

# 华依科技（688071.SH）

## 汽车动力测试领域的龙头供应商

**买入**

### 核心观点

**专注汽车动力总成测试行业，产品、服务国内领先。**公司的主要产品为汽车动力总成下线测试设备与测试服务。测试设备可覆盖燃油发动机、变速箱、涡轮增压器、水油泵、以及新能源动力总成，毛利率 40% 左右；测试服务在公司自有实验室中进行，毛利率约 50%。

**公司核心竞争力：设备性价比高，服务成长性强。**在设备端，技术上，公司成功自研了发动机冷试设备，打破外商垄断，起草了国家冷试行业标准。公司产品各项参数均已达到国际水平且价格优势明显，容易实现进口替代。**测试服务上**，公司与主机厂具有多年合作经验，且公司在设备领域多年的深耕使得公司充分了解测试服务需求，叠加设备自有，可以在测试服务商获取超额利润。我们认为随着新能源车型的快速推出以及车企在推新时的节奏加快，未来测试服务将成为带动公司规模增长的核心看点之一。

**开启惯性测试单元开发，把握智能驾驶机遇。**在智能驾驶水平逐步提升的背景下，惯性测试单元 IMU 与卫星定位、视觉定位等组成系统，将填补卫星与视觉在加速度、角速度位移测量上的盲区，2022 年起行业有望迎来蓬勃发展。公司 2019 年启动惯性测量单元的研发，为国内较早开启 IMU 研发的公司之一，IMU 模块 2022 年起有望成为公司的全新发力点。

**首次覆盖给予“买入”评级：**预计公司 2021-2023 年净利润分别为 0.67、1.06、1.53 亿，对应当前市值 PE 分别 47x、30x、21x，公司 21-23 年归母净利润复合增速 54%，我们认为公司合理市值对应未来三年 PEG 在 0.7-0.75x 较为合理，给予 2022 年 38-40.5xPE，市值在 40.3-42.9 亿元之间，相对于公司目前股价有 26.8-35.1% 溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**汽车行业增速不及预期；利润率受到市场竞争影响；产能扩张不及预期；惯导元件研发投产进度慢于预期。

盈利预测和财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	296	302	388	531	723
(+/-%)	44.7%	2.0%	28.6%	36.8%	36.1%
净利润(百万元)	39	42	67.08	105.98	152.53
(+/-%)	346.7%	8.1%	60.2%	58.0%	43.9%
每股收益(元)	0.71	0.57	0.92	1.45	2.09
EBIT Margin	28.1%	29.7%	25.1%	27.0%	28.3%
净资产收益率 (ROE)	22.8%	19.7%	26.1%	31.6%	34.2%
市盈率 (PE)	61.7	76.1	47.5	30.1	20.9
EV/EBITDA	28.7	33.4	31.3	22.0	16.0
市净率 (PB)	14.06	15.03	12.43	9.51	7.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 中小盘·中小盘 II

**证券分析师：黄盈**

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

**证券分析师：姜明**

021-60933128

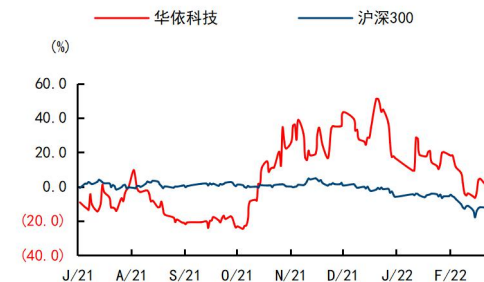
jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

#### 基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	55.30 - 58.90 元
收盘价	43.76 元
总市值/流通市值	3194/656 百万元
52 周最高价/最低价	67.88/31.03 元
近 3 个月日均成交额	30.38 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

公司概况：汽车动力测试领域的龙头供应商.....	5
公司历史：成立以来专注于汽车动力测试设备生产与服务.....	5
股权结构.....	5
公司主要产品/服务：动力总成智能测试设备与测试服务.....	6
客户结构：一线车企为主.....	8
毛利率处于同类企业较高水平.....	9
汽车动力总成测试业务：设备与服务需求皆有，服务需求更为广阔.....	11
汽车动力总成测试设备市场.....	11
测试服务市场：行业空间大于设备，公司重点发力.....	15
探索惯性导航：自动驾驶刚需，百亿空间可期.....	17
惯性导航系统：高精度自主式导航系统.....	17
L3 及以上自动驾驶必备，需求拐点将至爆发可期.....	17
华依参与车用惯导元件研发并与上汽达成合作，前景可期.....	21
募投项目：提升产能，着重发展服务业务.....	23
设备扩产项目.....	23
测试中心建设项目.....	23
研发中心建设项目.....	23
盈利预测.....	24
假设前提.....	24
未来 3 年盈利预测.....	24
盈利预测的敏感性分析.....	25
估值与投资建议.....	26
相对法估值：40.3-42.9 亿元.....	26
投资建议.....	27
风险提示.....	27
附表：财务预测与估值.....	29
免责声明.....	30

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 华依科技主要产品: 发动机冷试台 (左上)、新能源动力总成下线测试台 (右上)、涡轮增压器冷试台 (左下)、水油泵装配测试线 (下中)、变速器下线测试台 (右下) .....	6
图 4: 华依科技 2017-3Q2021 累计收入 (百万元, 左轴) 及净利润增长 (右轴) .....	7
图 5: 公司主要收入分拆-按业务类型 (百万) .....	8
图 6: 公司主要收入分拆-细分产品与服务 (百万) .....	8
图 7: 公司主要收入分拆-按地区分类 (百万) .....	8
图 8: 公司收入主要分拆-按应用领域分类 (百万) .....	8
图 9: 华依科技前五大客户收入 (百万元, 左轴) 与占比.....	9
图 10: 华依科技 2020 年收入来源的客户构成.....	9
图 11: 公司主要业务 (测试设备、测试服务) 毛利率.....	10
图 12: 公司毛利率与可比公司的比较.....	10
图 13: 动力总成各零部件以及华依科技测试设备覆盖范围.....	11
图 14: 华依科技测试台.....	15
图 15: 联测科技与华依科技测试服务业务收入 (百万元, 左轴)、毛利率 (右轴) 对比.....	16
图 16: 2018-1H2021 华依科技收入结构 (百万元) .....	16
图 17: 华依科技动力总成测试服务收入占比持续增加.....	16
图 18: “GNSS+IMU” 定位系统示意图.....	18
图 19: GNSS+IMU+高清地图车载组合导航系统.....	19
图 20: 结合 GNSS 定位、激光定位、视觉定位、IMU 的自定位惯性导航系统.....	19
图 21: 2021-2025E 汽车年产量 (万辆, 左轴)、L3 及以上汽车产量 (万辆, 左轴) 与 L3 以上渗透率 (右轴) 假设.....	20
图 22: 华依科技自动驾驶研发投入规模 (万元, 左轴) 与占当期总研发投入之比 (右轴) .....	22
表 1: 国内同业可比公司情况.....	9
表 2: 2020 年国内汽车动力总成测试市场总需求测算.....	12
表 3: 2020、2025 年我国各类型汽车销量预期.....	13
表 4: 海外龙头企业情况.....	13
表 5: 冷热试技术优缺点比较.....	14
表 6: 同行业公司 (新能源汽车) 动力总成测试台架参数比较.....	14
表 7: 惯性导航与卫星导航技术比较.....	18
表 8: 拥有 L3 自动驾驶硬件的车型与对应销量.....	19
表 9: 惯导组合市场规模测算.....	20
表 10: 中国惯性导航领域主要参与者.....	21
表 11: 华依科技、导远电子、华测导航惯导组合核心部件性能.....	22
表 12: 具体募投计划 (万元) .....	23

表 13: 公司 2021-2023E 收入分拆预测.....	24
表 14: 公司 2021-2023E 盈利预测表（百万元） .....	25
表 15: 情景分析（乐观、中性、悲观） .....	26
表 16: 华依科技 VS 可比公司盈利预测与估值表.....	27

## 公司概况：汽车动力测试领域的龙头供应商

### 公司历史：成立以来专注于汽车动力测试设备生产与服务

上海华依科技集团股份有限公司成立于 1998 年，自成立以来主要从事汽车动力总成领域测试台研发、制造和相关技术服务的提供，先后被评为高新技术企业、浦东新区企业研发机构、科技小巨人培育企业、上海市专精特新企业。

业务上，公司在汽车动力总成测试设备、测试服务、开发惯导组合系统等方面逐步扩展：

- **设备方面**，公司为汽车测试设备龙头。2004 年研制成功首台发动机冷试设备并交付上汽通用，在国内发动机冷试领域中起步较早。2015 年，公司旗下中德合资公司霍塔浩福的首台变速箱下线测试台架交付于上汽。2017 年，公司首台新能源总成下线测试台架交付于上汽。
- **测试服务方面**，2016 年，公司开始为蔚来汽车提供测试服务，标志着公司正式进军新能源动力总成测试领域。2018 年，公司进军混合动力总成测试领域，为泛亚汽车提供测试服务。2019 年，公司进军新能源动力总成智能设计、研发及工程咨询领域，同时业务走向国门，首个海外发动机冷试台架交付韩国雷诺三星。公司累计建成 50 个测试实验室，持续拓展产品开发与提供测试服务的能力。
- **惯性导航组合方面**，2020 年，惯导组合系统通过了上汽乘用车前瞻技术研究部的验证测试，标志着华依正式进入自动驾驶智能传感器领域。

2021 年 7 月 29 日公司成功在科创板上市。

图 1：公司历史沿革



资料来源：华依科技官网，国信证券经济研究所整理

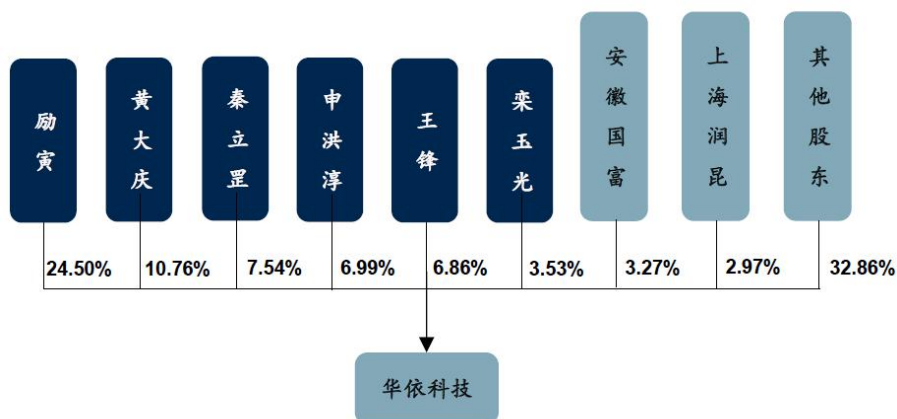
### 股权结构

公司实际控制人励寅身兼董事长与总经理，曾任上海市工商界爱国建设公司进出口部外销业务经理、上海新联纺进出口有限公司进出口二部经理、德国法兰克福高迅实业公司进出口部部门经理，1998 年创立华依科技。

公开发行人前，公司实控人励寅持有公司 32.66% 股权，公开发行后持有公司 24.50% 股权，公司股权结构较分散。除励寅控制的股份外，直接持股股东数量 16 名，其中董事兼副总经理黄大庆持股 10.76%；董事秦立罡持股 7.54%；董事申洪淳持股 6.99%；王锋、栾玉光未在公司任职，分别持股 6.86% 与 3.53%。此外，安徽国富产业投资基金管理有限公司持股 3.27%；上海润昆投资管理合伙企业持股 2.97%，

其他股东持有 32.86% 公司股权。

图2：公司股权结构



资料来源：华依科技招股书，国信证券经济研究所整理

### 公司主要产品/服务：动力总成智能测试设备与测试服务

公司当前主要业务为动力总成智能测试设备的设计制造与测试服务，其中动力总成智能测试设备可分为：发动机智能测试设备、变速箱测试设备、涡轮增压器测试设备、水油泵装配及检测设备、新能源汽车动力总成测试设备 5 种，主要应用于汽车动力总成系统核心零部件测试领域。**动力总成是汽车中最核心的系统，而发动机与变速箱的测试技术是最具技术含量的汽车测试领域。**客户主要为下游车厂以及部分汽车零部件厂，集中度较高，同时每个测试设备由于客户需求的不同而具有非标准化的特征。

图3：华依科技主要产品：发动机冷试台（左上）、新能源动力总成下线测试台（右上）、涡轮增压器冷试台（左下）、水油泵装配测试线（下中）、变速器下线测试台（右下）



资料来源：华依科技招股书，国信证券经济研究所整理



收入端，公司 2018 年-2021 前三季度增长分别为 106.23%、44.71%、2.02%、9.47%。利润端，公司净利润逐步提升，增速快于收入；净利润增长率分别为 152.8%、346.9%、8.1%、9.47%，净利率由 2018 年的 4.23% 提升至 2021 年前三季度的 13.44%。2020 年公司的收入与净利润增长速度受疫情影响导致交货延期、确认收入时间延后而有所放缓。

图4：华依科技 2017-3Q2021 累计收入（百万元，左轴）及净利润增长（右轴）



资料来源：华依科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

拆分公司收入口径，我们可以按照产品类型、区域分类、应用领域三种口径进行划分。公司参与下游客户的产品设计及生产质量管理，根据客户订单“以销定产”，提供非标准化、定制化的测试设备与测试服务。

- 产品类型：**按照产品分类，公司的产品主要可分为：汽车动力总成测试设备与服务两类，2020 年收入占比分别为 84.76%、14.66%，21 年上半年服务收入快速增长，占比达到 38.8%。其中动力总成测试设备又可按被测部件分为 5 种，2020 年变速箱/发动机/新能源车动力总成测试设备收入占比分别为 28.1%/27.9%/27.1%；涡轮增压器、水油泵装配及检测设备收入分别占比 1.7%、0%。公司的测试服务业务为通过自身厂房内自建在实验室使用的研发设计类测试设备，向有研发新产品需求的客户提供测试，收取服务费用，占 2020 年收入的 14.66%。
- 区域分类：**公司汽车动力总成测试设备及测试服务收入的主要来自境内，占主营收入的 100%、98%和 94.8%，公司的内销区域主要集中在华东和东北地区，占境内销售收入比例分别为 57.0%、75.9%和 77.9%。但 2019 年起，公司成功拓展海外市场，完成韩国雷诺三星发动机冷试台架订单；2020 年公司又与法国、德国、日本、印度、马来西亚等车厂建立合作。两年间公司境外收入分别占主营收入的 2%、5.2%。
- 应用领域：**按照传统燃油车与新能源车的分类方式，公司收入可分为传统燃油车设备、新能源车设备、新能源车服务三类，2020 年传统相关收入占比 57.2%，2021 年随着新能源车相关的设备服务增长，公司传统燃油车相关收入降至 28.3%。

图5：公司主要收入分拆-按业务类型（百万）



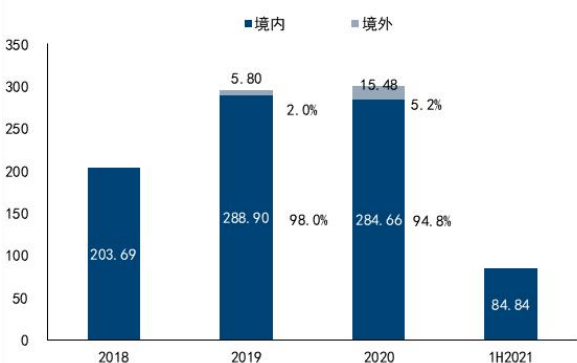
资料来源：华依科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

图6：公司主要收入分拆-细分产品与服务（百万）



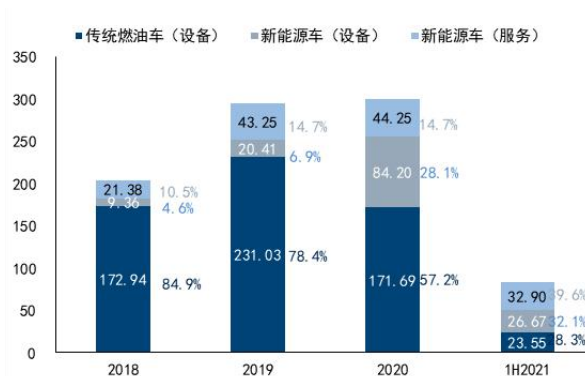
资料来源：华依科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

图7：公司主要收入分拆-按地区分类（百万）



资料来源：华依科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

图8：公司收入主要分拆-按应用领域分类（百万）



资料来源：华依科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

## 客户结构：一线车企为主

近三年公司前五大客户收入占比为 61.15%、47.50%、48.33%，收入较为集中，一方面因为对测试设备与服务需求规模与车企的造车规模匹配；另一方面公司产品的客户粘度较高。公司的主要客户包括上汽集团、东风集团、长安汽车、奇瑞汽车、江淮汽车、蔚来汽车日本电产、长城汽车等，并承接了法国 Dangel、法国雷诺总装线测试台和日本日产总装线测试台等知名海外项目。



































## 募投项目：提升产能，着重发展服务业务

公司 IPO 时以每股 13.73 元公开发行 1821.12 万股人民币普通股，合计募集 2.5 亿元。扣除发行费用后，将用于智能测试设备扩能升级建设项目、测试中心建设项目、研发中心建设项目、以及偿还银行贷款并补充流动性资金。具体项目及投资金额如下：

表 12：具体募投计划（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	建设期（年）
	智能测试设备扩能升级建设项目		
	测试中心建设项目		
	研发中心建设项目		
	偿还银行贷款并补充流动性资金		
	合计		

资料来源：华依科技招股说明书、国信证券经济研究所整理

### 设备扩产项目

公司智能测试设备扩能升级项目建成后，预计全部达产能够年均增加营业收入 2.11 亿元，年均净利润 3278.08 万元。**相较公司 2020 年 2.56 亿元的测试设备收入，本次募投项目扩产规模达 82.5%。**智能测试设备扩能升级项目的建设期为 2 年，包括场地购置及装修、设备购置及安装调试，期间不产出产品。第 3 年达产约 40%，第 4 年达产约 70%，第 5 年全部达产。

### 测试中心建设项目

公司将扩建厂房约 3000 平方米，引进 EV 减速机测试台、DHT 混动专用变速箱测试台和 EV 电机测试台等行业内先进的新能源动力总成测试设备，提升公司新能源汽车测试服务能力。项目建设期预计为 2 年，期间不产出产品。第 3 年达产约 60%，第 4 年达产约 80%，第 5 年全部达产。预计全部达产后年均增加营业收入 3600 万元，年均净利润 1384.21 万元。

### 研发中心建设项目

公司计划扩建包含研发实验区、办公场地等在内的研发中心 2000 平方米，通过优化研发环境，建立国内先进、功能齐全、专业完善的研发实验室。通过配套先进研发、实验、检测、设备，对“产业化燃料电池关键部件与系统检测设备、新能源动力总成效率管理、基于人工智能的工程咨询智能测试平台、组合惯性导航测试系统、自动驾驶车场测试及管理系统”等多个专业方向的课题进行前瞻性技术研发。项目不直接生产产品，而是用于提高公司技术水平，增强技术壁垒。



## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

我们认为在成熟的冷试技术与测试设备高性价比的叠加优势下，公司测试设备的需求与市占率将持续增长；

新能源汽车渗透率持续提升、新车型开发速度的加快将带动测试服务需求快速增长。公司实验室扩张顺利，服务供应能力充足，与下游造车新势力合作较为深入。自动驾驶核心零部件 IMU 开发顺利，可于 2022 年实现收入，且未来存在较大增长空间。

公司能以合理价格采购所需原材料，且未来产品与服务项目在疫情缓和的情况下都能如期完成，正常确认收入。

尽管产品与服务出于市场竞争考虑毛利率可能有所下降，但惯性导航元件的推出将使公司整体利润率维持在当前水平上下。

表 13：公司 2021-2023E 收入分拆预测

	(	(	(
营业总收入			
营业总收入 <2 <			
动力总成智能测试设备			
YOY			
占比			
动力总成测试服务			
YOY			
占比			
智能惯导组合 ,0 8			
YOY			
占比			
其他收入			
YOY			
占比			

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

### 未来 3 年盈利预测

按上述假设条件，我们得到公司 21-23 年收入分别为 3.9、5.3、7.2 亿元，归属母公司净利润 0.67、1.06、1.53 亿元，利润年增速分别为 60%、58%、44%。

表 14: 公司 2021-2023E 盈利预测表 (百万元)

	(	(	(
营业总收入			
营业成本			
销售费用			
研发费用			
管理费用			
财务费用			
营业利润			
归属于母公司所有者 的净利润			
( 36			
52 (			

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

### 盈利预测的敏感性分析

我们将公司未来三年的情形分为乐观、中性与悲观三种假设, 我们给予的业绩预测为中性预测, 乐观、悲观预期则分别体现订单量超预期和低于预期的结果, 在乐观假设下, 订单量比中性预测高出 10%, 从而带来规模效应下的利润率提升; 悲观假设下, 利润率将随订单量共同下调。

表 15: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	(	(	(
<b>乐观预测</b>			
营业收入 百万元			
净利润 百万元			
摊薄 (36			
<b>中性预测</b>			
营业收入 百万元			
净利润 百万元			
摊薄 (36 元			
<b>悲观的预测</b>			
营业收入 百万元			
净利润 百万元			
摊薄 (36			
总股本 (百万股)			

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们相对估值方法来估算公司的合理价值区间

### 相对法估值：40.3-42.9 亿元

我们的估值方法既参照可比公司估值法，也考虑公司 PEG。

1) 可比公司我们选取汽车相关产业智能制造装备领域的豪森股份；力学环境测试设备与测试服务提供商苏试试验；以及与公司所属行业、产品服务类型相对的联测科技、中国汽研。其中联测科技在汽车领域外，还提供船舶、飞机动力总成测试设备与测试验证服务。中汽研收入主要来自汽车新产品开发的技术咨询，并能提供整车年验、排放量检测、以及部分汽车零部件制造。可比公司的 2022 年平均 PE 水平在 26.6x。

结合我们对于公司未来三年的业绩预测，我们预测之下 2021-2023 年的净利润增速将分别达到 60%、58%、44%，成长速度较快，21-23 年净利润 CAGR 为 54%，快于可比公司。按照 22 年 PE，公司当前对应 21-23 年的 PEG 为 0.56x，在可比公司之间处于最低。

表16: 华依科技 VS 可比公司盈利预测与估值表

简称	市值（亿元）		盈利预测（亿元）				PE			2020-2023 利润复合增速（%）	3 年复合增长 PEG
	2022 年 3 月 23 日	2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E			
华依科技	31.88	0.42	0.67	1.06	1.53	47.58	30.07	20.83	54%	0.56	
豪森股份 苏试试验 联测科技 中国汽研	33.98	0.82	0.71	1.90	2.56	47.86	17.89	13.28	46%	1.04	
	92.63	1.23	1.82	2.48	3.21	50.87	37.31	28.86	37%	1.36	
	29.52	0.73	0.76	0.90	1.05	38.84	32.87	28.06	13%	2.95	
	149.77	5.58	6.92	8.11	9.61	21.65	18.46	15.59	20%	1.10	
						39.81	26.63	21.44	29%	1.61	

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理; 注: 21 年业绩豪森股份采用上市公司发布的年报预告数据, 其他公司为 wind 一致预期

## 投资建议

结合 PEG 估值与可比公司估值, 我们认为, 华依科技作为国内汽车动力总成测试领域龙头企业, 借助技术迁移的优势, 在新能源汽车领域将实现快速扩张。结合新车型研发节奏的加快带来的研发测试服务需求增长、公司自主研发的 IMU 创收的基本面, 我们认为公司应当享有一定估值溢价, 预计公司 2021-2023 年净利润分别为 0.67、1.06、1.53 亿, 对应当前市值 PE 分别 47x、30x、21x, 公司 21-23 年归母净利润复合增速 54%, 我们假设公司估值在未来 3 年 PEG 在 0.7-0.75x 较为合理, 认为公司合理市值对应 2022 年 38-40.5x, 市值在 40.3-42.9 亿元之间, 相对于公司目前股价有 26.8-35.1% 溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### ◆ 估值的风险

我们采取相对估值法对公司进行估值, 因此假设是可比公司的估值水平处在合理区间, 此方法可能未充分考虑市场给予该行业的溢价, 因此可能可比公司的估值水平较高。

### ◆ 盈利预测的风险

公司未来三年盈利预测的准确度基于以下几点: 1) 公司的设备端业务收入保持稳定增长; 2) 服务业务方面, 市场新车型的推出节奏保持较快, 公司实验室数量扩张顺利; 3) 公司的惯性测量单元 IMU 开发顺利, 获得大客户验证认可, 能够兑现收入利润。

### ◆ 经营与融资风险

未来公司将在测试服务业务上扩张产能, 资本开支规模增加, 有可能存在一定融资需求; 产能扩张过程中, 短期的产销率也有可能受到产能大幅增加的影响;

公司大概率也将在人员数量上大举扩张，工程师群体数量的扩大可能带来研发与管理费用的增加。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	10	43	91	78	84	营业收入	296	302	388	531	723
应收款项	135	195	191	233	307	营业成本	171	171	214	286	388
存货净额	58	39	54	65	79	营业税金及附加	1	2	2	2	3
其他流动资产	34	25	27	40	55	销售费用	10	10	13	17	22
<b>流动资产合计</b>	<b>237</b>	<b>303</b>	<b>363</b>	<b>415</b>	<b>525</b>	管理费用	31	29	62	83	106
固定资产	171	199	272	337	395	财务费用	18	14	16	16	22
无形资产及其他	6	6	6	56	76	投资收益	(0)	(0)	4	5	5
投资性房地产	74	79	79	79	79	资产减值及公允价值变动	2	0	(8)	(8)	(10)
长期股权投资	0	1	1	2	3	其他收入	(24)	(26)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>488</b>	<b>587</b>	<b>721</b>	<b>888</b>	<b>1077</b>	营业利润	43	50	78	124	178
短期借款及交易性金融负债	118	199	288	316	301	营业外净收支	1	(0)	(0)	(0)	(0)
应付款项	69	104	101	139	204	利润总额	44	49	78	124	178
其他流动负债	73	44	41	54	73	<b>所得税费用</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>16</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>260</b>	<b>347</b>	<b>429</b>	<b>510</b>	<b>578</b>	少数股东损益	1	3	4	7	10
长期借款及应付债券	36	8	8	8	8	归属于母公司净利润	39	42	67	106	153
其他长期负债	24	19	24	27	28						
<b>长期负债合计</b>	<b>60</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	<b>320</b>	<b>374</b>	<b>460</b>	<b>544</b>	<b>614</b>	净利润	39	42	67	106	153
少数股东权益	(2)	1	4	9	16	资产减值准备	(0)	(2)	0	0	0
股东权益	170	212	257	335	446	折旧摊销	11	17	20	27	33
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>488</b>	<b>587</b>	<b>721</b>	<b>888</b>	<b>1077</b>	公允价值变动损失	(2)	0	8	8	10
						财务费用	18	14	16	16	22
关键财务与估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E	营运资本变动	(128)	(38)	(15)	(9)	(19)
每股收益	0.71	0.57	0.92	1.45	2.09	其它	1	4	3	5	7
每股红利	0.16	0.12	0.31	0.38	0.56	<b>经营活动现金流</b>	<b>(79)</b>	<b>23</b>	<b>82</b>	<b>137</b>	<b>183</b>
每股净资产	3.11	2.91	3.52	4.60	6.13	资本开支	0	(41)	(100)	(150)	(120)
ROIC	33%	22%	18%	21%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	23%	20%	26%	32%	34%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(42)</b>	<b>(100)</b>	<b>(151)</b>	<b>(121)</b>
毛利率	42%	43%	45%	46%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	30%	25%	27%	28%	负债净变化	31	(28)	0	0	0
EBITDA Margin	32%	35%	30%	32%	33%	支付股利、利息	(9)	(9)	(23)	(27)	(41)
收入增长	45%	2%	29%	37%	36%	其它融资现金流	39	126	89	28	(15)
净利润增长率	347%	8%	60%	58%	44%	<b>融资活动现金流</b>	<b>84</b>	<b>52</b>	<b>66</b>	<b>1</b>	<b>(56)</b>
资产负债率	65%	64%	64%	62%	59%	<b>现金净变动</b>	<b>5</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>(13)</b>	<b>6</b>
息率	0.3%	0.3%	0.7%	0.9%	1.3%	货币资金的期初余额	5	10	43	91	78
P/E	61.7	76.1	47.5	30.1	20.9	货币资金的期末余额	10	43	91	78	84
P/B	14.1	15.0	12.4	9.5	7.1	企业自由现金流	0	19	(7)	(2)	80
EV/EBITDA	28.7	33.4	31.3	22.0	16.0	权益自由现金流	0	117	68	12	45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032