

奥海科技（002993.SZ）全面发力新能源赛道广阔市场

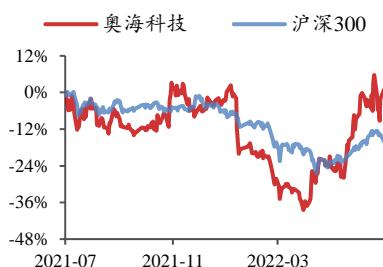
2022年07月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2022/7/12
当前股价(元)	40.57
一年最高最低(元)	44.95/24.61
总市值(亿元)	95.36
流通市值(亿元)	24.24
总股本(亿股)	2.35
流通股本(亿股)	0.60
近3个月换手率(%)	373.95

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

刘翔（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

曹旭辰（联系人）

caoxuchen@kysec.cn

证书编号：S0790120080019

● 深耕充电器广阔赛道，扩展工控、新能源高端市场

奥海科技是一家专注于智能终端充储电的产品方案和生产厂商，其产品可广泛应用于智能手机、平板电脑、智能穿戴设备、智能家居、人工智能设备、动力工具等领域。考虑到公司在充电器领域的深厚积累，以及布局新能源和工控高端赛道，我们预计公司2022-2024年归母净利润为5.88/7.99/11.00亿元，对应EPS为2.50/3.40/4.68元，当前股价对应PE为16.2/11.9/8.7倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 消费级电源赛道空间广阔，成本控制是竞争焦点

根据BCC Research预测，2022年全球智能终端充储电市场规模预计为240.65%，意味着这是个具有广阔市场空间的大赛道。在充电器的制作过程中，奥海科技的产业链环节是产品组装、产品测试和产品检查，该环节重在追求产品一致化和单位成本控制能力。随着公司规模的持续扩大，叠加公司在变压器、芯片和其他电子元件的自供化发展，我们认为公司在消费级充储电市场的规模优势和成本优势预将持续提升。

● 自研拓展光伏逆变能力，外延扩张域控制器技术

在光伏赛道中，公司自主开发了分布式光伏逆变器、逆变储能、户外储能等产品，用于分布式中小型商业和户用，为客户提供模块化电源解决方案。由于全球光伏逆变器市场正处于高速扩张期，叠加中国是光伏逆变器最大的制造国，我们认为奥海科技预将深度受益于此。在新能源车赛道中，2022Q1公司实现了对智新控制的收购，且智新科技的电机控制器（MCU）、电池管理系统（BMS）和整车控制器（VCU）等产品已成功导入东风、红旗、上汽、日产等国内外大厂。2022Q1公司成功收购了飞优雀，且飞优雀的充电桩模块功率已入围国网招标。随着中国新能源汽车保有量的快速提升，我们认为奥海科技的域控制器和充电模块业务预将迎来高速发展期。

● 风险提示：新产品研发进度存在不确定性；消费电子景气度存在周期性波动；下游客户拓展速度存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,945	4,245	5,623	7,211	9,288
YOY(%)	27.2	44.1	32.4	28.3	28.8
归母净利润(百万元)	329	344	588	799	1,100
YOY(%)	48.5	4.4	71.3	35.8	37.7
毛利率(%)	23.1	18.2	19.6	20.5	21.3
净利率(%)	11.2	8.1	10.5	11.1	11.8
ROE(%)	14.8	13.7	19.3	21.0	22.6
EPS(摊薄/元)	1.40	1.46	2.50	3.40	4.68
P/E(倍)	29.0	27.8	16.2	11.9	8.7
P/B(倍)	4.3	3.8	3.1	2.5	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、深耕充电器广阔赛道，扩展工控、新能源高端市场.....	4
1.1、历经多次产业升级，“高端化+品类扩张”助力快速成长.....	4
1.2、营收表现持续向好，毛利率水平相对较高	6
2、消费级电源赛道空间广阔，深度布局工业级电源	8
2.1、消费级电源赛道的竞争焦点是成本控制	8
2.2、研发项目多点布局，工控电源研发快速推进.....	10
3、自研拓展光伏逆变能力，外延扩张域控制器技术	11
3.1、推出小型光伏逆变器，拥抱光伏逆变广阔市场.....	11
3.2、入局域控制器和充电桩优质赛道，市场空间实现大幅提升	12
4、盈利预测与投资建议	13
4.1、关键假设	13
4.2、盈利预测与估值	13
5、风险提示	14
附：财务预测摘要	15

图表目录

图 1：专注 ODM 模式，持续推动产品升级和客户拓展	4
图 2：董事长持股比例达 46.46%，重视产业链布局	5
图 3：布局四大电源类产品	6
图 4：2022Q1 营业收入保持稳步增长	6
图 5：2017-2022Q1 归母净利润随营收同比波动	6
图 6：充电器及适配器一直占据较大营收比重	7
图 7：受上游成本影响，2021 年毛利率有所下降	7
图 8：2021Q2 开始存货周转天数持续提升	7
图 9：从营收来看，上半年为淡季，下半年为旺季	7
图 10：有线充电器主要由芯片、被动元件、结构件、PCB 板构成	8
图 11：快速充电器依靠原边、副边、协议三颗芯片来实现功能	8
图 12：充电器 ODM 赛道的竞争焦点是成本控制能力	9
图 13：全球有线充电器市场规模持续扩张（亿美元）	9
图 14：全球无线充电器市场规模持续扩张（亿美元）	9
图 15：亚太是最大的智能终端充储电产品市场（亿美元）	10
图 16：移动电源市场规模稳步扩张	10
图 17：奥海科技及子公司对工控、车载赛道均有布局	11
图 18：奥海科技布局户用光伏逆变器	11
图 19：光伏逆变器的产品设计较为复杂	11
图 20：全球光伏逆变器出货量预计持续提升	12
图 21：2021 年中国占据最大的光伏逆变器份额	12
图 22：子公司智新控制布局多类域控制器	12
图 23：2021 年中国新能源汽车销量快速提升	12
图 24：子公司飞优雀新能源布局充电桩业务	13
图 25：中国充电桩市场有较大的发展空间	13

表 1： 长期深耕于电子行业	5
表 2： 注重成本竞争，丰富产品布局	10
表 3： 充电器行业上市公司估值情况：奥海科技具有估值优势	14

1、深耕充电器广阔赛道，扩展工控、新能源高端市场

1.1、历经多次产业升级，“高端化+品类扩张”助力快速成长

奥海科技是一家专注于智能终端充储电的产品方案和生产厂商，其产品可广泛应用于智能手机、平板电脑、智能穿戴设备、智能家居（路由器、智能摄像头、智能小家电等）、人工智能设备（智能音箱、智能机器人等）、动力工具等领域。

初创期始于 OEM 模式（2006 年以前）。经营模式主要以 OEM 为主，产品为 2.5W（5V/0.5A）头线一体的充电器，此阶段运营主体为中天电子。

转型期进行 ODM 化（2006 年—2012 年）。经营模式由 OEM 模式逐步过渡为 ODM 模式，客户结构从白牌功能手机客户为主逐渐升级至国产品牌手机客户，此阶段运营主体为中天电子和 2007 年成立的深圳奥海。

拓展期推动产品快充化（2013 年—2016 年）。推出 10W、15W、18W 的快充产品，成为小米、魅族、传音、金立、TCL 等国内主流手机品牌的充电器供应商，并开发亚马逊、PNY、Belkin 等国际厂商。在此期间，公司布局进入充电器产业链上游，收购了生产胶壳的东莞海升和生产电容的东莞海州，并成立了变压器事业部，强化了自身的成本控制能力。此阶段运营主体主要为 2012 年成立的奥海有限，中天电子和深圳奥海的业务逐步向奥海有限转移、并于 2015 年转移完毕。

迭代期推动产品高端化（2017 年—2019 年）。推出 40W、60W、66W、120W 产品，新增华为、vivo、LG 等一线手机品牌客户，同时大力开拓物联网设备领域，与亚马逊进行智能音箱、电视棒、平板电脑等多产品的深度合作。在海外工厂的方面，2017 年和 2018 年公司建立了印度和印尼工厂并成功投产。

品牌期加速自主品牌建设（2020 年至今）。2021Q4 公司推出 550W 和 800W 数据电源的开发，且正推进 1300W 和 3600W 的研发。在品牌方面，2021 年公司加速推进“AOHI”、“移速”品牌建设工作，实现 4000 万元收入。在收并购方面，2021 年公司收购索菱通信 82% 的股权、加大无线充电器领域布局，收购智新控制 35% 的股权、布局新能源汽车领域。

图1：专注 ODM 模式，持续推动产品升级和客户拓展

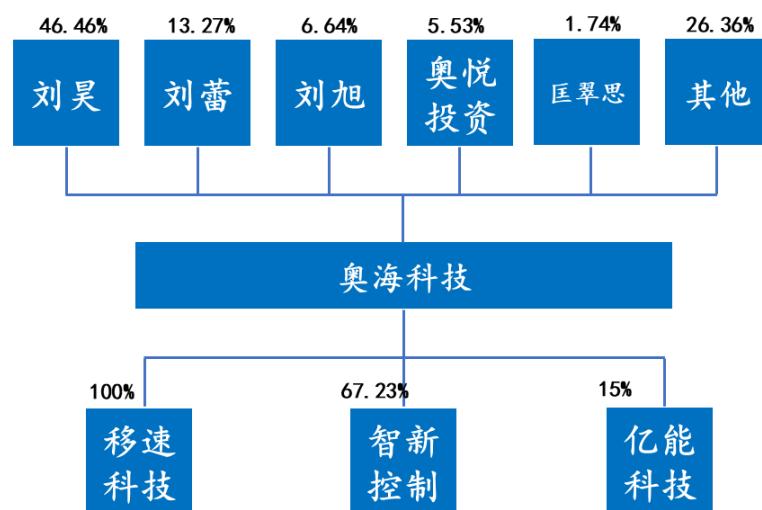


资料来源：奥海科技招股说明书

董事长持股比例达 46.46%，创始人话语权较强。公司实际控制人、董事长、第一大股东刘昊持股比例达 46.46%，且第二大股东刘蕾与董事长为亲属关系，这意味着董事长有着较强的股权控制力。对于持续进行高端化发展的制造业公司，创始人团队具有较大话语权，这对公司持续迭代具有较大作用。

重视产业链投资。在自主品牌方面，公司建设“移速”品牌来强化市场竞争力。在横向整合方面，公司控股智新控制来布局新能源赛道。在纵向整合方面，公司参股亿能科技来与上游电子元器件厂商形成良好协同。

图2：董事长持股比例达 46.46%，重视产业链布局



资料来源：Wind、开源证券研究所

表1：长期深耕于电子行业

姓名	职务	履历
刘昊	董事长	曾就职于中天电子
刘蕾	副总经理	曾就职于中天电子
刘旭	副总经理	曾就职于江彩贸易、中天电子
匡翠思	副总经理	曾就职于德昌模具
郭修根	副总经理	曾就职于睿德电子
游碧锋	研发总监	曾就职于达泰宁科技

资料来源：奥海科技招股说明书、开源证券研究所

布局四大电源类产品。在有线充电器方面，公司产品扎根于消费电子领域，被广泛用于智能手机、平板电脑等常见智能终端设备，覆盖功率为 2.5-120W。在无线充电器方面，公司已研发到 50W 无线充产品，且收购索菱通信来扩展高铁车载无线充、电动牙刷无线充等产品。在移动电源方面，公司产品主要应用在智能手机、平板电脑、智能可穿戴设备等智能终端设备。在网络电源方面，2021Q4 公司推出 550W 和 800W 数据电源的开发，且正推进 1300W 和 3600W 的研发。

图3：布局四大电源类产品



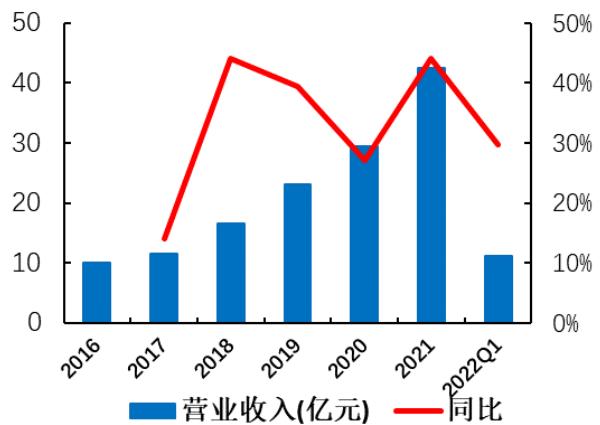
资料来源：奥海科技招股说明书、开源证券研究所

1.2、营收表现持续向好，毛利率水平相对较高

份额提升持续推进，**2022Q1 营收增速达 29.78%**。受益于品牌手机客户份额的持续提升，叠加产品价值量的持续提升，2022Q1 公司营业收入同比增速达 29.78%。考虑到 2022Q1 整体消费电子市场相对低迷，奥海科技的营收增速体现出公司具有较强的业绩韧性。

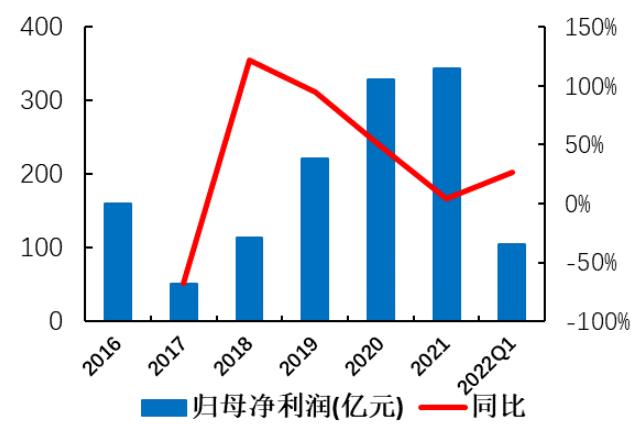
受销售费用提升较快影响，归母净利润增速慢于营收增速。由于 2022Q1 销售人员薪酬和品牌推广费显著提升，2022Q1 奥海科技的归母净利润增速为 26.99%，略低于营收增速。

图4：2022Q1 营业收入保持稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2017-2022Q1 归母净利润随营收同比波动

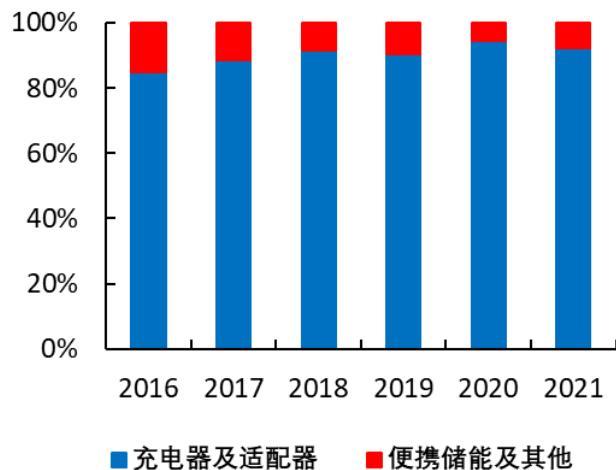


数据来源：Wind、开源证券研究所

2021 年储能业务营收占比提升。由于智能终端快充化持续推进以及便携储能容量不断提升，2021 年公司充电器、适配器、便携储能业务营收均保持高速增长。由于便携储能业务营收体量相对较低，叠加公司向动力工具、服务器、户外电源等大容量储能领域的拓展，2021 年储能业务营收占比有所提升。

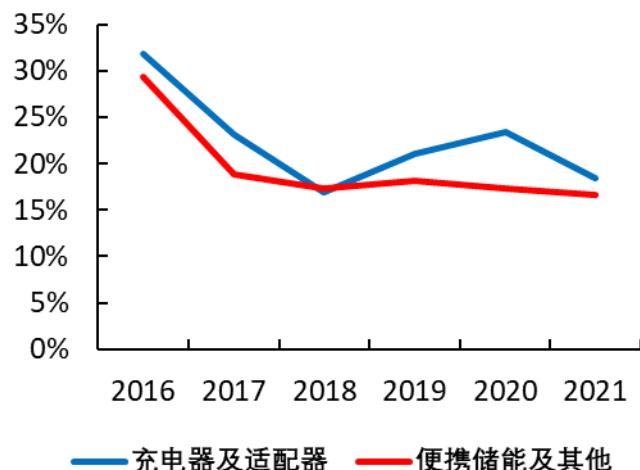
2021 年毛利率有所下降。由于 2021 年芯片等上游原材料价格显著上涨，2021 年公司毛利率受到挫伤。随着上游原材料价格有所回落，我们认为 2022 年公司毛利率或将逐步恢复。

图6：充电器及适配器一直占据较大营收比重



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：受上游成本影响，2021 年毛利率有所下降

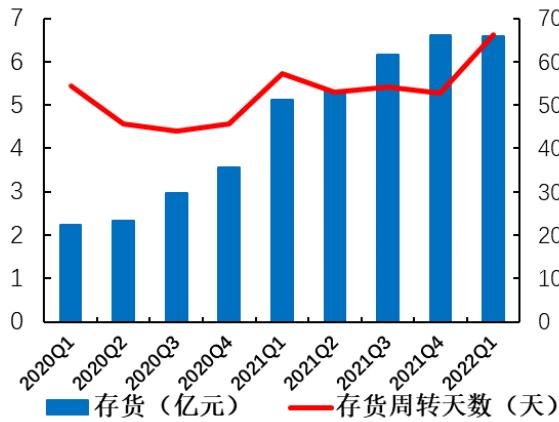


数据来源：Wind、开源证券研究所

随着营收体量的提升，公司的存货周转天数逐步提升。随着客户订单的持续增长，叠加战略性备货需求，2020Q1-2022Q1 公司的存货周转天数持续提升。在 2022Q1 营收实现同比增长 29.78% 的情况下，我们认为公司存货周转天数的提升主要是基于战略性备货需求，而非因为下游消费需求受挫。

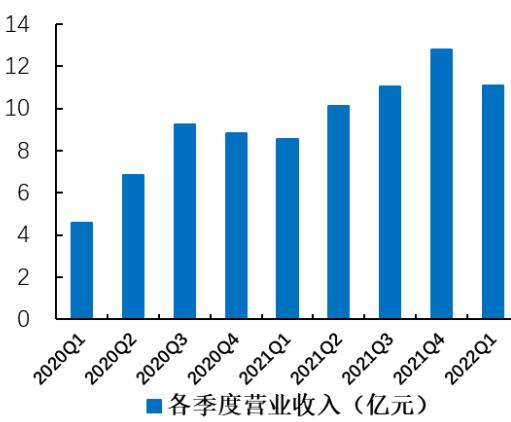
一季度需求最冷，三季度需求最旺。作为消费电子赛道的公司，公司营收的季度性变化符合消费电子赛道特点，即：一季度营收最少，三季度营收最多。

图8：2021Q2 开始存货周转天数持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：从营收来看，上半年为淡季，下半年为旺季



数据来源：Wind、开源证券研究所

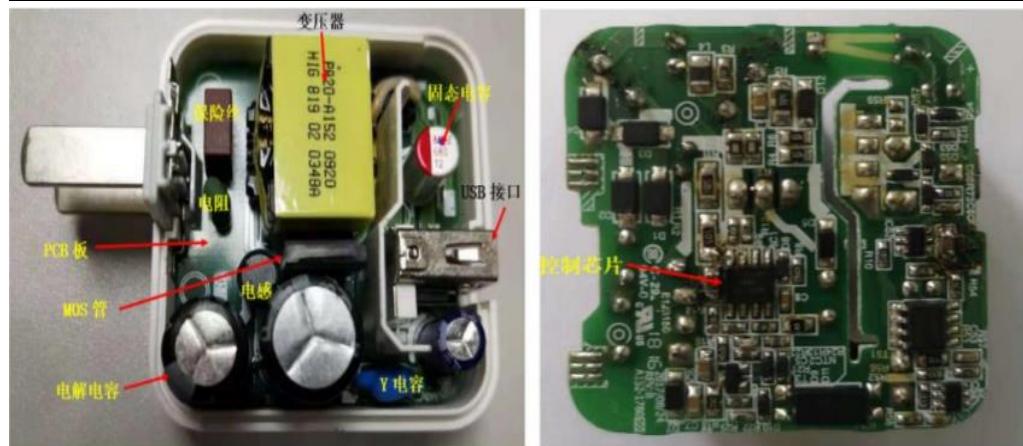
2、消费级电源赛道空间广阔，深度布局工业级电源

2.1、消费级电源赛道的竞争焦点是成本控制

快充优势在于效率高，普通充优势在于成本低。由于普通充的功能相对单一，普通充电器具有电路设计简单、价格较低但充电速度慢的特点。由于快充需要增大充电电压或充电电流，快速充电器具有电路设计复杂、价格较高但充电速度快的特点。

快充充电器主要由芯片、被动元件、结构件、PCB板构成。从芯片来看，公司主要由PWM主控芯片、同步整流芯片、快充协议芯片、功率器件四部分构成。从其他电子元件来看，快充充电器需要壳体、滤波电容、光耦、整流桥、PCB板等电子元件。

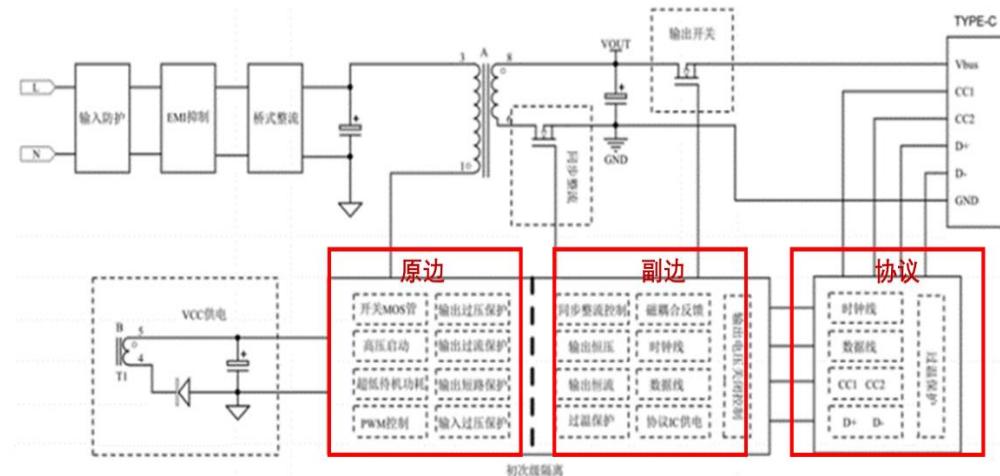
图10：有线充电器主要由芯片、被动元件、结构件、PCB板构成



资料来源：奥海科技招股说明书

快充架构的复杂化有利于头部化趋势：在普通充中，充电功能的实现仅需要原边PWM控制芯片，以及较低规格的电子元件。在快充中，快速充电功能的实现需要原边PWM控制芯片、副边同步整流芯片和协议芯片的相互协同，以及需要更高规格的电容、电感等一系列电子元件。因此，快充时代充电器架构的复杂化及高功率化拉高了充电器ODM赛道的进入壁垒，推动了头部充电器ODM厂商的份额提升。

图11：快速充电器依靠原边、副边、协议三颗芯片来实现功能



资料来源：奥海科技招股说明书、开源证券研究所

充电器 ODM 赛道的竞争焦点是成本控制能力：如图 12 所示，在充电器的制作过程中，奥海科技的产业链环节是产品组装、产品测试和产品检查，该环节重在追求产品一致化和单位成本控制能力。因此，能否提升工人的工作效率并降低原材料的废料率决定了公司能否在竞争中胜出。

图12：充电器 ODM 赛道的竞争焦点是成本控制能力



资料来源：奥海科技招股说明书

电子终端数量增长推动有线充电器数量同步提升：由于智能终端数量持续提升是社会发展的既定趋势，与智能终端相配套的有线充电器便呈现出同比提升趋势；同时，随着智能终端快充化的发展，有线充电器存在着价值量提升趋势。

无线充不是对有线充的替代，而是增加了新的市场空间：2017 年秋季苹果手机对于无线充电的应用，增加了行业对无线充电技术的关注度，在此之后更多的手机厂商加入了无线充电功能。但是，由于无线充对供电端有一定限制，无线充更多是提供了多一种的充电方式，有线充电器仍是智能终端的标配。

图13：全球有线充电器市场规模持续扩张（亿美元）

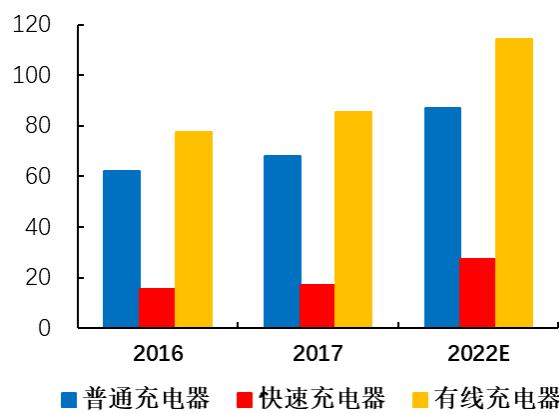
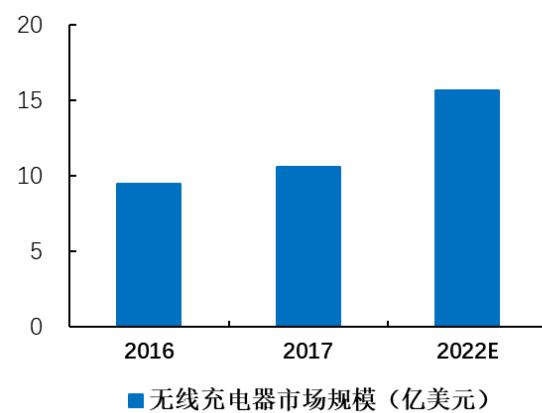


图14：全球无线充电器市场规模持续扩张（亿美元）



数据来源：BCC Research、开源证券研究所

数据来源：BCC Research、开源证券研究所

亚太是最大的智能终端充储电产品市场：根据 BCC Research 的数据和预测，2017-2022 年亚太是最大的智能终端充储电产品市场且市场规模增速最快，这意味着立足于亚太市场的充电器厂商有更大的市场机遇。

移动电源市场规模稳步扩张：移动电源是一种内置电池的便携式储能设备，主要由电芯、电路和外壳三大部件构成。随着外出郊游需求的快速提升叠加共享充电宝的持续铺设，移动电源市场规模仍呈现持续扩张趋势。

图15：亚太是最大的智能终端充储电产品市场（亿美元）

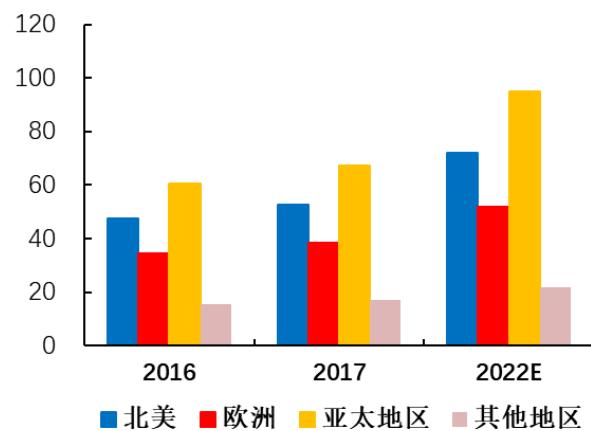
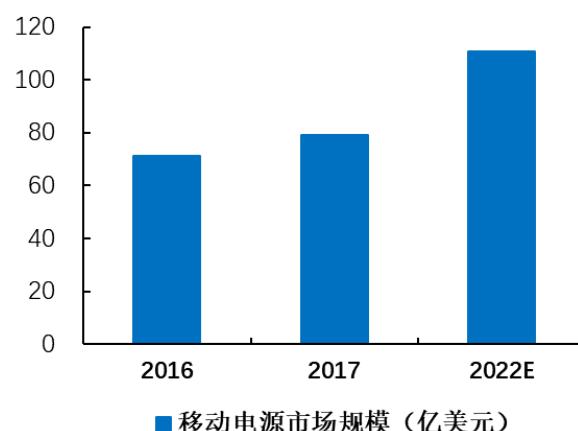


图16：移动电源市场规模稳步扩张



数据来源：BCC Research、开源证券研究所

数据来源：BCC Research、开源证券研究所

2.2、研发项目多点布局，工控电源研发快速推进

追求低成本是竞争力的保证：如表二所示，公司的“无 PFC 电路充电器”和“低成本电动工具电源”等项目是对极致低成本的持续追求，公司的“集成式平面变压器”和“无线充电管理系统”通过自供变压器和芯片以进一步节约成本。

丰富产品线是高速发展的动力：如表二所示，公司的“550W/880W 数据电源”和“户外照明设备”等项目拓宽了产品阵列，使得公司面对更广阔、更高端的市场空间。

表2：注重成本竞争，丰富产品布局

项目名称	项目目标	项目进展	对公司未来发展的影响
集成式平面变压器	使平面变压器模块缩小 10%以上体积	量产阶段	实现变压器自供，降低成本
百瓦级超薄 PD 充电器	研发厚度为 12mm 的 120W 充电器	研发阶段	提升品牌形象和知名度
无 PFC 电路充电器	高转化率、低成本、小体积	量产阶段	67-120W 充电器，提高产品竞争力
低成本电动工具电源	极致的成本控制	小试阶段	满足客户成本需求
550W/880W 数据电源	高效率、低成本	量产阶段	布局高端数据电源
无线充电管理系统	开发无线充芯片	5W 系统完成	实现芯片自供，降低成本
高铁 50W 手机无线充	实现高铁应用批量供应	认证阶段	延伸到商用车载手机无线充等领域
户外照明设备	量产小型便携户外照明充电一体化装备	量产阶段	丰富产品线

资料来源：奥海科技 2021 年年报、开源证券研究所

重点布局工控和车载赛道：如图 17 所示，奥海科技本部推出了 900W 动力电源、2000W 服务器电源等高端工控产品，子公司索菱通信推出了多种应用场景的无线充产品，子公司智新控制重点布局车载控制器、电池管理系统等重要模块。

图17：奥海科技及子公司对工控、车载赛道均有布局



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

3、自研拓展光伏逆变能力，外延扩张域控制器技术

3.1、推出小型光伏逆变器，拥抱光伏逆变广阔市场

布局小型光伏逆变器。通过外部猎取人才团队，公司自主开发了分布式光伏逆变器、逆变储能、户外储能等产品，用于分布式中小型商业和户用，为客户提供模块化电源解决方案。

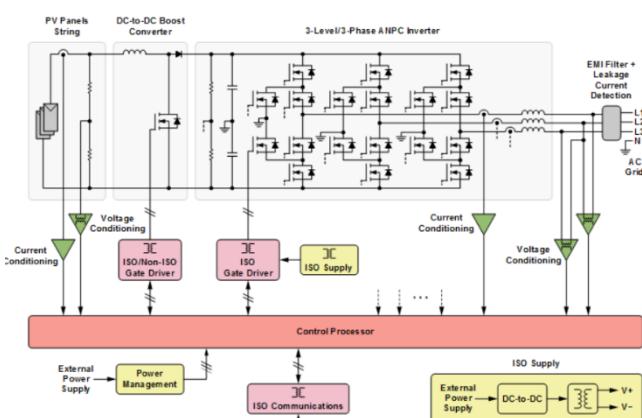
光伏逆变器产品设计较为复杂。如图 19 所示，光伏逆变器由功率器件、隔离器件、控制芯片、电源芯片等构成，其产品复杂度显著高于消费级充电器。因此，奥海科技由充电器向光伏逆变器拓展的过程是技术壁垒持续提升的过程。

图18：奥海科技布局户用光伏逆变器



资料来源：台达电子

图19：光伏逆变器的产品设计较为复杂

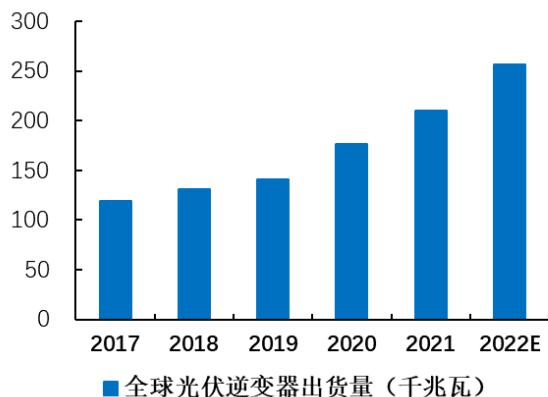


资料来源：ADI

全球光伏逆变器出货量持续提升：如图 20 所示，2017-2022 年全球光伏逆变器出货量持续扩张。进一步，随着全球油价的居高不下，叠加俄乌冲突的持续，全球光伏逆变器出货量正处于加速扩张趋势。

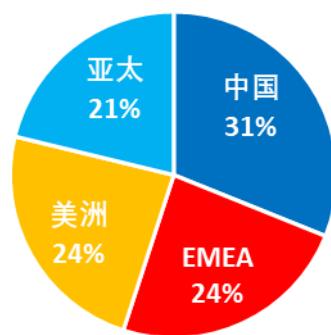
中国占据最大的光伏逆变器份额：如图 21 所示，2021 年中国是光伏逆变器市占率最大的市场。随着我国上游零部件自主化程度的持续提升，我国光伏逆变器厂商的成本优势预将持续提升。

图20：全球光伏逆变器出货量预计持续提升



资料来源：中商情报网、开源证券研究所

图21：2021年中国占据最大的光伏逆变器份额



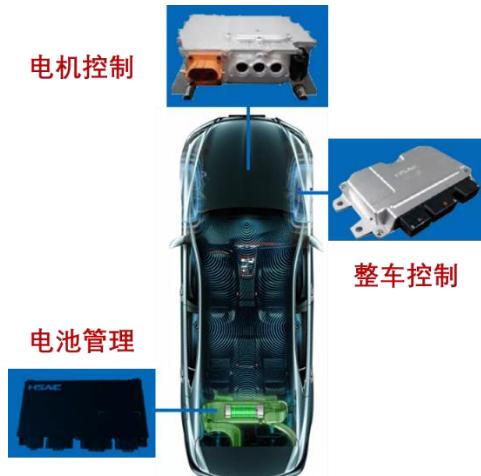
资料来源：中商情报网、开源证券研究所

3.2、入局域控制器和充电桩优质赛道，市场空间实现大幅提升

收购智新控制，东风集团技术背景。通过收购航盛新能源持有智新控制的部分股权以及 2022Q1 通过上海联交所增资智新控制，奥海科技已持有智新控制 67.23% 股权。智新控制团队源于东风集团汽车研究院，对电机控制器（MCU）、电池管理系统（BMS）和整车控制器（VCU）等技术均深度掌握，已成功导入东风、红旗、上汽、日产、本田、大众等国内外大厂。

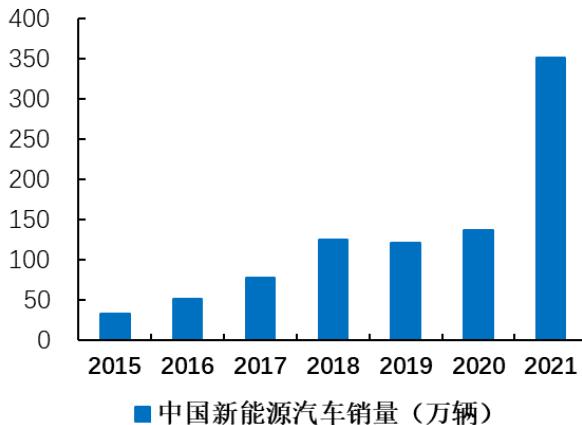
2021 年新能源汽车销量进入加速渗透期。如图 23 所示，2021 年中国新能源汽车销量进入加速渗透期，意味着智新控制也迎来了快速发展的黄金时期。

图22：子公司智新控制布局多类域控制器



资料来源：航盛新能源官网、开源证券研究所

图23：2021年中国新能源汽车销量快速提升



资料来源：中国汽车工业协会、开源证券研究所

收购飞优雀，入围国网招标。2022Q1 奥海科技收购了飞优雀 100%的股权。飞优雀的充电桩模块功率有 20kw、30kw 等，已布局直流充电桩、交流充电桩、随车充、OBC 等产品，并已通过国标认证；同时，公司已入围国网招标，为客户提供充电桩等解决方案。

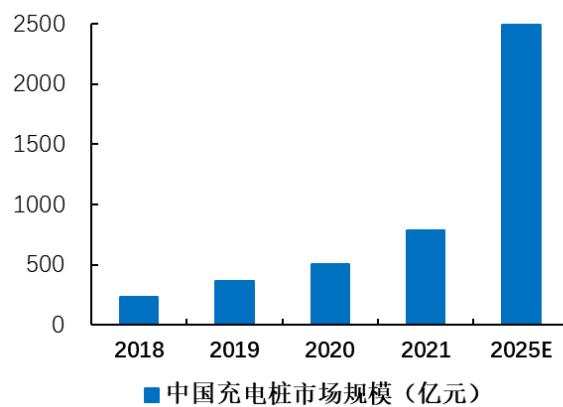
中国充电桩市场空间广阔。随着中国新能源汽车保有量的快速提升，中国充电桩的市场规模预将呈现持续扩张，意味着飞优雀也迎来了快速发展的黄金时期。

图24：子公司飞优雀新能源布局充电桩业务



资料来源：台达电子

图25：中国充电桩市场有较大的发展空间



资料来源：中国充电联盟、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 关键假设

(1) 受益于智能终端数量的持续提升，叠加快充产品价值量的逐步提高，预计 2022-2024 年充电器及适配器业务将保持稳步发展。预计 2022/2023/2024 营收增速分别为 25%/25%/25%。

(2) 受益于新能源业务的快速发展，叠加工控电源方面也有较大的发展空间，预计 2022-2024 年便携储能及其他业务将保持高速发展。预计 2022/2023/2024 营收增速分别为 120%/50%/50%。

4.2、 盈利预测与估值

奥海科技是一家专注于智能终端充储电的产品方案和生产厂商，其产品可广泛应用于智能手机、平板电脑、智能穿戴设备、智能家居、人工智能设备、动力工具等领域。受益于消费级终端快充渗透率的持续提升，叠加公司对工控和新能源赛道的发力，预计奥海科技的快速充电器和新能源业务均将呈现快速成长趋势。

考虑到公司在充电器领域的深厚积累，以及布局新能源和工控高端赛道，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.88/7.99/11.00 亿元，对应 EPS 为 2.50/3.40/4.68 元，当前股价对应 PE 为 16.2/11.9/8.7 倍。与充电器行业平均估值相比，奥海科技的目前估值水位低于行业平均估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：充电器行业上市公司估值情况：奥海科技具有估值优势

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002475.SZ	立讯精密	33.40	-2.1	41.7	33.0	24.8	49.2	23.6	17.8	14.2
002600.SZ	领益智造	4.86	-47.9	70.5	24.0	25.1	44.1	17.1	13.8	11.0
300866.SZ	安克创新	72.80	14.7	27.9	24.7	25.0	42.4	23.6	18.9	15.1
行业平均										
002993.SZ	奥海科技	40.57	4.4	71.3	35.8	37.7	27.6	16.2	11.9	8.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（除奥海科技、安克创新外，盈利预测来自 Wind 一致预期，收盘价日期为 2022/7/12）

5、风险提示

新产品研发进度存在不确定性；

消费电子景气度存在周期性波动；

下游客户拓展速度存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3551	3903	5045	6333	8342	营业收入	2945	4245	5623	7211	9288
现金	2022	1712	2543	2930	4261	营业成本	2264	3472	4520	5735	7311
应收票据及应收账款	918	1345	1653	2192	2760	营业税金及附加	12	16	17	22	28
其他应收款	4	6	8	10	13	营业费用	26	58	67	87	111
预付账款	3	7	6	10	10	管理费用	97	129	157	202	260
存货	356	661	664	1018	1126	研发费用	143	206	264	339	437
其他流动资产	247	172	172	172	172	财务费用	21	-13	-19	-24	-34
非流动资产	647	1156	1304	1478	1718	资产减值损失	-13	-14	-29	-32	-41
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	7	18	9	9	11
固定资产	444	760	893	1050	1268	公允价值变动收益	-2	1	0	0	0
无形资产	66	114	129	142	158	投资净收益	11	22	10	12	14
其他非流动资产	137	282	283	286	293	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	4197	5059	6350	7811	10060	营业利润	375	381	664	905	1241
流动负债	1926	2436	3185	3876	5062	营业外收入	6	2	3	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	7	1	2	3	3
应付票据及应付账款	1804	2291	3040	3724	4899	利润总额	374	383	665	906	1241
其他流动负债	122	146	145	152	163	所得税	45	39	77	107	142
非流动负债	55	123	124	124	125	净利润	329	343	588	799	1100
长期借款	0	0	1	1	2	少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	55	123	123	123	123	归母净利润	329	344	588	799	1100
负债合计	1981	2559	3309	4000	5187	EBITDA	350	395	673	913	1245
少数股东权益	0	2	2	2	2	EPS(元)	1.40	1.46	2.50	3.40	4.68
股本	181	235	235	235	235	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1257	1202	1202	1202	1202	成长能力					
留存收益	797	1087	1630	2354	3324	营业收入(%)	27.2	44.1	32.4	28.3	28.8
归属母公司股东权益	2216	2498	3039	3808	4871	营业利润(%)	47.6	1.7	74.1	36.4	37.1
负债和股东权益	4197	5059	6350	7811	10060	归属于母公司净利润(%)	48.5	4.4	71.3	35.8	37.7
						盈利能力					
						毛利率(%)	23.1	18.2	19.6	20.5	21.3
						净利率(%)	11.2	8.1	10.5	11.1	11.8
						ROE(%)	14.8	13.7	19.3	21.0	22.6
						ROIC(%)	12.3	11.6	17.1	18.8	20.3
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	642	357	1077	642	1670	资产负债率(%)	47.2	50.6	52.1	51.2	51.6
净利润	329	343	588	799	1100	净负债比率(%)	-89.7	-65.7	-81.5	-75.2	-86.1
折旧摊销	37	63	72	90	112	流动比率	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
财务费用	21	-13	-19	-24	-34	速动比率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.4
投资损失	-11	-22	-10	-12	-14	营运能力					
营运资金变动	232	-106	446	-210	506	总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
其他经营现金流	34	92	-0	-1	-0	应收账款周转率	3.4	3.8	3.8	3.8	3.8
投资活动现金流	-269	-538	-210	-251	-337	应付账款周转率	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
资本支出	264	529	149	174	240	每股指标(元)					
长期投资	-20	-22	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.40	1.46	2.50	3.40	4.68
其他投资现金流	-26	-30	-61	-77	-98	每股经营现金流(最新摊薄)	2.73	1.52	4.58	2.73	7.10
筹资活动现金流	980	-127	-35	-4	-2	每股净资产(最新摊薄)	9.43	10.63	12.93	16.20	20.73
短期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款	-9	0	1	1	1	P/E	29.0	27.8	16.2	11.9	8.7
普通股增加	45	54	0	0	0	P/B	4.3	3.8	3.1	2.5	2.0
资本公积增加	1076	-54	0	0	0	EV/EBITDA	21.5	20.0	10.5	7.3	4.3
其他筹资现金流	-132	-127	-35	-5	-3						
现金净增加额	1335	-309	832	387	1330						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn