

Q3 业绩符合预期，持续扩产积蓄增长动能

投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年前三季度实现营业收入24.5亿元，同比增长80%，归母净利润为2.7亿元，同比增长115.3%；单三季度实现营业收入8.6亿元，同比增长77.1%，环比增长2.6%，归母净利润为0.9亿元，同比增长69.5%，环比小幅下降4.5%。营收增长基本符合预期，归母净利润环比略有下滑预计主要系受Q3单季上游原材料价格上涨较多影响，利润承压。
- 光学膜领域:** 公司长期扩产有序规划，长期业绩增长确定性强。公司21年前三季度实现光学膜材料销售61366.95吨，销量同比增长104.5%，实现营收7.7亿元，同比增长106.9%，光学膜材料营收迎来爆发增长。公司21年6月公告拟在四川绵阳持续规划20万吨功能膜材料项目，一期项目通过孙公司四川膜材拟投资建设的“年产2万吨新型显示技术用光学级聚酯基膜项目”；另通过子公司江苏东材生产年产2万吨MLCC及PCB用高性能聚酯基膜项目。公司现有产能约10万吨，新增产能增长约40%左右。此外公司于20年8月募投年产1亿平功能膜材料产业化项目，向下游延伸。后续产能释放，光学膜板块有望多点开花，持续贡献业绩增长。
- 高端电子树脂领域:** PCB下游新能源汽车+5G消费电子需求持续带动需求，公司产能释放在即将持续贡献业绩增量。21年前三季度实现电子材料销售12368.85吨，同比增长313.1%。实现营收3.7亿元，同比增长292.9%。电子材料销售增长迅速，从产业链转移方面看，海外覆铜板及下游PCB产能往大陆转移，下游需求角度看，新能源汽车及5G终端需求提升，两项因素共同带动行业规模扩大，高端电子树脂材料市场需求亟待满足，公司前瞻布局高频高速电子级树脂等高端树脂材料，募投“年产5200吨高频高速印制电路板用上游原材料供应商产业化项目”及“年产6万吨特种环氧树脂及中间体项目”投产在即，产能较当前销量扩张4倍余，产能释放将进一步带动电子材料业务持续增长。
- 布局质子交换膜和树脂项目，功能膜材料领域产品结构日趋丰富。**公司提前布局拟投资5320万元建设50万平方米质子交换膜项目，将应用于燃料电池及电解水制氢等领域。同时，公司拟投资48137万元建设16万吨高性能树脂及甲醛项目，拓展在电子材料、复合材料、防腐涂料、橡胶轮胎等领域的市场应用。
- 盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年归母净利润分别为3.8/6.1/7.9亿元，归母净利润CAGR约65%。考虑公司功能膜材料平台布局日臻完善，我们给予公司2022年35倍估值，对应目标价23.8元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 募投项目进度不及预期；原材料价格波动；市场竞争加剧。

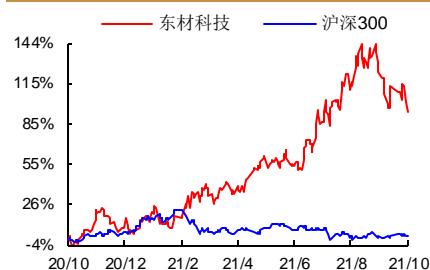
| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1881.08 | 3223.04 | 4776.68 | 6156.98 |
| 增长率 | 8.40% | 71.34% | 48.20% | 28.90% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 175.49 | 380.82 | 607.84 | 788.10 |
| 增长率 | 140.83% | 117.00% | 59.61% | 29.66% |
| 每股收益EPS(元) | 0.20 | 0.42 | 0.68 | 0.88 |
| 净资产收益率ROE | 6.91% | 13.15% | 7.74% | 19.25% |
| PE | 74 | 34 | 21 | 17 |
| PB | 5.17 | 4.55 | 3.84 | 3.21 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@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) | 8.98 |
| 流通A股(亿股) | 8.03 |
| 52周内股价区间(元) | 9.41-18.32 |
| 总市值(亿元) | 130.24 |
| 总资产(亿元) | 59.87 |
| 每股净资产(元) | 3.91 |

相关研究

1 公司简介：绝缘材料起家，材料平台型公司日臻完善

1.1 绝缘材料起家，渐成材料平台公司

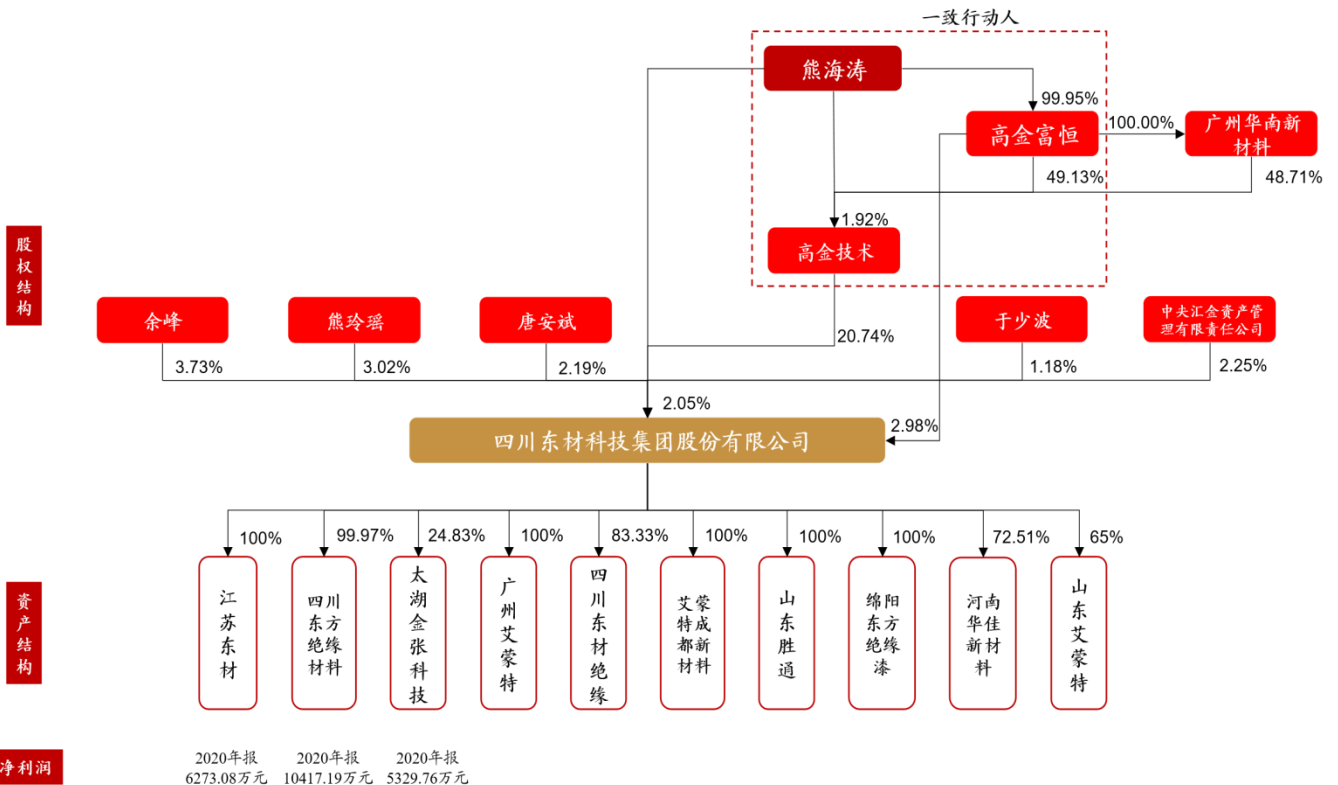
东材科技于 1994 年成立，并于 2011 年在上交所上市，公司致力成为创新型新材料生产服务商，主要产品包括绝缘材料、光学膜材料、电子材料及环保阻燃材料等四大领域产品，广泛应用于发电设备、特高压输变电、智能电网、新能源、轨道交通、消费电子、平板显示、电工电器、5G 通信、军工等领域，凭借优异性能和良好声誉远销 50 多个国家地区，与众多国内外知名企业建立长期稳定合作关系。截至 2020 年底，公司旗下共有 14 家子公司以及 5 大基地公司（绵阳小观、绵阳塘汛、江苏海安、山东东营、河南郑州）。

图 1：公司国内 5 大生产基地



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，实控人产业背景深厚。截止 2021H1，公司控股股东及实控人熊海涛为公司副董事长，直接持有公司 2.05% 的股份，通过其控制的高金技术产业集团有限公司间接持有公司 20.74% 的股份，通过高金富恒集团有限公司间接持有公司 2.98% 的股份，合计持有公司 25.77% 的股份。熊海涛产业背景深厚，曾担任金发科技副总，高盟新材董事长，现任广州毅昌科技董事长，博创智能装备股份有限公司董事。另有熊玲瑶持有公司 3.02% 股份。

图 2：公司股权结构


数据来源：公司招股说明书，公司年报，西南证券整理

表 1：公司 2020 年末高管持股情况

| 姓名 | 职务 | 持股数(万股) | 持股比例 |
|-----|------------|---------|-------|
| 熊玲瑶 | 董事 | 2094.22 | 3.34% |
| 唐安斌 | 董事长 | 1519.16 | 2.42% |
| 熊海涛 | 副董事长 | 1419.68 | 2.27% |
| 曹学 | 董事,总经理 | 153.00 | 0.24% |
| 李刚 | 常务副总经理 | 80.00 | 0.13% |
| 陈杰 | 副总经理,董事会秘书 | 54.00 | 0.09% |
| 宗跃强 | 副总经理 | 45.00 | 0.07% |
| 李文权 | 副总经理 | 45.00 | 0.07% |
| 何伟 | 监事 | / | / |
| 梁倩倩 | 监事会主席 | / | / |
| 唐晓南 | 监事 | 0.25 | 0.00% |

数据来源：公司年报，西南证券整理

公司发展历经三个阶段：

1) 起步阶段（1994-2012年）：1994年成立以来，依托前身国营东方绝缘材料厂，以绝缘材料为传统主业，同时附带功能高分子材料和相关精细化工产品生产销售。

2) 扩张布局阶段（2012-2018年）：依托绝缘材料领域绝缘聚酯薄膜及绝缘树脂的技术积淀，同源布局光学膜及电子树脂业务。布局光学膜业务：2012年起公司投资建设年产2万吨光学级聚酯基膜项目，光学膜业务开始起步，并于2015年收购金张科技51%股权，进一步夯实公司光学膜业务。公司于2018年投产特种聚酯薄膜、PVB树脂、OLED显示技术用光学级聚酯基膜等，扩展下游消费电子、平板显示、汽车玻璃等领域应用。布局电子树脂业务：公司基于绝缘油漆及树脂的技术储备，于2012年起逐步开展高性能覆铜板用特种树脂研究，2018年起电子树脂业务逐步放量。2020年起公司陆续投资建设高频高速印刷电路板用特种树脂材料、特种环氧树脂及中间体、高性能树脂及甲醛项目，弥补国内高性能树脂供应缺口。

3) 加速发展阶段（2018年-至今）：强化光学膜业务布局：2020年公司收购胜通光科，加速布局先进电子材料产业：同年，公司增资控股山东艾蒙特，并收购中国燃气涡轮研究院江油天诚公司且更名为四川艾蒙特航空器材有限公司，着手筹备军工资质认证，切入军工领域。

图 3：公司发展历程



数据来源：公司年报，公司官网，西南证券整理

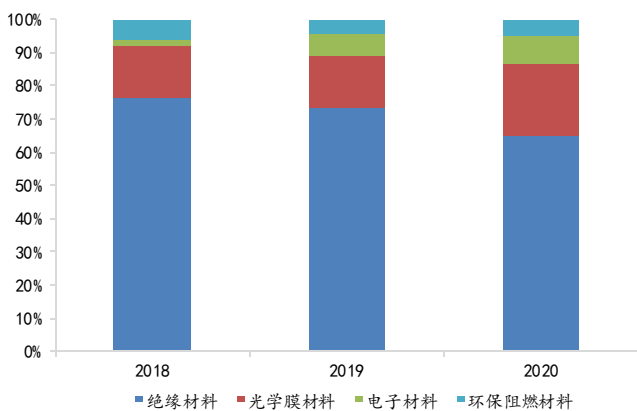
产品和业务结构：公司当前材料布局四大领域：新型绝缘材料，重点发展光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料，其中重点发展光学膜材料及先进电子材料。

图 4：公司产品及应用

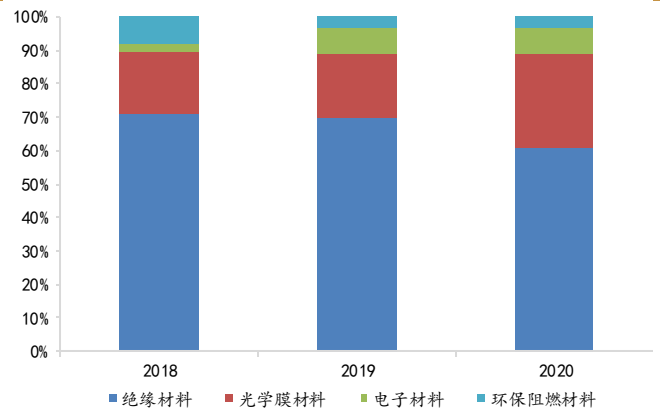
| 业务 | 产品 | 下游应用 |
|--------|--------------------------------------|-----------------------------------|
| 新型绝缘材料 | 太阳能背板基膜、功能聚丙烯薄膜、大尺寸绝缘结构件及制品 | 光伏行业、特高压行业 |
| 光学膜材料 | OCA离型基膜、ITO高温保护基膜、MLCC离型基膜、偏光片离型保护基膜 | 智能手机玻璃防护、偏光片及触控模组配套、高端MLCC制程配套等领域 |
| 环保阻燃材料 | 环保阻燃共聚酯树脂 | 地毯窗帘、汽车及轨道交通内装饰、消防军备、安全防护等功能性纺织领域 |
| 先进电子材料 | 电子级树脂材料 | 5G通讯、消费电子、车载电子 |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

营收情况：绝缘材料仍贡献主要营收，光学膜材料和电子材料增长迅速。2020 年收入 11.9 亿元，收入占比由 2018 年的 74.9% 降低至 63.5%，毛利率 24.2%，较上年增长 3.5pct，下游主要以光伏及特高压行业为主。环保阻燃材料 2020 年收入 0.9 亿元，毛利率 18.1%。光学膜材料 2020 年收入 4.1 亿元，毛利率为 32.4%，收入占比由 2018 年的 15.5% 提升至 2020 年的 21.7%，光学基膜对性能稳定性、装备精密度的要求极高，且供应商认证体系标准高、周期长，技术壁垒很高，是公司盈利能力最强也是重点发展的产品。电子材料 2020 年收入 1.5 亿元，收入占比 8.1%，毛利率 24.4%，公司电子级树脂属于高端产品，应用于高性能覆铜板，产品性能稳定，客户口碑良好，公司将聚焦新一代存储器、5G 基站及终端设备实现关键原材料本土化保障。截至 2021Q3，光学膜收入 7.7 亿元，占比提升至 31.3%，电子材料收入 3.7 亿元，占比提升至 15.3%，产品营收结构持续优化。

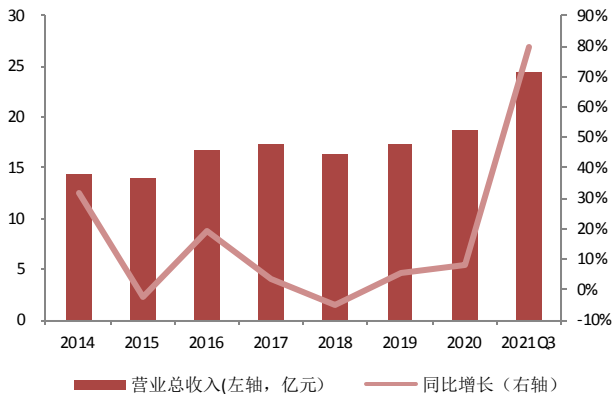
图 5：公司 2018-2020 营业收入产品结构


数据来源：Wind，西南证券整理

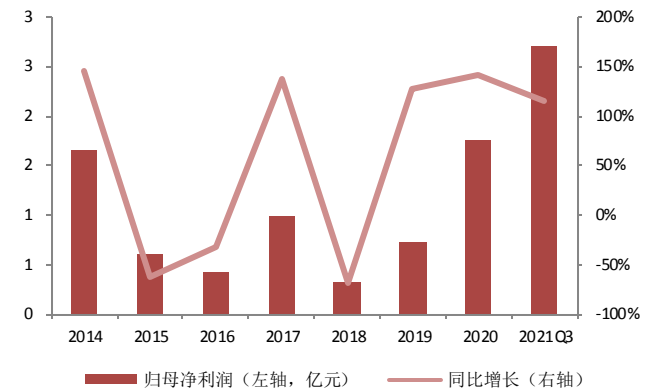
图 6：公司 2018-2020 毛利润产品结构


数据来源：Wind，西南证券整理

业绩情况: 公司 2018-2020 年营收 16.4、17.4 和 18.8 亿元, 增速分别为 -5.2%、5.5%、8.4%, 近 5 年收入复合增速 3.0%, 2018-2020 年归母净利润分别为 0.3、0.7 和 1.8 亿元, 增速分别为 -67.6%、126.6%和 140.8%, 近 5 年利润复合增速 43.2%。2018 年受特高压电网投资减速、化工原材料价格上涨以及环保投入成本上升影响, 业绩出现下滑。2019 年以来, 受益于下游特高压、覆铜板、光电显示、光伏组件等行业需求向好, 同时公司利用技术创新促进产业转型升级和产品结构调整, 光学膜及电子材料逐渐放量, 业绩得到改善。2021 前三季度, 公司实现营收 24.5 亿元, 同比增长 80%, 归母净利润 2.7 亿元, 同比增长 115.3%, 伴随光学基膜及电子树脂材料等产能逐步投产, 有望进一步增厚公司收入业绩。

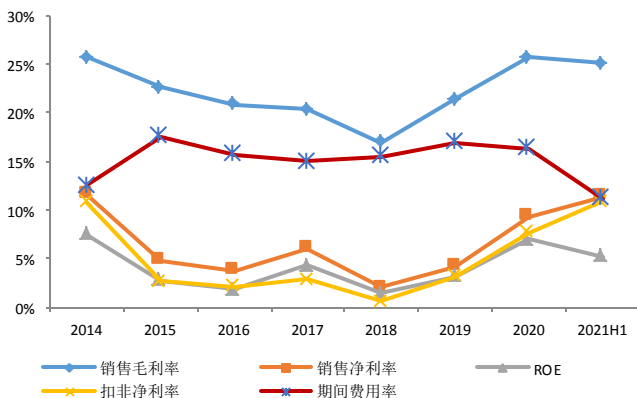
图 7: 公司 2014-2021Q3 年营业收入及同比


数据来源: Wind, 西南证券整理

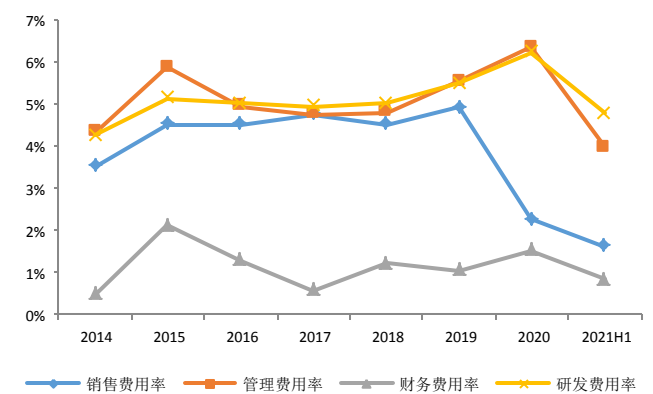
图 8: 公司 2014-2021Q3 年归母净利润及同比


数据来源: Wind, 西南证券整理

盈利能力和费用率情况: 2018-2020 年公司整体毛利率分别为 16.9%、21.3%、25.7%，净利率为 2.0%、4.1%、9.4%，2018 年毛利率新低主要系当年原材料价格上涨，2019 年以来原材料价格下跌以及公司调整产品结构，增加高盈利、高附加值产品比重，毛利率呈上升趋势。费用率方面，受持续研发投入以及股权激励费用摊销影响，管理和研发费用率呈上升趋势，公司注重提质降本增效，加强期间费用管控，销售费用下降、管理费用维稳带动整体期间费用率稳中趋降。

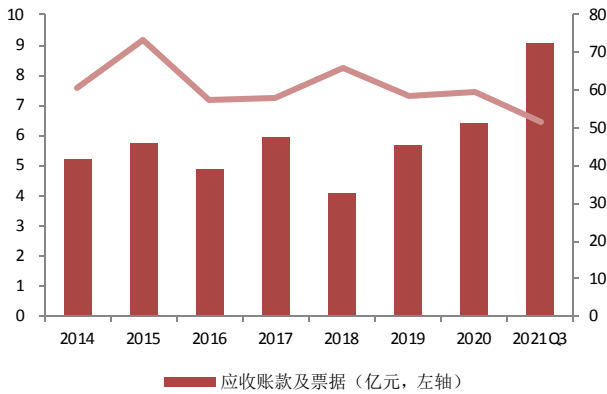
图 9: 公司 2014-2021H1 盈利能力


数据来源: Wind, 西南证券整理

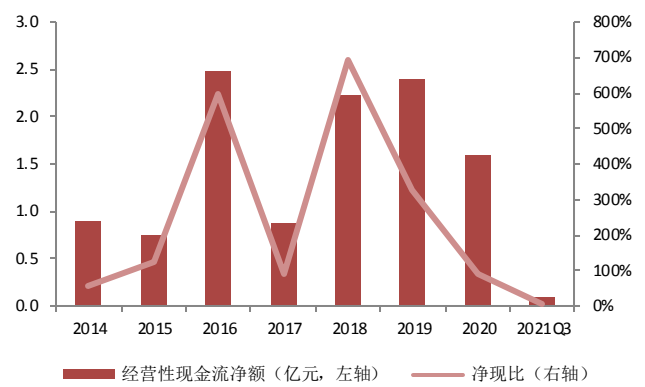
图 10: 公司 2014-2021H1 期间费用率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

现金流情况良好：公司销售规模扩大，应收账款相应增长，2020 年应收项 6.4 亿元，周转天数 59 天左右。2020 年公司经营性现金流净额 1.6 亿元，净现比 0.91，较上年下滑，主要系收现比降低而付现比增加导致经营性现金流减少所致。

图 11：公司 2014-2021Q3 应收账款及票据、周转天数


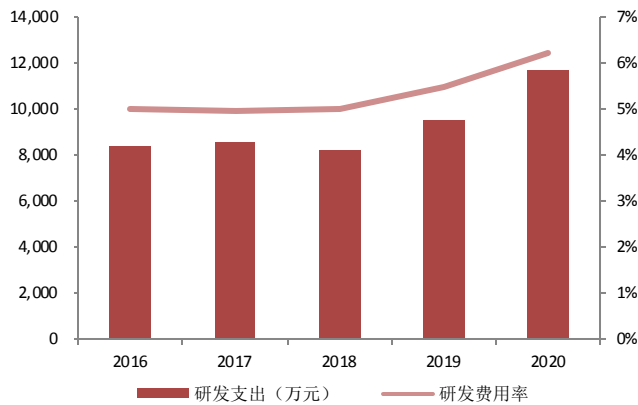
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 12：公司 2016-2021Q3 经营性现金流净额及净现比


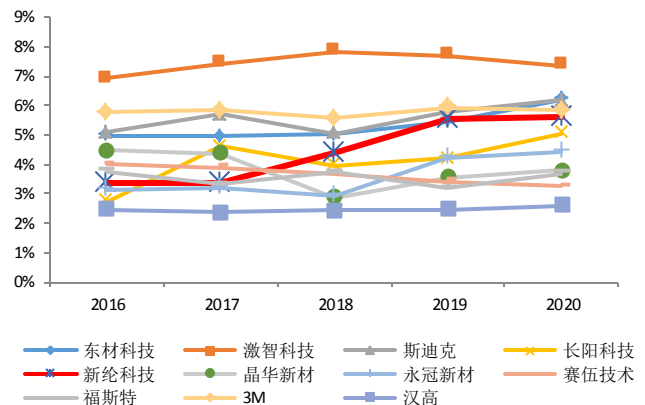
数据来源：Wind, 西南证券整理

1.2 内生研发驱动产品提质，外延并购新拓增量市场

公司研发投入持续增长，技术成果斐然。2020 年公司研发支出 1.2 亿元，同比增长 23.1%，研发费用率 6.2%，在同类上市公司中位居第二。2016-2020 年公司研发支出 CAGR=8.7%，高于收入复合增速。

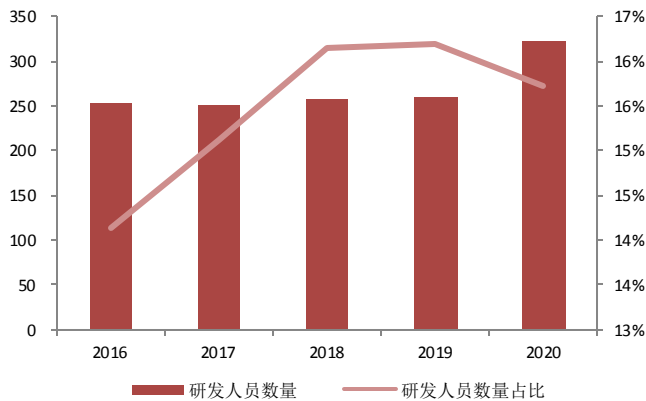
图 13：公司 2016-2020 年研发支出情况 (%)


数据来源：Wind, 西南证券整理

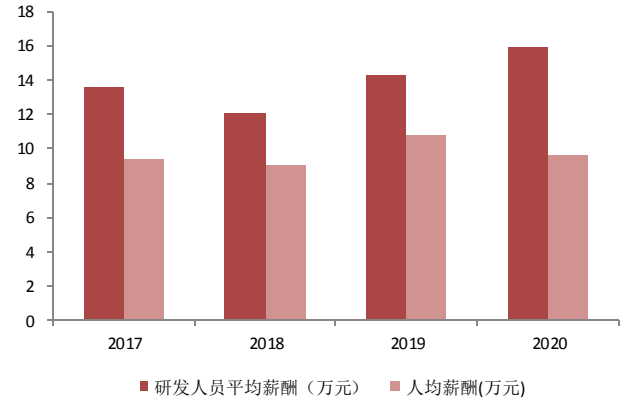
图 14：公司与可比公司研发支出/营业收入 (%)


数据来源：Wind, 西南证券整理

管理层为行业专家，经验丰富，对研发人员激励充分。公司董事长唐安斌先生为四川大学高分子材料博士，同时兼任国家级企业技术中心主任、国家绝缘材料工程技术研究中心主任，享受“国务院政府特殊津贴”，对行业有理解深入，把握技术发展趋势。公司研发团队从 2016 年的 253 人扩充至 2020 年的 322 人，研发人员占比达到 15.7%。研发人员平均工资从 2017 年的 13.6 万元上调至 2020 年的 15.9 万元，较公司总体平均水平高出 32-66%。公司于 2013 年、2020 年分别实行股权激励计划，分别向 121、112 名董事、中高层管理人员、核心技术（业务）人员等授予 4000 万、1450 万股限制性股票，分别占公司总股本的 6.50、2.31%，充分绑定核心技术人员利益。

图 15: 公司研发人员数量及占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 公司研发人员平均工资


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

产学研合作, 助力高端技术人才引进, 推动创新技术研发。公司设有博士后科研工作站、国家绝缘材料工程技术研究中心等科研单位, 子公司东材股份、江苏东材技术中心先后被认定为“四川省企业技术中心”、“江苏省企业技术中心”。同时公司长期与清华大学、四川大学、中国科学院过程工程研究所、中国科学院成都有机化学研究所等高校和科研院所合作, 建立核心技术人员在企业、高校及科研院所间流动机制, 提升研发能力和品牌竞争力。公司 2013 年与清华大学合作研发的高端 PVB 胶片用 PVB 树脂于 2018 年投试生产顺利, 成功打破海外企业对 PVB 树脂技术与市场的垄断, 实现进口替代。

外延并购持续开拓业务版图。光学膜业务板块:公司于 2015 年出资 1.33 亿元收购金张科技 51% 股权, 以完善光学膜业务布局, 进行产业链延拓, 金张科技完成业绩承诺已超预期。2020 年以来公司加大并购整合力度, 出资 5.56 亿元收购胜通光科 100% 股权以补充光学基膜生产线。**先进电子材料板块:**增资山东艾蒙特 (持有 60% 股权, 通过合伙企业间接持有 5%, 合计 65%, 为控股股东) 开发新型高性能特种环氧树脂及中间体、收购中国燃气涡轮研究院江油天诚实业公司 100% 股权拓展军工领域应用。总的来看, 公司具备较强的并购整合能力以及清晰的战略规划, 巩固既有业务、拓展新领域效益较好, 预计胜通光科并表后, 公司收入业绩有望进一步提升。

表 2: 公司并购整合标的公司

| 标的公司 | 持股 | 业务 | 金额 (亿元) | 目的 |
|-----------------------|--------------------|--------------------------------|---------|--|
| 金张科技 | 51% (现为 24.83%) | 耐高温保护膜、锂电池专用胶带、高温绝缘胶带、功能性薄膜材料等 | 1.33 | 建立光学级聚酯切片、光学级聚酯基膜到光学膜的完整产业链, 完善光学膜业务布局, 形成协同效应 |
| 胜通光科 | 100% | BOPET 光学膜 | 5.56 | 补充光学级聚酯基膜生产线, 大幅缩短扩能周期, 减少未来另行投建新线风险, 快速整合市场优势资源, 形成品牌、技术上互补, 占据光学基膜市场主导地位 |
| 山东艾蒙特 | 60% | 新型、高性能特种环氧树脂及其关键中间体 | 0.39 | 与山东润达优势互补, 把握覆铜板行业转型机遇, 加速布局先进电子材料产业 |
| 中国燃气涡轮研究院 江油天诚实业公司 | 100% | 新材料制造 | 0.04 | 着手筹备军工资质认证, 积极打造军民融合发展平台 |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：绝缘材料业务：受益光伏新能源、特高压电网建设及配套电力设备、轨道交通等行业建设需求催化带动公司绝缘材料业务增长，预期公司 2021-2023 年销量增长 35%/30%/25%，对应毛利率水平分别为 25%/26%/26%。

假设 2：光学膜业务：公司光学膜业务板块持续规划投建新产能，假定公司新产能投产顺利及导入客户供货正常，预期公司 2021-2023 年销量增长 150%/80%/30%，毛利率水平维持在 32%。

假设 3：电子材料业务：公司在建项目主要包括 5200 吨高频高速覆铜板用树脂和 6 万吨特种环氧树脂项目，假定项目投产及导入客户正常，预期公司 2021-2023 年销量增长 200%/50%/40%，由于高端产品导入带动产品结构提升，预期对应 2021-2023 年毛利率水平分别为 25%/28%/28%。

假设 4：环保阻燃材料业务：预期公司 2021-2023 年销量增长 45%/20%/20%，对应毛利率水平维持 20%左右。

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 |
|--------|-----|---------|--------|--------|--------|
| 绝缘材料 | 收入 | 1194.98 | 1613.2 | 2097.2 | 2621.5 |
| | 增速 | -3.67% | 35.0% | 30.0% | 25.0% |
| | 毛利率 | 24.22% | 25.00% | 26.00% | 26.00% |
| 光学膜材料 | 收入 | 407.25 | 1018.1 | 1832.6 | 2382.4 |
| | 增速 | 49.99% | 150.0% | 80.0% | 30.0% |
| | 毛利率 | 32.42% | 32.0% | 32.0% | 32.0% |
| 电子材料 | 收入 | 152.04 | 456.1 | 684.2 | 957.9 |
| | 增速 | 45.53% | 200.0% | 50.0% | 40.0% |
| | 毛利率 | 24.41% | 25.0% | 28.0% | 28.0% |
| 环保阻燃材料 | 收入 | 93.50 | 135.6 | 162.7 | 195.2 |
| | 增速 | 19% | 45.0% | 20.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 18.11% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 合计 | 收入 | 1881.1 | 3223.0 | 4776.7 | 6157.0 |
| | 增速 | 8.4% | 71.3% | 48.2% | 28.9% |
| | 毛利率 | 25.7% | 27.0% | 28.4% | 28.4% |

数据来源：Wind，西南证券

预计 2021-2023 年归母净利润分别为 3.8/6.1/7.9 亿元，归母净利润 CAGR 约 65%。考虑公司材料平台布局日臻完善，我们给予公司 2022 年 35 倍估值，对应目标价 23.8 元/股，首次覆盖，给予“买入”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 | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E |
| 300806 | 斯迪克 | 55.68 | 1.53 | 1.31 | 1.90 | 2.73 | 34 | 42 | 29 | 20 |
| 688299 | 长阳科技 | 25.95 | 0.63 | 0.95 | 1.38 | 1.77 | 40 | 27 | 19 | 15 |
| 300566 | 激智科技 | 22.81 | 0.88 | 1.13 | 1.58 | 1.93 | 37 | 25 | 17 | 12 |
| 002585 | 双星新材 | 24.92 | 0.62 | 0.93 | 1.19 | 1.61 | 16 | 21 | 16 | 12 |
| 合计 | | | | | | | 32 | 29 | 20 | 15 |

数据来源: Wind, 西南证券整理

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 | 1881.08 | 3223.04 | 4776.68 | 6156.98 | 净利润 | 176.14 | 380.82 | 607.84 | 788.10 |
| 营业成本 | 1397.65 | 2352.79 | 3420.87 | 4405.78 | 折旧与摊销 | 135.77 | 296.93 | 312.22 | 318.44 |
| 营业税金及附加 | 20.38 | 36.19 | 53.03 | 67.79 | 财务费用 | 28.41 | 6.05 | 9.55 | 12.56 |
| 销售费用 | 42.37 | 64.46 | 95.53 | 123.14 | 资产减值损失 | -4.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 118.98 | 322.30 | 477.67 | 615.70 | 经营营运资本变动 | -135.42 | -298.30 | -1136.33 | -529.84 |
| 财务费用 | 28.41 | 6.05 | 9.55 | 12.56 | 其他 | -40.80 | -8.60 | 0.68 | 0.82 |
| 资产减值损失 | -4.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 159.69 | 376.90 | -206.03 | 590.08 |
| 投资收益 | 13.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -656.61 | -10.00 | -8.00 | -8.00 |
| 公允价值变动损益 | -0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -99.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -755.87 | -10.00 | -8.00 | -8.00 |
| 营业利润 | 201.23 | 441.24 | 720.04 | 932.01 | 短期借款 | 151.37 | 163.76 | 610.47 | -171.89 |
| 其他非经营损益 | -1.64 | -8.49 | -4.93 | -4.84 | 长期借款 | 439.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 199.59 | 432.75 | 715.10 | 927.17 | 股权融资 | 17.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 23.45 | 51.93 | 107.27 | 139.08 | 支付股利 | 0.00 | -35.10 | -76.16 | -121.57 |
| 净利润 | 176.14 | 380.82 | 607.84 | 788.10 | 其他 | 74.40 | -82.76 | -9.55 | -12.56 |
| 少数股东损益 | 0.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 682.98 | 45.89 | 524.76 | -306.02 |
| 归属母公司股东净利润 | 175.49 | 380.82 | 607.84 | 788.10 | 现金流量净额 | 86.95 | 412.79 | 310.73 | 276.06 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 231.82 | 644.61 | 955.34 | 1231.40 | 成长能力 | 8.40% | 71.34% | 48.20% | 28.90% |
| 应收和预付款项 | 701.93 | 1112.26 | 2384.55 | 3042.81 | 销售收入增长率 | 157.24% | 119.28% | 63.18% | 29.44% |
| 存货 | 238.69 | 343.32 | 468.64 | 605.71 | 营业利润增长率 | 144.89% | 116.21% | 59.61% | 29.66% |
| 其他流动资产 | 255.19 | 159.93 | 237.02 | 305.51 | 净利润增长率 | 60.95% | 103.67% | 39.99% | 21.23% |
| 长期股权投资 | 196.62 | 196.62 | 196.62 | 196.62 | EBITDA 增长率 | | | | |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | 25.70% | 27.00% | 28.38% | 28.44% |
| 固定资产和在建工程 | 2273.69 | 2016.54 | 1742.08 | 1461.42 | 毛利率 | 10.09% | 12.19% | 12.20% | 12.20% |
| 无形资产和开发支出 | 202.31 | 173.81 | 145.32 | 116.82 | 三费率 | 9.36% | 11.82% | 12.73% | 12.80% |
| 其他非流动资产 | 96.77 | 95.50 | 94.22 | 92.95 | 净利率 | 6.91% | 13.15% | 17.74% | 19.25% |
| 资产总计 | 4197.03 | 4742.59 | 6223.80 | 7053.23 | ROE | 4.20% | 8.03% | 9.77% | 11.17% |
| 短期借款 | 397.11 | 560.87 | 1171.34 | 999.45 | ROA | 6.92% | 11.26% | 14.72% | 15.95% |
| 应付和预收款项 | 293.54 | 512.01 | 751.89 | 957.96 | ROIC | 19.43% | 23.09% | 21.81% | 20.51% |
| 长期借款 | 464.86 | 464.86 | 464.86 | 464.86 | EBITDA/销售收入 | | | | |
| 其他负债 | 491.90 | 309.52 | 408.69 | 537.42 | 营运能力 | 0.51 | 0.72 | 0.87 | 0.93 |
| 负债合计 | 1647.41 | 1847.26 | 2796.79 | 2959.69 | 总资产周转率 | 1.17 | 1.72 | 2.70 | 3.97 |
| 股本 | 626.60 | 898.19 | 898.19 | 898.19 | 固定资产周转率 | 6.06 | 7.07 | 4.47 | 3.41 |
| 资本公积 | 1278.26 | 1006.67 | 1006.67 | 1006.67 | 应收账款周转率 | 5.78 | 7.72 | 8.22 | 8.04 |
| 留存收益 | 712.71 | 1058.42 | 1590.10 | 2256.63 | 存货周转率 | 61.79% | — | — | — |
| 归属母公司股东权益 | 2517.53 | 2863.25 | 3394.92 | 4061.45 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | | | | |
| 少数股东权益 | 32.09 | 32.09 | 32.09 | 32.09 | 资本结构 | 39.25% | 38.95% | 44.94% | 41.96% |
| 股东权益合计 | 2549.62 | 2895.34 | 3427.01 | 4093.54 | 资产负债率 | 52.32% | 55.53% | 58.50% | 49.48% |
| 负债和股东权益合计 | 4197.03 | 4742.59 | 6223.80 | 7053.23 | 带息债务/总负债 | 1.40 | 1.86 | 1.87 | 2.22 |
| | | | | | 流动比率 | 1.17 | 1.57 | 1.65 | 1.96 |
| | | | | | 速动比率 | 0.00% | 9.22% | 12.53% | 15.43% |
| | | | | | 股利支付率 | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 每股指标 | 0.20 | 0.42 | 0.68 | 0.88 |
| EBITDA | 365.40 | 744.22 | 1041.81 | 1263.01 | 每股收益 | 2.80 | 3.19 | 3.78 | 4.52 |
| PE | 74.21 | 34.20 | 21.43 | 16.53 | 每股净资产 | 0.18 | 0.42 | -0.23 | 0.66 |
| PB | 5.17 | 4.55 | 3.84 | 3.21 | 每股经营现金 | 0.00 | 0.04 | 0.08 | 0.14 |
| PS | 6.92 | 4.04 | 2.73 | 2.12 | 每股股利 | 8.40% | 71.34% | 48.20% | 28.90% |
| EV/EBITDA | 26.57 | 17.90 | 13.07 | 10.43 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.27% | 0.58% | 0.93% | | | | | |

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 |
| | 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 |
| | 黄青 | 销售经理 | 17521028523 | 17521028523 | hq1@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 | xyy@swsc.com.cn |