

## 德昌股份 (605555.SH) Q4 净利率改善趋势已现, EPS 无刷电机放量可期

2022 年 04 月 15 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

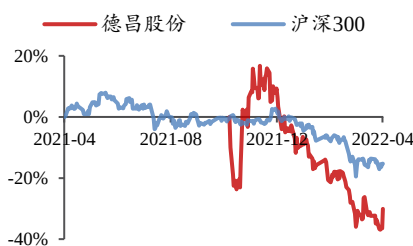
陆帅坤 (联系人)

lushuaikun@kysec.cn

证书编号: S0790121060033

|              |             |
|--------------|-------------|
| 日期           | 2022/4/15   |
| 当前股价(元)      | 29.33       |
| 一年最高最低(元)    | 50.88/25.77 |
| 总市值(亿元)      | 55.72       |
| 流通市值(亿元)     | 14.67       |
| 总股本(亿股)      | 1.90        |
| 流通股本(亿股)     | 0.50        |
| 近 3 个月换手率(%) | 213.66      |

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-吸尘器代工主业稳健, 汽车电机迎来国产替代风口》  
-2022.3.17

### ● Q4 净利率环比改善趋势已现, EPS 无刷电机放量可期, 维持“买入”评级

2021 年公司营收 28.4 亿元 (+37.6%), 归母净利润 3.0 亿元 (-1.1%)。其中 Q4 营收 6.2 亿元 (-7.3%), 归母净利润 0.8 亿元 (-27.0%)。2021 年公司主系受原材料及汇率影响, 我们认为原材料价格已趋于回落, 随着吸尘器主业拓品类+拓客户稳健增长、小家电持续拓展新品类及高毛利率汽车电机量产拉动, 公司有望保持收入较快增长和净利率持续提升。我们维持 2022-2023 年盈利预测, 新增 2024 年盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润为 4.09/6.02/7.25 亿元, 对应 EPS 分别为 2.15/3.17/3.82 元, 当前股价对应 PE 为 13.6/9.3/7.7 倍, 维持“买入”评级。

### ● 洗地机拉动吸尘器代工主业稳健增长, 多元化小家电和汽车电机放量可期

(1) 环境家居电器: 2021 年洗地机业务收入 12.2 亿(+40.3%), 吸尘器主机业务收入 9.5 亿元 (+29.8%), 园林工具新业务拓展顺利、预计将在 2022 年迎来量产。(2) 头发护理家电业务收入 4.4 亿元 (+25.2%), 成功拓展出加湿器等新品类贡献收入增长。(3) EPS 无刷电机业务收入 0.04 亿元, 2021 年与 EPS 系统 Tier 1 龙头舍弗勒、采埃孚、耐世特等合作进行了多款电机的研发试样, 同时与上汽、奇瑞、长城、长安、比亚迪等自主品牌整车企业深入对接, 实现了 13 个型号项目定点, 后续预计可实现累计 2300 万台的销量, 按单台 300 元均价测算, 销额预计可达 6.9 亿; 目前仍有 30 余个型号项目推进, 汽车电机业务放量可期。

### ● 毛利率受原材料和汇率影响有所承压, 2021Q4 净利率改善趋势逐步显现

2021 年毛利率 19.3%(-7.7pcts), 主系受原材料及汇率波动影响, 2021Q4 毛利率 23.8%, 环比提升 7.5pcts, 原材料价格趋于回落, 叠加汽车电机、洗地机等高毛利率业务拉动下, 毛利率改善趋势将延续。2021 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.0/+0.6/-0.1/-2.7pct, 期间费用率整体下降 2.2 个 pcts, 主系财务费用中汇兑损益、利息支出减少, 同时利息收入增加综合拉动。2021 年净利率 10.6%(-4.1pcts), 2021Q4 公司净利率 13.2%, 环比提升 5.1pcts, 改善趋势预计将持续。

### ● 风险提示: 关税政策变动; 原材料价格波动; EPS 电机业务开拓不及预期。

### 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 2,065 | 2,842 | 3,440 | 4,316 | 5,142 |
| YOY(%)     | 71.9  | 37.6  | 21.1  | 25.5  | 19.1  |
| 归母净利润(百万元) | 304   | 301   | 409   | 602   | 725   |
| YOY(%)     | 103.1 | -1.1  | 36.1  | 47.2  | 20.4  |
| 毛利率(%)     | 27.0  | 19.3  | 20.2  | 22.0  | 22.0  |
| 净利率(%)     | 14.7  | 10.6  | 11.9  | 14.0  | 14.1  |
| ROE(%)     | 60.2  | 13.1  | 15.5  | 19.2  | 19.2  |
| EPS(摊薄/元)  | 1.60  | 1.58  | 2.15  | 3.17  | 3.82  |
| P/E(倍)     | 18.3  | 18.5  | 13.6  | 9.3   | 7.7   |
| P/B(倍)     | 11.0  | 2.4   | 2.1   | 1.8   | 1.5   |

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

|                                                        |   |
|--------------------------------------------------------|---|
| 1、 2021 年公司收入维持高增，EPS 无刷电机业务放量可期.....                  | 3 |
| 2、 吸尘器代工主业在洗地机拉动下稳健增长，多元化小家电和汽车电机业务拓展顺利、放量可期.....      | 4 |
| 3、 看好高毛利率业务拉动以及原材料价格下降带来的毛利率修复机会，2022Q4 净利率环比提升显著..... | 5 |
| 4、 盈利预测与投资建议.....                                      | 7 |
| 5、 风险提示.....                                           | 7 |
| 附：财务预测摘要.....                                          | 8 |

## 图表目录

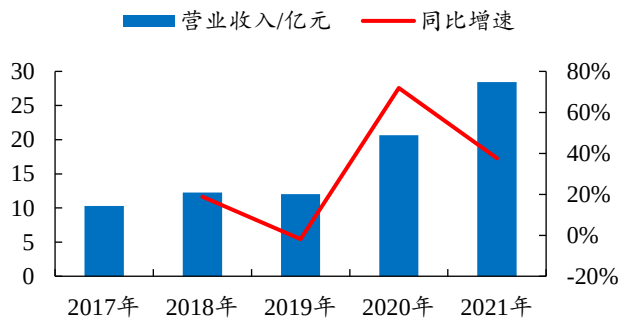
|                                                    |   |
|----------------------------------------------------|---|
| 图 1： 2021 年公司实现营收 28.4 亿元（+37.6%）.....             | 3 |
| 图 2： 2021 年公司实现归母净利润 3.0 亿元（-1.1%）.....            | 3 |
| 图 3： 2021 年洗地机收入占比 45.1%（+2.4pcts），为收入第一大品类.....   | 4 |
| 图 4： 公司 2021 年销售毛利率 19.3%（-7.7pcts）.....           | 5 |
| 图 5： 2021Q4 公司销售毛利率 23.8%，环比提升 7.5pcts.....        | 5 |
| 图 6： ABS 塑料价格指数和 PP 价格指数分别较半年前下降约 14.16%、5.3%..... | 5 |
| 图 7： 2021 年公司吸尘器水机、头发护理家电毛利率高于吸尘器干机.....           | 6 |
| 图 8： 2021 年财务费用率 0.81%，同比下降 2.7pcts.....           | 6 |
| 图 9： 2021 年公司销售净利率 10.6%，同比下降 4.1pct.....          | 7 |
| 图 10： 2021Q4 公司销售净利率 13.2%，环比提升 5.1pct.....        | 7 |

## 1、2021 年公司收入维持高增，EPS 无刷电机业务放量可期

2021 年公司实现营收 28.4 亿元，较 2020 年增长 37.6%、较 2019 年增长 136.6%。分单季度看，2021Q4 公司实现营收 6.2 亿元（-7.3%）。

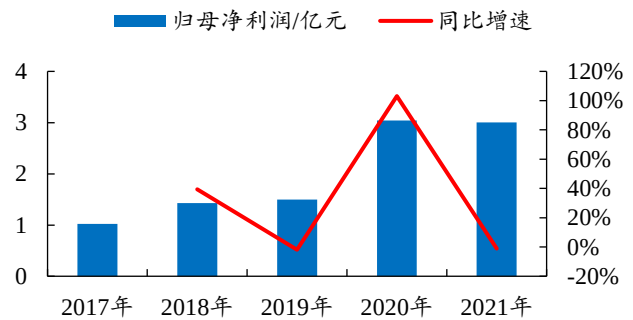
2021 年公司实现归母净利润 3.0 亿元，较 2020 年减少 1.1%。分单季度看，2021Q4 公司实现归母净利润 0.8 亿元（-27.0%）。

图1：2021 年公司实现营收 28.4 亿元（+37.6%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021 年公司实现归母净利润 3.0 亿元（-1.1%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2021 年公司收入持续保持高增、盈利能力承压，主系：（1）吸尘器主业在洗地机需求拉动下增长稳健，园林工具新业务拓展顺利、预计将在 2022 年迎来量产，多元小家电业务拓展出加湿器等新品类快速放量，汽车 EPS 无刷电机、制动电机业务贡献收入增量、放量可期。（2）原材料价格的上升以及汇率的波动对毛利率的压力。（3）国内主产区疫情的反复对公司招工、生产和材料及产品的运输构成挑战。

我们认为，公司吸尘器代工主业基本盘稳健，拓客户+拓品类战略稳步推进，基于 TTI 的园林工具新拓业务推进顺利、预计将在 2022 年实现量产，环境清洁电器品类的收入空间有望打开。

多元化小家电拓品类进展顺利，加湿器新品贡献增量，在持续拓客户+拓品类推进下，多元化小家电业务有望保持较快增长。

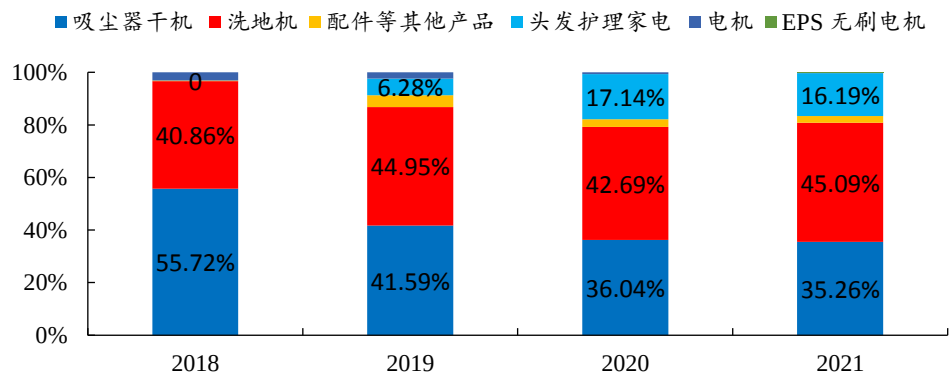
汽车电机方面业务推进顺利，持续新拓头部 Tier 1 客户，业务放量可期。公司 2021 年与 EPS 系统一级供应商龙头舍弗勒、采埃孚、耐世特等国际知名龙头转向系统供应商合作进行了多款型号电机的研发、试样，同时公司亦与上汽、奇瑞、长城、长安、比亚迪等具备了一定规模的自主品牌整车企业的对接及深入交流，与其指定企业开展合作，成功实现了 13 个型号项目的定点，若后续该等项目能够在其产品生命周期内顺利实施，预计可实现累计 2300 万台的销量，按 300 元均价测算，销额预计可达 6.9 亿；另外公司目前仍有涉及 EPS 电机及制动电机的 30 余个型号的项目在顺利推进中。EPS 电机及制动电机业务推进顺利、放量可期。

且随着高毛利率的洗地机、小家电业务以及汽车电机业务占比不断提升，原材料价格趋于回落，智能制造和机器换人战略降本提效、汽车电机等业务的规模效应逐步显现，公司盈利能力有望保持持续提升。

## 2、吸尘器代工主业在洗地机拉动下稳健增长，多元化小家电和汽车电机业务拓展顺利、放量可期

从收入品类构成看，2021 年洗地机收入 12.2 亿元，占营收比例保持最高，达 45.1%；2021 年吸尘器干机收入 9.5 亿元，占营收比例达 35.3%；头发护理家电保持较快增长，2021 年收入 4.4 亿元，占营收比例达 16.2%；EPS 无刷电机收入 0.04 亿，占营收比例 0.14%，2022 年放量后占比有望较快提升。

**图3：2021 年洗地机收入占比 45.1% (+2.4pcts)，为收入第一大品类**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(1) 环境家居电器：**2021 年公司的品类营收达 21.8 亿元 (+31%)，占公司营收比例达 77%，作为公司主业稳健发展，我们认为主要系疫情下消费者室内环境清洁需求的增加。公司具有研发制造及海内外产能布局优势，大客户 TTI 在竞争格局稳中有升的全球吸尘器市场持续保持份额领先，基于 TTI 的园林工具新拓业务推进顺利、预计将在 2022 年实现量产，同时受益于国际品牌商整合供应链以降低管理复杂度趋势下有望继续开拓新客户，进一步构筑收入增量。

**(2) 多元化小家电：**2021 年头发护理家电品类营收 4.4 亿元 (+25.2%)，占公司营收比例 16.2%。公司生产的头发护理家电产品目前全部出售给第二大核心客户 HOT 公司，2021 年品类拓展顺利、加湿器贡献收入增量，我们看好公司可以将多元化小家电业务拓展至电风扇等新品类，并持续开拓其他新客户，支撑多元化小家电业务较快增长。

**(3) 汽车电机：**2021 年 EPS 无刷电机收入 370.6 万元，占公司营收比例 0.14%。公司 EPS 无刷电机、刹车电机业务拓展顺利。2021 年与 EPS 系统一级供应商龙头舍弗勒、采埃孚、耐世特等国际知名龙头转向系统供应商合作进行了多款型号电机的研发、试样，同时公司亦与上汽、奇瑞、长城、长安、比亚迪等具备了一定规模的自主品牌整车企业的对接及深入交流，与其指定企业开展合作，成功实现了 13 个型号项目的定点，若后续该等项目能够在其产品生命周期内顺利实施，预计可实现累计 2300 万台的销量，按 300 元均价测算，销额预计可达 6.9 亿；另外公司目前仍有涉及 EPS 电机及制动电机的 30 余个型号的项目在顺利推进中。EPS 电机及制动电机业务推进顺利、放量可期。新能源车热销拉动下，EPS 系统、线控制动系统装车率快速提升，叠加国产替代逻辑，公司有望在 EPS 电机大批量规模量产、刹车电机量产供货后进一步开拓出头部 Tier 1 客户。

从收入区域构成看，2021 年公司外销收入占比 99.8%，同比上升 0.1pct，处于绝

对领先地位。按 2020 年数据,外销收入中美国占比 79.9%,英国 14.7%,加拿大 3.0%。我们认为,美国占公司外销的份额较高,2022 年美国对中国清洁电器品类关税豁免,有助于品牌商在终端实施促销等活动拉动销售,公司吸尘器代工业务或受益于行业景气度提升,保持稳健增长。

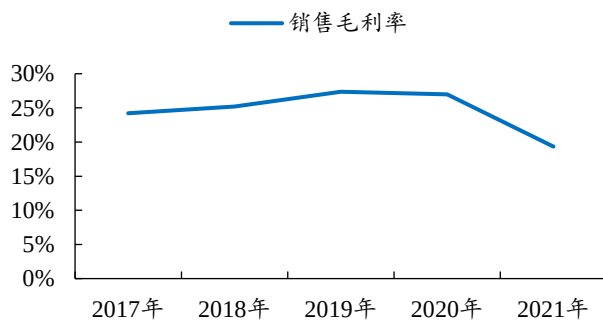
### 3、看好高毛利率业务拉动以及原材料价格下降带来的毛利率

#### 修复机会, 2022Q4 净利率环比提升显著

2021 年成本上升与美元汇率走弱下公司毛利率承压。2021 年公司毛利率为 19.3%, 同比降低 7.7pcts, 2021 年毛利率承压主要与石油、橡胶、基础金属等大宗原材料的价格上升, 以及 2021 年美元汇率持续走弱有关。

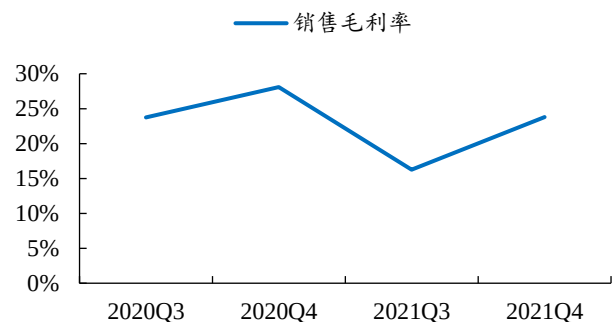
单季度看, 2021Q4 公司毛利率 23.8%, 同比降低 4.3pcts, 环比提升 7.5pcts, 改善趋势逐步显现。从当前主要原材料塑料粒子的价格来看, 较 2021Q3 以及 2021Q4 已有所回落, ABS 塑料价格指数和 PP 价格指数分别较 2021Q3-Q4 高点下降约 14.16%、5.3%, 预计 2022 年原材料价格趋于改善, 将带动毛利率修复。

图4: 公司 2021 年销售毛利率 19.3% (-7.7pcts)



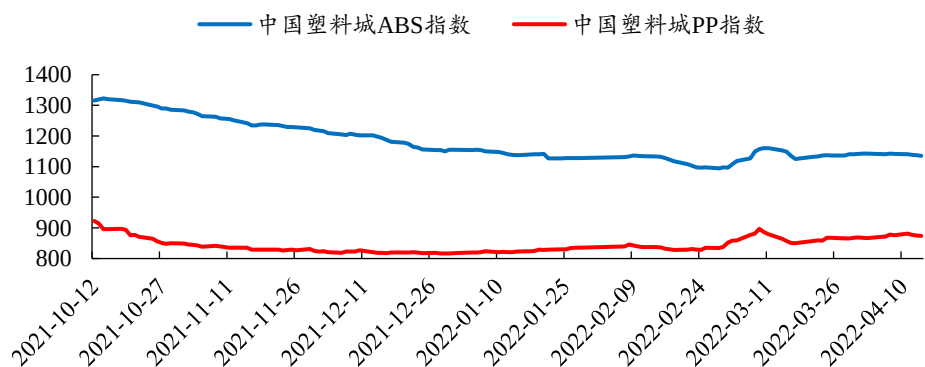
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2021Q4 公司销售毛利率 23.8%, 环比提升 7.5pcts



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: ABS 塑料价格指数和 PP 价格指数分别较半年前下降约 14.16%、5.3%



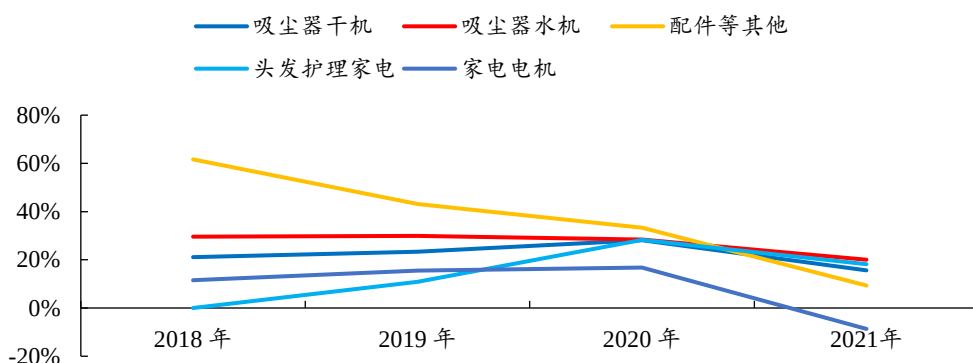
数据来源: Wind、开源证券研究所

毛利率分品类看, 洗地机、多元化小家电、EPS 无刷电机业务毛利率较高。2021 年吸尘器干机毛利率 15.6% (-12.5pcts), 吸尘器水机毛利率 20.0% (-8.3pcts), 明显高于干机且下降幅度较小。其它品类看, 头发护理家电 18.2% (-10.1pcts), 无刷电机

23.2%，明显高于吸尘器干机业务。

我们预计，伴随原材料价格趋于回落，且随着高毛利率的洗地机、小家电业务以及汽车电机业务占比不断提升，汽车电机等业务的规模效应逐步显现，公司毛利率有望保持持续提升。

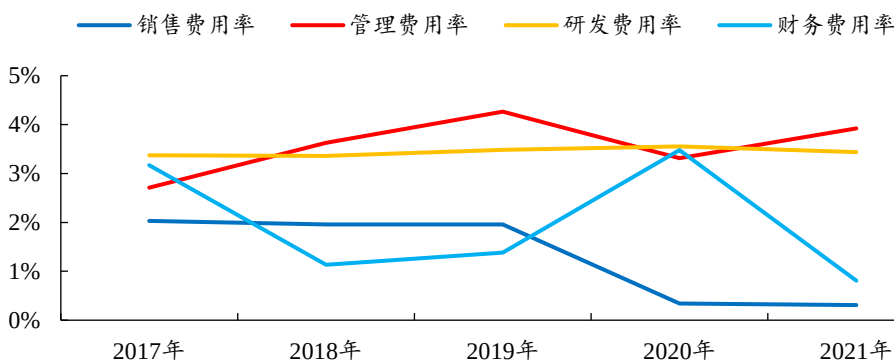
**图7：2021年公司吸尘器水机、头发护理家电毛利率高于吸尘器干机**



数据来源：Wind、开源证券研究所

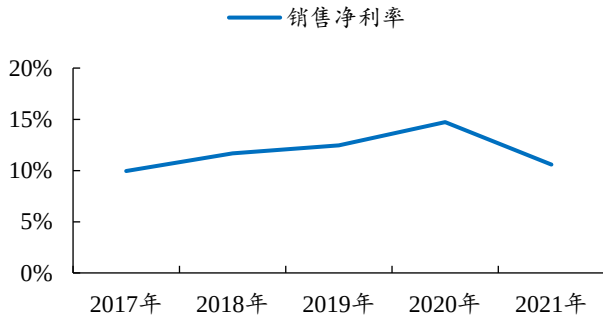
2021 全年公司销售费用率为 0.3%、管理费用率为 3.92%、研发费用率为 3.4%、财务费用率为 0.8%，分别较 2020 年下降-0.0/+0.6/-0.1/-2.7pct，2021 年期间费用率降低 2.2 个 pcts。其中 2021Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/+2.9/-0.2/-4.4pct。费用改善主要系 2021 年公司财务费用中汇兑损益、利息支出减少，同时利息收入增加综合导致，我们预计公司费率改善将会持续拉动净利率提升。

**图8：2021 年财务费用率 0.81%，同比下降 2.7pcts**

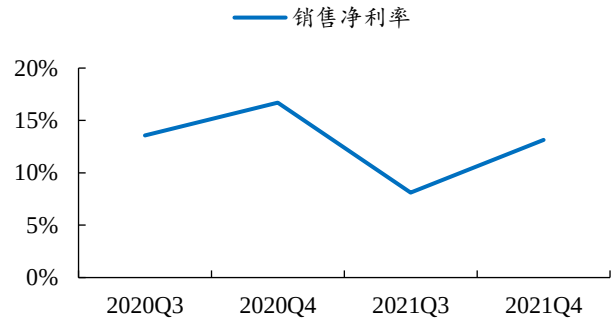


数据来源：Wind、开源证券研究所

2021 年公司净利率为 10.6%，同比下降 4.1pcts；单季度看，2021Q4 公司净利率 13.2%，同比下滑 3.5pct，环比提升 5.1pcts，改善趋势显现。我们认为，随着公司洗地机、多元化小家电、汽车电机等高毛利率业务的占比提升，以及原材料价格下降带来的成本优化，公司毛利率有望持续提升，同时在公司控费提效持续贡献下，未来公司净利率有望保持持续提升。

**图9：2021 年公司销售净利率 10.6%，同比下降 4.1pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：2021Q4 公司销售净利率 13.2%，环比提升 5.1pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

从公司业务层面看，我们认为，基于公司稳步推进现有客户拓品类+现有品类拓客户的战略，以及 2022 年园林工具预计将实现量产，预计 2022-2024 年公司环境清洁电器收入增速分别为 10%/12%/12%；考虑到公司 2019 年才开始同 HOT 合作头发护理电器业务，拓展空间较大，预计 2022-2024 年头发护理电器收入增速分别为 50%/40%/25%；考虑到汽车 EPS 电机行业景气度高，经过前期积累公司 EPS 电机和刹车电机业务预计将迎来放量，看好公司借助国产替代机遇获取更多份额，预计 2022-2024 年汽车电机收入增速分别为 500%/320%/60%；公司新拓加湿器等品类进展顺利，预计 2022-2024 年其他收入增速分别为 70%/50%/30%。

盈利能力方面，2021 年公司受原材料价格大涨及汇率变动影响，毛利率承压，我们认为，随着公司洗地机、多元化小家电、汽车电机等高毛利率业务的占比提升，以及原材料价格下降带来的成本优化，公司毛利率有望持续提升，同时在公司控费提效持续贡献下，未来公司净利率有望保持持续提升。

我们维持 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 4.09/6.02/7.25 亿元，对应 EPS 分别为 2.15/3.17/3.82 元，当前股价对应 PE 为 13.6/9.3/7.7 倍，维持“买入”评级。

#### 5、风险提示

关税政策变动；原材料价格波动；EPS 电机业务开拓不及预期。

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 1406  | 3168  | 3289  | 4432  | 4923  |
| 现金               | 299   | 1813  | 1610  | 2388  | 2580  |
| 应收票据及应收账款        | 752   | 855   | 1091  | 1351  | 1558  |
| 其他应收款            | 44    | 22    | 57    | 42    | 76    |
| 预付账款             | 23    | 19    | 32    | 32    | 45    |
| 存货               | 256   | 333   | 372   | 493   | 538   |
| 其他流动资产           | 32    | 126   | 126   | 126   | 126   |
| <b>非流动资产</b>     | 432   | 516   | 586   | 674   | 739   |
| 长期投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产             | 293   | 280   | 342   | 432   | 497   |
| 无形资产             | 70    | 112   | 131   | 145   | 161   |
| 其他非流动资产          | 70    | 124   | 113   | 97    | 81    |
| <b>资产总计</b>      | 1838  | 3684  | 3874  | 5105  | 5662  |
| <b>流动负债</b>      | 1250  | 1320  | 1167  | 1885  | 1813  |
| 短期借款             | 128   | 63    | 63    | 63    | 63    |
| 应付票据及应付账款        | 950   | 1113  | 920   | 1670  | 1539  |
| 其他流动负债           | 172   | 144   | 184   | 153   | 211   |
| <b>非流动负债</b>     | 83    | 71    | 73    | 76    | 73    |
| 长期借款             | 70    | 30    | 32    | 35    | 32    |
| 其他非流动负债          | 13    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| <b>负债合计</b>      | 1333  | 1391  | 1240  | 1961  | 1887  |
| 少数股东权益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本               | 140   | 190   | 266   | 266   | 266   |
| 资本公积             | 43    | 1480  | 1404  | 1404  | 1404  |
| 留存收益             | 323   | 624   | 943   | 1412  | 1976  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 505   | 2292  | 2635  | 3144  | 3776  |
| 负债和股东权益          | 1838  | 3684  | 3874  | 5105  | 5662  |

| 现金流量表(百万元)     | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 109   | 235   | -30   | 985   | 394   |
| 净利润            | 304   | 301   | 409   | 602   | 725   |
| 折旧摊销           | 47    | 57    | 54    | 67    | 82    |
| 财务费用           | 72    | 23    | -19   | -21   | -28   |
| 投资损失           | -15   | -26   | -6    | -8    | -6    |
| 营运资金变动         | -292  | -134  | -462  | 351   | -374  |
| 其他经营现金流        | -6    | 14    | -5    | -7    | -5    |
| <b>投资活动现金流</b> | -96   | -158  | -112  | -141  | -137  |
| 资本支出           | 158   | 107   | 70    | 88    | 66    |
| 长期投资           | 71    | -53   | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 132   | -105  | -42   | -53   | -71   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 46    | 1370  | -62   | -66   | -66   |
| 短期借款           | 61    | -66   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 2     | -40   | 2     | 4     | -3    |
| 普通股增加          | 0     | 50    | 76    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 1437  | -76   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -17   | -12   | -64   | -70   | -63   |
| <b>现金净增加额</b>  | 52    | 1436  | -203  | 778   | 191   |

| 利润表(百万元)     | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>  | 2065  | 2842  | 3440  | 4316  | 5142  |
| 营业成本         | 1508  | 2292  | 2745  | 3367  | 4011  |
| 营业税金及附加      | 8     | 13    | 20    | 24    | 26    |
| 营业费用         | 7     | 9     | 10    | 13    | 31    |
| 管理费用         | 68    | 111   | 131   | 160   | 185   |
| 研发费用         | 73    | 98    | 117   | 142   | 165   |
| 财务费用         | 72    | 23    | -19   | -21   | -28   |
| 资产减值损失       | -2    | -3    | 0     | -22   | -41   |
| 其他收益         | 3     | 10    | 10    | 7     | 7     |
| 公允价值变动收益     | 22    | 3     | 5     | 7     | 5     |
| 投资净收益        | 15    | 26    | 6     | 8     | 6     |
| 资产处置收益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>  | 356   | 330   | 457   | 674   | 813   |
| 营业外收入        | 0     | 11    | 5     | 6     | 6     |
| 营业外支出        | 1     | 2     | 1     | 2     | 2     |
| <b>利润总额</b>  | 355   | 339   | 461   | 678   | 817   |
| 所得税          | 51    | 38    | 52    | 76    | 92    |
| <b>净利润</b>   | 304   | 301   | 409   | 602   | 725   |
| 少数股东损益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归母净利润</b> | 304   | 301   | 409   | 602   | 725   |
| EBITDA       | 405   | 347   | 468   | 690   | 829   |
| EPS(元)       | 1.60  | 1.58  | 2.15  | 3.17  | 3.82  |

| 主要财务比率         | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 71.9  | 37.6  | 21.1  | 25.5  | 19.1  |
| 营业利润(%)        | 112.8 | -7.2  | 38.4  | 47.3  | 20.6  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 103.1 | -1.1  | 36.1  | 47.2  | 20.4  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 27.0  | 19.3  | 20.2  | 22.0  | 22.0  |
| 净利率(%)         | 14.7  | 10.6  | 11.9  | 14.0  | 14.1  |
| ROE(%)         | 60.2  | 13.1  | 15.5  | 19.2  | 19.2  |
| ROIC(%)        | 42.2  | 10.5  | 13.2  | 16.8  | 16.9  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 72.5  | 37.8  | 32.0  | 38.4  | 33.3  |
| 净负债比率(%)       | -15.0 | -72.2 | -55.7 | -71.2 | -64.4 |
| 流动比率           | 1.1   | 2.4   | 2.8   | 2.4   | 2.7   |
| 速动比率           | 0.9   | 2.1   | 2.5   | 2.1   | 2.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.5   | 1.0   | 0.9   | 1.0   | 1.0   |
| 应收账款周转率        | 4.1   | 3.5   | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
| 应付账款周转率        | 2.1   | 2.2   | 2.7   | 2.6   | 2.5   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.60  | 1.58  | 2.15  | 3.17  | 3.82  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.58  | 1.24  | -0.16 | 5.19  | 2.07  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 2.66  | 12.07 | 13.87 | 16.55 | 19.87 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 18.3  | 18.5  | 13.6  | 9.3   | 7.7   |
| P/B            | 11.0  | 2.4   | 2.1   | 1.8   | 1.5   |
| EV/EBITDA      | 19.0  | 17.4  | 13.3  | 7.9   | 6.4   |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级             | 说明                    |
|------|----------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）        | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）    | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持             | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）    | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡             | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn