

新能源与汽车研究中心

欧科亿(688308.SH) 买入(首次评级)**公司深度研究**

市场价格(人民币): 50.61元

目标价格(人民币): 71.09元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.00
已上市流通A股(亿股)	0.65
总市值(亿元)	50.61
年内股价最高最低(元)	94.50/49.25
沪深300指数	4166
上证指数	3196
人民币(元)	成交金额(百万元)
92.81	300
82.24	250
71.67	200
61.1	150
50.53	100
39.96	50
210419 210719 211119 220119	0
■ 成交金额 ■ 欧科亿 ■ 沪深300	

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	702	990	1,202	1,467	1,748
营业收入增长率	16.45%	41.04%	21.41%	22.00%	19.18%
归母净利润(百万元)	107	222	284	371	496
归母净利润增长率	21.50%	106.82%	27.96%	30.54%	33.62%
摊薄每股收益(元)	1.07	2.22	2.84	3.71	4.96
每股经营性现金流净额	1.22	1.61	3.27	4.50	5.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.22%	14.87%	16.66%	18.48%	20.38%
P/E	47.10	22.77	17.80	13.63	10.20
P/B	3.87	3.39	2.96	2.52	2.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司专注硬质合金工具, 打造国内领先数控刀片企业:** 公司为国内规模最大的锯齿刀片企业, 2011年公司向数控刀片领域延伸, 2021年公司数控刀片产量达到8097万片, 与株洲钻石、华锐精密同处国内第一梯队。2017至2021年营收、归母净利润复合增速分别为23.32%、48.7%, 2021年业绩增速进一步加快, 营收、归母净利润分别增长41.04%、106.82%。2021年公司产能扩张规模效应显现, 同时产品结构优化升级, 盈利能力大幅提升, 毛利率、净利率为34.38%、22.44%, 分别同比提升2.93、7.14pcts。
- **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”两个维度继续提升市占率。
- **扩产能, 拓品类, 强化解决方案配套能力, 产品结构有望持续优化:** 公司IPO募投4000万片高端数控刀片项目预计2022年达产50%以上, 我们估算公司2022年数控刀片产量有望达到1亿片, 同比增长约24%, 考虑当前公司有一定研发储备, 2021年新增数控刀片产品2000种, 并且价格大于10元占比40%以上, 高于公司2021年刀片均价5.9元/片, 公司高端数控刀片产能爬坡有望提升公司产品均价从而提升盈利能力。同时2022年3月公司发布定增预案, 拟募资不超过8亿元, 由公司全资子公司投建数控刀具产业园项目, 项目总投资额7.49亿元, 拓展高性能棒材、整硬刀具、数控刀具、陶瓷刀片等产品, 未来以提供解决方案形式配套销售有望带来产品结构优化提升盈利能力。

盈利预测与投资建议

- 预计公司2022至2024年分别实现归母净利润2.84/3.71/4.96亿元, 对应当前PE18X/14X/10X, 考虑刀具行业成长空间, 同时公司高端数控刀片产能持续爬坡, 产品结构有望持续优化提升盈利能力, 给予公司6至12个月目标价71.09元, 对应2022PE25X, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 国产替代进展不及预期, 刀具市场规模扩张不及预期, 产能扩张不及预期, 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、2021年业绩高增长，盈利能力显著提升	3
2、推股权激励计划，完善公司激励机制.....	5
3、国产替代浪潮下，公司积极扩产紧抓成长机会	5
3.1 2020年中国硬质合金刀具市场规模约为223亿元	5
3.2 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
3.3 拳头产品直追日韩厂商推进国产替代，加大研发投入数控刀片均价有望提升	7
3.4 募投项目2022年投产，产业园区项目强化解决方案提供能力	8
4、盈利预测与投资建议	9
5、风险提示	10

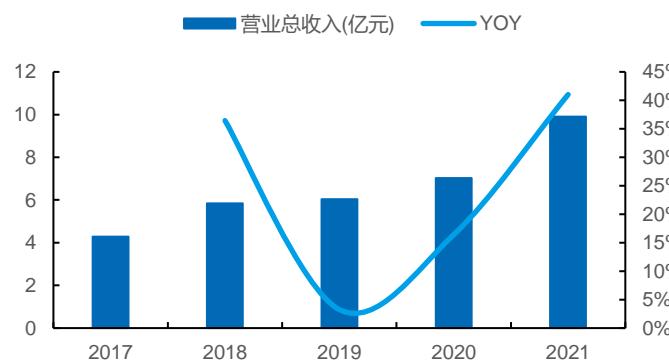
图表目录

图表 1: 2017至2021年营收23.32% CAGR.....	3
图表 2: 2017至2021年归母净利润48.7% CAGR.....	3
图表 3: 公司数控刀片产量处于国内第一梯队	3
图表 4: 公司数控刀具收入占比不断提升.....	4
图表 5: 2021年以来碳化钨价格一路上扬	4
图表 6: 产品毛利率呈上升趋势	4
图表 7: 规模效应显现公司销售、管理费用率下降	4
图表 8: 公司2021年净利率显著提升	4
图表 9: 公司层面业绩考核要求	5
图表 10: 2020年中国切削刀具市场规模达412亿元	5
图表 11: 中国切削刀具中硬质合金材料占比约为53%.....	5
图表 12: 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 13: 中国硬质合金刀片进出口情况	6
图表 14: 2021年中国刀具进口情况	7
图表 15: 2020年中国硬质合金刀具市场份额	7
图表 16: 公司数控刀片性能指标与日韩厂商接近	7
图表 17: 2021年公司加大研发投入，扩充研发团队规模	8
图表 18: 2021年公司数控刀片均价回升，后续有望继续提升	8
图表 19: 公司数控刀片产量有望持续提升	8
图表 20: 数控刀具产业园项目	9
图表 21: 公司收入拆分预测	10
图表 22: 公司与可比公司估值	10

1、2021 年业绩高增长，盈利能力显著提升

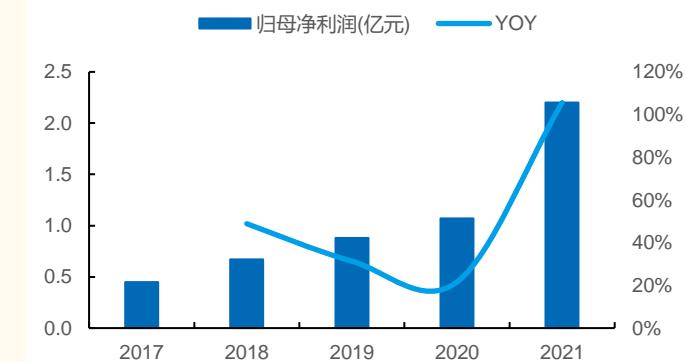
- 公司近年业绩保持高复合增速，数控刀片产量处国内第一梯队。2021 年在行业旺盛需求背景下业绩加速增长，营业收入、归母净利润分别同比增长 41.04%、106.82%。根据我们统计，公司数控刀片产量处于国内第一梯队，2021 年产量与华锐精密较为接近，仅次于中钨高新（株洲钻石）。

图表 1：2017 至 2021 年营收 23.32% CAGR



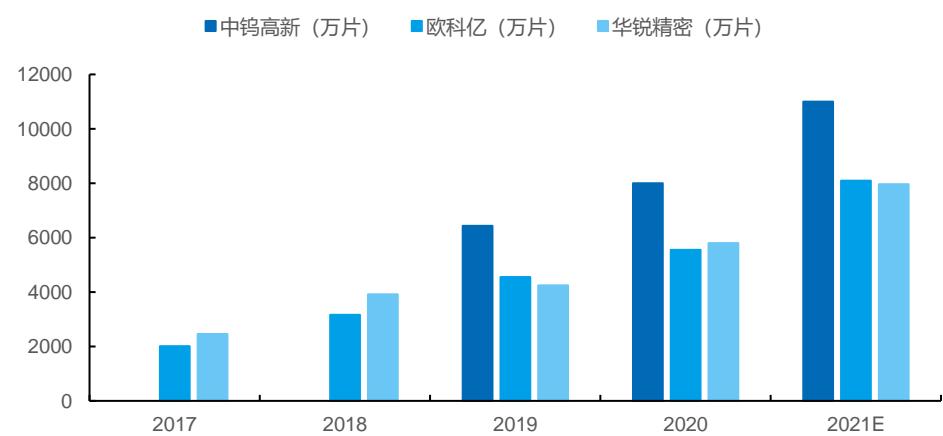
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：2017 至 2021 年归母净利润 48.7% CAGR



来源：Wind、国金证券研究所

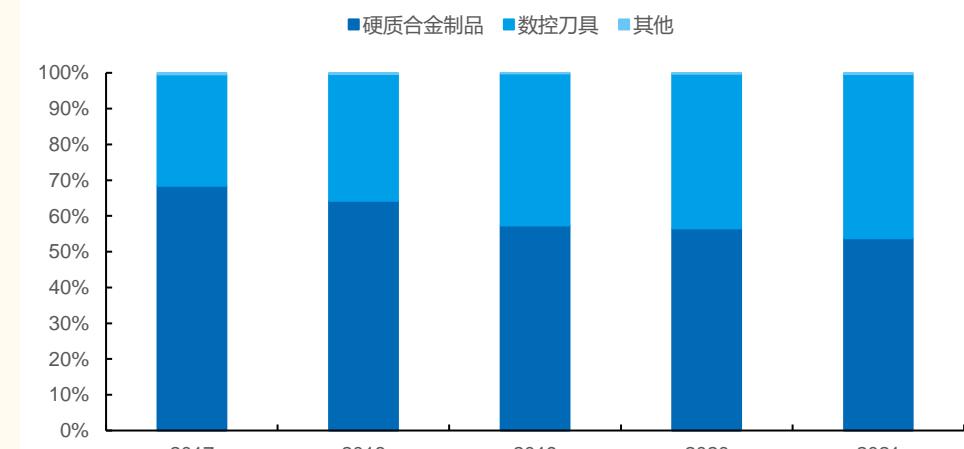
图表 3：公司数控刀片产量处于国内第一梯队



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

- 伴随公司数控刀具产能不断扩张，公司收入结构重心逐渐偏向数控刀具业务，2021 年数控刀具收入占比达到 46%，后续数控刀具收入占比有望继续提升。

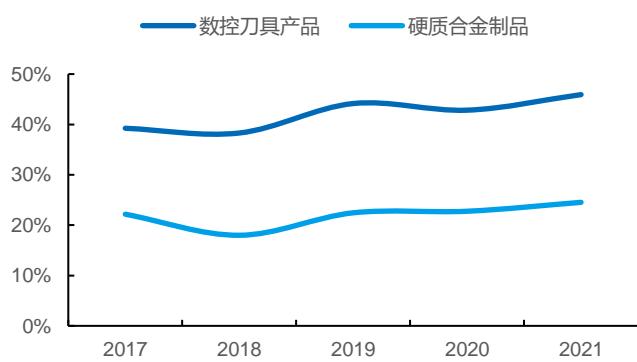
图表 4：公司数控刀具收入占比不断提升


来源：Wind、国金证券研究所

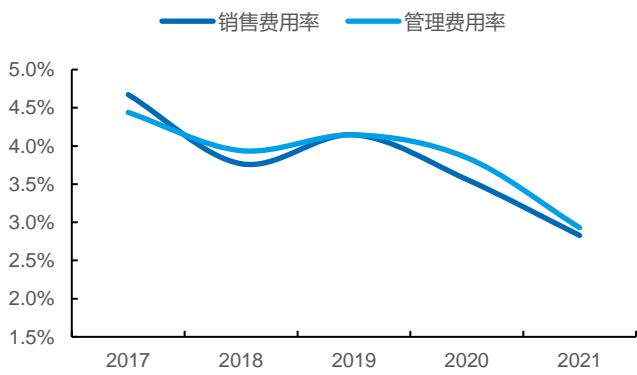
- 公司净利率的提升一方面来自于伴随收入规模提升的规模化效应，销售、管理费用率下降；一方面也来自于公司产品结构不断优化，2021 年公司高端数控刀片占比逐步提升，在原材料价格一路上涨背景下，数控刀具业务毛利率同比增长 3.09pcts。

图表 5：2021 年以来碳化钨价格一路上扬

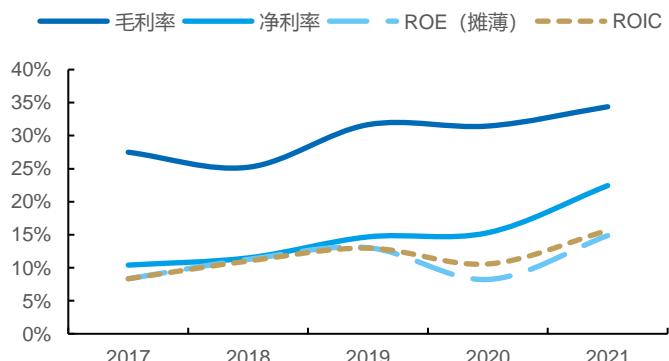

来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：产品毛利率呈上升趋势


来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：规模效应显现公司销售、管理费用率下降


来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：公司 2021 年净利率显著提升


来源：Wind、国金证券研究所

2、推股权激励计划，完善公司激励机制

- 2022年4月公司发布限制性股票激励计划（草案），激励计划拟授予限制性股票200万股，占草案公告时公司股本总额的2%，其中首次授予169万股，预留授予31万股。首次授予激励对象共172人，占2022年3月底公司员工总数的18.53%。首次授予价格为28.3元/股，截至2022年4月13日公司收盘价为49.08元/股，本次激励计划实施有望稳定公司核心团队，实现员工利益与股东利益的深度绑定。
- 限制性股票激励计划公司层面业绩考核要求为以2021年扣非净利润1.96亿元为基础，2022至2024年扣非净利润分别不低于2.35/2.74/3.13亿元，2021至2024CAGR16.96%。

图表9：公司层面业绩考核要求

归属期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2022	以2021年度扣非净利润为基数，2022年度扣非净利润增长率不低于20%
第二个归属期	2023	以2021年度扣非净利润为基数，2023年度扣非净利润增长率不低于40%
第三个归属期	2024	以2021年度扣非净利润为基数，2024年度扣非净利润增长率不低于60%

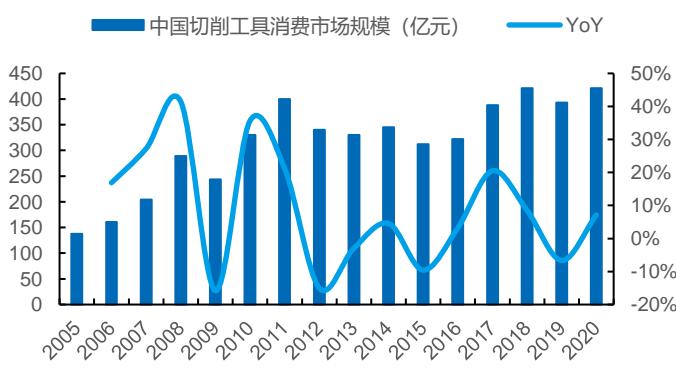
来源：公司公告、国金证券研究所

3、国产替代浪潮下，公司积极扩产紧抓成长机会

3.1 2020年中国硬质合金刀具市场规模约为223亿元

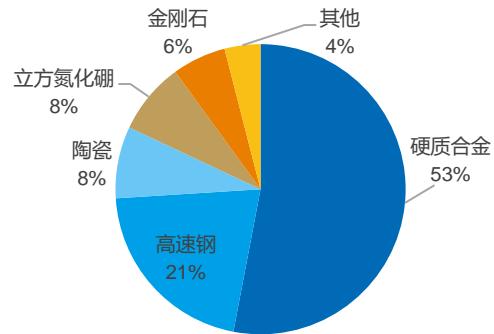
- 2020年中国切削刀具市场规模412亿元，硬质合金刀具市场规模约为223亿元。根据中国机床工具工业协会统计数据，2011年至2016年中国切削刀具市场规模主要集中在312亿元至345亿元的区间，随着“十三五”规划落地，中国供给侧改革推动制造业转型升级，2020年切削刀具市场规模达到412亿元，按照《第四届切削刀具用户调查数据分析报告》机械加工行业使用硬质合金切削刀具占比53%测算，2020年硬质合金刀具市场规模约为223亿元。

图表10：2020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

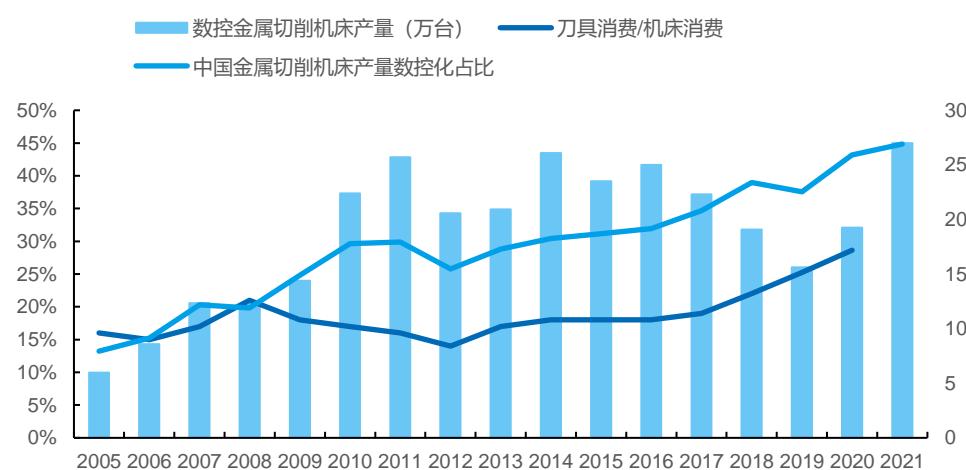
图表11：中国切削刀具中硬质合金材料占比约为53%



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 12: 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

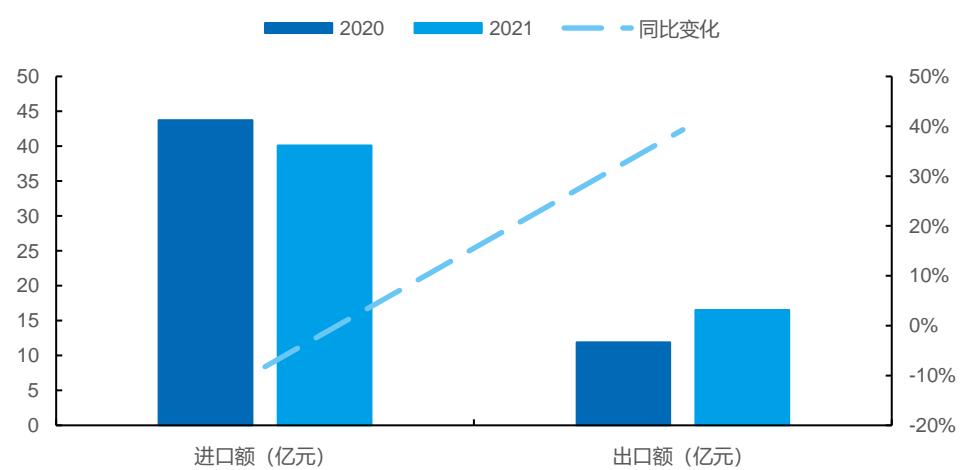


来源：中国机床工具工业协会、国金证券研究所

3.2 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 13: 中国硬质合金刀片进出口情况

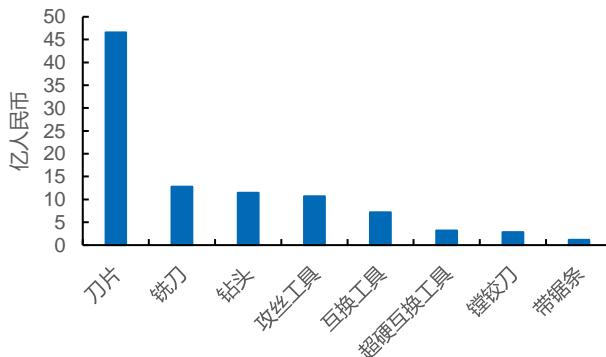


来源：中国机床工具工业协会、海关总署、国金证券研究所

- 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。

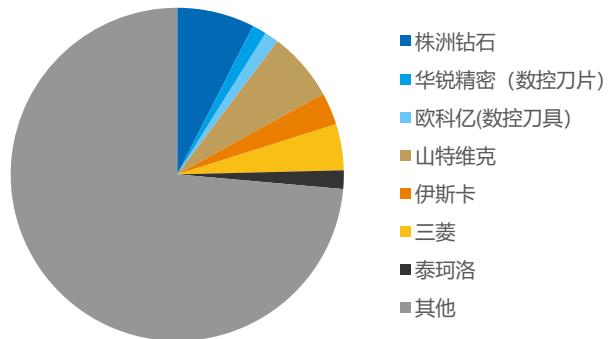
- 量：**在贸易摩擦、疫情等因素影响下，国内制造业为确保供应链安全，尝试国产刀具意愿显著提升，在资本市场加持下，国内头部刀具企业面对旺盛需求快速扩产，后续伴随产能扩张销量有望稳定增长。
- 价：**2021 年硬质合金涂层刀片进口单价为 4251.36 元/kg，出口单价为 1116.79 元/kg，进口单价为出口单价近 4 倍，反映国内刀具价格与海外仍有较大差距，考虑当前国内头部刀具企业均在向中高端产品突破，未来价格提升将成为国内企业市占率提升重要驱动点。

图表 14：2021 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 15：2020 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

3.3 拳头产品直追日韩厂商推进国产替代，加大研发投入数控刀片均价有望提升

- 公司不锈钢与钢件刀具产品性能与日韩厂商相当，推进国产替代。**公司数控刀片产品从加工材料来看，主要用于钢件和不锈钢加工，在钢件与不锈钢加工领域公司技术水平处于行业领先。对比公司刀片与三菱、泰珂洛具有代表性的同类产品，公司产品与三菱、泰珂洛在材料、切削性能指标测试中均相近，代表公司核心数控刀片产品性能与日韩厂商相当，在不锈钢和钢件加工刀片领域可推进实现国产替代。

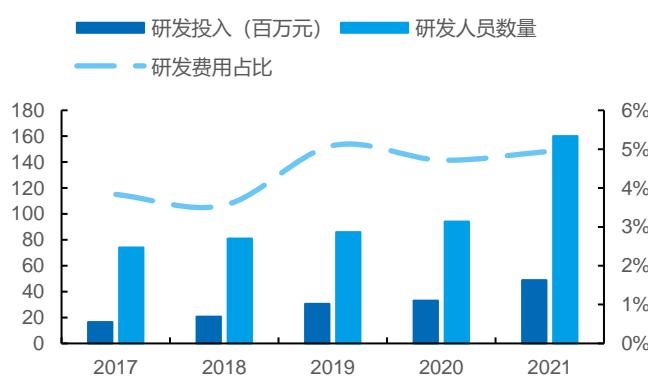
图表 16：公司数控刀片性能指标与日韩厂商接近

厂家	钢加工 CVD 涂层数控刀片		不锈钢加工 PVD 涂层数控刀片		注释
	Tungaloy 泰珂洛	OKE 欧科亿	Mitsubishi 三菱	OKE 欧科亿	
牌号	T9125	OC2115	VP15TF	OP1215	
密度 (g/cm3)	13.62	13.84	14.39	14.44	密度与成分相关，说明基体中成分接近。
维氏硬度 HV3 (N/mm2)	1500	1590	1620	1590	维氏硬度代表硬质合金基体硬度。
断裂韧性	11.25	9.35	10.73	9.9	断裂韧性与硬度反向变动，一般而言硬度越低，断裂韧性越高。
纳米压痕 (Gpa)	27.7	29.6	37.1GPa	38.8GPa	代表涂层硬度，说明涂层硬度相当
膜基结合力 (LC3)	115	108	98 (LC3)	96 (LC3)	数值越高，膜基结合力越高，涂层材料越不易脱落。膜基结合力相当

来源：公司公告、国金证券研究所

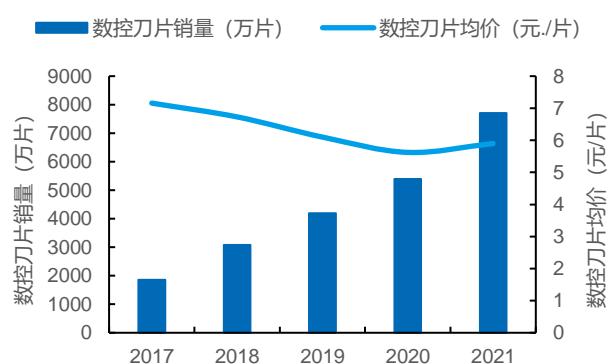
- 2021 年公司加大研发投入，新产品储备充足未来产品均价有望提升。**2021 年公司研发投入同比增长 47.88%，年内开展研发项目 35 个，同比增加 9 个。公司重视研发产品储备，新增数控刀片产品近 2000 种，同时，公司加大了高端产品研发储备，新产品品种中价格大于 10 元的占比 40% 以上，高于公司 2021 年数控刀片均价 5.9 元/片，伴随公司新产品销售占比逐渐上升公司数控刀片均价后续有望继续提升。

图表 17: 2021 年公司加大研发投入, 扩充研发团队规模



来源：公司招股说明书、公司公告、国金证券研究所

图表 18: 2021 年公司数控刀片均价回升, 后续有望继续提升

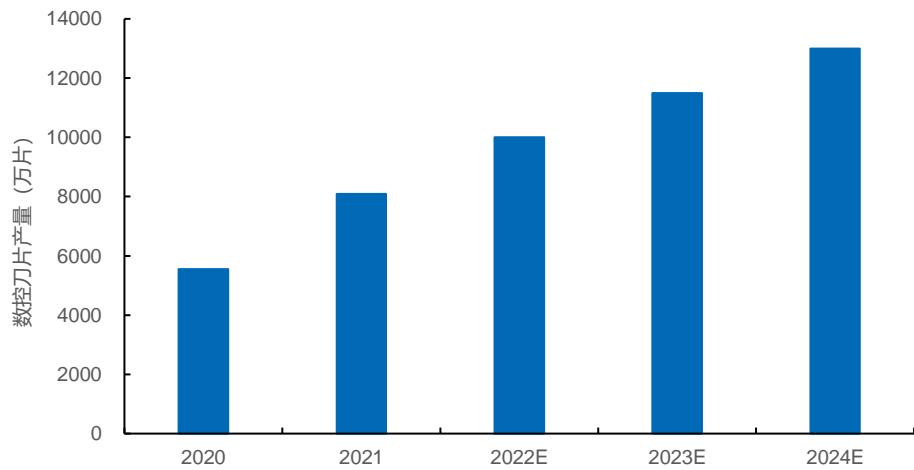


来源：公司招股说明书、公司公告、国金证券研究所

3.4 募投项目 2022 年投产, 产业园区项目强化解决方案提供能力

- 公司 IPO 募投 4000 万片数控刀片项目进入释放产能阶段, 预计 2022 年达产 50%以上, 产能将持续增长。根据我们估算, 公司 2022 年产量有望达到 1亿片, 同比增长 23.5%。

图表 19: 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

- 扩产以成功量产的高端刀片为主, 有望打通更多下游应用领域。公司扩产项目主要产品为精加工刀片、复杂异形铣削刀片、专用车刀片和专用铣刀片, 主要针对进口刀具的国产替代。近年来, 公司多个研发项目涉及本次扩产能的金属陶瓷刀片(精加工刀片)、复杂异性铣削刀片、专用铣刀片(方肩铣刀、平面铣刀等)等, 并已实现量产。未来有望以不锈钢和钢的车削加工为基石, 针对武器装备、航空航天、风电、水冷机、医疗器械特定加工领域开发更多产品, 打通更多下游应用领域。

- 拟投建数控刀具产业园项目, 项目总投资额 7.49 亿元。2022 年 3 月公司发布定增预案, 拟募资不超过 8 亿元, 由公司全资子公司投建数控刀具产业园项目, 项目总投资额 7.49 亿元。建设数控刀具产业园, 包括新建研发办公楼, 建设年产 1000 吨高性能棒材、300 万支整体硬质合金刀具、20 万套数控刀具、500 万片金属陶瓷刀片及 10 吨金属陶瓷锯齿的生产线。本项目完全达产后, 预计实现年度营业收入 5.84 亿元, 净利润约 1.36 亿元。

图表 20：数控刀具产业园项目

序号	建设内容	投资额（万元）
1	年产 1000 吨高性能棒材生产线	21,180
2	年产 300 万支整体硬质合金刀具生产线	25,700
3	年产 20 万套数控刀具生产线	11,310
4	年产 500 万片金属陶瓷刀片及 10 吨金属陶瓷锯齿生产线	7,500
5	研发办公楼	9,200
	合计	74,890

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 我们认为公司数控刀具产业园项目布局主要是为增强整体解决方案提供能力：

- **数控刀具：**通过产业园项目建设，公司将产品线延伸至刀具刀体，可以做到刀片与刀具进行配套，满足终端客户整体解决方案需求，提升公司刀片产品附加值，从而进一步提升公司盈利能力。
- **金属陶瓷刀片和整体硬质合金刀具：**公司目前数控刀片产品以满足中小机械加工企业通用性需求为主，公司 2017 年开始立项开发金属陶瓷刀片，持续将金属陶瓷刀片列为重点开发项目，主要用于精加工为客户提供多种材质解决方案。本次新建年产 500 万片金属陶瓷数控刀片、300 万支整体刀具生产线，将极大增强公司应对航空航天、军工等复杂多变的应用场景和加工条件的能力，更好地一站式满足终端客户整体用刀需求，为向整体解决方案提供商转型打下坚实的基础。

4、盈利预测与投资建议

■ 盈利预测核心假设：

- **硬质合金业务：**公司硬质合金业务包括硬质合金工具（锯齿、圆片）与棒材，在硬质合金工具领域公司已拥有较大产能，未来预计发展的重点主要是做产品升级、结构优化；棒材作为生产整体硬质合金刀具的原材料，目前公司正积极扩产，2021 年销量同比增长 64.34%，预计收入快速增长，综合来看预计公司硬质合金业务未来保持 10% 左右增速增长，毛利率受益产品结构优化会缓慢提升。
- **数控刀具（仅包含数控刀片）：**1) 数控刀片为公司目前重点发展业务，2022 年开始公司新增 4000 万片高端数控刀片产能逐渐投产，我们预计 2022 年公司数控刀片产量将达到 1 亿片，同比增长 23.5%，2024 年产量有望达到 1.3 亿片，数控刀片业务收入规模将持续上升；2) 新增投产能定位相对高端，产品均价有望提升带来毛利率提升，同时刀具产业园项目将新增数控刀具、陶瓷刀片、整硬刀具等新产品，以解决方案形式配套销售将提升刀片附加值，产品结构优化有望提升刀片业务盈利能力。
- **其他业务（整体硬质合金刀具）：**公司数控刀具产业园将新增整体硬质合金刀具、刀体等产品，考虑当前公司棒材产能快速提升，预计 2023 年整体硬质合金刀具有望逐渐开始增加收入；同时伴随产品逐渐放量、生产工艺逐渐成熟，毛利率有望持续提升。
- **费用率：**预计伴随公司产能扩张、收入规模提升，公司销售、管理费率将持续下行，预计 2022 至 2024 年销售费用率分别为 2.4%、2.3%、2.2%，管理费用率分别为 2.7%、2.6%、2.5%。
- **综上，预计公司 2022 至 2024 年分别实现归母净利润 2.84/3.71/4.96 亿元，对应当前 PE 18X/14X/10X。**

图表 21：公司收入拆分预测

		百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
硬质合金	营业收入	532.27	593.27	653.20	718.52	
	增长率	34.05%	11.46%	10.10%	10.00%	
	毛利率	24.53%	25.65%	26.09%	27.82%	
数控刀具	营业收入	455.20	605.05	743.77	889.87	
	增长率	50.14%	32.92%	22.93%	19.64%	
	毛利率	45.92%	48.23%	49.78%	52.78%	
其他业务	营业收入	2.91	4.07	70.00	140.00	
	增长率	48.47%	40.00%	1618.21%	100.00%	
	毛利率	29.94%	30.00%	35.00%	40.00%	
营业收入合计		990.38	1202.39	1466.97	1748.39	
毛利率		34.38%	37.03%	38.53%	41.50%	

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、华锐精密、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 20X、15X，高于公司估值水平，考虑刀具行业成长空间，同时公司高端数控刀片产能持续爬坡，产品结构有望持续优化提升盈利能力，给予公司 6 至 12 个月目标价 71.09 元，对应 2022 PE 25X，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 22：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	华锐精密	111.72	2.18	2.7	3.69	4.98	6.83	51.25	41.38	30.28	22.43	16.36
				10.79	0.14	0.21	0.48	0.66	0.82	77.07	51.38	22.48	16.35
2	000657	中钨高新											
				30.56	0.75	0.62	0.68	1.40	1.95	40.75	49.29	44.94	21.83
3	688028	沃尔德	中位数 平均数										
				50.16	1.18	1.07	2.22	2.84	2.71	18.51	2.71	22.59	17.66
688308 欧科亿													

来源：Wind、国金证券研究所，除欧科亿外取自 4 月 18 日 Wind 一致预期

5、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。
- **股东减持风险：**2021 年 12 月公司披露股东减持公告，公司股东纵横融通及其一致行动人粤科南粤拟减持不超过 2,000,000 股，即不超过公司股份总数的 2.00%；公司股东格林美拟减持不超过 2,500,000 股，即不超过公司股份总数的 2.50%，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	603	702	990	1,202	1,467	1,748
增长率	16.5%	41.0%	21.4%	22.0%	19.2%	
主营业务成本	-412	-481	-650	-757	-902	-1,023
%销售收入	68.3%	68.6%	65.6%	63.0%	61.5%	58.5%
毛利	191	221	340	445	565	726
%销售收入	31.7%	31.4%	34.4%	37.0%	38.5%	41.5%
营业税金及附加	-4	-5	-5	-6	-7	-9
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-25	-25	-28	-29	-34	-38
%销售收入	4.2%	3.6%	2.8%	2.4%	2.3%	2.2%
管理费用	-25	-27	-29	-32	-38	-44
%销售收入	4.1%	3.9%	2.9%	2.7%	2.6%	2.5%
研发费用	-31	-33	-49	-58	-69	-80
%销售收入	5.1%	4.7%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	106	130	230	320	417	554
%销售收入	17.6%	18.5%	23.2%	26.6%	28.4%	31.7%
财务费用	-8	-6	-1	4	7	13
%销售收入	1.3%	0.8%	0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	6	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	100	121	244	324	424	567
营业利润率	16.6%	17.3%	24.7%	27.0%	28.9%	32.4%
营业外收支	1	2	11	2	2	2
税前利润	101	123	255	326	426	569
利润率	16.8%	17.6%	25.7%	27.1%	29.0%	32.5%
所得税	-13	-16	-33	-42	-54	-73
所得税率	12.8%	12.9%	12.9%	12.8%	12.8%	12.8%
净利润	88	107	222	284	371	496
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	88	107	222	284	371	496
净利率	14.7%	15.3%	22.4%	23.6%	25.3%	28.4%

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	170	646	189	223	435	798
应收账款	219	282	381	405	403	425
存货	159	181	272	280	296	308
其他流动资产	12	24	295	291	292	292
流动资产	560	1,133	1,137	1,200	1,426	1,822
%总资产	55.6%	69.9%	58.8%	57.3%	59.1%	63.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	391	422	642	778	874	932
%总资产	38.8%	26.0%	33.2%	37.1%	36.2%	32.5%
无形资产	45	46	120	117	115	113
非流动资产	448	488	796	895	989	1,045
%总资产	44.4%	30.1%	41.2%	42.7%	40.9%	36.4%
资产总计	1,007	1,622	1,933	2,094	2,415	2,867
短期借款	42	23	7	0	0	0
应付款项	92	101	126	127	138	156
其他流动负债	105	138	253	252	260	268
流动负债	239	263	386	379	399	425
长期贷款	38	0	3	3	3	3
其他长期负债	52	52	49	5	5	5
负债	329	314	438	387	407	433
普通股股东权益	678	1,307	1,494	1,707	2,008	2,434
其中：股本	75	100	100	100	100	100
未分配利润	160	245	418	632	933	1,359
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,007	1,622	1,933	2,094	2,415	2,867

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.179	1.074	2.222	2.844	3.712	4.960
每股净资产	9.042	13.073	14.945	17.070	20.082	24.342
每股经营现金净流	1.650	1.224	1.608	3.265	4.504	5.711
每股股利	0.000	0.000	0.330	0.700	0.700	0.700

回报率

净资产收益率	13.04%	8.22%	14.87%	16.66%	18.48%	20.38%
总资产收益率	8.78%	6.63%	11.50%	13.58%	15.37%	17.30%
投入资本收益率	12.07%	8.48%	13.26%	16.28%	18.04%	19.79%
增长率						
主营业务收入增长率	3.26%	16.45%	41.04%	21.41%	22.00%	19.18%
EBIT增长率	34.40%	22.90%	76.41%	39.50%	30.25%	32.89%
净利润增长率	31.81%	21.50%	106.82%	27.96%	30.54%	33.62%
总资产增长率	6.32%	60.97%	19.19%	8.36%	15.32%	18.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.2	56.4	47.0	44.0	40.0	36.0
存货周转天数	143.7	128.9	127.3	135.0	120.0	110.0
应付账款周转天数	89.8	66.5	55.9	60.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	226.8	206.1	175.1	149.0	121.2	97.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.31%	-48.43%	-29.14%	-27.93%	-34.29%	-43.19%
EBIT利息保障倍数	13.4	22.9	384.5	-82.2	-63.1	-44.1
资产负债率	32.68%	19.39%	22.68%	18.50%	16.86%	15.10%

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	2	8	12	18	39
增持	0	2	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.25	1.22	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