

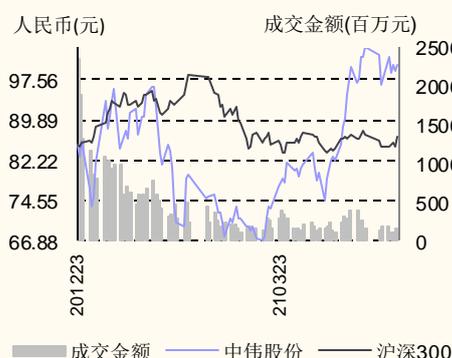
中伟股份 (300919.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 100.32 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.70
已上市流通 A 股(亿股)	0.43
总市值(亿元)	571.47
年内股价最高最低(元)	103.67/66.88
沪深 300 指数	5111
创业板指	3034



全球前驱体龙头 量利齐升驱动高成长

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,311	7,440	14,044	18,462	23,105
营业收入增长率	73.10%	40.07%	88.77%	31.46%	25.15%
归母净利润(百万元)	180	420	912	1,316	1,921
归母净利润增长率	184.83%	133.65%	117.08%	44.24%	46.00%
摊薄每股收益(元)	0.351	0.738	1.601	2.310	3.372
每股经营性现金流净额	-0.55	0.76	1.36	2.87	3.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.51%	10.95%	20.81%	25.43%	30.36%
P/E	0.00	110.80	60.28	41.79	28.62
P/B	0.00	12.13	12.54	10.63	8.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高速成长的全球前驱体龙头，客户优质、产能领先、单吨盈利不断提升。** 2017-2020 公司营收及归母净利润复合增速分别达 58.7%/184.6%，实现了超越行业的增长。主要原因在于一公司客户优质，涵盖了正极材料行业份额前 7 名中的 5 家；LG 化学、特斯拉亦是其核心客户。二是产能规模及扩建速度行业领先，2017-2020 年产能由 2 万吨增加至 13.5 万吨，21/25 年底产能可达 22.5/50 万吨。三是前驱体单吨扣非净利润不断提升，由 17 年的 0.07 万元/吨增至 20 年的 0.38 万元/吨。
- **25 年前驱体行业有百亿利润空间，行业不断提高集中度。** 2025 年全球三元前驱体需求量有望达 157 万吨，2020-2025 复合增速为 30%，对应前驱体利润空间近百亿。行业集中度不断提升，2019-2020 年 CR5 占比由 44.52% 提升至 69.10%，公司国内市占率 2020 年已达 22%，全球市占率 17%。
- **产品结构进一步改善、原材料自供率提升将有效拉升公司利润率。** 经测算 8 系前驱体较 6 系毛利率高出约 8pct。公司 20 年 8 系及以上产品占比约 30%，若占比提升至 50% 以上则毛利率提升约 2pct。原材料自供率每提升 10%，毛利率可增厚 1.8pct；目前公司原材料自供率仅约 20%，今年有望提升至 30%，远期有望提升至 50%。预计在产品结构改善及原材料自供率提升的情况下公司毛利率将持续进入上行区间。
- **客户拓展及份额提升带来高出货弹性。** 公司在 LG 化学的份额目前约 30%，未来仍有提升空间。在保持现有份额及份额提升至 50% 的两种假设下，公司对 LG 化学的出货量复合增速分别有望达 40%/55%。公司今年有望进入宁德供应链。经测算，宁德 21 年前驱体需求缺口约 7 万吨，有望开放外部供应，预计公司将占有可观份额。
- **IPO 募投项目：**公司 IPO 发行 5697 万股，募集资金净额 12.75 亿元，用于建设高性能锂离子电池三元正极材料前驱体西部基地项目，该项目将建成 6 万吨三元前驱体产能，预计每年将为公司带来 3.06 亿元的净利润。

投资建议与估值

- 我们认为公司为全球前驱体龙头，产能扩张及客户拓展超预期。产品结构改善及原材料自供率提升有望为公司带来超越行业的增长。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.60/2.33/3.43 元，给予公司 2022 年 60 倍 PE，目标价 139.8 元/股，给予“买入”评级。

风险提示：

- 电动车销量不及预期、公司产能建设不及预期、行业扩产过快、限售股解禁

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

袁凯玲

联系人
yuankailing@gjzq.com.cn

内容目录

一、高速成长的全球前驱体龙头	4
1.1 专业前驱体厂商 主营业务高速增长.....	4
1.2 客户优质 集中度不断提升.....	6
1.3 产能规模行业领先 加速扩产迎接需求爆发.....	8
1.4 前驱体单吨盈利稳步提升.....	10
二、25 年行业利润空间接近百亿 行业集中度不断提升.....	12
2.1 三元前驱体行业集中度不断提升	12
2.2 三元前驱体市场快速扩容 2025 年对应百亿利润空间.....	12
三、前驱体生意的本质：技术+资源+资本.....	13
3.1、前驱体生产具有较高技术壁垒、高度定制化、技术快速迭代的特点 ...	13
3.2 原材料成本占比高 前驱体生产资源属性明显.....	15
3.3、资金实力成为前驱体厂商的竞争要素.....	15
四、产品结构改善 资源端布局 公司利润率提升空间大.....	16
4.1 因产品结构及资源端布局短板 公司毛利率低于同行	16
4.3 提升原料自供率 增厚盈利.....	19
五、客户拓展 份额提升带来高出货弹性.....	21
5.1 现有客户份额提升叠加客户自身需求高增为公司出货量保驾护航.....	21
5.2 客户拓展为公司打开需求空间.....	22
六、盈利预测与投资建议.....	23
6.1 盈利预测	23
6.2 投资建议及估值.....	24
七、风险提示	24

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司在产业链中的位置.....	4
图表 3：公司股权结构.....	5
图表 4：2017-2020 年营收及同比增速.....	6
图表 5：2017-2020 年归母净利润及同比增速.....	6
图表 6：2017-2020 年营业总收入构成.....	6
图表 7：2020 年公司收入结构.....	6
图表 8：2017-2020 年前五大客户收入占比.....	7
图表 9：公司对厦门钨业供应份额近三年在 40%以上.....	7
图表 10：公司三元前驱体下游客户.....	8
图表 11：公司四氧化三钴下游客户.....	8
图表 12：2018-2020 年国内三元正极材料主要厂商市场份额（蓝色为公司客户）	8

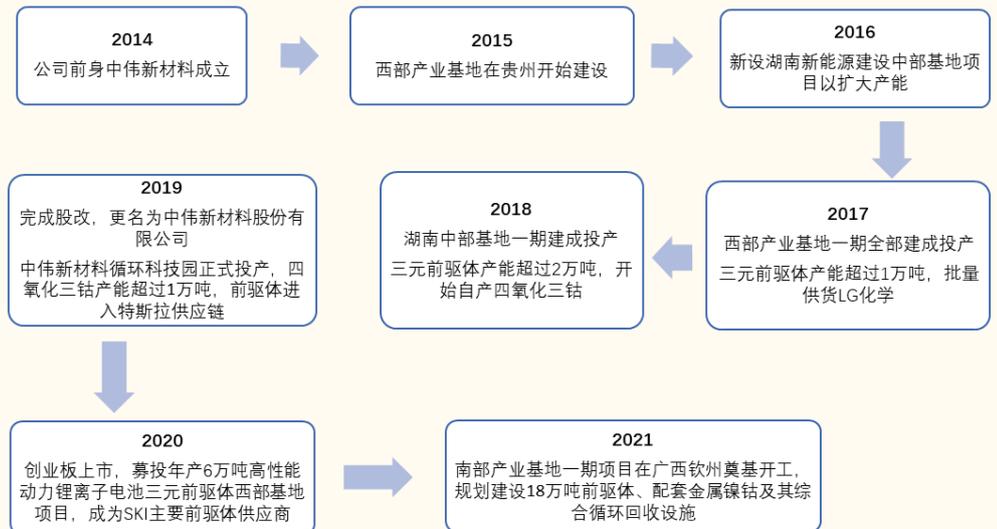
图表 13: 公司现有产能及规划 (万吨)	9
图表 14: 三元前驱体产能及产销情况	9
图表 15: 四氧化三钴产能及产销情况	9
图表 16: 公司前驱体出货量及市占率快速提升 (单位: 万吨)	10
图表 17: 前驱体单价、单吨成本、单吨毛利、单吨扣非净利	11
图表 18: 公司三元前驱体和四氧化三钴价格走势	11
图表 19: 公司三元前驱体和四氧化三钴成本走势	11
图表 20: 三元前驱体和四氧化三钴毛利率	12
图表 21: 前驱体单吨扣非净利率	12
图表 22: 三元前驱体行业集中度进一步提升	12
图表 23: 公司市占率稳步提升	12
图表 24: 2025 年三元前驱体需求空间测算	13
图表 25: 正极材料产业链	13
图表 26: 前驱体制备流程	14
图表 27: 不同粒径前驱体	15
图表 28: 不同比表面积前驱体	15
图表 29: 中伟、格林美、华友原材料占前驱体成本比重	15
图表 30: 前驱体价格和钴镍成本走势趋同	15
图表 31: 公司西部、南部基地建设项目投资额	16
图表 32: 可比公司三元前驱体业务毛利率	17
图表 33: 中伟不同元素配比三元前驱体销售金额占比	17
图表 34: 格林美不同元素配比三元前驱体出货量占比	17
图表 35: 不同元素配比三元前驱体成本测算	18
图表 36: 2017-2020 中伟、华友、格林美三元前驱体单吨成本	18
图表 37: 2017-2020 中伟、华友直接材料成本占营业成本比重	18
图表 38: 直接材料成本差距对毛利率的影响	19
图表 39: 前驱体产业链	19
图表 40: 前驱体企业在原材料端的布局	20
图表 41: 以 2020 年价格成本为基准测算中伟钴镍自供比例对毛利率的影响	20
图表 42: 公司镍钴冶炼产能规划	21
图表 43: 2017-2020 年公司在 LG 化学的供货份额	21
图表 44: LG 化学动力电池装机量及出货量	22
图表 45: LG 化学产能	22
图表 46: 宁德时代动力电池销量及预测	23
图表 47: 盈利预测	24
图表 48: 可比公司估值比较 (市盈率法)	24

一、高速成长的全球前驱体龙头

1.1 专业前驱体厂商 主营业务高速增长

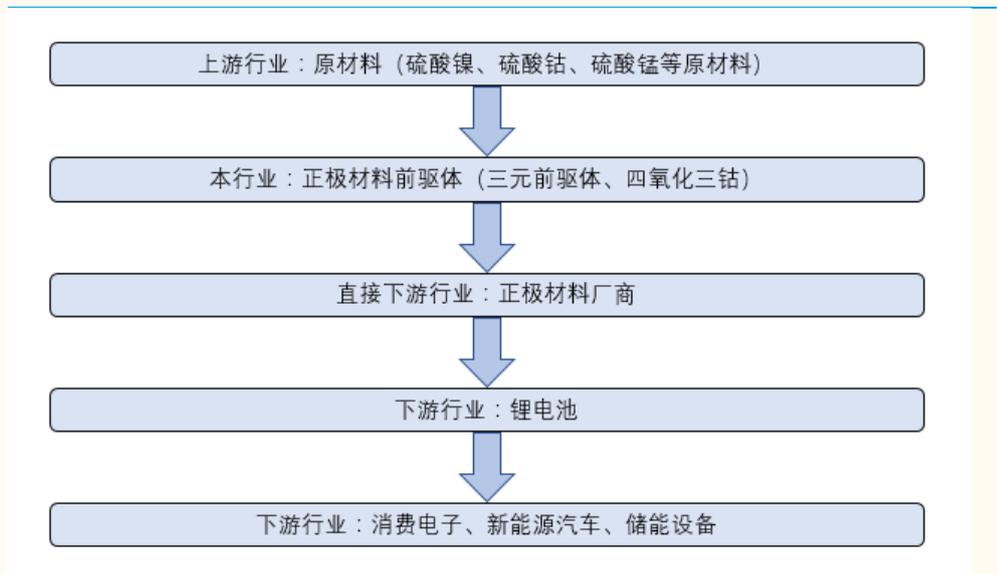
- 中伟股份成立于2014年，专业从事锂电池正极材料前驱体的研发、生产、加工及销售。公司自成立以来先后建设西部、中部、南部产业基地，与全球知名电池及正极材料厂商形成了稳定的合作关系，前驱体产销量稳居全球前三，公司于2020年成功登陆创业板上市。

图表 1：公司发展历程



来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 2：公司在产业链中的位置

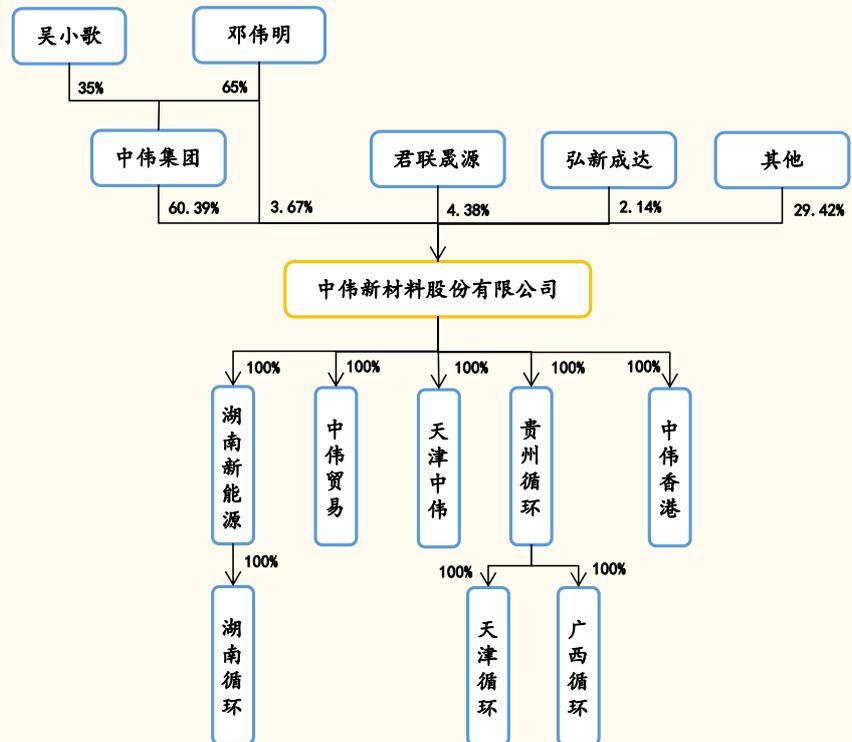


来源：公司招股书、国金证券研究所

- 公司股权结构较为集中。截至2020年年报，中伟控股持有公司60.39%的股份，系公司第一大股东，实际控制人为邓伟明、吴小歌夫妇，两人合计持有公司股份66.24%的股份。公司下属有湖南新能源、天津新

能源、贵州循环、中伟贸易、中伟香港五家全资子公司以及湖南循环和天津循环两家全资孙公司。贵州循环、湖南循环和天津循环是公司在循环产业的重要布局，利用废旧锂电池拆解、镍豆、镍粉及镍中间品、钴中间品等，生产硫酸钴、硫酸镍等，并销售给母公司、湖南新能源、天津新能源用于进一步生产锂电池正极材料前驱体。

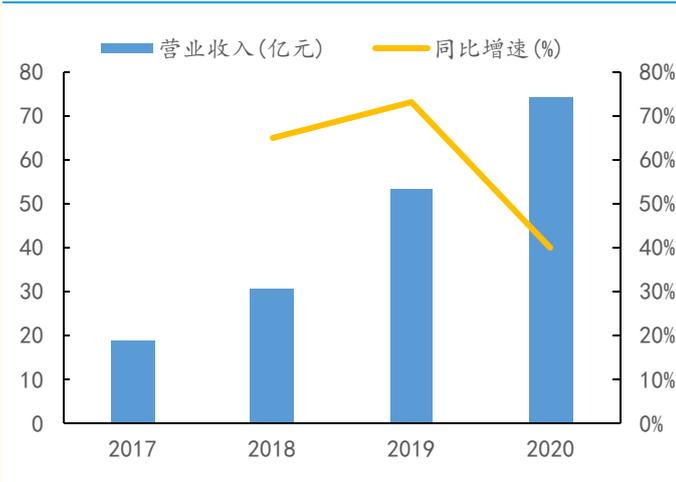
图表 3：公司股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

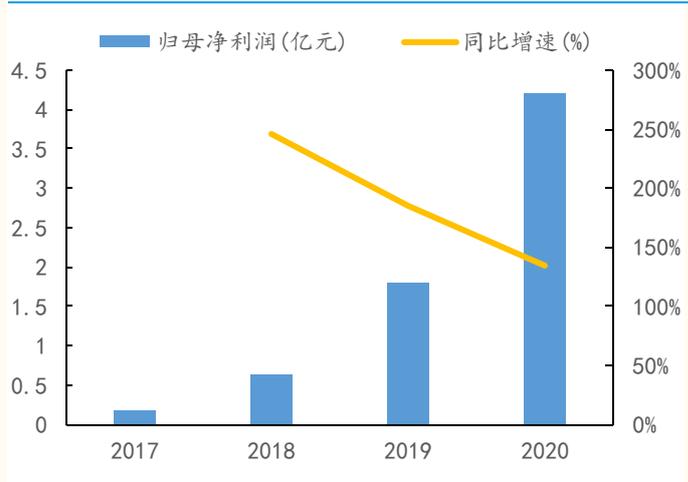
- **主营业务高速增长。**2017-2020 年，公司的营业收入从 18.62 亿元增长至 74.4 亿元，复合增速达 58.7%；归母净利润从 0.18 亿元增长至 4.2 亿元，复合增速达 184.6%。公司主要产品为三元前驱体及四氧化三钴，分别用于生产三元正极材料、钴酸锂正极材料。2017-2020 年三元前驱体收入从 11.63 亿元增长至 56.73 亿元，复合增速为 69.6%，营收占比从 62%增长至 76%。四氧化三钴收入从 4.51 亿元增长至 14.42 亿元，复合增速为 47.4%，占收入比重从 24%下跌至 19%。

图表 4: 2017-2020 年营收及同比增速



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 5: 2017-2020 年归母净利润及同比增速



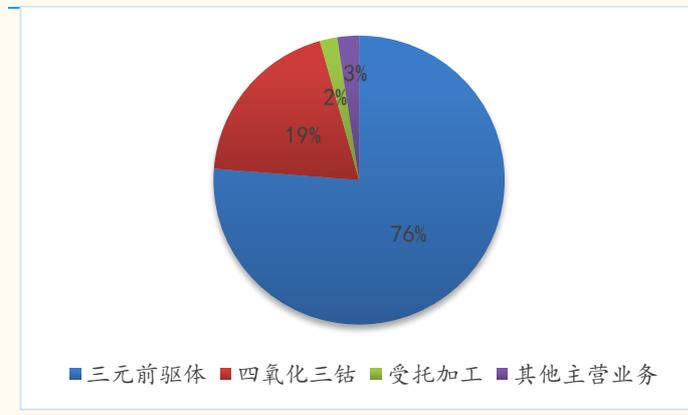
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 6: 2017-2020 年营业总收入构成



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 7: 2020 年公司收入结构

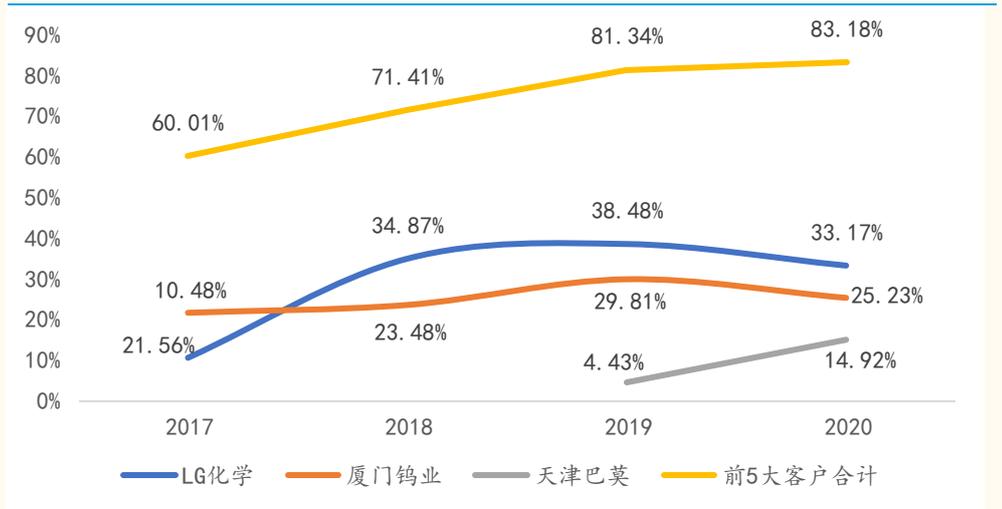


来源: 公司公告、国金证券研究所

1.2 客户优质集中度不断提升

- 客户集中度提升。**公司的主要客户为 LG 化学、厦门钨业、天津巴莫/特斯拉、当升科技、振华新材等。20 年公司前三大客户 LG 化学、厦门钨业、天津巴莫分别占公司收入的 33.17%、25.23%、14.92%。近年来公司客户集中度持续提升，20 年前五大客户销售金额占营业收入的比例为 83.18%，相比 2017 年增加 23.17pct，主要原因一是下游行业头部效应明显，优质客户快速成长；二是公司的产能释放优先向大客户倾斜。

图表 8：2017-2020 年前五大客户收入占比



来源：公司公告、国金证券研究所

- **客户优质，市占率有望跟随客户不断提升。**公司三元前驱体主要客户 LG 化学是全球领先的锂电池龙头厂商，下游客户涵盖了众多国际一线车企，包括大众、雷诺日产、现代起亚、特斯拉等；公司通过天津巴莫进入特斯拉供应链，2020 年 3 月，公司直接跟特斯拉签订供货协议；通过振华新材、当升科技，分别间接供应宁德时代与比亚迪。

公司四氧化三钴产品的主要客户为厦门钨业，厦门钨业为 3C 消费电子聚合物电池领域的绝对龙头 ATL 的供应商，客户涵盖 Apple、华为、小米等全球 3C 终端产品龙头企业，据测算，公司在厦门钨业四氧化三钴采购中所占份额近三年在 40% 以上。

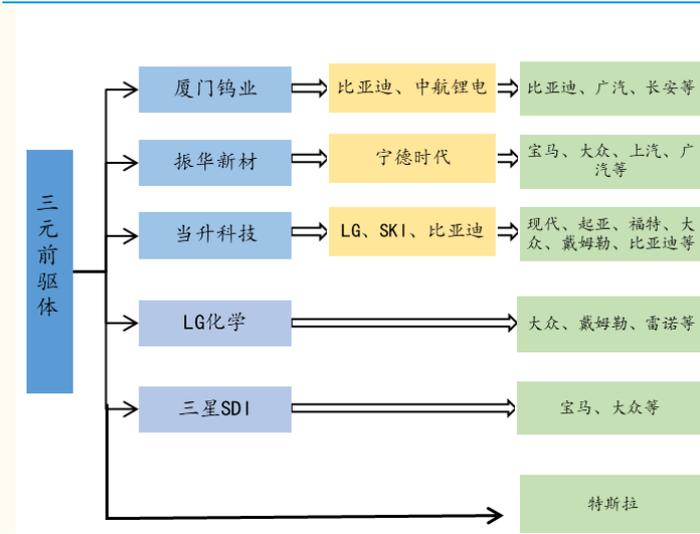
图表 9：公司对厦门钨业供应份额近三年在 40% 以上



来源：公司公告、国金证券研究所

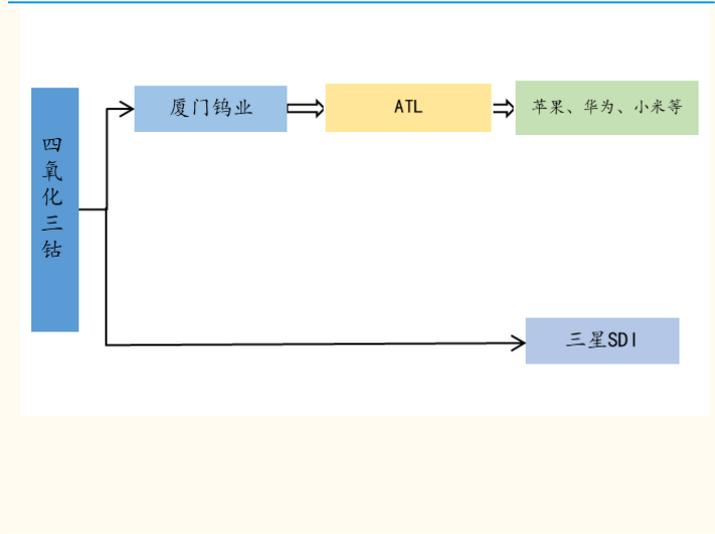
前驱体下游正极材料行业行对分散，公司客户涵盖了正极材料市占率前 7 名企业中的 5 名，2020 年合计市占率达 55%，客户优质。公司有望跟随客户享受高镍趋势下正极材料市场集中度提升的红利。

图表 10：公司三元前驱体下游客户



来源：国金证券研究所

图表 11：公司四氧化三钴下游客户



来源：国金证券研究所

图表 12：2018-2020 年国内三元正极材料主要厂商市场份额（蓝色为公司客户）

	2018	2019	2020
当升科技	10%	7%	9%
容百科技	10%	13%	14%
天津巴莫	5%	7%	11%
长远锂科	10%	11%	10%
湖南杉杉	8%	5%	8%
厦门钨业	7%	8%	6%
贵州振华	10%	9%	7%
其他	40%	40%	35%

来源：GGII、前瞻产业研究院、国金证券研究所

1.3 产能规模行业领先 加速扩产迎接需求爆发

- 公司拥有中西南部三大生产基地，产能规模行业领先。公司已在贵州铜仁建立西部产业基地、在湖南长沙建立中部产业基地，2021 年规划在广西钦州建设南部产业基地。截至 2020 年底，公司已建成 11 万吨/年的三元前驱体产能、2.5 万吨/年的四氧化三钴产能，高于可比公司格林美的 12.7 万吨（三元前驱体 10 万吨+四氧化三钴 2.7 万吨）和华友钴业的 10 万吨（三元前驱体），产能行业领先。
- 积极扩产迎接下游需求爆发式增长。公司中部基地现有产能 7 万吨（4.5 万吨三元前驱体+2.5 万吨四氧化三钴），预计 21 年底可以进一步扩张至 10 万吨（6.5 万吨三元前驱体+3.5 万吨四氧化三钴）。公司 IPO 募集资金用于扩建高性能锂离子电池三元正极材料前驱体西部基地项目，总投资 12.87 亿元，总建设期 39 个月，项目达产后形成 6 万吨/年三元前驱体产能，结构上以高镍三元前驱体为主，将进一步满足客户高端三元前驱体的需求。该项目目前按照公司规划加速进行，预计首期 1.5 万吨产能 2021 年二季度投产，整体募投项目则在 21 年四季度全部完成。2021 年 1 月 20 日，公司与广西钦州市政府签署北部湾产业基地项目投资合同书，其中一期项目投资约 100 亿，主要建设

年产 15 万吨前驱体和 7 万吨金属镍钴及其综合循环回收设施，建设期 4 年。该项目全部建成达产后，将极大提升公司三元前驱体产能。预计今年年底公司前驱体产能达到 22.5 万吨，2024/2025 年产能分别达 37.5/50 万吨。

图表 13：公司现有产能及规划（万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
中部		2.5	5	7	10	10	10	10
其中：三元前驱体		1.5	3	4.5	6.5	6.5	6.5	6.5
四氧化三钴		1	2	2.5	3.5	3.5	3.5	3.5
西部 (三元前驱体)	2	5	6.5	6.5	12.5	12.5	12.5	12.5
南部 (三元前驱体)						5	10	15
合计	2	7.5	11.5	13.5	22.5	27.5	32.5	37.5
三元前驱体	2	6.5	9.5	11	19	24	29	34
四氧化三钴		1	2	2.5	3.5	3.5	3.5	3.5

来源：公司公告、国金证券研究所

- **产能利用率、产销情况行业领先。**2017 年以来，公司三元前驱体/四氧化三钴产能利用率始终保持在 90%/80% 以上，2020 年三元前驱体更是超负荷生产。产销情况良好，前驱体产销率始终保持在 94% 以上。考虑到公司下游客户的扩产情况，预计公司出货量将持续增长，产能扩张顺应市场需求。
- **产能建设领先需求。**公司的产能建设通常会比预期需求提前 1-2 年，使得公司在行业需求爆发时有能力承接订单，帮助公司快速抢占市场份额。

图表 14：三元前驱体产能及产销情况

单位：万吨	2017	2018	2019	2020
自产产能	1.18	2.34	5.30	7.23
产能利用率	98.78%	99.88%	91.25%	100.95%
自产产量	1.17	2.34	4.83	7.30
委托加工产量	0.23	0.12		
销量	1.32	2.32	4.54	7.26
产销率	94.44%	94.56%	93.86%	99.42%

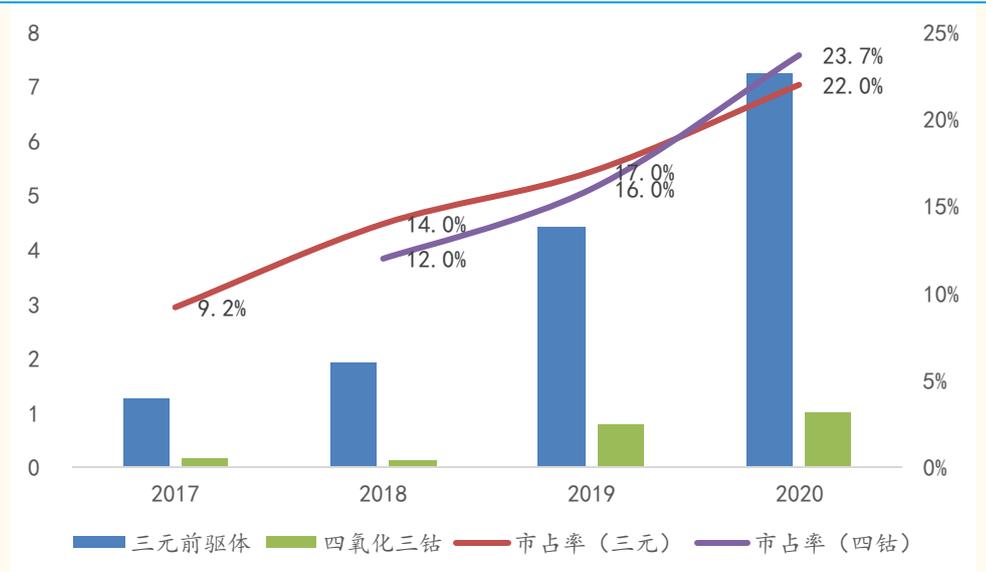
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 15：四氧化三钴产能及产销情况

单位：万吨	2017	2018	2019	2020
自产产能		0.44	1.17	2.04
产能利用率		81.59%	86.67%	93.55%
自产产量		0.36	1.01	1.91
委托加工产量	0.37	0.14		
销量	0.36	0.48	1.02	1.83
产销率	97.03%	96.21%	100.92%	95.88%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 16：公司前驱体出货量及市占率快速提升（单位：万吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

1.4 前驱体单吨盈利稳步提升

- 三元前驱体：产品结构改善叠加规模效应，毛利率稳步提升。**公司 17-20 年三元前驱体的毛利率分别为 8.62%/12.39%/13.76%/13.16%，17-19 年毛利率逐年提升主要系海外收入及中高镍产品占比提升。20 年毛利率有所下滑主要原因是根据新收入准则规定，将运费调整至主营业务成本，剔除运费影响后毛利率基本与 19 年持平。公司三元前驱体销量由 2017 年的 1.28 万吨增长至 2020 年的 7.28 万吨，复合增速 78.5%，高于行业 44% 的出货量增速。
- 四氧化三钴：出货量增速远高于行业，毛利率受钴价影响大。**公司 17-20 年自产四氧化三钴的毛利率分别为 16.63%/6.11%/7.52%/11.56%，受原材料钴价的影响毛利率波动较大。19 年毛利率有所回升主要是因为钴价回落以及高毛利的高电压产品收入占比提升。剔除运费核算以及原材料价格波动的影响后，推测 20 年自产四氧化三钴业务毛利率水平与 19 年持平。公司四氧化三钴前驱体销量由 2017 年的 0.36 万吨增长至 2020 年的 1.83 万吨，复合增速 71.9%，远高于行业 14% 的出货量增速。
- 前驱体单吨扣非净利润稳步提升。**随着原材料自供率提升、产品及客户结构改善、规模效应提升，公司前驱体扣非单吨净利润由 2017 年的 0.07 万元增长至 2020 年的 0.38 万元。

图表 17: 前驱体单价、单吨成本、单吨毛利、单吨扣非净利

	2017	2018	2019	2020
三元前驱体				
收入 (亿元)	11.63	21.70	37.79	56.73
销量 (万吨)	1.28	1.92	4.42	7.28
单价 (万元/吨)	9.09	11.29	8.54	7.81
四氧化三钴 (自产)				
收入 (亿元)	4.51	4.57	13.43	14.42
销量 (万吨)	0.16	0.14	0.79	1.02
单价 (万元/吨)	28.11	33.36	17.05	14.13
单吨成本 (万元/吨)	23.44	31.32	15.77	12.50
单吨毛利 (万元/吨)	4.67	2.04	1.28	1.63
毛利率	16.63%	6.11%	7.52%	11.56%
四氧化三钴 (受托加工)				
收入 (亿元)	0.29	0.52	0.37	1.45
销量 (万吨)	0.20	0.35	0.23	0.81
单价 (万元/吨)	1.47	1.50	1.58	1.80
四氧化三钴 (合计)				
销量 (万吨)	0.36	0.48	1.02	1.83
单吨扣非净利润 (万元/吨)				
	0.07	0.16	0.22	0.38

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 18: 公司三元前驱体和四氧化三钴价格走势



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 19: 公司三元前驱体和四氧化三钴成本走势



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 20: 三元前驱体和四氧化三钴毛利率



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 21: 前驱体单吨扣非净利率



来源: 公司公告、国金证券研究所

二、25 年行业利润空间接近百亿 行业集中度不断提升

2.1 三元前驱体行业集中度不断提升

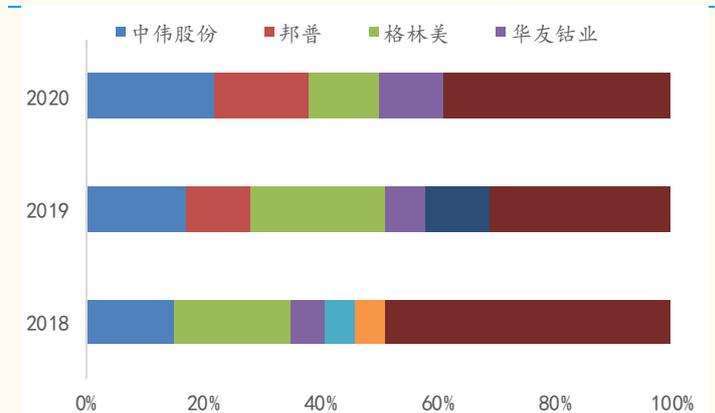
- 根据 GGII 数据, 2020 年全球三元前驱体出货量为 42 万吨, 同比增长 34%。其中国内出货量 33.4 万吨, 同比增长 45%。从国内市场格局来看, 2018-2020 年 CR5 占比 44.52%/64.78%/69.10%, 行业集中度持续提升。2020 年国内三元前驱体出货量超过 3 万吨的有中伟股份、邦普、格林美、华友钴业; 其中中伟股份出货量超 7 万吨, 份额占比 23.7%, 位居国内第一。邦普、格林美、华友钴业出货量在 3-6 万吨之间。

图表 22: 三元前驱体行业集中度进一步提升



来源: 鑫椽资讯、国金证券研究所

图表 23: 公司市占率稳步提升



来源: smm、国金证券研究所

2.2 三元前驱体市场快速扩容 2025 年对应百亿利润空间

- 从需求端看, 三元前驱体最重要的下游市场新能源车 2025 年有望实现全球销量 1649 万辆, 相比 2020 年 313 万辆年均复合增长率达 39.4%, 带来动力电池需求的快速增长。根据我们的测算, 2025 年全球三元前驱体需求量有望达到 157 万吨, 较 2020 年全球实际出货量 42 万吨实现了 30.2% 的年均复合增长。假设单吨三元前驱体存在 0.6 万元的净利润, 对应市场的利润空间接近百亿量级。

图表 24：2025 年三元前驱体需求空间测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内新能源车销量合计（万辆）	137	220	268	355	466	622
国内动力电池装机量（Gwh）	64	110	156	230	340	500
国内 LFP（Gwh）	24	36	50	69	95	129
国内三元（Gwh）	40	74	106	161	245	371
前驱体理论需求量（万吨）	8	15	19	29	44	67
yoy		85%	29%	52%	52%	51%
海外新能源车销量（万辆）	176	265	370	508	704	1026
海外动力电池装机量（Gwh）	74	127	194	292	439	695
全球新能源车销量合计（万辆）	313	485	638	863	1170	1648
全球动力电池装机量（Gwh）	136	227	332	481	700	1061
全球三元（Gwh）	112	191	276	411	597	873
前驱体理论需求量（万吨）	22	38	50	74	107	157
yoy		71%	30%	49%	45%	46%

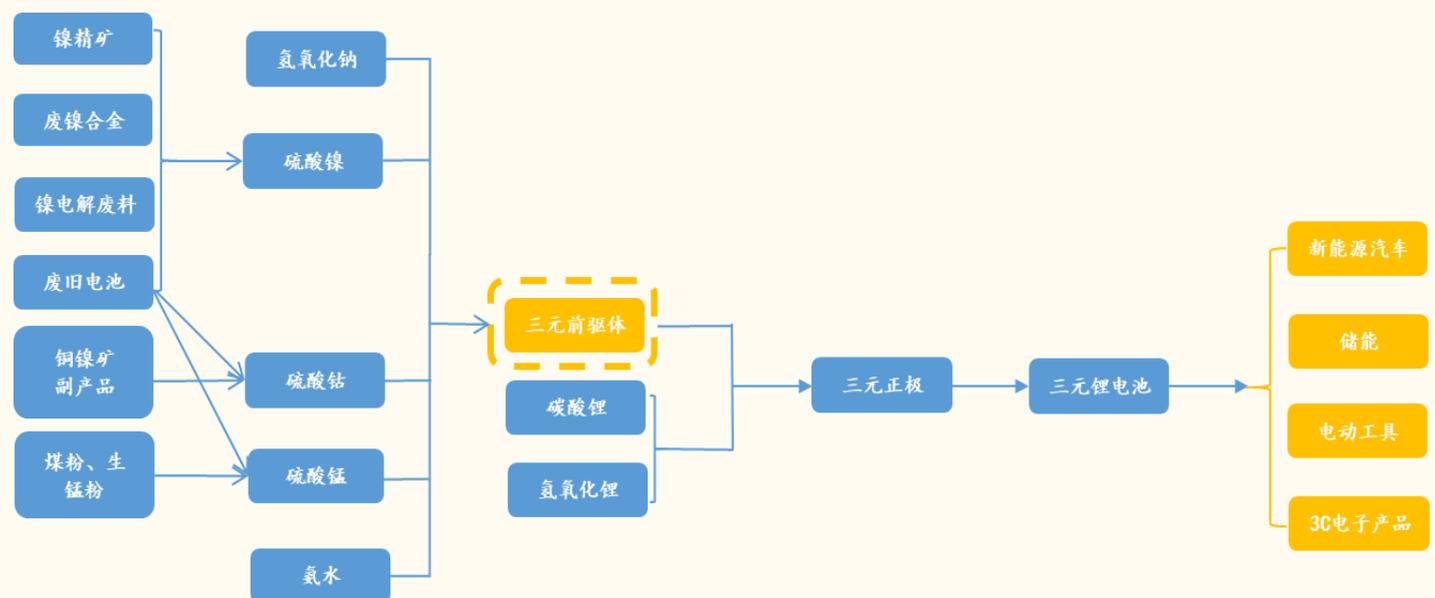
来源：GGII、SNE、国金证券研究所

三、前驱体生意的本质：技术+资源+资本

3.1、前驱体生产具有较高技术壁垒、高度定制化、技术快速迭代的特点

- 三元前驱体对正极材料的核心电化学性能起决定性作用。目前主流生产三元正极材料的方法是将前驱体经过混锂、煅烧等工序后获得三元材料。由于高温混锂、烧结过程对三元材料前驱体结构影响很小，因此三元正极材料对前驱体具有很好的继承性。前驱体的粒径、比表面积、振实密度、均一性等指标会直接影响三元材料的结构性能，进而影响锂电池的电化学性能。

图表 25：正极材料产业链

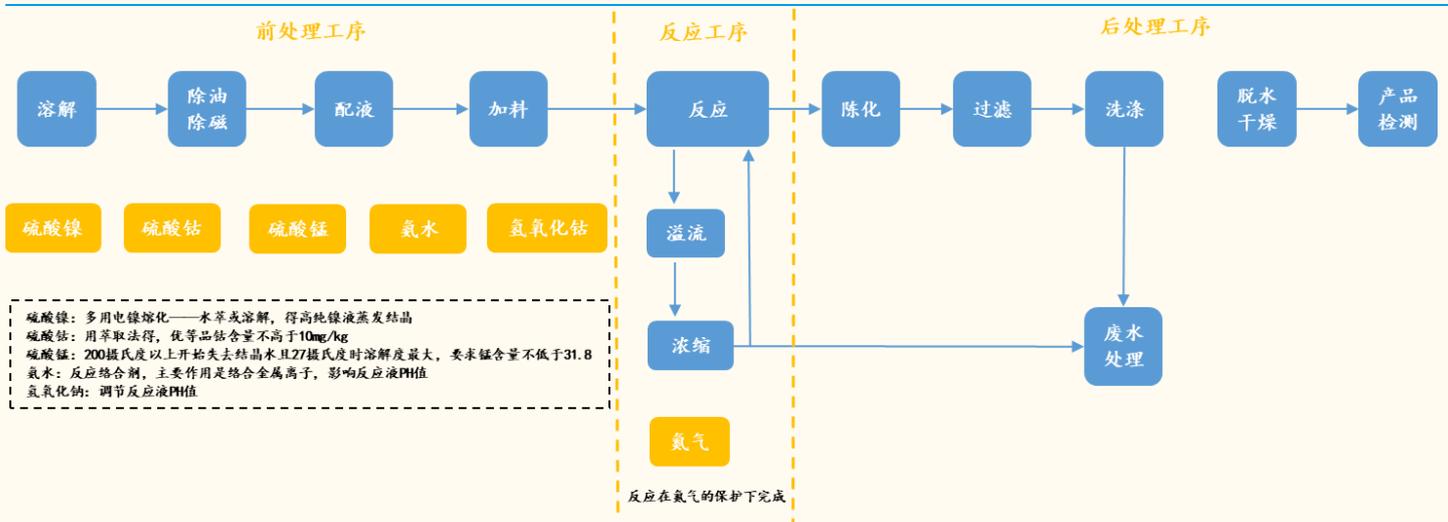


来源：国金证券研究所

- **前驱体生产具有较高技术壁垒。**三元前驱体主要生产流程包括：
 - 前处理：分别配置一定浓度的盐、碱溶液，并使用一定浓度的氨水作为络合剂；
 - 反应：将过滤除杂后的盐溶液、碱溶液、络合剂以一定的流量加入反应釜，在合适的反应条件下进行反应生成三元前驱体晶核并逐渐长大；
 - 后处理：当粒度到达预定值后，将反应浆料过滤、洗涤、干燥，得到三元前驱体；

在这个过程中，盐碱溶液和氨水的浓度、溶液进入反应釜的速率、反应温度、反应过程 PH 值、搅拌速度、反应时间等都将影响前驱体的粒径分布、振实密度、比表面积、形貌、金属/水分/杂质含量及 PH 值等前驱体关键指标。因此前驱体生产对厂商的配方、工艺参数、生产过程的 know-how 及流程管控能力要求较高。

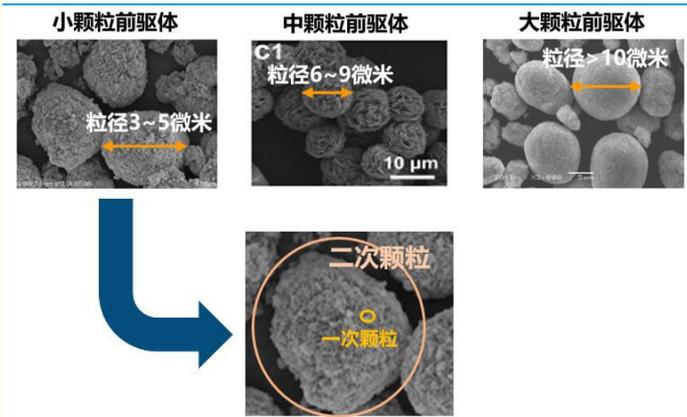
图表 26：前驱体制备流程



来源：容百科技招股说明书、国金证券研究所

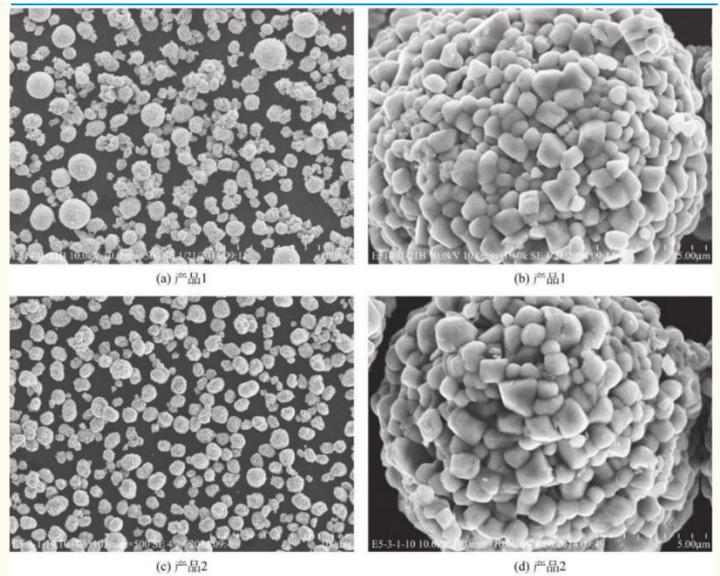
- **三元前驱体的生产具有高度定制化、技术快速迭代的特点。**目前行业正极材料在向高镍、高电压等方向发展，前驱体厂商需要跟随正极材料及电池厂商同步进行技术迭代，而不同客户对前驱体的元素配比、形貌、粒径等要求不一，因此下游客户常与前驱体厂商合作开发产品。开发需经过小试、中试、量试，周期较长常为 1-2 年，故下游客户不会轻易更换前驱体供应商。

图表 27: 不同粒径前驱体



来源: 国金证券研究所

图表 28: 不同比表面积前驱体



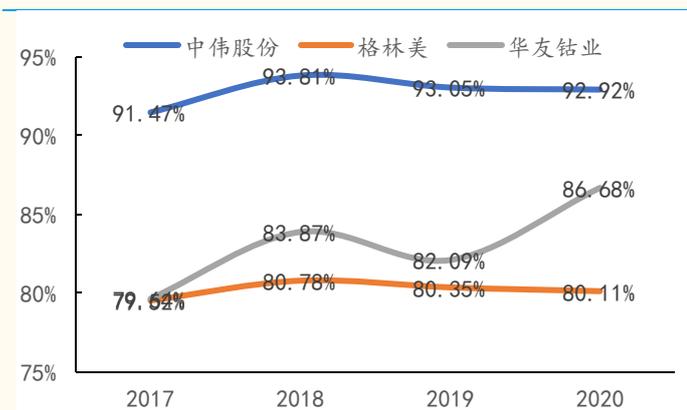
来源: 国金证券研究所

- 开放的研发体系为公司的技术领先性提供保障。在前驱体产品高定制化、技术快速迭代的背景下，公司开放的研发体系将其与多样的客户需求始终绑定在一起，从而帮助公司保持技术的领先性。公司为产品研发配备了 4000 吨的专用产能，每年开发改进的产品达 2000 多种，做到了产品全系列覆盖，这其中成功量产的比例达 80% 以上。

3.2 原材料成本占比高 前驱体生产资源属性明显

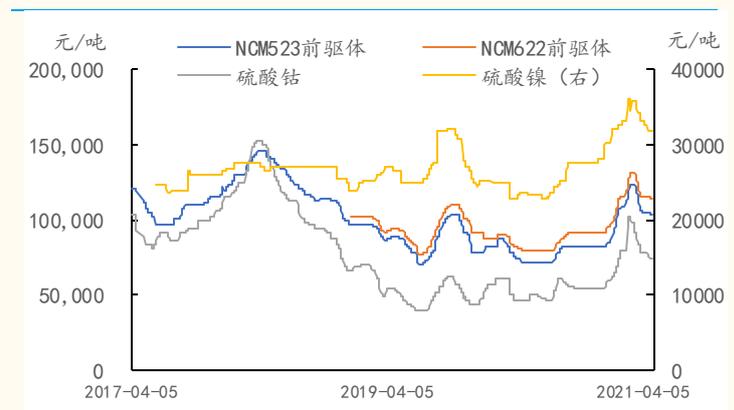
- 前驱体原材料成本占营业成本的比重约为 90%，一般采用成本加成方式定价。前驱体生产企业是否在上游原材料端有所布局是影响其成本的关键。主要原材料硫酸镍、硫酸钴、硫酸锰（铝）、氯化钴等来自有色金属冶炼行业，资源属性突出。

图表 29: 中伟、格林美、华友原材料占前驱体成本比重



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 30: 前驱体价格和钴镍成本走势趋同



来源: WIND, 国金证券研究所

3.3、资金实力成为前驱体厂商的竞争要素

- 前驱体合作开发周期较长，故下游客户在选择前驱体供应商时会考虑到 1-2 年后该厂商的产能是否能够满足生产要求。前驱体企业是否有充足的资金为客户准备产能成为重要的竞争要素。

图表 31：公司西部、南部基地建设项项目投资额

项目名称	项目建设内容	投资规模(亿元)	募集资金投入(亿元)	预计 IPO 项目年净利润	投资回收期(年)
IPO 募投项目					
高性能动力锂离子电池三元正极材料前驱体西部基地项目	将建成年产 6 万吨三元前驱体产能	12.87	12.62	3.06 亿元	4.12 年
补充营运资金		4	4		
合计		16.87	16.62		
中伟股份北部湾产业基地项目	分期开发，主要经营三元前驱体、四氧化三钴等前驱体开发以及金属镍钴及电池材料综合循环利用。一期投资约 100 亿，主要建设年产 15 万吨前驱体和 7 万吨金属镍钴及其综合循环回收设施	230			

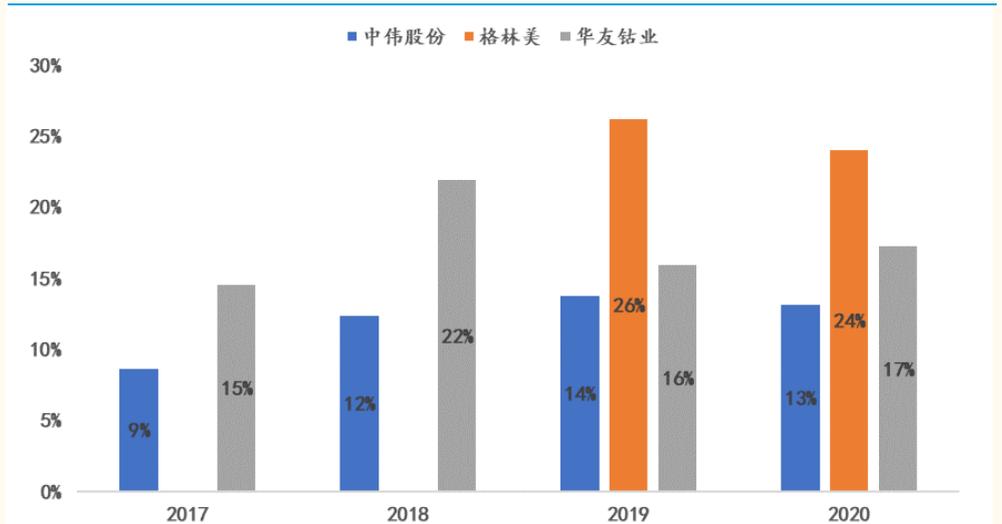
来源：公司公告、国金证券研究所

四、产品结构改善 资源端布局 公司利润率提升空间大

4.1 因产品结构及资源端布局短板 公司毛利率低于同行

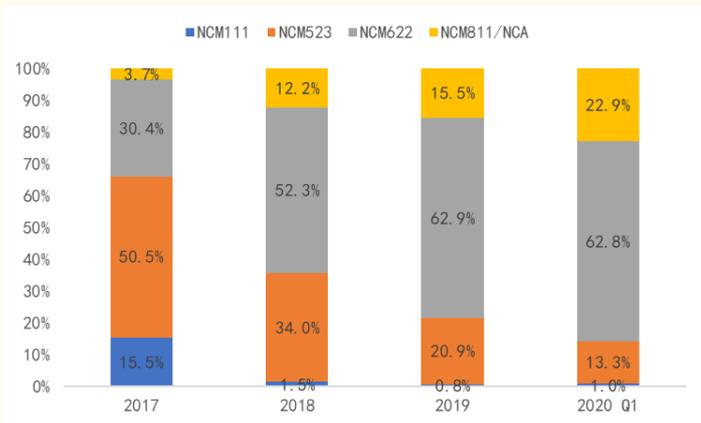
- 2020 年公司三元前驱体毛利率为 13%，低于华友钴业约 4pct，低于格林美约 11pct。公司毛利率低于可比公司主要原因有二。
- 原因一：产品结构不同，不同元素配比前驱体毛利率不一。格林美 20 年 6 系及以上产品出货量占比约 80%，其中 8 系及以上高镍产品出货量占比超 50%，NCA 9 系超高镍产品占比为 43%。而中伟虽然 6 系及以上产品出货量占比约 90%，但 8 系及以上高镍产品出货量占比仅约 30%。以目前市场行情看，8 系三元前驱体价格（不含税）高于 6 系约 6000 元/吨，而 8 系单吨成本仅比 6 系高约 1350 元/吨，8 系及 6 系前驱体毛利率差距约为 8pct。

图表 32：可比公司三元前驱体业务毛利率



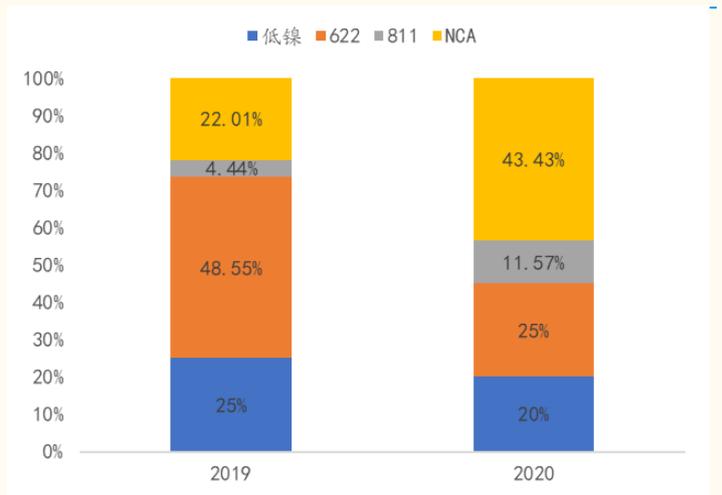
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 33：中伟不同元素配比三元前驱体销售金额占比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 34：格林美不同元素配比三元前驱体出货量占比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 35：不同元素配比三元前驱体成本测算

三元前驱体单吨金属用量 (吨)				
	镍	钴	锰	铝
NCM 111	0.20	0.20	0.20	
NCM 523	0.30	0.12	0.17	
NCM 622	0.37	0.12	0.11	
NCM 811	0.50	0.06	0.06	
NCA	0.50	0.03		0.03

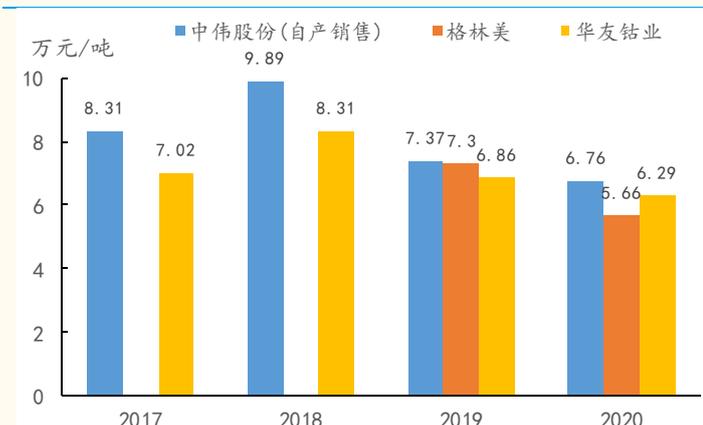
三元前驱体单吨晶体用量 (吨)				
	硫酸钴	硫酸镍	硫酸锰	硫酸铝
NCM 111	0.98	0.91	0.63	
NCM 523	0.60	1.36	0.53	
NCM 622	0.60	1.70	0.35	
NCM 811	0.30	2.27	0.20	
NCA	0.14	2.27		0.18

三元前驱体单吨成本测算 (万元/吨)				
	2017	2018	2019	2020
NCM 111	8.97	10.32	6.61	6.51
NCM 523	7.07	8.13	5.90	5.75
NCM 622	7.60	8.76	6.53	6.37
NCM 811	6.54	7.54	6.44	6.23
NCA	5.35	6.16	5.71	5.50

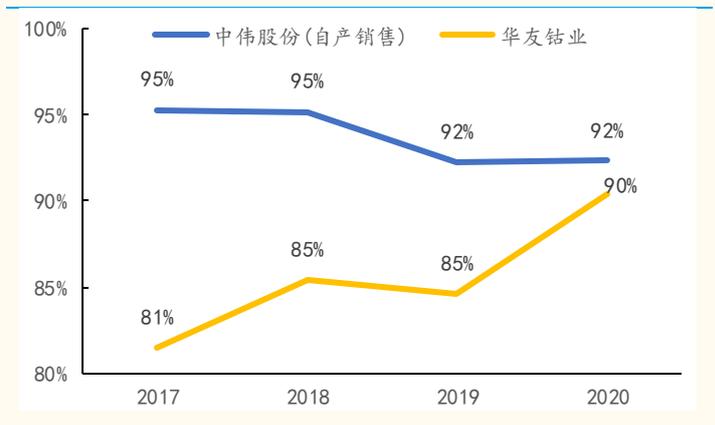
来源：鑫椽资讯、smm、国金证券研究所测算

- 原因二：在上游资源冶炼端的布局影响直接材料成本。2020 年中伟的三元前驱体单吨成本较华友高出 0.48 万元/吨，较格林美高出 1.11 万元/吨。因格林美与中伟及华友的产品结构存在明显差异，故不将格林美做横向比较。格林美 20 年 NCA 9 系产品出货量占比为 43.43%，而 NCA 9 系三元前驱体的成本较 6 系低 0.87 万元/吨，差距较大。中伟及华友产品结构相对类似，2019/2020 年中伟三元前驱体的直接材料成本占营业收入的比重分别比华友高 8pct/5pct，这部分差距主要由于华友在上游资源冶炼端有所布局。如公司 8 系及以上产品占比提升至 50%以上，毛利率可提升 2pct。

图表 36：2017-2020 中伟、华友、格林美三元前驱体单吨成本



图表 37：2017-2020 中伟、华友直接材料成本占营业成本比重



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 38：直接材料成本差距对毛利率的影响

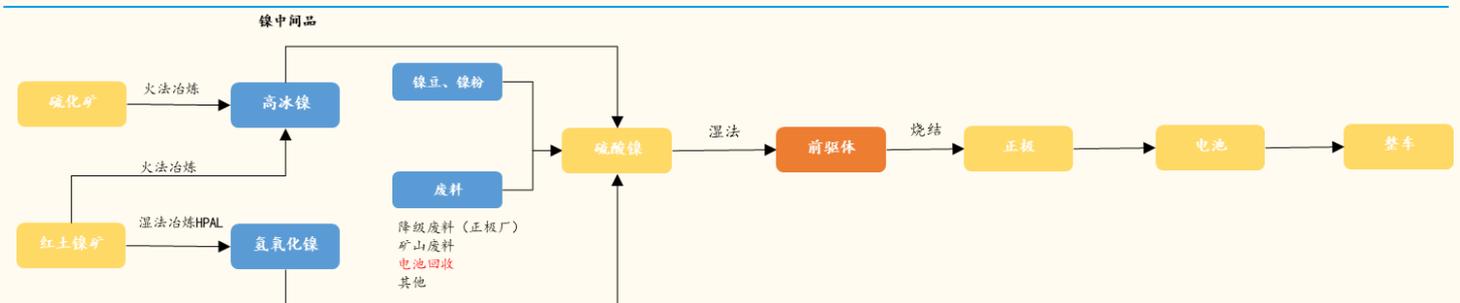
三元前驱体直接材料成本/销售收入				
	2017	2018	2019	2020
中伟股份(自产销售)	87%	83%	80%	80%
华友钴业	70%	67%	71%	75%
毛利率差距(中伟-华友)---A	-6%	-10%	-2%	-4%
直接材料成本/销售收入差距(华友-中伟)---B	-17%	-17%	-8%	-5%
中伟的人工、制造成本优势---(A-B)	12%	7%	6%	1%

来源：公司公告、国金证券研究所

4.3 提升原料自供率 增厚盈利

- 前驱体产业链由原生矿（硫化矿、红土镍矿）---镍中间品（高冰镍、氢氧化镍）---硫酸镍---前驱体组成。目前格林美在镍中间品、硫酸钴/镍、钴/镍金属回收均有布局。华友、邦普更是拥有上游的原生钴矿，打通了前驱体产业链。中伟在原材料端的布局相对滞后，2020 年前公司的核心原材料硫酸镍和硫酸钴均为外购，虽然采购价格相比市场公开价格差异较小，采购价格公允，但 2021 年一季度金属钴价格暴涨，硫酸钴价格最高达到 10 万元/吨，公司面临的原材料价格波动风险较大。公司目前正积极向产业链上游延伸，以实现用镍/钴中间品及镍豆/镍粉加工成硫酸镍/硫酸钴，并实现电池循环回收，逐步提升原料自供率，以此增厚盈利水平。

图表 39：前驱体产业链



来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 40：前驱体企业在原材料端的布局

	华友钴业	格林美	宁德时代/邦普	中伟股份
钴	<p>资源：自有刚果金 PE527 等矿权，向当地矿山、矿业公司采购为补充</p> <p>冶炼：已有印尼 2.14 万吨粗钴产能，7800 吨钴金属量产能 2021 年前完成项目建设；国内 3.9 万吨钴产品产能</p> <p>回收：两个子公司华友衢州和资源再生分别进入工信部发布的符合《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业名单第一批次和第二批次</p>	<p>冶炼：现有 3 万吨/年钴金属湿法冶炼产能，2021 年将新建 3 万吨/年镍钴金属的化学体系（硫酸镍、硫酸钴与氯化钴）</p> <p>回收：年回收钴金属 5000 吨以上，至 2025 年将扩大到 15000 吨以上</p>	<p>资源：洛阳铝业 Kisanfu 铜钴矿 25% 股权</p> <p>冶炼：印尼青美邦红土镍矿湿法冶炼项目 10% 股权，该项目预计实现 2 万吨/年电池级硫酸钴晶体产能</p> <p>回收：具备 12 万吨废旧电池处理能力，年回收处理废旧电池总量超过 6000 吨，废旧电池回收占国内 51%，</p>	<p>回收：西部产业基地循环产业园预计 2021 年将实现镍钴冶炼产能 5 万吨，并在广西南部产业基地建设 7 万吨金属镍钴及其综合循环回收项目</p>
镍	<p>冶炼：印尼年产 6 万吨镍金属量红土镍矿湿法冶炼项目 2021 年投产、华科火法冶炼年产 4.5 万吨高冰镍项目开始前期工作，衢州年产 3 万金属吨高纯三元动力电池级硫酸镍项目已开工建设</p>	<p>冶炼：已有 4 万吨/年镍金属湿法冶炼产能；已锁定 50 万吨金属镍资源，拥有印尼青美邦红土镍矿湿法冶炼项目 72% 股权，2022 年一季度将实现 2 万金属吨镍中间品和 3 万金属吨硫酸镍产能</p> <p>回收：年回收镍金属 10000 吨以上</p>	<p>冶炼：印尼青美邦红土镍矿湿法冶炼项目 10% 股权，该项目预计实现不低于 5 万吨/年镍金属产能，对应 5 万吨氢氧化镍中间品和 15 万吨电池级硫酸镍晶体年产能</p>	<p>资源：与青山控股签订战略合作协议，预计 2021-2023 年总供应公司镍金属当量 30-100 万吨</p> <p>冶炼：与 RIGQUEZA 共同投资建设年产 3 万吨高冰镍含镍金属项目，一期建设 1 万吨</p>

来源：公司公告、国金证券研究所

- **镍钴自供比例每提升 10%，中伟毛利率可增厚 1.8pct。**参考华友、格林美硫酸钴、硫酸镍的加工费，假设公司硫酸镍、硫酸钴加工费分别为 1.76 万元/吨，3.3 万元/吨，我们预计镍钴自供比例每提高 10%，生产单吨三元前驱体的镍钴成本将降低 1500 元，毛利率可相应上升 1.8pct。自供比例达到 40% 时，公司的毛利率将达到 17.56%，高于华友钴业(17.29%)，自供比例达到 70% 时，毛利率将达到 23.15%，接近产品结构较优的格林美。

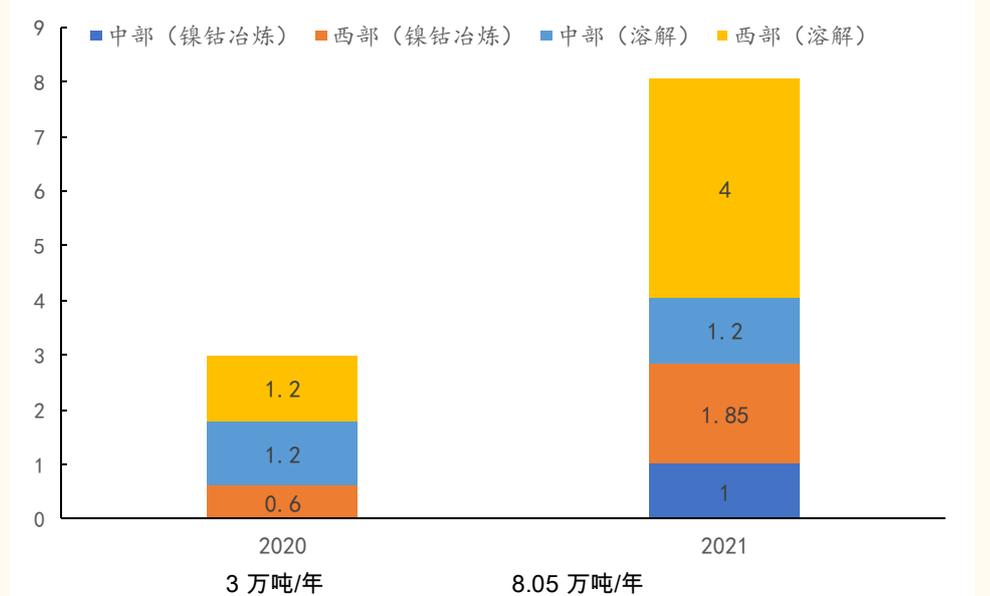
图表 41：以 2020 年价格成本为基准测算中伟钴镍自供比例对毛利率的影响

中伟——镍钴自供比例	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	100%
单吨硫酸钴自供需求量(吨)	0	0.05	0.10	0.15	0.20	0.25	0.30	0.35	0.50
单吨硫酸镍自供需求量(吨)	0	0.18	0.37	0.55	0.73	0.92	1.10	1.28	1.83
单吨硫酸钴外购需求量(吨)	0.50	0.45	0.40	0.35	0.30	0.25	0.20	0.15	0.00
单吨硫酸镍外购需求量(吨)	1.83	1.65	1.47	1.28	1.10	0.92	0.73	0.55	0.00
单吨镍钴成本(万元)	6.34	6.20	6.05	5.91	5.76	5.62	5.47	5.33	4.89
单吨硫酸锰/铝成本(万元)	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
单吨直接材料成本(万元)	6.50	6.35	6.21	6.06	5.92	5.77	5.63	5.48	5.05
单吨总成本(万元)	7.00	6.86	6.71	6.57	6.42	6.28	6.13	5.99	5.55
毛利率(%)	10.10%	11.96%	13.83%	15.69%	17.56%	19.42%	21.29%	23.15%	28.75%

来源：鑫椴资讯、公司公告、国金证券研究所

- 公司 20 年拥有镍钴冶炼产能 3 万吨，21 年底将扩张至 8.05 万吨。以公司 20 年的产品结构估算，单吨三元前驱体需要 0.5 吨镍钴金属用量。8.08 万吨镍钴冶炼产能可对应 15.8 万吨前驱体产能。21 年冶炼/三元前驱体产能配套率可达 70%。20 年公司实际自供比例约为 20%，预计 21 年自供比例可达 30%-40%，毛利率可提升至约 15.7%-17.6%。

图表 42：公司镍钴冶炼产能规划



来源：公司公告、国金证券研究所

五、客户拓展 份额提升带来高出货弹性

5.1 现有客户份额提升叠加客户自身需求高增为公司出货量保驾护航

- 公司在 LG 化学份额仍有提升空间。LG 化学自 2018 年以来一直是公司第一大客户，20 年公司对于 LG 化学销售金额占总营收比重达 33.17%。2018-2020 年公司在 LG 化学的供应份额分别为 63.71%、56.45%、31.34%。份额下降的主要系 LG 化学出货量高增，公司产能无法满足其高速增长的需求。

图表 43：2017-2020 年公司在 LG 化学的供货份额

	2017	2018	2019	2020
销售金额 (百万元)	195.10	1069.78	2041.14	2467.72
单价 (万元/吨)	9.54	11.96	8.85	8.29
销量 (万吨)	0.20	0.89	2.31	2.98
LG 化学动力电池全球出货量 (GWh)	4.5	7.8	22.7	52.8
前驱体理论需求量 (万吨)	0.81	1.40	4.09	9.50
公司供应份额	25.25%	63.71%	56.45%	31.34%

来源：公司公告、SNE、国金证券研究所

- 客户出货量高增叠加份额提升，公司对 LG 出货量五年复合增速可达 55%。近年来，LG 化学凭借其深厚的技术积累、多元化的客户拓展、高效的产能扩张快速跻身全球动力电池及储能锂电池龙头厂商。2020 年出货量达 52.8GWh，同比增长 133%，占全球出货量份额为 24.8%。根据其产能规划，2023、2025 年产能规模将分别达 260GWh、350GWh。假设 2025 年 LG 化学出货量为 300GWh，对应的三元前驱体需求约 54 万吨。中伟即使保持 30%份额，对 LG 化学的出货量将达 16 万吨，2020-2025 复合增速达 40%。若份额提升至 50%，那么公司对 LG 出货量将达 26 万吨，2020-2025 复合增速为 55%。

图表 44: LG 化学动力电池装机量及出货量



来源: GGII、SNE、国金证券研究所

图表 45: LG 化学产能



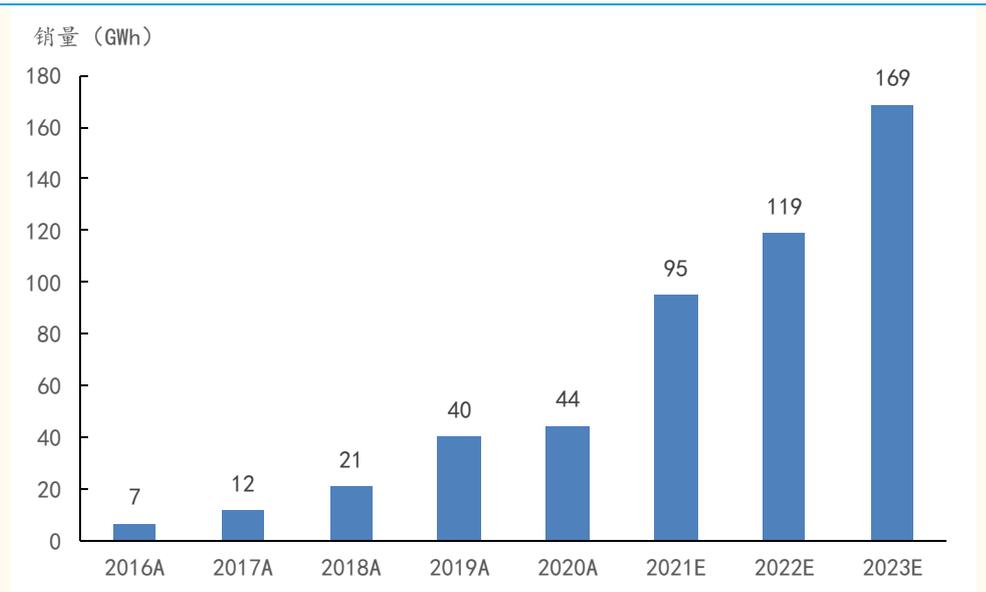
来源: LGC 年报、国金证券研究所

- 公司通过天津巴莫供货特斯拉，2020 年 3 月公司通过特斯拉验证成为指定供应商。据测算，2019 年公司在巴莫的供应份额为 22.43%，2020 年向特斯拉供货三元前驱体约 1.42 万吨。特斯拉在 2020 年的电池日中提出了自产电池计划，目标在 2022 年前实现 100GWh 产能，对应前驱体需求 19 万吨，公司出货量有望随着特斯拉电池产能放量提升。

5.2 客户拓展为公司打开需求空间

- 有望进入宁德供应链打开需求空间。宁德时代 20 年动力电池销量为 44.45GWh，预计 21 年出货量有望达 95GWh，同比增长 113.72%，对应三元前驱体需求约 17.1 万吨。过去宁德前驱体的主要供应商为子公司邦普循环的湖南及佛山工厂，目前两大工厂产能约 10 万吨/年，相较今年 17 万吨的需求，有约 7 万吨的供应缺口，预计今年中伟将成功进入宁德供应链。根据目前宁德披露的产能规划，远期产能将达 500GWh，对应前驱体需求约 90 万吨，打开了中伟的需求空间。

图表 46：宁德时代动力电池销量及预测



来源：公司公告、国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

- 三元前驱体：**考虑到未来三年海外大客户 LG 化学需求持续增长，且 21 年有望对宁德直接出货。结合公司的扩产节奏，我们预计 21-23 年三元前驱体出货量分别为 13.35/17.46/21.52 万吨，分别同比 +84%/31%/23%。价格方面，20 年公司三元前驱体均价 7.81 万元/吨。三元前驱体定价方式为成本加成定价法，前驱体价格与原材料价格高度相关。结合 21 年镍、钴价格表现，预计 21-23 年前驱体价格 8.99/9.26/9.53 万元/吨，分别同比 +15%/3%/3%。

原材料自供比例提升 10% 对应增厚毛利率 1.8pct，我们推测 20 年公司实际自供比例约为 20%，预计 21-23 年自供比例可达 30%/40%/60%，对应 20 年可分别提升毛利率 1.8/3.6/7.2pct。结合原材料价格、规模效应、产品结构等影响，保守估计 21-23 年三元前驱体业务对应毛利率分别为 15.16%/16.66%/18.16%。

- 四氧化三钴：**根据我们的测算，20 年公司自产四氧化三钴出货量 1.02 万吨，同比 +30%。公司四氧化三钴主要对应客户是厦门钨业，参考 GGII 对全球四氧化三钴出货量的预测，基于对公司市占率的判断，我们预计未来三年公司四氧化三钴出货量同比增速 10%，分别对应出货量 1.12/1.23/1.36 万吨。价格方面考虑钴价走高，预计未来三年四钴价格同比 +3%。

循环一体化布局同样会影响公司四氧化三钴业务的毛利率，保守估计 21-23 年四氧化三钴毛利率分别为 8.52%/9.52%/10.52%。

- 受托加工业务：**公司 2017-2020 年受托加工业务量分别为 0.23/0.75/0.35/0.81 万吨，2018 年和 2020 年有比较明显的增长主要系当年度四氧化三钴多数为受托加工。预计 21-23 年受托加工业务量稳定在 0.81 万吨。根据我们的测算，20 年加工费 1.8 万元/吨，加工费与原材料无关因此水平较为稳定，预计未来三年与 20 年持平。

毛利率方面，公司 2017-2020 年受托加工业务毛利率分别为 3.71%/32.61%/40.97%/25.00%，预计 21-23 年毛利率水平稳定在 25%。

图表 47：盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
三元前驱体							
收入 (百万元)	1163.31	2169.78	3778.63	5673.24	11994.27	16159.35	20514.86
yoy		86.52%	74.15%	50.14%	111.42%	34.73%	26.95%
出货量 (万吨)	1.28	1.92	4.42	7.26	13.35	17.46	21.52
单价 (万元/吨)	9.09	11.29	8.54	7.81	8.99	9.26	9.53
毛利率	8.59%	12.37%	13.76%	13.16%	15.16%	16.66%	18.16%
四氧化三钴							
收入 (百万元)	450.57	457.09	1342.51	1442.31	1903.85	2157.06	2443.95
yoy		1.45%	193.71%	7.43%	32.00%	13.30%	13.30%
出货量 (万吨)	0.16	0.14	0.79	1.02	1.12	1.23	1.36
单价 (万元/吨)	28.11	33.36	17.05	14.13	16.96	17.47	17.99
毛利率	16.62%	6.11%	7.52%	11.56%	8.52%	9.52%	10.52%
受托加工							
收入 (百万元)	44.69	150.52	52.92	145.89	145.89	145.89	145.89
yoy		236.81%	-64.84%	175.68%	0.00%	0.00%	0.00%
出货量 (万吨)	0.23	0.75	0.35	0.81	0.81	0.81	0.81
单价 (万元/吨)	1.90	2.02	1.53	1.80	1.80	1.80	1.80
毛利率	3.71%	32.61%	40.97%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
合计							
收入	1861.61	3068.22	5311.21	7439.62	14044.01	18462.30	23104.70
yoy		64.82%	73.10%	40.07%	88.77%	31.46%	25.15%
毛利率	9.71%	11.43%	12.31%	13.14%	14.36%	15.89%	17.40%

来源：公司公告、国金证券研究所

6.2 投资建议及估值

预计公司 2021-2023 年净利润为 9.14/13.29/19.54 亿元，EPS 分别为 1.60/2.33/3.43 元，对应 PE 为 63/44/30 倍。我们认为，公司为全球前驱体龙头，产能扩张及客户拓展超预期，产品结构改善及原材料自供率提升有望为公司带来超越行业的增长，给予公司 2022 年 60 倍 PE，目标价 139.8 元，给予公司“买入”评级。

图表 48：可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002340.SZ	格林美	10.99	0.25	0.34	0.44	44	32	25
603799.SH	华友钴业	83.08	1.98	2.52	3.27	42	33	25
688005.SH	容百科技	66.15	1.31	2.1	2.97	50	32	22
300073.SZ	当升科技	45.02	1.38	1.86	2.44	33	24	18
600549.SH	厦门钨业	20.54	0.66	0.81	1.18	31	25	17
平均值						42	30	23
300919.SZ	中伟股份	101.8	1.60	2.33	3.43	63	44	30

来源：Wind，国金证券研究所

七、风险提示

- **新能源车销量不及预期：**终端销量今年一季度以来呈现爆发趋势，尽管我们看好全年销量，仍有可能因新车型产品力不足、车规级芯片缺货等原因导致销量不及预期
- **公司产能建设不及预期。**公司今年预期产能 9 万吨，增幅较大，若产能建设速度不达预期将影响全年出货量。
- **行业扩产过快导致竞争环境恶化。**下游电池厂商集中度提升，对产业连的话语权加强，如果前驱体行业产能扩张过快将出现供大于求的情况，供需格局破坏将导致毛利率下降。
- **限售股解禁风险。**2021 年 6 月 23 日及 2021 年 12 月 22 日分别有 273.79/10373.45 万股，占总股本分别为 0.48%/18.21%。

关键指标	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%YoY)						
收入增长率	64.82%	73.10%	40.07%	88.77%	31.46%	25.15%
归母净利润增长率	246.26%	184.83%	133.65%	117.08%	44.24%	46.00%
EBITDA 增长率	164.44%	91.46%	70.22%	107.88%	56.03%	42.45%
EBIT 增长率	174.11%	77.15%	81.58%	3.63%	3.63%	3.63%
估值指标						
PE				60.28	41.79	28.62
PB				12.54	10.63	8.69
EV/EBITDA				40.85	26.18	18.38
EV/EBIT				49.18	31.42	21.70
EV/NOPLAT				65.36	44.32	29.90
EV/Sales				3.95	3.00	2.40
EV/IC				8.54	6.91	5.66
盈利能力 (%)						
毛利率	11.43%	12.31%	13.14%	14.36%	15.89%	17.40%
EBITDA 率	6.53%	7.22%	8.78%	9.66%	11.47%	13.06%
EBIT 率	5.06%	5.18%	6.71%	8.03%	9.56%	11.06%
税前净利润率	2.11%	3.99%	6.39%	7.35%	8.07%	9.41%
税后净利润率 (归属母公司)	2.06%	3.39%	5.65%	6.49%	7.13%	8.31%
ROA	1.55%	2.92%	4.26%	7.61%	8.94%	10.81%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.88%	8.51%	10.95%	20.81%	25.43%	30.36%
ROIC	10.64%	7.47%	7.90%	15.34%	19.41%	23.05%
偿债能力						
流动比率	0.89	1.17	1.40	1.08	0.99	0.99
速动比率	0.67	0.86	1.09	0.73	0.64	0.64
归属母公司权益/有息债务	0.54	2.28	2.35	2.08	1.81	1.82
有形资产/有息债务	4.26	6.27	5.75	5.43	4.94	4.91
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)						
EPS		0.35	0.74	1.60	2.31	3.37
每股经营现金流		-0.55	0.76	1.36	2.87	3.91
每股股利		0.00	0.00	0.64	0.92	1.35
每股自由现金流 (FCFF)		-1.73	-0.88	-2.07	-0.12	1.06
每股净资产		4.12	6.74	7.70	9.08	11.10
每股销售收入		10.36	13.06	24.65	32.41	40.56

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	3,068	5,311	7,440	14,044	18,462	23,105	货币资金	496	951	2,712	1,281	1,321	1,627	
增长率		73.1%	40.1%	88.8%	31.5%	25.1%	应收账款	1,130	1,522	2,039	2,995	3,641	4,501	
主营业务成本	-2,718	-4,657	-6,462	-12,027	-15,528	-19,085	存货	595	1,040	1,460	2,297	2,963	3,638	
%销售收入	88.6%	87.7%	86.9%	85.6%	84.1%	82.6%	其他流动资产	214	366	337	575	520	591	
毛利	351	654	978	2,017	2,935	4,020	流动资产	2,434	3,878	6,548	7,148	8,446	10,358	
%销售收入	11.4%	12.3%	13.1%	14.4%	15.9%	17.4%	%总资产	59.6%	62.9%	66.4%	59.6%	57.4%	58.3%	
营业税金及附加	-4	-16	-27	-51	-67	-84	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,311	1,896	2,688	4,308	5,650	6,690	
销售费用	-36	-74	-26	-48	-64	-80	%总资产	32.1%	30.8%	27.3%	35.9%	38.4%	37.7%	
%销售收入	1.2%	1.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	218	278	409	532	623	713	
管理费用	-47	-114	-156	-281	-369	-462	非流动资产	1,649	2,285	3,316	4,839	6,273	7,403	
%销售收入	1.5%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	40.4%	37.1%	33.6%	40.4%	42.6%	41.7%	
研发费用	-108	-175	-270	-510	-670	-839	资产总计	4,084	6,164	9,864	11,988	14,719	17,761	
%销售收入	3.5%	3.3%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	短期借款	616	779	794	1,268	2,014	2,628	
息税前利润 (EBIT)	155	275	499	1,127	1,764	2,555	应付款项	1,437	2,134	3,541	5,227	6,364	7,579	
%销售收入	5.1%	5.2%	6.7%	8.0%	9.6%	11.1%	其他流动负债	682	406	344	128	166	208	
财务费用	-72	-90	-64	-132	-313	-421	流动负债	2,735	3,319	4,680	6,623	8,544	10,414	
%销售收入	2.3%	1.7%	0.9%	0.9%	1.7%	1.8%	长期贷款	284	150	841	841	841	841	
资产减值损失	17	19	17	-15	-14	-12	其他长期负债	575	581	506	140	160	180	
公允价值变动收益	0	2	-2	0	0	0	负债	3,594	4,050	6,027	7,604	9,545	11,435	
投资收益	0	-22	-27	-27	-27	-27	普通股股东权益	490	2,114	3,837	4,384	5,173	6,326	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	71	513	570	570	570	570	
营业利润	90	212	468	1,032	1,489	2,174	未分配利润	63	71	470	1,017	1,806	2,959	
营业利润率	2.9%	4.0%	6.3%	7.4%	8.1%	9.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-26	0	8	0	0	0	负债股东权益合计	4,084	6,164	9,864	11,988	14,719	17,761	
税前利润	65	212	476	1,032	1,489	2,174	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	2.1%	4.0%	6.4%	7.4%	8.1%	9.4%	每股指标							
所得税	-2	-32	-55	-120	-174	-254	每股收益		0.351	0.738	1.601	2.310	3.372	
所得税率	2.5%	15.1%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	每股净资产		4.124	6.735	7.696	9.082	11.105	
净利润	63	180	420	912	1,316	1,921	每股经营现金净流		-0.551	0.765	1.362	2.870	3.914	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利		0.000	0.000	0.640	0.924	1.349	
归属于母公司的净利润	63	180	420	912	1,316	1,921	回报率							
净利率	2.1%	3.4%	5.6%	6.5%	7.1%	8.3%	净资产收益率		12.88%	8.51%	10.95%	20.81%	25.43%	30.36%
							总资产收益率		1.55%	2.92%	4.26%	7.61%	8.94%	10.81%
							投入资本收益率		10.64%	7.47%	7.90%	15.34%	19.41%	23.05%
							增长率							
							主营业务收入增长率		64.82%	73.10%	40.07%	88.77%	31.46%	25.15%
							EBIT增长率		174.11%	77.15%	81.58%	125.84%	56.51%	44.83%
							净利润增长率		246.26%	184.83%	133.65%	117.08%	44.24%	46.00%
							总资产增长率		101.30%	50.94%	60.03%	21.53%	22.78%	20.67%
							资产管理能力							
							应收账款周转天数		41.3	43.7	50.1	51.0	53.0	54.0
							存货周转天数		61.8	64.0	70.6	70.0	70.0	70.0
							应付账款周转天数		43.4	52.9	50.0	49.0	47.0	46.0
							固定资产周转天数		135.7	117.0	102.1	92.5	93.2	87.8
							偿债能力							
							净负债/股东权益		82.43%	-3.95%	-28.07%	16.04%	29.64%	29.11%
							EBIT利息保障倍数		2.2	3.0	7.8	8.5	5.6	6.1
							资产负债率		88.00%	65.70%	61.10%	63.43%	64.85%	64.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	13	23	26	29
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.04	1.04	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402