

华懋科技 (603306)

证券研究报告

2020年10月21日

安全气囊龙头，行业空间稳中有升

华懋科技是国内安全气囊布领域的龙头企业。公司成立于2002年，长期专注于汽车安全领域，2005年具备安全气囊布规模化生产能力，是国内较早实现安全气囊布规模商业化生产的企业之一，2014年在主板上市，主营安全气囊布和安全气囊袋。

车市低迷致业绩增长停滞，行业复苏有望带动业务恢复。2019年汽车行业下滑趋势加剧，2020年全行业亦受到疫情影响，公司20H1分别实现营收净利3.5亿、0.8亿元，同比下降19.6%、19.5%；但汽车购置需求于疫情过后有所恢复，Q2业绩增速转正，未来有望伴随行业复苏实现公司业绩回暖。

汽车类交通事故死亡人数/事故发生数的比例自2002年来增加较多，这说明交通事故的事后防护做的并不够，其中安全气囊是事后防护的重要的一环，安全气囊单独使用可以减少18%的死亡率，而与安全带配合使用时可以减少47%的死亡率。

单车安全气囊数逐步增加，行业空间稳中有升。随着人们安全意识的不断加强，单车配备安全气囊的个数也在不断增加。从最开始的单车只安装一个主驾安全气囊，到开始为副驾配置安全气囊。随着安全气囊的重要性日益凸显，如今六个安全气囊成为中高级车型标配，甚至很多车型安装了8个安全气囊。

公司客户优质，主流车企都有渗透。公司的收入主要来自于延锋百利得、奥托立夫、锦州锦恒等国内安全气囊总成厂商，也包括比亚迪这样的整车厂，以及上海惠太、吉丝特这样的安全气囊袋厂商。公司客户奥托立夫、延锋百利得、锦州锦恒等主要供应国内优质汽车生产商，如上海通用、上海大众、一汽大众、北京戴姆勒-克莱斯勒、吉利、江淮、奇瑞、菲亚特等。

投资建议：

我们预计公司20-22年的归母净利润分别为2.4亿、2.6亿和3.1亿，对应PE分别为26倍、24倍和20倍。给予公司22年24倍目标PE，对应目标价24.00元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：乘用车行业销量不及预期，单车安全气囊数提升不及预期，原材料价格波动影响，市场竞争加剧风险

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	20.48元
目标价格	24.00元

基本数据

A股总股本(百万股)	308.74
流通A股股本(百万股)	307.02
A股总市值(百万元)	6,323.00
流通A股市值(百万元)	6,287.76
每股净资产(元)	7.60
资产负债率(%)	8.01
一年内最高/最低(元)	21.19/11.25

作者

邓学 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	983.26	985.72	1,031.42	1,115.96	1,277.77
增长率(%)	(0.62)	0.25	4.64	8.20	14.50
EBITDA(百万元)	408.97	393.36	306.14	333.83	388.26
净利润(百万元)	276.44	236.79	238.78	261.47	307.92
增长率(%)	(0.58)	(14.34)	0.84	9.50	17.77
EPS(元/股)	0.90	0.77	0.77	0.85	1.00
市盈率(P/E)	22.62	26.40	26.18	23.91	20.30
市净率(P/B)	2.70	2.60	2.46	2.35	2.24
市销率(P/S)	6.36	6.34	6.06	5.60	4.89
EV/EBITDA	9.63	7.19	16.86	14.67	12.25

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 汽车安全气囊布龙头.....	4
1.1. 国内全气囊布领域龙头企业.....	4
1.2. 行业低迷致营收净利有所下滑.....	5
2. 安全气囊市场空间逐步增大.....	6
2.1. 汽车安全市场走向聚光灯下.....	6
2.2. 汽车安全气囊技术难度大，行业壁垒高.....	8
2.3. 政策推动产业增长.....	8
2.4. 单车安全气囊数逐步增加.....	9
3. 产业链地位稳固.....	11
3.1. 公司产业链上下游关系稳定.....	11
3.2. 销量下滑产生负规模效应，未来有望改善.....	12
4. 投资建议.....	13
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：公司主要产品工艺流程图（由原料丝到布或袋）.....	4
图 2：2015-2020H1 公司营收及增速.....	5
图 3：2015-2020H1 公司归母净利及增速.....	5
图 4：1996-2018 年汽车类事故概况（2004 年缺数据，为调整值）.....	6
图 5：2019 年发达市场及发展中国家汽车安全单车平均支出（美元）.....	7
图 6：汽车安全细分市场市场份额（单位：10 亿美元）.....	7
图 7：2015 年汽车安全市场呈现寡头垄断的状态.....	8
图 8：安全气囊工作原理.....	8
图 9：经济车型双气囊.....	9
图 10：中级车高配车型四气囊.....	9
图 11：中高级车型六气囊.....	10
图 12：豪华车型八气囊.....	10
图 13：发动机盖安全气囊.....	10
图 14：行人保护气囊.....	10
图 15：华懋科技在安全气囊产业链中的位置.....	11
图 16：2015-2020H1 公司安全气囊布销量及增速.....	12
图 17：2018 年以来管理费用率提高.....	12
图 18：2016 年以来毛利率下滑压力大.....	12

表 1：公司主营产品为安全气囊布和安全气囊袋.....	4
-----------------------------	---

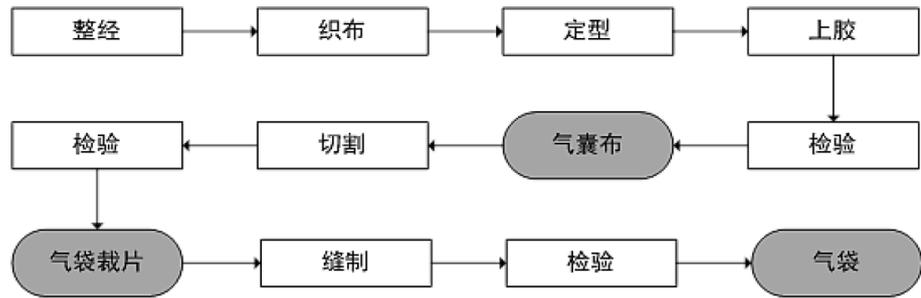
表 2: 安全气囊相关法规.....	9
表 3: 主要竞争对手.....	11
表 4: 收入预测拆分 (单位: 亿元).....	13
表 5: 可比公司 (截止 2020 年 10 月 21 日, 归母净利润为 Wind 一致预期).....	13

1. 汽车安全气囊布龙头

1.1. 国内全气囊布领域龙头企业

华懋科技是国内安全气囊布领域的龙头企业。公司成立于 2002 年，长期专注于汽车安全领域，2005 年具备安全气囊布规模化生产能力，是国内较早实现安全气囊布规模商业化生产的企业之一，2014 年在主板上市，主营安全气囊布和安全气囊袋。安全气囊布作为一种安全部件，需要具有精确的通气性、长期的稳定性，抗温、抗湿、抗老化，高强度、高延展、高弹性、高回复性，阻燃性和环保性等一系列严苛的性能要求，属于产业用纺织品领域里一项具有高技术含量的产品。竞争对手主要为日韩等跨国企业在国内设立的生产工厂，如丸井织物（南通）有限公司、江阴杜奥尔汽车用纺织品有限公司等。

图 1：公司主要产品工艺流程图（由原料丝到布或袋）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 1：公司主营产品为安全气囊布和安全气囊袋

类型	简介	图例
安全气囊布	强度高、阻燃性好、耐磨性强； 适用于 DAB、PAB、SAB、CAB、KAB 等各种类型的气囊	
安全气囊袋	采用国际先进的切割缝纫设备，目前可生产各类气囊产品。同时也是国内首家对 OPW 进行研究开发的生产商。	
安全带	可生产各种规格织带（欧标、美标和国标安全带、拉带）	
OPW	一次成型气囊袋，国内首家对 OPW 进行研究开发的生商，是全球仅有的几家 OPW 生产商之一。	
防弹布	自主开发出不同规格的防弹成衣及防弹头盔面料，包括软硬不同系列，产品已通过实弹测试认可。	
夹网布	强度高、抗拉、抗撕、环保； 广泛应用于大型户外用品、运动器材、汽车篷盖、灯箱广告、遮阳雨帆布、喷画夹网胶皮、水池布等。	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司下游客户主要为奥托立夫、延锋百利得、吉丝特、锦州锦恒、上海惠太等国内外安全气囊总成厂商。下游客户目前已进入国内外主流车型供应链体系，包括大众、通用、奥迪、沃尔沃、欧宝、克莱斯勒、别克、福特、马自达、荣威、比亚迪、长城、奇瑞、江淮、吉利等整车厂。

1.2. 行业低迷致营收净利有所下滑

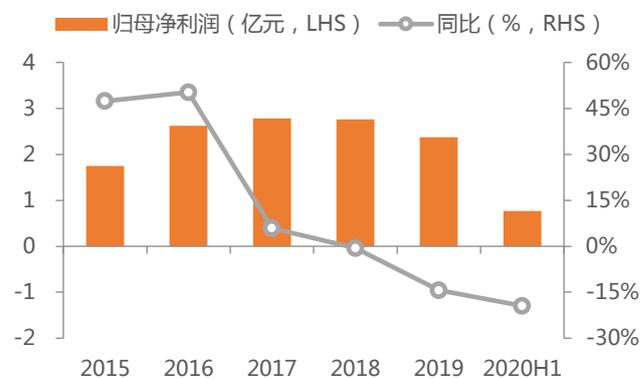
车市低迷致业绩下滑，行业复苏有望带动业务恢复。2015-2017年，公司营收及净利复合增长率分别为21%、26%，2017年分别达到9.9亿、2.8亿元的高位。2018年，受宏观经济及车辆购置税优惠政策退出等影响，中国汽车市场自1990年实现首次负增长，行业拖累公司营收净利同比均下降约0.6%，公司业绩首次出现负增长。2019年汽车行业下滑趋势加剧，2020年全行业亦受到疫情影响，公司20H1分别实现营收净利3.5亿、0.8亿元，同比下降19.6%、19.5%；但汽车购置需求于疫情过后有所恢复，Q2业绩增速转正，未来有望伴随行业复苏实现公司业绩回暖。

图 2：2015-2020H1 公司营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2015-2020H1 公司归母净利润及增速



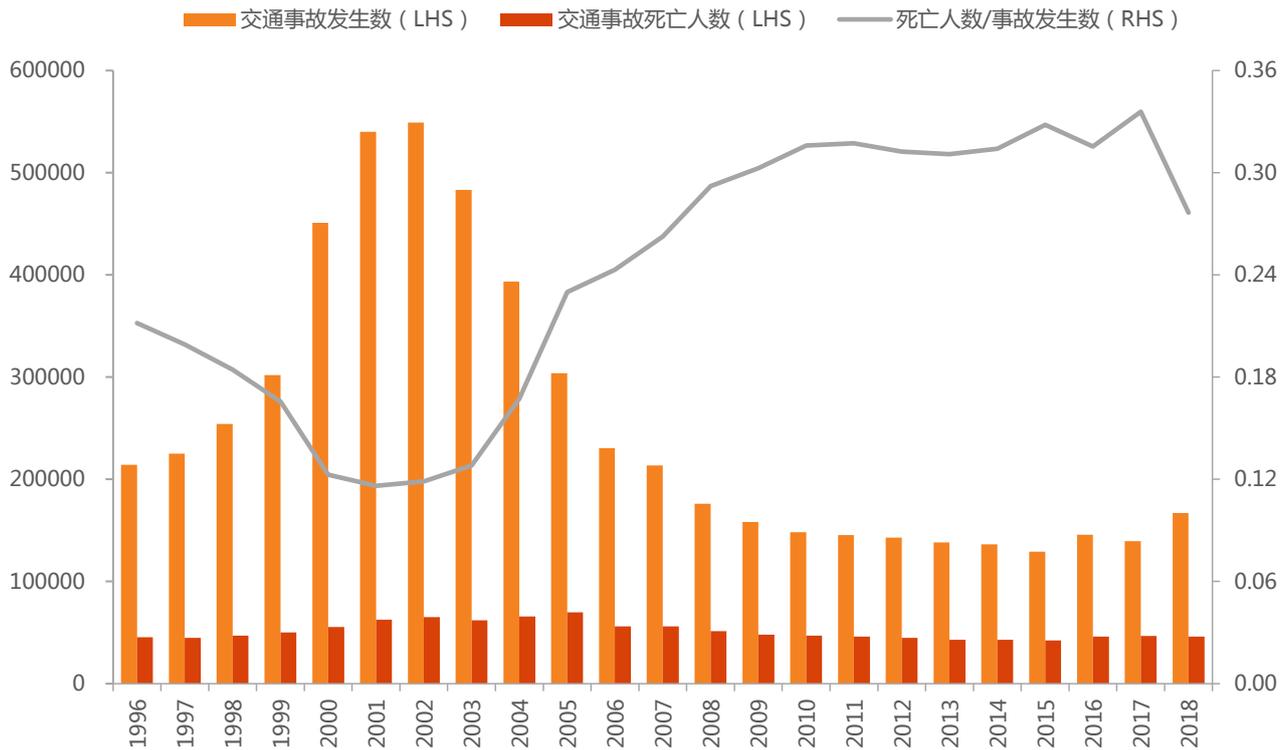
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 安全气囊市场空间逐步增大

2.1. 汽车安全市场走向聚光灯下

伴随我国乘用车数量的增加，交通安全问题已然成为突出的社会问题，成为社会各方关注的焦点。自 2002 年以来，随着交通法规的不断完善、人们交通意识的不断提高等原因，汽车类交通事故发生数和死亡人数整体上不断下降。但汽车类交通事故死亡人数/事故发生数的比例自 2002 年来增加较多，这说明交通事故的事后防护做的并不够，其中安全气囊是事后防护的重要的一环，安全气囊能够显著降低事故发生的死亡率。因此，安全气囊在汽车安全保护中仍然不可或缺。

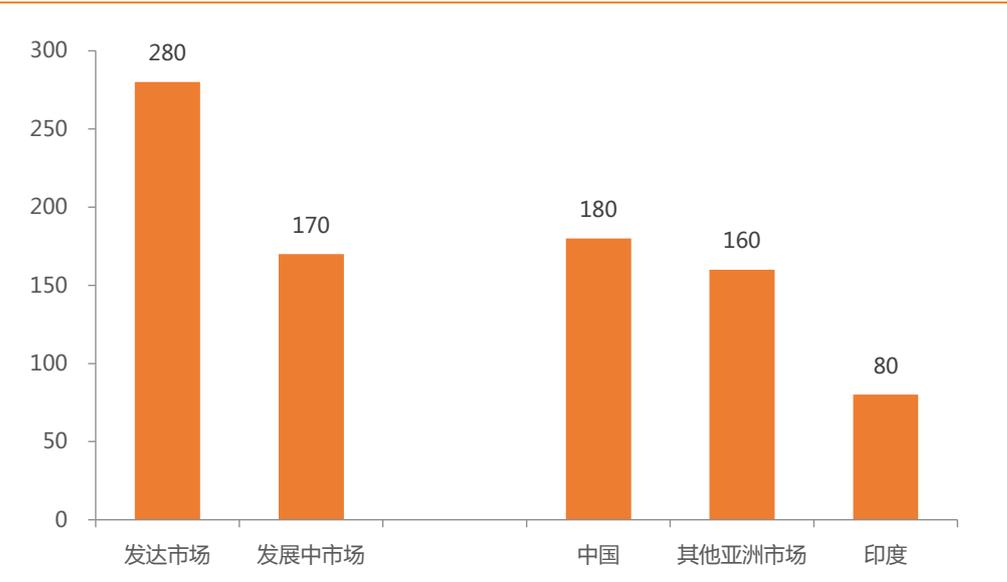
图 4：1996-2018 年汽车类事故概况（2004 年缺数据，为调整值）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

我国汽车安全市场规模稳定增长。全球不同地区汽车安全配置价值差异较大，根据 autoliv 的测算，发达市场平均水平为 280 美元/辆，发展中国家平均水平为 170 美元/辆，其中中国为 180 美元/辆，远低于发达国家水平，反映了我国汽车安全市场还存在较大的增长空间。

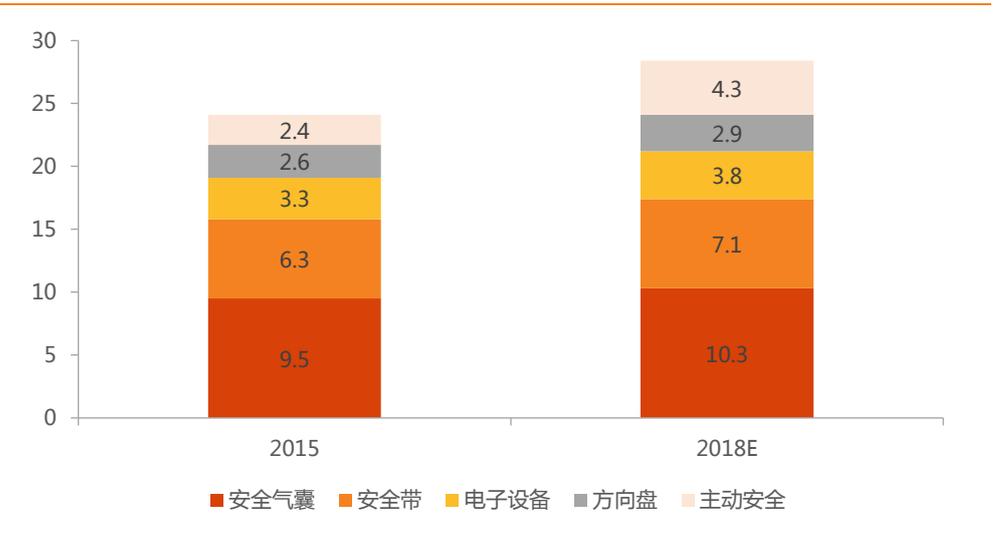
图 5：2019 年发达市场及发展中市场汽车安全单车平均支出（美元）



资料来源：奥托立夫年报，天风证券研究所

被动安全是发生交通事故时乘客和驾驶员最后的救命稻草，市场规模大。汽车安全系统通常分为两种：主动安全系统和被动安全系统。这两者的侧重点不同，前者的作用是预防交通事故的发生，包括 ABS 防抱死系统，智能驾驶等。后者则是在发生交通事故时保证车内人员的安全，包括安全带，安全气囊，行人保护等。

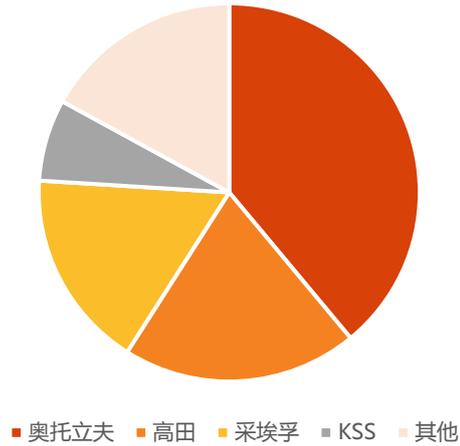
图 6：汽车安全细分市场份额（单位：10 亿美元）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

汽车安全行业壁垒高，四巨头垄断安全市场。由于汽车安全行业技术壁垒高，汽车对安全的稳定性要求极为苛刻，全球汽车安全市场份额较为集中，2015 年 CR4 为 83%，其中奥托立夫（瑞典）、高田（日本）、采埃孚（收购 TRW）、KSS（美国）市占率分别为 39%、20%、17%、7%，行业呈现寡头垄断的市场结构。

图 7：2015 年汽车安全市场呈现寡头垄断的状态

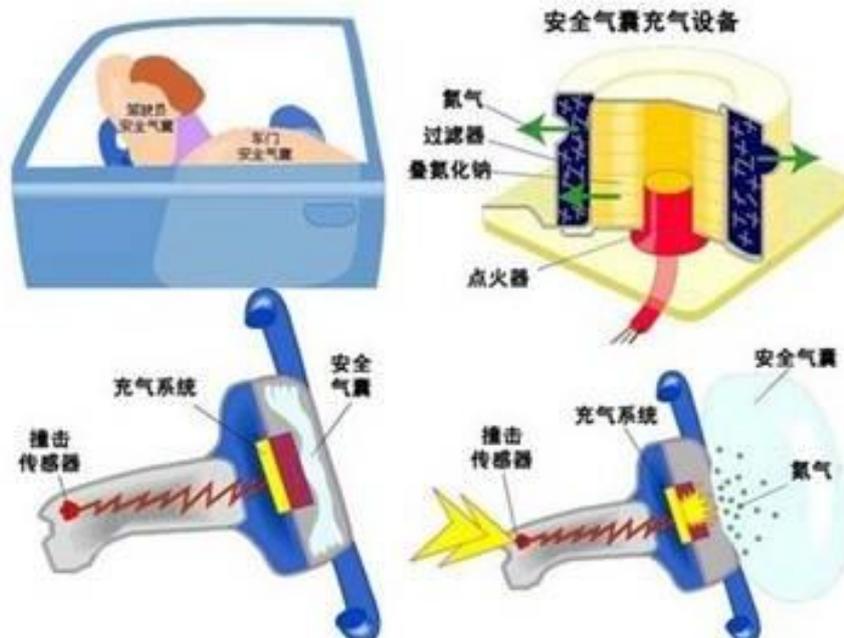


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.2. 汽车安全气囊技术难度大，行业壁垒高

安全气囊是一种能够有效保护司乘人员安全的被动保护装置，是汽车被动安全中一项技术含量很高的产品。测试表明，安全气囊在汽车被动安全性方面的作用非常明显，它能够在汽车碰撞时大大减轻乘员受到的伤害。安全气囊主要由碰撞传感器、控制模块（ECU）、气体发生器及气囊等组成。其单独使用可以减少 18% 的死亡率，而与安全带配合使用时可以减少 47% 的死亡率。安全气囊的保护效果已被人们普遍认识。

图 8：安全气囊工作原理



资料来源：盖世汽车，天风证券研究所

2.3. 政策推动产业增长

目前我国安全气囊市场依然处于普及应用的成长期。我国 1999 年 10 月发布的《关于正面碰撞乘员保护的设计规则》和 2006 年 7 月颁布的《汽车侧面碰撞的乘员保护》，都对我国汽车安全气囊产业的发展起到了积极的推动作用。国家一直以来都在积极鼓励各类车型提

高安全气囊的配置数量。

但值得注意的是，国内还并没有汽车安全气囊的强制性法规。（据中国产业信息网发布的报告，2013 年我国安全气囊的配备率为 62%，依然还有仅 40% 左右的车没有配备安全气囊，但在大多数国家都有强制安装的要求，早在上世纪 90 年代初美国通过一项联邦《综合地面运输及效率法案》，要求 1998 年 9 月 1 日起生产的乘用车和轻卡必须安装主驾驶和副驾驶的前安全气囊，而到了 2013 年，规定在美销售的所有车辆必须安装侧安全气囊。）我们认为强制安装安全气囊是大概率趋势，届时，国内安全气囊的市场将进一步扩大。

表 2：安全气囊相关法规

颁布时间	法规名称	内容
1999 年	《关于正面碰撞乘员保护的设计规则》	第一项汽车被动安全技术法规
2003 年	《乘用车正面碰撞的乘员保护》	实车正面碰撞试验内容列入汽车新产品强制性检验项目中
2006 年	《汽车侧面碰撞的乘员保护》	2006 年 7 月 1 日后上市的新车型必须要通过相应的侧面和后部碰撞测试才能给予申报审批

资料来源：机械工业局，国家质检局，天风证券研究所

2.4. 单车安全气囊数逐步增加

安全气囊可分为车内气囊和车外气囊。车内安全气囊包括**主驾气囊**，安装在方向盘上用于防止驾驶员二次碰撞。**副驾气囊**，安装在副驾驶员前方用于防止其二次碰撞。前、后座侧气囊，安装在靠窗一侧用于减小侧面撞击给司乘人员带来的伤害。**头部气囊**（又称作帘式气帘），安装在汽车顶部用于保护驾驶员头部。**膝部气囊**，用于减小撞击对司乘人员膝部带来的伤害。还包括安全带气囊、后座头部气囊等；车外安全气囊主要包括安全盖气囊和行人安全气囊。

图 9：经济车型双气囊



资料来源：网上车市，天风证券研究所

图 10：中级车高配车型四气囊



资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

图 11：中高级车型六气囊



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：豪华车型八气囊



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：发动机盖安全气囊



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：行人保护气囊



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

随着人们安全意识的不断加强，单车配备安全气囊的个数也在不断增加。从最开始的单车只安装一个主驾安全气囊，到开始为副驾配置安全气囊。随着安全气囊的重要性日益凸显，如今六个安全气囊成为中高级车型标配，甚至很多车型安装了 8 个安全气囊。

3. 产业链地位稳固

3.1. 公司产业链上下游关系稳定

与上游合作密切，供应集中但不完全依赖任一厂商。公司的原材料主要是安全气囊用丝锦纶 66，该产品的断裂伸长大、弹性好，但供应相对集中，能够专业生产该种工业丝且通过国内整车厂商认证的仅少数几家化学纤维企业，包括博列麦神马、德国 PHP、英威达、日本东丽等。公司与德国 PHP、博列麦神马、英威达均建立了良好合作关系，产品供应稳定。

公司客户优质，主流车企都有渗透。安全气囊的市场集中度高，目前，国内的市场份额主要被延锋百利得、奥托立夫、吉丝特等外资品牌把持，自主品牌方面主要为锦州锦恒、东方久乐。行业的现状使得公司的客户集中率较高，19 年前五名客户销售额 8.7 亿元，占年度销售总额 90%。公司的收入主要来自于延锋百利得、奥托立夫、锦州锦恒等国内安全气囊总成厂商，也包括比亚迪这样的整车厂，以及上海惠太、吉丝特这样的安全气囊袋厂商。

公司客户奥托立夫、延锋百利得、锦州锦恒等主要供应国内汽车生产商，如上海通用、上海大众、一汽大众、北京戴姆勒-克莱斯勒、南京菲亚特、江淮汽车、安徽奇瑞、浙江吉利等。公司的产品对主流的车企基本都有渗透。公司配套客户实力强劲，一方面降低了公司坏账的可能性，另一方面订单的持续性、毛利润水平有所保障。

图 15：华懋科技在安全气囊产业链中的位置



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司目前的主要竞争对手有日本东丽、日本帝人、日本东洋纺、韩国可隆、韩国杜奥尔、法国博舍工业集团等在华投资设立的实体。虽然市场竞争日益激烈，但公司通过加大市场开拓、开发高端产品等措施使得公司竞争力不断增强。

表 3：主要竞争对手

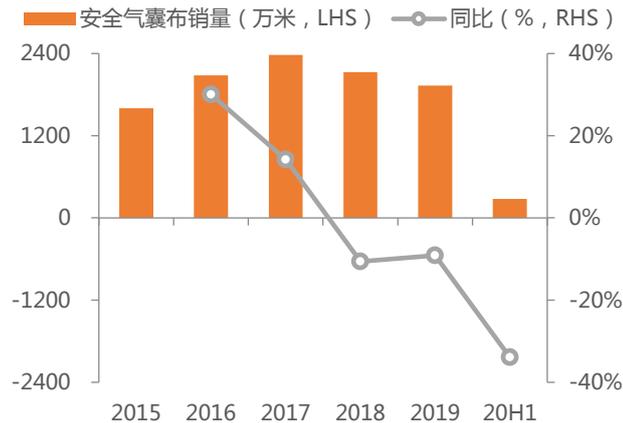
	简介
日本东丽	日本东丽是全球知名的以有机合成、高分子化学、生物化学为核心技术的高科技跨国企业，其在中国的下属企业业务覆盖水处理膜、复合材料、碳纤维技术、无纺布、安全气囊布等。
韩国晓星	韩国晓星是韩国知名的综合性商社，以化工、纤维、重工业、贸易等为核心产业，其在中国的下属企业吉丝特汽车安全部件（常熟）有限公司主要生产安全气囊布、安全气囊等。
韩国可隆	韩国可隆是韩国知名的化工材料生产企业，其在中国的下属企业可隆（南京）特种纺织品有限公司成立于 2002 年，主要生产和销售 HMLS 聚酯帘子布、SHT 尼龙帘子布及安全气囊布等。
法国博舍	法国博舍是全球知名的特种纺织布料制造商，其在中国的下属企业上海博舍纺织科技有限公司成立于 2006 年，主要生产安全气囊布等

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 销量下滑产生负规模效应，未来有望改善

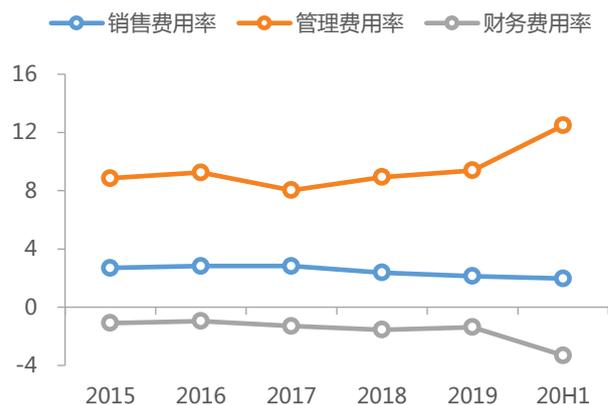
行业低迷致销量下滑，收入萎缩致管理费率提高。2018 年以来，受汽车行业下滑影响，公司被动安全系统部件（其中主要为安全气囊布）销量连续两年下滑，分别为 11%、9%；20H1 叠加疫情因素，安全气囊布销量 276 万米，同比下降 34%。销量下滑导致收入降低，负规模效应显现，2018、2019 年管理费用率同比分别提高 0.9 个、0.5 个百分点至 8.9%、9.4%，20H1 同比提高 1.6 个百分点至 12.5%。随着汽车行业的复苏，公司销量规模有望回升，带动业绩回暖。

图 16：2015-2020H1 公司安全气囊布销量及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

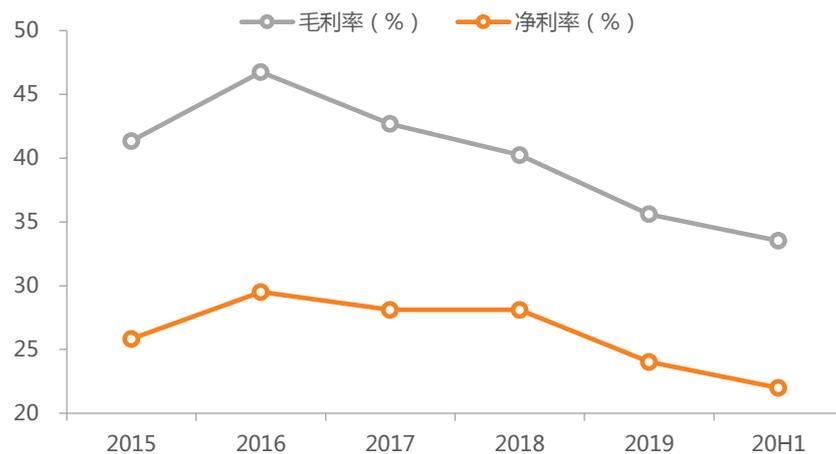
图 17：2018 年以来管理费用率提高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率近年下滑压力偏大，车市复苏有望带动毛利好转。公司 2016 年毛利率为 46.8%，此后先后受到锦纶长丝与涤纶长丝等原材料价格上涨，上游石油价格大幅上升，人工和折旧费用增加等影响，毛利率逐年下降，2019 年跌至 35.6%，20H1 为 33.5%。2020 年二季度开始，汽车行业市场逐步回暖，公司 Q2 毛利率同比提高 4.2 个百分点至 36.5%，未来随着行业的进一步复苏，毛利率有望逐步恢复。

图 18：2016 年以来毛利率下滑压力大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

预计随着乘用车行业复苏，安全气囊使用量逐步增长，公司的销量将回升，规模效应加上治理改善，带动公司毛利率提升，费用率降低。

表 4：收入预测拆分（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9.83	9.86	10.32	11.16	12.78
同比	-1%	0%	5%	8%	14%
被动安全系统部件	9.32	9.21	9.30	10.05	11.55
同比	-3%	-1%	1%	8%	15%
其他主营业务	0.34	0.5	0.85	0.94	1.03
同比	48%	47%	70%	10%	10%
其他业务	0.17	0.15	0.17	0.18	0.20
同比	70%	-12%	10%	10%	10%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 20-22 年的归母净利润分别为 2.4 亿、2.6 亿和 3.1 亿，对应 PE 分别为 26 倍、24 倍和 20 倍。选取均胜电子、精锻科技、旭升股份作为可比公司，22 年的平均 PE 为 24 倍。给予公司 22 年 24 倍目标 PE，对应目标价 24.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司（截止 2020 年 10 月 21 日，归母净利润为 Wind 一致预期）

证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			
		2020/10/20	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600699 均胜电子	274.67		4.83	12.52	15.31	56.8	21.9	17.9
300258 精锻科技	64.76		1.73	2.48	3.17	37.3	26.1	20.4
603305 旭升股份	180.16		3.11	4.14	5.41	57.9	43.5	33.3
平均值						51	31	24

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1、乘用车行业销量不及预期

乘用车行业目前处于复苏阶段，存在未来受宏观因素影响，乘用车行业再次进入下滑通道，影响安全气囊需求

2、单车安全气囊数提升不及预期

单车使用安全气囊数未来可能不继续上升，或者由于自动驾驶的普及，交通事故发生率大幅降低，安全气囊的需求减少

3、原材料价格波动影响

成本较大程度受原材料影响，若原材料价格大幅上升，或影响公司的毛利率

4、市场竞争加剧风险

竞争对手扩大产能，市场竞争可能加剧

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	500.49	1,243.91	852.58	1,124.27	1,266.26
应收票据及应收账款	348.02	336.43	457.87	311.33	569.40
预付账款	1.32	1.06	1.80	1.13	2.12
存货	125.48	109.99	129.20	133.40	156.82
其他	886.59	236.63	670.28	667.34	526.10
流动资产合计	1,861.90	1,928.02	2,111.73	2,237.47	2,520.71
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	518.93	670.11	654.90	633.89	594.82
在建工程	143.84	26.88	16.96	8.68	(18.41)
无形资产	38.85	37.25	35.34	33.44	31.53
其他	22.66	12.82	27.75	20.93	20.50
非流动资产合计	724.28	747.06	734.96	696.94	628.44
资产总计	2,586.17	2,675.08	2,846.68	2,934.40	3,149.14
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	118.50	118.29	157.60	126.83	190.26
其他	109.61	102.06	108.18	106.68	121.27
流动负债合计	228.12	220.35	265.78	233.51	311.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	38.84	50.42	36.77	42.01	43.07
非流动负债合计	38.84	50.42	36.77	42.01	43.07
负债合计	266.96	270.77	302.55	275.52	354.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	313.02	310.57	308.74	308.74	308.74
资本公积	1,065.72	1,049.94	1,049.94	1,049.94	1,049.94
留存收益	2,055.44	2,122.45	2,235.39	2,350.14	2,485.79
其他	(1,114.96)	(1,078.65)	(1,049.94)	(1,049.94)	(1,049.94)
股东权益合计	2,319.22	2,404.31	2,544.13	2,658.88	2,794.54
负债和股东权益总计	2,586.17	2,675.08	2,846.68	2,934.40	3,149.14

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	276.44	236.79	238.78	261.47	307.92
折旧摊销	67.08	80.36	28.42	28.71	28.71
财务费用	(0.92)	0.12	0.00	0.00	0.00
投资损失	(26.49)	(35.36)	(21.72)	(27.86)	(28.31)
营运资金变动	(375.42)	915.89	(558.20)	125.74	(61.72)
其它	405.58	(872.29)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	346.25	325.51	(312.72)	388.06	246.59
资本支出	220.50	101.41	15.03	(7.74)	(40.41)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(823.00)	490.55	5.31	38.09	108.08
投资活动现金流	(602.50)	591.96	20.34	30.35	67.67
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	31.19	15.76	26.89	0.00	0.00
其他	(132.27)	(189.71)	(125.84)	(146.72)	(172.27)
筹资活动现金流	(101.08)	(173.96)	(98.95)	(146.72)	(172.27)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(357.32)	743.51	(391.34)	271.69	142.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	983.26	985.72	1,031.42	1,115.96	1,277.77
营业成本	587.61	634.84	660.59	706.84	797.36
营业税金及附加	9.39	8.69	9.66	10.31	11.68
营业费用	23.43	20.99	20.83	24.30	26.95
管理费用	46.98	48.08	43.32	51.54	58.33
研发费用	40.83	44.48	41.36	47.15	54.29
财务费用	(15.22)	(13.46)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.43	(4.43)	(0.35)	(1.45)	(2.08)
公允价值变动收益	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.49	35.36	21.72	27.86	28.31
其他	(58.97)	(66.31)	(43.45)	(55.72)	(56.63)
营业利润	322.29	277.42	277.73	305.12	359.55
营业外收入	0.63	0.06	1.27	0.65	0.66
营业外支出	0.23	0.01	0.21	0.15	0.12
利润总额	322.69	277.47	278.79	305.63	360.09
所得税	46.25	40.68	40.02	44.16	52.17
净利润	276.44	236.79	238.78	261.47	307.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	276.44	236.79	238.78	261.47	307.92
每股收益(元)	0.90	0.77	0.77	0.85	1.00

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-0.62%	0.25%	4.64%	8.20%	14.50%
营业利润	0.46%	-13.92%	0.11%	9.87%	17.84%
归属于母公司净利润	-0.58%	-14.34%	0.84%	9.50%	17.77%
获利能力					
毛利率	40.24%	35.60%	35.95%	36.66%	37.60%
净利率	28.11%	24.02%	23.15%	23.43%	24.10%
ROE	11.92%	9.85%	9.39%	9.83%	11.02%
ROIC	20.69%	12.54%	25.37%	17.96%	23.59%
偿债能力					
资产负债率	10.32%	10.12%	10.63%	9.39%	11.26%
净负债率	-21.58%	-51.74%	-33.51%	-42.28%	-45.31%
流动比率	8.16	8.75	7.95	9.58	8.09
速动比率	7.61	8.25	7.46	9.01	7.59
营运能力					
应收账款周转率	2.60	2.88	2.60	2.90	2.90
存货周转率	8.77	8.37	8.62	8.50	8.81
总资产周转率	0.39	0.37	0.37	0.39	0.42
每股指标(元)					
每股收益	0.90	0.77	0.77	0.85	1.00
每股经营现金流	1.12	1.05	-1.01	1.26	0.80
每股净资产	7.51	7.79	8.24	8.61	9.05
估值比率					
市盈率	22.62	26.40	26.18	23.91	20.30
市净率	2.70	2.60	2.46	2.35	2.24
EV/EBITDA	9.63	7.19	16.86	14.67	12.25
EV/EBIT	11.52	9.04	18.59	16.05	13.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com