



## 专注绿色制造技术，合成生物学前瞻布局

### ——美邦科技首次覆盖报告

2024年08月09日

- 公司业务结构：**美邦科技成立于2005年，主要从事绿色制造技术的研发、产业化及技术服务。公司目前主要生产四氢呋喃及甲苯氧化系列产品。四氢呋喃主要用于合成聚四氢呋喃，或用作胶粘剂、油墨、树脂、化学品、药品、萃取剂等的反应原料或溶剂；甲苯氧化系列产品广泛应用于医疗、化学合成、日化、纺织、香料、染料、建材、食品饲料添加剂等领域。
- 财务分析：**受下游行业景气回落影响，公司业绩短期承压。2023年公司实现营业收入4.78亿元，实现归母净利润0.23亿元，受行业景气度变化影响四氢呋喃和甲苯氧化系列产品销售价格下降是造成公司2023年营业收入及净利润下滑的主要原因。2024年一季度，公司实现营业收入12,065.68万元，同比增长30.71%；实现归母净利润246.41万元，同比增长210.47%。未来随着公司营收结构的优化和新建产能逐步投产，公司的营业收入和净利润有望重回增长轨道。公司2023年研发费用为2,189.09万元，研发费用率为4.58%，过去三年研发费用率总体稳定。
- 行业及公司项目分析：**（1）四氢呋喃：是芳香族化合物呋喃的完全氢化产物，产业链上游主要原料为BDO，下游主要应用于PTMEG-氨纶产业链以及溶剂、医药中间体市场等。2023年起BDO新增产能陆续投产，产业链景气度回落，四氢呋喃产品价格相较2022年的景气高点有所下降。公司的控股子公司美邦寰宇目前拥有10,000吨四氢呋喃产能，公司全资子公司美邦中科新建的30,000吨项目预计于2024年三季度竣工投产。（2）甲苯氧化系列产品：主要包括苯甲醇、苯甲醛及苯甲酸，是生产工业化学品、医药、农药、香精香料的重要原料。公司控股子公司科林博伦目前拥有30,000吨甲苯氧化系列产品产能。2023年受行业景气度变化影响，甲苯氧化系列产品销售价格有所下降。（3）无汞离子液体催化剂：公司开发的无汞离子液体催化剂系有望成为目前电石法PVC行业低汞催化剂的有效替代，全资子公司美邦中科新建的1,000吨无汞离子液体催化剂项目预计于2024年三季度竣工达到生产条件。（4）技术解决方案业务：直接面向终端客户，通过专利许可或工艺包+关键设备+催化剂模式，公司已实现持续的服务提供与产品销售。（5）其他业务储备：除现有产业化技术和产品外，公司在生物酶法尼龙56、HPPO法环氧丙烷等绿色制造技术研发方面已取得阶段性进展。在合成生物学领域，公司已开发出小分子肝素、磷酸吡哆醛（PLP）、胞磷胆碱等医药、保健品新技术等多个处于小试、中试阶段的绿色生物制造技术，处于产业化技术储备阶段。
- 投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为5.96/7.06/7.79亿元，同比分别增长24.69%/18.46%/10.34%。归母净利润分别为0.42/0.49/0.55亿元，同比分别增长85.86%/17.63%/12.34%，对应市盈率分别为18/15/14倍。我们认为，公司长期专注于绿色制造技术的研发、产业化及技术服务，主要产品和技术具有低污染、高经济效益的特点，并在无汞离子液体催化剂、合成生物学领域进行前瞻性布局，公司的营收结构有望持续优化。我们首次给予“推荐”的投资评级。

美邦科技 (832471.BJ)

推荐 首次评级

#### 分析师

范想想

☎: 010-8092-7663

✉: fanxiangxiang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518090002

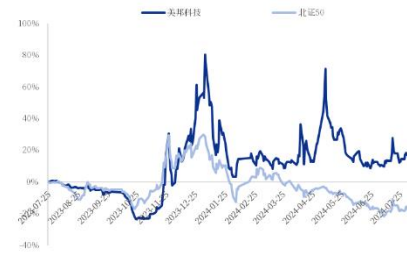
#### 市场数据

2024-08-09

|            |           |
|------------|-----------|
| 股票代码       | 832471.BJ |
| A股收盘价(元)   | 9.09      |
| 上证指数       | 2,862.19  |
| 总股本(万股)    | 8,320.00  |
| 实际流通A股(万股) | 2,858.41  |
| 流通A股市值(亿元) | 2.60      |

#### 相对北证50表现图

2024-08-09



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 【银河北交所】2024年展望：政策助力北交所加快发展，市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024 中期策略\_新质生产力赋能北证，关注央企投资价值

- **风险提示：**原材料价格波动风险；下游需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；新产品开发进度不及预期的风险。

## 主要财务指标预测

|            | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 478    | 596   | 706   | 779   |
| 收入增长率%     | -15.32 | 24.69 | 18.46 | 10.34 |
| 归母净利润(百万元) | 23     | 42    | 49    | 55    |
| 利润增速%      | -63.75 | 85.86 | 17.63 | 12.34 |
| 毛利率%       | 17.05  | 19.63 | 19.41 | 19.51 |
| 摊薄 EPS(元)  | 0.27   | 0.50  | 0.59  | 0.67  |
| PE         | 33.51  | 18.03 | 15.33 | 13.64 |
| PB         | 1.36   | 1.27  | 1.18  | 1.08  |
| PS         | 1.58   | 1.27  | 1.07  | 0.97  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

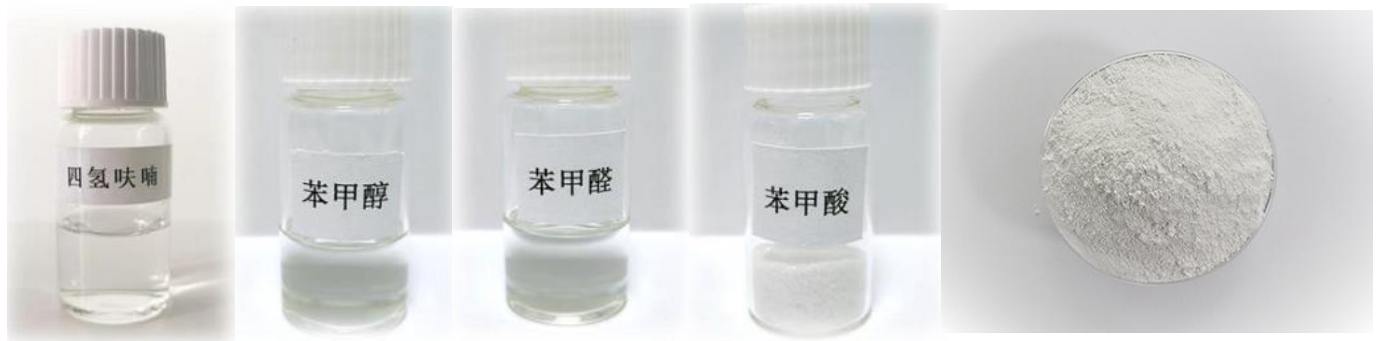
|                    |    |
|--------------------|----|
| 一、 公司业务结构 .....    | 4  |
| 二、 公司财务分析 .....    | 5  |
| 三、 公司项目及行业分析 ..... | 7  |
| 四、 盈利预测和投资评级 ..... | 9  |
| 五、 风险提示 .....      | 10 |

## 一、公司业务结构

美邦科技成立于 2005 年，主要从事绿色制造技术的研发、产业化及技术服务。公司控股子公司科林博伦、美邦寰宇均为高新技术企业，其中科林博伦获得国家级专精特新“小巨人”企业认定。高文杲,张玉新,金作宏,张利岗,付海杰,张卫国,刘东,马记为公司的实际控制人,8 人于 2014 年 12 月 31 日签署《一致行动协议》，且均担任公司及（或）控股子公司的董事、监事、高级管理人员职务。

在产业化产品方面，公司目前主要生产四氢呋喃及甲苯氧化系列产品。四氢呋喃是重要的有机合成原料和性能优良的溶剂，主要用于合成聚四氢呋喃，或用作胶粘剂、油墨、树脂、化学品、药品、萃取剂等的反应原料或溶剂，广泛应用于化工、医药、农药、纺织、实验室等领域；甲苯氧化系列产品主要包括苯甲醇、苯甲醛及苯甲酸，是生产工业化学品、医药、农药、香精香料的重要原料，广泛应用于医疗、化学合成、日化、纺织、香料、染料、建材、食品饲料添加剂等领域。

图1：公司部分产品展示



资料来源：公司官网、招股说明书，中国银河证券研究院

从 2023 年公司主营业务构成看，精细化工品仍然是公司的主要营收来源。2023 年公司前五大供应商的采购占比为 64.62%，公司前五大供应商主要为科林博伦的甲苯供应商和美邦寰宇的 LBDO 供应商；公司前五大客户的销售占比为 13.98%，不存在对单一客户的销售依赖。公司的精细化工产品业务主要采取直接销售模式，下游客户既包括生产企业，也包括化工品贸易企业；技术解决方案业务直接面向终端客户，通过直接与用户进行洽谈、协商获取订单。

表1：公司主营业务构成（百万元）

|            | 2023   | 2022   | 2021   | 2020   |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 精细化工产品     | 437.22 | 519.49 | 512.74 | 269.22 |
| --甲苯氧化系列产品 | --     | 284.53 | 222.53 | 179.47 |
| ---苯甲醇     | --     | 125.70 | 109.52 | 100.93 |
| ---苯甲醛     | --     | 134.74 | 110.37 | 77.00  |
| ---苯甲酸     | --     | 24.09  | 2.63   | 1.54   |
| --其他产品     | --     | 11.07  | 3.44   | 1.61   |
| --四氢呋喃     | --     | 223.89 | 286.77 | 88.14  |
| 综合解决方案     | 40.39  | 40.26  | 18.54  | 43.90  |
| --催化剂      | --     | 4.41   | 7.45   | 6.97   |
| --关键设备     | --     | 34.98  | 11.09  | 34.13  |
| --技术许可/服务  | --     | 0.87   | --     | 2.80   |
| 其他业务收入     | 0.37   | 4.71   | 5.74   | 3.77   |
| 合计         | 477.98 | 564.46 | 537.02 | 316.89 |

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

表2: 公司主要供应商与客户情况

|             | 2023 |                       | 2022   |                       | 2021   |                       |        |
|-------------|------|-----------------------|--------|-----------------------|--------|-----------------------|--------|
|             | 公司名称 | 占采购/销售总额比             | 公司名称   | 占采购/销售总额比             | 公司名称   | 占采购/销售总额比             |        |
| 供<br>应<br>商 | 1    | 重庆天旭化工有限公司            | 25.95% | 常州市化工轻工材料总公司          | 14.15% | 常州市化工轻工材料总公司          | 12.88% |
|             | 2    | 南通化工轻工股份有限公司          | 16.59% | 中国石化化工销售有限公司<br>华中分公司 | 11.59% | 南通化工轻工股份有限公司          | 12.23% |
|             | 3    | 中国石化化工销售有限公司<br>华中分公司 | 10.50% | 南通化工轻工股份有限公司          | 9.53%  | 重庆天旭化工有限公司            | 9.32%  |
|             | 4    | 远大石油化学有限公司            | 6.15%  | 邢台市茂新化工产品有限公司         | 6.16%  | 中国石化化工销售有限公司<br>华中分公司 | 7.76%  |
|             | 5    | 金澳科技(湖北)化工有限公司        | 5.43%  | 重庆天旭化工有限公司            | 5.80%  | 内蒙古东源科技集团有限公司         | 6.29%  |
|             |      | 合计                    | 64.62% | 合计                    | 47.23% | 合计                    | 48.48% |
| 客<br>户      | 1    | 绍兴佳英感光材料科技有限公司        | 3.60%  | 福建永荣科技有限公司            | 6.07%  | 烟台开发区天汇化工原料有限公司       | 6.80%  |
|             | 2    | 第二名                   | 2.90%  | 烟台开发区天汇化工原料有限公司       | 5.96%  | 齐鲁制药集团有限公司            | 4.12%  |
|             | 3    | 浙江云涛生物技术股份有限公司        | 2.58%  | 浙江云涛生物技术股份有限公司        | 3.67%  | 山东丰仓化工有限公司            | 3.30%  |
|             | 4    | 齐鲁制药集团有限公司            | 2.46%  | 绍兴佳英感光材料科技有限公司        | 3.45%  | 天津宇田科贸有限公司            | 3.12%  |
|             | 5    | 马鞍山科思化学有限公司           | 2.44%  | 齐鲁制药集团有限公司            | 3.27%  | 南亚塑胶工业股份有限公司          | 2.94%  |
|             |      | 合计                    | 13.98% | 合计                    | 22.42% | 合计                    | 20.28% |

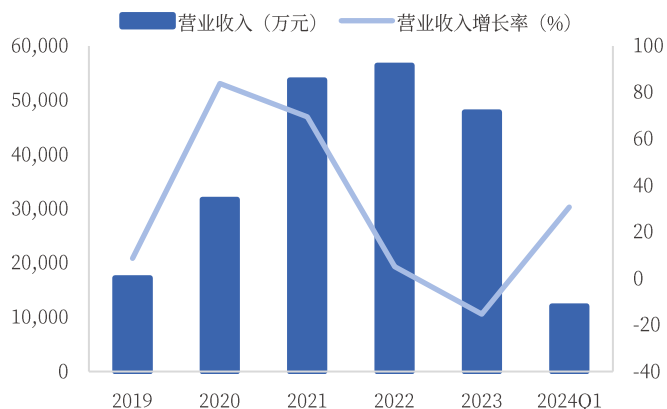
资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

## 二、公司财务分析

受下游行业景气回落影响，公司业绩短期承压。公司 2019-2023 年分别实现营业收入 1.72/3.17/5.37/5.64/4.78 亿元，复合增长率为 29.04%；2019-2023 年分别实现归母净利润 0.25/0.19/1.02/0.62/0.23 亿元。2022 年上半年，四氢呋喃所处的 BDO 产业链景气度达到了历史高点，2023 年 BDO 及四氢呋喃产业链景气度较上年同期高位正常回落，销售价格下降，公司 2023 年四氢呋喃销售均价为 1.12 万元/吨（不含税），相较 2022 年四氢呋喃销售均价 2.37 万元/吨（不含税）下降了 1.25 万元/吨（不含税），下降比例为 52.74%。公司四氢呋喃产品主要原材料 LBDO 采购价格较 2022 年下降了 53.94%，四氢呋喃产品平均成本较 2022 年下降了 39.66%。此外，受产线检修、下游企业开工率下降等因素的影响，2023 年四氢呋喃销量为 9,193.45 吨，较上年同期四氢呋喃销量 9,459.03 吨下降了 265.58 吨。上述因素致使四氢呋喃产品 2023 收入同比减少 12,057.27 万元，毛利减少 7,331.70 万元。四氢呋喃销售价格的下降是造成公司 2023 年营业收入及净利润较上年大幅下滑的主要原因，此外甲苯氧化系列主要产品受行业景气度变化的影响，销售价格下降，对公司利润也造成一定影响。

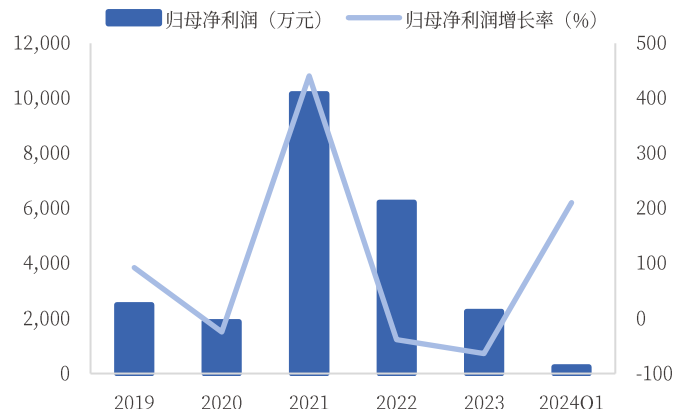
2024 年一季度，公司实现营业收入 12,065.68 万元，同比增长 30.71%；实现归母净利润 246.41 万元，同比增长 210.47%。未来随着公司营收结构的优化和新建产能逐步投产，公司的营业收入和净利润有望重回增长轨道。

图2：公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

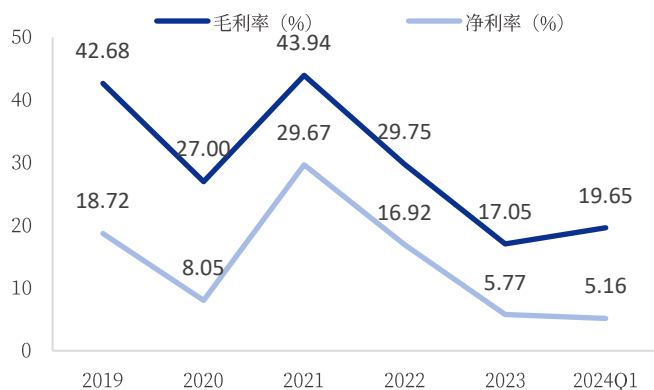
图3：公司归母净利润及增速变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

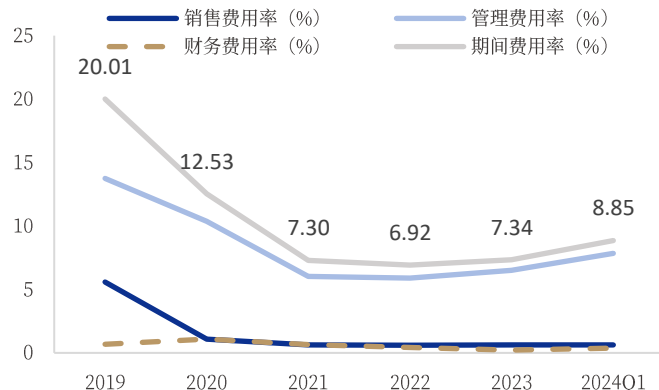
盈利能力短期承压、费用控制总体稳定。2024 年一季度，公司毛利率为 19.65%，净利率为 5.16%，受到公司主要产品四氢呋喃、甲苯氧化系列产品价格回落影响，公司盈利能力短期承压。2024 年一季度，公司期间费用率为 8.85%，近年来公司费用控制总体稳定。

图4：公司销售毛利率及净利率变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：公司各项费用率变化

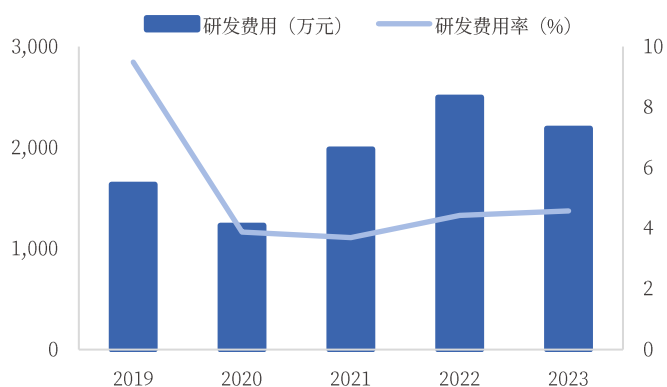


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

研发费用率总体稳定，募投产能助力产品结构优化。公司 2023 年研发费用为 2,189.09 万元，研发费用率为 4.58%，过去三年研发费用率总体稳定。2023 年公司共计申请国家专利 13 件，其中发明专利 7 件，实用新型专利 6 件；获得授权国家专利 17 件，其中发明专利 10 件，实用新型专利 7 件。其中控股子公司科林博伦发明专利“一种制备苯甲醛的方法”获得湖北省知识产权局组织的第三届高价值专利大赛优秀奖，“过氧化氢直接氧化丙烯制备环氧丙烷 (HPPO) 绿色工艺技术”技术成果经河南省化工学会评定达到“国际先进”水平。

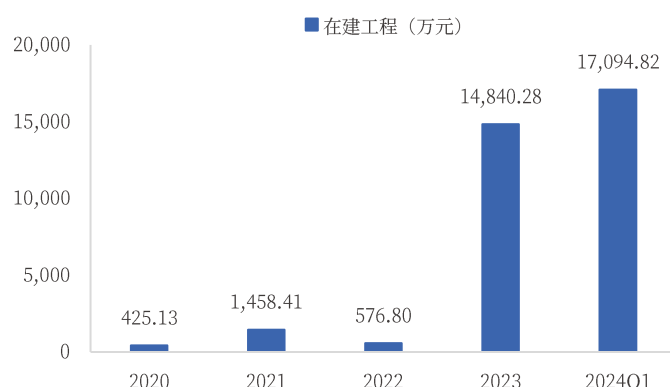
2023 年公司的在建工程金额大幅增加，当前公司募投项目 3 万吨/年四氢呋喃、1000 吨/年离子液催化剂项目按计划如期进行，土建及主体工程建设已基本完成，四氢呋喃主装置设备全部就位，预计将于 2024 年三季度竣工投产。

图6: 公司研发费用及研发费用率情况



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

图7: 公司在建工程情况



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

### 三、公司项目及行业分析

#### 1. 绿色化工行业概况

我国化工行业发展迅速,目前已拥有全球最大的市场规模,但绿色化工技术方兴未艾。绿色化工生产技术和绿色化学是当今化工领域的前沿学科,以绿色化学原则为指引,其显著特征是面向工业应用,追求高转化率、高选择性和能源的高效利用,原料、介质和产品的无毒或低毒,废弃物、副产物排放最小等,总体目标是经济效益和环境效益的协调最优。基于反应与分离在化工生产过程中的核心地位,现代绿色化工生产技术研究多以反应与分离过程为立足点,从原料、能源、反应介质、装置、催化剂、分离技术及过程强化等方面提高生产过程的环保与绿色属性。

由于我国在绿色化工方面的研究与应用起步较晚,目前技术应用程度相较部分发达国家仍有一定差距。此外,科研成果的产业化转化是我国研发链条中的薄弱环节,国内化工、新材料产业关键技术渗透缓慢,生产过程高耗能、高污染、低资源利用率等问题仍然突出,亟待一批新型催化、反应、分离、过程强化等领域的关键技术突破与科技成果有效落地,实现行业的绿色化、生态化、高质量发展。

#### 2. 四氢呋喃行业及公司项目情况

四氢呋喃(THF)是芳香族化合物呋喃的完全氢化产物,一般为无色、可与水混溶、在常温常压下具有较小粘稠度的有机液体。四氢呋喃是重要的有机合成原料和性能优良的溶剂,主要用于合成聚四氢呋喃,或用作胶粘剂、油墨、树脂、化学品、药品、萃取剂等的反应原料或溶剂,广泛应用于化工、医药、农药、纺织、实验室等领域。

四氢呋喃作为BDO产业链的重要组成部分,上游主要原料为BDO,下游主要应用于PTMEG-氨纶产业链以及溶剂、医药中间体市场等。氨纶具有改善织物弹性和保持形状的良好性能,被广泛应用于高弹性、高性能服装的生产制造之中,其作为四氢呋喃的主要下游市场被普遍认可具备良好的发展前景。流通市场方面,四氢呋喃作为“万能溶剂”和重要的化工原料在多种细分领域应用前景广阔,其中表面涂料、防腐涂料、医药中间体等行业在建筑、防腐、包装、汽车和医药等终端领域稳步发展的背景下有望长期受益,对四氢呋喃溶剂的需求相应提升。市场供给方面,四氢呋喃上游主要原料BDO作为重要化工原料,在下游氨纶、可降解塑料PBAT、锂电材料N-甲基吡咯烷酮(NMP)等行业快速发展的情况下已进入产能扩张阶段,将为四氢呋喃生产提供更充分的原料供给。自2023年年初开始,BDO新增产能陆续投产,对现有供需关系产生冲击导致BDO产业链景气度回落,四氢呋喃产品价格相较2022年的景气高点有所下降。

公司的四氢呋喃产品采用的LBDO提纯法,以BDO生产及利用过程中的副产品或粗加工产品

LBDO 为原料生产高品质四氢呋喃,在降低产业链污染物排放及碳排放的同时实现了资源综合利用。公司控股子公司美邦寰宇目前拥有 10,000 吨四氢呋喃产能,下游客户以溶剂等流动市场为主。此外,公司全资子公司美邦中科新建的 30,000 吨四氢呋喃产能募投项目已基本完成土建及主体工程建设,四氢呋喃主装置设备全部就位,预计于 2024 年三季度竣工投产。公司募投项目将生产高品质的四氢呋喃,计划未来主要供给氨纶市场,目前公司已与聚四氢呋喃及氨纶生产商晓星氨纶(宁夏)有限公司等建立了合作关系,并持续拓展新客户。

### 3. 甲苯氧化物行业及公司项目概况

甲苯氧化系列产品是以甲苯为主要原料制得的一类有机化合物,主要包括苯甲醇、苯甲醛及苯甲酸,是生产工业化学品、医药、农药、香精香料的重要原料。苯甲醇主要应用于环氧树脂的生产,在国家鼓励绿色能源发展的背景下,复合材料在风电行业的应用前景广阔,环氧树脂需求量具有上升空间。此外,苯甲醇作为溶剂、增塑剂、防腐剂在香料、肥皂、药物、染料等行业的普及也将推动行业稳定、持续发展。2023 年受行业景气度变化影响,甲苯氧化系列产品销售价格有所下降。

公司控股子公司科林博伦目前拥有 30,000 吨甲苯氧化系列产品产能。公司采用自主研发的甲苯空气氧化法工艺联产苯甲醇、苯甲醛等产品,从源头解决了传统氯化法高排放、高腐蚀性、产品含氯等问题,制得产品质量高、不含氯,在高端市场领域具有显著应用优势。

### 4. 无汞离子液体催化剂行业及公司项目概况

当前我国电石法聚氯乙烯行业在氯乙烯合成中多数采用低汞催化剂进行生产,存在严重的汞污染问题。现有氯乙烯单套生产装置采用气固反应催化剂体系,传质传热效果差,单套装置产能低且设备占地面积大,催化剂体系亟待改良。在国际《关于汞的水俣公约》要求淘汰汞产品、我国大力推进电石法 PVC 行业无汞化工作的背景下,无汞催化剂的应用前景十分可观。

公司开发的无汞离子液体催化剂有望成为目前电石法 PVC 行业低汞催化剂的有效替代,与该催化剂配套的“乙炔氢氯化合成 VCM 的无汞离子液体催化剂与气液催化反应工艺及装置”技术,获得河北省科学技术厅“国际领先水平”认证,能够满足 PVC 行业催化剂无汞化及单台转化装置大型化的迫切需求,该技术已完成工业侧线验证,目前处于工业化推广阶段。公司全资子公司美邦中科新建的 1,000 吨无汞离子液体催化剂项目已基本完成土建及主体工程建设,预计于 2024 年三季度竣工达到生产条件。

### 5. 公司解决方案业务概况

近年来化工行业在清洁生产领域虽然取得了明显成就,但仍然面临反应过程原料利用效率偏低、生产污染物排放严重、废弃物处置与回收过程技术水平低等问题,这成为制约我国化工、新材料产业发展的主要因素。

公司技术解决方案业务直接面向终端客户,通过专利许可或工艺包+关键设备+催化剂模式,针对客户的不同需求,提供技术方案设计、技术咨询服务、运营技术支持与售后服务,并提供反应、分离系统及其他设备以及催化剂、膜元件等关键材料的生产销售。在己内酰胺等应用领域,公司已实现持续的服务提供与产品销售。

### 6. 公司其他业务储备

除现有产业化技术和产品外,公司在生物酶法尼龙 56、HPPO 法环氧丙烷等绿色制造技术研发方面已取得阶段性进展。在合成生物学领域,公司将以先进绿色制造技术研发为基础,持续为生物健康领域提供绿色关键技术解决方案,将生物合成技术与公司优势技术相结合,目前建有生物企业技术中心及生物中试平台,已开发出小分子肝素、磷酸吡哆醛(PLP)、胞磷胆碱等医药、保健品新技术等多个处于小试、中试阶段的绿色生物制造技术,处于产业化技术储备阶段。



## 四、盈利预测和投资评级

我们主要依据美邦科技的主营业务构成将公司业务拆分为精细化工产品、综合解决方案、其他业务收入 3 个部分进行盈利测算。

(1) 精细化工产品：公司的精细化工产品主要包括四氢呋喃和甲苯氧化系列产品。随着美邦中科新建的 30,000 吨四氢呋喃产能募投项目建成投产，预计精细化工产品业务未来仍将是公司的主要营收来源之一。我们预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 5.34/6.25/6.87 亿元。

(2) 综合解决方案：公司通过专利许可或工艺包+关键设备+催化剂模式，在己内酰胺等应用领域实现持续的服务提供与产品销售。我们预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 0.59/0.70/0.78 亿元。

(3) 其他业务收入：占比较小，预计 2024-2026 年营业收入分别为 0.04/0.11/0.14 亿元。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.96/7.06/7.79 亿元，同比分别增长 24.69%/18.46%/10.34%。归母净利润分别为 0.42/0.49/0.55 亿元，同比分别增长 85.86%/17.63%/12.34%，对应市盈率分别为 18/15/14 倍。我们认为，公司长期专注于绿色制造技术的研发、产业化及技术服务，主要产品和技术具有低污染、高经济效益的特点，并在无汞离子液体催化剂、合成生物学领域进行前瞻性布局，公司的营收结构有望持续优化。我们首次给予“推荐”的投资评级。

表3：分业务预测（百万元）

| 产品名称    | 项目   | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E  |
|---------|------|---------|---------|---------|--------|
| 精细化工产品  | 营业收入 | 437.22  | 533.59  | 624.85  | 686.74 |
|         | YOY  | -15.84% | 22.04%  | 17.10%  | 9.90%  |
| 综合解决方案  | 营业收入 | 40.39   | 58.73   | 70.26   | 78.13  |
|         | YOY  | 0.33%   | 45.41%  | 19.63%  | 11.20% |
| 其他业务    | 营业收入 | 0.37    | 3.68    | 10.89   | 14.13  |
|         | YOY  | -92.11% | 890.42% | 195.92% | 29.75% |
| 营业收入合计  |      | 478     | 596     | 706     | 779    |
| YOY     |      | -15.32% | 24.69%  | 18.46%  | 10.34% |
| 归母净利润合计 |      | 23      | 42      | 49      | 55     |
| YOY     |      | -63.75% | 85.86%  | 17.63%  | 12.34% |
| EPS (元) |      | 0.27    | 0.50    | 0.59    | 0.67   |
| PE (倍)  |      | 33.51   | 18.03   | 15.33   | 13.64  |

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## 五、风险提示

---

原材料价格波动风险；下游需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；新产品开发进度不及预期的风险。

## 图表目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 图 1: 公司部分产品展示.....        | 4 |
| 图 2: 公司收入规模及增速变化 .....    | 6 |
| 图 3: 公司归母净利润及增速变化 .....   | 6 |
| 图 4: 公司销售毛利率及净利率变化 .....  | 6 |
| 图 5: 公司各项费用率变化 .....      | 6 |
| 图 6: 公司研发费用及研发费用率情况 ..... | 7 |
| 图 7: 公司在建工程情况.....        | 7 |
| <br>                      |   |
| 表 1: 公司主营业务构成 (百万元) ..... | 4 |
| 表 2: 公司主要供应商与客户情况 .....   | 5 |
| 表 3: 分业务预测 (百万元) .....    | 9 |

附录：

公司财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2023A  | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|--------|---------|---------|---------|
| 流动资产       | 437.78 | 537.42  | 637.03  | 743.63  |
| 现金         | 101.98 | 186.47  | 246.88  | 329.29  |
| 应收账款       | 39.09  | 49.15   | 58.54   | 64.91   |
| 其它应收款      | 1.33   | 1.20    | 1.43    | 1.57    |
| 预付账款       | 4.22   | 5.10    | 6.06    | 6.68    |
| 存货         | 70.62  | 86.95   | 103.41  | 114.07  |
| 其他         | 220.54 | 208.54  | 220.71  | 227.10  |
| 非流动资产      | 516.19 | 521.83  | 528.14  | 520.56  |
| 长期投资       | 3.31   | 0.54    | -0.73   | -2.30   |
| 固定资产       | 283.34 | 324.50  | 350.19  | 361.56  |
| 无形资产       | 36.56  | 35.69   | 34.82   | 33.96   |
| 其他         | 192.99 | 161.10  | 143.86  | 127.34  |
| 资产总计       | 953.96 | 1059.25 | 1165.16 | 1264.19 |
| 流动负债       | 248.26 | 308.75  | 354.41  | 385.75  |
| 短期借款       | 55.20  | 65.20   | 75.20   | 85.20   |
| 应付账款       | 98.04  | 114.45  | 132.79  | 142.85  |
| 其他         | 95.02  | 129.09  | 146.41  | 157.70  |
| 非流动负债      | 35.80  | 35.21   | 35.21   | 35.21   |
| 长期借款       | 11.65  | 11.65   | 11.65   | 11.65   |
| 其他         | 24.15  | 23.56   | 23.56   | 23.56   |
| 负债合计       | 284.06 | 343.95  | 389.62  | 420.96  |
| 少数股东权益     | 112.06 | 121.33  | 132.23  | 144.49  |
| 归属母公司股东权益  | 557.85 | 593.96  | 643.31  | 698.74  |
| 负债和股东权益    | 953.96 | 1059.25 | 1165.16 | 1264.19 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|---------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流    | 3.74    | 127.58 | 102.11 | 113.87 |
| 净利润        | 27.56   | 51.22  | 60.25  | 67.69  |
| 折旧摊销       | 41.53   | 39.27  | 43.22  | 46.52  |
| 财务费用       | 3.02    | 1.81   | 2.11   | 2.41   |
| 投资损失       | 0.56    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营运资金变动     | -69.68  | 35.86  | -2.99  | -2.30  |
| 其它         | 0.76    | -0.57  | -0.48  | -0.44  |
| 投资活动现金流    | -169.57 | -45.21 | -49.60 | -39.05 |
| 资本支出       | -124.19 | -50.83 | -50.88 | -40.62 |
| 长期投资       | -46.18  | 2.77   | 1.28   | 1.57   |
| 其他         | 0.80    | 2.85   | 0.00   | 0.00   |
| 筹资活动现金流    | 103.61  | 2.02   | 7.89   | 7.59   |
| 短期借款       | -4.87   | 10.00  | 10.00  | 10.00  |
| 长期借款       | 3.05    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他         | 105.44  | -7.98  | -2.11  | -2.41  |
| 现金净增加额     | -62.04  | 84.49  | 60.40  | 82.41  |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表(百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 477.98 | 596.00 | 706.00 | 779.00 |
| 营业成本     | 396.49 | 479.00 | 569.00 | 627.00 |
| 营业税金及附加  | 2.65   | 3.31   | 3.92   | 4.32   |
| 营业费用     | 2.95   | 3.66   | 4.33   | 4.78   |
| 管理费用     | 31.08  | 36.61  | 43.37  | 47.85  |
| 财务费用     | 1.04   | 0.28   | -0.69  | -1.30  |
| 资产减值损失   | -3.52  | -0.10  | 0.08   | 0.04   |
| 公允价值变动收益 | 1.03   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益    | -0.56  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业利润     | 29.28  | 54.41  | 64.00  | 71.90  |
| 营业外收入    | 0.06   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业外支出    | 0.60   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 利润总额     | 28.75  | 54.41  | 64.00  | 71.90  |
| 所得税      | 1.19   | 3.19   | 3.75   | 4.22   |
| 净利润      | 27.56  | 51.22  | 60.25  | 67.69  |
| 少数股东损益   | 4.99   | 9.27   | 10.91  | 12.25  |
| 归属母公司净利润 | 22.57  | 41.95  | 49.34  | 55.43  |
| EBITDA   | 70.37  | 93.95  | 106.53 | 117.13 |
| EPS(元)   | 0.27   | 0.50   | 0.59   | 0.67   |

| 主要财务比率    | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入增速    | -15.32% | 24.69%  | 18.46%  | 10.34%  |
| 营业利润增速    | -71.19% | 85.84%  | 17.63%  | 12.34%  |
| 归属母公司净利润增 | -63.75% | 85.86%  | 17.63%  | 12.34%  |
| 毛利率       | 17.05%  | 19.63%  | 19.41%  | 19.51%  |
| 净利率       | 4.72%   | 7.04%   | 6.99%   | 7.12%   |
| ROE       | 4.05%   | 7.06%   | 7.67%   | 7.93%   |
| ROIC      | 3.79%   | 6.40%   | 6.81%   | 6.98%   |
| 资产负债率     | 29.78%  | 32.47%  | 33.44%  | 33.30%  |
| 净负债比率     | -3.43%  | -13.62% | -19.07% | -26.12% |
| 流动比率      | 1.76    | 1.74    | 1.80    | 1.93    |
| 速动比率      | 1.40    | 1.46    | 1.52    | 1.65    |
| 总资产周转率    | 0.53    | 0.59    | 0.63    | 0.64    |
| 应收账款周转率   | 11.21   | 13.51   | 13.11   | 12.62   |
| 应付账款周转率   | 4.72    | 4.51    | 4.60    | 4.55    |
| 每股收益      | 0.27    | 0.50    | 0.59    | 0.67    |
| 每股经营现金    | 0.05    | 1.53    | 1.23    | 1.37    |
| 每股净资产     | 6.70    | 7.14    | 7.73    | 8.40    |
| P/E       | 33.51   | 18.03   | 15.33   | 13.64   |
| P/B       | 1.36    | 1.27    | 1.18    | 1.08    |
| EV/EBITDA | 14.19   | 7.01    | 5.71    | 4.58    |
| P/S       | 1.58    | 1.27    | 1.07    | 0.97    |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

范想想 北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018 年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第 14 届机器人大赛团体第一名，FPM 学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准   | 评级               | 说明                      |
|--|------------------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级             | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上       |
|  |                  | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间   |
|  |                  | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |
| 公司评级   |                  | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上       |
|  |                  | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
|  |                  | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间    |
|  | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上 |                         |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn