

恒铭达 (002947.SZ)
精密模切行业的匠心企业，扩产能迎发展契机

2020 年 10 月 13 日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
刘翔（分析师）
盛晓君（联系人）

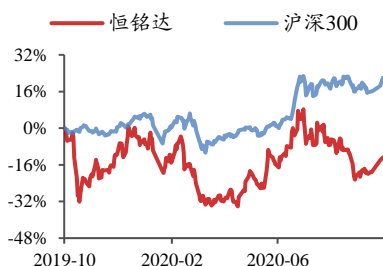
liuxiang2@kysec.cn

shengxiaojun@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790120080051

日期	2020/10/12
当前股价(元)	56.70
一年最高最低(元)	71.36/42.58
总市值(亿元)	71.81
流通市值(亿元)	27.61
总股本(亿股)	1.27
流通股本(亿股)	0.49
近 3 个月换手率(%)	191.02

股价走势图


数据来源：贝格数据

● 专注精密模切行业稳步成长，首次覆盖给予“买入”评级

公司自 2011 年成立以来专注于模切件领域，主要产品包括功能性器件、消费电子防护产品及消费电子外盒保护膜，广泛应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴设备等消费电子产品及其组件。2015-2019 年公司营收 CAGR 达 17.59%，净利润 CAGR 达 26.91%，实现持续稳步成长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.68/2.55/3.51 亿元，对应 EPS 为 1.32/2.01/2.77 元，当前股价对应 PE 为 42.8/28.2/20.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● “匠心”运营铸就领先盈利能力，股权激励彰显公司发展信心

公司专注主业，“匠心”运营，实现了大幅领先竞争对手的毛利率、净利率及人均创收。公司“匠心”运营主要体现在设备、生产运营及服务客户三个方面。设备方面公司具有自主研发与自主改进设备、优化精密模具设计、自主研发自动化控制系统的能力。生产运营方面，公司具有 OEE 生产管理系统及研发项目管理系统，拥有成熟稳定的工程师和一线工人团队。在服务客户方面，公司具有快速响应客户产品研发需求并实现大批量生产、快速反馈客户应急需求的能力。此外，公司通过股权激励计划稳定核心团队，激励授予条件彰显公司发展信心。

● 绑定优质客户并协同终端客户研发，有望受益智能手机行业复苏

公司客户质量优异，直接客户包括富士康、和硕、广达、仁宝、立讯精密等知名消费电子产品制造服务商及组件生产商，终端客户包括苹果、谷歌等知名消费电子品牌商。公司不断加深与终端品牌商的协同研发，提升公司在产业链中位置及自身创造价值的能力，巩固与终端品牌商的合作关系，从而取得较大的竞争优势。2020 年 5 月，IDC 预计全球智能手机市场将于 2021 年迎来复苏，结束连续三年下滑的出货量。其中 5G 智能手机持续渗透，带来新一轮换机周期是未来复苏的主要原因。公司有望凭借优质的客户群体，受益全球智能手机行业的复苏。

● 风险提示：产能建设进度不及预期、客户集中度过高风险、未能通过核心客户的供应商考核风险、疫情持续，全球消费电子市场持续疲软风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	501	585	667	1,018	1,486
YOY(%)	11.4	16.8	14.1	52.5	46.0
归母净利润(百万元)	126	166	168	255	351
YOY(%)	27.4	31.6	1.2	51.9	37.6
毛利率(%)	49.0	49.9	46.8	47.2	47.1
净利率(%)	25.2	28.3	25.1	25.0	23.6
ROE(%)	23.0	13.6	12.8	16.5	18.9
EPS(摊薄/元)	0.99	1.31	1.32	2.01	2.77
P/E(倍)	57.0	43.3	42.8	28.2	20.5
P/B(倍)	13.1	5.9	5.5	4.7	3.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 成长中的模切专家，匠心精神铸就高利润率	4
1.1、 精密模切为技术核心，产品广泛应用于消费电子	4
1.2、 匠心运营，盈利能力行业领先	5
1.3、 股权激励彰显公司发展信心，家族控股结构稳定	7
2、 行业趋势：技术壁垒逐渐加深，5G 手机或带动行业复苏	8
2.1、 终端产品不断升级，功能器件技术壁垒逐渐加深	8
2.2、 5G 手机正快速渗透，手机销量或将于 2021 年复苏	9
3、 绑定优质客户，扩张产能快速成长可期	9
3.1、 协同客户研发、提供增值服务以巩固合作地位	9
3.2、 募资进行产能建设，为快速成长打下基础	10
4、 盈利预测与投资建议	11
4.1、 核心假设	11
4.2、 盈利预测与投资建议	11
5、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1： 消费电子功能性器件在手机上的应用举例	4
图 2： 消费电子防护产品示例	5
图 3： 消费电子外盒保护膜示例	5
图 4： 公司营业收入连续稳健增长	5
图 5： 2020H1 公司净利润同比小幅下滑 2.11%	5
图 6： 公司毛利率水平大幅领先于可比公司	6
图 7： 公司净利率水平大幅领先于行业可比公司	6
图 8： 公司人均创收显著高于行业可比公司	6
图 9： 公司的“匠心”运营主要体现在设备端、运营端和客户端	7
图 10： 公司 2020H1 研发投入占收入比重创新高	7
图 11： 公司股权结构较为稳定	8
图 12： 苹果手机防护等级不断提升	8
图 13： 国内 5G 手机快速渗透	9
图 14： 公司获取客户的主要方式包括自主开发及终端品牌商指定两类	10
表 1： 公司具有三大产品类别	4
表 2： 公司利用 IPO 募集资金积极建设新产能	11
表 3： 公司预测市盈率水平处于合理区间	11

报告主要逻辑：

首先分析公司的核心竞争力：公司在设备端具有设备研发改造能力，用更低成本实现更高产出；运营端采用先进管理系统，对制造流程的透彻理解造就高效率和高利润率；客户端提供高附加值服务，具备快速研发和量产能力。

其次阐述了消费电子产品品质提升，对模切件提出了更高要求，精密模切行业技术壁垒逐渐加深。

最终分析了公司优质的客户群体，公司通过与客户协同研发，提升自身在产业链中的位置和价值。

与市场预期不同点：

市场对精密模切件生产企业的核心竞争力认识有所欠缺，认为其技术壁垒不高，可替代性较强。事实上精密模切件对设备、生产工艺及流程管控要求高，**要做到高精度、高品质，并且持续跟上行业的精度标准，是需要专注在这个领域里，做到精细管控，高良率才能保证高毛利率。**

公司利用自己设备端、运营端和客户端的综合优势，打造了持续赚取超高毛利率的能力。公司通过匠心运营，在行业内稳步发展，如今通过 IPO 及定增募资进行产能建设，迎来发展契机。

1、成长中的模切专家，匠心精神铸就高利润率

1.1、精密模切为技术核心，产品广泛应用于消费电子

苏州恒铭达电子科技有限公司成立于 2011 年 7 月，并于 2019 年 2 月上市。公司自成立以来专注于模切件领域，主营业务为研发、销售、生产消费电子功能性器件，广泛应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴设备等消费电子产品及其组件。

公司现有三大产品类别，包括功能性器件、消费电子防护产品及消费电子外盒保护膜，三大业务具有技术和工艺上的共通性。公司产品的基本功能来自于其原材料特性，工艺核心在于选择并集成不同功能特性的原材料，通过多次精密贴合、模切等工序对不同原材料进行组合、加工，制成具有特定形状、多层组合结构、集成多种功能特性的产品，以满足消费电子产品要求，并高度吻合下游客户的自动化装配制程。

表1：公司具有三大产品类别

大类	细分类别	产品
功能性器件	粘贴固定类	双面胶、热熔胶、泡棉胶
	导电屏蔽类	覆铜板、吸波材、导电胶、导电布、导电泡棉、铜箔、铝箔
	绝缘类、缓冲类、散热类、防尘类	绝缘片、缓冲泡棉、石墨片、硅胶片
消费电子防护产品	防护	制程保护膜、零配件保护膜、裸机保护膜
消费电子外盒保护膜	防护	外盒保护膜

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

消费电子功能性器件主要应用于消费电子产品内部，按照使用功能划分主要包括粘贴、固定、屏蔽、绝缘、缓冲、散热、防尘等。消费电子功能性器件直接影响着消费电子产品的性能、质量、可靠性，是消费电子产品不可或缺的重要组成部分。

图1：消费电子功能性器件在手机上的应用举例

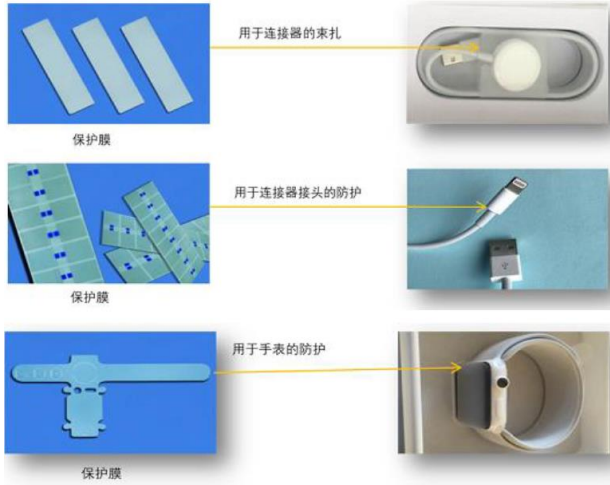


资料来源：公司招股书

消费电子防护产品主要应用于消费电子产品或组件表面，对消费电子产品或组件外观及生产制程进行防护，实现防护、防刮、防尘等功能。主要包括制程保护膜、

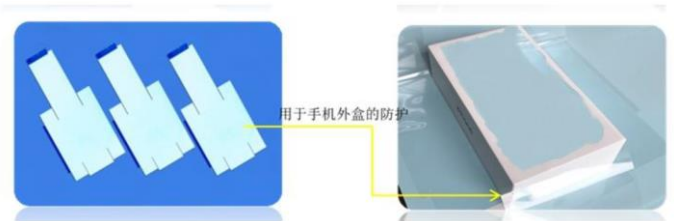
零配件保护膜、裸机保护膜等产品；消费电子外盒保护膜主要应用于消费电子产品的**外盒防护**，实现防护、防刮、防伪、防尘等功能，应用于手机、智能手表等消费电子产品。

图2：消费电子防护产品示例



资料来源：公司招股书

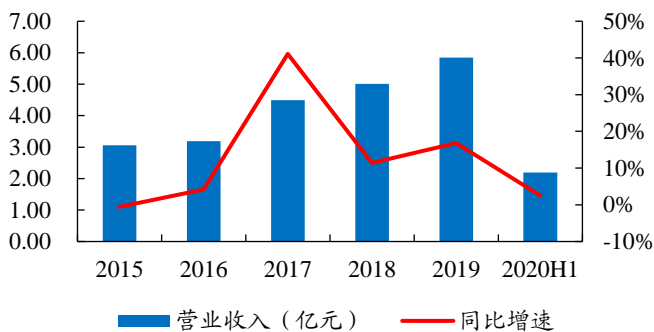
图3：消费电子外盒保护膜示例



资料来源：公司招股书

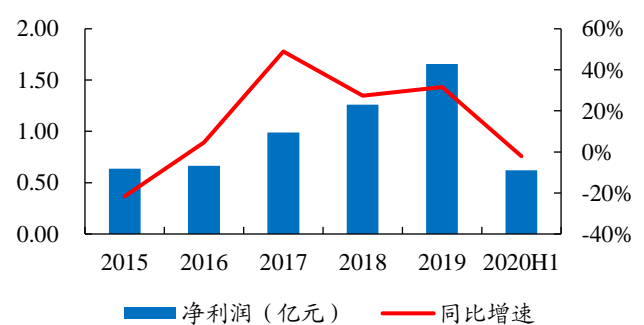
受益手机等消费电子的行业成长，公司营业收入连续稳健增长。2015-2019 年公司营收 CAGR 达 17.59%，净利润 CAGR 达 26.91%。2020 上半年，受疫情及消费电子行业下滑影响，公司实现营收 2.19 亿元，同比增速降至 2.53%，实现净利润 0.62 亿元，同比下降 2.11%。

图4：公司营业收入连续稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

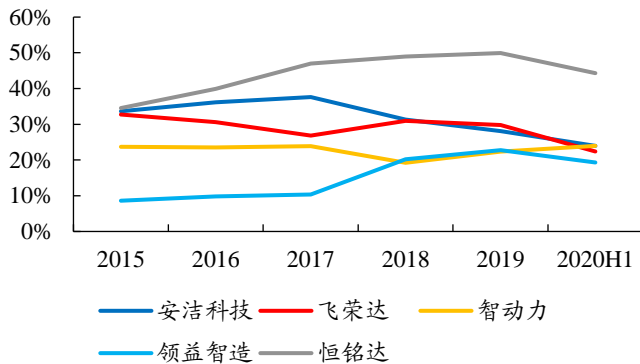
图5：2020H1 公司净利润同比小幅下滑 2.11%



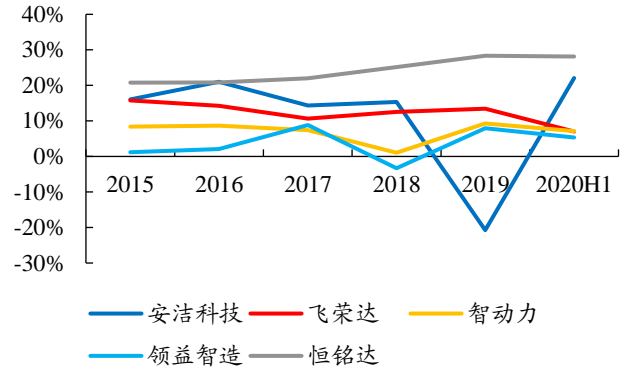
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、匠心运营，盈利能力行业领先

公司凭借自己的“匠心”运营，取得行业领先的盈利水平。公司产品涉及到手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴设备等众多领域，各领域客户对产品的设计、材料选型、生产工艺等各方面的需求各异，相关产品具有品种多、规格型号多、个性化强等特点，需要生产企业具有专注产品的经营风格和精益制造、管理的运营能力。公司凭借精细的管理运作、对生产工艺流程的深刻把握以及对生产设备进行智能化改造能力，实现行业领先的盈利能力：公司毛利率、净利率持续显著高于行业可比公司。2020 上半年受疫情和消费电子行业下滑影响，行业整体毛利率都有所下降，公司实现毛利率 44%，相比同行毛利率优势仍然较为明显。

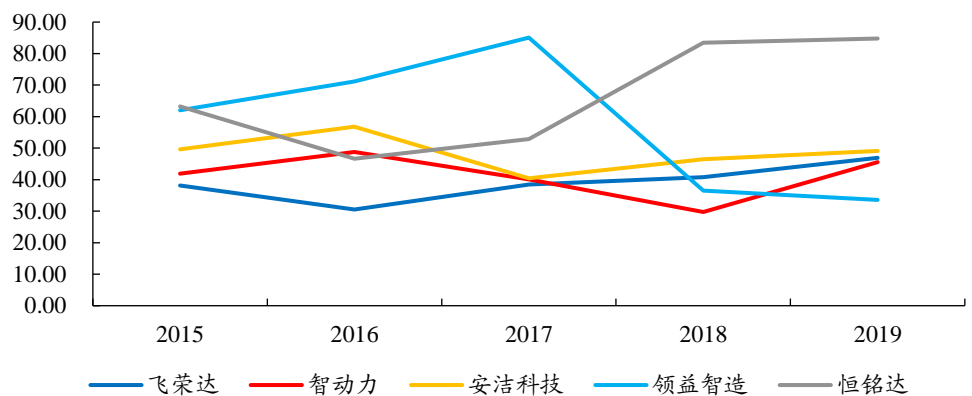
图6：公司毛利率水平大幅领先于可比公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司净利率水平大幅领先于行业可比公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，公司人均产出也显著高于行业可比公司。2018 年-2019 年，公司人均创收维持在 84 万元左右，显著高于可比公司的 34-49 万元范围。

图8：公司人均创收显著高于行业可比公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司专注主业的“匠心”运营具体体现在设备端、运营端以及客户端。设备端来说公司具有自主研发与自主改进设备、优化精密模具设计、自主研发自动化控制系统的能力，有助于公司对整个生产流程进行深度把控，提高效率，节约原材料。其次在运营端，公司具有 OEE 生产管理系统及研发项目管理系统，拥有成熟稳定的工程师和一线工人团队，结合设备端的优势，公司实现了原材料复合、模切、转贴、排废等多种工艺流程的一体化作业，有效提高了生产效率、原材料的利用率及产品良率，降低了生产成本，提高了产品品质与市场竞争力。在客户端，公司具有快速响应客户产品研发需求并实现大批量生产、快速反馈客户应急需求的能力。公司拥有一支专业素质高、技术能力强的客户服务团队，凭借着丰富的生产过程管控与应急处理经验，在客户提出需求和问题时，能够在较短时间内进行反馈。

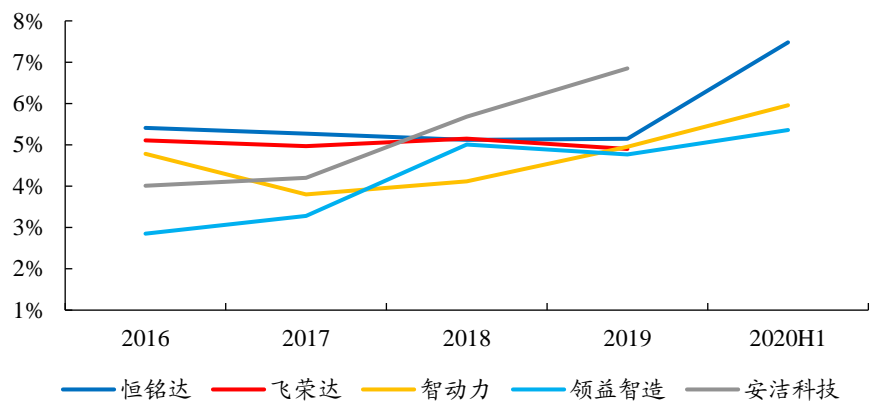
图9: 公司的“匠心”运营主要体现在设备端、运营端和客户端



资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

公司重视研发, 2020H1 研发投入占营收比重大幅上升。公司研发投入占营收比例在行业可比公司中处于较为领先位置, 2020 上半年, 公司研发投入占营收比重大幅上升, 达到 7.48%, 在已披露中报的三家可比公司中位列第一。

图10: 公司 2020H1 研发投入占收入比重创新高



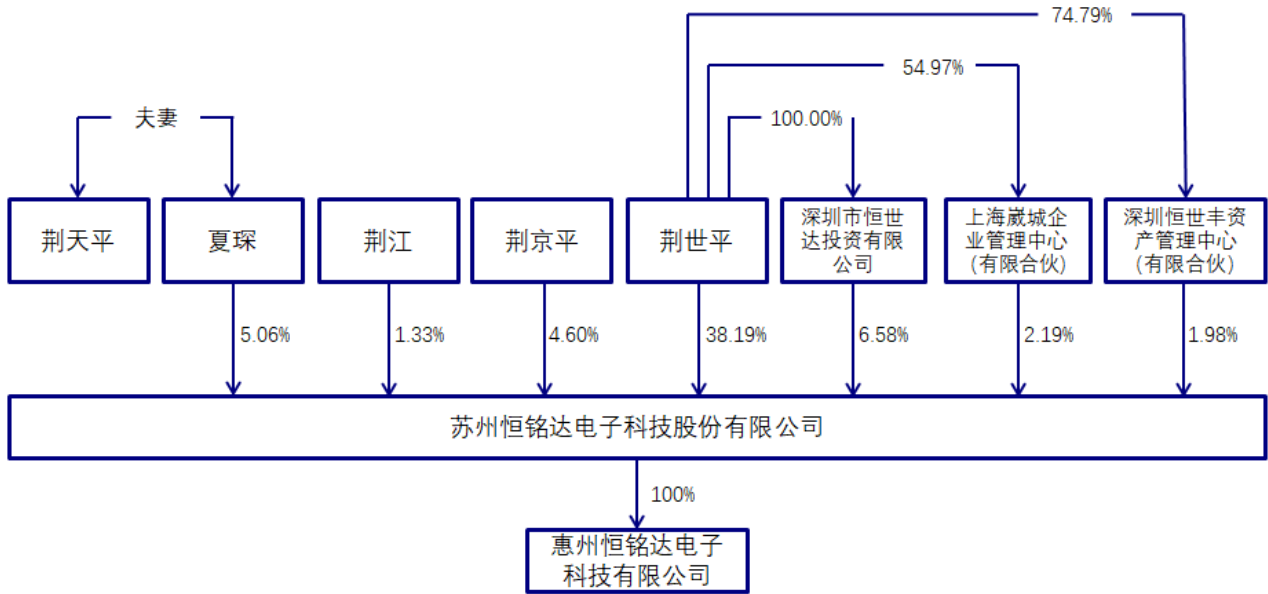
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、股权激励彰显公司发展信心, 家族控股结构稳定

公司股权激励充分, 彰显公司发展信心。2020 年 6 月, 公司发布股权激励计划草案, 拟向激励对象授予权益总计 680.95 万份, 占激励计划签署时公司股本总额的 5.60%。激励计划的激励对象均为公司董事、中高层管理人员及技术骨干, 不含持股 5% 以上的主要股东或实控人及其配偶、父母和子女, 显示出公司对核心管理和技术人员的重视, 有利于公司核心人员稳定, 为后续发展奠定基础。公司激励期权的行权条件以及限制性股票解除限售条件的业绩考核要求为 2020 年营收及净利润不低于 2019 年的水平, 2021 年-2023 年每年的净利润同比增速不低于 25%, 2021 年-2023 年的营收规模需分别达到 2019 年营收的 1.4 倍、1.8 倍及 2.2 倍, 彰显出公司对自身发展的信心。

公司实控人为荆氏家族, 董事长荆世平先生及其同为实控人的亲属夏琛、荆江及荆京平直接和间接持有公司股份合计达 58.4%。回顾公司的股权变动历史, 自 2013 年以来, 董事长一直为公司的第一大股东, 实控人之间具有一致的企业经营理念和共同的利益基础, 股权结构较为稳定。

图11: 公司股权结构较为稳定



资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

2、行业趋势: 技术壁垒逐渐加深, 5G 手机或带动行业复苏

2.1、终端产品不断升级, 功能器件技术壁垒逐渐加深

消费电子产品功能和品质不断升级, 反应在内部功能件上就是精密化、轻薄化、高集成的趋势, 将对生产企业的加工精度、工艺技术、生产设备、新材料研究与选择能力提出更高的要求, 行业壁垒逐渐加深。

高端智能终端设备对防尘、防水、防摔的要求越来越高, 对相关防水、缓冲、防尘类部件的材料及加工精度要求不断提升。以 iPhone 为例, iPhone 7 之前产品并未达到某一等级的防护级别, iPhone 7- iPhone X 均为 IP 67 的防护级别, iPhone XS 及以后机型则达到电器防护级别最高的 IP68 级。

图12: 苹果手机防护等级不断提升



资料来源: 苹果官网、开源证券研究所

5G 及未来更高标准的通讯技术应用也会对内部功能件提出更高的要求。5G 设备的电子元器件更多、功率更大、通讯频率更高、传输的信号强度更强, 为 5G 智能

终端设备带来了发热大、电子元器件之间电磁干扰高的问题，因而对手机的散热部件、导电屏蔽件的要求也愈高。

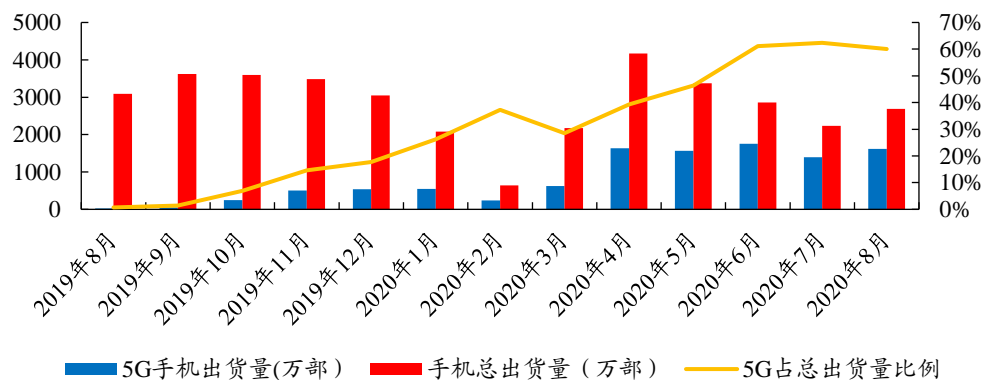
此外，消费电子产品更新换代速度越来越快，个性化需求越来越强，客户对消费电子功能性器件生产企业的设计研发能力及快速供货能力要求越来越高。

2.2、5G 手机正快速渗透，手机销量或将于 2021 年复苏

受疫情影响，2020 年智能手机出货数量或将延续跌势，然而 5G 手机放量带来的手机行业复苏大势不改。2020 年 5 月，IDC 公布报告预计全球智能手机市场 2020 年总出货量约为 12 亿部，同比 2019 年下降 11.9%。根据该报告，全球智能手机或将于 2021 年迎来复苏，结束连续三年下滑的出货量，其中 5G 智能手机持续渗透，带来新一轮换机周期是未来复苏的主要原因。

国内市场来看，5G 手机渗透速度较快。据信通院数据，2020 年 7 月，5G 手机占国内新机出货量的 62.4%，相比 2020 年 1 月的 26.26% 有了显著提升。此外，苹果将在 2020 年 10 月推出支持 5G 通讯的 iPhone 新品，进一步刺激市场需求，利好公司业绩。

图13: 国内 5G 手机快速渗透



数据来源：信通院、开源证券研究所

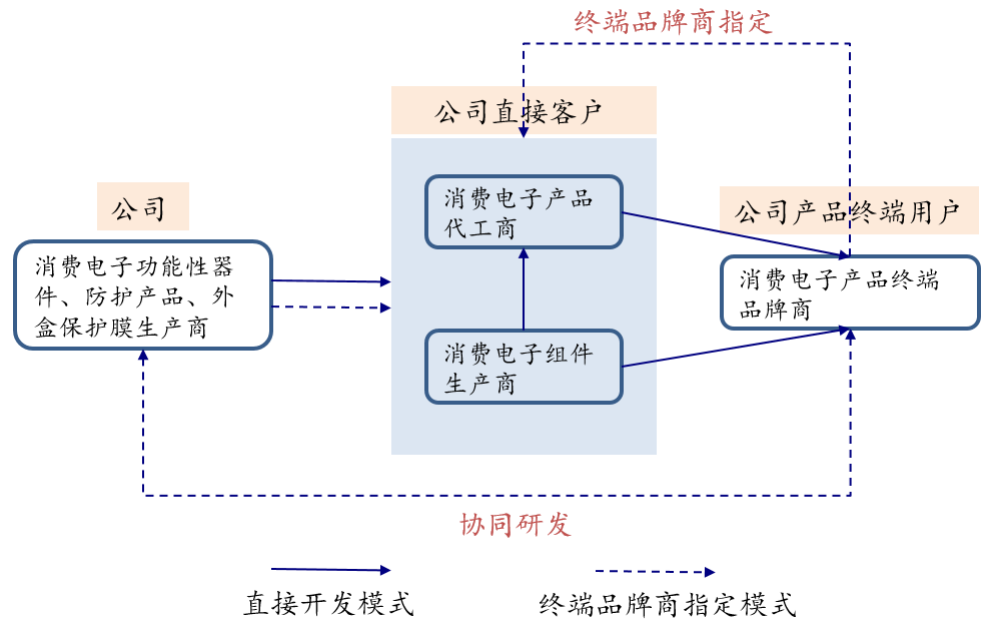
3、绑定优质客户，扩张产能快速成长可期

3.1、协同客户研发、提供增值服务以巩固合作地位

公司直接客户为知名消费电子产品制造服务商、组件生产商，客户质量优异，合作关系稳固。公司直接客户包括富士康、和硕、广达、仁宝、立讯精密、淳华、嘉联益、莫仕、信维通信、瑞声科技、歌尔股份、安费诺等知名消费电子产品制造服务商及组件生产商，产品最终应用于苹果、华为、小米、谷歌等知名消费电子产品终端品牌商。高端客户相对于中低端客户而言，技术更新速度更快、创新能力更强，在持续给公司带来新的业务需求、提供相对较高利润空间的同时，不断推动公司的技术革新、工艺创新与质量管控能力的不断提升。

公司获取客户的主要方式包括自主开发及终端品牌商指定两类。自主开发模式下，公司主要通过上门拜访、交流研发等方式进行客户开发。终端品牌商指定模式下，公司直接参与终端品牌客户产品的研发环节，凭借提供的产品方案，在经过一系列严格审查后，通过终端品牌商的供应商认证，成为其指定供货商。

图14: 公司获取客户的主要方式包括自主开发及终端品牌商指定两类



资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

公司不断加深与终端品牌商的协同研发, 提升公司在产业链中位置及自身创造价值的能力, 巩固与终端品牌商的合作关系。2015 年下半年开始, 公司经营战略逐步倾向于盈利能力更强、技术工艺要求更高的终端品牌商指定交易产品。公司通过在部分产品上深度参与终端品牌商的研发过程, 提供增值服务, 从而取得较大的竞争优势。

以手机外盒保护膜为例, 2015 年, 终端品牌商希望就外盒防护产品在外观设计、功能设计、工业设计方面进一步提升用户体验。自 2015 年 3 季度开始, 公司与终端品牌设计研发团队深度协作, 就产品设计架构、材料选型进行多次模拟方案探讨、产品迭代设计、样品试制及生产测试, 并通过终端品牌商的产品开发流程, 于 2016 年 3 月成为该新型产品的指定供应商。

消费电子行业供应商认证严格, 形成一定的客户壁垒。消费电子终端客户与供应商是定制生产的合作模式, 双方合作的排他性较强, 这决定了客户对供应商的选择比较严格、谨慎, 供应商资格认证困难且周期较长。因此, 消费电子功能性器件生产企业一旦成为下游客户的合格供应商, 就与客户达成了较为长期稳定的合作关系, 双方的合作黏性和稳定性较强, 形成一定客户壁垒。

3.2、募资进行产能建设, 为快速成长打下基础

公司正进行 IPO 募投项目建设, 并发布定增预案拟进行二期产能扩建, 为公司业绩快速成长打下基础。公司承诺投入 IPO 募集资金 5.26 亿元投入电子材料与器件升级及产业化项目。该项目建设内容为电子材料与器件升级扩产、现有生产车间技改以及建设实验及检测用房。其中电子材料与器件升级扩产项目建成后预计可实现年均销售收入 4.87 亿元。

表2: 公司利用 IPO 募集资金积极建设新产能

项目	投入资金	建设内容
电子材料与器件升级扩产	3.87 亿元	先进设备购置、扩大现有产品生产规模及对现有产品升级
现有车间技改	1.02 亿元	现有车间升级改造, 提高洁净等级, 投入先进的生产及检测设备, 对设备进行智能化改造
建设实验及检测用房	0.52 亿元	扩建 5000 平方米实验及检测用房, 投入先进试验检测设备

资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

此外, 公司于 2020 年 8 月发布非公开发行股票预案, 拟投入募集资金 7.9 亿元用于电子材料与器件、结构件产业化项目(二期)建设。公司预计项目达产后将新增年营业收入 11.42 亿元新增净利润 1.55 亿元。

公司 IPO 募投产能建设项目正逐步推进, 定增产能建设项目尚需获得中国证监会核准。若进展顺利, 将有助于公司抓住 5G 商用行业发展机遇、完善战略布局, 为公司业绩快速成长打下基础。

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

- 1) 公司 IPO 募资进行产能建设进展基本符合计划
- 2) 公司持续通过核心客户的供应商认证考核, 继续与核心客户保持良好合作关系, 实现营收持续增长
- 3) 2020 年因疫情影响, 行业整体承压, 公司毛利率在 2019 年基础上有所下滑
- 4) 因公司定增预案尚需获得证监会核准, 在业绩预测中未考虑以上事项
- 5) 华阳通收购已完成, 将预计的相关收入、利润、费用自购买日后并表

4.2、盈利预测与投资建议

公司专注模切行业, 凭借设备端、生产运营端及客户服务端的“匠心”运营, 实现了远高于行业平均水平的盈利能力。公司正进行产能建设, 未来有望凭借优质的客户群体, 实现业绩的放量增长。

我们选取从事消费电子功能件的上市公司飞荣达、智动力及领益智造作为可比公司, 公司预测市盈率水平略高于行业平均水平, 考虑到公司拥有行业领先的利润率水平, 并且积极进行产能扩建, 有望迎来高速增长, 估值水平总体处于合理区间。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.68/2.55/3.51 亿元, 对应 EPS 为 1.32/2.01/2.77 元, 当前股价对应 PE 为 42.8/28.2/20.5 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表3: 公司预测市盈率水平处于合理区间

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速(%)				PE(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300602.SZ	飞荣达	27.0	115.9	17.0	43.1	24.8	39.0	33.3	23.3	18.7

300686.SZ	智动力	21.0	1793.1	31.5	37.1	27.5	33.2	25.3	18.4	14.5
002600.SZ	领益智造	12.8	378.6	33.8	37.9	24.2	47.5	35.5	25.8	20.7
平均							39.9	31.4	22.5	18.0
002947.SZ	恒铭达	56.7	31.6	1.2	51.9	37.6	42.8	42.8	28.2	20.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/10/12，除恒铭达外，其余公司预测数据均采用 Wind 一致预期）

5、风险提示

- 1) 产能建设进度不及预期
- 2) 客户集中度过高风险
- 3) 公司未能通过消费电子产品终端品牌商、制造服务商、组件生产商的持续性考核，或者制造服务商、组件生产商未能通过终端品牌商的持续性考核
- 4) 疫情持续、全球消费电子市场持续疲软

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	494	1195	1142	1564	1976
现金	195	366	262	400	584
应收票据及应收账款	261	296	339	586	797
其他应收款	0	0	0	1	0
预付账款	1	2	1	4	3
存货	37	45	54	89	107
其他流动资产	1	485	485	485	485
非流动资产	154	161	351	384	458
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	128	128	293	335	387
无形资产	13	13	13	13	14
其他非流动资产	13	20	45	36	58
资产总计	648	1356	1492	1949	2434
流动负债	97	137	173	400	567
短期借款	0	0	32	146	266
应付票据及应付账款	76	111	116	228	275
其他流动负债	21	25	25	26	26
非流动负债	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2	2
负债合计	100	139	176	403	569
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	91	122	127	127	127
资本公积	196	692	692	692	692
留存收益	261	403	546	754	1025
归属母公司股东权益	549	1217	1317	1546	1865
负债和股东权益	648	1356	1492	1949	2434

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	131	170	120	106	210
净利润	126	166	168	255	351
折旧摊销	13	15	18	28	34
财务费用	-4	-5	-8	-1	13
投资损失	2	-9	-11	-4	-5
营运资金变动	-15	-8	-47	-172	-182
其他经营现金流	8	11	0	0	0
投资活动现金流	-60	-503	-197	-57	-102
资本支出	58	29	190	34	73
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-2	-474	-7	-24	-29
筹资活动现金流	-1	502	-59	-24	-44
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	30	5	0	0
资本公积增加	0	496	0	0	0
其他筹资现金流	-1	-24	-65	-24	-44
现金净增加额	71	171	-136	24	64

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	501	585	667	1018	1486
营业成本	255	293	355	538	786
营业税金及附加	6	5	5	9	14
营业费用	30	39	45	63	95
管理费用	38	37	58	81	119
研发费用	26	30	40	52	79
财务费用	-4	-5	-8	-1	13
资产减值损失	6	-7	-7	-10	-15
其他收益	1	4	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	9	11	4	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	142	189	193	294	404
营业外收入	3	5	4	4	4
营业外支出	0	1	1	0	1
利润总额	145	193	196	297	408
所得税	19	27	29	43	57
净利润	126	166	168	255	351
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	126	166	168	255	351
EBITDA	152	197	206	321	439
EPS(元)	0.99	1.31	1.32	2.01	2.77

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	16.8	14.1	52.5	46.0
营业利润(%)	27.4	33.0	2.2	51.9	37.7
归属于母公司净利润(%)	27.4	31.6	1.2	51.9	37.6
获利能力					
毛利率(%)	49.0	49.9	46.8	47.2	47.1
净利率(%)	25.2	28.3	25.1	25.0	23.6
ROE(%)	23.0	13.6	12.8	16.5	18.9
ROIC(%)	21.9	12.8	11.9	14.9	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	15.4	10.3	11.8	20.7	23.4
净负债比率(%)	-35.2	-29.9	-17.4	-16.3	-17.0
流动比率	5.1	8.7	6.6	3.9	3.5
速动比率	4.7	5.0	3.6	2.5	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.6	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.2	2.1
应付账款周转率	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.31	1.32	2.01	2.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.34	0.95	0.83	1.66
每股净资产(最新摊薄)	4.33	9.61	10.36	12.17	14.69
估值比率					
P/E	57.0	43.3	42.8	28.2	20.5
P/B	13.1	5.9	5.5	4.7	3.9
EV/EBITDA	46.0	34.4	33.6	21.5	15.6

数据来源：贝格数据、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R3（中风险），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C3、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C3、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