

# 毛利及增速是更关键指标，优越的平台模式支撑长期成长性



## 核心观点

- 公司业绩表现出较强的抗周期属性，反映出公司商业模式的优越性。公司业绩的抗周期属性表现为 3 个方面：1) 营收、利润在疫情期间逆势高速增长，对于线下生产活动停滞的不利影响不敏感。而在疫情结束后，部分线上化场景红利随着线下活动的开展而退坡，公司业绩延续了高增速，顺利渡过疫情前——疫情中——疫情后的 2 个转折期；2) 公司毛利维持稳定高速增长，并未受到大宗原料品价格周期的影响，是公司产业链提升效率而创造稳定价值的直接体现；3) 公司业绩持续高增长，对单一平台的依赖度降低，新平台对毛利的贡献比重明显提升。我们认为，业绩抗周期性属性，背后是“多多”平台闭环交易的完善流程和较强的产业影响力。
- 毛利及增速是更关键的指标，而不是分别讨论毛利率及营收。我们认为分立讨论毛利率、营收增速并不适合国联股份的情况，只关注综合毛利率数据可能会无法充分理解公司基本面。公司在交易过程中并不直接承担货物风险和资金风险，毛利更主要是为产业链提效创造价值的回报，具有服务费属性而非单纯的买卖价差，因此毛利及增速是公司经营情况的直接指标。我们认为，应当主要关注公司毛利增速水平，而不是毛利率水平。
- 综合毛利率的变化是平台迅速成长的结果，公司当前的战略在顺利推进中。公司综合毛利率的表现下滑，我们认为有 3 个可能的因素：1) 公司非电商业务毛利率水平高于电商业务，随着公司战略重心向 B2B 电商业务的不断聚焦，非电商业务的收入占比持续降低，导致整体毛利率水平出现表现性质的降低；2) 不同电商平台因产业环境不同而存在毛利率差异，新的多多平台的交易额的放量，也会一定程度影响整体毛利率水平；3) 如果存在固定收取交易费用的方式，则也可能导致毛利率一定程度受到影响。

## 财务预测与投资建议

- 公司电商交易高速增长，我们上调盈利预测(原预测 21~22 年净利润 4.85 亿/7.48 亿)，预测 21~23 年归母净利润 5.23 亿/8.73 亿/14.32 亿。由于公司 B2B 电商平台长期成长性较好，我们选择 DCF 估值方式，给予 2021 目标价 133.98 元，对应目标市值 462.34 亿元，维持买入评级。

## 风险提示

新的电商平台业务开展不及预期，宏观经济不景气，行业竞争加剧

公司主要财务信息	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,198	17,158	37,488	78,860	156,423
同比增长(%)	95.9%	138.4%	118.5%	109.4%	98.6%
营业利润(百万元)	238	458	820	1,369	2,246
同比增长(%)	68.2%	92.2%	78.9%	67.0%	64.1%
归属母公司净利润(百万元)	159	304	523	873	1,432
同比增长(%)	69.3%	91.6%	71.6%	67.0%	64.1%
每股收益(元)	0.46	0.89	1.52	2.54	4.16
毛利率(%)	6.3%	3.4%	3.21%	2.98%	2.74%
净利率(%)	2.2%	1.8%	1.39%	1.11%	0.92%
净资产收益率(%)	21.0%	12.5%	13.0%	18.5%	24.4%
市盈率	216.3	112.9	65.8	39.4	24.0
市净率	31.8	9.1	8.0	6.7	5.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年06月30日)	99.97 元
目标价格	133.98 元
52周最高价/最低价	115.18/51.26 元
总股本/流通A股(万股)	34,390/22,213
A股市值(百万元)	34,380
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年07月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.68	5.4	1.85	67.95
相对表现	4.87	7.57	2.23	49.93
沪深300	-0.19	-2.17	-0.38	18.02



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿  
021-63325888\*6106  
pujunyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514050004

联系人 徐宝龙  
021-63325888\*7900  
xubaolong@orientsec.com.cn

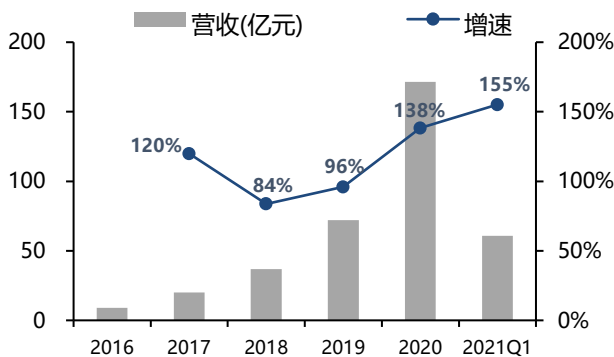
我们于年初发布报告《产业互联网平台模式、壁垒和空间探讨：以国联股份为例》，整体探讨了公司商业模式本质及竞争壁垒。此篇报告作为后续，主要分析公司毛利率数据背后的基本面情况。

近年来，公司营收、毛利维持高速增长，表现出较强的抗周期性：

1) 在疫情期间和后疫情时代均实现强劲增长。在 2020 年整个产业受疫情影响的大背景下，公司营收逆势增长 138%，显著高于行业整体。一方面由于整个线上化场景普遍受益；另一方面，作为头部企业，公司在产业链内部发起“抗疫”行动，对维持产业企业的有效运转提供了帮助，同时客观上也进一步提升了公司在产业界的地位和形象，因此得以在疫情期间维持高增长趋势，成功过渡疫情前一疫情中的影响。

在后疫情时代，随着线下活动的恢复，只有真正为用户产生价值(让用户可以清晰直观感受到的价值)的线上化场景才能继续维持高景气度，而不能产生用户价值的部分线上场景面临红利退却威胁，而国联的收入高速增长顺利延续，跨越了从疫情-后疫情时代的过渡，在 2021Q1 实现同比 155% 的增速，再创历史新高。

图 1：公司营收及增速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：公司的直播带货活动在疫情后顺利进入常态化运作

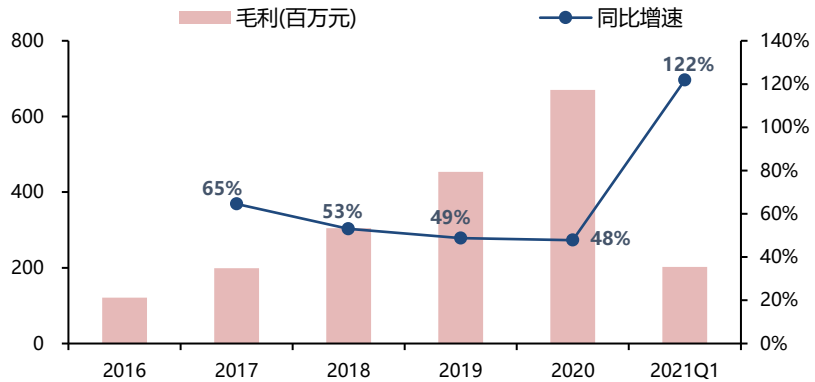


数据来源：wind，东方证券研究所

2) 闭环的交易流程，确保了经营情况对大宗原料品价格波动不敏感。

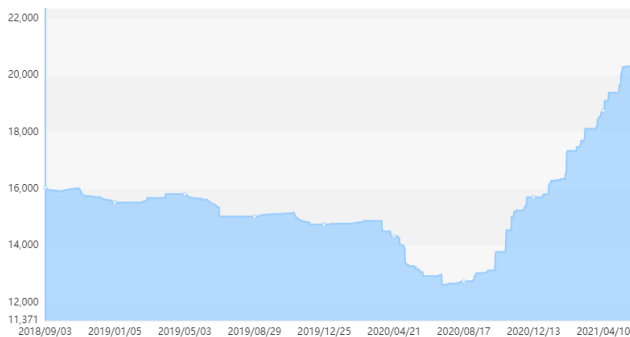
明显不同于传统经销商的囤货模式，公司的采购-销售流程是闭环操作，通过预收款和合同提前锁定上下游的资金、货源、价格，直接避免了沦为期货属性的可能，有效规避了原料价格周期对经营的影响。公司在整个交易环节为下游用户提供的便利包括：增强信息的透明度和丰富度、提前货源锁定带来的确定性、全程追踪和调度物流带来的稳定性、平台带来的信用监督、更优惠的价格和更少的精力投入。

由于这些便利和优惠对于稳定有序经营的重要性很高，因此公司的“多多”平台可以突破中小企业用户在过去经营中形成的属地化的价值链和利益圈层。可以理解为，在全局视角、高效信息流和平台信用基础上，借助平台的大数据调度，中小企业供应格局的重构和升级。我们认为，“多多”平台提升了产业链供应和流转效率，毛利则是价值创造过程中公司获得的红利。这种模式下，毛利的真正属性并非炒作价差，而是类似于服务费的属性而稳定存在。

**图 3：公司毛利及增速(去除运费口径影响)**


数据来源：wind，东方证券研究所

反映在数据上，公司毛利维持稳定高速增长，而受到交易品类价格周期的影响较小。在 2018~2020 年间，主要交易品类经历了较大范围的价格变动周期，例如图 4 和图 5 的钛白粉、乙二醇价格(这 2 个品类在 2018 年是公司电商平台交易额最高的 2 个商品)，相比之下，公司毛利在 2018/2019/2020 年同比增速分别为 53%、49%和 48%，基本实现稳定高速增长。

**图 4：2018~2021 年，钛白粉价格指数**


数据来源：涂多多官网，东方证券研究所

**图 5：2018~2021 年，乙二醇价格情况**


数据来源：wind，东方证券研究所

**3) 经营对单个平台的依赖度在降低，多个平台的成长红利叠加驱动业绩增长。**公司目前已有 6 个 B2B 电商交易平台，有 3 个平台在 2017 年之前成立：涂多多、卫多多、玻多多，3 个新平台在 2019 年底成立：肥多多、纸多多、粮油多多。其中，涂多多成立最早、规模最大，毛利贡献占比超过 50%，而其余的多多平台的毛利占比在 18~20 年提升显著。我们认为，公司整体业绩对单一平台的依赖度在降低，而新的平台在成立之后的 2~3 年间将经历高速发展期，形成对收入、利润的有效支撑，同时也缓和了特定种类的原料价格波动对经营情况的冲击。

**表 1：毛利贡献占比**

电商平台	2018	2019	2020
涂多多	49.0%	60.1%	57.5%
卫多多	7.9%	8.3%	13.7%

玻多多	7.1%	8.3%	9.7%
纸多多	0.0%	0.1%	1.1%
肥多多	0.0%	1.0%	3.2%
粮油多多	0.0%	0.1%	1.1%
合计占比	<b>63.9%</b>	<b>77.9%</b>	<b>86.1%</b>

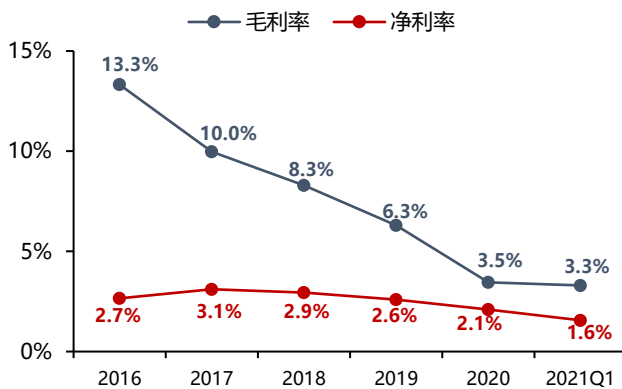
数据来源：公司公告，东方证券研究所

分立讨论毛利率水平和营收增速，并不能充分反映公司基本面情况，毛利及增速是更好的指标。

如果仅根据毛利率趋势来看，2016~2020 的综合毛利率是逐渐下滑的，这与营收、毛利、净利润的高增速产生背离，可能导致对公司基本面情况产生不适当的理解。我们认为，毛利可以充分反映公司整体经营情况，比单独讨论营收、毛利率指标更为有效。

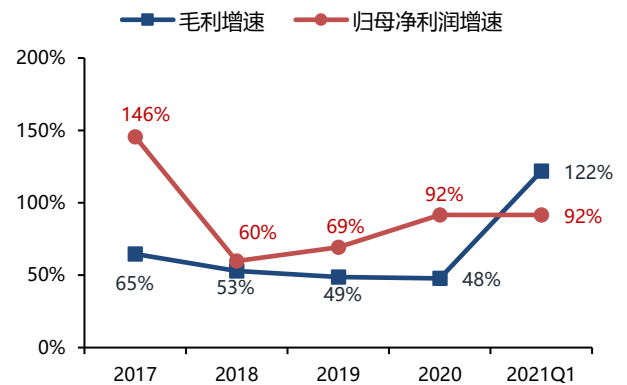
由于公司为提升产业链效率创造价值的回报直接体现在毛利，公司的毛利具有一定的服务费属性而不是单纯买卖价差。相比之下，营业收入、营业成本(毛利率)则包含了交易商品本身的价格信息。从成本角度，在交易环节公司并不承担货物的价格波动风险，公司真正的“成本”主要体现在报表中的“费用”项，而不是体现在毛利率中。另外，在公司当前的发展战略下，也有适当让利给下游客户来推动平台渗透率的提升的需求。整体来看，毛利及增速更本质，而毛利率则包含了原料价格相关的因素。

图 6：公司毛利率、净利率情况



数据来源：wind，东方证券研究所

图 7：公司毛利增速、归母净利润增速



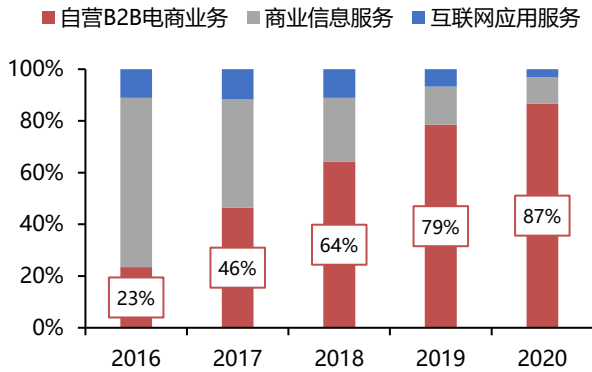
数据来源：wind，东方证券研究所

公司的综合毛利率呈现表现下滑，并不是经营情况出现问题的迹象，而是平台迅速成长的结果。我们认为，毛利率变化可能的影响因素是：1) 公司业务重心持续变化；2) 新的电商平台和交易品种毛利率水平存在差异；3) 成本计算方式直接影响毛利率表现水平。

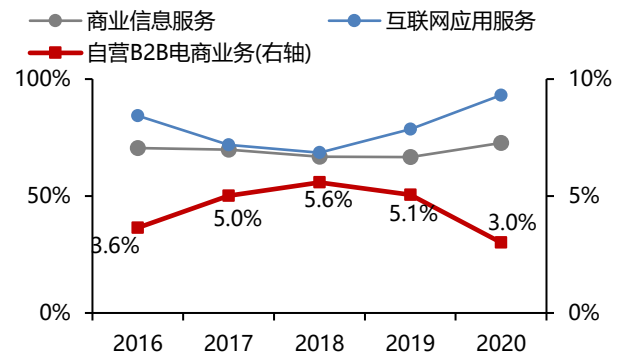
1) 公司业务向 B2B 电商业务聚焦，传统业务占比持续降低，业务结构的变化一定程度影响了整体毛利率变化趋势，而这种影响在未来会趋于弱化。

公司传统业务有 2 个，分别是商业信息服务、互联网应用服务，毛利率水分别在 70%以上和 90%以上。公司战略重心是自营 B2B 电商业务，毛利率处于 3%~6%区间，表现上明显低于传统业务。

近年来，随着公司战略的顺利推进，B2B 自营电商业务发展迅速，占毛利的比重由 23% 持续提升至 87%，这意味着表现高毛利率业务占比降低、表现低毛利率业务占比提升，导致整体毛利率水平表现为下降趋势。从未来趋势来看，由于传统业务占比绝对值已经很低，即使业务结构持续向新兴业务聚焦，这类业务结构的变化对整体毛利率的影响也在趋于弱化。

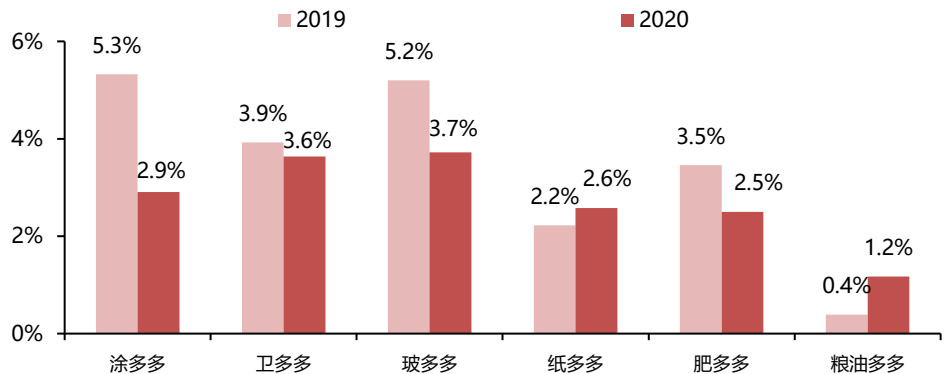
**图 8：毛利贡献比重持续变化**


数据来源：wind，东方证券研究所

**图 9：各业务毛利率水平对比**


数据来源：wind，东方证券研究所

2) 不同平台的毛利率水平存在差异，随着新平台的交易额逐渐放量，综合毛利率也有一定影响。各平台所处的产业链环境不同，因此各平台毛利率水平之间的差异较高。整体对比看，新的 3 个平台(纸/肥/粮油)毛利率比更早的 3 个平台(涂/卫/玻)要低。我们认为，新平台的毛利率水平和产业格局环境、平台发展阶段有关：不同产业链存在的客观的利润空间不同，而且随着产业环境的变化也会发生一定的变化。另外，新平台成立之初也可能通过低毛利率策略进行推广，而随着平台的逐渐成熟，新平台毛利率也可能有一定的上升期。

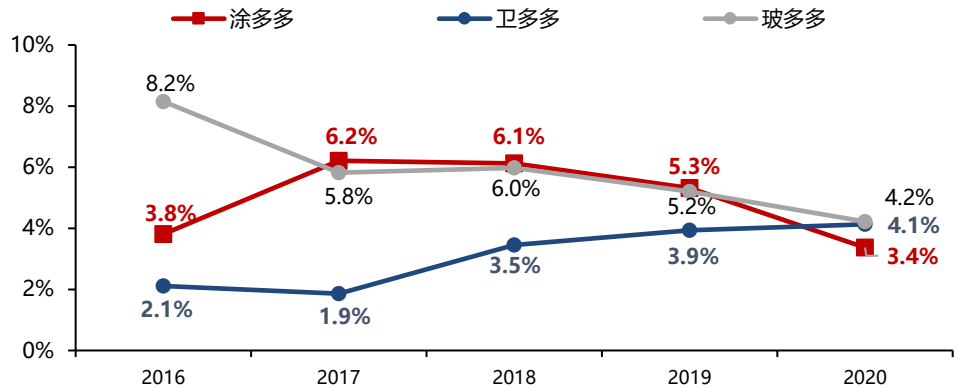
**图 10：各“多多”平台毛利率对比**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

长期来看，多多平台毛利率仍有提升可能。据图 11 趋势，涂多多平台在 2017~2019 毛利率水平整体处于 5.3%~6.2% 区间，主要在 2020 年处于较低水平，我们认为原因有 2 点：1) 疫情期间合理让利给下游客户；2) 2020 年部分运费计入营业成本项目，一定程度拉低了毛利率，加回运费的影响后，2020 年毛利率是 3.4% (加回前为 2.9%)。横向对比来看，3 个平台的变化趋势也存在差

别，这与各个平台发展阶段、产业链环境有关。我们认为，随着线下生产活动逐渐恢复正常，以及新品类的拓展，各平台的毛利率仍有一定提升空间。

图 11: 三个较早成立的“多多”平台的毛利率情况 (按比例加回 2020 运费项目影响)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

3) 交易计费方式也可能会一定程度影响毛利率水平。为简化流程、更方便用户把控成本, 如果部分订单采取收取固定额度费用的方式, 比如每吨收取定额的交易费用, 则毛利率也可能会受到价格的影响。

**小结:** 公司综合毛利率水平受到业务结构变化、各平台相对比重变化、计费方式等因素的影响, 涉及因素较多, 并不能直观反映出公司作为交易平台的话语权和产业地位, 也难以直接反映公司经营情况的改善。而且, 综合毛利率的表现下滑, 背后深层次的基本面变化其实是公司战略顺利贯彻落地、平台体量迅速成长。因此, 我们认为, 毛利绝对值(增速)可以更直接反映公司基本面的情况。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设:

- 1) 收入的增长主要来自于网上商品交易业务(自营电商平台)。公司在 B2B 商业信息服务领域已深耕 20 多年, 积累了较大规模的会员用户群体和丰富的产业信息。发挥“一体两翼”的业务协同优势, 公司电商平台交易用户主要通过信息资源网站的会员转化而来。受益于电商交易用户数量和交易品种的增长, 我们预计 21-23 年, 公司网上商品交易业务的收入增速分别为 119.2%、109.7%和 98.7%。预计 21-23 年, 商业信息服务业务的收入增速分别为-3.0%、-2.0%和 0.0%。预计 19-21 年, 互联网服务业务的收入增速为-5.0%、-3.0%和-2.0%。
- 2) 公司 21-23 年毛利率分别为 3.2%、3.0%和 2.7%。公司自营电商平台业务的毛利率较低, 随着电商业务收入贡献的比重逐渐提升, 公司的综合毛利率随之下降。由于自营电

商业的收入占比已经超过 95%，而且电商业务的毛利率略微提升，因此综合毛利率的下降幅度趋缓。

- 3) 公司 21-23 年销售费用率为 0.52%、0.55%和 0.60%，管理费用率为 0.25%、0.30%和 0.30%，研发费用率为 0.17%、0.25%和 0.25%。公司费率的历史水平就已经较低。
- 4) 公司 21-23 年的所得税率维持 25%

#### 盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>网上交易业务</b>					
销售收入（百万元）	7,058.6	17,055.4	37,388.9	78,410.2	155,798.2
增长率	101.0%	141.6%	119.2%	109.7%	98.7%
毛利率	5.0%	3.0%	3.0%	2.9%	2.7%
<b>商业信息服务</b>					
销售收入（百万元）	100.3	82.1	79.7	78.1	78.1
增长率	-11.1%	-18.1%	-3.0%	-2.0%	0.0%
毛利率	66.6%	72.7%	66.0%	66.0%	66.0%
<b>互联网技术服务</b>					
销售收入（百万元）	38.8	20.1	19.1	18.5	18.2
增长率	-21.2%	-48.1%	-5.0%	-3.0%	-2.0%
毛利率	78.6%	93.1%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>合计</b>	<b>7,197.7</b>	<b>17,157.8</b>	<b>37,487.7</b>	<b>78,506.8</b>	<b>155,894.5</b>
增长率	95.9%	138.4%	118.5%	109.4%	98.6%
<b>综合毛利率</b>	<b>6.3%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.7%</b>

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们采用现金流折现法（DCF 估值法）对公司进行估值，关键假设如下：

1. 无风险 Rf：将十年期国债利率作为无风险利率，为 3.09%；
2. 市场投资组合预期收益率 9.78%；
3. 我们根据公司所处行业确定公司的  $\beta$  值，公司过去 2 年的  $\beta$  均值为 0.98，另外计算得出考虑杠杆因素的  $\beta$  系数为 1.02，计算公式为：无杠杆影响的  $\beta$  系数  $\times$   $(1 + (1 - \text{所得税税率}) \times \text{债务比率} / \text{权益比率})$ ；
4. 永续增长率：预期 10 年后公司业务进入成熟阶段，增速有所放缓，假设永续增长为 3%。

**表 2：DCF 估值模型假设**

估值假设	假设值
所得税税率	25%
永续增长率	3%

无风险利率	3.09%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.98
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	1.02
市场收益率	9.78%
规模风险因子	0
公司特有风险	0
股权投资成本	9.90%
债务比率	5%
权益比率	95%
债务利率	6.31%
WACC	9.65%

数据来源：东方证券研究所

根据以上关键假设，我们计算出股权投资成本为 9.90%，（计算公式为：无风险利率+考虑杠杆因素的  $\beta$  系数 $\times$ (市场收益率-无风险利率)+规模风险因子+公司特有风险。计算出 WACC 为 9.65%。我们得出 2021 目标股价为 133.98 元，对应目标市值 462.34 亿元，维持买入评级。

**表 3：相关 DCF 计算数据**

对应数据类型	值
FCFF 折现	17032.48
终值折现	26115.50
企业价值	43147.98
权益价值	46233.85
每股价值	133.98

数据来源：东方证券研究所

**表 4：永续增长率和 WACC 的敏感性分析**

		永续增长率 $G_n$ (%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
	133.98					
WACC(%)	7.65%	151.43	168.02	191.75	228.50	293.01
	8.15%	140.49	154.15	173.12	201.23	247.21



	8.65%	130.99	142.37	157.77	179.81	213.93
	9.15%	122.65	132.22	144.91	162.53	188.65
	9.65%	115.28	123.41	133.98	148.29	168.77
	10.15%	108.71	115.67	124.57	136.36	152.74
	10.65%	102.83	108.82	116.38	126.21	139.53
	11.15%	97.53	102.73	109.19	117.47	128.44
	11.65%	92.73	97.26	102.83	109.87	119.02

数据来源：东方证券研究所

## 风险提示

1. 新的电商平台业务开展不及预期。公司目前有 6 个电商平台，其中 3 个平台在 2017 年之前成立，而另外 3 个平台在 2019 年底成立。目前，较晚成立的 3 个平台的收入、毛利贡献比重较小。而且，不排除公司未来可能会继续成立新的平台。如果新平台的收入规模未能在成立后的几年内实现有效放量，则可能影响公司整体的成长性。
2. 宏观经济不景气。公司电商平台的服务主体是工业企业，特别是中小规模的企业。如果整体宏观经济不景气，则可能影响中小企业群体的生产积极性，则可能对公司长期发展空间不利。
3. 行业竞争加剧。如果在公司新平台尚未占据一定的市场体量时，出现新的竞争对手，则可能影响公司在相关细分赛道的利润空间和发展前景。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	791	2,993	4,124	6,281	9,354	营业收入	7,198	17,158	37,488	78,507	155,894
应收票据及应收账款	367	819	2,924	6,045	11,848	营业成本	6,744	16,566	36,285	76,166	151,620
预付账款	553	1,182	2,249	4,553	8,574	营业税金及附加	9	9	19	39	78
存货	13	30	58	107	182	营业费用	139	86	195	432	935
其他	460	1,524	614	513	421	管理费用及研发费用	52	73	157	432	857
<b>流动资产合计</b>	<b>2,184</b>	<b>6,549</b>	<b>9,969</b>	<b>17,498</b>	<b>30,378</b>	财务费用	8	1	12	69	158
长期股权投资	0	4	0	0	0	资产减值损失	5	0	0	0	0
固定资产	22	108	104	102	97	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	(2)	10	0	0	0
无形资产	12	20	19	17	15	其他	0	24	(0)	0	0
其他	10	43	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>238</b>	<b>458</b>	<b>820</b>	<b>1,369</b>	<b>2,246</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>44</b>	<b>176</b>	<b>124</b>	<b>119</b>	<b>113</b>	营业外收入	4	12	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,229</b>	<b>6,725</b>	<b>10,093</b>	<b>17,618</b>	<b>30,492</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	246	397	1,109	2,742	4,731	<b>利润总额</b>	<b>243</b>	<b>470</b>	<b>820</b>	<b>1,369</b>	<b>2,246</b>
应付票据及应付账款	536	1,641	3,102	6,512	12,964	所得税	56	112	205	342	561
其他	310	776	1,383	2,839	5,588	<b>净利润</b>	<b>187</b>	<b>358</b>	<b>615</b>	<b>1,026</b>	<b>1,684</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,092</b>	<b>2,814</b>	<b>5,595</b>	<b>12,093</b>	<b>23,283</b>	少数股东损益	28	54	92	154	253
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>159</b>	<b>304</b>	<b>523</b>	<b>873</b>	<b>1,432</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.46	0.89	1.52	2.54	4.16
其他	1	0	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,093</b>	<b>2,814</b>	<b>5,595</b>	<b>12,093</b>	<b>23,283</b>						
少数股东权益	56	131	223	377	629						
股本	141	237	344	344	344						
资本公积	590	2,906	2,799	2,799	2,799						
留存收益	349	637	1,132	2,005	3,436						
其他	0	0	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>1,136</b>	<b>3,911</b>	<b>4,498</b>	<b>5,525</b>	<b>7,209</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,229</b>	<b>6,725</b>	<b>10,093</b>	<b>17,618</b>	<b>30,492</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	187	358	615	1,026	1,684
折旧摊销	3	6	7	7	7
财务费用	8	1	12	69	158
投资损失	2	(10)	0	0	0
营运资金变动	192	462	(1,119)	(612)	(706)
其它	(12)	(39)	1,526	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>380</b>	<b>777</b>	<b>1,041</b>	<b>491</b>	<b>1,143</b>
资本支出	(6)	(98)	(1)	(2)	(1)
长期投资	2	(4)	4	0	0
其他	(540)	(2,002)	(586)	105	100
<b>投资活动现金流</b>	<b>(544)</b>	<b>(2,105)</b>	<b>(584)</b>	<b>103</b>	<b>99</b>
债权融资	(0)	1	(1)	0	0
股权融资	487	2,412	0	0	0
其他	98	135	674	1,563	1,831
<b>筹资活动现金流</b>	<b>585</b>	<b>2,548</b>	<b>673</b>	<b>1,563</b>	<b>1,831</b>
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>421</b>	<b>1,220</b>	<b>1,130</b>	<b>2,157</b>	<b>3,073</b>

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	95.9%	138.4%	118.5%	109.4%	98.6%
营业利润	68.2%	92.2%	78.9%	67.0%	64.1%
归属于母公司净利润	69.3%	91.6%	71.6%	67.0%	64.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	6.3%	3.4%	3.2%	3.0%	2.7%
净利率	2.2%	1.8%	1.4%	1.1%	0.9%
ROE	21.0%	12.5%	13.0%	18.5%	24.4%
ROIC	19.1%	12.3%	12.6%	15.5%	17.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.0%	41.8%	55.4%	68.6%	76.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.00	2.33	1.78	1.45	1.30
速动比率	1.99	2.32	1.77	1.44	1.30
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	115.8	141.4	53.5	41.0	40.3
存货周转率	331.9	760.6	822.9	925.0	1,050.8
总资产周转率	4.7	3.8	4.5	5.7	6.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.46	0.89	1.52	2.54	4.16
每股经营现金流	2.70	3.27	3.03	1.43	3.32
每股净资产	3.14	10.99	12.43	14.97	19.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	216.3	112.9	65.8	39.4	24.0
市净率	31.8	9.1	8.0	6.7	5.2
EV/EBITDA	124.5	67.0	37.1	21.5	12.9
EV/EBIT	126.2	67.9	37.4	21.6	13.0

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)