

图南股份 (300855)

证券研究报告
2021年07月26日

铸造/变形高温合金优秀供应商，终端需求+外协比例双升驱动企业快速发展

● 铸造高温合金+变形高温合金优秀供应商，全产业链布局行稳致远

公司主营高温合金、特种不锈钢等高性能合金材料及其制品的研发、生产和销售，主要产品包括铸造高温合金、变形高温合金、特种不锈钢等高性能合金材料及其制品，下游涵盖航空发动机、燃气轮机、核电装备等军用及高端民用领域。公司深耕产业多年，是国内航空发动机主要生产厂及其下属多家企业多年的优秀供应商，也是国内少数能同时批量化生产变形高温合金、铸造高温合金（母合金、精密铸件）产品的企业之一。

● 历史经营稳步增长，21H1 业绩大超预期兑现行业高景气度

公司连续三年营业收入、归母净利润实现稳步提升。2020 年公司实现营业收入 5.46 亿元 (+12.84%)；实现归母净利润 1.09 亿元 (+6.99%)。2021H1 公司业绩实现超预期增长，行业高景气度凸显。公司发布 21H1 中报，报告期内实现营业收入 3.47 亿，同比+35.67%；实现归母净利润 0.89 亿，同比+124.64%；实现扣非后归母净利润 0.78 亿，同比+109.81%，业绩实现超预期增长。我们认为公司业绩实现大幅增长主要有两方面原因：1. 铸造高温合金端，或受益于下游批产型号放量+预研型号需求持续提升，公司作为优秀供应商，排产实现快速提升；2. 变形高温合金端，高盈利性产品占比或持续提升，驱动业务盈利能力大幅提高（该业务 21H1 毛利率 30.78%，较期初提升 5.13 个百分点），有效支撑业绩。

多项指标向好兑现行业高景气度，公司全年业绩有望实现超预期增长。成本利润端，期内公司毛利率达 39.57%，较 2020 年报提升 7.01 个百分点；净利率达 25.70%，较 2020 全年提升 5.74 个百分点，主要系公司产品结构变化，高盈利性产品占比显著上升，驱动盈利能力提升所致。资产负债端，期末公司存货达 2.4 亿，较期初+24.39%，我们认为，公司存货大幅增长，表明公司主营产品需求持续提升，公司正处于积极备产备货状态，预计将伴随下半年产品交付业绩实现快速释放。

● 航发产业链高景气周期已至，公司望充分受益于主机外协比例提升

“十四五”方向：军工新材料是我军装备跨越式发展的基础支撑，跨越式武器装备发展进入颠覆性技术突破期，关键核心技术突破将加快。第 22 次政治局会议指出我军建设“十四五”规划重点内容：努力实现我军现代化建设跨越式发展，加快突破关键核心技术，加快发展战略性、前沿性、颠覆性技术。我们认为，新一代航空装备、精确打击武器、无人装备及其中层支撑-信息化、底层支撑-新材料将为主要受益领域，或将在“十四五”迎来高景气阶段，军工新材料有望在“十四五”各类装备中起底层基础支撑作用。

公司深耕军工领域多年，具备明显先发优势。目前公司已成为国内航空发动机用大型复杂薄壁高温合金结构件的重要供应商，国内飞机、航空发动机用高温合金和不锈钢无缝管的主要供应商，承担了我国多款重点型号航空发动机材料、关键部件的配套科研和生产任务。我们认为，伴随各类开飞机等跨越式武器装备持续上量，航空发动机市场需求将会实现快速提升，同时考虑到目前军民融合已步入深水区，建立“小核心、大协作、专业化、开放型”武器装备科研生产体系的要求将逐步落地，各主机单位外协比例有望持续提升，预计对应业务排产量或持续加快。

盈利预测与评级：综上所述我们认为，公司作为我国军用铸造高温合金及变形高温合金优秀供应商，有望受益于“十四五”航空发动机产业需求提升趋势，同时考虑政策指引下主机厂外协比例提升，预计公司业绩将实现快速释放。在此假设下，预计 2021-23 年实现营业收入 7.23/9.54/12.53 亿元，对应归母净利润 1.70/2.34/3.19 亿元，对应 EPS 为 0.85/1.17/1.60 元/股，PE 为 51.91/37.86/27.73x。对标可比公司 60.57x 的 2021 预测 PE，对应目标价为 51.48 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高的风险，技术不能保持先进性的风险，原材料价格上涨风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	484.19	546.34	722.77	954.24	1,253.19
增长率(%)	11.54	12.84	32.29	32.02	31.33
EBITDA(百万元)	163.27	182.68	205.23	278.06	376.61
净利润(百万元)	101.95	109.08	170.50	233.75	319.20
增长率(%)	37.38	6.99	56.31	37.09	36.56
EPS(元/股)	0.51	0.55	0.85	1.17	1.60
市盈率(P/E)	86.81	81.13	51.91	37.86	27.73
市净率(P/B)	18.24	8.34	7.39	6.39	5.34
市销率(P/S)	18.28	16.20	12.24	9.27	7.06
EV/EBITDA	0.00	49.36	40.18	29.49	21.51

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/金属非金属 新材料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	44.25 元
目标价格	51.48 元

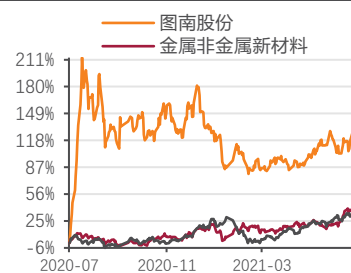
基本数据

A 股总股本(百万股)	200.00
流通 A 股股本(百万股)	110.47
A 股总市值(百万元)	8,850.00
流通 A 股市值(百万元)	4,888.46
每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	4.51
一年内最高/最低(元)	61.50/18.30

作者

杨诚笑	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002	yangchengxiao@tfzq.com
孙亮	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003	sunliang@tfzq.com
李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	lilujing@tfzq.com
张明磊	联系人
zhangminglei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 铸造高温合金+变形高温合金核心供应商，全产业链布局行稳致远	3
2. 历史经营稳步增长，21H1 业绩大超预期兑现行业高景气度	5
3. 航发产业链高景气周期已至，公司望充分受益于主机外协比例提升	7
4. 募投项目着力解决产能瓶颈，股权激励展现未来发展信心	8
5. 盈利预测与评价	9
6. 风险提示	10
6.1. 客户集中度较高的风险	10
6.2. 技术不能保持先进性的风险	10
6.3. 原材料价格上涨风险	10

图表目录

图 1：公司主营产品——铸造高温合金精密铸件	3
图 2：公司主营产品——变形高温合金制品	3
图 3：公司股权结构图	3
图 4：公司所处行业上下游关系示意	4
图 5：公司生产工艺流程图，红色框图为公司各制造产线生产产品	5
图 6：公司 2017A-2021H1 营业收入及变化情况	5
图 7：公司 2017A-2021H1 归母净利润及变化情况	5
图 8：公司 2021H1 各项业务营业收入及占比情况（单位：亿元）	6
图 9：公司 2021H1 各项业务毛利润及占比情况（单位：亿元）	6
图 10：公司 2017A-2021H1 毛利率、净利率情况	6
图 11：公司 2017A-2021H1 研发费用及研发费用率情况	6
图 12：公司 2017A-2021H1 存货及同比情况	6
图 13：公司 2017A-2021H1 经营性现金流及同比情况	6
图 14：“十四五”国防军工产业核心逻辑示意图	7
图 15：国际主要国家军机数量统计	7
图 16：公司主营业务高温合金在航空发动机上的应用示意图	8
图 17：公司主营业务拆分（单位：亿元）	9
表 1：公司主要产品介绍	4
表 2：公司募投项目及新增年产量情况	8
表 3：公司授予的限制性股票归属安排及业绩考核目标	9
表 4：2021-2023 公司盈利预测	9
表 5：可比公司 2021 预测 PE	10

1. 铸造高温合金+变形高温合金优秀供应商，全产业链布局行稳致远

公司全称“江苏图南合金股份有限公司”，成立于1991年5月，并于2020年7月在创业板上市。作为我国军用铸造高温合金及变形高温合金优秀供应商，公司主营高温合金、特种不锈钢等高性能合金材料及其制品的研发、生产和销售，是国内航空发动机主要生产厂及其下属多家企业多年的优秀供应商，也是国内少数能同时批量化生产变形高温合金、铸造高温合金（母合金、精密铸件）产品的企业之一。

图 1：公司主营产品——铸造高温合金精密铸件



资料来源：公司官网，天风证券研究所

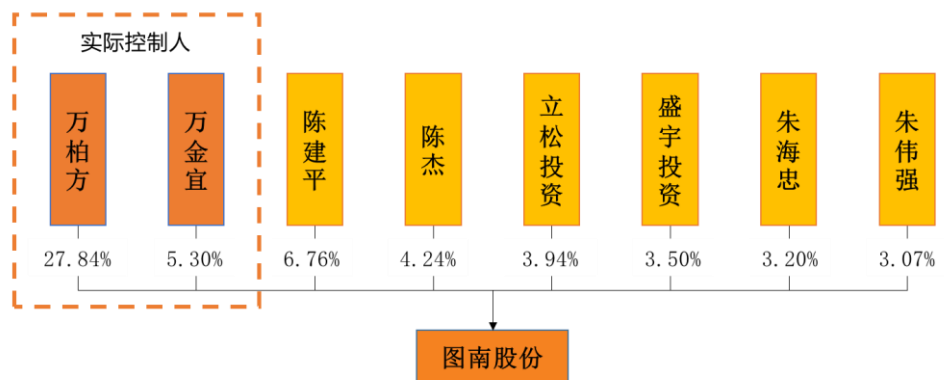
图 2：公司主营产品——变形高温合金制品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

高集中度的股权结构有利提高公司管理决策效率。公司控股股东及实际控制人为万金宜、万柏方先生，两人系父子关系。截至2021年中报，两人直接持有公司33.14%股份。我们认为，由于实际控制人持股比例较高、与公司利益相关度较大，其参与公司决策的积极性和决策效率都会更高，有利于公司未来发展。

图 3：公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要产品包括铸造高温合金、变形高温合金、特种不锈钢等高性能合金材料及其制品，主要应用在包含航空发动机、燃气轮机、核电装备等军用及高端民用领域。

从产业链结构看，公司主营业务上游主要为镍、铁、钴、钛等各种金属原料，下游为各类制造领域，包括航空发动机制造业、燃气轮机制造业、核电装备制造、仪器仪表工业、石油工业、家用电器工业等。

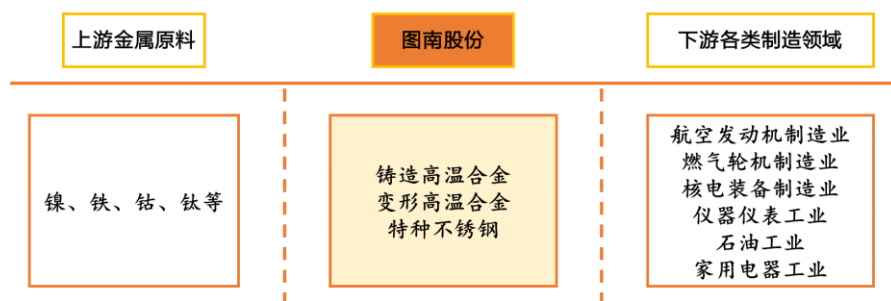
表 1：公司主要产品介绍

类别	简介	代表产品	主要应用领域	示例
铸造高温合金	用铸造方法成型零件的一类高温合金，具有更高的合金化程度、更高的服役温度范围，可设计、制造出近终型或无余量的具有复杂结构和形状的高温合金铸件	精密铸件	航空发动机、燃气轮机热端部分的关键部件等	
		母合金	航空领域	
变形高温合金	可以进行热、冷变形加工，具有良好的力学性能和综合的强、韧性指标，具有较高的抗氧化、抗腐蚀性能的一类高温合金	棒材	核电、燃气轮机、石油化工等领域	
		管材	飞机、航空发动机燃油、滑油系统	
特种不锈钢	在化学成分上含高镍、高铬、高钼的一种高合金不锈钢，与普通不锈钢相比具有更加优秀的耐高温或者耐腐蚀性能	管材	航空发动机的各类导管、输油管线，以及飞机机身的液压管线等部件的制造	
		棒材	国防军工、航空、交通运输、船舶制造等高端装备制造及核电等新能源领域	
其他合金制品	主要包含高电阻电热合金、耐蚀合金、精密合金等	丝材	家电、电子、加热装备等领域	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

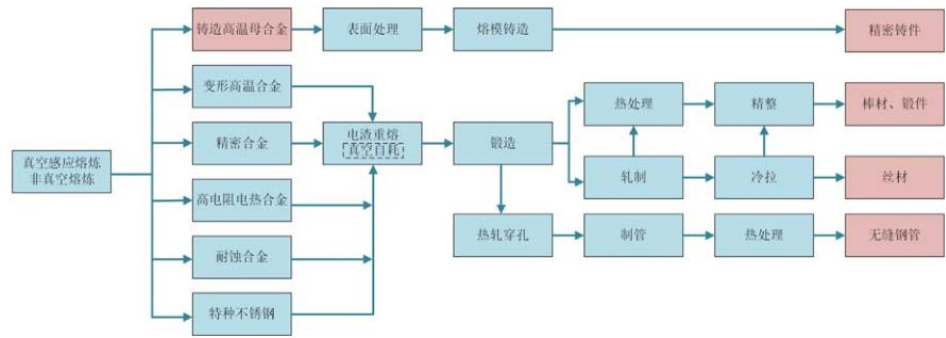
从现有生产能力看，公司建立了特种熔炼、锻造、热轧、轧拔、铸造的全产业链生产流程，自主生产高温合金、精密合金、特种不锈钢等高性能特种合金材料，并通过冷、热加工工艺，形成了棒材、丝材、管材、铸件等较完整的产品结构。在高温合金领域，公司目前已成为国内少数同时具备生产铸造高温合金母合金、精密铸件、变形高温合金产品的全产业链工业化生产能力的企业，产品质量、成本控制能力较强。

图 4：公司所处行业上下游关系示意



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司生产工艺流程图，红色框图为公司各制造产线生产产品



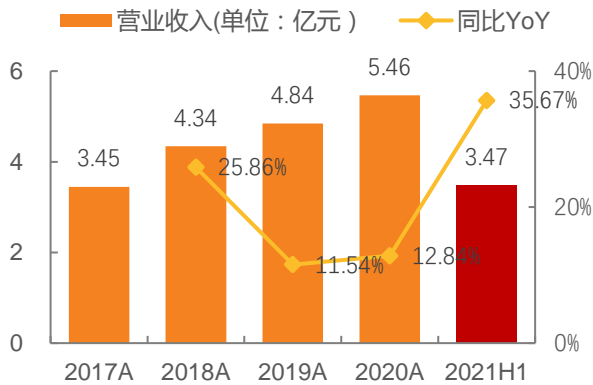
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 历史经营稳步增长，21H1 业绩大超预期兑现行业高景气度

公司连续三年营业收入、归母净利润实现稳步提升。据公司公告披露，2020 年公司实现营业收入 5.46 亿元，同比+12.84%；实现归母净利润 1.09 亿元，同比+6.99%，保持了连续三年的稳定增长态势。

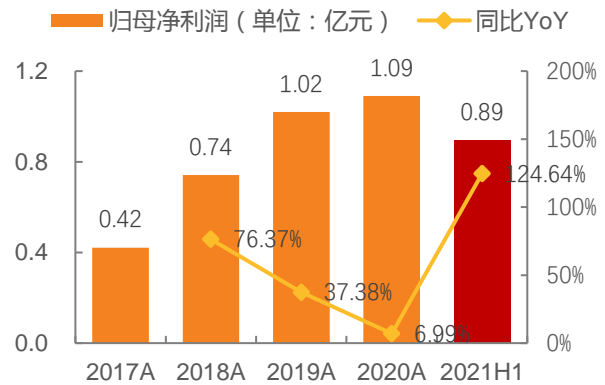
2021H1 公司业绩实现超预期增长，行业高景气度凸显。公司发布 21H1 中报，报告期内实现营业收入 3.47 亿，同比+35.67%；实现归母净利润 0.89 亿，同比+124.64%；实现扣非后归母净利润 0.78 亿，同比+109.81%，业绩实现超预期增长。

图 6：公司 2017A-2021H1 营业收入及变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司 2017A-2021H1 归母净利润及变化情况

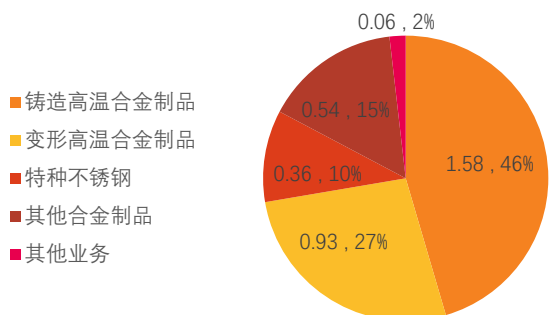


资料来源：Wind，天风证券研究所

从业务结构看，铸造高温合金及变形高温合金为公司主要营收/利润来源。据公司公告披露，2020 年公司铸造合金实现销售 646.09 吨（实现营收 2.00 亿元，同比+4.86%），变形高温合金销售 1,310.07 吨（实现营收 1.88 亿元，同比+2.01%），占营收比重分别为 36%/34%，占毛利比重分别为 51%/27%，为主要的营业收入和利润来源。

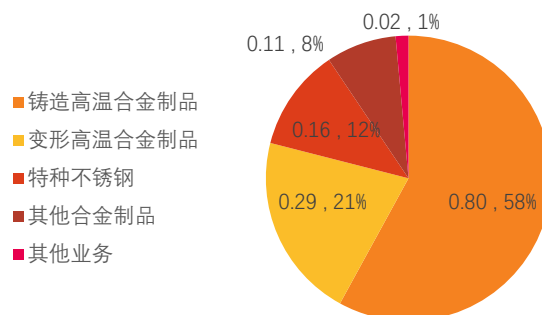
充分受益于下游市场需求提升，21H1 公司各项业务均实现快速上量。分业务看，公司铸造高温合金业务实现营业收入 1.58 亿元，同比+57.11%；变形高温合金业务实现营业收入 0.93 亿元，同比+4.03%；特种不锈钢业务实现营业收入 0.36 亿元，同比+76.68%。我们认为公司业绩实现大幅增长主要有两方面原因：1. 铸造高温合金端，或受益于下游批产型号放量+预研型号需求持续提升，公司作为优秀供应商，排产实现快速提升；2. 变形高温合金端，高盈利性产品占比或持续提升，驱动业务盈利能力大幅提高（该业务 21H1 毛利率 30.78%，较期初提升 5.13 个百分点），有效支撑业绩。

图 8：公司 2021H1 各项业务营业收入及占比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

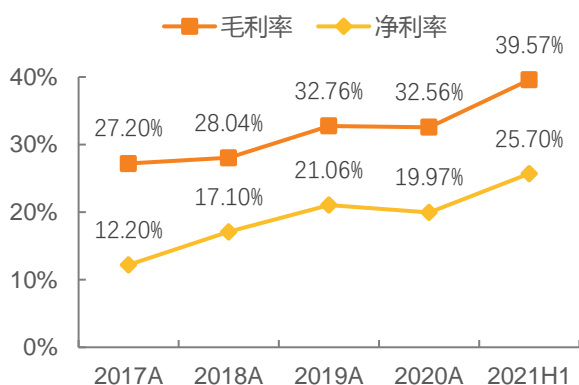
图 9：公司 2021H1 各项业务毛利润及占比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

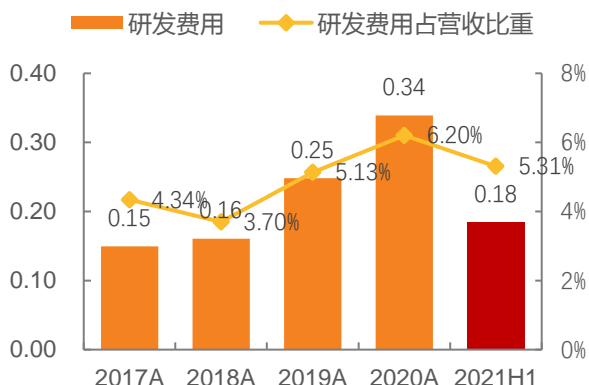
多项指标向好兑现行业高景气度，公司全年业绩有望实现超预期增长。成本利润端，期内公司毛利率达 39.57%，较 2020 年报提升 7.01 个百分点；净利率达 25.70%，较 2020 全年提升 5.74 个百分点，主要系公司产品结构变化，高盈利性产品占比显著上升，驱动盈利能力提升所致。期内研发投入达到 0.18 亿元，同比+54.92%，我们认为公司持续加大研发投入，有利于提升公司工艺水平及产品质量，毛利率有望进一步提升。

图 10：公司 2017A-2021H1 毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

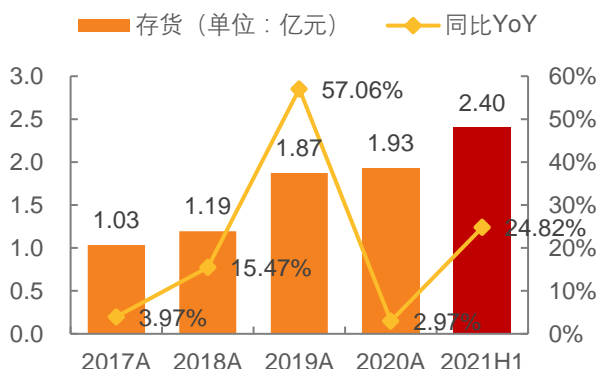
图 11：公司 2017A-2021H1 研发费用及研发费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

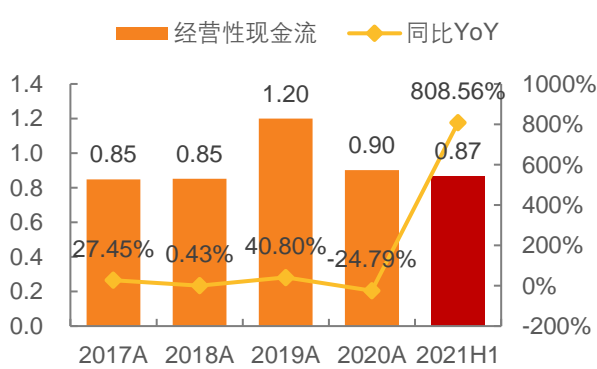
资产负债端，期末公司存货达 2.4 亿，较期初+24.39%，我们认为，公司存货大幅增长，表明公司主营产品需求持续提升，公司正处于积极备产备货状态，预计将伴随下半年产品交付业绩实现快速释放。现金流量端，报告期末公司经营现金流 0.87 亿元，同比+808.56%，主要系期内公司产品销售回款及时，表明公司经营能力持续向好。

图 12：公司 2017A-2021H1 存货及同比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：公司 2017A-2021H1 经营性现金流及同比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 航发产业链高景气周期已至, 公司望充分受益于主机外协比例提升

“十四五”方向：军工新材料是我军装备跨越式发展的基础支撑，跨越式武器装备发展进入颠覆性技术突破期，关键核心技术突破将加快。第 22 次政治局会议指出我军建设“十四五”规划重点内容：努力实现我军现代化建设跨越式发展，加快突破关键核心技术，加快发展战略性、前沿性、颠覆性技术。我们认为，新一代航空装备、精确打击武器、无人装备及其中层支撑-信息化、底层支撑-新材料将为主要受益领域，或将在“十四五”迎来高景气阶段，军工新材料有望在“十四五”各类装备中起底层基础支撑作用。

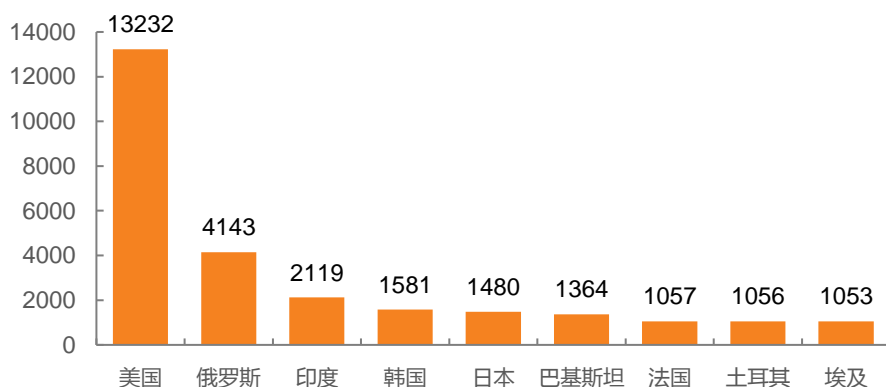
图 14：“十四五”国防军工产业核心逻辑示意图



资料来源：新华网，天风证券研究所

据 World Air Forces 2021 统计数据，美国现役各类军机数量为 13,232 架，在全球现役军机中占比为 25%，我国目前活跃的各种机型在量/质上均与美国有较大差距。航空发动机是现代工业“皇冠上的明珠”，是高温合金最重要的应用领域，目前镍基高温合金是现代航空发动机、航天器和火箭发动机以及舰船和工业燃气轮机的关键热端部件材料(如涡轮叶片、导向器叶片、涡轮盘、燃烧室等)。

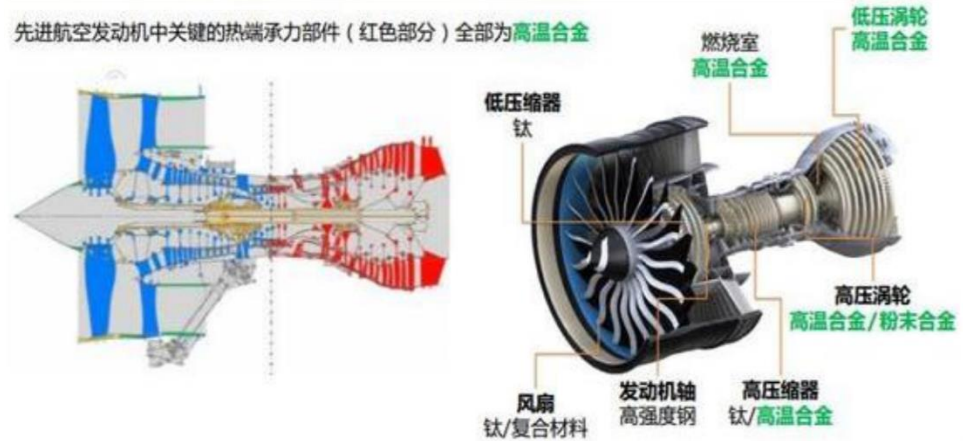
图 15：国际主要国家军机数量统计



资料来源：World Air Forces 2021，天风证券研究所

公司深耕军用领域多年，具备明显先发优势。据公司公告披露，公司已成为国内航空发动机用大型复杂薄壁高温合金结构件的重要供应商，国内飞机、航空发动机用高温合金和不锈钢无缝管的主要供应商，承担了我国多款重点型号航空发动机材料、关键部件的配套科研和生产任务。我们认为，伴随各类歼击机等跨越式武器装备持续上量，航空发动机市场需求将会实现快速提升，公司对应业务有望充分受益于此进程，排产望持续加快。

图 16：公司主营业务高温合金在航空发动机上的应用示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

“十四五”军民融合进程步入深水区，政策指引下公司望充分受益于航发主机厂外协比例提升。自 2016 年国防科工局发布《关于加快推进国防科技工业科技协同创新的意见》及实施方案以来，航发集团积极响应《意见》中建立“小核心、大协作、专业化、开放型”武器装备科研生产体系的要求，积极引导外部资源有序参与科研生产，全面保障重大专项和重点科研生产军品任务完成。我们认为，“十四五”军民融合进程将持续步入深水区，预计公司将充分受益于集团各主机单位外协比例提升，业绩有望实现进一步释放。

4. 募投项目着力解决产能瓶颈，股权激励展现未来发展信心

据公司招股说明书披露，公司拟向社会公开发行人 5,000 万股 A 股普通股股票，募集资金主要投入两大产线建设项目。产线投产后，将为公司新增 1,000 吨超纯净高性能高温合金、3300 件复杂薄壁高温合金结构件产能，有助于企业进一步提升核心竞争力、扩大市场份额，加速企业实现跨越式发展。

表 2：公司募投项目及新增年产量情况

项目名称	总投资（亿元）	建设期	新增产品名称	年产量
年产 1000 吨超纯净高性能高温合金材料建设项目	1.83	24 个月	航空用高温合金母合金	350 吨
			航空用高温合金棒材	115 吨
			核电用高温合金棒材	145 吨
			燃机用高温合金棒材	390 吨
年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目	2.58	30 个月	航空发动机复杂薄壁高温合金结构件 A（直径<500mm）	3000 件
			航空发动机复杂薄壁高温合金结构件 B（直径≥500mm）	300 件
研发中心建设项目	0.36	24 个月	/	/

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年度，进口设备采购谈判受前期疫情影响进展滞后，其它配套设备的选型也因此延后；经过较长时间的线上沟通交流及疫情的有效缓解，目前部分进口设备及国产设备的采购基本确定。截至 2020 年末，公司上表所列三大募投项目的投资进度分别为 8.93%、1.50%和 7.43%，预计 2021 年公司将进一步加强组织力量，加快推进项目建设总体进度。

据公司 2021 年 3 月公告披露，公司拟向 31 名董事、高级管理人员以及董事会认为需要激励的其他人员以 18.58 元/股的价格授予 268 万股限制性股票，占公告日公司股本总额的 1.34%。我们认为，股权激励方案彰显公司对于未来业绩的信心，并且能够有效提升核心员工的工作积极性，利好公司未来发展。

表 3：公司授予的限制性股票归属安排及业绩考核目标

归属安排	对应考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2021 年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 15%； 2、以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 16%。
第二个归属期	2022 年	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 30%； 2、以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 32%。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与评价

综上所述我们认为，公司作为我国军用铸造高温合金及变形高温合金优秀供应商，有望受益于“十四五”期间装备跨越式发展，航空发动机市场需求提升趋势，同时考虑政策指引下主机厂外协比例提升趋势，预计公司业绩将实现快速释放。在此假设下，预计 2021-23 年实现营业收入 7.23/9.54/12.53 亿元，对应归母净利润 1.70/2.34/3.19 亿元，对应 EPS 为 0.85/1.17/1.60 元/股，PE 为 51.91/37.86/27.73x。

表 4：2021-2023 公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	484.19	546.34	722.77	954.24	1,253.19
增长率(%)	11.54	12.84	32.29	32.02	31.33
净利润(百万元)	101.95	109.08	170.50	233.75	319.20
增长率(%)	37.38	6.99	56.31	37.09	36.56
EPS(元/股)	0.51	0.55	0.85	1.17	1.60
市盈率(P/E)	86.81	81.13	51.91	37.86	27.73
市净率(P/B)	18.24	8.34	7.39	6.39	5.34
市销率(P/S)	18.28	16.20	12.24	9.27	7.06

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：公司主营业务拆分（单位：亿元）

报告期	2020A	2021E	2022E	2023E
铸造高温合金制品	2.0	2.7	3.7	4.9
YoY		37.0%	34.1%	33.4%
占营收比重	36.6%	37.9%	38.5%	39.1%
变形高温合金制品	1.9	2.1	2.3	2.7
YoY		9.8%	12.3%	17.8%
占营收比重	34.4%	28.6%	24.3%	21.8%
特种不锈钢	0.5	1.0	1.4	2.0
YoY		75.0%	50.0%	40.0%
占营收比重	10.0%	13.3%	15.1%	16.1%
其他合金制品	0.8	1.2	1.8	2.6
YoY		45.0%	50.0%	40.0%
占营收比重	15.5%	17.1%	19.4%	20.7%
其他业务	0.2	0.2	0.3	0.3
YoY		12.0%	12.0%	12.0%
占营收比重	3.6%	3.1%	2.6%	2.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们采用 PE 可比公司估值法进行目标价预测，选取国内高温合金代表企业钢研高纳、西部超导作为可比公司。据 Wind 数据显示，两家可比公司 2021 预测 PE 为 64.06/57.08x，根据可比公司平均预测 PE，给予公司 2021 年 60.57xPE，对应目标价为 51.48 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 可比公司 2021 预测 PE

股票代码	公司简称	2021 预测 PE
300034.SZ	钢研高纳	64.06
688122.SH	西部超导	57.08
平均值		60.57

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

6.1. 客户集中度较高的风险

我国航空航天行业高度集中的经营模式导致上游配套企业普遍具有客户集中的特征，公司与主要客户建立了良好稳定的合作关系，但如果现有客户需求受国家国防政策变化的影响而大幅下降，则较高的客户集中度将对公司的经营产生一定的影响。

6.2. 技术不能保持先进性的风险

如果国内外竞争对手或潜在竞争对手率先在相关业务领域取得重大突破，而推出更先进、更具竞争力的技术和产品，或出现其他替代产品和技术，从而使本公司的产品和技术失去领先优势，会对公司经营产生一定影响。

6.3. 原材料价格上涨风险

公司产品的主要原材料为电解镍、金属钴、金属铬等金属材料，若原材料价格仍持续上升，产品成本上升，而产品售价无法及时相应调整，将会对毛利率和经营业绩造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	92.81	260.68	280.46	308.52	380.21
应收票据及应收账款	68.70	57.14	99.46	144.40	210.67
预付账款	3.83	0.47	7.86	4.25	11.84
存货	187.38	192.95	253.98	322.23	431.80
其他	7.16	335.07	356.47	390.19	425.89
流动资产合计	359.89	846.31	998.24	1,169.60	1,460.42
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	201.57	192.22	210.43	222.86	235.64
在建工程	9.81	5.94	10.17	10.90	11.94
无形资产	42.68	41.50	40.10	38.71	37.31
其他	10.02	22.40	25.13	28.43	32.55
非流动资产合计	264.08	262.06	285.83	300.90	317.45
资产总计	623.97	1,108.37	1,284.06	1,470.50	1,777.87
短期借款	86.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	31.92	22.63	40.50	47.90	62.24
其他	17.95	20.03	40.70	31.72	51.99
流动负债合计	135.87	42.66	81.19	79.62	114.22
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	2.94	4.65	5.42	6.42	7.87
非流动负债合计	2.94	4.65	5.42	6.42	7.87
负债合计	138.80	47.31	86.61	86.04	122.09
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	150.00	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	152.75	570.81	570.81	570.81	570.81
留存收益	333.92	861.06	997.46	1,184.45	1,455.77
其他	(151.50)	(570.81)	(570.81)	(570.81)	(570.81)
股东权益合计	485.16	1,061.06	1,197.46	1,384.45	1,655.77
负债和股东权益总计	623.97	1,108.37	1,284.06	1,470.50	1,777.87

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	101.95	109.08	170.50	233.75	319.20
折旧摊销	35.95	35.34	12.96	14.23	15.57
财务费用	5.90	3.30	(1.67)	(1.82)	(2.13)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(46.24)	(102.31)	(75.72)	(132.95)	(163.18)
其它	22.39	44.80	19.87	14.21	24.02
经营活动现金流	119.95	90.21	125.93	127.41	193.48
资本支出	24.66	19.17	33.24	25.00	26.55
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(40.85)	(324.78)	(106.97)	(79.42)	(102.59)
投资活动现金流	(16.19)	(305.61)	(73.73)	(54.42)	(76.04)
债权融资	86.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(7.57)	464.33	1.67	1.82	2.13
其他	(147.37)	(79.59)	(34.10)	(46.75)	(47.88)
筹资活动现金流	(68.95)	384.73	(32.43)	(44.93)	(45.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	34.82	169.34	19.77	28.06	71.69

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	484.19	546.34	722.77	954.24	1,253.19
营业成本	325.59	368.45	454.51	589.31	762.51
营业税金及附加	3.26	4.27	4.91	5.63	8.90
营业费用	9.31	8.46	10.26	11.55	13.03
管理费用	21.07	23.88	45.90	53.34	64.66
研发费用	24.84	33.89	37.22	47.90	69.80
财务费用	5.98	2.48	(1.67)	(1.82)	(2.13)
资产减值损失	(2.50)	(2.63)	(2.43)	(3.12)	(2.73)
公允价值变动收益	0.00	3.48	19.87	14.21	24.02
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(18.73)	(20.36)	(39.73)	(28.42)	(48.04)
营业利润	115.37	124.42	193.94	265.65	363.16
营业外收入	1.93	0.16	1.25	1.83	1.96
营业外支出	0.41	0.30	0.33	0.35	0.33
利润总额	116.89	124.28	194.86	267.14	364.80
所得税	14.94	15.20	24.36	33.39	45.60
净利润	101.95	109.08	170.50	233.75	319.20
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	101.95	109.08	170.50	233.75	319.20
每股收益(元)	0.51	0.55	0.85	1.17	1.60

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.54%	12.84%	32.29%	32.02%	31.33%
营业利润	34.19%	7.85%	55.88%	36.98%	36.71%
归属于母公司净利润	37.38%	6.99%	56.31%	37.09%	36.56%
获利能力					
毛利率	32.76%	32.56%	37.12%	38.24%	39.15%
净利率	21.06%	19.97%	23.59%	24.50%	25.47%
ROE	21.01%	10.28%	14.24%	16.88%	19.28%
ROIC	22.99%	23.78%	33.68%	38.90%	42.98%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22.25%	4.27%	6.74%	5.85%	6.87%
净负债率	-1.40%	-24.57%	-23.42%	-22.28%	-22.96%
流动比率	2.65	19.84	12.29	14.69	12.79
速动比率	1.27	15.32	9.17	10.64	9.01

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	5.45	8.68	9.23	7.83	7.06
存货周转率	3.16	2.87	3.23	3.31	3.32
总资产周转率	0.81	0.63	0.60	0.69	0.77

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.51	0.55	0.85	1.17	1.60
每股经营现金流	0.60	0.45	0.63	0.64	0.97
每股净资产	2.43	5.31	5.99	6.92	8.28

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	86.81	81.13	51.91	37.86	27.73
市净率	18.24	8.34	7.39	6.39	5.34
EV/EBITDA	0.00	49.36	40.18	29.49	21.51
EV/EBIT	0.00	61.17	42.89	31.08	22.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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