

**中信证券研究部**


**陈俊斌**  
 首席制造产业  
 分析师  
 S1010512070001



**李景涛**  
 汽车分析师  
 S1010520120003



**尹欣驰**  
 汽车行业首席  
 分析师  
 S1010519040002



联系人：李子俊

<b>敏实集团</b>	<b>00425.HK</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	41.45 港元
目标价	56.10 港元
总股本	1,160 百万股
港股流通股	1,160 百万股
52周最高/最低价	40.6/15.9 港元
近1月绝对涨幅	15.76%
近6月绝对涨幅	75.83%
近12月绝对涨幅	42.35%

**核心观点**

**公司是全球最大的汽车外饰件供应商之一，电动化、智能化相关产品布局开始收获：铝电池盒有望于2025年实现“百亿”目标，雷达罩和发光标牌等创新外饰产品落地顺利。公司拟于A股发行股份，助力主营业务长远发展，未来成长空间可期。上调公司2020/21/22年EPS预测至1.03/1.57/2.09元，给予2021年30倍PE的估值，对应目标价56.10港元，维持“买入”评级。**

■ **公司是全球领先的汽车外饰供应商。**2020年上半年，公司实现营收48.5亿元，同比-20.9%；实现归母净利润3.9亿元，同比-55.9%。公司上半年营收和净利润显著下滑，主要系受全球疫情影响。公司是全球最大的汽车外饰件供应商之一，且不断拓展铝合金电池盒、ACC盖板和发光标牌等创新产品。2020年上半年，公司新业务承接订单达51亿元，创下历史新高；且其中创新产品的占比达到63%，同为历史新高。2020年12月1日公司发布公告，拟于A股发行不高于已发行股份15%的新股，募集资金计划用于主业拓展，为未来发展蓄力。

■ **公司电池盒新业务，目标打造“新百亿”。**电池盒是新能源汽车动力电池的承载件，根据我们测算，全球铝电池盒2019年行业规模约为71亿元，2025年有望达到400亿元，6年CAGR为34%。行业主要参与者有本特勒、凌云股份和华域汽车等。公司2017年开始进军铝电池盒市场，并于2019年提出了2025年电池盒营业额达到100亿元的目标。公司已经获得大众、宝马、戴姆勒、本田等全球主流整车厂的铝电池盒订单，且根据公司测算，目前公司为全球铝电池盒在手订单金额最大的供应商。公司国内安吉、郑州等生产基地已经投产，欧洲塞尔维亚工厂目前正在建设当中，铝电池盒全球布局逐渐完善。

■ **公司新兴外饰业务，快速放量增长。**随着汽车电动化、智能化的不断发展，外饰系统的设计也在不断发生变化：电动汽车不再需要进气格栅，前脸设计需要新元素替代；汽车搭载的毫米波雷达要求覆盖外饰具有良好的透波性，甚至需要加热和清洗功能。我们预计毫米波雷达罩行业2025年规模有望达到97.3亿元，5年CAGR为40%。2020年6月，公司与全球雷达龙头德国海拉集团签署了合资协议，共同研发、生产和销售雷达罩和发光标牌产品。敏实海拉合资企业落户浙江嘉兴，2020年下半年开始投产，未来还将进一步加大雷达罩的产能投入，以满足新订单需求。

■ **风险因素：**合资公司建设低于预期；中国及全球乘用车销量不达预期；整车厂大幅压价导致产品毛利率下降；新产品开发速度低于预期。

■ **投资建议：**公司是全球最大的汽车外饰件供应商之一，电动化、智能化相关产品布局开始收获：铝电池盒有望于2025年实现“百亿”目标，雷达罩和发光标牌等创新外饰产品落地顺利。公司拟于A股发行股份，募资助力主营业务长远发展，未来成长空间可期。上调公司2020/21/22年净利润预测至11.95/18.15/24.2亿元（原预测为11.05/15.62/18.88亿元），对应EPS预测1.03/1.57/2.09元，给予2021年30倍PE的估值，对应目标价56.10港元（港币兑人民币汇率为0.8343），维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,553.20	13,198.19	12,367.37	14,827.67	16,642.14
营业收入增长率	10.3%	5.1%	-6.3%	19.9%	12.2%
净利润(百万元)	1,660.64	1,711.59	1,195.10	1,815.18	2,420.10
净利润增长率	-18.0%	3.1%	-30.2%	51.9%	33.3%
每股收益EPS(基本)(元)	1.43	1.48	1.03	1.57	2.09
毛利率%	32.0%	31.2%	28.4%	30.0%	32.0%
净资产收益率ROE%	12.5%	11.8%	7.9%	11.3%	13.8%
每股净资产(元)	11.50	12.52	12.97	13.91	15.16
PE	24	23	34	22	17
PB	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2021年1月20日收盘价

## 目录

公司是全球领先的汽车外饰供应商 .....	1
外饰业务快速发展，全球市占领先.....	1
积极布局创新产品，拥抱汽车智能化、电动化升级 .....	2
<b>电池盒——目标打造新“百亿” .....</b>	<b>3</b>
电池盒是新能源车的必备组件，保护电池模块.....	3
敏实集团铝合金电池盒业务进展情况 .....	4
<b>新兴外饰业务快速放量.....</b>	<b>6</b>
<b>风险因素 .....</b>	<b>8</b>
<b>投资建议 .....</b>	<b>8</b>

## 插图目录

图 1: 2020H1 公司分业务营收情况.....	1
图 2: 2020H1 公司分地区营收情况.....	1
图 3: 公司 2020H1 按客户所在地划分 .....	2
图 4: 公司全球布局 .....	2
图 5: 公司创新产品一览.....	2
图 6: 公司新业务承接屡创新高 (单位: 亿元) .....	3
图 7: 公司近三年至今新增专利数量 (单位: 项) .....	3
图 8: 电池盒的结构图 .....	3
图 9: 特斯拉 Model3 铝电池盒.....	3
图 10: 电池盒市场空间测算 (单位: 亿元) .....	4
图 11: 敏实集团电池盒产品图.....	5
图 12: 敏实集团电池盒产品线.....	5
图 13: 敏实集团斩获大众 MEB 订单 .....	5
图 14: 公司海外塞尔维亚工厂.....	6
图 15: 敏实集团嘉兴市“未来工厂”项目 .....	6
图 16: 车标背后固定并安装的雷达模块主体 .....	6
图 17: 丰田卡罗拉双擎隐藏有毫米波雷达的车标.....	6
图 18: 雷达罩国内市场空间 .....	7
图 19: 雷达罩市场主要供应商.....	7
图 20: 敏实集团与海拉成立合资公司.....	7
图 21: 海拉发光标牌业务.....	7

## 表格目录

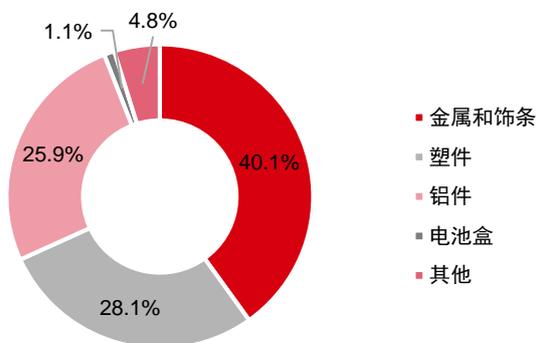
表 1: 铝电池盒主要国内厂商及配套企业 .....	4
表 2: 公司盈利预测和估值 .....	8

## ■ 公司是全球领先的汽车外饰供应商

### 外饰业务快速发展，全球市占领先

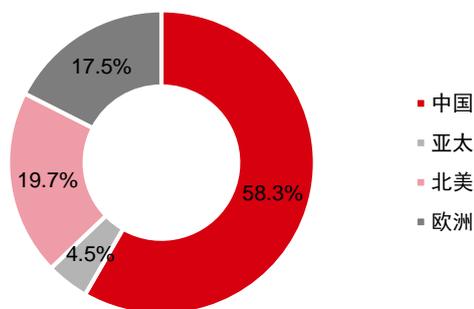
公司是全球最大的汽车饰件供应商之一。公司 2020H1 营收总额为 48.5 亿元，同比下滑 20.9%，主要是由于上半年疫情的影响，下半年随着疫情逐渐控制，国内和海外稳定复工复产，全年业绩有望回暖。其中分业务来看，金属和饰条占比最大为 40%，其次是塑件和铝件，分别占比 28%和 26%。分地区来看，中国地区占比为 58%，海外占比为 42%。2020 年上半年受疫情影响，全球汽车产量增速为-26%，中国地区产量增速为-18%，而同期是公司收入增速为-20.9%，国内收入增速同比为-16.9%；公司分地区来看营收增速好于行业。

图 1：2020H1 公司分业务营收情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

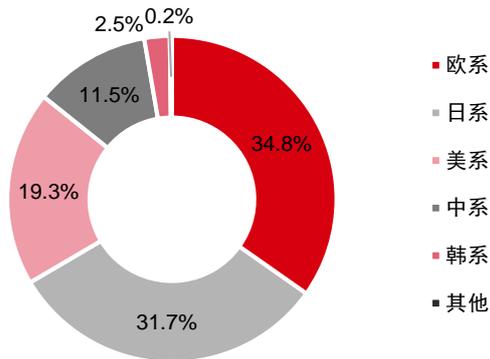
图 2：2020H1 公司分地区营收情况



资料来源：公司官网，中信证券研究部

**公司研发、生产和销售全球布局，客户覆盖全球主流整车厂。**2020 年上半年，公司营收按照全球客户划分来看，欧系/日系/美系/中系/韩系各占比为 35%/32%/19%/11%/3%。2020 上半年，公司承接了北美丰田行李架、日本马自达后三角总成以及日本丰田门框饰条等新订单，并获得了美系高端电动车品牌铝饰条业务订单。根据公司测算，公司 2021 年上半年配套全球 688 万辆汽车，占全球汽车产量 21%。公司在国内有 30 个工厂，为主机场就近配套；海外主要通过德国、泰国及墨西哥等工厂为客户配套。

图 3: 公司 2020H1 按客户所在地划分



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 公司全球布局



资料来源: 公司官网

### 积极布局创新产品, 拥抱汽车智能化、电动化升级

公司积极推进电动化、网联化、智能化和共享化相关产品线的拓展。电动化、网联化、智能化和共享化是未来汽车技术发展的趋势, 公司基于制造工艺和销售渠道的积累, 已经着手拓展铝电池盒、摄像头模组、ACC 盖板、主动进气格栅以及发光标牌等创新产品业务。其中, 铝电池盒已经作为单独业务线披露收入, 雷达罩和发光标牌业务已与海拉成立合资公司。

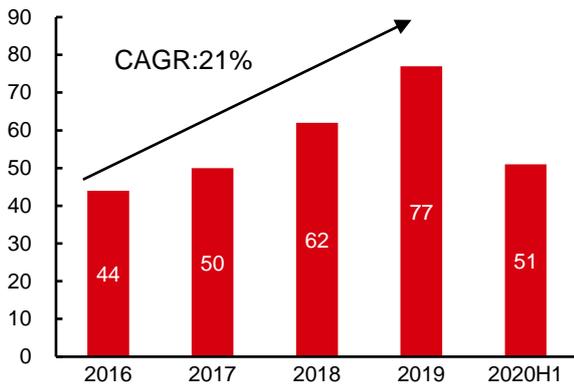
图 5: 公司创新产品一览



资料来源: 公司官网

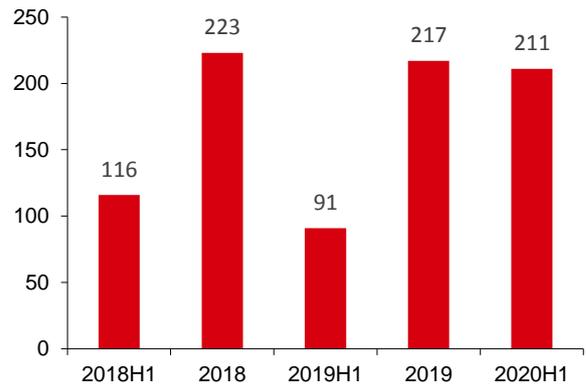
公司新业务订单承接屡创新高。随着汽车智能化已经成为行业发展的方向和共识, 公司应对汽车智能化的趋势不断开辟新的产品领域, 积极拥抱汽车智能化和电动化升级, 新业务订单屡创新高。2020H1 新业务承接的订单达 51 亿元, 同比增长 16%。公司新业务发展迅猛, 2016-2019 年新业务承接订单量从 44 亿元上涨到 77 亿元, 3 年 CAGR 为 21%。同时新业务中创新产品的占比达到了 63%。同时, 公司的研发也在积极推进, 2020 上半年新增申报且已受理的专利 211 项, 数量已接近 2019 年全年水平。

图 6: 公司新业务承接屡创新高 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 公司近三年至今新增专利数量 (单位: 项)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

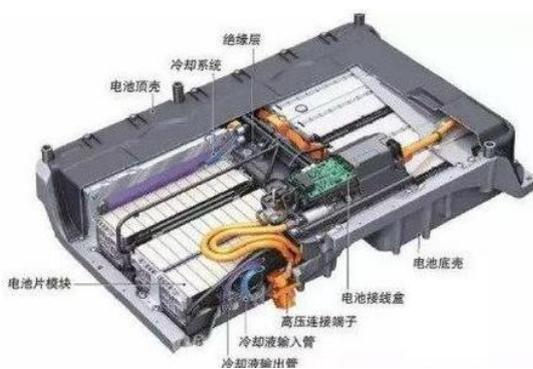
**拟境内发行股份, 募集资金促主业发展。**12月1日, 公司发布公告, 称董事会批准拟进行A股的发行, 并将该股份于内地交易所上市的建议。发行规模方面, 拟发行的A股份不得超过建议发行项下发行, 且不超过拟发行后的总发行股份的15%。最终发行规模由董事会(经股东大会授权)保荐人及承销商磋商决定。扣除发行费用后, 本次募集的资金将初步围绕主营业务使用。

## ■ 电池盒——目标打造新“百亿”

### 电池盒是新能源车的必备组件, 保护电池模块

电池盒是新能源汽车动力电池的承载件, 对电池模块的安全和防护起到关键作用。电池是新能源汽车的主要驱动力, 而电池盒作为电池模块的载体, 一般都安装在车体的底盘部位, 是汽车动力电池系统的关键零部件。电池盒的核心作用除对电池模块的稳定工作和安全防护起关键作用外, 还需要保证自身的强度、刚度和碰撞安全性要求, 同时还需要满足电气设备外壳IP67防护等级的设计要求。电池盒作为结构件, 其生产制造工艺与车身、底盘类似, 是新能源车的核心部件。

图 8: 电池盒的结构图



资料来源: 盖世汽车

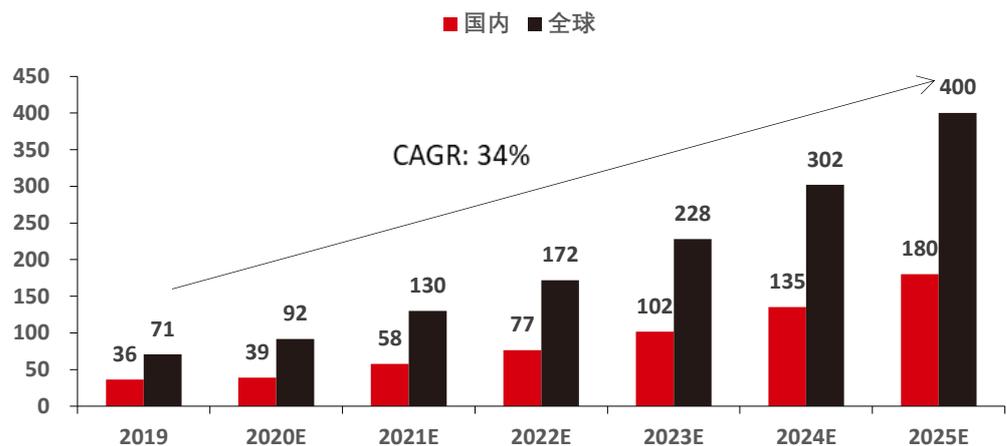
图 9: 特斯拉 Model3 铝电池盒



资料来源: 太平洋汽车网

随着全球新能源车的占比提升，全球电池盒市场空间预计在 2025 年将会达到 400 亿元。近年来全球新能源汽车市场发展迅猛，新能源汽车行业厂商技术逐步成熟。国内特斯拉和造车新势力等优秀供给的新能源车的热卖，以及国内和世界各地政府对于新能源车的刺激政策，我们预计在 2025 年国内新能源车销量有望达到 600 万辆，全球有望达到 1335 万辆；同时由于电池盒的单车价值量在 2000-5000 元，假设电池盒的单车价值量在 3000 元，则电池盒的全球市场空间 2019 年为 71 亿元，预计 2025 年将会达到 400 亿元，6 年 CAGR 为 34%。增长迅速。

图 10：电池盒市场空间测算（单位：亿元）



资料来源：Marklines, EV Sales, 中信证券研究部测算

**电池盒尚处于发展初期，市场格局相对分散。**根据 Marklines 数据，2019 年全球新能源汽车销量 235 万量，渗透率仅为 3%，新能源车和电池盒市场尚处于早期发展阶段。国内外电池盒市场主要竞争对手主要有凌云股份、华域汽车、华达科技、金鸿顺、旭升股份、本特勒等。从海外看，本特勒该项业务开展较早，已为全球大部分主流外资品牌配套铝电池盒。凌云股份铝加工技术领先，通过收购 WAG，打入保时捷、宝马、奔驰等欧系豪华品牌全球供应体系，并开启全球配套电池盒的进程。华域汽车、上汽香港共同出资组建上海赛科利，致力于大型汽车覆盖件冲压模具的研发制造，已获得特斯拉上海国产车型电池盒订单。

表 1：铝电池盒主要国内厂商及配套企业

供应商	配套企业
凌云股份	保时捷、宝马、奔驰、奥迪等
华域汽车	上汽大众、一汽大众、上汽乘用车、特斯拉（国产）
华达科技	上汽时代、吉利汽车
金鸿顺	上汽通用、上汽大众
旭升股份	宁德时代

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

### 敏实集团铝合金电池盒业务进展情况

公司 2017 年进军铝电池盒市场，产品体系日趋完善。公司从 2017 年开始瞄准电动车市场，生产铝电池盒，并在中国和欧洲等地进行全球生产布局。随着电池盒订单的不断

放量，公司 2019 年提出了未来电池盒营业额 100 亿元的目标。公司致力于电池盒产品的研究和生产，在 48V 电池盒和模组盒等产品方案和技术上所取得的突破，目前公司的铝电池业务包括电池盒、电池盒上盖、48V 电池盒以及模组盒等具体产品。

图 11：敏实集团电池盒产品图



资料来源：公司官网

图 12：敏实集团电池盒产品线



资料来源：公司官网

**斩获大众 MEB 平台订单，公司成为全球铝电池业务龙头。**公司 2020 年获得德国大众 MEB 欧洲铝电池盒项目，MEB 是生产包括大众、斯柯达、西亚特以及奥迪中型车在内的电动车平台，也将向福特以及第三方开放。我们预计该 MEB 订单于 2022 年开始量产，年产量超过 40 万台，8 年的生命周期，2025 年产量将望超过 150 万台。至此公司电池盒已经进入多家主机厂全球电动车平台供应商体系，已经获取包括宝马、戴姆勒、本田、日产、雷诺、福特、沃尔沃以及捷豹路虎等在内的主流汽车品牌订单。除此之外，公司还获得宁德时代的电池盒业务，朝着百亿营业额的目标稳步推进。

图 13：敏实集团斩获大众 MEB 订单



资料来源：公司官网

**国内公司沈阳、郑州、安吉工厂铝电池盒产线已建设完成并陆续量产，海外塞尔维亚铝电池盒生产线正有序推进。**公司国内生产线陆续建设完毕，开始量产。例如公司在沈阳的沈阳敏能汽车零部件有限公司落于沈阳大东，在沈阳汽车城建设北方新能源汽车电池盒生产工厂，主要为宝马 3 系、5 系、X3 等新能源汽车配套电池盒及其配件。海外塞尔维亚

其电池盒以及其他铝产品生产线正在有序展开。此外，公司不断推进智能化和数字化工业制造，推进公司各项业务产线智能化发展，并启动了敏实集团数字化战略顶层设计项目，将在嘉兴市打造“未来工厂”。

图 14：公司海外塞尔维亚工厂



资料来源：公司官网

图 15：敏实集团嘉兴市“未来工厂”项目



资料来源：集辉信息官网

## 新兴外饰业务快速放量

智能汽车的发展对汽车的外饰如雷达罩、标牌等有了新要求。随着汽车智能化的不断发展，汽车的智能化功能如 ACC（自适应巡航雷达）、AEB（自动紧急制动）等不断普及，传感器特别是毫米波雷达等不断增多，对于车身的接受毫米波介质的雷达罩以及集成雷达功能的发光标牌有了新的要求。雷达罩作为雷达系统的可穿透式覆盖装饰，其需要使用稳定且可靠的透波技术，部分高级的雷达罩还附带下雪加热融雪的功能。同时车的标牌、智能格栅等也需要进行新的改造，如生产时采用 NCVM 镀膜技术或纳米分层技术，从而避免对毫米波产生屏蔽效果。

图 16：车标背后固定并安装的雷达模块主体



资料来源：艾邦高分子

图 17：丰田卡罗拉双擎隐藏有毫米波雷达的车标

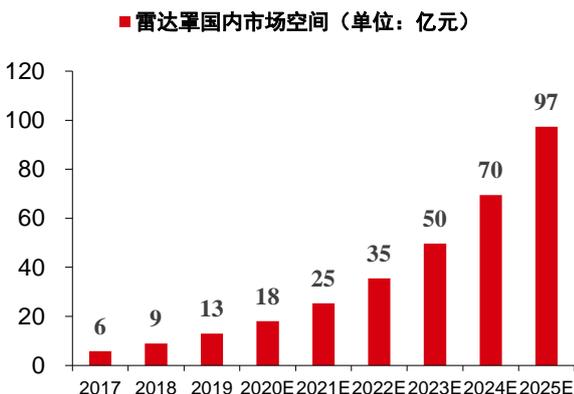


资料来源：艾邦高分子

公司有雷达罩、发光标牌、智能格栅等一系列创新型外饰，我们预计雷达罩 2025 年国内市场规模有望接近 100 亿元。公司积极应对智能化的发展趋势，开发了一系列如雷达

罩、发光标牌等一系列创新型外饰，避免对毫米波雷达的屏蔽效果的同时，也兼顾美观。同时随着基于雷达系统的驾驶员辅助系统的市场渗透率不断提升，毫米波雷达的出货量快速增长，雷达罩的产品需求也在快速增加。根据亿欧智库数据，2019 年国内的毫米波雷达出货量达到 517 万颗，同比 2018 年增长 44%；假设毫米波雷达出货量在维持每年 40% 增长，假设雷达罩的单车价值量为 250 元，则国内雷达罩的市场规模有望 2025 年为 97.3 亿元。目前，国内外雷达罩业务主要企业包括丰田合成、海拉、Zanini、彼欧、新光、敏实集团、四维尔、江阴项羽等，尚处于市场早期，格局比较分散。

图 18: 雷达罩国内市场空间



资料来源: 亿欧智库, 中信证券研究部预测

图 19: 雷达罩市场主要供应商



资料来源: 公司官网

公司与德国海拉集团深度合作，成立合资公司，进一步推动其雷达罩、发光标牌业务开展。2020 年 6 月份敏实集团和海拉签署了合资协议，也迈出了合作第一步。合资公司主要从事雷达罩和发光标牌业务。在智能化汽车时代，发光标牌不仅可以彰显汽车个性，还与车载雷达的应用紧密联系。敏实与海拉均拥有雷达罩的生产经验，同时海拉在照明系统、汽车电子发光电这方面是有着很深厚的技术沉淀，双方合作将有利于智能前脸创新业务的开展。敏实海拉合资企业落户浙江嘉兴，2020 年下半年开始投产，预计 2021 年加大雷达罩的产能和生产来满足订单需求。

图 20: 敏实集团与海拉成立合资公司



资料来源: 敏实集团官网

图 21: 海拉发光标牌业务



资料来源: 海拉集团官网

## ■ 风险因素

汽车行业景气度下行；

产品研发进度不及预期；

新产品和新客户扩展不及预期。

## ■ 投资建议

**公司电池盒新业务，目标打造“新百亿”。**电池盒是新能源汽车动力电池的承载件，根据我们测算，全球铝电池盒 2019 年行业规模约为 71 亿元，2025 年有望达到 400 亿元，6 年 CAGR 为 34%。行业主要参与者有本特勒、凌云股份和华域汽车等。公司 2017 年开始进军铝电池盒市场，并于 2019 年提出了 2025 年电池盒营业额达到 100 亿元的目标。公司已经获得大众、宝马、戴姆勒、本田等全球主流整车厂的铝电池盒订单，且根据公司测算，目前公司为全球铝电池盒在手订单金额最大的供应商。公司国内安吉、郑州等生产基地已经投产，欧洲塞尔维亚工厂目前正在建设当中，铝电池盒全球布局逐渐完善。

**公司新兴外饰业务，快速放量增长。**随着汽车电动化、智能化的不断发展，外饰系统的设计也在不断发生变化：电动汽车不再需要进气格栅，前脸设计需要新元素替代；汽车搭载的毫米波雷达要求覆盖外饰具有良好的透波性，甚至需要加热和清洗功能。我们预计毫米波雷达行业 2025 年规模有望达到 97.3 亿元，5 年 CAGR 为 40%。2020 年 6 月，公司与全球雷达龙头德国海拉集团签署了合资协议，共同研发、生产和销售雷达罩和发光标牌产品。敏实海拉合资企业落户浙江嘉兴，2020 年下半年开始投产，预计 2021 年加大雷达罩的产能和生产来满足订单需求。

公司是全球最大的汽车外饰件供应商之一，电动化、智能化相关产品布局开始收获：铝电池盒有望于 2025 年实现“百亿”目标，雷达罩和发光标牌等创新外饰产品落地顺利。公司拟于 A 股发行股份，募资助力主营业务长远发展，未来成长空间可期。上调公司 2020/21/22 年 EPS 预测至 1.03/1.57/2.09 元，给予 2021 年 30 倍 PE 的估值，对应目标价 56.10 港元（港币兑人民币汇率为 0.8343），维持“买入”评级。

表 2：公司盈利预测和估值

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,553.20	13,198.19	12,367.37	14,827.67	16,642.14
营业收入增长率	10.3%	5.1%	-6.3%	19.9%	12.2%
净利润(百万元)	1,660.64	1,711.59	1,195.10	1,815.18	2,420.10
净利润增长率	-18.0%	3.1%	-30.2%	51.9%	33.3%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.43	1.48	1.03	1.57	2.09
毛利率%	32.0%	31.2%	28.4%	30.0%	32.0%
净资产收益率 ROE%	12.5%	11.8%	7.9%	11.3%	13.8%
每股净资产(元)	11.50	12.52	12.97	13.91	15.16
PE	24	23	34	22	17
PB	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2021 年 1 月 20 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	12,553	13,198	12,367	14,828	16,642
销售成本	-8,530	-9,077	-8,859	-10,379	-11,317
毛利	4,023	4,121	3,508	4,448	5,325
投资收入	109	109	109	109	109
其他收入	179	179	179	179	179
其他利得与损失	-87	-87	-87	-87	-87
分销及销售开支	-520	-520	-520	-520	-520
行政开支	-941	-941	-941	-941	-941
研发开支	-591	-591	-591	-591	-591
利息开支	-138	-138	-138	-138	-138
分占合营公司溢利	-6	-6	-6	-6	-6
分占联营公司溢利	-21	-21	-21	-21	-21
除税前溢利	2,046	2,046	2,046	2,046	2,046
所得税开支	-334	-334	-334	-334	-334
本年度溢利	1,713	1,713	1,713	1,713	1,713
本公司拥有人应占本年度溢利	1,661	1,661	1,661	1,661	1,661
非控股权益	52	52	52	52	52

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
非流动资产	10,121	11,059	12,273	13,274	14,546
固定资产	7,933	8,749	9,916	10,862	12,080
使用权资产	0	988	1,049	1,107	1,163
土地使用权	746	0	0	0	0
商誉	98	98	98	98	98
无形资产	63	57	50	43	36
其他非流动资产	1,282	1,167	1,160	1,164	1,170
流动资产	11,147	12,584	12,005	14,837	15,890
土地使用权	19	0	0	0	0
存货	1,974	2,040	1,901	2,830	2,478
发展中物业	15	14,744	15,585	16,731	18,260
其他流动资产	9,138	10,525	10,085	11,988	13,392
总资产	21,268	23,643	24,278	28,111	30,436
股本	115	115	116	116	116
股本溢价及储备	13,046	14,210	15,013	16,104	17,557
非控制性权益	268	419	456	512	587
总权益	13,429	14,744	15,585	16,731	18,260
非流动负债	247	1,083	1,083	1,083	1,083
递延税项负债	67	95	95	95	95
其他长期负债	163	64	64	64	64
退休福利责任	15	17	17	17	17
衍生金融负债	1	907	907	907	907
流动负债	7,593	7,816	7,610	10,297	11,093
应付贸易账款及其他应付款项	3,292	3,437	3,220	3,861	4,333
税项负债	136	120	84	128	170
借贷	4,091	4,139	4,186	6,188	6,469
租赁负债	0	5	5	5	5
合约负债	73	112	112	112	112
衍生金融负债	1	3	3	3	3
总负债	7,839	8,899	8,693	11,380	12,176
总权益及负债	21,268	23,643	24,278	28,111	30,436

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资本变动前之现金流量	2,956	3,018	2,306	3,199	4,097
(增加)/减少应收账款及其他应收款	-490	-86	76	-843	-622
(增加)/减少存货	-286	-81	139	-928	351
增加/(减少)应付账款及其他应付款	439	72	-253	684	515
增加/(减少)发展中物业	-10	-4	0	0	0
其他	-199	-171	0	0	0
经营活动产生的现金	2,411	2,748	2,268	2,112	4,341
已缴所得税	-371	-364	-235	-357	-476
经营活动所得现金净额	2,041	2,384	2,033	1,755	3,866
对固定资产净投资	-2,227	-1,448	-2,287	-2,229	-2,670
对无形资产净投资	-37	-21	-25	-27	-30
对联营合营企业投资	-12	0	0	0	0
其他投资净额	411	304	419	476	535
投资活动产生的现金流净额	-1,864	-1,166	-1,893	-1,781	-2,165
借款所得款	7,028	10,246	47	2,002	281
偿还借贷	-5,512	-10,239	0	0	0
已付利息	-137	-150	-152	-189	-230
已付股东之股息	-795	-667	-479	-727	-969
其他	7,055	10,992	133	2,002	281
融资活动产生的现金流净额	494	-64	-498	1,086	-918
现金及现金等价物净增加额	670	1,154	-358	1,060	782

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,553	13,198	12,367	14,828	16,642
营业收入增速 YoY	10.3%	5.1%	-6.3%	19.9%	12.2%
营业利润	2,173	2,275	1,627	2,416	3,198
归母净利润	1,661	1,712	1,196	1,818	2,423
归母净利润增速 YoY	-18.0%	3.1%	-30.1%	51.9%	33.3%
毛利率	32.0%	31.2%	28.4%	30.0%	32.0%
净利率	13.2%	12.6%	13.4%	11.2%	10.0%
净资产收益率	12.4%	11.3%	10.7%	9.9%	9.1%
总资产收益率	7.8%	7.0%	6.8%	5.9%	5.5%
资产负债率	36.9%	37.6%	35.8%	40.5%	40.0%
所得税率	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
股利支付率	39.2%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。