

欧克科技 (001223.SZ)

增持

2022年业绩预告点评：生活用纸设备龙头，锂电隔膜设备打开成长空间

核心观点

2022年公司业绩保持稳健。公司发布2022年业绩预告，预计营收5.30-5.65亿元，同比增长-5.01%+1.10%；归母净利润2.06-2.36亿元，同比增长-10.04%-+3.37%，疫情背景下业绩仍保持了稳健增长。

公司是国内生活用纸设备龙头，业绩保持稳健增长。公司自2011年成立以来专注生活用纸智能设备的研发、生产和销售业务，具体产品覆盖从造纸到后加工的成套交钥匙工程服务，主要客户包括下游龙头生活用纸企业，包括恒安心相印、清风金红叶、中顺洁柔等。作为国内用纸设备龙头，公司营收/归母净利润从2018年的1.86/0.59亿元增至2021年的5.58/2.29亿元，CAGR达44.22%/57.15%，主要系2020年疫情期间口罩机销售大幅增长所致，不过21-22年口罩机收入大幅回落整体收入仍保持平稳增长，经营呈现较强韧性，公司综合毛利率/净利率保持在50%/40%左右，主要得益于下游主要龙头企业积极扩产及更新设备带来生活用纸智能装备需求的快速增长，公司凭借多年积累的技术优势和品牌优势维持了较高盈利水平。

锂电隔膜需求旺盛，隔膜设备进口替代空间广阔。锂电池出货量的大幅增长带动锂电隔膜需求旺盛，根据高工锂电数据预测，2023-2025年全球隔膜需求的复合增长率超过50%，隔膜厂商扩产规模累计超过250亿平方米。锂电隔膜行业设备壁垒较高，目前湿法隔膜的核心制造设备仍然依赖进口，设备价格较高且交付周期较长，在隔膜需求快速增长的背景下，隔膜企业积极推进设备国产化以推动降本，并补充国外设备厂的供给不足，锂电隔膜设备进口替代空间广阔。

进军锂电隔膜设备，大幅打开公司成长空间。公司的生活用纸设备与锂电隔膜生产设备在原理、结构等方面具有很大的相似性，公司利用共性技术平台已自主研发出锂电隔膜生产设备，设计速度为200米/分钟，并于2022年6月已与九江冠力签订湿法隔膜生产线合同（含税金额为8800万元），预计2023年实现交付，后续随着公司产品的逐渐验证与客户推广，有望充分受益锂电隔膜设备行业的国产替代机会，打开新的成长空间。

风险提示：生活用纸设备需求下降的风险；行业竞争加剧的风险；锂电隔膜设备发展不及预期的风险。

投资建议：我们预计公司2022-24年归母净利润为2.20/3.63/4.56亿元，对应PE 32/19/16倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	529	558	548	1,003	1,291
(+/-%)	133.8%	5.6%	-1.9%	83.0%	28.8%
净利润(百万元)	247	229	220	363	456
(+/-%)	318.1%	-7.3%	-3.6%	64.7%	25.7%
每股收益(元)	4.93	4.57	3.30	5.44	6.84
EBIT Margin	55.4%	36.1%	39.6%	38.5%	37.4%
净资产收益率(ROE)	71.0%	39.6%	28.0%	32.5%	29.6%
市盈率(PE)	21.4	23.1	32.0	19.4	15.5
EV/EBITDA	18.9	26.2	31.3	18.9	15.5
市净率(PB)	15.22	9.17	8.98	6.32	4.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·自动化设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

联系人：王向远

0755-81982646

wangxiangyuan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	
收盘价	105.82元
总市值/流通市值	7056/1765百万元
52周最高价/最低价	111.69/55.01元
近3个月日均成交额	233.20百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

生活用纸设备龙头，锂电隔膜设备打开成长空间

欧克科技主要从事生活用纸智能装备的研发、生产、销售与服务，为客户提供生活用纸制造、加工、包装的全自动智能装备及综合解决方案。

2011-2014 年公司主要从事包装机业务。公司成立于 2011 年，自设立以来，一直从事生活用纸智能装备业务。成立之初公司规模较小整体实力较弱，主要从事包装机业务，产品为抽取式纸巾生产线和卷纸生产线后端的包装机，主要为小包机、中包机等小型单台设备，客户也较为分散。

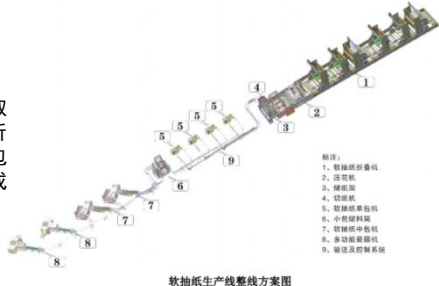
2015-2019 年公司不断完善产品线，拥有生活用纸整线生产能力。于 2015 年开始推出折叠机、制辊机、大回旋切纸机等大型设备，随着技术的不断积累，先后研发出 1580 型、1860 型、1900 型、2860 型、2900 型、3600 型等抽取式纸巾生产线，产品完成了从单台设备到整条生产线的升级，生产线产品也由半自动化到全自动化的转变，公司依靠先进的技术、可靠的产品质量以及规模化的产品供应能力，与优质客户建立了长期稳定的合作关系，成为生活用纸领域知名龙头企业金红叶、恒安集团、中顺洁柔等的重要供应商。

2020 年响应政府号召研发生产口罩机。2020 年新冠疫情期间，公司积极响应政府号召，研发生产抗疫物资，凭借着在智能装备领域深耕多年积累的技术经验和加工制造能力，公司利用共性技术和生产平台，快速研发生产出了口罩机并实现销售。

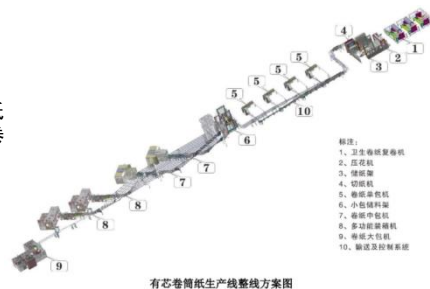
公司开拓锂电池隔膜生产设备业务。由于公司现有的生活用纸智能装备生产技术与锂电池隔膜生产技术具备一定的共通性，同时国内隔膜生产商对于设备产能以及降本需求加大，故公司依托现有产线从事锂电池隔膜设备的研发，目前公司自主研发的锂电池隔膜生产设备设计速度在 200m/min，相较国外设备具备一定优势。根据招股说明书，2022 年 6 月 10 日公司与九江冠力新材料有限公司签订了 8800 万元（含税）的湿法隔膜生产线销售合同。随着后续的产品验证公司有望开拓更多锂电行业客户，实现业务突破，打开更大成长空间。

公司产品主要为生活用纸智能装备、口罩机等。生活用纸智能装备主要包括全自动抽取式纸巾生产线、全自动卷纸生产线、全动手帕纸生产线等。

表1: 欧克科技产品介绍

产品	简介	示意图
生活用纸智能装备 全自动抽取式纸巾生产线	实现盒抽纸、软抽纸、擦手纸等抽取式纸巾从折叠到装箱的全自动生产，主要由全自动折叠机、大回旋切纸机、小包机、中包机、储纸架、装箱机及输送控制系统等构成	 软抽纸生产线整线方案图

实现有芯圆卷纸、无芯圆卷纸、无芯扁卷纸等卷纸产品从复卷到装箱的全自动生产，主要由复卷机、大回旋切纸机、小包机、中包机、储纸架、装箱机及输送控制系统等构成。



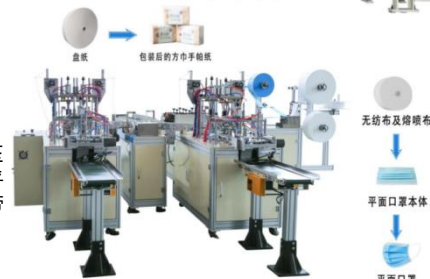
有芯圆卷纸生产线整体方案图

实现手帕纸产品从折叠、堆叠到装箱的全自动生产，主要由手帕纸四通道高速生产线/双通道高速生产线/单通道生产线、中包机、装箱机及输送控制系统等构成。



手帕纸生产线整体方案图

把无纺布及熔喷布用超声波焊接器按标准尺寸焊接压合、分切成平面口罩本体，并焊接上耳带



口罩机

把无纺布、蓬松布、熔喷布用超声波焊接器按标准尺寸焊接压合、分切成 KN95 口罩本体，并焊接上耳带，折叠成型为 KN95 口罩



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年生活用纸智能装备收入占比达 93.84%。2021 年公司生活用纸产品/全自动口罩生产线实现收入 5.24/0.19 亿元，分别占比 93.84%/3.44%，毛利率分别为 46.65%与 47.60%。

表2: 欧克科技主营产品及毛利情况

业务板块	2021 年收入（亿元）/占比	2021 年毛利率
生活用纸产品	5.24/93.84%	46.65%
全自动口罩生产线	0.19/3.44%	47.60%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

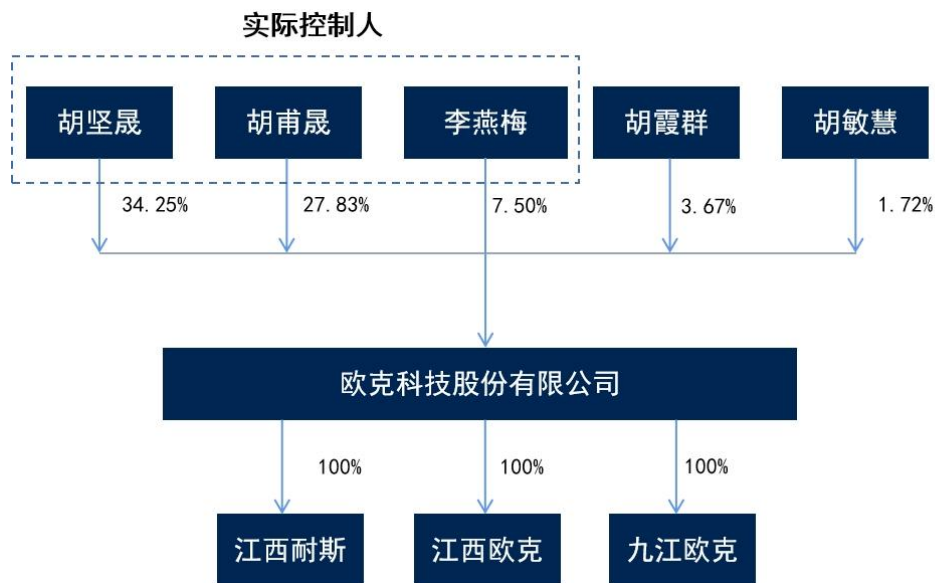
表3: 欧克科技子公司定位

子公司	公司定位	业务关系
欧克机械	公司生产加工配件业务的子公司	用于公司机械精加工业务，未来将打造成精加工平台公司
江西耐斯	公司进出口贸易业务的子公司	用于管理公司外贸业务，后续公司将充实业务团队，未来将打造成外贸平台公司
欧克材料	公司包装材料业务子公司	作为包装材料业务的实施主体

资料来源：

公司股权结构较为集中。公司实际控制人为胡坚晟先生、胡甫晟先生和李燕梅女士，胡坚晟为公司董事长，胡甫晟为公司董事兼总经理，两者是兄弟关系，胡坚晟与李燕梅是夫妻关系。胡坚晟持有限售条件流通股数量 2284 万股，占公司股份总数的 34.25%。公司三位实控人持股总数占比为 69.58%，股权结构较为集中。

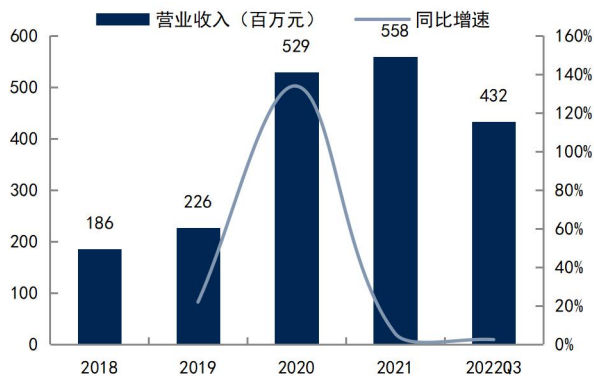
图1：欧克科技股权结构图



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

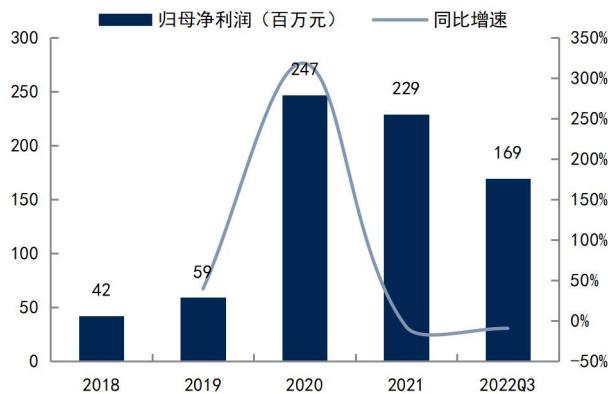
公司经营保持稳健增长。公司营收/归母净利润从2018年的1.86/0.59亿元增至2021年的5.58/2.29亿元，CAGR达44.22%/57.15%，主要系2020年疫情期间口罩机销售大幅增长所致，不过21-22年口罩机收入大幅回落后整体收入仍保持平稳增长，经营呈现较强韧性，公司综合毛利率/净利率保持在50%/40%左右，主要得益于下游主要龙头企业积极扩产及更新设备带来生活用纸智能装备需求的快速增长，公司凭借多年积累的技术优势和品牌优势维持了较高盈利水平。

图2：欧克科技2022年前三季度营业收入同比增长2.39%



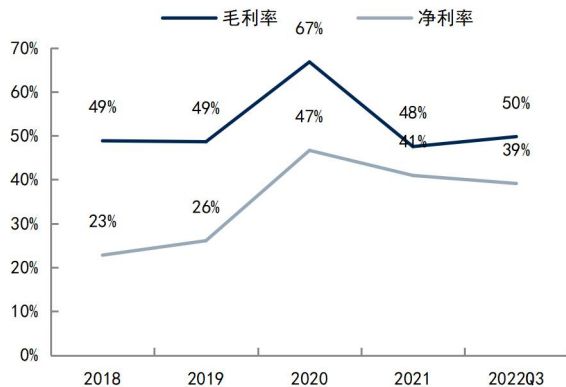
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：欧克科技2022年前三季度归母净利润同比下降9.32%



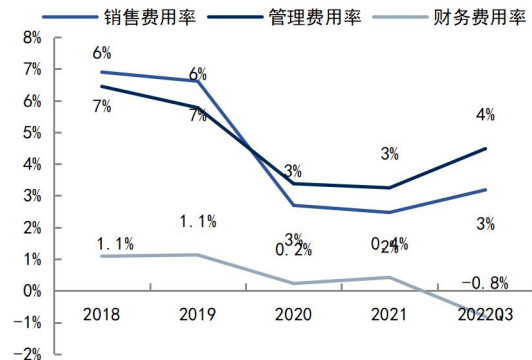
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 欧克科技 2022 年前三季度盈利能力有所增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 欧克科技 2022 年前三季度期间费用率有所增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

隔膜核心设备被国外厂商垄断，先进产能被主流隔膜企业绑定。锂电隔膜行业设备壁垒较高，目前，湿法隔膜的核心制造设备仍然依赖进口，主流的设备厂商有4家，包括日本制钢所、德国布鲁克纳、法国依索普、日本东芝。

表4: 隔膜企业设备合作厂商

隔膜厂商	设备供应商	合作情况
恩捷股份	日本制钢所	签署供货协议至2025年，每年提供15条线
星源材质	德国布鲁克纳	签署16.94亿元供货合同
中材科技	法国依索普	双方成立合资公司
恒力石化	日本东芝	2021年引进日本东芝12条生产线

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在隔膜需求快速增长的背景下，隔膜企业积极推进设备国产化以推动降本，并补充国外设备厂的供给不足，隔膜生产设备国产化是未来发展的必然趋势。一方面，由于供应商整体设备产能有限，需求增长直接导致交期变长，从设备订单到交付横跨一年以上（当前国外设备交付周期在1.5-2年），叠加安装、调试等流程，最终导致隔膜整体新增产能有限。另一方面，国外进口设备价格较贵，基于降本需求，设备国产化势在必行。中科华联已突破湿法隔膜整线设备生产技术，已获得宁德时代量产订单与恒力石化隔膜设备订单；国内其他企业如无锡启成已在拉伸机、萃取机等核心设备领域实现突破。

表5: 国内隔膜厂商产品情况

设备厂商	产品情况
中科华联	整线 配料挤出系统 横向拉伸系统 双向同步拉伸系统 萃取干燥系统
无锡启成	纵向拉伸机 横向拉伸机 萃取机
璞泰来	隔膜涂布机
浩能科技	双面隔膜涂布机

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

进军锂电隔膜设备，大幅打开公司成长空间。公司的生活用纸设备与锂电隔膜生产设备在原理、结构等方面具有很大的相似性，公司利用共性技术平台已自主研发出锂电隔膜生产设备，设计速度为 200 米/分钟，并于 2022 年 6 月已与九江冠力签订湿法隔膜生产线合同（含税金额为 8800 万元），预计 2023 年实现交付，后续随着公司产品的逐渐验证与客户推广，有望充分受益锂电隔膜设备行业的国产替代机会，打开新的成长空间。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

生活用纸产品：公司是国内生活用纸设备行业龙头企业，根据公司公告截至 2022 年 6 月 30 日公司在手订单 5.31 亿元，我国生活用纸量有望持续增长，公司下游客户积极扩产，对于设备需求量将不断增加，该项收入有望保持稳健增长，预计 2022-2024 年生活用品产品收入增速分别为-2%/+10%/+15%，随着公司新品的逐渐迭代升级预计毛利率呈现稳定上升态势，2022-2024 年为 49%/49.2%/49.4%。

锂电隔膜设备：根据公司公告，目前锂电隔膜设备已获得下游客户 8800 万元订单，随着下游锂电隔膜客户的扩产以及公司产品的逐渐验证，预计 2023-2024 年公司锂电隔膜设备收入分别为 4/6 亿元，由于公司造纸设备与隔膜设备具备技术和设备共通性，参考造纸设备与同业设备毛利率，预计 2023-2024 年该项设备毛利率均为 45%。

综上所述，预计公司 2022-2024 年营收 5.48/10.03/12.91 亿元，同比增长 -1.88%/83.00%/28.77%，毛利率分别为 50.16%/48.24%/47.96%，毛利 2.75/4.84/6.19 亿元，同比增长 3.58%/75.99%/28.03%。

表6: 欧克科技业绩拆分

报告期（亿元）	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
报表类型							
生活用纸产品							
收入	1.8233	2.2258	2.0526	5.2406	5.14	5.65	6.50
增速		22.08%	-7.78%	155.32%	-2.00%	10.00%	15.00%
成本	0.9400	1.1496	0.9880	2.7959	2.62	2.87	3.29
毛利	0.88	1.08	1.06	2.44	2.52	2.78	3.21
毛利率(%)	48.45%	48.35%	51.87%	46.65%	49.00%	49.20%	49.40%
占主营业务收入比例	100.00%	98.40%	38.82%	93.84%	93.72%	56.34%	50.31%
锂电隔膜设备							
收入					0.00	4.00	6.00
增速							50%
成本					0.00	2.20	3.30
毛利					0.00	1.80	2.70
毛利率(%)						45%	45%
占主营业务收入比例					0.00%	39.89%	46.46%
其他业务							
收入		0.0362	3.2355	0.3440	0.34	0.38	0.42
增速			8837.85%	-89.37%	0%	10%	10%
成本		0.0125	0.7675	0.1349	0.11	0.12	0.13
毛利		0.02	2.47	0.21	0.23	0.26	0.28
毛利率(%)		65.47%	76.28%	60.78%	68%	68%	68%
占主营业务收入比例		1.60%	61.18%	6.16%	6.28%	3.77%	3.22%
整体							
营业总收入	1.8565	2.2621	5.2881	5.5846	5.48	10.03	12.91
增速		21.85%	133.77%	5.61%	-1.88%	83.00%	28.77%
营业总成本	0.9499	1.1621	1.7556	2.9308	2.73	5.19	6.72
增速		22.34%	51.07%	66.94%	-6.82%	90.05%	29.47%
营业总成本/营业总收入	51.17%	51.37%	33.20%	52.48%	49.84%	51.76%	52.04%
毛利率	48.83%	48.63%	66.80%	47.52%	50.16%	48.24%	47.96%
毛利	0.91	1.10	3.53	2.65	2.75	4.84	6.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2022-2024 年归属母公司净利润分别为 2.20/3.63/4.56 亿元，同比变动-3.6%/+64.7%/+25.7%。

表7：未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	529	558	548	1003	1291
营业成本	176	293	273	519	672
营业税金及附加	5	6	4	8	12
销售费用	14	14	12	15	27
管理费用	18	18	17	31	40
研发费用	23	26	24	44	58
财务费用	1	2	(10)	(17)	(23)
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允 价值变动	0	3	19	7	10
其他收入	(25)	36	(24)	(44)	(58)
营业利润	290	263	245	411	516
营业外净收支	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
利润总额	288	263	245	410	515
所得税费用	41	34	24	47	59
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净 利润	247	229	220	363	456

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

首先对资本成本进行假设。

Beta 值：数据样本选取 2014-2022 年自动化设备行业公司，通过 Wind 估值算出无杠杆 Beta 为 0.96；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 2.68%；

股票风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36% 为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与 3% 的溢价，由此得出股票风险溢价 7.36%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 9.76%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 123.69 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表8：绝对估值法资本成本假设

	合理值
无杠杆 Beta	0.96
无风险利率	2.68%
股票风险溢价	7.36%
公司股价	105.8
发行在外股数	67
股票市值(E)	7055
债务总额(D)	43
Kd	5.85%
T	9.91%
Ka	9.75%
有杠杆 Beta	0.97
Ke	9.78%
E/(D+E)	99.40%
D/(D+E)	0.60%
WACC	9.76%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表9：FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	216.8	386.3	483.2	597.2	680.3	746.0	787.6	824.9	866.1	910.3	
所得税税率	9.91%	11.40%	11.45%	10.92%	11.26%	11.21%	11.13%	11.20%	11.18%	11.17%	
EBIT*(1-所得税税率)	195.4	342.3	427.9	532.0	603.8	662.4	699.9	732.6	769.3	808.6	
折旧与摊销	26.4	31.2	36.3	41.8	47.1	52.6	58.1	63.6	69.0	74.5	
营运资金的净变动	441.3	(271.3)	116.9	212.9	(143.0)	84.0	42.9	(29.3)	34.0	17.9	
资本性投资	(52.8)	(85.0)	(88.1)	(75.3)	(82.8)	(82.0)	(80.0)	(81.6)	(81.2)	(81.0)	
FCFF	610.2	17.1	493.1	711.4	425.1	717.0	721.0	685.2	791.1	820.0	10,782.5

PV (FCFF)	556.0	14.2	372.9	490.2	266.9	410.1	375.7	325.4	342.2	323.2	4,250.1
核心企业价值											
值	7,727.0										
减：净债务	(520.6)										
股票价值	8,247.6										
每股价值	123.69										

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，对折现率与永续增长率设置两档均为 0.2% 的变动幅度，折现率浮动范围为 9.4%-10.2%，永续增长率的变化范围为 1.6%-2.4%，对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 114.42-135.00 元。

表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.4%	9.6%	9.77%	10.0%	10.2%
永续 增长 率变 化	2.4%	135.00	131.10	127.42	123.93	120.63
	2.2%	132.80	129.05	125.50	122.15	118.96
	2.0%	130.71	127.10	123.69	120.45	117.37
	1.8%	128.73	125.26	121.97	118.84	115.86
	1.6%	126.85	123.51	120.33	117.30	114.42

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

公司是生活用纸设备龙头企业，且在锂电隔膜领域发展取得突破，目前我国上市公司中无直接业务对标公司，考虑到先导智能、利元亨作为我国锂电设备头部企业，与公司业务可比性，故选取上述两家公司做为可比公司。综合考虑可比公司的估值及公司的成长性，我们预计 2022-2024 年归母净利润 2.20/3.63/4.56 亿元，对应 PE 32/19/16 倍，给予欧克科技一年期合理估值 119.74-130.63 元（对应 2023 年 PE 值 22-24X）。

表11：可比公司相对估值（截至 2023 年 2 月 12 日）

证券代码	证券简称	投资评级	总股本（亿股）	总市值（亿元）	收盘价	EPS				PE			
						2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
300450	先导智能	增持	15.66	727.48	46.45	0.85	1.01	1.70	2.39	54.91	45.84	27.32	19.44
688499	利元亨	未评级	0.88	158.67	179.69	2.13	2.41	5.08	9.36	84.36	74.56	35.37	19.20
					平均值	1.49	1.71	3.39	5.88	69.64	60.20	31.35	19.32
001223	欧克科技	增持	0.67	70.55	105.80	4.93	4.57	3.30	5.44	21.44	23.14	32.02	19.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：利元亨为 Wind 一致预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们预计 2022-2024 年归母净利润 2.20/3.63/4.56 亿元，对应 EPS 为 3.30/5.44/6.84 元，一年期合理估值为 119.74-130.63 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 119.74-130.63 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.36%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予溢价，最终给予公司 23 年 22-24 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

下游生活用纸需求下滑风险

公司产品目前主要应用于生活用纸行业，受下游行业需求影响较大，若下游行业由于宏观经济波动或者本身行业波动行业需求受到影响，则对公司的生活用纸设备需求减少，公司产品销售会出现下滑风险。

行业竞争加剧的风险

随着生活用纸设备与锂电隔膜设备行业竞争逐渐加剧，若公司无法保持在技术研发、成本控制、产品质量等方面保持领先优势，则可能会对公司未来经营业绩产生不利影响。

锂电隔膜发展不及预期的风险

公司的锂电隔膜设备目前尚未交付客户验证使用，使用效果还是未知，未大规模推广市场应用，未来仍存在锂电隔膜设备发展不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	94	164	764	765	1246	营业收入	529	558	548	1003	1291
应收款项	97	119	84	184	237	营业成本	176	293	273	519	672
存货净额	264	171	94	412	388	营业税金及附加	5	6	4	8	12
其他流动资产	110	102	57	165	195	销售费用	14	14	12	15	27
流动资产合计	565	556	999	1526	2066	管理费用	18	18	17	31	40
固定资产	151	262	308	370	432	研发费用	23	26	24	44	58
无形资产及其他	16	17	16	15	15	财务费用	1	2	(10)	(17)	(23)
投资性房地产	10	21	21	21	21	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	3	19	7	10
资产总计	741	855	1344	1932	2532	其他收入	(25)	36	(24)	(44)	(58)
短期借款及交易性金融负债	51	48	43	47	46	营业利润	290	263	245	411	516
应付款项	68	85	181	233	320	营业外净收支	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	271	138	326	526	610	利润总额	288	263	245	410	515
流动负债合计	391	271	549	806	976	所得税费用	41	34	24	47	59
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	8	9	11	14	归属于母公司净利润	247	229	220	363	456
长期负债合计	3	8	9	11	14	现金流量表（百万元）					
负债合计	394	279	558	817	990	净利润	247	229	220	363	456
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	10	(15)	0	0	0
股东权益	348	577	786	1115	1542	折旧摊销	8	11	26	31	36
负债和股东权益总计	741	855	1344	1932	2532	公允价值变动损失	(0)	(3)	(19)	(7)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	1	2	(10)	(17)	(23)
每股收益	4.93	4.57	3.30	5.44	6.84	营运资本变动	(84)	(58)	441	(271)	117
每股红利	0.85	0.23	0.17	0.50	0.44	其它	(10)	15	(0)	(0)	(0)
每股净资产	6.95	11.53	11.78	16.73	23.13	经营活动现金流	170	179	669	115	600
ROIC	84.91%	33.94%	46%	88%	84%	资本开支	0	(110)	(53)	(85)	(88)
ROE	70.98%	39.65%	28%	33%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	67%	48%	50%	48%	48%	投资活动现金流	0	(110)	(53)	(85)	(88)
EBIT Margin	55%	36%	40%	39%	37%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	57%	38%	44%	42%	40%	负债净变化	(11)	0	0	0	0
收入增长	134%	6%	-2%	83%	29%	支付股利、利息	(42)	(12)	(11)	(33)	(29)
净利润增长率	318%	-7%	-4%	65%	26%	其它融资现金流	(13)	24	(5)	5	(1)
资产负债率	53%	33%	42%	42%	39%	融资活动现金流	(120)	1	(16)	(29)	(31)
股息率	0.8%	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	现金净变动	50	70	600	2	481
P/E	21.4	23.1	32.0	19.4	15.5	货币资金的期初余额	44	94	164	764	765
P/B	15.2	9.2	9.0	6.3	4.6	货币资金的期末余额	94	164	764	765	1246
EV/EBITDA	18.9	26.2	31.3	18.9	15.5	企业自由现金流	0	18	610	17	493
						权益自由现金流	0	42	614	37	512

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032