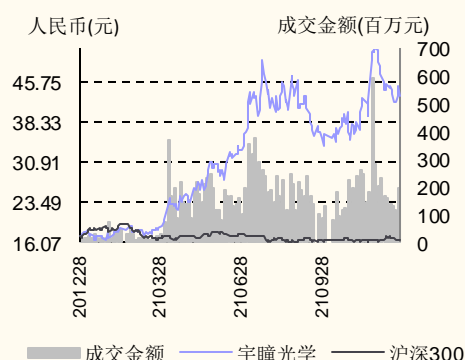


市场价格(人民币): 43.15元  
 目标价格(人民币): 55.00-55.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.25
已上市流通A股(亿股)	1.08
总市值(亿元)	96.98
年内股价最高最低(元)	51.94/16.41
沪深300指数	4921
创业板指	3297



相关报告

- 《业绩符合预期, 车载镜头进展顺利-宇瞳光学三季报点评》, 2021.10.27
- 《安防需求旺盛+稼动率提升, 助力业绩高增-宇瞳光学中报点评》, 2021.8.19
- 《安防镜头龙头, 消费级监控打造第二成长曲线-宇瞳光学深度报告》, 2021.8.5

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003 (8621)61038318 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004 liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003 dengxiaolu@gjzq.com.cn

车载镜头进展顺利, 预计 2022 年快速放量

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,231	1,471	2,151	2,559	3,124
营业收入增长率	23.39%	19.53%	46.20%	18.96%	22.06%
归母净利润(百万元)	103	127	275	330	415
归母净利润增长率	5.45%	22.56%	117.01%	19.85%	25.88%
摊薄每股收益(元)	0.905	0.603	1.309	1.569	1.975
每股经营性现金流净额	2.54	0.10	1.65	2.11	2.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.68%	9.88%	19.00%	20.04%	21.91%
P/E	47.52	30.22	33.08	27.60	21.92
P/B	4.13	2.99	6.29	5.53	4.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 安防行业进入去库存周期, 景气度边际趋弱。1) 从存货绝对值来看, 2021年 Q3 海康威视存货达 191 亿元、同增 71%、环增 26%, 大华股份存货达 83 亿元、同增 62%、环增 13%。从存货与营业成本的比值来看, 海康威视、大华股份存货与营业成本的比值达 164%、171%, 同比、环比大幅攀升。2) 从存货明细来看, 2021 年 H1 海康威视存货中存货商品、原材料同增 57%、35%, 大华股份存货中存货商品、原材料同增 61%、89%。3) 我们认为安防企业库存高企主要系此前受缺芯影响大量囤积原材料、产成品, 预计伴随需求增速回落, 安防行业进入去库存周期。
- 车载前装镜头进展顺利, 预计 2022 年快速放量。1) 我们预计 2025 年车载镜头市场规模超 300 亿元、远超安防镜头市场规模 (100 亿)。公司目前已有后装产品出货, 公司兼具玻璃镜片、塑料镜片制作工艺, 且和海康、华为、大华安防部门合作多年, 未来有望快速导入车载市场。2) 8 月公司公告出资 5000 万元设立全资子公司宇瞳汽车视觉, 重点布局车载镜头。3) 11 月公司公告股权激励计划, 解锁条件为 2022、2023、2024 年净利相较于 2021 年同增 10%、20%、30%, 车载前装镜头销售额不低于 300 万元、3600 万元、11000 万元。2021~2024 年计提管理费用 0.08、0.66、0.47、0.24 亿元。4) 公司计划首推 360 环视产品, 研发生产难度相对较低, 360 产品通用性较好, 有利于较快导入客户。目前接触十余家潜在客户, 我们预计公司将于 2022 年 1 月完成产品开发、下半年进入车载前装量产阶段。

投资建议

- 考虑安防景气周期边际趋弱、股权激励费用计提, 我们下调公司 2021~2023 年业绩为 2.8、3.3、4.2 亿元, 同增 117%、20%、26%, 下调幅度为 16%、16%、16%。给予公司 2022 年 35 x PE, 目标价 55 元, 给予“买入”评级。

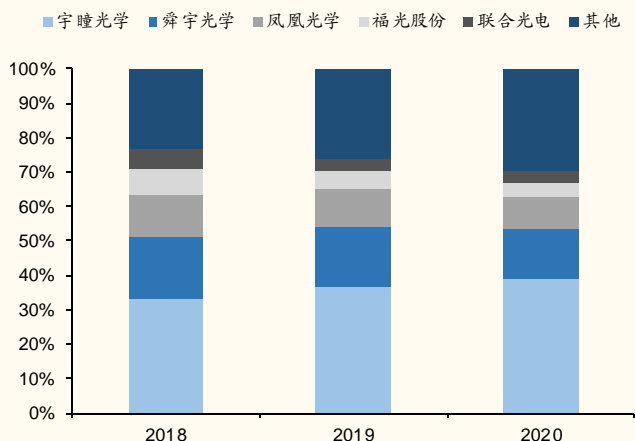
风险提示

- 传统安防需求不及预期、消费类镜头增长不及预期、高端镜头市场拓展不及预期、市场竞争加剧、客户相对集中。

## 一、安防行业需求边际弱化，安防镜头行业龙头增速承压

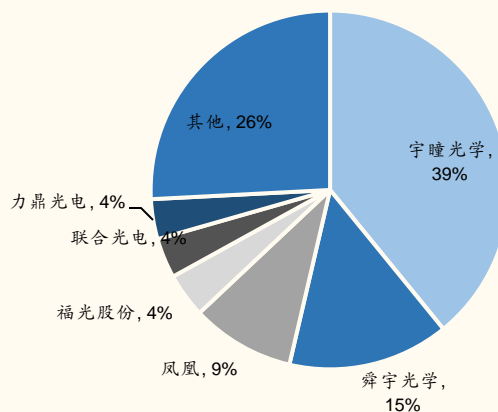
- 公司是安防镜头行业龙头，市占率近 40%。1) 2020 年全球安防镜头市场 CR6 为 74%，较去年下降 5pct。公司是全球安防镜头龙头，市占率第一、2020 年达到 39%，较去年提升 3pct。2) 2020 年全球安防镜头销量达 3.75 亿件，同比增长 20%，预计未来伴随小微企业、农村专业安防需求放量，消费安防镜头快速增长，预计 2024 年全球安防镜头年出货量将达到 5 亿颗，四年 CAGR 为 7.5%。2019 年全球安防监控镜头市场规模为 10 亿美元，预计 2023 年市场规模达到 14 亿美元，四年 CAGR 为 7.5%。

图表 1：公司安防镜头市场份额逐年提升



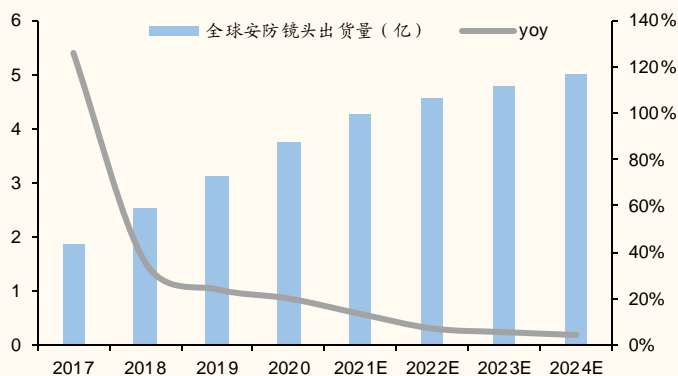
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：全球安防镜头竞争格局



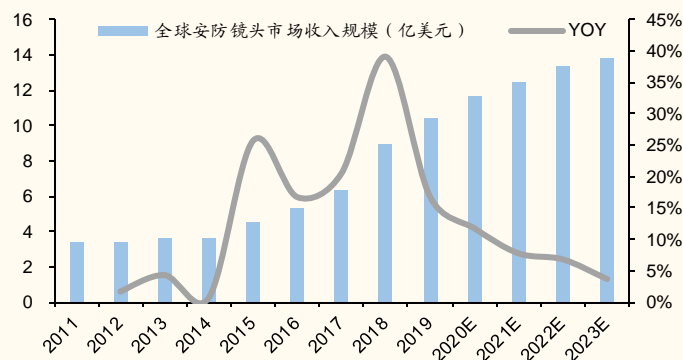
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：全球安防镜头出货量保持增长态势



来源：公司公告，国金证券研究所

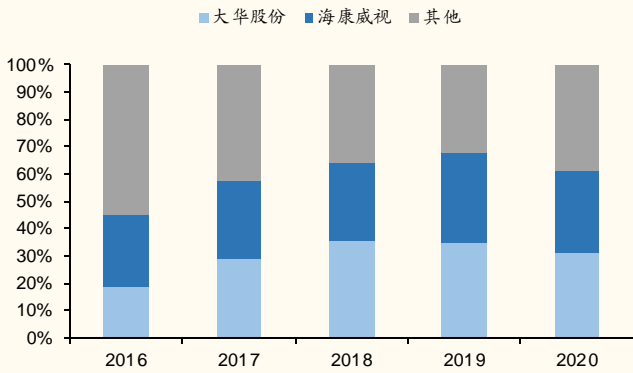
图表 4：全球安防镜头市场规模将继续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

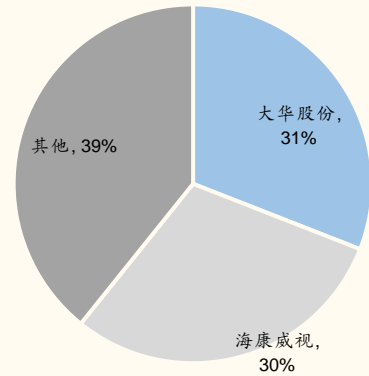
- 公司前两大客户为安防龙头海康、大华，收入占比超 60%。海康、大华在全球安防摄像机市占率超 40%，是安防行业的龙头。2020 年海康、大华为公司贡献收入达 4.4、4.6 亿元，二者占比达 61%，自 2017~2020 年海康、大华营收贡献稳定在 60%的水平。

图表 5: 公司收入结构: 按客户划分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 公司收入结构: 按客户划分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 安防行业进入去库存周期, 景气度边际趋弱。1) 从存货绝对值来看, 2021 年 Q3 海康威视存货达 191 亿元、同增 71%、环增 26%, 大华股份存货达 83 亿元、同增 62%、环增 13%。2) 从存货与营业成本的比值来看, 海康威视、大华股份存货与营业成本的比值达 164%、171%, 同比、环比均大幅增加。3) 从存货明细来看, 2021 年 H1 海康威视存货中存货商品、原材料同增 57%、35%, 大华股份存货中存货商品、原材料同增 61%、89%。4) 我们认为安防企业库存高企主要系此前受缺芯影响大量囤积原材料、产成品, 预计伴随需求增速回落, 安防行业进入去库存周期。

图表 7: 海康威视、大华股份存货大幅增长

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
<b>存货 (亿元)</b>											
海康威视	59	86	98	113	125	112	112	115	133	151	191
大华股份	30	34	41	38	49	45	51	49	61	73	83
<b>存货 YOY</b>											
海康威视	10%	56%	70%	97%	113%	30%	13%	2%	7%	35%	71%
大华股份	-18%	-1%	2%	26%	64%	34%	26%	28%	24%	63%	62%
<b>营业成本 (亿元)</b>											
海康威视	55	74	85	98	50	72	98	120	74	108	116
大华股份	27	37	33	57	18	33	38	63	30	49	49
<b>营业成本 YOY</b>											
海康威视	7%	14%	21%	11%	-10%	-2%	15%	22%	50%	49%	19%
大华股份	23%	-7%	-2%	7%	-35%	-11%	17%	10%	70%	47%	28%
<b>存货/营业成本比例</b>											
海康威视	107%	117%	116%	115%	251%	155%	114%	96%	179%	140%	164%
大华股份	110%	90%	125%	67%	276%	135%	134%	79%	202%	150%	171%

来源: wind, 国金证券研究所

## 二、车载镜头空间广阔, 打开公司第二成长曲线

- 预计 2025 年单车搭载摄像头数量达 8 颗, 车载镜头市场规模超 330 亿元, CAGR 超 37%。1) 车载摄像头是自动驾驶中必不可少的传感器, 高级别自动驾驶推动摄像头量价齐升。目前主流自动驾驶级别在 L2~L3 阶段之间, 一般搭载 3~13 颗摄像头。L4、L5 级别自动驾驶 ADAS 系统尚在研发阶段, 一般需要搭载 13 颗以上摄像头。2) 根据 TSR, 2020 年全球车载摄像头

出货量达 1.65 亿颗、过去十年 CAGR 达 30%，单车搭载摄像头数量达 2.1 颗。3) 我们参考智能手机渗透速度，2010 年智能手机渗透率从 19% 提升至 2015 年的 74%。预计 L2 渗透率从 2020 年的 18% 提升至 2025 年的 75%。我们假设 2017 年 L2 及以上单车搭载摄像头数量为 3 颗、此后每年单车搭载摄像头数量以 15% 的速度增长、2025 年单车搭载摄像头数量达 9 颗，目前部分新势力单车搭载数量达 13 颗。我们假设 2017 年 L1 及以下单车搭载摄像头数量为 1 颗、此后每年单车搭载摄像头数量以 20% 的速度增长、2025 年单车搭载摄像头数量达 4 颗。预计 2025 年单车搭载摄像头数量达 8 颗。

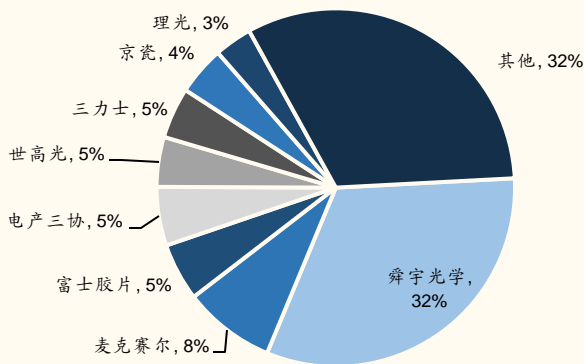
图表 8: 预计 2025 年单车搭载摄像头数量达 8 颗

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球 L2 及以上渗透率	15%	15%	17%	18%	25%	40%	55%	70%	75%
全球 L1 及以下渗透率	85%	85%	83%	82%	75%	60%	45%	30%	25%
L2 及以上单车摄像头数量	3.0	3.45	3.97	4.56	5.25	6.03	6.94	7.98	9.18
L1 及以下单车摄像头数量	1.0	1.20	1.44	1.73	2.07	2.49	2.99	3.58	4.30
单车搭载摄像头数量 (预测值)	1.3	1.5	1.9	2.2	2.9	3.9	5.2	6.7	8.0
单车搭载摄像头数量 (实际值)	1.2	1.5	1.9	2.1					

来源: yole, 国金证券研究所

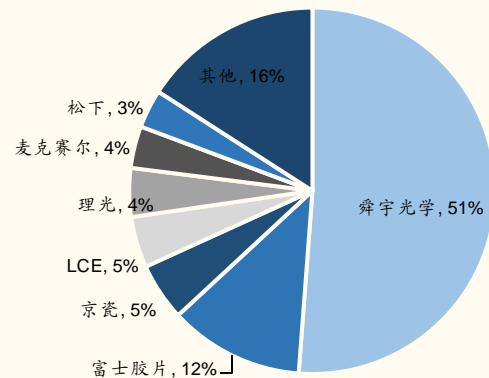
- 车载摄像头镜头市场格局呈现出“一超多强”局面，舜宇光学是绝对领军者。
  - 1) 2020 年舜宇光学出货量位居第一，市场占有率超 30%，日本麦克赛尔、日本电产三协、日本富士胶片、韩国世高光位居二至五位。得益于本国汽车工业发达、日本企业占比较高，份额前八厂商中，日本厂商占据 5 席。
  - 2) 在规格、壁垒更高的 ADAS 镜头中，舜宇光学一骑绝尘，市占率超 50%。
  - 3) 车载镜头具有较高的技术壁垒，产品通常需要配合传感器芯片进行参数调整，经过 1-2 年研发周期后交货给 Tier1 组装，并经过车厂上路验证 1-2 年通过后方可供货，认证周期 3-5 年，客户粘性较强，头部企业先发优势稳固。

图表 9: 2020 年车载摄像头镜头市场格局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 2020 年车载感知类摄像头镜头市场格局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司车载前装镜头进展顺利，预计 2022 年快速放量。
  - 1) 公司目前已有后装产品出货，公司兼具玻璃镜片、塑料镜片制作工艺，且和海康、华为、大华安防部门合作多年，未来有望快速导入车载市场。
  - 2) 8 月公司公告出资 5000 万元设立全资子公司宇瞳汽车视觉，重点布局车载镜头。
  - 3) 11 月公司公布股权激励计划，解锁条件为 2022、2023、2024 年净利相较于 2021 年同增 10%、20%、30%，车载前装镜头销售额不低于 300 万元、3600 万元、11000 万元。2021~2024 年计提管理费用 0.08、0.66、0.47、0.24 亿元。
  - 4) 公司计划首推 360 环视产品，研发生产难度相对较低，360

产品通用性较好，有利于较快导入客户。目前接触十余家潜在客户，我们预计公司将于 2022 年 1 月完成产品开发、下半年进入车载前装量产阶段。

### 三、盈利预测与估值

- 预计公司 2021~2023 年营收为 22、26、31 亿元，同增 46%、19%、22%。
  - **传统定焦镜头业务：**2018、2019、2020 年公司收入同增 30%、23%、20%，近年来公司收入高增主要系安防镜头行业持续扩容，2019、2020 年全球安防镜头出货量分别同增 24%、20%，同时公司持续加码定焦、小倍率变焦安防镜头，2019、2020 年公司定焦镜头出货量分别同增 27%、35%，定焦镜头市占率分别为 37%、41%，公司市占率持续攀升。预计 2021 年安防行业需求回暖、叠加公司市占率提升，预计公司 2021~2023 年出货量同增 25%、10%、15%。考虑 2021 年受缺芯影响、公司产品结构偏高端，预计 2021 年公司单价不变，假设 2022、2023 年公司产品价格每年年降 3%。考虑公司 2021 年稼动率提升、毛利率提升至 21%，2022、2023 年维持在同一水平。
  - **传统变焦镜头业务：**小倍率变焦镜头市场成长较快，公司市占率较高，预计将充分受益；公司对于大倍率变焦镜头进行了技术储备，预计未来将逐步导入客户，届时将为公司贡献可观营收。预计 2021~2023 年公司出货量同增 30%、20%、25%。考虑伴随产品规格升级，公司变焦产品单价逐年提升 5%。考虑公司 2021 年稼动率提升、毛利率提升至 35%，2022、2023 年维持在同一水平。
  - **消费类镜头业务：**消费类安防产品逐渐起量，IDC 预计 2020-2024 年家庭安全监控产品（家庭监控摄像头、可视门铃、智能猫眼等）出货量 CAGR 达 36.9%，预计下游客户的芯片供给充沛后将加大消费类安防产品出货，由于消费类产品所用镜头以定焦、1080P 为主，公司的龙头优势显著。预计 2021~2023 年消费类镜头业务营收分别为 3.84、5.38、6.99 亿元，分别同增 284%、40%、30%。考虑消费类镜头以 2-4MP 定焦镜头为主，毛利率与传统定焦镜头趋同，预计维持在 20%。
  - **预计公司 2021~2023 年归母业绩为 2.8、3.3、4.2 亿元，分别同增 117%、20%、26%。**1) 考虑公司经营稳定，规模持续扩大，预计 2021 年销售费率较 2020 年略微下降，后续保持平稳，预计 2021~2023 年公司销售费率维持在 0.7%，2) 考虑公司 2021~2024 年股权激励计提管理费用 0.08、0.66、0.47、0.24 亿元，预计管理费率先降后升，为 3.7%、3.8%、3.8%。3) 考虑公司加大车载业务研发支出，预计 2021~2023 年公司研发费率提升至 5.5%。

图表 11：预计公司 2021~2023 年营收同增 46%、19%、22%

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总计</b>						
营业收入	9.98	12.31	14.71	21.51	25.59	31.24
YOY		23%	20%	46%	19%	22%
营业成本	7.73	9.58	11.51	16.11	19.11	23.23
毛利	2.25	2.73	3.20	5.40	6.48	8.01
毛利率	23%	22%	22%	25.1%	25.3%	25.6%
<b>1.传统安防镜头业务</b>						
营业收入	9.73	11.97	13.13	16.96	19.37	23.23
YOY		23%	10%	29%	14%	20%
毛利	2.20	2.62	2.92	4.50	5.24	6.42
毛利率	23%	22%	22%	27%	27%	28%
<b>1.1 定焦镜头业务</b>						
营业收入	6.05	7.36	8.33	10.41	11.11	12.39

YOY		22%	27%	25%	7%	12%
毛利	1.23	1.27	1.43	2.21	2.36	2.63
毛利率	20%	17%	17%	21.2%	21.2%	21.2%
<b>1.2 变焦镜头业务</b>						
营业收入	3.68	4.61	4.80	6.55	8.26	10.84
YOY		4%	4%	37%	26%	31%
毛利	0.97	1.35	1.49	2.29	2.89	3.79
毛利率	26%	29%	31%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>2.消费类镜头业务</b>						
营业收入	—	—	1.00	3.84	5.38	6.99
YOY		—	—	284%	40%	30%
毛利	—	—	0.16	0.77	1.08	1.40
毛利率	—	—	16%	20%	20%	20%
<b>3.其他业务</b>						
营业收入	0.24	0.34	0.59	0.71	0.85	1.02
YOY		42%	74%	20%	20%	20%
毛利	0.05	0.11	0.11	0.13	0.16	0.19
毛利率	21%	32%	19%	19%	19%	19%

来源: wind, 国金证券研究所

- 我们选取光学行业上市公司舜宇光学科技、联创电子、永新光学、联合光电作为公司可比公司。给予公司 2022 年 35×PE，目标价 55 元，给予“买入”评级。

**图表 12: 采取 PE 估值, 给予目标价 55 元**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
2382.HK	舜宇光学科技	207	2277	4.45	5.29	6.49	8.09	46	39	32	26
002036.SZ	联创电子	24	251	0.16	0.32	0.48	0.67	151	75	49	35
603297.SH	永新光学	104	115	1.46	2.13	2.27	2.98	71	49	46	35
300691.SZ	联合光电	23	52	0.22	0.45	0.61	0.88	105	52	38	26
	行业平均							93	54	41	31
300790.SZ	宇瞳光学	42.73	90	0.60	1.31	1.57	1.98	71	33	27	22

来源: wind, 国金证券研究所

## 六、风险提示

- **传统安防需求不及预期:** 我们的盈利预测基于未来三年安防行业出货量复合增速达 9%，未来若安防需求不及预期，将对公司营收、业绩造成影响。
- **消费类镜头增长不及预期:** 2021 年公司消费级产品快速放量，但由于缺芯影响、公司消费级产品出货或受一定影响。
- **大变焦镜头市场拓展不及预期:** 公司已形成大倍率变焦镜头技术储备、并开始出货，未来若公司大变焦产品进展低于预期、将对公司营收、业绩造成影响。
- **市场竞争加剧:** 公司为定焦、小倍率变焦镜头行业龙头，若未来其他企业发动价格战抢占公司份额，将对公司营收、业绩造成影响。
- **客户相对集中:** 公司前两大客户销售额占比超 60%，若未来大客户经营状况恶化或与公司业务关系发生重大不利变化，将对公司营收、业绩造成影响。

**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>998</b>	<b>1,231</b>	<b>1,471</b>	<b>2,151</b>	<b>2,559</b>	<b>3,124</b>	货币资金	36	157	224	175	206	252
增长率		23.4%	19.5%	46.2%	19.0%	22.1%	应收款项	314	436	725	811	943	1,128
<b>主营业务成本</b>	<b>-773</b>	<b>-958</b>	<b>-1,151</b>	<b>-1,611</b>	<b>-1,911</b>	<b>-2,323</b>	存货	258	257	371	530	628	764
%销售收入	77.5%	77.8%	78.2%	74.9%	74.7%	74.4%	其他流动资产	21	348	25	33	34	35
<b>毛利</b>	<b>225</b>	<b>273</b>	<b>320</b>	<b>540</b>	<b>648</b>	<b>801</b>	流动资产	628	1,199	1,344	1,549	1,811	2,178
%销售收入	22.5%	22.2%	21.8%	25.1%	25.3%	25.6%	%总资产	48.7%	56.5%	49.3%	47.0%	50.2%	54.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	长期投资	47	81	123	123	123	123
%销售收入	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定投资	535	643	1,056	1,351	1,401	1,431
<b>销售费用</b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>	<b>-22</b>	%总资产	41.5%	30.3%	38.7%	41.0%	38.8%	35.7%
%销售收入	1.4%	1.4%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	76	112	113	116	118	120
<b>管理费用</b>	<b>-37</b>	<b>-53</b>	<b>-57</b>	<b>-80</b>	<b>-97</b>	<b>-119</b>	非流动资产	662	923	1,383	1,746	1,798	1,830
%销售收入	3.7%	4.3%	3.9%	3.7%	3.8%	3.8%	%总资产	51.3%	43.5%	50.7%	53.0%	49.8%	45.7%
<b>研发费用</b>	<b>-39</b>	<b>-60</b>	<b>-75</b>	<b>-118</b>	<b>-141</b>	<b>-172</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,290</b>	<b>2,122</b>	<b>2,727</b>	<b>3,294</b>	<b>3,609</b>	<b>4,008</b>
%销售收入	3.9%	4.9%	5.1%	5.5%	5.5%	5.5%	短期借款	133	348	447	672	628	555
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>129</b>	<b>136</b>	<b>171</b>	<b>321</b>	<b>385</b>	<b>479</b>	应付款项	312	495	644	810	960	1,167
%销售收入	12.9%	11.1%	11.6%	14.9%	15.0%	15.3%	其他流动负债	34	35	44	55	66	81
<b>财务费用</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>	<b>-26</b>	<b>-24</b>	流动负债	480	878	1,135	1,537	1,654	1,803
%销售收入	2.1%	1.8%	1.7%	1.1%	1.0%	0.8%	长期贷款	98	0	271	271	271	271
<b>资产减值损失</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	其他长期负债	98	52	39	39	39	39
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	676	930	1,444	1,847	1,964	2,113
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>614</b>	<b>1,191</b>	<b>1,282</b>	<b>1,448</b>	<b>1,645</b>	<b>1,894</b>
%税前利润	0.1%	1.2%	4.4%	2.2%	2.1%	1.9%	其中：股本	86	114	210	210	210	210
<b>营业利润</b>	<b>109</b>	<b>116</b>	<b>147</b>	<b>313</b>	<b>375</b>	<b>472</b>	未分配利润	208	301	374	539	737	986
<b>营业利润率</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.0%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.6%</b>	<b>15.1%</b>	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,290</b>	<b>2,122</b>	<b>2,727</b>	<b>3,294</b>	<b>3,609</b>	<b>4,008</b>
<b>税前利润</b>	<b>112</b>	<b>115</b>	<b>146</b>	<b>313</b>	<b>375</b>	<b>472</b>	<b>比率分析</b>						
<b>利润率</b>	<b>11.2%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.9%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.6%</b>	<b>15.1%</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-14</b>	<b>-12</b>	<b>-19</b>	<b>-38</b>	<b>-45</b>	<b>-57</b>	<b>每股指标</b>						
<b>所得税率</b>	<b>12.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	每股收益	1.144	0.905	0.603	1.309	1.569	1.975
<b>净利润</b>	<b>98</b>	<b>103</b>	<b>127</b>	<b>275</b>	<b>330</b>	<b>415</b>	每股净资产	7.167	10.424	6.104	6.889	7.830	9.015
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	0.501	2.544	0.103	1.646	2.106	2.453
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>98</b>	<b>103</b>	<b>127</b>	<b>275</b>	<b>330</b>	<b>415</b>	每股股利	0.300	0.300	0.300	0.524	0.628	0.790
<b>净利率</b>	<b>9.8%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.6%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.3%</b>	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	15.97%	8.68%	9.88%	19.00%	20.04%	21.91%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.60%	4.87%	4.65%	8.35%	9.13%	10.36%
							投入资本收益率	13.36%	7.93%	7.45%	11.81%	13.30%	15.51%
<b>净利润</b>	<b>98</b>	<b>103</b>	<b>127</b>	<b>275</b>	<b>330</b>	<b>415</b>	<b>增长率</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	29.57%	23.39%	19.53%	46.20%	18.96%	22.06%
<b>非现金支出</b>	<b>55</b>	<b>77</b>	<b>114</b>	<b>119</b>	<b>165</b>	<b>186</b>	EBIT增长率	50.84%	5.63%	25.76%	87.24%	19.84%	24.66%
<b>非经营收益</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>17</b>	<b>30</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	净利润增长率	41.50%	5.45%	22.56%	117.01%	19.85%	25.88%
<b>营运资金变动</b>	<b>-137</b>	<b>87</b>	<b>-236</b>	<b>-78</b>	<b>-73</b>	<b>-101</b>	总资产增长率	30.71%	64.46%	28.51%	20.81%	9.56%	11.04%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>43</b>	<b>291</b>	<b>22</b>	<b>346</b>	<b>442</b>	<b>515</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-209</b>	<b>-372</b>	<b>-644</b>	<b>-479</b>	<b>-215</b>	<b>-215</b>	应收账款周转天数	76.2	82.7	112.0	112.0	112.0	112.0
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-335</b>	<b>336</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	116.6	98.0	99.5	120.0	120.0	120.0
<b>其他</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	应付账款周转天数	127.1	114.5	139.4	140.0	140.0	140.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-201</b>	<b>-702</b>	<b>-302</b>	<b>-472</b>	<b>-207</b>	<b>-206</b>	固定资产周转天数	158.0	158.9	174.3	220.1	192.1	160.9
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>488</b>	<b>45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>130</b>	<b>129</b>	<b>395</b>	<b>226</b>	<b>-44</b>	<b>-73</b>	净负债/股东权益	31.76%	16.03%	38.47%	53.03%	42.10%	30.30%
<b>其他</b>	<b>47</b>	<b>-92</b>	<b>-111</b>	<b>-148</b>	<b>-160</b>	<b>-191</b>	EBIT利息保障倍数	6.1	6.3	7.0	13.6	15.0	20.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>176</b>	<b>525</b>	<b>329</b>	<b>78</b>	<b>-205</b>	<b>-263</b>	资产负债率	52.39%	43.85%	52.97%	56.06%	54.41%	52.73%
<b>现金净流量</b>	<b>18</b>	<b>114</b>	<b>49</b>	<b>-49</b>	<b>31</b>	<b>46</b>							

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	0	1	1	4	12
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.50	1.20	1.00

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-05	买入	41.12	57.00 ~ 57.00
2	2021-08-19	买入	42.49	57.00 ~ 57.00
3	2021-10-27	买入	40.04	57.00 ~ 57.00

来源：国金证券研究所



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