

天成自控 (603085.SH) 座椅业务布局广，乘用车潜力值得期待

2022 年 07 月 27 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
邓健全（分析师）
赵悦媛（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

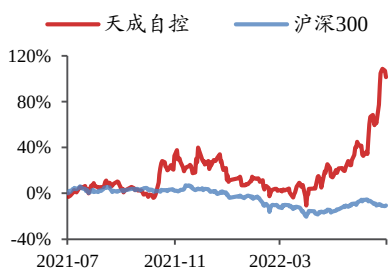
zhaoyueyuan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

证书编号：S0790522070005

日期	2022/7/26
当前股价(元)	12.81
一年最高最低(元)	13.84/5.30
总市值(亿元)	50.87
流通市值(亿元)	47.43
总股本(亿股)	3.97
流通股本(亿股)	3.70
近 3 个月换手率(%)	275.28

股价走势图



数据来源：聚源

● 公司座椅业务跨度广，战略规划清晰

公司从农机座椅起家，在工程机械及商用车座椅领域深耕多年，并将业务延伸至乘用车、航空及儿童安全座椅领域。公司座椅业务跨度广、战略规划清晰，重点发力市场规模超千亿的乘用车座椅业务，并通过推进产业链国产化提升航空座椅业务的盈利水平。我们预计 2022-2024 年公司营收为 20.34/27.97/34.27 亿元，归母净利润为 0.58/1.28/2.45 亿元，EPS 为 0.15/0.32/0.62 元/股，对应当前股价 PE 为 88.0/39.9/20.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 客户开拓顺利，乘用车座椅业务潜力大

我们预计 2025 年中国乘用车座椅市场规模逾 1200 亿元，目前乘用车座椅市场主要由外资品牌占据主导地位，国产替代空间大。公司在工程机械及商用车座椅领域深耕多年，并于 2016 年进入乘用车座椅领域，目前已进入上汽荣威、上汽大通、飞凡汽车、威马及东风乘用车等主机厂的供应体系。公司产能充足，客户开拓顺利，预计随着定点的持续落地及产能利用率的提升，乘用车座椅业务营收及盈利水平有望齐升。

● 公司持续推进航空座椅国产化，盈利能力可期

2021 年，公司航空座椅业务通过波音的审核与考评，英国子公司 ACRO 飞机座椅公司成为美国波音的线装飞机座椅供应商。全球范围内，公司与空客、波音、中国商飞均建立正式合作关系，且进入春秋航空、青岛航空、新西兰航空、艾提哈德航空以及美国 Frontier Air、Allegiant Air、Spirit Air 等航空公司的供应体系，随着疫情影响转弱下航空业逐渐复苏，公司航空座椅业务有望加速增长。公司为降低生产成本持续推进航空座椅国产化，随着产业链向国内转移进程的加速，航空座椅业务盈利水平有望提升。

● **风险提示：**缺芯及疫情反复影响主机厂产销情况、原材料价格波动影响公司盈利水平、公司客户拓展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,428	1,704	2,034	2,797	3,427
YOY(%)	-2.0	19.3	19.4	37.5	22.5
净利润(百万元)	51	28	58	128	245
YOY(%)	-109.4	-44.2	104.9	120.8	92.1
毛利率(%)	21.2	16.0	18.6	19.0	20.0
净利率(%)	3.5	1.7	2.8	4.6	7.2
ROE(%)	5.0	2.7	5.3	15.5	36.4
EPS(摊薄/元)	0.13	0.07	0.15	0.32	0.62
P/E(倍)	100.7	180.4	88.0	39.9	20.8
P/B(倍)	5.0	4.9	4.6	6.2	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 工程机械座椅龙头，开辟乘用车、航空座椅业务.....	4
1.1、 深耕座椅数十年，业务横跨多领域.....	4
1.2、 2021 年公司营收规模再上新台阶，利润端长期向好.....	5
2、 公司开辟乘用车座椅业务，剑指千亿赛道.....	8
2.1、 中国乘用车座椅市场具千亿规模，国产替代空间大.....	8
2.2、 公司持续开拓客户，全产业链布局实现降本增效.....	9
3、 持续推进国产化进程，航空座椅业务盈利能力可期.....	11
3.1、 航空业逐渐复苏，行业拐点已至	11
3.2、 推进航空座椅国产化，提升公司盈利水平.....	11
4、 盈利预测与投资建议	14
4.1、 关键假设	14
4.2、 估值与评级	15
5、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 天成自控在汽车座椅领域深耕多年	4
图 2： 公司实控人合计持股 42.89%.....	5
图 3： 2021 年公司营收同比增长 19.3%.....	5
图 4： 原材料价格上涨致公司利润端承压	5
图 5： 公司各业务发展较为均衡	6
图 6： 公司各业务毛利率呈下滑趋势	6
图 7： 2022 年一季度公司毛利率及净利率均小幅回升.....	6
图 8： 2019 年以来公司期间费用率呈下降趋势.....	6
图 9： 2021 年公司各分业务成本中材料费用占比均较高.....	7
图 10： 2021 年上半年以来钢材价格整体呈下降趋势.....	7
图 11： 2020 年安道拓+李尔占全球汽车座椅市场近半份额.....	8
图 12： 2020 年中国汽车座椅市场外资占据主导地位.....	8
图 13： 预计 2025 年中国乘用车座椅市场规模逾 1200 亿元.....	8
图 14： 2021 年乘用车座椅业务营收增长 23%	9
图 15： 2021 年乘用车座椅业务毛利率为 4.25%	9
图 16： 公司的乘用车座椅客户渐趋丰富	9
图 17： 公司建有四大生产基地	9
图 18： 公司的座椅骨架具备轻量化、安全性高特点.....	10
图 19： 发泡产品可满足各类车型座椅的支撑和舒适性要求.....	10
图 20： 2021 年波音、空客的商用飞机交付量回升（架）	11
图 21： 2021 年航空座椅业务营收同比增长 94.7%	11
图 22： 2021 年航空座椅业务毛利率下滑明显.....	11
图 23： 公司经济舱座椅产品种类丰富	12
图 24： S7 系列座椅配套商务舱	12
图 25： 公司客户涵盖亚、欧、美多家航空公司.....	13

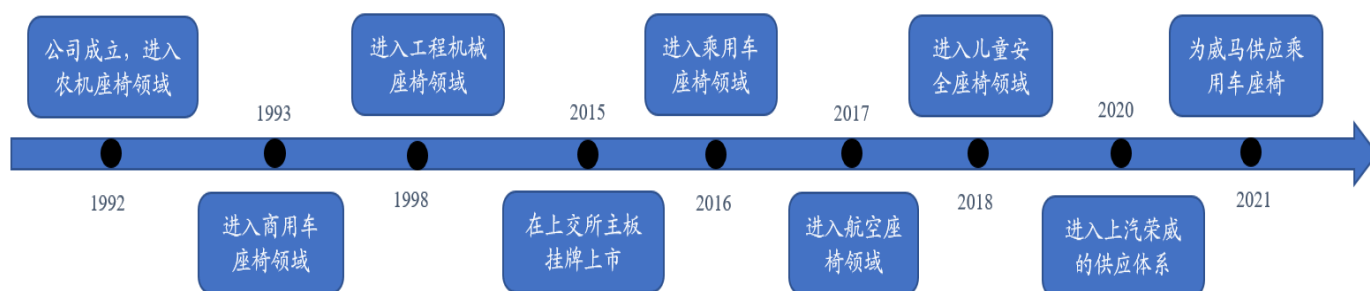
表 1: 公司座椅业务横跨多领域	4
表 2: 公司募资建立航空座椅核心零部件生产基地.....	13
表 3: 公司营收拆分及预测	14
表 4: 公司估值分析	15

1、工程机械座椅龙头，开辟乘用车、航空座椅业务

1.1、深耕座椅数十年，业务横跨多领域

公司从农机座椅起步，不断拓宽业务边界。公司于 1992 年成立，随后分别进入商用车座椅及工程机械座椅领域。2015 年，公司在上交所挂牌上市。2016 年，公司开拓乘用车座椅业务，目前已进入上汽荣威、上汽大通、飞凡汽车、威马汽车等主机厂的供应链，客户持续多元化。2017 和 2018 年，公司分别进入航空座椅、儿童安全座椅领域，进一步拓展业务边界。

图1：天成自控在汽车座椅领域深耕多年



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司座椅产品品类众多，技术储备充足。公司的座椅产品覆盖乘用车、工程机械、商用车、航空及儿童安全座椅等多个领域，产品种类丰富。公司持续加大研发投入，技术储备充足，研发出具备良好安全性能的碳纤维轻量化座椅产品，采用一体模压、热固、注塑成型，分别应用于乘用车及民航飞机。

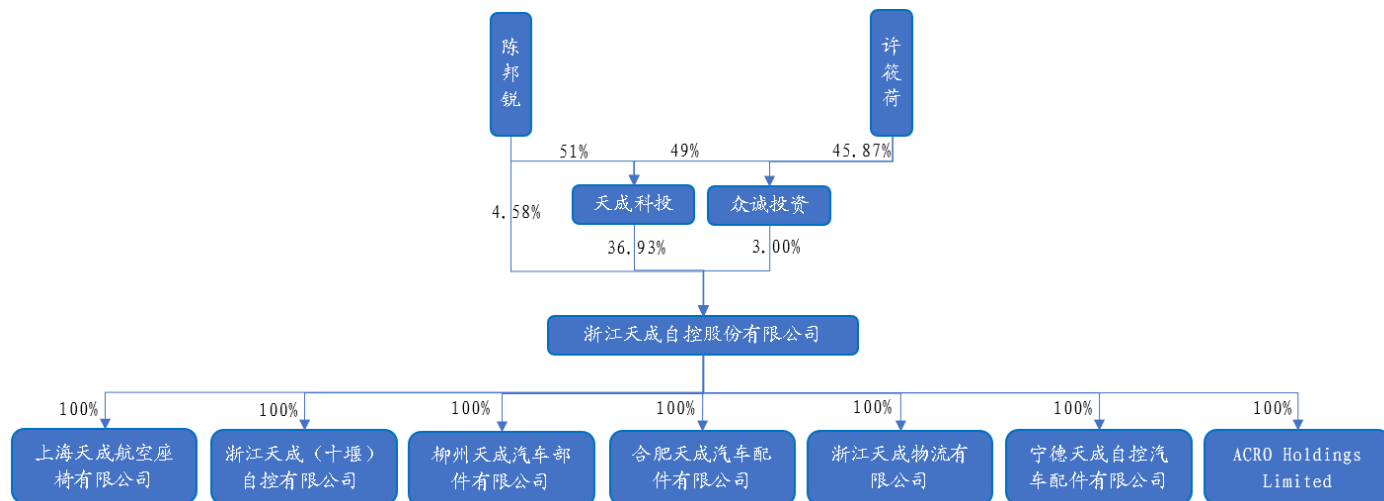
表1：公司座椅业务横跨多领域

业务	图示	客户
乘用车座椅		上汽荣威、上汽大通、飞凡汽车、威马汽车、北汽新能源、东风乘用车等
工程机械座椅		三一重工、徐工、卡特彼勒等
商用车座椅		东风商用车、一汽、福田戴姆勒、中国重汽、北汽福田等
航空座椅		春秋航空、青岛航空、新西兰航空、艾提哈德航空、美国 spirit 航空、美国 allegiant 航空等

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司实控人合计持股比例达 42.89%。公司实际控制人为陈邦锐、许筱荷，陈邦锐直接持有公司 4.58% 的股份，二者通过天成科投间接持有公司 36.93% 的股份，许筱荷通过众诚投资间接持有公司 1.38% 的股份。因此，公司实际控制人陈邦锐、许筱荷合计持有公司 42.89% 的股份。

图2：公司实控人合计持股 42.89%

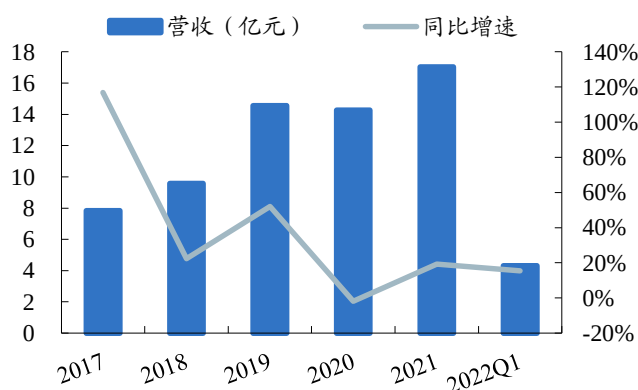


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、2021 年公司营收规模再上新台阶，利润端长期向好

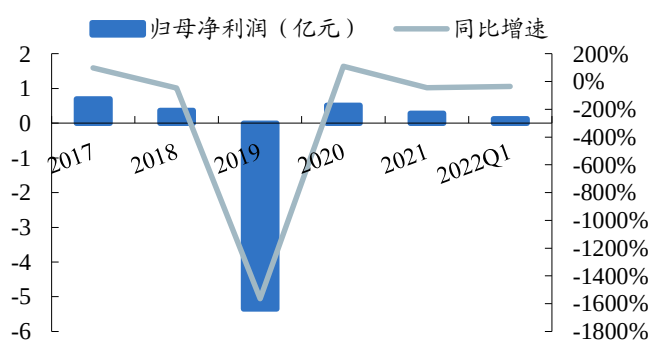
2021 年公司营收重回正增长，利润端短期承压。2020 年受疫情影响，公司营收出现下滑，2021 年营收达 17.04 亿元，同比增长 19.3%，22Q1 在疫情扰动下公司营收依然实现 15.5% 的增长。利润端，2021 年、2022 年一季度公司归母净利润分别为 0.28、0.13 亿元，同比分别下降 44.2%、34.9%，主要系原材料价格上涨及产能利用率较低所致。

图3：2021 年公司营收同比增长 19.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：原材料价格上涨致公司利润端承压

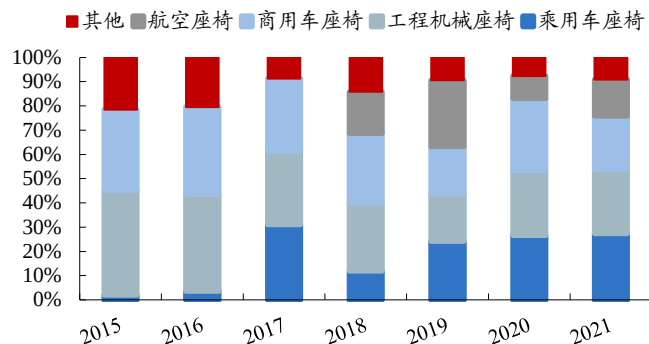


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司四大业务营收较为均衡，毛利率有所下滑。从营收端来看，2021 年乘用车/工程机械/商用车/航空座椅业务的营收占比分别为 27%/26%/22%/15%，整体来看目前公司四大业务发展较为均衡。盈利能力方面，2021 年四大业务的毛利率均出现下

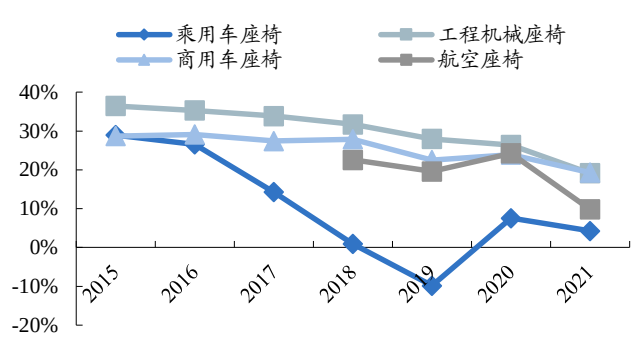
滑，其中乘用车座椅及航空座椅业务毛利率分别下滑 3.29/14.44pct，分别系乘用车座椅产能利用率较低、航空座椅业务运费较高所致。

图5：公司各业务发展较为均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

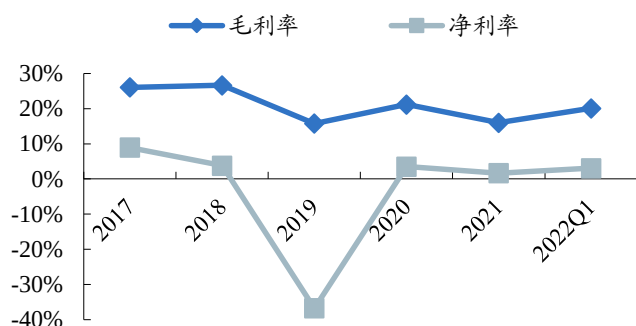
图6：公司各业务毛利率呈下滑趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

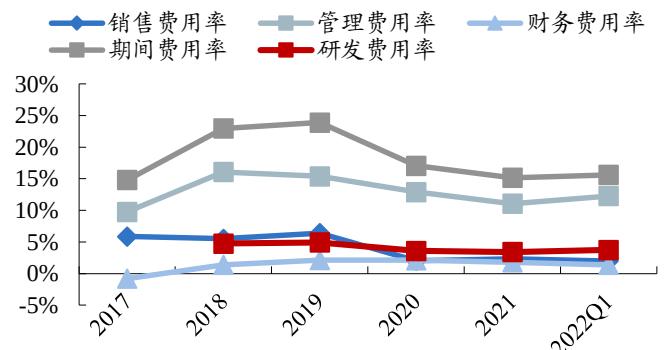
公司盈利水平企稳回升。2021 年公司毛利率/净利率分别为 15.98%/1.66%，同比分别下滑 5.18/1.88pct，主要系原材料价格上涨所致，2022 年一季度随着原材料价格回落毛利率/净利率均实现小幅回升。费用方面，2021 年公司期间费用率为 15.16%，同比下滑 1.9pct，研发费用率整体则基本稳定。

图7：2022 年一季度公司毛利率及净利率均小幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

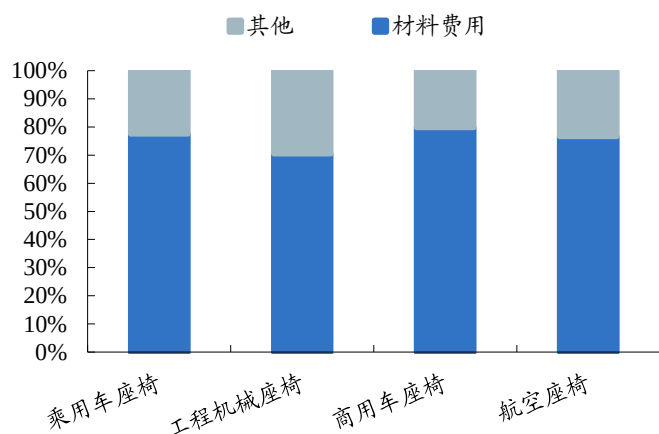
图8：2019 年以来公司期间费用率呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

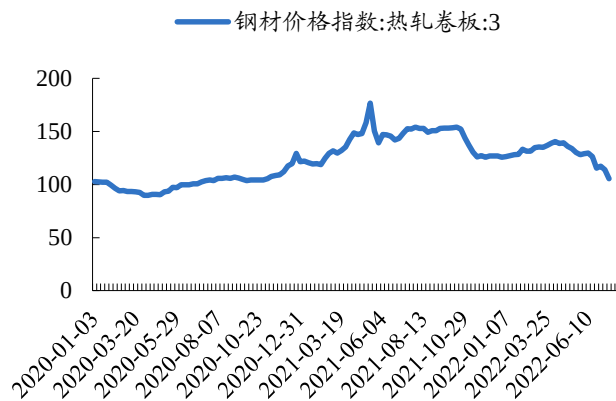
材料费用成本占比高，钢材价格整体回落。2021 年，在公司的乘用车、工程机械、商用车及航空座椅四大分业务成本中，材料费用占比均在 70%以上。公司座椅产品的原材料主要为钢材，自 2021 年上半年以来钢材价格整体呈下降趋势，有望带动公司盈利修复。

图9: 2021 年公司各分业务成本中材料费用占比均较高



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图10: 2021 年上半年以来钢材价格整体呈下降趋势



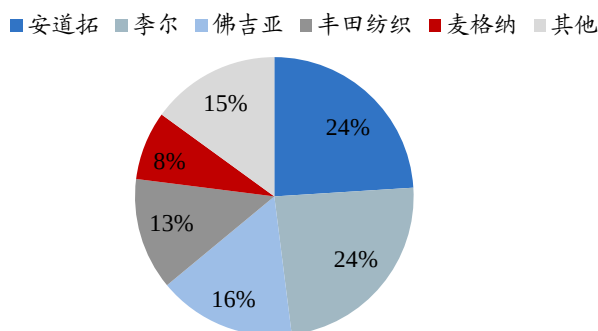
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、公司开辟乘用车座椅业务，剑指千亿赛道

2.1、中国乘用车座椅市场具千亿规模，国产替代空间大

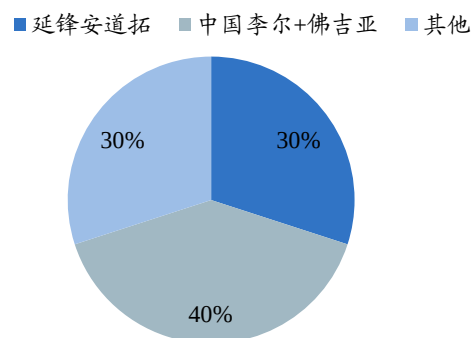
中国汽车座椅市场目前主要由外资占据。全球及中国汽车座椅市场均由外资品牌占据主导地位，2020 年，安道拓、李尔与佛吉亚合计占据全球汽车座椅市场 64% 的份额，中国汽车座椅市场 70% 的份额则由延锋安道拓、中国李尔与佛吉亚三家占据，国产替代空间大。

图11：2020 年安道拓+李尔占全球汽车座椅市场近半份额



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

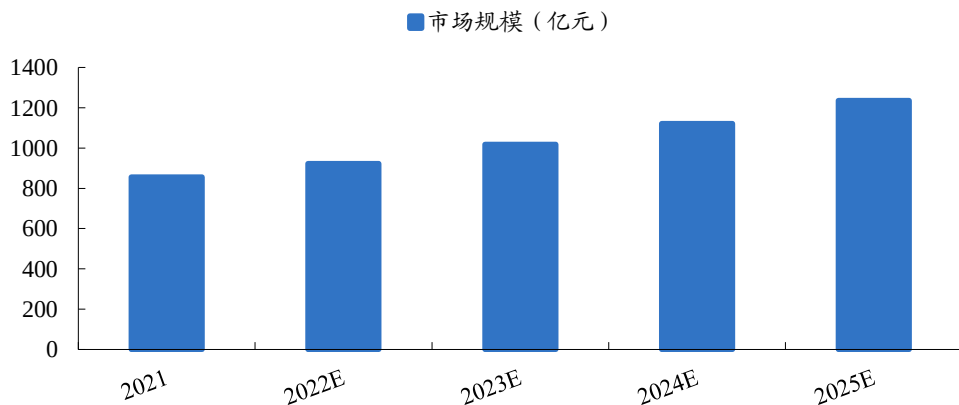
图12：2020 年中国汽车座椅市场外资占据主导地位



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

2025 年中国乘用车座椅市场规模有望逾 1200 亿元。随着汽车消费升级，乘用车座椅功能多样化、技术要求提升，价值量也随之上升。据智研咨询，2021 年中国乘用车座椅单车价值量约 4000 元。假定：（1）考虑到乘用车座椅的智能化、轻量化、多场景化等趋势，座椅功能日趋增加、价值量持续增长，预计乘用车座椅单车价值量年增 5%；（2）随着疫情及缺芯影响转弱，乘用车产销水平将逐步恢复并实现稳定增长，预计 2025 年中国乘用车产量为 2471.2 万辆，那么 2025 年中国乘用车座椅市场规模将达 1202 亿元。

图13：预计 2025 年中国乘用车座椅市场规模逾 1200 亿元

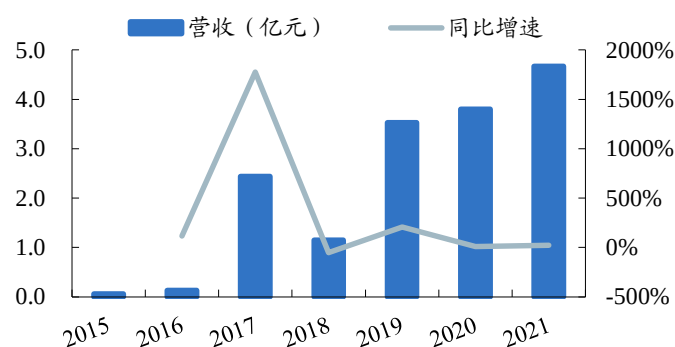


数据来源：中汽协、智研咨询、开源证券研究所

2.2、公司持续开拓客户，全产业链布局实现降本增效

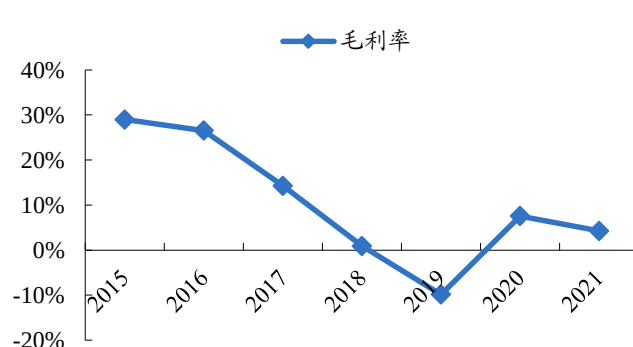
2021 年公司乘用车座椅业务营收同比增长 23%，毛利率出现下滑。2021 年公司乘用车座椅业务营收为 4.67 亿元，同比增长 23%，2015-2021 年间乘用车座椅业务营收 CAGR 达 107%。盈利能力方面，2021 年乘用车座椅业务毛利率为 4.25%，同比下滑 3.29pct，主要系原材料价格上涨及产能利用率较低所致。预计随着相关订单的放量、产能利用率提升及原材料价格回落，公司盈利水平将得到修复。

图14：2021 年乘用车座椅业务营收增长 23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2021 年乘用车座椅业务毛利率为 4.25%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司建立四大生产基地，主机厂客户渐趋多元化。在乘用车领域，公司与上汽集团、威马汽车等建立稳定合作关系，并围绕上汽集团南京基地、郑州基地、福建宁德基地建设郑州工厂、南京工厂和宁德工厂，实现就近批量供货。天台乘用车座椅生产基地于 2021 年 9 月开始向威马汽车批量供货。2022 年上半年公司分别获得东风乘用车、北汽新能源等主机厂定点，客户结构进一步多元化。

图16：公司的乘用车座椅客户渐趋丰富



资料来源：公司公告

图17：公司建有四大生产基地



资料来源：公司公告

全产业链覆盖，实现降本增效。公司坚持座椅骨架、滑轨、调角器、调高泵、发泡及面套等产品的自行研发与生产，其中座椅骨架方面，公司通过模块化设计并使用轻量化金属材料提升座椅骨架安全性能。公司通过全产业链布局，更易把控产品质量并实现成本的降低，提升产品的市场竞争力。

图18: 公司的座椅骨架具备轻量化、安全性高特点



资料来源: 公司官网

图19: 发泡产品可满足各类车型座椅的支撑和舒适性要求



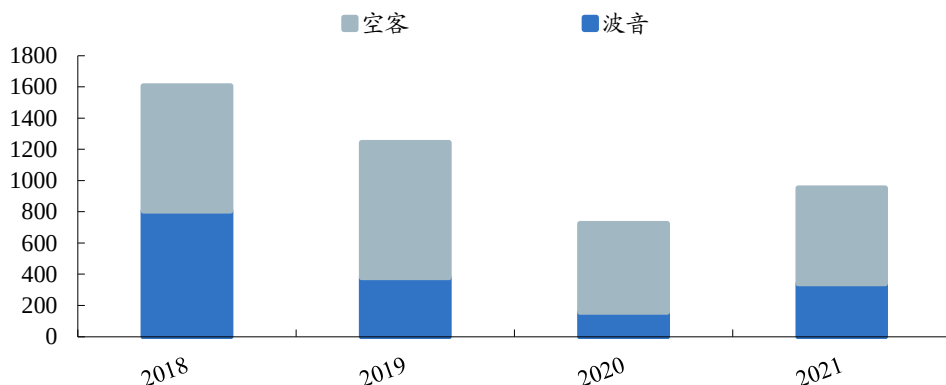
资料来源: 公司官网

3、持续推进国产化进程，航空座椅业务盈利能力可期

3.1、航空业逐渐复苏，行业拐点已至

全球范围内疫情影响趋弱，航空业逐渐复苏。2021 年全球民用航空运输业景气度有所回升，空客和波音分别交付 611、340 架飞机，同比分别增长 8%、117%。截至 2021 年底，空客和波音的储备订单分别为 7082、5136 架。波音预计，全球航空出行需求将在 2023 年或 2024 年恢复至疫情之前水平。

图20：2021 年波音、空客的商用飞机交付量回升（架）

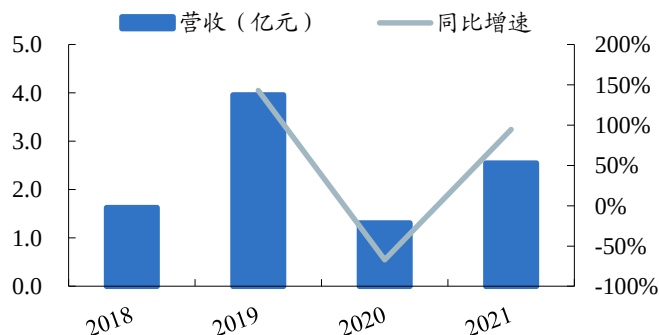


数据来源：中国航空新闻网、开源证券研究所

3.2、推进航空座椅国产化，提升公司盈利水平

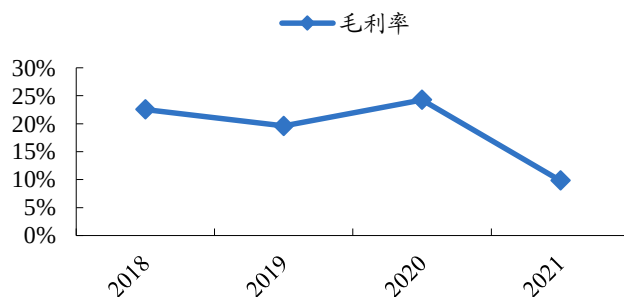
2021 年公司航空座椅业务营收实现回升。2018 年 7 月公司完成对英国 Acro Aircraft Seating Ltd. 的收购，Acro 的业务包括航空座椅研发、设计、生产、销售及售后服务，公司就此正式进入航空座椅领域。2020 年受疫情影响，航空座椅业务营收大幅下滑；2021 年随着疫情影响趋弱，全球航空业逐渐复苏，公司航空座椅业务营收达 2.55 亿元，同比增长 95%，毛利率为 9.82%，同比下滑 14.44pct，主要系国际物流费用增加及原材料涨价所致。

图21：2021 年航空座椅业务营收同比增长 94.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2021 年航空座椅业务毛利率下滑明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司开发多款产品，为进一步开拓客户奠定基础。2021 年公司完成碳纤维座椅靠背产品的国产化研发及碳纤维工厂建设，并已开始批量生产碳纤维座椅零部件。公司的 S3 系列、S6 系列碳纤维航空座椅产品实现轻量化效果，可提升机舱空间利用率。新产品研发方面，公司的 S6 HGA 座椅具备成本低、重量轻、组装容易的优势，可快速投放市场；S9 座椅通过平台化设计，零部件通用率达 70%，可同时满足长航线和短航线飞机客舱需求。

图23: 公司经济舱座椅产品种类丰富



资料来源：ACRO 官网

图24: S7 系列座椅配套商务舱



资料来源：ACRO 官网

公司与空客、波音、中国商飞等飞机制造商合作，开拓多家航司客户。2021 年，公司航空座椅业务通过波音审核与考评，英国子公司 ACRO 飞机座椅公司正式成为美国波音的线装飞机座椅供应商，同年公司飞机座椅进入中国商飞的飞机选型中心，自此公司与空客、波音、中国商飞均建立正式合作关系。在航空座椅领域，公司是波音、空客的线装机及翻新机供应商，公司的 S3、S6 和 S7 型号座椅均获得波音 737、空客 A320 等主流机型的装机许可，并与新西兰航空、艾提哈德航空、美国 Frontier Air、Allegiant Air、Spirit Air、中国春秋航空等公司建立长期稳定的合作关系，单通道商务舱 S7 系列座椅已取得多家航空公司订单。

图25: 公司客户涵盖亚、欧、美多家航空公司



资料来源: 公司公告

公司推进航空座椅国产化以降本增效, 航空座椅业务盈利水平提升可期。公司于 2020 年以非公开发行方式募资 5 亿元建立航空座椅零部件生产基地及研发中心, 用于生产航空座椅碳纤维背板和铝合金配件等核心零部件。公司意在发挥自身碳纤维航空座椅设计能力, 充分利用中国制造的成本及市场供应优势, 提高碳纤维背板及铝合金配件等航空座椅核心零部件的生产能力并全面把控航空座椅产品质量, 进一步降低生产成本、提高盈利水平。

表2: 公司募资建立航空座椅核心零部件生产基地

项目名称	拟投入募集资金金额 (亿元)
航空座椅核心零部件生产基地建设项目	3.0
座椅研发中心建设项目	0.5
补充流动资金	1.5

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

乘用车座椅业务: 公司乘用车座椅客户拓展较为顺利,已进入上汽荣威、威马、飞凡汽车等主机厂的供应体系,新获北汽新能源、东风乘用车、上汽集团等主机厂定点,发展潜力较大,预计该业务 2022-2024 年营收分别为 6.41/12.48/17.05 亿元,毛利率为 8.3%/12.3%/16.3%。

工程机械座椅业务: 公司是国内工程机械座椅的龙头企业,公司与三一重工、徐工、卡特彼勒等合作多年,业绩表现稳健,预计 2022-2024 年该业务营收为 5.11/5.82/6.64 亿元,毛利率为 19.6%/20.1%/20.6%。

商用车座椅业务: 公司商用车座椅业务客户优质,同时积极开拓海外市场,预计 2022-2024 年营收分别为 3.95/4.14/4.35 亿元,毛利率为 19.8%/20.3%/20.8%。

航空座椅业务: 全球范围内疫情影响逐渐转弱,航空业逐渐复苏,2021 年公司航空座椅通过波音审核,打开新市场,同时将产业链向国内转移将有利于降低成本、提升盈利水平,预计 2022-2024 年营收分别为 3.15/3.62/4.12 亿元,毛利率分别为 24.8%/34.8%/39.8%。

表3: 公司营收拆分及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
乘用车座椅业务(亿元)	3.80	4.67	6.41	12.48	17.05
YOY	7.6%	22.9%	37.2%	94.9%	36.6%
毛利率	7.5%	4.3%	8.3%	12.3%	16.3%
工程机械座椅业务(亿元)	3.82	4.49	5.11	5.82	6.64
YOY	35.5%	17.5%	13.9%	13.9%	14.1%
毛利率	26.4%	19.1%	19.6%	20.1%	20.6%
商用车座椅业务(亿元)	4.25	3.77	3.95	4.14	4.35
YOY	48.1%	-11.3%	4.8%	4.8%	5.1%
毛利率	23.9%	19.3%	19.8%	20.3%	20.8%
航空座椅业务(亿元)	1.31	2.55	3.15	3.62	4.12
YOY	-66.9%	94.7%	23.5%	15.0%	13.8%
毛利率	24.3%	9.8%	24.8%	34.8%	39.8%
儿童安全座椅业务(亿元)	0.20	0.10	0.12	0.14	0.17
YOY	150.0%	-50.0%	15.2%	20.0%	20.0%
毛利率	-9.8%	7.5%	10.0%	12.0%	14.0%
其他(亿元)	0.90	1.46	1.61	1.77	1.94
YOY	-30.8%	62.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	45.9%	46.5%	45.0%	45.0%	45.0%
营收合计(亿元)	14.28	17.04	20.34	27.97	34.27
YOY	-1.9%	19.3%	19.4%	37.5%	22.5%
毛利率	21.2%	16.0%	18.8%	20.1%	22.1%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、估值与评级

综上，我们预计 2022-2024 年公司营收为 20.34、27.97、34.27 亿元，归母净利润为 0.58、1.28、2.45 亿元，EPS 为 0.15、0.32、0.62 元/股，对应当前股价 PE 为 88.01、39.89、20.75 倍，行业 3 家可比公司 PE 均值分别为 50.76、22.45、14.92 倍。公司乘用车座椅业务客户拓展顺利，随着相关订单陆续放量乘用车座椅业务有望快速增长；公司致力于将航空座椅产业链向国内转移，降低生产成本、提升盈利水平，有望快速增厚公司利润，首次覆盖给予“增持”评级。

表4：公司估值分析

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价(元/股)	PE			EPS			PEG
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	(2024E)
605068.SH	明新旭腾	买入	48.15	28.90	26.51	18.18	13.70	1.09	1.59	2.11	0.42
603997.SH	继峰股份	增持	156.80	14.04	87.75	27.53	15.26	0.16	0.51	0.92	0.19
605128.SH	上海沿浦	买入	46.25	57.81	38.03	21.65	15.80	1.52	2.67	3.66	0.43
					50.76	22.45	14.92				
603085.SH	天成自控	增持	50.87	12.81	88.01	39.89	20.75	0.15	0.32	0.62	0.22

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期 2022/7/26，明新旭腾、继峰股份、上海沿浦的 2022-2024 年的盈利预测采用开源研究所预测数据）

5、风险提示

缺芯及疫情反复影响主机厂产销情况、原材料价格波动影响公司盈利水平、公司客户拓展不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1215	1240	1563	2103	2266
现金	217	170	183	210	237
应收票据及应收账款	460	524	661	961	1031
其他应收款	14	16	15	29	27
预付账款	17	11	26	25	36
存货	349	409	537	757	809
其他流动资产	158	110	140	121	126
非流动资产	1188	1343	1310	1507	1569
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	650	633	674	797	877
无形资产	273	245	251	261	270
其他非流动资产	265	465	385	450	422
资产总计	2403	2582	2873	3611	3835
流动负债	1241	1207	1395	2410	2817
短期借款	382	304	308	754	1152
应付票据及应付账款	766	809	963	1487	1510
其他流动负债	92	94	124	169	155
非流动负债	152	338	244	235	205
长期借款	100	220	180	161	117
其他非流动负债	52	118	64	74	88
负债合计	1393	1545	1638	2645	3022
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	370	370	397	397	397
资本公积	854	854	854	854	854
留存收益	-238	-210	-152	-24	221
归属母公司股东权益	1011	1037	1235	965	813
负债和股东权益	2403	2582	2873	3611	3835

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	50	87	23	291	260
净利润	51	28	58	128	245
折旧摊销	83	88	100	106	122
财务费用	30	31	12	13	26
投资损失	2	2	-1	-0	1
营运资金变动	-134	-56	-170	50	-129
其他经营现金流	18	-6	24	-5	-4
投资活动现金流	-75	-144	-76	-298	-181
资本支出	76	145	76	190	52
长期投资	0	0	-0	-0	-0
其他投资现金流	2	2	0	-108	-129
筹资活动现金流	124	2	-46	-368	-454
短期借款	-16	-79	5	44	-3
长期借款	-200	120	-41	-18	-44
普通股增加	79	0	27	0	0
资本公积增加	407	0	0	0	0
其他筹资现金流	-147	-39	-37	-393	-406
现金净增加额	100	-52	14	-375	-374

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1428	1704	2034	2797	3427
营业成本	1126	1431	1656	2266	2742
营业税金及附加	6	7	10	13	14
营业费用	29	39	44	56	59
管理费用	133	130	199	252	298
研发费用	51	58	76	84	94
财务费用	30	31	12	13	26
资产减值损失	-14	-8	-14	-16	-22
其他收益	20	14	15	15	16
公允价值变动收益	-0	-0	0	-0	-0
投资净收益	-2	-2	1	0	-1
资产处置收益	-0	-3	-1	-1	-1
营业利润	47	20	65	144	231
营业外收入	0	0	2	2	2
营业外支出	1	0	2	2	2
利润总额	46	20	65	144	231
所得税	-4	-8	8	17	-14
净利润	51	28	58	128	245
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	51	28	58	128	245
EBITDA	146	131	180	273	393
EPS(元)	0.13	0.07	0.15	0.32	0.62

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-2.0	19.3	19.4	37.5	22.5
营业利润(%)	108.3	-57.2	222.0	120.8	60.3
归属于母公司净利润(%)	-109.4	-44.2	104.9	120.8	92.1
获利能力					
毛利率(%)	21.2	16.0	18.6	19.0	20.0
净利率(%)	3.5	1.7	2.8	4.6	7.2
ROE(%)	5.0	2.7	5.3	15.5	36.4
ROIC(%)	4.5	3.6	4.2	8.0	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	57.9	59.8	57.0	73.3	78.8
净负债比率(%)	30.6	46.3	36.3	98.7	171.9
流动比率	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.9	0.9
应收账款周转率	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	1.6	1.8	1.9	1.9	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.07	0.15	0.32	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.22	0.06	0.73	0.65
每股净资产(最新摊薄)	2.55	2.61	2.76	2.08	1.70
估值比率					
P/E	100.7	180.4	88.0	39.9	20.8
P/B	5.0	4.9	4.6	6.2	7.6
EV/EBITDA	36.9	42.5	30.5	21.6	15.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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（underperform）	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（underperform）	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方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