

# 久之洋 (300516)

证券研究报告

2020年03月20日

## 光电所资本运作平台，2020年新增订单2.03亿元

制冷/非制冷红外热像仪生产商，光电所重要的资本运作平台

久之洋是国内同时具备红外热像仪和激光测距仪自主研制生产能力的高新技术企业，是我国中船集团-华中光电技术研究所（717所）旗下上市公司，第一大股东717所控股58.25%。公司具有全谱系全系列红外激光产品，覆盖短波、中波、长波、面阵、扫描等系列化热像仪，YAG、半导体泵浦、光纤、饵玻璃等系列化激光器，应用领域广泛。

控股股东光电所是我国唯一以海军光电装备技术为研究对象的专业研究所，专业覆盖侦察监视、警戒探测、跟踪火控、光电对抗、光电通信六大领域。据公司19年11月7日公告的投资者调研纪要，久之洋作为研究所旗下的唯一上市平台，是其实现战略目标提供重要的资本运作平台。

聚焦红外热像仪核心产品，持续加大研发投入，2019年成长性整体较好

近年来，公司营收整体呈现稳中有增的趋势：2015年公司营收3.86亿元，至2019年营收5.73亿元，连续4年CAGR达10.4%；但自2017年以来公司毛利率与净利率下滑较明显，净利润于2017年下滑显著，主要为政府采购（含军品）类大宗业务商品受宏观改革等因素的影响、产品交付有所滞后，及红外/激光等光电探测产品技术日臻成熟，市场竞争进一步加剧所致。

2019年公司业绩快报已于2月29日发布，报告期内公司营收5.73亿元，同比+22.6%，归母净利润0.62亿元，同比+36.5%，整体成长性较好，主要由公司订单增长所致；据2019半年报，报告期内公司在政府采购领域持续发力并斩获大量订单。公司在2019年并表同一控制下企业的光学星体跟踪业务，未来该板块有望为公司贡献利润。

2020年开年主业斩获2.03亿订单，新冠疫情或提供红外测温仪额外弹性

2020年1月17日公司公告，公司于近日收到招标方（无关联关系）发来的中标通知书，确认公司为某型红外设备中标单位，中标金额2.03亿元。本次中标是公司取得的又一重大突破，预计将大幅提升红外装备系统的技术升级、增厚公司业绩。此外，针对目前国内新冠病毒疫情，公司责无旁贷承担了测温仪生产任务，1月21日公司紧急调整生产产能布局，扩增生产测温系列产品，原材料和配套物资逐步到位，后续将按照统一调配额度保障生产。我们认为，上半年公司民用红外测温产品需求或增加（属短期增长贡献），军用等红外设备或将提供中长期业绩支撑。

**盈利预测与评级：**预计公司2019-2021营收分别为5.73/7.45/8.80亿元，净利润分别为0.63/0.84/1.00亿元，EPS为0.35/0.47/0.56元，PE为87.23/64.64/54.46x。可比公司2020年PE均值为81.84x，公司目标价为0.47\*81.84=38.46元，3月19日收盘价为30.3元，尚有26.9%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**因疫情所需的民用红外测温仪增长不持续，公司订单交付放缓，毛利率下行风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	311.15	466.99	572.70	744.51	879.57
增长率(%)	(34.24)	50.08	22.64	30.00	18.14
EBITDA(百万元)	89.78	119.11	66.21	96.73	115.87
净利润(百万元)	44.54	45.77	62.52	84.37	100.15
增长率(%)	(68.39)	2.76	36.59	34.95	18.70
EPS(元/股)	0.25	0.25	0.35	0.47	0.56
市盈率(P/E)	122.45	119.16	87.23	64.64	54.46
市净率(P/B)	4.67	4.54	4.16	3.96	3.74
市销率(P/S)	17.53	11.68	9.52	7.33	6.20
EV/EBITDA	57.01	24.25	76.67	55.40	44.56

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/其他电子
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	30.3元
目标价格	38.46元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	180.00
流通A股股本(百万股)	180.00
A股总市值(百万元)	5,454.00
流通A股市值(百万元)	5,454.00
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	10.72
一年内最高/最低(元)	41.99/22.57

### 作者

李鲁靖 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

邹润芳 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

潘暕 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

许利天 联系人  
xulitian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《久之洋-年报点评报告:以制冷红外为核心持续增长，光学布局逐步显现》 2017-03-31
- 《久之洋-半年报点评:主业稳中有增，军品业务有望发力》 2016-08-29



## 内容目录

1. 制冷/非制冷红外热像仪生产商，背靠集团 717 所光电技术.....	3
1.1. 主营红外热像仪/激光测距仪，光电所重要的资本运作平台 .....	3
1.2. 公司产品情况：聚焦红外热像仪核心，逐步发展激光测距仪.....	3
2. 2015-2019 业绩整体稳中有增，持续加大研发投入.....	4
3. 主业斩获大量订单，新冠疫情或刺激红外测温仪需求弹性.....	6
3.1. 红外测温仪政府采购订单增长，2020 年初新增 2.03 亿订单.....	6
3.2. 调整产能布局加入新冠疫情防控战，2020 上半年业绩或迎短期弹性.....	6
4. 盈利预测与评级 .....	6
5. 风险提示.....	8

## 图表目录

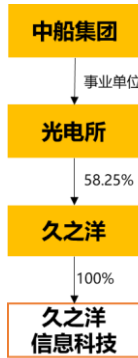
图 1：久之洋股东结构与旗下子公司.....	3
图 2：2018 年公司收入结构（单位：亿元） .....	3
图 3：公司制冷红外热像仪产品.....	3
图 4：非制冷红外热像仪产品 .....	3
图 5：公司激光测距仪产品 .....	4
图 6：2015A-2019E 公司营业总收入及其增速情况 .....	4
图 7：2015A-2019E 公司归母净利润及其增速情况 .....	4
图 8：2015-2018 年公司毛利率与净利率情况 .....	5
图 9：2015-2018 年公司研发费用及其占收入的比例 .....	5
图 10：2015-2018 年公司三费情况及其占收入比例.....	5
图 11：2015-2018 年公司 ROA 与 ROE 情况 .....	5
图 12：2015-2018 年公司资产负债率与流动比率情况.....	5
图 13：2015A-2021E 公司分板块营收、成本及毛利情况.....	7
图 14：2015A-2021E 公司分板块营收增速与毛利率情况.....	7
图 15：久之洋可比公司加权平均估值为 81.84x.....	7

## 1. 制冷/非制冷红外热像仪生产商，背靠集团 717 所光电技术

### 1.1. 主营红外热像仪/激光测距仪，光电所重要的资本运作平台

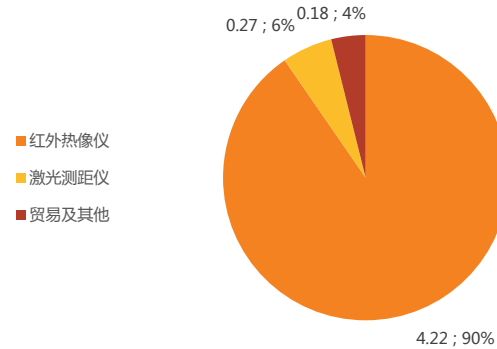
久之洋是国内少有的，同时具备红外热像仪和激光测距仪自主研制生产能力的高新技术企业，是我国中船集团-华中光电技术研究所旗下上市公司，由光电所控股 58.25%，主要从事红外热像仪、激光测距仪的研发、生产与销售。公司具有全谱系全系列红外激光产品，覆盖短波、中波、长波、面阵、扫描等系列化热像仪；YAG、半导体泵浦、光纤、钕玻璃等系列化激光器，应用领域广泛。

图 1：久之洋股东结构与旗下子公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2018 年公司收入结构（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司控股股东华中光电技术研究所是我国唯一的以海军光电装备技术为研究对象的专业研究所，1960 年组建于海军科研部，从一个潜望镜和天文导航设备的研究机构发展成为军民两用光电技术创新中心和装备研制中心。华中光电技术研究所专业技术覆盖侦察监视，警戒探测，跟踪火控，光电对抗，光电导航，光电通信六大领域，旗下共有七家分子公司，分别从事各类专业相关细分领域的科研生产及销售。华中光电技术研究所凭借舰船光电专业发展的地位、深厚的技术储备以及光电技术广阔的应用前景，将致力于成为军民一体、产融一体、产研一体的新型产业集团。据公司 19 年 11 月 7 日发布的《投资者调研纪要》，公司作为研究所旗下的唯一上市平台，将为光电所实现战略目标提供重要的资本运作平台。

### 1.2. 公司产品情况：聚焦红外热像仪核心，逐步发展激光测距仪

目前，公司主要产品包括具有先进水平的各型制冷红外热像仪，非制冷红外热像仪以及激光测距仪等。红外热像仪是公司主要收入来源，2018 年红外热像仪收入 4.22 亿元，占比 90%，产品广泛用于两方面：（1）军用领域：主要用于昼夜监视、情报获取、目标探测、观瞄、测距等；（2）民用领域：主要应用于海洋监察、维权执法、安防监控、森林防火监控、水上交通安全监管和救助、搜索救援、工业检测、检验检疫以及辅助驾驶等领域。

图 3：公司制冷红外热像仪产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 4：公司非制冷红外热像仪产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 5：公司激光测距仪产品

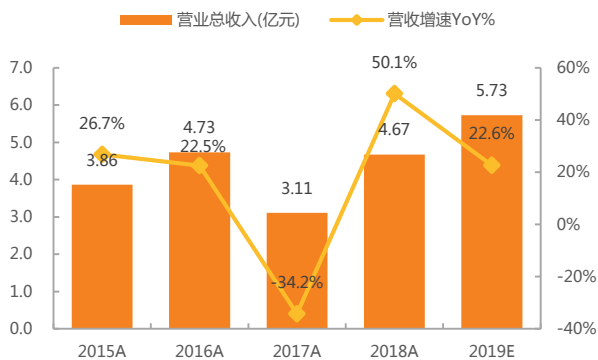


资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2. 2015-2019 业绩整体稳中有增，持续加大研发投入

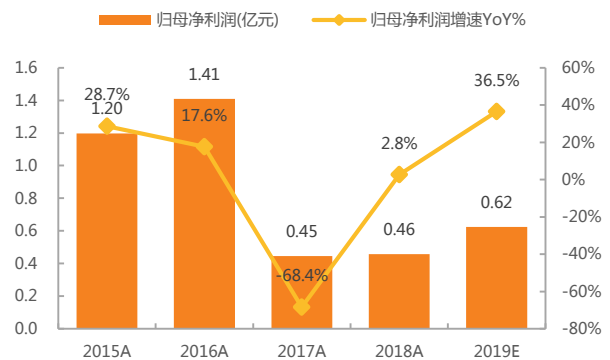
近年来，公司营收整体呈现稳中有增的趋势，2015 年公司营收 3.86 亿元，2019 年营收 5.73 亿元，连续 4 年 CAGR 达 10.4%；净利润在 2017 年下滑较为显著，后续逐渐稳健。2017 年的业绩下滑主要受到两方面因素的影响：（1）政府采购（含军品）类大宗业务商品受宏观改革等因素的影响，产品交付有所滞后，部分收入、利润在 2017 年当期无法确认收入；（2）随着红外、激光等光电探测产品技术日臻成熟，市场竞争程度进一步加剧，采购订货形式逐步趋向于竞谈方式，造成个别高占比产品定价直接下降约 30%-40%，由此导致该产品收入下降约 30%-45%，利润下降约 70%-80%。

图 6：2015A-2019E 公司营业总收入及其增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2015A-2019E 公司归母净利润及其增速情况

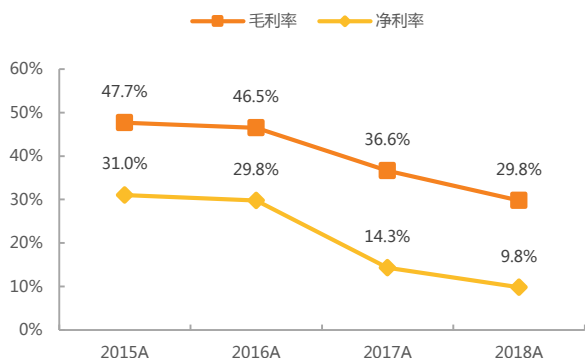


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司于 2 月 29 日公告了 2019 年业绩快报，报告期内公司营收 5.73 亿元，同比+22.6%，归母净利润 0.62 亿元，同比+36.5%。需要注意的是，上述增长未考虑公司 2019 年的新业务并表——2019 年公司收购了武汉华中天经通视科技有限公司的光学星体跟踪器业务所涉及的资产组组合项目，并于 2019 年 1 月完成标的资产交割、光学星体跟踪器业务纳入公司合并范围（同一控制下企业合并），故对业绩进行追溯调整所致。

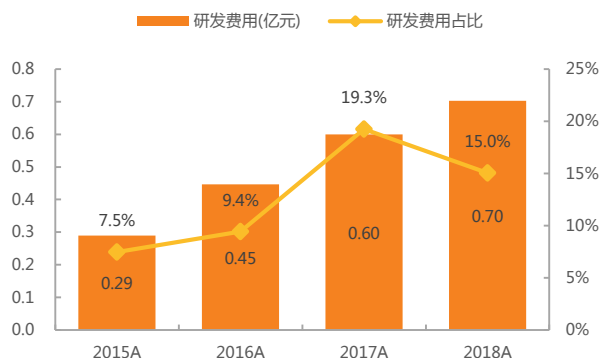
若考虑光学星体跟踪器业务并表后，公司营收同比+13.38%，归母净利润同比-0.34%，主要是由于募集资金用途变更、原用于理财的收益减少，加之应收账款坏账准备及存货跌价准备加大，综合影响导致公司归母净利润与去年同期基本持平。

图 8：2015-2018 年公司毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

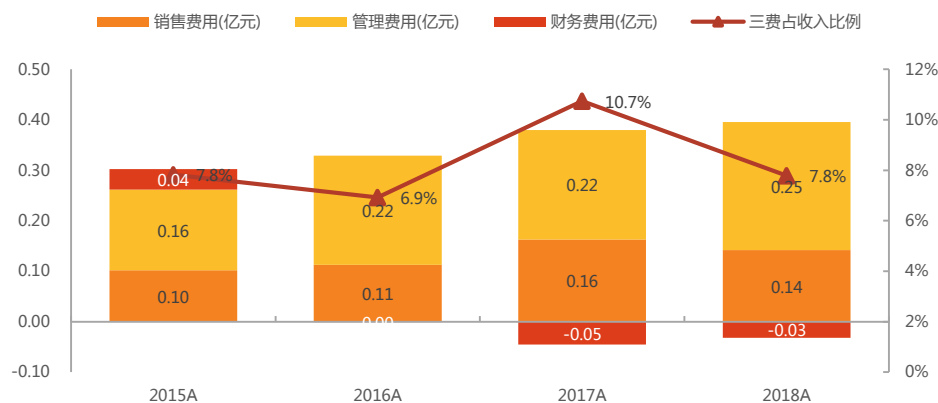
图 9：2015-2018 年公司研发费用及其占收入的比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

近年来，公司毛利率、净利率均有所下降，主要原因在于：（1）公司部分主营业务受到竞标、竞谈定价模式的影响，政府采购类产品（含军品）综合毛利率较去年同期略有下降；（2）公司研发费用投入持续加大、期间费用上升所致：2015-2018 年，公司研发费用从 0.29 亿元上升至 0.70 亿元，占收入比例从 7.5% 上升至 15%。

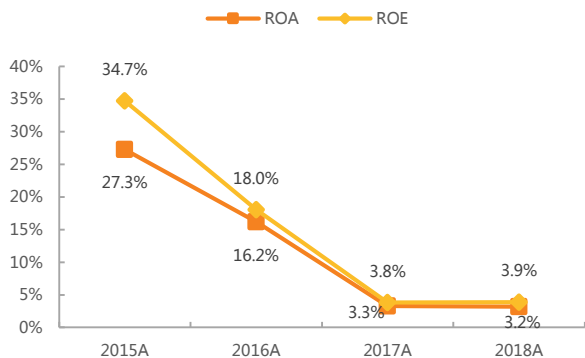
图 10：2015-2018 年公司三费情况及其占收入比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

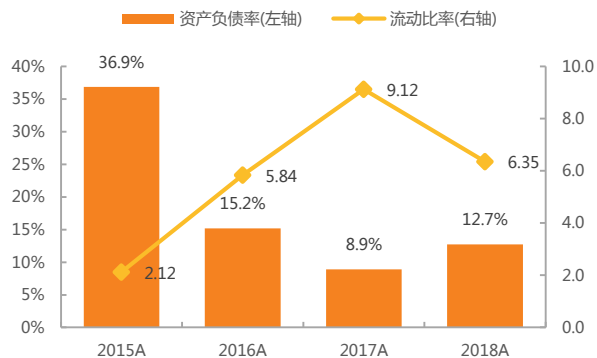
近年来，公司三费情况整体较为稳定，其中 2017-2018 年公司财务无净财务费用发生，均为净利息收入。此外，销售费用、管理费用整体控制在合理范围内，2015-2018 年三费占收入比例最低为 6.9%，最高为 10.7%，连续 4 年平均占比约 8.3%。

图 11：2015-2018 年公司 ROA 与 ROE 情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2015-2018 年公司资产负债率与流动比率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所



由于公司主营业务因特定客户采用竞价方式进行采购，导致公司盈利能力有所下滑，公司 ROA、ROE 在 2017-2018 年整体低于 2015-2016 年的水平。但同期公司的资本结构与偿债能力得到较好保持，2017-2018 年公司资产负债率分别为 8.9%和 12.7%，流动比率分别为 9.12/6.35。我们认为，公司作为集团华中光电技术研究所旗下上市公司，有望更多整合集团相关光电资产，在现有资本结构较为健康的情况下改善公司盈利能力。

### 3. 主业斩获大量订单，新冠疫情或刺激红外测温仪需求弹性

#### 3.1. 红外测温仪政府采购订单增长，2020 年初新增 2.03 亿订单

据公司 2019 半年报，报告期内公司在政府采购领域持续发力，凭借高性能、高质量以及良好的用户体验等产品优势，斩获大量订单，产品成功列入某领域 2019-2020 年采购计划，夯实了公司在红外光电行业的领军地位。公司近两年任务量不断增加，现任务饱满，都在备产之中。公司技术创新成果显著，高附加值产品数量大幅增加，后续会陆续亮相。

2020 年 1 月 17 日久之洋公告，公司于近日收到招标方发来的中标通知书，确认公司为某型红外设备中标单位，中标金额 2.03 亿元。本次中标是公司取得的又一重大突破，是公司红外专业技术持续研发创新的结果，此次中标项目预计将大幅提升红外装备系统的技术升级、提高红外技术拓展领域，同时对增厚公司业绩、夯实公司在行业内的地位和影响力起到积极作用（注：公司与招标单位之间不存在关联关系）。

#### 3.2. 调整产能布局加入新冠疫情防控战，2020 上半年业绩或迎短期弹性

民用红外测温产品一般是非制冷红外测温，分为两类：（1）手持的温度计类产品，该类测温仪属于标准的货架商品，在普通医药商店和电商平台均可购置；（2）监控类测温产品，主要安装在机场车站广场等人流流通量较大场所，用于筛选人群中，体温高于正常温度人群。2003 年非典后，国内对监控类测温产品需求量萎缩，市场每年的订单量有限，造成国内供应商主要集中在少数企业，其他很多红外企业虽然具备监控类测温产品研发生产能力，但并非其主打产品——无论传统测温产品生产商，或者其他红外产品供应商，在新冠疫情前对监控类红外产品的产量和材料储备均有限，这也是新冠疫情爆发后，监控类红外测温产品一度出现货源紧张的其中一个主要原因。

据董秘在 360 股讯官网上的公开问答，针对武汉市当前新型冠状病毒疫情，作为地处武汉的红外企业，地方政府也在第一时间与公司协调了备产红外测温产品的要求，公司责无旁贷承担了测温仪生产任务，1 月 21 日紧急调整了生产产能布局，扩增生产测温系列产品，相关原材料和物资配套也得到了地方政府的大力协调，公司现已全力备产，员工春节期间紧急动员，协力政府，加班加点，投入抗击这次新型病毒的保卫战。受益于地方政府的大力协调和支持，公司迅速调整产能布局后生产所需的原材料和配套物资逐步到位，后续将按照政府统一调配额度，全力以赴保障生产，产能产量会持续释放。

我们认为，公司 2020 上半年业绩或迎疫情带来的民用红外测温需求增加，该类增长属于短期需求增长；政府采购类红外产品订单或将提供中长期的业绩支撑。

### 4. 盈利预测与评级

公司 2019 年业绩快报已披露，实现营业收入 57,270.11 万元，营业利润 6,111.80 万元，利润总额 6,512.32 万元，归属于上市公司股东的净利润 6,246.97 万元。我们认为，2020 年上半年公司或将部分受益疫情带来的民用红外测温仪需求增长，但该需求主要是在年内贡献短期业绩弹性，中长期增速仍要关注政府采购类（含军品）的红外测温设备订单情况。预计 2019-2021 年公司营收增速分别为 22.6%/30%/18.1%，毛利率分别为 30.3%/32%/32%。

图 13：2015A-2021E 公司分板块营收、成本及毛利情况

单位：亿元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31			
<b>营业总收入</b>	<b>3.86</b>	<b>4.73</b>	<b>3.11</b>	<b>4.67</b>	<b>5.73</b>	<b>7.45</b>	<b>8.80</b>
红外热像仪	3.28	4.26	2.90	4.22	5.09	6.61	7.74
激光测距仪	0.54	0.43	0.15	0.27	0.37	0.49	0.61
其他业务	0.00	0.01	0.00				
贸易及其他	0.04	0.03	0.06	0.18	0.27	0.35	0.46
<b>营业成本</b>	<b>2.02</b>	<b>2.53</b>	<b>1.97</b>	<b>3.28</b>	<b>3.99</b>	<b>5.07</b>	<b>5.98</b>
红外热像仪	1.74	2.30	1.83	2.99	3.56	4.50	5.26
激光测距仪	0.26	0.21	0.09	0.17	0.24	0.32	0.40
其他业务	0.00	0.01	0.00				
贸易及其他	0.02	0.02	0.05	0.12	0.19	0.25	0.32
<b>毛利</b>	<b>1.84</b>	<b>2.20</b>	<b>1.14</b>	<b>1.39</b>	<b>1.74</b>	<b>2.39</b>	<b>2.82</b>
红外热像仪	1.54	1.97	1.06	1.23	1.53	2.12	2.48
激光测距仪	0.28	0.22	0.06	0.10	0.13	0.17	0.21
其他业务	0.00	0.00	0.00				
贸易及其他	0.02	0.01	0.01	0.06	0.08	0.11	0.14

资料来源：Wind，天风证券研究所

在此假设下，公司营收分别为 5.73/7.45/8.80 亿元，净利润分别为 0.63/0.84/1.00 亿元，EPS 为 0.35/0.47/0.56 元，PE 为 87.23/64.64/54.46x。

图 14：2015A-2021E 公司分板块营收增速与毛利率情况

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31			
<b>营收增速YoY%</b>		<b>22.5%</b>	<b>-34.2%</b>	<b>50.1%</b>	<b>22.6%</b>	<b>30.0%</b>	<b>18.1%</b>
红外热像仪		30.1%	-32.1%	45.8%	20.5%	30.0%	17.0%
激光测距仪		-20.5%	-64.8%	75.6%	40.0%	30.0%	25.0%
其他业务		712.9%	-58.2%				
贸易及其他		-36.8%	132.1%	201.9%	50.0%	30.0%	30.0%
<b>毛利率(%)</b>	<b>47.7%</b>	<b>46.5%</b>	<b>36.6%</b>	<b>29.8%</b>	<b>30.3%</b>	<b>32.0%</b>	<b>32.0%</b>
红外热像仪	46.9%	46.2%	36.6%	29.2%	30.0%	32.0%	32.0%
激光测距仪	51.9%	50.9%	42.0%	36.0%	35.0%	34.0%	34.0%
其他业务	76.8%	27.4%	55.0%				
贸易及其他	49.6%	34.5%	22.3%	34.5%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

采用可比估值，公司目前在红外相关方向的可比公司主要为高德红外、大立科技、睿创微纳、中光学，四家可比公司的估值情况如下表所示：

图 15：久之洋可比公司加权平均估值为 81.84x

股票代码	股票简称	总市值(亿元)	2020年净利润(亿元)	2020年PE
002414.SZ	高德红外	337.94	3.09	82.68
002214.SZ	大立科技	85.77	1.35	36.48
688002.SH	睿创微纳	183.65	2.51	52.39
002189.SZ	中光学	49.97	1.09	23.93
<b>可比公司2020年加权平均PE</b>				<b>81.84</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

按照 2020 年公司 EPS 为 0.47 元计算，公司目标价为 0.47\*81.84=38.46 元，3 月 19 日收盘价为 30.3 元，尚有 26.9%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

(1) 疫情所需民用红外测温仪增长不持续。公司在过去并未将民用红外测温仪批量生产作为主营业务，根据 360 股讯董秘问答，1 月底公司对接湖北省相关部门，迅速调整产能布局，改造生产智能型红外测温仪，按照湖北省统一生产调度——公司被湖北省列入“三个一批”重点企业，分批保障生产测温仪，同期又被国家列入新冠肺炎疫情防控重点保障企业全国性名单（第一批）。

目前，国内疫情已得到初步有效控制，境外输入量或迎拐点。根据丁香医生公众号，全国国内新增与现存确诊量显著下降，境外输入量增速下降、或迎来拐点，预计在机场、高铁站、地铁站等地区的检测产品建设和使用需求有望在 2020 上半年或全年达到饱和，2021 年民用红外测温仪增量需求有限，预计该产品业绩或将在 2021 年保持平稳或有所下滑，也就是说，民用红外测温仪产品并非是能够为公司带来中长期业绩支持的业务板块，故应关注疫情所需民用红外测温仪增长不持续的风险。

图 16：新冠病毒疫情在我国的最新情况（3 月 20 日）



资料来源：丁香医生公众号，天风证券研究所

(2) 公司订单交付放缓。根据 2018 年报，公司产品是典型的军民两用产品。在军用方面，主要用于昼夜监视、情报获取、目标探测、观瞄、测距等；(2) 民用领域：主要应用于海洋监察、维权执法、安防监控、森林防火监控、水上交通安全监管和救助、搜索救援、工业检测、检验检疫以及辅助驾驶等领域。若特定用户采购时间出现波动、或采购流程出现小规模改革调整，公司相关军品或存在不能及时确认收入的可能性。



**(3) 毛利率下行风险。**根据 2017 年报，公司部分主营业务受到竞标、竞谈定价模式的影响，政府采购类产品（含军品）综合毛利率较去年同期略有下降。据 2018 年报，公司营收 4.67 亿元，同比+50.08%，归母净利润 0.46 亿元，同比+2.76%，可以看出净利润增速显著低于营收增速，原因之一在于公司营业收入随军品及其配套需求的恢复性增长而增长，但由于市场和产品结构的变化，导致产品的综合毛利率下降。我们认为红外行业前景良好但竞争对手颇多，公司未来仍将面临市场竞争、价格下调可能，带来毛利率下行的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	276.86	385.29	345.15	59.56	257.31
应收票据及应收账款	152.17	193.05	204.66	237.91	260.51
预付账款	15.01	12.83	24.86	17.31	22.55
存货	335.58	358.00	462.21	743.51	605.41
其他	261.88	163.39	229.06	219.88	206.09
<b>流动资产合计</b>	<b>1,041.49</b>	<b>1,112.55</b>	<b>1,265.95</b>	<b>1,278.17</b>	<b>1,351.87</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	137.65	206.79	230.32	270.49	307.63
在建工程	41.99	20.04	48.02	76.81	76.09
无形资产	7.26	7.10	6.78	6.46	6.14
其他	53.53	28.96	32.70	38.44	33.34
<b>非流动资产合计</b>	<b>240.43</b>	<b>262.89</b>	<b>317.82</b>	<b>392.20</b>	<b>423.20</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,281.92</b>	<b>1,375.44</b>	<b>1,583.76</b>	<b>1,670.37</b>	<b>1,775.07</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	3.08	0.00
应付票据及应付账款	92.21	132.09	210.01	231.70	249.39
其他	21.98	43.17	61.09	57.08	66.77
<b>流动负债合计</b>	<b>114.18</b>	<b>175.26</b>	<b>271.11</b>	<b>291.85</b>	<b>316.15</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	2.45	0.82	1.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>2.45</b>	<b>0.82</b>	<b>1.09</b>
<b>负债合计</b>	<b>114.18</b>	<b>175.26</b>	<b>273.56</b>	<b>292.67</b>	<b>317.24</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	120.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	628.07	628.07	628.07	628.07	628.07
留存收益	1,047.74	1,080.19	1,130.20	1,197.70	1,277.82
其他	(628.07)	(628.07)	(628.07)	(628.07)	(628.07)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,167.74</b>	<b>1,200.19</b>	<b>1,310.20</b>	<b>1,377.70</b>	<b>1,457.82</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,281.92</b>	<b>1,375.44</b>	<b>1,583.76</b>	<b>1,670.37</b>	<b>1,775.07</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	44.54	45.77	62.52	84.37	100.15
折旧摊销	12.45	16.61	8.80	11.36	13.90
财务费用	(0.63)	0.21	(3.79)	(2.10)	(1.64)
投资损失	(9.69)	(9.81)	(9.85)	(10.00)	(11.00)
营运资金变动	(263.31)	127.97	(98.96)	(287.53)	156.80
其它	89.56	(134.41)	0.00	(0.00)	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>(127.09)</b>	<b>46.34</b>	<b>(41.27)</b>	<b>(203.90)</b>	<b>258.21</b>
资本支出	23.73	63.63	57.55	81.63	49.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(75.47)	12.01	(107.70)	(151.63)	(88.73)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(51.74)</b>	<b>75.64</b>	<b>(50.15)</b>	<b>(70.00)</b>	<b>(39.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	3.08	0.00
股权融资	4.55	3.20	63.79	2.10	1.64
其他	(47.04)	(16.52)	(12.50)	(16.87)	(23.11)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(42.49)</b>	<b>(13.32)</b>	<b>51.29</b>	<b>(11.70)</b>	<b>(21.46)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(221.32)</b>	<b>108.65</b>	<b>(40.13)</b>	<b>(285.59)</b>	<b>197.75</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>311.15</b>	<b>466.99</b>	<b>572.70</b>	<b>744.51</b>	<b>879.57</b>
营业成本	197.16	327.95	399.02	506.00	597.81
营业税金及附加	2.16	4.57	5.44	7.07	8.36
营业费用	16.29	14.17	17.18	22.34	25.51
管理费用	21.70	25.36	26.92	37.23	43.98
研发费用	59.91	70.27	71.59	93.81	109.95
财务费用	(4.55)	(3.20)	(3.79)	(2.10)	(1.64)
资产减值损失	6.20	2.25	5.00	2.70	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.69	9.81	9.85	10.00	11.00
其他	(45.80)	(28.53)	(19.70)	(20.00)	(22.00)
<b>营业利润</b>	<b>48.39</b>	<b>44.34</b>	<b>61.19</b>	<b>87.47</b>	<b>103.61</b>
营业外收入	0.19	1.51	3.90	1.86	2.42
营业外支出	0.02	0.09	0.03	0.05	0.06
<b>利润总额</b>	<b>48.56</b>	<b>45.76</b>	<b>65.06</b>	<b>89.28</b>	<b>105.98</b>
所得税	4.02	(0.01)	2.54	4.91	5.83
<b>净利润</b>	<b>44.54</b>	<b>45.77</b>	<b>62.52</b>	<b>84.37</b>	<b>100.15</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>44.54</b>	<b>45.77</b>	<b>62.52</b>	<b>84.37</b>	<b>100.15</b>
每股收益(元)	0.25	0.25	0.35	0.47	0.56

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-34.24%	50.08%	22.64%	30.00%	18.14%
营业利润	-64.55%	-8.38%	38.01%	42.93%	18.46%
归属于母公司净利润	-68.39%	2.76%	36.59%	34.95%	18.70%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.64%	29.77%	30.33%	32.04%	32.03%
净利率	14.32%	9.80%	10.92%	11.33%	11.39%
ROE	3.81%	3.81%	4.77%	6.12%	6.87%
ROIC	6.16%	4.92%	7.02%	8.65%	7.51%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	8.91%	12.74%	17.27%	17.52%	17.87%
净负债率	-23.71%	-32.10%	-26.34%	-4.10%	-17.65%
流动比率	9.12	6.35	4.67	4.38	4.28
速动比率	6.18	4.31	2.96	1.83	2.36
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.34	2.71	2.88	3.36	3.53
存货周转率	1.06	1.35	1.40	1.23	1.30
总资产周转率	0.23	0.35	0.39	0.46	0.51
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.25	0.25	0.35	0.47	0.56
每股经营现金流	-0.71	0.26	-0.23	-1.13	1.43
每股净资产	6.49	6.67	7.28	7.65	8.10
<b>估值比率</b>					
市盈率	122.45	119.16	87.23	64.64	54.46
市净率	4.67	4.54	4.16	3.96	3.74
EV/EBITDA	57.01	24.25	76.67	55.40	44.56
EV/EBIT	66.19	28.18	88.43	62.78	50.64

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com