

秋田微 (300939.SZ)

2022年09月03日

传统业务奠定业绩基石，新业务打开想象空间
——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
刘翔（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

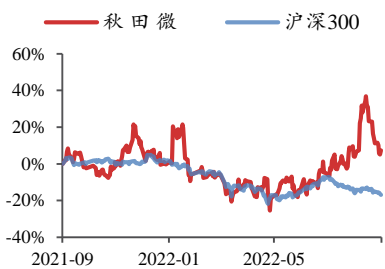
证书编号：S0790520070002

曹旭辰（分析师）

caoxuchen@kysec.cn

证书编号：S0790522070004

日期	2022/9/2
当前股价(元)	35.26
一年最高最低(元)	65.89/26.13
总市值(亿元)	42.31
流通市值(亿元)	23.23
总股本(亿股)	1.20
流通股本(亿股)	0.66
近3个月换手率(%)	329.1

股价走势图


数据来源：聚源

● 业绩呈现稳步提升，高端化发展持续推进

秋田微专注于液晶显示及触控产品，包括单色液晶显示器、单色液晶显示模组、彩色液晶显示模组及电容式触摸屏等，已与海兴电力、德赛西威、惠普、西门子、比亚迪、施耐德等众多国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系。考虑到下游需求整体偏淡，且电子纸和液晶光阀业绩存在不确定性，我们预计公司2022-2024年归母净利润为1.27/1.44/1.64亿元，对应EPS为1.06/1.20/1.36元，当前股价对应PE为33.3/29.3/25.8倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 2022H1 彩色液晶显示模组和电容式触摸屏仍实现稳步增长

2022H1 彩色液晶显示模组营收增速为15.98%，电容式触摸屏营收增速为33.80%，体现出较强的业绩韧性。针对彩色液晶显示模组，公司的Mini LED背光显示具有高对比度、厚度接近OLED、低功耗的优势，可有效解决OLED在车载和智能家居市场所面临的寿命周期较短的问题。针对电容式触摸屏，公司的Touch Plus手势触显模组可有效避免交互过程中人体与触摸屏表面直接接触，可广泛应用于例如医院、银行、餐厅等公共场所的自助设备、查询设备等。

● 电子纸产品即将落地，液晶光阀深度受益汽车智能化时代

在电子纸方面，公司的电子纸模组以中小尺寸产品研发为主要方向，可应用于价签、名牌、电子书等应用领域，计划2022年度完成可靠性测试和小批量试产。根据洛图科技数据，2021年全球电子纸市场规模为113亿元，预计2025年市场规模达到700亿元。在液晶光阀方面，公司积极在车载防眩光液晶光阀、汽车自动调光遮阳板液晶光阀、激光雷达液晶光阀等应用均有一定的技术积累。随着辅助驾驶功能逐步量产，激光雷达作为辅助驾驶系统的重要组成部分，其市场规模预计将迎来高速增长期，也将带动激光雷达液晶光阀的需求增长。

● 风险提示：新产品研发进度存在不确定性；下游景气度存在周期性波动；下游客户拓展速度存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	824	1,111	1,220	1,443	1,716
YOY(%)	2.8	34.9	9.8	18.2	18.9
归母净利润(百万元)	83	110	127	144	164
YOY(%)	-3.7	31.6	16.0	13.4	13.5
毛利率(%)	24.6	24.4	25.8	25.6	25.4
净利率(%)	10.1	9.9	10.4	10.0	9.5
ROE(%)	20.3	9.3	10.1	10.6	11.0
EPS(摊薄/元)	0.69	0.91	1.06	1.20	1.36
P/E(倍)	50.8	38.6	33.3	29.3	25.8
P/B(倍)	10.3	3.6	3.4	3.1	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、	业绩呈现稳步提升，高端化发展持续推进.....	4
1.1、	产品丰富度持续提升，成功导入行业头部客户.....	4
1.2、	营收呈现较强韧性，高端产品占比快速提升.....	5
2、	传统业务奠定业绩基石.....	6
2.1、	单色液晶显示屏及模组是“现金牛”业务.....	6
2.2、	彩色液晶显示模组和电容式触控屏贡献业绩增量.....	8
3、	新业务打开想象空间.....	9
3.1、	电子纸市场空间广阔.....	9
3.2、	液晶光阀深度受益汽车智能化发展.....	11
4、	盈利预测与投资建议.....	12
4.1、	关键假设.....	12
4.2、	盈利预测与估值.....	12
5、	风险提示.....	13
附：	财务预测摘要.....	14

图表目录

图 1：	公司产品丰富度持续提升.....	4
图 2：	股权结构较为集中.....	4
图 3：	下游需求疲软使得 2022H1 营收增速放缓.....	5
图 4：	2022H1 汇兑收益使得归母净利润大幅提升.....	5
图 5：	2020-2022H1 电容式触摸屏营收占比持续提升.....	6
图 6：	2016-2021H1 单色液晶显示模组毛利率持续提升.....	6
图 7：	单色液晶显示器可用于汽车仪表盘.....	7
图 8：	单色液晶显示器由偏光片、玻璃基板、液晶构成.....	7
图 9：	单色液晶显示模组是对显示器的进一步组装.....	7
图 10：	单色液晶显示模组由显示屏、背光源等构成.....	7
图 11：	图形是单色液晶显示屏制造流程中最重要工序.....	7
图 12：	单色液晶显示模组的制造流程主要是组装工序.....	7
图 13：	两类单色产品销量均保持相对稳定（万片）.....	8
图 14：	两类单色产品价差在缩小（元/片）.....	8
图 15：	彩色液晶显示模组有更丰富的色彩效果.....	8
图 16：	彩色液晶显示模组的核心是 TFT 屏.....	8
图 17：	电容式触摸屏用于触控识别领域.....	9
图 18：	传感器是电容式触摸屏中最核心的部件.....	9
图 19：	2017-2020H1 彩色液晶显示模组价格呈下行趋势.....	9
图 20：	2017-2020H1 电容式触摸屏价格呈上行趋势.....	9
图 21：	电子纸由电子纸膜片、TFT 玻璃底板、驱动芯片、柔性电路板等组件构成.....	10
图 22：	电子纸膜片采用黑白粒子进行图像绘制.....	10
图 23：	增多粒子种类可使得色彩更丰富.....	10
图 24：	四色电子即可实现较好的视觉效果.....	11
图 25：	2021-2025 年电子纸市场规模预将快速扩张.....	11

图 26: 液晶光阀可应用于摄像头模组	11
图 27: 通过电压对液晶光阀的工作状态进行控制.....	11
图 28: 不施加电压则光能透射出液晶盒	12
图 29: 施加电压则光不能透射出液晶盒	12
图 30: 中国辅助驾驶系统占比预将快速提升.....	12
图 31: 中国激光雷达市场规模预将快速提升.....	12
表 1: 内部培养和外部招聘并存	5
表 2: 传统业务形成四大研发团队	6
表 3: 可比上市公司估值情况: 2022 年秋田微估值低于行业平均水平	13

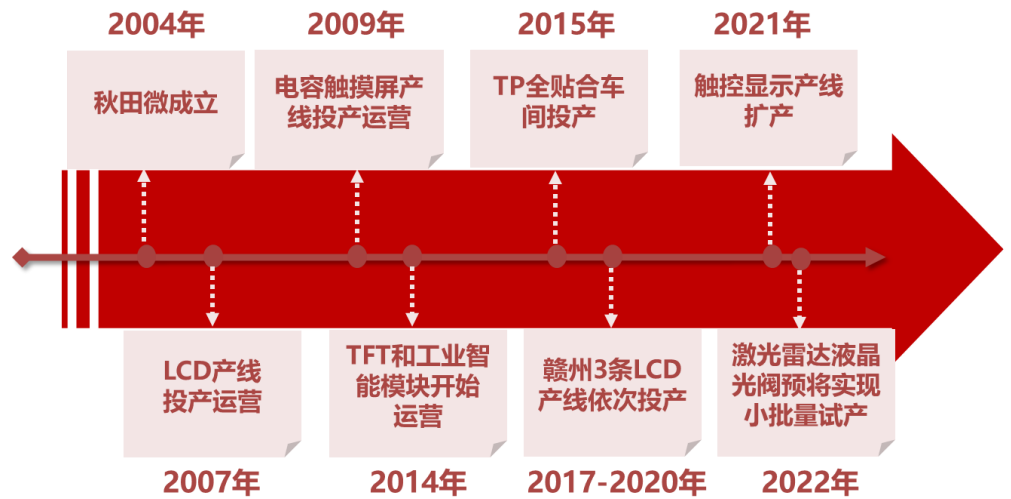
1、业绩呈现稳步提升，高端化发展持续推进

1.1、产品丰富度持续提升，成功导入行业头部客户

秋田微专注于液晶显示及触控产品的研发、设计、生产和销售，其产品包括单色液晶显示器、单色液晶显示模组、彩色液晶显示模组及电容式触摸屏等，已与海兴电力、慧为智能、德赛西威、欧姆龙、惠普、西门子、GE、比亚迪、施耐德等众多国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系。

从产品布局来看，公司发展主要分为两个阶段：(1) 2004-2009年：公司主要从事单色液晶显示屏和单色液晶显示模组业务。(2) 2010年至今：公司开始发展电容式触摸屏业务，并在原有的单色液晶显示模组业务基础上新增彩色液晶显示模组业务。

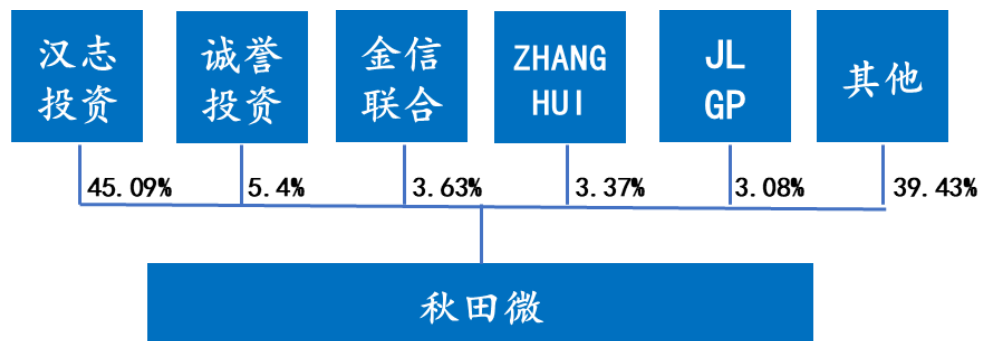
图1：公司产品丰富度持续提升



资料来源：秋田微官网、开源证券研究所

股权结构较为集中，董事长具有较强话语权。如图2所示，公司第一大股东为汉志投资，且汉志投资的实际控制人为秋田微董事长黄志毅，这意味着黄志毅间接持有秋田微45.09%股份、具有较强话语权。

图2：股权结构较为集中



资料来源：Wind、开源证券研究所

内部培养和外部招聘并存。如表 1 所示，在销售和研发人才的招聘方面，公司呈现出了内部培养和外部招聘并存的情况，其中，副总经理洪俊斌和张凤均来源于内部培养，分别负责研发和销售业务。由于公司是制造业企业，在专业构成方面，2021 年底技术人员占比为 9.69%；在员工学历构成方面，2021 年底本科及以上学历占比为 7.39%。

表1：内部培养和外部招聘并存

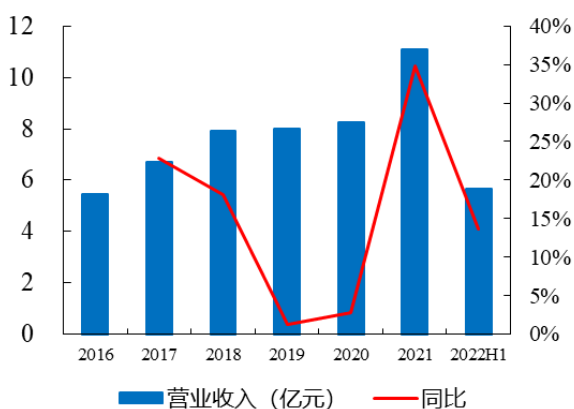
姓名	职务	背景
黄志毅	董事长	华北石油、康惠半导体、秋田视佳
陈嵘	总经理	电子部 55 所，飞利浦、恩智浦、新进半导体
王亚彬	副总经理、董秘	通华液晶、新辉开科技
张家菊	业务员	先技精工、Tescom
洪俊斌	副总经理	秋田微内部培养
张凤	副总经理	秋田微内部培养
王细昂	触控显示产品部总监	比亚迪、彩虹集团
周礼红	单色显示产品部经理	天马微、合力泰
王伟鹏	研发经理	晶英达光电、捷腾电子、依利安达

资料来源：秋田微招股说明书、开源证券研究所

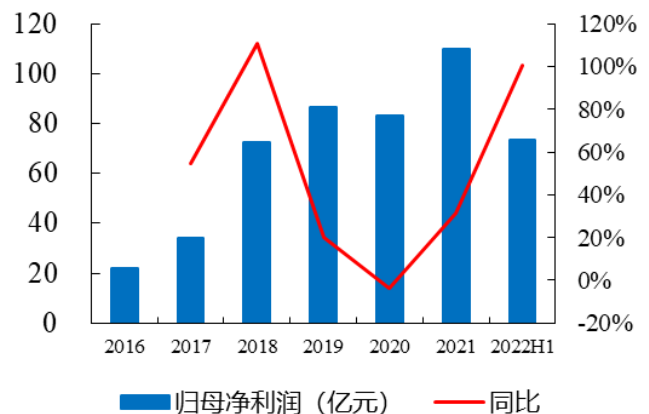
1.2、营收呈现较强韧性，高端产品占比快速提升

受益于海外需求旺盛，2022H1 营业收入仍保持稳健增长。在下游消费需求相对低迷的情况下，从产品来看，由于 2022H1 电容式触摸屏营收同比增长 33.80%，2022H1 公司营业收入同比增长 13.66%。从地区来看，2022H1 非中国大陆地区营业收入同比增速 31.39%，推动了公司整体营收的增长。

2022H1 汇兑收益使得归母净利润大幅提升。由于人民币升值影响，2022Q2 公司财务费用约为-0.2 亿元、同比下降 2298.93%，这使得 2022H1 公司归母净利润同比提升 100.21%、显著快于 2022H1 营收增速。

图3：下游需求疲软使得 2022H1 营收增速放缓


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022H1 汇兑收益使得归母净利润大幅提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

高端产品占比有所提升。随着公司高端产能的持续扩张以及产品应用领域的日益丰富，从 2016 年开始公司彩色液晶液晶显示模组和电容式触摸屏的合计营收占比持续提升，从 2016 年的 15.55% 提升至 2022H1 的 62.61%。其他业务收入主要为模具收入及材料销售收入，长期保持较低的营收占比。

2020-2022 年毛利率出现较大波动。由于疫情对公司产能利用率的冲击，2020 年各产品线毛利率均同比下滑。由于上游成本的快速上涨，2021 年彩色液晶显示模组和单色液晶显示屏毛利率均显著下降。随着上游成本的有效缓解，2022 年彩色液晶显示模组毛利率实现快速提升。

图5：2020-2022H1 电容式触摸屏营收占比持续提升

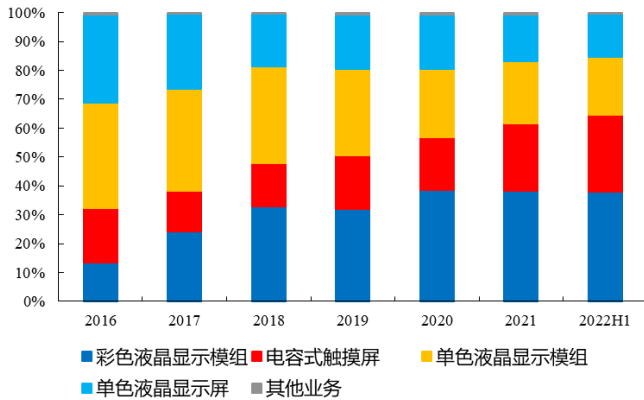
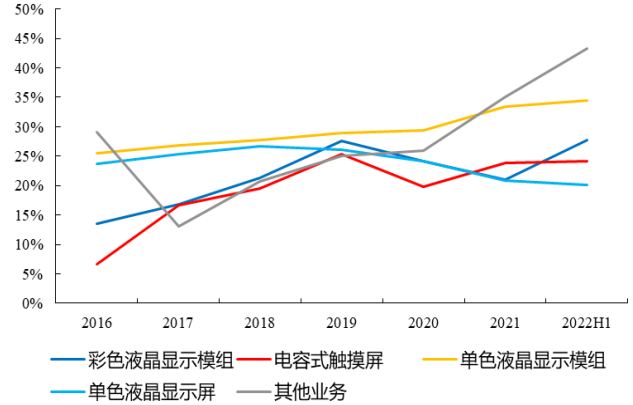


图6：2016-2021H1 单色液晶显示模组毛利率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、传统业务奠定业绩基石

2.1、单色液晶显示屏及模组是“现金牛”业务

为了持续推动四大产品的迭代，公司建立了单色显示、触控显示、光电开发和工业智能四个研发团队。具体而言，单色显示开发团队针对单色液晶显示模组和单色液晶显示屏两大产品线，触控显示开发团队针对彩色液晶显示模组和电容式触摸屏两大产品线，光电开发团队针对产品工艺和材料的研发，工业智能开发团队针对应用方案的开发。

表2：传统业务形成四大研发团队

研发团队	研发方向
单色显示开发	单色液晶显示器和模组的开发、验证、维护
触控显示开发	彩色液晶显示模组和电容式触摸屏的开发和研究
光电开发	液晶光电和显示技术的理论研究和技术创新
工业智能开发	机器视觉、生物识别、新能源充电桩、智慧农贸等智能软硬件的开发

资料来源：秋田微招股说明书、开源证券研究所

液晶显示器是利用液晶分子在外界电场发生变化时排列发生变化，继而可以透过或阻挡可见光的特性来实现显示功能。单色液晶显示屏通过驱动电场控制液晶分子透光或不透光来实现白色或黑色显示。

如图 8 所示，单色液晶显示器主要由上下两层偏光片、上下两层 ITO 玻璃基板以及玻璃基板之间的液晶三部分构成。

图7：单色液晶显示器可用于汽车仪表盘



资料来源：秋田微招股说明书

图8：单色液晶显示器由偏光片、玻璃基板、液晶构成



资料来源：秋田微招股说明书

液晶显示模组是将液晶显示屏和相关的芯片、驱动电路、背光源以及连接件等组件组装在一起，从而实现显示信号的输入端与显示信号的输出端对接。

如图 10 所示，根据结构差异，单色液晶显示模组主要有 COG、COB、COF 等结构，其中，COG 是将 IC 裸片固定于玻璃板上，COB 是将 IC 裸片固定于印刷电路板上，COF 是将 IC 裸片固定于柔性电路板上。

图9：单色液晶显示模组是对显示器的进一步组装



资料来源：秋田微招股说明书

图10：单色液晶显示模组由显示屏、背光源等构成

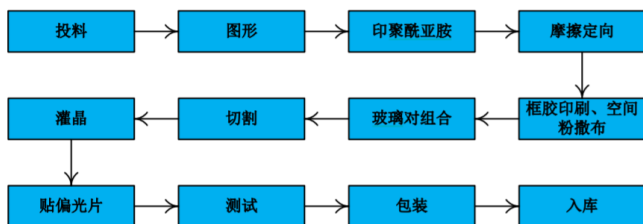


资料来源：秋田微招股说明书

如图 11 所示，单色液晶显示屏的制造流程主要由图形、摩擦定向、框胶印刷、切割、灌晶、贴偏光片等环节构成。

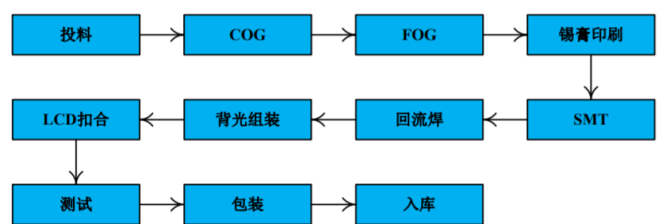
如图 12 所示，单色液晶显示模组的制造流程主要由 COG、FOG、SMT、背光组装等环节构成，且制造复杂度相对液晶显示屏更低。

图11：图形是单色液晶显示屏制造流程中最重要的工序



资料来源：秋田微招股说明书

图12：单色液晶显示模组的制造流程主要是组装工序

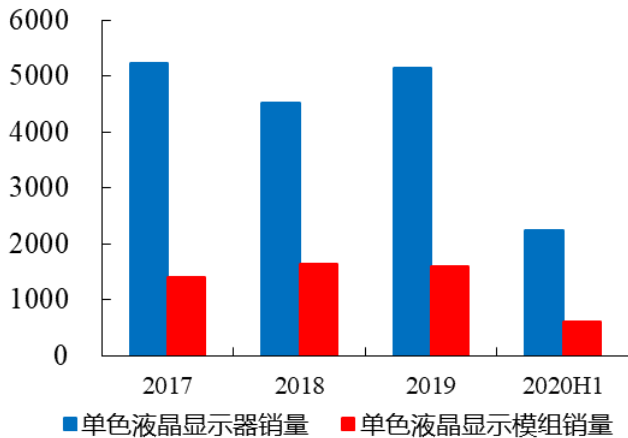


资料来源：秋田微招股说明书

如图 13 所示，我们注意到 2017-2020H1 公司的单色液晶显示器及模组的销量水平长期维持小幅震荡局面，这意味着该业务已经步入成熟期。

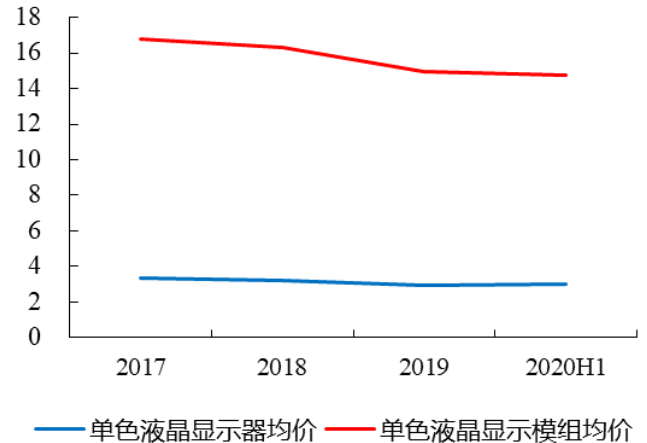
如图 14 所示，由于竞争格局的持续恶化，2017-2021H1 单色液晶显示器及模组的价格均呈现持续降低趋势，同时，我们注意到显示模组与显示器的均价差值在缩小，这意味着模组化的溢价在缩小。

图13: 两类单色产品销量均保持相对稳定(万片)



数据来源：秋田微招股说明书、开源证券研究所

图14: 两类单色产品价格差在缩小(元/片)



数据来源：秋田微招股说明书、开源证券研究所

2.2、彩色液晶显示模组和电容式触控屏贡献业绩增量

彩色液晶显示模组由偏光片、TFT 玻璃、背光源、集成芯片和柔性印刷电路板组成。彩色液晶显示产品的关键环节是 TFT 屏的生产，该环节所要求的技术难度及资金投入均很高，因此公司的 TFT 显示屏主要采用外采方式。

如图 16 所示，相较于单色液晶显示模组，彩色液晶显示模组的最大区别在于将 ITO 玻璃替换为 TFT 玻璃，其他结构差异相对有限。

图15: 彩色液晶显示模组有更丰富的色彩效果



资料来源：秋田微招股说明书

图16: 彩色液晶显示模组的核心是 TFT 屏



资料来源：秋田微招股说明书

可触摸屏由两层构成，上层是触摸屏用于实现触控功能，下层是显示屏用于实现图像显示。如图 17 所示，电容式触摸屏由保护盖板、光学胶、带有柔性印刷电路板和集成芯片的功能片组成。

图17: 电容式触摸屏用于触控识别领域



资料来源: 秋田微招股说明书

图18: 传感器是电容式触摸屏中最核心的部件

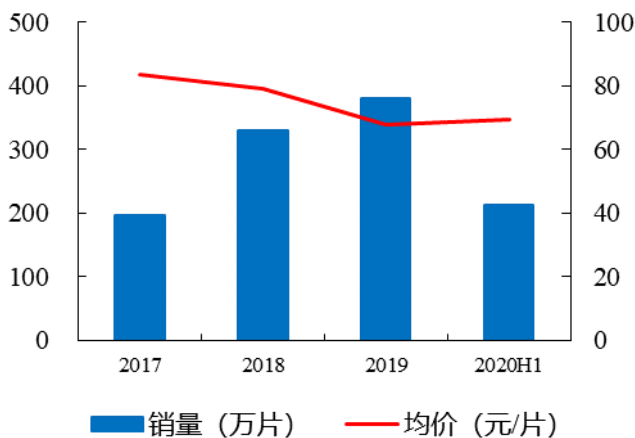


资料来源: 秋田微招股说明书

如图 19 所示, 2017-2020H1 公司的彩色液晶显示模组的销量呈逐步提升趋势, 但价格呈逐步下行趋势。

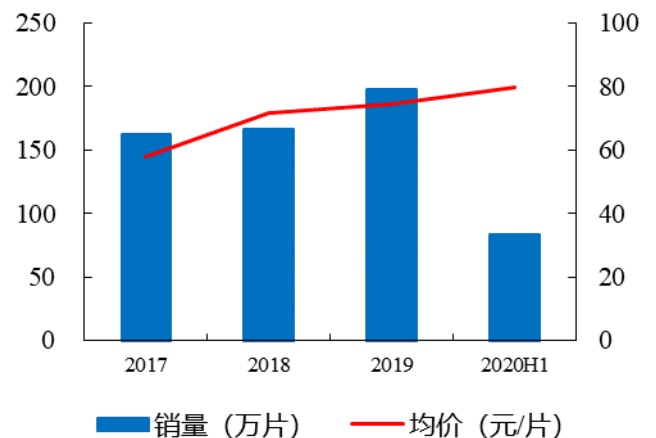
如图 20 所示, 2017-2021H1 电容式触摸屏呈现出量价齐升趋势, 表明电容式触摸屏市场处于持续扩张期。

图19: 2017-2020H1 彩色液晶显示模组价格呈下行趋势



数据来源: 秋田微招股说明书、开源证券研究所

图20: 2017-2020H1 电容式触摸屏价格呈上行趋势



数据来源: 秋田微招股说明书、开源证券研究所

3、新业务打开想象空间

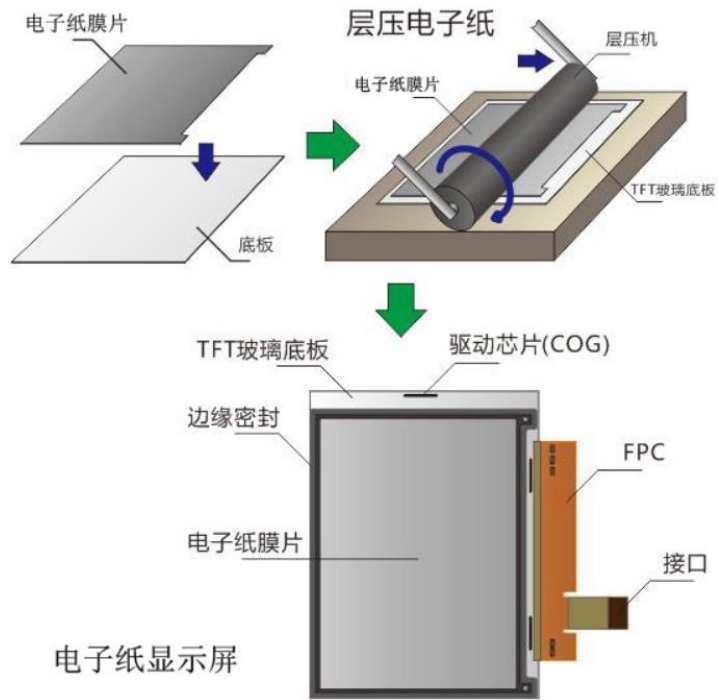
3.1、电子纸市场空间广阔

护眼、低功耗、可弯折是电子纸的三大优势。电子纸是一种新型平板显示技术, 具备反射自然光舒适护眼、断电显示的低能耗、可柔性制造等优点, 已广泛用于电子书阅读器、电子货架标签、看板等多个领域。

色彩单调、缺乏动态效果、功能单一是电子纸的三大缺点。由于显示技术的差异和对低功耗的追求, 电子纸具有在显示色彩上只能支持黑白两种颜色, 在效果渲染上无法支持动态格式、不能播放视频, 在功能丰富度上功能相对固定、不能安装 APP。

电子纸膜片是电子纸显示模组的核心材料。电子纸由电子纸膜片、TFT 玻璃底板、驱动芯片、柔性电路板等组件构成，其中，电子纸膜片负责显示人眼实际看到的图案，TFT 玻璃底板用于控制电子纸每个像素的黑白变化，驱动芯片用于控制 TFT 玻璃底板每个像素的工作时序和状态。

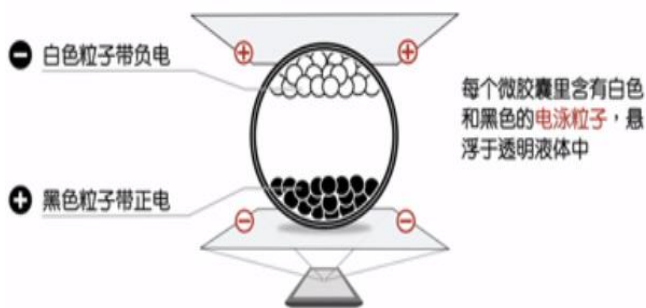
图21：电子纸由电子纸膜片、TFT 玻璃底板、驱动芯片、柔性电路板等组件构成



资料来源：大连佳显电子

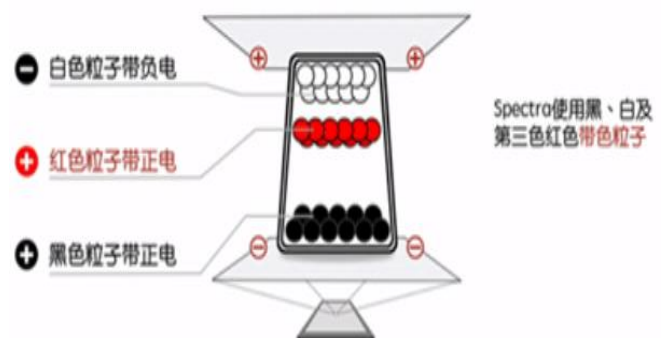
电子纸技术是一种“微胶囊电泳显示”技术，其原理是悬浮在液体中的带电纳米粒子受到电场作用而产生迁移。如图 22 所示，电子纸膜片是将电子墨水涂布在一层塑料薄膜上，电子墨水由数百万个微胶囊构成，且每个微胶囊含有电泳粒子（带负电荷的白色以及带正电荷的黑色粒子）。利用正负相吸的原理，当电场接通时，该区块对应的黑或白粒子会移动至微胶囊的顶端，使用者在该区块上就能看见白色或黑色。

图22：电子纸膜片采用黑白粒子进行图像绘制



资料来源：大连佳显电子

图23：增多粒子种类可使得色彩更丰富



资料来源：大连佳显电子

根据 2021 年年报所述，公司预计 2022 年电子纸业务进入小批量阶段。公司的电子纸模组以中小尺寸产品研发为主要方向，产品可应用于价签、名牌、电子书等应用领域，已实现从颜料粒子修饰、电泳液复配、胶囊合成、膜片涂布到电子纸模组加工的全链条自主研发，计划 2022 年度完成电子纸模组可靠性测试和小批量试产。

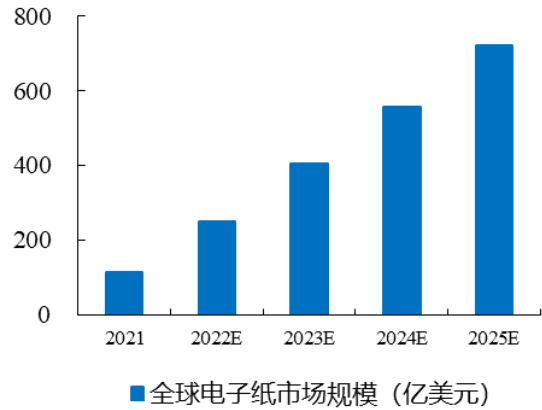
如图 24 所示，全彩色电子纸采用青色、黄色、洋红色和白色共四色粒子，可稳定输出 32 种色阶，具有较好的彩色图片显示效果。随着彩色电子纸技术的日益成熟以及黑白电子纸客户接受度的持续提升，洛图科技预计 2021-2025 年全球电子纸市场规模将迎来高速扩张期。

图24：四色电子即可实现较好的视觉效果



资料来源：《电泳式彩色电子纸及其发展探索》

图25：2021-2025 年电子纸市场规模预将快速扩张

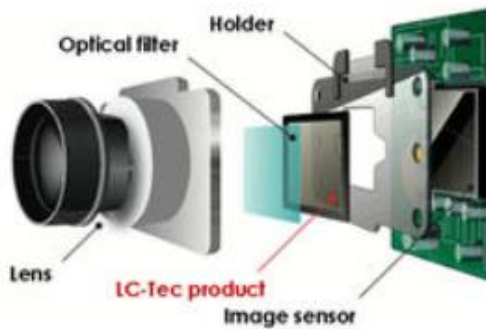


数据来源：洛图科技、开源证券研究所

3.2、液晶光阀深度受益汽车智能化发展

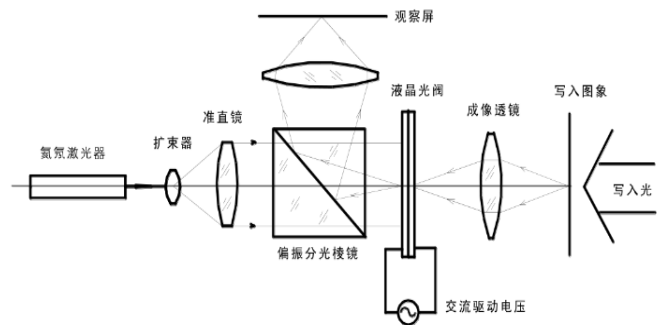
液晶光阀的作用是调节液晶分子的透光率。液晶显示是非自发光型显示器，显示画面的亮暗程度通过液晶分子的光阀来调节，即液晶分子改变了入射进来的外界光的透过率。液晶光阀是通过电压控制液晶分子的透光率来实现对光的相位延迟，其结构为：在两片平板玻璃中间填充液晶材料，并在玻璃片上镀上透明电极与校准层。

图26：液晶光阀可应用于摄像头模组



资料来源：中科微星

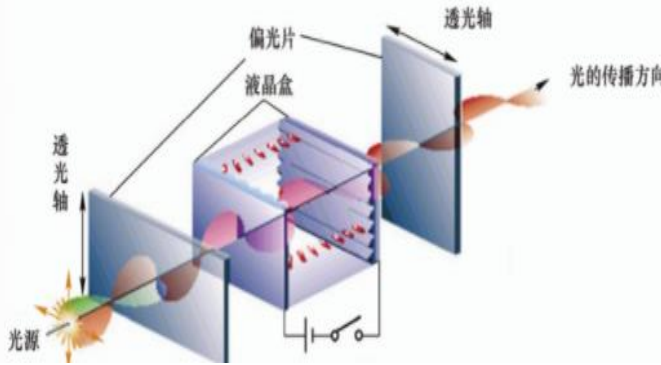
图27：通过电压对液晶光阀的工作状态进行控制



资料来源：《液晶光阀实验报告》

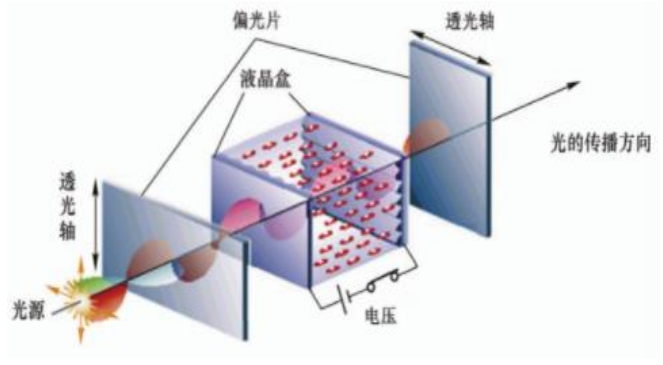
液晶光阀的作用原理为改变液晶分子长轴与偏光片的夹角以控制液晶光阀的透过率。如图 28 所示，当不施加电压、夹角为 45° 时，入射光能透射出液晶盒，这种模式被称为常白模式；当施加电压、夹角为 0° 时，入射光不能透射出液晶盒，这种模式被称为常黑模式。通过控制液晶光阀在常白与常黑模式之间切换，液晶光阀广泛应用于在 3D 显示、相机快门、激光应用、生物医疗、焊接面罩、自动化设备、显微镜等领域。

图28：不施加电压则光能透射出液晶盒



资料来源：《薄膜晶体管液晶显示器显示原理与设计》

图29：施加电压则光不能透射出液晶盒

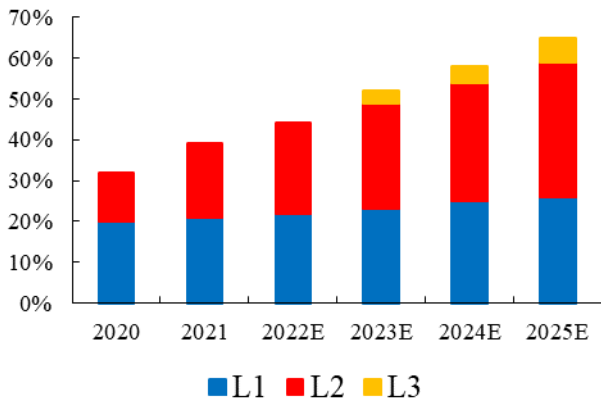


资料来源：《薄膜晶体管液晶显示器显示原理与设计》

公司积极推进液晶光阀研发，在快速响应液晶光阀、车载防眩光液晶光阀、汽车自动调光遮阳板液晶光阀、激光雷达液晶光阀等应用均有一定的技术积累。

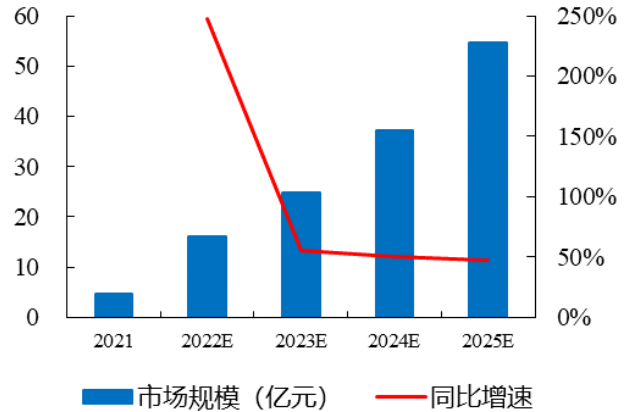
液晶光阀深度受益于汽车智能化发展。根据艾瑞咨询预测，随着辅助驾驶功能逐步量产，乘用车辅助驾驶系统预将成为行业标配，单项功能逐渐下沉至低端车型，同时高端车型上不断推出新功能。同时，激光雷达作为辅助驾驶系统的重要组成部分，其市场规模预将迎来高速增长期，也将带动激光雷达液晶光阀的需求增长。

图30：中国辅助驾驶系统占比预将快速提升



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图31：中国激光雷达市场规模预将快速提升



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 受益于 Mini LED 背光显示渗透率的逐步提升，预计 2022-2024 年彩色液晶显示模组将稳步发展。预计 2022/2023/2024 营收增速分别为 12%/20%/20%。

(2) 受益于 Touch Plus 手势触显模组需求的持续增长，预计 2022-2024 年电容式触控屏将保持快速发展。预计 2022/2023/2024 营收增速分别为 25%/30%/30%。

4.2、盈利预测与估值

秋田微专注于液晶显示及触控产品，其产品包括单色液晶显示器、单色液晶显示模组、彩色液晶显示模组及电容式触摸屏等，已与海兴电力、惠普、西门子、GE、比亚迪、施耐德等众多国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系。

考虑到下游需求整体偏淡，且电子纸和液晶光阀业绩存在不确定性，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.27/1.44/1.64 亿元，对应 EPS 为 1.06/1.20/1.36 元，当前股价对应 PE 为 33.3/29.3/25.8 倍。与行业可比公司相比，秋田微 2022 年估值水平低于行业平均水平，但 2023-2024 年估值水平高于行业平均水平，考虑到倘若 2023 年公司新品放量将推动公司营收加速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：可比上市公司估值情况：2022 年秋田微估值低于行业平均水平

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300691.SZ	联合光电	20.02	48.9	40.0	86.5	85.6	84.2	51.2	27.5	14.8
300400.SZ	劲拓股份	15.40	-34.8	80.1	16.7	14.9	69.5	26.0	22.2	19.4
300928.SZ	华安鑫创	50.65	-22.5	41.3	81.8	50.6	77.4	52.6	28.9	19.2
	行业平均							43.3	26.2	17.8
300939.SZ	秋田微	35.26	31.6	16.0	13.4	13.5	38.6	33.3	29.3	25.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（除秋田微外，盈利预测均来自于 Wind 一致预测，收盘价日期为 2022/9/1）

5、风险提示

新产品研发进度存在不确定性；

下游景气度存在周期性波动；

下游客户拓展速度存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	472	1271	1184	1301	1419	营业收入	824	1111	1220	1443	1716
现金	132	878	1011	1058	1173	营业成本	621	840	906	1073	1279
应收票据及应收账款	149	209	0	0	0	营业税金及附加	7	7	6	7	9
其他应收款	6	8	7	10	11	营业费用	24	35	40	48	57
预付账款	15	7	17	12	22	管理费用	46	68	63	75	89
存货	112	152	133	205	198	研发费用	39	50	57	68	81
其他流动资产	58	16	16	16	16	财务费用	10	2	-31	-34	-37
非流动资产	149	155	143	141	145	资产减值损失	-3	-9	-49	-58	-69
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	13	7	7	7	7
固定资产	88	122	117	121	128	公允价值变动收益	2	-3	0	-0	-0
无形资产	8	7	6	5	4	投资净收益	4	19	5	5	5
其他非流动资产	54	26	19	14	13	资产处置收益	0	-0	-1	-0	-0
资产总计	621	1426	1326	1442	1564	营业利润	93	121	141	160	181
流动负债	200	244	65	69	69	营业外收入	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	152	175	0	0	0	利润总额	93	122	141	160	182
其他流动负债	48	68	65	69	69	所得税	9	12	14	16	18
非流动负债	9	8	8	8	8	净利润	83	110	127	144	164
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	8	8	8	8	归属母公司净利润	83	110	127	144	164
负债合计	209	252	72	76	77	EBITDA	116	124	137	157	175
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.69	0.91	1.06	1.20	1.36
股本	60	80	120	120	120						
资本公积	151	825	785	785	785	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	200	270	371	480	593	成长能力					
归属母公司股东权益	411	1175	1254	1365	1488	营业收入(%)	2.8	34.9	9.8	18.2	18.9
负债和股东权益	621	1426	1326	1442	1564	营业利润(%)	-4.6	30.5	16.1	13.5	13.5
						归属于母公司净利润(%)	-3.7	31.6	16.0	13.4	13.5
						获利能力					
						毛利率(%)	24.6	24.4	25.8	25.6	25.4
						净利率(%)	10.1	9.9	10.4	10.0	9.5
						ROE(%)	20.3	9.3	10.1	10.6	11.0
						ROIC(%)	33.6	28.3	41.0	37.3	41.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33.7	17.6	5.5	5.3	4.9
						净负债比率(%)	-29.4	-73.9	-80.0	-77.0	-78.3
						流动比率	2.4	5.2	18.4	19.0	20.7
						速动比率	1.7	4.5	15.9	15.7	17.4
						营运能力					
						总资产周转率	1.4	1.1	0.9	1.0	1.1
						应收账款周转率	5.5	6.2	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	5.2	6.2	13.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.69	0.91	1.06	1.20	1.36
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.66	1.33	0.56	1.21
						每股净资产(最新摊薄)	3.43	9.79	10.45	11.38	12.40
						估值比率					
						P/E	50.8	38.6	33.3	29.3	25.8
						P/B	10.3	3.6	3.4	3.1	2.8
						EV/EBITDA	34.8	27.1	23.5	20.3	17.5

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	77	79	160	67	145
净利润	83	110	127	144	164
折旧摊销	28	28	24	27	26
财务费用	10	2	-31	-34	-37
投资损失	-4	-19	-5	-5	-5
营运资金变动	-41	-62	43	-66	-4
其他经营现金流	1	19	1	0	0
投资活动现金流	-75	31	-7	-21	-26
资本支出	31	38	12	25	31
长期投资	-50	50	0	0	0
其他投资现金流	6	19	4	5	5
筹资活动现金流	23	637	-20	1	-4
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	20	40	0	0
资本公积增加	0	674	-40	0	0
其他筹资现金流	23	-57	-20	1	-4
现金净增加额	15	742	132	47	115

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn