

2021 年 11 月 12 日

润农节水 (830964.NQ): 节水灌溉设备龙头, 业绩表现稳定

推荐 (首次)

农业

当前股价: 6.08 元

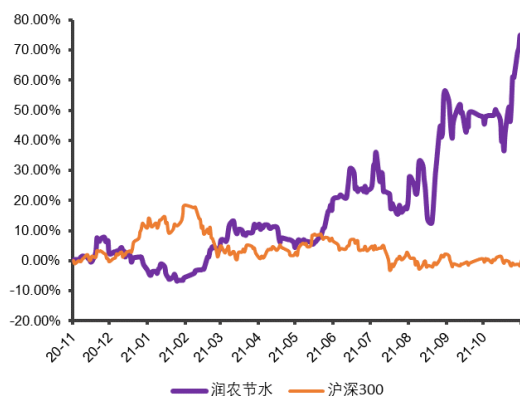
主要财务指标 (单位: 百万元)

|         | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 514   | 572   | 633   | 695   |
| (+/-)   | 10.4% | 11.2% | 10.8% | 9.7%  |
| 营业利润    | 64    | 70    | 75    | 79    |
| (+/-)   | 7.0%  | 9.0%  | 7.7%  | 6.0%  |
| 归属母公    | 55    | 61    | 66    | 70    |
| 司净利润    |       |       |       |       |
| (+/-)   | 8.1%  | 10.4% | 7.7%  | 6.0%  |
| EPS (元) | 0.21  | 0.23  | 0.25  | 0.27  |
| 市盈率     | 28.7  | 26.0  | 24.2  | 22.8  |

公司基本情况 (最新)

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本/流通股 (亿股) | 26121 / 0 |
| 流通市值 (亿元)    | 0         |
| 每股净资产 (元)    | 3.16      |
| 资产负债率 (%)    | 18.1      |

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰  
执业证书编号: S1050520020002  
电话: (86 21) 54967860  
邮箱: yaojj@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>

● 公司是节水灌溉高新技术企业。公司多年来专注节水灌溉材料和设备的研发、制造和销售, 以及为节水灌溉项目提供从节水灌溉材料、设备到工程设计、施工、安装、调试、技术支持的一站式服务, 是高新技术企业。公司拥有滴灌设备核心部件知识产权, 专利技术 81 项, 其中包括 7 项发明专利。

● 受益于政策扶持, 公司业绩处于稳步增长阶段。近年来我国对高效节水灌溉行业的扶持力度逐年加大, 为我国节水灌溉设备行业提供了新的发展机遇。公司乘行业快速发展东风, 不断扩大业务规模, 2016-2021 年三季度, 公司营业收入稳步增长, 归母净利润增长也趋于稳定。其中 2021 年前三季度, 公司实现收入 3.58 亿元, 同比增 18.61%, 归母净利润 0.44 亿元, 同比增 9.26%。

● 我国节水灌溉设备行业竞争激烈, 政策不断落地有望进一步扩大市场规模。国内从事节水灌溉产品制造和工程建设的企业有数百家之多, 产品多集中在低端, 行业竞争较为激烈, 技术含量较高、制造工艺要求相对较高的产品和国外同类产品比较仍然有较大的差距。随着国家相关部门相继颁布《水污染防治行动计划》、《水利改革发展“十三五”规划》以及《“十四五”节水型社会建设规划》, 2015 年至 2019 年, 中国节水灌溉设备行业市场规模由 604.4 亿元提升至 1000 亿元, 并且我们预计未来平均增速有望维持在较高水平。

● 公司盈利能力较大禹更高, 业务区域也在不断扩张。公司具备独立生产整套节水灌溉系统的能力, 同时工程设计和施工的能力更科学高效。公司净利率水平显著高于大禹节水, 毛利率稳定在 28% 左右。分地区来看, 公司华北地区销售收入占比为 54.54%, 西北地区占比为 35.1%, 是华北最大的滴灌带生产企业, 目前公司业务正逐步扩展至西南地区。

● 盈利预测: 我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 5.72 亿元、6.33 亿元和 6.95 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 0.61 亿元、0.66 亿元和 0.7 亿元, 对应 EPS 分别为 0.23、0.25、0.27 元。首次覆盖, 给予“推荐”的投资评级。

● 风险提示: 产业政策变化的风险; 行业竞争加剧的风险; 市场系统性风险等。

## 正文目录

|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| <b>1. 公司业务分析</b>         | <b>4</b>  |
| 1.1 公司是节水灌溉高新技术企业        | 4         |
| 1.2 公司股权结构               | 6         |
| 1.3 受益于政策扶持，公司业绩处于稳步增长阶段 | 6         |
| 1.4 公司盈利能力稳定             | 6         |
| <b>2. 公司所处行业情况</b>       | <b>7</b>  |
| 2.1 我国节水灌溉行业竞争激烈         | 7         |
| 2.2 国家政策持续落地，设备需求旺盛      | 8         |
| <b>3. 公司竞争优势</b>         | <b>10</b> |
| 3.1 对比大禹，公司盈利能力更强        | 10        |
| 3.2 区域性营销优势逐步辐射全国        | 11        |
| <b>4. 公司盈利预测与估值</b>      | <b>11</b> |
| <b>5. 风险提示</b>           | <b>12</b> |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1 公司产品及其特点.....                         | 5  |
| 图表 2 公司股权结构.....                           | 6  |
| 图表 3 公司 2016-2021Q3 营业收入（百万元）及增速（%） .....  | 6  |
| 图表 4 公司 2016-2021Q3 归母净利润（百万元）及增速（%） ..... | 6  |
| 图表 5 公司 2016-2021Q3 毛利率净利率表现（%） .....      | 7  |
| 图表 6 公司 2016-2021Q3 费用率表现（%） .....         | 7  |
| 图表 7 我国节水灌溉行业发展历程.....                     | 7  |
| 图表 8 我国节水灌溉品牌集中在低端和中端.....                 | 8  |
| 图表 9 近几年我国节水灌溉相关政策.....                    | 9  |
| 图表 10 2015 年至 2019 年中国节水灌溉设备行业规模不断扩大 ..... | 9  |
| 图表 11 公司净利率水平较大禹节水更高.....                  | 10 |
| 图表 12 公司营业收入假设.....                        | 11 |
| 图表 13 公司盈利预测（百万元） .....                    | 13 |

## 1. 公司业务分析









### 1.1 公司是节水灌溉高新技术企业

公司多年来专注节水灌溉材料和设备的研发、制造和销售，以及为节水灌溉项目提供从节水灌溉材料、设备到工程设计、施工、安装、调试、技术支持的一站式服务，主要客户包括各级地方政府、农业龙头企业、农业合作社等。公司产品适用于在有限的水资源前提下进行科学灌溉，提高农作物的产量及品质，促进农作物科学种植、水资源科学利用。产品下游应用广泛，包括小麦、玉米等粮食作物以及棉花、蔬菜、果木等经济作物。

公司的主要产品为节水灌溉设备，包括三大类：第一类为滴灌带，主要包括内镶贴片式滴灌带和侧翼迷宫式滴灌带；第二类为输水管材，主要包括 PVC 管材、PE 管材及 PP 管等；第三类为节水灌溉控制系统，主要包括过滤器、施肥器、首部控制系统等。

公司拥有水利水电总承包贰级资质、市政工程总承包叁级资质、电力工程施工总承包叁级资质、建筑工程施工总承包叁级资质、国家灌溉企业等级甲壹级资质；公司是高新技术企业，中国水利企业协会灌排分会副理事长单位；中国农业节水和农村供水技术协会副会长单位；省级节水灌溉装备产品产业技术研究院；省级研发中心；拥有滴灌设备核心部件知识产权，专利技术 81 项，其中包括 7 项发明专利，中国驰名商标，微滴灌行业制标企业成员。

图表 1 公司产品及其特点

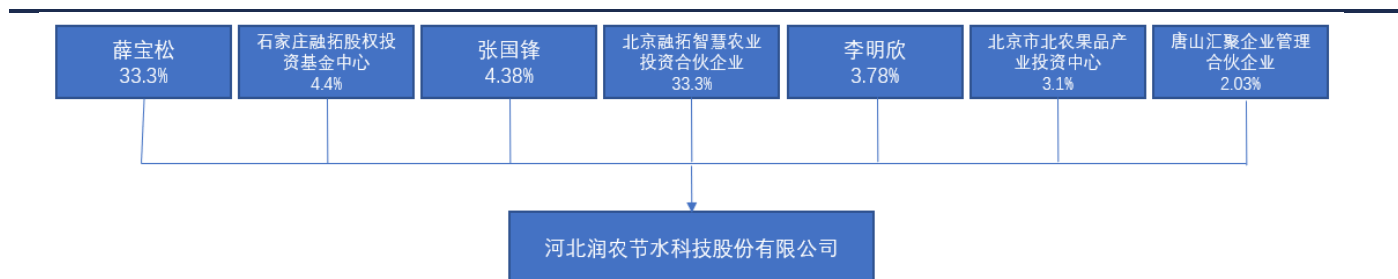
| 序号 | 产品名称     | 产品示例  | 功能用途  |
|----|----------|---|---|
| 1  | 内镶贴片式滴灌带 |    | 直接铺设在耕地上面或埋于地下，灌溉水从滴灌带内镶的滴头均匀滴出，可降低土壤板结，增强土壤透气性，利于根系发育；水肥同施，提高肥料利用率，省工、省肥，节水75%以上，节能 65%以上，增产30%以上。广泛适用于温室大棚、果树、大田作物等领域，尤为大棚使用，可降低空气湿度20%-30%以上，减少病虫害发生 |
| 2  | 侧翼迷宫式滴灌带 |    | 侧翼迷宫式滴灌带是内镶贴片式滴灌带的补充产品，成本低廉适宜推广。直接铺设在耕地表面，灌溉水从迷宫型孔道均匀滴出，广泛适用于果树、大田作物等对于灌溉精度要求不高的领域  |
| 3  | PE管材     |   | 具有较好的韧性，一般埋入地下作为节水滴灌系统的主要输水管道   |
| 4  | PVC管材    |  | 具有较好的韧性，一般埋入地下作为节水滴灌系统的主要输水管道   |
| 5  | 自动控制器    |  | 控制器可根据灌溉管理人员输入的灌溉程序（灌水开始时间、延续时间、灌水周期等）向电磁阀发出电信号，开启及关闭灌溉系统。自动控制器可以有效地减少劳动力使用，降低人工成本  |
| 6  | 砂石过滤器    |  | 主要用于含砂水流的初级过滤，可有效分离水中的砂石和石块，60—150目砂石可分离92%—98%，可单独使用也可组合成多级使用  |
| 7  | 离心式过滤器   |  | 三级等多级过滤，以确保水质达到使用要求主要用于水塘、水渠、河水等露天水源的净化处理，消除水中的藻类、漂浮类、有机物等杂质，砂介质过滤器可单独使用，也可与其他过滤器组合成双极、   |
| 8  | 网式过滤器    |  | 用于砂石过滤器或离心过滤器二次过滤，将一级过滤时的残留过滤掉，也可用于水质较好的单独过滤  |

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部整理

## 1.2 公司股权结构

公司第一大股东为薛宝松先生，也是最终受益人，其持股比例 33.3%，公司实际控制人为薛宝松、李明欣。

图表 2 公司股权结构

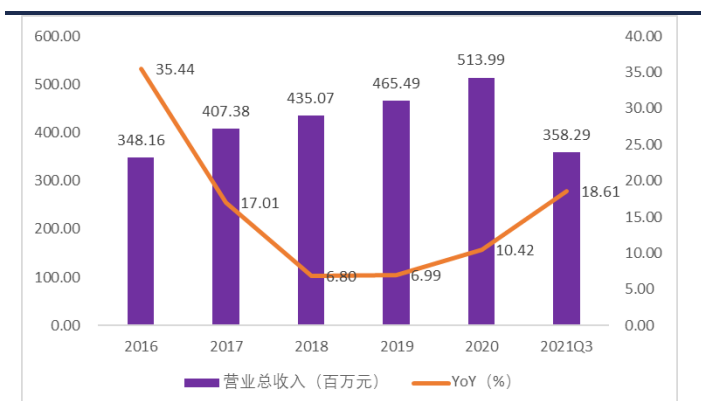


资料来源：wind，华鑫证券研发部

## 1.3 受益于政策扶持，公司业绩处于稳步增长阶段

党中央对农业农村工作高度重视，2021 年中央一号文件中明确指出 2021 年建设 1 亿亩旱涝保收、高产稳产高标准农田。2021 年是“十四五”开局之年，全国高标准农田建设从去年的 8000 万亩增加到了 10000 万亩。随着土地流转和规模化种植模式的大力推广及设施农业的不断发展，近年来我国对高效节水灌溉行业的扶持力度逐年加大，为我国节水灌溉设备行业提供了新的发展机遇。公司乘行业快速发展东风，不断扩大业务规模，2016-2021 年三季度，公司营业收入稳步增长，归母净利润增长也趋于稳定。其中 2021 年前三季度，公司实现收入 3.58 亿元，同比增 18.61%，归母净利润 0.44 亿元，同比增 9.26%。

图表 3 公司 2016-2021Q3 营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4 公司 2016-2021Q3 归母净利润（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

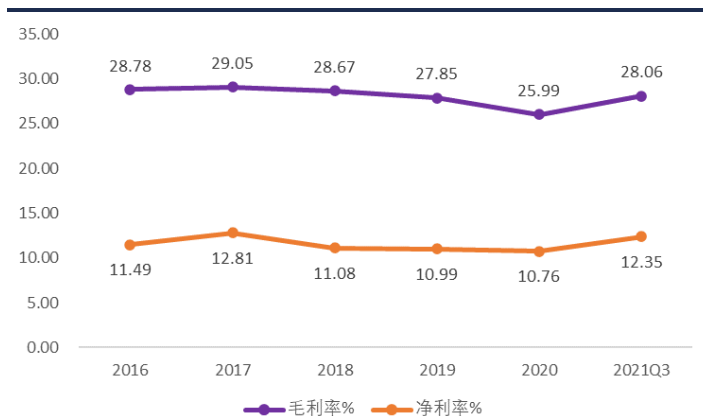
## 1.4 公司盈利能力稳定

公司盈利能力表现稳定，毛利率自 2016 年以来至今维持在 28%左右区间，净利率自 2016 年以来维持在 11%左右区间，在行业内盈利能力属于较高水平。公司不断加强自身竞争力，重视研发，因此近年来不断增加研发费用。销售费用率有所下降，长期



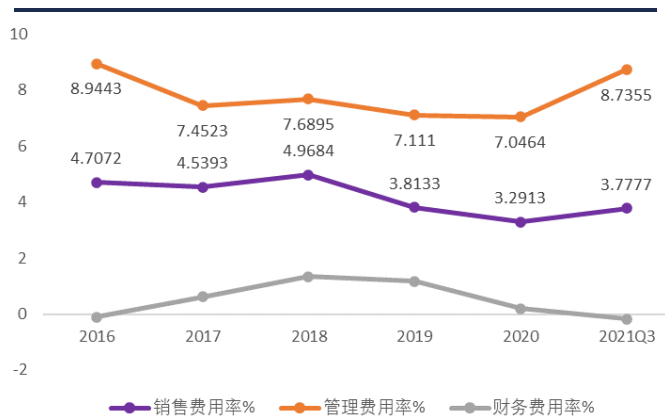
下行趋势确立，同时财务费用在 2020 年有明显下降，主要是向不特定合格投资者发行股票取得募集资金。

图表 5 公司 2016-2021Q3 毛利率净利率表现 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6 公司 2016-2021Q3 费用率表现 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 2. 公司所处行业情况

### 2.1 我国节水灌溉行业竞争激烈

当今世界水资源是各种资源中不可替代的一种重要资源，随着经济和社会的发展，水资源缺乏的问题将日益明显。据世界银行调查，占世界人口 40% 的 80 个国家面临水资源危机。为应对水资源紧张和缺乏，节水灌溉是世界灌溉技术发展的趋势，是缓解水资源危机和实现高效、精准农业的必然选择。

图表 7 我国节水灌溉行业发展历程

20世纪70年代中期-80年代后期，节水灌溉技术及生产设备开始被引进，并逐步消化吸收。

20世纪90年代初至末期，节水灌溉技术开始推广，节水灌溉行业进入快速发展期。

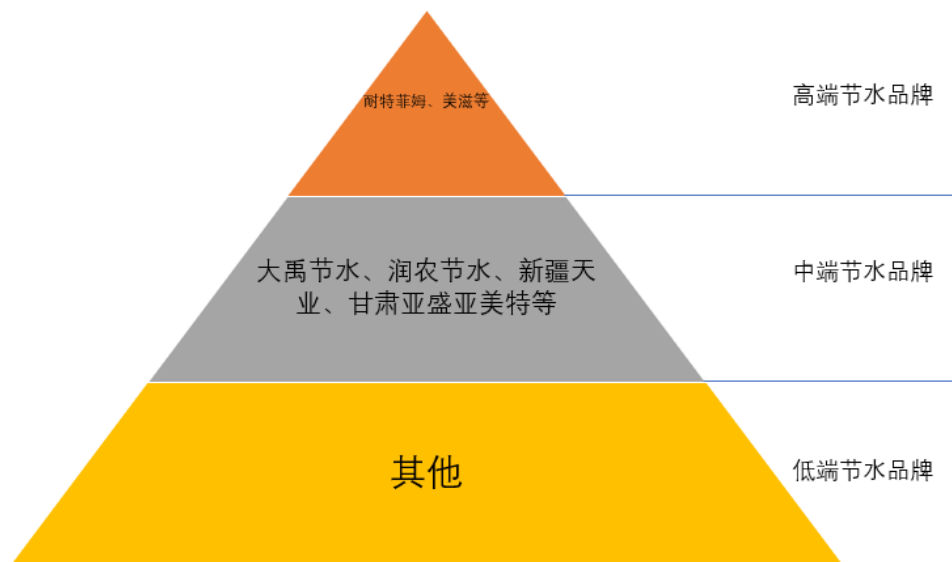
21世纪初至今，市场竞争日趋激烈，下游需求旺盛，行业发展前景明朗。

资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

21 世纪初至今，国内节水灌溉市场竞争趋于激烈。截止目前国内从事节水灌溉产品制造和工程建设的企业有数百家之多，短时间内供需变化大，但大多数企业规模较小，竞争较为激烈。其中大多数企业研发和创新能力较弱，新产品难以出现；技术含量较高、制造工艺要求相对较高的产品和国外同类产品比较仍然有较大的差距。因此

国内节水品牌集中在低端，竞争激烈，中端品牌数量有限，竞争格局较好。而高端品牌以美国和以色列的品牌为主。

图表 8 我国节水灌溉品牌集中在低端和中端



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

## 2.2 国家政策持续落地，设备需求旺盛

我国节水灌溉设备行业的政策较为积极。发改委、水利部、国务院等主管部门支持节水灌溉工程的推广，从而带动节水灌溉设备的消费，同时制定高效的节水灌溉面积目标，以补贴、奖励的形式调动农民节水积极性。



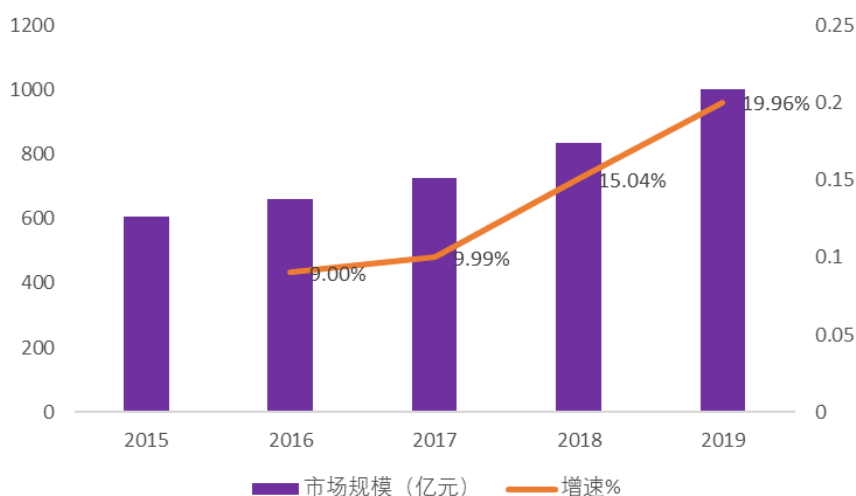
图表 9 近几年我国节水灌溉相关政策

| 政策                     | 时间       | 颁布主体                | 政策相关内容  |
|------------------------|----------|---------------------|---|
| 《水污染防治行动计划》            | 2015年4月  | 国务院                 | 推广渠道防渗、管道输水、喷灌、微灌等节水灌溉技术，完善灌溉用水计量设施；到2020年，大型灌区、重点中型灌区续建配套和节水改造任务基本完成，全国节水灌溉工程面积达到7亿亩左右。  |
| 《水利改革发展“十三五”规划》        | 2016年12月 | 国务院、发改委、水利部、住房城乡建设部 | 完成434处大型灌区续建配套和节水改造规划任务；加大农业节水力度，积极推广使用喷灌、微灌、低压管道输水灌溉等高效节水技术，积极推行灌溉用水总量控制、定额管理；建立农业用水精准补贴和节水奖励机制，多渠道筹集精准补贴和节水奖励资金等。                               |
| 《加快推动新时代水利现代化的指导意见的通知》 | 2018年3月  | 水利部                 | 开展农业用水精细化管理，科学合理确定灌溉定额，推进灌溉试验及成果转化，推广喷灌、微灌、滴灌、低压管道输水灌溉、集雨补灌、水肥一体化、覆盖保墒等技术；2020年前每年发展高效节水灌溉面积2000万亩、水肥一体化面积2000万亩。到2022年，创建150个节水型灌区和100个节水农业示范区等。 |
| 中国节水灌溉设备行业相关政策         | 2018年10月 | 工信部、科技部             | 到2020年，中国原材料产品质量明显提高，部分中高端产品进入全球供应链体系，供给结构得到优化，原材料工业供给侧结构性改革取得规模成效。明确了钢铁、有色、石化、建材四个细分行业的发展目标  |

资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研发部

随着国务院、水利部、发展改革委等主管部门相继颁布《水污染防治行动计划》、《水利改革发展“十三五”规划》，利好政策不断落地，以增加节水灌溉面积。节水灌溉工程与PPP相结合，推动节水灌溉设备需求增长。根据数据显示，2015年至2019年，中国节水灌溉设备行业市场规模由604.4亿元提升至1000亿元。

图表 10 2015 年至 2019 年中国节水灌溉设备行业规模不断扩大



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研发部

2021年11月，国家发展改革委、水利部、住房城乡建设部、工业和信息化部、农业农村部联合印发《“十四五”节水型社会建设规划》，规划提出到2025年基本补齐节约用水基础设施短板和监管能力弱项，节水型社会建设取得显著成效，用水总量控制

在 6400 亿立方米以内，万元国内生产总值用水量比 2020 年下降 16.0%左右，万元工业增加值用水量比 2020 年下降 16.0%，农田灌溉水有效利用系数达到 0.58，城市公共供水管网漏损率小于 9.0%。我们认为政府部分加大节水型社会建设，提升节水灌溉宣传教育，节水设备需求仍将处于快速上升周期，我们预计到 2024 年节水灌溉设备行业市场规模平均增速有望维持在较高水平。

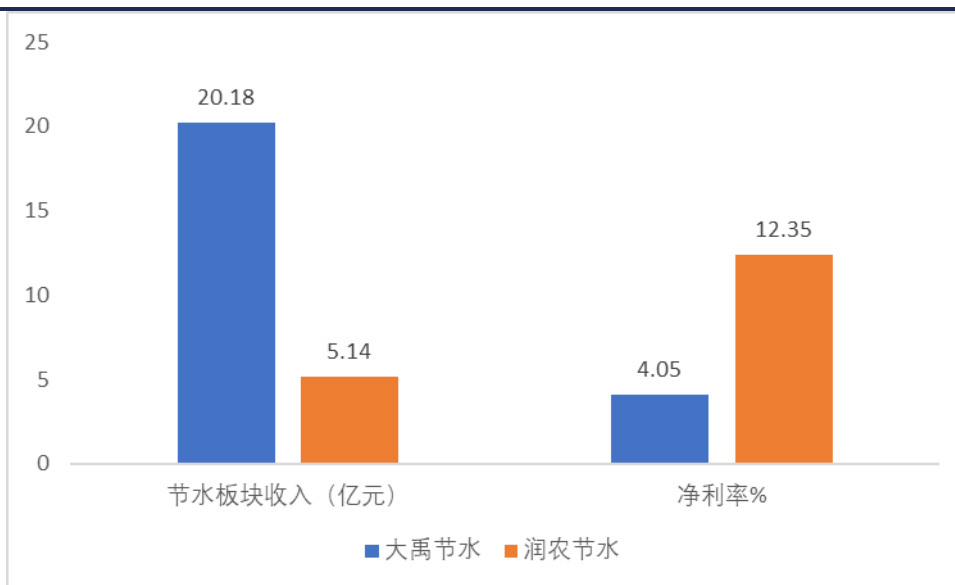
### 3. 公司竞争优势

#### 3.1 对比大禹，公司盈利能力更强

公司是集节水灌溉材料研发、制造、销售与节水灌溉工程的设计、施工等服务为一体的专业化节水灌溉工程系统供应商。公司具备独立生产包括首部控制系统、过滤系统和管网系统（PE/PVC 管材、滴灌带）在内的一整套节水灌溉系统。同时也具备科学、规范、高效的完成工程设计和施工的能力。我们认为完整的灌溉系统和高效的施工设计能力是公司盈利能力更强的关键。

公司节水灌溉产品和服务的主要客户包括各级地方政府、农业龙头企业、农业合作社等。我国各级地方政府水利主管部门主导建立节水灌溉示范工程并向社会公开招标，公司盈利大部分来源于政府招标项目，节水材料一部分用于公司承担的滴灌工程等节水项目建设施工，一部分直接销往终端用户和经销商。公司综合毛利率一直维持在 28%左右，在行业内较为领先。而公司的管理费用率和销售费用率较行业龙头大禹节水更低，盈利能力显著高于大禹节水。

图表 11 公司净利率水平较大禹节水更高



资料来源：wind，华鑫证券研发部整理

### 3.2 区域性营销优势逐步辐射全国

润农节水是目前华北地区规模最大的滴灌带生产企业，主要市场集中在华北地区和西北地区，2020 年润农节水实现销售收入 5.14 亿元，其中华北地区销售收入占比为 54.54%，西北地区占比为 35.1%。目前国内节水灌溉市场呈现出“诸侯割据”的竞争态势，润农节水作为华北最大的滴灌带生产企业，内镶贴片式滴灌带产能在国内仅次于大禹节水。而在华北地区之后，公司逐步将西北地区作为发展重点，目前西北地区收入不断增长，有追上华北地区的趋势。

另外，公司在西南地区市场份额已经逐步提高，2020 年西南地区销售收入 4939 万元，销售收入占比约 9.8%。我们认为随着公司的业务不断扩大，西南地区销售收入有望进一步提升。

## 4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 公司 2021-2023 年节水工程业务增长分别为 18%、15%、12%。
- (2) 公司 2021-2023 年节水材料业务增长分别为-3%、0%、3%；
- (3) 公司毛利率表现继续稳定，2021-2023 年分别为 25.6%、25%、24.5%；
- (4) 公司总股本按照当前股本 2.61 亿股计算。

图表 12 公司营业收入假设

| 营业收入（万元） | 2019A    | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 节水工程     | 28,602.8 | 34,851.4 | 41,124.7 | 47,293.4 | 52,968.6 |
| YoY      | 28.8%    | 21.8%    | 18.0%    | 15.0%    | 12.0%    |
| 节水材料     | 17,945.7 | 16,547.7 | 16,051.3 | 16,051.3 | 16,532.8 |
| YoY      | -15.0%   | -7.8%    | -3.0%    | 0.0%     | 3.0%     |
| 合计：      | 46,548.5 | 51,399.1 | 57,176.0 | 63,344.7 | 69,501.4 |
| 营业成本（万元） | 2019A    | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
| 节水工程     | 20,587.8 | 26,067.7 | 30,843.5 | 35,706.5 | 40,256.1 |
| 节水材料     | 12,997.7 | 11,974.9 | 11,717.4 | 11,797.7 | 12,234.3 |
| 合计：      | 33,585.5 | 38,042.6 | 42,560.9 | 47,504.2 | 52,490.4 |
| 毛利率      | 2019A    | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
| 节水工程     | 28.0%    | 25.2%    | 25.0%    | 24.5%    | 24.0%    |
| 节水材料     | 27.6%    | 27.6%    | 27.0%    | 26.5%    | 26.0%    |
| 合计：      | 27.8%    | 26.0%    | 25.6%    | 25.0%    | 24.5%    |

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 5.72 亿元、6.33 亿元和 6.95 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 0.61 亿元、0.66 亿元和 0.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.23、0.25、0.27 元。首次覆盖，给予“推荐”的投资评级。

## 5. 风险提示

### （1）产业政策变化的风险

目前我国节水设备采购以及节水灌溉工程大多采取政府补贴方式，建设资金来源于国家中央预算内专项资金和地方配套资金两部分，通过政府招标采购。随着我国节水灌溉规模快速增长，政府补贴将逐渐退出，节水灌溉的成本将增加农户或农业企业的负担。如果国家逐渐取消财政补贴政策，节水灌溉设备生产企业推广难度加大，或影响销量。

### （2）行业竞争加剧的风险

由于国家大力扶持节水灌溉行业，出台多项政策，行业壁垒也较低，国内节水灌溉行业迎来快速发展，市场规模迅速扩大，可能会进一步吸引新进入者加入其中，造成竞争更加激烈的格局。

### （3）市场系统性风险。

国内外经济形势变化带来的证券市场波动等。



图表 13 公司盈利预测（百万元）

| 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>514</b> | <b>572</b> | <b>633</b> | <b>695</b> |
| 货币资金          | 181   | 268   | 290   | 318   | 营业成本             | 380        | 426        | 475        | 525        |
| 应收款           | 452   | 476   | 528   | 579   | 营业税金及附加          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| 存货            | 212   | 177   | 185   | 190   | 销售费用             | 17         | 20         | 22         | 24         |
| 其他流动资产        | 10    | 11    | 11    | 12    | 管理费用             | 27         | 31         | 35         | 38         |
| 流动资产合计        | 856   | 933   | 1,014 | 1,098 | 财务费用             | 1          | -1         | -1         | -1         |
| <b>非流动资产:</b> |       |       |       |       | 研发费用             | 9          | 10         | 11         | 12         |
| 金融类资产         | 0     | 0     | 0     | 0     | 费用合计             | 54         | 60         | 67         | 73         |
| 固定资产+在建工程     | 66    | 1,592 | 1,586 | 1,580 | 资产减值损失           | -17        | -17        | -18        | -19        |
| 无形资产+商誉       | 29    | 32    | 35    | 38    | 公允价值变动           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 其他非流动资产       | 10    | 11    | 12    | 14    | 投资收益             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 非流动资产合计       | 105   | 1,634 | 1,633 | 1,632 | <b>营业利润</b>      | <b>64</b>  | <b>70</b>  | <b>75</b>  | <b>79</b>  |
| 资产总计          | 961   | 2,567 | 2,646 | 2,730 | 加: 营业外收入         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>流动负债:</b>  |       |       |       |       | 减: 营业外支出         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 短期借款          | 18    | 19    | 20    | 21    | <b>利润总额</b>      | <b>64</b>  | <b>69</b>  | <b>75</b>  | <b>79</b>  |
| 应付账款、票据       | 104   | 118   | 132   | 146   | 所得税费用            | 8          | 8          | 9          | 9          |
| 其他流动负债        | 49    | 54    | 60    | 66    | <b>净利润</b>       | <b>55</b>  | <b>61</b>  | <b>66</b>  | <b>70</b>  |
| 流动负债合计        | 172   | 191   | 212   | 232   | 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>55</b>  | <b>61</b>  | <b>66</b>  | <b>70</b>  |
| 长期借款          | 0     | 0     | 0     | 0     |                  |            |            |            |            |
| 其他非流动负债       | 2     | 2     | 2     | 2     |                  |            |            |            |            |
| 非流动负债合计       | 2     | 2     | 2     | 2     |                  |            |            |            |            |
| 负债合计          | 173   | 194   | 214   | 235   |                  |            |            |            |            |
| <b>所有者权益</b>  |       |       |       |       |                  |            |            |            |            |
| 股本            | 261   | 261   | 261   | 261   |                  |            |            |            |            |
| 资本公积金         | 241   | 241   | 241   | 241   |                  |            |            |            |            |
| 未分配利润         | 257   | 306   | 358   | 414   |                  |            |            |            |            |
| 少数股东权益        | 0     | 0     | 0     | 0     |                  |            |            |            |            |
| 所有者权益合计       | 787   | 842   | 901   | 964   |                  |            |            |            |            |
| 负债和所有者权益      | 961   | 1,036 | 1,115 | 1,199 |                  |            |            |            |            |
|               |       |       |       |       |                  |            |            |            |            |
| 现金流量表(百万元)    | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |                  | 2020A      | 2021E      | 2022E      | 2023E      |
| 净利润           | 55    | 61    | 66    | 70    | <b>主要财务指标</b>    |            |            |            |            |
| 折旧与摊销         | 9     | 9     | 9     | 9     | <b>成长性</b>       |            |            |            |            |
| 财务费用          | 3     | -1    | -1    | -1    | 营业收入增长率          | 10.4%      | 11.2%      | 10.8%      | 9.7%       |
| 存货的减少         | -66   | 35    | -7    | -5    | 营业利润增长率          | 7.0%       | 9.0%       | 7.7%       | 6.0%       |
| 营运资本变化        | -61   | -11   | -38   | -37   | 归母净利润增长率         | 8.1%       | 10.4%      | 7.7%       | 6.0%       |
| 其他非现金部分       | -4    | 1     | 1     | 1     | 总资产增长率           | 26.7%      | 167.2%     | 3.1%       | 3.2%       |
| 经营活动现金净流量     | -47   | 94    | 29    | 35    | <b>盈利能力</b>      |            |            |            |            |
| 投资活动现金净流量     | -2    | -3    | -3    | -3    | 毛利率              | 26.0%      | 25.6%      | 25.0%      | 24.5%      |
| 筹资活动现金净流量     | 108   | -4    | -4    | -5    | 营业利润率            | 12.4%      | 12.2%      | 11.8%      | 11.4%      |
| 现金流量净额        | 59    | 87    | 22    | 28    | 三项费用/营收          | 10.5%      | 10.5%      | 10.5%      | 10.5%      |
|               |       |       |       |       | EBIT/销售收入        | 12.9%      | 12.3%      | 11.9%      | 11.5%      |
|               |       |       |       |       | 净利润率             | 10.8%      | 10.7%      | 10.4%      | 10.0%      |
|               |       |       |       |       | ROE              | 7.0%       | 7.2%       | 7.3%       | 7.2%       |
|               |       |       |       |       | <b>营运能力</b>      |            |            |            |            |
|               |       |       |       |       | 总资产周转率           | 53.5%      | 22.3%      | 23.9%      | 25.5%      |
|               |       |       |       |       | <b>资产结构</b>      |            |            |            |            |
|               |       |       |       |       | 资产负债率            | 18.1%      | 7.5%       | 8.1%       | 8.6%       |
|               |       |       |       |       | <b>现金流质量</b>     |            |            |            |            |
|               |       |       |       |       | 经营净现金流/净利润       | -0.85      | 1.54       | 0.44       | 0.51       |
|               |       |       |       |       | <b>每股数据(元/股)</b> |            |            |            |            |
|               |       |       |       |       | 每股收益             | 0.21       | 0.23       | 0.25       | 0.27       |
|               |       |       |       |       | 每股净资产            | 3.01       | 3.22       | 3.45       | 3.69       |

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020 年 1 月加盟华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司评级说明

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>