



永利股份 (300230.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

双轮驱动的国内轻型输送带领先企业

投资逻辑：

“轻型输送带+精密模塑”双轮驱动，积极推进全球化布局。公司以轻型输送带业务起家，并通过收购拓展精密模塑业务。在轻型输送带领域，公司经营规模及技术积累国内领先且与海外头部企业接近。在精密模塑领域，公司主营模具制造及塑料件注塑，专注为客户提供优质的“一站式”产品和服务。2023年上半年，公司轻型输送带业务实现营收4.49亿元，占总营收比例为52.54%；精密模塑业务实现营业收入4.05亿元，占总营收比例为47.46%。今年前三季度，公司实现营业收入14.54亿元，同比下降9.61%；实现归母净利润1.79亿元，同比下降12.47%。

物流与民航业逐步复苏，有望带动轻型输送带需求增长。物流方面，根据中国物流与采购联合会数据，今年1至10月，全国社会物流总额为278.3万亿元，按可比价格计算，同比增长4.9%。随着宏观经济的复苏，国内物流行业需求逐步回暖。民航方面需求持续向好，前三季度民航客运量分别为1.29/1.55/1.80亿人，同比增长108%/269%/68%，相较2019年变化为-20.0%/-3.9%/+2.6%。一方面，物流与民航业的需求复苏将提升轻型输送带的更换需求，另一方面，在政策以及行业需求增长的推动下，物流设备的加大投入与民航机场的新建有望带动轻型传送带的新增需求。

专注提供“一站式”产品与服务，公司精密模塑业务有望受益于下游智能家居行业发展。公司精密模塑业务涵盖从精密模具开发到精密塑料件注塑加工全流程，下游涉及消费电子、智能家居、精密玩具等行业，其中智能家居行业增速较高且具备相关政策支持，公司相关产品有望受益。根据CSHIA数据，2017-2022年我国智能家居市场规模由3254.7亿元增长至6515.6亿元，年均复合增长率约为14.89%，整体保持快速增长趋势，预计2023年市场规模有望突破7000亿元。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2023/2024/2025年公司实现营业收入19.11亿/20.49亿/21.95亿元，同比-9.03%/+7.19%/+7.14%，归母净利润2.02亿/2.19亿/2.46亿元，同比-17.27%/+8.20%/+12.31%，对应EPS为0.25/0.27/0.30元。考虑到公司在轻型输送带行业的领先地位以及双轮驱动的业务模式，给予公司2024年18倍PE，目标价4.82元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

人民币汇率波动风险；下游需求不及预期；商誉减值风险；原材料价格波动；新项目产能释放进度不及预期。

基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

联系人：任建斌

renjb@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：4.12元

目标价 (人民币)：4.82元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,213	2,101	1,911	2,049	2,195
营业收入增长率	0.13%	-34.62%	-9.03%	7.19%	7.14%
归母净利润(百万元)	201	244	202	219	246
归母净利润增长率	-136.84%	21.78%	-17.27%	8.20%	12.31%
摊薄每股收益(元)	0.246	0.299	0.248	0.268	0.301
每股经营性现金流净额	0.36	0.56	0.03	0.56	0.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.56%	9.25%	7.21%	7.34%	7.74%
P/E	18.91	12.62	16.63	15.37	13.69
P/B	1.62	1.17	1.20	1.13	1.06

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、国内轻型输送带领先企业，双轮驱动稳步发展.....	4
1.1、深耕轻型输送带领域三十余年，拓展精密模塑业务实现双轮驱动.....	4
1.2、经营业绩波动较大，高度重视研发投入.....	4
1.3、深化全球产业布局，巩固拓展海外市场.....	6
二、轻型输送带：对标国际一流企业，物流与民航领域有望带动需求增长.....	7
2.1、轻型输送带应用领域广泛，高端市场仍以外资企业为主.....	7
2.2、轻型输送带市场空间广阔，物流和民航业有望成为拉动需求的主要动力.....	8
2.3、产品体系与技术积累对标国际一流企业，广德项目有望进一步提升竞争力.....	11
三、精密模塑：收购实现外延式发展，专注提供“一站式”产品服务.....	12
3.1、优化布局业务领域，提供“一站式”服务形成竞争优势.....	12
3.2、智能家居行业方兴未艾，有望拉动上游塑料配件需求增长.....	13
四、盈利预测与投资建议.....	15
4.1、盈利预测.....	15
4.2、投资建议及估值.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 公司逐步实现“轻型输送带+精密模塑”双轮驱动.....	4
图表 2： 精密模塑产品应用领域包含消费电子、通讯设备、医疗设备等行业.....	4
图表 3： 22 年因 21 年出售青岛英东营收明显下滑.....	5
图表 4： 2020 年归母净利润因计提商誉减值大幅下滑.....	5
图表 5： 2022 年以来公司营业收入呈现二元结构.....	5
图表 6： 公司主营业务毛利率小幅波动.....	5
图表 7： 公司开拓海外市场导致销售费用率提升.....	6
图表 8： 公司管理费用率位于行业中游.....	6
图表 9： 公司毛利率整体稳中有升.....	6
图表 10： 近年来公司研发投入占营收比例维持在 3% 以上.....	6
图表 11： 公司持续推进输送带业务全球化布局.....	7
图表 12： 中国大陆以外市场营收占比存在一定波动.....	7
图表 13： 中国大陆以外的其他地区毛利率较高.....	7
图表 14： 预计 2022-2029 年全球轻型输送带市场规模.....	8
图表 15： 电商及快递物流所需输送带示意图.....	9
图表 16： 全国社会物流总额（万亿元）稳步增长.....	9



图表 17: 2023 年前 10 个月全国快递业务量同比大幅增长.....	9
图表 18: 国内实物商品网上零售额 (万亿元) 快速提升.....	10
图表 19: 实物商品网上零售额占比波动上升.....	10
图表 20: 机场行李物流处理系统示意图.....	10
图表 21: 2023 年前三季度我国民航客运量持续复苏向好.....	11
图表 22: “十四五”时期民航发展部分预期指标.....	11
图表 23: 公司广德轻型输送带智能制造基地项目产品建设方案.....	12
图表 24: 电子、电信及精密玩具模具塑料件毛利率高于汽车及家电模具塑料件业务.....	13
图表 25: 智能家居主要应用场景包括影音娱乐、家庭安防、智能睡眠等.....	13
图表 26: 2022 年以来国家陆续出台智能家居相关支持性政策.....	14
图表 27: 2022 年我国智能家居市场规模超 6000 亿元.....	14
图表 28: 26 年国内智能家居设备出货量有望达到 5 亿台.....	14
图表 29: 公司分业务盈利预测.....	16
图表 30: 可比公司估值比较.....	16



一、国内轻型输送带领先企业，双轮驱动稳步发展

1.1、深耕轻型输送带领域三十余年，拓展精密模塑业务实现双轮驱动

轻型输送带业务起家，切入精密模塑领域。公司前身永利公司成立于1989年，在创立之初的十余年主要从事轻型运输带的销售业务。2002年，公司设计开发成功国内第一条远红外涂覆轻型输送带生产线，开启了自主研发、生产和后加工的全新发展时期，并先后开发出应用于物流、健身娱乐、食品加工等多个下游领域的输送带产品。2009年公司的热塑性弹性体输送带压延工艺试验成功，并实现小批量生产和销售，进一步加强了公司在国内同行业中的技术领先地位。在此基础上，公司在2015、2016年先后通过重大资产重组以及非公开发行股票募集资金的方式收购了英东模塑与炜丰国际，将业务领域拓展至精密模塑，正式形成由“轻型输送带+精密模塑”双轮驱动的业务体系。2021年，由于行业下行以及经营业绩不及预期等原因，公司出售英东模塑100%股权，从而集中有效资源聚焦于轻型输送带业务及电子、电信及精密玩具模塑业务，致力于成为国内乃至全球领先的轻型输送带与精密模塑供应商。

图表1：公司逐步实现“轻型输送带+精密模塑”双轮驱动

1989 永利公司成立，主要提供欧洲进口热塑型轻型输送带在国内市场的销售与服务。	2002 公司设计开发成功国内第一条远红外涂覆轻型输送带生产线。	2005 公司研制成功高摩擦输送带，应用于跑步机等健身娱乐行业。	2009 公司研制成功以压延工艺生产热塑性弹性体轻型输送带产品。	2015 公司实施重大资产重组以发行股份及支付现金方式购买青岛英东模塑科技集团有限公司100%股权，开始开展精密模塑业务。	2019 公司下属全资子公司百汇精密深圳使用自有资金增资参股深圳德科，切入3D打印（增材制造）领域。	2021 出售英东模塑100%股权，剥离英东模塑相关的汽车及家电模塑业务。
1999 永利带业正式成立，专业代理销售轻型输送带（PVC、PE、TPU、TPEE）。	2004 公司研发成功高粘结轻型输送带，主要应用于物流行业。	2006 公司研制成功木材行业用轻型带及应用于食品、烟草行业的热塑性弹性体轻型输送带。	2011 募投项目环保型热塑性弹性体输送带压延生产线技改项目顺利投产运行，公司在高端产品领域实现突破。	2016 公司以非公开发行股票募集资金的方式收购炜丰国际100%股权，拓展公司精密模塑业务板块。	2020 设立永利辽宁；在北爱尔兰以100.73万英镑收购RFC公司75%股权；收购并增资昆山恺博，积极拓展同步带产品线。	2022 设立全资子公司带云盟，拟打造公司自有的工业互联网电商平台，以信息和数字化为驱动，充分整合上下游。

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

公司具备轻型输送带全系列产品定制化能力。轻型输送带是自动化生产和输送设备的关键部件，下游可应用于食品加工、物流运输等行业。公司依托自身完整的生产链，可以实现从织物生产到输送带生产与加工的全流程品质把控，其中加工定制产品可以根据下游用户特定工况需要，定制加工附件，确保产品充分满足应用需求，同时结合公司在全球范围内广泛布局的加工中心网络，公司能够及时、准确地为客户提供匹配的解决方案。产能方面，目前公司轻型运输带产能的设计产能为1804万平方米，其中公司位于广德的轻型输送带智能制造基地项目于23年3月投产，根据环评报告与公司公告，广德项目的轻型输送带设计产能为1000万平方米/年。

公司在精密模塑领域具备“一站式”服务能力，下游瞄准精密玩具、消费电子等高端应用。公司现阶段精密模塑业务主要通过全资子公司炜丰国际开展，具体业务包括精密模具的开发和制造、注塑、丝印、移印、烫金、镭雕的二工序加工、零部件组装及3D打印（基于金属粉末的增材制造），下游涵盖精密玩具、消费电子（包含智能家居）、通讯设备、健康医疗器械、办公自动化等行业。与此同时，公司着眼于全球市场布局，是国内为数不多初步形成全球化生产基地的企业之一，公司生产基地覆盖深圳、开平以及美国、泰国等地。产能方面，根据2022年年报，公司拥有电子、电信及精密玩具塑料件年产能13.52亿件。

图表2：精密模塑产品应用领域包含消费电子、通讯设备、医疗设备等行业

行业类别	塑料零部件应用
教育玩具行业	精密玩具、积木、魔方类塑胶件
通讯设备行业	调制解调器外壳/数字视频变换盒外壳/路由器外壳
消费电子行业	智能家居产品配件/手机保护套/手机、电脑注塑件/音响配件
医疗设备行业	健康保健、医疗器材、医疗耗材类塑胶件
其他	打印机组件

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、经营业绩波动较大，高度重视研发投入

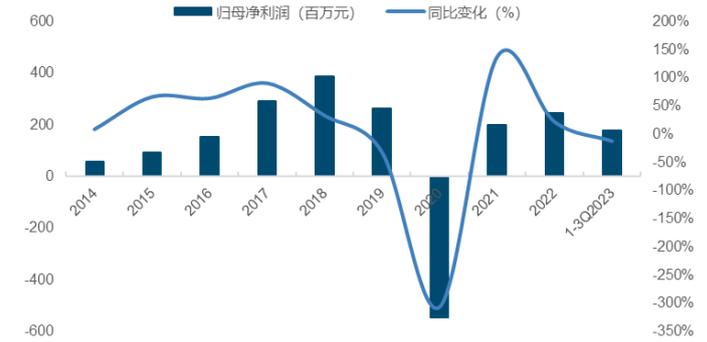
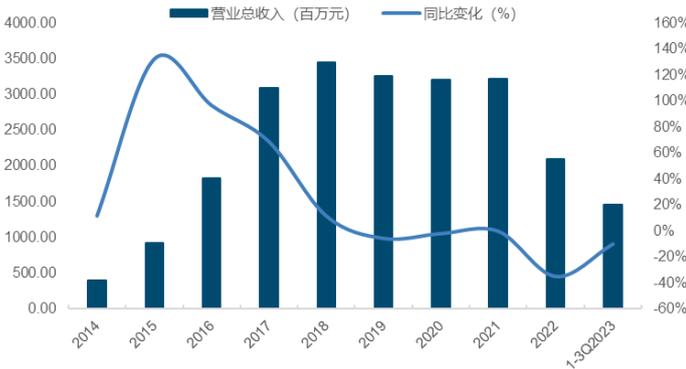
营收规模由于业务调整存在一定变化，归母净利润受计提商誉减值准备影响波动较大。公司在2015与2016年分别收购英东模塑与炜丰国际，将精密模塑纳入主营业务，因此公司



营业收入与归母净利润在2015-2018年期间总体呈现快速增长趋势。在2019-2021年期间，由于下游需求以及疫情等因素影响，公司营业收入基本维持稳定，但归母净利润由于公司计提商誉减值准备产生较大波动，其中2019年计提英东模塑和炜丰国际两大资产组的商誉减值准备1.27亿元，2020年受全球范围内新冠疫情及市场环境等因素的影响，综合客观因素和未来业绩发展趋势判断，公司再次对英东模塑、炜丰国际所在的资产组计提商誉减值准备7.38亿元，进而导致公司归母净利润出现大幅下滑。2021年，公司考虑到经营业绩以及市场需求等多方面因素出售青岛英东100%股权，青岛英东自2021年10月起不再纳入公司合并报表范围，因此2022年公司营收出现大幅下滑，但是由于公司精密模塑业务海外需求恢复，出口业务有所增长，同时产品结构发生变化导致毛利率提升，公司2022年归母净利润同比增长21.78%。2023年前三季度，公司实现营业收入14.54亿元，同比下降9.61%，实现归母净利润1.79亿元，同比下降12.47%。

图表3: 22年因21年出售青岛英东营收明显下滑

图表4: 2020年归母净利润因计提商誉减值大幅下滑



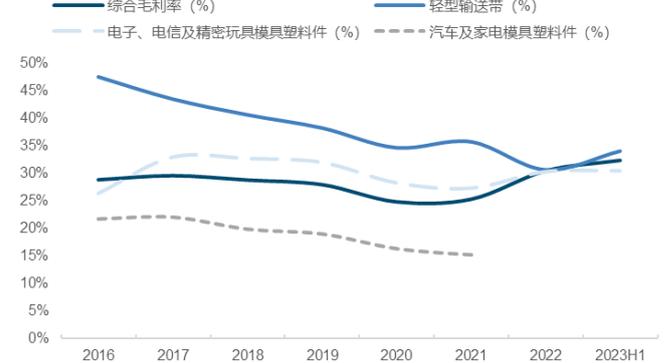
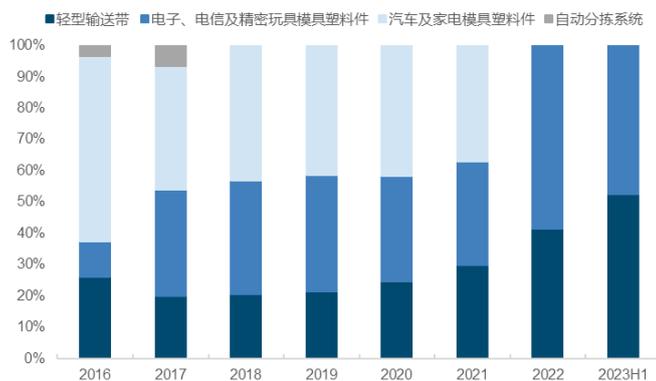
来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

营业收入呈现二元结构，主营业务毛利率小幅波动。由于2015年以来公司业务体系不断调整，公司营收结构也随之变化，在2021年公司出售青岛英东100%股权并剥离汽车及家电模具塑料件以后，公司目前营收结构呈现“轻型输送带+电子、电芯及精密玩具模具塑料件”的二元结构，2023年上半年公司轻型输送带业务实现营业收入4.49亿元，占比约为52.54%；精密模塑业务实现营业收入4.05亿元，占比约为47.46%。盈利能力方面，公司轻型运输带业务毛利率长期维持在30%以上，但是由于原材料价格波动以及下游需求变化等原因，公司轻型运输带业务毛利率存在一定的波动。而公司的精密模塑业务毛利率主要受产品结构以及海外需求变化等因素影响，2023年上半年公司该业务板块毛利率约为30.53%。

图表5: 2022年以来公司营业收入呈现二元结构

图表6: 公司主营业务毛利率小幅波动



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

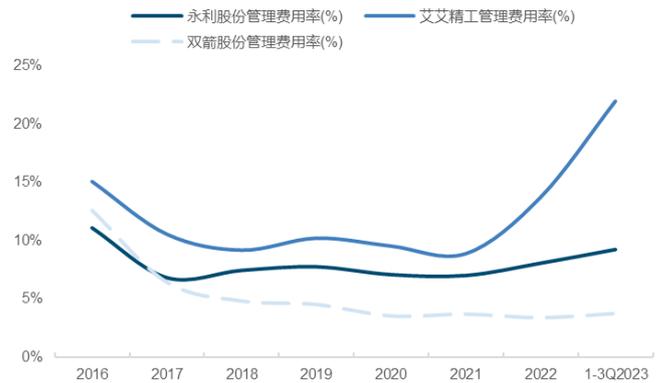
公司销售费用率呈现上升趋势，管理费用率位于行业中游。由于公司近年来持续开拓海外市场，不断完善全球营销网络，公司销售费用率从2020年以来呈现上升趋势，2023年前三季度公司销售费用率8.38%，略高于同处输送带行业的双箭股份与艾艾精工。管理费用方面，2023年前三季度公司管理费用率为9.26%，整体处于行业中游水平，同时根据公司2023年半年报，公司积极推进数字化建设步伐，通过信息化工具进一步赋能提升综合管理水平，今年上半年启动了SAP系统、OA平台的建设工作，拟以SAP系统为核心贯穿企业核心主流程，实现降低管理成本和提高管理效率。



图表7: 公司开拓海外市场导致销售费用率提升



图表8: 公司管理费用率位于行业中游

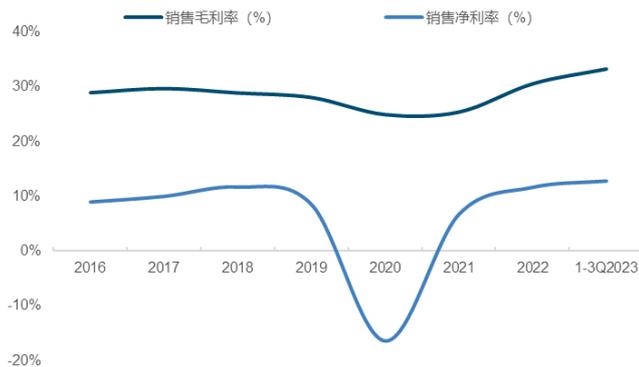


来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

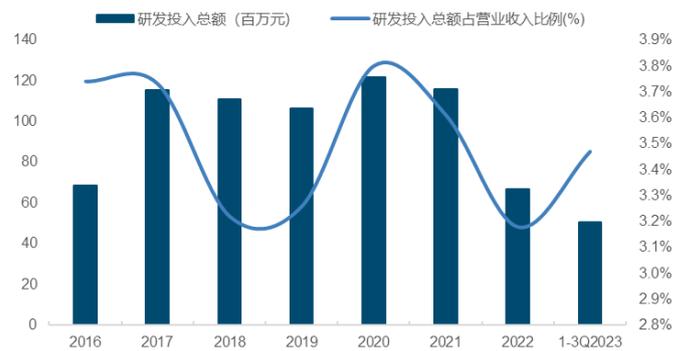
来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

公司始终重视研发能力的提升, 研发费用率维持在 3% 以上。公司高度重视研发与创新能
力, 不断优化现有产品结构, 研发新工艺、新技术、新产品。仅 2023 年上半年, 公司及
控股子公司新增授权专利 20 项, 其中发明专利 4 项、实用新型专利 16 项, 并完成 20 项
专利的申请; 同时公司于 2023 年 8 月再次通过企业知识产权管理体系认证。研发费用方
面, 公司研发投入占总营收比例始终维持在 3% 以上, 投入资金主要用于研发材料购入、
引进高素质的研发人员、培训研发团队、购置研发设备等, 从而巩固公司在行业内的领先
地位。

图表9: 公司毛利率整体稳中有升



图表10: 近年来公司研发投入占营收比例维持在 3% 以上



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

1.3、深化全球产业布局, 巩固拓展海外市场

加速布局全球营销网络, 持续增强市场影响力。自 2010 年起, 公司在取得国内输送带行
业领先地位的基础上开始着手布局海外市场, 先后在荷兰、波兰、德国、奥地利、美国、
韩国、印尼、日本、英国、巴西等地通过合资新设或收购的方式布局了多家子公司, 负责
公司海外主要销售区域的输送带产品市场开拓和售后服务, 从而不断扩大市场影响力。而
在精密模塑业务方面, 公司已战略性地在深圳、开平、美国及泰国曼谷布局工厂, 并与诸
多教育玩具、智能家居、消费电子、通信设备行业的知名跨国公司成功地建立并保持良
好的长期业务关系。



图表11: 公司持续推进输送带业务全球化布局



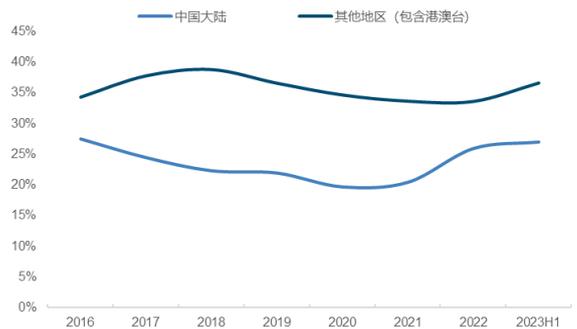
来源: 公司官网, 国金证券研究所

中国大陆以外市场毛利率较高, 营收占比总体呈现波动上升趋势。从盈利能力的角度来看, 2016年以来中国大陆以外市场毛利率均高于中国大陆市场, 根据公司2023年半年报, 中国大陆以外市场毛利率为36.61%, 比中国大陆市场毛利率高9.66个百分点, 因此公司大力开拓中国大陆以外的市场有助于提升公司整体盈利能力。与此同时, 受中国大陆以外市场的需求波动影响, 公司中国大陆以外的其他地区的营收占比存在一定变化但总体呈现波动上升趋势, 2022年由于需求逐步恢复, 中国大陆以外的其他地区营收占比上升至60.50%。

图表12: 中国大陆以外市场营收占比存在一定波动



图表13: 中国大陆以外的其他地区毛利率较高



来源: 公司公告, 同花顺 iFind, 国金证券研究所 注: 根据公司2016年年报, 公司2016年起新增港澳台地区业务, 营业收入与上期“国外”一并列入“其他地区”。

来源: 公司公告, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

二、轻型输送带: 对标国际一流企业, 物流与民航领域有望带动需求增长

2.1、轻型输送带应用领域广泛, 高端市场仍以外资企业为主

轻型输送带主要用于轻工业与农业自动化生产。一般而言, 传送带主要由骨架材料、覆盖层和贴合层材料以及打底材料组成, 其中骨架材料主要决定输送带导向性、负载能力和延伸性, 覆盖层具有保护骨架材料、输送物料、增大摩擦系数、吸收物料冲击、抗磨损等作用, 打底材料可以使骨架材料与覆盖层之间具有良好的粘合强度。根据覆盖层材料的不同, 输送带可以分为橡胶输送带和轻型输送带, 橡胶输送带的覆盖层主要采用各类改性的天然



或合成橡胶，而轻型输送带主要采用改性 PVC、PE、TPU、TPEE 材料等各类高分子改性材料。橡胶输送带主要用于钢铁、煤炭、水泥、港口和电力等重工业行业中重型物料的输送，而轻型输送带主要应用于轻工业和农业中自动化流水生产线上产品的承载和输送。

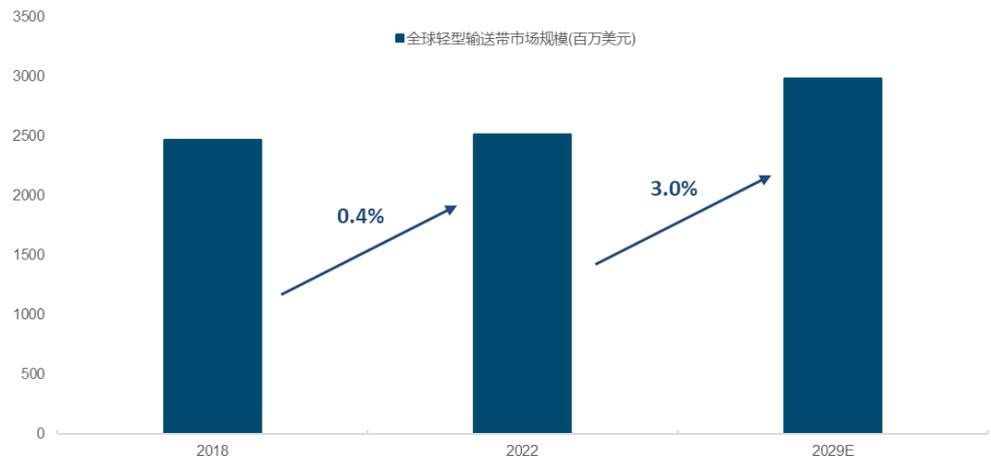
轻型输送带存在周期性更换需求，但使用寿命存在一定差异。轻型输送带由于自身材质、使用场景、工况条件、使用频率等各方面因素在使用过程中磨损程度存在差异，因此使用寿命与更换周期也存在一定的区别。在石材加工、木材加工等承重较大且工况条件相对恶劣的使用场景下，轻型输送带损耗较为严重，正常使用寿命为 6 个月至 1 年。但是对于电子制造行业使用的抗静电输送带而言，生产过程中承载物品较轻且输送速度慢，因此输送带的磨损程度相对较小，正常情况下使用寿命可以达到 4-6 年。

国内传送带行业发展起步较晚，产品仍集中于中低端市场。目前海外产品市场全球最大的三家生产商是瑞士 Habasit、荷兰 Ammeraal 和德国 Siegling，根据艾艾精工 2023 年半年报，这三家企业在全世界轻型输送带的市场份额占比达 30% 左右。在日本和亚太市场，日本的阪东化学、三星皮带、NITTA 等公司具有较强的竞争力，海外龙头企业由于发展起步较早，因此在市场品牌、前端基础材料技术以及核心设备设计研发能力等方面具备一定优势。国内虽然近年来轻型输送带行业企业发展较快，但是行业整体呈现出企业数量多，规模小，集中度不高的特点，能够具备规模并且具有持续产品力的企业较为有限，多数处于低附加值产品充分竞争市场。

2.2、轻型输送带市场空间广阔，物流和民航业有望成为拉动需求的主要动力

全球轻型输送带市场规模稳步增长，2029 年预计可达 29.9 亿美元。根据 QYResearch 数据，2018 年全球轻型输送带市场规模约为 24.73 亿美元，到 2022 年市场规模增长至 25.16 亿美元，年均复合增长率约为 0.4%。但是随着新冠疫情在全球范围内结束，各下游领域需求逐步恢复，轻型输送带市场规模增长有望提速。根据 QYResearch 预测，2029 年全球轻型输送带市场规模将会达到 29.91 亿美元，2022-2029 年年均复合增长率约为 3.0%。

图表14：预计 2022-2029 年全球轻型输送带市场规模



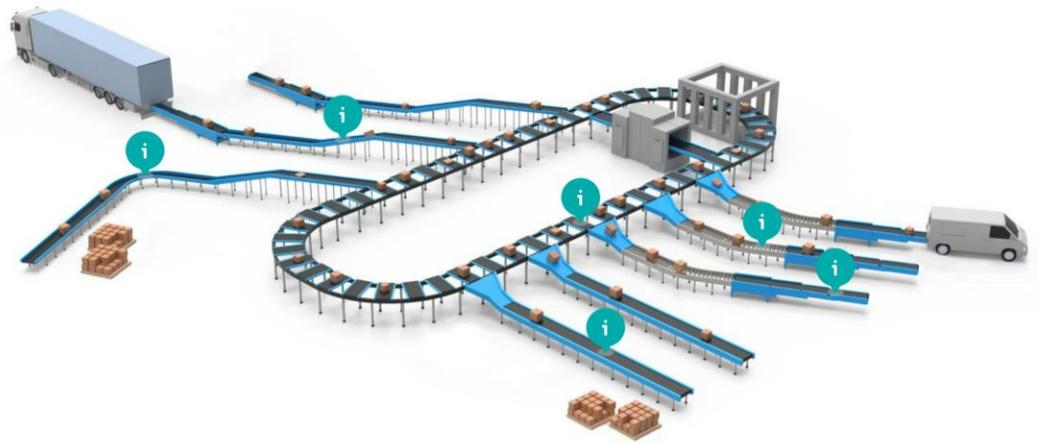
来源：QYResearch，国金证券研究所

物流行业：电商与快递业务增速较高，轻型传动带有望受益于更换与新建需求

轻型输送带在物流行业被广泛应用于装卸、运输、切割和分拣等环节，不同环节对于轻型输送带的性能存在不同的要求。例如用于运输环节的轻型输送带通常要求表面摩擦系数高，从而避免发生滑落与碰撞等情况，而用于装卸环节的轻型输送带则要求表面摩擦系数低且耐冲击，在方便装卸货物的同时结实耐用。与此同时，轻型输送带应用于物流过程中会接触到各种不同的物品，因此通常还需要具备耐油、防静电、阻燃等特性。



图表15: 电商及快递物流所需输送带示意图



来源: 公司官网, 国金证券研究所

我国物流行业市场规模全球第一, 快递业务量快速复苏。根据中国物流与采购联合会数据, 2022年我国社会物流总额达到347.6万亿元, 我国物流市场规模连续7年位居全球第一。与此同时, 随着国内宏观经济的持续复苏, 物流运行整体呈企稳趋好的发展状态, 根据中国物流与采购联合会数据, 今年1至10月, 全国社会物流总额为278.3万亿元, 按可比价格计算, 同比增长4.9%, 增速比1至9月提高0.1个百分点; 10月当月同比增长5.1%, 环比提高0.3个百分点。随着物流市场的恢复性增长, 预计国内物流企业会加大物流装备的投资, 也会一定程度拉动上游轻型输送带的市场需求。从快递业务量来看, 根据国家邮政局数据, 2023年1至10月全国快递业务量约为1051.72亿件, 同比增长17.03%, 处于持续快速复苏阶段。作为轻型输送带的重要应用场景之一, 快递业务量的快速增长将在一定程度上缩短传送带的更换周期, 也会促进国内主要快递企业加快转运中心及相关设备的投资建设, 从而拉动轻型输送带的需求。从上游来看, 2017-2022年国内实物商品网上零售额基本能够保持10%以上的增速, 这将直接促进快递业务量的提升从而间接拉动轻型输送带的需求。与此同时, 根据国家统计局数据, 2016-2023年国内实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重呈现波动上升趋势, 2023年1-10月全国实物商品网上零售额103010亿元, 占社会消费品零售总额的比重为26.7%, 仍然存在一定的增长空间。

图表16: 全国社会物流总额 (万亿元) 稳步增长



来源: 中国物流与采购联合会, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表17: 2023年前10个月全国快递业务量同比大幅增长



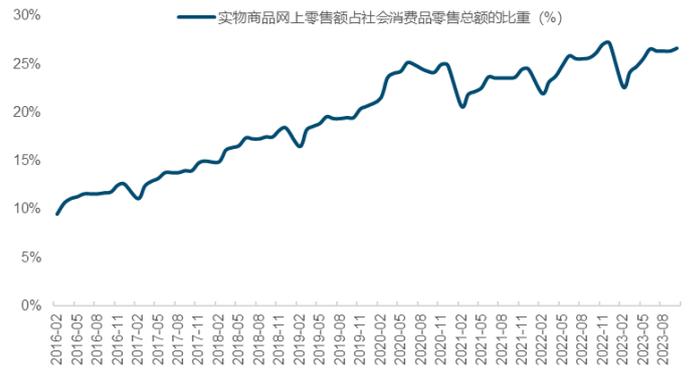
来源: 国家邮政局, 同花顺 iFind, 国金证券研究所



图表18: 国内实物商品网上零售额(万亿元)快速提升



图表19: 实物商品网上零售额占比波动上升



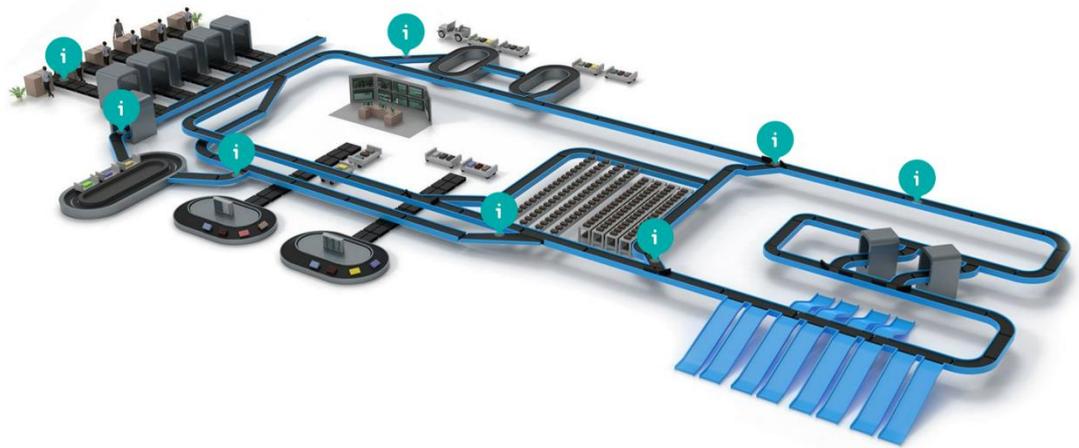
来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

民航行业: 民航运输生产持续向好, 客运市场需求旺盛

机场的输送带主要用于行李和货物的运输、分拣与装卸以及用于安检的X光检测。机场物流系统需要应对庞大的行李吞吐量, 对于每个航班, 出发与到达机场各需要处理上千件行李, 从旅客办理托运再到最终提取行李需要复杂的物流网络, 同时整个物流处理过程还包括平面输送、爬升输送、转弯输送等各类输送模式, 一方面需要保证一定的灵活性, 另一方面需要耐脏耐磨, 可以满足各类行李的运输需求。

图表20: 机场行李物流处理系统示意图

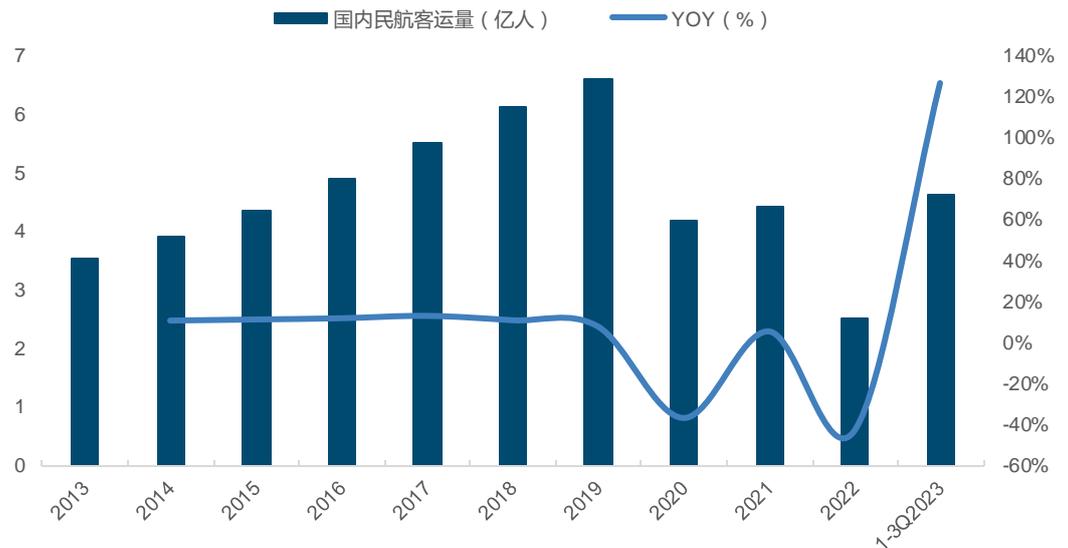


来源: 公司官网, 国金证券研究所

民航经济运行持续恢复, 三季度客运规模创季度历史新高。受疫情影响, 我国民航客运量在2020年出现断崖式下滑, 并在2021、2022年持续低迷, 根据中国民用航空局与国家统计局数据, 2020-2022年我国民航客运量分别为4.18/4.41/2.52亿人, 相较于2019年下降幅度分别为36.7%/33.2%/61.9%。但是2023年年初以来, 我国民航经济逐步向好, 根据民航局与中国航协数据, 前三季度民航客运量分别为1.29/1.55/1.80亿人, 同比增长108.2%/269.0%/68.9%, 相较2019年变化为-20.0%/-3.9%/+2.6%, 其中三季度行业客运规模创季度历史新高。同时根据民航局数据, 三季度民航货运市场需求稳定, 行业货运规模超疫情前同期, 全行业共完成货邮运输量194.0万吨, 同比增长24.4%, 较2019年同期增长0.2%, 恢复水平较二季度提高3.3个百分点。随着我国民航客运量以及货运需求的快速恢复, 航空相关物流处理负荷将大幅提升, 机场有望加大对于相关物流处理设备的投入, 同时输送带换新需求也将有所提升, 从而拉动国内轻型输送带需求。



图表21: 2023 年前三季度我国民航客运量持续复苏向好



来源: 中国民用航空局, 国家统计局, Wind, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

民航业“十四五”规划确立发展目标, 有望进一步提升输送带新增需求。根据中国民用航空局、国家发改委、交通运输部联合印发的《“十四五”民用航空发展规划》, 《规划》明确指出, 将民航“十四五”发展分为两个阶段把握: 2021-2022 年是恢复期和积蓄期, 重点要扎实做好“六稳”工作, 全面落实“六保”任务, 加快重大项目实施, 抓紧推进改革, 调控运力投放, 稳定扶持政策, 积蓄发展动能, 促进行业恢复增长。2023-2025 年是增长期和释放期, 重点要扩大国内市场、恢复国际市场, 释放改革成效, 提高对外开放水平, 着力增强创新发展动能, 加快提升容量规模和质量效率, 全方位推进民航高质量发展。根据《规划》, 到 2025 年我国民用机场数量将达到 770 个, 相较于 2020 年增加 190 个, 旅客运输量将从 2020 年的 4.2 亿人次增长至 2025 年的 9.3 亿人次, 从而拉动轻型输送带新增需求。

图表22: “十四五”时期民航发展部分预期指标

编号	指标	2020 年	2025 年	年均增长率 (%)
一、保障能力				
1	民用机场数量(个)	580	770	-
	其中: 民用运输机场(个)	241	270	-
	运输机场跑道数量(条)	265	305	-
2	保障起降架次(万架次)	905	1700	12.9(6.5)
3	地市级行政中心 60 分钟到运输机场覆盖率(%)	74.8	>80	-
二、行业规模				
4	运输总周转量(亿吨公里)	799	1750	17.0(5.2)
5	旅客运输量(亿人次)	4.2	9.3	17.2(5.9)
6	货邮运输量(万吨)	677	950	7.0(3.9)
7	中国航空企业占中国国际货运市场份额(%)	33.8	≥40	-
8	通用航空飞行量(万小时)	281	450	9.5
	其中:云系统无人机飞行量(万小时)	183	250	10

来源: 中国民用航空局, 国金证券研究所

2.3、产品体系与技术积累对标国际一流企业, 广德项目有望进一步提升竞争力

高度重视自主研发能力, 产品体系完备且具备个性化定制能力。公司自成立以来始终深耕轻型输送带行业, 坚持走自主创新之路, 在发展过程中积累了大量的技术与研发经验。公司在借鉴、消化、吸收国外先进制造工艺理念及技术的基础上, 充分发挥自主研发能力, 设计建成了首条国产远红外轻型输送带涂覆生产线, 并开发出具有自主知识产权的轻型输



送带产品。2009年5月，公司的热塑性弹性体输送带压延工艺试验成功，使公司成为国内第一家掌握热塑性弹性体输送带压延工艺技术的内资企业，为公司参与国内外高端市场的竞争奠定了良好的基础。根据公司2022年年报，公司研发团队拥有研发人员74名，能够根据市场需求、行业最新动态及企业自主规划开展各类应用性研究和前瞻性研究。在公司较强研发能力的支持下，公司产品体系规格齐全，具备生产PE、TPU、TPEE、TPO等各种材质的轻型输送带的能力，可以充分满足食品加工、物流运输、烟草生产、娱乐健身、机场运输、纺织印染等各行业不同需求。

广泛布局全球化营销网络，持续扩大市场影响力。一方面，公司充分打开国内市场，提升市场占有率，根据公司2023年半年报，公司根据主要用户所在地分布情况，已经设立了青岛分公司、广东分公司、福建分公司、成都分公司、天津分公司和昆明、武汉、长春、深圳、南宁、合肥等多个办事处，同时通过合资新设或收购的方式在南通、沈阳、昆山、安徽布局了子公司，并在部分主要客户处派驻有专门服务人员，能够保证公司快速全面地掌握用户需求，并为用户提供及时满意的差异化服务。另一方面，公司持续突破海外市场，公司目前已经在荷兰、波兰、德国、奥地利、美国、韩国、印尼、日本、英国、巴西、越南等地通过合资新设或收购的方式布局了多家子公司，负责公司海外主要销售区域的输送带产品市场开拓和售后服务，公司输送带产品在全球范围内的市场影响力不断增强。

广德项目产能逐步释放，有望进一步增强公司行业竞争力。为满足公司中长期发展战略和产能布局的需要，加快技术改造和产业升级，进一步增强公司行业竞争力，公司与安徽广德经济开发区管委会于2021年2月19日签署了《项目投资协议》，投资协议约定，公司拟在广德经济开发区内投资建设轻型输送带智能制造基地项目，投资总额不少于30000万人民币。根据公司环评报告，广德轻型输送带智能制造基地项目规划建设950万平方米PVC轻型输送带和50万平方米PU输送带年产能，以及聚氨酯同步带1000万条。根据公司公告，项目已于2022年完成建设，并于23年3月投产。广德项目的投产使得公司轻型输送带产能大幅扩张，有利于公司进一步扩大市场份额以及增强行业竞争力。

图23：公司广德轻型输送带智能制造基地项目产品建设方案

产品名称	产品产量	单重	总重量 (t/a)	其中
PVC 轻型输送带	400 万 m ² /a	2.2kg/m ²	8800	PVC7200t、骨架 1600t
PVC 轻型输送带	550 万 m ² /a	2.2kg/m ²	12100	PVC9900t、骨架 2200t
聚氨酯同步带	1000 万条 /a	0.013kg/条	130t	骨架 20t
PU 输送带（涂覆法）	10 万 m ² /a	0.8kg/m ²	80	PU32t、骨架 48t
PU 输送带（压延法）	40 万 m ² /a	0.8kg/m ²	320	PU128t、骨架 192t

来源：《安徽永利输送科技有限责任公司轻型输送带智能制造基地项目环境影响报告书》，国金证券研究所

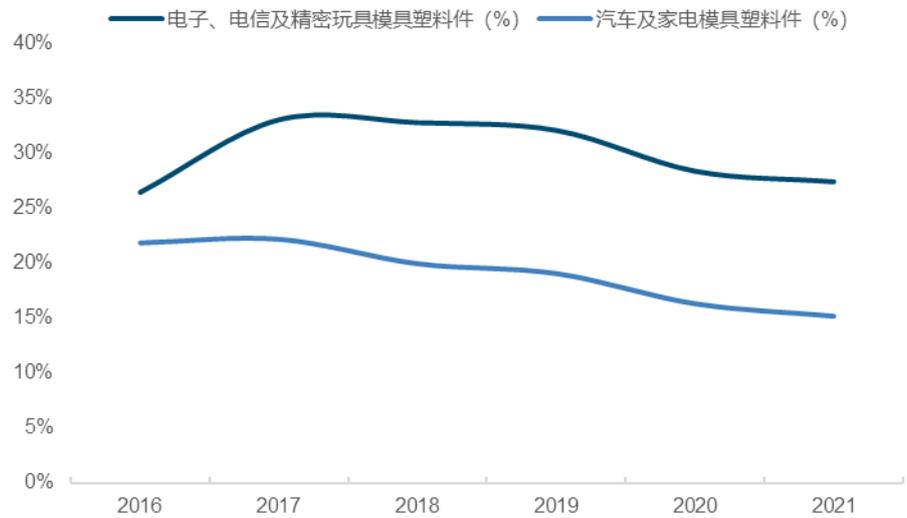
三、精密模塑：收购实现外延式发展，专注提供“一站式”产品服务

3.1、优化布局业务领域，提供“一站式”服务形成竞争优势

公司现阶段精密模塑业务主要通过炜丰国际开展，主要面向消费电子、智能家居、医疗器械、教育玩具行业。公司在2015年实施重大资产重组以发行股份及支付现金方式购买青岛英东模塑100%股权，正式涉足汽车及家电领域积累的高端模塑业务。2016年，公司以非公开发行股票募集资金的方式收购炜丰国际100%股权，将这家较为成熟的国际化经营企业纳入公司精密模塑业务板块，进一步扩大公司精密模塑板块业务。2021年，考虑到国内汽车零部件制造企业受汽车行业整体下滑趋势的影响竞争愈发激烈以及疫情等因素影响，2018年以后英东模塑营业收入及归属于上市公司普通股股东的净利润未及公司预期，公司出售青岛英东100%股权，聚焦于轻型输送带业务及电子、电信及精密玩具模塑业务。同时从盈利能力来看，2016-2021年，公司电子、电信及精密玩具模具塑料件毛利率均明显高于汽车及家电模具塑料件业务。



图表24: 电子、电信及精密玩具模具塑料件毛利率高于汽车及家电模具塑料件业务



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

模具设计与制造能力突出,可提供一站式综合解决方案。作为一家综合性的精密模塑制造及服务供应商,公司为多家大型跨国公司提供包括模具设计、模具制造、注塑生产、二次加工、精加工和部件装配的一站式综合解决方案。模具业务方面,公司拥有独立的模具设计开发能力,能够为客户提供快速、优质的高精密模具的设计和制造服务。一方面,公司拥有先进的模具设计软件和工具,可以根据客户提出的产品概念准确地进行建模和构图,从而提高了模具设计和制造的整体效率;另一方面,公司拥有超过 100 台精密模具加工设备和 500 台塑胶注塑机,机台吨位从 40 吨到 850 吨不等,为产品的快速、大量生产提供了有力的保障。下游塑料件业务方面,公司专注于向电子行业、玩具行业、电信行业、健康医疗行业等高端客户提供涉及消费类电子产品(包括智能家居)、精密玩具、通讯设备、医疗器具等领域的塑料零部件。

3.2、智能家居行业方兴未艾,有望拉动上游塑料配件需求增长

智能家居是指将物联网、云计算、人工智能等技术与家电、家具等传统家居产品相结合,从而实现人机交互、远程控制等智能化功能的家居产品。目前智能家居主要包括智能家电、智能安防、智能照明、智能睡眠、智能康养、智能影音娱乐等产品,智能家居的核心关注点主要包括远程操控、虚拟助理、智能推荐、自动调控、语音交互等功能。

图表25: 智能家居主要应用场景包括影音娱乐、家庭安防、智能睡眠等



来源: 人民日报, 国家互联网信息办公室, 国金证券研究所

支持性政策陆续出台,智能家居发展前景可观。2022 年以来,国家陆续出台《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》、《“十四五”扩大内需战略实施方案》等消费刺激与



产业规划政策，明确鼓励有条件的地方对购买绿色智能家电产品给予相关政策支持。《推进家居产业高质量发展行动方案》作为家具行业未来发展的指导性文件更是明确提出鼓励家居企业和电信运营商、互联网、建筑及房地产企业加强信息交流、技术研发、标准研制、市场推广等合作，推动智能家居在家庭安防、智慧厨房、智能睡眠、健康卫浴等更多生活场景落地。支持智能家居技术与空间艺术融合创新，构建一体化、艺术化、智能化生活空间。目前国内智能家居行业仍处于初期发展阶段，在国家政策支持下未来有望快速发展。

图表26: 2022年以来国家陆续出台智能家居相关支持性政策

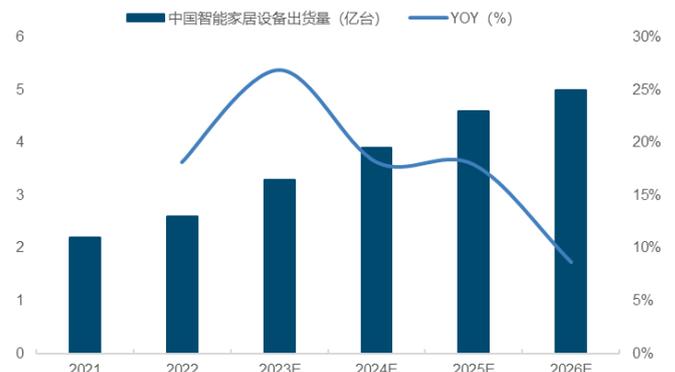
政策文件	发布时间	相关内容
关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知	2022.07	鼓励家电生产和流通企业开发适应农村市场特点和老年人消费需求的绿色智能家电产品。鼓励有条件的地方对购买绿色智能家电产品给予相关政策支持。完善绿色智能家电标准，推行绿色家电、智能家电、物联网等高端品质认证，为绿色智能家电消费提供指引。深入实施数字化助力消费品工业“三品”行动。推进智能家电产品及插头、充电器、遥控器等配件标准开放融合、相互兼容、互联互通。加快发展数字家庭，推广互联网智能家电全场景应用。鼓励发展反向定制（C2M）、个性化设计、柔性化生产和智能制造。用好中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会、中国国际消费品博览会等重要平台，便利国际优质家电产品进入中国市场。
推进家居产业高质量发展行动方案	2022.08	在家居产业培育50个左右知名品牌、10个家居生态品牌，推广一批优秀产品，建立500家智能家居体验中心，培育15个高水平特色产业集群，以高质量供给促进家居品牌品质消费。鼓励家居企业和电信运营商、互联网、建筑及房地产企业加强信息交流、技术研发、标准研制、市场推广等合作，推动智能家居在家庭安防、智慧厨房、智能睡眠、健康卫浴等更多生活场景落地。规范智能家居系统平台架构、网络接口、组网要求、应用场景，推动智能家居相关产品和数据跨品牌跨企业跨终端互联互通。支持智能家居技术与空间艺术融合创新，构建一体化、艺术化、智能化生活空间。
“十四五”扩大内需战略实施方案	2022.12	加快传统线下业态数字化改造和转型升级，发展在线定制等线上服务。依法规范平台经济发展，推动平台规则公开透明。丰富5G网络和千兆光网应用场景，加快研发超高清视频、虚拟现实、可穿戴设备、智能家居、智能教学助手、医疗机器人等智能化产品。

来源：政府网站，国金证券研究所

我国智能家居行业市场规模快速增长，有望带动上游塑料配件需求。根据CSHIA数据，2017-2022年我国智能家居市场规模由3254.7亿元增长至6515.6亿元，年均复合增长率约为14.89%，整体保持快速增长趋势，预计2023年市场规模有望突破7000亿元。随着智能家居技术的发展与产品种类的逐渐丰富，消费者可选择的空间逐渐变大，同时在国家政策的支持和推动下，国内智能家居渗透率有望继续提升。根据IDC数据与预测，2022年我国智能家居设备出货量约为2.6亿台，到2026年有望达到5亿台。根据公司公告以及公司在投资者互动平台有关回复，公司下属全资子公司与小米生态链企业有着紧密的业务合作关系，目前供货的产品主要为智能扫地机器人相关精密塑料件。公司凭借专业的模具设计和开发能力，从小米扫地机器人设计阶段即进驻，根据客户对整体产品的需求相应设计开发模具，注塑生产精密塑料部件，进而实现供货。智能家居行业的快速发展将带动上游配件需求，公司作为国内具备一定竞争力的精密模塑企业有望从中受益。

图表27: 2022年我国智能家居市场规模超6000亿元

图表28: 26年国内智能家居设备出货量有望达到5亿台



来源：CSHIA，中商产业研究院，国金证券研究所

来源：IDC，中商产业研究院，国金证券研究所



四、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

核心假设：

■ 轻型输送带业务：

营业收入：公司目前轻型输送带设计产能为 1804 万平方米，其中广德轻型输送带智能制造基地项目的 1000 万平方米产能于 23 年 3 月正式投产，目前正处于产能爬坡阶段。根据 QYResearch 数据，2022 年市场规模约为 25.16 亿美元，预计到 2029 年全球轻型输送带市场规模将会达到 29.91 亿美元，年均复合增长率约为 3.0%。与此同时，国内物流行业逐步复苏，民航业需求逐步回暖，其中三季度客运规模创季度历史新高，且根据《“十四五”民用航空发展规划》，到 2025 年我国民用机场数量将达到 770 个，相较于 2020 年增加 190 个。考虑到公司为国内轻型输送带行业龙头企业，在产品质量、技术水平、研发能力等方面具备一定优势，公司有望受益于下游需求复苏以及自身新增产能的逐步释放，预计 2023-2025 年能够实现营业收入 9.53/10.14/10.77 亿元。

毛利率：根据公司 2022 年年报，直接材料成本约占公司轻型输送带业务成本的 72.65%，对于公司的营业成本与毛利率影响较大。根据国家统计局数据，截至 2023 年 11 月 20 日，公司轻型输送带主要原材料聚氯乙烯（PVC）年初以来的平均价格为 6063.38 元/吨，而 2022 年全年平均价格为 7582.61 元，下降幅度约为 20.01%。与此同时，根据百川盈孚数据，至 2023 年 11 月 26 日，公司轻型输送带另一主要原材料 TPU 年初以来的平均价格为 1.76 万元/吨，而 2022 年全年平均价格为 2.39 万元/吨，下降幅度约为 26.43%。在原材料成本下行的影响下，公司 2023 年上半年轻型输送带业务毛利率为 34.18%，相较于 2022 年全年毛利率 30.55% 上升 3.63pct。考虑到国内 PVC 和 TPU 产能过剩的情况短期内难以得到缓解，预计未来两年公司产品主要原材料价格将维持相对低位。与此同时，公司作为国内轻型输送带龙头企业，拥有定制化中高端产品的生产供应能力，因此具备一定的议价能力。此外，随着公司广德轻型输送带智能制造基地项目的投产，公司工厂的自动化、智能化水平进一步提升，成本控制能力得到加强。在此基础上，我们预测 2023-2025 年公司轻型输送带业务的毛利率为 35.2%/35.7%/36.2%。

■ 精密模塑（电子、电信及精密玩具模具塑料件业务）：

营业收入：公司精密模塑业务主要包括模具制造及塑料件注塑，下游主要应用于精密玩具、消费电子（包含智能家居）、通讯设备、健康医疗器械等领域。根据公司 2023 年半年报，受全球经济下行以及海外模塑市场需求放缓的影响，公司在 23 年上半年实现营业收入 4.05 亿元，同比减少 21.63%。根据 CSHIA 数据，2017-2022 年我国智能家居市场规模由 3254.7 亿元增长至 6515.6 亿元，年均复合增长率约为 14.89%，整体保持快速增长趋势，根据公司公告与投资者互动平台回复，公司下属全资子公司与小米生态链企业有着紧密的业务合作关系，目前供货的产品主要为智能扫地机器人相关精密塑料件。因此我们预计，2023-2025 年公司营业收入为 9.58/10.35/11.18 亿元。

毛利率：公司精密模塑业务以高端品牌企业为目标客户，定位于全球市场，是为数不多初步形成全球化生产基地的国内企业之一，海外业务持续开拓。公司精密模塑业务板块拥有独立的模具设计开发能力，可以为客户提供优质的“一站式”产品和服务，同时考虑到未来全球经济逐步复苏有望带动公司精密模塑相关产品需求提升，因此我们预计公司 2023-2025 年毛利率为 30.5%/31.0%/31.5%。

■ **费用率假设：**销售费用方面，考虑到公司近年来持续开拓海外市场，完善营销网络布局 and 全球服务体系，因此预计公司销售费用率会呈现逐年小幅提升趋势，我们预计 2023-2025 年公司销售费用率为 8.0%/8.1%/8.2%。管理费用方面，考虑到公司积极推进数字化建设，并在今年上半年启动了 SAP 系统、OA 平台的建设工作，进而实现降低管理成本和提高管理效率，因此预计公司未来管理费用率将呈现小幅下降趋势，我们预计 2023-2025 年公司管理费用率为 8.5%/8.4%/8.3%。研发费用方面，考虑到公司重视自主创新和成果转化能力，不断优化产品结构，预计公司未来研发费用率小幅提升，我们预计 2023-2025 年公司研发费用率为 3.7%/3.8%/3.9%。

■ 综合以上假设，预计公司 2023-2025 年营业收入为 19.11/20.49/21.95 亿元，同比变化分别为 -9.03%/+7.19%/+7.14%；归母净利润分别为 2.02/2.19/2.46 亿元，同比变化分别为 -17.27%/+8.20%/+12.31%。


图表29：公司分业务盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
轻型输送带业务						
营业收入（百万元）	785.19	955.59	872.22	952.90	1013.71	1077.22
YOY（%）	11.94%	21.70%	-8.72%	9.25%	6.38%	6.27%
毛利率（%）	34.78%	35.86%	30.78%	35.20%	35.70%	36.20%
毛利（百万元）	273.13	342.67	268.51	335.42	361.89	389.95
电子、电信及精密玩具模具塑料件业务						
营业收入（百万元）	1083.92	1062.82	1228.49	958.22	1034.88	1117.67
YOY（%）	-10.67%	-1.95%	15.59%	-22.00%	8.00%	8.00%
毛利率（%）	28.35%	27.39%	30.38%	30.50%	31.00%	31.50%
毛利（百万元）	307.26	291.07	373.19	292.26	320.81	352.07
汽车及家电模具塑料件业务						
营业收入（百万元）	1339.77	1194.79				
毛利率（%）	16.35%	15.22%				
毛利（百万元）	219.00	181.83				
合计						
营业收入（百万元）	3208.88	3213.21	2100.72	1911.12	2048.59	2194.89
YOY（%）	-1.67%	0.13%	-34.62%	-9.03%	7.19%	7.14%
毛利率（%）	24.91%	25.38%	30.55%	32.84%	33.33%	33.81%
毛利（百万元）	799.39	815.57	641.70	627.68	682.71	742.02

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

4.2、投资建议及估值

公司为国内轻型输送带龙头企业，后通过收购的方式进军精密模塑领域，形成了“轻型输送带+精密模塑”双轮驱动的业务模式。与此同时，公司广德型输送带智能制造轻型输送带智能制造基地项目已于23年3月投产，未来有望逐步放量。随着公司主要产品下游需求的回暖以及海外布局的持续推进，公司业绩有望实现稳步增长。基于以上考虑，我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为2.02/2.19/2.46亿元，对应EPS为0.25/0.27/0.30元。我们选取国内输送带领域的双箭股份、三维股份以及改性塑料领域的金发科技作为可比公司，2024年可比公司PE平均值为18.15。考虑到公司在轻型输送带行业的领先地位以及双轮驱动的业务模式，给予公司2024年18倍PE，目标价4.82元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表30：可比公司估值比较

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
002381.SZ	双箭股份	7.75	0.36	0.28	0.57	0.75	0.89	22.34	23.11	13.57	10.34	8.69
603033.SH	三维股份	17.54	0.21	0.29	0.25	0.55	0.73	124.12	58.82	69.91	31.87	24.16
600143.SH	金发科技	7.48	0.65	0.75	0.34	0.61	0.80	19.49	12.93	22.25	12.23	9.31
	平均值						55.32	31.62	35.24	18.15	14.05	
300230.SZ	永利股份	4.12	0.25	0.30	0.25	0.27	0.30	18.91	12.62	16.63	15.39	13.72

来源：Wind，国金证券研究所（可比公司相关数据均来自于Wind一致预期，数据截至2023年12月6日）



五、风险提示

汇率波动风险：公司部分销售和采购采用港币、美元、欧元等外币结算，同时炜丰国际报表编制采用港币作为本位币，而公司的合并报表采用人民币编制，汇率波动将影响企业汇兑损益，并对公司净利润产生直接影响。

下游需求不及预期的风险：公司广德轻型输送带智能制造基地已于 2023 年 3 月投产，公司轻型输送带产能将大幅提升，若下游需求不及预期导致公司新增产能产品销售面临一定风险，同时还存在因固定资产折旧费用较大幅度增长而导致利润下滑的风险。

商誉减值风险：公司在 2020 年曾因计提商誉减值准备造成当年净利润大幅下滑，若未来被收购资产组所处行业不景气、自身业务持续下降或者其他因素导致未来经营状况和盈利能力未达预期，则存在商誉减值的风险，可能对公司当期损益造成一定影响。

原材料价格波动风险：公司主要产品原材料包括 PVC、TPU 等，若原材料价格大幅波动可能会对于公司的正常经营与盈利能力产生影响。

新项目产能释放进度不及预期风险：公司广德项目于今年 3 月投产，目前正处于产能爬坡阶段，若后续产能爬坡较慢或者产能市场速度不及预期，可能会对于公司的正常经营产生不利影响。



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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,209	3,213	2,101	1,911	2,049	2,195	货币资金	1,134	1,025	1,044	1,040	1,010	1,069
增长率		0.1%	-34.6%	-9.0%	7.2%	7.1%	应收款项	839	540	559	676	724	776
主营业务成本	-2,409	-2,398	-1,459	-1,283	-1,366	-1,453	存货	629	435	358	440	468	498
%销售收入	75.1%	74.6%	69.5%	67.2%	66.7%	66.2%	其他流动资产	57	172	160	147	44	45
毛利	799	816	642	628	683	742	流动资产	2,659	2,172	2,121	2,303	2,246	2,387
%销售收入	24.9%	25.4%	30.5%	32.8%	33.3%	33.8%	%总资产	65.9%	63.5%	56.6%	55.1%	52.6%	53.9%
营业税金及附加	-19	-17	-12	-11	-12	-13	长期投资	137	248	126	126	126	126
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	826	621	707	724	882	916
销售费用	-125	-150	-153	-153	-166	-180	%总资产	20.5%	18.1%	18.9%	17.3%	20.7%	20.7%
%销售收入	3.9%	4.7%	7.3%	8.0%	8.1%	8.2%	无形资产	387	258	264	286	286	286
管理费用	-227	-226	-170	-162	-172	-182	非流动资产	1,375	1,251	1,628	1,874	2,021	2,042
%销售收入	7.1%	7.0%	8.1%	8.5%	8.4%	8.3%	%总资产	34.1%	36.5%	43.4%	44.9%	47.4%	46.1%
研发费用	-122	-116	-67	-71	-78	-86	资产总计	4,033	3,423	3,749	4,177	4,266	4,429
%销售收入	3.8%	3.6%	3.2%	3.7%	3.8%	3.9%	短期借款	474	338	328	478	413	371
息税前利润 (EBIT)	307	307	240	230	255	281	应付款项	898	340	334	319	340	362
%销售收入	9.6%	9.6%	11.4%	12.0%	12.4%	12.8%	其他流动负债	219	152	170	167	167	179
财务费用	-15	-13	14	-11	-15	-9	流动负债	1,591	829	832	964	920	911
%销售收入	0.5%	0.4%	-0.6%	0.6%	0.7%	0.4%	长期贷款	53	46	42	50	50	50
资产减值损失	-781	-40	8	0	0	0	其他长期负债	87	106	136	249	195	156
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,731	981	1,009	1,263	1,165	1,117
投资收益	-2	-30	5	7	7	7	普通股股东权益	2,180	2,344	2,642	2,804	2,979	3,176
%税前利润	n.a	n.a	1.9%	2.8%	2.6%	2.3%	其中：股本	816	816	816	816	816	816
营业利润	-449	257	285	245	265	297	未分配利润	51	252	496	658	833	1,030
营业利润率	n.a	8.0%	13.6%	12.8%	12.9%	13.5%	少数股东权益	123	98	97	109	122	136
营业外收支	-24	0	3	3	3	3	负债股东权益合计	4,033	3,423	3,749	4,177	4,266	4,429
税前利润	-473	257	288	248	268	300	比率分析						
利润率	n.a	8.0%	13.7%	13.0%	13.1%	13.7%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-54	-40	-42	-33	-36	-41	每股指标						
所得税率	n.a	15.4%	14.7%	13.5%	13.5%	13.5%	每股收益	-0.667	0.246	0.299	0.248	0.268	0.301
净利润	-527	218	246	214	232	260	每股净资产	2.670	2.871	3.237	3.436	3.650	3.891
少数股东损益	18	17	1	12	13	14	每股经营现金净流	0.623	0.364	0.560	0.031	0.562	0.502
归属于母公司的净利润	-545	201	244	202	219	246	每股股利	0.250	0.000	0.000	0.050	0.054	0.060
净利率	n.a	6.2%	11.6%	10.6%	10.7%	11.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-25.00%	8.56%	9.25%	7.21%	7.34%	7.74%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	-13.51%	5.86%	6.52%	4.84%	5.13%	5.55%
净利润	-527	218	246	214	232	260	投入资本收益率	11.84%	9.06%	6.50%	5.71%	6.10%	6.44%
少数股东损益	18	17	1	12	13	14	增长率						
非现金支出	981	255	145	123	159	185	主营业务收入增长率	-1.67%	0.13%	-34.62%	-9.03%	7.19%	7.14%
非经营收益	36	59	22	14	20	14	EBIT增长率	-9.59%	0.26%	-21.86%	-4.21%	10.60%	10.43%
营运资金变动	18	-235	44	-326	47	-49	净利润增长率	-306.65%	-136.84%	21.78%	-17.27%	8.20%	12.31%
经营活动现金净流	508	297	457	25	458	410	总资产增长率	-12.44%	-15.14%	9.54%	11.40%	2.15%	3.81%
资本开支	-86	-253	-152	-82	-303	-203	资产管理能力						
投资	-63	34	67	0	0	0	应收账款周转天数	82.3	69.0	84.8	115.0	115.0	115.0
其他	5	176	-225	7	7	7	存货周转天数	92.1	81.0	99.1	125.0	125.0	125.0
投资活动现金净流	-145	-44	-310	-75	-296	-196	应付账款周转天数	68.7	50.1	41.3	53.0	53.0	53.0
股权募资	3	13	0	0	0	0	固定资产周转天数	87.3	63.0	94.8	118.9	121.3	102.2
债权募资	191	-172	2	158	-65	-42	偿债能力						
其他	-429	-82	-128	-67	-74	-74	净负债/股东权益	-26.36%	-26.26%	-24.61%	-17.60%	-17.66%	-19.58%
筹资活动现金净流	-235	-241	-126	91	-139	-116	EBIT利息保障倍数	20.6	23.6	-17.7	21.0	17.3	31.4
现金净流量	104	-10	57	41	24	98	资产负债率	42.91%	28.67%	26.92%	30.24%	27.30%	25.22%

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

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究