

中信证券研究部

核心观点



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



**尹欣驰**  
 汽车分析师  
 S1010519040002

**公司是国内汽车智能感知专家，定增募投车用传感器项目，蓄力公司长足发展。公司汽车传感器业务国内领先，有望快速放量；ADAS 传感器业务逐渐成型，拓展智能感知边界。同时，公司在空气悬架系统研发领先，空气弹簧产品已经实现量产配套。公司汽车传感器、ADAS 系统、空气悬架等汽车电子产品储备丰富，产品线不断扩张，持续成长动能强，维持“买入”评级。**

■ **汽车感知专家，定增募投车用传感器项目。**2020年8月28日，公司披露非公开发行A股股票预案，拟募资不超9.18亿元，用于年产2680万支车用传感器项目和补充流动资金。传感器项目目标是建成专用于MEMS压力传感器、轮速传感器、光线及雨量传感器、视觉传感器、毫米波雷达等车用传感器的先进生产线。公司传感器产品谱系齐全，技术行业领先，是全球第三大的胎压传感器（TPMS）供应商，市场份额仅次于美国森萨塔和德国大陆；公司同时也是国内最大的汽车传感器供应商之一，发动机系统传感器和光雨量传感器份额领先。

■ **公司研发布局前瞻，能力不断拓展。**公司重视研发投入，研发费用率呈逐年提升趋势，2020年上半年为8.6%，远高于汽车行业4%的平均水平。2009年至今，公司累计实现净利润11.96亿元，累计投入研发费用10.97亿元，净利润和研发费用比例接近1:1。公司目前已经是气门嘴、TPMS等细分领域的全球前三供应商，且ADAS相关传感器如摄像头、毫米波雷达等业务初步成型，感知产品边界不断拓展。2020年9月29日，公司与智能驾驶系统企业领目科技签署了合资合同，拟设立合资公司，定位于商用车及乘用车ADAS控制应用研发，实现强强联合。

■ **产品线继续拓展，空气悬架产品突破。**主动悬架系统能够为汽车带来更加优越的舒适性和安全性，主要应用于豪华乘用车以及商用车的司机座椅、驾驶室悬置、挂车车桥和卡车车桥。目前市场上主动悬架系统类型主要包括空气悬架、液压悬架和电磁悬架，其中空气悬架在乘坐舒适性和整体重量上优势最为明显。公司现已具备正向开发主动悬架控制系统的能力，并能够独立提供空气弹簧、电控减振器、集成空气减振器和控制单元ECU等核心组件。公司已为采埃孚SACHS、安道拓等国际先进零部件供应商配套可调节高度、兼顾舒适度与操控性的袖式空气弹簧，为上海科曼、中国公路等国内一流空气悬架公司供应应用于大客车的自密封式膜式气囊。

■ **风险因素：**下游汽车需求持续低景气；合资公司整合不及预期；贸易争端升级的风险。

■ **投资建议：**公司是国内汽车智能感知专家，定增募投车用传感器项目，蓄力公司长足发展。公司汽车传感器业务国内领先，有望快速放量；ADAS 传感器业务逐渐成型，拓展智能感知边界。同时，公司在空气悬架系统研发领先，空气弹簧产品已经实现量产配套。公司汽车电子产品储备丰富，产品线不断扩张，持续成长动能强。维持公司2020/21/22年EPS预测1.10/1.44/1.94元，维持“买入”评级。

<b>保隆科技</b>	<b>603197</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	28.40元
总股本	165百万股
流通股本	164百万股
52周最高/最低价	40.68/21.3元
近1月绝对涨幅	-2.77%
近6月绝对涨幅	13.38%
近12月绝对涨幅	35.35%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,304.78	3,320.96	3,180.77	3,661.28	4,265.17
营业收入增长率	11%	44%	-4%	15%	16%
净利润(百万元)	154.87	172.28	181.73	237.57	320.19
净利润增长率	-11%	11%	5%	31%	35%
每股收益EPS(基本)(元)	0.94	1.05	1.10	1.44	1.94
毛利率%	33%	31%	31%	32%	32%
净资产收益率ROE%	16.04%	16.64%	15.62%	17.65%	20.06%
每股净资产(元)	5.85	6.27	7.05	8.15	9.67
PE	30	27	26	20	15
PB	4.9	4.5	4.0	3.5	2.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年10月16日收盘价

## 目录

<b>汽车感知专家，募投车用传感器项目</b> .....	<b>1</b>
公告计划募投车用传感器项目 .....	1
汽车感知单元专家，定增蓄力长远发展 .....	1
<b>研发布局前瞻，能力不断拓展</b> .....	<b>3</b>
重视研发投入，技术布局前瞻 .....	3
传感器行业领先，拓展 ADAS 业务 .....	4
<b>产品线继续拓展，空气悬架产品突破</b> .....	<b>7</b>
空气悬架系统 .....	7
汽车电子能力升级，赋能智能底盘 .....	8
<b>风险因素</b> .....	<b>10</b>
<b>盈利预测和估值评级</b> .....	<b>10</b>

## 插图目录

图 1：公司光雨量传感器和压力传感器产品.....	2
图 2：公司自动驾驶领域的传感器产品.....	2
图 3：2009 年至 2020H1 研发费用及其占比情况（单位：亿元）.....	3
图 4：2009 年至 2020H1 研发费用和净利润情况（单位：亿元）.....	3
图 5：公司专利及软件著作权情况（单位：项）.....	4
图 6：保隆科技的 TPMS 产品.....	4
图 7：公司历年 TPMS 销售额和销售量.....	4
图 8：保富电子全球布局.....	5
图 9：公司主要传感器产品情况.....	5
图 10：保隆针对国六开发的传感器产品.....	6
图 11：公司 ADAS 毫米波雷达产品.....	6
图 12：公司 ADAS 视觉类系统产品.....	6
图 13：公司与领目科技达成合作.....	7
图 14：三种主动悬架系统.....	8
图 15：搭载空气悬架的大众途锐.....	8
图 16：空气悬架与液压悬架以及钢板弹簧悬架（被动悬架）的对比.....	8
图 17：空气弹簧与钢板弹簧的对比.....	8
图 18：公司研发的主动悬架系统.....	9
图 19：公司研发的空气弹簧产品.....	9
图 20：公司研发的电控减振器产品.....	10

## 表格目录

表 1：公司本次定增募集资金规模和用途（单位：万元）.....	1
表 2：保隆科技盈利预测.....	11

## ■ 汽车感知专家，募投车用传感器项目

### 公告计划募投车用传感器项目

公司拟定增募资不超 9.18 亿元用于车用传感器项目和补充流动资金。2020 年 8 月 28 日，公司披露非公开发行 A 股股票预案，拟发行不超过发行前公司总股本的 30%（即 4,954 万股），募资总额不超 9.18 亿元，用于年产 2680 万支车用传感器项目和补充流动资金。其中，年产 2680 万支车用传感器项目计划于 2020 年开工，预计建设期 4 年；建设内容包括对现有厂房实施适应性技术改造，购置各类自动化生产设备，建成专用于 MEMS 压力传感器、轮速传感器、光线及雨量传感器、视觉传感器、毫米波雷达等车用传感器的先进生产线。此次发行对象为包括公司实控人陈洪凌、张祖秋在内的不超过 35 名特定对象。其中，陈洪凌和张祖秋同意合计出资 8,000 万元认购本次非公开发行的股份。

表 1：公司本次定增募集资金规模和用途（单位：万元）

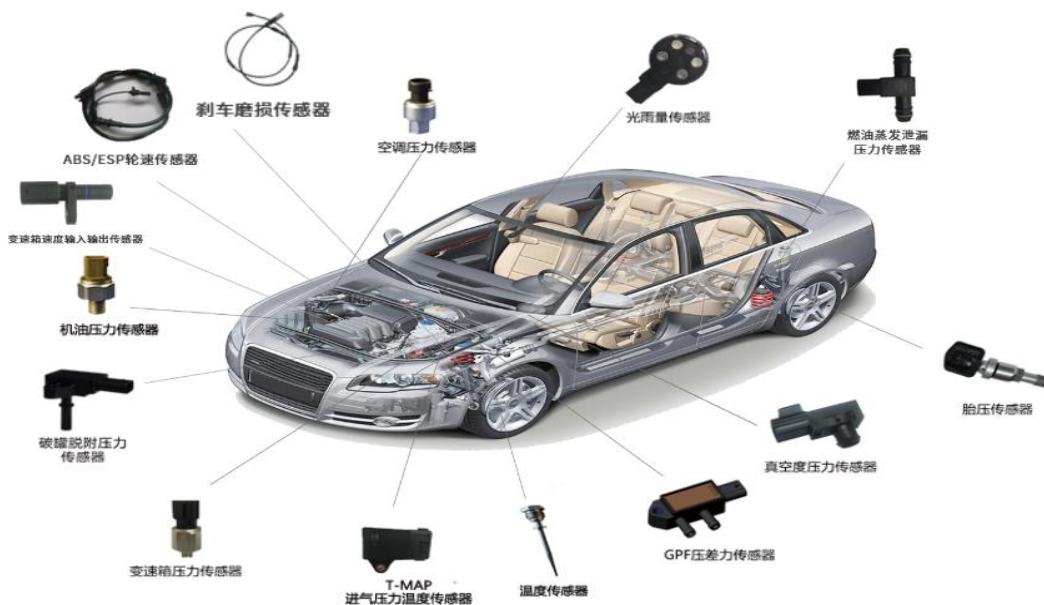
项目名称	项目总投资	拟使用募集资金金额
年产 2680 万支车用传感器项目	72,058	64,800
补充流动资金	27,000	27,000
<b>合计</b>	<b>99,058</b>	<b>91,800</b>

资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 汽车感知单元专家，定增蓄力长远发展

**汽车传感器产品谱系齐全，技术行业领先。**公司目前传感器产品种类丰富，包括胎压监测传感器（TPMS）、进气歧管压力传感器、机油压力传感器、真空度传感器、燃油蒸发压力传感器、碳罐脱附压力传感器、GPF 压差传感器、空调冷媒压力传感器等，是动力总成、底盘制动、舒适系统，以及排放诊断等汽车关键系统的重要感知单元。其中，公司是全球第三大的胎压传感器（TPMS）供应商，市场份额仅次于美国森萨塔和德国大陆。公司同时也是国内最大的汽车传感器供应商之一，发动机系统传感器和光雨量传感器份额领先。

图 1：公司光雨量传感器和压力传感器产品



资料来源：公司官网

**摄像头、毫米波雷达产品陆续落地，助力汽车智能化升级。**公司在汽车感知产品上的能力不断跃迁，摄像头、毫米波雷达等 ADAS 相关的感知层产品陆续量产。1) 公司的 77G 及 24G 毫米波雷达体积小，测量精度高，在雨天、雾、黑夜等环境下拥有较强的穿透性以及较高的目标鉴别能力，可支持实现多种 ADAS 功能（ACC、AEB、BSD、RCTA、FCW 等）。2) 360 全景摄像头配合控制器算法，可实现 2D 无缝拼接鸟瞰图、三维实时场景重建、3D 多角度视觉变换等功能。3) DVS 动态视觉传感器像素高（可达 100 万）、反应速度极快，能够在雾、强光、弱光等环境条件下快速清晰地显示图像并捕捉物体运动轨迹，技术国际领先。

图 2：公司自动驾驶领域的传感器产品



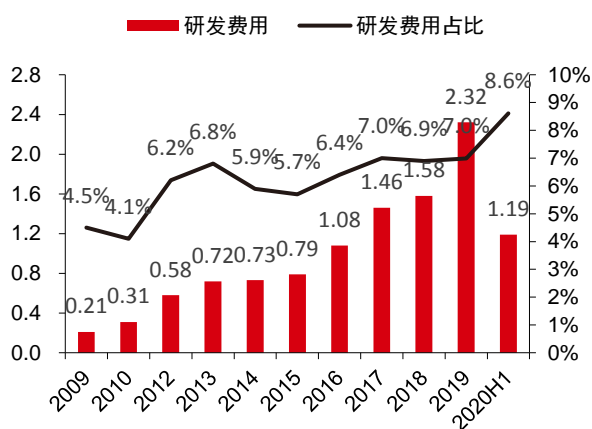
资料来源：公司官网，中信证券研究部

## ■ 研发布局前瞻，能力不断拓展

### 重视研发投入，技术布局前瞻

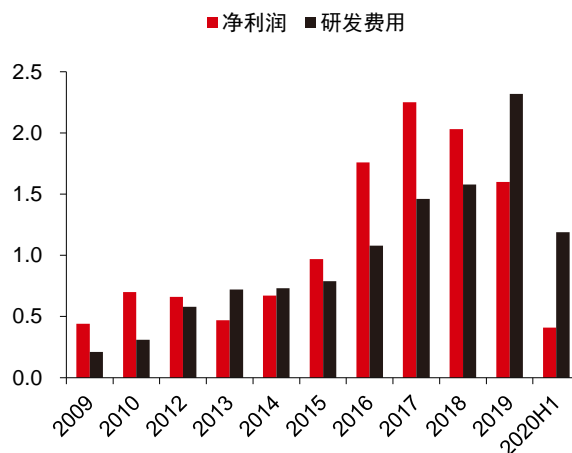
**重视研发投入，科研成果丰厚。**公司重视研发投入，研发费用率呈历年提升趋势，2020年上半年为8.6%，远高于汽车行业4%的平均水平。2009年至今，公司累计实现净利润11.96亿元，累计投入研发费用10.97亿元，净利润和研发费用比例接近1:1。2009年至今，公司在汽车结构件、光学传感器、视觉系统、毫米波雷达和电控减振器等领域均投入了研发资源，并逐渐将研发项目转化为成熟产品。

图 3：2009 年至 2020H1 研发费用及其占比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

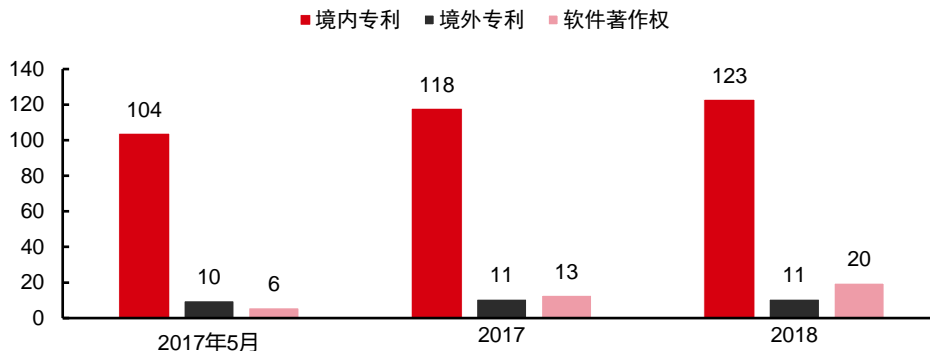
图 4：2009 年至 2020H1 研发费用和净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**研发成果丰硕，专利数量领先。**公司已被认定为高新技术企业、国家知识产权优势企业、上海市科技小巨人企业、上海市创新型企业。公司技术中心被上海市经济委员会等部门认定为“上海市认定企业技术中心”，是国家发展改革委、科技部、财政部、海关总署、国家税务总局认定的“国家认定企业技术中心”，在上海松江和安徽宁国分别建有院士工作站。截至 2019 年 11 月 30 日，在知识产权创造方面，公司共申请了 230 项中国专利，获得授权的专利有 145 项，其中发明专利授权 37 项；完成 13 项境外专利申请，其中 7 项专利已有共计 29 个国家和地区授权；获得了 31 项软件著作权的登记；获得 9 项集成电路布图设计。

图 5：公司专利及软件著作权情况（单位：项）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**研发费用都投到了哪里？**公司当前研发费用主要投入在前瞻布局的产品，如 ADAS、TPMS 和传感器等业务。高额研发投入保证了持续成长的动力，复盘公司过去二十年的成长历程，我们发现保隆科技具有较强的把汽车零部件细分品类做到全球龙头的能力。公司 1998 年开始研发轮胎气门嘴，2000 年开始研制车轮平衡块，2001 年开始研制排气系统管件，当前公司在气门嘴、平衡块和排气系统管件领域均为全球最大的供应商之一。公司 2002 年开始研制汽车 TPMS（胎压监测系统），2019 年成为全球第三大 TPMS 供应商，仅次于美国森萨塔和德国大陆。汽车悬架方面，公司 2012 年开始研制空气弹簧，2016 年开始研制电控减振器，2018 年开始研制电控空气悬架系统（ECAS）。

### 传感器行业领先，拓展 ADAS 业务

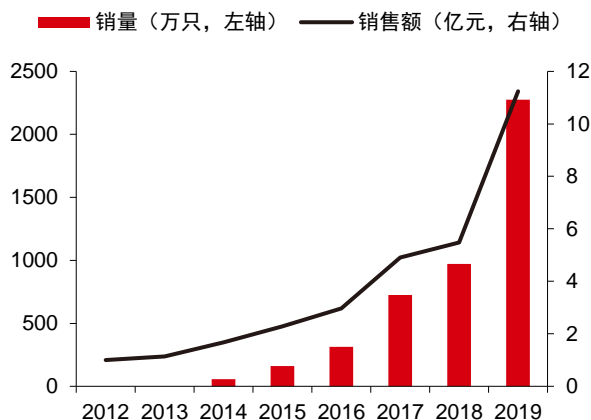
**公司胎压监测系统（TPMS）产品全球领先。**公司 2004 年开始推出第一代 TPMS 产品 I-type，2012 年推出能够实现 WAL 自动定位的 X-type，之后又于 2014/2015/2018 年推出 C-type、D-type 和 C/D-type pro。公司产品不断升级，重量越来越小，轮辋适应性越来越强，市场接受度也越来越高。

图 6：保隆科技的 TPMS 产品



资料来源：公司官网

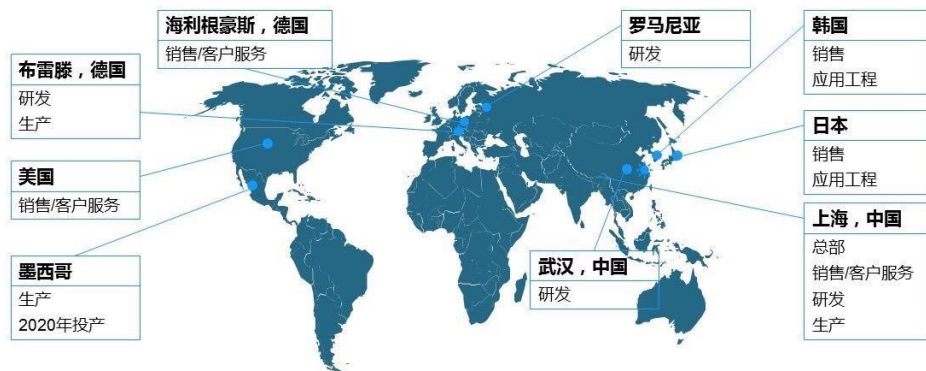
图 7：公司历年 TPMS 销售额和销售量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司与霍富集团合并 TPMS 业务，成立保富电子。2018 年，公司与德国霍富集团签署协议，计划将各自旗下 TPMS 业务合并；2019 年，合资公司正式成立，命名为保富电子。合资公司中保隆科技持股 55%，霍富集团持股 45%，CEO 由保隆科技任命。保富电子下辖三家子公司，分别位于中国、美国、德国，统一采用保富商标，主营 TPMS、EMS、传感器及其他电子电器配件等业务。合资公司成立之后，2019 年公司 TPMS 发射器和控制器销量大增，分别为 2275 万只（同比+134%）、273 万只（同比+119%）。其中，公司 TPMS 发射器销量仅次于森萨塔（约 5000 万只）和德国大陆（约 3000 万只），排名全球第三。

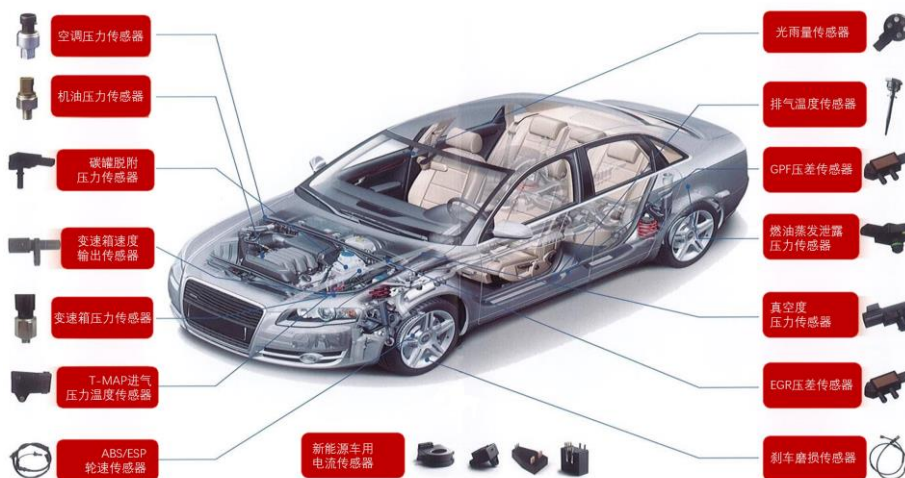
图 8：保富电子全球布局



资料来源：公司官网

传统传感器业务国内领先, 快速增长。公司凭借着在 TPMS 传感器上的技术积累, 2009 年开始研制汽车压力传感器, 2012 年开始研制光学传感器, 目前主要产品为 MEMS 压力传感器和光雨量传感器, 配套上汽乘用车、神龙、东风柳汽和奇瑞等自主品牌。2019 年, 公司销售传感器 614 万只, 比上年同期增长 149%。

图 9：公司主要传感器产品情况



资料来源：公司官网，中信证券研究部



**受益国六升级，高增长有望持续。**2016 年我国发布汽车国六排放标准，国六 a 阶段从 2020 年 7 月 1 日起实施，国六 b 阶段从 2023 年 7 月 1 日起实施。2018 年 6 月 27 日国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，明确提出在部分重点地区国六法规执行提前。国六标准的执行拉动了汽车传感器需求的快速提升：1) 国六新增了燃油蒸发泄露监测要求，现有车型均需加装燃油蒸发泄露压力传感器和碳罐脱附压力传感器；2) 国六加重了颗粒物排放要求，现有汽油车型均须加装 GPF (颗粒捕集器)，GPF 需配套 GPF 压差传感器以满足监测要求；3) 国六要求对机外曲轴箱的密封性进行监测，部分车型需要加装曲轴箱压力传感器。公司顺应国六升级趋势，研发了曲轴箱通风压力传感器、碳罐脱附压力传感器；GPF 压差传感器和燃油蒸发泄露压力传感器产品，有望快速放量，助力传感器业务继续保持高增长。

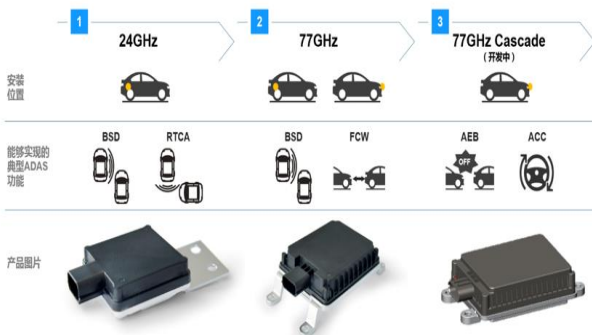
图 10：保隆针对国六开发的传感器产品



资料来源：盖世汽车网

**ADAS 业务逐渐成型，感知产品边界拓展。**公司 2013 年开始研发 ADAS 系统感知元件，包括摄像头和毫米波雷达等。目前公司已经完成单双目摄像头、DMS 摄像头、驾驶员监控系统、360 环视系统、24GHz 角雷达和 77GHz 角雷达的研发，77GHz 前向雷达还在研发当中。公司 360 环视系统已于 2019 年量产，主要配套一汽、吉利等自主品牌。根据公司 2020 年中报，新产品双目前视摄像头集成控制器总成拓展方面已取得实质性进展。

图 11：公司 ADAS 毫米波雷达产品



资料来源：盖世汽车网

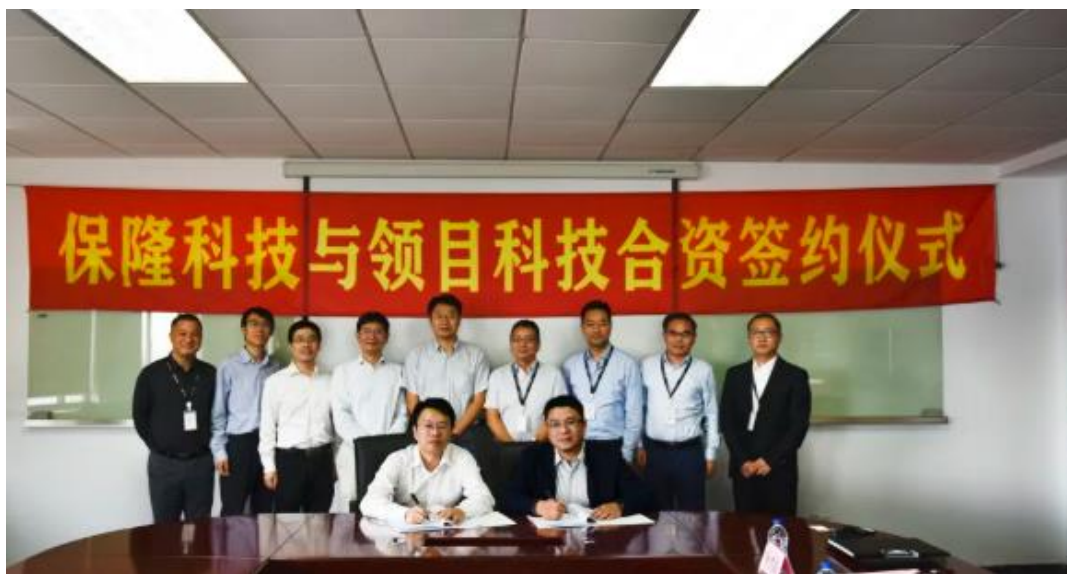
图 12：公司 ADAS 视觉类系统产品



资料来源：盖世汽车网

**携手领目科技，强强联合共促发展。**2020年9月29日，公司与智能驾驶系统企业领目科技签署合同，拟设立合资公司。保隆科技持有合资公司55%股权，领目科技及其控制的合伙企业合计持有45%。合资公司业务定位于商用车及乘用车ADAS控制应用研发，将于2020年10月设立完成。领目科技是开发和生产汽车智能驾驶系统包括L2 ADAS系统及L3控制器的高新技术企业，公司成立于2018年，团队来自于中科院及通用电气的建制团队，深耕于AI算法开发及边缘计算平台的设计。双方整合ADAS控制应用领域的研发资源，成立合资公司，力争在ADAS细分领域实现长足发展。

图 13：公司与领目科技达成合作



资料来源：公司官网

## ■ 产品线继续拓展，空气悬架产品突破

### 空气悬架系统

**主动悬架系统在中端车细分市场上逐渐流行起来。**主动悬架系统最初用在高端跑车和豪华车上，现在在中端车细分市场上逐渐流行起来。主动悬架系统一般应用在司机座椅、驾驶室悬置、挂车车桥、卡车车桥包括前桥等位置。根据汽车之家，目前主动悬架系统在中国市场的全尺寸/中大型SUV中配置率达到71.4%。目前市场上主要的主动悬架系统包括空气悬架、液压悬架和电磁悬架。空气悬架在乘坐舒适性和整体重量上优势明显，最早搭载于1957年的凯迪拉克Eldorado Brougham车型上，目前国内在商用车上的使用仍处于起步阶段，有望快速渗透。液压悬架承载能力优秀，后期相对维护成本低，广泛应用重卡到民用轿车等。电磁悬架因为响应速度很快，在跑车上应用比较广泛。

图 14：三种主动悬架系统



资料来源：欧孚迪汽车设计，中信证券研究部

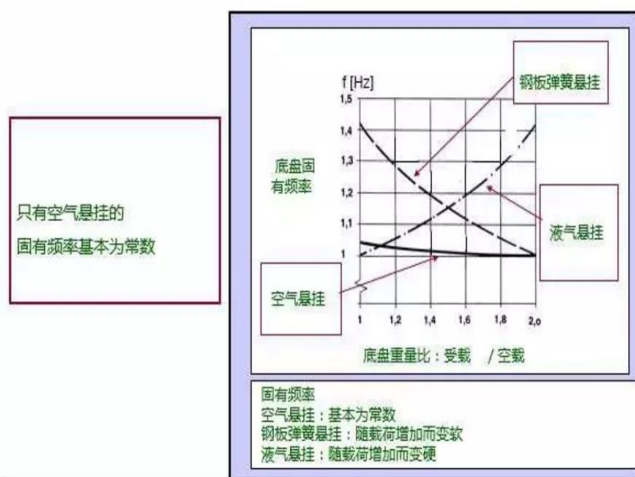
图 15：搭载空气悬架的大众途锐



资料来源：汽车之家

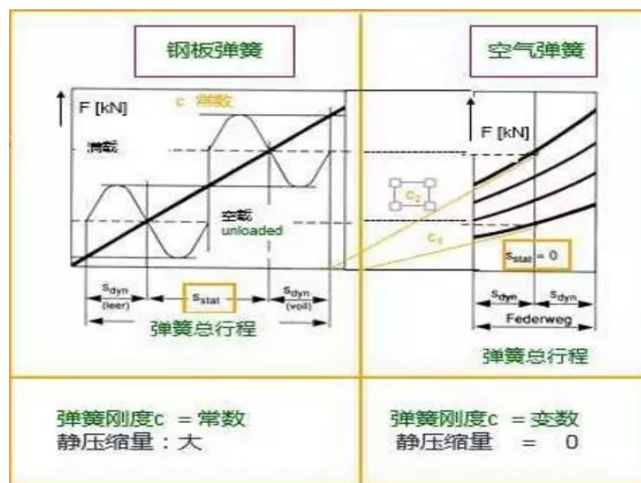
**主动悬架和空气弹簧带来更加优越的舒适性和安全性。**从工作原理来看，悬架系统分为被动悬架和主动悬架。被动悬架由弹簧、减振器（减振筒）、导向机构等组成，悬架系统内无能源供给装置，其弹性和阻尼不能随外部工况变化。主动悬架系统是指悬架系统可根据汽车的运动状态、路面状况以及载荷等参数的变化，对悬架的刚度和阻尼进行动态地自适应调节，使悬架系统始终处于最佳减振状态。相比被动悬架，主动悬架可提高汽车燃油经济性和操控稳定性，以及调节车身高度，舒适性和安全性更好。空气弹簧是利用橡胶气囊内部压缩的反力作为弹性恢复力的一种弹性元件，是汽车空气悬架的核心部件。常见的空气弹簧有膜式空气弹簧、囊式空气弹簧、袖筒式空气弹簧等。和螺旋弹簧、钢板弹簧等其它传统汽车弹性元件相比，空气弹簧具有可调节刚度和承载能力、可改变高度、吸振和降噪能力更高、更轻、疲劳寿命更高以及经济性更好的优点。

图 16：空气悬架与液压悬架以及钢板弹簧悬架（被动悬架）的对比



资料来源：康迪泰克

图 17：空气弹簧与钢板弹簧的对比



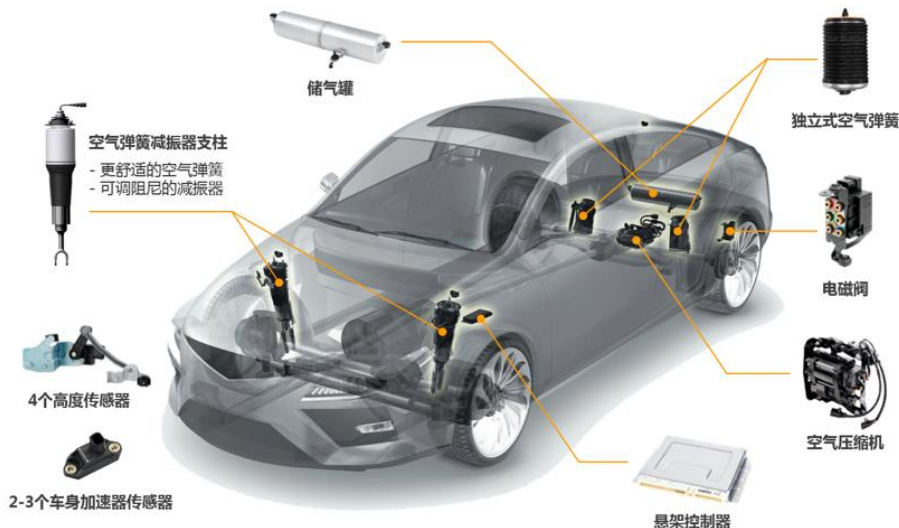
资料来源：康迪泰克

### 汽车电子能力升级，赋能智能底盘

公司已能独立提供空气弹簧、电控减振器、集成空气减振器和控制单元 ECU 等核心组件。公司还具备正向开发主动悬架控制系统的能力，包括乘用车可调高度和刚度的电

控空气悬架系统，电控可变阻尼悬架系统，以及刚度、高度和阻尼均可调的电控主动悬架系统。

图 18：公司研发的主动悬架系统



资料来源：盖世汽车网

公司空气弹簧拥有自主研发的橡胶配方，可在低温与高温严峻环境下正常工作。公司的空气弹簧产品有袖式空气弹簧、自密封式膜式气囊和膜式空气弹簧。公司的空气弹簧采用国际著名供应商的优质原胶和帘布材料，自主开发业内领先的氯丁+天然胶的混合配方，实现配方、混炼、压延、成型、硫化、装配全工艺链自主掌控，不断完善包括橡胶物性、屈挠、臭氧、热空气老化、盐雾、空气弹簧综合性能、爆破、高低温疲劳、常温疲劳等试验设备以满足客户的全部试验要求，过程控制满足国际客户 TATF16949、VDA6.3 等最严苛的体系审核。其中，袖筒式空气弹簧满足 80° C 高温双动 100 万次、常温 1000 万次和 -35° C 低温度疲劳试验，膜式空气弹簧满足 500 万次常温疲劳试验（国标为 300 万次）。

图 19：公司研发的空气弹簧产品

<p style="text-align: center;"><b>袖式空气弹簧</b></p>  <p>应用于驾驶室悬置和驾驶员座椅，通过压环扣压在上下塑料件上。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 长寿命、耐高温</li> <li>● 可调节高度</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>自密封式膜式气囊</b></p>  <p>应用于客车的空气弹簧系统，为上海科曼、中国公路等国内一流空气悬架公司供应。</p>	<p style="text-align: center;"><b>膜式空气弹簧</b></p>  <p>应用于卡车挂车车轴。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 拥有橡胶或塑料缓冲块</li> <li>● 塑料或压铸铝活塞</li> </ul>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：公司官网

公司电控减震器功能丰富,可适用不同车型。公司自 2016 年起研发电控减振器产品。公司具有完善的电控减振器技术标准和测试手段,拥有涵盖 ADS 减振器、外置和内置 CDC 减振器三大系列产品的生产线,拥有机器人焊接、全自动清洗、无尘装配间等工序的自动化装配线。公司的电控减振器产品能够在不同路况下保持车辆良好舒适性和稳定性,提高车辆的操控性和通过性;通过空气弹簧调整车身高度,保证不同路况下的安全行驶;通过调整减振器阻尼力,在启动、转弯、制动时可更方便地控制车辆;通过调节空气弹簧气室容积,实现悬架刚度调节;通过电磁阀调节阻尼力,实现不同路面下的减振器软硬调节。公司自主研发的电控空气减振器不仅可用于豪华车型,也可适用于中低端车型。

图 20: 公司研发的电控减振器产品



资料来源: 公司官网

## ■ 风险因素

- 下游汽车销量不及预期;
- 保富电子全球业务整合不及预期;
- 贸易争端升级的风险。

## ■ 盈利预测和估值评级

公司携手霍富,成为全球第三大 TPMS 供应商。2018 年公司 TPMS 全球市占率排名第六,德国霍富排名第五。2018 年,公司与德国霍富签署协议,合并各自旗下 TPMS 业务,命名为“保富电子”。公司在 TPMS 合资子公司中股比为 55%,董事会 5 席中占 3 席,且 CEO 由公司指派。保富电子下辖三家子公司,分别位于中国、美国、德国,统一采用保富商标,主营 TPMS、EMS、传感器及其他电子电器配件等业务。合资公司成立后,公司成为和太平洋工业并列,仅次于 Sensata 和德国大陆的全球第三大 TPMS 供应商。

**智能化布局前瞻，除了 TPMS，其他汽车电子产品储备丰富。**公司大力投入汽车电子产品研发，近三年研发费用占利润比例接近 90%。公司压力传感器已配套康明斯、上汽自主和上汽通用等客户，随着国六法规的进一步推行，下半年开始放量；360 环视系统年内将于一汽、吉利等自主品牌车型上量产，客户群体不断拓展；毫米波雷达业务受芯片巨头恩智浦的战略支持，2020 年于商用车车型上量产。随着汽车电子产品陆续落地，公司产品的单车配套价值量将实现千元级别的提升。

公司是全球第三大 TPMS 供应商，视野前瞻，重视研发投入，具有较强的把细分品类做到全球龙头的能力；TPMS、汽车传感器业务有望逐渐成长为现金牛业务，且未来 ADAS 和主动悬架等汽车电子产品储备丰富，发展战略和路径非常清晰，是 A 股最有潜力的汽车电子标的之一，维持公司 2020/21/22 年 EPS 预测 1.10/1.44/1.94 元，维持“买入”评级，继续重点推荐。

表 2：保隆科技盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,304.78	3,320.96	3,180.77	3,661.28	4,265.17
营业收入增长率	11%	44%	-4%	15%	16%
净利润(百万元)	154.87	172.28	181.73	237.57	320.19
净利润增长率	-11%	11%	5%	31%	35%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.94	1.05	1.10	1.44	1.94
毛利率%	33%	31%	31%	32%	32%
净资产收益率 ROE%	16.04%	16.64%	15.62%	17.65%	20.06%
每股净资产 (元)	5.85	6.27	7.05	8.15	9.67
PE	30	27	26	20	15
PB	4.9	4.5	4.0	3.5	2.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 16 日收盘价

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,305	3,321	3,181	3,661	4,265	货币资金	931	643	939	1,089	1,118
营业成本	1,546	2,296	2,197	2,493	2,888	存货	480	693	708	782	903
毛利率	32.92%	30.86%	30.94%	31.91%	32.28%	应收账款	500	704	661	766	888
营业税金及附加	16	15	13	15	17	其他流动资产	215	234	269	287	313
销售费用	184	288	254	284	320	流动资产	2,126	2,274	2,576	2,924	3,221
营业费用率	7.99%	8.66%	8.00%	7.75%	7.50%	固定资产	648	868	1,000	1,150	1,289
管理费用	135	196	207	238	269	长期股权投资	13	18	18	18	18
管理费用率	5.84%	5.90%	6.50%	6.50%	6.30%	无形资产	42	102	102	102	102
财务费用	21	51	46	47	53	其他长期资产	282	489	568	646	756
财务费用率	0.90%	1.54%	1.45%	1.29%	1.25%	非流动资产	985	1,477	1,688	1,916	2,165
投资收益	1	(0)	1	1	1	资产总计	3,110	3,751	4,264	4,839	5,385
营业利润	261	259	242	337	450	短期借款	388	244	779	1,057	1,221
营业利润率	11.34%	7.80%	7.62%	9.20%	10.54%	应付账款	382	561	541	613	709
营业外收入	0	7	0	0	0	其他流动负债	624	607	477	504	524
营业外支出	1	4	0	0	0	流动负债	1,394	1,412	1,797	2,175	2,454
利润总额	261	261	242	337	450	长期借款	295	586	586	586	586
所得税	59	101	61	84	112	其他长期负债	401	464	464	464	464
所得税率	22.49%	38.76%	25.00%	25.00%	25.00%	非流动性负债	696	1,049	1,049	1,049	1,049
少数股东损益	48	(12)	0	15	17	负债合计	2,091	2,461	2,846	3,224	3,503
归属于母公司股东的净利润	155	172	182	238	320	股本	167	166	165	165	165
净利率	6.72%	5.19%	5.71%	6.49%	7.51%	资本公积	239	166	167	167	167
						归属于母公司所有者权益合计	966	1,035	1,164	1,346	1,596
						少数股东权益	54	254	254	269	286
						股东权益合计	1,020	1,290	1,418	1,615	1,882
						负债股东权益总计	3,110	3,751	4,264	4,839	5,385

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	261	261	242	337	450
所得税支出	-59	-101	-61	-84	-112
折旧和摊销	65	117	107	120	132
营运资金的变化	17	-160	-170	-101	-158
其他经营现金流	41	84	59	50	57
经营现金流合计	326	201	178	321	368
资本支出	-224	-299	-290	-310	-330
投资收益	1	0	1	1	1
其他投资现金流	-114	-118	-28	-38	-51
投资现金流合计	-337	-417	-317	-347	-380
发行股票	57	0	0	0	0
负债变化	1,054	1,539	535	278	164
股息支出	-59	-42	-53	-55	-70
其他融资现金流	-895	-1,474	-46	-47	-53
融资现金流合计	156	24	436	176	40
现金及现金等价物净增加额	145	-192	296	150	29

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	10.77%	44.09%	-4.22%	15.11%	16.49%
营业利润增长率	-20.6%	-0.96%	-6.43%	38.95%	33.50%
净利润增长率	-10.9%	11.24%	5.49%	30.73%	34.78%
毛利率	32.92%	30.86%	30.94%	31.91%	32.28%
EBITDA Margin	15.12%	12.44%	12.45%	13.35%	14.48%
净利率	6.72%	5.19%	5.71%	6.49%	7.51%
净资产收益率	16.04%	16.64%	15.62%	17.65%	20.06%
总资产收益率	4.98%	4.59%	4.26%	4.91%	5.95%
资产负债率	67.22%	65.62%	66.74%	66.62%	65.05%
所得税率	22.49%	38.76%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	26.96%	30.85%	30.49%	29.43%	30.26%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 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会员）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) 086/12/2019。

**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 2020 版权所有。保留一切权利。