

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

意华股份 (002897)
增持

通信

跟踪报告

(首次评级)

2020年02月12日

5G 叠加国产替代带来新机遇，外延扩张增添成长新动力

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513040001
 联系人：陈彤 0755-81981372 chentong@guosen.com.cn

事项：

本文对公司基本经营情况及最新进展进行点评。

评论：

■ 公司简介：国内通信连接器领先供应商，受益于 5G 建设需求

温州意华接插件股份有限公司成立于 1995 年 12 月，2017 年 9 月在 A 股中小板上市，二十多年专注深耕于连接器产品，已建立起以通讯连接器为核心，以消费电子连接器为重要构成，以汽车等其他连接器为延伸的战略发展布局。公司的下游客户包括华为、中兴、富士康、伟创力、和硕、亚旭、TCL、莫仕、Full Rise、Duratel、FCI 等国际著名企业，并建立长期合作伙伴关系。截至 2018 年底，公司员工总数为 4296 人。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

截止至 2019 年中报，陈献孟、方建斌、蒋友安、方建文为一致行动人，四人合计直接持有公司 9.28% 的股份，并通过意华集团间接控制上市公司 47.48% 的股份，合计控制上市公司 56.76% 的股份，为公司的实际控制人。四位一致行动人同时也为公司现任高管，陈献孟为公司董事长及董事，方建斌为公司副董事长及董事，蒋友安为公司总经理及董事，方建文为公司董事。

公司的主要产品为连接器及其组件，产品呈现客户定制化的多品种多批量的特点，且不同客户对同一类元件的性能、规格要求也有所差别。公司的产品主要包括网络类接插件（RJ11、RJ45 插头/插座，RJ45 集成变压器）、消费电子连接器（USB、HDMI、DP、卡座）、光电类连接器（SFP 系列产品）、电气电源连接器（接线端子、电源插座）、消费性电子连接线束、工业及汽车电子连接线束等配套产品。公司不断优化产品结构，2015 年建立光互连产品事业部，产品线向高速连接器和光互连产品延伸，产品的发展路径从最初的 RJ11 类连接器、普通 RJ45 类连接器、USB1.0、USB2.0，发展到现今的高速 RJ45 类连接器、SFP 系列连接器、USB 3.0、USB TYPE C、HDMI 及光互联产品。

- **高速连接器产品：**以 SFP、SFP+系列产品和高速 RJ45（带变压器和共模磁环）系列产品等为代表。SFP 系列光电连接器现阶段最高传输速度可达 100Gbps，具有多品种、小批量的特点，主要应用于 5G 基站和数据中心，不同速率的高速连接器在价格、生产工艺和研发壁垒上有较大差异。
- **RJ11 等传统低速连接器产品：**传输速率较低，技术含量低，主要用于固网终端，将受到无线连接产品的冲击。

图 2：公司产品类别

通讯连接器



RJ45、RJ11 插头
用于网络数据传输、电话线路数据传输



RJ45 网络变压器插座
用于交换机、路由器、电脑、打印机、以太网供电设备等



网络配线架
用于楼宇网络布线



网络变压器
安装在网卡的输入端附近，用于交换机、路由器、集线器、电脑、打印机、以太网供电设备等



网络模块 RJ_Cat5e、Cat6
用于网络布线终端连接，用于电脑连接、服务器、局域网网络，网络进线终端等



SFP、SAS
用于高端服务器、光纤通道和千兆/万兆以太网、网络设备、路由器、交换机、存储设备、媒体转换器或其他兼容设备

消费电子连接器



USB



HDMI



消费电子线束



IEEE 1394



Battery Conn



耳机插孔



Pogo Pin



FPC 连接器



天线隔离器



RF 连接器

汽车等其他连接器



汽车连接器



工业连接器



电源连接器

其他配件产品



插线端子



电源插座



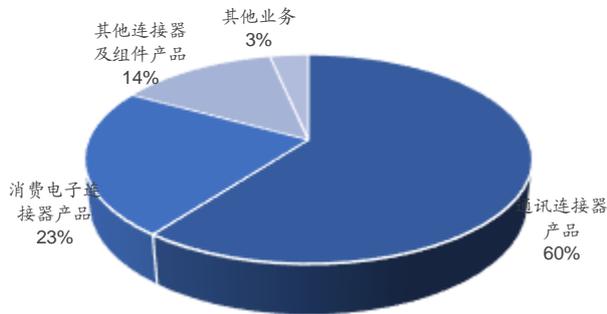
线材、配线组

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

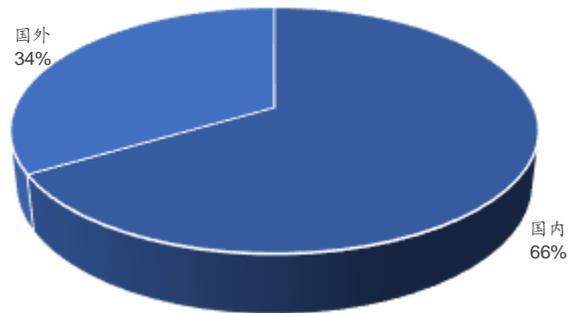
公司主要根据客户订单确定生产计划，少量非核心工序委托外包，其生产系统主要包括：

- 1) 注塑工厂、冲制工厂、装配工厂及电镀事业部，分别负责一般连接器制造的各个工艺流程；
- 2) 高速连接器事业部和插头工厂，分别负责 SFP 类高速连接器和传统水晶头的生产；
- 3) 专案生产工厂，专门负责供给华为等大客户连接器产品的生产。

公司营收主要来自通讯和消费电子领域。根据 2018 年年报，公司营收结构中，通讯连接器收入占比 61%，消费电子连接器收入占比 23%，其他连接器及组件产品收入占比 14%，其他业务占比 3%；海外收入占比 32.4%。公司下游客户分散，2018 年公司前五大客户营收占比合计为 25.58%，第一大客户华为营收占比 11.30%，第二大客户营收占比 4.69%。

图 3：公司 2018 年营收结构（按业务分类）


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 2018 年营收结构（按地区分类）


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

上市后围绕连接器主业新设和收购多家子公司。公司上市前在东莞、苏州设立四家全资子公司，主要包括东莞正德、东莞泰康、东莞意兆、苏州意华。上市后公司新设了东莞意博、东莞意泰、苏州原野、美国意华、意华交通 5 家全资或控股子公司，收购了永乐电镀城有限公司，并对武汉意谷进行了增资，2019 年以现金收购意华新能源。

表 1：公司参控股子公司（截止至 2019 年中报）

	成立时间	直接持股比例	注册资本（万元）	员工人数	技术人员	产品
东莞市意兆电子科技有限公司	2007 年 5 月	100%	3000	600+	100+	通讯接插件：RJ11、RJ45、RJ45+Transformer、水晶头等产品
东莞市泰康电子科技有限公司	2005 年 4 月	100%	4000	500+	100+	HDMI 等连接器
东莞市正德连接器有限公司	2006 年 12 月	100%	500	400+	80+	USB 等连接器
苏州意华通讯接插件有限公司	2007 年 7 月	100%	4550.34	600+	50+	汽车连接器、电脑线束、网络 RJ45 集成变压器、SFP 高速连接器、适配器等精密连接器
意博电子科技(东莞)有限公司	2013 年 9 月	70%	10000	300+		充电器；电动工具电机控制器、电动汽车驱动电机控制器，家电控制器等精密注塑件及其配套的塑胶模具，usb 连接线及接头、巢湖充电器、二代体脂秤、飞利浦灯罩、华为读卡器、机顶盒、理发器外壳、路由器、汽车配件等
东莞市意泰智能制造科技有限公司	2018 年 9 月	70%	5000	800+	200+	
苏州远野汽车技术有限公司	2018 年 11 月	54%	5000			汽车电子连接器、汽车零部件等
武汉意谷光电科技有限公司	2017 年 9 月	87.50%	1000			光模块、光器件、光连接产品
湖南意华交通装备股份有限公司	2019 年 1 月	95%	1000			汽车配件、整车线束、连接器、轨道交通配件；散热器
意华接插件美国有限公司	2017 年 10 月	100%	343.74			主要负责销售、研发设计
乐清市永乐电镀城有限公司	2008 年 4 月	100%	300			塑料件、模具、面罩、口罩、金属件等

资料来源：WIND、公司公告、公司官网、国信证券经济研究所分析师整理

2019 年 11 月，公司支付现金收购意华新能源 100% 股权，进军新能源领域，带来成长新动能。意华新能源专注于太阳能光伏支架业务，核心产品为光伏跟踪支架。本次收购一方面为公司带来新的利润增长点，另一方面资金注入有利于进一步增强意华新能源的在人员、技术、销售渠道等方面的综合竞争力。2018 年意华新能源实现营收 6.55 亿元，实现净利润 3335.11 万元，此次收购业绩对赌为 2019 年实现净利润不低于 6500 万元，2019 年和 2020 年两年实现净利润合计不低于 14000 万元，2019 年、2020 年和 2021 年三个年度实现的净利润合计不低于 22500 万元。

■ 上市后加大新品研发投入，未来盈利将逐渐改善

2013-2018 年，公司营收从 8.71 亿元增长至 13.88 亿元，复合增速为 9.8%；归母净利润从 2017 年开始下滑。

2019 年前三季度公司销售规模平稳增长，加大新品研发投入。根据公司公告，2019 年前三季度实现营业收入 10.32 亿元，同比增长 3.67%，在经济形势不景气和中美贸易战的双重背景下，公司营业收入仍取得增长主要得益于具有较高毛利率的高端 5G 高速连接器、TYPE-C 和 RJ45+ 变压器、汽车连接器等实现一定幅度的增长；归母净利润 0.48 亿元，同比下降 23.08%；扣非归母净利润 0.4 亿元，同比下降 29.89%。净利润下滑主要因为 1、新设立子公司的亏损；2、加大

新产品投入，研发费用同比大幅提升；3、对外投资增加，导致银行贷款利息增加；4、人工成本同比持续增长。随着 5G 需求放量和前期投资带来的业绩增量，公司未来的盈利能力有望逐渐改善。

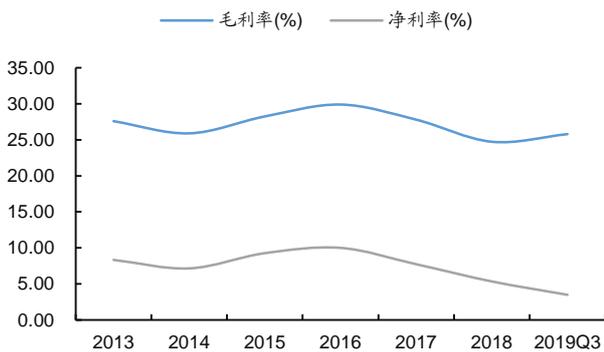
图 5: 公司 2013-2019Q3 营收及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

公司的毛利率和净利率保持相对稳定, 2018 年毛利率 24.74%, 净利率 5.34%。今年前三季度得益于公司产品结构优化, 毛利率有所上升。

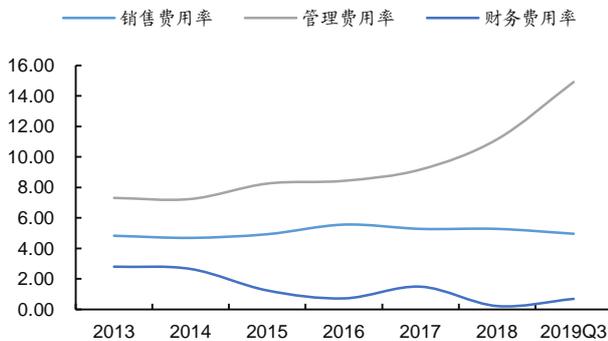
图 7: 公司 2013-2019Q3 毛利率及净利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

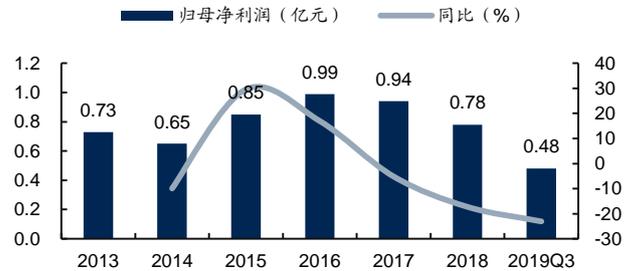
过去几年公司的销售费用率相对稳定, 财务费用率维持较低水平, 管理费用率持续攀升主要因为 2013 年至今公司研发费用率呈现持续上升态势, 尤其 2017 年上市后增长显著。

图 9: 公司 2013-2019Q3 三费率



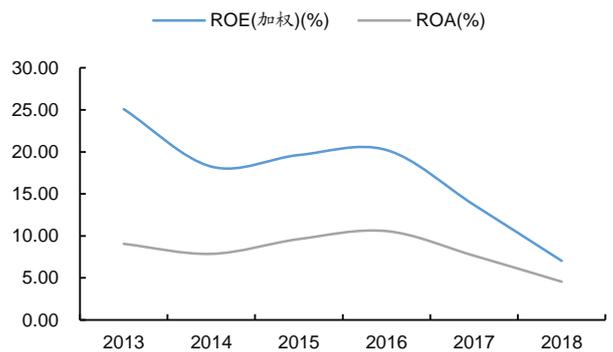
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司 2013-2019Q3 归母净利润及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 8: 公司 2013-2018 年 ROE (加权) 及 ROA



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 10: 公司 2013-2019Q3 研发支出及占营收比

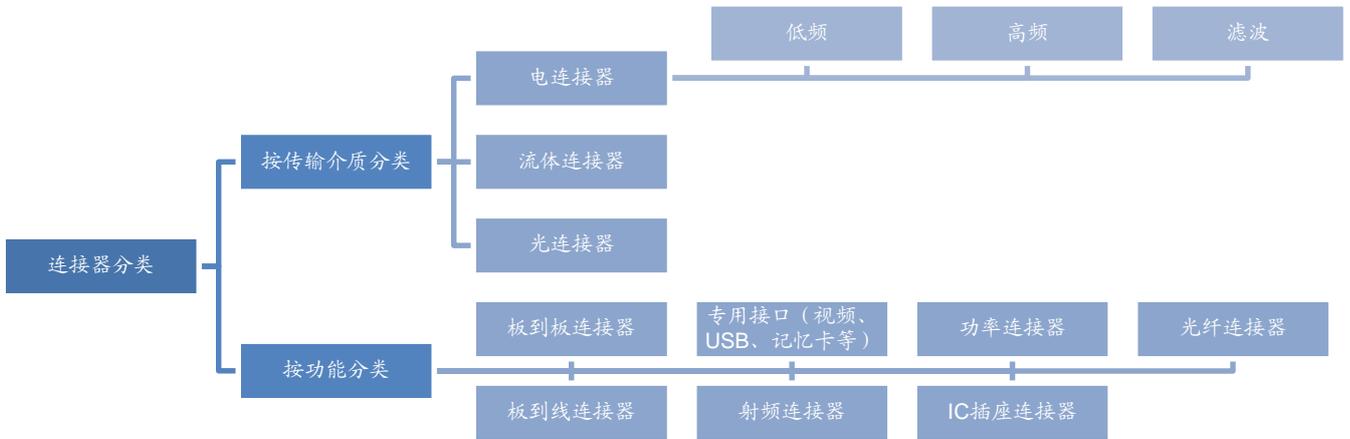


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

■ 连接器产业链分析：原材料成本占比高，通信行业是连接器的第二大应用领域

连接器是许多设备中电气连接或信号传输不可缺少的基础电子元件，凡需光电信号连接的地方都需要使用光电连接器，包括插座、插头及相关线材等零配件，已广泛应用于军工、通讯、汽车、消费电子、工业等领域。连接器种类繁多，按照传输的介质，连接器可以分为电连接器、光连接器和流体连接器，其中，电连接器按照传输的频率，又可分为低频连接器、高频连接器和滤波连接器；按照功能，连接器可以分为板到板连接器、板到线连接器、专用接口、射频连接器、功率连接器、IC 插座连接器和光纤连接器等。

图 11: 连接器分类

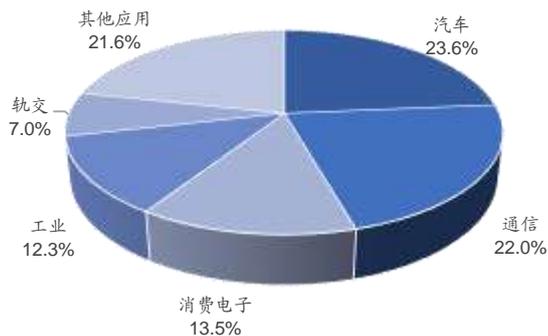


资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

连接器行业上游主要是制造连接器所需的各项原辅材料，包括金属材料、塑胶材料、电镀材料等，上游原材料价格波动对连接器生产成本造成较大影响。金属材料主要用于制造连接器端子（接触件），塑胶一般用于制作连接器产品的外壳，电镀材料较常使用镀金、镀锡、镀镍或镀银等。原材料在主营成本中占比 40%-70% 不等，根据台湾工研院的研究数据，上游材料成本占台湾连接器厂商的总生产成本的比重约为 49.6%。各企业间由于产品应用领域不同、种类不同、原材料类别、材料采购渠道不同等因素的影响，其成本结构存在一定的差异性。

连接器行业下游应用领域广泛，通信是核心应用领域之一。根据 Bishop&Associates 数据，2018 年汽车行业、通信行业依次是连接器行业前两大应用领域，市场规模分别为 157.6 亿美元和 146.7 亿美元，分别占比 23.6% 和 22%，接下来依次是消费电子（13.5%）、工业（12.3%）和轨道交通（7.0%），其他应用领域（21.6%）包括军工、医疗、仪器仪表等行业。

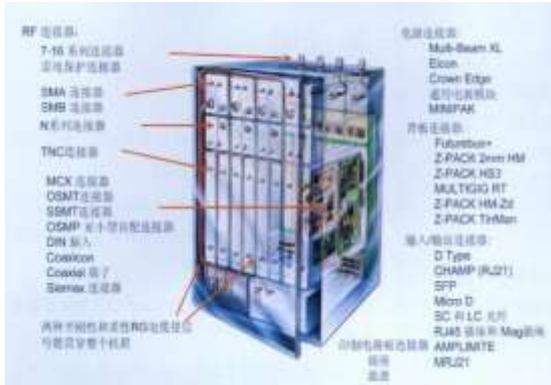
图 12: 连接器下游应用市场分布



资料来源：Bishop&Associate、国信证券经济研究所整理

连接器在通讯系统中主要应用于基站天线、BBU 等移动通信基站设备中和移动交换网络等，具体类型包括射频连接器、电源连接器、背板连接器、输入/输出连接器、印制电路板连接器等。

图 13: 典型的无线通信系统的基站内部互联



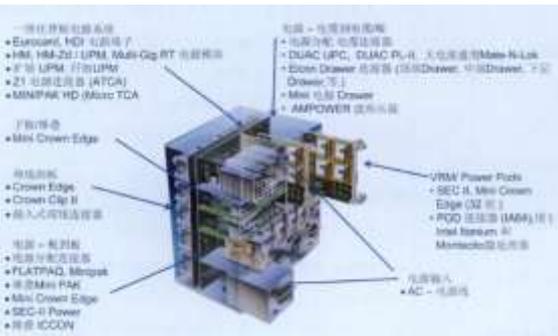
资料来源:《连接器在通信系统中的应用》, 国信证券经济研究所整理

图 14: 基站控制器、移动交换网络和网关节点之间的典型互联



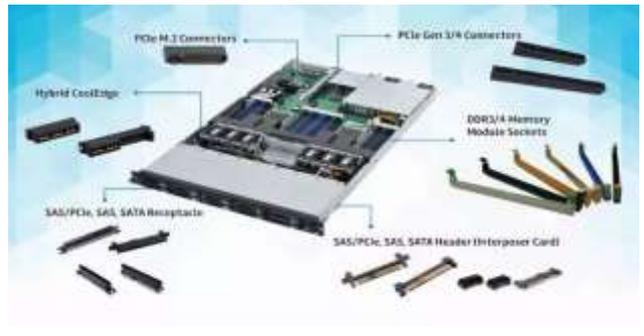
资料来源:《连接器在通信系统中的应用》, 国信证券经济研究所整理
注: 基站控制器 (BSC) 属于 2G 系统, 3G 系统里称 RNC, 4G 系统中取消 RNC, RNC 的功能被整合到基站中

图 15: 无线通信系统的电源连接器



资料来源:《连接器在通信系统中的应用》, 国信证券经济研究所整理

图 16: 安费诺高速服务器互连方案



资料来源: Amphenol ICC, 国信证券经济研究所整理

■ 连接器行业加速整合, 贸易摩擦叠加国产崛起促使产业向国内转移

近年来国际生产基地向中国集中, 目前中国已成为全球第一大连接器消费市场地区。根据 Bishop & Associate 的统计, 2018 年全球连接器市场规模达 667 亿美元, 同比增长 11%; 2018 年中国地区连接器市场规模为 209 亿美元, 同比增长 9.42%, 占据全球 31.4% 的市场份额。2003 年, 中国连接器市场规模仅为 36.03 亿美元, 占全球总市场的 12.50%。受益于下游应用产品更新迭代速度快和新兴产业的蓬勃发展, 信息化建设投入不断扩大, 2010 年到 2018 年, 我国连接器市场规模由 108.33 亿美元增长到 209 亿美元, 年复合增长率 8.56%, 高于全球同期符合增速 4.81%。

图 17: 全球&中国连接器行业市场规模及增长速度

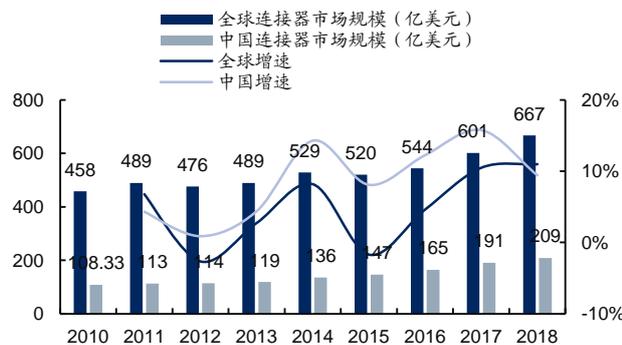
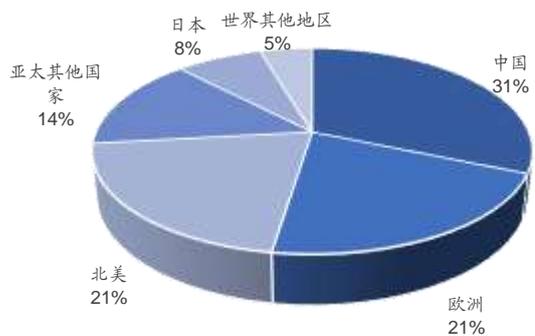


图 18: 2018 年世界连接器行业区域市场格局 (单位: %)



资料来源: Bishop&Associate, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Bishop&Associate, 国信证券经济研究所整理

全球行业巨头并购整合, 行业集中度逐渐提高。全球领先的十大厂商主要为美国、日本、中国台湾等国家或地区的厂商, 如泰科、安费诺、莫仕、鸿海集团、JST 等知名厂商。近年来连接器行业发展迅猛, 掀起并购热潮。行业三巨头泰科、安费诺和莫仕通过自身发展和不断的并购提高市场份额, 三巨头的市场份额之和从 1999 年的 29.4% 上升至 35.3%。根据插接世界网统计, 自 1985 年以来, 连接器行业已有 589 起并购, 从 1999 年到 2017 年, 安费诺收购了 49 家公司, 2018 年收购了三家公司。同期莫仕收购了 27 家, TE 收购了 25 家。此外, 行业内许多重要的连接器公司因为被收购或出售连接器业务而消失, 如 Augat、FCI、Robinson Nugent、Teradyne、Litton Industries 等。**国内连接器巨头亦加紧收购兼并**, 如立讯精密收购了美律电子、美特科技、协讯电子、丰岛电子等, 得润电子收购了美达 (Meta) 电器、柳州双飞、惠州升华等。

表 2: 2018 年全球电子连接器制造商前十企业

排名	公司名称	所在地区	公司简介
1	TE Connectivity (泰科)	美国	成立于 1941 年, 泰科全球将近 10 万名员工, 业务范围涉及消费类电子、电力和医疗、汽车、航空航天以及通讯网络等行业。产品包括连接器系统、继电器、光纤、电路保护设备、分布式天线系统、电线电缆、触摸屏、热缩套管、机架和配线架、网络电缆系统及海底电信系统。TE Connectivity 1989 年进入中国。
2	Amphenol (安费诺)	美国	创立于 1932 年, 1984 年进驻中国, 1991 年在纽约证交所上市。公司主要生产电力、电子和光纤连接器、同轴和扁平电缆以及提供各类互联系统。产品主要应用于无线通讯、程控交换机与信息处理、航空和军事、汽车工业、铁路和交通、工业测量与自动化等广泛的领域。
3	Molex Incorporated (莫仕)	美国	成立于 1938 年, 公司产品组合丰富, 涵盖汽车、工业 4.0、5G/数据中心以及医疗等行业。公司业务范围涉及电信、数据通信、计算机及其外围设备、汽车、网络布线、工业、消费品、医疗以及军用品市场。连接器超过十种以上, 其划分为三个产品部门: 商用产品部门、微型产品部门、集成产品部门。
4	Aptiv (原德尔福连接系统)	美国	2017 年 5 月, 德尔福的动力总成系统部门分拆出两家独立的公司“Aptiv (安波福)”和“德尔福科技”。其中, Aptiv 公司由原电子与安全电子/电气架构业务板块组成, 专注于汽车互连方案。该公司将聚焦于加速推动主动安全、自动驾驶、提升驾乘体验和互联服务等领域的商业化进程, 并提供为实现这些目标所需要的软件、先进的计算平台和网络架构等车辆的“大脑”和“神经”。
5	Foxconn (鸿海集团&富士康)	中国台湾	全球最大的代工企业, 产品几乎包含电子产品的各个领域, 主要涉及消费电子、通讯、电脑等多个行业。鸿海精密于 1988 年投资于中国大陆, 又被称为富士康科技集团。在集团当中只有 MIPBG 事业群, 主要从事电脑, 数位内容, 消费性电子产品所需的印刷电路板及移动电子设备连接器。NWING 事业群主要从事电脑、通讯、消费性电子、汽车电子等领域的连接器、精密线缆与线缆装配产品的研发与生产。
6	Yazaki (矢崎)	日本	成立于 1941 年, 主要生产汽车用电线组件、各种仪表、仪器、空调、太阳能供暖器, 汽车用电线组件的产品占世界市场 30%, 居全球同行业之首。
7	JAE (日本航空电子)	日本	成立于 1953 年, 是一家历史悠久的公司, 是日本军工业产品的首选供应商, 以高端、精密著称。
8	Luxshare (立讯精密)	中国广东	成立于 2004 年, 公司目前是 TYPE C 连接器领域的领导厂家之一, 其客户包括了目前市面上几乎所有主流的手机品牌厂家, 也是 USB TYPE C 连接器国际标准的主要贡献者之一。同时, 公司也是华为通信基站的连接器供应商。公司的主要客户是苹果, 微软, 华为三家, 公司是 Applewatch 的无线充电器的唯一供应商, 也是苹果手机闪电充电线的三家主力供应商之一。
9	JST (日本压着端子)	日本	1957 年, 公司创始人高桥悌二先生将“无焊连接通用端子”命名为“压着端子”由此开始了日本国内首批压着端子的生产, 压着端子的名称由此在日本连接器行业中普及开来。
10	Rosenberger (罗森伯格)	德国	Rosenberger 是国际顶端无线射频和光纤通信技术制造商。特别是在转接器和测试电缆组件上, Rosenberger 拥有频率覆盖 DC~110GHz, 各种同系列和不同系列端口的转接器。而其电缆组件, 具有各种接头和线缆可定制搭配, 工作频率覆盖 DC~110GHz 的特点。其主要产品包括射频连接器、射频微波接头&转接头、电缆及组件、电缆屏蔽测试仪等。

资料来源: 前瞻产业研究院、国信证券经济研究所分析师整理

贸易摩擦和国产连接器企业的崛起促进连接器产业向国内转移。国内连接器生产企业数量众多, 市场集中度低, 有 1000 多家, 其中外商投资企业约为 300 多家, 但大多数连接器厂商规模普遍较小, 技术水平处于低端, 少数规模较大的连接器企业则具有较强的综合竞争力, 如国内前五大连接器企业立讯精密、中航光电、长盈精密、得润电子、航天电器等。近几年国内的行业集中度也出现持续提升的趋势, 以上前五大企业的市场份额之和从 2010 年的 5.14% 提升至 2018 年的 42.77%。我国高端连接器以进口为主, 由于中美贸易摩擦背景下国内对美国进口相关产品加征关税, 其中包括两大连接器项目 (关税从 0 提升至 25%), 增厚了进口连接器的成本, 将进一步促进高端连接器的国产替代。

表 3：2019 年（第 32 届）中国电子元件百强企业名单中的连接器企业

总排名	企业名称	2018 年主营业务收入 (亿元)	主营的电子元件产品
2	立讯精密工业股份有限公司	358.50	连接器、电声器件
14	中航光电科技股份有限公司	78.16	连接器
20	深圳市长盈精密技术股份有限公司	85.88	连接器、电子结构件
21	深圳市得润电子股份有限公司	71.64	连接器
24	贵州航天电器股份有限公司	28.34	连接器、继电器、微特电机
44	电连技术股份有限公司	12.76	连接器
54	合兴汽车电子股份有限公司	12.17	连接器
55	浙江永贵电器股份有限公司	12.83	连接器
62	苏州华之杰电讯股份有限公司	6.75	连接器、开关按钮
70	安费诺商用电子产品（成都）有限公司	5.15	连接器
74	陕西华达科技股份有限公司	7.13	连接器
76	胜蓝科技股份有限公司	6.40	连接器
92	四川华丰企业集团有限公司	5.52	连接器

资料来源：中国电子元件行业协会、国信证券经济研究所分析师整理

■ 公司成长逻辑：5G 叠加国产替代带来新机遇，外延扩张增添成长新动力

公司的成长逻辑主要包括以下几方面：

- 1、5G 带来新一轮建设浪潮，通信系统中基站端和移动交换系统对高速连接器需求快速增长。公司是国内少数实现高速连接器量产的企业之一，与华为、中兴、三星、富士康等国内外著名公司建立长期合作伙伴关系，受益下游行业需求增长，高速连接器占比提升将带动公司的盈利能力提升。
- 2、中美贸易摩擦背景和自主可控趋势下，华为上游供应链向国内转移，公司具备领先的研发优势和精密模具的自主开发技术，有望受益国产替代浪潮。
- 3、公司长期深耕连接器主业，上市后加大研发投入和对外投资，19 年外延收购优质资产意华新能源，进军新能源领域，带来未来新增长点。

■ 投资建议：受益于 5G 高速连接器需求增长和国产替代，首次覆盖，给予“增持”评级。

公司是国内少数实现高速连接器量产的企业之一，长期专注深耕连接器主业，产品线丰富。我们认为，伴随 5G 高速连接器需求增长和国产替代下的份额提升，公司业绩增长仍有广阔空间。我们预计 2019-2021 年归母净利润 0.72/1.22/1.51 亿，对应 EPS 为 0.42/0.71/0.88 元，对应当前股价 PE 为 61.4/36.3/29.3X，考虑到乐清意华新能源科技有限公司的并表（根据业绩对赌，在 2019 年完成对赌的基础上，2020 年业绩至少为 7500 万元），2020 年归母净利润预计约 1.97 亿元，对应当前股价 PE 为 22.4 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 2 月 11 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002475.SZ	立讯精密	61.6	2,433.8	0.77	1.07	1.43	59.1	42.5	31.8	买入
300115.SZ	长盈精密	365.6	181.2	0.52	0.69	0.89	38.3	28.9	22.4	买入
002179.SZ	中航光电	36.8	400.0	1.09	1.35	1.66	33.3	26.9	21.9	无评级
300679.SZ	电连技术	58.7	104.5	0.79	1.14	1.68	47.1	32.6	22.1	买入
002194.SZ	武汉凡谷	27.8	99.9	0.26	0.4	0.6	68.0	44.2	29.5	增持
	平均	110.1	643.9	0.7	0.9	1.3	49.2	35.0	25.5	
002897.SZ	意华股份	69.9	44.2	0.42	0.71	0.88	61.4	36.3	29.3	增持

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测（中航光电、电连技术为 wind 一致预期数据）

■ 风险提示

- 1、行业竞争激烈，公司在核心客户的市场份额存在不确定性。
- 2、上游原材料价格上涨或产品价格下降对公司的盈利能力产生不利影响。

-
- 3、汇率波动风险，公司 2018 年海外收入占比 32.40%，存在人民币升值带来不利影响的风险。
 - 4、研发风险，公司近几年加大研发投入，研发最终是否能转化变现存在不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	195	195	195	195
应收款项	434	476	549	635
存货净额	262	297	332	382
其他流动资产	226	207	228	264
流动资产合计	1116	1174	1303	1476
固定资产	537	664	733	745
无形资产及其他	78	70	62	54
投资性房地产	38	38	38	38
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1768	1946	2136	2313
短期借款及交易性金融负债	268	383	463	493
应付款项	226	237	266	306
其他流动负债	114	125	137	158
流动负债合计	609	745	866	957
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	13	13	13	13
长期负债合计	13	13	13	13
负债合计	622	758	879	970
少数股东权益	23	21	18	13
股东权益	1123	1166	1239	1330
负债和股东权益总计	1768	1946	2136	2313

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.46	0.42	0.71	0.88
每股红利	0.36	0.17	0.29	0.35
每股净资产	6.58	6.83	7.26	7.79
ROIC	7%	5%	8%	9%
ROE	7%	6%	10%	11%
毛利率	25%	26%	28%	29%
EBIT Margin	7%	5%	9%	9%
EBITDA Margin	11%	9%	13%	13%
收入增长	14%	10%	15%	16%
净利润增长率	-17%	-7%	69%	24%
资产负债率	36%	40%	42%	43%
息率	1.3%	0.6%	1.1%	1.3%
P/E	59.3	64.1	37.9	30.6
P/B	4.1	4.0	3.7	3.5
EV/EBITDA	35.1	38.4	24.0	20.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1388	1524	1756	2033
营业成本	1044	1121	1261	1450
营业税金及附加	13	15	18	20
销售费用	73	81	88	102
管理费用	155	229	236	272
财务费用	3	(5)	14	17
投资收益	8	8	8	8
资产减值及公允价值变动	(22)	(10)	(10)	(10)
其他收入	3	0	0	0
营业利润	88	81	137	170
营业外净收支	0	1	1	1
利润总额	88	81	138	170
所得税费用	14	13	22	27
少数股东损益	(4)	(3)	(6)	(7)
归属于母公司净利润	78	72	122	151

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	78	72	122	151
资产减值准备	6	10	3	1
折旧摊销	47	62	75	84
公允价值变动损失	22	10	10	10
财务费用	3	(5)	14	17
营运资本变动	19	(28)	(85)	(110)
其它	(7)	(12)	(7)	(6)
经营活动现金流	164	114	119	130
资本开支	(192)	(200)	(150)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(192)	(200)	(150)	(100)
权益性融资	26	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(61)	(29)	(49)	(60)
其它融资现金流	198	115	80	30
融资活动现金流	102	86	31	(30)
现金净变动	75	0	0	0
货币资金的期初余额	120	195	195	195
货币资金的期末余额	195	195	195	195
企业自由现金流	(40)	(100)	(30)	33
权益自由现金流	157	19	38	49

相关研究报告

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032