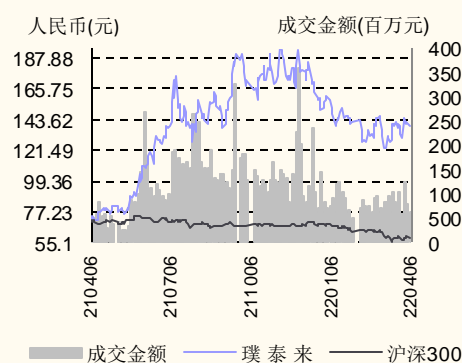


市场价格(人民币): 139.61元

目标价格(人民币): 194.85元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.94
已上市流通A股(亿股)	6.93
总市值(亿元)	969.43
年内股价最高最低(元)	194.90/71.08
沪深300指数	4264
上证指数	3283



人造石墨龙头，膜材料新星

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,281	8,996	16,950	24,617	33,755
营业收入增长率	10.05%	70.36%	88.42%	45.23%	37.12%
归母净利润(百万元)	668	1,749	2,972	4,407	5,845
归母净利润增长率	2.54%	161.93%	69.96%	48.26%	32.64%
摊薄每股收益(元)	1.346	2.518	4.280	6.346	8.418
每股经营性现金流净额	1.24	2.41	3.04	6.53	9.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.49%	16.68%	24.16%	29.48%	31.67%
P/E	83.50	63.77	32.62	22.00	16.59
P/B	6.25	10.63	7.88	6.49	5.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **产业链协同发展，形成负极&膜材料&设备三大板块。**公司以负极材料起家，快速成长为人造石墨行业龙头，并随后通过东莞卓高、嘉拓进军隔膜以及设备产业，各业务条线之间具有强协同效应，共同助推公司成长。
- **负极龙头地位稳固，一体化助力成本优势强化。**我们认为负极行业的资本&技术门槛在持续提升，未来将继续围绕产品性能&一体化两端竞争。公司是人造石墨行业龙头，21年出货近10万吨，对应收入51亿。公司在负极工艺有深厚的 Know-how 积累，掌握二次造粒、包覆、掺杂等优化工艺，在高端负极领域龙头地位稳固。产能方面，公司到22年底有望形成26.5万吨负极产能配套21.5万吨石墨化，石墨化自供比例提升至80%以上，并具有自主开发的厢式炉，成本有望进一步下探。
- **涂覆&基膜加速拓展，设备订单饱满。**公司是涂覆加工龙头，绑定电池龙头宁德时代，公司21年出货涂覆21亿平，营收22亿，毛利率39%。21年底产能已达40亿平，预计22年出货有望达37亿平。公司在涂覆领域具备设备自研&原材料一体化(PVDF、纳米氧化铝等材料)布局优势，在产品品质及成本端有望进一步优化。公司在涂布机设备业务在手订单超30亿，并不断拓展新品类，新设华南产能有望提升获单能力。公司持股阳光22年有望受益PVDF锂电产品行业紧缺，进一步贡献业绩增量。
- **发布22-24股权激励计划，彰显发展信心。**公司于2022年3月发布股权激励计划，目标22-24年公司净利润分别为26、40、54亿元，以21年为基准，22-24年业绩增速为48.6%、53.8%、35%，彰显公司发展信心。

投资建议

- 公司在负极领域保持龙头地位，切入动力电池份额有望进一步提升，膜材料业务高增，设备在手订单饱满。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为29.7、44.1、58.5亿，对应EPS为4.28、6.35、8.42，对应PE为32.6、22.0、16.6倍，给予公司22年45倍估值，对应目标价为194.85元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险

- 下游需求不及预期风险，行业竞争格局恶化风险，公司产能建设不及预期风险，新客户拓展不及预期风险，限售股解禁及汇兑风险。

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

姚云峰 联系人
yaoyunfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、人造石墨龙头，膜材料新星	4
二、负极：无惧竞争，一体化&工艺领先巩固龙头优势.....	5
2.1 负极产品差异度高，行业壁垒提升.....	5
2.2 公司工艺领先，一体化强化成本优势	7
三、膜材料&设备：膜材料产业链延伸，设备在手订单饱满	9
3.1 膜材料：涂覆龙头，业务进一步拓展.....	9
3.3 设备：在手订单爆满，持续开发新品类.....	11
四、盈利预测与投资建议.....	11
4.1 盈利预测	11
4.2 投资建议及估值.....	12
五、风险提示	13

图表目录

图表 1: 璞泰来业务构成.....	4
图表 2: 公司营收（亿元）	4
图表 3: 公司归母净利润（亿元）	4
图表 4: 公司分业务营收（亿元）	4
图表 5: 公司分业务毛利率（%）	4
图表 6: 研发费用率对比（%）	5
图表 7: 可比公司负极价格对比（元/吨）	5
图表 8: 各家负极产品销售均价（2020，万元/吨）	5
图表 9: 负极主要工序.....	6
图表 10: 凯金能源外协工序单价（万元/吨）.....	6
图表 11: 人造石墨成本结构.....	6
图表 12: 尚太科技负极成本结构.....	7
图表 13: 尚太科技石墨化加工成本.....	7
图表 14: 石墨化工艺对比.....	7
图表 15: 2020 负极材料竞争格局.....	8
图表 16: 2020 人造石墨竞争格局.....	8
图表 17: 公司产能规划（万吨）	8
图表 18: 公司厢式炉构造.....	9
图表 19: 隔膜的热稳定性测试（上/隔膜；下/涂覆膜）.....	9
图表 20: PVDF 涂覆前后对比（左/涂覆前；右/涂覆后）.....	9
图表 21: 我国主流电池企业涂覆膜应用情况（2019 年）.....	9
图表 22: 全球涂覆隔膜需求预测（亿平）	10
图表 23: 不同有机物的形貌及隔膜改性.....	10

图表 24: 142B 价格 (元/吨)	11
图表 25: 锂电级 PVDF 价格 (万元/吨)	11
图表 26: 盈利预测.....	12
图表 27: 可比公司估值.....	12

一、人造石墨龙头，膜材料新星

产业链延伸，打造锂电综合解决方案提供商。璞泰来成立于 2012 年 11 月，2017 年 11 月在上交所主板上市。公司自成立以来持续对锂离子电池行业上游关键材料和设备的产业链布局，目前形成以锂离子电池负极材料、膜材料、设备三大业务板块。

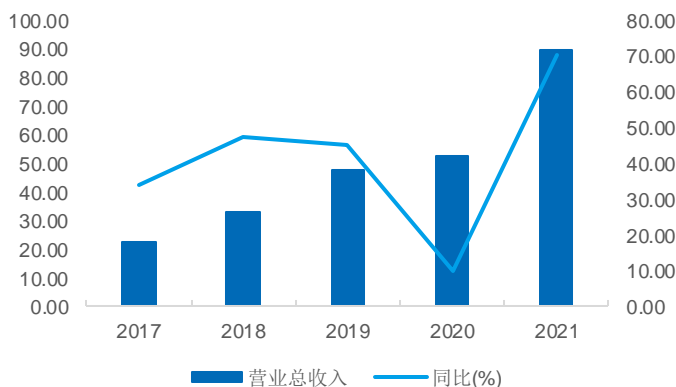
图表 1: 璞泰来业务构成



来源: wind, 国金证券研究所

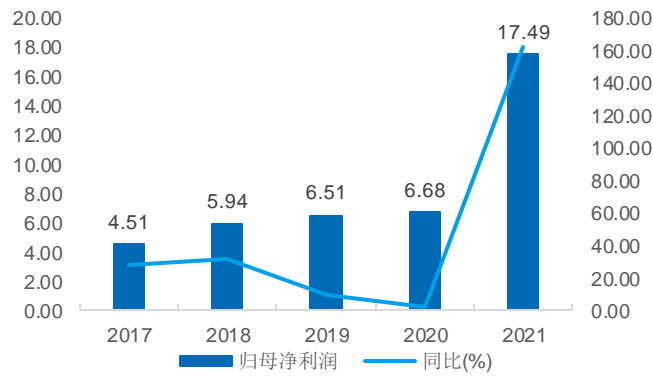
公司业绩持续稳定增长，业务协同带动高增。受负极材料&膜材料&设备驱动，2016 年至 2021 年公司营收及归母净利润保持稳健增长，2021 年营收 89 亿元，归母净利润 17.5 亿元。分业务看，公司负极材料营收占比较高在 60%以上，21 年营收 51 亿元，毛利率 29.5%（不含石墨化）。涂覆材料高速增长，2021 年收入 22 亿元，毛利率 40%。

图表 2: 公司营收 (亿元)



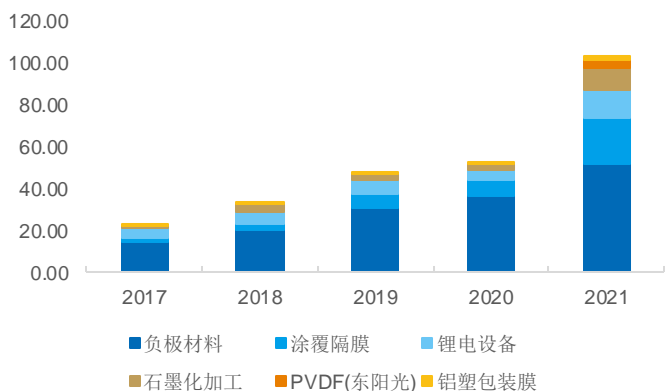
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 公司归母净利润 (亿元)



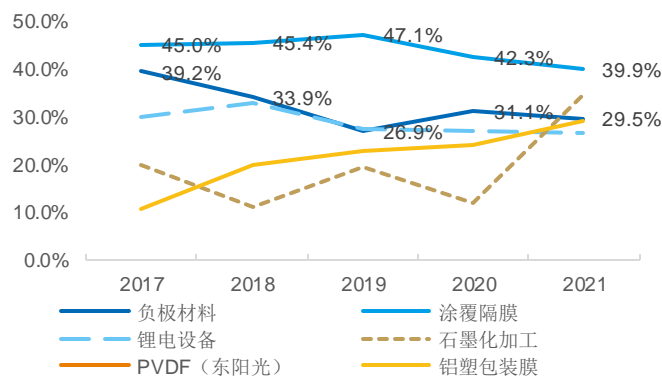
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 公司分业务营收 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 公司分业务毛利率 (%)

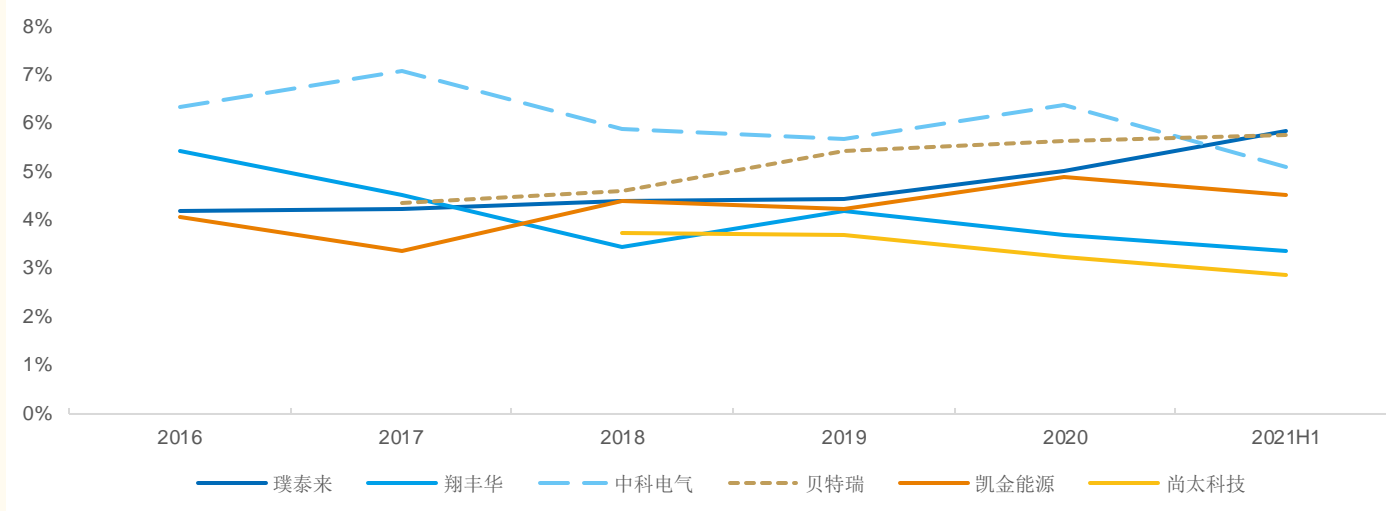


来源: 公司公告, 国金证券研究所

注：分业务营收包含内部销售收入

研发持续加码，坚持前瞻布局。公司近年来持续加大研发力度，研发费用率保持逐年提升，2021H1 研发费用率达 5.8%，处于行业领先地位。主要针对硅氧、硅炭、多孔硅、硬炭以及高性价比负极材料、涂覆材料及技术等领域进行研发。

图表 6：研发费用率对比 (%)



来源：wind，国金证券研究所

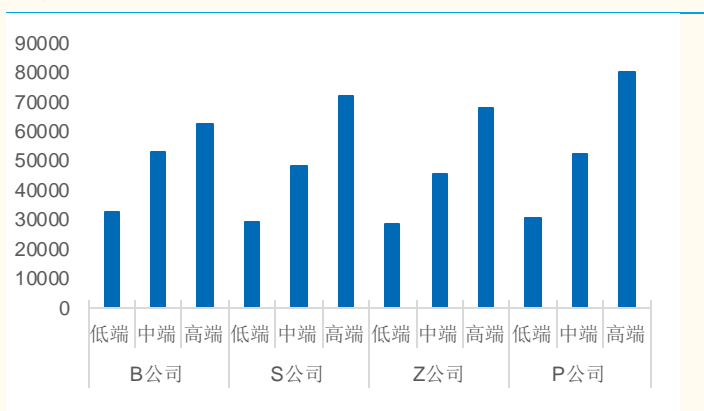
发布股权激励，凸显长期发展信心。2022 年 3 月 22 日，公司公告拟向激励对象（涵盖副总经理以及核心技术人员共 78 人）授予 637 万份股票期权，22-24 年行权对应净利润分别为 26、40、54 亿元，行权价格为 138.68 元/股，彰显公司发展信心。

二、负极：无惧竞争，一体化&工艺领先巩固龙头优势

2.1 负极产品差异度高，行业壁垒提升

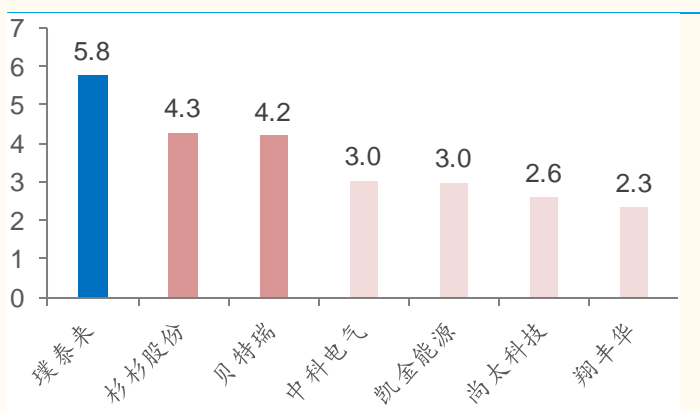
负极产品差异化程度较高。各家负极厂商产品均价有所差异，高端人造石墨可达 8 万元/吨，低端人造石墨在 3 万元/吨左右。差异性主要是由于产品定位不同，既区分出中高端产品的差别，也满足下游厂商应用在不同场景电池的要求，同时对于电池性能的影响较大，使得下游客户的验证周期较长。

图表 7：可比公司负极价格对比 (元/吨)



来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表 8：各家负极产品销售均价 (2020, 万元/吨)



来源：公司公告，国金证券研究所

工序的拓展&Know-how 为提升产品力关键。负极差异性主要是制备工艺有所差异。造粒与石墨化是主体工艺，不同产品在制备时需要在负极的倍率性能、循环寿命、首次效率与压实密度等维度权衡取舍。随着下游对负极性能要求的

提高，需要厂商提供更多的工序以优化核心参数，如倍率性能、循环性能等。

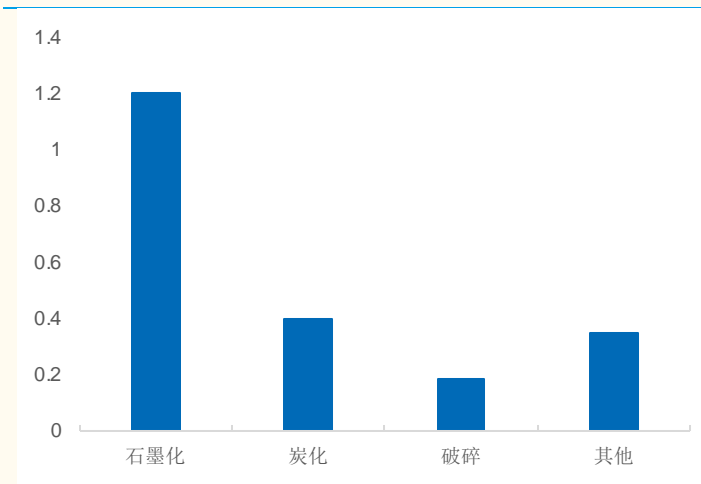
图表 9: 负极主要工序

工艺		作用
核心工艺	造粒	石墨颗粒大小影响石墨负极材料的电池的制浆工艺、体积能量密度及首次充电时的不可逆比容量等。优化石墨颗粒的粒度分布及颗粒形貌可提高人造石墨负极材料的比容量和首次充放电效率。
	石墨化	石墨化方式影响比容量、不可逆性以及产品一致性
优化工艺	二次造粒	提升能量密度、压实密度、循环寿命等
	包覆及表面改性	炭包覆和表面氧化改性可降低人造石墨负极材料的比表面积，对提高其振实密度、比容量和首次充放电效率具有明显的作用
	掺杂	掺杂微纳米多孔 Si-Ag 颗粒来改善石墨的导电性及提高充放电效率

来源：公司公告，国金证券研究所

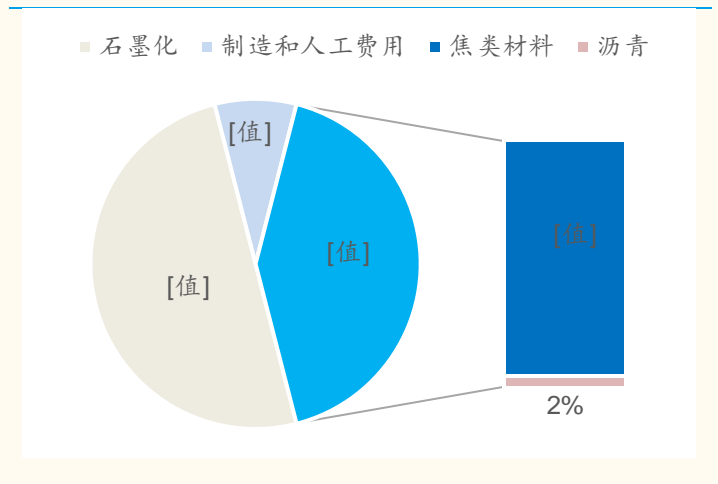
一体化降本空间大，但提升投资门槛。从负极成本结构看，石墨化加工&原材料占到成本的 80%以上，炭化等工序的引入也加大了委外成本，目前外协成本 2.2 万元/吨以上，凯金能源 2021H1 炭化外协成本也达到了 0.4 万元/吨，全工序的一体化产能建设将显著降低成本。但由于石墨化重资产，一体化全工序单吨投资额达到 4 万元/吨，较负极前端工序 1.7 万元/吨提升一倍以上，投资门槛进一步提高。

图表 10: 凯金能源外协工序单价 (万元/吨)



来源：公司公告，国金证券研究所

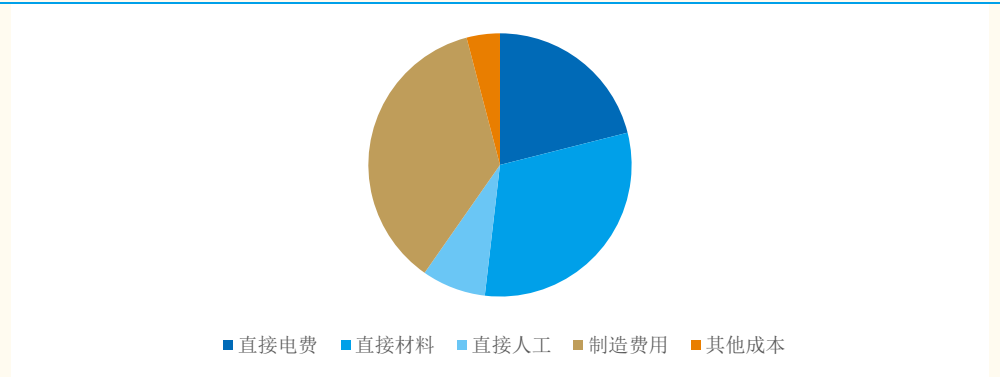
图表 11: 人造石墨成本结构 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

一体化之后，负极成本属性进一步发生变化。从尚太科技招股书，若达到 100% 石墨化自供率，其成本构成为以制造费用&电费&直接材料为主，分别站到成本的 36%、20%、30%，因此负极进一步降本将来源于规模化&石墨化工艺改进降低电耗&上游布局原材料。

图表 12: 尚太科技负极成本结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

石墨化工艺有差异, 工艺领先降低电耗。石墨化工艺主要以炉体形式为区分, 厢式炉提升装填容量、连续式石墨化炉连续化生产都可以降低电耗, 进一步降低电耗成本。尚太科技以石墨化前焙烧的方式提高振实密度, 提高单炉装量, 其石墨化自产成本远低于行业外协水平。

图表 13: 尚太科技石墨化加工成本

	2021 年 1-6 月	2020 年	2019 年	2018 年
石墨化加工单价 (万元/吨)	1.08	1.24	1.44	1.69
石墨化加工运费 (万元/吨)	0.03	0.03	0.03	0.03
公司自产石墨化单位成本 (万元/吨)	0.56	0.64	0.85	0.96

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 石墨化工艺对比

	坩埚炉	箱体炉	连续石墨化炉
物料单耗电量 (kw*h)	18000	12000	8000
石墨化度	96.38%	95.82%	93.73%
比表面积	\	较高	较低
一致性	中	较低	高
加工速率 (折算)	41.7kg/h	50kg/h	60kg/h
容量 (mAh/g)	353	353	345

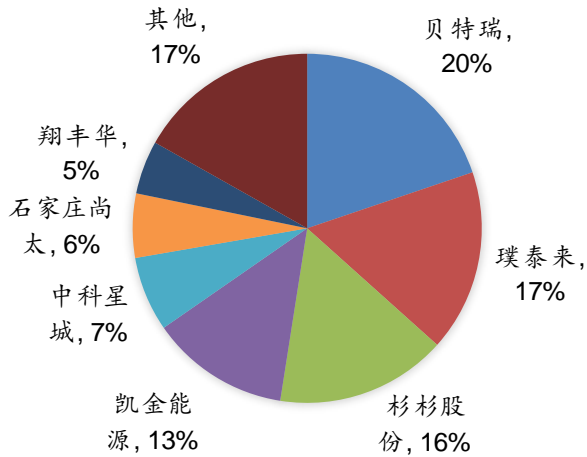
来源: 《石墨化方式对锂离子电池人造石墨负极材料性能的影响》, 国金证券研究所

原材料成为一体化的下一个重点。目前负极企业正围绕石墨化来竞争, 23 年开始头部几家石墨化自供率都将大幅提升, 而针状焦&石油焦近期价格波动较大, 布局原材料从长期看可以进一步平滑成本波动。

2.2 公司工艺领先, 一体化强化成本优势

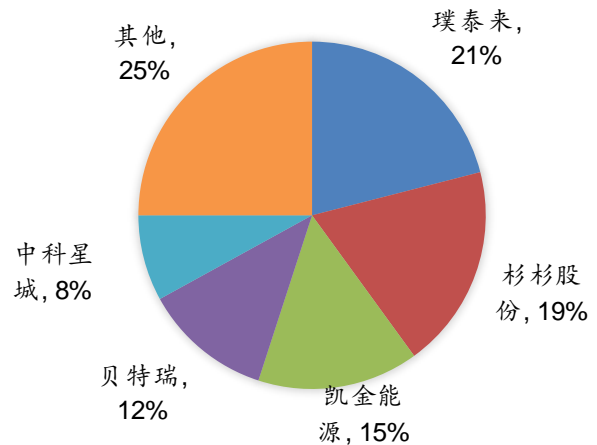
人造石墨龙头, 工艺积累丰富。公司产品均价以及单吨盈利均领先于其他公司, 是人造石墨行业龙头, 2020 年中国人造石墨市占率为 21%, 位列行业第一名。公司在负极材料的工艺方面持续保持领先, 率先开发了二次造粒技术打造爆款负极产品, 对包覆、炭化亦积累深厚的经验, 具有 Know-how 优势。

图表 15: 2020 负极材料竞争格局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 2020 人造石墨竞争格局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

较早布局石墨化，一体化布局深化。公司在石墨化领域布局较早，2017 年即收购内蒙兴丰，2022 年公司一体化&石墨化项目将逐步投产，到 22 年底有望形成 26.3 万吨负极产能、21.5 万吨石墨化产能，对应石墨化自供率将达 80%以上。

图表 17: 公司产能规划 (万吨)

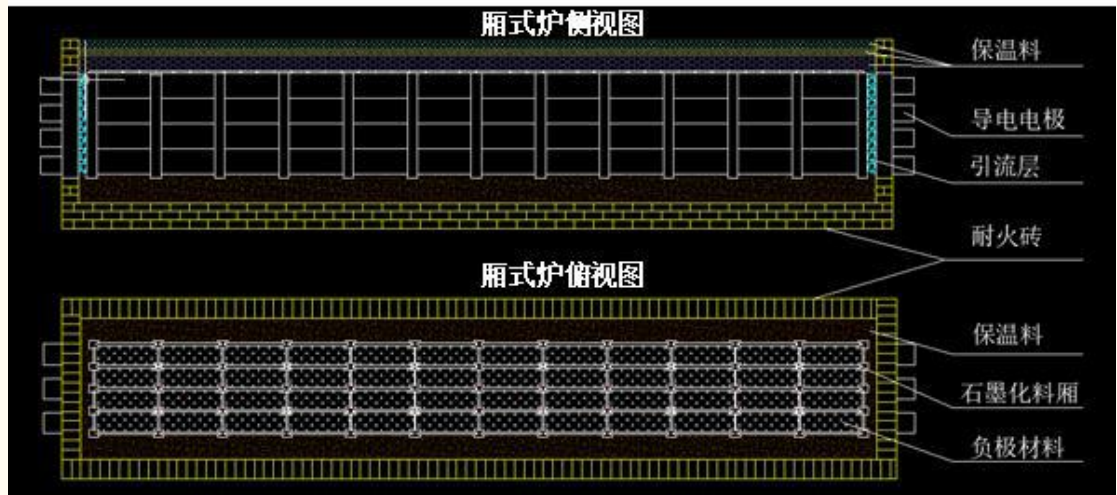
负极	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
江西	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
江西扩建		6	6	6	6
四川 1				10	10
四川 2					10
溧阳	2	2	2	2	2
溧阳 2		3	3	3	3
内蒙	2	2	2	2	2
合计	7.3	16.3	16.3	26.3	36.3

石墨化	2021E	2022E	2023E	2024E
山东兴丰	1	1	1	1
内蒙兴丰	5.5	5.5	5.5	5.5
内蒙二期		5	5	5
四川			10	20
合计	6.5	11.5	21.5	31.5

来源: 公司公告, 国金证券研究所

厢式炉工艺领先，成本进一步降低。目前行业内仅有少数头部石墨化加工企业掌握并规模化使用厢式炉工艺，公司收购兴丰在厢式炉工艺上积累深厚的经验，据公司公告，其厢式炉工艺单位能耗较坩埚装料工艺大幅降低，厢式炉工艺单炉的有效容积成倍增加，而总耗电量增加约 10%，产品单位耗电量降低 40%-50%左右。

图表 18: 公司厢式炉构造



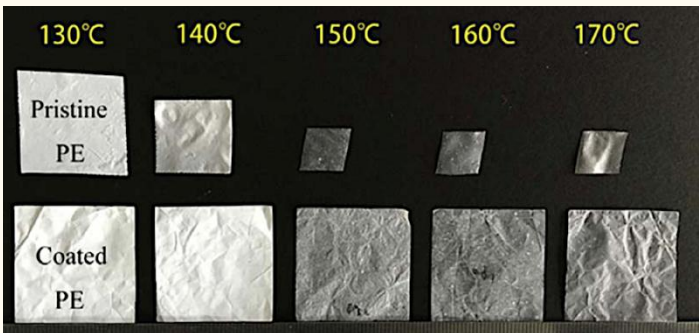
来源: 公司公告, 国金证券研究所

三、膜材料&设备: 膜材料产业链延伸, 设备在手订单饱满

3.1 膜材料: 涂覆龙头, 业务进一步拓展

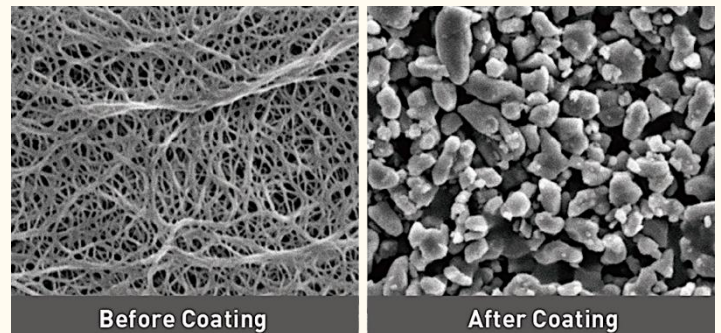
涂覆工序可改善聚乙烯基膜性能, 进而提升电池性能。在聚烯烃隔膜上涂覆陶瓷等纳米材料或采用有机材料, 使涂覆隔膜具备热稳定性高、热收缩低、与电解液浸润性高的优点。

图表 19: 隔膜的热稳定性测试 (上/隔膜; 下/涂覆膜)



来源: 钜大官网, 国金证券研究所

图表 20: PVDF 涂覆前后对比 (左/涂覆前; 右/涂覆后)



来源: 钜大官网, 国金证券研究所

隔膜涂覆比例在 65%以上, 已基本渗透主流电池厂, 预计 2025 年涂覆需求 471 亿平。根据 GGII, 2019 年我国涂覆隔膜占比为 53%, 较 2015 年的 37% 快速提升, 我们预计该比例已提升至 65%左右。目前, 三元动力电池已基本全部采用隔膜涂覆技术, LFP 电池的涂覆比例仍处于较低水平, 对涂覆技术的应用逐步提升; 消费电池领域, 隔膜涂覆主要应用于 3C 电池等高端领域。宁德时代、LG 新能源、松下、比亚迪、亿纬锂能、中创新航等全球主流电池企业已经普遍采用隔膜涂覆技术。

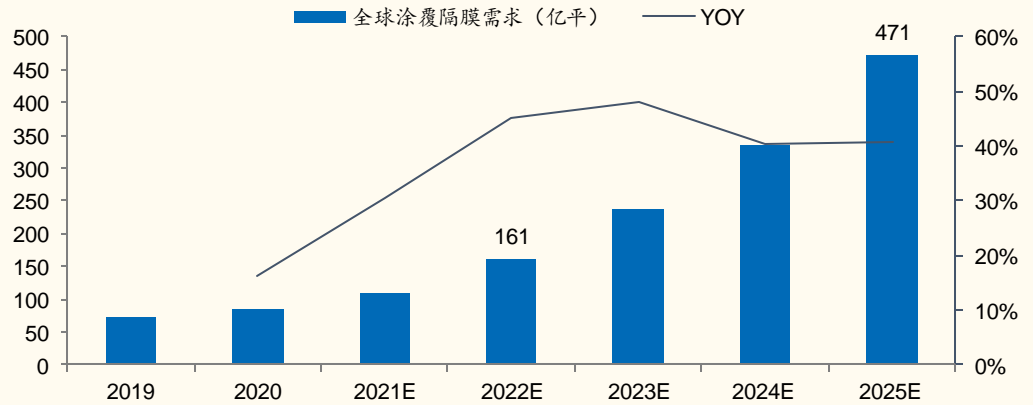
图表 21: 我国主流电池企业涂覆膜应用情况 (2019 年)

企业名称	是否采用涂覆隔膜	使用涂覆隔膜的电池类型	隔膜供应商
宁德时代	是	三元动力电池 少量磷酸铁锂电池	恩捷股份、中材锂膜、湖南中锂
比亚迪	是	三元动力电池 少量磷酸铁锂电池	金辉高科、沧州明珠
国轩高科	是	三元动力电池	河北金立、星源材质、恩捷股

少量磷酸铁锂电池	份
力神 是 三元动力电池	恩捷股份、河北金力、辽源鸿图
亿纬锂能 是 三元动力电池	恩捷股份、河北金力、中材锂电膜、星源材质

来源: GGII, 壹石通招股书, 国金证券研究所


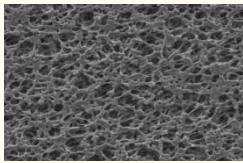

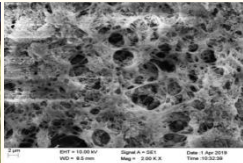

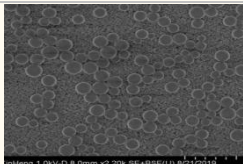
图表 22: 全球涂覆隔膜需求预测 (亿平)



来源: 起点锂电大数据, 国金证券研究所

PVDF&PMMA 为当前主流有机涂覆材料。目前有机涂覆材料包括 PVDF、PMMA、芳纶等, 具有高粘结性、吸液及保液能力, 能够有效降低隔膜内阻, 提高电化学性能。由于 PVDF、PMMA 自身耐热性、透气性等存在局限性, 有机物一般与无机物相结合, 常见的组合形式包括双面多层涂覆、单面多层涂覆、单面混和涂覆。

图表 23: 不同有机物的形貌及隔膜改性

产品	产品外貌	扫描电镜下的形态	隔膜改性
PVDF			PVDF 具有粘结性, 改善隔膜与极板的界面特性, 从而增加电池硬度, 提升安全性。同时还能增加隔膜对电解液的浸润性与保液性, 增加隔膜电化学稳定性。PVDF 可进行水性涂覆或油性涂覆。
芳纶			芳纶涂覆使隔膜耐热性能大幅提升, 提高对电解液的浸润性以延长电池寿命, 提高隔膜的抗氧化性, 有助于实现高电位化, 提高电池能量密度和安全性能。
PMMA			PMMA 可显著提高粘结性、浸润性与保液性, 提高隔膜热稳定性, 目前作为 PVDF 的替代品。

来源: 公司公告等, 国金证券研究所

公司于 2014 年收购东莞卓高, 目前已成为国内最大的独立涂覆隔膜加工商, 具备技术、规模与完整配套的综合竞争优势。2015 年切入宁德时代供应链, 2021 年上半年公司涂覆隔膜及加工出货量占同期国内湿法隔膜出货量的 31.88% 公司设备&材料产业链协同效应强。

- 1) 设备: 涂覆对设备要求高, 决定涂覆的均匀性和产品精度, 公司子公司嘉拓在涂布机设备具有丰富的经验和积累, 促进公司的涂覆工艺上的进一步优化。

2) 涂覆及隔膜业务: 公司涂覆预计 22-24 年出货 37 亿平、56 亿平、83 亿平, 对应收入 33.3、45.9、62.3 亿元, 考虑公司涂覆材料一体化降本, 预计毛利率维持 39%。基膜 22-24 预计出货 1 亿平、2.5 亿平、4 亿平, 对应收入 1.2、2.75、4 亿元, 预计毛利率 22-24 年保持 35%。

3) 设备业务: 公司设备业务在手订单丰富。预计 22-24 年营收为 25 亿元、35 亿元、45 亿元, 毛利率保持为 25%。

4) PVDF: 公司持股东阳光氟树脂 22 年开始并表, 我们预计 PVDF 业务 22-23 年营收分别为 21 亿元、28 元、32 亿元, 对应毛利率为 46.9%、48.7%、43.8%。

5) 费用假设: 由于公司负极业务逐步拓展动力电池领域, 我们假设销售费用率逐步提升, 22-24 年 1.7%、2%、2.5%。考虑公司 22-24 发布股权激励计划, 预计 22-24 年管理费用率分别为 4%、4.5%、4.5%。我们预计公司持续保持高研发投入力度, 预计 22-24 年研发费用率保持 6%。

图表 26: 盈利预测

产品	项目	2021	2022E	2023E	2024E	
膜材料	涂覆	销量(亿平)	21	37	56	83
		收入(亿元)	19.3	33.3	45.9	62.3
		毛利率(%)	39%	39%	39%	39%
	基膜	销量(亿平)		1	2.5	4
		收入(亿)		1.2	2.75	4
		毛利率(%)	35%	35%	35%	35%
	铝塑膜及其他	收入(亿)	1.40	3.00	4.50	6.30
		毛利率(%)	28%	28%	28%	28%
	负极(含石墨化)	销量(万吨)	10	16	26	40
均价(万元/吨)		5.1	5.61	5	4.7	
收入(亿元)		51	89.76	130	188	
毛利率(%)		30%	33%	34%	34%	
设备	收入(亿元)	13.7	23	35	45	
	毛利率(%)	25%	25%	25%	25%	
PVDF	收入(亿元)	4.5	21	28	32	
	毛利率(%)	28.0%	46.9%	48.7%	43.8%	
收入(亿元)		89.72	171.26	246.17	337.55	
毛利率		35.7%	34.7%	35.2%	34.5%	

来源: wind, 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

我们采用 PE 估值法对公司进行估值, 选取了恩捷股份、宁德时代、贝特瑞同行可比公司, 其 2022/2023 年的 PE 均值为 35.1/24.4 倍。公司在负极领域保持龙头地位, 切入动力电池份额有望进一步提升, 膜材料业务高增, 设备在手订单饱满。我们预计 2022-2024 公司归母净利润分别为 29.7、44.1、58.5 亿元, 对应 EPS 为 4.28、6.35、8.42 元, 对应 PE 为 32.6、22.0、16.6 倍, 给予公司 22 年 45 倍估值, 对应目标价为 194.85 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 27: 可比公司估值

代码	名称	股价(元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002812.SZ	恩捷股份	217	5.28	7.51		41.0	28.8	
300035.SZ	中科电气	30	1.02	1.56		29.8	19.5	
300750.SZ	宁德时代	508	10.62	15.27		47.9	33.3	

835185.BJ	贝特瑞	101	4.59	6.30	9.05	21.9	16.0	
平均值						35.1	24.4	
603659.SH	璞泰来	140	4.28	6.35	8.42	32.6	22.0	16.6

来源：Wind，国金证券研究所

注：可比公司数据来源于 wind 一致预期，股价截止于 2022 年 4 月 6 日。

五、风险提示

■ 下游需求不及预期风险。

公司负极业务主要由下游新能源汽车需求驱动，如下游新能源汽车销量不及预期，公司业务发展可能不及预期。

■ 行业竞争格局恶化风险。

负极行业目前竞争格局较为分散，有竞争格局恶化的风险。涂覆领域有新进入者风险。

■ 产能建设不及预期风险。

公司负极产能投放迅速，具有一定的资金压力和市场开拓压力，如遇融资等问题，产能释放或受限。

■ 新客户拓展不及预期风险。

公司负极业务具有较大的产能释放，需要新客户消化，如客户开拓不及预期，产能难以消化。

■ 产品迭代未保持领先风险。

负极具有持续迭代的产品特性，如公司无法保持产品持续迭代领先，业务发展或受限。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,799	5,281	8,996	16,950	24,617	33,755	货币资金	862	5,030	3,884	3,245	4,592	6,694
增长率		10.0%	70.4%	88.4%	45.2%	37.1%	应收款项	1,272	1,732	2,020	2,903	4,633	5,781
主营业务成本	-3,384	-3,613	-5,789	-11,062	-15,945	-22,094	存货	2,265	2,237	4,964	6,062	8,737	12,106
%销售收入	70.5%	68.4%	64.3%	65.3%	64.8%	65.5%	其他流动资产	570	1,375	2,629	2,712	2,906	3,486
毛利	1,415	1,668	3,207	5,888	8,672	11,661	流动资产	4,970	10,373	13,497	14,922	20,867	28,068
%销售收入	29.5%	31.6%	35.7%	34.7%	35.2%	34.5%	%总资产	61.1%	71.6%	62.9%	66.2%	71.8%	76.4%
营业税金及附加	-22	-41	-63	-119	-172	-236	长期投资	244	247	377	377	377	377
%销售收入	0.5%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	2,382	3,268	5,864	6,470	7,004	7,465
销售费用	-178	-115	-152	-285	-492	-844	%总资产	29.3%	22.6%	27.3%	28.7%	24.1%	20.3%
%销售收入	3.7%	2.2%	1.7%	1.7%	2.0%	2.5%	无形资产	322	329	634	731	769	798
管理费用	-161	-212	-367	-678	-1,108	-1,519	非流动资产	3,161	4,113	7,953	7,617	8,187	8,676
%销售收入	3.4%	4.0%	4.1%	4.0%	4.5%	4.5%	%总资产	38.9%	28.4%	37.1%	33.8%	28.2%	23.6%
研发费用	-212	-264	-543	-1,017	-1,477	-2,025	资产总计	8,131	14,486	21,450	22,539	29,054	36,744
%销售收入	4.4%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	短期借款	1,548	1,361	1,304	794	774	237
息税前利润 (EBIT)	842	1,036	2,083	3,789	5,423	7,037	应付款项	1,760	2,836	5,759	4,935	7,140	9,909
%销售收入	17.5%	19.6%	23.2%	22.4%	22.0%	20.8%	其他流动负债	866	1,104	2,414	3,011	4,372	5,967
财务费用	-100	-162	5	-61	-40	14	流动负债	4,175	5,302	9,477	8,740	12,286	16,113
%销售收入	2.1%	3.1%	-0.1%	0.4%	0.2%	0.0%	长期贷款	149	0	987	987	987	987
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	163	269	317	18	13	10
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0	负债	4,486	5,571	10,781	9,745	13,286	17,109
投资收益	9	8	8	0	0	0	普通股股东权益	3,409	8,914	10,487	12,304	14,948	18,455
%税前利润	1.1%	0.9%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	435	496	694	694	694	694
营业利润	765	826	2,036	3,727	5,383	7,051	未分配利润	1,830	2,265	3,754	5,537	8,181	11,688
营业利润率	15.9%	15.6%	22.6%	22.0%	21.9%	20.9%	少数股东权益	235	1	183	490	821	1,181
营业外收支	4	-10	-7	0	0	0	负债股东权益合计	8,131	14,486	21,450	22,539	29,054	36,744
税前利润	769	815	2,029	3,727	5,383	7,051	比率分析						
利润率	16.0%	15.4%	22.6%	22.0%	21.9%	20.9%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-90	-89	-246	-447	-646	-846	每股指标						
所得税率	11.7%	10.9%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	1.496	1.346	2.518	4.280	6.346	8.418
净利润	679	727	1,783	3,280	4,737	6,205	每股净资产	7.834	17.971	15.102	17.719	21.527	26.577
少数股东损益	28	59	34	308	330	360	每股经营现金净流	1.127	1.237	2.410	3.039	6.531	9.164
归属于母公司的净利润	651	668	1,749	2,972	4,407	5,845	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.712	2.538	3.367
净利率	13.6%	12.6%	19.4%	17.5%	17.9%	17.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.10%	7.49%	16.68%	24.16%	29.48%	31.67%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	8.01%	4.61%	8.15%	13.19%	15.17%	15.91%
净利润	679	727	1,783	3,280	4,737	6,205	投入资本收益率	13.70%	8.96%	14.08%	22.88%	27.22%	29.69%
少数股东损益	28	59	34	308	330	360	增长率						
非现金支出	159	247	487	629	711	790	主营业务收入增长率	44.93%	10.05%	70.36%	88.42%	45.23%	37.12%
非经营收益	98	97	66	291	121	102	EBIT增长率	27.22%	23.00%	101.10%	81.91%	43.13%	29.76%
营运资金变动	-446	-457	-662	-2,090	-1,034	-734	净利润增长率	9.56%	2.54%	161.93%	69.96%	48.26%	32.64%
经营活动现金净流	490	613	1,673	2,111	4,535	6,363	总资产增长率	22.08%	78.16%	48.07%	5.08%	28.91%	26.47%
资本开支	-1,049	-750	-2,661	-484	-1,280	-1,280	资产管理能力						
投资	-507	136	-126	-200	0	0	应收账款周转天数	85.1	102.3	73.6	60.0	60.0	60.0
其他	9	6	-64	0	0	0	存货周转天数	225.0	227.4	227.0	200.0	200.0	200.0
投资活动现金净流	-1,547	-608	-2,852	-684	-1,280	-1,280	应付账款周转天数	104.3	134.9	137.6	110.0	110.0	110.0
股权募资	14	4,597	0	0	0	0	固定资产周转天数	112.3	169.8	188.8	100.3	68.1	48.2
债权募资	614	367	561	-768	-20	-537	偿债能力						
其他	-291	-590	-849	-1,324	-1,884	-2,440	净负债/股东权益	16.40%	-52.06%	-30.35%	-24.30%	-28.38%	-36.24%
筹资活动现金净流	337	4,374	-288	-2,058	-1,904	-2,977	EBIT利息保障倍数	8.4	6.4	-379.7	61.7	136.0	-487.6
现金净流量	-719	4,380	-1,467	-632	1,351	2,106	资产负债率	55.18%	38.46%	50.26%	43.24%	45.73%	46.56%

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	9	27	38	51	97
增持	6	13	19	25	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.40	1.33	1.33	1.33	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

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