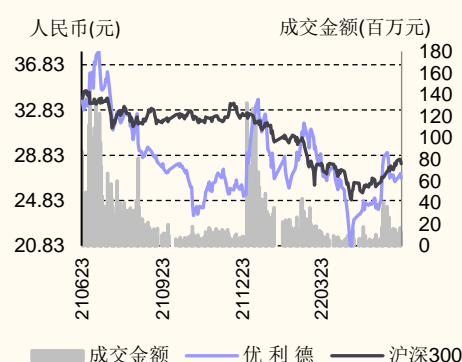


市场价格(人民币): 26.80元

目标价格(人民币): 40.64元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.10
已上市流通A股(亿股)	0.39
总市值(亿元)	29.59
年内股价最高最低(元)	38.52/21.11
沪深300指数	4271
上证指数	3267



综合性测试测量仪器企业，向中高端进发

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	886	842	1,113	1,351	1,617
营业收入增长率	63.98%	-4.90%	32.22%	21.33%	19.66%
归母净利润(百万元)	147	109	150	195	241
归母净利润增长率	175.95%	-26.04%	37.59%	30.09%	23.80%
摊薄每股收益(元)	1.782	0.988	1.355	1.762	2.182
每股经营性现金流净额	2.78	-0.33	1.99	2.35	2.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.57%	11.45%	14.03%	15.99%	17.17%
P/E	15.04	27.12	19.78	15.21	12.28
P/B	5.35	3.10	2.78	2.43	2.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **疫情造成业绩波动不改高增趋势，产能大幅扩充后续业绩有望继续保持高增长：**公司为国内知名仪器仪表品牌，产品型号超过1000个，17-20年营收、归母净利润CAGR分别为30.24%、74.95%，2021年在疫情导致的测温产品波动下公司营收同比下滑4.90%，但非测温产品2021年收入仍保持了约42%高增长。公司IPO募投项目一方面拓展公司目前全球营销网络，协助公司中高端产品推广；一方面建设720万台年产能，公司新建产能在22年逐渐爬坡贡献收入，21至24年公司营收有望保持24% CAGR增长。
- **针对三大发展主线加大研发投入，新品有望不断落地向中高端突破：**公司目前三大发展重点为测试仪器、电力及高压、热像仪，公司一方面加大研发投入，2021年研发人员206人同比增长约56%，一方面构建了有针对性的研发架构。以测试仪器为例，2021年公司通过设立子公司吉赫科技，在2GHz带宽及以上的示波器与高速探头加大研发投入，同时参股精鹰光电布局光电核心元器件开发。2021年公司发布100个系列新品，2022年公司计划再发布108个系列新品，目前示波器、频谱分析仪、波形发生器等测试仪器新品不断落地，下半年2GHz示波器、26.5GHz频谱分析仪等中高端产品有望发布。
- **营销网络、解决方案加持，公司新品有望快速落地推广：**公司目前在国内外各拥有约100家经销商，覆盖国内外主流电商平台，构建了覆盖80个国家和地区的全球营销网络并与大量客户保持长时间合作。同时考虑公司目前面向新能源汽车行业、光伏电站设施运维、工业场景等打造了丰富的解决方案，我们认为公司新品将与现有丰富的营销网络、产品布局形成较强协同效应，做到新品快速落地推广。

盈利预测与投资建议

- 预计公司22至24年实现归母净利润1.50/1.95/2.41亿元，对应当前PE20X/15X/12X。考虑测试测量仪器国产替代空间巨大，公司产品有望向中高端持续突破，同时新建产能落地，收入有望持续提升，给予未来6-12个月目标价40.64元，对应2022年PE30X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 产品研发不及预期、汇率波动、原材料价格波动、限售股解禁、股东减持。

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

李嘉伦 分析师 SAC 执业编号: S1130522060003
lijialun@gjzq.com.cn

内容目录

1、优利德：国内领先综合性测试测量仪器供应商	3
2、测试测量仪器百亿市场，公司各细分板块前景广阔	5
3、中高端产品有望持续突破，在营销网络、解决方案加持下快速落地推广	6
3.1 加大研发投入，产品将向中高端持续突破	7
3.2 从解决方案出发，为前端产品打造落地机会	8
3.3 深耕国际化，海外发展前景广阔	10
3.4 募投项目顺利投产，产能将持续爬坡	11
4.盈利预测与投资建议	11
5.风险提示	13

图表目录

图表 1：公司经过多年发展拥有五大类产品线	3
图表 2：公司营业收入	4
图表 3：公司归母净利润	4
图表 4：公司收入结构	4
图表 5：公司各板块收入增速	4
图表 6：公司各板块毛利率	4
图表 7：公司销售、管理费用率呈下降趋势	4
图表 8：2022Q1 公司净利率显著提升	5
图表 9：公司限制性股票激励考核标准	5
图表 10：全球数字万用表市场规模有望在 2024 年达到 10.47 亿美元	6
图表 11：电子测量仪器全球市场空间预计 2024 年达到约 78 亿美元	6
图表 12：公司研发投入持续提升	7
图表 13：公司研发团队持续扩充	7
图表 14：公司研发布局	7
图表 15：从核心技术出发，公司产品不断迭代升级	8
图表 16：公司目前测试仪器业务目前收入规模较低	8
图表 17：公司测试仪器业务目前毛利率较低	8
图表 18：公司解决方案覆盖多个领域	9
图表 19：公司新能源汽车行业解决方案	9
图表 20：公司电子测量仪器研发新品有望在特定行业跟随解决方案进行推广	10
图表 21：公司海外收入占比较高	10
图表 22：公司营销网络将进一步扩充	11
图表 23：公司 IPO 募投项目建成后合计设计产能达 1000 万台以上	11
图表 24：分业务盈利预测	12
图表 25：可比公司估值	13

1、优利德：国内领先综合性测试测量仪器供应商

- 公司于 2003 年在广州东莞成立，专注于测试测量仪器仪表的研发、生产和销售，是国内知名仪器仪表公司，旗下拥有知名品牌“UNI-T”、“优利德”。公司在国内外建立了广泛的销售网络，在全国多个中心城市设立了办事处，拥有百余家经销商，同时自主品牌产品销往全球超过 80 多个国家和地区，在海外拥有近 100 家经销商。
- 公司拥有电子电工测试仪表、测试仪器、温度及环境测试仪表、电力及高压测试仪表、测绘测量仪表等五大类产品线：
 - **电子电工测试仪表：**数字万用表、数字钳形表、电压及连续性测试仪、测电笔网络寻线仪等产品。主要用于电信号采集、测量、监控等，广泛应用于电子产品、电器产品、机电设备、轨道交通、汽车、航空电子、矿冶石化设备等的研发、制造、安装调试、维修维护和教学科研等。
 - **测试仪器：**实验系统综合测试平台、示波器、信号发生器、频谱分析仪、直流稳压电源和台式数字万用表等。主要以高频电压信号为测量主体，包括电子工程研发设计、通讯领域的信号采集、信号仿真等，应用于电子制造、通讯、高等教育及科研实验等领域。
 - **温度及环境测试仪表：**红外热成像仪、红外测温仪及环境测试仪表等。广泛应用于安防、医疗、冷暖通、器械检修等诸多领域。
 - **电力及高压测试仪表：**绝缘电阻测试仪、接地电阻测试仪、电气综合测试仪、电能质量分析仪、钳形谐波功率计、漏电保护开关测试仪等。为整个电网的输电、配电、送电、变电的关键电器设备进行测量、检修和维护。
 - **测绘测量仪表：**激光测距仪、激光水平仪及其它测绘测量产品等。以土建工程、建筑施工、家庭装修等应用为主。

图表 1：公司经过多年发展拥有五大类产品线



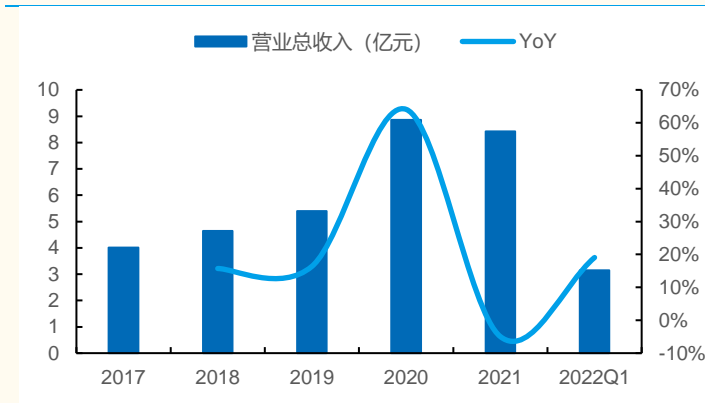
来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

- 疫情导致公司红外测温产品波动较大，近两年业绩增速有较大波动。2020

年在疫情推动下公司红外测温产品销量大幅增长，带来公司整体收入、利润高增长。2021年由于红外测温产品收入下降，公司收入、利润出现下滑。

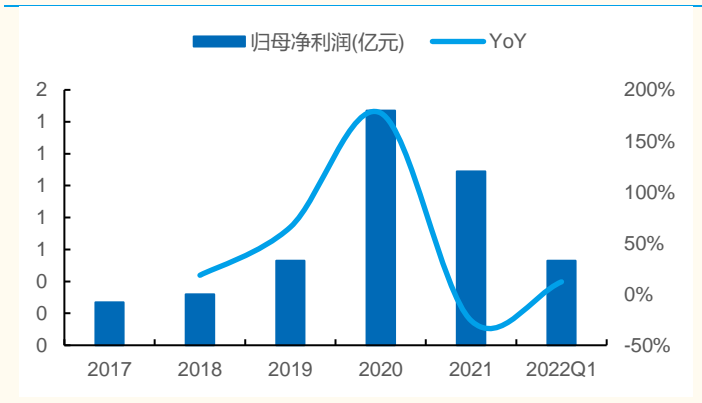
- 2021年除红外测温产品外，公司其他板块实现高增长。剔除疫情对公司收入影响，公司2021年非测温业务板块销售收入整体实现42.03%高增长。

图表 2: 公司营业收入



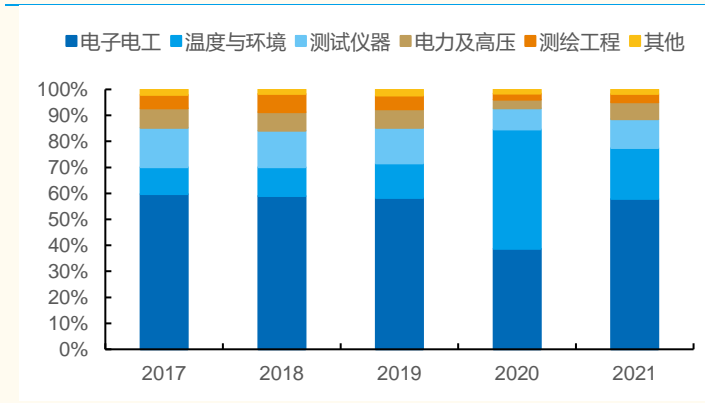
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 公司归母净利润



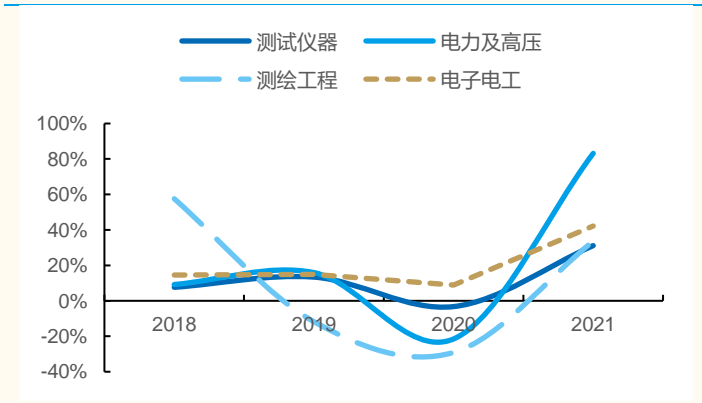
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 公司收入结构



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 公司各板块收入增速

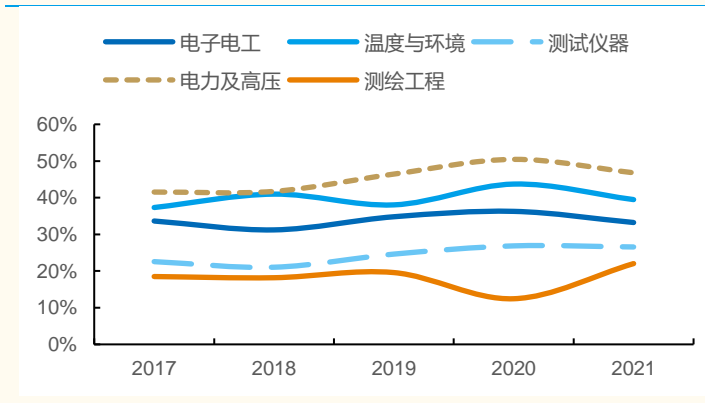


来源: Wind, 国金证券研究所

注: 未包含受疫情影响波动较大的温度与环境业务

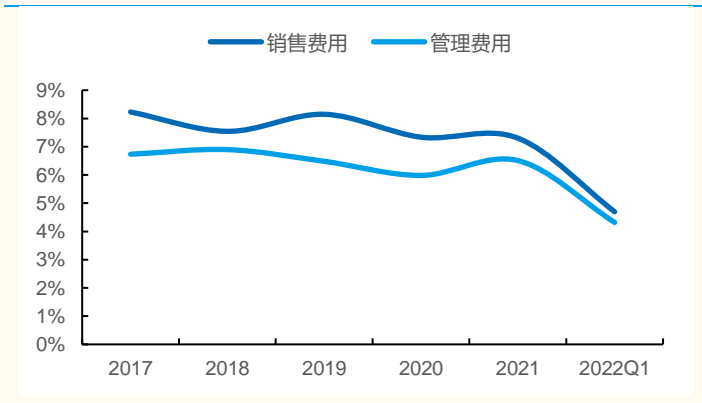
- 公司各版块毛利率较为平稳，销售、管理费用率呈下降趋势，22Q1 净利率显著提升。

图表 6: 公司各板块毛利率



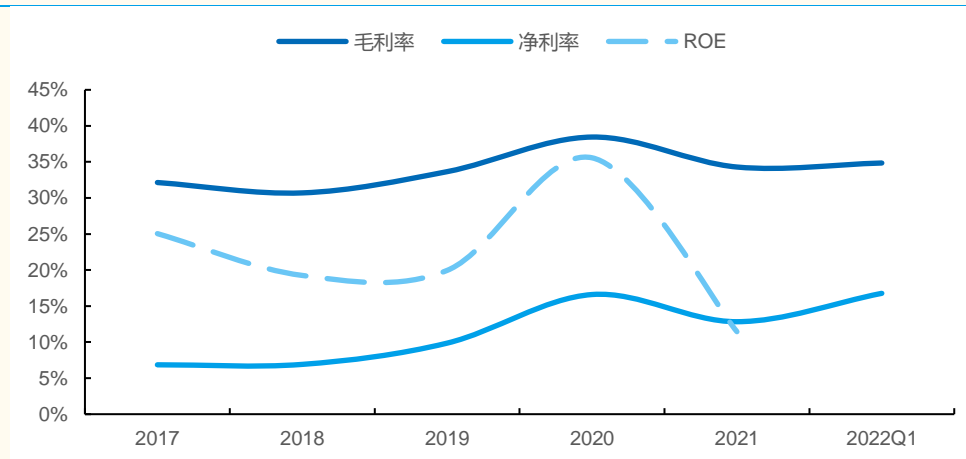
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 公司销售、管理费用率呈下降趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 2022Q1 公司净利率显著提升



来源: Wind, 国金证券研究所

- **推限制性股票激励计划, 充分调动员工积极性。**公司激励计划包含董事、高级管理人员、核心技术人员、核心骨干人员等共 185 人, 拟向激励对象授予权益合计 300 万股, 约占公告日公司股本总额 11000 万股的 2.73%。**股票激励计划目标值要求 21-24 净利润 CAGR 不低于 25.99%。**

图表 9: 公司限制性股票激励考核标准

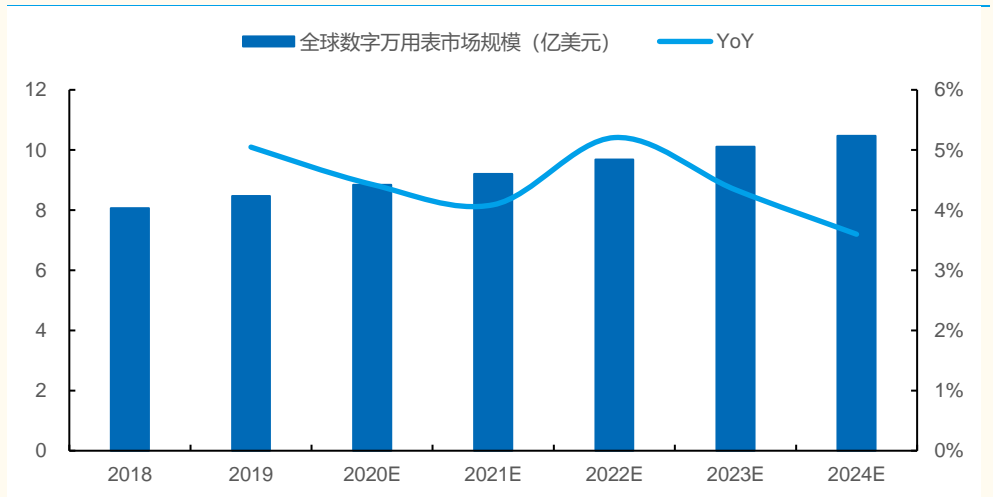
解除限售期	对应考核年度	触发值 (An)	目标值 (Am)
第一个解除限售期	2022 年	2022 年净利润不低于 12,000 万元	2022 年净利润不低于 15,000 万元
第二个解除限售期	2023 年	2023 年净利润不低于 14,400 万元	2023 年净利润不低于 18,000 万元
第三个解除限售期	2024 年	2024 年净利润不低于 17,280 万元	2024 年净利润不低于 21,600 万元

来源: 公司公告、国金证券研究所

2、测试测量仪器百亿市场, 公司各细分板块前景广阔

- 随着全球工业技术水平的提升、信息产业的发展、消费能力的不断提高, 测量测试仪器仪表已形成了庞大市场规模, 根据 Markets and Markets 数据, 2015 至 2018 年全球测量测试仪器仪表市场规模从 221.2 亿美元增长到 257 亿美元, 复合增速 5.13%, 预计有望在 2018 至 2024 年间保持 3.9% 复合增速增长, 并在 2024 年达到 323 亿美元。
- **测试仪器仪表行业按照公司业务划分基本可分为电子电工类测试仪表、电子测量仪器、温度计环境测试类仪器仪表、电力及高压测试仪表:**
 - **电子电工类测试仪表:** 万用表、钳形表为电子电工仪表领域用量最大、用途最广的基础测量仪表, 根据 Markets and Markets 预测数据, 2024 年, 全球数字万用表市场规模预计将从 2019 年的 8.47 亿美元增长到 10.47 亿美元, 复合增速 4.33%。中国万用表已经实现进出口顺差, 公司、华盛昌、胜利等本土厂商, 数字万用表、钳形表等产品已经可以与美国福禄克 (FLUKE) 等领先厂商相竞争。

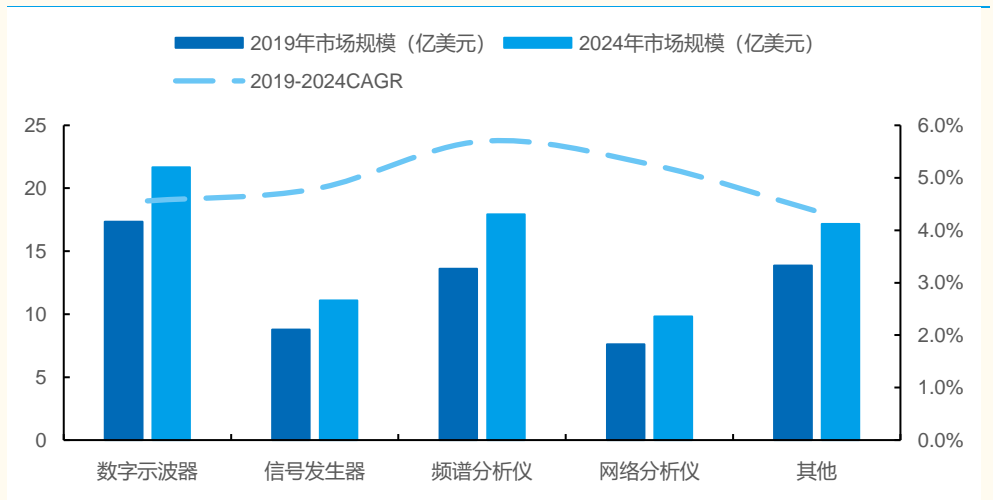
图表 10: 全球数字万用表市场规模有望在 2024 年达到 10.47 亿美元



来源: Markets and Markets, 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 电子测量仪器:** 通用电子测试测量仪器主要包括示波器、频谱分析仪、台式万用表、信号发生器、电源、辅助仪器等。依据 Technavio 报告, 2019 年全球测试仪器市场规模为 61.18 亿美元, 预计到 2024 年为 77.68 亿美元。受 5G 逐渐商用化的影响, 频谱分析仪市场需求相对更旺。亚太、北美是测试仪器最大的市场区域, 两者合计贡献了测试仪器约 2/3 的市场规模。

图表 11: 电子测量仪器全球市场空间预计 2024 年达到约 78 亿美元



来源: Markets and Markets, 公司招股说明书, 国金证券研究所

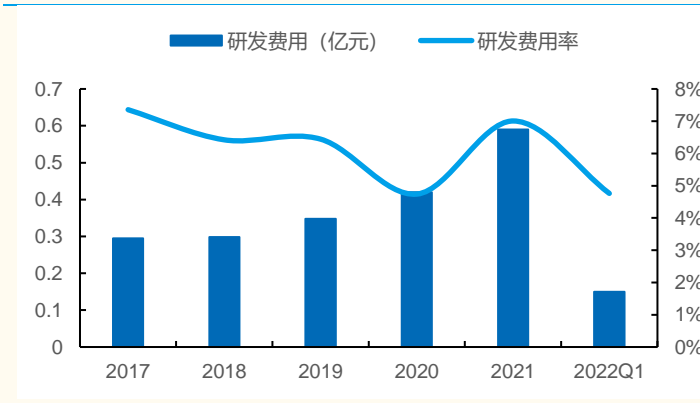
- 温度及环境测试类仪器仪表:** 红外测温仪、热成像仪是常见的温度测试类仪表, 根据 Maxtech International 及北京立信咨询中心预测, 2023 年全球民用红外市场规模将达 74.65 亿美元。根据 Markets and Markets 研究预测, 预测期内 (2019 年至 2024 年) 亚太地区复合年均增长率最高。
- 电力及高压测试仪表:** 电网的输电、配电、送电、变电的关键电器设备的安规检测是保障电力设备安全运行的必要手段, 关系着设备的利用率、事故率和使用寿命, 高压电力测试仪器仪表是检测该等关键电器设备运行的关键工具。随着国家经济的发展、电网的建设, 市场对电力及高压测试仪表的需求量将保持增长。

3、中高端产品有望持续突破, 在营销网络、解决方案加持下快速落地推广

3.1 加大研发投入，产品将向中高端持续突破

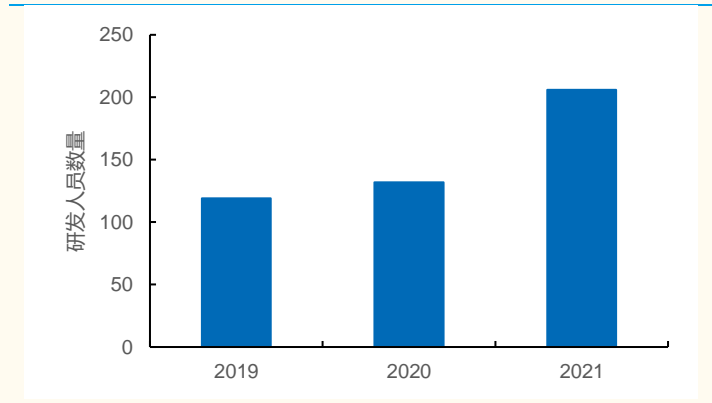
- 2021 年公司进一步加大研发投入，测试仪器、电力及高压、热像仪为后续发展重点，布局 2GHz 带宽示波器、核心光电元器件等研发：
 - 研发人员大幅扩充，截至 2021 年末公司研发人员 206 人，同比增长 56.06%，占公司员工总数 20.91%，研发团队进一步壮大。
 - 新增设控股子公司常州浩仪科技有限公司，主要负责工业应用测试仪器包括电子元器件测试仪、安规测试仪、功率在 1000W 以上的电源负载类仪器等研发工作；
 - 新设立控股子公司吉赫科技（东莞）有限公司，主要在 2GHz 带宽以上的示波器及高速探头研发上进一步加大投入；
 - 参股成都市精鹰光电技术有限责任公司，布局光电核心元器件的研发。

图表 12：公司研发投入持续提升



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表 13：公司研发团队持续扩充



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

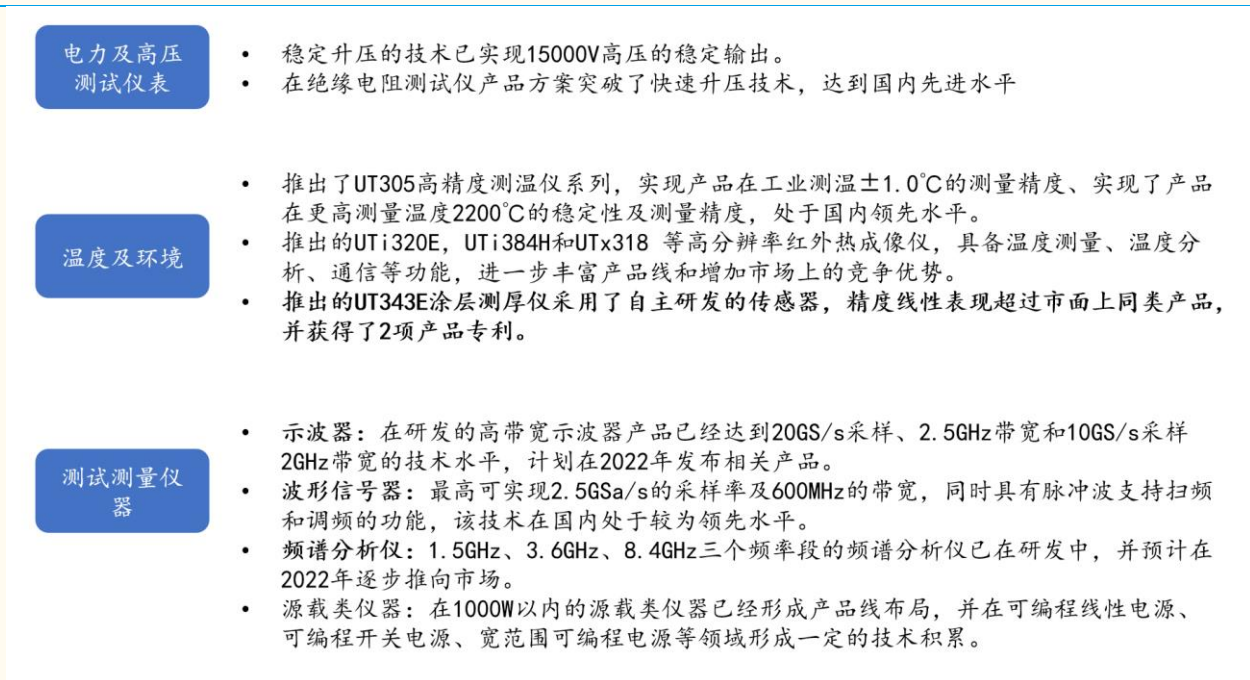
图表 14：公司研发布局



来源：公司官网，国金证券研究所

- 2021 年发布 100 个新品系列，2022 年预计发布 108 个新品系列，2GHz@20GS/s 示波器、26.5GHz 频谱分析仪等产品将在 22 年落地。公司确定了工业测试仪器、高端示波器、频谱分析仪、高端热成像仪等高端仪器仪表的研发方向。以示波器为例，2021 年公司发布了 500M 的混合信号数字荧光示波器 MSO3504 系列，计划将在 2022 年推出 2GHz 带宽示波器。

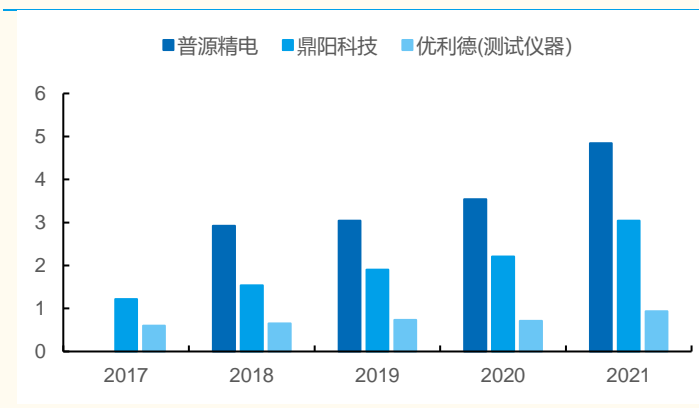
图表 15: 从核心技术出发, 公司产品不断迭代升级



来源: 公司公告, 国金证券研究所

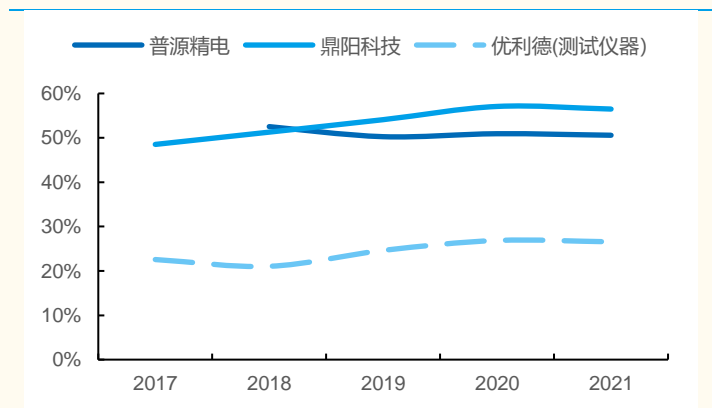
- 在测试仪器领域, 预计伴随公司中高端产品不断突破, 与竞争对手差距有望逐渐缩小。

图表 16: 公司目前测试仪器业务目前收入规模较低



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 公司测试仪器业务目前毛利率较低

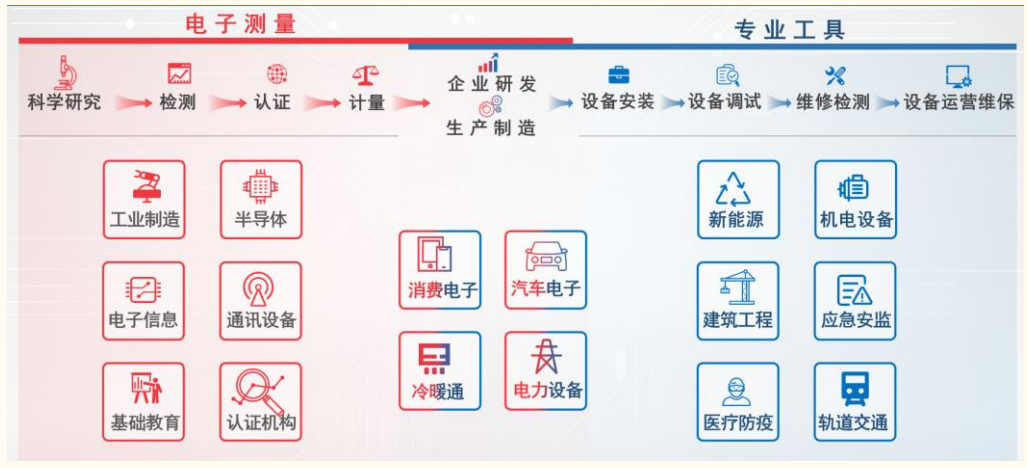


来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

3.2 从解决方案出发, 为前端产品打造落地机会

- 整体来看, 公司产品布局丰富, 已针对多行业应用打造解决方案。伴随着大数据、人工智能等领域与制造业深度融合, 公司在电子测量仪器领域打造多种解决方案, 通过以硬件为基础的感知层仪器仪表, 覆盖教育、IoT、工业制造等领域, 为开发设计、生产测试等环节提供服务。

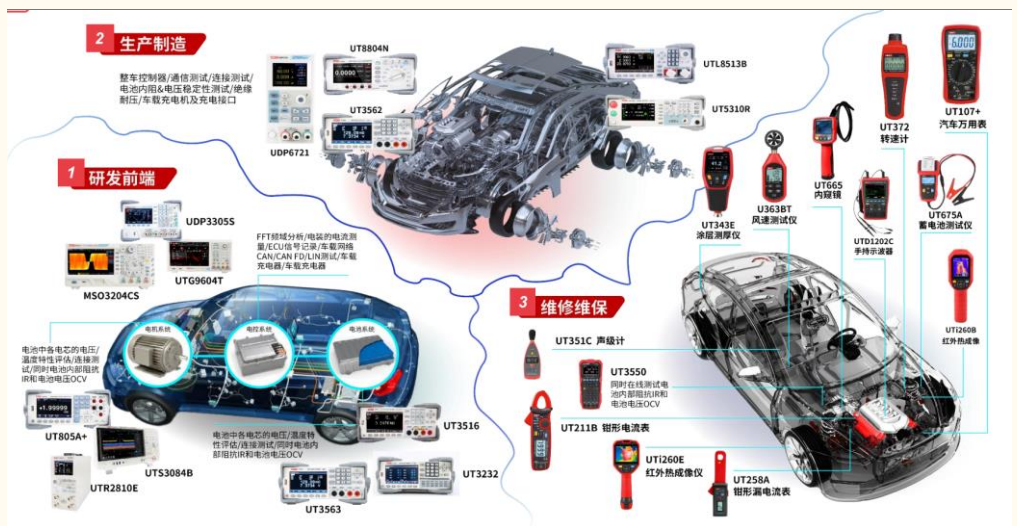
图表 18: 公司解决方案覆盖多个领域



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 以新能源汽车行业为例, 公司产品在汽车总线测试、协议解码测试、锂电池测试等环节均有应用, 后续伴随公司新品不断落地, 方案所用设备选型将进一步丰富, 增强公司解决方案提供能力。

图表 19: 公司新能源汽车行业解决方案



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 展望未来我们认为公司研发的新品将与现有产品形成较强协同效应, 不缺乏落地场景。

图表 20: 公司电子测量仪器研发新品有望在特定行业跟随解决方案进行推广

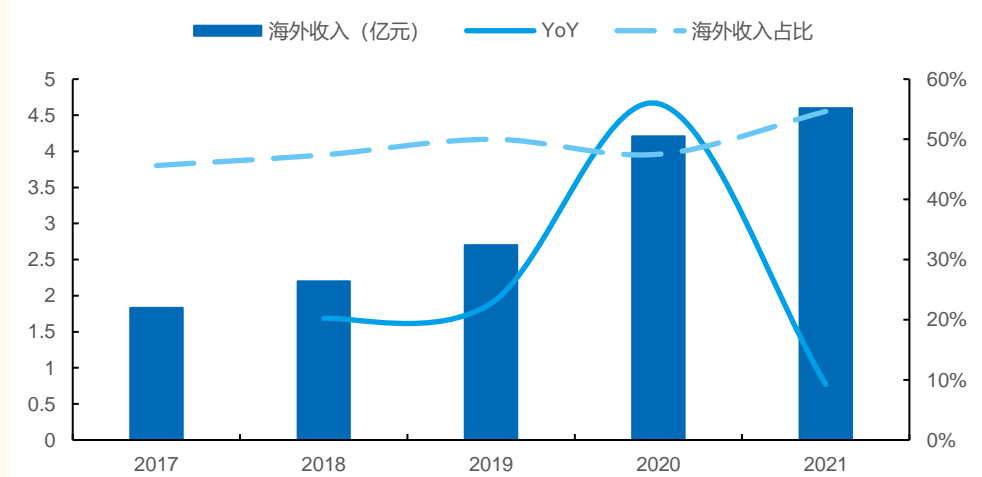


来源: 公司官网, 国金证券研究所

3.3 深耕国际化, 海外发展前景广阔

- 公司海外收入占比较高。公司自主品牌销往全球超过 80 个国家和地区, 在海外拥有近 100 家经销商, 直接销售国涵盖了主要发达国家、新兴国家等重要经济体, 公司近年约 50% 收入来自于海外市场。

图表 21: 公司海外收入占比较高



来源: Wind, 国金证券研究所

- 推进全球营销服务网络升级建设项目, 销售网络将进一步扩充, 海外市场收入有望保持增长。公司 IPO 募投项目中包含全球营销服务网络升级建设项目, 一方面在国内 8 个城市新增办事处、打造 6 个产品展示服务中心, 并对 8 个国内现有办事处进行升级; 另一方面在海外 4 个重点市场区域新建营销分支机构, 打造一个合理布局、功能完善的全球销售网络体系, 进一步提升公司面向全球市场服务能力。

图表 22: 公司营销网络将进一步扩充

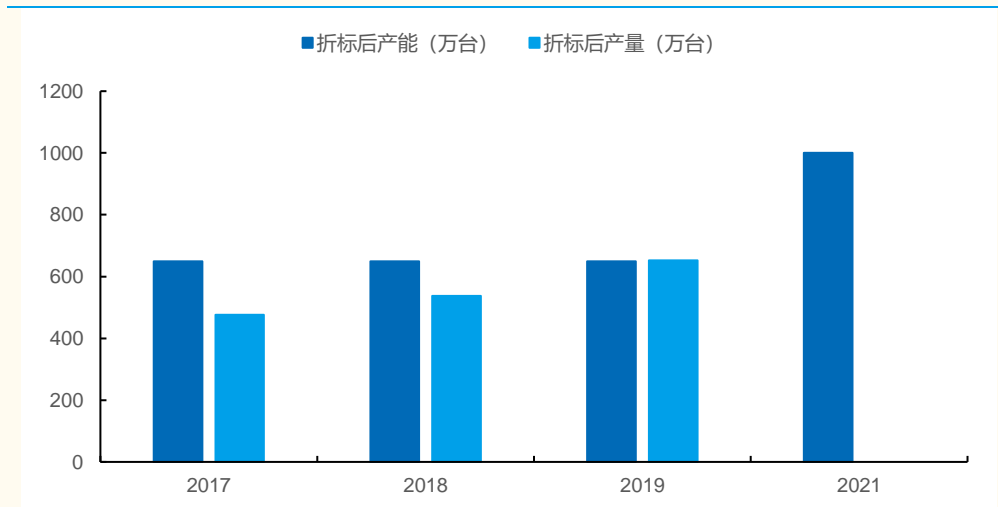
	国内市场	国外市场
产品展示服务中心	北京、上海、广州、成都、南京及西安	在全球建立4家区域中心，分别设在德国慕尼黑、俄罗斯莫斯科、美国西雅图、马来西亚檳城
升级现有办事处	北京、上海、广州、南京、成都、武汉、西安及福州	区域中心主要负责销售、市场开拓、自有品牌宣传及维护、售后服务、工程师培训等工作，并设立仓库，便于在当地开拓市场
新增办事处	郑州、杭州、重庆、深圳、天津、长沙、南昌及合肥	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3.4 募投项目顺利投产，产能将持续爬坡

- **IPO 募投扩产项目竣工，产能将显著提升打破产能瓶颈。**根据公司披露信息，由公司全资子公司河源优利德实施的“仪器仪表产业园建设项目（一期）”已于 2021 年 12 月 9 日竣工，一期厂房面积达 5 万多平方米，厂房内配置了多条全球一流生产线，采用更先进科学的国际工艺技术和成熟的管理标准。预计项目达产后，公司将实现销售收入 **53,300 万元/年**，新增净利润 **3,529 万元/年**，税后投资回收期 **7.73 年（含建设期）**，税后财务内部收益率 **12.40%**。

图表 23: 公司 IPO 募投项目建成后合计设计产能达 1000 万台以上



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

注：2021 年产能为公司合计设计产能

- **规划东莞松山湖仪器仪表产业园，为中高端产品储备产能。**2022 年 2 月公司发布公告，拟投资不超过 3 亿元以全资子公司嘉优科技为实施主体建设仪器仪表产业园，引进更先进的自动化生产线，改良相关生产工艺，进一步提升公司中高端仪器仪表产品的生产能力，丰富公司中高端产品结构。

4. 盈利预测与投资建议

- **盈利预测核心假设**

- **电子电工：**电子电工测试仪表业务为公司具有明显技术、渠道优势的业务，后续预计伴随着销售网络的进一步建设保持稳健增长，产品的迭代升级也有望通过产品结构优化保持盈利能力。
- **温度与环境：**2020 年公司温度与环境测试仪表在疫情推动下出现了销量的显著增长收入大幅提升，2021 年伴随着疫情逐步得到控制，公司该业务收入预计出现一定程度下滑。考虑公司在红外热成像领域研发持续推进，伴随着新产品的推出该业务领域仍有望保持稳健增长并维持盈利能力。
- **电子测量仪器：**在国产化尝试意愿加强的背景下，公司积极建设销售网络推广中高端产品，同时伴随着公司海外销售渠道拓展，测试仪器业务有望进入高速成长期，盈利能力也有望呈上升趋势。
- **电力及高压：**伴随着电网的建设推进，市场对电力及高压测试仪表的需求量将保持增长，“十四五”国网与南网电网规划投资额合计超过 2.9 万亿元，公司该业务覆盖电网输电、配电、送电、变电关键设备的测量，有望充分受益电网投资的增长，后续保持高速增长。
- **费用率预测：**公司 22 至 24 年预计股权激励费用分别为 1692.94/811.16/326.15 万元，假设不考虑股权激励费用的管理费用率维持在 6%，考虑股权激励费用公司 22 至 24 年管理费用率预计分别为 7.52%/6.60%/6.20%；考虑公司后续将继续加强渠道建设，预计销售费用率 22 至 24 年维持稳定在 6.7%。
- **综上，预计公司 22 至 24 年实现归母净利润 1.50/1.95/2.41 亿元，对应当前 PE20X/15X/12X。**

图表 24：分业务盈利预测

		亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
电子电工	营业收入	342.47	486.97	608.71	700.02	805.02	
	增长率	8.90%	42.19%	25.00%	15.00%	15.00%	
	毛利率	36.30%	33.23%	35.00%	35.00%	35.00%	
温度与环境	营业收入	407.1	165.10	214.63	257.56	309.07	
	增长率	466.00%	-59.44%	30.00%	20.00%	20.00%	
	毛利率	43.70%	39.48%	40.00%	40.00%	40.00%	
电子测量仪器	营业收入	71.28	93.55	159.04	222.65	289.44	
	增长率	-3.20%	31.24%	70.00%	40.00%	30.00%	
	毛利率	26.90%	26.56%	29.00%	30.00%	31.00%	
电力及高压	营业收入	30.29	55.49	83.24	116.53	151.49	
	增长率	-21.60%	83.20%	50.00%	40.00%	30.00%	
	毛利率	50.50%	46.79%	47.00%	47.50%	48.00%	
测绘工程	营业收入	20.24	27.01	32.41	37.27	42.86	
	增长率	-28.90%	33.45%	20.00%	15.00%	15.00%	
	毛利率	12.50%	22.03%	22.00%	22.00%	22.00%	
其他	营业收入	14.18	14.03	15.43	16.98	18.67	
	增长率	10.50%	-1.06%	10.00%	10.00%	10.00%	
	毛利率	9.70%	35.76%	35.00%	35.00%	35.00%	
合计	营业收入	885.56	842.15	1113.46	1351.00	1616.56	
	毛利率	38.40%	34.29%	35.63%	35.85%	36.11%	

来源：Wind，国金证券研究所

- 选取普源精电、鼎阳科技、坤恒顺维为公司可比公司，可比公司 2022 至 2024 年平均估值分别为 60X/38X/27X，考虑测试测量仪器国产替代空间巨大，公司产品有望向中高端持续突破，同时新建产能落地，收入有望持续提升，给予未来 6-12 个月目标价 40.64 元，对应 2022 年 PE 30X，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 25: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE					
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
688337	普源精电	60.4	-0.3	-0.04	0.76	1.37	1.93	-	-	79.47	44.09	31.30	
688112	鼎阳科技	65.75	0.67	0.76	1.18	1.75	2.37	98.13	86.51	55.72	37.57	27.74	
688283	坤恒顺维	43.53	0.71	0.81	0.95	1.39	1.88	61.31	53.74	45.82	31.32	23.15	
	中位数								79.72	70.13	55.72	37.57	27.74
	平均数								79.72	70.13	60.34	37.66	27.40
688211	优利德	26.8	1.78	0.99	1.36	1.76	2.19	15.06	27.07	19.71	15.23	12.24	

来源: Wind, 国金证券研究所; 鼎阳科技与坤恒顺维取自 2022 年 6 月 23 日 Wind 一致预期

5.风险提示

- **产品研发进展不及预期:** 公司电子测量仪器业务增长需要在示波器、射频类产品不断取得新研发突破, 若研发突破进展不及预期将影响公司该业务增长。
- **汇率波动:** 2021 年公司 54.63% 收入来自于海外市场, 若人民币汇率大幅波动将对公司业绩造成影响。
- **原材料价格波动:** 公司主要外采 IC/PCB 板/LCD 等原材料及表笔、探头等配件, 2021 年在原材料价格大幅波动背景下公司加强了原材料储备以降低原材料价格影响, 但若后续原材料价格依旧出现大幅波动或将影响公司业绩。
- **限售股解禁:** 2022 年 2 月 7 日, 公司 12,480,000 股首发原股东限售股份 20220207 上市流通。占解禁前流通股 47.77%; 占解禁后流通股 32.33%; 占总股本 11.35%。
- **股东减持:** 2022 年 2 月 10 日公司发布公告, 股东纵联优选一号计划减持不超过 5,680,000 股, 计划减持比例不超过 5.16%, 股东减持或对股价造成波动。

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	540	886	842	1,113	1,351	1,617	货币资金	69	186	191	181	253	355	
增长率		64.0%	-4.9%	32.2%	21.3%	19.7%	应收款项	50	54	72	101	122	146	
主营业务成本	-358	-545	-553	-717	-867	-1,033	存货	113	168	312	329	347	382	
%销售收入	66.4%	61.6%	65.7%	64.4%	64.2%	63.9%	其他流动资产	4	16	267	270	272	273	
毛利	182	340	289	397	484	584	流动资产	236	424	842	881	994	1,157	
%销售收入	33.6%	38.4%	34.3%	35.6%	35.8%	36.1%	%总资产	54.2%	63.0%	67.9%	60.5%	59.0%	59.2%	
营业税金及附加	-5	-7	-4	-4	-5	-6	长期投资	0	0	4	4	4	4	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	172	225	362	536	651	760	
销售费用	-44	-65	-61	-75	-91	-108	%总资产	39.6%	33.4%	29.2%	36.9%	38.7%	38.9%	
%销售收入	8.1%	7.3%	7.3%	6.7%	6.7%	6.7%	无形资产	22	22	22	22	22	23	
管理费用	-35	-53	-55	-84	-89	-100	非流动资产	200	250	398	574	689	798	
%销售收入	6.5%	5.9%	6.5%	7.5%	6.6%	6.2%	%总资产	45.8%	37.0%	32.1%	39.5%	41.0%	40.8%	
研发费用	-35	-42	-59	-67	-81	-97	资产总计	435	674	1,241	1,455	1,683	1,956	
%销售收入	6.4%	4.7%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	短期借款	23	0	1	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	63	174	110	167	218	272	应付款项	114	131	170	238	287	341	
%销售收入	11.6%	19.7%	13.0%	15.0%	16.1%	16.8%	其他流动负债	26	126	116	148	178	211	
财务费用	-3	-5	8	4	4	6	流动负债	164	257	287	386	464	552	
%销售收入	0.5%	0.6%	-1.0%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	长期贷款	4	4	4	4	4	4	
资产减值损失	-1	-4	-5	-5	-4	-5	其他长期负债	0	0	1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	168	261	291	389	468	556	
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	267	413	950	1,066	1,217	1,403	
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	83	83	110	110	110	110	
营业利润	60	167	113	167	220	274	未分配利润	70	202	251	367	518	704	
营业利润率	11.1%	18.8%	13.5%	15.0%	16.3%	17.0%	少数股东权益	0	0	0	-1	-2	-3	
营业外收支	-1	3	7	8	8	8	负债股东权益合计	435	674	1,241	1,455	1,683	1,956	
税前利润	60	169	120	175	228	282	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	11.0%	19.1%	14.3%	15.7%	16.9%	17.5%	每股指标							
所得税	-6	-22	-12	-26	-34	-42	每股收益	0.646	1.782	0.988	1.355	1.762	2.182	
所得税率	10.5%	13.3%	10.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	3.236	5.009	8.634	9.657	11.020	12.704	
净利润	53	147	108	149	194	240	每股经营现金净流	0.823	2.784	-0.329	1.989	2.355	2.737	
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	-1	每股股利	0.000	0.000	0.450	0.300	0.400	0.500	
归属于母公司的净利润	53	147	109	150	195	241	回报率							
净利率	9.9%	16.6%	12.9%	13.4%	14.4%	14.9%	净资产收益率	19.95%	35.57%	11.45%	14.03%	15.99%	17.17%	
							总资产收益率	12.24%	21.81%	8.76%	10.28%	11.56%	12.32%	
							投入资本收益率	19.10%	36.18%	10.33%	13.29%	15.22%	16.46%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	16.33%	63.98%	-4.90%	32.22%	21.33%	19.66%	
							EBIT增长率	49.99%	177.26%	-37.07%	52.48%	30.58%	24.58%	
							净利润增长率	66.00%	175.95%	-26.04%	37.59%	30.09%	23.80%	
							总资产增长率	17.72%	54.91%	84.04%	17.25%	15.71%	16.20%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	31.2	20.0	25.0	31.0	31.0	31.0	
							存货周转天数	110.2	94.1	158.2	170.0	150.0	140.0	
							应付账款周转天数	93.3	73.7	97.1	97.0	97.0	97.0	
							固定资产周转天数	116.0	72.6	72.1	78.8	69.0	59.7	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-15.55%	-44.13%	-38.99%	-33.84%	-35.57%	-38.21%	
							EBIT利息保障倍数	23.7	34.1	-13.6	-46.4	-51.5	-45.0	
							资产负债率	38.65%	38.70%	23.48%	26.76%	27.81%	28.41%	

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	1	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	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