

# 福光股份(688010)

## 光学镜头研发生产的军民融合企业

分析日期 2019年07月09日

**投资评级: 中性/首次**

证券分析师: 牛畅

执业证书编号: S0630115060032

电话: 021-20333451

邮箱: niuch@longone.com.cn

联系人: 蒋东锋

电话: 021-20333581

邮箱: jiangdf@longone.com.cn

### ◎主要观点:

◆**专业光学镜头供应商。**公司具有悠久的发展历史,始终专注于光学镜头的研发生产,积累了深厚的军用光学技术沉淀。自2004年设立以来,积极践行军民融合的发展道路,将军品技术应用到民用领域,已逐步发展为国内领先的专业光学镜头供应商。公司的多项产品的实力已经跻身全球或者国内第一梯队,具备较好的市场占有率。

◆**军民融合领头羊企业。**公司积极践行军民融合的发展道路,开创独特的军民融合创新机制。在研发资源共享、军用技术转民用、民用技术转军用、民品为军品提供生产保障和营造军民融合的文化环境等方面做出行业表率。

◆**公司营收和利润增速保持稳定。**2018年,公司营业收入达到5.52亿元,归母净利则达到0.91亿元。2018年的营收较2017年有小幅下滑,主要原因为大华股份需求变更,公司新产品未能在大华股份原有产品需求下降前完成在大华股份的新产品的验证和配套改进,原有产品销量大幅下滑。

◆**公司主要产品为光学镜头、光电系统及光学元组件,分为定制产品和非定制产品。**定制产品主要用于航天工程、空间观测、导弹制导、边防海防及军舰军机火箭等各军种军事装备中,包括星载、舰载、箭载、弹载等各类镜头产品。公司非定制产品主要为安防监控镜头、物联网及AI镜头、车载红外镜头、系列。

◆**光学行业面向科学前沿并全面服务经济社会发展,也是军民融合发展的前沿阵地。**光学系统在空间探索、航空航天、国防军工、高端仪器与装备等领域作为关键的功能器件,是许多技术创新和应用的前沿阵地,也是许多国家重大战略项目实施的关键。同时光学产品已经深入国民社会和经济的各个领域成为基础性设施,并在经济主战场上助力我国发展质量的提升和制造业转型升级。光学行业是典型的技术密集型行业,历来是军民融合发展的前沿阵地。

◆**盈利预测:**我们预计公司2019-2021年收入分别为6.35、7.55、9.22亿元;归母净利润分别为0.99、1.14、1.40亿元,同比增长分别为9.37%、14.33%、22.62%。2019-2021年EPS分别为0.65,0.74和0.91元,公司作为科创板企业,存在较大的溢价空间,参照可比公司联创电子、联合光电和舜宇光学的估值区间,我们认为2019年公司合理的PE区间在(35,48),对应公司合理的股价区间在(22.75,31.2)。

◆**风险提示:**中美贸易战加剧、技术风险、经营业绩下滑风险、市场竞争风险。

## 正文目录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>1. 公司概况</b> .....          | <b>3</b>  |
| 1.1. 公司股权结构 .....             | 3         |
| 1.2. 专业光学镜头供应商 .....          | 3         |
| 1.3. 军民融合领头羊企业 .....          | 5         |
| 1.4. 营收和利润保持稳定 .....          | 5         |
| <b>2. 行业情况分析</b> .....        | <b>6</b>  |
| 2.1. 光学行业面向科学前沿 .....         | 6         |
| 2.2. 光学行业支撑国家战略实施 .....       | 6         |
| 2.3. 光学行业全面服务经济社会发展 .....     | 7         |
| 2.4. 目前我国光学领域正在赶超世界先进水平 ..... | 8         |
| 2.5. 军民融合创新机制的稳步推进 .....      | 8         |
| <b>3. 主要产品介绍</b> .....        | <b>8</b>  |
| <b>4. 公司客户资源</b> .....        | <b>12</b> |
| <b>5. 盈利预测和公司估值</b> .....     | <b>12</b> |
| <b>6. 风险提示</b> .....          | <b>13</b> |

## 图表目录

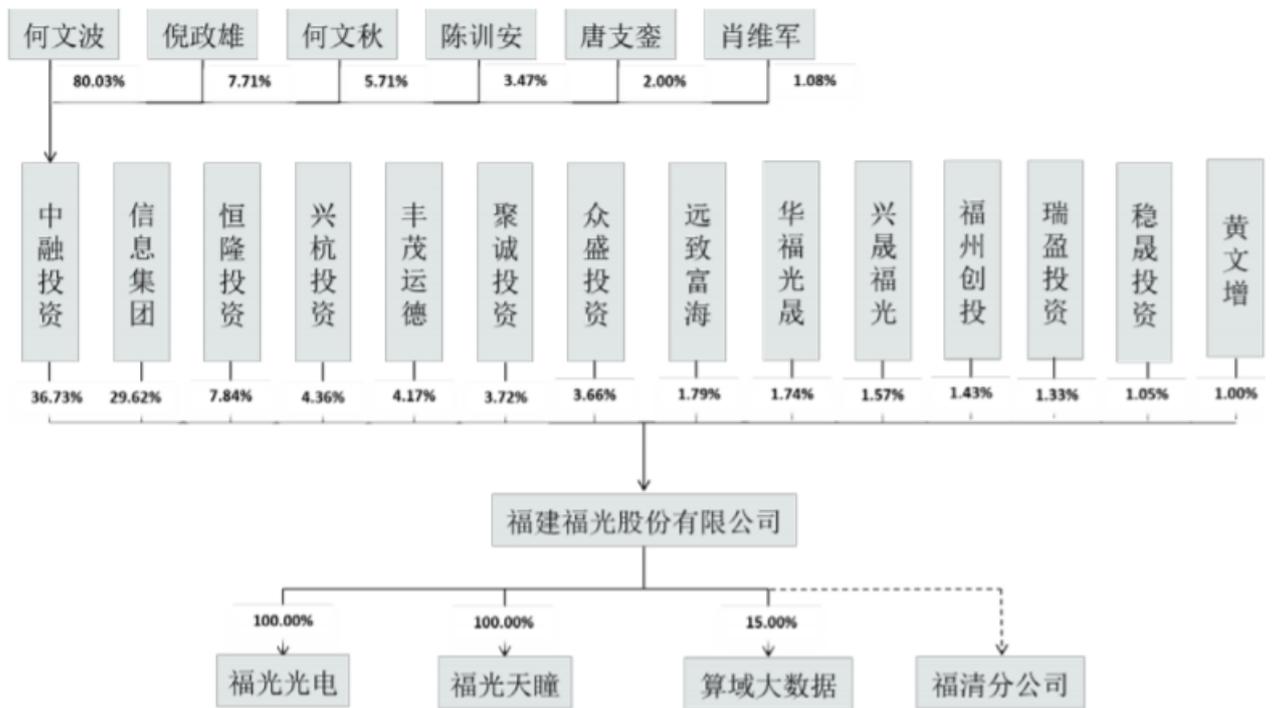
|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1 发行上市前公司股权结构 .....              | 3  |
| 图 2 公司发展阶段 .....                   | 4  |
| 图 3 全球安防监控镜头销量市场占有率 .....          | 4  |
| 图 4 全球安防变焦镜头销售市场占有率 .....          | 4  |
| 图 5 公司营业收入、归母净利润及增速情况 (亿元、%) ..... | 5  |
| 图 6 公司总体毛利率和不同产品毛利率情况 (%) .....    | 6  |
| 图 7 将图像类智能传感器作为人工智能核心基础之一 .....    | 7  |
| 表 1 光学行业支撑国家战略实施实例 .....           | 7  |
| 表 2 公司定制产品 .....                   | 9  |
| 表 3 公司非定制产品 .....                  | 11 |

## 1. 公司概况

### 1.1. 公司股权结构

当前，中融投资持有公司 36.73% 的股份，是公司的第一大股东。何文波持有中融投资约 80% 的股权，此外，中融投资还通过聚诚投资、众盛投资、瑞盈投资间接持有 0.96% 的公司股份，因此合计持股比例高达 37.69%，是公司的实际控制人。

图 1 发行上市前公司股权结构



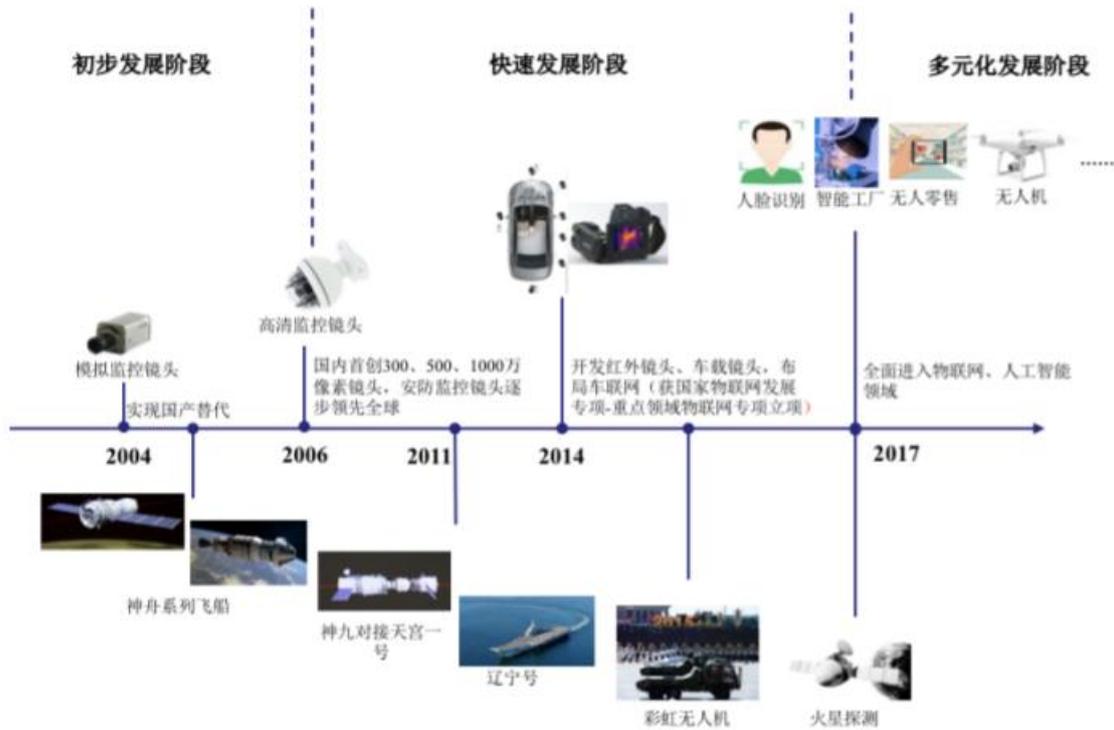
资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

### 1.2. 专业光学镜头供应商

公司具有悠久的发展历史，始终专注于光学镜头的研发生产，积累了深厚的军用光学技术沉淀。自 2004 年设立以来，积极践行军民融合的发展道路，将军品技术应用到民用领域，已逐步发展为国内领先的专业光学镜头供应商。

公司成立至今共经历三个发展阶段：第一阶段（2004~2006），在光学镜头领域实现了国产替代，为国家光学事业发展做出了巨大贡献；第二阶段（2006~2017）是公司的快速发展阶段，参与多项国家重大航天航海项目，首创高像素镜头并在全球安防镜头领域广泛应用；第三阶段（2017 至今），公司步入多元化发展时代，将光学镜头的优势全面延伸至物联网、人工智能等蓝海市场。

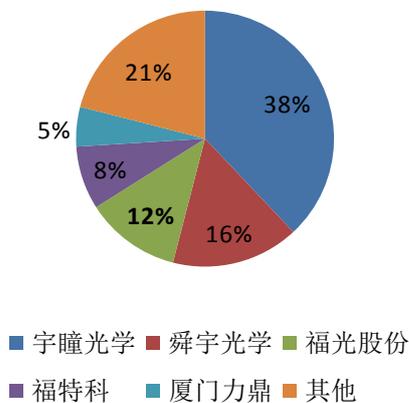
图2 公司发展阶段



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

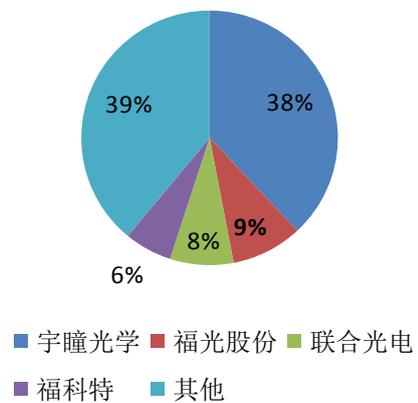
公司的多项产品的实力已经跻身全球或者国内第一梯队，具备较好的市场占有率。如安防镜头方面，据 TSR 统计，公司 2017 年在全球安防视频监控镜头市场份额高达 11.8%；非定制化产品系列中的变焦镜头的销量也位列前茅，占据市场约 9% 的份额。公司将军用光学镜头的科研成果转为民用，使公司民用安防镜头在超长焦距、高变倍以及红外夜视等性能上领跑全国，同时赢得了客户口碑和市场份额。2017 年之后，公司不断突破技术瓶颈，首创 25-300mm、8K 高清的连续变焦镜头，主导着超高清视频在安防领域的应用。公司还开发了短波、中波红外、长波红外变焦镜头，当前我国安防镜头供应商中仅舜宇光学科技拥有此技术。

图3 全球安防监控镜头销量市场占有率



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

图4 全球安防变焦镜头销售市场占有率



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

### 1.3.军民融合领头羊企业

公司积极践行军民融合的发展道路，开创独特的军民融合创新机制。福光股份在践行军民融合创新发展的道路上，主要做了以下5个方面的工作：

1、研发资源共享。福光股份建立了高效协作的科研创新团队，引进光电行业先进设备，针对军、民品的特点，研发团队分工协作，共享创新平台。福光股份因此能在有限的资源约束下形成较大的协同效应。

2、军用技术转民用。福光股份自成立以来，承担了多项武器装备科研、生产任务。通过一系列的军品研发项目，福光股份掌握了多项自主核心产品和技术。借用军品已有的研发经验，福光股份将其应用到民用领域，使公司的民用安防监控镜头技术达到国内先进水平。不但提高光学镜头的国产化率，而且有效推动我国安防产业的快速发展，为公司取得了显著的经济效益。

3、民用技术转军用。福光股份顺应安防市场需求研发的长焦透雾镜头、千万像素的高清镜头等产品，得到广大民用客户的认可。公司将率先在民用领域应用并得到验证的成熟技术，成功应用到军品项目中，大幅缩短了军品的研发周期和成本。

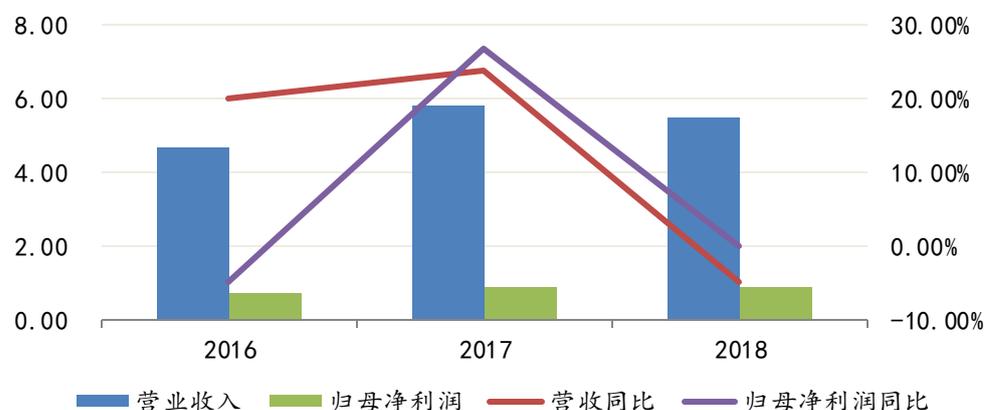
4、民品为军品提供生产保障。在民品方面，福光股份购置了大批量生产设备，建设了完备的生产线，积累了产品量产的管理经验。一旦军品需要大批量的生产，福光股份可以从军品小批量试制模式迅速切换到大批量生产模式，充分满足战备保障需求。

5、营造军民融合的文化环境。公司在内部建立了军品、民品研发共享平台，各研发团队形成了较强的协同作用。公司不定期召开技术探讨会，邀请研究所研究员为研发部人员授课，引进研究院研究生不断扩充公司人才梯队，并广泛邀请大学、军队科研机构和企业代表参加，激励创新观点的产生。

### 1.4.营收和利润保持稳定

2018年，公司营业收入达到5.52亿元，归母净利润则达到0.91亿元。2018年的营收较2017年有小幅下滑，主要原因为大华股份需求变更，公司新产品未能在大华股份原有产品需求下降前完成在大华股份的新产品的验证和配套改进，原有产品销量大幅下滑。

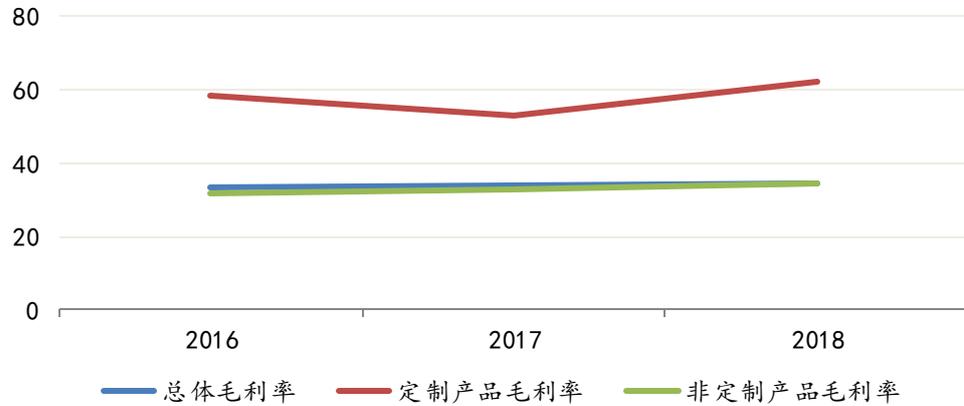
图5 公司营业收入、归母净利润及增速情况（亿元、%）



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

公司主要产可分为“定制产品”和“非定制产品”两大系列，分别占公司营收的 12.70% 和 87.01%。公司定制类产品的毛利率远高于非定制类产品，2018 年，定制类产品毛利率显著回暖，因而带动了整体毛利率的提升，从 2017 年的 33.8% 增长至 2018 年的 34.4%，盈利能力的提升成为公司 2018 年盈利下滑情况下归母净利润与上年基本持平的主要原因。

图 6 公司总体毛利率和不同产品毛利率情况 (%)



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

## 2. 行业情况分析

### 2.1. 光学行业面向科学前沿

光学系统在空间探索、航空航天、国防军工、高端仪器与装备等领域作为关键的功能器件，是许多技术创新和应用的前沿阵地，相应带动了新材料、新技术、新工艺、新装备的创新发展，相关的支撑科学与技术主要包括新型光学理论、先进光学设计方法、光学材料与加工技术等。

### 2.2. 光学行业支撑国家战略实施

光学行业因面向科学前沿，应用广泛，是许多国家重大战略项目实施的关键。光学系统是空间探测和航天事业的重要支撑，如 2016 年天宫二号与神舟飞船的多次交汇对接，嫦娥三号着陆器携极紫外相机降落在月球表面重大航天项目。光学系统也是气象、海洋、高分、资源、环境等对地观测遥感卫星的核心有效载荷，近年来我国遥感卫星密集发射，为我国基础研究、生态文明、“一带一路”建设、科学防灾减灾等国家战略项目提供关键支撑。光学系统在情报侦察、夜间作战、远程空袭、精确制导等作战中发挥了极其重要的作用，已成为现代军事技术不可或缺的重要组成部分。光学技术的进步将直接推动我国高端装备制造乃至先进制造业的发展。如光刻机被称为半导体制造业皇冠上的明珠，光刻投影物镜则是光刻机中最核心的部件，是当代精密光学与精密机械的最高水平。

表 1 光学行业支撑国家战略实施实例

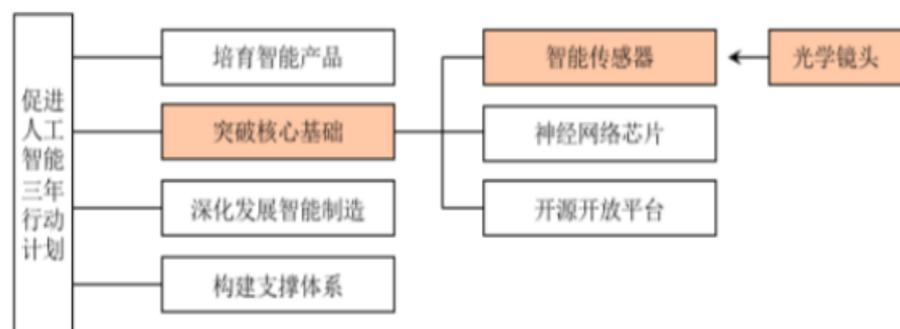
| 国家战略              | 实例  |
|-------------------|---|
| 空间探测和航天事业         | 2016年天宫二号与神舟飞船的多次交汇对接中，使用了TV电视摄像机、光学成像匀化器、光学成像敏感器等关键设备、组件，保障了对接任务的成功。嫦娥三号着陆器携极紫外相机降落在月球表面，对地球周围等离子体层进行实时、全局遥感成像观测。        |
| 对地观测遥感卫星          | 光学系统是气象、海洋、高分、资源、环境等对地观测遥感卫星的核心有效载荷。“十三五”我国将完成载人航天和探月工程三步走任务，形成较完善的卫星及应用产业链，这些都离不开先进光学设施的基础性作用。                           |
| 提升我国武器装备、增强国防安全水平 | 航母着舰引系统可自动搜索和捕获目标，实现精确跟踪和引导。在机载侦察设备中，综合应用可见光照相、微光摄像、红外成像和激光遥感技术等进行侦察，可获取更多信息，有利于分辨、识别目标；星载红外预警系统可用于探测弹道导弹，为反导防御系统提供预警信息等。 |
| 高端装备制造业           | 光学技术的进步将直接推动我国高端装备制造乃至先进制造业的发展。如光刻机被称为半导体制造业皇冠上的明珠，光刻投影物镜则是光刻机中最核心的部件，是当代精密光学与精密机械的最高水平。                                  |

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

### 2.3.光学行业全面服务经济社会发展

光学产品已经深入国民社会和经济的各个领域成为基础性设施，并在经济主战场上助力我国发展质量的提升和制造业转型升级。一方面，光学镜头已经成为信息化世界的“眼睛”，作为物联网、云计算、大数据、人工智能等新一代信息系统最前端的光电感知核心器件。另一方面，在高端制造业如3D打印机及半导体制造使用的光刻机，CT、磁共振、内窥镜等高端医疗设备，以及生命科学中DNA测序设备中，光学系统都是作为最主要的功能部件之一，发挥核心作用。

图 7 将图像类智能传感器作为人工智能核心基础之一



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

## 2.4.目前我国光学领域正在赶超世界先进水平

我国建国后建立了以满足国防需求为主的完整光学工业体系，相继设立了中科院长春光机所、西安光机所、成都光电所、西安应用光学研究所等一批光学研究单位，以及光学军民融合创新平台。当前，随着空间探测、航空航天、国防军工、装备制造等各项事业的快速推进，我国光学理论研究、技术创新及光学加工制造能力正在与欧美发达国家的先进水平迅速拉近。如 2018 年我国 4.03 米大口径碳化硅反射镜通过验收，是世界上最大口径碳化硅单体反射镜，突破了大口径反射镜镜坯制造和反射镜加工技术被美国、法国、德国等少数西方国家垄断的局面。

## 2.5.军民融合创新机制的稳步推进

光学行业是典型的技术密集型行业，历来是军民融合发展的前沿阵地。我国光学产业的发展与军工技术密不可分，光学企业积极加入“军民融合”浪潮，福光股份、成都光明、中电海康、奥普光电等企业，背靠军工企业和科研院所，至今已在光学设计、光学材料与加工、光学镜头及下游应用等产业链上占据优势地位，重塑全球光学工业竞争格局。

近年来，我国着力建设军民结合的科研设备共享平台，加强军民科技资源开放和军民两用技术相互转移。通过军民协同攻关，我国成功实施了载人航天及探月工程、北斗卫星导航、高分辨率对地观测系统、快舟卫星发射系统等军民融合重大项目和工程。

根据《“十三五”科技军民融合发展专项规划》，“十三五”时期是我国军民融合发展由初步融合向深度融合过渡的关键阶段，军事技术与民用技术交叉融合程度越来越深、渗透兼容越来越强，科技军民融合发展是顺应全球格局变化趋势的必然选择，预计我国未来一段时间光学产业的军民融合意识将不断增强，融合实践日益丰富。

## 3.主要产品介绍

公司主要产品为光学镜头、光电系统及光学元组件，分为定制产品和非定制产品。

定制产品主要用于航天工程、空间观测、导弹制导、边防海防及军舰军机火箭等各军种军事装备中，包括星载、舰载、箭载、弹载等各类镜头产品。

表 2 公司定制产品

| 国家战略      | 产品图示  | 产品介绍   |
|-----------|---|--|
| 航天工程系列镜头  |    | 用于探测空间目标，自有知识产权，世界首创，采用全透射式光学系统，具有大口径、大视场、高清晰度等特点，可大幅减少覆盖相同天区所需观测镜头的数量，相关产品获军工一等奖、二等奖，广泛应用于“神舟系列”、“嫦娥探月”、“神舟 9 号和天宫 1 号对接”等重大航天工程。 |
| 空间飞行器系列镜头 |    | 用于“嫦娥探月”及“火星探测”等卫星、空间站、空间飞行器。  |
| 弹载系列镜头    |    | 用于多型号导弹与制导炮弹。  |
| 舰载工程系列镜头  |   | 用于航母、驱逐舰等。   |
| 光电吊仓系列镜头  |  | 镜头具备高倍率变焦、高清晰成像、重量轻、体积小等特点，具有电视、红外、激光测距不同功能的镜头，可单独或复合安装在吊舱中，在各种环境、气候、能见度低的情况下获得目标探测、指示、警用反恐等不同场所高清视频图像，应用于武装直升飞机、彩虹系列无人机。          |
| 红外探测系列镜头  |  | 采用红外晶体材料，利用非球面设计、红外校正技术和特定环境图像增强技术，实现清晰成像。产品具备短波、中波、长波等不同红外波段成像效果，可针对不同的使用环境，用于夜间多种工况环境，应用于边海防、军舰、战车等。                             |
| 边海防周界监视系统 |  | 专门针对边防、海防严酷的应用环境研发的监视系统，全面取代日本同类产品，实现国产替代。   |
| 电视跟踪系列镜头  |  | 采用国际先进的光学设计技术，研发成功全系列、高像素、小型化的定、变焦镜头，镜头最大变焦倍数超过 60 倍，全程变焦光轴精度小 30”，最高成像质量超过 5000 万像素，目标跟踪距离大于 20km。                                |

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

公司非定制产品主要为安防监控镜头、物联网及 AI 镜头、车载红外镜头、系列。随着近年来物联网、人工智能技术迅猛发展并逐步产业化，公司针对其特殊的技术要求开发了物联网及 AI 镜头系列，切入华为、旷视科技、依图科技、云从科技、地平线、海康威视等知名人工智能企业的供应链，产品主要应用也从城市安防、政企单位拓展到了智慧安防、智慧交通、智能制造、金融、教育、医疗、零售等各类不同领域。

表 3 公司非定制产品

| 国家战略     | 产品图示  | 产品介绍   |
|----------|---|--|
| 定焦镜头     |    | 大广角、高清画质，操作、安装简单，实用性强                              |
| 鱼眼镜头     |    | 采用多层镀膜技术，可达千万像素，具有超大广角、耐高低温等特性                     |
| 电动变焦镜头   |    | 高解像力设计及红外校正技术，实现 24 小时智能化自动聚焦、变焦，保障全天高清晰监控         |
| 一体机镜头    |   | 高解像力设计及红外校正技术，4 千万分辨率，高速、持久保持清晰                    |
| 智慧公安监测镜头 |  | 广泛应用于治安防控、实战应用、公安监管、督察法制、公安消防、边防边检、城市管理 etc 智能监测设备 |
| 智慧交通监测镜头 |  | 广泛应用于交通管理、公共交通、轨道交通、高速公路、交通运输、铁路、公路、机场码头等智能监测设备。   |
| 智慧能源监测镜头 |  | 广泛应用于电网公司、石油石化、发电集团、水利水务、环保气象、农业林业等智能监测设备          |

|                |   |  |
|----------------|---|--|
| <p>车载镜头</p>    |  | <p>广泛应用于 ADAS（智能驾驶辅助系统）、疲劳监控、行驶记录等</p> |
| <p>红外热成像镜头</p> |  | <p>广泛应用于工业测温、电力检测、安防监控、车载辅助驾驶系统中</p>   |

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

## 4.公司客户资源

公司所处行业的产品具有较强的差异化属性，产业链上下游之间倾向于建立稳定的供应链合作关系，共同推进产品开发。因此，拥有大客户资源对公司的技术创新、市场占有率、品牌影响力和盈利水平等具有重大影响，是本行业竞争的关键要素。定制产品方面，公司客户囊括了中国科学院、中国电子科技集团公司、中国电子信息产业集团、中国航天科技集团、中国航天科工集团、中国航空工业集团公司、中国兵器工业集团公司、中国兵器装备集团、中国船舶工业集团公司、中国船舶重工集团等军工集团及下属科研院所。

在安防监控市场上，公司更是与遍及全球的跨国安防设备巨头形成了长期稳定的合作，如中国的海康威视、大华股份、浙江宇视科技有限公司、同为、华为、天地伟业、台湾晶睿通讯、瑞典安讯士、德国博世安防、美国霍尼韦尔、泰科安全设备(上海)有限公司、Arecont Vision, LLC、加拿大 Avigilon Corporation 等。近年来，全球安防市场加速洗牌，市场份额和产业资源日渐向大型企业倾斜，若未进入大客户供应链将与绝大部分市场无缘。公司全球合作伙伴占据了安防行业较大的市场份额，有利于公司在行业快速发展期获得充足订单，为长远发展奠定坚实的基础。

2016 年以来，公司与浙江大立科技股份有限公司、广州飒特红外股份有限公司、上海巨哥电子科技有限公司、北京集光通达科技股份有限公司等国内一流红外热成像企业建立了合作关系，在国内相关产业发展初期切入主流供应链体系，迅速确立市场竞争的优势地位。2017 年以后公司开始全面进入物联网、人工智能等前沿技术的各个应用场景，与华为、旷视科技、依图科技、云从科技、地平线、海康威视等国内人工智能领域知名企业的建立了合作关系。

## 5.盈利预测和公司估值

我们根据公司的发展情况以及所处的行业，对公司做出如下假设：

假设 1：由于公司的主营业务收入来源于各类光学镜头及光学元件等产品的生产和销售，主营业务收入占比均在 99%以上，主营业务突出。业绩增长稳定，预计 2019-2021 年营收增速分别为 15%、19%和 22%。

假设 2：公司收入结构不发生大变化，公司整体毛利率水平保持稳定。

假设 3: 公司研发费用占比与 2018 年保持一致, 维持在 8%左右。

基于以上假设, 我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 6.35、7.55、9.22 亿元; 归母净利润分别为 0.99、1.14、1.40 亿元, 同比增长分别为 9.37%、14.33%、22.62%。2019-2021 年 EPS 分别为 0.65, 0.74 和 0.91 元, 公司作为科创板企业, 存在较大的溢价空间, 参照可比公司联创电子、联合光电和舜宇光学的估值区间, 我们认为 2019 年公司合理的 PE 区间在 (35, 48), 对应公司合理的股价区间在 (22.75, 31.2)。

## 6.风险提示

技术推进不及预期, 新产品配套情况不及预期, 市场竞争加剧。

**附录：三大报表预测值**
**资产负债表**

| 单位：百万元          | 2018A         | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金            | 66.17         | 259.22         | 302.21         | 505.66         |
| 应收和预付款项         | 198.23        | 283.72         | 289.80         | 409.89         |
| 存货              | 149.65        | 114.15         | 199.78         | 183.22         |
| 其他流动资产          | 14.19         | 14.19          | 14.19          | 14.19          |
| 长期股权投资          | 1.53          | 1.53           | 1.53           | 1.53           |
| 投资性房地产          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 固定资产和在建工        | 408.53        | 356.92         | 305.30         | 253.68         |
| 无形资产和开发支        | 32.92         | 29.16          | 25.39          | 21.63          |
| 其他非流动资产         | 25.47         | 22.38          | 19.29          | 19.29          |
| <b>资产总计</b>     | <b>896.71</b> | <b>1081.27</b> | <b>1157.48</b> | <b>1409.09</b> |
| 短期借款            | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 应付和预收款项         | 112.58        | 206.36         | 172.86         | 289.42         |
| 长期借款            | 2.00          | 2.00           | 2.00           | 2.00           |
| 其他负债            | 10.00         | 10.00          | 10.00          | 10.00          |
| <b>负债合计</b>     | <b>124.58</b> | <b>218.36</b>  | <b>184.86</b>  | <b>301.42</b>  |
| 股本              | 114.78        | 114.78         | 114.78         | 114.78         |
| 资本公积            | 360.06        | 360.06         | 360.06         | 360.06         |
| 留存收益            | 297.30        | 388.08         | 497.79         | 632.83         |
| <b>归属母公司股东权</b> | <b>772.14</b> | <b>862.91</b>  | <b>972.62</b>  | <b>1107.67</b> |
| 少数股东权益          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>772.14</b> | <b>862.91</b>  | <b>972.62</b>  | <b>1107.67</b> |
| 负债和股东权益合        | 896.71        | 1081.27        | 1157.48        | 1409.09        |

**现金流量表**

| 单位：百万元        | 2018          | 2019E         | 2020E        | 2021E         |
|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| 经营性现金净流量      | 95.78         | 189.50        | 36.78        | 194.49        |
| 投资性现金净流量      | -174.13       | 0.00          | 0.00         | 0.00          |
| 筹资性现金净流量      | 1.87          | 3.55          | 6.20         | 8.97          |
| <b>现金流量净额</b> | <b>-76.11</b> | <b>193.05</b> | <b>42.98</b> | <b>203.46</b> |

**利润表**

| 单位：百万元           | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入             | 552.00        | 634.80        | 755.41        | 921.60        |
| 营业成本             | 362.84        | 418.97        | 513.68        | 635.90        |
| 营业税金及附加          | 3.97          | 4.56          | 5.43          | 6.62          |
| 营业费用             | 12.97         | 14.91         | 17.75         | 21.65         |
| 管理费用             | 38.28         | 44.02         | 52.39         | 63.91         |
| 财务费用             | -4.40         | -5.76         | -8.77         | -11.85        |
| 资产减值损失           | 6.50          | 8.00          | 8.00          | 8.00          |
| 投资收益             | 0.03          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益           | -45.31        | -32.51        | -32.51        | -32.51        |
| <b>营业利润</b>      | <b>102.15</b> | <b>117.59</b> | <b>134.43</b> | <b>164.85</b> |
| 其他非经营损益          | -0.17         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>      | <b>101.98</b> | <b>117.59</b> | <b>134.43</b> | <b>164.85</b> |
| 所得税              | 10.60         | 17.64         | 20.16         | 24.73         |
| <b>净利润</b>       | <b>91.39</b>  | <b>99.95</b>  | <b>114.27</b> | <b>140.12</b> |
| 少数股东损益           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>归属母公司股东净利</b> | <b>91.39</b>  | <b>99.95</b>  | <b>114.27</b> | <b>140.12</b> |

**主要财务比率**

|                | 2018   | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|
| <b>收益率</b>     |        |         |        |        |
| 毛利率            | 34.27% | 34.27%  | 34.27% | 34.27% |
| 三费/销售收入        | 8.49%  | 8.73%   | 8.46%  | 8.31%  |
| EBIT/销售收入      | 15.22% | 16.27%  | 16.27% | 16.27% |
| EBITDA/销售收入    | 20.36% | 25.48%  | 24.01% | 22.28% |
| <b>增长率</b>     |        |         |        |        |
| 销售收入增长率        | -4.86% | 15.00%  | 19.00% | 22.00% |
| EBIT 增长率       | -8.97% | 22.92%  | 19.00% | 22.00% |
| EBITDA 增长率     | -1.51% | 43.93%  | 12.13% | 13.20% |
| 净利润增长率         | -5.31% | 14.84%  | 20.85% | 23.09% |
| 总资产增长率         | 4.66%  | 20.58%  | 7.05%  | 21.74% |
| 股东权益增长率        | 13.42% | 11.76%  | 12.71% | 13.88% |
| 经营营运资本增长率      | 31.46% | -16.85% | 59.61% | -3.36% |
| <b>业绩和估值指标</b> |        |         |        |        |
| EBIT           | 84.00  | 103.25  | 122.87 | 149.90 |
| EBITDA         | 112.37 | 161.73  | 181.34 | 205.29 |
| NOPLAT         | 77.15  | 87.76   | 104.44 | 127.42 |
| 净利润            | 79.04  | 90.78   | 109.71 | 135.05 |
| EPS            | 0.689  | 0.791   | 0.956  | 1.177  |

资料来源：Wind，东海证券研究所预测

## 分析师简介:

牛畅: 东海证券研究所机械组组长, 汽车行业研究员, 伦敦大学玛丽女王学院金融学硕士, 四年证券从业经历。

## 附注:

### 一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

### 二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

### 五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

## 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
电话: (8621) 20333619  
传真: (8621) 50585608  
邮编: 200215

## 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
电话: (8610) 66216231  
传真: (8610) 59707100  
邮编: 100089