

科强股份 (873665.BJ) 铁路轨交新增维保齐发力，多下游特种橡胶拓红利

2024年05月27日

——北交所首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/5/27
当前股价(元)	8.19
一年最高最低(元)	12.59/5.15
总市值(亿元)	10.65
流通市值(亿元)	3.19
总股本(亿股)	1.30
流通股本(亿股)	0.39
近3个月换手率(%)	148.5

北交所研究团队

● 高性能橡胶布、板、带用于多下游特种领域，2024Q1 净利率 24.56%

特种高性能橡胶制品“小巨人”科强股份海帕龙/硅橡胶产品可用于轨道交通、光伏、石油化工、船用、冶金、电子等多行业。2023年实现营收3.5亿元(+23%)，归母净利润7528万元(+44%)，2024Q1营收7926万元(+4.97%)，扣非归母净利润1615万元(+26.67%)。我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为0.83/0.92/1.03亿元，当前股价对应PE分别为12.8/11.5/10.3倍，看好铁路与城市轨道交通、光伏2024年维持增长的发展状态，公司享受高市占率的红利，年均研发费用率高于4.3%，未来在石油石化密封等多下游特种领域具有发展潜力。首次覆盖给予“买入”评级。选取特种橡胶制品领域企业为可比公司，可比公司PE(2024E)均值23.9倍。

● 车辆贯通道棚布：增量+维保，城市与铁路市占率70%，2023年市场增倍

车辆贯通道棚布连接于高铁、地铁等车辆的车厢之间，能够替代部分国际厂商产品。下游具有业内高知名度的今创集团与欧特美分别于2020年7月与2021年6月入股公司。2023年底起，客运量频创新高，城轨交通有增量建设需要。同时高铁（动车组）和城市轨道交通接近使用周期，保有量较快速度同时有存量替换市场空间。根据公司测算，车辆贯通道棚布2022年市场空间合计52.14万平方米，科强股份占据70.64%市场份额，2023-2025年市场空间均超105万平方米，对比2022年有超一倍提升。

● 太阳能硅胶板：市占率40%，真空热压方式生产光伏组件的重要耗材

太阳能硅胶板是太阳能层压机在加工电池组件过程中的重要耗材之一，影响组件生产成本。收入占硅胶板营收的70%以上，后者占公司营收比例约40%。客户涵盖国内光伏组件生产的大部分龙头企业，层压机公司主要包括金辰股份，组件公司包括协鑫集成、阿特斯、晶科能源、晶澳科技、天合光能、东方日升等。Infolink预计2024年光伏组件需求端仍将有11%的增长，有望带动生产销售。

● 风险提示：产品毛利率下降风险、下游行业景气度变化风险、市场竞争风险

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	284	350	412	480	549
YOY(%)	1.8	23.1	17.9	16.5	14.2
归母净利润(百万元)	52	75	83	92	103
YOY(%)	23.1	43.6	10.7	10.7	12.1
毛利率(%)	37.3	41.8	41.0	40.3	40.2
净利率(%)	18.5	21.5	20.2	19.2	18.9
ROE(%)	11.9	10.9	10.8	10.9	11.0
EPS(摊薄/元)	0.40	0.58	0.64	0.71	0.80
P/E(倍)	20.3	14.1	12.8	11.5	10.3
P/B(倍)	2.4	1.6	1.4	1.3	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 铁路城轨与光伏维系短期成长，布板带多下游增长机会.....	4
1.1、 连接于高铁、地铁等车厢间的车辆贯通道棚布.....	4
1.1.1、 增量逻辑：我国铁路交通仍将快速发展，助推铁路配件市场.....	4
1.1.2、 保有量替换，2025 年维保车辆数量及所需贯通道棚布产品或再有大比例提升.....	7
1.1.3、 2022 年市场占有率 70.64%，下游客户今创集团、奥特美入股公司.....	8
1.2、 光伏硅胶板：市占率 40%，2024 年组件出货量有望继续提升.....	9
1.3、 多下游特种领域发展，募资净额 1.64 亿元用于扩产与智能化改造.....	10
2、 公司情况.....	11
2.1、 成立于 2001 年，二十余年专注高性能橡胶领域具备客户优势.....	11
2.2、 橡胶密封制品应用于石油石化、钢铁冶金等领域.....	12
2.3、 经营模式：全部直销，积极拓展海外市场，议价能力较强.....	15
2.4、 财务表现：2023 年营收、利润增速创历史新高.....	16
2.5、 技术研发：费用率超越 4.3%，参与制定 2 项行业标准.....	17
3、 行业情况：主要竞争对手暂未上市或处海外.....	18
4、 关键假设、盈利预测与投资建议.....	19
5、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

## 图表目录

图 1： 车辆贯通道棚布位于两节车厢的连接处，是车辆通道的连接部分.....	4
图 2： 2012-2021 年我国城市轨道交通运营里程数量 CAGR17.99%.....	5
图 3： 2024 年 3 月上海地铁单日客流量突破 2019 年记录.....	5
图 4： 部分城市轨交 2024 年春节客运量创新高.....	5
图 5： 2010-2021 年各类轨道车辆的保有量增长（辆）.....	7
图 6： 硅胶板用于光伏组件制备的层压环节.....	9
图 7： 硅胶板在光伏层压机使用过程中属于耗材.....	9
图 8： 公司产品下游应用领域广泛.....	10
图 9： 产品系列丰富.....	10
图 10： 硅胶板业务营收保持持续增长（单位：万元）.....	12
图 11： 硅胶板收入占比接近 40%（单位：%）.....	12
图 12： 应用于各类层压功能的专业设备或独立作为缓冲垫.....	13
图 13： 储罐橡胶密封件产品可实现防止油气泄露、减少损耗和污染的功效.....	14
图 14： 气柜橡胶密封膜主对相应的储存装置进行橡胶密封.....	14
图 15： 我国原油产量稳定，进口原油量大.....	14
图 16： 2023 年营收 3.50 亿元，增长 23.14% 近年最高.....	17
图 17： 2023 年归母净利润 7528 万元，同比增长 43.62%.....	17
图 18： 2024Q1 毛利率 42.83%，创历史新高.....	17
图 19： 2023 年净利率 21.47%，与毛利率变动趋势相同.....	17
图 20： 2020-2022 年均研发费用率 4.3% 以上.....	18
表 1： 根据新增城市轨道交通里程数计算，新增车辆与对应公司产品使用在 2023 年起有较大增长.....	6

表 2: 根据新增高铁里程数计算, 新增车辆与对应公司产品使用在 2023 年起有较大增长 .....	7
表 3: 2025 年维保车辆数量及所需贯通道棚布产品或再有大比例提升 .....	8
表 4: 科强股份与今创集团交易情况 .....	8
表 5: 科强股份与欧特美交易情况 .....	8
表 6: 2023 年起车辆贯通道棚布市场空间迎来提升, 科强股份 2022 年市占率已达 70.64% (单位: 万平方米) .....	9
表 7: 基于以上数据测算得出 2022 年全球光伏用硅胶板需求达 55.8 万平方米 .....	10
表 8: 生产与改造两项募集资金项目共拟投资 4.02 亿元 .....	11
表 9: 2021 与 2022 年产能利用率超过 100% .....	11
表 10: 2021-2023 年前五大客户占比约为 25% .....	11
表 11: 境外主营业务收入集中于亚洲 .....	15
表 12: 向境外销售主要客户毛利率高于境内同类产品 .....	16
表 13: 主要可比公司为双箭股份、三维股份、特种橡塑、天铁股份, 但产品结构存在差异性 .....	18
表 14: 可比公司 PE(2024E)均值 23.9 倍, 中值 28.1 倍 .....	19

## 1、铁路城轨与光伏维系短期成长，布板带多下游增长机会

特种高性能橡胶（布、板、带）“小巨人”科强股份 2023 年实现营收 3.5 亿元（+23.14%），归母净利润 7528 万元（+43.62%）。2024Q1 营收 7926 万元（+4.97%），扣非归母净利润 1615 万元（+26.67%）。

规模的增长主要受益于（1）高铁大铁路车辆市场恢复性增长导致车辆棚布业务增长及（2）光伏行业扩产需求旺盛导致硅胶板业务增长。

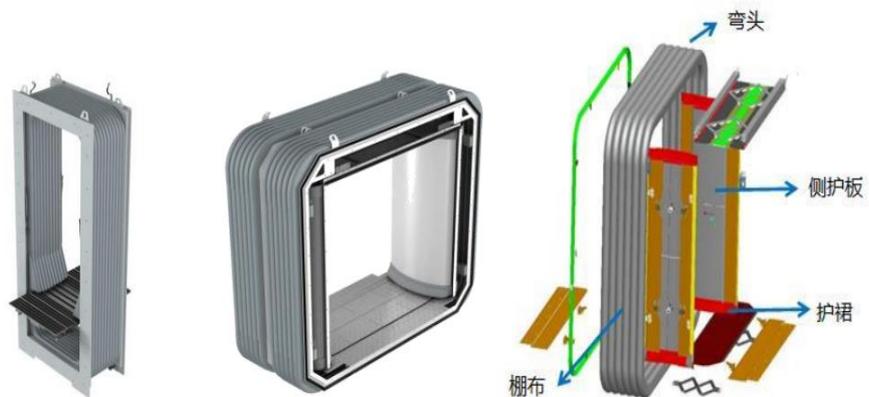
此外，利润端受益原材料采购价格下降与公司管理能力的提升。

我们认为，公司 2024 年仍将受益（1）铁路与城市轨道交通新增车辆与存量替换需求（2）下游光伏装机量提升带来的产品需求量提升；2025 年及远期有以气柜、石油储罐密封件为代表的新品类新市场的开发拓展预期，同时多特种下游领域或有新的增长点，因此属于北交所市场的中高体量成长性标的。

### 1.1、连接于高铁、地铁等车厢间的车辆贯通道棚布

车辆贯通道棚布主要应用于高铁、地铁、轻轨、通道式大巴等交通设备，连接于高铁、地铁、轻轨、通道式大巴等车辆的车厢之间，主要实现密封、缓冲、减震、降噪、阻燃和风挡等功能。科强股份产品阻燃性能能够满足 DIN5510 标准和 EN45545-2 等阻燃标准。后者为目前全球范围内轨道车辆对 R1（主要针对门、窗、天花板等表面材料）阻燃防火要求最高的标准。产品质量获得下游客户认可，能够替代部分国际厂商产品。2023 年营业收入 9350.79 万元，同比增长 45.32%。

图1：车辆贯通道棚布位于两节车厢的连接处，是车辆通道的连接部分

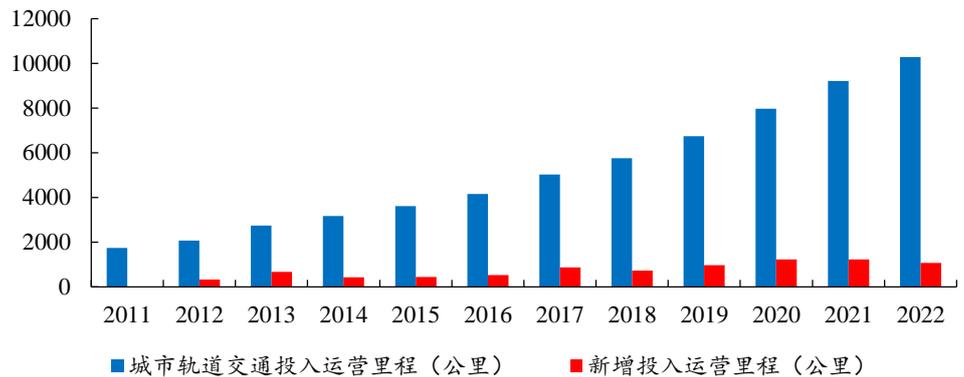


资料来源：公司招股说明书

#### 1.1.1、增量逻辑：我国铁路交通仍将快速发展，助推铁路配件市场

（1）城市轨道交通得到快速发展，伴随着我国城市化进程的加快，城市交通需求增加。根据中国城市轨道交通协会统计数据，2012-2021 年期间，我国城市轨道交通运营里程数量 CAGR17.99%。截至 2022 年 12 月 31 日，内地累计 55 个城市建成投运城市轨道交通运营线路 308 条，运营线路总长度 10287.45 公里。

图2：2012-2021年我国城市轨道交通运营里程数量 CAGR17.99%



数据来源：公司招股说明书、中国城市轨道交通协会、Wind、开源证券研究所

**客运量创新高，新增城轨交通有建设需要。**根据中国城市轨道交通协会 2024 年 1 月公布的《2023 年中国内地城轨交通线路概况》快报，2023 年新增城轨交通运营城市 3 个，运营线路 884.55 公里，同时初步推算 2023 年中国内地城轨交通全制式系统全年完成客运总量将超过 290 亿人次，再创历史新高，预计有望冲击 300 亿人次大关。

图3：2024年3月上海地铁单日客流量突破2019年记录

昨天（3月8日），申城春意盎然，适逢“三八”国际妇女节，同时又是周五，在“气候+节日+小周末”等多重因素叠加效应的带动下，当天上海地铁全网客流创下新高，达到1339.7万人次（不含磁浮线），较上一纪录，即2019年，同样是3月8日的1329.4万人次，增加了10.3万人次。其中，11、12、14、15、18号线五条线路创单线历史新高，而1、2、8、9、10、11号线，共6条线路同时单日客流突破百万人次。



资料来源：上观新闻

图4：部分城市轨交2024年春节客运量创新高

表4 春节假期各城市日客运量创历史新高情况

序号	城市	日客运量创历史新高时间	最高日客运量 (万人次)
1	南通	2.10	30.17
2	三亚	2.13	1.45
3	淮安	2.13	6.37
4	无锡	2.16	141.12

资料来源：中国城市轨道交通协会《2024年春节假期城轨交通客运量概况》

### 城市轨道交通增量市场测算

六大假设：

①2019年-2022年，城市轨道交通累计里程数与城市轨道交通运营车辆之间的配比关系整体保持在6.00以上，因此假设未来二者配比关系为2019年-2021年的平均值6.17。

②根据2022年新增运营里程乘以假设①的配比关系来计算2022年的新增车辆为6,178辆。

③城市轨道交通无相关整体里程数量规划，主要根据国家发改委、各地政府根据项目批复开展建设。根据中国城市轨道交通协会《轨道交通 2022 年度统计和分析报告》，截至 2022 年底，我国大陆地区共有 51 个城市（个别由地方政府批复项目未纳入统计）有城轨交通项目在建，在建线路总规模 6,350.55 公里（含个别 2022 年当年仍有建设进展和投资发生的易运营和 2022 年当年建成投运项目）。根据地铁线路建设周期通常为 3 年左右时间，假设预计截至 2022 年年度的在建线路 6,350.55 公里预计在未来 3 年左右时间逐渐建成并投入运营，因此 2023 年-2025 年预计各年新增城轨运营里程为 2,117 公里/年。

④假设不考虑车头、车尾是否计入新增车辆的影响，我国一辆地铁通常由 6 节车厢组成，因此通常一辆地铁需要安装 5 个车辆贯通道棚布。

⑤一个地铁贯通道大约需要使用 70 平方米车辆贯通道棚布产品。

⑥该测算不考虑海外市场容量和对外出口的影响。

**表1：根据新增城市轨道里程数计算，新增车辆与对应公司产品使用在 2023 年起有较大增长**

项目	计算方法	2020	2021	2022	2023-2025E
城市轨道累计里程数（公里）	A：公开数据	7969.7	9206.8	10287.45	/
城市轨道新增里程数（公里）	B：根据数据 A，当年数据减上年数据	1233.5	1237.1	1080.63	2117
城市轨道新增车辆数（辆）	C=B*6.17	8426	7876	6178	13065
新增贯通道棚布个数（个）	D=C/6*5	7022	6563	5148	10885
单个贯通道预计使用棚布数量（平方米）	E:根据生产及客户经验	70	70	70	70
棚布市场空间（万平方米）	F=D*E/10000	49.15	45.94	36.04	76.19

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

**(2) 铁路、高铁运营里程不断增加。**据国家铁路局和国家统计局数据，截至 2022 年 12 月 31 日，全国铁路营业里程达 15.5 万公里，其中高铁营业里程 4.2 万公里；全国铁路客车拥有量为 7.8 万辆，其中动车组 33221 辆。根据国铁集团 2020 年 8 月发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到 2035 年，我国现代化铁路网率先建成，全国铁路网达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右。20 万人口以上城市实现铁路覆盖，其中 50 万人口以上城市高铁通达。

### 铁路轨道交通增量市场测算

六大假设：

①根据 2011 年-2021 年期间高铁动车组累计车辆数量与高铁累计里程数，二者之间存在较为稳定的配比关系，平均值为 0.89（辆/公里）。

②根据国家发改委于 2022 年 1 月 19 日发布的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2025 年预计我国高铁里程数量将达到 5 万公里。基于该规划和假设①，预计 2025 年高铁动车组车辆将达到 44500 辆（50000 公里\*0.89 辆/公里），较 2021 年末将新增 11279 辆（44500 辆-33221 辆）。

③根据 2021 年新增车辆与新增里程数之间的比例计算 2022 年的新增车辆为 1853 辆（2022 新增高铁里程 2082 公里\*0.89 辆/公里）；假设 2023 年-2025 年期间新增车辆数按照每年同等规模增加，则每年新增车辆数量为 (11279-1853)/3=3142 辆。

④自 2016 年以来，我国动车组一组列车通常有 8 辆车组成，通常一组高铁动车组需安装 7 个车辆贯通道棚布。

⑤根据对今创集团、欧特美等客户访谈，一个高铁动车组贯通道大约需要使用 50 平方米车辆贯通道棚布产品。

⑥该测算不考虑海外市场容量和对外出口的影响。

**表2：根据新增高铁里程数计算，新增车辆与对应公司产品使用在 2023 年起有较大增长**

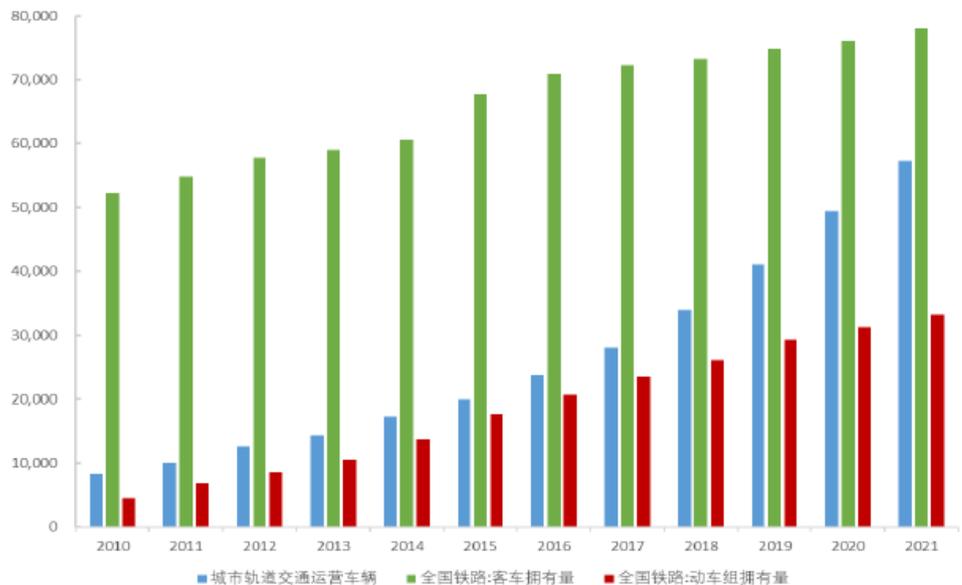
项目	计算方法	2020	2021	2022	2023-2025E
高铁累计里程数（万公里）	A：公开数据	3.79	4	4.2	5.00（到 2025 年）
新增里程数（万公里）	B：根据数据 A，当年数据减上年数据	0.25	0.21	0.2	0.26
累计车辆（辆）	C=A*0.89*10000	31340	33221	35074	44500
新增车辆（辆）	D：根据数据 C，当年数据减上年数据	2021	1881	1853	3142
贯通道数量（个）	E=D/8*7	1768	1646	1621	2767
单个贯通道预计使用棚布数量（平方米）	F：根据生产及客户经验	50	50	50	50
棚布市场空间（万平方米）	G=E*F/10000	8.84	8.23	8.11	13.75

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

### 1.1.2、保有量替换，2025 年维保车辆数量及所需贯通道棚布产品或再有大比例提升

自 2008 年开始，我国高铁（动车组）和城市轨道交通才进入快速发展阶段，截至 2021 年 12 月 31 日，我国轨道交通运营车辆已超过 16.85 万辆，其中动车组运营车辆保有量和城市轨道交通运营车辆保有量呈较快速递增的趋势。

**图5：2010-2021 年各类轨道车辆的保有量增长（辆）**



资料来源：公司问询函回复、中国城市轨道交通协会、Wind

### 高铁和轨道交通的存量替换市场空间

三大假设：

①高铁棚布的使用周期约为 12 年，地铁棚布的使用周期约为 15 年。

②一辆高铁（动车组）安装 7 个车辆贯通道，一辆地铁需安装 5 个车辆贯通道。

③一个高铁贯通道大约需要使用 50 平方米车辆贯通道棚布产品，一个地铁贯通道大约需要使用 70 平方米车辆贯通道棚布产品。

**表3：2025 年维保车辆数量及所需贯通道棚布产品或再有大比例提升**

项目	计算方法	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
高铁维保车辆数（辆）	A: 根据 12 年前新增高铁车辆数	840	568	872	2128	2384	1774
高铁维保棚布需求量（万平方米）	B=A/8*7*50/10000	3.68	2.49	3.82	9.31	10.43	7.76
城轨维保车辆数（辆）	C: 根据 15 年前城轨新增车辆数	-	468	716	1050	949	2806
城轨维保棚布需求量（万平方米）	D=C/6*5*70/10000	-	2.73	4.18	6.13	5.54	16.37
存量市场合计（万平方米）	E=B+D	3.68	5.22	7.99	15.44	15.97	24.13

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

### 1.1.3、2022 年市场占有率 70.64%，下游客户今创集团、欧特美入股公司

车辆贯通道棚布领域的客户今创集团和欧特美在相应下游市场具有较高的业务规模、知名度和影响力；

**2020 年 7 月，今创集团入股公司。**该司是我国轨道交通客车车辆配套行业重要供应商，为保障原材料供应，加强国产替代需要，以其自有资金向公司进行增资。

**2021 年 6 月，欧特美入股公司。**同样作为国内轨道交通配套设备的主要厂商之一，为了加强原材料供应的管理，且看好公司未来发展前景，向公司进行增资。

**表4：科强股份与今创集团交易情况**

期间	产品类别	采购数量（万财务平方）	交易金额（万元）	价格（元/财务平方）
2022 年	硅胶/芳纶棚布	9.33	1739.83	186.42
	海帕龙/聚酯棚布	12.09	857.83	70.95
2021 年	硅胶/芳纶棚布	7.68	1490.97	194.23
	海帕龙/聚酯棚布	16.97	1203.36	70.93
2020 年	硅胶/芳纶棚布	5.95	1184.73	199.26
	海帕龙/聚酯棚布	14.31	966.68	67.53

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

**表5：科强股份与欧特美交易情况**

期间	产品类别	采购数量（万财务平方）	交易金额（万元）	价格（元/财务平方）
2022 年	硅胶/芳纶棚布	2.95	526.08	178.12
	海帕龙/聚酯棚布	8.14	597.38	73.36
2021 年	硅胶/芳纶棚布	4.82	774.45	160.53
	海帕龙/聚酯棚布	5.87	402.51	68.57
2020 年	硅胶/芳纶棚布	7.98	1301.43	163.13
	海帕龙/聚酯棚布	16.43	1040.99	63.36

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

科强股份是终端高铁、动车、地铁和通道式大巴的二级供应商，产品作为车辆零部件随车出厂，在使用一定时间后需要进行更换。我国轨道交通市场发展包含城市轨道交通、铁路（含高铁）交通两部分。直接受未来轨道交通设备增量和保有量（维修）的双重影响。市场规模的测算由（1）铁路轨道交通增量、（2）城市轨道交通增量、（3）二者存量替换三者相加。

表6：2023年起车辆贯通棚布市场空间迎来提升，科强股份2022年市占率已达70.64%（单位：万平方米）

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新增高铁市场空间	8.84	8.23	8.11	13.75	13.75	13.75
新增地铁市场空间	49.15	45.94	36.04	76.19	76.19	76.19
存量市场空间	3.68	5.22	7.99	15.44	15.97	24.13
合计	61.67	59.39	52.14	105.38	105.91	114.07
公司销售数量	40.28	40.29	36.83	—	—	—
市场份额	65.32%	67.84%	70.64%	—	—	—

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

## 1.2、光伏硅胶板：市占率40%，2024年组件出货量有望继续提升

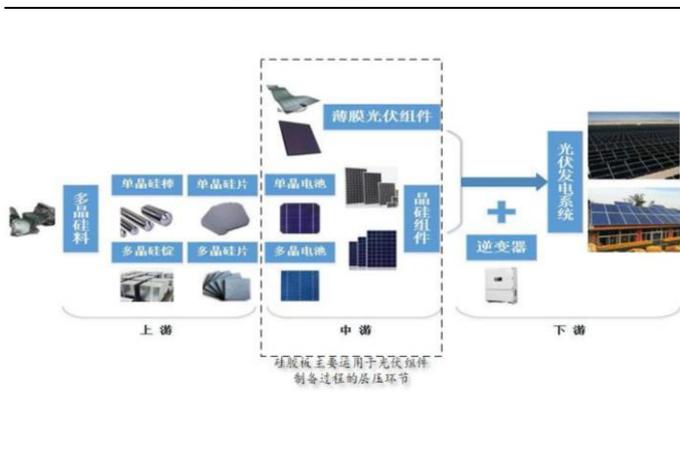
2020-2022年，科强股份太阳能硅胶板产品收入占硅胶板营收的70%以上。

太阳能电池层压机是封装太阳能电池组件的重要设备，采用真空热压的方式生产太阳能电池组件。硅胶板是太阳能层压机在加工电池组件过程中的重要耗材之一。

主要应用于光伏组件生产，配套于光伏层压设备，属于光伏组件生产过程中的易消耗品。其中，“层压”环节工序是将铺设好的组件各部件放入层压机内，通过抽真空将各部件之间的空气抽出，然后加热使EVA融化并加压，融化后流动充满玻璃与电池片和背板之间的间隙，同时通过挤压进一步排出中间的气泡，将电池片、玻璃和背板紧密粘合在一起，最后降温固化。硅胶板在层压环节中起到密封真空以及缓冲的关键作用，其密封缓冲性能的优劣以及层压使用次数的多少直接对组件性能和效率的高低产生影响。从而能够影响太阳能电池组件的生产成本。

科强股份太阳能硅胶板领域的主要客户几乎涵盖了国内光伏组件生产的大部分龙头企业，层压机公司主要包括金辰股份，组件公司包括协鑫集成、阿特斯、晶科能源、晶澳科技、天合光能、东方日升等。

图6：硅胶板用于光伏组件制备的层压环节



资料来源：公司招股说明书

图7：硅胶板在光伏层压机使用过程中属于耗材



资料来源：金辰股份官网

根据公司问询函回复，1 年生产 1GW 光伏组件通常需要 2.5 条生产线，1 条生产线按目前比较先进生产设备通常为 6 个真空腔，每个真空腔在 1 年连续生产过程中大约需要 4 块太阳能层压硅胶板（每个季度换一次）。基于此，假设下游生产企业普遍采用该类生产设备，生产 1GW 光伏组件需要 60 块太阳能层压硅胶板。公司销售的太阳能层压硅胶板规格，通常为 30 平方米/块。

由此带来光伏用硅胶板需求全球 2022 年达 55.8 万平方米。2022 年，需求量增长率高达 40.4%，发展前景大。因产能达到瓶颈，公司销售数量增长率达 11.0%，但募投扩产有望缓解产能压力。

表7：基于以上数据测算得出 2022 年全球光伏用硅胶板需求达 55.8 万平方米

项目	计算方法	2020	2021	2022
全球光伏组件生产量 (GW)	公开数据 A	163.7	220.8	310
全球硅胶板需求量 (万平方米)	$B=A*60*30/10000$	29.47	39.74	55.8
公司硅胶板销售数量 (万平方米)	C	16.28	19.92	22.11
市场份额测算	$D=C/B$	55.25%	50.12%	39.62%

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

根据 InfoLinkConsulting 的数据统计，其预测 2024 年光伏组件需求端仍将有 11% 的增长，有望带动公司的硅胶板生产销售。

### 1.3、多下游特种领域发展，募资净额 1.64 亿元用于扩产与智能化改造

除上述领域外，公司特种橡胶布、板、带还可应用于木业加工真空覆膜、玻璃覆膜、制卡机用硅胶缓冲垫、人造大理石用硅胶垫及盖板、生产 PVC 地板用缓冲垫、生产防火板用缓冲垫、电子行业 CCL、PCB 用硅胶缓冲垫等，广泛应用于石油、光伏、化工、轨道交通、建筑材料、环保、纺织、铁路、船用、邮政、冶金、电子等多个行业，亦起到密封真空、缓冲等多种功效。

图8：公司产品下游应用领域广泛



资料来源：公司官网

图9：产品系列丰富



资料来源：公司官网

科强股份本次上市实际募集资金净额 1.64 亿元。用于“高性能阻燃棚布及密封材料生产项目”和“厂区智能化升级改造项目”。

**表8：生产与改造两项募集资金项目共拟投资 4.02 亿元**

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	高性能阻燃棚布及密封材料生产项目	34,619.00	14,433.58
2	厂区智能化升级改造项目	5,583.19	2,000.00
	合计	40,202.19	16,433.58

资料来源：公司公告、开源证券研究所

“高性能阻燃棚布及密封材料生产项目”预计投资总额 34619 万元，将**新增 100 万平方米/年的橡胶制品生产规模**。增加多条自动化产线和智能化生产设备，可以有效地减少能源及原材料的损耗，节省辅助加工时间，降低产品制造成本。建设期 2 年，预计于第 3 年开始产生收益并于第 5 年全部达产，由于募投项目产能存在逐步释放过程，产能消化压力并不会在短期内集中体现，拥有较长时间用于新增产能的消化准备。据公司招股说明书，项目达产后正常年份可实现营业收入 2.63 亿元。

公司目前产能利用率较高，能高效利用新增产能。2020 至 2022 年，公司橡胶制品产能分别为 126 万、146 万平方米和 146 万平方米，各期产能利用率分别为 99.76%、102.43%和 105.54%。

**表9：2021 与 2022 年产能利用率超过 100%**

项目	2022 年度	2021 年度	2020 年度
产能(万平方米)	146	146	126
产量(万平方米)	154	150	126
销量(万平方米)	142	145	126
产能利用率	105.54%	102.43%	99.76%
产销率	92.10%	96.64%	100.14%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

## 2、公司情况

### 2.1、成立于 2001 年，二十余年专注高性能橡胶领域具备客户优势

江苏科强新材料股份有限公司创立于 2001 年，位于江苏省江阴市。在 20 余年的发展历程中，致力于**特种高性能橡胶（布、板、带）制品**的研发、生产和销售，为全球客户提供**密封、缓冲、防腐、传送**等领域的系统解决方案。主要产品包括**列车风挡棚布、光伏组件层压机用硅胶板、储罐橡胶密封部件、轻型橡胶输送带**等，在细分行业拥有较高的市场地位。

**具备客户优势**。2021-2023 年前五大客户销售占比之和分别为 25.72%、23.72% 与 25.88%。所生产的储罐密封件和气柜密封膜等产品已经能够供应于中石油、中石化、宝钢工程技术等全国大型知名央企。

**表10：2021-2023 年前五大客户占比约为 25%**

报告期	客户名称	销售金额 (万元)	销售占比 (%)
2023 年报	今创集团股份有限公司及子公司	3605.71	10.31
	秦皇岛金辰太阳能设备有限公司	2117.74	6.05
	欧特美交通科技股份有限公司	1531.55	4.38
	A 公司	1066.06	3.05
	秦皇岛晟成自动化设备有限公司	1013.88	2.09

报告期	客户名称	销售金额 (万元)	销售占比 (%)
2022 年报	今创集团股份有限公司及其子公司	2667.38	9.39
	营口金辰机械股份有限公司及其子公司	1223.29	4.31
	欧特美交通科技股份有限公司	1123.46	3.96
	沈阳橡胶研究设计院有限公司	1065.38	3.75
	株洲九方制动设备有限公司	656.51	2.31
2021 年报	今创集团股份有限公司及其子公司	2721.79	9.76
	株洲九方制动设备有限公司	1322.56	4.74
	欧特美交通科技股份有限公司	1176.86	4.22
	营口金辰机械股份有限公司及其子公司	1158.95	4.16
	重庆永贵交通设备有限公司	791.59	2.84

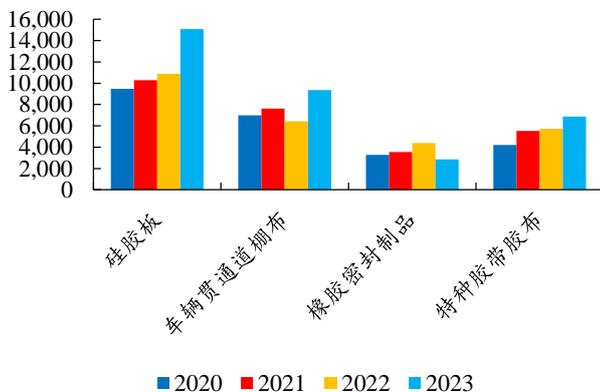
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、橡胶密封制品应用于石油石化、钢铁冶金等领域

当前形成以硅胶板、车辆贯通道棚布、橡胶密封制品、特种胶带胶布等为主的产品构成。

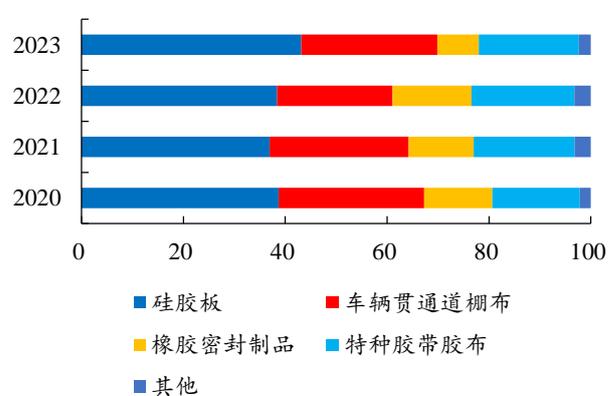
从产品结构来看，车辆贯通道棚布 2023 起恢复增长，硅胶板产品销售则持续占据营业收入主要部分。2021 年和 2022 年硅胶板产品占主营业务比例分别为 38.13% 和 39.67%。

图10：硅胶板业务营收保持持续增长（单位：万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：硅胶板收入占比接近 40%（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 车辆贯通道棚布

根据配方的不同可分为硅胶/芳纶棚布和海帕龙/聚酯棚布。硅胶/芳纶棚布以硅胶为主要原料，以芳纶为主要骨架材料；海帕龙/聚酯棚布以海帕龙为主要原料，以聚酯布为主要骨架材料。

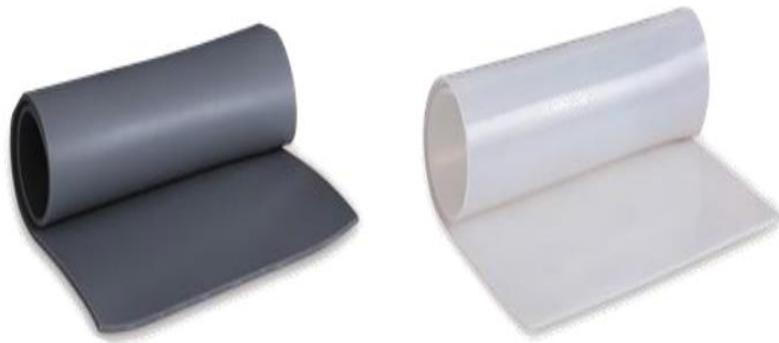
**硅胶板**以硅橡胶为主要橡胶原料，进行混炼、加工处理后，形成橡胶板产品。**2023 年营收 1.51 亿元，增长 38.33%。产品特性体现在以下方面：**

(1) 配方技术：**温度使用范围广**，可在-60℃~250℃工作环境下长期使用；具有表面离型性能，**不污染、不粘附被加工物**；具有缓冲吸震密封效果；具有耐热老化性能，可长期使用及存贮；具有**耐酸耐腐**性能，防止 EVA 等挥发物的腐蚀。

(2) 生产装备：公司自主研发生产设备能够实现**大门幅生产、超薄生产**，硅胶板最宽可达 6 米，最薄可达 0.2mm。取得了两项发明专利，相应的生产设备和工艺实现了硅胶板生产的高自动化，将传统的压延和硫化进行有机结合，缩短了工艺流程，生产效率和产品品质稳定性得到提升。

(3) 骨架材料：公司自主研发了相关产品的**防爆技术**（硅胶板中间附着防爆织物层）应用于硅胶板生产，提高产品物理稳定性和机械强度，能够延长硅胶板使用寿命，**增加使用安全性**。

**图12：应用于各类层压功能的专业设备或独立作为缓冲垫**



资料来源：公司招股说明书

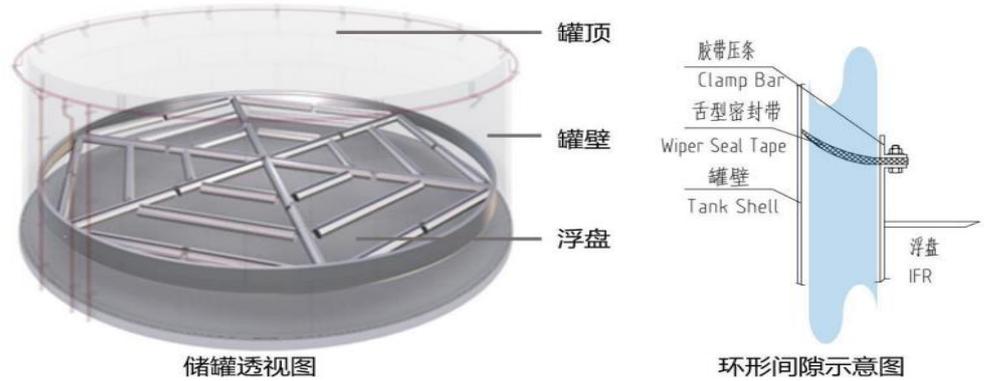
**橡胶密封制品**应用于石油石化、钢铁冶金等领域，主要对所存储的液体或气体进行密封。能够直供中石油、中石化、宝钢工程技术等大型知名央企。

由于所存储的液体或气体所含成分不同，相应的橡胶密封制品配方有所不同。公司产品主要分为储罐橡胶密封件和气柜橡胶密封膜。

**储罐橡胶密封件**主要应用于石油、化工领域，在原油、汽柴油、芳烃、醇等易挥发液体化学品的储存过程中，对相应的储存装置进行一、二次橡胶动态密封。储罐内罐壁与浮盘之间存在环形间隙，会导致油气泄露，既造成损耗又产生污染，此类产品可实现防止油气泄露、减少损耗和污染。

**气柜橡胶密封膜**主要应用于石油炼化、钢铁冶金领域，在火炬气、转炉煤气、高炉煤气及焦炉煤气等尾气回收、储存、再利用环节，对相应的储存装置（如干式威金斯气柜、POC 气柜等）进行橡胶密封。此类产品是威金斯气柜上的主要密封装置，是决定气柜能否安全运行、密封效果好坏的主要因素之一，因此它在气柜中占有十分重要的位置。

图13：储罐橡胶密封件产品可实现防止油气泄露、减少损耗和污染的功效



资料来源：公司招股说明书

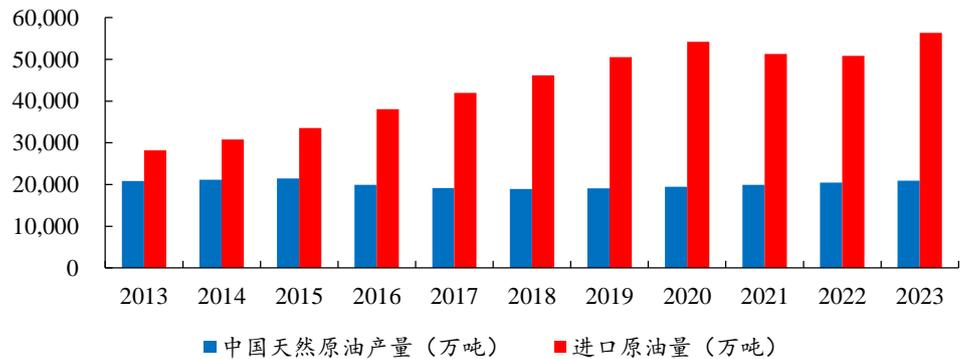
图14：气柜橡胶密封膜主对相应的储存装置进行橡胶密封



资料来源：公司招股说明书

石油石化领域站在国家战略储备安全角度，密封件市场需求稳定。2005年-2023年，我国石油产量比较稳定，但无法满足对于石油需求的增长，原油进口需求呈现出长期整体增长的趋势。目前，我国已成为全球第一大原油进口国，2023年已经达到5.64亿吨，自2018年起进口依存度超过70%。

图15：我国原油产量稳定，进口原油量大



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

从保障能源安全的角度出发，我国稳步推进国家战略石油储备基地建设，兴建石油储备设施，具有现实的必要性和迫切性；同时，从经济层面出发，国际油价下行阶段进口并储存石油，也有助于降低我国能源成本。

随着石油炼化、钢铁冶金行业产能、产量的提高，其生产过程中火炬气、转炉煤气、高炉煤气及焦炉煤气等尾气排放量也将有所提高，从而对气柜数量和气柜橡胶密封膜的增量需求也会增加。在不断使用过程中，气柜密封膜也会逐渐老化，相关的耐介质、耐高低温、耐屈挠、抗撕裂等性能也会逐渐降低，因而气柜密封膜在使用中还会根据实际情况进行不定期的更换，从而带来稳定的存量市场需求。

### 2.3、经营模式：全部直销，积极拓展海外市场，议价能力较强

橡胶制品的成本构成主要为各类橡胶原料及工业用布、化学配剂等辅料。原材料行业竞争充分，市场化程度高，故采取“以销定采”的模式进行采购，价格随行就市。

此外，橡胶制品行业下游应用领域广泛，客户众多且相对分散，不同客户对产品性能的要求存在差异，因此，企业主要采取“以销定产”+“少量备货”的生产经营模式。

外销产品以硅胶板系列产品为主，2020至2022年收入分别为2059.96万元、2330.20万元和2108.37万元，占比分别为8.61%、8.63%和7.67%。主要销往韩国、泰国、印度、越南、马来西亚、南非、墨西哥、意大利、新加坡和中国台湾等国家和地区。亚洲区域各期占比分别为78.88%、80.22%和74.85%。

表11：境外主营业务收入集中于亚洲

项目	2022年度		2021年度		2020年度	
	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例
亚洲	1,624.89	78.88%	1,869.22	80.22%	1,578.06	74.85%
欧洲	172.53	8.38%	246.94	10.60%	397.33	18.85%
北美洲	121.12	5.88%	125.27	5.38%	87.11	4.13%
非洲	136.38	6.62%	80.38	3.45%	30.50	1.45%
南美洲	5.04	0.24%	8.10	0.35%	13.45	0.64%
澳洲	—	—	0.29	0.01%	1.91	0.09%
合计	2,059.96	100.00%	2,330.20	100.00%	2,108.37	100.00%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

整体波动较小，毛利率高于境内同类产品。由于下游客户对于同类产品的性能存在差异，公司主要综合考虑生产成本及与客户协商谈判的定价方法对外销售，侧重毛利率指标，因对供应商的考察周期长且选择程序较为严格，客户获取难度较大，维护成本较高，公司凭借持续稳定的供货能力、完善的质量控制体系、个性化服务优势、研发优势等较好地满足不同领域客户需求，议价能力相对较强。

**表12：向境外销售主要客户毛利率高于境内同类产品**

单位名称	销售金额 (万元)	毛利率	境内同类产品 平均毛利率
韩国 YOUNG	1,335.86	57.39%	44.08%
越南光伏 VinasolartechnologyCo.,Ltd	459.74	43.92%	44.08%
泰国阿特斯	351.27	57.21%	44.08%
意大利 RIVARENZO	331.65	39.86%	34.20%
墨西哥 Ingenieria	274.89	55.13%	44.08%
印度 waaree	255.91	56.19%	44.08%
南非 MEGADYNE	243.88	27.11%	17.81%
新加坡 RECSolarPteLtd	200.02	55.35%	44.08%
越南 VIETNAMSUNERGYJOINTSTOCKCOMPANY	195.31	58.10%	44.08%
印度 ShardalInternational	178.12	21.23%	17.81%
中国台湾 AU	162.03	55.09%	44.08%
泰国 Talesun	141.75	54.80%	44.08%
元晶太阳能科技股份有限公司	129.79	54.64%	44.08%
马来西亚 RisenSolar	74.35	51.54%	44.08%
印度 GoldiSunPrivateLimited	73.83	53.49%	44.08%

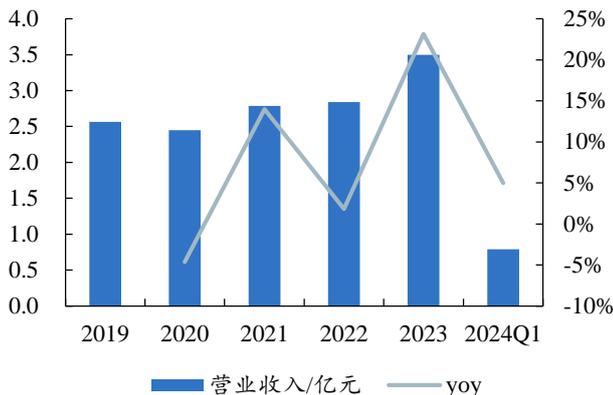
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

通过数据可以明显看出公司向境外客户销售的毛利率较同类产品境内销售毛利率略高，主要原因是境外客户前期对供应商的考察周期长且选择程序较为严格，客户获取难度较大，客户维护成本较高，公司凭借**持续稳定的供货能力、完善的质量控制体系、个性化服务优势、研发优势等较好地满足不同领域客户需求，议价能力相对较强**；公司对外销报价参考国内含税报价，而出口享受增值税免税政策，相应外销价格较高，而公司所面对的海外客户对产品的质量服务要求较高，对产品价格的敏感度较低。2020年受外部环境客观因素影响，国内外宏观经济下行，**国内经济恢复较快，而境外大量国家仍处于停工停产状态，公司外销定价较高**。随着境外部分国家生产恢复，公司向境外销售硅胶板产品的价格逐渐下降，与境内销售硅胶板产品的价格差异逐年缩小。

#### 2.4、财务表现：2023年营收、利润增速创历史新高

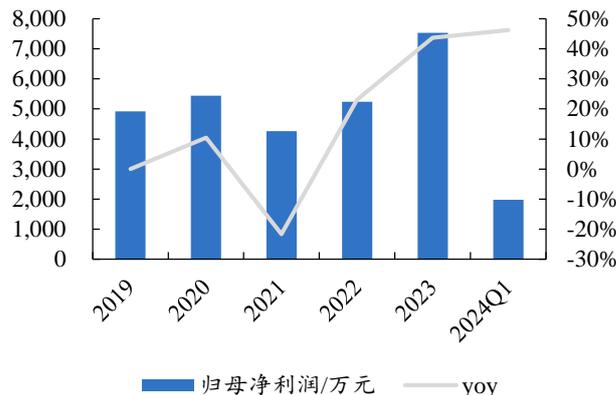
2020-2023年，科强股份实现营业收入分别为2.45亿元、2.79亿元、2.84亿元和3.50亿元，呈现上升趋势。2021年，随着我国经济复苏和公司产能的扩张，各类产品的产量、销量、收入规模均有所提升。**2023H1起，受益下游高铁大铁路车辆恢复性增长及光伏行业扩产，带动车辆棚布及硅胶板销售金额大幅增加。**

图16: 2023年营收3.50亿元, 增长23.14%近年最高



数据来源: Wind、开源证券研究所

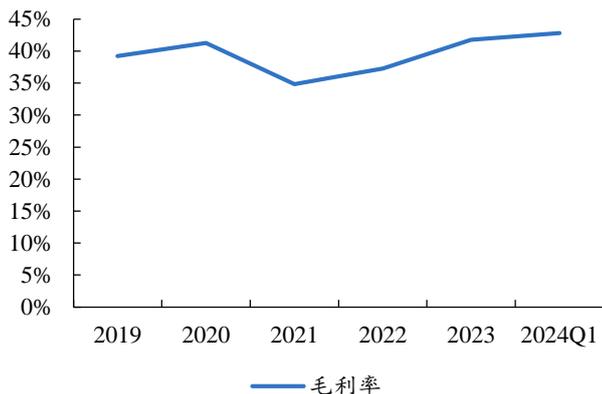
图17: 2023年归母净利润7528万元, 同比增长43.62%



数据来源: Wind、开源证券研究所

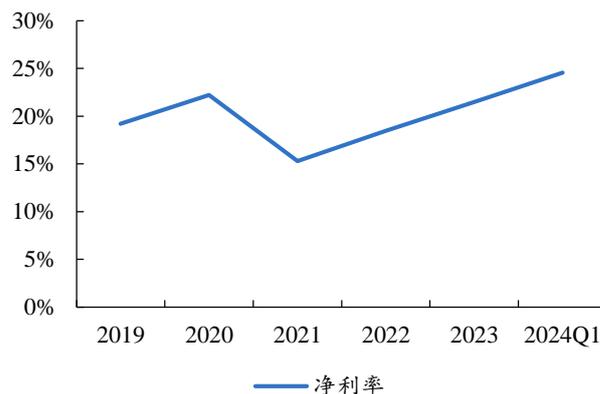
盈利能力方面, 2023年与2024Q1毛利率分别为41.77%和42.83%, 除受益原材料价格波动外, 得益于公司较强的产品技术水平与市场竞争地位、可靠的质量优势。

图18: 2024Q1毛利率42.83%, 创历史新高



数据来源: Wind、开源证券研究所

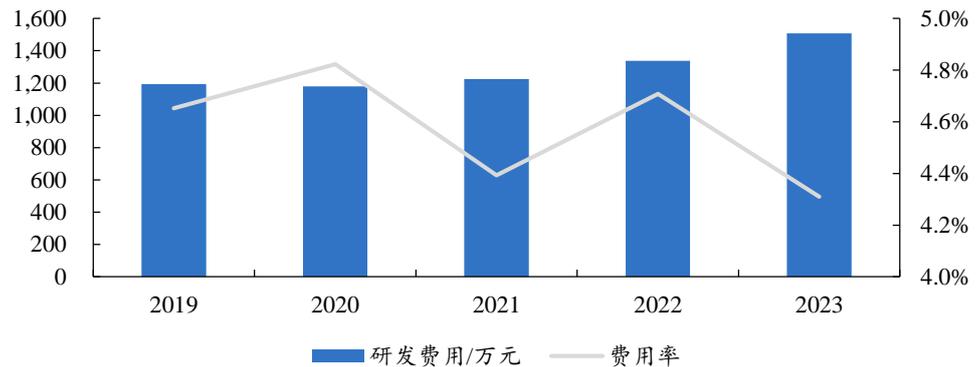
图19: 2023年净利率21.47%, 与毛利率变动趋势相同



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.5、技术研发: 费用率超越4.3%, 参与制定2项行业标准

2021-2023年, 研发费用分别为1224.99、1337.03和1507.60万元, 占当年营业收入的比例分别为4.39%、4.71%和4.31%。被认定为国家级专精特新“小巨人”, 是中国橡胶标委会委员单位、中国橡塑机械协会理事单位, 逐渐成为特种高性能橡胶制品研发制造领域的领军企业。在传统配方和工艺技术基础上, 不断开发创新形成了多种产品的特有配方, 截至2023年12月31日, 拥有79项专利, 其中6项为发明专利。

**图20：2020-2022 年均研发费用率 4.3%以上**


数据来源：Wind、开源证券研究所

参与制定了包含光伏企业主要参考的两项行业标准。具体为 HG/T4070-2008《硅橡胶板》（下游光伏企业主要参考标准）和 HG/T4237-2011《制卡层压机用硅胶缓冲垫》行业标准，客户从硅胶板质量、价格、供货稳定性以及售后服务等维度选择科强股份。

### 3、行业情况：主要竞争对手暂未上市或处海外

根据科强股份公告，在车辆贯通道棚布领域，国外竞争对手以德国康迪泰克为代表；在硅胶板领域的主要竞争对手有江阴天广科技和山东德海友利两家公司。

不同细分领域的橡胶制品企业之间竞争相对较弱。橡胶制品性能的不同使得该产品所需要的配方技术和生产工艺差异较大。橡胶制品企业几乎不可能针对各个领域生产具有高普适性的标准化橡胶制品。

科强股份的特种高性能橡胶“布、带、板”涵盖光伏、轨道工程、石油工程等领域，产品结构无完全对标公司。上市或新三板挂牌公司中，与特种橡塑在储罐密封件存在竞争关系；与双箭股份、三维股份在输送带领域存在竞争关系，但主要应用领域不同；轨道工程方面与天铁股份存在一定竞争，但应用领域不同。

**表13：主要可比公司为双箭股份、三维股份、特种橡塑、天铁股份，但产品结构存在差异性**

公司名称	主要产品	市场地位	研发实力
双箭股份 002381.SZ	棉帆布芯输送带、尼龙帆布芯输送带、聚酯帆布芯输送带、整芯输送带、钢丝绳芯输送带、芳纶输送带和陶瓷输送带等	根据公司年报，公司目前整体国内市场占有率为 13% 左右，输送带业务收入已连续多年蝉联橡胶输送带行业第一，已形成从普通输送带到高端输送带的完整产品链。	研发人员数量 179 人，研发费用率 3.26%，专利数量 120 项
三维股份 603033.SH	输送带、混凝土枕、V 带、轨道板等	公司推进多元化业务布局，已涵盖橡胶输送带、传动 V 带、轨道交通混凝土制品及扣配件、功能性聚酯切片、高强涤纶工业丝、高性能加捻线、合股纱线等。公司 2022 年橡胶行业业务占比约为 35%。	研发人员数量 121 人，研发费用率 1.04%，专利数量 83 项
特种橡塑 873229.NQ	一次密封装置产品和二次密封装置产品等	公司是安徽省高新技术企业。公司主要从事橡胶制品、机械密封制品的研发、生产及销售，主要致力于储罐密封装置的开发。公司主要产品为一次密封装置产品和二次密封装置产品，主要	技术人员数量 22 人，研发费用率 4.94%，专利数量 24

公司名称	主要产品	市场地位	研发实力
天铁股份 300587.SZ	隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴等轨道结构减振产品	客户为中石油、中石化等国内石化、炼油等储运企业。 公司当前主营轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，未来公司将聚焦减振/震业务和锂化物业务双主业发展。产品主要包括隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴等轨道结构减振产品，主要应用于轨道交通领域，涵盖城市轨道交通、高速铁路、重载铁路和普通铁路。	项 研发人员数量 166 人，研发费用率 3.99%，专利数量 196 项

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

#### 4、关键假设、盈利预测与投资建议

**营收增长端**，由于市场价格的不确定性，2024 年我们对于光伏行业营收占比 70% 的硅胶板业务谨慎性地未给予增长，但在棚布业务上有望延续 2023 年的高成长趋势，给予 50% 的成长增速。2025 年假设科强股份布、板、带产品在以气柜和石化密封为代表的多下游特种领域将有效地拓展新市场。但需要注意的是，虽然公司已在细分领域具有领先的市场占有率与较强技术水平带来的议价能力，但由于公司所处橡胶制品产业链通常存在定价年降的规则，以及 2023 年受益的原材料采购价格下降优势或难以长期维持，保守预计 2024-2025 年毛利率将有小幅下降。

由此，我们预计科强股份 2024-2026 年的归母净利润分别为 0.83/0.92/1.03 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.8/11.5/10.3 倍，看好铁路与城市轨道交通、光伏 2024 年维持增长的发展状态，公司享受高市占率的红利，以及未来在石油石化密封罐等多下游特种领域的发展潜力。首次覆盖给予“买入”评级。额外选取橡胶制品多用于特种领域的海达股份与同属北交所市场的橡塑材料与制品企业华密新材进行估值比较，可比公司 PE(2024E)均值 23.9 倍。

表14：可比公司 PE(2024E)均值 23.9 倍，中值 28.1 倍

公司名称	股票代码	最新收盘价(元/股)	最新总市值(亿)	EPS (最新股本摊薄)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
双箭股份	002381	7.42	30.54	0.59	0.73	0.88	1.07	12.6	10.2	8.4	6.9
海达股份	300320	8.83	53.09	0.23	0.31	0.39	0.46	39.2	28.5	22.6	19.2
三维股份	603033	13.14	135.49	0.14	0.45	0.62	0.60	91.6	29.2	21.2	21.9
华密新材	836247	15.52	18.81	0.43	0.56	0.77	0.99	36.3	27.7	20.2	15.7
<b>均值</b>				<b>0.35</b>	<b>0.51</b>	<b>0.67</b>	<b>0.78</b>	<b>44.9</b>	<b>23.9</b>	<b>18.1</b>	<b>15.9</b>
<b>中值</b>				<b>0.33</b>	<b>0.51</b>	<b>0.70</b>	<b>0.80</b>	<b>37.7</b>	<b>28.1</b>	<b>20.7</b>	<b>17.4</b>
科强股份	873665	8.19	10.65	0.58	0.64	0.71	0.80	14.1	12.8	11.5	10.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：华密新材盈利预测选自开源证券研究所，其余为 Wind 一致预期，数据截至 2024.5.27）

#### 5、风险提示

产品毛利率下降风险、下游行业景气度变化风险、市场竞争风险

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	387	645	512	570	595
现金	66	221	82	96	110
应收票据及应收账款	180	239	263	322	329
其他应收款	1	3	1	4	2
预付账款	6	5	8	7	10
存货	79	74	88	103	116
其他流动资产	55	104	68	39	28
<b>非流动资产</b>	160	155	398	490	535
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	126	118	282	390	383
无形资产	28	27	27	26	25
其他非流动资产	6	9	89	74	127
<b>资产总计</b>	547	800	910	1060	1130
<b>流动负债</b>	106	111	138	209	188
短期借款	0	0	5	57	20
应付票据及应付账款	82	88	105	122	138
其他流动负债	24	23	28	30	30
<b>非流动负债</b>	1	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	107	113	140	211	191
少数股东权益	0	7	7	7	7
股本	100	130	130	130	130
资本公积	86	220	220	220	220
留存收益	254	330	400	479	567
<b>归属母公司股东权益</b>	440	680	763	842	933
<b>负债和股东权益</b>	547	800	910	1060	1130

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	41	43	84	61	126
净利润	52	75	83	92	103
折旧摊销	11	12	17	29	36
财务费用	-4	-2	-4	-3	-4
投资损失	-1	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-26	-55	-15	-60	-13
其他经营现金流	8	13	4	5	5
<b>投资活动现金流</b>	-20	-62	-230	-90	-66
资本支出	12	6	260	120	80
长期投资	-9	-57	0	0	0
其他投资现金流	1	1	30	30	14
<b>筹资活动现金流</b>	-30	174	4	-10	-9
短期借款	0	0	5	52	-37
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2	30	0	0	0
资本公积增加	9	134	0	0	0
其他筹资现金流	-40	10	-1	-62	28
<b>现金净增加额</b>	-5	155	-143	-39	51

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	284	350	412	480	549
营业成本	178	204	243	287	328
营业税金及附加	3	4	4	5	6
营业费用	10	12	15	18	20
管理费用	17	21	33	35	40
研发费用	13	15	20	23	27
财务费用	-4	-2	-4	-3	-4
资产减值损失	-5	-6	-5	-6	-7
其他收益	1	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	61	86	94	108	121
营业外收入	0	3	3	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	61	88	97	108	121
所得税	9	13	14	15	17
<b>净利润</b>	52	75	83	92	103
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	52	75	83	92	103
EBITDA	71	95	110	136	156
EPS(元)	0.40	0.58	0.64	0.71	0.80

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.8	23.1	17.9	16.5	14.2
营业利润(%)	31.5	40.5	9.8	14.2	12.1
归属于母公司净利润(%)	23.1	43.6	10.7	10.7	12.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.3	41.8	41.0	40.3	40.2
净利率(%)	18.5	21.5	20.2	19.2	18.9
ROE(%)	11.9	10.9	10.8	10.9	11.0
ROIC(%)	11.6	10.3	10.4	10.1	10.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	19.5	14.1	15.4	19.9	16.9
净负债比率(%)	-14.7	-31.8	-9.8	-4.3	-9.3
流动比率	3.7	5.8	3.7	2.7	3.2
速动比率	2.9	5.1	3.0	2.2	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1.8	1.9	1.9	1.9	2.0
应付账款周转率	2.9	3.4	3.6	3.6	3.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.58	0.64	0.71	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.33	0.64	0.47	0.97
每股净资产(最新摊薄)	3.39	5.23	5.87	6.48	7.18
<b>估值比率</b>					
P/E	20.3	14.1	12.8	11.5	10.3
P/B	2.4	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.7	8.1	8.5	7.4	6.2

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

20/22

## 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