兴推进，行业空间望打开

**乡村振兴推进，高标准农田建设提速。**《全国高标准农田建设规划（2021-2030年）》明确2025年建成10.75亿亩高标准农田。21-22年每年新增建设高标准农田1亿亩，较“十三五”期间8000万亩目标有提速。《“十四五”节水型社会建设规划》要求新增高效节水灌溉面积0.6亿亩，创建200个节水型灌区。我国农村水利市场将迎来广阔的发展空间。

**行业集中度低，头部企业望加速整合。**节水灌溉行业集中度不高，企业普遍规模较小，且产品服务同质化严重，CR10不超过20%。头部企业市场渗透有望加快，行业集中度持续提升，2021Q3大禹、天业和润农营收增速分别为54%、52%和19%。

**业务延伸有望打开空间。**头部公司依托农水项目切入全国各地域的农业生产。未来有望从单一项目业务向灌溉服务、综合农服和农业大数据等业务延伸，增强业务渗透，打开业绩空间。

### ■ 公司打磨内功，建立“全”核心优势

**全国布局的优势：**大禹节水是行业内少数全国业务布局企业，在各地积累了丰富的资源和经验，具备全国拿单的能力。公司深耕全国市场，已在全国建立7个生产基地，各个区域设管理总部，影响力显著提升。

**全链一体化的优势：**大禹节水在设计、研发、生产、建设、运营和数字化的全链条都有布局。**设计：**旗下控股杭州设计院、兰州设计院、酒泉设计院，形成杭州-兰州-酒泉全国整体布局的设计力量。**建设：**以656项专利、一级总承包资质领先行业，工程建设能力突出。**数字化：**通过并购慧图科技，打造慧图SaaS云平台，与华为签订战略合作协议，全面构建农水信息化、数智化，顺势向农业科技和服务公司转型升级。

**全模式创新的优势：**大禹节水在各地成功开展了PPP、EPC、EPC-OM等合作模式，积累了宝贵经验，有望在全国范围加速布局。

### ■ 公司依托竞争优势，订单高增，回款周期应对能力增强

截至2021年12月22日，公司新签订单54.02亿元，同比增加8.67%。2020年大额订单数量持续攀升，2000万元以上订单36个，同比增加227%。公司多管齐下解决回款周期问题。一方面定增募资3亿元补充流动性和用于项目建设，另一方面逐步健全账款催收方案应对回款压力，以确保企业的良性运转。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：010-59562524  
 传真：010-59562637

## 投资建议

乡村振兴大势下，“十四五”高标准农田和农水建设提速，为行业带来利好。农水头部企业建立核心优势，拿单能力加强，行业有望加速集中。同时，未来基于农水项目拓展综合农服和农业大数据业务，业绩空间有望打开。

大禹节水是国内传统农田水利行业的龙头企业，集农田水利产品研发、制造、销售与农田水利工程设计、施工、服务于一体。公司已建立全区域、全链条、全模式的核心优势，行业比较优势明显。与华为和各地方政府建立战略合作，拿单能力不断加强。2021 年订单规模再创新高，将为未来业绩兑现提供支撑。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.57 亿元、2.41 亿元和 3.40 亿元，EPS 分别为 0.20 元、0.30 元和 0.42 元，对应 PE 分别为 30 倍、20 倍、14 倍，给予“买入”评级。

## 风险提示

1. 项目实施进度易受疫情等不可抗力影响，公司订单实现速度不及预期。
2. 公司部分项目所在地政府财政存在一定压力，可能碰到回款较慢的问题，应收账款管理效果不明显，导致公司现金流面临压力。
3. 大型国企和头部信息化集团企业与地方政府有深厚的合作关系，可能在数字农水项目拿单的过程中与大禹节水形成竞争，行业竞争加剧，拿单不及预期。
4. 农水数字化业务带来的数据采集和使用权限合规问题，面临一定监管的风险。。

## 盈利预测

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	20.18	30.05	38.92	50.87
增长率	-6.84%	48.91%	29.53%	30.71%
归属母公司净利润 (亿元)	0.99	1.57	2.41	3.40
增长率	-23.68%	58.65%	53.61%	41.38%
每股收益 EPS (元)	0.12	0.20	0.30	0.42
净资产收益率 ROE	6.09%	9.14%	11.54%	14.76%
PE	50	30	20	14
PB	2.45	2.49	2.03	1.82



## 目录

一、乡村振兴推进，行业空间望打开 .....	5
1.1 乡村振兴推进，高标准农田建设提速 .....	5
1.2 行业集中度低，头部企业加速整合 .....	7
1.3 业务延伸有望打开空间 .....	8
二、公司打磨内功，建立“全”核心优势 .....	9
2.1 全国市场布局优势 .....	9
2.2 全链条一体化优势 .....	9
2.3 全模式创新优势 .....	12
三、公司订单高增，回款周期应对能力增强 .....	13
四、投资建议 .....	16
五、风险提示 .....	16



## 图目录

图 1 高标准农田计划年增量和建设目标.....	5
图 2 财政部 PPP 项目库农水项目多为上亿规模，大禹元谋项目列为示范.....	7
图 3 行业竞争格局，头部企业营收规模提升.....	8
图 4 项目建设为基础，业务延申收入渠道增加.....	8
图 5 设立各区管理总部，开发布局全国渠道.....	9
图 6 全产业链进军，八大业务板块协同并进.....	10
图 7 大禹节水在工程设计建设有健全的布局和储备.....	10
图 8 公司建立灌溉大脑、多系统融合指导高效节水.....	11
图 9 公司节水信息化软件系统和田间硬件配套.....	11
图 10 大禹节水农水信息化和项目运营服务收入近年快速增长（单位：万元）.....	12
图 11 公司“三农三水”项目实地建设情况.....	13
图 12 新签订单总额高增，订单质量显著提升.....	14
图 13 定增募集资金用途，公司 21 年以来应收款占收入比例有所下降.....	15

## 表目录

表 1 农水政策推进.....	6
表 2 多种模式齐头并进，示范推广效应明显.....	13
表 3 财务预测摘要.....	17

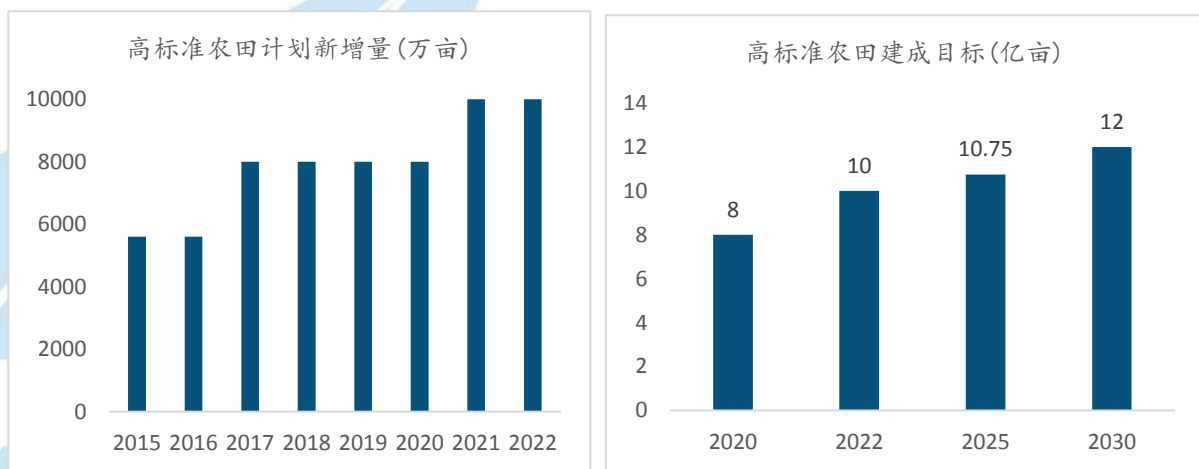
## 一、乡村振兴推进，行业空间望打开

### 1.1 乡村振兴推进，高标准农田建设提速

国家大力扶持农业农村发展，节水灌溉行业迎来重大政策机遇期，市场空间有望进一步扩大。高标准农田建设方面：“十四五”纲要指出到 2025 年累计建成 10.75 亿亩，相较于“十三五”6 亿亩规划有所增加。2021—2022 年年均新增建设 1 亿亩，相较于 2017—2020 期间年均新增 8000 万亩的建设目标，计划新增面积边际向上。2023—2030 年年均新增建设 2500 万亩，将支撑行业景气。

高效节水灌溉面积规划方面：《“十四五”节水型社会建设规划》要求新增高效节水灌溉面积 0.6 亿亩，创建 200 个节水型灌区。2021—2030 年完成 1.1 亿亩新增高效节水灌溉建设任务。政策不断落地为节水灌溉行业带来了发展机遇。

图 1 高标准农田计划年增量和建设目标



资料来源：中国政府网，中航证券研究所

政府强化专项资金保障，为行业的稳步增长持续加码。高标准农田建设中央财政资金主要由财政部管理的中央财政转移支付农田建设补助资金和国家发展改革委管理的中央预算内投资两个渠道组成。2020 年两个渠道共落实农田建设补助资金 867 亿元，相较于 2019 年提高了 7.8 亿元。财政部农业农村司表示，2021 年中央财政通过一般公共预算安排 787.82 亿元，同时推动地方多元化渠道安排 88 亿元。乡村振兴背景下，资金以国家财政为核心保障，彰显国家推动标准农田建设的决心。政府和社会资本合作建设农水项目



持续推进，政策资金精准到位着力促进全国高标准农田、高效节水灌区等项目的建设，农水领域市场空间扩容。

**表 1 农水政策推进**

时间	政策文件	部门	政策内容
2018年09月26日	《乡村振兴战略规划(2018-2022年)》	国务院	推进城镇污水处理设施和服务向城镇近郊的农村延伸;巩固提升农村饮水安全保障水平,有序新建一批节水型、生态型灌区,实施大中型灌排泵站更新改造。至2022年全国节水灌溉面积达到6.5亿亩,其中高效节水灌溉面积达到4亿亩;
2019年4月15日	国家节水行动方案	发展改革委、水利部	大力推进节水灌溉,2020年前,每年发展高效节水灌溉面积2000万亩、水肥一体化面积2000万亩。到2022年,农田灌溉水有效利用系数提高到0.56以上,创建150个节水型灌区和100个节水农业示范区。
2019年11月13日	关于切实加强高标准农田建设提升国家粮食安全保障能力的意见	国务院	到2020年,全国建成8亿亩集中连片、旱涝保收、节水高效、稳产高产、生态友好的高标准农田;到2022年,建成10亿亩高标准农田,以此稳定保障1万亿斤以上粮食产能;到2035年,通过持续改造提升,全国高标准农田保有量进一步提高,不断夯实国家粮食安全保障基础。
2020年2月5日	《中共中央国务院关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》	国务院	农业高效节水方面,要如期完成大中型灌区续建配套与节水改造,加大农业节水力度; 农民污水治理方面,要扎实搞好农村人居环境整治,梯次推进农村生活污水治理。 农民安全饮水方面,要提高农村供水保障水平,全面完成农村饮水安全巩固提升工程任务;
2021年9月6日	《全国高标准农田建设规划(2021-2030年)》	农业农村部	到2025年累计建成10.75亿亩并改造提升1.05亿亩、2030年累计建成12亿亩并改造提升2.8亿亩高标准农田;到2035年,全国高标准农田保有量和质量进一步提高。
2021年10月28日	《“十四五”节水型社会建设规划》	发改委等	贯彻“节水优先、空间均衡、系统治理、两手发力”的新时期治水思路,以实现水资源节约集约安全利用为目标。“十四五”新增高效节水灌溉面积0.6亿亩,创建200个节水型灌区,到2025年,全国建成高标准农田10.75亿亩。

资料来源：中国政府网，中航证券研究所

**图 2 财政部 PPP 项目库农水项目多为上亿规模，大禹元谋项目列为示范**

项目	总投资	建设方	项目内容
沈阳辽中农村饮水工程	2.47 亿	辽宁近海水务集团有限公司	农村供水运营及配套管网维护
和静县农村饮水及灌溉供水一体化项目	6.45 亿	和静山泉供排水有限公司	和静县农村饮水安全工程、节水灌溉工程等
海阳市乡村污水处理项目	10.88 亿	中国电建集团环境工程有限公司	一体化污水处理设施建设、污水收集管网建设等
元谋高效节水灌溉项目	3.08 亿	以大禹节水为主体的联合体	建设输水主、干管，配套建设自动化、信息化设施及田间滴灌设施等



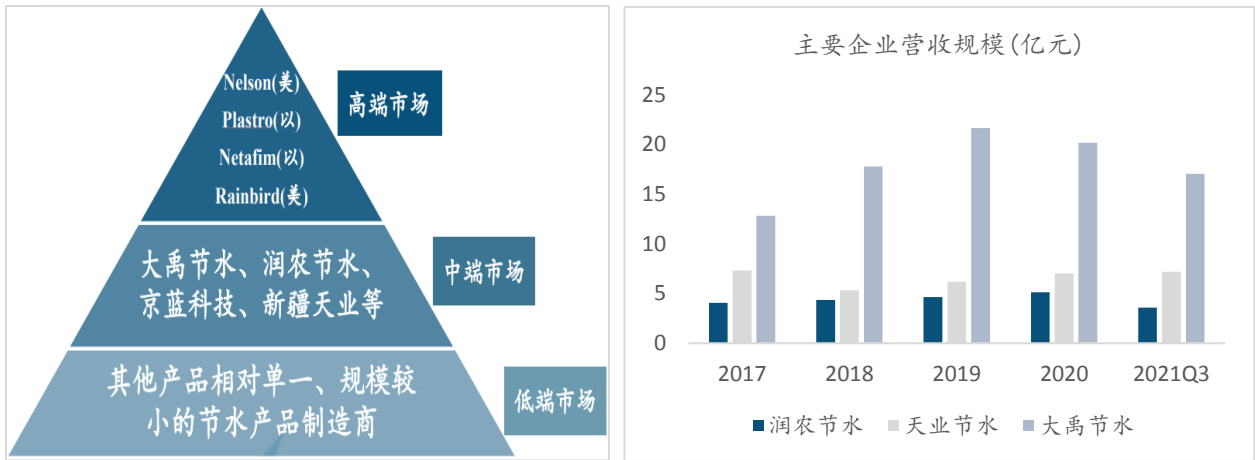
资料来源：财政部 PPP 中心，中航证券研究所

## 1.2 行业集中度低，头部企业加速整合

节水灌溉行业市场集中度较低，同质化竞争严重，龙头企业有望凭借自身优势提升市场份额。从全球来看，以色列、美国等国家在研发和制造领域始终处于世界领先地位，长期占据节水灌溉的高端市场。国内来看，本土企业发展较为迅速，行业竞争分散，存在行业集中度提升的机会。国内节水灌溉行业位于成长期，企业普遍规模较小，且产品服务同质化严重，根据观研报告，中国节水灌溉设备行业 CR10 不超过 20%，行业集中度低。

头部企业营收规模持续提升并开始形成竞争优势，具备提高市场占有率的机会。国内节水灌溉龙头企业在产品质量和技术上不断进步，已经能在中端产品领域赢得竞争并向高端产品市场进军。以大禹节水为代表的头部企业近年营业收入不断提升，其中大禹节水自 2018 年以来均保持 15 亿元以上的营业规模，2021Q3 营收实现 17.05 亿元，同比增加 54%。2018-2020 年期间，大禹节水、新疆天业、润农节水营收增速分别为 13.37%、31.95% 和 18.16%，头部企业逐步从区域市场向全国市场拓展，市占率有望持续提升。

图 3 行业竞争格局，头部企业营收规模提升



资料来源：公司公告，中航证券研究所

### 1.3 业务延伸有望打开空间

围绕高标准农田和节水灌溉项目建设，企业将派生出较多的延伸业务，打开业绩空间。公司依托农水项目建设和运营维护，与地方农业和农户建立深入联系，能够以此切入农业生产中的农业灌溉、农业综合服务以及农业数据服务等业务机会。

**1) 灌溉服务：**农水项目建成后的高效节水灌溉设施通过提供农业用水并收取水费作为基础收入来源。

**2) 综合农服：**高效节水灌溉设施可有效贯通农资下行和农产品上行，基于此可搭载水肥一体化为主的农业综合服务。

**3) 农业大数据服务：**公司通过获取大量的农户节水灌溉等农业生产数据，进而衍生形成增值服务，例如为农户提供销售服务和金融服务等。大禹节水基于单一项目业务派生多元相关服务，企业盈利链条不断增加，业绩空间进一步打开。

图 4 项目建设为基础，业务延伸收入渠道增加





资料来源：公司公告，中航证券研究所

## 二、公司打磨内功，建立“全”核心优势

### 2.1 全国市场布局优势

公司业务全国范围铺开，全渠道优势明显。大禹节水不断加强与全国各地政府的业务合作，声誉和品牌影响力提升，具备全国夺标拿单的能力。大禹节水布局开发全国整体市场，建立了7大生产基地，华北、西北和西南等区域设立管理总部，业务辐射全国。同时也建立了以色列研发中心，不断开拓国际市场。行业内其他主要企业目前立足区域发展，暂未实现全国市场的完全开拓。

图 5 设立各区管理总部，开发布局全国渠道



资料来源：公司公告，中航证券研究所

### 2.2 全链条一体化优势

大禹节水“三农三水”全产业链布局完善，八大专业板块功能强劲、高度协同，具备突出的全产业链一体化优势。公司围绕“三农三水三张网”，提供从项目诊断、规划、资本、设计、投资、智能制造、高标准农田建设、农田运营管理、农田物联网、未来农场服务、智慧农业、水生态、水环境到全面的农业、农民增值服务，具有现代农业全领域和全产业链综合服务的解决方案，这为促进大禹节水成为行业领先者提供了有力支撑。

图 6 全产业链进军，八大业务板块协同并进

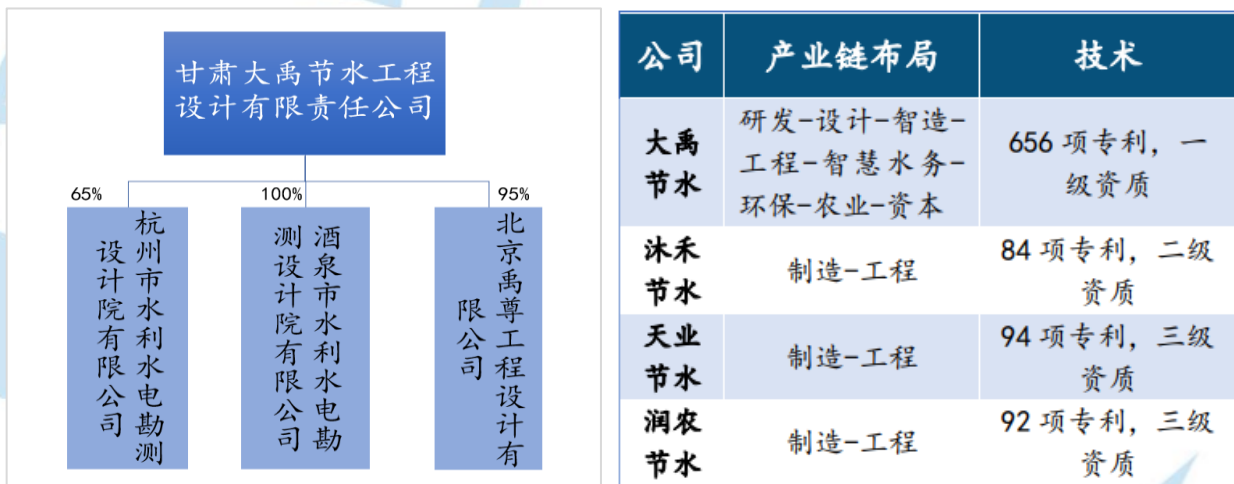


资料来源：公司公告，中航证券研究所

**大禹设计：**设计是大禹节水重要的差异化能力。目前拥有甘肃设计院、杭州设计院、酒泉设计院等设计院。21 年公司将杭州设计院、酒泉设计院整合至甘肃设计院，增强了甘肃设计院的整体实力，能够更加充分发挥市场竞争优势。根据公司 2021 年半年报披露，农水设计服务营业收入为 1.11 亿元，同比增加 10.32%，毛利率实现 24.94%。

**大禹工程：**公司专利技术储备丰富，处于行业领先地位，具有绝对的强势和优势地位。截止 2021 年 12 月，大禹节水以其 656 项专利远超行业内其他企业。行业资质方面，大禹节水是唯一一家拥有水利水电工程施工总承包一级资质的企业，工程能力领先行业。

图 7 大禹节水在工程设计建设有健全的布局和储备



资料来源：公司公告，中航证券研究所

**大禹智慧：** 1) 2020 年大禹节水完成对慧图科技的整合，成立 SaaS 项目专项组，以 SaaS+PaaS 模式带来信息化建设模式上的改变，加快实现水利信息化。2) 2021 年与华为签署战略合作协议，助力水利水务业务数字化转型，双方已在安徽省淠史杭数字灌区建设项目开展了实质合作。3) 大禹节水初步构建了“灌溉大脑”体系，推动三网协同融合，实现农业节水 and 高质量发展。

图 8 公司建立灌溉大脑、多系统融合指导高效节水



资料来源：公司官网，中航证券研究所

图 9 公司节水信息化软件系统和田间硬件配套

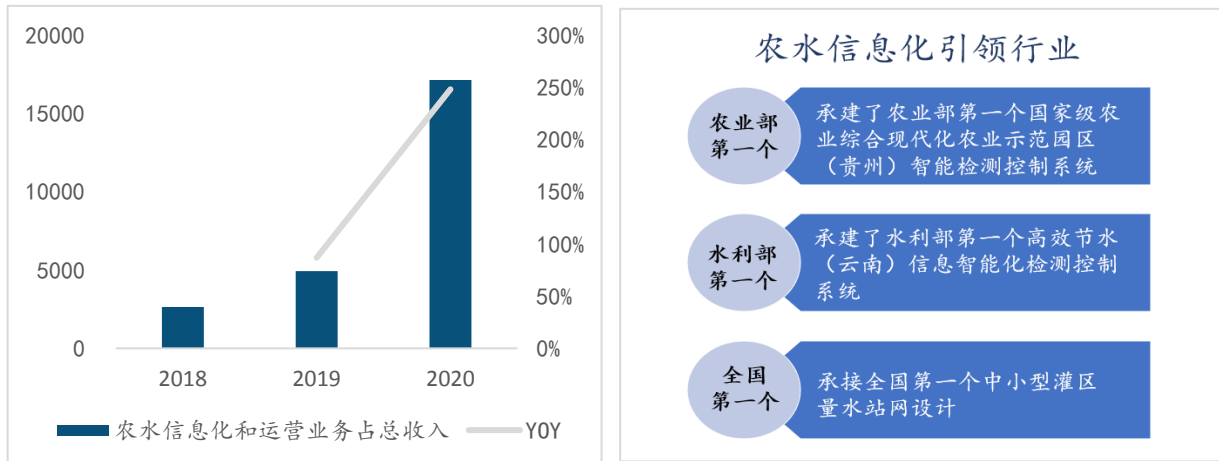
- 光伏控制: 用户可以通过手机控制光伏设备。
- 数据分析: 用户可以通过手机搜索设备, 查看设备数据。
- 设备管理: 用户可以通过手机搜索设备、可控制设备、修改设备设置。
- 监控: 用户通过监控可以看到视频可视区的作物情况、设备情况等。
- 报警消息: 报警信息显示当前和历史设备报警数据。
- 地理位置: 通过设备查看设备的地理位置。
- 定时任务: 用户添加定时任务实现定时灌溉。
- 分组管理: 用户通过手机修改设备分组。
- 扫码添加: 用户通过扫码添加可以从手机上添加设备。

资料来源：公司官网，中航证券研究所

公司全面构建农水信息化、数智化，顺势向农业科技和服务公司转型升级。大禹节水 2020 年农水设计、信息化、运营等收入占比已达 21%，同比增加 8pcts。其中，农水设计服务收入同比增长 6.96%，农水信息化和项目运营服务收入同比增长 248.17%。公司技术

和服务持续引领行业，不断推动企业整体业务转型升级，将技术服务优势转化为业务优势，提升企业盈利水平，突显公司价值。

图 10 大禹节水农水信息化和项目运营服务收入近年快速增长（单位：万元）



资料来源：公司公告，中航证券研究所

### 2.3 全模式创新优势

公司进行项目多元化模式创新，政企合作模式深度推进，元谋、沙雅、武清、彭阳模式齐头并进，成为公司发展的核心驱动力。公司在 2014 年陆良农田水利改革试点项目中开创了农田节水 PPP 模式，成为 PPP 模式的领航者，带动公司 PPP 订单持续增加，示范项目加速在全国范围内复制推广。在农田运营业务领域，探索出“元谋模式”，并在西南区域的祥云、弥渡以及甘肃的武山等地成功推广复制；在高标准农田建设和灌区现代化业务领域，公司推广“EPC+O”的沙雅模式，提供建、管、服一体化服务；在农村污水处理业务领域，公司探索出“武清模式”，具有强大的品牌示范带动效应。在农村供水领域，公司形成互联网+农村供水的“彭阳模式”，实现农村饮水工程的降本增效。大禹节水通过全模式的创新，积累了宝贵经验并形成了品牌溢价，有望在全国范围加速布局。



**表 2 多种模式齐头并进，示范推广效应明显**

	元谋模式	沙雅模式	武清模式	彭阳模式
运作模式	PPP	EPC+O	PPP	互联网+农村供水
项目内容	组建 1.33 万用水户为社员的元谋县大型灌区用水专业合作社，与其共建 SPV 公司，负责工程建设和 20 年的运营。	为高标准农田项目提供设计、采购、生产、施工、管护、运营服务等一体化系统解决方案，确保工程长效良性运行。	根据是否能够联合建设污水处理站，分区形成“管网+联村污水处理站”和“管网+单村污水处理站”两种方式。	彭阳县通过物联网手段使每个供水环节的全程自动化运行，实现了人饮安全运行管理的信息化、一体化和现代化。
推广区域	西南区域祥云、弥渡和甘肃武山等	安徽亳州、甘肃酒泉和临泽、湖南永顺等	天津下属区县和甘肃酒泉、金昌、徐州沛县等	固原、新疆渭干河灌区、福建连城等

资料来源：公司公告，中航证券研究所

**图 11 公司“三农三水”项目实地建设情况**

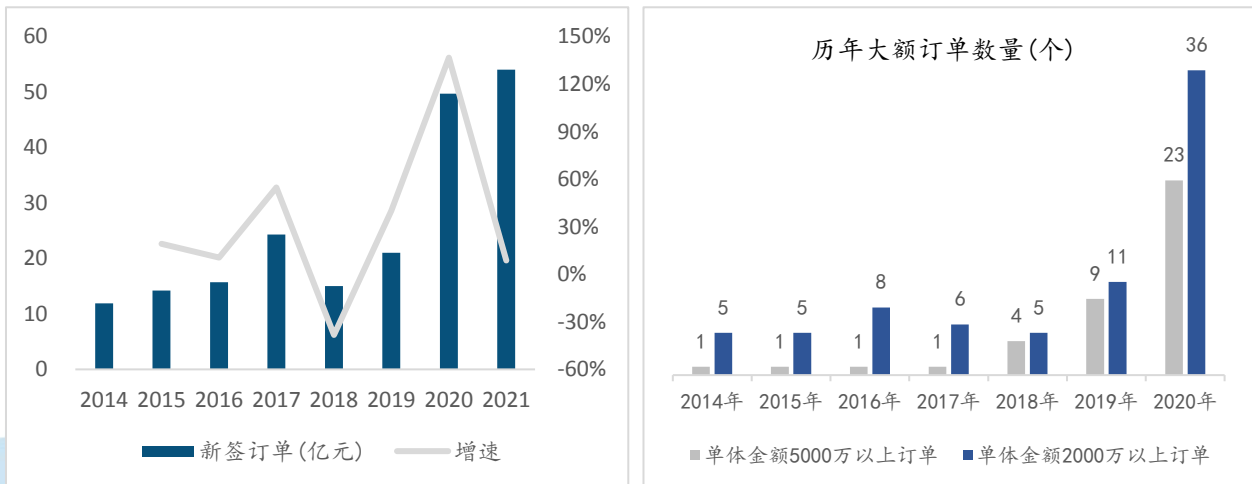

资料来源：公司官网，中航证券研究所

### 三、公司订单高增，回款周期应对能力增强

大禹节水凭借行业机会和自身能力，实现了业绩较快增长，订单规模和质量均快速提升。公司 2020 全年新签订单 49.71 亿元，同比增长 136.71%；2021 年年初至 12 月 22 日，公司新签订单 54.02 亿元，较 2020 年增加了 8.67%，订单规模创新高。此外，大额订单

数量持续攀升，2020年5000万元以上和2000万元以上订单分别有23个和36个，分别同比增加156%和227%。自2018年公司2000万元以上订单占比均超过60%，2020年达到74%，近年订单质量始终保持较高水平。

**图 12 新签订单总额高增，订单质量显著提升**



资料来源：公司公告，中航证券研究所

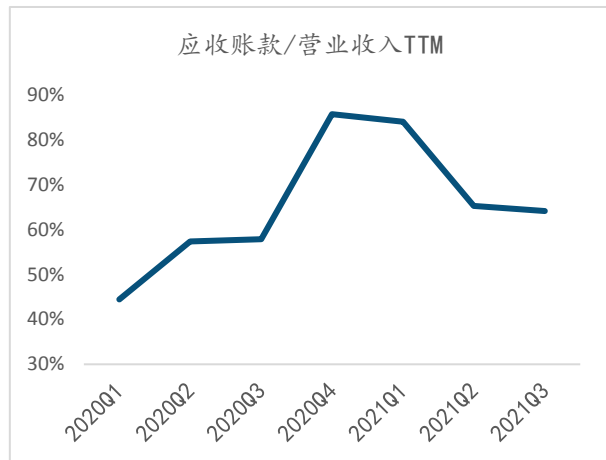
由于自身业务特点，公司项目回款具有一定的周期，面临一定资金压力，大禹节水多措并举、内外联动补充现金流，回款周期应对能力显著增强。

**1) 定增募资 3 亿元，支持主业并补充流动资金。**1月11日，公司公告拟以5.12元每股的价格向特定对象发行5859.38万股股票，募集资金总额不超过(含)3亿元。其中，12755万元拟投入区域运营中心及综合服务能力提升项目，8245万元用于智能化农村污水处理设备、膜分离装置及配套双壁波纹管生产项目，9000万元以补充流动资金及偿还银行贷款。我们认为，本次定增将提升大禹节水的综合服务能力，三“全”优势更趋明显，对提升公司市场份额具有重要作用。

**2) 加强内部管理，完善账款催收机制。**①公司内部成立了应收账款管理团队，2020年组成了应收账款清欠小组，建立每日回款通报制度，多次召开应收账款清欠专题例会，任务到人、强力清收。②公司业务布局广泛，与各地政府的合作关系密切，其收入不依赖单一地方政府资金。③极端情况下，公司积极采取了账款催收措施，包括调节、诉讼、执行等特殊形式。基于公司业务属性，根据公司21年三季报，应收账款占营业收入(TTM)比例已由20年底86%，下降到21年Q3的64%，下降22pcts。全方位、多渠道的回款解决方案保障了企业后续发展的资金需求，为企业高效良性运转注入活力。

**图 13 定增募集资金用途，公司 21 年以来应收款占收入比例有所下降**

项目	拟投入募集资金
区域运营中心及综合服务能力提升项目	12755 万元
智能化农村污水处理设备、膜分离装置及配套双壁波纹管材生产项目	8245 万元
补充流动资金及偿还银行贷款	9000 万元
合计	30000 万元



资料来源：公司公告，中航证券研究所



## 四、投资建议

乡村振兴大势下，“十四五”高标准农田和农水建设提速，为行业带来利好。农水头部企业建立核心优势，拿单能力加强，行业有望加速集中。同时，未来基于农水项目拓展综合农服和农业大数据业务，业绩空间有望打开。

大禹节水是国内传统农田水利行业的龙头企业，集农田水利产品研发、制造、销售与农田水利工程设计、施工、服务于一体。公司已建立全区域、全链条、全模式的核心优势，行业比较优势明显。与华为和各地方政府建立战略合作，拿单能力不断加强。2021 年订单规模再创新高，将为未来业绩兑现提供支撑。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.57 亿元、2.41 亿元和 3.40 亿元，EPS 分别为 0.20 元、0.30 元和 0.42 元，对应 PE 分别为 30 倍、20 倍、14 倍，给予“买入”评级。

## 五、风险提示

1. 项目实施进度易受疫情等不可抗力影响，公司订单实现速度不及预期。
2. 公司部分项目所在地政府财政存在一定压力，可能碰到回款较慢的问题，应收账款管理效果不明显，导致公司现金流面临压力。
3. 大型国企和头部信息化集团企业与地方政府有深厚的合作关系，可能在数字农水项目拿单的过程中与大禹节水形成竞争，行业竞争加剧，拿单不及预期。
4. 农水数字化业务带来的数据采集和使用权限合规问题，面临一定监管的风险。



**表 3 财务预测摘要**

利润表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	20.18	30.05	38.92	50.87
营业成本	14.82	22.60	29.04	37.88
营业税金及附加	0.15	0.22	0.27	0.36
销售费用	0.81	1.20	1.52	1.98
管理费用	1.80	2.70	3.62	4.58
财务费用	0.70	0.73	0.87	0.96
资产减值损失	-0.04	0.23	0.00	0.00
投资收益	0.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	1.65	2.36	3.60	5.11
其他非经营损益	-0.10	-0.08	-0.08	-0.08
<b>利润总额</b>	1.54	2.28	3.53	5.03
所得税	0.35	0.52	0.80	1.14
净利润	1.19	1.76	2.73	3.89
少数股东损益	0.20	0.20	0.32	0.48
归属母公司股东净利润	0.99	1.57	2.41	3.40
资产负债表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	9.33	4.51	5.84	7.63
应收和预付款项	19.18	30.47	35.58	41.45
存货	5.05	7.63	9.59	12.70
其他流动资产	4.42	3.69	4.78	6.25
长期股权投资	2.20	2.20	2.20	2.20
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	7.75	7.59	8.80	9.42
无形资产和开发支出	2.33	2.55	2.94	3.12
其他非流动资产	4.80	4.80	4.79	4.77
<b>资产总计</b>	55.06	63.45	74.52	87.56
短期借款	8.69	10.13	10.58	12.21
应付和预收款项	14.36	19.11	24.96	33.08
长期借款	2.49	5.83	5.83	5.83
其他负债	9.95	9.09	9.51	10.10
<b>负债合计</b>	35.49	44.16	50.88	61.23
股本	7.97	8.01	8.01	8.01
资本公积	2.53	2.53	4.94	4.94
留存收益	5.00	6.07	7.69	9.89
归属母公司股东权益	16.59	16.11	20.15	22.35
少数股东权益	2.98	3.18	3.50	3.98
<b>股东权益合计</b>	19.57	19.29	23.64	26.33
负债和股东权益合计	55.06	63.45	74.52	87.56

现金流量表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1.19	1.76	2.73	3.89
折旧与摊销	0.33	0.41	0.53	0.59
财务费用	0.70	0.73	0.87	0.96
资产减值损失	-0.04	0.23	0.00	0.00
经营营运资本变动	-4.00	-9.83	-1.88	-1.74
其他	-0.86	-0.18	0.00	-0.01
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-2.66</b>	<b>-6.87</b>	<b>2.24</b>	<b>3.69</b>
资本支出	-2.68	-0.45	-2.12	-1.37
其他	0.61	0.05	0.00	0.00
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2.07</b>	<b>-0.40</b>	<b>-2.12</b>	<b>-1.37</b>
短期借款	-0.83	1.44	0.45	1.63
长期借款	1.75	3.34	0.00	0.00
股权融资	0.18	0.04	2.41	0.00
支付股利	-0.79	-0.49	-0.78	-1.20
其他	5.23	-1.87	-0.87	-0.96
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>5.54</b>	<b>2.45</b>	<b>1.21</b>	<b>-0.53</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>0.80</b>	<b>-4.82</b>	<b>1.33</b>	<b>1.79</b>
财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
销售收入增长率	-6.84%	48.91%	29.53%	30.71%
营业利润增长率	-18.03%	43.08%	53.01%	41.68%
净利润增长率	-10.81%	47.79%	54.85%	42.44%
EBITDA 增长率	-5.30%	30.37%	42.95%	33.16%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.55%	24.77%	25.39%	25.54%
三费率	16.42%	15.44%	15.43%	14.78%
净利率	5.91%	5.86%	7.01%	7.64%
ROE	6.09%	9.14%	11.54%	14.76%
ROA	2.17%	2.78%	3.66%	4.44%
ROIC	9.58%	8.49%	9.55%	11.50%
EBITDA/销售收入	13.29%	11.63%	12.84%	13.08%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.51	0.56	0.63
固定资产周转率	5.11	5.02	4.75	5.58
应收账款周转率	1.50	1.37	1.34	1.52
存货周转率	3.07	3.54	3.34	3.38
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.62%	—	—	—
<b>资本结构</b>				
资产负债率	64.46%	69.60%	68.27%	69.93%
带息债务/总负债	45.03%	48.54%	43.01%	38.41%
流动比率	1.46	1.48	1.47	1.41
速动比率	1.27	1.23	1.21	1.14
股利支付率	79.74%	31.52%	32.55%	35.37%
<b>每股指标</b>				
每股收益	0.12	0.20	0.30	0.42
每股净资产	2.45	2.41	2.95	3.29
每股经营现金	-0.33	-0.86	0.28	0.46
每股股利	0.10	0.06	0.10	0.15

数据来源: Wind, 中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所农林牧渔行业首席分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。