

2021年11月12日

## 驱动力 (838275): 饲料行业造血营养技术与产品的引领者

食品饮料

审慎推荐(首次)当前股价: 8.35 元

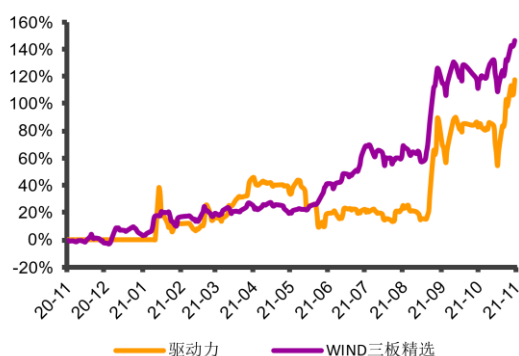
### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	127	145	197	239
(+/-)	29.4%	13.8%	36.1%	21.2%
营业利润	45	54	75	93
(+/-)	98.4%	20.7%	38.6%	23.5%
归属母公	40	47	65	81
司净利润				
(+/-)	88.6%	18.0%	38.3%	23.4%
EPS (元)	0.39	0.30	0.41	0.50
市盈率	21.3	28.3	20.5	16.6

### 公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	16028/0
流通市值 (亿元)	0
每股净资产 (元)	1.61
资产负债率 (%)	6.2

### 股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

### 投资要点:

● **专注于饲料造血营养领域的引领者。**公司是国家级高新技术企业,自设立以来就专注于动物造血营养领域,为饲料行业和养殖行业提供切实可靠的解决方案,获得多项造血国家发明专利,为增进动物健康、减少环境污染带来深远意义。截至目前,公司是唯一一家在全国中小企业股份转让系统挂牌的从事动物造血领域产品研发和生产的公司。

● **业绩波动较大,受猪瘟疫情影响较为明显。**2018-2021Q3,公司营业收入为 2.05、0.98、1.27 和 0.98 亿元,增长率分别为 41.67%、-51.93%、29.37%和 7.25%,净利润为 0.35、0.21、0.40 和 0.31 亿元,增长率分别为 6.87%、-39.94%、88.57%和 21.31%,整体波动较大,主要是 2019 年受猪瘟疫情影响,生猪存栏量出现较大幅度下滑,据 Choice 数据统计,2019 年全国生猪存栏量和能繁母猪存栏量同比分别下降了 40.70%和 36.44%,导致公司 2019-2020 年主要产品销售受到冲击。

● **公司动物造血产品具有广阔的市场空间。**饲料添加剂及添加剂预混料是饲料行业内经济附加值最高的细分行业。动物造血产品对于提高动物免疫力、改善繁殖能力、促进动物生长、改善肉类品质具有重要作用,在动物饲养方面具有广阔的市场空间。目前大部分大型饲料集团及畜牧养殖集团已开始逐步使用动物造血类产品,随着市场接受度的逐步提升,需求总量将进一步得到提升。公司的造血技术主要应用于养猪领域,未来将逐步扩大在其他养殖领域如禽、水产、反刍动物、宠物等。

● **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2021-2023 年实现归属于上市公司股东净利润分别为 0.47、0.65 和 0.81 亿元, EPS 分别为 0.30、0.41 和 0.50 元,当前股价对应 PE 分别为 28.3、20.5 和 16.6 倍,首次覆盖,给予“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示:**经济景气度下行、新产品开发及技术、国内生猪价格周期性变化导致公司经营业绩波动、募投项目进度不达预期、动物疫情导致公司经营业绩下滑风险等。

## 目录

1. 公司介绍 .....	4
1.1 公司概况 .....	4
1.2 公司主营构成 .....	4
1.3 公司财务状况分析 .....	7
2. 我国饲料及饲料添加剂行业发展趋势 .....	8
2.1 饲料质量安全要求更严格 .....	9
2.2 新型功能性无公害饲料产品将成为新增长点 .....	9
2.3 食品安全催生了替代抗生素添加剂的需求 .....	9
3. 公司动物造血产品具有广阔的市场空间 .....	10
3.1 动物造血行业发展潜力巨大 .....	10
3.2 公司研发实力雄厚 .....	10
3.3 国家政策大力扶持 .....	11
3.4 募投项目助力提高产能规模 .....	12
4. 盈利预测与投资评级 .....	13
5. 风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1：公司股权结构	4
图表 2：公司部分主要产品	5
图表 3：公司产品成分构成及功能	6
图表 4：近年来公司营业收入构成（%）	6
图表 5：近年来公司营业收入/净利润及增长情况（亿元，%）	7
图表 6：公司造血类产品/综合毛利率（%）	7
图表 7：饲料子行业功能及地位	8
图表 8：公司科研实力雄厚	11
图表 9：近年来国家相关产业政策	12
图表 10：公司募投项目	13
图表 11：公司盈利预测	14

## 1. 公司介绍

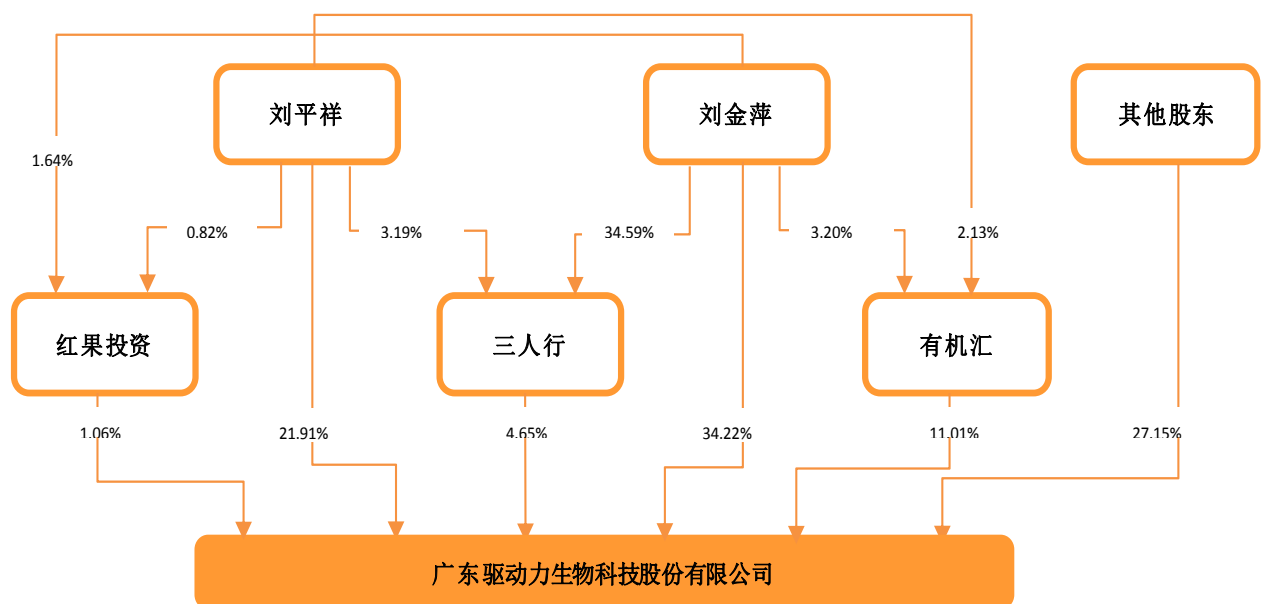
### 1.1 公司概况

公司是国家级高新技术企业，由一批归国动物营养博士后、动物营养生理学家、人类营养学博士、生物化学博士，会同著名猪病、禽病专家及一批年富力强、理论深厚、经验丰富的博士团队组成，自设立以来就专注于动物造血营养领域，持续拓展有关动物造血的理论研究与实践应用，是养殖动物贫血解决方案的创新者、饲料行业造血营养技术与产品的引领者。

公司为饲料行业和养殖行业提供切实可靠的解决方案，开创了造血营养崭新领域，并获得多项造血国家发明专利，其中专利产品“牲血速”得到业界充分肯定和广泛应用，为增进动物健康、减少环境污染带来深远意义，已成为行业名副其实的知名品牌。

公司董事、副总经理刘金萍直接持有公司 34.22%的股权，董事长、总经理刘平祥直接持有公司 21.91%的股权，夫妻二人还通过三人行投资、有机汇投资和红果投资分别间接持有公司 2.21%、0.44%的股权。二人合计持有公司 65.33%的股权，二人为公司的共同实际控制人。

图表 1：公司股权结构



资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

### 1.2 公司主营构成

公司主营业务是研发、生产和销售具有提升动物造血能力的添加剂预混料、其他

功能的添加剂预混料，同时销售饲料添加剂和原料等，主要产品包括造血类系列产品、抗应激系列产品及诱食系列产品等，具体品类主要包括牲血速、牲血素、牲血旺、牲血乐、蛋多靓、富血氧、拜猪安、拜禽安、赐尔健、核力泰、牲血王、诱食元等。除自产产品外，也销售外购的饲料添加剂和饲料原料等产品。

图表 2：公司部分主要产品



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

造血类产品是公司的核心技术产品，分为造血系列 1 和造血系列 2。造血系列 1 是以造血专有技术为基础，生产的浓缩型造血类产品。通常在每吨全价饲料中的添加量在 1kg-5kg 范围内，其总体特点是：添加量少、销售单价高、造血成分浓度高。造血系列 2 是将造血系列 1 产品作为核心原料，再添加适量的赖氨酸、蛋氨酸、微量元素、维生素、磷酸氢钙等原料而生生产出的具有造血功能兼具有其他功能的预混料，通常在每吨全价饲料中的添加量为 10kg-100kg。其总体特点是：添加量较大、销售单价低，造血成分浓度低、含有传统预混料中满足动物日粮所需的其他营养素等。



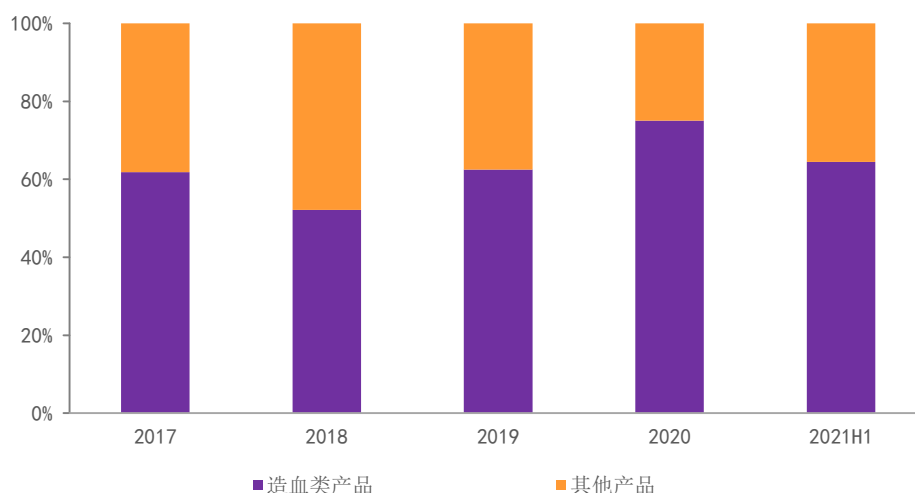
图表 3：公司产品成分构成及功能

产品	来源	成分	功能
造血系列 1	自产	有机铁、卟啉、增效剂等	提升血液血红蛋白浓度、促进血液红细胞增殖以恢复养殖动物造血功能
造血系列 2	自产	造血系列 1、赖氨酸、蛋氨酸、微量元素、维生素、磷酸氢钙等原料	提升养殖动物造血功能、提供满足动物日粮所需的、各种常见的、相对全面的营养素
抗应激系列	自产	植物金银花、多种天然植物、功能性维生素等	调理动物神经与内分泌系统功能
诱食系列	自产	啤酒酵母提取物、维生素、游离核苷酸等	增加饲料中营养成分、提高动物对饲料的食欲和营养吸收率，可实现较好的增重效果
饲料添加剂	外购	分别为甘氨酸、牛磺酸、维生素 A、维生素 E 等多种	分别提供养殖动物日粮所需的甘氨酸、牛磺酸、维生素 A、维生素 E 等单一营养素
添加剂预混料	外购	微量元素、维生素、赖氨酸、钙、磷、盐、胆碱等等	补充多种微量成分和钙磷营养，满足养殖动物的基础营养需要
浓缩料	外购	维生素、微量元素、氯化钠、磷酸氢钙、石粉、鱼粉、豆粕等等	补充多种微量成分与蛋白原料，满足动物的基础营养需要
配合料	外购	维生素、微量元素、氯化钠、磷酸氢钙、石粉、玉米、豆粕、鱼粉、乳清粉等等	满足动物的全价的基础营养需要
饲料原料	外购	分别为玉米、鱼粉、面粉、豆粕、菜粕、乳糖、小麦粉等等	提供能量、优质蛋白等

资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

2018-2020 年造血类产品收入占比分别为 52.13%、62.47%和 75.09%，逐年稳步提升。

图表 4：近年来公司营业收入构成（%）

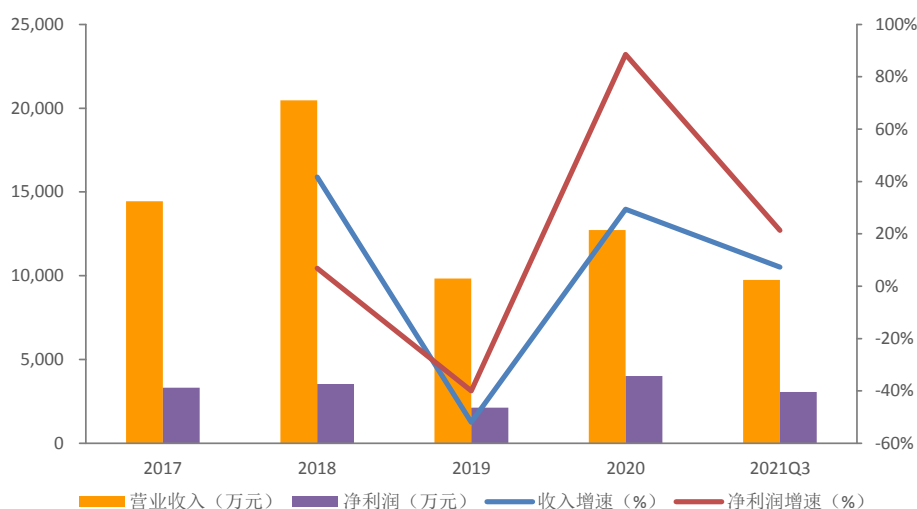


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 1.3 公司财务状况分析

2018-2021Q3, 公司营业收入为 2.05、0.98、1.27 和 0.98 亿元, 增长率分别为 41.67%、-51.93%、29.37% 和 7.25%, 净利润为 0.35、0.21、0.40 和 0.31 亿元, 增长率分别为 6.87%、-39.94%、88.57% 和 21.31%, 整体波动较大, 主要是 2019 年受猪瘟疫情影响, 生猪存栏量出现较大幅度下滑, 据 Choice 数据统计, 2019 年全国生猪存栏量和能繁母猪存栏量较 2018 年分别下降了 40.70% 和 36.44%, 导致公司 2019-2020 年主要产品销售也受到冲击。

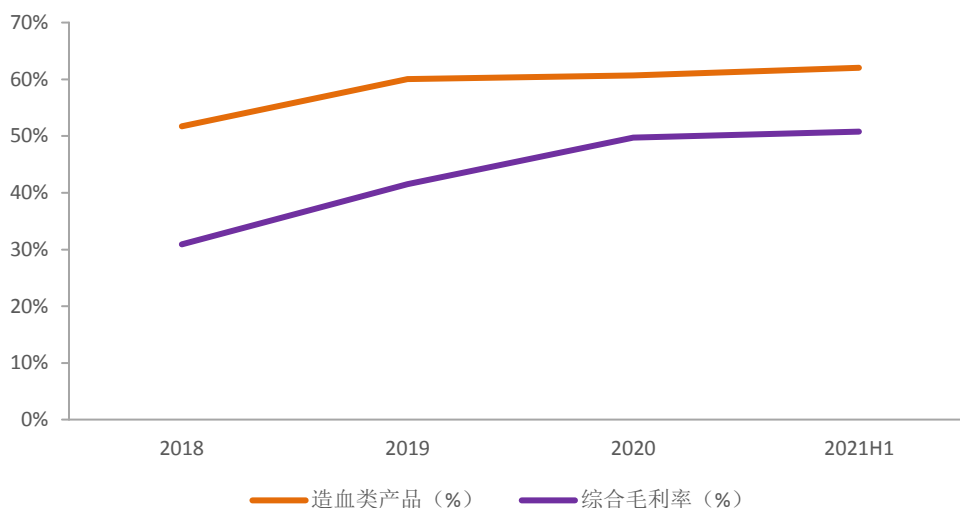
图表 5: 近年来公司营业收入/净利润及增长情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2018-2021 上半年, 公司造血类产品毛利占总毛利的比例分别达到 87.23%、90.30%、91.66% 和 92.68%, 是公司利润的主要来源。

图表 6: 公司造血类产品/综合毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

公司综合毛利率分别为 30.90%、41.53%、49.75%和 50.78%，造血产品的毛利率为 51.57%、60.03%、60.72%和 62.03%。公司核心产品均价剔除产品结构的影响外，基本保持稳定，主要是因为公司为维护市场稳定，一般不会随原材料价格的波动及时调整产品销售价格。

## 2. 我国饲料及饲料添加剂行业发展趋势

“十三五”时期，随着我国经济发展进入结构调整阶段，养殖业进入生产减速、结构优化、质量升级、布局调整、产业整合的新阶段，饲料工业发展面临着市场空间拓展更难、质量安全要求更严、资源环境约束更紧等诸多挑战，迫切要求加快推进供给侧结构性改革，实现发展动能转换。

饲料添加剂及添加剂预混料产品功能性强，价值高，是现代饲料工业必然使用的原料，对强化基础饲料营养价值，提高动物生产性能，保证动物健康，节省饲料成本，改善畜产品品质等方面有明显的效果，是饲料工业行业内经济附加值最高的细分行业。

图表 7：饲料子行业功能及地位

子行业	定义	地位	产品
饲料添加剂行业	生产为满足特殊需要而在饲料中加入的少量或微量营养性或非营养性物质	饲料添加剂的生产状况表现了一国饲料发展的水平	饲料级氨基酸、维生素、矿物质微量元素、酶制剂、非蛋白氮等
饲料原料行业	为饲料加工提供动物所需的农产品	饲料原料作为饲料行业的直接上游行业对饲料生产的影响重大	玉米、豆粕、鱼粉等
饲料加工行业	根据畜禽饲养要求，采用各种工艺将饲用原料加工成成品饲料	饲料加工行业是饲料行业的主体	预混合饲料、浓缩料、配合料、混合饲料等
饲料加工机械制造业	从事饲料加工机械相关性质的生产、服务的单位或个体的组织结构体系总称	直接影响饲料加工与制造的配合程度和饲料品质的提升	粉碎设备、配料混合设备、成品加工设备

资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

目前行业内较为成熟的饲料添加剂及添加剂预混料可分为两类，一类是传统类，或称为非营养类，主要包括酶制剂、酸化剂、防霉剂和调味剂等；另一类是营养类，主要包括氨基酸、矿物添加剂（磷酸盐）、维生素、造血类产品等。这两类产品均已经



过行业市场检验，成为主流畜牧养殖企业需要添加的产品。添加剂预混合饲料在配合饲料中添加比例较小，多数在 0.1%-5% 范围内（每吨添加 1-50 公斤）。

## 2.1 饲料质量安全要求更严格

新时期加强饲料质量安全监管，不仅要聚焦保障动物产品安全这个核心目标，还要兼顾消费升级、环境安全等新要求。当前，“瘦肉精”等老问题尚未彻底根治，新型非法添加物时有发生，饲料中霉菌毒素、重金属污染等问题也时有暴露，安全隐患不容忽视。随着城乡居民收入增长，以功能和特色为特征的动物产品生产进入快速发展期，饲料产品需要质量上配套提升。

## 2.2 新型功能性无公害饲料产品将成为新增长点

目前我国对食品安全及卫生已提出更高的监管要求，以及对生态环境提出可持续发展的需求，将导致淘汰一批传统的药物抗生素及对环境具有污染的饲料产品。随着生物技术及现代营养学等的进一步发展，为提高生产效率、降低经营成本、减少生态污染，市场上逐步出现了一批新型功能性无公害的饲料产品。由于这类产品能够替代抗生素及其他对环境具有污染的饲料产品，天然无公害，并在此基础上具有促进动物生长或抗疾病的功能，因此市场对这类产品需求旺盛，这类新型功能性无公害饲料产品已成为饲料行业新的增长点。

## 2.3 食品安全催生了替代抗生素添加剂的需求

近年我国食品安全问题频发，令消费者对食品安全的“信心指数”不断下降。“红心蛋”（2006）、“三聚氰胺”（2008）、“瘦肉精”（2011）等等事件都严重打击了我国消费者对食品安全的“消费信心”。行业内对饲料及饲料添加剂产品安全问题愈加重视。

因抗生素药物具有刺激和加速动物生长的作用，传统的饲料添加剂及添加剂预混合饲料通常添加各种抗生素药物。但添加抗生素药物后，一方面，会引起肉食产品的药物残留，在人类食用后容易引起交叉耐药性；另一方面，不规范或超量使用药物饲料添加剂，加剧了动物产品中的药物残留，更易导致耐药性细菌产生，而且还容易引起恶性食品安全事件的发生。随着公众健康意识的提高，国家已要求全面禁止饲料产品中添加抗生素，对能够替代抗生素的安全的饲料添加剂及添加剂预混料的需求越来越高。

### 3. 公司动物造血产品具有广阔的市场空间

#### 3.1 动物造血行业发展潜力巨大

动物造血是在国民经济水平增长以及生物技术及动物营养学的技术进步等作用下，因国民对肉食品品质及数量提出新的要求而催生出的一个新兴领域。动物造血产品主要通过提升动物造血能力，提高血液的红细胞数量和血红蛋白含量，改善或解决集约化饲养动物普遍存在的贫血现象，对于提高动物免疫力、改善繁殖能力、促进动物生长、改善肉类品质具有重要作用，在动物饲养方面具有广阔的市场空间。目前公司的造血技术主要应用于养猪领域，未来几年还将逐步扩大在其他养殖领域如禽、水产、反刍动物、宠物等市场。

以生猪养殖和公司产品造血系列 1 为例，根据能繁母猪和生猪的不同生长阶段，每吨猪用全价饲料按需求可分别添加 1 至 5 公斤的不同产品，取低值 1 公斤，市场容量可达 20 万吨以上，产品按每吨销售均价 6.20 万元计算，则潜在市场空间可达 124.40 亿元以上，未来发展潜力巨大。

另外，由于最新动物造血产品对改善动物贫血状况效果明显，对提升畜牧行业经济效益效果显著，目前大部分大型饲料集团及畜牧养殖集团已开始逐步使用动物造血类产品，国内其他中小型饲料厂及养殖场也开始逐步接受动物造血理念。但是市场接受需要一定时间，多数大型饲料生产企业和畜牧养殖场仅在部分产品中添加了动物造血类产品。受制于行业产能及市场推广周期，众多中小型饲料厂及养殖场未能使用上动物造血类产品。随着市场接受度的逐步提升，未来动物造血类产品需求总量将进一步得到提升。

#### 3.2 公司研发实力雄厚

公司研发团队带头人刘平祥博士专注动物造血领域十余年，并带领公司研发团队开拓了一个全新的细分领域，在动物造血领域具有明显的先发优势，获得业界广泛认同，目前拥有专利 8 项，其中包括发明专利 3 项、实用新型专利 3 项、外观专利 2 项，另有被许可使用发明专利 1 项，在申请已受理发明专利 17 项。

截至目前，国内尚无以动物造血类产品为主业的上市公司，同时公司也是唯一一家在全国中小企业股份转让系统挂牌的从事动物造血领域产品研发和生产的公司。

图表 8：公司科研实力雄厚



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

### 3.3 国家政策大力扶持

近年来国务院、农业农村部等颁布了一系列法律、法规及规范性文件，对饲料及饲料添加剂行业的企业登记、生产、经营等进行了严格的规范及控制，为饲料相关行业健康发展提供了保障。近年来国务院、农业部等颁布了一系列法律、法规及规范性文件，如《饲料和饲料添加剂管理条例》、《饲料和饲料添加剂生产许可管理办法》、《饲料添加剂和添加剂预混合饲料产品批准文号管理办法》等，对饲料、饲料添加剂及预混料行业的企业登记、生产、经营等进行了严格的规范及控制，为饲料行业健康发展提供了保障。

同时，国家出台了一系列支持饲料、饲料添加剂及预混料行业发展的产业政策，如《关于促进饲料业持续健康发展的若干意见》、《全国饲料工业“十三五”发展规划》等，为饲料行业发展营造了良好的环境，为公司快速发展奠定了良好的基础。

图表 9：近年来国家相关产业政策

序号	产业政策	内容
1	《关于促进饲料业持续健康发展的若干意见》（2002年）	明确指出要稳定发展配合饲料和单一饲料，加快发展浓缩饲料、精料补充料和饲料添加剂及其预混合饲料，实现饲料品种系列化、结构化。努力开发新型饲料资源和饲料品种，压缩一般性饲料品种，加快饲料产品的更新换代，满足不同饲养品种、饲养方式对饲料产品的需求。
2	《促进生物产业加快发展的若干政策》（2009年）	大力发展生物农药、生物饲料及饲料添加剂、生物肥料、植物生长调节剂、动物疫苗、诊断试剂、现代兽用中药、生物兽药、生物渔药、微生物全降解农用薄膜等绿色农用生物制品。鼓励推广使用农林业良种、生物农药、生物肥料、生物饲料及饲料添加剂、完全可降解生物薄膜等。
3	《产业结构调整指导目录》（2011年）	将绿色无公害饲料及添加剂开发列为鼓励类项目。
4	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》（2011年）	包含“85、新型安全饲料 饲用氨基酸添加剂、酶制剂、微生态制剂、植物提取添加剂、生物活性肽及抗菌肽、高活性生物发酵饲料、幼龄动物专用饲料、风味饲料添加剂生产设备及设备，高效渔用饲料配制技术及动物性饲料源替代技术，补充性饲料及低营养水平饲料配制及投喂技术”。
5	《全国饲料工业“十三五”发展规划》（2016年）	饲料工业“十三五”发展的总体目标是：饲料产量稳中有增，质量稳定向好，利用效率稳步提高，安全高效环保产品快速推广，饲料企业综合素质明显提高，国际竞争力明显增强。通过5年努力，饲料工业基本实现由大到强的转变，为养殖业提质增效促环保提供坚实的物质基础。
6	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016年）	包含“4.3.4生物饲料重点产品与技术服务。包括基因分离与修饰、酶工程与发酵工程技术， $\beta$ -1,4木聚糖酶、 $\beta$ -甘露聚糖酶、 $\beta$ -1,3-1,4葡聚糖酶、 $\alpha$ -半乳糖苷酶、氨基酸等系列化饲用酶制剂和添加剂，新型饲料蛋白和耐高温、耐酸性、耐胃蛋白酶水解饲料酶制剂，酵母源生物饲料，高活性生物发酵饲料，微生态制剂，无抗全价生物饲料，生物活性肽及抗菌肽，饲料用寡聚糖和生物色素，幼龄动物专用饲料，植物提取添加剂，益生菌添加剂，生物药物饲料添加剂、高效水产养殖饲料配制技术及动物性饲料源替代产品等。”
7	《国务院办公厅关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》（2019年）	推进生猪养殖抗菌药物减量使用，实施促生长抗菌药物退出计划，研发和推广替代产品。
8	《广东省人民政府办公厅关于加快推进生猪家禽产业转型升级的意见》（2019年）	强化饲料研发，积极推广低氮、低磷和低矿物质饲料，发展安全、绿色、高效饲料产品。建立健全畜禽产业技术体系，发挥技术推广机构和行业协会作用，加强高效实用技术示范推广，加快科技成果转化应用。

资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

### 3.4 募投项目助力提高产能规模

公司募集资金主要用于年产 9,000 吨造血营养产品及研发中心建设项目。项目建成后，将对现有产能进行替换及扩充，提高公司产能规模。另外，公司还将利用自有资金投资技术服务及市场营销网络建设项目，建立覆盖全国的销售及技术服务网络，配合销售渠道下沉的战略，帮助消化本次募投项目新增的产能。

公司将在核心产品的研发、生产和销售方面继续加大投入力度，继续加大研发投入和技术储备，加强自身核心技术的开发和积累，继续扩大产能和市场覆盖面，扩大并完善原有销售网络，不断开拓市场，从而提高公司持续盈利能力。



图表 10：公司募投项目

序号	项目名称	建设期	项目投资总额	预计募集资金投入金额
1	年产9000吨造血营养产品及研发中心建设项目 (以下简称“募投项目一”)	24个月	12,500.00	10,300.00
合计			12,500.00	10,300.00

资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

## 4. 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2021-2023 年实现归属于上市公司股东净利润分别为 0.47、0.65 和 0.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.30、0.41 和 0.50 元，当前股价对应 PE 分别为 28.3、20.5 和 16.6 倍，首次覆盖，给予“审慎推荐”的投资评级。

## 5. 风险提示

经济景气度下行、新产品开发及技术、国内生猪价格周期性变化导致公司经营业绩波动、动物疫情导致公司经营业绩下滑风险等。



图表 11：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>127</b>	<b>145</b>	<b>197</b>	<b>239</b>
货币资金	42	268	265	272	营业成本	64	69	92	111
应收款	49	40	59	79	营业税金及附加	0	0	0	0
存货	12	6	8	10	销售费用	11	14	19	22
其他流动资产	55	58	61	64	管理费用	5	6	7	9
流动资产合计	157	371	393	424	财务费用	0	0	0	0
<b>非流动资产：</b>					研发费用	5	5	7	8
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	20	24	33	39
固定资产+在建工程	28	40	50	59	资产减值损失	-2	-1	-1	-1
无形资产+商誉	6	7	8	9	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	18	20	22	24	投资收益	3	3	4	4
非流动资产合计	53	67	80	92	<b>营业利润</b>	<b>45</b>	<b>54</b>	<b>75</b>	<b>93</b>
资产总计	210	438	473	516	加：营业外收入	2	1	1	1
<b>流动负债：</b>					减：营业外支出	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>76</b>	<b>93</b>
应付账款、票据	5	5	6	8	所得税费用	6	7	10	13
其他流动负债	8	9	10	11	<b>净利润</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>65</b>	<b>81</b>
流动负债合计	13	14	16	19	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债：</b>					<b>归母净利润</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>65</b>	<b>81</b>
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
非流动负债合计	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
负债合计	13	14	16	19	营业收入增长率	29.4%	13.8%	36.1%	21.2%
<b>所有者权益</b>					营业利润增长率	98.4%	20.7%	38.6%	23.5%
股本	102	160	160	160	归母净利润增长率	88.6%	18.0%	38.3%	23.4%
资本公积金	9	154	154	154	总资产增长率	16.0%	108.3%	8.0%	9.1%
未分配利润	73	92	118	150	<b>盈利能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	49.8%	52.6%	53.2%	53.7%
所有者权益合计	197	424	457	497	营业利润率	35.2%	37.4%	38.1%	38.8%
负债和所有者权益	210	438	473	516	三项费用/营收	15.9%	16.9%	16.6%	16.3%
					EBIT/销售收入	36.4%	37.7%	38.3%	39.1%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	31.5%	32.7%	33.2%	33.8%
净利润	40	47	65	81	ROE	20.3%	11.1%	14.3%	16.2%
折旧与摊销	1	2	4	6	<b>营运能力</b>				
财务费用	-	-0	-0	-0	总资产周转率	60.5%	33.0%	41.6%	46.3%
存货的减少	-8	6	-3	-2	<b>资产结构</b>				
营运资本变化	-6	9	-18	-18	资产负债率	6.2%	3.2%	3.4%	3.7%
其他非现金部分	-2	-4	-5	-5	<b>现金流质量</b>				
经营活动现金净流量	24	60	44	62	经营净现金流/净利润	0.61	1.26	0.67	0.76
投资活动现金净流量	-25	-13	-14	-15	<b>每股数据(元/股)</b>				
筹资活动现金净流量	-18	180	-32	-40	每股收益	0.39	0.30	0.41	0.50
现金流量净额	-19	226	-3	7	每股净资产	1.93	2.65	2.85	3.10

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



## 分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007 年 7 月加入华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>