

同益股份 (300538)

2021年10月12日

材料供应链解决方案服务商，板棒材和改性工程塑料打开成长空间  
买入（维持）

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001  
021-60199793

houb@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002  
18811311450

liub@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2020A  | 2021E  | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 2,217  | 3,070  | 4,544 | 6,302 |
| 同比（%）      | 24.0%  | 38.5%  | 48.0% | 38.7% |
| 归母净利润（百万元） | 22     | 64     | 124   | 209   |
| 同比（%）      | -43.3% | 187.8% | 92.7% | 68.7% |
| 每股收益（元/股）  | 0.15   | 0.42   | 0.82  | 1.38  |
| P/E（倍）     | 168.33 | 58.79  | 30.50 | 18.08 |

股价走势



■ **募投项目之塑料板棒材：工程塑料皇冠上的明珠，力求 3-5 年打造细分领域龙头。** 1) **市场空间：**塑料板棒材产品由于具有耐磨、耐振动、耐腐蚀、可回收、强度大等优点，广泛应用于汽车、家电、消费电子、建筑单位等领域，2019 年中国市场塑料板棒材销售总收入为 3300 亿元，相比欧美发达国家，国内市场竞争格局较为分散，2019 年前 6 家头部企业收入占比市场份额为仅为 0.35%。2) **发展趋势：**政策层面，支持材料工业发展的重点政策持续落地；消费升级，汽车轻量化、新能源汽车、家电以塑代钢加速板棒材产品推广；进口替代，技术进步和转型升级为国内企业发展创造机会，因此多重利好因素催化和提升行业景气度。3) **公司目标：**募投项目完成后，月产能将超过 1500 吨，为募投项目之前产能的 300%，通过引进自动化、智能化特种工程塑料挤出成型的板棒材生产设备，建设高质量、智能化的生产线及生产车间，公司力求在 3-5 年内打造成为国内板棒材领域的龙头企业。

■ **募投项目之改性工程塑料：产品配方是核心壁垒，公司具备行业理解和研发优势。**塑料材料改性是以通用、工程或特种工程塑料为主要原料，以各类有机、无机填充料及功能助剂为辅助材料，通过填充、增韧、增强、共混、合金化等技术手段，改善原有塑料性能，以满足不同应用领域的需求。由于其定制化的特性，各种高性能及专业型改性塑料的配方则由细分领域内的领先企业掌握。公司作为材料供应链解决方案服务商，在深耕行业 20 年的过程中，积累了对行业深刻的理解，以及多种核心材料配方，能够确保产品品质、降低综合成本、提供全流程技术服务、强化库存管理。公司募投的工程塑料改性项目和研发中心建设完成后，将实现由材料应用开发到材料基础配方开发的转变，自主拥有免喷涂、5G 材料、轻量化材料、耐磨材料、生物材料配方体系；同时，打造科学注塑+注塑工业 4.0 应用开发中心，降低产业链成本。

■ **核心竞争力：客户资源+项目经验+先发优势+柔性生产，打造塑化行业龙头可期。** 1) 渠道优势和客户资源：上游原材料、下游品牌商均为全球知名企业；2) 项目经验和行业理解：可针对不同细分领域提供定制化的解决方案；3) 先发进入细分市场：深挖下游客户痛点、选择在项目开发早期介入；4) 库存管理和柔性生产：从订单获取到产品上市提升供应链整体效率；公司核心竞争优势彰显，打造塑化行业龙头可期。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.42、0.82、1.38 元，PE 分别为 59、31、18 倍，我们看好我国板棒材领域的市场，公司作为行业龙头维持“买入”评级。

■ **风险提示：**市场需求不及预期风险；原材料供应不足及价格上涨风险；中美贸易摩擦缓和低于预期风险

市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 24.94       |
| 一年最低/最高价      | 16.56/33.88 |
| 市净率(倍)        | 8.07        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1992.34     |

基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 3.09   |
| 资产负债率(%)    | 65.26  |
| 总股本(百万股)    | 151.60 |
| 流通 A 股(百万股) | 79.89  |

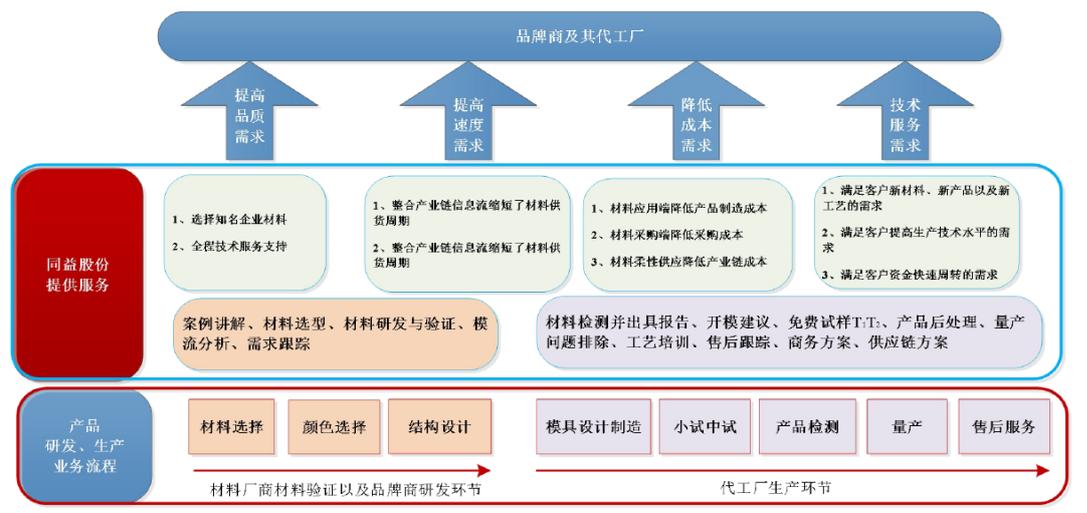
相关研究

1、《同益股份 (300538)：同益股份：领先的供应链一体化解决方案商，业绩加速趋势越发清晰》2021-09-23

## 1. 公司简介：中高端化工及电子材料供应链服务商，限制性股票解锁条件彰显信心

公司成立于 2002 年，主营产品为中高端化工及电子材料，主要应用于手机及移动终端、消费类电子、智能家电、汽车、新能源、5G 行业、芯片以及显示面板等领域品牌客户产品的零部件、功能件、结构件或外观件。公司作为中高端化工及电子材料供应链一体化方案商，1) **合作的原材料厂包括**：美国塞拉尼斯、乐天恺美科材料、韩国三星 SDI、万华化学、日本帝人、韩国斗山、华星光电、台湾元太、台湾奕力等世界知名企业；2) **服务的终端品牌客户均为各行业龙头企业，包括**：华为、小米、VIVO、OPPO、中兴、飞利浦、比亚迪、富士康、信利光电、华显光电、科大讯飞、九阳、长虹、中车、吉利、广汽等。

图 1：公司的业务模式



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

### 1.1. 业绩表现：疫情之前净利率和 ROE 逐年抬升，2021 年重回增长态势

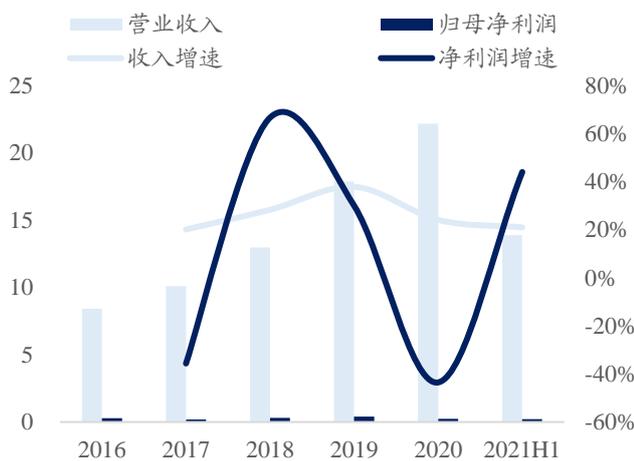
2017-2020 年，公司营收分别为 10.10、12.96、17.87、22.17 亿元，增速分别为 20.10%、28.32%、37.89%、24.06%，4 年 CAGR 为 27.42%；归母净利润分别为 0.18、0.30、0.39、0.22 亿元，增速分别为 -35.71%、66.67%、30.00%、-43.59%。2021 年上半年公司营收为 13.90 亿元、同比增长 20.96%，归母净利润为 0.21 亿元、同比增长 44.02%。2017-2020 年，公司毛利率分别为 11.01%、10.29%、10.35%、6.50%，净利率分别为 1.83%、2.28%、2.34%、1.02%，ROE（加权）分别为 4.71%、7.41%、8.68%、4.85%，可以看出，除了

2020 年疫情影响之外，2017-2019 年，公司毛利率基本稳定，净利率和 ROE 都呈现出逐步抬升的趋势。公司业务主要分为电子材料和化工材料 2 个板块，分业务来看：

1) **电子材料**：主要包括偏光片、电子墨水屏；液晶显示模组，芯片；太阳能电池银浆；车载液晶屏、OLED 显示屏，FCCL，光阻基材，电容等电子元器件，主要应用于智能家电、汽车、新能源、5G、显示面板等领域，2017-2020 年收入分别为 1.53、1.25、4.44、13.12 亿元，增速分别为-34.00%、-18.14%、253.90%、195.68%；毛利分别为 0.15、0.12、0.35、0.48 亿元，占比分别为 13.51%、9.02%、18.92%、33.33%，毛利占比逐年提升；毛利率分别为 9.70%、9.80%、7.78%、3.69%，毛利率在 2020 年有较大幅度的下滑，主要是因为公司在进入电子材料市场初期通过适度让利来增加客户粘性，导致业务毛利率偏低。

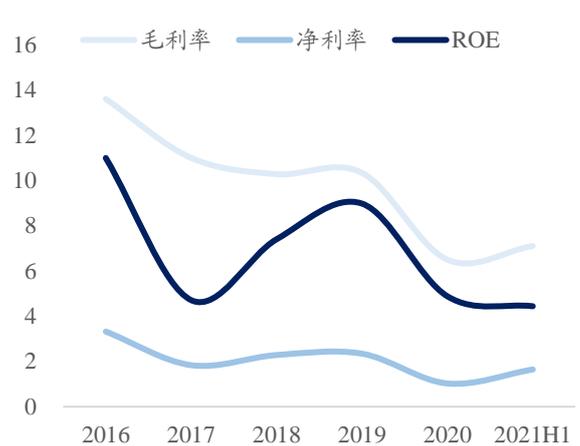
2) **化工材料**：主要是工程塑料，产品包括阻燃材料、免喷涂材料、发泡材料、染色材料、扩散材料、轻量化材料等，广泛应用于手机及移动终端、消费类电子、智能家电等领域。2017-2020 年收入分别为 8.24、10.85、12.57、7.94 亿元，增速分别为 39.19%、31.67%、15.85%、-36.83%，2020 年收入下滑的主要原因是：1) 受新冠疫情及中美贸易摩擦带来的不利影响，公司代理销售的韩国乐天、美国赛拉尼斯等国外品牌的工程塑料需求降低；2) 根据市场发展及战略布局方向，公司调整了工程塑料销售产品的结构，主动放弃部分电池隔膜等业务。2017-2020 年毛利率分别为 11.64%、10.76%、11.25%、11.55%，毛利率相对稳定。

图 2：2016-2021H1 年公司营收和净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

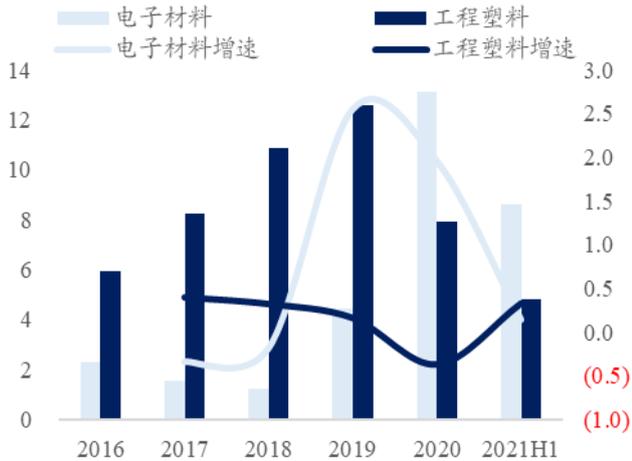
图 3：2016-2021H1 年公司的毛利率和 ROE 情况（%）



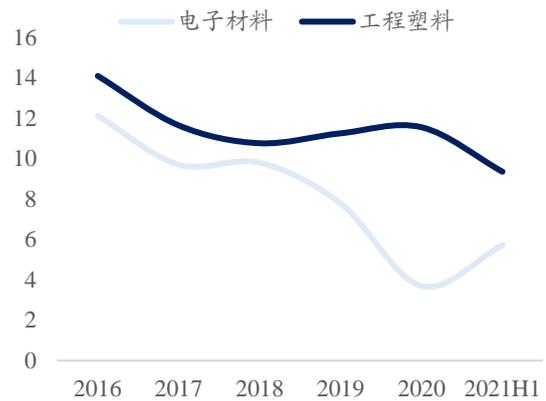
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 4：2016-2021H1 年公司分业务的收入情况（亿元）

图 5：2016-2021H1 年公司分业务的毛利率水平（%）



数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

### 1.2. 募投项目: 聚焦特种工程塑料挤出成型+改性, 内部收益率均超过 20%

2021年3月, 公司公告定向增发募集说明书(注册稿)(修订稿), 拟向35名特定对象增发股票不超过0.30亿股, 预计募集资金不超过6.52亿元(折合发行价格为21.52元/股), 募集资金拟用于: 1) 特种工程塑料挤出成型项目; 2) 特种工程塑料改性及精密注塑项目; 3) 中高端工程塑料研发中心建设项目; 4) 补充流动资金。

1) **特种工程塑料挤出成型项目**: 投资总额为2.40亿元、使用募集资金2.15亿元, 建设期2年, 拟新建中试车间、改性造粒生产车间、挤出车间、精密零部件加工车间、仓库等, 购置先进生产设备, 用于特种工程塑料挤出成型板棒材的生产以及销售, 产品主要应用于自动化设备部件、无人机及无人车部件、高铁及轨道交通部件及5G设备部件等领域。项目预计内部收益率(所得税后)20.03%, 投资回收期(税后、含建设期)6.60年。

2) **特种工程塑料改性及精密注塑项目**: 投资总额为2.00亿元、使用募集资金1.70亿元, 建设期2年, 拟建设特种工程塑料改性及精密注塑相关车间与经营场所, 主要包括中试车间、改性造粒车间、挤出车间、精密零部件加工车间以及仓库等, 购置先进生产设备, 用于生产免喷涂、环保材料、纳米轻量化材料、5G类材料等特种工程塑料改性以及精密注塑零部件产品。项目预计内部收益率(所得税后)21.07%, 投资回收期(税后、含建设期)6.72年。

### 1.3. 股权激励: 2021-2023年目标收入相比2020年增速为50%、100%、150%

2021年8月, 公司公告限制性股票激励计划(草案), 拟以19.60元/股的价格向72名董事、高管、核心管理和技术人员授予194.02万股股票, 解锁的业绩目标分为两个等级: 1) 触发值是公司2021-2023年设定的最低经营目标, 即各考核年度营业收入定比

2020 年的营业收入增长率分别不低于 35%、70%、105%；2) 目标值是公司 2021-2023 年设定的较高经营目标，即各考核年度营业收入定比 2020 年的营业收入增长率分别不低于 50%、100%、150%。较为激进的业绩考核目标，一方面体现了管理层对于公司经营的前景很看好，另一方面也有利于充分释放核心技术和管理人员的活力。

## 2. 募投项目之塑料板棒材：工程塑料皇冠上的明珠，力求 3-5 年打造细分领域龙头

1) **市场空间**：塑料板棒材产品由于具有耐磨、耐振动、耐腐蚀、可回收、强度大等优点，广泛应用于汽车、家电、消费电子、建筑单位等领域，2019 年中国市场塑料板棒材销售总收入为 3300 亿元，相比欧美发达国家，国内市场竞争格局较为分散，2019 年前 6 家头部企业收入占比市场份额为仅为 0.35%。2) **发展趋势**：政策层面，支持材料工业发展的重点政策持续落地；消费升级，汽车轻量化、新能源汽车、家电以塑代钢加速板棒材产品推广；进口替代，技术进步和转型升级为国内企业发展创造机会，因此多重利好因素催化和提升行业景气度。3) **公司目标**：募投项目完成后，月产能将超过 1500 吨，为募投项目之前产能的 300%，通过引进自动化、智能化特种工程塑料挤出成型的板棒材生产设备，建设高质量、智能化的生产线及生产车间，公司力求在 3-5 年内打造成为国内板棒材领域的龙头企业。

### 2.1. 现状：下游应用广泛、市场空间广阔，相比欧美竞争格局较为分散

塑料板棒材就是用塑料为原料做成的板材或棒材，属于塑料工业的细分产业，通过塑料加工机械与模具，以合成树脂为原材料进行生产制造，产品具有耐磨、耐振动、耐腐蚀、可回收、强度大、抗老化、防水、防潮、不易变形、重复使用等特点，下游应用领域主要包括汽车工业、建筑、家电和包装等。板棒材产业链：1) 上游原材料主要知名的为大型树脂生产企业，国内企业主要有中石化、中石油等；塑料助剂生产企业众多，市场化程度较高，大型国际知名的生产厂商有美国科聚亚、德国熊牌等；制作塑料的塑料加工机械与模具公司总体数量较多，其中机械企业知名的公司有上海金纬、山东通佳、江苏贝尔等。2) 中游是以公司为代表的板棒材制造企业，除了公司以外，还有恩欣龙、安和达等公司；3) 下游主要是建筑单位、家电制造企业、汽车制造企业等。

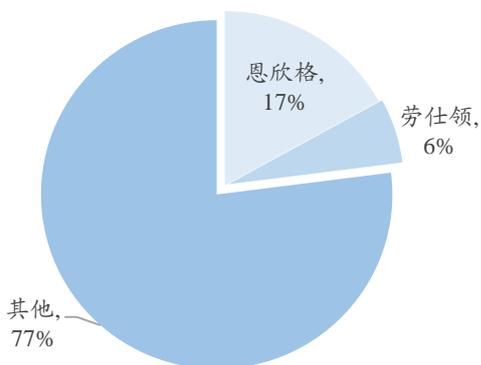
图 6：塑料板棒材的产业链上中下游情况



数据来源：同益股份定增材料、东吴证券研究所

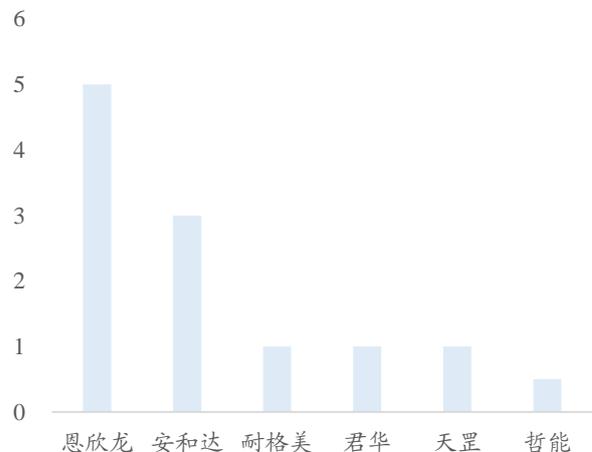
**国内板棒材市场空间广阔，但是相比欧美市场竞争格局极其分散。**由于塑料板棒材下游应用广泛，市场空间广阔，根据同益股份的定增公开推介材料，2019年欧美市场塑料板棒材销售总收入为403亿欧元、折合人民币3090亿元；中国市场塑料板棒材销售总收入为3300亿元，2014-2019年国内销售总收入、利润总额年均增速分别为12%、16%。  
**竞争格局方面：**欧美市场集中度较高，其中头部企业恩欣格、劳士领2019年销售收入分别为70、23亿欧元，分别占到市场份额的17%、6%，其他所有企业加总合计占比为77%。国内市场较为分散，2019年前6家头部企业收入合计11.5亿元，占比市场份额为0.35%，其他企业加总后销售收入为3288.5亿元，占比市场份额为99.65%。

图 7：2019 年欧美市场板棒材的竞争格局（收入口径）



数据来源：同益股份定增材料、东吴证券研究所

图 8：国内前 6 家企业销售合计占比不到 0.5%（亿元）



数据来源：同益股份定增材料、东吴证券研究所

## 2.2. 趋势：政策支持+消费升级+进口替代，多因素催化提升行业景气度

**政策支持：**“十三五”以来，关于支持材料工业发展的利好政策持续落地：1) 2016年6月，工信部发布《关于印发石化和化学工业发展规划（2016-2020年）的通知》，提出重点开发新型生物基增塑剂和可降解高分子材料；2) 2016年12月，工信部、发改委、科技部、财政部联合发布《新材料产业发展指南》，提出加快推动先进基础材料工业转型升级，以高端聚烯烃、特种合成橡胶及工程塑料等先进化工材料为重点，提高先进基础材料国际竞争力。3) 2017年1月，工信部、发改委、科技部、财政部联合发布《关于印发新材料产业发展指南的通知》，提出到2020年，新材料产业规模化、集聚化发展态势基本形成，具有一批有国际影响力的新材料企业。4) 2019年1月，广东省发改委发布《关于进一步明确我省优先发展产业的通知》，将新材料作为广东省优先发展产业之一，包括高端专用化学品、高性能工程塑料和树脂等。

表 1：近年来关于支持材料工业发展的重点政策

| 时间      | 发布单位            | 政策名称                                    | 主要内容   |
|---------|-----------------|---|--|
| 2016.6  | 工信部             | 《工业和信息化部关于印发石化和化学工业发展规划（2016-2020年）的通知》 | 提升为电子信息及新能源产业配套的电子化学品工艺技术水平。重点开发新型生物基增塑剂和可降解高分子材料。   |
| 2016.11 | 国务院             | 《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》                    | 到2020年，力争使若干新材料品种进入全球供应链，重大关键材料自给率达到70%以上，初步实现我国从材料大国向材料强国的战略性转变。                          |
| 2016.12 | 工信部、发改委、科技部、财政部 | 《新材料产业发展指南》                             | 加快推动先进基础材料工业转型升级，以高端聚烯烃、特种合成橡胶及工程塑料等先进化工材料为重点，提高先进基础材料国际竞争力。                               |
| 2017.1  | 工信部、发改委、科技部、财政部 | 《关于印发新材料产业发展指南的通知》                      | 到2020年，新材料产业规模化、集聚化发展态势基本形成，建成较为完善的新材料标准体系，形成多部门共同推进、国家与地方协调发展的新材料产业发展格局，具有一批有国际影响力的新材料企业。 |
| 2018.5  | 工信部、财政部         | 《关于印发国家新材料产业资源共享平台建设方案的通知》              | 到2020年，基本形成多方共建、公益为主、高效集成的新材料产业资源共享服务生态体系。到2025年，新材料产业资源共享服务生态体系更加完善。                      |
| 2018.11 | 深圳市人民政府         | 《关于印发战略性新兴产业发展专项资金扶持政策的的通知》             | 本政策适用于新一代信息技术、高端装备制造、绿色低碳、生物医药、数字经济、新材料、海洋经济等我市重点发展的战略性新兴产业。                               |
| 2019.1  | 广东省发改委          | 《广东省发展改革委关于进一步明确我省优先                    | 将新材料作为广东省优先发展产业之一，包括高端专用化学品、高性能工程塑料和树脂等。   |

## 发展产业的通知》

|         |     |              |   |
|---------|-----|--------------|---|
| 2019.10 | 发改委 | 《产业结构调整指导目录》 | 液晶聚合物、聚苯硫醚、聚苯醚、芳族酮聚合物、聚芳醚醚腈等工程塑料生产以及共混改性、合金化技术开发和应用，长碳链尼龙、耐高温尼龙等新型聚酰胺开发与生产。 |
|---------|-----|--------------|---|

数据来源：国务院、发改委等官网，东吴证券研究所

**消费升级：**1) 汽车轻量化：由于能够降低整车重量、提高汽车动力和减少燃料消耗而不影响整车强度，轻量化已成为汽车行业重要的发展方向，其对于塑料板棒材的需求持续提升，例如将无机材料填充到聚甲醛（POM）中，以提高产品的强度、刚度、硬度等性能，用以生产复杂度和精密性高的工程制品，在齿轮、滑块等耐磨零件的生产中应用较广，聚酰胺（PA）可用于发动机及发动机周边部件的生产。2) 新能源汽车：传统燃油汽车在不作改变的情况下，安装上电池和其他的节能设备之后，质量会增加20%-40%。新能源汽车由于三电系统的加入，质量增加明显，严重影响其电耗、动力性、制动性能、被动安全性、一次充电续航里程、零部件动载荷和疲劳寿命。根据华晨汽车工程研究院数据，新能源汽车质量降低10%，对应续航里程可增加5%-10%，节约15%-20%的电池成本以及20%的日常损耗成本。因此，新能源汽车整车减重的需求比传统汽车更加迫切。3) 家电：相比金属，塑料板棒材具有更强的可塑性、加工工艺相对简单，因此更能满足消费升级所带来的个性化需求，以冰箱为例，使用塑料的话，密封条和面板可以一起加工成型，节约成本。而在家电降噪方面，塑料也更具优势，因为可以使用吸音和吸振材料。目前在家电领域，不仅是一些结构件，甚至是需要金属质感的一些外观部件，也可以用塑料代替，不仅具有金属光泽，还能满足轻量化、个性化需求。除了汽车和家电领域，在健康防护领域，板棒材可应用于食品包装、医疗防护等场景；在轨道交通领域，板棒材可应用于内外饰、结构件以及缓冲材料；在航空航天、军工等领域，改性塑料同样有着广泛的应用。

图 9：用于车身的塑料材料工艺和技术

图 10：用于电冰箱的塑料材料工艺和技术



数据来源：《工程塑料在汽车中应用》、东吴证券研究所



数据来源：《塑料材料材料分析》、东吴证券研究所

图 11: 2015-2019 年我国汽车领域板棒材用量 (万吨)



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图 12: 2015-2019 年我国家电领域板棒材用量 (万吨)

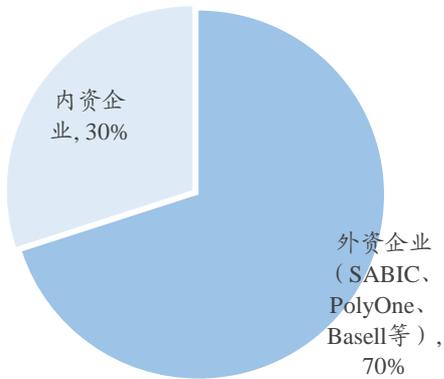


数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

**进口替代:** 板棒材产业在很多发达国家已有多年的发展历史，大型国际塑料解决方案企业恩欣格、劳士领等，在原料供应、营业规模、技术积累上优势明显，在高性能专用改性塑料的配方研发、加工制造、品牌质量等方面处于领先地位，产品在高端领域应用较为广泛。而相比之下，国内板棒材企业大都是从国内家电和汽车行业发展起来之后才开始兴起，虽然近年来发展速度较快，但综合竞争力与国际大型化工企业仍有一定差距，目前国内板棒材市场仍以进口为主，进口替代需求较大。随着近年来行业内规模内资企业不断加大研发投入，与大型国际企业的技术差距逐渐缩小，部分企业以研究开发功能化、高性能化产品为抓手，逐步向高端市场渗透。另一方面，近年来随着我国上游石油化工企业不断加强产品的自主研发，也带动国内改性塑料行业整体创新速度加快。随着我国近年来持续推动经济转型和产业升级，在板棒材为代表的中高端改性塑料进口

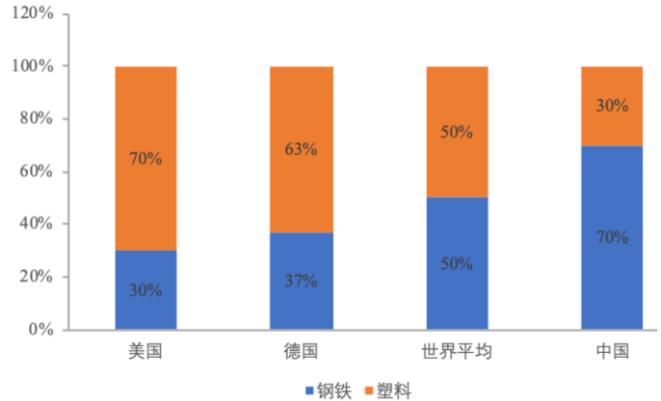
替代需求愈发迫切，为国内具有较强技术实力的行业龙头企业提供了良好的发展机会。

图 13: 2019 年国内板棒材市场 70% 的份额是外资企业



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图 14: 相比欧美，我国塑钢比仍有较大提升空间

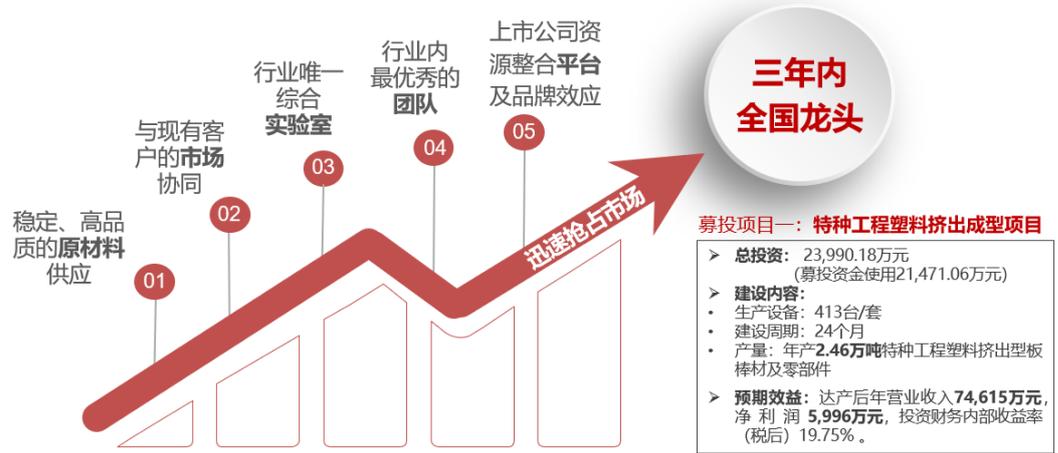


数据来源：聚赛龙招股说明书、东吴证券研究所

### 2.3. 目标：引入自动化和智能化，力求打造成为板棒材领域的细分龙头

公司板棒材业务的进展为：2020 年 7 月，厂房装修完毕；12 月，首批设备到位并开始生产；2021 年一季度，累计营收已超 1500 万、月产能超过 500 吨，募投项目完成后，月产能将超过 1500 吨，公司力求在 3-5 年内打造成为国内板棒材领域的龙头企业。通过募投项目的实施，公司将引进自动化、智能化特种工程塑料挤出成型的板棒材生产设备，建设高质量、智能化的生产线及生产车间，将智能装备引入塑料生产中，实现企业的高效制造，推动中高端塑料产业升级。募投项目完成后，公司将具备自主研发、生产以及销售特种工程塑料、特种工程塑料板棒材以及零部件等产品的能力，不仅可满足客户在自动化设备部件、无人机及无人车部件、高铁及轨道交通部件及 5G 设备部件对特种工程塑料板棒材的需求，也可满足客户对免喷涂、环保、轻量化等特种工程塑料及其零部件的需求。根据定增募集说明书，项目总投资 2.40 亿元，建设期 2 年。项目拟新建中试车间、改性造粒生产车间、挤出车间、精密零部件加工车间、仓库等，购置先进生产设备，用于特种工程塑料挤出成型板棒材的生产以及销售，产品主要应用于自动化设备部件、无人机及无人车部件、高铁及轨道交通部件及 5G 设备部件等领域。项目预计内部收益率（所得税后）20.03%，投资回收期（税后、含建设期）6.60 年。

图 15: 公司力求在 3-5 年内打造成为国内板棒材领域的龙头企业



数据来源：同益股份定增材料、东吴证券研究所

## 盈利预测与投资评级

我们维持预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.42、0.82、1.38 元，PE 分别为 59、31、18 倍，我们看好我国板棒材领域的市场，公司作为行业龙头，维持“买入”评级。

## 风险提示

**市场需求不及预期风险：**公司下游细分市场（例如手机及移动终端、智能家电、汽车市场等）如果产生需求波动或市场竞争加剧，将会对公司业绩增长产生一定影响。

**原材料供应不足及价格上涨风险：**公司供应商大多为全球知名企业，且集中度相对较高，如供应商不能足量、及时供货，按期排产，或者提高产品价格，抑或发生不利于国际贸易的政策变动等，将会影响货运周期、采购成本，对公司经营产生不利影响。

**中美贸易摩擦缓和低于预期风险：**当前中美贸易摩擦等外部因素仍存在较大不确定性，若中美贸易摩擦进一步激化，可能会对公司经营业绩造成不利影响。

同益股份三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)        |       |       |       |       | 利润表(百万元)         |        |        |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|------------------|--------|--------|-------|-------|
|                   | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |                  | 2020A  | 2021E  | 2022E | 2023E |
| <b>流动资产</b>       | 732   | 1,150 | 1,666 | 2,331 | <b>营业收入</b>      | 2,217  | 3,070  | 4,544 | 6,302 |
| 现金                | 80    | 109   | 156   | 329   | 减:营业成本           | 2,073  | 2,848  | 4,139 | 5,711 |
| 应收账款              | 462   | 753   | 1,081 | 1,452 | 营业税金及附加          | 3      | 5      | 7     | 9     |
| 存货                | 59    | 118   | 144   | 199   | 营业费用             | 45     | 61     | 110   | 135   |
| 其他流动资产            | 21    | 32    | 42    | 52    | 管理费用             | 41     | 55     | 88    | 118   |
| <b>非流动资产</b>      | 116   | 353   | 420   | 505   | 研发费用             | 11     | 18     | 27    | 35    |
| 长期股权投资            | 52    | 54    | 56    | 58    | 财务费用             | 11     | 2      | 10    | 19    |
| 固定资产              | 15    | 230   | 265   | 326   | 资产减值损失           | 1      | 0      | 0     | 0     |
| 在建工程              | 8     | 24    | 47    | 63    | 加:投资净收益          | 3      | 4      | 7     | 9     |
| 无形资产              | 7     | 8     | 11    | 14    | 其他收益             | 2      | 1      | 2     | 3     |
| 其他非流动资产           | 15    | 15    | 15    | 15    | 资产处置收益           | 0      | -0     | -0    | -0    |
| <b>资产总计</b>       | 848   | 1,503 | 2,086 | 2,835 | <b>营业利润</b>      | 34     | 86     | 172   | 286   |
| <b>流动负债</b>       | 372   | 962   | 1,417 | 1,954 | 加:营业外净收支         | -3     | 1      | -1    | -1    |
| 短期借款              | 186   | 336   | 456   | 556   | <b>利润总额</b>      | 31     | 86     | 171   | 285   |
| 应付账款              | 150   | 507   | 794   | 1,174 | 减:所得税费用          | 8      | 21     | 44    | 72    |
| 其他流动负债            | 2     | 3     | 4     | 6     | 少数股东损益           | 0      | 1      | 4     | 4     |
| <b>非流动负债</b>      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>归属母公司净利润</b>  | 22     | 64     | 124   | 209   |
| 长期借款              | 0     | 0     | 0     | 0     | EBIT             | 45     | 87     | 178   | 300   |
| 其他非流动负债           | 0     | 0     | 0     | 0     | EBITDA           | 51     | 121    | 243   | 390   |
| <b>负债合计</b>       | 372   | 962   | 1,417 | 1,954 | <b>重要财务与估值指标</b> | 2020A  | 2021E  | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益            | 14    | 15    | 19    | 23    | 每股收益(元)          | 0.15   | 0.42   | 0.82  | 1.38  |
| 归属母公司股东权益         | 461   | 526   | 650   | 859   | 每股净资产(元)         | 3.04   | 3.47   | 4.28  | 5.66  |
| <b>负债和股东权益</b>    | 848   | 1,503 | 2,086 | 2,835 | 发行在外股份(百万股)      | 152    | 152    | 152   | 152   |
|                   |       |       |       |       | ROIC(%)          | 5.0%   | 7.5%   | 11.8% | 15.6% |
|                   |       |       |       |       | ROE(%)           | 4.8%   | 12.2%  | 19.1% | 24.4% |
|                   |       |       |       |       | 毛利率(%)           | 6.5%   | 7.2%   | 8.9%  | 9.4%  |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 销售净利率(%)         | 1.0%   | 2.1%   | 2.7%  | 3.3%  |
| 经营活动现金流           | -104  | 153   | 69    | 257   | 资产负债率(%)         | 43.9%  | 64.0%  | 67.9% | 68.9% |
| 投资活动现金流           | -14   | -266  | -126  | -159  | 收入增长率(%)         | 24.0%  | 38.5%  | 48.0% | 38.7% |
| 筹资活动现金流           | 61    | 142   | 104   | 75    | 净利润增长率(%)        | -43.3% | 187.8% | 92.7% | 68.7% |
| 现金净增加额            | -57   | 29    | 47    | 172   | P/E              | 168.33 | 58.79  | 30.50 | 18.08 |
| 折旧和摊销             | 7     | 34    | 65    | 90    | P/B              | 8.30   | 7.19   | 5.82  | 4.40  |
| 资本开支              | -35   | -266  | -128  | -171  | EV/EBITDA        | 76.60  | 33.05  | 16.77 | 10.27 |
| 营运资本变动            | -140  | 51    | -134  | -64   |                  |        |        |       |       |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

