

吉冈精密（836720.BJ）

2022年12月12日

投资评级：增持（首次）

铝压铸件专精特新“小巨人”，迎合轻量化趋势向汽车领域持续拓展

——北交所首次覆盖报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

万枭（联系人）

wanxiao@kysec.cn

证书编号：S0790122090009

日期	2022/12/9
当前股价(元)	11.73
一年最高最低(元)	28.00/10.61
总市值(亿元)	11.13
流通市值(亿元)	2.96
总股本(亿股)	0.95
流通股本(亿股)	0.25
近3个月换手率(%)	29.26

● 深耕铝压铸件的专精特新“小巨人”，2022Q1-Q3 业绩达 4591 万元 (+16%)

吉冈精密成立于 2002 年，由日本独资企业进行股份制改造而来，是专注于铝合金、锌合金精密零部件的专精特新“小巨人”企业。2022 年前三季度，公司实现营收 2.89 亿元 (+12.12%)、归母净利润 4591.33 万元 (+15.96%)，延续增长态势，毛利率、净利率分别达 24.93%、15.88%。公司深耕铝合金压铸件多年，有望通过汽车领域业务拓展持续推动业绩增长。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 0.60/0.71/0.87 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.75/0.92 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 18.9/15.9/13.0 倍，首次覆盖给予“增持”评级。可比公司 PE (2022E) 均值 37.5X，公司估值水平较可比公司估值均值比较低。

● 汽车领域市场开拓收获成效，46%业务占比首次超过电子电器零部件

公司产品涵盖电子电器零部件、汽车零部件及其他零部件，主要应用于清洁电器、电动工具、车身主体结构、车载主机系统、动力系统及制动系统等，主要客户包括牧田（中国）、昆山高晟、万都博泽等国内外知名企业，终端用户包括牧田、Shark、特斯拉、宁德时代等。2022 年上半年，电子电器零部件业务创收 7981.26 万元 (-15.87%)，占比降至 41.87%，受新冠疫情反复及俄乌地缘政治冲突影响，导致下游客户经营下滑，对公司采购减少；汽车零部件业务创收 8708.22 万元 (+47.95%)，占比首次超过电子电器零部件，升至 45.69%，受益于前期积极的市场开拓和新品研发，公司供给万都博泽、吉明美等客户的业务量实现顺利释放。

● 2021 年汽车铝压铸件规模约 1657 亿元，2025 年有望突破 2400 亿元

随着国内疫情逐步好转和居民消费水平恢复，中国汽车产业预期逐步回归稳增长状态。在国家政策积极引导新能源汽车产业加速发展的背景下，汽车零部件行业将契合“双碳”目标迎来轻量化趋势，汽车铝合金压铸件的需求有望持续放量。2021 年我国汽车产销量水平分别达 2608.2 万辆和 2627.5 万辆，分别同比增长 3.40% 和 3.81%，实现负增长反转。按需求端测算得出，2021 年我国汽车压铸铝合金市场规模为 1657.46 亿元，预计 2022 年达 1869 亿元，2025 年突破 2400 亿元。

● 风险提示：原材料价格波动风险、长三角地区新冠疫情反复风险

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	260	377	412	498	611
YOY(%)	25.0	45.1	9.2	20.9	22.7
归母净利润(百万元)	43	57	60	71	87
YOY(%)	60.2	30.0	6.5	18.3	22.2
毛利率(%)	29.6	27.7	25.0	24.9	24.8
净利率(%)	16.7	15.0	14.6	14.3	14.2
ROE(%)	44.7	14.2	14.3	15.7	16.9
EPS(摊薄/元)	0.46	0.60	0.63	0.75	0.92
P/E(倍)	26.1	20.1	18.9	15.9	13.0
P/B(倍)	11.7	2.9	2.7	2.5	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、业务情况：电子电器领域向汽车领域拓展的铝压铸件“小巨人”企业	3
2、财务变化：汽车领域市场开拓收获成效，2022 前三季度业绩增长 16%.....	5
3、未来看点：2021 年汽车铝压铸件规模约 1657 亿元，2025 年有望突破 2400 亿元	7
4、盈利预测与投资建议	11
5、风险提示	11
附：财务预测摘要	12

图表目录

图 1：公司业务涵盖电子电器零部件、汽车零部件及其他零部件三部分	3
图 2：2022H1 公司汽车零部件创收 8708 万元 (+48%)	3
图 3：2022H1 公司汽车零部件业务毛利率为 19.31%	3
图 4：公司产品已进入多家海内外知名品牌制造商的供应链体系	4
图 5：2022Q1-Q3 公司实现营收 2.89 亿元 (+12.12%)	5
图 6：2022H1 公司内销收入占比 76.56%	5
图 7：2022Q1-Q3 公司毛利率略微下滑，为 24.93%	5
图 8：除研发费用率外，公司其他费用率整体呈下降趋势	5
图 9：2022Q1-Q3 净利率为 15.88%	6
图 10：2022Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 15.96%	6
图 11：目标到 2035 年，燃油乘用车整车轻量化系数降低 25%	7
图 12：高强度钢-铝合金-镁合金-碳纤维在减重效果方面呈现递增的态势	8
图 13：2021 年我国汽车产量达 2608 万辆	8
图 14：2021 年我国新能源汽车生产 354.5 万辆	8
图 15：预计 2025 年我国乘用车、商用车销量分别达 2526 万辆左右、475 万辆左右	9
图 16：2016-2025E 中国乘用车及商用车单车用铝量预期持续升高	9
表 1：2021 年公司前五大客户合计收入占比为 46.05%	4
表 2：我国乘用车平均油耗在 2025 年需要降至 4.6L/100Km	7
表 3：预计 2022 年汽车压铸铝合金市场规模将达 1869 亿元	10
表 4：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）	11

1、业务情况：电子电器领域向汽车领域拓展的铝压铸件“小巨人”企业

电子电器零部件+汽车零部件。公司成立于 2002 年，由日本独资企业进行股份制改造而来，是专注于铝合金、锌合金精密零部件的专精特新“小巨人”企业，产品涵盖电子电器零部件、汽车零部件及其他零部件，主要应用于清洁电器、电动工具、通讯设备、车身主体结构、车载主机系统、动力系统及制动系统等。

图1：公司业务涵盖电子电器零部件、汽车零部件及其他零部件三部分



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

市场开拓显成效，2022 上半年汽车业务占比超越电子电器。2022 年上半年，公司电子电器零部件业务创收 7981.26 万元 (-15.87%)，占比降至 41.87%，受新冠疫情反复及俄乌地缘政治冲突影响，导致下游客户经营下滑，对公司采购减少；汽车零部件业务创收 8708.22 万元 (+47.95%)，占比首次超过电子电器零部件，升至 45.69%，得益于前期积极的市场开拓和新品研发，公司供给万都博泽、吉明美等客户的业务量实现顺利释放。

2022 上半年成本端承压致使毛利率同比下滑。公司产品毛利率对铝锭市场价格波动的敏感度较高，加之市场开拓过程中产品结构存在不稳定性，故 2022H1 汽车零部件毛利率为 19.31% (-6.61pcts)，电子电器零部件毛利率为 29.17% (-1.34pcts)。

图2：2022H1 公司汽车零部件创收 8708 万元 (+48%)

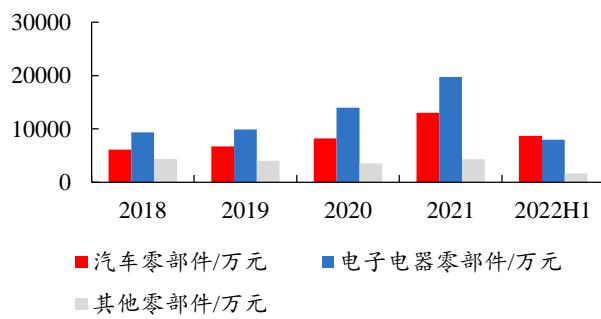
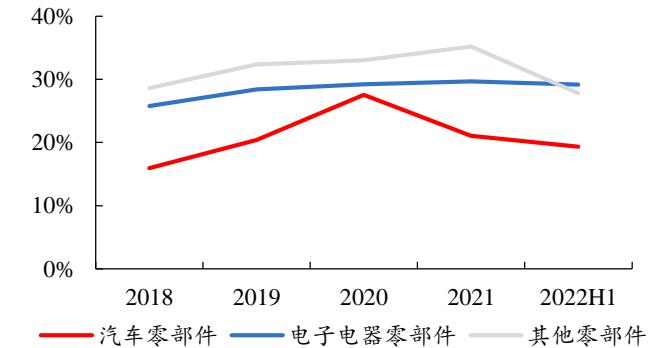


图3：2022H1 公司汽车零部件业务毛利率为 19.31%

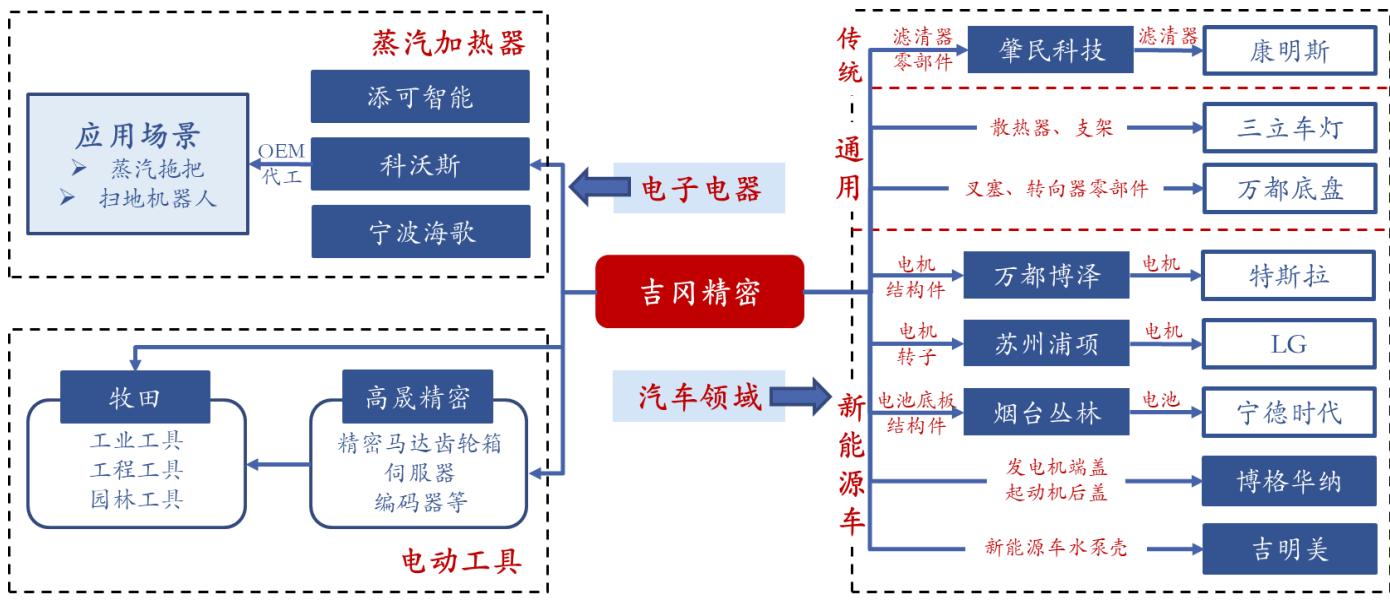


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

已进入多家海内外知名品牌制造商的供应链体系。公司拥有专业、严谨的研发团队，可以直接与客户进行设计需求对接，有效缩短产品试生产验证周期，快速进入规模生产阶段。公司从需求输入到样品试制再到定型转产，严格管控研发流程并记录，保持开发过程的流程化和可追溯性。公司主要客户包括牧田（中国）、昆山高晟、万都博泽、康明斯、宁波海歌、盖茨胜地、三立车灯、万都底盘、普利司通、吉明美等国内外知名企业，终端用户包括牧田、Shark、特斯拉、宁德时代等。公司产品可应用领域广，潜在客户众多。

图4：公司产品已进入多家海内外知名品牌制造商的供应链体系



资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

客户集中度适中，2021年牧田是最大客户。通过对产品的工艺规范和生产流程管控，保证了产品的高质量，从而获得客户一致认可和好评，使公司的客户粘性较高。2021年，公司前五大客户分别为牧田、高晟精密、万都博泽、康明斯以及宁波海歌，收入合计占比46.05%，客户集中度适中。

表1：2021年公司前五大客户合计收入占比为46.05%

序号	客户	销售金额/万元	年度销售占比	是否存在关联关系
1	牧田(中国)有限公司	6,231.83	16.51%	否
	牧田(昆山)有限公司	4,938.36	13.08%	否
2	昆山高晟精密机电有限公司	2,623.16	6.95%	否
3	万都博泽（张家港）电机有限公司	1,227.83	3.25%	否
4	康明斯滤清系统（上海）有限公司	1,218.44	3.23%	否
5	宁波海歌电器有限公司	1,145.16	3.03%	否
合计		17,384.77	46.05%	-

数据来源：公司2021年年报、开源证券研究所

2、财务变化：汽车领域市场开拓收获成效，2022 前三季度业绩增长 16%

内销为主，收入规模逐年高增长。2016-2021 年，公司营收规模稳步扩大，2021 年增幅到达高点 45.08%。2022 年前三季度，公司实现营收 2.89 亿元 (+12.12%)，延续了增长态势，主要得益于汽车零部件类产品收入实现较大幅度增长。2018-2021 年公司营收 CAGR 为 23.66%。从境内外收入结构来看，公司 2022 年上半年华东地区的销售收入的增加导致内销收入业务占比小幅提升至 76.56%。

图5：2022Q1-Q3 公司实现营收 2.89 亿元 (+12.12%)

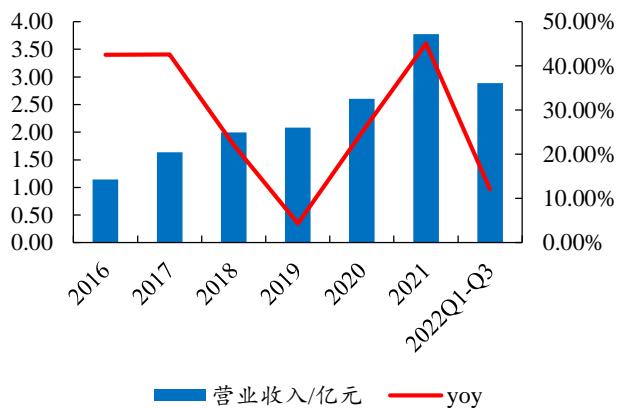
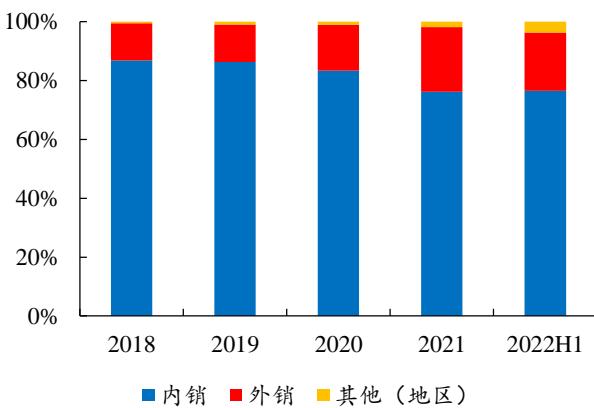


图6：2022H1 公司内销收入占比 76.56%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率略微下滑，除研发费率外各项费用率整体呈下降趋势。2022Q1-Q3，公司毛利率为 24.93%，较 2021 年水平有所下降。主要由于受主要原材料铝锭价格同比上涨幅度较大影响，导致营业成本上升，毛利率出现下降。2022Q1-Q3，公司期间费用率为 8.27%，相较去年同期下降 1.47pcts。研发费用率、销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.62%、1.00%、2.45%、0.19%。其中销售费用率与研发费用率较去年同期分别增长 0.10pcts 和 0.81pcts，主要原因因为公司为保持可持续销售成长，加大研发团队人员引进，提高研发人员薪酬待遇。管理费用率与财务费用率分别下降 0.63pcts 和 0.80pcts，主要由公司借贷减少和美元汇率变化所致。

图7：2022Q1-Q3 公司毛利率略微下滑，为 24.93%

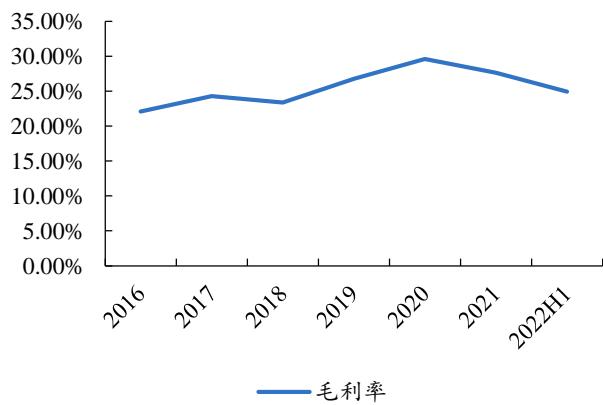
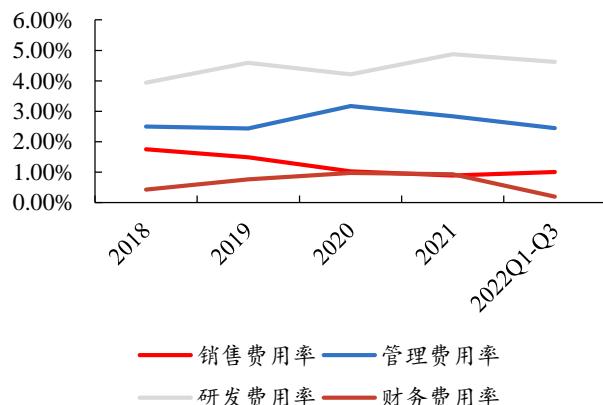


图8：除研发费率外，公司其他费用率整体呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

归母净利润保持增长，净利率水平略微上升。公司 2022Q1-Q3 实现归母净利润 4591.33 万元，同比增长 15.96%，相较于 2021 年归母净利润增速 30.00%，2022Q1-Q3 归母净利润增速放缓，但依旧保持增长趋势。2018-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 33.00%。2022Q1-Q3 净利率为 15.88%，同比上升 0.52pcts。

图9：2022Q1-Q3 净利率为 15.88%

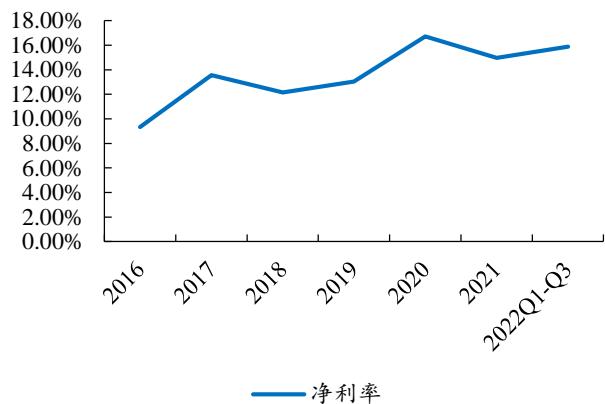
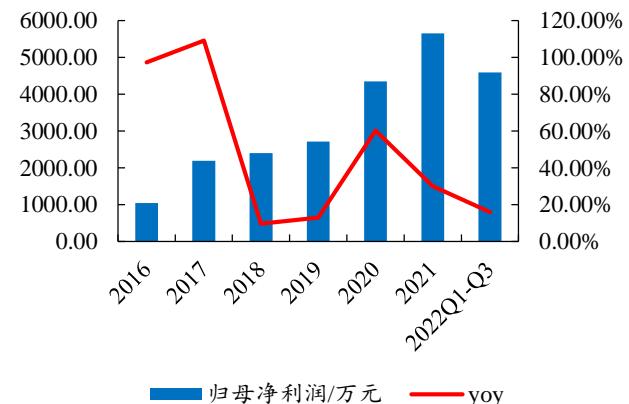


图10：2022Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 15.96%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、未来看点：2021 年汽车铝压铸件规模约 1657 亿元，2025 年有望突破 2400 亿元

为缓解能源供需矛盾以及适应环境保护的现实需求，各国纷纷出台针对 2020 年及更长远的乘用车燃料消耗量标准法规。我国于 2020 年提出“2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和”这一“双碳”目标后，《中国汽车产业发展报告（2020）》指出，汽车产业将提前到 2028 年实现碳达峰，2035 年在碳达峰的基础上再减排 20% 以上，2050 年实现近零排放。此外，根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》显示，我国乘用车平均油耗在 2025 年需要降至 4.6L/100Km。国际方面，欧盟通过强制性的法律手段取代自愿性的 CO₂ 减排协议，在欧盟范围内推行汽车燃料消耗量和 CO₂ 限值要求和标示制度；美国发布了轻型汽车燃料经济性及温室气体排放规定，要求 2025 年美国轻型汽车的平均燃料经济性达到 56.2mpg。

表2：我国乘用车平均油耗在 2025 年需要降至 4.6L/100Km

国家地区	2015		2020		2025	
	原始	对应国际	原始	对应国际	原始	对应国际
欧盟	130g/km	5.2L/100km	95g/km	3.8L/100km	75g/km	3L/100km
美国	36.2mpg	6.7L/100km	44.8mpg	6L/100km	56.2mpg	4.8L/100km
日本	16.8km/L	5.9L/100km	20.3km/L	4.9L/100km	-	-
中国	6.9L/100km		5L/100km		4.6L/100km	

数据来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》、开源证券研究所

在世界各国排放标准愈加严格的大环境下，汽车轻量化概念，作为实现汽车节能减排的重要路径，已经被社会公众、政府部门以及全球各大汽车制造商所广泛接受，成为世界汽车发展不可逆转的趋势。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，我国自主轻量化技术开发和应用体系的构建，摒弃以整车整备质量和轻质材料用量为衡量标准的传统做法，引入“整车轻量化系数”、“载质量利用系数”、“挂率比”等作为衡量整车轻量化水平的依据；目标到 2035 年，燃油乘用车整车轻量化系数降低 25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低 35%。

图11：目标到 2035 年，燃油乘用车整车轻量化系数降低 25%



资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》、开源证券研究所

铝合金材料轻量化的综合性价比高。目前，实现轻量化主要有三个途径，轻量化材料、轻量化设计和轻量化制造。轻量化材料主要包括铝合金、镁合金、碳纤维和高强度钢。高强度钢-铝合金-镁合金-碳纤维在减重效果方面呈现递增的态势，

但是成本端同样依次递增。当下，在汽车轻量化材料中，铝合金材料综合性价比要高于钢、镁、塑料和复合材料，无论技术应用、运行安全性、循环再生利用方面都具有比较优势。据赛瑞研究的数据，2020 年在轻量化材料市场中，铝合金占比为 64%，是目前最主要的轻量化材料。

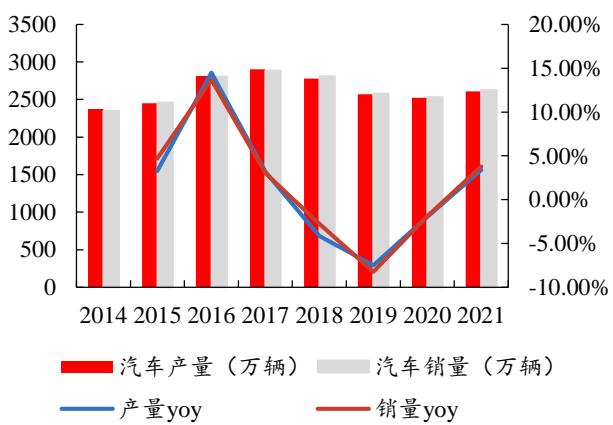
图12：高强度钢-铝合金-镁合金-碳纤维在减重效果方面呈现递增的态势

材料	优点	缺点	密度 (g/cm³)	质减幅度	应用领域 (汽车)
高强度钢	✓ 高强度 ✓ 轻质量 ✓ 低成本	韧性差 伸长率小	6.55-8.0	最高达25%	结构件 安全件 悬架
铝合金	✓ 低密度 ✓ 高弹性 ✓ 抗冲击	生产复杂 延伸率低	2.6-2.85	最高达50%	结构件 轮毂 悬架
镁合金	✓ 低密度 ✓ 高强度	抗蠕变性低 高温性能低	2.15	最高达60%	零部件 仪表盘 刹车件
碳纤维复合材料	✓ 低密度 ✓ 耐腐蚀	成本高	1.6-1.9	最高达80%	结构件 底盘 车身

资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

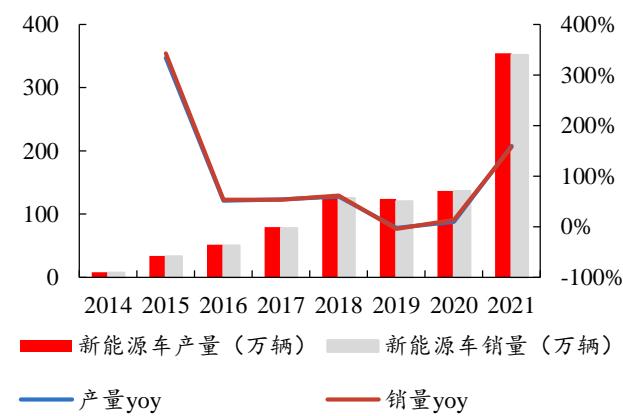
2021 年我国汽车产销量实现负增长反转。进入 21 世纪，伴随着国内经济的快速增长，我国汽车市场保持旺盛的需求。根据中汽协的数据显示，2014 年到 2017 年，我国汽车销量持续增长，年销量从 2349.2 万辆持续增长到 2887.9 万辆，稳居全球第一大汽车市场。2018 年至 2020 年，受到消费意愿、买车观念、养车用车难度提升、新冠疫情等影响，国内汽车销量连续 3 年出现下滑。2021 年我国汽车产销量水平分别达 2608.2 万辆和 2627.5 万辆，分别同比增长 3.4% 和 3.8%，实现负增长反转。作为汽车未来的重要发展方向之一，我国新能源汽车产业增长迅速。据中汽协数据显示，2021 年我国新能源汽车生产 354.5 万辆，销售 352.1 万辆，产销量水平较 2020 年相比增长约 1.6 倍。

图13：2021 年我国汽车产量达 2608 万辆



数据来源：中国汽车工业协会、开源证券研究所

图14：2021 年我国新能源汽车生产 354.5 万辆

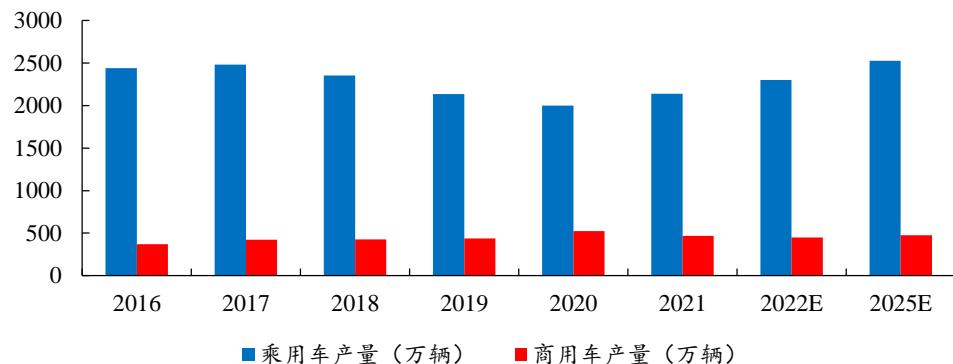


数据来源：中国汽车工业协会、开源证券研究所

预计 2022 年我国汽车总销量达 2750 万辆。据中汽协的数据显示，2017 年至 2020 年期间，我国乘用车产量从每年 2480.7 万辆下滑到每年 1999.4 万辆，2021 年恢复至每年 2140.8 万辆。根据中汽协副秘书长陈士华的预测，预计 2022 年我国乘用车销量达 2300 万辆、商用车达 450 万辆。根据中汽协副总工程师许海东展望，预计到 2025

年，我国乘用车销量达 2526 万辆左右，商用车销量达 475 万辆左右。

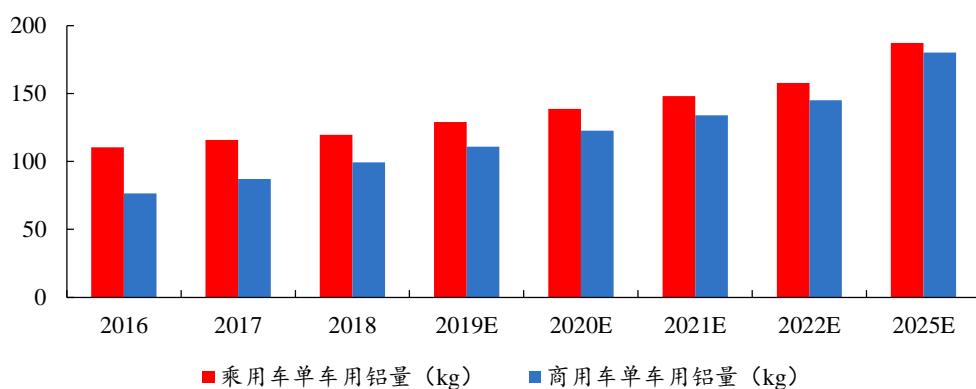
图15：预计 2025 年我国乘用车、商用车销量分别达 2526 万辆左右、475 万辆左右



数据来源：中汽协、开源证券研究所 注：2022 年和 2025 年的产量根据中汽协销量预测统计估算

国际铝协《中国汽车工业用铝量评估报告（2016—2030）》公布了有关中国乘用车及商用车的单车用铝量测算数据。报告预测，2016-2025 年中国汽车单车用铝量预期持续升高，至 2025 年乘用车单车用铝量达 187.1kg，商用车达 180.1kg。

图16：2016-2025E 中国乘用车及商用车单车用铝量预期持续升高



数据来源：国际铝业协会《中国汽车工业用铝量评估报告（2016—2030）》、开源证券研究所

由上文数据，我们可以测算出国内乘用车及商用车的总用铝量。据压铸杂志的数据显示，压铸铝合金约占汽车用铝量的 77%。又根据爱柯迪招股书披露的业内公司 2016 年按照重量计算的产品单价数据，得知广东鸿图、鸿特精密、爱柯迪单价分别为 4.00 万元/吨、4.17 万元/吨、5.81 万元/吨，除此之外，文灿股份招股书披露 2018 年产品单价为 4.91 万元/吨，综合以上业内公司单价数据均值，假设 2016-2020 年的汽车压铸铝合金均价为 4.72 万元/吨，而因为 2021 年以后铝原料价格上涨，我们保守估计成本端压力会给产品单价带来 20% 的增幅，故假设 2021-2025E 的汽车压铸铝合金市场综合均价为 5.67 万元/吨。以上述需求端粗略测算，2021 年我国乘用车压铸铝合金市场规模为 1384.22 亿元，商用车为 273.24 亿元，合计 1657.46 亿元，预计 2022 年汽车压铸铝合金市场规模将达 1869 亿元，2025 年有望突破 2400 亿元。

表3：预计 2022 年汽车压铸铝合金市场规模将达 1869 亿元

年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2025E
乘用车用铝量（万吨）	269.61	287.51	281.64	275.76	277.12	317.05	362.71	472.61
商用车用铝量（万吨）	28.29	36.61	42.50	48.36	64.13	62.58	65.30	85.55
压铸铝合金占比	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%
乘用车压铸铝合金用量（万吨）	207.60	221.39	216.86	212.33	213.38	244.13	279.29	363.91
商用车压铸铝合金用量（万吨）	21.78	28.19	32.73	37.24	49.38	48.19	50.28	65.87
业内压铸铝合金均价（万元/吨）	4.72	4.72	4.72	4.72	4.72	5.67	5.67	5.67
乘用车压铸铝合金市场规模（亿元）	979.86	1044.94	1023.60	1002.21	1007.15	1384.22	1583.56	2063.39
商用车压铸铝合金市场规模（亿元）	102.82	133.05	154.46	175.77	233.08	273.24	285.07	373.49
合计市场规模（亿元）	1082.68	1177.99	1178.06	1177.99	1240.24	1657.46	1868.63	2436.88

数据来源：爱柯迪招股书、文灿股份招股书、压铸杂志、开源证券研究所 注：假设压铸铝合金占比 77% 是统计周期内恒定值

随着国内疫情的逐步好转和居民消费水平的恢复，中国汽车产业将逐步回归稳增长状态。在国家政策积极引导新能源汽车产业加速发展的背景下，汽车零部件行业将契合“双碳”目标迎来轻量化趋势，汽车铝合金压铸件的需求也有望在未来几年持续放量。

4、盈利预测与投资建议

近年来我国汽车轻量化趋势使得铝合金压铸件在汽车领域的应用愈加宽泛，催生出了以铝代钢的广阔市场需求。公司深耕铝合金压铸件多年，当前汽车领域主要终端客户是特斯拉，且正与问界等车厂积极开拓业务合作，未来汽车铝压铸件业务有望在小单件品类上持续放量，推动业绩增长。我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为0.60/0.71/0.87亿元，对应EPS分别为0.63/0.75/0.92元/股，对应当前股价的PE分别为18.9/15.9/13.0倍，首次覆盖给予“增持”评级。可比公司PE(2022E)均值37.5X，公司估值水平较可比公司估值均值比较低。

表4：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）

公司名称	股票代码	最新收盘价	最新总市值	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
文灿股份	603348.SH	62.14	163.75	1.47	2.44	3.36	55.2	33.4	24.2
旭升集团	603305.SH	36.75	244.97	1.11	1.73	2.4	31.1	19.9	14.4
广东鸿图	002101.SZ	23.94	126.61	0.89	1.09	1.32	26.29	21.36	17.71
均值				1.16	1.75	2.36	37.53	24.89	18.77
吉冈精密	836720.BJ	11.90	11.29	0.63	0.75	0.92	18.90	15.90	13.00

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自于Wind一致预测，收盘日为20221206）

5、风险提示

原材料价格波动风险、长三角地区新冠疫情反复风险

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	148	382	411	447	516	营业收入	260	377	412	498	611
现金	11	158	146	270	312	营业成本	183	273	309	374	460
应收票据及应收账款	81	83	87	86	97	营业税金及附加	2	2	2	3	3
其他应收款	1	1	2	1	2	营业费用	3	3	5	6	8
预付账款	2	2	5	7	8	管理费用	8	11	12	15	19
存货	39	61	67	70	83	研发费用	11	18	20	25	30
其他流动资产	15	77	104	13	14	财务费用	3	4	3	3	3
非流动资产	80	128	127	137	145	资产减值损失	-2	-4	-3	-4	-5
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	1	1	1	1	1
固定资产	46	67	83	93	102	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	3	16	18	20	23	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	31	45	26	23	20	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	228	511	539	584	662	营业利润	50	63	67	80	97
流动负债	120	104	111	122	139	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	41	29	29	29	29	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	39	43	46	58	66	利润总额	50	63	67	80	97
其他流动负债	39	33	36	36	45	所得税	6	7	7	8	10
非流动负债	11	9	7	9	8	净利润	43	57	60	71	87
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	9	7	9	8	归属母公司净利润	43	57	60	71	87
负债合计	130	113	118	131	147	EBITDA	59	74	77	91	110
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.46	0.60	0.63	0.75	0.92
股本	28	92	92	92	92	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	15	221	221	221	221	成长能力					
留存收益	54	85	115	159	202	营业收入(%)	25.0	45.1	9.2	20.9	22.7
归属母公司股东权益	97	397	421	453	514	营业利润(%)	63.1	25.6	6.8	18.3	22.2
负债和股东权益	228	511	539	584	662	归属于母公司净利润(%)	60.2	30.0	6.5	18.3	22.2
						获利能力					
						毛利率(%)	29.6	27.7	25.0	24.9	24.8
						净利率(%)	16.7	15.0	14.6	14.3	14.2
						ROE(%)	44.7	14.2	14.3	15.7	16.9
						ROIC(%)	36.6	26.7	28.5	33.5	36.9
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	25	30	72	95	95	资产负债率(%)	57.3	22.1	21.9	22.4	22.2
净利润	43	57	60	71	87	净负债比率(%)	34.9	-31.4	-27.5	-53.1	-54.9
折旧摊销	7	12	11	13	16	流动比率	1.2	3.7	3.7	3.7	3.7
财务费用	3	4	3	3	3	速动比率	0.8	3.0	3.0	3.0	3.0
投资损失	-0	0	-0	-0	-0	营运能力					
营运资金变动	-28	-42	-0	10	-8	总资产周转率	1.3	1.0	0.8	0.9	1.0
其他经营现金流	1	1	-2	-2	-3	应收账款周转率	4.0	4.8	5.0	6.0	7.0
投资活动现金流	-23	-105	-40	70	-24	应付账款周转率	5.4	8.1	9.0	9.5	10.0
资本支出	23	43	12	18	27	每股指标(元)					
长期投资	0	-63	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.60	0.63	0.75	0.92
其他投资现金流	0	2	-28	89	2	每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.32	0.76	1.00	1.01
筹资活动现金流	-2	220	-45	-41	-29	每股净资产(最新摊薄)	1.03	4.19	4.44	4.77	5.42
短期借款	40	-13	0	0	0	估值比率					
长期借款	0	0	0	0	0	P/E	26.1	20.1	18.9	15.9	13.0
普通股增加	2	63	0	0	0	P/B	11.7	2.9	2.7	2.5	2.2
资本公积增加	8	205	0	0	0	EV/EBITDA	19.3	12.3	11.6	9.5	7.4
其他筹资现金流	-51	-37	-45	-41	-29						
现金净增加额	1	145	-12	125	42						

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R4（中高风险），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，属于商业秘密材料，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9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