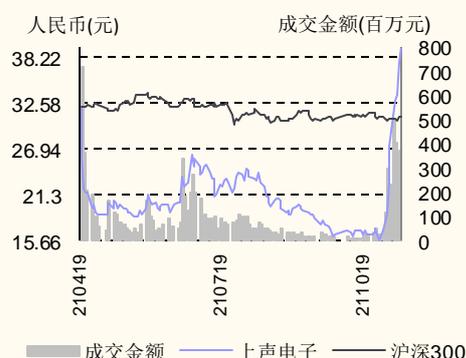


市场价格 (人民币): 39.51 元

目标价格 (人民币): 54.26 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.60
已上市流通 A 股(亿股)	0.34
总市值(亿元)	63.22
年内股价最高最低(元)	39.51/15.66
沪深 300 指数	4888
上证指数	3539



## 智能座舱优质标的，量价齐升收入弹性大

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,195	1,088	1,370	2,566	3,875
营业收入增长率	-3.54%	-8.92%	25.90%	87.35%	51.00%
归母净利润(百万元)	78	76	69	174	304
归母净利润增长率	-29.62%	-3.64%	-8.35%	150.87%	74.78%
摊薄每股收益(元)	0.653	0.629	0.433	1.085	1.897
每股经营性现金流净额	1.17	0.74	0.39	0.93	1.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.42%	10.59%	6.74%	15.11%	22.28%
P/E	NA	NA	91.33	36.40	20.83
P/B	NA	NA	6.15	5.50	4.64

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **深耕车载扬声器 30 多年，本身质地优秀。**上声电子成立于 1992 年，主营车载扬声器系统及功放、AVAS 产品（电动车声学警告系统）。2019 年在车载扬声器领域全球和国内市占率分别为 12% 和 20%。2017-2020 年公司毛利率约 28%，净利率约 8%，盈利能力好（2021 年受原材料影响短期下降）。
- **行业趋势：智能座舱对音质要求大幅提升。**新能源车打造智能座舱，对音质有更高的追求，同时，造车新势力也将“家庭影院”作为汽车的卖点。扬声器数量传统车用 4-6 个，新势力普遍用到 12 个，特斯拉 Model X 用 22 个，功放、低音炮等配置也提升。
- **功放等产品放量，单车价值量从 200 元提升 1000-2000 元。**2021 年上半年车载功放产品和 AVAS 销量分别为 5 万只和 29.86 万只，同比增长 222% 和 241%。车载扬声器单车价值量约 200-400 元，功放单车价值量约 700-800 元，AVAS 单车价值量约 70-150 元，功放等产品的放量，助推公司单车价值从 200 元左右提升至 1000-2000 元。
- **拿下大量新势力项目，有望实现量价提升。**公司车载扬声器涵盖了大部分高端主机厂（如宾利）和 Bose 等。公司早在 2017 年就进入特斯拉 Model S/X 供应链，2021 年中报披露，公司获得比亚迪、蔚来、特斯拉、戴姆勒、零跑、理想以及华为金康等多个车系的定点信。新势力追求品质的同时采用软硬件分离的方式（公司的硬件+品牌调音）降低成本，有望引领行业潮流。

## 投资建议和估值

- 预计公司 2021-2023 年收入分别为 14/26/39 亿元，对应归母净利润分别为 0.7/1.7/3.0 亿元。公司本身质地优秀，功放、低音炮等产品放量，带动单车配套价值量从 200 元左右（只提供扬声器）提升至 1000-2000 元左右。并且公司在新势力中份额较高，进入了绝大多数新势力的供应体系（如特斯拉、蔚来、理想、威马、零跑、华为等）和传统车企（如比亚迪等），将享受产品量价齐升带来的较大收入弹性。参考可比公司，给予公司 2022 年 50 倍 PE，目标市值 86 亿元，目标价 54.26 元/股，给予“买入”评级。

## 风险

- 新势力销量不及预期；原材料价格持续维持高位的风险；新能源车及传统汽车销量不及预期的风险；芯片缓解进程低于预期的风险；限售股解禁风险。

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

邱长伟

分析师 SAC 执业编号: S1130521010003  
qiuchangwei@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司深耕车载音响 30 余年，全球和国内市占率领先.....	3
公司深耕车载扬声器 30 余年，全球和国内市占率领先.....	3
产品量价齐升带来盈利弹性.....	4
行业趋势：电动车对音质要求大幅提升.....	4
公司自身质地优秀，国内和全球市占率领先，毛利率较高.....	5
单车价值量从 200 元提升至 1000-2000 元.....	7
拿下大量新势力项目，有望实现量价齐升.....	8
智能座舱优质标的，量价齐升收入弹性大.....	10
盈利预测.....	10
投资建议及估值.....	11
风险提示.....	12

## 图表目录

图表 1：公司主营车载扬声器系统.....	3
图表 2：公司收入及增速.....	3
图表 3：公司归母净利润及增速.....	3
图表 4：公司收入以车载扬声器为主.....	4
图表 5：公司较早进入了合资及外资车企.....	4
图表 6：电动车扬声器数量大幅增加.....	5
图表 7：车载扬声器领域公司国内和全球市占率领先（万只）.....	6
图表 8：公司盈利能力好.....	6
图表 9：公司轻资产模式.....	6
图表 10：公司原材料成本结构（%）.....	7
图表 11：公司功放等产品快速放量（万只）.....	7
图表 12：单车价值量测算（元）.....	8
图表 13：公司新接大量新势力项目.....	8
图表 14：公司前五大客户收入占比.....	8
图表 15：品牌音响系统价格较高（后装价格）.....	9
图表 16：公司募投项目分析.....	10
图表 17：公司收入拆分及预测（百万元）.....	11
图表 18：可比公司估值表.....	12

公司深耕车载音响 30 余年，全球和国内市占率领先

公司深耕车载扬声器 30 余年，全球和国内市占率领先

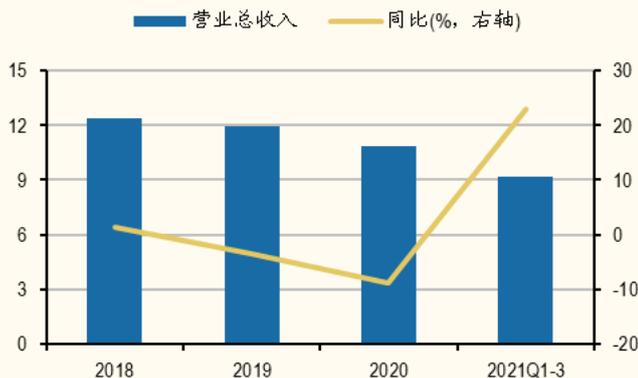
- 深耕车载扬声器 30 多年。上声电子成立于 1992 年 6 月，主营车载扬声器系统及功放、AVAS 产品（电动车声学警告系统），前身是一家成立于 1975 年的乡镇企业“吴县无线电元件一厂”。

图表 1：公司主营车载扬声器系统



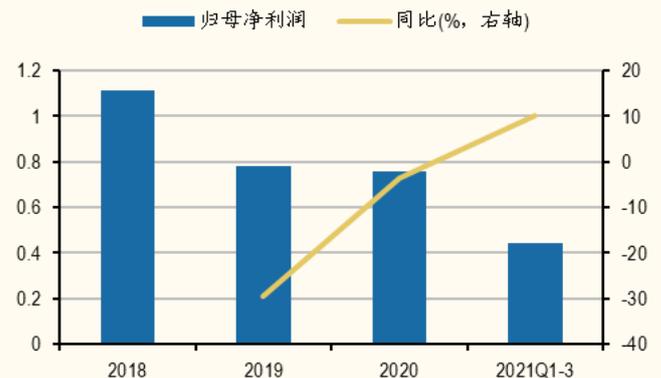
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4: 公司收入以车载扬声器为主



来源: Wind, 国金证券研究所

公司车载扬声器市占率领先, 新势力项目较多。公司车载扬声器较早就进入合资厂, 同时早在 2017 年就进入特斯拉 Model S/X 供应链, 随后进入蔚来汽车供应链, 2021 年获得理想、零跑等更多新势力订单。2019 年在车载扬声器领域全球市占率 12%, 中国市占率 20%。

图表 5: 公司较早进入了合资及外资车企



来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 产品量价齐升带来盈利弹性

#### 行业趋势: 电动车对音质要求大幅提升

- **电动车对音质要求大幅提升, 音响系统升级。**电动车没有发动机, 比燃油车安静, 对音质有更高的追求, 同时, 造车新势力也将“家庭影院”作为汽车的卖点。扬声器数量传统车用 6 个, 新势力普遍用到 12 个, 特斯拉 Model X 用 22 个, 功放、低音炮等配置也提升。

图表 6: 电动车扬声器数量大幅增加

	扬声器数量	高配	中低配
特斯拉	model3	15	8
	modely	15	15
	models	22	22
	modelx	22	22
蔚来	es8	12	7
	es6	12	7
	ec6	12	12
小鹏	p7	18	8
	p5	8	6
	g3	8	8
理想	理想 one	12	12
零跑	c11	12	6
	t03	4	2
比亚迪	汉	12	8
长安	uni-k	14	7
	uni-t	11	8
	cs75plus	8	4
长城	哈弗 H6	8	6
	坦克	9	9
	摩卡	12	12
	大狗	10	8/6
	欧拉好猫	6	4
吉利	星越 L	10	8/6
丰田	卡罗拉	6	4
	凯美瑞	9	6
奔驰	奔驰 C	5	13
	奔驰 E	8	13
	奔驰 S	15	9

来源：汽车之家，国金证券研究所

### 公司自身质地优秀，国内和全球市占率领先，毛利率较高

- 公司自身质地优秀，国内和全球市占率领先，毛利率较高。在车载扬声器领域，公司全球份额 12%左右，国内份额 20%左右，证明公司的产品具备较强的竞争力。公司毛利率约 28%，净利率约 8%，盈利能力好。公司属于轻资产模式，资本开支不大，固定资产周转率 4-5（公司 2019-2020 年固定资产周转率下滑主要是 19 年新增车载扬声器产能且 2019-2020 年收入受行业影响下滑所致）。

图表 7: 车载扬声器领域公司国内和全球市占率领先 (万只)

	2017	2018	2019
公司中国销量	3,210	2,926	2,681
中国市场容量	15,868	15,239	13,947
公司份额	20%	19%	19%
公司全球销量	6,958	6,729	6,484
全球市场容量	57,038	56,623	53,571
公司份额	12%	12%	12%
公司海外销量	3,748	3,802	3,803
海外市场容量	41,170	41,385	39,623
公司份额	9%	9%	10%

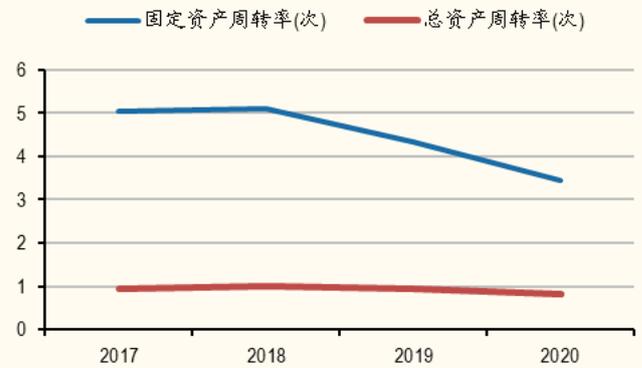
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 8: 公司盈利能力好



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 公司轻资产模式



来源: Wind, 国金证券研究所

原材料及海运费上涨, 影响短期毛利率及净利率。公司原材料中占比较大的为磁钢、音圈、塑料等, 2021 年钢铁、稀土、塑料粒子的原材料涨价及海运费涨价导致公司毛利率和净利率短期受损。

图表 10: 公司原材料成本结构 (%)

材料大类	材料名称	2017	2018	2019	2020H1
磁路系统	磁钢	17.84	14.83	16.11	16.7
	后片	7.25	8.18	8.01	8.18
	前片	4.92	5.22	4.91	4.91
	铁碗	3.13	2.91	2.94	3.13
	磁液、铜套等	0.74	0.74	0.78	0.8
振动系统	音圈	9.89	10.14	10.55	10.1
	纸盆及其组件	5.22	6.02	6.15	6.2
	定位支片	3.41	3.46	3.53	3.81
支撑辅助件	盆架	8.32	7.03	6.01	6.14
	垫棉	4.09	3.97	4.01	3.89
	接插件及其组件	3.18	3.34	3.34	3.62
	网罩等	1.28	1.4	1.51	1.62
基础材料	塑料粒子	9.37	10.44	9.95	10.12
	海绵、纸浆等	2.99	2.77	2.07	1.79
辅助材料	胶水等	6.8	6.79	7.22	6.2
包装材料	包装材料	6.37	6.08	5.96	5.76
电子类元器件	电子类元器件	1.81	3.3	2.61	4.23
其他材料	其他	3.39	3.37	4.34	2.79
总计		100	100	100	100

来源: 招股书, 国金证券研究所

### 单车价值量从 200 元提升至 1000-2000 元

- 功放等产品放量, 单车价值量从 200 元提升 1000-2000 元。2021 年上半年车载功放产品销量 5 万只, 同比增长 222%, 实现快速放量 (2019 年全年销量 2 万台); 受益于新能源汽车的高速增长, 公司 AVAS 产品产销量分别为 29.97 万只和 29.86 万只, 与上年同比分别增长 217%和 241%。功放等产品的放量, 助推公司单车价值从 200 元左右提升至 1000-2000 元。

图表 11: 公司功放等产品快速放量 (万只)

	2017	2018	2019	2020H1	2021H1
车载扬声器销量	7,045	6,823	6,610	2,289	2,932
yoy		-3%	-3%		28%
车载功放销量	0.02	1.38	2.15	1.57	5.05
yoy			56%		222%
AVAS 销量	6.74	17.68	17.6	8.76	29.86
yoy			0%		241%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 单车价值量测算(元)

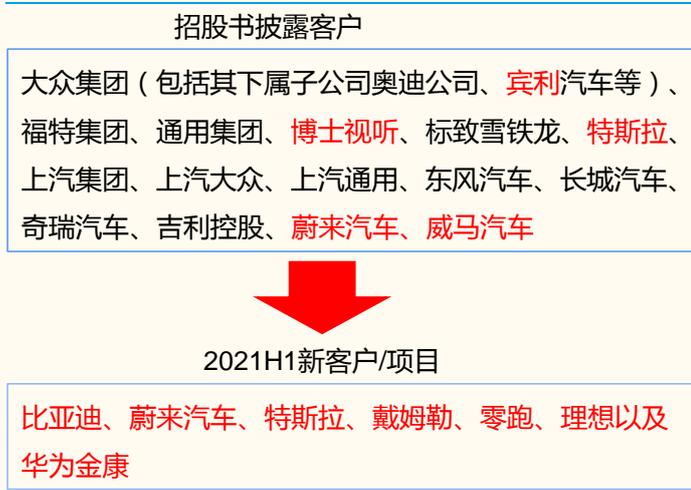
	单价	数量	单车价值量
低音扬声器	40	4	160
中音扬声器	25	4	100
高音扬声器	15	4	60
低音炮	200	1	200
功放	800	1	800
AVAS	40	2	80
			1400

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 拿下大量新势力项目, 有望实现量价齐升

- **拿下大量新势力项目, 有望实现量价提升。**公司车载扬声器产品全球市占率高, 涵盖了大部分高端主机厂包括 Bose 音响 (博士视听) 等。根据公司招股书披露 (2021 年 4 月披露), 公司的客户包括: 大众集团 (包括其下属子公司奥迪公司、宾利汽车等)、福特集团、通用集团、博士视听、标致雪铁龙、特斯拉、上汽集团、上汽大众、上汽通用、东风汽车、长城汽车、奇瑞汽车、吉利控股、蔚来汽车、威马汽车。另外, 公司 2021 年中报披露, 公司已获得比亚迪、蔚来汽车、特斯拉、戴姆勒、零跑、理想以及华为金康等知名汽车制造厂商的多个车系的新项目定点信。公司单车价值量提升, 配合新增订单, 有望实现较大弹性。

图表 13: 公司新接大量新势力项目



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 公司前五大客户收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **软硬件分离有望成为主机厂降成本的手段, 公司加速替代外资品牌。**为了提升音响系统的音质, 过去车企普遍采用品牌音响 (如丹拿、哈曼卡顿、Bose 等), 一方面音质较高, 另一方面具有品牌效应。但新势力为了降本, 采用软硬件分离的方式降低成本。特斯拉的音响系统是在外购扬声器等硬件基础上, 前 B&O 设计团队进行调音; 蔚来汽车等其他新势力也在采取类似的方式, 达到较好的音质水平的同时实现降本。

图表 15: 品牌音响系统价格较高 (后装价格)

产品	型号	备注	价格 (元)
JBL	STAGE-A3001	300W 单路功放	1639
	STAGE-A9004	4 路 90W 功放	1869
	CLUB5501	550W 单路功放	2099
	CLUB754	新品四路功放	2299
	CLUB4505	五路功放	2999
	STADIUM4	高端四路功放	3759
	丹拿	前门 4 喇叭套装	
前门 4 喇叭+DSP 功放			5364
全车 8 喇叭套装			7342
全车 8 喇叭+DSP 功放			8594
全车 8 喇叭+Pro 版 DSP 功放			10317
全车 8 喇叭+Pro 版 DSP 功放+低音			13519
全车 8 喇叭+专业功放+低音			16844
先锋	F170 同轴喇叭一对	改前门	758
	F170 二频喇叭一套	改前门	988
	二频一套+DSP 功放 50A	改前门	2398
	二频一套+200LA 超薄低音炮	改前门	2398
	二频一套+DSP 功放 50A+超薄低音炮	改前门	3838
	二频一套+DSP 功放 100A	改前门	3348
	二频一套+DSP 功放 100A+超薄低音炮	改前门	4888
	二频一套+同轴一套	改四门	1478
	二频一套+同轴一套+DSP 功放 50A	改四门	2888
	二频一套+同轴一套+DSP 功放 100A	改四门	4068
	二频一套+同轴一套+超薄低音炮	改四门	2888
	DSP 功放 50A+超薄低音炮	原车升级	3118
	DSP 功放 100A+超薄低音炮	原车升级	4168
	二频+同轴+50A 功放+超薄低音炮	改四门	4168
二频+同轴+100A 功放+超薄低音炮	改四门	5248	

来源: 京东, 国金证券研究所

- **募集资金扩充产能。**公司招股书拟募集资金 4.47 亿元, 实际募集资金净额 2.59 亿元, 拟用于扩产扬声器项目、扩产汽车电子项目等, 项目建设周期 12 个月, 投产后将新增 2500 万只车载扬声器产能和 45 万台 AVAS+功放产能 (AVAS 25 万台、功放 20 万台), 比 2019 年的产能分别增加 36%和 40%。

图表 16: 公司募投项目分析

项目名称	总投资	简介	建设期	达产后年收入 (万元)	达产后年利润 (万元)
1 扩产扬声器项目	24,728	车载扬声器生产线的扩产与升级, 建成后将形成年产 2,500 万只车载扬声器的生产	12 个月	39,550	3,699
2 扩产汽车电子项目	14,939	主体为茹声电子; 主要布局于 AVAS、车载功放及数字化扬声器芯片模组的产能优化及提升; 建成达产后年产 25 万台新能源汽车行人警示器、20 万台车用功率放大器、15 万台纯数字化扬声器芯片模组	12 个月	19,550	2,576
3 补充流动资金项目	5,000				
合计	44,667			59,100	6,275

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 智能座舱优质标的, 量价齐升收入弹性大

### 盈利预测

核心假设:

- 1、公司 2021 年中报披露, 公司已获得比亚迪、蔚来汽车、特斯拉、戴姆勒、零跑、理想以及华为金康等知名汽车制造厂商的多个车系的新项目定点信, 我们按照各个主机厂对应的销量及单车价值量测算, 其中车型销量预测方面, 结合厂商过往车型的月销量及未来新推出车型规划进行测算; 单车价值量方面, 若提供整套音响系统 (包括功放、低音炮等) 单车价值量在 1500-2000 左右; 若仅提供扬声器, 单车价值量在 300-800 元左右。
- 2、2021 年公司受钢铁、稀土、塑料粒子等原材料涨价影响, 毛利率有所下降, 2020Q3-2021Q1 毛利率分别为 28.5%/28.9%/26.0%/26.2%/25.4%, 假设 22-23 年原材料价格稳步下行, 公司各业务毛利率稳步提升。
- 3、考虑到公司收入规模快速增长, 管理费用率略有下降, 2021-2023 年管理费用率分别为 10.4%/9.0%/8.0%。

图表 17: 公司收入拆分及预测 (百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>收入按客户区分</b>							
蔚来			32	66	150	225	300
特斯拉			0	0	13	384	768
理想			0	0	0	36	144
比亚迪			45	62.4	140	280	400
华为金康			0	0	0	150	450
重点车企合计			77	128	303	1,075	2,062
其他	1,209	1,203	1,094	932	1,027	1,201	1,399
合计	1,209	1,203	1,171	1,060	1,330	2,526	3,835
yoy		0%	-3%	-9%	25%	90%	52%
<b>收入按产品区分</b>							
车载扬声器	1,203	1,178	1,143	1060	1,208	2,075	3,010
车载功放	0	11	16		87	359	672
AVAS	5	14	12		35	92	153
主营收入合计	1,209	1,203	1,171	1060	1,330	2,526	3,835
其他收入	13	36	24	28	40	40	40
总收入	1,221	1,238	1,195	1,088	1,370	2,566	3,875
yoy		1%	-4%	-9%	26%	87%	51%
<b>毛利率</b>							
车载扬声器	29.5%	28.1%	27.8%		25.0%	26.0%	26.5%
车载功放	-20.5%	30.7%	28.0%		22%	25%	25%
AVAS	15.9%	42.9%	28.1%		22%	25%	25%
其他	44.3%	53.5%	59.2%		50%	50%	50%
整体	29.6%	29.0%	28.4%	28.7%	25.5%	26.20%	26.42%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 蔚来、特斯拉、理想、比亚迪、华为金康等重点车企的收入测算, 来自配套车型的销量预测及对应单车价值量估计。

### 投资建议及估值

预计公司 2021-2023 年收入分别为 14/26/39 亿元, 对应归母净利润分别为 0.7/1.7/3.0 亿元。随着智能座舱升级, 主机厂对音响系统的要求提升, 带动音响系统从 200-300 元提升至 1000-2000 元。公司本身质地优秀, 在车载扬声器领域市占率高 (国内 20%、全球 13%), 并且功放、低音炮等产品放量, 带动单车配套价值量从 200 元左右 (只提供扬声器) 提升至 1500 元左右 (提供整个音响系统硬件)。并且公司在新势力中份额较高, 进入了绝大多数新势力的供应体系 (如特斯拉、蔚来、理想、威马、零跑、华为等) 和传统车企 (如比亚迪等), 将享受产品量价齐升带来的较大收入弹性。参考可比公司, 给予公司 2022 年 50 倍 PE, 目标市值 86 亿元, 目标价 54.26 元/股, 给予“买入”评级。

图表 18: 可比公司估值表

公司	主营	市值 (亿元)	PE			净利润 (亿元)			净利润增速					
			2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
科博达	车灯控制器	313	76	52	43	4.7	5.1	4.1	6.0	7.3	8%	-19%	46%	21%
德赛西威	汽车电子	609	85	59	49	2.9	5.2	7.2	10.3	12.5	77%	39%	44%	21%
华阳集团	HUD	235	78	55	42	0.7	1.8	3.0	4.3	5.6	143%	66%	43%	30%
恒帅股份	车用微电机	128	92	49	25	0.7	0.7	1.4	2.6	5.2	2%	109%	87%	99%
行业中位数			82	53	43									
上声电子	车载音响	63	91	36	21	0.8	0.8	0.7	1.9	3.1	-4%	-9%	181%	57%

来源: Wind, 国金证券研究所

### 风险提示

#### ■ 新势力销量不及预期

- 公司未来的一个主要的增长点来自给新势力供应的整套汽车音响系统的放量, 和新势力的销量紧密联系, 存在新势力的销量不及预期的风险。

#### ■ 原材料价格持续维持高位的风险

- 受原材料价格上涨, 公司 2021 年毛利率和净利率下滑, 若原材料价格持续高位, 则将持续影响公司的毛利率和净利率水平。

#### ■ 新能源车及传统汽车销量不及预期的风险

- 因疫情影响居民收入, 汽车购买作为大额的消费支出, 有可能受居民收入影响, 新能源车和传统汽车销量不及预期。

#### ■ 芯片缓解进程低于预期的风险

- 2021 年受芯片短缺的影响, 主机厂二季度的生产同比出现下滑, 虽然现在芯片在逐步缓解过程中, 但仍存在芯片缓解进程低于预期的风险。

#### ■ 限售股解禁风险

- 2022-2024 年, 公司首发战略配售股东、首发原始股东解禁, 解禁股份数量分别占总股本的 2.5%/1.25%/75%。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,238</b>	<b>1,195</b>	<b>1,088</b>	<b>1,370</b>	<b>2,566</b>	<b>3,875</b>	货币资金	346	437	405	498	578	622
增长率		-3.5%	-8.9%	25.9%	87.4%	51.0%	应收款项	337	340	354	449	733	1,048
<b>主营业务成本</b>	<b>-879</b>	<b>-855</b>	<b>-776</b>	<b>-1,021</b>	<b>-1,894</b>	<b>-2,851</b>	存货	153	155	177	224	415	625
%销售收入	71.0%	71.6%	71.3%	74.5%	73.8%	73.6%	其他流动资产	18	18	33	231	242	252
<b>毛利</b>	<b>359</b>	<b>339</b>	<b>312</b>	<b>349</b>	<b>672</b>	<b>1,024</b>	流动资产	855	950	969	1,402	1,968	2,547
%销售收入	29.0%	28.4%	28.7%	25.5%	26.2%	26.4%	%总资产	72.4%	71.0%	71.5%	76.5%	74.4%	77.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>-31</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	251	345	335	383	627	697
<b>销售费用</b>	<b>-39</b>	<b>-46</b>	<b>-20</b>	<b>-26</b>	<b>-49</b>	<b>-74</b>	%总资产	21.3%	25.8%	24.7%	20.9%	23.7%	21.1%
%销售收入	3.1%	3.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	34	41	45	47	49	51
<b>管理费用</b>	<b>-123</b>	<b>-124</b>	<b>-113</b>	<b>-142</b>	<b>-231</b>	<b>-310</b>	非流动资产	325	388	387	430	676	748
%销售收入	9.9%	10.4%	10.4%	10.4%	9.0%	8.0%	%总资产	27.6%	29.0%	28.5%	23.5%	25.6%	22.7%
<b>研发费用</b>	<b>-50</b>	<b>-60</b>	<b>-61</b>	<b>-78</b>	<b>-146</b>	<b>-221</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,180</b>	<b>1,338</b>	<b>1,356</b>	<b>1,832</b>	<b>2,644</b>	<b>3,295</b>
%销售收入	4.0%	5.0%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	短期借款	251	309	331	402	715	757
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>136</b>	<b>100</b>	<b>108</b>	<b>92</b>	<b>226</b>	<b>388</b>	应付款项	245	262	253	318	617	928
%销售收入	11.0%	8.4%	9.9%	6.7%	8.8%	10.0%	其他流动负债	78	77	55	83	159	243
<b>财务费用</b>	<b>4</b>	<b>-7</b>	<b>-28</b>	<b>-31</b>	<b>-35</b>	<b>-36</b>	流动负债	575	648	640	802	1,491	1,928
%销售收入	-0.3%	0.6%	2.6%	2.3%	1.3%	0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	2	2	2	1	3	4
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	577	650	641	804	1,493	1,932
<b>投资收益</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>601</b>	<b>686</b>	<b>713</b>	<b>1,027</b>	<b>1,149</b>	<b>1,362</b>
%税前利润	n.a	n.a	n.a	18.8%	3.9%	0.0%	其中：股本	120	120	120	160	160	160
<b>营业利润</b>	<b>136</b>	<b>94</b>	<b>87</b>	<b>81</b>	<b>204</b>	<b>357</b>	未分配利润	5	78	98	146	268	480
%营业利润率	11.0%	7.9%	8.0%	5.9%	8.0%	9.2%	少数股东权益	1	1	1	1	1	1
<b>营业外收支</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,180</b>	<b>1,338</b>	<b>1,356</b>	<b>1,832</b>	<b>2,644</b>	<b>3,295</b>
<b>税前利润</b>	<b>134</b>	<b>91</b>	<b>87</b>	<b>81</b>	<b>204</b>	<b>357</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	10.8%	7.6%	8.0%	5.9%	8.0%	9.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-23</b>	<b>-13</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-31</b>	<b>-54</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.9%	14.0%	12.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.928	0.653	0.629	0.433	1.085	1.897
<b>净利润</b>	<b>111</b>	<b>78</b>	<b>76</b>	<b>69</b>	<b>174</b>	<b>304</b>	每股净资产	5.012	5.720	5.944	6.421	7.183	8.514
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.216	1.169	0.740	0.389	0.928	1.828
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>111</b>	<b>78</b>	<b>76</b>	<b>69</b>	<b>174</b>	<b>304</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.326	0.569
净利率	9.0%	6.6%	6.9%	5.1%	6.8%	7.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	18.52%	11.42%	10.59%	6.74%	15.11%	22.28%
							总资产收益率	9.44%	5.86%	5.57%	3.78%	6.57%	9.21%
							投入资本收益率	13.21%	8.63%	9.03%	5.46%	10.29%	15.57%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	1.40%	-3.54%	-8.92%	25.90%	87.35%	51.00%
							EBIT增长率	-11.51%	-26.31%	8.15%	-15.06%	145.58%	72.02%
							净利润增长率	-51.96%	-29.62%	-3.64%	-8.35%	150.87%	74.78%
							总资产增长率	-9.67%	13.40%	1.38%	35.13%	44.28%	24.63%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	79.9	81.8	91.5	90.0	80.0	80.0
							存货周转天数	58.9	65.6	78.0	80.0	80.0	80.0
							应付账款周转天数	88.5	82.4	99.4	80.0	99.0	99.0
							固定资产周转天数	71.3	94.8	107.4	87.6	67.2	55.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-15.65%	-18.59%	-11.58%	-28.72%	-5.37%	-4.70%
							EBIT利息保障倍数	-35.9	13.4	3.8	3.0	6.5	10.7
							资产负债率	48.90%	48.60%	47.30%	43.86%	56.48%	58.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402