

## 新宝股份 (002705.SZ) 2021H1 营收快速增长, 内外环境改善盈利修复可期

2021年08月30日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/8/27
当前股价(元)	21.54
一年最高最低(元)	57.95/19.80
总市值(亿元)	178.08
流通市值(亿元)	177.19
总股本(亿股)	8.27
流通股本(亿股)	8.23
近3个月换手率(%)	74.04

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q4 收入端超预期, 外销增速亮眼》-2021.1.25

《公司信息更新报告-2020Q3 业绩超预期, 摩飞自主品牌业务高速增长》-2020.10.27

《公司信息更新报告-2020Q3 业绩超预期, 自主品牌拉动内销高速增长》-2020.10.14

### ● 2021H1 营收快速增长, 内外环境改善盈利修复可期, 维持“买入”评级

2021H1 公司营收 66.44 亿元 (+31.69%), 归母净利润 3.14 亿元 (-27.04%)。单季度看, 2021Q2 营收 34.34 亿元 (+11.17%), 归母净利润 1.44 亿元 (-52.96%)。盈利下滑主系人民币升值及原材料涨价。考虑到原材料涨价影响, 我们下调 2021-2022 并新增 2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润为 9.03/12.78/15.93 亿元 (此前预测 2021-2022 年归母净利润为 15.40/20.93 亿元), 对应 EPS 为 1.09/1.55/1.93 元, 当前股价对应 PE 为 19.7/13.9/11.2 倍。长期来看, 随着外部环境改善, 盈利能力有望得到修复, 扩品将持续推动业绩增长, 维持“买入”评级。

### ● 外销需求依旧旺盛, 家居电器等其他产品增速靓丽

(1) 分市场看, 2021H1 海外/国内市场实现营收 51.48 亿元/14.96 亿元, 同比分别+43.35%/+2.88%, 外销需求依旧旺盛, 内销受景气度下降营销增速放缓; (2) 分产品看, 2021H1 电热类/电动类厨房电器/家居电器/其他产品实现营收 33.83 亿元/15.30 亿元/9.99 亿元/6.01 亿元, 同比分别+29.80%/+25.09%/+53.41%/+35.47%, 电热类/电动类核心品类保持稳步增长, 家居电器等其他产品增速提升显著。

### ● 汇率波动+原材料价格上涨致盈利短期承压, 多举措并行盈利修复可期

受人民币升值及原材料涨价影响, 2021H1 公司毛利率 17.73% (-8.23pcts)。2021H1 公司期间费用率 11.77% (-2.23pcts), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.38pcts/-0.16pcts/-0.27pcts/+0.59pcts。毛利率承压致盈利下降, 2021H1 公司净利率 4.73% (-3.81pcts)。公司通过调价、战略性采购等措施持续消化成本压力, 此外随着人民币升值及原材料涨价趋缓, 我们认为公司盈利能力有望得到修复。

### ● 外销 OEM 龙头地位稳固, 内销新品拓展下自有品牌业绩有望持续释放

2020 年公司多款产品位列出口榜单前列。2021M1-M8 推出便携吸尘器、新一代砧板消毒机等 12 款新品, 上新速度加快。魔镜数据显示, 2021H1 摩飞生活/厨房电器淘系销额同比分别 44.49%/1.99%。此外, 公司绞肉机/榨汁机等多款新品位列京东热卖榜单前列, 我们认为随着需求回暖内销市场业绩有望得到释放。

### ● 风险提示: 汇率波动风险、新品市场反馈不及预期、原材料价格上涨等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,125	13,191	16,513	19,855	22,963
YOY(%)	8.1	44.6	25.2	20.2	15.7
归母净利润(百万元)	687	1,118	903	1,278	1,593
YOY(%)	36.7	62.7	-19.3	41.5	24.6
毛利率(%)	23.7	23.3	18.5	20.0	20.5
净利率(%)	7.5	8.5	5.5	6.4	6.9
ROE(%)	15.9	18.9	14.0	17.5	18.6
EPS(摊薄/元)	0.83	1.35	1.09	1.55	1.93
P/E(倍)	25.9	15.9	19.7	13.9	11.2
P/B(倍)	4.1	2.9	2.8	2.4	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 外销需求旺盛拉动收入增长，外部不确定性致利润下滑.....	3
2、 成本端承压明显，外部环境改善+内部多举措盈利修复可期.....	5
3、 募投项目持续推进，未来有望推动业绩提升.....	6
4、 内外销业务并重，OEM 小家电龙头未来可期.....	7
4.1、 外销市场：OEM 出口龙头地位稳固，未来有望保持稳健增长.....	7
4.2、 内销市场：上新速度加快，市场表现可圈可点.....	7
5、 盈利预测及投资建议.....	8
6、 风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

## 图表目录

图 1： 2021H1 外部环境冲击下公司增收不增利.....	3
图 2： 2021Q2 公司业绩现阶段性下滑.....	3
图 3： 2021 年以来原材料价格涨幅明显.....	3
图 4： 2021Q2 以来人民币持续升值.....	3
图 5： 2021H1 公司费用率总体可控.....	6
图 6： 老品热度不减，新品市场表现可圈可点.....	8
表 1： 外销需求旺盛，内销自有品牌业绩承压明显.....	4
表 2： 电热、电动类核心产品保持稳步增长，家用电器等其他产品维持高增态势.....	5
表 3： 受人民币升值及原材料上涨影响，2021H1 毛利率阶段性下降.....	5
表 4： 2021M1-M8 上新速度有所加快.....	7

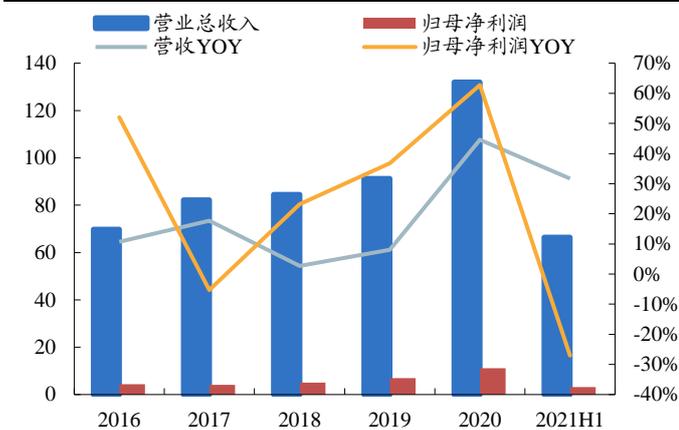
## 1、外销需求旺盛拉动收入增长，外部不确定性致利润下滑

2021年上半年，世界经济呈修复性增长态势，但面对汇率波动以及原材料价格趋高，2021H1、2021Q2公司业绩呈现较大波动。

**收入端：**2021H1实现营业收入66.44亿元，同比增长31.69%，较2019年同期复合增速达28.19%。受国际物流紧张及国内市场家电行业景气度下降影响，2021Q2公司营收增速有所放缓，2021Q2实现营业收入34.30亿元，同比增长11.17%，较2019年同期复合增速26.0%。

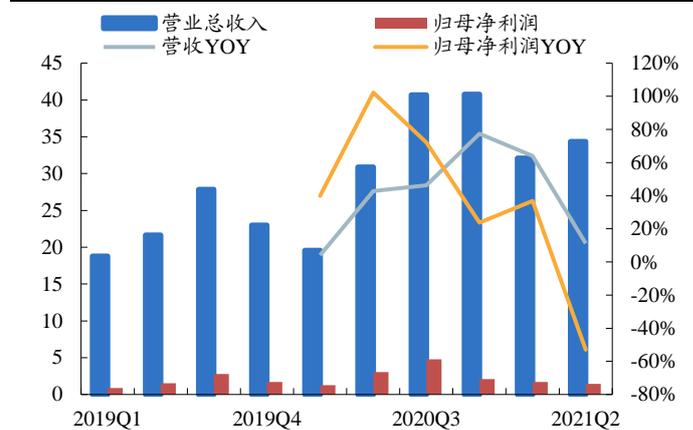
**利润端：**2021H1实现归母净利润3.14亿元，同比下滑27.04%，较2019年同期复合增速14.34%。单季度来看，2021Q2实现归母净利润1.44亿元，同比下滑52.96%，较2019年同期复合增速-2.47%，**单季度业绩下滑主要系：**（1）2020年同期高基数；（2）人民币升值；（3）2021Q1以来不锈钢价格持续大幅上涨，2021Q1塑料价格上涨明显且公司部分原材料价格锁定在2月前。

图1：2021H1 外部环境冲击下公司增收不增利



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021Q2 公司业绩现阶段性下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021年以来原材料价格涨幅明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021Q2以来人民币持续升值



数据来源：Wind、开源证券研究所

### ■ 分市场：出口需求旺盛，内销市场受景气下降业绩承压明显

外销需求依旧旺盛，但受国际物流影响增速有所放缓。2021H1公司海外市场实

现营收 51.48 亿元，同比增长 43.35%，较 2019 年同期复合增速 25.25%。单季度来看，根据推算 2021Q2 海外营收 26.61 亿元，同比增长 24.82%，增速环比 Q1 有所下降，主要系 5 月份海运运力紧张导致订单出货节奏受到影响。根据 5 月 7 日投资者关系活动资料显示，公司外销订单比较饱满，预计下半年订单将继续保持平稳增长。

**高基数+需求回落致内销业务承压明显。**2021H1 公司国内市场实现营收 14.96 亿元，同比增长 2.88%，较 2019 年同期复合增速 40.13%。单季度来看，根据推算 2021Q2 国内营收 7.73 亿元，同比下滑 19.24%，主要系小家电行业景气度相对较弱加上公司自主品牌 2020Q2 基数相对较高。具体分品牌看：

- ◆ **摩飞品牌：**2021H1 实现营收 7.7 亿元，同比增长 7%，推算 2021Q2 实现营收 3.1 亿元，同比下滑 26%。
- ◆ **东菱品牌：**2021H1 实现营收 1.0 亿元，同比下滑 41%，推算 2021Q2 实现营收 0.46 亿元，同比下滑 54%。
- ◆ **其他业务：**2021H1 实现营收 6.26 亿元，同比增长 11%，推算 2021Q2 实现营收 4.17 亿元，同比下滑 5%。

**表1：外销需求旺盛，内销自有品牌业绩承压明显**

	2019H1	2020H1	2021H1	2020Q1	2020Q2	2021Q1	2021Q2
营业总收入	40.43	50.45	66.44	19.56	30.89	32.10	34.34
国外销售	32.82	35.91	51.48	14.59	21.32	24.87	26.61
YOY		9.44%	43.35%			71.00%	24.82%
国内销售	7.62	14.54	14.96	4.97	9.57	7.23	7.73
YOY		90.87%	2.88%			46.00%	-19.24%
其中：摩飞品牌	2.12	7.20	7.70	3.00	4.20	4.60	3.10
YOY		240%	7%			53%	-26%
东菱品牌	1.00	1.70	1.00	0.70	1.00	0.54	0.46
YOY		70%	-41%			-23%	-54%
其他业务	4.50	5.64	6.26	1.27	4.37	2.09	4.17
YOY		25%	11%			65%	-5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：2021Q1 国内外销售收入以 2021H1 各自占比推算所得

#### ■ 分品类：电热、电动核心品类稳步增长，家居电器等其他品类增速靓丽

(1) 电热类厨房电器：2021H1 实现营收 33.83 亿元，同比增长 29.80%，较 2019 年同期复合增速 28.84%。

(2) 电动类厨房电器：2021H1 实现营收 15.30 亿元，同比增长 25.09%，较 2019 年同期复合增速 24.79%。

(3) 家居电器：2021H1 实现营收 9.99 亿元，同比增长 53.41%，较 2019 年同期复合增速 33.04%。2021H1 收入大幅增长主要系吸尘器较 2020 年同期增加 1.85 亿元，空气清新机同比增加 0.81 亿元。

(4) 其他产品：2021H1 实现营收 6.01 亿元，同比增长 35.47%，较 2019 年同期复合增速 29.26%。2021H1 收入较大幅度增长主要系电动牙刷较 2020 年同期增加 0.35 亿元，刀具消毒器同比增加 0.29 亿元。

**表2: 电热、电动类核心产品保持稳步增长, 家居电器等其他产品维持高增态势**

	2019	2020	2019H1	2020H1	2021H1
电热类厨房电器	46.44	67.74	20.38	26.06	33.83
YOY		45.88%		27.89%	29.80%
电动类厨房电器	23.50	31.43	9.82	12.23	15.30
YOY		33.76%		24.49%	25.09%
家居电器	11.85	18.97	5.64	6.51	9.99
YOY		60.05%		15.37%	53.41%
其他产品	7.37	11.17	3.60	4.43	6.01
YOY		51.53%		23.33%	35.47%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、成本端承压明显, 外部环境改善+内部多举措盈利修复可期

**(1) 毛利率:** 2021H1 公司整体毛利率为 17.73% (-8.23pcts), 剔除新收入准则影响后公司毛利率为 19.88%, 毛利率大幅下滑主要系 2021 年前期人民币升值、大宗原材料价格大幅上升以及低毛利率 OEM 业务收入占比提升, 2021H1 公司直接材料成本占主营业务成本比例为 77.17%, 同比上升 2.4pcts。具体分市场看:

①国内市场 2021H1 毛利率为 30.90%, 同比下降 1.58pcts; 较 2019H1 下降 1.39pcts;

②海外市场 2021H1 毛利率为 13.90%, 同比下降 6.4pcts, 较 2019H1 下降 4.86pcts。2021H1 海外收入占比 77.49%, 较 2020H1 同比上升 6.31pcts。

**分品牌看:** ①2021H1 电热类厨房电器毛利率为 17.06%, 同比下降 6.57pcts; ②电动类厨房电器毛利率为 18.95%, 同比下降 7.58pcts; ③家居电器毛利率为 16.12%, 同比下降 4.89pcts。

**表3: 受人民币升值及原材料上涨影响, 2021H1 毛利率阶段性下降**

	2019	2020	2019H1	2020H1	2021H1
整体毛利率	23.67%	23.31%	21.37%	25.96%	17.73%
分市场					
海外市场	20.97%	20.44%	18.84%	20.3%	13.90%
海外收入占比 (%)	80.20%	77.13%	81.16%	71.18%	77.49%
国内市场	34.57%	33.02%	32.29%	32.49%	30.90%
分品牌					
电热类厨房电器	22.58%	23.06%	20.90%	25.81%	17.06%
电动类厨房电器	27.76%	26.23%	25.10%	28.91%	18.95%
家居电器	19.28%	21.09%	15.54%	22.92%	16.12%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 2020H1、2021H1 毛利率数据为新收入准则下数据

**(2) 费用端:** 2021H1 期间费用率为 11.77%, 同比下降 2.23pcts, 剔除新收入准则影响后期间费用率为 13.92%, 同比下降 2.22pcts, 较 2019H1 下降 0.29pcts, 具体来看:

①2021H1 销售费用率为 3.3%, 同比下降 2.38pcts。剔除新收入准则影响后销售费用率为 5.46%, 同比下降 2.37pcts, 较 2019H1 上升 0.58pcts, 销售费用率较为稳

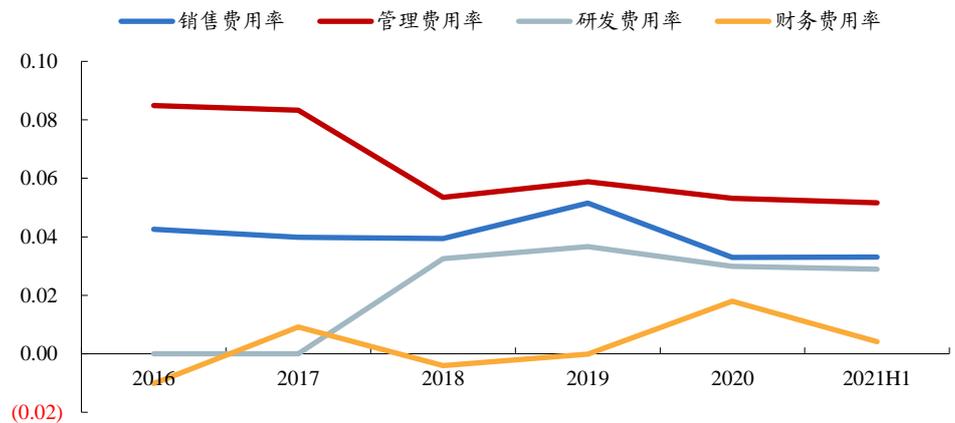
定。

②2021H1 管理费用率为 5.16%，同比下降 0.16pcts，较 2019H1 下降 0.23pcts；

③2021H1 研发费用率为 2.89%，同比下降 0.27pcts，较 2019H1 下降 0.82pcts；

④2021H1 财务费用率为 0.41%，同比上升 0.59pcts，较 2019H1 上升 0.18pcts，财务费用率提升主要系人民币升值下汇兑损益较 2020H1 增加 0.45 亿元。公司主要运用远期外汇合约等金融工具对冲汇率波动风险，**2021H1 远期外汇合约投资受益及公允价值变动受益合计 0.33 亿元，结合汇兑损益下合计损失为 388.11 万元，汇率风险总体可控。**

**图5：2021H1 公司费用率总体可控**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3) 净利率：受毛利率拖累下滑明显。**2021H1 公司净利率为 4.73%，同比下降 3.81pcts，较 2019H1 下降 1.22pcts。单季度看，2021Q2 净利率为 4.20%，环比 2021Q1 下降主要系原材料上涨及人民币升值影响持续深化。

**外部环境改善+内部多举措并行盈利能力修复可期。**针对大宗原材料上涨，公司已积极采取系列措施应对：一方面公司通过新产品的研发、生产效率的改善及策略性采购安排等系列措施持续消化成本压力；另一方面公司对原有产品采取调价措施，但调价效果有一定滞后性，预计 2021 年三季度开始效果会逐步显现。此外，随着人民币升值及原材料上涨等外部环境逐步得到改善，我们认为公司业绩有望逐步得到修复。

### 3、募投项目持续推进，未来有望推动业绩提升

2017 年公司通过非公开发行股票募集资金投资智能家居电器、健康美容电器、高端家用电动类厨房电器、自动化升级改造项目。2020 年公司通过非公开发行股票募集资金投资创意小家电、企业信息化管理升级、品牌营销管理中心、压铸类小家电建设项目。**截至 2021H1，各募投项目情况如下：**

(1) 智能家居电器项目已部分投产实现部分效益，但仍处于建设期，尚未完全达到预定可使用状态；

(2) 健康美容电器项目仍处于建设期，在建设期间公司陆续接收客户相关产品订单，因此健康美容电器项目前期在公司其他生产场地调配安排了专线进行相关订单产品的生产，目前已实现部分效益；

(3) 高端家用电动类厨房项目已达到预定可使用状态;

(4) 自动化建设持续推进, 2020 年 4 月公司追加自动化升级改造项目, 目前该项目仍处于建设期;

(5) 创意小家电建设项目、企业信息化管理升级项目、品牌营销管理中心建设项目、压铸类小家电建设项目目前仍处于建设期。其中企业信息化管理升级项目旨在: ①建立智慧生产园区管理系统以优化园区管理; ②5G+工业互联网应用以实现订单管理个性化、物流配送智能化等; ③建立独立订单管理系统以提高采购部门效率; ④建立品牌客户数据中心以实现精准服务。

我们预计随着智能家居电器建设项目、健康美容电器、创意小家电建设项目的持续推进, 公司智能家居等其他产品市场竞争力将进一步提高, 而高端家用电动类厨房电器建设项目、压铸类小家电建设项目将巩固公司电热、电动类电器的领先地位。自动化建设项目、信息化升级项目及营销中心建设项目将带动经营效率的改善。

## 4、内外销业务并重, OEM 小家电龙头未来可期

### 4.1、外销市场: OEM 出口龙头地位稳固, 未来有望保持稳健增长

(1) 产品外销竞争力显著, 根据中国机电产品进出口商会显示, 2020 年公司位列中国十大厨房小家电出口企业第二, 同时包揽电热水壶、咖啡机、吸尘器、电烤箱等 8 大类产品出口前十强。

(2) 海外客户战略合作关系稳定。公司积极拓展东南亚、中东、非洲等新兴市场, 现已进入全球 100 多个国家和地区。根据 5 月 7 日投资者关系资料显示, 目前已与 Jarden Group、Hamilton Beach、Electrolux、Philips、Panasonic、Siemens、De'Longhi、Kenwood、Morphy Richards、SEB、Russell Hobbs、Delta 等客户建立长期的战略合作伙伴关系。

### 4.2、内销市场: 上新速度加快, 市场表现可圈可点

摩飞品牌在巩固厨房电器优势的同时积极布局成长性更高的清洁等家居环境类产品。2020 年摩飞推出刀具砧板消毒机、衣物护理机等 17 个新品; 2021M1-M8 摩飞进一步升级刀具砧板消毒机、套娃绞肉机、蒸汽挂烫机、多功能锅并推出便携吸尘器、破壁料理机等共计 12 款新品, 上新速度较 2020 年有所加快。此外, 预计 2021 年下半年摩飞将陆续推出更多创新产品, 自主品牌业务有望实现稳步增长。

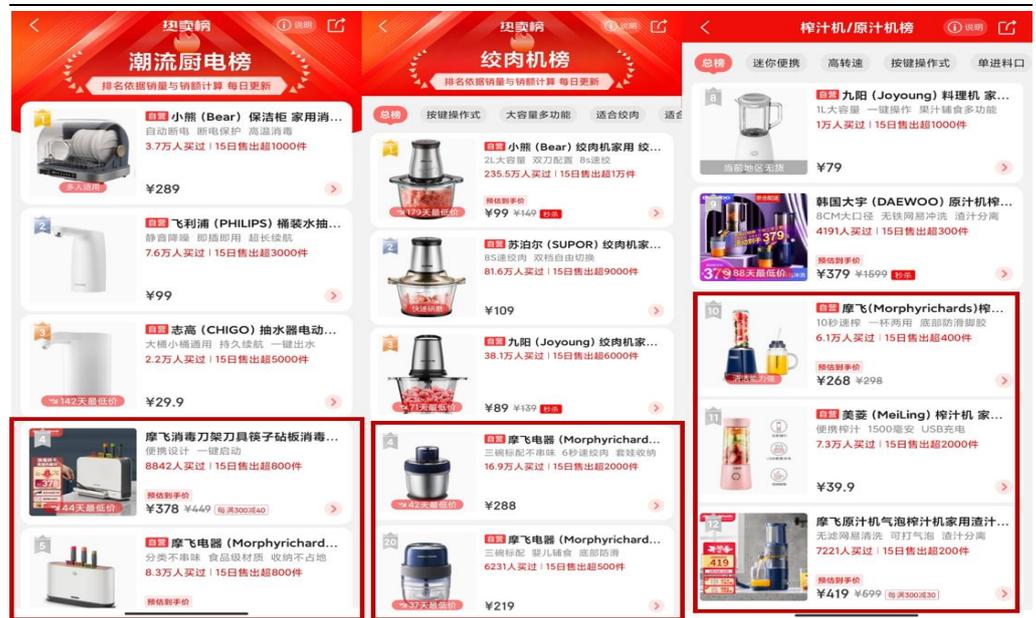
表4: 2021M1-M8 上新速度有所加快

上市时间	新品	上市时间	新品
2020.02	刀具砧板消毒机	2021.03	刀具砧板消毒机、电饼铛、养生锅
2020.03	套娃绞肉机、手持挂烫机、便携榨汁杯	2021.04	气泡原汁机、气泡果汁机、无线套娃绞肉机、车载吸尘器
2020.04	衣物护理机、升降煮茶器	2021.05	蒸汽挂烫机
2020.05	轻食机	2021.07	破壁料理机、多功能锅
2020.09	无线绞肉机、便携搅拌杯、便携烧水杯	2021.08	真空封口机、极速双层蒸炖锅
2020.10	暖被机、冰箱除味器、无雾加湿器、极速蒸锅		
2020.11	无线料理棒、智能米桶		
2020.12	冷暖风机		

资料来源: 摩飞电器微信公众号、开源证券研究所

**老品热度不减，新品市场表现可圈可点。**生活电器方面，根据魔镜数据显示，2021H1 摩飞品牌淘系生活电器类目销售额为 0.36 亿元，同比增长 44.49%，2021M7 销售额为 0.08 亿元，同比增长 28.65%。其中蒸汽挂烫机类目 2021M6、2021M7 销售额分别同比增长 40.38%、29.03%，新品推动作用明显。**厨房电器方面**，魔镜数据显示，2021H1 摩飞品牌淘系厨房电器类目销售额为 5.21 亿元，同比增长 1.99%，2021M7 销售额为 0.50 亿元，同比下滑 34.50%，主要系行业景气下降。其中 2021M1-M7 绞肉机销售额为 0.76 亿元，同比增长 32.45%。此外，根据京东榜单排名，摩飞新一代砧板消毒机位列潮流厨电热卖榜第 4 名（老款位列第 5），新一代绞肉机位列绞肉机热卖榜第 20 名（老款位列第 4），新一代原汁机位列榨汁机/原汁机热卖榜第 12 名（老款位列第 10，旗下美菱位列 11）。新品表现不俗下摩飞产品结构愈发平衡，根据 3 月 8 日投资者交流资料显示，摩飞 2020 年新品销售贡献超 30%，我们认为老品类或将延长生命周期，随着行业需求回暖新品将持续推动国内业绩提升。

图6：老品热度不减，新品市场表现可圈可点



资料来源：京东 APP、开源证券研究所

## 5、盈利预测及投资建议

考虑到原材料涨价影响，我们下调 2021-2022 并新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 10.50/13.40/16.24 亿元（此前预测 2021-2022 年归母净利润为 15.40/20.93 亿元），对应 EPS 为 1.27/1.62/1.96 元，当前股价对应 PE 为 17.0/13.3/11.0 倍。长期来看，随着需求回暖等外部环境改善，盈利能力有望得到修复，扩品战略下有望持续推动业绩增长，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

汇率波动风险、新品市场反馈不及预期、原材料价格上涨等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5163	8940	9349	11130	12761
现金	1836	4285	3871	3593	4554
应收票据及应收账款	993	1786	1857	2646	2479
其他应收款	41	46	63	68	84
预付账款	30	71	56	97	79
存货	1464	2120	2959	4180	4994
其他流动资产	799	632	543	546	571
<b>非流动资产</b>	2988	3554	3992	4368	4605
长期投资	67	99	134	168	203
固定资产	1941	2318	2727	3040	3202
无形资产	527	519	548	587	636
其他非流动资产	452	618	583	572	563
<b>资产总计</b>	8151	12495	13341	15498	17366
<b>流动负债</b>	3569	6326	6751	8026	8608
短期借款	143	99	99	99	99
应付票据及应付账款	2509	4695	4889	6423	6578
其他流动负债	917	1532	1764	1504	1932
<b>非流动负债</b>	254	66	70	74	75
长期借款	200	0	5	8	9
其他非流动负债	54	66	66	66	66
<b>负债合计</b>	3823	6391	6822	8099	8683
少数股东权益	29	66	75	89	112
股本	801	827	827	827	827
资本公积	1139	2055	2055	2055	2055
留存收益	2354	3152	3591	4239	5076
<b>归属母公司股东权益</b>	4299	6038	6444	7309	8571
负债和股东权益	8151	12495	13341	15498	17366

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1444	2510	1108	1057	2164
净利润	688	1156	912	1292	1615
折旧摊销	369	384	399	481	579
财务费用	-2	237	20	117	115
投资损失	25	-33	4	-12	-4
营运资金变动	379	1063	-198	-786	-88
其他经营现金流	-16	-297	-29	-35	-53
<b>投资活动现金流</b>	-1167	-574	-812	-810	-759
资本支出	618	925	403	341	202
长期投资	-525	316	-35	-34	-34
其他投资现金流	-1074	667	-444	-503	-591
<b>筹资活动现金流</b>	-301	559	-710	-525	-444
短期借款	-191	-45	0	0	0
长期借款	200	-200	5	3	1
普通股增加	-12	25	0	0	0
资本公积增加	-88	915	0	0	0
其他筹资现金流	-210	-137	-715	-529	-445
<b>现金净增加额</b>	-2	2354	-414	-278	961

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	9125	13191	16513	19855	22963
营业成本	6965	10116	13458	15884	18256
营业税金及附加	65	83	126	148	163
营业费用	470	435	545	655	758
管理费用	537	701	859	1013	1171
研发费用	334	394	471	576	666
财务费用	-2	237	20	117	115
资产减值损失	-12	-30	0	0	0
其他收益	45	45	0	0	0
公允价值变动收益	25	123	29	35	53
投资净收益	-25	33	-4	12	4
资产处置收益	-1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	784	1375	1060	1510	1891
营业外收入	18	18	18	13	17
营业外支出	7	19	11	13	13
<b>利润总额</b>	795	1374	1066	1510	1895
所得税	107	219	155	217	281
<b>净利润</b>	688	1156	912	1292	1615
少数股东损益	1	37	9	15	22
<b>归母净利润</b>	687	1118	903	1278	1593
EBITDA	1131	1636	1349	1885	2359
EPS(元)	0.83	1.35	1.09	1.55	1.93

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.1	44.6	25.2	20.2	15.7
营业利润(%)	33.6	75.3	-22.9	42.5	25.2
归属于母公司净利润(%)	36.7	62.7	-19.3	41.5	24.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.7	23.3	18.5	20.0	20.5
净利率(%)	7.5	8.5	5.5	6.4	6.9
ROE(%)	15.9	18.9	14.0	17.5	18.6
ROIC(%)	14.0	16.5	12.3	16.1	17.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.9	51.2	51.1	52.3	50.0
净负债比率(%)	-33.2	-64.5	-57.0	-46.4	-50.6
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	8.5	9.5	9.1	8.8	9.0
应付账款周转率	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.35	1.09	1.55	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	3.04	1.34	1.28	2.62
每股净资产(最新摊薄)	5.20	7.30	7.79	8.84	10.37
<b>估值比率</b>					
P/E	25.9	15.9	19.7	13.9	11.2
P/B	4.1	2.9	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	14.0	8.3	10.3	7.5	5.6

数据来源：聚源、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的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	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	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