

机械密封制品领域的“小巨人”

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司是国内领先的发动机密封制品和密封材料制造商, 产品广泛用于汽车、工程机械等领域, 2019年公司车用柴油机气缸盖垫片产品在全国的市场占有率约为42%。2) 公司具备技术、服务以及客户三方面的竞争优势: 技术上具备领先的同步研发能力, 加速向新能源汽车领域转型升级; 服务上能够快速响应客户需求变化, 迅速完成国六标准配套密封垫片产品市场布局; 客户群体覆盖超过80%的国内柴油机主机厂。3) 随着募投项目落地, 公司产销规模进一步扩大且新产品占比逐步提升, 从而增厚业绩。
- **发动机密封制品行业准入门槛高, 国六标准进一步提高要求。** 发动机密封制品和密封材料行业具有较高的进入门槛, 主要包括供应商体系认证壁垒、技术壁垒、客户资源壁垒、资金壁垒以及规模效应壁垒。随着节能减排的深化, 发动机向高燃烧效率、轻量化的方向发展, 在提升发动机性能的同时给具有同步开发实力的发动机密封制品企业带来了新的机遇。
- **技术+服务+客户, 三方面打造竞争优势。** 1) **技术: 具备领先的同步研发能力, 加速向新能源汽车领域转型升级。** 在引进股东日本石川金属密封垫片技术的基础上, 公司结合国内发动机行业实际情况逐步形成自主核心技术, 具备了国内同行业中领先的同步研发能力。此外, 借助已有密封产品研发技术及经验, 公司在新能源产品方面加大研发力度, 正在进行新能源汽车电驱动系统密封产品等相关产品的研发。2) **服务: 产品需求响应迅速。** 基于雄厚的技术和同步研发能力, 公司能够快速响应客户需求变化, 有效助力公司新技术应用和产品更新换代, 迅速完成国六标准配套密封垫片产品市场布局。3) **客户: 覆盖超过80%的国内柴油机主机厂。** 我国柴油发动机生产厂商集中度高, 按销量计, 2019年国内前十大柴油发动机主机厂市场占有率达到76%, 公司下游主要客户涵盖了潍柴控股、中国一汽、中国重汽、上汽集团等大型发动机制造厂商旗下主流品牌, 此外, 2019年公司取得康明斯全球供应商资质。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司2021-2023年的归母净利润分别为1.45亿元、1.90亿元、2.52亿元, 同比增速分别为43.80%、30.88%、32.40%, 对应的EPS分别为0.99、1.30、1.72元, 对应当前股价PE分别为31、24、18倍。考虑到公司为柴油机密封制品细分领域龙头, 且处于快速增长的阶段, 享受估值溢价, 给予公司2022年30X目标PE, 6个月目标价39元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能释放不及预期、原材料价格大幅波动、市场竞争加剧、主要客户年降政策变化的风险等。

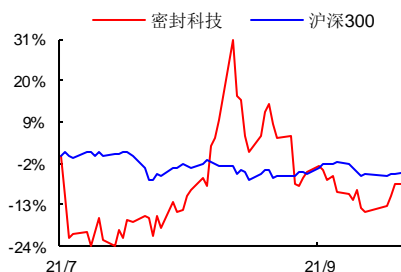
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	488.17	652.61	874.30	1161.16
增长率	22.22%	33.68%	33.97%	32.81%
归属母公司净利润(百万元)	100.96	145.18	190.01	251.57
增长率	29.22%	43.80%	30.88%	32.40%
每股收益EPS(元)	0.69	0.99	1.30	1.72
净资产收益率ROE	25.73%	16.05%	17.83%	19.66%
PE	44.81	31.16	23.81	17.98
PB	11.53	5.00	4.24	3.54

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.46
流通A股(亿股)	0.35
52周内股价区间(元)	25.32-43.8
总市值(亿元)	45.24
总资产(亿元)	10.79
每股净资产(元)	5.60

相关研究

目 录

1 密封科技：国内领先的发动机密封制品和密封材料制造商	1
1.1 立足密封垫片，产业链向上游延伸.....	1
1.2 业绩增长稳健，毛利率较高.....	4
2 行业分析：发动机密封制品行业准入门槛高，国六标准进一步提高要求	5
2.1 发动机密封制品和密封材料行业简介.....	5
2.2 行业准入门槛高，竞争格局稳定.....	8
2.3 发动机向高燃烧效率和轻量化发展，对密封制品提出更高的要求.....	13
3 公司分析：技术+服务+客户，三方面打造竞争优势	13
3.1 技术：具备领先的同步研发能力，加速向新能源汽车领域转型升级.....	13
3.2 服务：产品需求响应迅速.....	15
3.3 客户：覆盖超过 80%的国内柴油机主机厂.....	16
4 盈利预测与估值	17
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 密封科技发展历程.....	1
图 2: 密封科技主要产品.....	2
图 3: 密封科技股权结构.....	3
图 4: 密封科技收入及同比增速.....	4
图 5: 密封科技归母净利润及同比增速.....	4
图 6: 密封科技毛利率及净利率情况 (%).....	4
图 7: 密封科技费用率情况 (%).....	4
图 8: 密封科技营收结构.....	5
图 9: 密封科技分业务毛利率 (%).....	5
图 10: 发动机密封垫片结构说明.....	5
图 11: 发动机密封垫片的具体类型.....	6
图 12: 密封科技隔热防护罩产品示例.....	7
图 13: 金属涂胶板结构示例.....	8
图 14: 车用刹车系统结构示例.....	8
图 15: 发动机密封制品和密封材料生产厂商须经过三项考核.....	9
图 16: 密封科技不同标准密封垫片营收占比.....	15
图 17: 密封科技不同标准密封垫片毛利率情况.....	15
图 18: 发动机与汽车污染物排放国五、国六标准对公司发展的影响.....	16
图 19: 2020 年密封科技前五大客户销售额占比.....	16
图 20: 2019 年我国柴油发动机生产厂商市占率 (按销量).....	16

表 目 录

表 1: 公司主要产品的产能、产量、销量情况.....	2
表 2: 2018-2019 年不同类型密封纤维板产品行业产量情况.....	7
表 3: 发动机密封制品和密封材料行业的进入壁垒.....	9
表 4: 国内发动机密封垫片供应企业情况对比.....	10
表 5: 密封科技汽车密封垫片国内市场占有率情况.....	11
表 6: 公司国内隔热防护罩领域主要竞争对手.....	11
表 7: 公司密封纤维板领域主要竞争对手.....	12
表 8: 公司金属涂胶板领域主要竞争对手.....	12
表 9: 国六标准的实施时间表.....	13
表 10: 密封科技核心技术演变情况.....	14
表 11: 密封科技分业务收入及毛利率.....	17
表 12: 可比公司估值表.....	18
附表: 财务预测与估值.....	19

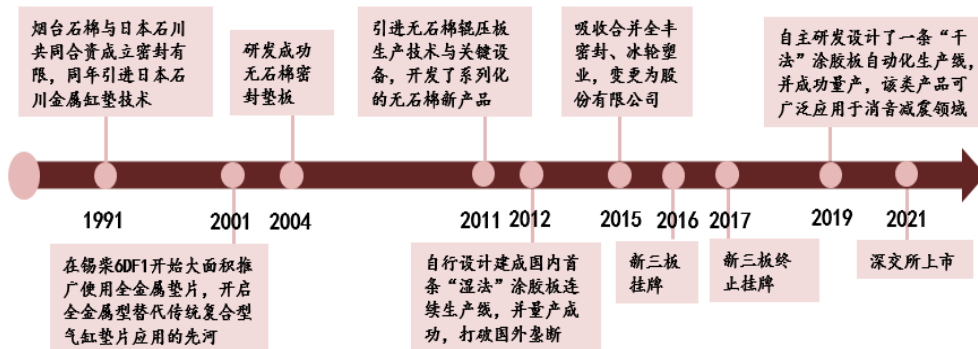
1 密封科技：国内领先的发动机密封制品和密封材料制造商

1.1 立足密封垫片，产业链向上游延伸

密封科技是发动机密封制品和密封材料的专业制造商，主要从事密封垫片、隔热防护罩、密封纤维板以及金属涂胶板产品的研发、生产和销售。公司早期引进股东日本石川金属密封垫片技术，结合国内发动机行业的实际情况，经多年消化吸收和自主创新，逐步形成了自主的发动机密封垫片核心技术。2021 年公司入选工业和信息化部第三批专精特新“小巨人”企业名单。

发展历程：1991 年烟台石棉制品总厂与日本石川密封垫板株式会社合资成立密封有限，并引进外方股东金属密封垫片技术；2015 年公司吸收合并全丰密封、冰轮塑业，并变更为股份有限公司；2016 年公司挂牌新三板；2017 年因发展及战略规划需要，公司终止新三板挂牌；2021 年公司深交所挂牌上市。

图 1：密封科技发展历程



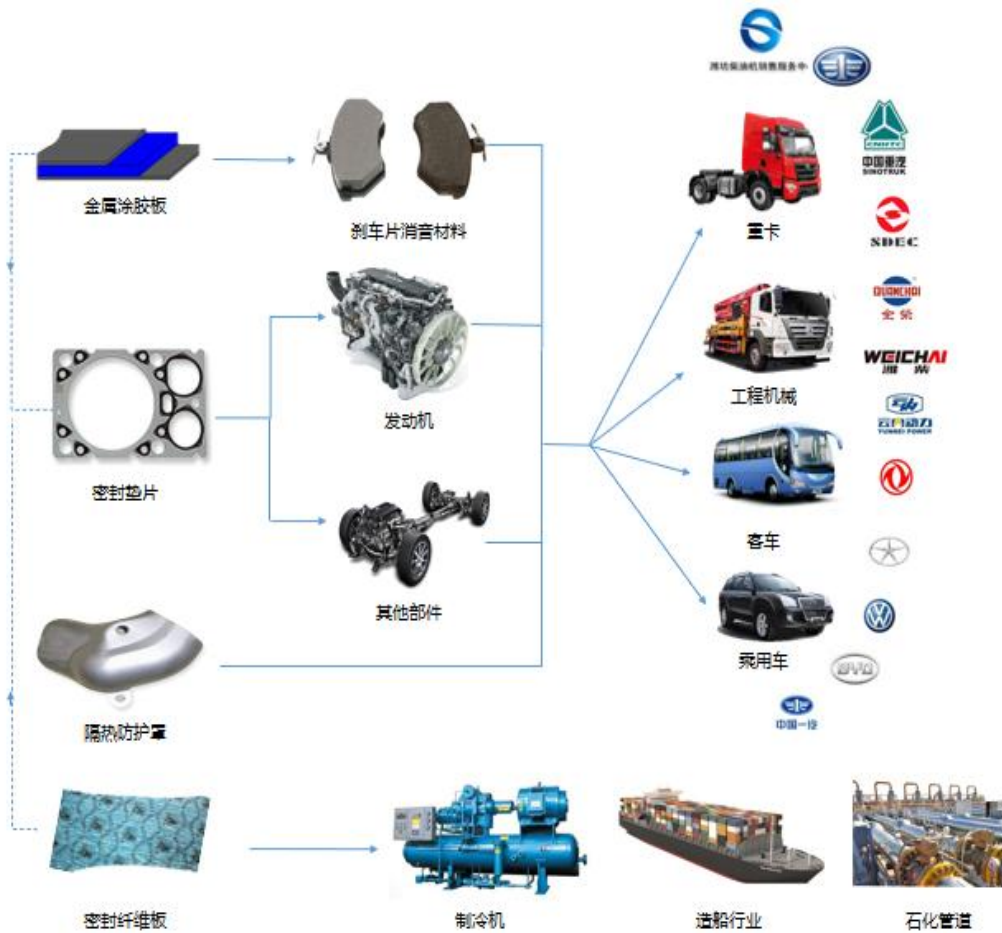
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司产品：公司主要生产密封垫片、隔热防护罩、密封纤维板和金属涂胶板产品，广泛用于汽车、工程机械、船舶、石化等领域。

公司在主营密封垫片和密封纤维板的基础上，一方面持续研发上游密封材料，在国内率先建成金属涂胶板卷材自动化生产线，所生产的金属涂胶板是一种高性能复合材料，除可用于制造密封垫片外，还是汽车用刹车消音片的主要原材料；另一方面，公司积极利用下游客户资源，开发了隔热防护罩系列产品。

密封垫片、隔热防护罩产品属于定制件，公司主要通过配合主机厂进行同步研发，即参与主机厂新机型的密封垫片、隔热防护罩的设计和开发，最终形成专门为该机型配套的定制化产品；密封纤维板与金属涂胶板不属于定制件，密封纤维板主要用于管道、船舶、发动机等领域的密封，金属涂胶板主要供应密封垫片及刹车片生产企业。

图 2：密封科技主要产品



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 1：公司主要产品的产能、产量、销量情况

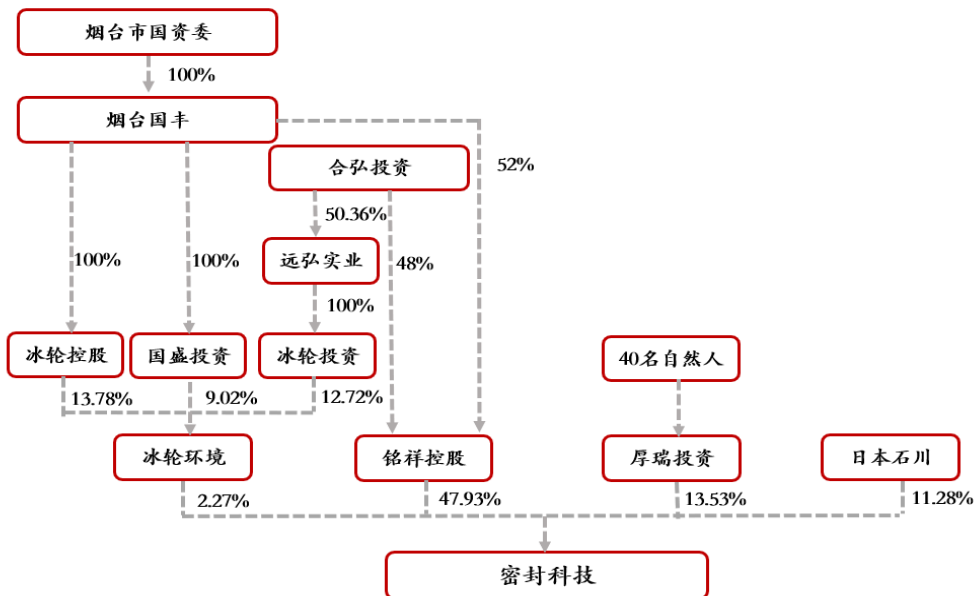
产品类别	项目	2020 年	2019 年	2018 年
气缸盖垫片	产能 (万片)	549.50	549.50	549.50
	产量 (万片)	462.24	467.09	548.16
	产能利用率	84.12%	85.00%	99.76%
	销量 (万片)	469.42	471.90	523.39
	产销率	101.55%	101.03%	95.48%
附属垫片	产量 (万片)	2,954.33	2,203.78	2,057.91
	销量 (万片)	2,802.32	2,133.94	2,138.41
	产销率	94.85%	96.83%	103.91%
隔热防护罩	产能 (万片)	136.50	99.75	99.75
	产量 (万片)	163.77	91.18	99.74
	产能利用率	119.98%	91.41%	99.99%
	销量 (万片)	153.47	85.59	104.05
	产销率	93.71%	93.87%	104.32%

产品类别	项目	2020年	2019年	2018年
密封纤维板	产能(吨)	1,730.00	1,730.00	1,730.00
	产量(吨)	1,002.93	980.00	1,117.81
	产能利用率	57.97%	56.65%	64.61%
	外购量	207.44	219.96	230.04
	耗用量	1,225.77	1,212.53	1,321.15
	其中:销量	1,026.30	1,005.79	1,042.75
	自用量	199.47	206.74	278.40
	产销率	101.27%	101.05%	98.02%
金属涂胶板	产能(万平方米)	58.36	52.60	40.48
	产量(万平方米)	47.33	52.13	37.60
	产能利用率	81.10%	99.11%	92.89%
	耗用量	48.75	49.54	36.87
	其中:销量	33.54	39.97	29.59
	自用量	15.21	9.57	7.28
	产销率	103.00%	95.03%	98.06%

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理。注: 对于密封纤维板, 耗用量=销量+自用量, 产销率=耗用量/(产量+外购量) × 100%

股权结构: 公司实际控制人为烟台市国资委。铭祥控股为公司的控股股东, 直接持有公司 47.93% 的股份, 烟台市国资委通过烟台国丰持有公司控股股东铭祥控股 52% 的股权, 从而控制公司 47.93% 的股份, 是公司的实际控制人。此外, 厚瑞投资持有公司 13.53% 的股份, 为公司第二大股东, 日本石川持有公司 11.28% 的股份, 为公司第三大股东。

图 3: 密封科技股权结构

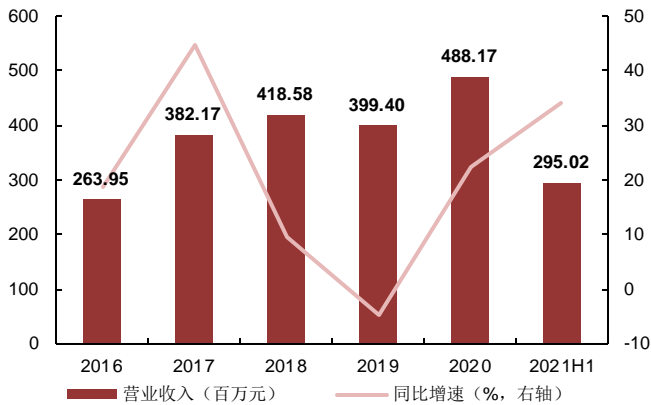


数据来源: Wind, 西南证券整理

1.2 业绩增长稳健，毛利率较高

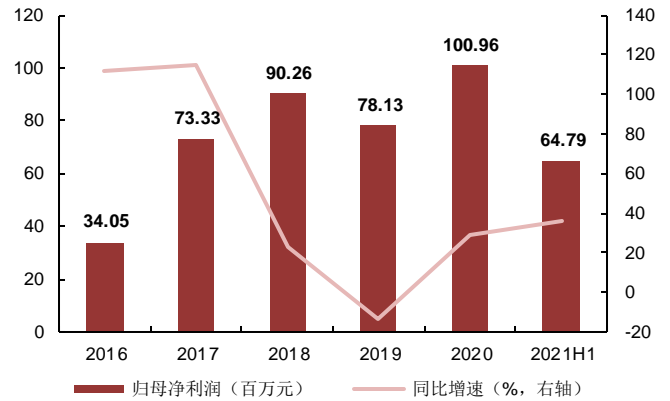
公司业绩稳步增长。2016至2020年，公司营业收入从2.64亿元提升至4.88亿元，年复合增长率为17%，净利润从0.34亿元提升至1.01亿元，年复合增长率为31%。公司毛利率较高，2016-2020年毛利率平均为45%。公司费用率呈现下降趋势，从而带动净利率提升，2016年四费率为38.5%，2021H1下降至19.3%，净利率由12.90%提升至21.96%。

图4：密封科技收入及同比增速



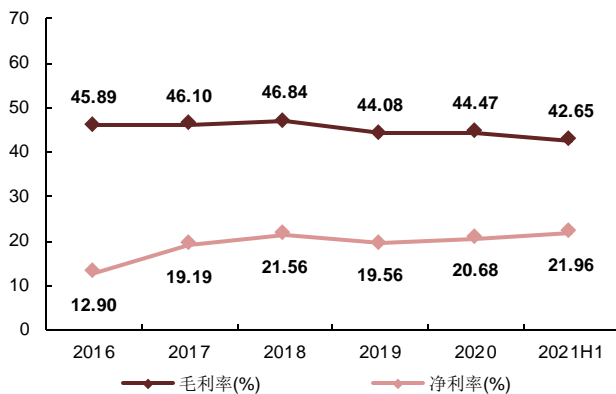
数据来源：Wind，西南证券整理

图5：密封科技归母净利润及同比增速



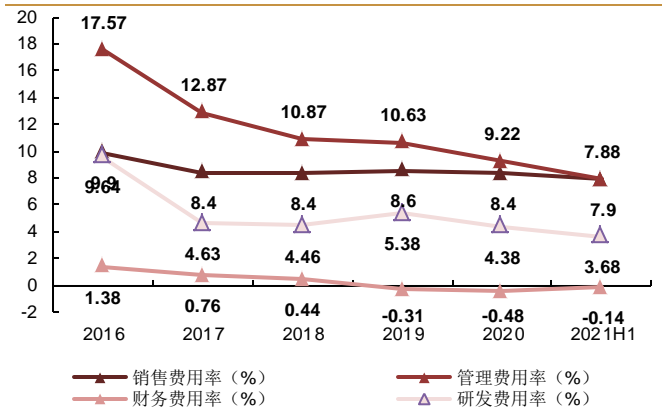
数据来源：Wind，西南证券整理

图6：密封科技毛利率及净利率情况 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

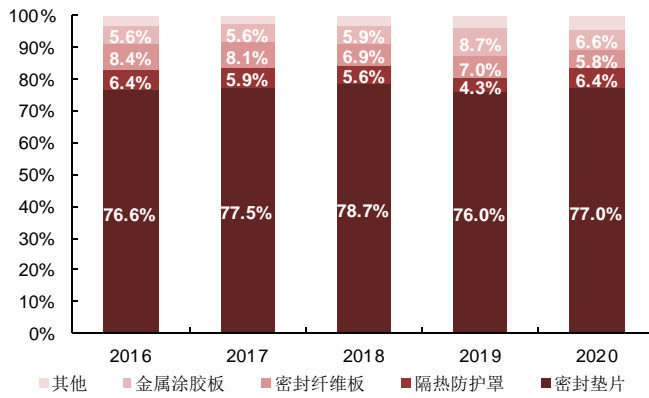
图7：密封科技费用率情况 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

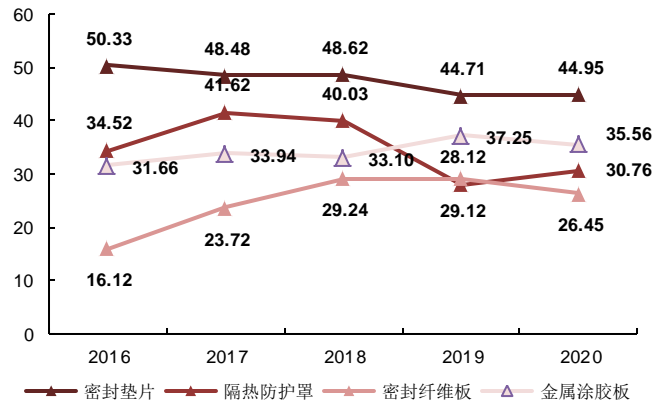
密封垫片业务贡献主要业绩。分业务来看，公司77%左右的营收来自密封垫片，隔热防护罩、密封纤维板以及金属涂胶板业务在营收中的占比相当，约为5%-8%。同时，密封垫片也是公司毛利率最高的业务，2020年为45%，其次为金属涂胶板业务，毛利率在35%左右。

图 8：密封科技营收结构



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：密封科技分业务毛利率 (%)



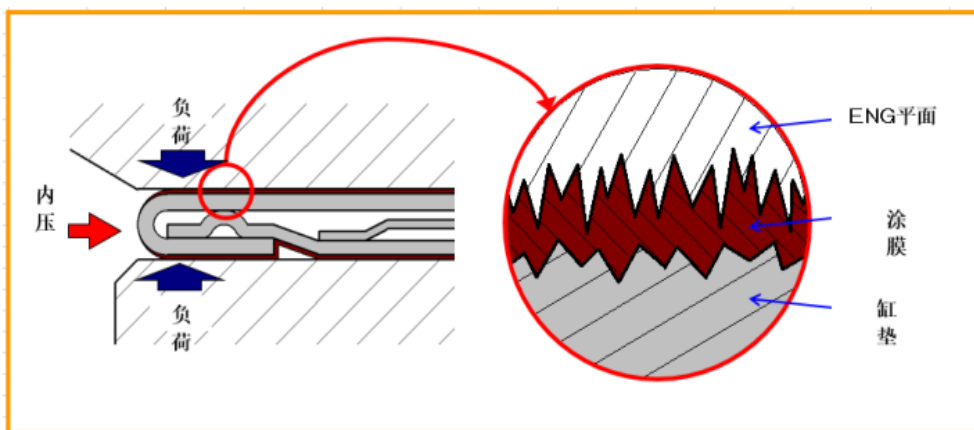
数据来源：Wind, 西南证券整理

2 行业分析：发动机密封制品行业准入门槛高，国六标准进一步提高要求

2.1 发动机密封制品和密封材料行业简介

发动机密封垫片为发动机核心零部件，其质量直接影响发动机性能。发动机对密封垫片的需求来自于其部件密封面的非平整性，由于密封面存在粗糙度、不绝对平行、刚度不够等问题，仅靠紧固件无法实现密封效果。为了适应密封面的不规则性、最大程度地减小接触面间隙，需要在连接件密封面间嵌入垫片，并通过压紧垫片使其产生塑性或弹性变形，以实现更好的密封效果。发动机密封垫片产品材料主要包括基材和辅材，基材主要包括金属和复合材料，辅材包括橡胶和涂料。

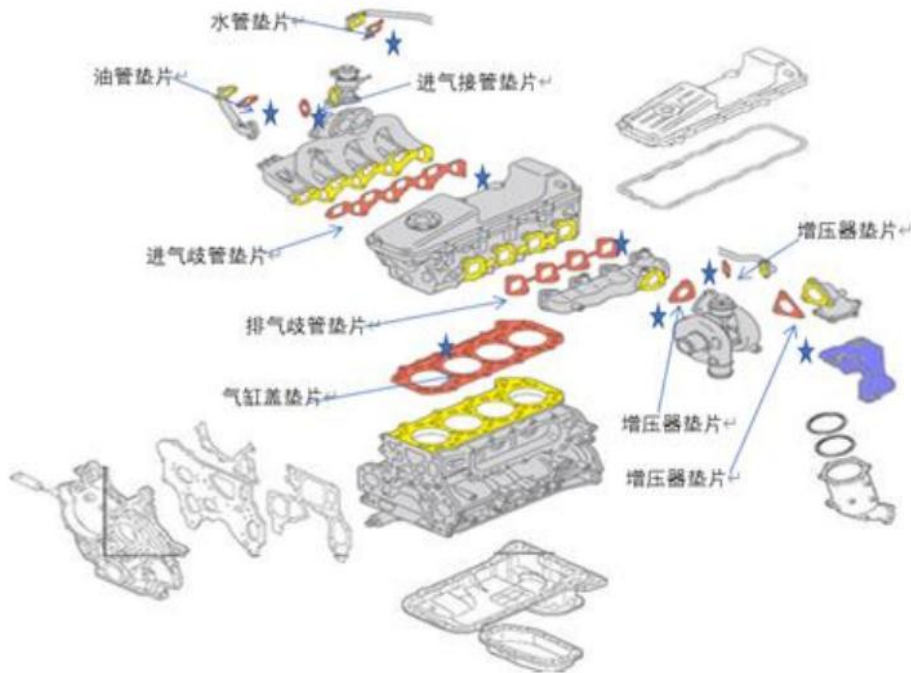
图 10：发动机密封垫片结构说明



数据来源：公司招股说明书, 西南证券整理

按应用场景，发动机密封垫片可分为气缸盖垫片和附属垫片。气缸盖垫片用于发动机机体和缸盖连接处的密封，其能有效密封燃烧室、油路及冷却水路，以防止漏气、漏油和漏水，是发动机的关键部件。附属垫片用于发动机及各类通用机械的润滑、冷却、进气、排气、增压等附属系统，防止气体、液体从附属系统各管路中泄漏。

图 11：发动机密封垫片的具体类型



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

按主要材质，密封垫片可分为金属和复合材料两种类型。金属材料主要是不锈钢、冷板、镀锌板、镀铝板等；复合材料主要为金属涂胶板、密封纤维板及复合纤维板。气缸盖垫片材质以金属为主，主要应用于发动机气缸盖以及发动机排气、增压系统，具有更强的耐高温、高压能力，且气密、水密、油密性能优越。附属垫片材质以复合材料为主，主要应用于油泵、水泵等发动机附属部件中。随着发动机轻量化发展，附属部件越来越紧凑，对于附属垫片的耐久性和一致性要求愈加苛刻，在材质方面越来越多的使用稳定性和耐久性更好的金属涂胶板。

隔热防护罩是汽车发动机排气热端的重要零部件。从产品应用场景来看隔热防护罩主要分为两类：一类用来隔离排气管等发热部位与塑料件、电子元件，以降低热辐射对上述零部件的损害，提高其可靠性及使用寿命；二类用于隔离发动机与驾驶舱，以降低发动机噪音和热源对驾驶舱的不良影响，提高驾驶舱的舒适性。

图 12：密封科技隔热防护罩产品示例


数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

密封纤维板主要用于制造各种密封垫片，行业正由石棉向无石棉转型。

根据《抄取工艺生产汽车发动机用无石棉乳胶密封板_杨建忠》，石棉是一种含镁硅酸盐矿物纤维，具有良好的韧性、柔曲性，其棉束很容易开松为细小纤维。有很好的耐温性能，在 550℃ 以下几乎不发生变化。能抗酸碱，有良好的化学稳定性。此外，石棉其纤维本身的正离子性使其更容易与带负离子的填料、橡胶相结合，制成性能优良的石棉橡胶密封板，在汽车、发动机上得到广泛应用。

然而石棉密封材料中所含的石棉纤维易使人类产生矽肺，国际上已公认石棉是一种致癌物质。石棉对人体健康有害，在部分国家和行业已经禁用石棉材料，我国淘汰石棉密封材料趋势明显，由无石棉密封材料所替代。以产量计算，2019 年无石棉密封纤维板市场占有率为 33.3%，提升 3.1 个百分点，目前下游客户受成本制约等因素的影响，部分行业仍对石棉密封纤维板存在一定的需求，但整体来看密封纤维板行业正在由石棉向无石棉转型。

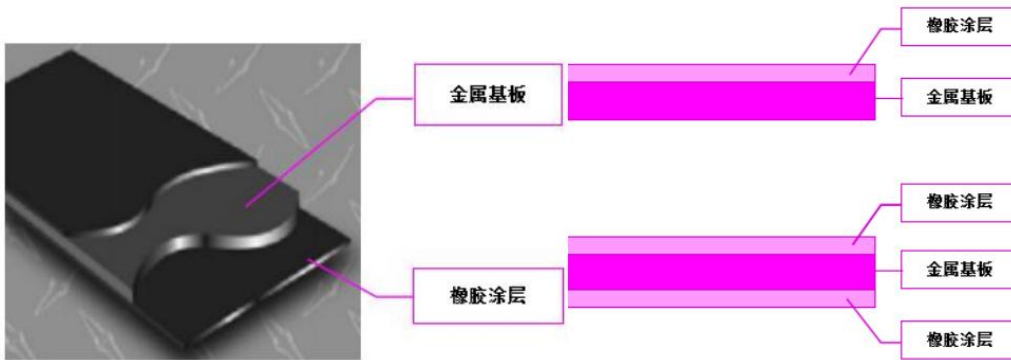
表 2：2018-2019 年不同类型密封纤维板产品行业产量情况

密封纤维板行业	2019 年		2018 年	
	产量 (吨)	占比	产量 (吨)	占比
石棉密封纤维板	15,419.00	66.69%	17,681.00	69.79%
无石棉密封纤维板	7,703.00	33.31%	7,655.00	30.21%
合计	23,122.00	100.00%	25,336.00	100.00%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

金属涂胶板是一种高性能复合材料。金属涂胶板指以高精度金属薄板为基材，以橡胶为基本成膜物，配以合适的助剂，经过特殊工艺处理而得到的一种拥有单面或者双面表面涂层的高性能金属复合材料，兼具金属和橡胶的特性。其金属基板多由不锈钢、冷板等制成，橡胶涂层则多由丁腈橡胶、氟橡胶及氢化丁腈橡胶等制成。

图 13：金属涂胶板结构示例

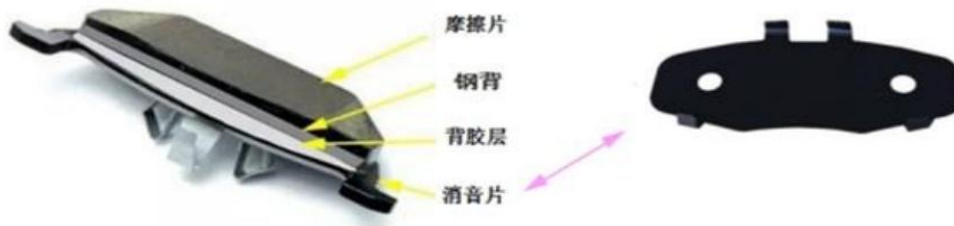


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

金属涂胶板在密封领域主要用以制造发动机、压缩机、自动变速箱密封垫片以及各种工业设备密封垫片；在刹车制动系统领域主要用于盘式刹车消音片、导行器等；另外，还可用于电梯等减震消音材料、工业绝缘材料。

车用盘式刹车消音片是安装于汽车刹车系统的、用来降低或消除刹车时噪音的一种组件。刹车系统主要由摩擦片、钢背和消音片组成，消音片通过导行器或背胶层与钢背连接。刹车噪音由摩擦片和刹车盘之间摩擦振动产生，声波由摩擦片到钢背、由钢背到消音片，强度层层衰减。金属涂胶板性能的优劣是影响消音片消音降噪质量的关键，其作用原理是利用橡胶涂层吸收刹车过程中的阻尼动能，并将其转化为热能，从而降低结构的共振振幅、降低结构噪音和提高疲劳寿命。为最大限度地吸收动能、制造高性能消音片，要求金属涂胶板的橡胶涂层越来越厚。

图 14：车用刹车系统结构示例



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

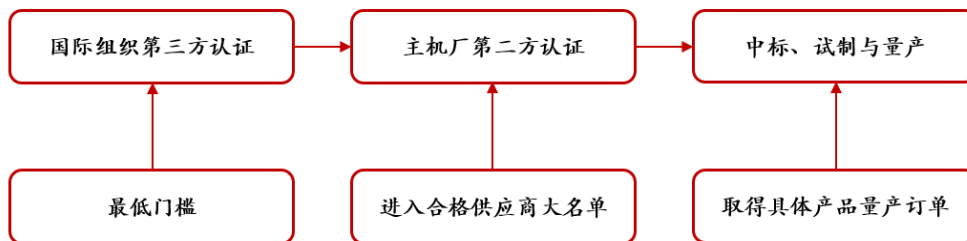
2.2 行业准入门槛高，竞争格局稳定

发动机密封制品和密封材料行业具有较高的准入与资质壁垒。发动机密封制品和密封材料行业具有较高的进入门槛，主要包括供应商体系认证壁垒、技术壁垒、客户资源壁垒、资金壁垒以及规模效应壁垒。具体从供应商体系认证壁垒来看，为与主机厂建立合作关系，行业生产厂商须经过三项考核：国际组织的第三方认证、主机厂的第二方认证、具备承接产品生产订单的实力。

表 3：发动机密封制品和密封材料行业的进入壁垒

壁垒	具体内容
供应商体系认证壁垒	零部件企业进入主机厂的采购体系，须通过“IATF 16949:2016”质量体系认证和“ISO 14001:2015”环保体系认证。此外，零部件企业还需通过主机厂在产品开发、试验、质量、管理、成本、物流和供货实绩等方面的审核，审核周期较长。
技术壁垒	不同型号发动机所需要的密封垫片在结构方面存在较大差异，要求零部件企业有能力针对特定型号的发动机进行对应开发，并持续进行产品升级。由于新型发动机从开始研发到投入量产的周期较长，且为缩短研发周期，主机厂往往在研发早期就与各零部件企业接洽并约定共同开发试制。随着发动机更新换代速度的加快，供应商具备突出的同步研发能力，就显得越发重要。
客户资源壁垒	与主机厂建立长期稳定的合作关系、形成广阔销售网络，是本行业企业生存乃至发展壮大的关键。这种合作关系的建立要求严格、程序复杂、耗时较长，是对本行业企业技术水平和销售能力的综合考察。企业应具有多年设计、运行维护和售后服务经验，熟悉客户的技术要求和运行习惯，才能满足不同客户的需求。
资金壁垒	本行业属于资金密集型行业，对资金充裕性要求较高。首先，主机厂应收账款回款周期普遍较长，行业内企业流动资金占用较大；其次，主机厂对生产规模 and 产品质量要求较高，零部件供应商需要大量置建厂房、采购高端生产设备及检测设备，部分关键加工和检验环节的设备需要从国外引进，且进口设备价格昂贵，对资金需求量较大。
规模效应壁垒	为进入主机厂供应商体系，相关零部件企业需达到一定的生产规模以满足持续的大规模供货需求；只有当生产规模达到一定程度后，固定资产利用率提高，平均生产成本开始下降，规模效益才能逐步显现。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 15：发动机密封制品和密封材料生产厂商须经过三项考核


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

➤ 发动机密封垫片

国内发动机密封垫片供应企业主要分为三种类型：1) 以辉门（中国）有限公司为代表的综合性动力总成业务提供商，为乘用车、重型商用车和工业领域提供一系列配套产品，该类企业拥有雄厚的汽车零部件生产基础、产业链较长、整体规模较大；2) 以密封科技为代表的主要研发和生产发动机密封垫片，并以技术创新和专业服务为核心的企业，近年来成长迅速，技术实力较强，在市场开发、客户服务等方面具有竞争优势，在细分市场发展较快；3) 是数量众多的小型企业，产品比较单一、技术含量低、存在不同程度的安全或环保问题，这类企业竞争力相对不足。从应用类型来看，长春爱尔铃克铃尔有限公司、辉门（中国）有限公司等合资企业的产品主要配套乘用车，与之相比，密封科技在乘用车市场起步较晚。

表 4：国内发动机密封垫片供应企业情况对比

公司	经营情况	技术实力	市场地位
辉门（中国）有限公司	公司是全球创新的多元化产品供应商辉门集团在中国设立的独资公司，位于上海自由贸易区，提供发动机动力、密封、底盘、刹车、点火系统等领域的全系列产品，2015 年的全球年销售额约 74 亿美元。	辉门旗下拥有技术中心，通过 ISO/TS16949、ISO14000 等质量认证，可以提供发动机各类密封产品的解决方案，所研发的密封垫片及隔热罩均能满足乘用车及商用车发动机、整车静密封及隔热降噪使用要求，均具有较强的研发能力。	集团旗下辉门南昌密封件系统有限公司是国内成立较早的发动机密封制品生产企业，产品包括多层金属、单层金属、金属橡胶气缸垫等密封垫片，年产能约 800 万片。主要客户包括上海通用、上汽集团、康明斯、华晨等国内发动机主机厂，主要以配套乘用车为主。
长春爱铃克铃尔有限公司	公司是由德国爱铃克铃尔股份公司与长春市宏宇汽车零部件有限公司投资兴建的中外合资企业，位于长春经济技术开发区，主要开发、生产、销售无石棉纤维板和发动机密封垫片，同时也生产气门室罩盖、其它模块产品以及汽车工业用装配件，2019 年度全球范围内实现营业收入超 17 亿欧元。	德国爱铃克铃尔股份公司专注于密封技术的研究已超过 140 年，是全球汽车行业的合格供应商和技术领导者。旗下公司长春爱铃克铃尔有限公司通过了 IATF 16949、ISO14001 等质量认证，有较强的研发能力。	主要客户包括上海通用、上汽通用五菱、长安福特、南京福特马自达、一汽大众、上海大众等，主要面向国内乘用车市场，较少参与发动机主机厂的国六商用车产品。
锦州光和密封实业有限公司	公司位于辽宁省凌海市双羊镇中小企业园区，专业从事汽车内燃机密封垫片及旋压皮带轮的设计、生产和销售，2010 年实现产值 2.2 亿元，销售收入 1.8 亿元。	锦州光和密封实业有限公司能够设计、制造金属垫片，通过 ISO/TS16949 认证，在国三到国五排放阶段，为中国重汽、潍柴动力等主机厂供货。目前随着排放的升级，其在各大主机厂国六新产品中参与度不高。	可生产密封产品 400 余种，主要客户包括一汽大柴、一汽锡柴等发动机生产厂家。
密封科技	公司是发动机密封制品和密封材料的专业制造商，主要从事密封垫片、隔热防护罩、密封纤维板以及金属涂胶板产品的研发、生产和销售。	通过“ATF 16949:2016”质量管理体系和“ISO 14001:2015”环境管理体系认证。公司主要优势在于产品研发周期短，当客户对产品进行调整时能够快速与客户进行同步调整，以满足客户项目开发要求，从而更能适应国内用户同步开发要求。	市场优势在于商用车市场，客户群覆盖国内超过 80% 的柴油主机厂，涵盖了潍柴控股、中国一汽、中国重汽、上汽集团、广西玉柴等大型发动机制造厂商旗下主流品牌。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

根据中汽协公开信息显示，2019 年我国主要发动机制造厂商共生产车用柴油发动机约 378.41 万台，汽油发动机约 1,905.86 万台，合计约 2,284.27 万台发动机。根据不同结构发动机和其所使用气缸盖垫片的数量，可以将密封科技气缸盖垫片销量折算为对应的发动机装机台数，进一步通过计算公司所配套的发动机台数占国内发动机总产量的比例则可以大致估算公司气缸盖垫片的市场占有率。由此测算得到，**2019 年，密封科技车用柴油机气缸盖垫片产品在全国的市场占有率达到 42.26%，车用汽油机气缸盖垫片产品在全国的市场占有率约为 1.74%，车用发动机综合市场占有率约为 8.45%。**

假设每台柴油机平均装配 10 片附属垫片，每台汽油机平均装配 5 片附属垫片，计算得到 2019 年国内市场附属垫片市场容量约为 13,313.40 万片。密封科技 2019 年附属垫片总销量为 2,133.94 万片，测算得到公司 **2019 年国内车用发动机附属垫片市场占有率约为 16.03%。**

表 5：密封科技汽车密封垫片国内市场占有率情况

用途	项目	2019 年度
车用柴油机	公司销量折算的装机量 (万台)	159.91
	国内市场产量 (万台)	378.41
	市场占有率	42.26%
车用汽油机	公司销量折算的装机量 (万台)	33.11
	国内市场产量 (万台)	1,905.86
	市场占有率	1.74%
综合市场占有率		8.45%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

➤ 隔热防护罩

国内隔热防护罩行业主要有三类企业：1) 专注于隔热罩产品或其他冲压件的生产企业；2) 以密封科技为代表的，在生产其他密封制品的同时也生产隔热防护罩产品并且有一定规模的企业；3) 主机厂或整车厂内部自主制造隔热防护罩等零部件的部门，但目前占比相对较低。密封科技在国内隔热防护罩领域的主要竞争对手为：北京中用汽车配件有限公司、长春市富锋冲压件有限公司和重庆祥吉机械制造股份有限公司。

表 6：公司国内隔热防护罩领域主要竞争对手

公司	简介
北京中用汽车配件有限公司	公司位于北京市房山区，主要生产经营吸声隔热复合垫、车用管路制品、氟塑料密封制品等系列产品，为一汽轿车等汽车制造厂提供配套服务。
长春市富锋冲压件有限公司	公司位于吉林省长春市朝阳经济开发区，是轿车白车身冲压件和隔热板两大品种的生产厂商，在隔音隔热材料方面进行系统了研究，能够为多种车型提供隔热板配套服务。
重庆祥吉机械制造股份有限公司	公司位于重庆市，主要从事排气歧管隔热防护罩系列的开发、制造、销售，是西南地区实力较强的汽车冲压零部件企业。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

根据中汽协公开信息显示，2019 年我国商用车、乘用车产量合计约 2,572.07 万辆，假设每台乘用车装配 5 片隔热防护罩，每台商用车装配 3 片隔热防护罩，计算得出隔热防护罩市场容量约为 11,988.25 万片。密封科技 2019 年隔热防护罩销量 85.59 万片，**测算得到公司 2019 年国内隔热防护罩产品占有率约为 0.71%。**

➤ 密封纤维板

不同层次密封纤维板产品竞争情况存在一定差异。在高端产品领域，国外密封品牌具备一定竞争优势；在中低端产品领域，以国内企业供应为主，竞争较为激烈。密封科技在密封纤维板领域的主要竞争对手为：日本华尔卡工业株式会社、美国因特费斯公司和长春蓝天密封技术开发有限公司。

表 7：公司密封纤维板领域主要竞争对手

公司	情况介绍
日本华尔卡工业株式会社	公司主要生产辊压型无石棉密封纤维板，在日本、泰国和越南等地均设有生产基地，产品主要应用于船舶制造、石油化工、制冷设备等行业。
美国因特费斯公司	公司主要生产抄取型无石棉密封纤维板，是世界上最大的无石棉垫片生产厂家之一，产品广泛应用于通用机、压缩机等领域。
长春蓝天密封技术开发有限公司	公司主要从事密封材料及密封垫片的研发和生产，其产品主要应用于汽车、摩托车、制冷空调、石油石化等行业。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

根据中国摩擦密封材料协会 2019 年行业生产统计资料显示，密封纤维板行业整体产量为 23,122 吨，其中石棉密封纤维板 15,419 吨，无石棉密封纤维板 7,703 吨。密封科技 2019 年密封纤维板产量 980 吨（全部为无石棉密封纤维板），计算得到密封纤维板综合市场占有率为 4.24%，在无石棉密封纤维板领域市场占有率约为 12.72%。

➤ 金属涂胶板

在金属涂胶板领域，主要有瑞典特瑞堡集团公司、美国沃信复合材料有限公司、日本霓佳斯株式会社及其在国内的子公司等，与国内以密封科技为代表的企业展开竞争。国外公司因其进入市场时间较早、规模较大，品牌声誉较好，而以密封科技为代表的本土企业近年来技术进步较大，展现出较好的成长性。

此外，国内刹车消音片市场国产化率较低，国内市场供给主要以上述外企为主，国内制造商主要是通过进口其涂胶板材，加工成消音片，组装成刹车片后再出口到国外整车厂及后市场。

表 8：公司金属涂胶板领域主要竞争对手

公司	当前使用发动机
瑞典特瑞堡集团公司	该公司在工程聚合物专业领域有上百年的发展历史，是工程聚合物解决方案的全球领导者，也是目前全球涂胶板市场占有率最大的公司。
美国沃信复合材料有限公司	该公司是世界上第一家涂胶板生产企业，即本项制造工艺的首创者。该公司拥有 70 余年的历史，在行业内享有较高的声誉。
日本霓佳斯株式会社	该公司是日本知名的复合材料、隔热材料生产商，在全球设立有多处金属涂胶板生产基地。其产品除用于汽车密封垫片、刹车消音片以外，也可用于自动变速箱垫片。
江门市本和机车配件实业有限公司	该公司位于广东省江门市，主要从事机动车密封配件、橡胶复合密封材料的生产、研制、销售。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2019 年全球汽车保有量约 15 亿辆，通常每辆车需要装配 8 片消音片，以汽车刹车片平均更换周期为 6 年进行计算，全球消音片年需求量约为 20 亿片。每平米金属涂胶板可产出 100 片刹车消音片，因此全球汽配维修市场对涂胶板的年需求量约为 2,000 万平方米。2019 年，公司消音类金属涂胶板销量为 28.87 万平米，由此测算得到密封科技在金属涂胶板领域的全球市场占有率约为 1.44%。

2.3 发动机向高燃烧效率和轻量化发展，对密封制品提出更高的要求

随着节能减排的深化，发动机向高燃烧效率、轻量化的方向发展，在提升发动机性能的同时给发动机密封制品行业带来了新的机遇和挑战。环保部和国家市场监管总局分别于2016年、2018年发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（GB18352.6-2016）和《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（GB17691-2018），规定全国分区域、分阶段实施机动车国六标准要求，进一步提高了发动机及关键零部件的性能指标要求。以压力提高为例，发动机在热负荷增加、爆发压力提高、气缸盖变形较大的情况下，需要密封垫片进一步提高密封补偿性能，以保证各部位压力值的合理分布，这对发动机密封垫片的适应性和耐久性提出了更高要求，相应地需要升级密封垫片材料和结构。

表 9：国六标准的实施时间表

标准阶段	重型柴油车 (适用 GB 17691-2018)		轻型汽车 (适用 GB 18352.6-2016)	
	车辆类型	实施时间	车辆类型	实施时间
6a 阶段	燃气车辆	2019 年 7 月 1 日	所有轻型汽车	2020 年 7 月 1 日
	城市车辆	2020 年 7 月 1 日		
	所有车辆	2021 年 7 月 1 日		
6b 阶段	燃气车辆	2021 年 7 月 1 日	所有轻型汽车	2023 年 7 月 1 日
	所有车辆	2023 年 7 月 1 日		

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3 公司分析：技术+服务+客户，三方面打造竞争优势

3.1 技术：具备领先的同步研发能力，加速向新能源汽车领域转型升级

公司采取预先研发和同步研发相结合的研发模式。公司高度重视预先研发，尤其是针对发动机密封垫片和隔热防护罩系列产品中远期技术的研究，为同步研发奠定了坚实的基础，能够及时、有效应对下游市场的要求。此外，公司也是行业内少数能实现同步研发的企业，在新机型概念设计阶段就与主机厂保持密切互动关系，通过设计和实验优化，达到满足该机型要求的最佳密封效果，同步研发对公司市场拓展起到了推动作用。

公司拥有一系列自主核心技术。在引进股东日本石川金属密封垫片技术的基础上，公司结合国内发动机行业的实际情况，通过消化吸收再创新，逐步形成了自主核心技术，具备了国内同行业中领先的同步研发能力。

表 10：密封科技核心技术演变情况

类别	技术演变	技术演变具体说明
密封垫片技术	第一代：复合型气缸盖垫片设计和制造技术	主要适用于国三以下标准发动机，与包覆型气缸盖垫片相比，复合型气缸盖垫片提高了缸垫的耐久性、耐高温性及密封补偿性。
	第二代：包口和单层结构金属气缸盖垫片设计和制造技术	单层金属胶圈气缸盖垫片设计主要是针对部分大马力但缸盖螺栓轴力相对较低的发动机而研发，弥补了部分机型轴力较低的情况下，金属缸垫无法兼顾气、油、水的可靠密封的缺陷。但单层和包口结构金属气缸盖垫片仍然存在补偿量不足、螺栓轴力要求较高的问题。
	第三代：高补偿性积层式金属气缸盖垫片设计和制造技术	主要针对发动机性能持续升级、螺栓轴力较低、轻量化、紧凑型发动机密封要求设计，并满足国五、国六发动机密封性、耐久性要求。高补偿性积层式金属气缸盖垫片可以在有限的螺栓轴力下实现气、油、水的可靠密封，适合高压、大变形发动机密封要求。
隔热防护罩	第一代：单层金属隔热防护罩制造技术	隔热防护罩结构和加工简单但隔热效果较低。
	第二代：双层金属隔热防护罩制造技术	双层金属隔热防护罩在原单层金属上增加一层金属，一定程度上弥补了第一代的隔热效果较低的缺陷，但仍然未达到较好的隔热效果。
	第三代：三明治类隔热防护罩和双层褶皱铝板类隔热防护罩制造技术	三明治类隔热防护罩加工工艺复杂，但降温降噪效果突出，结构紧凑，强度高。双层褶皱铝板类隔热防护罩是由两层薄铝板通过成形互锁相互连接而成，具有较好的隔热性能和成形性能，且重量大幅减轻以满足发动机轻量化的发展趋势。
密封纤维板	第一代：石棉密封纤维板生产技术	该产品主要的骨架材料是石棉纤维，生产工艺比较简单，生产设备自动化程度低。主要工艺是对石棉纤维、填料及干胶片通过卧式拌料机搅拌混合后压制成型。搅拌过程中易生热老化同时拌料机取料时存料严重，影响不同产品之间质量。人工控制压制成型设备也会导致齿轮传动产品批次间存在质量波动。
	第二代：无石棉纤维密封板生产技术	该产品由 100%环保无石棉纤维组合作为骨架材料，先进的配方技术及工艺保证了产品质地均匀。该产品生产设备完全由程序控制，避免了人为操作因素造成的质量波动；并增加了温控装置实时调节控制拌料过程中的温度，避免了老式拌料机生热造成料子老化的问题；通过液压伺服装置控制成型中的设定压力，保证了成型板材的受压均匀，板材性能均匀一致。
金属涂胶板	第一代：手工喷涂、辊涂和浸涂工艺金属涂胶板生产技术	该金属涂胶板生产自动化程度不高且产品规格较小，无法实现较大厚度且生产的厚度均匀性较差，无法满足高质量稳定性的要求。
	第二代：淋涂工艺金属涂胶板生产技术	该工艺比第一代工艺增加了产品尺寸，也可以实现自动化的生产，并且一次性加工的涂层厚度也更大，但是淋涂工艺不能在生产卷材产品的同时一次性进行双面涂层，并且成品的表面缺陷也较多。
	第三代：全自动连续工艺金属涂胶板卷材生产技术	相比较第一、二代技术，该生产线运用智能化计算机自动控制技术，实现了温度、涂层厚度、自动纠偏、自动检测等关键工序控制，自动化程度高、生产效率高、产成品质量稳定，所生产的金属涂胶板涂层厚度均匀、橡胶与金属粘接牢固、橡胶层间不产生粘连且具有优异的耐油、耐不冻液、耐老化以及消音等性能。公司开发了干法工艺金属涂胶板卷材生产线，能够满足厚涂层涂胶板产品的生产需要。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司在传统垫片领域进一步拓展新品类客户。基于成熟的发动机垫片研发技术，公司已开发出变速箱用垫片以及空调压缩机用垫片等新品类产品，目前正在向变速箱和车用空调压缩机市场大力拓展。

公司加速向新能源汽车领域转型升级。借助已有密封产品研发技术及经验，公司紧跟新能源发展步伐，在新能源产品方面加大研发力度，正在进行新能源汽车电驱动系统密封产品、氢燃料电池气泵用高速气浮轴承产品、氢燃料电池金属双极板产品等新能源产业链相关产品的研发。截至2021年6月底，公司在新能源领域的拓展情况如下：

- 1) 已布局氢燃料电池相关产品，各项研发工作正在按计划分阶段有序展开，其中氢燃料电池气泵用高速气浮轴承、氢气液化用超低温制冷氨气压缩机-密封垫、加氢站用隔膜压缩机-隔膜片等已经投放市场；
- 2) 密封产品在新能源汽车电驱动系统方面，已成为某客户的定点供应商；
- 3) 密封产品在新能源汽车动力电池系统方面，已与某客户展开合作；
- 4) 密封产品正在向新能源汽车的热管理系统拓展，已与相关客户进行深入交流。

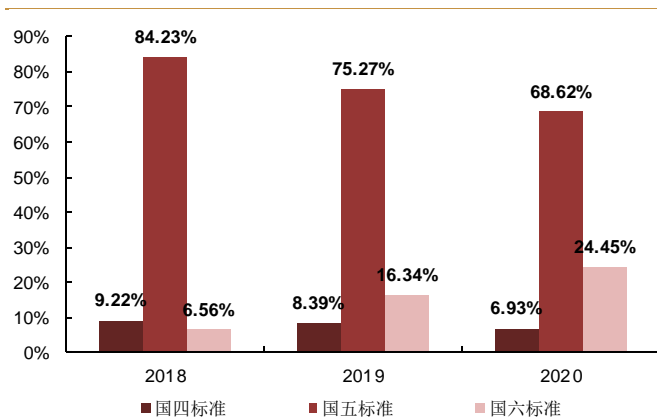
3.2 服务：产品需求响应迅速

公司能够快速响应客户需求变化。公司基于同主机厂丰富的同步研发经验建立了强大的产品数据库，包括材料数据、波形结构数据等。基于成熟的 CAE 分析体系和强大的产品数据库，公司能够快速响应客户需求变化，有效助力公司新技术应用和产品更新换代。

截至2020年底，公司累计生产销售的密封垫片和隔热防护罩产品种类超过2,500种，为充分适应市场多品种的需求特点，公司每年都开发出多种型号新产品，突出的研发和响应能力，使得公司在行业内差异化和定制化的生产模式中抢占竞争高地，进一步拓展了产品利润空间。

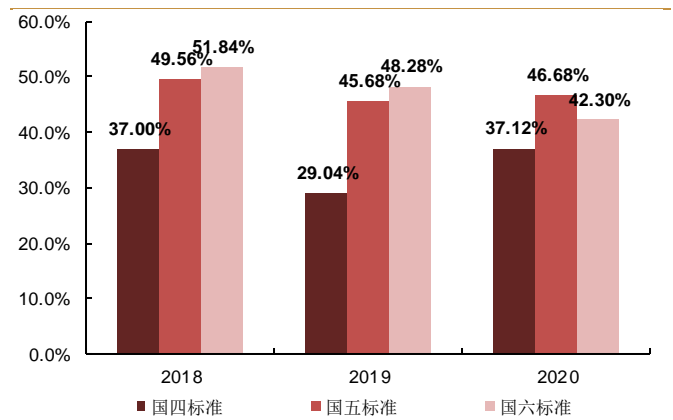
节能减排的深化及发动机排放国五、国六标准的不断迭代，也要求密封制品企业具备快速响应能力。为符合节能减排新标准要求，主机厂在2018-2019年开始逐步量产国六标准发动机，2020年开始陆续批量生产，发动机密封制品和密封材料企业也需要研发新的产品与之配套，这对以公司为代表的具备快速响应需求能力的密封制品企业带来了新的机遇。公司于2019-2020年开始持续批量生产国六标准产品，国六标准产品在公司营收结构中的占比从2018年的6.56%提升至2020年的24.45%。

图 16：密封科技不同标准密封垫片营收占比



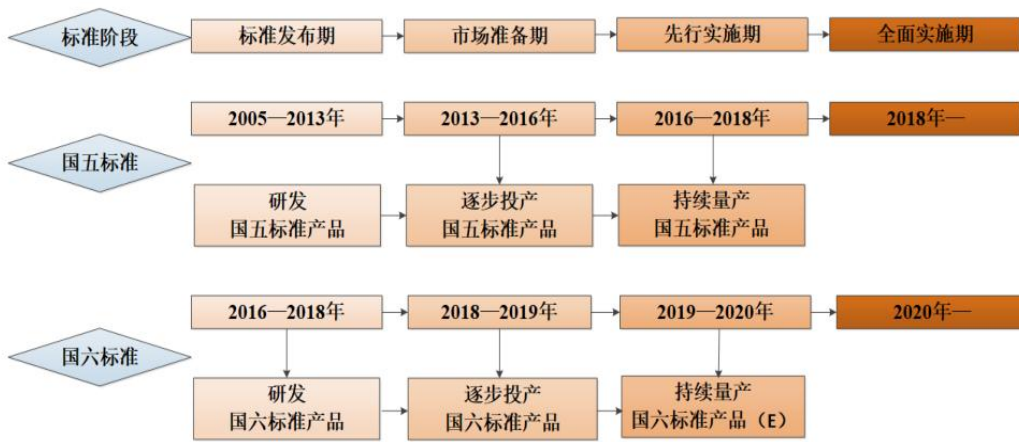
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 17：密封科技不同标准密封垫片毛利率情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 18：发动机与汽车污染物排放国五、国六标准对公司发展的影响

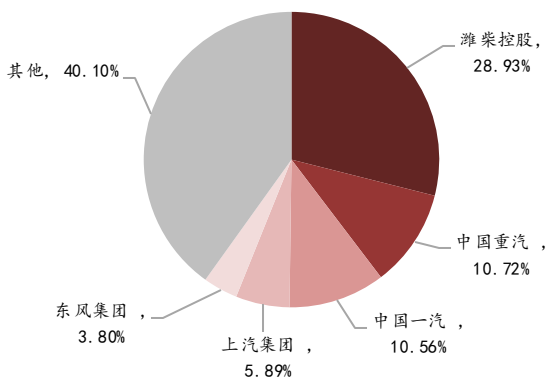


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.3 客户：覆盖超过 80%的国内柴油机主机厂

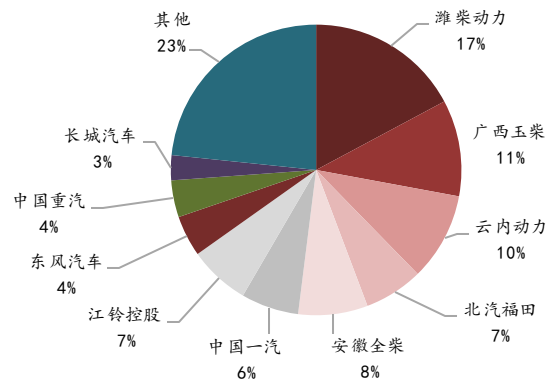
公司客户群体覆盖面广。我国柴油发动机生产厂商集中度高，按销量计，2019 年国内前十大柴油发动机主机厂潍柴动力、广西玉柴、云内动力等市场占有率达到 76.64%。公司下游主要客户以主机厂客户为主，客户群已覆盖超过 80%的国内柴油机主机厂，涵盖了潍柴控股、中国一汽、中国重汽、上汽集团、广西玉柴等大型发动机制造厂商旗下主流品牌。此外，2019 年度，公司取得康明斯全球供应商资质，不断拓展海外市场。

图 19：2020 年密封科技前五大客户销售额占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 20：2019 年我国柴油发动机生产厂商市占率（按销量）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

对于公司未来成长，我们做出如下假设：

密封垫片业务：随着募投项目产能的爬坡，发动机密封垫片产销规模进一步扩大，加之国六标准的全面实施以及下游需求的增长，公司国六标准配套的发动机密封垫片产品占比将稳步提升，假设 2021/2022/2023 年发动机密封垫片订单同比增速分别为 34.9%/33.1%/32.8%，未来三年毛利率分别为 45.5%/44.5%/44.3%。

隔热防护罩业务：公司新型号隔热防护罩产品在 2020 年实现量产，且募投项目扩产力度较大，我们假设 2021/2022/2023 年隔热防护罩产品订单同比增速分别为 30%/50%/40%，考虑到新产品占比逐步提升加之规模效应显现，假设未来三年毛利率分别为 31%/32%/32%。

密封纤维板：假设公司密封纤维板业务稳定增长，2021/2022/2023 年密封纤维板产品订单同比增速分别为 5%/5%/5%，毛利率随无石棉密封纤维板占比提升将逐步提升，未来三年分别为 27%/28%/29%。

金属涂胶板：公司厚涂层金属涂胶板生产线已经于 21 年上半年顺利投产，未来将逐步量产，我们假设 2021/2022/2023 年金属涂胶板产品订单同比增速分别为 50%/50%/40%，考虑到厚涂层产品技术含量和毛利率更高，假设未来三年毛利率分别为 37%/38%/39%。

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 11：密封科技分业务收入及毛利率

		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入（百万元）	488.2	652.6	874.3	1161.2
	yoy	22.2%	33.7%	34.0%	32.8%
	毛利率	44.5%	45.4%	44.8%	44.7%
密封垫片	收入（百万元）	375.7	507.0	674.6	896.0
	yoy	23.8%	34.9%	33.1%	32.8%
	毛利率	45.0%	45.5%	44.5%	44.3%
隔热防护罩	收入（百万元）	31.1	40.5	60.7	85.0
	yoy	82.9%	30.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	30.8%	31.0%	32.0%	32.0%
密封板材	收入（百万元）	28.1	29.5	31.0	32.5
	yoy	0.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	26.5%	27.0%	28.0%	29.0%
金属涂胶板	收入（百万元）	32.1	48.2	72.2	101.1
	yoy	-7.4%	50.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	35.6%	37.0%	38.0%	39.0%
其他业务	收入（百万元）	21.1	27.5	35.7	46.4
	yoy	28.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	93.7%	90.0%	90.0%	90.0%

数据来源：Wind, 西南证券

公司为柴油机密封制品细分领域龙头，随着募投项目产能的爬坡，公司产销规模进一步扩大。我们看好公司未来发展前景，预计公司 2021 年至 2023 年的归母净利润分别为 1.45 亿元、1.90 亿元、2.52 亿元，同比增速分别为 43.80%、30.88%、32.40%，对应的 EPS 分别为 0.99、1.30、1.72 元，对应当前股价 PE 分别为 31、24、18 倍。

我们选取同样涉及汽车零部件领域的富临精工、雪龙集团、天润工业以及密封制品业务的中密控股作为可比公司，参考可比公司估值，考虑到公司为柴油机密封制品细分领域龙头，且处于快速增长的阶段，近三年归母净利润复合增速 31%，享受估值溢价，给予公司 2022 年 30X 目标 PE，6 个月目标价 39 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021/09/27	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
平均值							25.27	34.34	24.01	19.69
中位值							22.33	22.53	18.34	15.73
300432.SZ	富临精工	42.68	0.45	0.57	0.95	1.25	22.94	74.67	44.90	34.24
603949.SH	雪龙集团	18.33	0.76	0.98	1.18	1.30	21.73	18.74	15.51	14.14
002283.SZ	天润工业	8.80	0.45	0.50	0.61	0.67	12.02	17.62	14.45	13.08
300470.SZ	中密控股	38.39	1.09	1.46	1.81	2.22	44.38	26.31	21.16	17.32

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- (1) 公司产能释放不及预期；
- (2) 原材料价格大幅波动；
- (3) 市场竞争加剧；
- (4) 主要客户年降政策变化的风险。

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	488.17	652.61	874.30	1161.16	净利润	100.96	145.18	190.01	251.57
营业成本	271.08	356.27	482.68	641.99	折旧与摊销	10.95	10.99	15.54	20.59
营业税金及附加	4.97	6.95	9.01	11.61	财务费用	-2.33	-0.90	-1.34	-1.18
销售费用	40.78	55.02	73.70	97.74	资产减值损失	-6.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	23.66	65.26	87.43	116.12	经营营运资本变动	8.30	-105.44	-97.64	-144.77
财务费用	-2.33	-0.90	-1.34	-1.18	其他	-23.86	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-6.71	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	87.31	49.83	106.57	126.22
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.68	-115.00	-115.00	-115.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-10.60	-0.07	0.02	-0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9.91	-115.07	-114.98	-115.01
营业利润	118.70	170.00	222.82	294.88	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.05	0.03	0.03	0.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	118.76	170.03	222.86	294.92	股权融资	0.00	389.42	0.00	0.00
所得税	17.80	24.85	32.85	43.35	支付股利	-32.94	-20.19	-29.04	-38.00
净利润	100.96	145.18	190.01	251.57	其他	0.00	-1.03	1.34	1.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-32.94	368.20	-27.70	-36.82
归属母公司股东净利润	100.96	145.18	190.01	251.57	现金流量净额	44.46	302.96	-36.11	-25.61
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	128.63	431.59	395.48	369.87	成长能力				
应收和预付款项	333.38	445.96	597.34	793.39	销售收入增长率	22.22%	33.68%	33.97%	32.81%
存货	76.03	127.61	160.38	218.86	营业利润增长率	30.87%	43.22%	31.07%	32.34%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	29.22%	43.80%	30.88%	32.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.07%	41.44%	31.62%	32.60%
投资性房地产	1.68	1.74	1.72	1.73	获利能力				
固定资产和在建工程	59.03	163.95	264.32	359.63	毛利率	44.47%	45.41%	44.79%	44.71%
无形资产和开发支出	5.76	4.85	3.94	3.03	三费率	12.72%	18.29%	18.28%	18.32%
其他非流动资产	8.73	8.73	8.73	8.73	净利率	20.68%	22.25%	21.73%	21.67%
资产总计	613.25	1184.44	1431.92	1755.25	ROE	25.73%	16.05%	17.83%	19.66%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.46%	12.26%	13.27%	14.33%
应付和预收款项	183.17	242.14	327.69	436.32	ROIC	34.49%	34.79%	29.62%	28.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.08%	27.60%	27.11%	27.07%
其他负债	37.76	37.50	38.46	39.59	营运能力				
负债合计	220.93	279.64	366.15	475.91	总资产周转率	0.87	0.73	0.67	0.73
股本	109.80	146.40	146.40	146.40	固定资产周转率	8.59	6.53	4.63	4.09
资本公积	8.31	361.13	361.13	361.13	应收账款周转率	3.46	3.56	3.57	3.56
留存收益	272.28	397.27	558.24	771.81	存货周转率	2.84	3.50	3.35	3.39
归属母公司股东权益	392.32	904.80	1065.77	1279.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	66.52%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	392.32	904.80	1065.77	1279.34	资产负债率	36.03%	23.61%	25.57%	27.11%
负债和股东权益合计	613.25	1184.44	1431.92	1755.25	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.89	4.11	3.48	3.13
					速动比率	2.48	3.59	3.00	2.64
					股利支付率	32.63%	13.91%	15.28%	15.11%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	127.33	180.09	237.03	314.30	每股收益	0.69	0.99	1.30	1.72
PE	44.81	31.16	23.81	17.98	每股净资产	2.68	6.18	7.28	8.74
PB	11.53	5.00	4.24	3.54	每股经营现金	0.60	0.34	0.73	0.86
PS	9.27	6.93	5.17	3.90	每股股利	0.23	0.14	0.20	0.26
EV/EBITDA	25.53	22.65	17.36	13.17					
股息率	0.73%	0.45%	0.64%	0.84%					

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
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@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
	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
	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	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	yxy@swsc.com.cn