

智明达 (688636)

证券研究报告

2021年07月26日

军用嵌入式计算机全谱系布局, 弹载领域有望成为核心增长点

军用嵌入式计算机核心供应商, 谱系齐全推动持续发展

公司自成立以来专注于军用嵌入式计算机产品研发制造, 基于客户需求提供定制化产品与解决方案, 掌握了各型军用嵌入式计算机模块的核心技术。

公司产品主要应用于机载、弹载、车载、舰载等武器装备系统中, 涵盖数据采集、信号处理、数据处理、通信交换、接口控制、高可靠性电源、大容量存储与图形图像处理等技术方向。以模块、插件等形式嵌入到武器装备系统内部, 完成侦察、通信、对抗、搜索、识别、瞄准、攻击等各类军事任务, 提高武器的智能化和作战效能。

公司涉及嵌入式计算机硬件层、驱动层及应用层。嵌入式计算机可分为四层, 即硬件层、驱动层、操作系统层和应用层。公司主要完成硬件层的设计与生产、驱动层以及应用层的设计、程序编写等。

17-20 年业绩复合增速 53.2%, 21 年有望延续高增速

2020 年, 公司实现营业收入 3.25 亿元, 同比增长 24.6%, 17-20 年复合增速为 23.87%; 归母净利润为 0.86 亿元, 同比增长 43.9%, 17-20 年复合增速为 53.20%, 近年来业绩呈现快速提升趋势。21 年中报预告披露, 预计实现净利润 3193-4151 万元, 同比增长 100%-160%, 主要原因为下游需求旺盛推动订单大幅增加, 导致公司收入显著提升, 推测全年业绩有望延续高增速。

军用多领域实现突破, 纳入军工电子有源器件分类, 伴随军工电子成长逻辑

公司自成立起陆续推出机载、舰载、弹载、车载产品, 目前来看机载产品在公司业务中占比最高, 17-20H1 占比分别为 77.70%、67.62%、69.66%和 81.75%, 另外弹载产品近年来发展迅速, 2019 年弹载占比为 17.23%, 较 2017 年的 3%提升显著。我们认为, 公司在机载领域的优势仍将保持, 作为消耗品的弹载领域有望成为未来主要增长点, 整体去看嵌入式计算机在武器装备中用量提升逻辑将叠加武器装备放量推动公司持续高增长。

《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中指出, 我军在“十四五”期间要全面加强练兵备战、确定 2027 年建军目标新节点、加快武器升级换代, 同时加快智能化武器发展、加速战略性颠覆性武器装备发展、加快机械化\信息化\智能化融合发展。新一代武器装备或将在“十四五”及 2035 年远期具备高景气, 其中军工电子望在“十四五”各类新型装备中作为信息化的主要实施载体, 具备单位装备价值量占比和装备排产双升逻辑, 产业趋势参考其它信息化成熟领域, 如智能手机、汽车的电子元器件应用趋势。我们认为, 公司产品可归类为军工电子中的有源器件类, 未来将叠加下游武器装备放量和信息化程度提升带来的用量增加双重逻辑, “十四五”期间有望持续高增长。

盈利预测与评级: 公司作为军用嵌入式计算机核心供应商, 在机载领域稳定发展的基础上, 弹载领域有望成为新增长点, 随着武器装备信息化、智能化发展, 嵌入式计算机需求或大幅提升, 公司长期快速发展可期。综上, 我们预计 2021-23 年营业收入为 4.42/6.03/8.28 亿元、归母净利润为 1.21/1.73/2.35 亿元, 对应 EPS 为 2.42/3.46/4.70 元, 对应 PE 为 51.10/35.78/26.35x。根据可比公司平均估值测算目标价为 157.44 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 军品订单波动风险; 产品价格及毛利率变动风险; 客户集中度较高风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	260.66	324.67	441.57	603.25	827.62
增长率(%)	11.05	24.56	36.01	36.61	37.19
EBITDA(百万元)	116.40	156.58	146.68	208.46	283.30
净利润(百万元)	59.46	85.58	121.11	172.96	234.84
增长率(%)	(4.81)	43.94	41.51	42.81	35.77
EPS(元/股)	1.19	1.71	2.42	3.46	4.70
市盈率(P/E)	104.08	72.31	51.10	35.78	26.35
市净率(P/B)	21.47	16.68	12.49	9.17	6.69
市销率(P/S)	23.74	19.06	14.01	10.26	7.48
EV/EBITDA	0.00	0.00	41.91	29.31	21.58

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	123.77 元
目标价格	157.44 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	50.00
流通 A 股股本(百万股)	10.18
A 股总市值(百万元)	6,188.50
流通 A 股市值(百万元)	1,259.42
每股净资产(元)	10.16
资产负债率(%)	38.07
一年内最高/最低(元)	132.53/68.51

作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
刘明洋	联系人
liumingyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

内容目录

1. 军用嵌入式计算机核心供应商，谱系齐全推动持续发展	3
1.1. 产品型号谱系全面，有望迎来快速发展阶段	3
1.2. 17-20 年业绩复合增速 53.2%，毛利率水平维持高位	4
2. 军用多领域实现突破，竞争优势愈发强烈	5
3. 发布股权激励计划，未来三年净利润复合增速需超 26%	7
4. 智明达盈利预测及估值	7
5. 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 智明达股权结构（截至 21 年 4 月 8 日）	3
图 3: 2017A-2020A 公司营业收入及其增速情况	4
图 4: 2017A-2020A 公司归母净利润及其增速情况	4
图 5: 2019Q4-2021Q1 公司营业收入（单位：亿元）	4
图 6: 2019Q4-2021Q1 公司归母净利润（单位：亿元）	4
图 7: 2017A-2020A 公司利润率情况	5
图 8: 2017A-2020A 公司期间费用率情况	5
图 9: 嵌入式计算机分为硬件层、驱动层、操作系统层、应用层	5
图 10: 公司产品根据下游应用领域拆分	6
表 1: 公司主要产品	3
表 2: 竞争对手技术特点对比	6
表 3: 2021Q1 军工各子板块基本面情况	7
表 4: 2021-2023 年公司盈利预测	7
表 5: 可比公司 2021 年备考 PE（时间截至 2021/7/26）	8

1. 军用嵌入式计算机核心供应商，谱系齐全推动持续发展

1.1. 产品型号谱系全面，有望迎来快速发展阶段

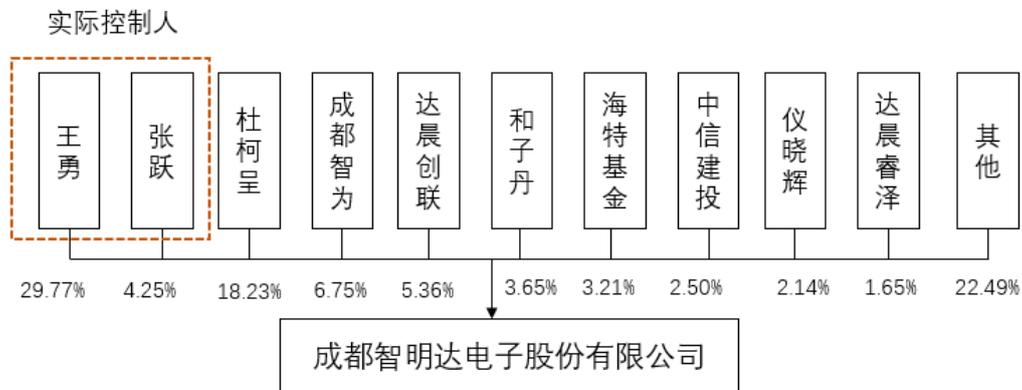
公司自成立以来专注于军用嵌入式计算机产品研发制造，基于客户需求提供定制化产品与解决方案，掌握了各型军用嵌入式计算机模块的核心技术。总部位于成都青羊工业园，并在西北、华北、华东地区设有办事处。公司前身为 2002 年成立的“成都实时数字设备有限公司”，2004 年更名为“成都智明达数字设备有限公司”，2016 年改制为“成都智明达电子股份有限公司”，于 2021 年 4 月 8 日上交所科创板挂牌上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、招股说明书，天风证券研究所

图 2：智明达股权结构（截至 21 年 4 月 8 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

军品下游应用广布局，产品满足多种应用场景需求。通过近二十年的积淀，公司的产品和解决方案已涵盖数据采集、信号处理、数据处理、通信交换、接口控制、高可靠性电源、大容量存储与图形图像处理等技术方向。公司主要产品为应用于军事领域的嵌入式计算机产品，采用高性能、低功耗核心处理器，集抗干扰设计、紧凑性设计、可靠性设计、特殊工艺处理等技术为一体，以模块、插件等形式嵌入到武器装备系统内部，执行一种或多种特定任务。因其具有体积小、重量轻、功耗低、可靠性高、实时性强及适应恶劣环境能力强等特点，被广泛应用于机载、弹载、车载、舰载等武器装备系统中，完成侦察、通信、对抗、搜索、识别、瞄准、攻击等各类军事任务，提高武器的智能化和作战效能。

表 1：公司主要产品

产品类别	主要代表产品	应用系统
机载嵌入式计算机	多功能接口模块、雷达数据处理器、数据处理模块、接口模块、随动控制模块、控制 CPU 模块、大	主要应用于军用飞行器的雷达、通信、导航、识别、电子对抗、光电

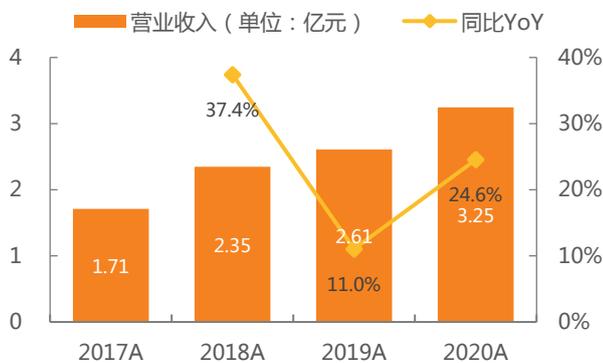
气机控制模块、通用接口模块等	探测、飞行控制、干扰投放、供电管理、挂架管理等武器电子设备系统
弹载嵌入式计算机	导航计算机、伺服控制器、信息处理模块等 主要应用于弹载关键电子信息系统
舰载嵌入式计算机	数据处理模块、自导控制模块、侧向控制模块等 主要应用于舰载武器装备中的雷达与电子对抗系统
车载嵌入式计算机	伺服控制模块、图像处理模块、集成模块、发射控制模块、显控模块等 主要应用于车载武器电子信息系统
其他嵌入式计算机	飞行测试设备、数据处理模块等 主要应用于单兵装备与保障系统

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 17-20 年业绩复合增速 53.2%，毛利率水平维持高位

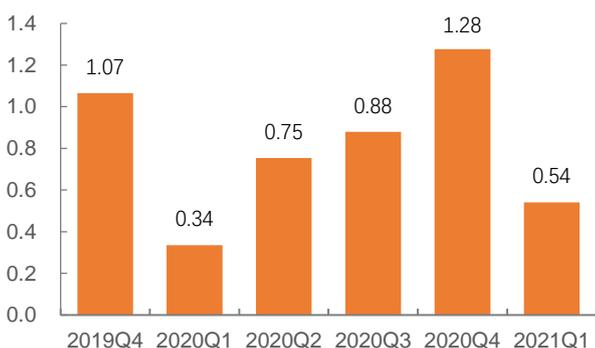
营收增速保持稳定，归母净利润有望持续高增长。2020 年，公司实现营业收入 3.25 亿元，同比增长 24.6%，17-20 年复合增速为 23.87%；归母净利润为 0.86 亿元，同比增长 43.9%，17-20 年复合增速为 53.20%，近年来业绩呈现快速提升趋势。另外，2021Q1 公司实现营业收入 0.54 亿元，同比增长 60.92%；归母净利润为 0.09 亿元，同比增长 489.24%，由于公司基本面季节波动明显，往年来看单季度业绩伴随收入确认逐季提升。我们认为随着武器装备信息化、智能化提升，公司作为军用嵌入式计算机核心供应商有望持续发展。公司已发布 21H1 业绩预告，预计实现净利润 3193-4151 万元，同比增长 100%-160%，主要原因是下游需求旺盛，订单大幅增加，导致公司收入大幅增加，我们预计全年有望延续高增速。

图 3：2017A-2020A 公司营业收入及其增速情况



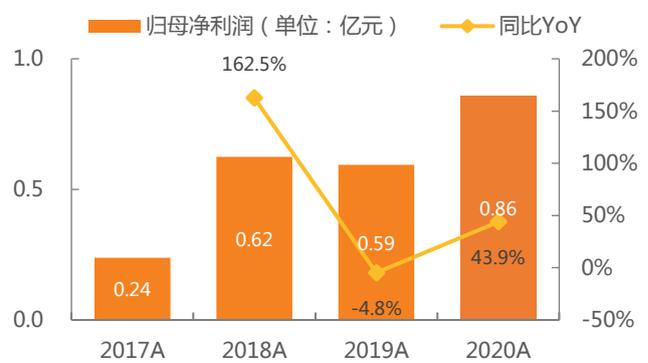
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2019Q4-2021Q1 公司营业收入（单位：亿元）



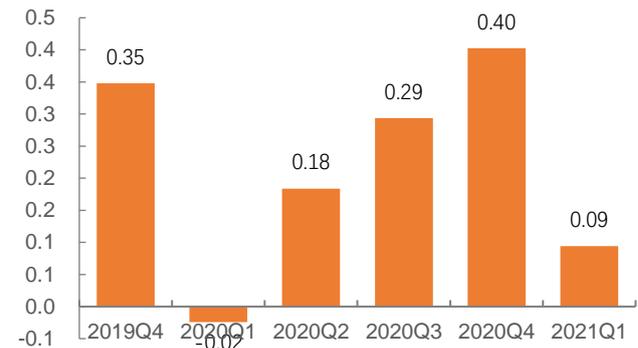
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2017A-2020A 公司归母净利润及其增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

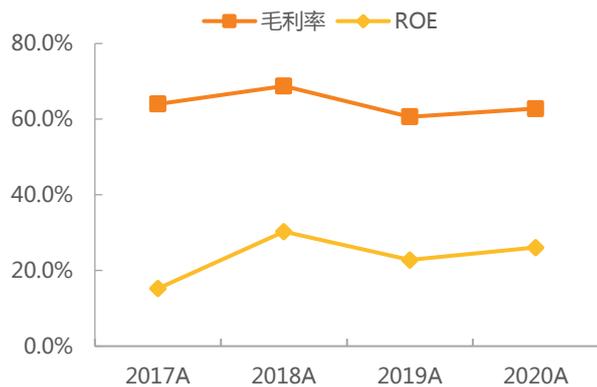
图 6：2019Q4-2021Q1 公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

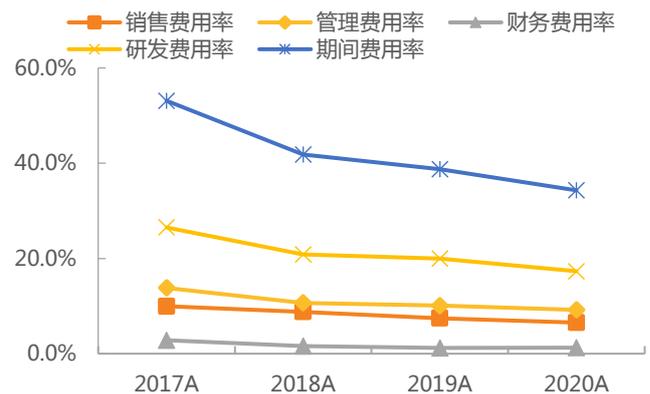
毛利率主要受产品结构影响，期间费用率呈现持续下降趋势。公司 2020 年毛利率为 62.80%，较 2019 年同比提升 2.19pct；ROE 为 26.06%，同比增长 3.27pct。2019 年毛利率、净利率均出现明显下滑，我们认为主要原因为产品结构的变化，尤其是机载产品结构变化导致毛利率出现波动，未来毛利率有望维持较高水平。期间费用率方面，2020 年公司期间费用率为 34.30%，较 2019 年下降 4.43pct，近年来公司期间费用率已从 2017 年的 53.12% 下滑接近 20pct，各项费用率均呈现下降趋势，我们认为期间费用率未来仍有望下探，公司费用控制能力持续增强。

图 7：2017A-2020A 公司利润率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2017A-2020A 公司期间费用率情况

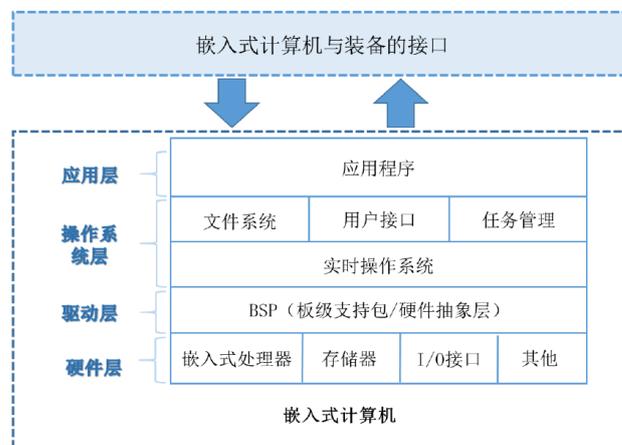


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 军用多领域实现突破，竞争优势愈发强烈

公司涉及嵌入式计算机硬件层、驱动层及应用层。嵌入式计算机可分为四层，即硬件层、驱动层、操作系统层和应用层。公司主要完成硬件层的设计与生产、驱动层以及应用层的设计、程序编写等，其中，硬件层中公司根据用户的特定需求进行器件选型、原理图设计；驱动层中公司的主要工作是软件工程师根据客户对产品的功能要求，为产品编写硬件外设驱动程序，是公司产品发挥作用的关键环节；应用层中公司自行编写应用层程序。公司的嵌入式计算机作为模块或组件嵌入到武器装备中，并且武器系统中可嵌入多个嵌入式计算机模块。我们认为，新型智能化、信息化武器装备中嵌入式计算机需求有望显著提升，公司或持续受益。

图 9：嵌入式计算机分为硬件层、驱动层、操作系统层、应用层

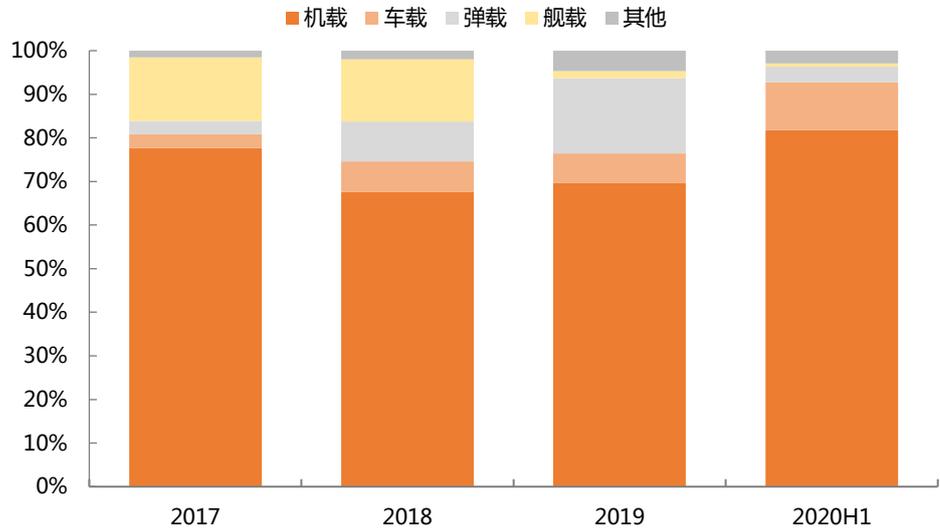


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司产品覆盖机载、车载、弹载、舰载等领域，谱系全面有望迎来持续发展。按照下游应用领域分类，机载产品在公司业务中占比最高，17-20H1 占比分别为 77.70%、67.62%、

69.66%和 81.75%，另外弹载产品近年来发展迅速，2019 年弹载占比为 17.23%，较 2017 年的 3%提升显著。公司嵌入式计算机可以实现八大功能，分别为数据采集、信号处理、数据处理、通信交换、接口控制、高可靠性电源管理、大容量存储以及图形图像处理，根据下游应用领域需求可实现相应功能。我们认为，公司在机载领域的优势仍将保持，作为消耗品的弹载领域有望成为未来主要增长点，整体去看嵌入式计算机在武器装备中用量提升逻辑将叠加武器装备放量推动公司持续高增长。

图 10：公司产品根据下游应用领域拆分



资料来源：wind，天风证券研究所

中电科为公司第一大客户，行业竞争中优势显著。21H1 公司前五大客户分别为，中国电子科技集团、中国航空工业集团、中国电子信息产业集团、中国兵器工业集团、H 单位，占比为 97.63%。2017-2019 年前五大客户占比分别为 92.72%、94.46%、94.77%，集中度维持高位，并且近年来第一大客户均为中国电子科技集团，表明公司下游客户较稳定。竞争对手方面，我国军用嵌入式计算机主要参与者为军工集团下属单位以及部分有军工资质的民营企业，其中民营企业主要为雷科防务、景嘉微、中科海迅，其中公司与雷科防务主要为嵌入式计算机，景嘉微、中科海迅为整机产品（公司产品为整机中的核心组件）。相较于竞争对手，公司具有产品种类齐全的优势，设计上采用模块化设计，注重模块化成果在多个产品上的应用。

表 2：竞争对手技术特点对比

公司名称	技术特点
雷科防务	具有体积小、重量轻、功耗低、环境适应能力强、可靠性高的特点。
景嘉微	产品实现上特别强调恶劣条件下的高可靠性；产品所涉及技术、学科范围广泛；核心技术突破后，可形成系列产品；采用模块化和标准总线网络化设计；产品设计上要求高度综合化和集成化。
中科海迅	恶劣条件下的高可靠性；硬件标准化和功能软件化，模块化设计有利于产品升级、替换，核心技术突破后，可形成系列产品应用于多个领域；技术复杂性。
智明达	具有产品种类齐全、可靠性高、集成度高、功耗低、体积小、环境适应力强的特点，可用于机载、弹载、舰载、车载等武器装备。设计上采用模块化设计，注重模块化成果在多个产品上的应用。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

“十四五”发展基础：上游军工电子是我军装备跨越式发展的基础支撑，新型武器装备进入批产突破期，关键核心技术突破及下游需求显著增长将推动军工电子产品放量。《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中指出，我军在“十四五”期间要全面加强练兵

备战、确定 2027 年建军目标新节点、加快武器升级换代，同时加快智能化武器发展、加速战略性颠覆性武器装备发展、加快机械化\信息化\智能化融合发展。新一代武器装备或将在“十四五”及 2035 年远期具备高景气，其中军工电子望在“十四五”各类新型装备中作为信息化的主要实施载体，具备单位装备价值量占比和装备排产双升逻辑，产业趋势参考其它信息化成熟领域，如智能手机、汽车的电子元器件应用趋势。

表 3：2021Q1 军工各子板块基本面情况

细分板块	21Q1 营收 (亿元)	21Q1 营收 增速%	21Q1 归母净利润 (亿元)	21Q1 归母净利润 增速%	21Q1 净利率	20Q1 净利率	21Q1 存货 (亿元)	21Q1 存货 同比%	21Q1 合同负债+预收款 (亿元)	21Q1 合同负债+预收款 同比%
地面兵装	51.88	41.03%	2.69	272.84%	5.18%	1.96%	80.61	12.01%	138.91	46.59%
航空中游配套	81.55	52.76%	5.12	221.50%	6.28%	2.98%	162.32	17.11%	14.73	87.08%
航天	88.87	24.91%	4.36	199.30%	4.91%	2.05%	201.18	10.63%	49.21	38.29%
导弹	59.38	62.49%	7.48	158.18%	12.60%	7.93%	121.37	22.48%	21.66	46.85%
军工电子	122.72	66.12%	24.90	136.87%	20.29%	14.23%	139.32	34.75%	11.18	64.64%
新材料	64.63	32.68%	10.83	85.53%	16.75%	11.98%	97.90	11.25%	10.46	19.61%
航空中间工序环节	29.81	49.99%	3.69	66.10%	12.38%	11.18%	54.45	42.59%	3.33	24.56%
主机厂	199.70	12.34%	7.13	-7.23%	3.57%	4.32%	725.06	10.72%	187.14	56.79%
信息化	65.10	73.63%	3.07	扭亏为盈	4.71%	-3.38%	173.24	40.25%	44.68	31.38%
船舶	263.43	31.20%	5.24	扭亏为盈	1.99%	-0.32%	824.48	54.63%	926.79	38.01%

资料来源：Wind，天风证券研究所

军工电子 21Q1：营收 122.72 亿元 (+66.12%)，归母净利润 24.90 亿元 (+136.87%)，净利率 20.29% (+6.06pct)，合同负债+预收款同比增长 64.64%。军工电子作为产业链上游，业绩释放节奏靠前，随着 2020 年下半年下游需求大幅提升，20 年业绩已经实现显著增长，21Q1 环比 20Q4 业绩仍然提升 26.44%，表明行业景气度持续提升，存货及合同负债提升表明上游企业订单充足正积极备产。**我们认为，公司产品可归类为军工电子中的有源器件类，未来将叠加下游武器装备放量和信息化程度提升带来的用量增加双重逻辑，“十四五”期间有望持续高增长。**

3. 发布股权激励计划，未来三年净利润复合增速需超 26%

公司发布首个股权激励计划，彰显持续发展信心。6 月 22 日，公司发布首个股权激励计划，计划向激励对象授予 106.06 万股限制性股票，授予价格为每股 34.50 元，其中第一类限制性股票向高管授予 33.56 万股，第二类限制性股票向核心骨干授予 72.50 万股。解锁条件为以 2020 年净利润为基数，21-23 年增速不低于 40%、70%、100%，对应净利润复合增速为 26%。

4. 智明达盈利预测及估值

公司作为军用嵌入式计算机核心供应商，在机载领域稳定发展的基础上，弹载领域有望成为新增长点，随着武器装备信息化、智能化发展，嵌入式计算机需求或大幅提升，公司长期快速发展可期。综上，我们预计 2021-23 年营业收入为 4.42/6.03/8.28 亿元、归母净利润为 1.21/1.73/2.35 亿元，对应 EPS 为 2.42/3.46/4.70 元，对应 PE 为 51.10/35.78/26.35x。

表 4：2021-2023 年公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	260.66	324.67	441.57	603.25	827.62
增长率(%)	11.05	24.56	36.01	36.61	37.19
净利润 (百万元)	59.46	85.58	121.11	172.96	234.84
增长率(%)	-4.81	43.94	41.51	42.81	35.77
EPS (元/股)	1.19	1.71	2.42	3.46	4.70

市盈率 (P/E)	104.08	72.31	51.10	35.78	26.35
-----------	--------	-------	-------	-------	-------

资料来源: Wind, 天风证券研究所

采用 PE 法可比估值进行目标价预测。按照公司招股说明书披露的竞争对手, 选择雷科防务、景嘉微、中科海迅对标。根据 Wind 一致性预期, 3 家可比公司 2021 年备考 PE 分别为 43.7/82.5/54.7x, 均值 60.3x, 公司当前 2021 年备考 PE 为 51.10x, 按照 65X 估值测算目标价为 157.44 元, 给予“买入”评级。

表 5: 可比公司 2021 年备考 PE (时间截至 2021/7/26)

证券代码	公司简称	主营业务	2021 备考 PE 均值
002413.SZ	雷科防务	雷达系统、智能弹药、卫星应用等	43.7
300474.SZ	景嘉微	GPU、图形显控、小型专用化雷达	82.5
300810.SZ	中科海迅	声纳系统	54.7
		平均值	60.3

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

- 1. 军品订单波动风险。**受最终用户的具体需求及其每年采购计划和国防需要间歇性大幅调整采购量等因素的影响, 可能存在突发订单增加、订单延迟的情况。订单的具体项目及数量存在波动, 交货时间具有不均衡。
- 2. 产品价格及毛利率变动风险。**未来由于市场竞争、军方延伸审价等因素导致产品价格下滑, 则可能影响公司的毛利率水平。
- 3. 客户集中度较高风险。**公司业务发展主要受国防信息化体系建设总体规划影响, 若军工行业未来整体发展政策、国防信息化体系建设整体预算发生变化, 导致军工集团下属单位产品需求大幅减少, 将对公司业绩产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	60.64	40.30	35.33	60.14	66.21
应收票据及应收账款	278.52	368.51	465.46	573.47	828.89
预付账款	1.26	1.50	2.49	2.71	4.36
存货	74.71	114.33	130.11	203.14	252.27
其他	13.66	44.14	44.29	44.09	45.98
流动资产合计	428.80	568.78	677.68	883.55	1,197.71
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	17.33	21.03	44.81	70.76	86.54
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2.80	4.10	3.55	3.00	2.46
其他	9.01	7.86	7.08	7.22	6.97
非流动资产合计	29.14	33.00	55.45	80.98	95.96
资产总计	457.94	601.78	733.13	964.53	1,293.67
短期借款	8.00	26.53	25.22	10.10	14.00
应付票据及应付账款	85.71	120.07	150.56	221.44	281.29
其他	41.08	47.02	46.79	42.42	52.57
流动负债合计	134.79	193.61	222.57	273.96	347.86
长期借款	20.00	20.00	0.00	0.00	4.49
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.92	17.10	15.23	15.75	16.03
非流动负债合计	34.92	37.10	15.23	15.75	20.52
负债合计	169.70	230.72	237.80	289.71	368.38
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	37.50	37.50	50.00	50.00	50.00
资本公积	120.74	120.74	136.74	159.74	197.74
留存收益	239.16	319.75	445.33	624.82	875.29
其他	(109.17)	(106.93)	(136.74)	(159.74)	(197.74)
股东权益合计	288.23	371.06	495.33	674.82	925.29
负债和股东权益总计	457.94	601.78	733.13	964.53	1,293.67

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	59.46	85.58	121.11	172.96	234.84
折旧摊销	4.93	5.05	8.77	15.60	21.77
财务费用	3.53	3.58	3.76	1.67	1.20
投资损失	(0.09)	(0.05)	(0.08)	(0.07)	(0.07)
营运资金变动	(46.39)	(66.93)	(81.37)	(116.38)	(237.19)
其它	7.79	1.45	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	29.23	28.68	52.20	73.79	20.55
资本支出	3.51	7.33	33.87	40.48	36.72
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(21.49)	(44.90)	(65.80)	(81.41)	(73.66)
投资活动现金流	(17.98)	(37.57)	(31.92)	(40.93)	(36.93)
债权融资	48.00	66.53	41.89	28.99	37.01
股权融资	(1.08)	(1.86)	10.92	21.33	36.80
其他	(57.68)	(75.26)	(78.06)	(58.36)	(51.35)
筹资活动现金流	(10.76)	(10.59)	(25.24)	(8.05)	22.45
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	0.50	(19.48)	(4.97)	24.81	6.07

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	260.66	324.67	441.57	603.25	827.62
营业成本	102.67	120.77	157.14	216.00	292.94
营业税金及附加	2.63	2.63	4.46	5.69	7.63
营业费用	19.43	21.20	26.49	35.59	50.84
管理费用	26.32	29.86	39.74	53.09	74.48
研发费用	52.05	56.21	75.07	101.35	141.00
财务费用	3.16	4.10	3.76	1.67	1.20
资产减值损失	(2.76)	(1.82)	0.83	(1.25)	(0.74)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.09	0.05	0.08	0.07	0.07
其他	(8.09)	(3.65)	(0.15)	(0.14)	(0.13)
营业利润	65.16	95.32	134.14	191.18	260.33
营业外收入	0.03	0.05	0.04	0.06	0.07
营业外支出	0.04	0.11	0.03	0.04	0.03
利润总额	65.16	95.25	134.15	191.20	260.37
所得税	5.69	9.67	13.04	18.24	25.53
净利润	59.46	85.58	121.11	172.96	234.84
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	59.46	85.58	121.11	172.96	234.84
每股收益(元)	1.19	1.71	2.42	3.46	4.70

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.05%	24.56%	36.01%	36.61%	37.19%
营业利润	-6.38%	46.27%	40.74%	42.52%	36.17%
归属于母公司净利润	-4.81%	43.94%	41.51%	42.81%	35.77%
获利能力					
毛利率	60.61%	62.80%	64.41%	64.19%	64.60%
净利率	22.81%	26.36%	27.43%	28.67%	28.38%
ROE	20.63%	23.06%	24.45%	25.63%	25.38%
ROIC	28.62%	34.81%	35.63%	38.36%	39.55%
偿债能力					
资产负债率	37.06%	38.34%	32.44%	30.04%	28.48%
净负债率	-4.38%	7.07%	1.33%	-4.62%	-3.16%
流动比率	3.18	2.94	3.04	3.23	3.44
速动比率	2.63	2.35	2.46	2.48	2.72
营运能力					
应收账款周转率	1.04	1.00	1.06	1.16	1.18
存货周转率	3.37	3.43	3.61	3.62	3.63
总资产周转率	0.61	0.61	0.66	0.71	0.73
每股指标(元)					
每股收益	1.19	1.71	2.42	3.46	4.70
每股经营现金流	0.58	0.57	1.04	1.48	0.41
每股净资产	5.76	7.42	9.91	13.50	18.51
估值比率					
市盈率	104.08	72.31	51.10	35.78	26.35
市净率	21.47	16.68	12.49	9.17	6.69
EV/EBITDA	0.00	0.00	41.91	29.31	21.58
EV/EBIT	0.00	0.00	44.58	31.68	23.37

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