

配套电池放量在即, 业绩拐点将现

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入35.51亿元, 同比增长46.63%; 实现归母净利润0.48亿元, 同比增长33.30%; 实现扣非归母净利润-1.13亿元, EPS 0.04元。
- **动力电池业务增量巨大, 下游高景气度带动需求翻倍增长。** 2021年H1全球新能源汽车累计销量达241万辆, 同比增长170%。中国、欧洲补贴政策基本延续, 新车型加速上市; 美国总统拜登高调出台政策加码新能源汽车补贴, 预计未来全球新能源汽车市占率将稳步提升。受新能源车行业景气性带动, 2021年H1, 我国动力电池销量累计58.2GWh, 同比增长174%, 其中磷酸铁锂产量累计30.8GWh, 占总产量53%, 占比较2020年大幅提升。公司作为动力电池行业深度参与者, 报告期内动力电池装机量2.89GWh, 市占比5.4%, 国内排名第五, 其中公司关键产品磷酸铁锂电池乘用车装机占比12%, 国内排名第三。
- **公司客户结构不断优化。** 公司在加强与江淮汽车、奇瑞汽车、吉利新能源等整车客户合作的同时, 大力开拓大众等战略客户。在储能领域, 公司持续深化与华为、中国铁塔、国家电网等企业合作, 共同开拓国内外储能市场, 创新商业模式, 并实现储能项目在多城市落地。
- **随着我国城镇电气化持续深入和电力体制改革的不断推动, 未来智能数字化和环保节能化的输配电及控制设备将获得更多的发展机遇。** 经过多年发展, 输配电及控制设备行业现已逐步形成了多元化、立体化、市场化的发展格局, 技术创新和产品服务逐步应用于5G基建、特高压、城际高速铁路、城市轨道交通、大数据中心和人工智能等领域。报告期内, 公司子公司东源电器生产经营整体良好, 在国内输配电行业具有较强影响力, 且在华东地区市场份额稳固, 预计输变电和新能源业务未来将受益行业政策享受较高增长。
- **盈利预测与投资建议。** 公司磷酸铁锂电池组业绩将继续保持高速增长, 同时布局三元路线, 优化公司产品结构, 进一步增强公司业绩确定性。未来三年公司总收入复合增长率为44%。考虑公司磷酸铁锂路线龙头地位, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放的风险; 原材料价格持续上涨, 部分物料供应紧缺的风险; 供过于求, 市场竞争加剧的风险; 坏账损失的风险。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6724.23 | 9731.00 | 14542.40 | 20173.28 |
| 增长率 | 35.60% | 44.72% | 49.44% | 38.72% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 149.67 | 286.22 | 814.28 | 1404.38 |
| 增长率 | 192.02% | 91.23% | 184.50% | 72.47% |
| 每股收益EPS(元) | 0.12 | 0.22 | 0.64 | 1.10 |
| 净资产收益率ROE | 1.33% | 2.57% | 6.84% | 10.69% |
| PE | 460 | 240 | 85 | 49 |
| PB | 6.31 | 6.27 | 5.87 | 5.31 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 12.81 |
| 流通A股(亿股) | 11.79 |
| 52周内股价区间(元) | 21.73-63.85 |
| 总市值(亿元) | 688.29 |
| 总资产(亿元) | 295.73 |
| 每股净资产(元) | 8.73 |

相关研究

1 大众入局，打造输变电和新能源业务双引擎

合肥国轩高科动力能源有限公司为当下国轩高科股份有限公司（下称“公司”）的全资子公司，成立于 2006 年 5 月，公司是国内最早从事新能源汽车动力锂离子电池自主研发、生产和销售的企业之一，拥有核心技术知识产权。主要产品包括磷酸铁锂和三元材料及电芯、动力电池组、输配电产品等。2015 年，公司借壳东源电器上市。

图 1：公司历史沿革

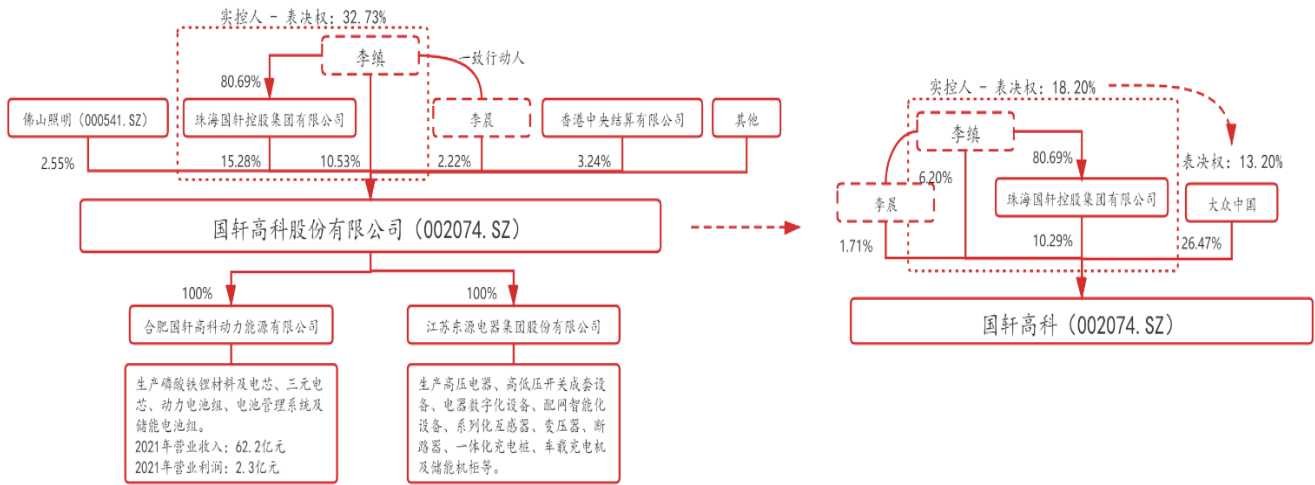


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司控制权较为集中，决策通道顺畅。公司实控人为李缜先生，直接持有 10.53% 的股份，同时通过南京国轩控股集团有限公司间接持有公司 15.28% 的股份。李缜及其一致行动人李晨合计拥有公司 32.73% 的表决权。

大众入局，国际合作将提升公司治理能力。2020 年 5 月 28 日晚，公司公告与大众中国股权转让方案，内容包括：1. 现金转让李缜及珠海国轩 0.56 亿股；2. 大众参与公司定增，比例为发行前 30%，考虑转债转股后，转让股份为 3.84 亿股。此后，大众将持有公司 26.47% 的股份，成为第一大股东，但承诺暂时放弃增发获得的表决权，仅行使转让获得的 13.2% 的表决权。因此，公司实控人将仍为拥有 18.2% 表决权的李缜先生。

2021 年 4 月 6 日，公司发布公告称“2020 年度非公开发行股票申请”已经通过中国证监会审核。2021 年 7 月 6 日，公司发布公告称，为引进战略投资者，5 位董事及董事会秘书辞职，原董事会 9 位董事晋升 4 位，除董事长李缜外，还有两位目前是公司的技术负责人，另外一位则是在去年 7 月底迎来的首位“大众系”董事。预计未来公司董事会 9 位董事将由原管理团队 5 人和“大众系”4 人组成。

图 2：公司股权变动情况


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

公司与城市积极合作，绑定高层次人才。公司所在的安徽省合肥市在 2021 年大力推进高层次人才与优质企业的引进工作，对于在公司工作的高层次人才、博士、硕士及全日制本科毕业生均有极高的租房、购房补贴，高达 60 万元；同时对于公司从市外柔性引进的研发人员，按时付工薪的 30% 给予企业引才补贴，高达 50 万元。

据统计，目前合肥在新能源汽车产业领域，已经相继布局了 50 多个新能源汽车重大项目，上下游 120 余家企业，形成了涵盖整车、关键零部件、应用、配套的完整产业链。

图 3：合肥市新能源汽车产业集群（部分企业）

| | | | | |
|--------|---|---|--|---|
| 整车 |  Volkswagen  长安汽车 CHANGAN |  江淮汽车  CHERY |  NIO 蔚来  星凯龙客车 ANKAI XINGKAILONG COACH |  安凯客车  广通汽车 Guangtong Auto |
| 动力电池 |  SINOEV TECHNOLOGIES |  国轩高科 GUOXUAN HIGH-TECH |  中盐红四方 CNSG HONG SIFANG | |
| 第三方BMS |  LIGO 力高技术 |  RNTEC 锐能科技 |  GIB 贵博新能 GIB RENEWABLE ENERGY  尤旦 | |
| 新能源电机 |  JEE | 动力电池回收 |  合肥融捷能源材料有限公司 HEFEI YOUNG ENERGY MATERIALS CO.,LTD. | |
| 高校 |  合肥工业大学汽车工程技术研究院 Automotive Research Institute of Hefei University of Technology | | | |

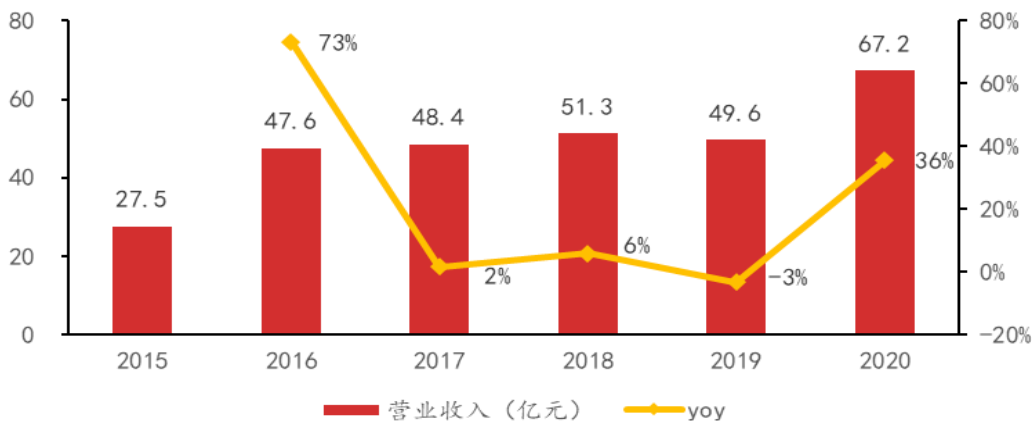
数据来源：公开资料，西南证券整理

同时，公司在 2018 年底发布了员工持股计划，约占公司当时已发行总股本的 0.7%，持股计划总人数约 300 人。预计 2019、2020、2021 年底分别解锁 40%、30%、30%，解锁期的业绩考核目标为：当年公司营业收入分别不低于 100 亿元、130 亿元、160 亿元，持股计划解锁期业绩考核设定目标高，2019、2020 年均未达到目标，预计 2021 年业绩距目标仍有一定差距。

2 原材料价格上涨业绩承压，全产业链布局拐点将现

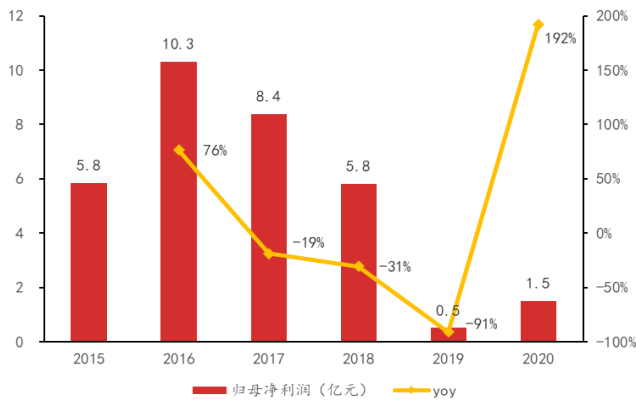
2021 年公司经营出现转机，下游需求旺盛推动营收高增。公司自 2015 年上市以来，营业收入从 27.5 亿元增长至 67.2 亿元，复合年均增长率约 20%。受补贴影响，2016 年至 2019 年市场对于能量密度较低的磷酸铁锂电池偏好下降，导致营收增长缓慢。顺利抵御 2019 年退补风险后，公司 2020 年营业收入 67.2 亿元，同比增长 36%。公司韧性极强，在 2020 年初的疫情中快速恢复，在 2020 年 Q3 营业收入同比增长率回正。客户需求增加，排产节奏良好，2020 年营收增长率遥遥领先同业公司。2021 年 H1 实现营业收入 35.5 亿元，同比增长 47%。

图 4：公司营业收入情况

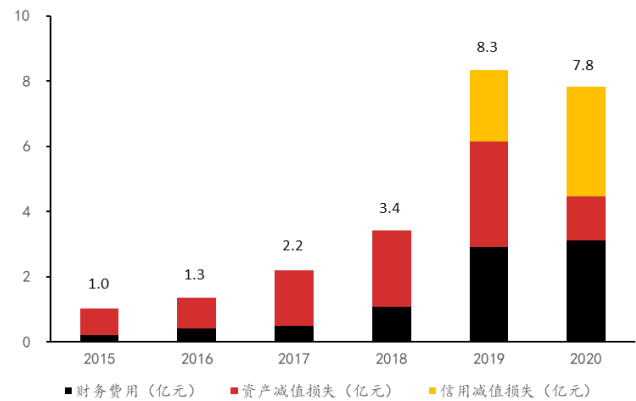


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司客户结构改善，盈利能力反转。公司 2016 年至 2019 年，归母净利润逐年下降，由 2016 年的 10.3 亿元下降到 2019 年的 0.5 亿元，在营业收入略有增长的基础上归母净利润却不足 2016 年的 5%，原因在于：(1) 期间每年存在大额的存货跌价损失；(2) 期间每年存在大额的应收账款坏账损失；(3) 2018、2019 年共三次发行债券，且存在超过 28 亿保证借款，导致利息费用高企。2021 年 H1，公司实现归母净利润 0.5 亿元，同比增长 33%。

图 5：公司归母净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司关键费用变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

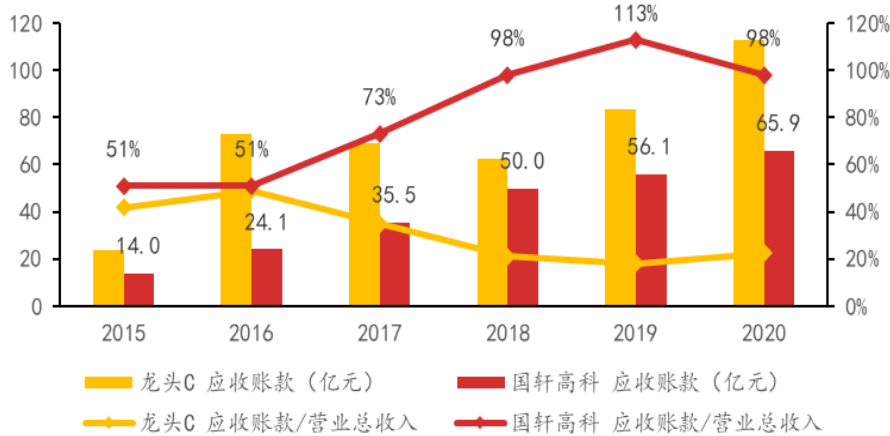
潮水褪去，方知谁在裸泳。随着补贴潮水褪去，2021 年留下的更多是技术领先、产品优质的主流车企，公司客户结构也随之升级。据起点锂电大数据显示，公司下游客户与行业龙头 CATL 有较多重叠，资金充裕，因此，预计公司未来的应收账款占比及回款速度会有较大改善。

表 1：公司主要下游客户

| 分类 | 车企 | 国轩高科 | CATL |
|-----|--------|--------|--------|
| 乘用车 | 上汽通用五菱 | 45.62% | 8.49% |
| | 长安汽车 | 8.38% | 17.70% |
| | 奇瑞汽车 | 26.59% | 12.76% |
| | 北汽新能源 | 35.49% | 54.12% |
| 商用车 | 宇通汽车 | 21.53% | 73.96% |
| | 中通汽车 | 26.13% | 67.99% |
| | 安凯汽车 | 63.31% | 36.69% |

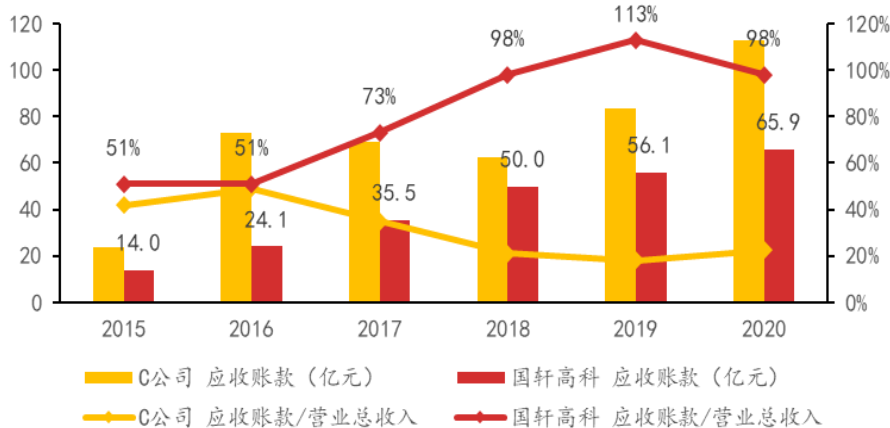
数据来源：起点锂电，公司公告，西南证券整理

近三年，同业龙头 C 应收账款占营业收入比重维持在 20% 左右，公司因与其共享大部分下游客户，因此预计未来 3 年内公司应收账款占比将持续修复至同等水平。

图 7：公司应收账款情况


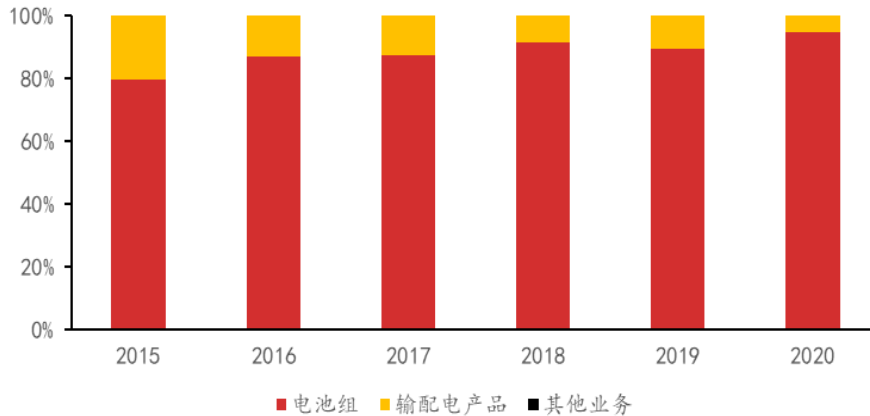
数据来源：各公司公告，西南证券整理

公司业务逐年收拢，集中发展动力电池业务。2015年至2020年，公司电池组业务营收占公司总营收比重上升明显，在2020年单项收入达到62.8亿元，占比超过93%。预计未来公司将深耕锂电池市场，集中发力从而实现规模效应。

图 8：公司应收账款情况


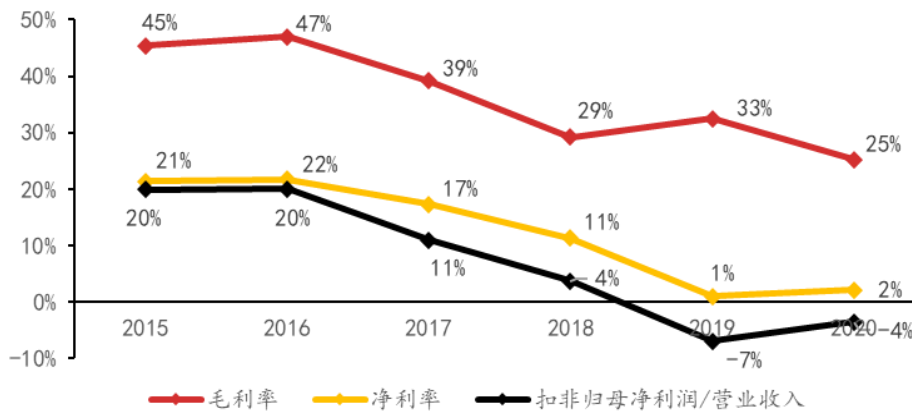
数据来源：各公司公告，西南证券整理

公司业务逐年收拢，集中发展动力电池业务。2015年至2020年，公司电池组业务营收占公司总营收比重上升明显，在2020年单项收入达到62.77亿元，占比超过93%。预计未来公司将深耕锂电池市场，集中发力从而实现规模效应。

图 9：公司营业收入拆分


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司治理向好，对补贴依赖度减弱，2021 年扣非后将重新实现盈利。自 2016 年来，公司盈利能力逐年下滑。2016 年至 2020 年，公司销售毛利率下降 22pct，但在 2021 年 Q1 上游原材料普遍涨价的基础上仍能够坚守住 25% 的毛利率水平，证明公司在行业内议价能力较强，原材料布局深远，具有较强的抗风险能力。

图 10：公司盈利能力情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司期间费用占比改善，销售费用率下降明显。

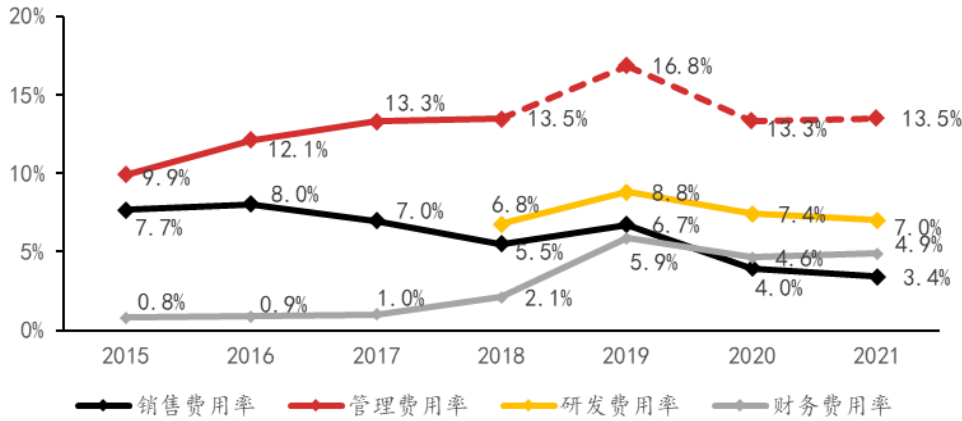
销售费用：2020 年公司销售费用达到历年最低水平，除去“物流成本”重新分类侧面贡献外，疫情原因造成的差旅、接待费用的下降也促使当年销售费用大幅降低。

管理费用：2020 年公司管理费用率较 2019 年有明显下降，回归 2018 年水平。公司研发费用率较高，始终保持在 6.5% 以上，2020 年接近 5 亿元的研发支出使得公司能够保持较强的研发水平，并对潜在的技术路线有一定的布局。

财务费用：18 国轩绿色转债 02 (1880236.IB) 已于今年 6 月到期，H2 公司财务费用压力将有一定的减轻。公司未来两年的财务费用仍会受较高利息费用的拖累，18 国轩绿色债 01 (1880001.IB) 将在 2023 年 Q2 到期，届时公司的财务费用率将进一步改善。

除去 2019 年，2016 年至 2020 年公司的期间费用率均在 21%~22% 范围内，随着今年营业收入高增，期间费用维持往年水平，预计未来公司期间费用率将稳中有降。

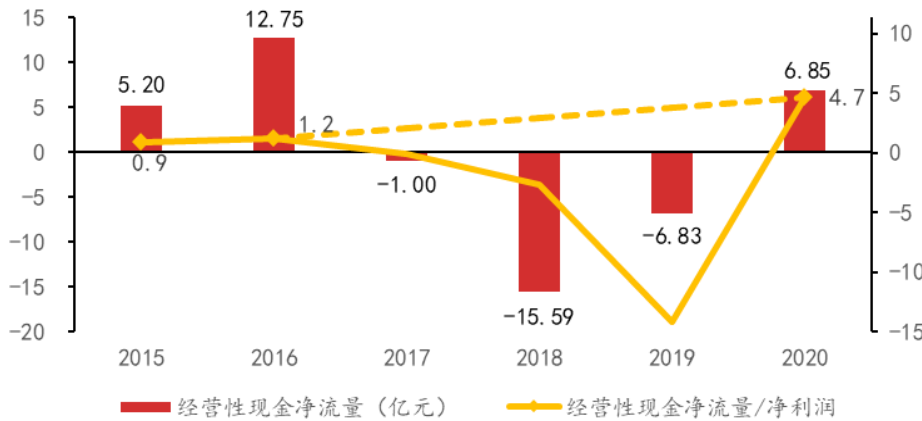
图 11：公司期间费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司经营性现金流回正，盈利确定性高。2020 年，公司经营性现金净流量 6.85 亿元，其中，经营活动现金流入 44.39 亿元，同比下降 18%，经营活动现金流出 37.54 亿元，同比下降 39%。主要得益于购买商品、接受劳务支付的现金从 2019 年的 45.55 亿元下降至 25.87 亿元，同比下降 43%。

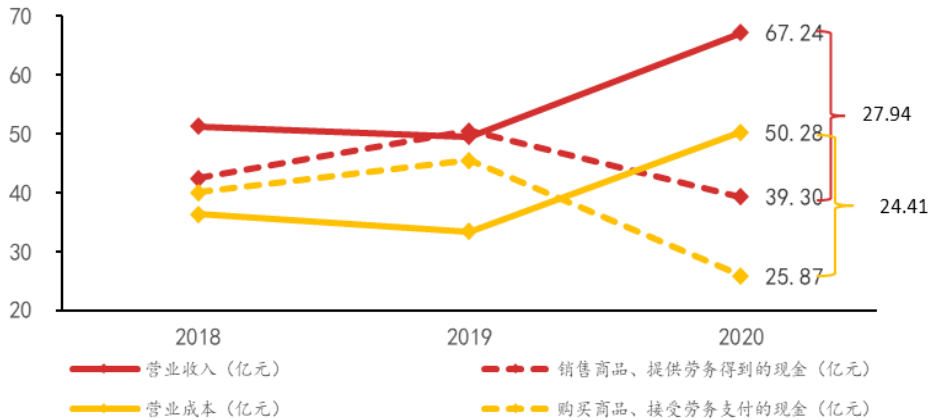
图 12：公司现金流情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

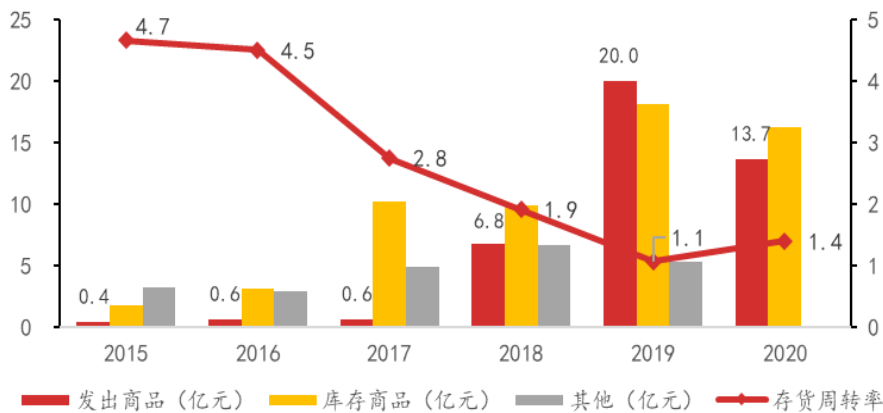
公司库存消化顺利，客户质量改善助力公司实现更多现金储备。2020 年，公司“营业收入与销售商品、提供劳务收到的现金”、“营业成本与购买商品、接受劳务支付的现金”变动趋势均存在较大差距。

其中，营业收入与销售商品、提供劳务收到的现金变动趋势不一致，据公司披露，主要源于产品销售周期、客户结构及货款结算方式等变化引起。2020 年，公司以应收票据背书转让方式支付供应商货款同比上期有所增加，体现了下游客户总体质量与信誉的提升极大地减少公司现金的占用。

图 13: 公司营业收入与现金变动趋势情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

营业成本与购买商品、接受劳务支付的现金之间的巨大差值则受益于公司库存情况的改善。截至 2020 年底, 公司存货账面余额较 2019 年末减少约 7.2 亿元 (主要为发出商品), 减少幅度为 17%。据公司披露, 存货净减少额影响当期现金流金额为 27.2 亿元。公司在 2021 年积极推进生产体系数字化管理, 且积极开拓低速车市场进一步消化库存电池, 未来公司将实现“零库存 (产成品)”。

图 14: 公司库存情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

下游电动车销售向好, 公司应收账款周转率即将回升。公司应付账款周转率逐年下降, 至 2020 年达到 1.2 次/年, 接近历史最低水平。自 2015 年至 2019 年, 公司应收账款周转率连年下降, 公司一致解释为“公司对商用车客户的销售收入占比较高, 商用车客户受政府财政支出和政策调整影响较大, 回款周期一般较长”。2021 年 H1 公司应收账款周转率较 2020 年同期上涨 0.16 次, 预计今年应收账款周转率将在 2020 年回暖的基础上有进一步改善。

表 2: Wind 锂电池指数 76 只成分股应收账款周转率

| 单位: 百万元 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 算数平均值 | 13.74 | 12.37 | 8.37 | 6.64 |
| 中位数 | 4.12 | 4.20 | 4.28 | 4.01 |

| 单位：百万元 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 总市值加权平均值 | 10.69 | 10.12 | 7.86 | 6.44 |
| 国轩高科 | 1.62 | 1.20 | 0.94 | 1.10 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，2021 年、2022 年、2023 年销售/装机比分别为 90%、85%、80%。

假设 2：我国 2021 年、2022 年、2023 年动力电池装机量分别为 120GWh、170GWh、240GWh，随着市场对于高品质磷酸铁锂电池的需求增加，公司装机份额略有提升，分别为 5.6%、5.8%、6.0%，此外储能、电动两轮车等细分市场公司市占率维持稳定。

假设 3：行业供需矛盾缓解，公司原材料布局推进，动力电池单价及单位成本均逐年下降。

假设 4：今年公司输配电产品业务在 2020 年低基数的基础上增长迅速，2022 年、2023 年以 30%、20% 的增长率随需求稳步增长。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-----|-------|--------|-------|-------|
| 电池组 | 收入 | 6277 | 8843 | 13448 | 18900 |
| | 增速 | / | 40.9% | 52.1% | 40.5% |
| | 毛利率 | 24.7% | 21.4% | 24.2% | 25.0% |
| 输配电产品 | 收入 | 344 | 688 | 894 | 1073 |
| | 增速 | / | 100.0% | 30.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 16.3% | 13.0% | 14.0% | 15.0% |
| 其他 | 收入 | 104 | 200 | 200 | 200 |
| | 增速 | / | 92.3% | 0.0% | 0.0% |
| | 毛利率 | 85.6% | 70.0% | 65.0% | 60.0% |
| 合计 | 收入 | 6724 | 9731 | 14542 | 20173 |
| | 增速 | / | 44.7% | 49.4% | 38.7% |
| | 毛利率 | 25.2% | 21.8% | 24.1% | 24.8% |

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取动力锂电池行业的三家龙头公司，2021 年三家公司平均 PE 为 83 倍，2022 年平均 PE 为 65 倍。公司磷酸铁锂电池组业绩将继续保持高速增长，同时布局三元路线，优化公司产品结构，进一步增强公司业绩确定性。未来三年公司总收入复合增长率为 44%。考虑公司磷酸铁锂路线龙头地位，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | PE（倍） | | |
|-----------|------|--------|--------|-------|------|--------|--------|-------|
| | | | 20A | 21E | 22E | 20A | 21E | 22E |
| 300750.SZ | 宁德时代 | 494.87 | 2.40 | 4.59 | 7.51 | 146.49 | 107.92 | 65.86 |
| 688567.SH | 孚能科技 | 39.75 | -0.31 | -0.21 | 0.45 | | | 89.10 |
| 300014.SZ | 亿纬锂能 | 102.00 | 0.87 | 1.73 | 2.51 | 93.18 | 58.84 | 40.58 |
| 平均值 | | | | | | 119.84 | 83.38 | 65.18 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

4 风险提示

- 1) 公司产能未能如期释放的风险；
- 2) 原材料价格持续上涨，部分物料供应紧缺的风险；
- 3) 供过于求，市场竞争加剧的风险；
- 4) 坏账损失的风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 6724.23 | 9731.00 | 14542.40 | 20173.28 | 净利润 | 146.90 | 286.22 | 814.28 | 1404.38 |
| 营业成本 | 5027.92 | 7609.16 | 11032.77 | 15167.29 | 折旧与摊销 | 607.51 | 708.67 | 708.67 | 708.67 |
| 营业税金及附加 | 43.47 | 69.30 | 101.73 | 140.19 | 财务费用 | 311.92 | 389.24 | 508.98 | 706.06 |
| 销售费用 | 266.11 | 330.85 | 436.27 | 605.20 | 资产减值损失 | -134.84 | -100.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 896.34 | 1167.72 | 1599.66 | 2017.33 | 经营营运资本变动 | -36.48 | -124.73 | -2635.52 | -3153.95 |
| 财务费用 | 311.92 | 389.24 | 508.98 | 706.06 | 其他 | -210.06 | 134.35 | -80.00 | -100.00 |
| 资产减值损失 | -134.84 | -100.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 684.95 | 1293.74 | -683.58 | -434.83 |
| 投资收益 | 60.97 | 60.00 | 80.00 | 100.00 | 资本支出 | -1795.88 | -5000.00 | -5000.00 | -5000.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.41 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -447.02 | 144.22 | 80.00 | 100.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -2242.90 | -4855.78 | -4920.00 | -4900.00 |
| 营业利润 | 167.61 | 324.73 | 942.98 | 1637.21 | 短期借款 | -609.68 | 2678.49 | 6650.95 | 6766.84 |
| 其他非经营损益 | -1.16 | 12.00 | 15.00 | 15.00 | 长期借款 | 1863.81 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 166.44 | 336.73 | 957.98 | 1652.21 | 股权融资 | 1507.92 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 19.54 | 50.51 | 143.70 | 247.83 | 支付股利 | 0.00 | -29.93 | -57.24 | -162.86 |
| 净利润 | 146.90 | 286.22 | 814.28 | 1404.38 | 其他 | -1428.22 | -1456.94 | -508.98 | -706.06 |
| 少数股东损益 | -2.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 1333.83 | 1191.61 | 6084.72 | 5897.92 |
| 归属母公司股东净利润 | 149.67 | 286.22 | 814.28 | 1404.38 | 现金流量净额 | -240.91 | -2370.43 | 481.14 | 563.09 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 3343.53 | 973.10 | 1454.24 | 2017.33 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 7397.63 | 11280.65 | 16829.52 | 23163.20 | 销售收入增长率 | 35.60% | 44.72% | 49.44% | 38.72% |
| 存货 | 3220.33 | 4987.49 | 7456.49 | 10438.18 | 营业利润增长率 | 184.78% | 93.74% | 190.39% | 73.62% |
| 其他流动资产 | 1658.02 | 1212.62 | 1608.91 | 2072.71 | 净利润增长率 | 203.94% | 94.83% | 184.50% | 72.47% |
| 长期股权投资 | 668.00 | 668.00 | 668.00 | 668.00 | EBITDA 增长率 | 25.16% | 30.87% | 51.88% | 41.25% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 8311.83 | 12736.93 | 17162.03 | 21587.14 | 毛利率 | 25.23% | 21.80% | 24.13% | 24.81% |
| 无形资产和开发支出 | 1495.32 | 1362.75 | 1230.18 | 1097.62 | 三费率 | 21.90% | 19.40% | 17.50% | 16.50% |
| 其他非流动资产 | 1739.96 | 1738.75 | 1737.55 | 1736.34 | 净利率 | 2.18% | 2.94% | 5.60% | 6.96% |
| 资产总计 | 27834.61 | 34960.30 | 48146.93 | 62780.51 | ROE | 1.33% | 2.57% | 6.84% | 10.69% |
| 短期借款 | 3251.89 | 5930.37 | 12581.32 | 19348.16 | ROA | 0.53% | 0.82% | 1.69% | 2.24% |
| 应付和预收款项 | 7382.56 | 12632.84 | 18236.80 | 24651.06 | ROIC | 3.52% | 3.91% | 5.73% | 6.81% |
| 长期借款 | 2586.66 | 2586.66 | 2586.66 | 2586.66 | EBITDA/销售收入 | 16.17% | 14.62% | 14.86% | 15.13% |
| 其他负债 | 3538.18 | 2667.12 | 2841.81 | 3052.76 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 16759.29 | 23816.99 | 36246.58 | 49638.64 | 总资产周转率 | 0.25 | 0.31 | 0.35 | 0.36 |
| 股本 | 1280.54 | 1280.54 | 1280.54 | 1280.54 | 固定资产周转率 | 1.06 | 1.42 | 2.31 | 3.53 |
| 资本公积 | 6231.30 | 6231.30 | 6231.30 | 6231.30 | 应收账款周转率 | 1.10 | 1.17 | 1.16 | 1.13 |
| 留存收益 | 3316.70 | 3572.98 | 4330.02 | 5571.54 | 存货周转率 | 1.26 | 1.67 | 1.64 | 1.61 |
| 归属母公司股东权益 | 10906.01 | 10973.99 | 11731.04 | 12972.56 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 58.44% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 169.31 | 169.31 | 169.31 | 169.31 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 11075.33 | 11143.30 | 11900.35 | 13141.87 | 资产负债率 | 60.21% | 68.13% | 75.28% | 79.07% |
| 负债和股东权益合计 | 27834.61 | 34960.30 | 48146.93 | 62780.51 | 带息债务/总负债 | 40.78% | 39.94% | 44.59% | 46.20% |
| | | | | | 流动比率 | 1.31 | 0.97 | 0.87 | 0.84 |
| | | | | | 速动比率 | 1.04 | 0.71 | 0.63 | 0.61 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 10.46% | 7.03% | 11.60% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.12 | 0.22 | 0.64 | 1.10 |
| | | | | | 每股净资产 | 8.52 | 8.57 | 9.16 | 10.13 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.53 | 1.01 | -0.53 | -0.34 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.02 | 0.04 | 0.13 |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| EBITDA | 1087.04 | 1422.64 | 2160.64 | 3051.95 | | | | | |
| PE | 459.86 | 240.48 | 84.53 | 49.01 | | | | | |
| PB | 6.31 | 6.27 | 5.87 | 5.31 | | | | | |
| PS | 10.24 | 7.07 | 4.73 | 3.41 | | | | | |
| EV/EBITDA | 65.37 | 52.88 | 37.67 | 28.70 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.04% | 0.08% | 0.24% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|---------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 地区销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 陈含月 | 销售经理 | 13021201616 | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| 广深 | 林芷璇 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yyx@swsc.com.cn |