

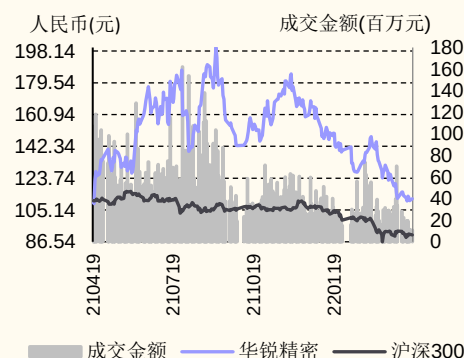
华锐精密 (688059.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 111.72 元

目标价格 (人民币): 148.76 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.44
已上市流通 A 股(亿股)	0.25
总市值(亿元)	49.17
年内股价最高最低(元)	201.62/109.63
沪深 300 指数	4166
上证指数	3196

**专注数控刀片制造，业绩高增盈利能力优异****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	312	485	686	895	1,094
营业收入增长率	20.57%	55.51%	41.36%	30.40%	22.28%
归母净利润(百万元)	89	162	218	291	370
归母净利润增长率	23.94%	82.41%	34.33%	33.25%	27.29%
摊薄每股收益(元)	2.697	3.689	4.956	6.603	8.406
每股经营性现金流净额	3.06	4.67	3.10	6.67	9.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.65%	18.26%	20.68%	22.49%	22.98%
P/E	41.43	30.28	22.54	16.92	13.29
P/B	8.97	5.53	4.66	3.80	3.05

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **专注数控刀片制造，业绩高增盈利能力优异：**公司成立以来专注数控刀片制造，2020、2021 年公司数控刀片产量分别为 5797、7959 万片，规模处于国内第一梯队。2017 至 2021 年公司营收与归母净利润复合增速分别为 38%、51%，2021 年营收与归母净利润分别同比增长 56%、82%，当前正处高速增长期。同时公司盈利能力表现优异，在公司原材料碳化钨价格持续上涨背景下，2021 年毛利率、净利率分别为 50.3%、33.44%，毛利率同比下降 0.6pcts，净利率同比提升 4.93pcts。
- **硬质合金刀具国产替代空间近百亿元，2021 年国产替代加速推进：**根据我们测算 2020 年中国硬质合金刀具市场规模为 223 亿元，2021 年中国数控金属切削机床产量同比增长 40%，刀具市场需求有望持续增长。2021 年中国硬质合金刀片进口额 40.11 亿元，同比下降 8.21%；出口额 16.55 亿元，同比增长 39.31%，在替代进口、增加出口方面进步明显。2021 年中国刀片/铣刀/钻头/攻丝工具合计进口额 81 亿元，考虑部分海外企业在国内设厂销售未计入进口数据，我们判断目前硬质合金刀具国产替代空间近百亿元。2021 年硬质合金涂层刀片进口单价为出口单价近 4 倍，国内刀具价格与海外仍有较大差距，根据我们测算 2020 年国内硬质合金刀具领域头部企业株洲钻石、华锐精密、欧科亿市占率分别为 7.5%、1.4%、1.4%，未来有望通过“量”、“价”两个维度持续提升市占率。
- **新增产能面向高端领域，成套解决方案配套能力增强，提升产品附加值：**2021 年公司数控刀片产量同比增长 37%，公司 IPO 募投 3000 万片产能有望在今年开始释放，我们预计后续公司产量将持续增长，并在 2024 年达到 1.3 亿片。公司预计新产能投产后第一年硬质合金和金属陶瓷数控刀片均价将分别为 9.86 元/片、9.2 元/片，相比公司 2021 年整体数控刀片均价 5.8 元/片有显著提升，有望打造数控刀片“量价齐升”。同时公司拟通过发行可转债募资不超过 4 亿元，新建数控刀体、钻削刀具产能，有望提升公司提供成套解决方案的能力，并提升整体产品的附加值。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 2022 至 2024 年有望实现归母净利润分别为 2.18、2.91、3.70 亿元，对应当前 PE23X、17X、13X，考虑刀具行业成长空间，同时公司产能不断扩充，产品线持续丰富，后续有望为高端市场客户提供解决方案，维持高盈利能力，给予公司 6 至 12 个月目标价 148.76 元，对应 2022 年 PE30X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 国产替代进展不及预期，数控刀片均价提升不及预期，产能扩张不及预期，限售股解禁风险，股东减持风险。

满在朋 分析师 SAC 执业编号: S1130522030002
manzaipeng@gjzq.com.cn

李嘉伦 联系人
lijialun@gjzq.com.cn

内容目录

1、收入利润高复合增速，原材料价格大涨不改高盈利能力	3
2、国产替代浪潮下，公司新增产能瞄准高端领域，“量价齐升”未来可期	5
2.1 2020 年中国硬质合金刀具市场规模约为 223 亿元	5
2.2 2021 年国产替代加速推进，中国硬质合金刀具市场替代空间近百亿元 ..	6
2.3 公司紧抓行业机会，新增产能面向高端领域，“量价齐升”未来可期	7
3、盈利预测与投资建议	8
4、风险提示	9

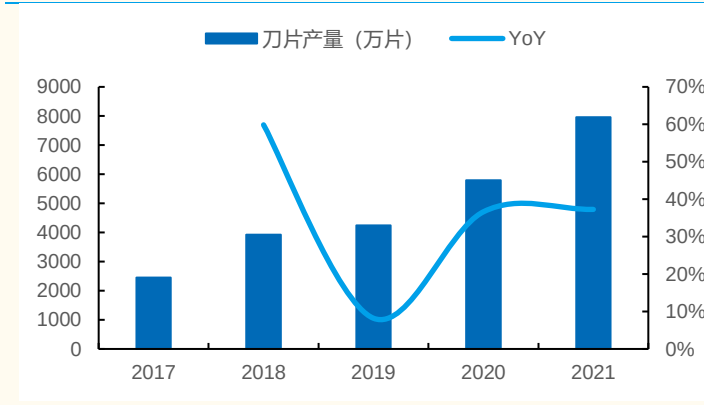
图表目录

图表 1: 公司数控刀片产量快速增长	3
图表 2: 公司数控刀片销量快速增长	3
图表 3: 公司数控刀片产量处于国内第一梯队	3
图表 4: 2017 至 2021 年营收 37.97%CAGR	4
图表 5: 2017 至 2021 年归母净利润 51.29%CAGR	4
图表 6: 公司收入车削、铣削刀片为主	4
图表 7: 2021 年以来碳化钨价格一路上扬	4
图表 8: 公司各产品毛利率均较高	4
图表 9: 公司销售费用率持续下行	5
图表 10: 2021 年公司净利率显著提升	5
图表 11: 2020 年中国切削刀具市场规模达 412 亿元	5
图表 12: 中国切削刀具中硬质合金材料占比约为 53%	5
图表 13: 2021 年中国数控金属切削机床产量大幅增长，数控化率提升有望驱动刀具市场规模增长	6
图表 14: 中国硬质合金刀片进出口情况	6
图表 15: 2021 年中国刀具进口情况	7
图表 16: 2020 年中国硬质合金刀具市场份额	7
图表 17: 公司数控刀片产能有望持续提升	7
图表 18: 公司募投数控刀片向非标、异形等精加工领域延伸	8
图表 19: 公司已针对模具铣削刀片设计开发多款刀体	8
图表 20: 公司收入拆分预测	9
图表 21: 公司与可比公司估值	9

1、收入利润高复合增速，原材料价格大涨不改高盈利能力

- 公司数控刀片产量处国内第一梯队，2021 年产销量大幅增长。2021 年公司数控刀片分别实现产销量 7958.6/8233.81 万片，分别同比增长 37.28%/52.16%。根据我们统计，公司数控刀片产量处于国内第一梯队，2021 年产量与欧科亿较为接近，仅次于中钨高新（株洲钻石）。

图表 1：公司数控刀片产量快速增长



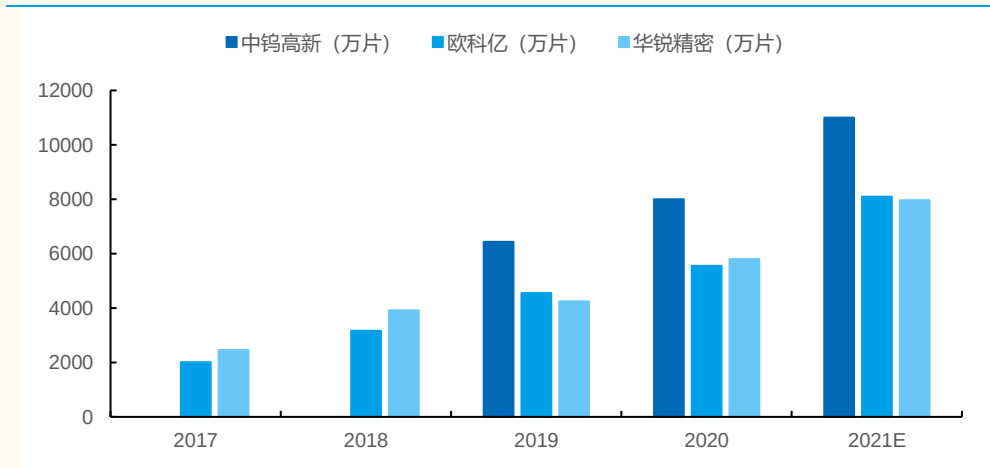
来源：公司招股说明书、公司公告、国金证券研究所

图表 2：公司数控刀片销量快速增长



来源：公司招股说明书、公司公告、国金证券研究所

图表 3：公司数控刀片产量处于国内第一梯队

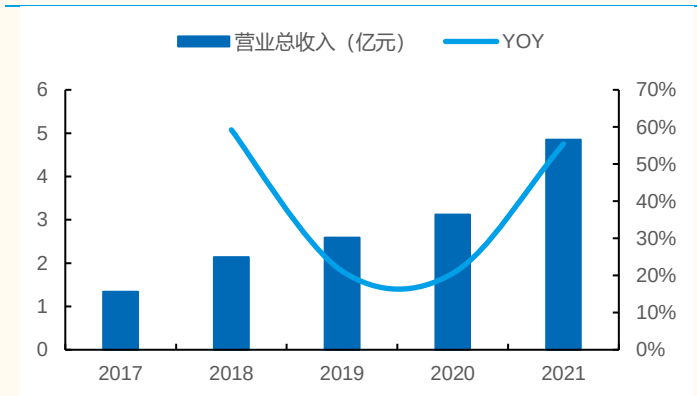


来源：各公司公告、国金证券研究所

注：中钨高新 2021 年数据为预测值

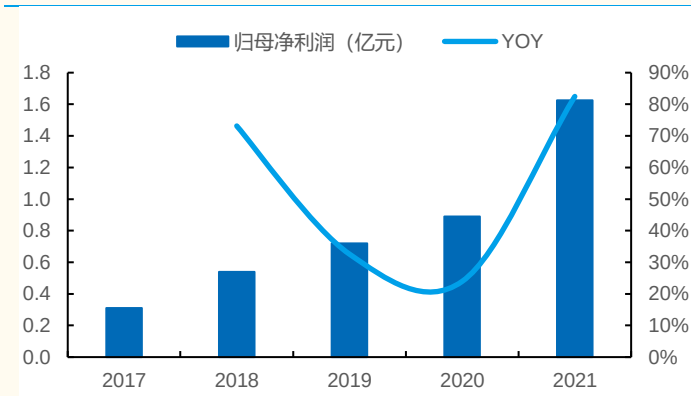
- 2017 至 2021 年期间，公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 37.97%、51.29%，2021 年受益数控刀片产能提升及下游景气度较高，营收、归母净利润分别同比增长 55.51%、82.41%。同时，公司进一步加大研发投入，围绕基体材料、槽型结构、精密成型和表面涂层四大领域核心技术进行研究，在金属陶瓷、复杂精密成型以及航空难加工材料等方面取得了较大的突破。

图表4：2017至2021年营收37.97%CAGR



来源：Wind、国金证券研究所

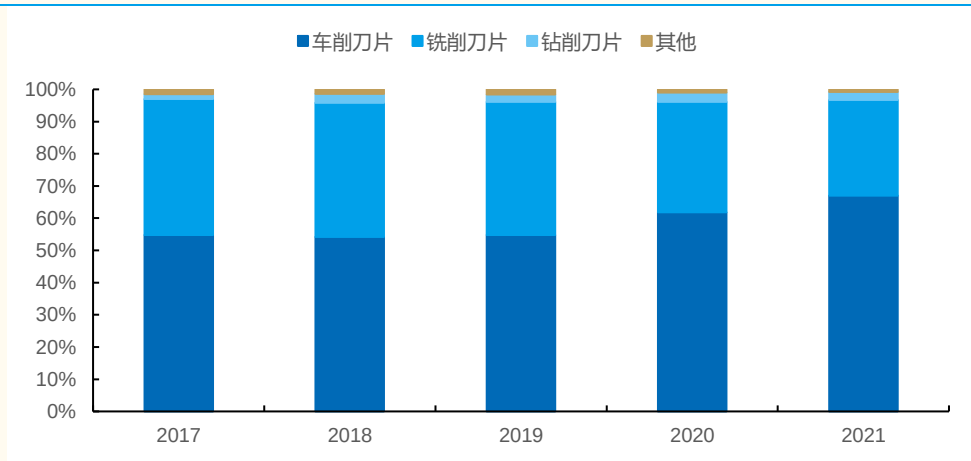
图表5：2017至2021年归母净利润51.29%CAGR



来源：Wind、国金证券研究所

- 公司收入主要来自数控刀片，2021年车削、铣削刀片收入占比接近97%。

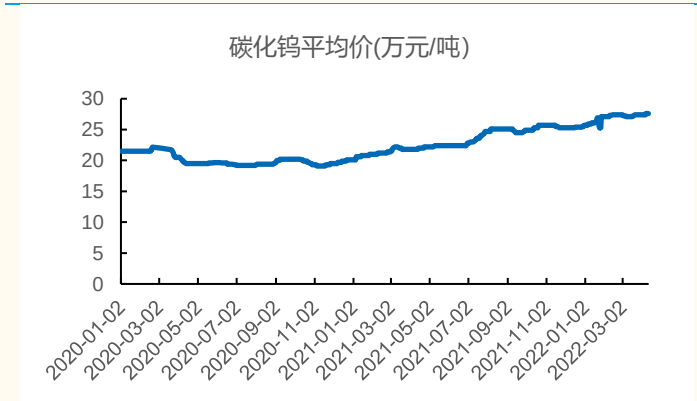
图表6：公司收入车削、铣削刀片为主



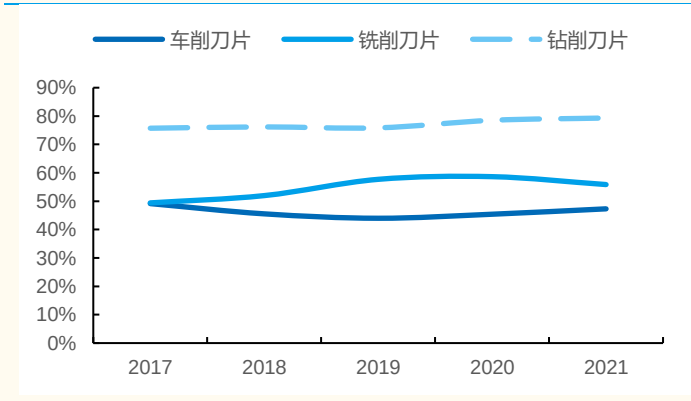
来源：Wind、国金证券研究所

- 公司产品具有一定竞争壁垒，整体毛利率较高。公司围绕基体材料、槽型结构、精密成型和表面涂层四大核心技术领域不断取得突破，品牌影响力日益提升，产品定价权逐渐加强，车、铣、钻三类数控刀片近年均保持高毛利率水平。
- 2021年在原材料价格大涨背景下，公司依旧维持了高毛利率。2021年以来，公司核心原材料碳化钨价格一路上涨，但由于公司产能扩张且基本满产，公司规模效应显现单位制造费用下降，毛利率依旧维持高位。

图表7：2021年以来碳化钨价格一路上扬



图表8：公司各产品毛利率均较高

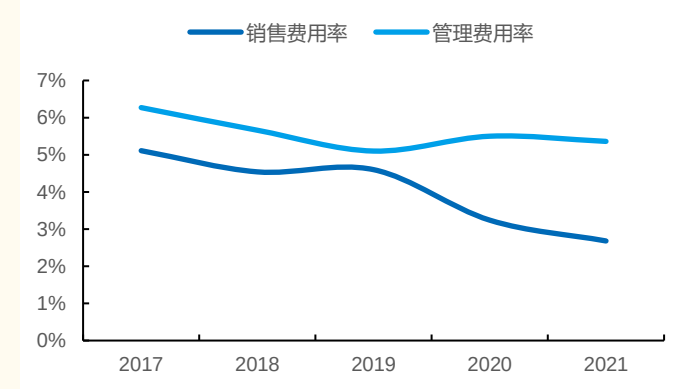


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

- 公司 2021 年净利率显著增长。2021 年公司销售费用率、管理费用率分别同比下降 0.56、0.14pcts，2021 年公司实现净利率 33.44%，同比提升 4.93pcts，盈利能力极强。

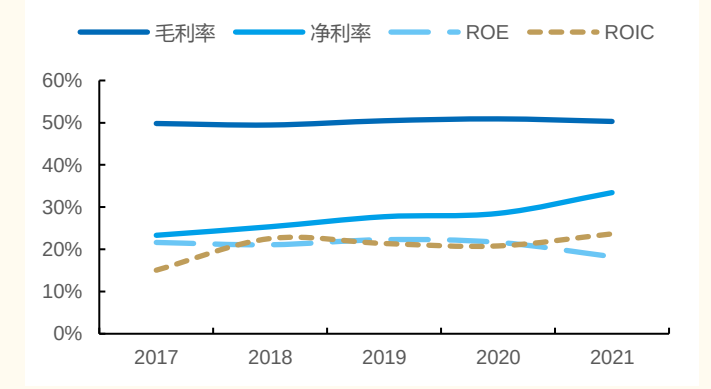
图表 9：公司销售费用率持续下行



来源：Wind、国金证券研究所

注：管理费用不包含研发费用

图表 10：2021 年公司净利率显著提升



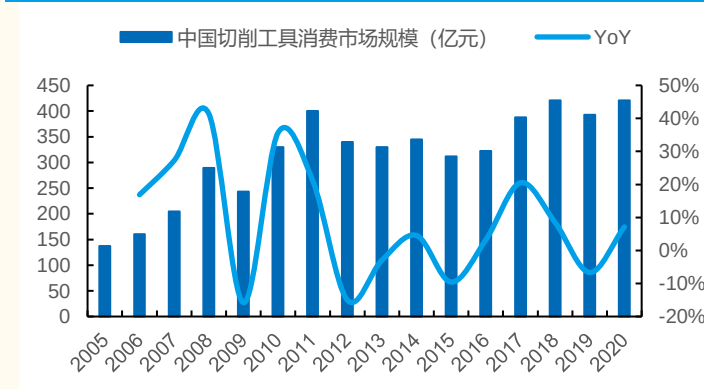
来源：Wind、国金证券研究所

2、国产替代浪潮下，公司新增产能瞄准高端领域，“量价齐升”未来可期

2.1 2020 年中国硬质合金刀具市场规模约为 223 亿元

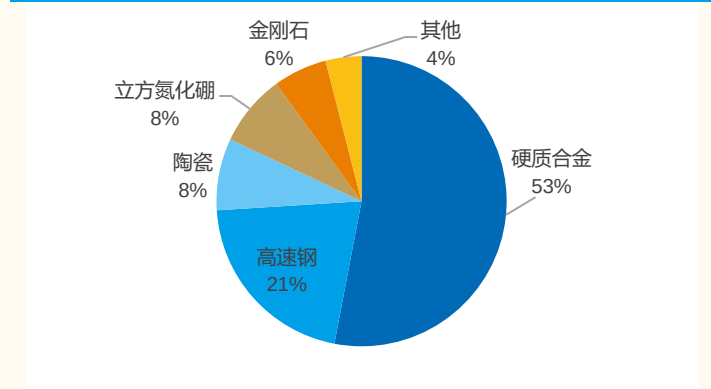
- 2020 年中国切削刀具市场规模 412 亿元，硬质合金刀具市场规模约为 223 亿元。根据中国机床工具工业协会统计数据，2011 年至 2016 年中国切削刀具市场规模主要集中在 312 亿元至 345 亿元的区间，随着“十三五”规划落地，中国供给侧改革推动制造业转型升级，2020 年切削刀具市场规模达到 412 亿元，按照《第四届切削刀具用户调查数据分析报告》机械加工行业使用硬质合金切削刀具占比 53%测算，2020 年硬质合金刀具市场规模约为 223 亿元。

图表 11：2020 年中国切削刀具市场规模达 412 亿元



来源：中国机床工具工业协会、国金证券研究所

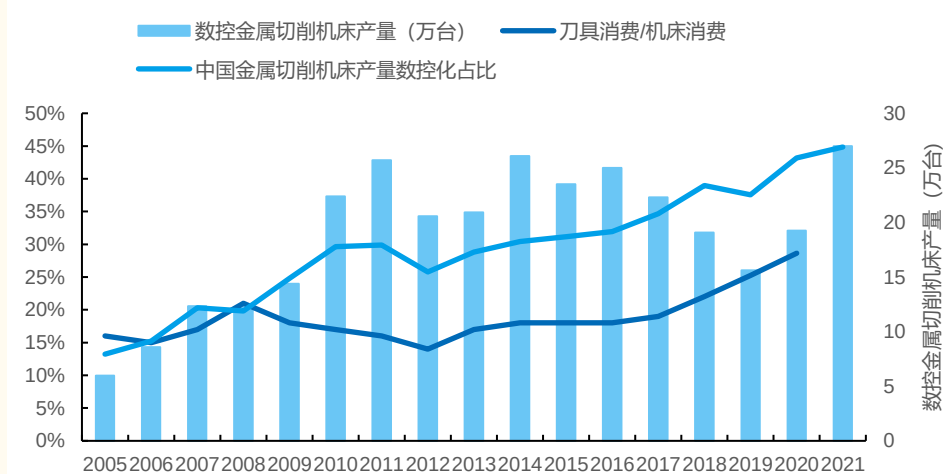
图表 12：中国切削刀具中硬质合金材料占比约为 53%



来源：《第四届切削刀具用户调查数据分析报告》，国金证券研究所

- 2021 年中国数控机床产量大幅增长，数控化率呈上升趋势，推升刀具行业需求。发达国家数控刀具与数控机床协调发展，刀具消费额约为机床消费额的 50%左右，而国内由于机床整体数控化率较低，刀具消费额占比较低，但目前呈持续提升趋势。根据中国机床工具工业协会数据，2021 年中国金属切削机床产量 60.2 万台，同比增长 34.98%，其中数控金属切削机床产量 27 万台，同比增长 40.15%，金属切削机床数控化率达到 44.85%，在机床数控化率持续上升趋势下，刀具市场规模有望持续增长。

图表 13: 2021 年中国数控金属切削机床产量大幅增长, 数控化率提升有望驱动刀具市场规模增长

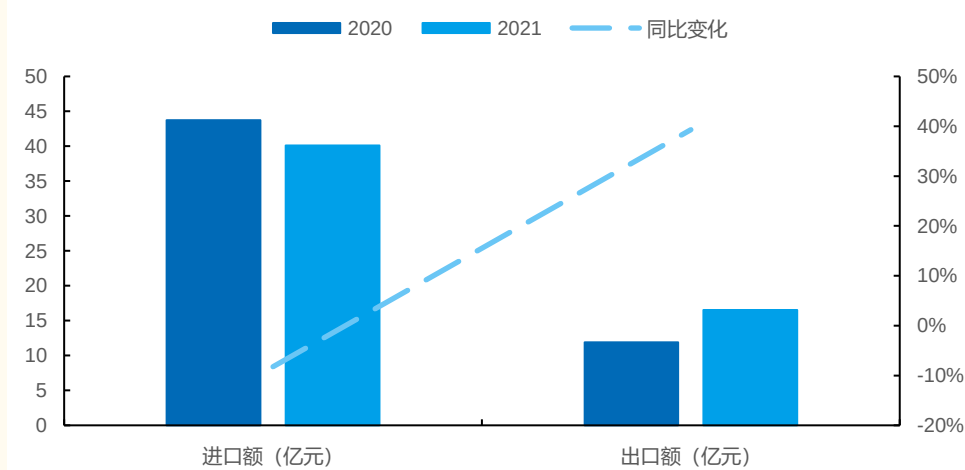


来源: 中国机床工具工业协会、国金证券研究所

2.2 2021 年国产替代加速推进, 中国硬质合金刀具市场替代空间近百亿元

- 总体来看, 2021 年国产替代显著加速, 出口额增幅远高于进口额。2021 年刀具出口额 225.16 亿元, 同比增长 25.45%, 相比 2019 年增长 22.28%; 进口额 106.32 亿元, 同比增长 5.69%, 相比 2019 年下滑 4.14%。
- 其中硬质合金刀片 2021 年进口额 40.11 亿元, 下降 8.24%; 出口额 16.55 亿元, 同比增长 39.31%, 硬质合金刀片在替代进口、增加出口方面进步明显。

图表 14: 中国硬质合金刀片进出口情况

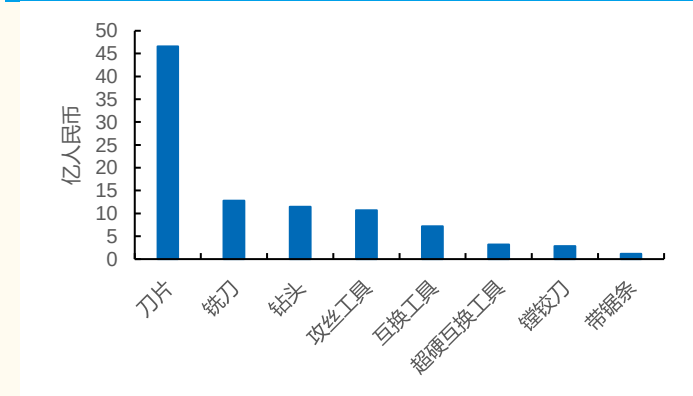


来源: 中国机床工具工业协会、海关总署、国金证券研究所

- 结合协会统计的进出口数据, 我们判断目前国内硬质合金刀具国产替代规模仍有近百亿。2021 年刀片、铣刀、钻头、攻丝工具进口额分别为 46.56/12.77/11.46/10.67 亿元, 合计 81.46 亿元, 考虑许多海外刀具企业早已在国内设厂, 部分销售未计入进出口数据, 我们判断目前硬质合金的国产替代空间近百亿元。
- 目前国内企业市占率依旧较低, 未来将从“量”、“价”两个维度提升市占率。我们结合产业链调研数据进行测算, 2020 年国内领先数控刀具企业株洲钻石、华锐精密、欧科亿在硬质合金刀具领域市场占有率分别为 7.52%、1.39%、1.36%, 仍有较大提升空间。

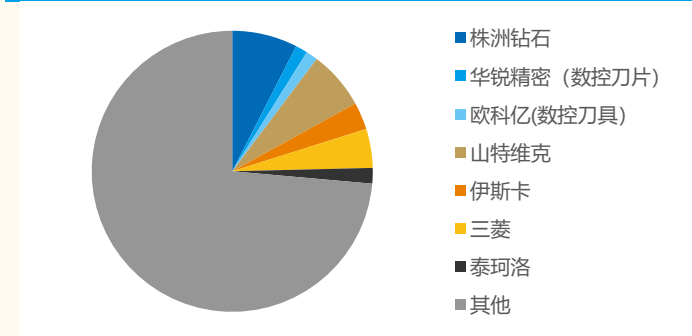
- **量：**在贸易摩擦、疫情等因素影响下，国内制造业为确保供应链安全，尝试国产刀具意愿显著提升，在资本市场加持下，国内头部刀具企业面对旺盛需求快速扩产，后续伴随产能扩张销量有望稳定增长。
- **价：**2021 年硬质合金涂层刀片进口单价为 4251.36 元/kg，出口单价为 1116.79 元/kg，进口单价为出口单价近 4 倍，反映国内刀具价格与海外仍有较大差距，考虑当前国内头部刀具企业均在向中高端产品突破，未来价格提升将成为国内企业市占率提升重要驱动点。

图表 15：2021 年中国刀具进口情况



来源：中国机床工具工业协会、海关总署、国金证券研究所

图表 16：2020 年中国硬质合金刀具市场份额

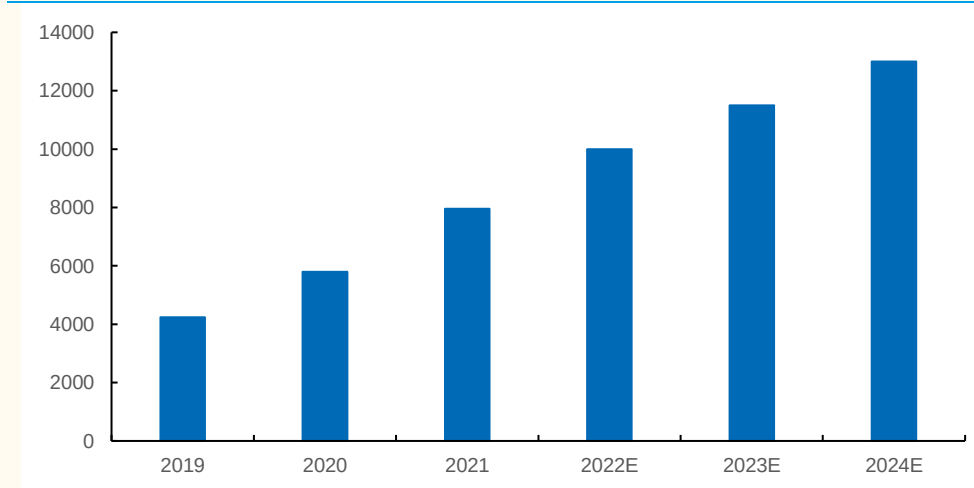


来源：各公司公告、各公司官网、国金证券研究所

2.3 公司紧抓行业机会，新增产能面向高端领域，“量价齐升”未来可期

- **募投精密数控刀具数字化产线与研发中心项目，加码数控刀片布局，产量有望持续提升。**公司 IPO 募投项目将新增硬质合金数控刀片 3000 万片产能、金属陶瓷数控刀片 500 万片、硬质合金整体刀具 200 万支。根据我们估算，公司未来 3 年产量有望保持增长，并在 2024 年达到 1.3 亿片。

图表 17：公司数控刀片产量有望持续提升

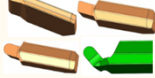


来源：公司公告、国金证券研究所

- **可转债项目新增精密数控刀体与高效钻削刀具项目，提升整体解决方案配套能力。**公司拟通过发行可转债募资不超过 4 亿元，投资精密数控刀体与高效钻削刀具项目，预计新增数控刀体（具体产品包括刀盘、刀杆）产能 50 万件/年、新增高效钻削刀具产能 140 万支/年。
- **新增产能向航空航天、轨交等高端应用领域，有望做到“量价齐升”：**
 - 公司预计新增产能中，金属陶瓷数控刀片第一年平均销售单价为 9.2 元/片，硬质合金数控刀片达产后第一年平均售价为 9.86 元/片，相比

公司 2021 年数控刀片平均单价约 5.82 元/片有显著提升。

图表 18：公司募投数控刀片向非标、异形等精加工领域延伸

产品	图示	具体用途	下游应用
小零件精密车削刀片		主要用于精密小零件的高表面质量的车削加工	医疗器械、汽车、航空、军工、仪器仪表、照相机、家电、五金、通讯电子等
航空非标异型刀片		主要用于航空复杂零件的深腔凹槽、鸽尾槽等的加工	航空航天
金属陶瓷数控车削刀片		主要应用于 P、M、K 等被加工材料的内外圆、仿形、端面等的半精及精加工	通用机械、汽车零件、轨道交通、家电等
金属陶瓷数控铣削刀片		主要应用于 P、M、K 等被加工材料的型面、平面、方肩、仿形、凹槽等铣削精加工	航空航天、汽车发动机、精密模具加工等

来源：公司公告、国金证券研究所

- **新增刀盘、刀杆等配套产品，整体解决方案能力增强，提升产品附加值。**公司当前产品主要是针对中小型企业共性金属切削需求，生产通用的数控刀片为主，在产品配套方面能力不足。本次募投+可转债项目，将为公司新增与数控刀片配套的刀体（刀盘、刀杆），刀体与刀片配套销售可提升刀片整体寿命、加工精度及稳定性，提升现有数控刀片产品性能，并一站式满足客户需求，增强客户粘性。

图表 19：公司已针对模具铣削刀片设计开发多款刀体

数控刀体系列名称	规格型号数量（款）	配套数控刀片产品
S/CSM390 系列	71	经济型方肩铣刀（双面铣削刀片）
S/CSM290 系列	23	APKT 系列铣刀
S/CSM190 系列	30	AOKT 系列铣刀

来源：公司公告、国金证券研究所

3、盈利预测与投资建议

■ 盈利预测核心假设：

- **数控刀片业务：**1）收入：随着新增 3000 万片硬质合金数控刀片以及 500 万片金属陶瓷刀片投产，预计公司未来 3 年产量有望保持增长，并在 2024 年达到 1.3 亿片，数控刀片业务收入体量将持续上升，同时公司新增产能预计维持原有业务结构比例；2）毛利率：新增产能定位更加高端，预计新建设产能达产后第一年金属陶瓷刀片与数控刀片均价分别为 9.2、9.86 元/片，高于公司 2021 年约 5.84 元/片水平，毛利率预计持续提升。
- **其他业务（整体刀具等）：**1）IPO 募投新增整体硬质合金刀具产品，随着未来投产收入逐渐提升，将更好满足终端客户用刀需求，提升产品服务附加值。2）可转债项目后续新增数控刀体、钻削刀具产品，未来公司整体解决方案能力将进一步增强，我们预计 2022 年开始公司整体刀具开始贡献收入，并且随着产品逐渐成熟毛利率将持续提升，从 2022 年 30%提升至 2024 年 40%。
- **费用率：**预计伴随公司产能扩张规模效应逐渐显现，2022 至 2024 年管理费用率分别为 5.3%、5.2%、5.1%；销售费用率分别为 2.6%、

- 2.5%、2.4%。
- 综上，我们预计公司 2022 至 2024 年有望实现归母净利润分别为 2.18、2.91、3.70 亿元，对应当前 PE23X、17X、13X。

图表 20：公司收入拆分预测

收入拆分	百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
车削刀片	营业收入	324.97	429.50	536.58	637.42
	增长率	68.41%	32.17%	24.93%	18.79%
	毛利率	47.31%	48.00%	48.50%	49.00%
铣削刀片	营业收入	143.99	190.31	237.75	282.43
	增长率	34.01%	32.17%	24.93%	18.79%
	毛利率	55.86%	56.00%	56.50%	57.00%
钻削刀片	营业收入	12.44	16.44	20.54	24.40
	增长率	44.99%	32.17%	24.93%	18.79%
	毛利率	79.31%	79.00%	79.00%	79.00%
其他业务	营业收入	4.08	50.00	100.00	150.00
	增长率	27.50%	1125.49%	100.00%	50.00%
	毛利率	3.87%	30.00%	35.00%	40.00%
营业收入合计		485.48	686.25	894.88	1094.25
毛利率		50.30%	49.65%	49.82%	50.50%

来源：Wind、国金证券研究所

- 选取主营业务与公司接近的中钨高新、欧科亿、沃尔德作为公司可比公司，2022 与 2023 年可比公司平均估值水平分别为 19X、14X。考虑刀具行业成长空间，同时公司产能不断扩充，产品线持续丰富，后续有望为高端市场客户提供解决方案，维持高盈利能力，给予公司 6 至 12 个月目标价 148.76 元，对应 2022 年 PE30X，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 21：公司与可比公司估值

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE				
				2019A	2020A	2021A/E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021A/E	2022E	2023E
1	688059	欧科亿	50.16	1.18	1.07	2.22	2.89	3.85	42.51	46.88	22.59	17.36	13.03
2	000657	中钨高新	10.79	0.14	0.21	0.48	0.66	0.82	77.07	51.38	22.48	16.35	13.16
3	688028	沃尔德	30.56	0.75	0.62	0.68	1.40	1.95	40.75	49.29	44.94	21.83	15.67
		中位数									22.59	17.36	13.16
		平均数									30.00	18.51	13.95
	688308	华锐精密	111.72	2.18	2.7	3.69	4.96	6.60	51.25	41.38	30.28	22.52	16.93

来源：Wind、国金证券研究所，除华锐精密外取自 4 月 18 日 Wind 一致预期

4、风险提示

- 国产替代进展不及预期：数控刀片技术壁垒较高，若未对技术研究路线做出合理安排或突破，可能会在关键技术上落后于欧美及日韩企业，从而导致国产替代进展不及预期。
- 数控刀片均价提升不及预期：公司目前新增产能面向更加高端应用领域，未来预计产品均价有望提升，但市场竞争情况变化可能导致公司部分产品降价，从而带来数控刀片均价提升不及预期。
- 产能扩张不及预期：公司目前产能利用率较高，需要进行产能扩张以扩大经营规模，若产能扩张进度不及预期将对公司业绩增长造成影响。

- **限售股解禁风险：**2022 年 2 月 8 日，公司 15,368,200 股首发原股东限售股份，首发战略配售股份上市流通，占解禁前流通股 164.34%；占解禁后流通股 62.17%；占总股本 34.92%，大额解禁或对股价造成短期波动。
- **股东减持风险：**2022 年 2 月公司披露股东减持公告，公司股东青岛六禾、西安六禾、夏晓辉、王烨、卓晓帆计划以集中竞价和大宗交易的方式进行减持不超过 3,250,500 股，即不超过公司股份总数的 7.39%；2022 年 3 月公司股东宁波慧和计划以集中竞价和大宗交易的方式进行减持，预计减持股份合计不超过 1,010,998 股，不超过公司股份总数的 2.30%，股东减持或对股价造成短期波动。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	259	312	485	686	895	1,094
增长率		20.6%	55.5%	41.4%	30.4%	22.3%
主营业务成本	-128	-153	-241	-346	-449	-542
%销售收入	49.5%	49.1%	49.7%	50.4%	50.2%	49.5%
毛利	131	159	244	341	446	553
%销售收入	50.5%	50.9%	50.3%	49.6%	49.8%	50.5%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-5	-7	-8
%销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
销售费用	-12	-10	-13	-17	-22	-26
%销售收入	4.6%	3.2%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%
管理费用	-13	-17	-26	-36	-47	-56
%销售收入	5.1%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%
研发费用	-17	-20	-25	-32	-39	-45
%销售收入	6.6%	6.3%	5.1%	4.7%	4.4%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	86	109	176	249	331	418
%销售收入	33.4%	34.9%	36.2%	36.3%	37.0%	38.2%
财务费用	-7	-5	0	2	3	7
%销售收入	2.6%	1.5%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	0	0	4	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	80	104	181	251	334	425
营业利润率	31.0%	33.3%	37.3%	36.5%	37.3%	38.9%
营业外收支	2	-2	6	0	0	0
税前利润	82	102	187	251	334	425
利润率	31.8%	32.7%	38.5%	36.5%	37.3%	38.9%
所得税	-10	-13	-25	-33	-43	-55
所得税率	12.7%	12.9%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	72	89	162	218	291	370
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	72	89	162	218	291	370
净利率	27.7%	28.5%	33.4%	31.8%	32.5%	33.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	72	89	162	218	291	370
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	31	37	45	29	33	36
非经营收益	13	6	3	-12	1	1
营运资金变动	-14	-32	-4	-99	-31	-10
经营活动现金净流	103	101	206	137	294	398
资本开支	-92	-100	-206	-100	-91	-81
投资	0	0	-136	0	0	-50
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-92	-100	-342	-100	-91	-131
股权募资	0	0	377	0	0	0
债权募资	36	-19	-67	-5	-7	0
其他	-12	-16	-62	-54	-54	-53
筹资活动现金净流	24	-35	248	-59	-61	-53
现金净流量	35	-34	112	-23	143	214

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	57	25	158	132	272	485
应收账款	89	146	160	181	229	249
存货	54	57	88	95	111	126
其他流动资产	2	8	148	147	148	199
流动资产	202	235	554	555	760	1,058
%总资产	38.0%	37.9%	48.2%	45.7%	51.5%	58.2%
长期投资	1	0	0	0	0	0
固定资产	287	356	489	561	620	665
%总资产	54.1%	57.6%	42.6%	46.3%	42.0%	36.6%
无形资产	6	20	23	22	20	19
非流动资产	329	384	595	659	716	759
%总资产	62.0%	62.1%	51.8%	54.3%	48.5%	41.8%
资产总计	531	618	1,149	1,214	1,476	1,818
短期借款	42	60	1	7	0	0
应付款项	30	27	87	76	90	97
其他流动负债	53	65	100	33	43	52
流动负债	125	152	188	116	133	149
长期贷款	50	9	0	0	0	0
其他长期负债	35	46	73	43	51	59
负债	209	207	260	159	184	208
普通股股东权益	322	411	889	1,054	1,292	1,609
其中：股本	33	33	44	44	44	44
未分配利润	95	180	292	458	695	1,013
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	531	618	1,149	1,214	1,476	1,818

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.176	2.697	3.689	4.956	6.603	8.406
每股净资产	9.761	12.457	20.206	23.961	29.364	36.570
每股经营现金净流	3.114	3.058	4.674	3.104	6.674	9.034
每股股利	0.000	0.000	1.000	1.200	1.200	1.200
回报率						
净资产收益率	22.29%	21.65%	18.26%	20.68%	22.49%	22.98%
总资产收益率	13.52%	14.39%	14.12%	17.97%	19.69%	20.35%
投入资本收益率	17.71%	19.17%	16.77%	20.42%	22.29%	22.61%
增长率						
主营业务收入增长率	21.20%	20.57%	55.51%	41.36%	30.40%	22.28%
EBIT 增长率	22.86%	25.92%	61.37%	41.75%	32.91%	26.32%
净利润增长率	32.59%	23.94%	82.41%	34.33%	33.25%	27.29%
总资产增长率	28.93%	16.44%	85.88%	5.59%	21.60%	23.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.8	65.7	53.8	50.0	47.0	44.0
存货周转天数	145.3	131.8	109.8	100.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	74.0	50.8	61.0	57.0	53.0	49.0
固定资产周转天数	403.1	371.1	259.2	195.2	157.3	133.5
偿债能力						
净负债/股东权益	10.88%	10.69%	-33.49%	-25.20%	-31.96%	-41.96%
EBIT 利息保障倍数	12.7	23.2	-626.4	-120.5	-96.1	-56.0
资产负债率	39.33%	33.51%	22.64%	13.12%	12.44%	11.46%

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	6	10	11	21
增持	0	0	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.38	1.39	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