

002376.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 10.04

板块评级: 强于大市

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|--------|--------|------|--------|--------|
| 绝对 | (17.3) | 5.6 | (14.1) | (18.1) |
| 相对深证成指 | (18.3) | 3.4 | (11.9) | (37.3) |

| | |
|-------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 666 |
| 流通股(%) | 96 |
| 总市值(人民币 百万) | 6,684 |
| 3 个月日均交易额(人民币 百万) | 78 |
| 净负债比率(%) (2020E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 威海新北洋电气集团股份有限公司 | 14 |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 5 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《新北洋》 20200422

《新北洋》 20200209

《新北洋》 20191103

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机设备

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

新北洋

做“无接触”设备产业的卖水人

作为传统打印技术的核心元器件龙头企业,公司顺利完成在物流、新零售和金融智能设备的创新突破。而随着外卖、售药等无接触配送设备需求放量,全行业的窗口机会显现。此外,无接触还是各行业人工成本上行时的大趋势。为这个数千亿市场卖水的生意开始变得有吸引力。

支撑评级的要点

- 在打印扫描核心部件和整机领域占据领先地位。公司专用打印扫描产品国内综合市占率居自主品牌企业首位; TPH 热打印头是国内唯一自主知识产权厂商、世界排名第三; CIS 接触式图像传感器份额国内第一、世界第五。行业 400 亿美元空间, 进入成熟阶段规模稳中有升。
- 突破三大赛道, 智能设备顺利实现转型, 并迎来新赛道机会。公司选择向下游切入智能设备领域, 通过创新业务重回增长。(1) 率先在物流、新零售和金融赛道实现突破: 公司在物流下游丰巢(及速递易)寡头客户中占据重要份额, 伴随行业成长; 在新零售主要细分赛道饮料领域主供农夫山泉, 伴随大客户成长; 在金融领域迎来金标落地, 带动清分机业务翻倍增长。(2) 今年来出现更多下游赛道机会, 包括外卖送餐柜、智能售药柜、智能换电柜等。多行业从孕育期进入发展期, 不仅扩大市场空间, 而且有助于平滑对单个大客户订单波动的影响。
- 城市合伙人开拓长尾市场, 并有望切入运营领域。公司与多家运营商达成合作, 并通过城市合伙人计划发展中小型运营商, 切入长尾市场将补足业务版图, 而从设备走向运营则蕴含直面消费市场的巨大潜力。

估值

- 预计 2020~2022 年净利润 4.0、5.0 和 6.4 亿元, EPS 为 0.60、0.76 和 0.95 元(基于 2019 年业绩波动下修 4~18%), PE 为 17、13 和 11 倍。估值未反映 20~30% 的增长预期, 且无接触需求常态化后具体行业有爆发机会。参考可比公司和历史估值水平, 仍有 50% 以上空间, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 新客户开拓不及预期; 海外市场表现低于预期; 政策落地低于预期。

投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 2,635 | 2,451 | 3,173 | 3,934 | 4,964 |
| 变动(%) | 42 | (7) | 29 | 24 | 26 |
| 净利润(人民币 百万) | 380 | 322 | 397 | 504 | 635 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.571 | 0.484 | 0.597 | 0.757 | 0.954 |
| 变动(%) | 26.0 | (15.3) | 23.2 | 26.8 | 26.1 |
| 原来摊薄每股收益(人民币) | | | 0.619 | 0.856 | 1.162 |
| 调整幅度(%) | | | (3.6) | (11.7) | (17.9) |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 17.6 | 20.7 | 16.8 | 13.3 | 10.5 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 39.3 | 19.7 | 25.8 | 39.8 | 11.6 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.26 | 0.51 | 0.39 | 0.25 | 0.87 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 16.0 | 16.3 | 13.0 | 9.2 | 6.6 |
| 每股股息(人民币) | 0.200 | 0.041 | 0.130 | 0.115 | 0.176 |
| 股息率(%) | 2.0 | 0.4 | 1.3 | 1.1 | 1.8 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 打印硬件龙头，转型智能设备新蓝海 | 5 |
| 国内外先进的打印扫描核心硬件龙头 | 5 |
| 转型智能设备新领域，对标海外千亿蓝海 | 7 |
| “无接触”开启全下游机遇，“卖水人”多路受益 | 10 |
| 智能快递柜 300 亿空间，锁定寡头客户，伴随赛道高增长 | 10 |
| 新零售驱动力明显，聚焦饮料领域伴随大客户成长 | 13 |
| 外卖、售药等机会正开启，疫情催化全下游无接触需求 | 16 |
| 金融设备景气度回暖， | 19 |
| 银行智慧网点转型打开智慧柜员机长期成长空间 | 19 |
| “金标”落地清分机景气高涨，短期兑现近百亿空间 | 20 |
| 盈利预测和投资建议 | 22 |
| 盈利预测：多行业叠加保障 20-30% 增速 | 22 |
| 投资建议：短期估值底部，拐点加速成型 | 22 |
| 风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 股价表现..... | 1 |
| 投资摘要..... | 1 |
| 图表 1. 公司发展历程..... | 5 |
| 图表 2. 公司股权结构..... | 5 |
| 图表 3. 公司收入 10 年 CAGR 为 20%..... | 6 |
| 图表 4. 公司净利润 10 年 CAGR 为 13%..... | 6 |
| 图表 5. 公司部分扫描打印模块与设备产品 | 6 |
| 图表 6. 全球热敏打印市场规模（单位：亿美元） | 7 |
| 图表 7. 全球热敏打印头出货量统计 | 7 |
| 图表 8. 公司业务板块..... | 7 |
| 图表 9. 重要子公司及主要承担业务 | 8 |
| 图表 10. 近年国际自助售货机人均保有量水平比较 | 8 |
| 图表 11. 公司创新业务占比快速提升 | 9 |
| 图表 12. 公司智能物流产品包括快递柜和分拣系统等..... | 10 |
| 图表 13. 中国快递业务发展..... | 11 |
| 图表 14. 全国智能快递柜投放量与箱递率 | 11 |
| 图表 15. 智能快递柜行业鼓励政策加速推出 | 12 |
| 图表 16. 丰巢存量智能快递柜与市场份额 | 13 |
| 图表 17. 公司智能物流部分合作伙伴 | 13 |
| 图表 18. 全国智能零售柜市场规模 | 14 |
| 图表 19. 2017 年中国自助售货机产品结构 | 14 |
| 图表 20. 2019 年农夫山泉份额为包装饮用水品牌第一..... | 15 |
| 图表 21. 农夫山泉智能零售柜和芝麻门店 | 15 |
| 图表 22. 新北洋智能零售运营管理模式..... | 16 |
| 图表 23. 美团外卖全国投放 1000 台“智能取餐柜” | 16 |
| 图表 24. 多行业企业围绕无接触服务的布局 | 17 |
| 图表 25. 新北洋“新医疗”解决方案..... | 18 |
| 图表 26. 全国银行网点数量变化..... | 19 |
| 图表 27. 公司部分智慧金融产品..... | 19 |
| 图表 28. 公司智慧金融业务部分合作伙伴 | 20 |
| 图表 29. 公司营业收入构成-中国大陆与国外市场 | 20 |
| 图表 30. 部分金融机具公司智能金融设备收入..... | 21 |

| | |
|------------------------------|----|
| 图表 31. 新北洋金融设备中标项目示例..... | 21 |
| 图表 32. 公司分板块业务预测 | 22 |
| 图表 33. 公司费用率预测..... | 22 |
| 图表 34. 可比公司市盈率对比..... | 23 |
| 图表 35. 公司历史估值水平在 25~30X..... | 23 |
| 损益表(人民币 百万)..... | 25 |
| 资产负债表(人民币 百万)..... | 25 |
| 现金流量表(人民币 百万)..... | 25 |
| 主要比率 (%)..... | 25 |

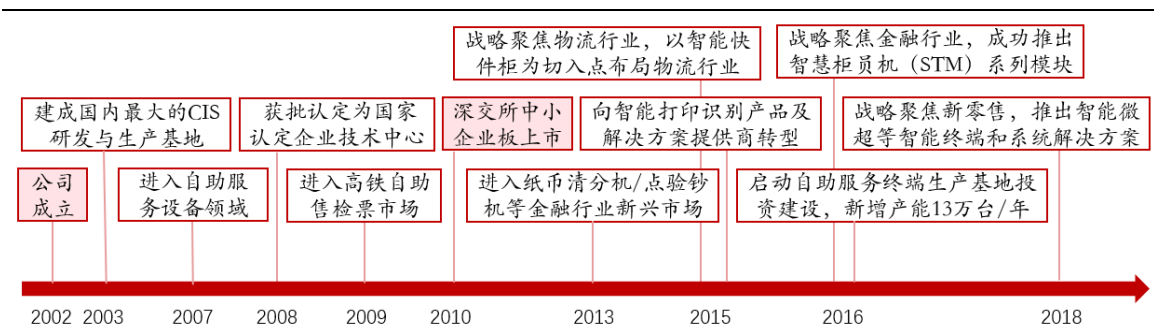
打印硬件龙头，转型智能设备新蓝海

国内外先进的打印扫描核心硬件龙头

山东新北洋信息技术股份有限公司（简称“新北洋”或“公司”）成立于2002年，2010年在深交所中小板上市。公司起家于打印扫描领域，在接触式传感器（CIS）、热打印探头（TPH）等核心元器件以及整机领域具备技术优势。随后，将业务延伸至金融、物流、新零售等创新行业的智能设备产品。2019年报显示，公司CIS年产能超500万支，专用打印扫描整机产品年产能超120万台，达到国内领先、国际先进水平，智能设备年产量迈向35万台。

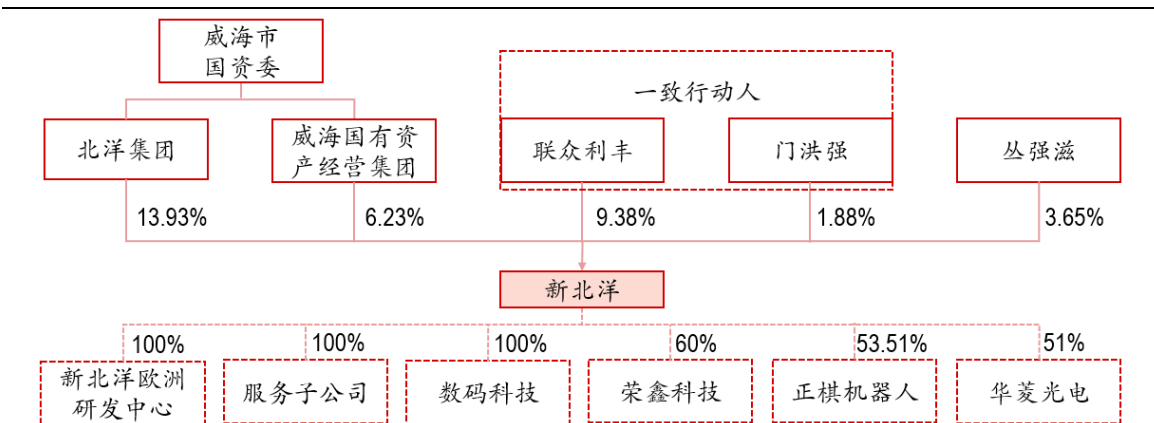
公司是威海市国资委控股的地方国资企业，通过北洋集团（13.9%）和威海国有资产经营集团（6.2%）共持有公司20.2%的股份。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

图表 2. 公司股权结构

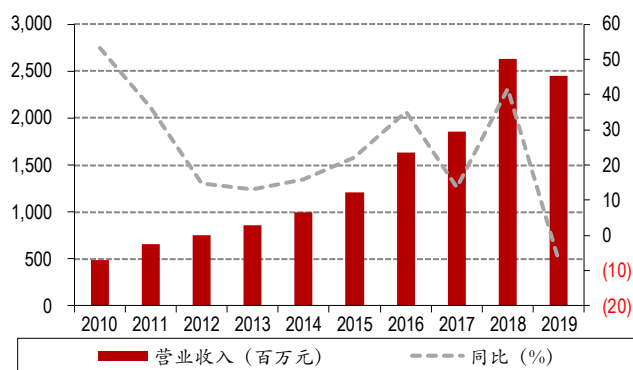


资料来源：万得，中银证券

注：截止2019年年报

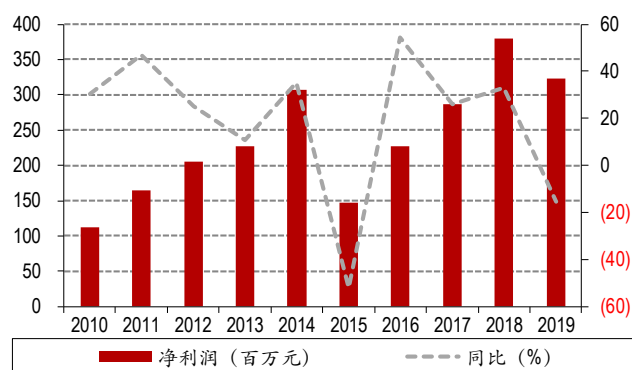
公司成长持续性较好，过去10年收入端CAGR为19.8%，净利润端为12.5%。2015年、2019年净利润出现下降的原因分别是：（1）2015年传统打印行业增速放缓，公司启动“二次创业”，向智能设备领域进军，并且上年同期因投资收益1.7亿元导致基数较高；（2）2019年受大客户订单波动出现短期下滑。

图表 3. 公司收入 10 年 CAGR 为 20%



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 公司净利润 10 年 CAGR 为 13%



资料来源：万得，中银证券

公司在打印扫描领域提供的产品包括模组和整机，其中模组又包括 TPH（热敏打印头）和 CIS（接触式图像传感器）等。

图表 5. 公司部分扫描打印模块与设备产品



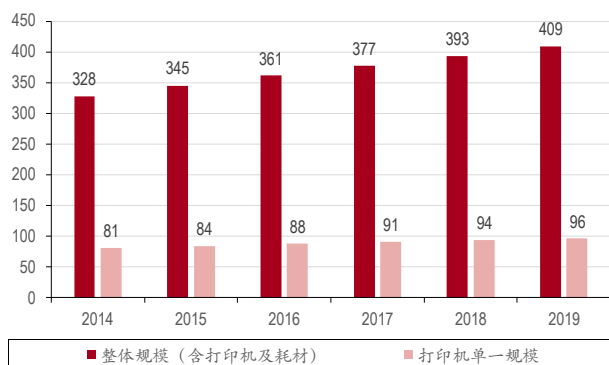
资料来源：公司官网，中银证券

全球热敏打印市场超 400 亿美元，平稳增长，行业驱动力是商业领域应用。打印扫描市场目前处于一个稳定发展的阶段，传统的办公和家庭传真文档场景下的需求基本成熟饱和。行业主要的驱动因素是商业零售、工业制造业、交通运输业、物流、金融、彩票、医疗等新兴专业领域的应用范围扩大和渗透率提升。例如，热敏打印机受益于全球 mPOS 机市场和支付终端市场以及互联网金融 POS、电商物流、智能手机相关的彩色照片打印市场规模的增长等。

根据全球包装纸品和印刷业供应链机构 SmithersPira 的统计，全球热敏打印市场规模（含打印机及耗材）从 2014 年的 328 亿美元增长到 2019 年的 409 亿美元，年复合增长率为 4.3%。其中，亚太地区份额最大，从 2014 年约 113 亿美元（占 34%）提升到 2019 年的 149 亿美元（占 36.5%），年复合增长率为 5.6%，高于全球水平。

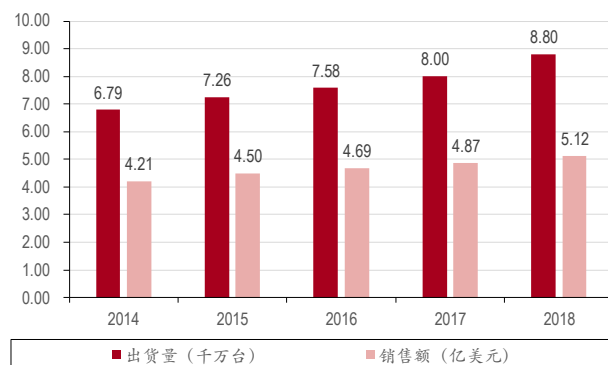
考虑到我国移动支付市场规模和增速居全球前列，受此带动的打印模块和设备增速有望进一步提升。

图表 6. 全球热敏打印市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: SmithersPira, 中银证券

图表 7. 全球热敏打印头出货量统计



资料来源: SmithersPira, 中银证券

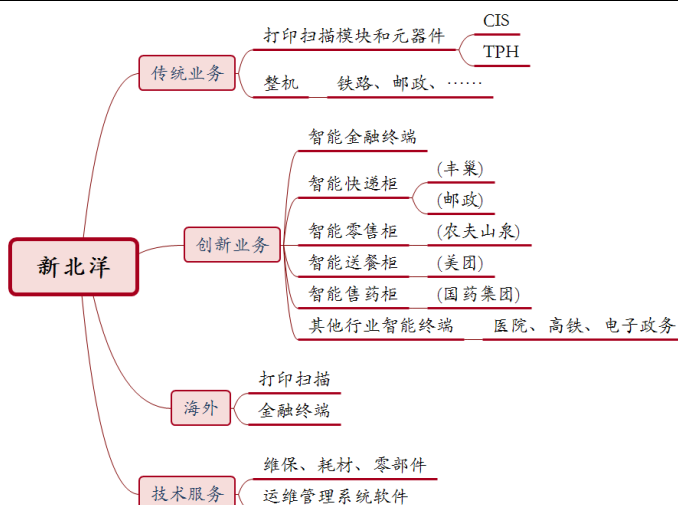
公司在国内市场份额领先、国际市场排名靠前。根据公司招股书和年报, 公司在中国专用打印机市场占有率达到 8%, 仅次于国外 EPSON、ZEBRA 等知名企业 (2017 年国内以 11% 占有率超过了 ZEBRA, 仅次于 EPSON); 是中国铁路系统最大的客票打印机供应商, 份额超 60%, 是中国铁路行包公司唯一标签打印机供应商; 还是中国邮政系统条码/标签打印机的第一供应商, 份额超 90%。

另根据公司招聘信息, 2015 年 TPH 热打印头全球份额 12.2%, 是国内唯一自主知识产权厂商、世界排名第三; CIS 接触式图像传感器全球份额 6.7%, 国内第一、世界第五; 专用打印扫描产品的国内综合市占率居自主品牌企业首位。考虑行业近年来趋于成熟, 预计公司基于前期优势可以保持甚至加大领先优势。

转型智能设备新领域, 对标海外千亿蓝海

传统业务所处行业个位数的成长性对上市公司来说显然是不够的, 因此公司在 2015 年提出二次创业, 主要思路是从上游模组向下游设备延伸、从打印扫描领域向行业应用延伸。首先进入的场景包括金融、物流、零售等, 近期又在更多行业应用领域重点突破。所以, 公司整体业务板块随之变成创新业务主导、传统业务稳定推进的局面。

图表 8. 公司业务板块



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 9. 重要子公司及主要承担业务

| 子公司 | 直接持股比例(%) | 主要业务 |
|---------|-----------|-------------------|
| 华菱光电 | 51.00 | CIS 开发、生产、销售 |
| 华菱电子 | 26.80 | TPH 开发、生产、销售 |
| 新北洋欧洲 | 50.55 | 专用打印机销售 |
| 新北洋数码科技 | 100.00 | 自主服务设备 |
| 荣鑫科技 | 60.00 | 金融终端产品与解决方案 |
| 正棋机器人 | 53.51 | 工业机器人及智能制造解决方案 |
| 新北洋技术服务 | 100.00 | 产品售后、维保、耗材生产及销售 |
| 欧洲研发中心 | 100.00 | 经营管理海外业务，欧洲产品研发基地 |
| 通达金租 | 35.00 | 融资租赁 |

资料来源：公司公告，中银证券

注：截止 2019 年报

以金融、物流、零售等行业为例，智能设备可以解决的客户刚需包括：

- (1) **缓解用人成本压力**：将重复工作交由智能设备执行，可以很大程度上减少对人员的依赖，从而在国内用工成本日益走高的压力下有效地控制成本；
- (2) **协助智能化转型**：最典型的包括银行智慧网点、线下零售业态等从传统模式向数字化、智慧化转型，最终提高 C 端客户差异化体验和用户黏性；
- (3) **提升行业效率**：例如物流场景的“最后一公里”问题，采用智能设备可以协助改善物流、信息流转周期，提高整体效率，优化各方体验；
- (4) **推进精细化运营**：智能设备可以自动采集运营数据，在后台进行自动化处理，提升行业客户运营粒度向精细化演进。

作为公司新的业务重点，智能设备已经在物流、零售、金融等行业打开局面。物流行业（智能配送柜）和新零售行业（智能零售柜）市场规模均在数百亿元，金融行业各类智能终端市场规模可达千亿，叠加新兴赛道（如外卖送餐柜、售药柜、智能充电柜等）正在成型的市场空间，公司创新业务面向的整体市场规模在数千亿元。

智能设备领域渗透率普遍较低。无论是金融、物流还是零售领域，智能设备的渗透率还是比较低的，基本处于早期孕育阶段向爆发阶段的状态。尤其是在中国人力成本红利刚开始消失，智能快递柜、智能售货机使用习惯正在培育期的阶段。

以自助售货机市场为例，海外发展已较成熟，按渗透率可划分为日本-欧美-中国几个梯度，产品饱和度和依次递减。中国的自助售货机渗透率还有百倍的提升空间。

图表 10. 近年国际自助售货机人均保有量水平比较

| 地区 | 人口 | 自助售货机存量(万台) | 人均拥有量(人/台) |
|----|------|-------------|------------|
| 中国 | 14 亿 | 50 | 3000~5000 |
| 欧洲 | 7 亿 | 400 | 50~120 |
| 美国 | 3 亿 | 680 | 30~50 |
| 日本 | 1 亿 | 560 | 15~30 |

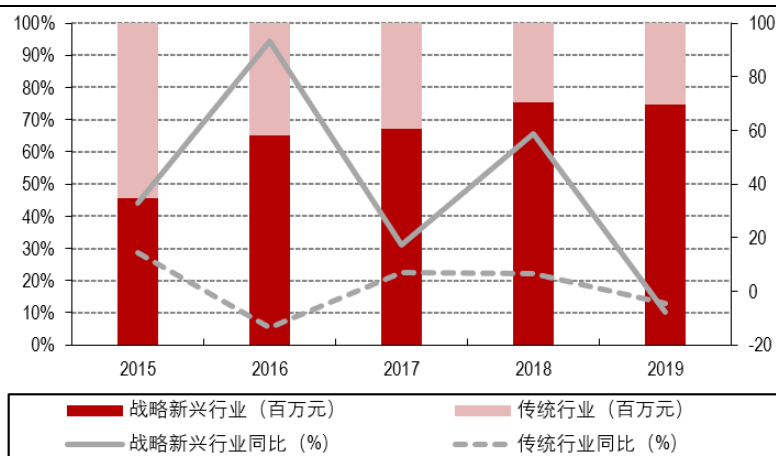
资料来源：前瞻产业研究院（2018）、中国报告网（2020），中银证券

注：中国人均拥有量仅考虑城镇人口

竞争格局在向头部厂商聚集。由于布局较早，并具有产能优势，公司在物流行业领先优势明显；零售行业自助机具生产企业较多，智能机具尚处早期，未形成明显格局；金融行业传统 ATM、清分机厂商有较大优势，公司也处于第二梯队前列。随着行业规模日趋放大，竞争格局有望发展成熟，预计会向具有技术、资金、产能优势的头部企业集中。具体格局我们在后面章节展开讨论。

随着二次创业战略推进，公司顺利实现了从传统业务向创新业务的转型，2015~2019 年创新业务收入占比从不到 50%提升到约 70%，增速整体明显也优于传统业务，战略效果良好。

图表 11. 公司创新业务占比快速提升



资料来源：万得，中银证券

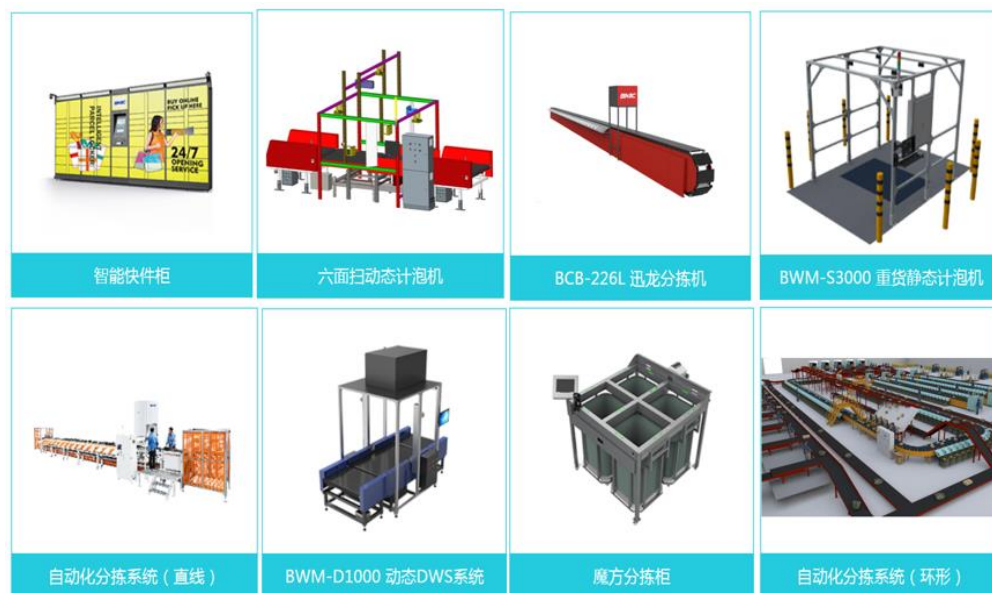
“无接触”开启全下游机遇，“卖水人”多路受益

公司创新业务面向蓝海市场，格局未定，但基本呈现向龙头企业聚集的趋势。那么，各个赛道公司是如何参与布局的？长短期对公司业绩贡献的弹性如何？我们在此深入分析公司的大客户战略。同时，随着下游多赛道的市场规模开始放量，以及对长尾市场的布局开始落地，公司后续的波动性也将减弱，成长性向无接触、智能化设备行业的宏观趋势靠拢。

智能快递柜 300 亿空间，锁定寡头客户，伴随赛道高增长

公司在物流行业提供丰富的产品，包括终端侧我们比较熟悉的快递柜，也包括仓库侧分拣机等。为便于和其他下游行业统一讨论，我们主要分析快递柜市场。

图表 12. 公司智能物流产品包括快递柜和分拣系统等



资料来源：公司官网，中银证券

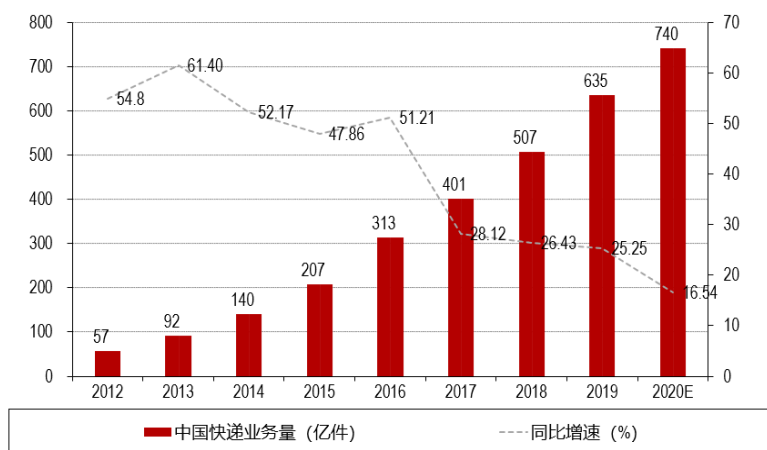
快递业务高增长、“箱递率”迅速提升，形成智能快递柜 3 倍缺口。国家邮政局统计 2019 年快递业务量达 635 亿件，同比增长 25.3%。中国快递业的高速发展是智能快递柜市场空间的良好基础。

一方面，根据《2020-2026 年中国智能快递柜行业全景调研及市场分析预测报告》，全国市场规模从 2015 年的 69 亿有望增长到 2020 年的近 300 亿元，复合增速在 30% 以上。

另一方面，我们可做进一步估算。根据邮政局数据，2017~2019 年“箱递率”（快递投向快递柜的比例）从 7% 提升到 10%，预计 2020 年将达 15%，处于迅速提升阶段。预计 2020 年 740 亿件投递量，15% 箱递率意味着入柜数约 111 亿件，日均 3,041 万件。按丰巢快递柜平均 1 组 75 格计算，假设每格每天周转一次、无空置，快递柜需求为 40.5 万组。而截至 2020 年一季度全国已建成数量为 40.6 万组，刚刚满足需求。

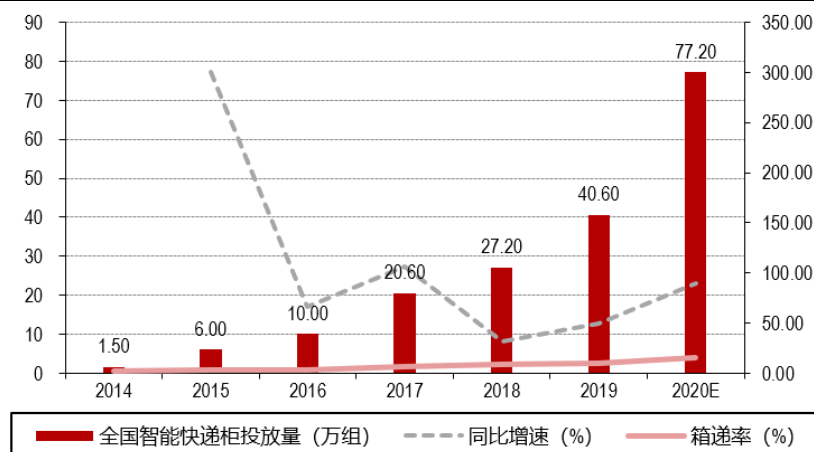
随着快递量、箱递率提升，保有量缺口必然存在。参考当前趋势，按 15% 件数年增速、箱递率三年翻倍至 30% 推算，三年后行业存在超 3 倍缺口。

图表 13. 中国快递业务发展



资料来源：国家邮政局，中银证券

图表 14. 全国智能快递柜投放量与箱递率



资料来源：国家邮政局，中银证券

政策推动力度加大，疫情后城乡快递柜有望向下沉市场继续快速拓展。国内近年来陆续出台鼓励智能快递柜行业发展的政策，尤其是2020年新冠疫情出现之后更是密集发布政策利好。2020年5月24日，国务院新闻办召开新闻发布会，发改委副主任宁吉喆强调加强消费基础设施和服务体系网络布局建设。其中明确提出要完善城乡物流配送体系，推进智能快递柜等设施建设和资源共享。

图表 15. 智能快递柜行业鼓励政策加速推出

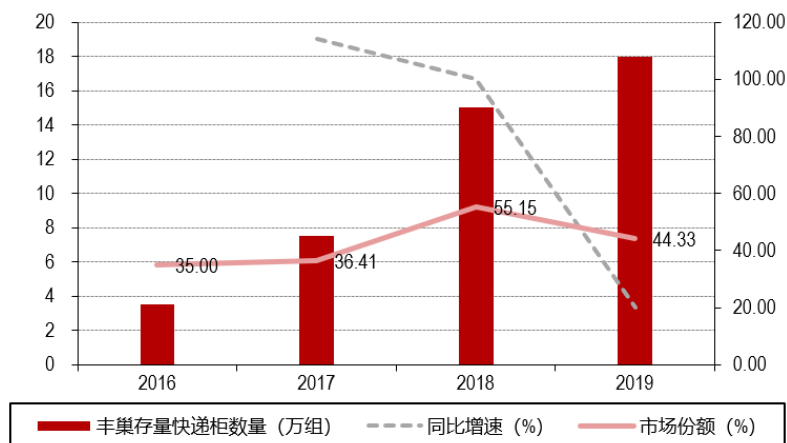
| 时间 | 部门 | 文件名称或场合 | 相应内容概要 |
|---------|--------------------|------------------------------|---|
| 2013-11 | 邮政局 | 《关于提升快递末端投递服务水平的指导意见》 | 积极探索和推广智能投递。鼓励和支持智能快件箱等自助服务设施建设并推广使用 |
| 2015-11 | 国务院 | 《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》 | 积极发展冷链物流、仓储配送一体化等物流服务新模式，推广使用智能包裹柜、智能快件箱 |
| 2016-12 | 邮政局、发改委、交通部 | 《邮政业发展“十三五”规划》 | 鼓励提升末端服务能力，完善配套政策，引入多元主体，推进智能快件箱等自助服务设施建设 |
| 2017-05 | 邮政局 | 《关于加强和改进快递末端服务管理工作的指导意见》 | 积极推进“快递入区”工程，争取将智能快件箱和末端投递服务中心等设施列入城市基础设施规划 |
| 2018-03 | 邮政局 | 《2018 年深化邮政业供给侧结构性改革工作要点》 | 继续实施“快递入区”工程，推进标准化网点建设，网点标准化率提高 5 个百分点，智能快件箱（信包箱）箱递率提高 2 个百分点 |
| 2019-06 | 交通部 | 《智能快件箱寄递服务管理办法》 | 规范智能快件箱寄递服务，保障智能快件箱寄递安全 |
| 2020-01 | 邮政局 | 《疫情防控期间营业网点操作规范（建议版）》 | 在投交邮件快件前要与收件人电话联系，确定投交方式，尽可能投送至智能快件箱，避免感染风险 |
| 2020-02 | 国务院、邮政局 | 国务院联防联控机制新闻发布会 | 积极推广定点收寄定点投递、预约投递、智能快件箱投递等模式 |
| 2020-02 | 交通部、邮政局、中国邮政集团有限公司 | 《紧急通知》 | 通知强调，在设立智能快件箱的管理区域，应允许其优先将邮件快件通过指定路径直接投递到智能快件箱；尚未设立智能快件箱的管理区域，要划定特定区域收投邮件快件，推广定点收寄、定点投递、预约投递等经验做法，以减少人员直接接触 |
| 2020-02 | 商务部 | 《关于推广疫情防控时期保障生活必需品供应典型做法的通知》 | 疫情防控时期保障生活必需品供应典型做法之一是无接触配送 |
| 2020-03 | 北京市商务局 | 《关于申报 2020 年度生活性服务业发展项目的通知》 | 将末端配送网点（智能快件箱、快递分拣中心）纳入资金支持方向，给予一定补助金额 |
| 2020-03 | 国务院 | 国务院常务会议 | 推动打破乡村、社区“最后一公里”通行和投递障碍，将智能投递设施等纳入城乡公共基础设施建设范畴 |
| 2020-04 | 上海市政府 | 《促进在线新经济发展行动方案》 | 重点发展“无接触”配送，邮政快递业发展获政策支持 |
| 2020-04 | 邮政局、商务部 | 《关于深入推进电子商务与快递物流协同发展工作的通知》 | 通知要求各地要明确智能快件箱、快递末端综合服务场所的公共属性，将智能快件箱、快递末端综合服务场所纳入公共服务设施相关规划，完善无接触投递等配套设施 |
| 2020-5 | 发改委 | 国务院新闻发布会 | 加强消费基础设施和服务体系网络布局建设，完善城乡物流配送体系，推进智能快递柜等设施建设和资源共享 |

资料来源：国务院、商务部、邮政局、发改委、交通部、地方政府，中银证券

行业下游格局清晰，智能快递柜呈现寡头格局。由于涉及硬件和物业渠道建设，全国性的物流企业，参与智能物流柜布局的企业较为有限，主要的市场主体包括丰巢、速递易、菜鸟驿站等，以及亚马逊、京东等电商企业。其中最主要的市场份额又被丰巢和速递易占据：根据国家邮政局数据，2020 年 3 月 31 日全国已经建成 40.6 万组智能快递柜，其中丰巢 17.8 万组，中邮速递易 9.4 万组；也就是说，以快递柜数量衡量市占率则**两家份额分别为 44%和 23%**。根据丰巢官网，其业务覆盖 100 多个城市，在北上广深一线城市中占有率超七成，已服务用户量 2 亿多，日均包裹处理量 1,200 万以上。2020 年 5 月，顺丰控股发布公告宣布丰巢收购中邮速递易，两家头部公司合并，市场份额约七成。

在剩余的一些下游厂家中，菜鸟驿站于 2019 年 5 月宣布 3 年内建立 10 万社区站点，预计份额将位于第二梯队头部。整体上智能快递柜下游呈现寡头格局。

图表 16. 丰巢存量智能快递柜与市场份额



资料来源：立鼎产业研究网，中银证券

公司围绕物流信息化、自动化和末端配送等环节，不断提升自身在智能物流行业的核心竞争力，产品涵盖收件、网点揽收、中转场分拣和派件四个环节，初步构建形成了公司在物流行业的全线布局，业务收入继续保持较快增长。作为智能快递柜核心供应商，公司为多家快递运营商提供智能化物流产品与服务。

图表 17. 公司智能物流部分合作伙伴



资料来源：公司官网，中银证券

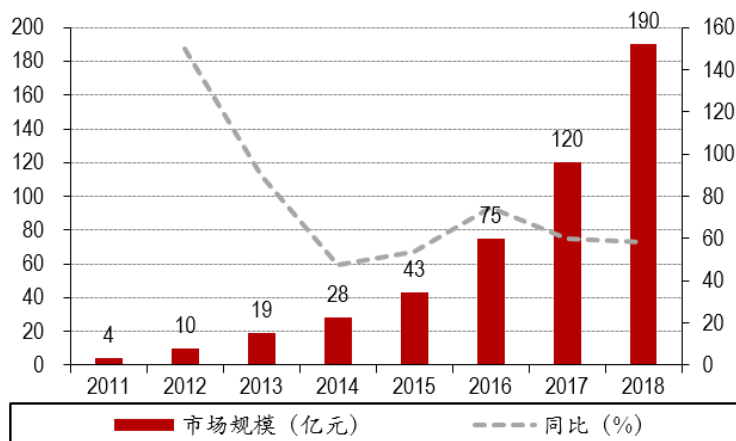
根据调研公告，公司在丰巢供应占比超四成，在速递易供应占比超三成，是两家下游企业的核心供应商。所以，公司在智能快递柜领域的成长性将伴随着行业自身的高增长而体现。聚焦智能快递柜的行业内参与厂商主要有智莱科技、北京安杰、东城电子等企业。其中，智莱科技在丰巢、亚马逊等客户中占比较高，是公司主要的竞争对手之一，占据国内综合市场两成份额。

新零售驱动力明显，聚焦饮料领域伴随大客户成长

新零售智能设备市场增长快速，达到 200 亿规模，远期有望达数千亿。根据前瞻产业研究院预测数据，全国智能零售柜市场规模从 2011 年起步，到 2018 年达到 190 亿元，复合增速高达 74%。从数量上看，根据中国报告网数据，2019 年我国自动售货机保有量达 50.5 万台，主要分布在东部经济发达地区，在机场、火车站、地铁、广场及小区、学校、医院、商业办公区域等场所较受厂商和消费者的青睐。

即使如此，中国市场仍然有很大提升空间。正如前文所述，对比日本、欧美等成熟市场，尚有十倍（按投放量）至百倍（按渗透率）的提升空间，对应数千亿规模，市场天花板很高。凯度零售咨询数据显示人均 GDP 达 1 万美元时对自动售货机需求存在明显拐点，因此随着城市化进程推进我国还将有更多地区变成新的受众市场。

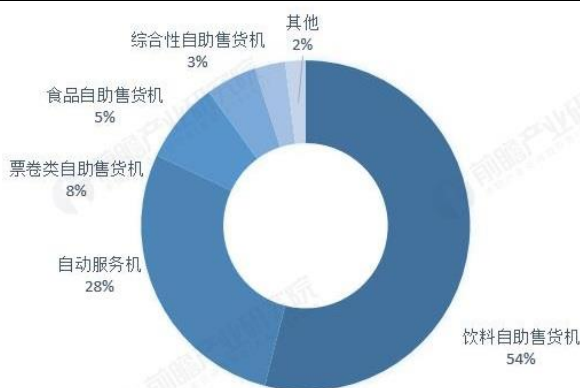
图表 18. 全国智能零售柜市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

饮料是众多下游中的主要赛道，公司围绕主赛道大客户展开业务。新零售是一个细分赛道多、参与厂商众、格局较为分散的市场，各个细分赛道发展阶段各不相同，因此公司在这个领域的成长驱动力有所不同。从2017年自主售货机的产品分布来看，饮料产品的售货机占比超过50%，是最主要的细分领域。我们认为原因是饮料产品的需求频次高（并且有随时性）、产品标准化程度高（如包装规格较为统一）、价格区间合适（小额）等有关，适合在智能售货机的目标场景。

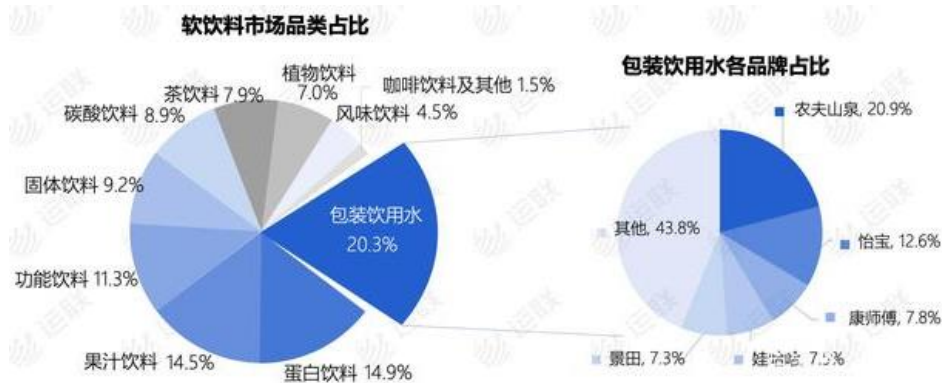
图表 19. 2017 年中国自助售货机产品结构



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

因此，公司在饮料赛道的大客户战略首先落地的是行业龙头农夫山泉。农夫山泉在2015年开始布局自动售货机领域，2018年重点投放小区地下停车场场景，用半年时间在北京、天津、武汉等多个社区的地下停车场设置了智能零售市场。农夫山泉既是产品供应商，又是渠道运营商，在人工、配送等成本的控制上有较大优势，因此发展较快。2019年以来，农夫山泉继续加码新零售，从“地下自动售货机”（自提柜）形态升级为“农夫山泉芝麻店”形态，主打场景也从个人偶发性消费延伸到家庭计划性消费，商品扩充到自有的东北大米、脐橙等。根据农夫山泉数据，其已在全国开设超3万个芝麻门店。

图表 20. 2019 年农夫山泉份额为包装饮用水品牌第一



资料来源：Frost & Sullivan、农夫山泉招股说明书，中银证券

图表 21. 农夫山泉智能零售柜和芝麻门店



资料来源：搜狐，中银证券

2020 年 4 月 29 日，农夫山泉提交赴港 IPO 计划，拟募资 10 亿美元投向持续的品牌建设、进一步扩大产能、加大对基础能力建设的投入以及探索海外市场的机会。除了研发产品之外，农夫山泉在渠道的布局也将花费大量资金，进军无人零售、自助贩卖机、便利店等渠道，有望通过募资推动。

自助售货机市场竞争格局分散，包括大连富士冰山、湖南兴元、湖南中吉、广州舟翼智能等公司在内，国内有上百家从业企业。保有核心大客户对新北洋新零售业务的稳定增长显然有重要意义。

智能零售柜较自助售货柜技术门槛大幅提升。随着存量客户的稳定，公司还能继续研发新产品去开拓同领域或其他零售领域的标杆客户。而针对不同细分领域和客户需求，除了提供硬件外，还需要提供一整套的云平台管理系统，后台时时监控，并通过大数据分析助力运营商实现高效运营和精准营销。公司在这方面独创了“激光测距+图像识别”技术，有助于提升设备智能属性，以及降低货损率。

图表 22. 新北洋智能零售运营管理模式



资料来源：公司官网，中银证券

外卖、售药等机会正开启，疫情催化全下游无接触需求

除了已经重点突破的物流、零售和金融赛道，公司还在其他下游行业持续开拓。2020 年开始，包括外卖、售药等新兴领域的商机逐渐显现，有望在年内取得规模化落地。

疫情是外卖行业无接触设备落地的重要推手。美团外卖于 1 月 26 日在国内率先推出“无接触”配送服务，1 月 30 日正式发布业内首个《无接触配送服务规范》（团体标准）。2 月 10 日率先在北京望京医院投放首台智能取餐柜，并计划在全国投放 1,000 台。早在 2018 年美团外卖已开始研发智能取餐柜，此次疫情加速了向市场投放的进程。该款智能取餐柜整体含有大小取餐格间共 40 格，试运行的一个月内存量约 200 单。

同时，根据澎湃新闻，饿了么也宣布将联合菜鸟等品牌在上海投放 1,000 台智能取餐柜，并逐步推广到全国近 20 个城市，计划投放 3,000 台。饿了么提供的数据显示，饿了么自 1 月 30 日推出无接触配送服务，到 3 月 29 日，在上海已累计产生 13 万份专门备注“无接触配送”的外卖订单。因为无接触配送还能方便消费者在时间与空间上的自由，提升送餐员效率，因此预计疫情结束后无接触配送依然拥有市场空间。

图表 23. 美团外卖全国投放 1000 台“智能取餐柜”



资料来源：央广网，中银证券

疫情期间，为降低人员面对面接触风险，“无接触”概念迅速兴起，运用场景多样化，覆盖快递、外卖、零售等行业。

图表 24. 多行业企业围绕无接触服务的布局

| 时间 | 企业 | 举措 |
|---------|----------|--|
| 2020-01 | 美团外卖 | 在武汉优先试点推出“无接触配送”服务，截止1月27日，已在北上广深等全国184个城市上线，于1月30日正式发布业内首个《无接触配送服务规范》 |
| 2020-01 | 苏宁物流 | 在全国多城市试点“无接触配送”服务 |
| 2020-01 | 便利蜂 | 上线“无接触配送服务”，作为特殊时期的优先配送方式 |
| 2020-01 | 多点 Dmall | 采取“无接触配送”方式进行配送 |
| 2020-01 | 名创优品 | 进一步优化 O2O 业务，特别推出“无接触配送”服务 |
| 2020-01 | 阿里旗下品牌 | 饿了么、天猫超市、盒马等阿里旗下品牌，在湖北推出“无接触安心送”服务，外卖、生鲜食品、超市购物等订单可选择“无接触配送”，要求配送员把商品放在指定位置，避免直接接触 |
| 2020-01 | 美团买菜 | 在北京、上海、深圳三地上线“无接触配送” |
| 2020-02 | 高德地图 | 上线“无接触”药品配送小程序，覆盖全国超200个城市 |
| 2020-02 | 奈雪的茶 | 即日起至2月29日外卖免配送费，并同时推出“无接触配送” |
| 2020-02 | 喜茶 | 目前已在深圳、重庆、北京、南京等全国多个城市的150家门店推出取茶柜，从下单到取货完全不需要和店员有任何接触 |
| 2020-02 | 屈臣氏 | 屈臣氏 APP、微信小程序等线上官方平台开启了线上下单、线下“无接触配送”方案 |
| 2020-02 | 顺丰 | 无接触中转存取 |
| 2020-02 | 丰巢 | 鼓励通过丰巢柜进行物品交接，携手美团外卖，开放柜机格口作为送餐代收点，推行无接触配送 |
| 2020-02 | 京东 | 智能机器人配送服务 |
| 2020-02 | 苏宁物流 | 苏宁物流的无人车“无接触”配送服务；与苏宁小店协同，围绕3公里即时配送业组建无人配送保障小组，启动无人车末端“无接触”配送服务在全国部署落地 |
| 2020-02 | 每日优鲜 | 目前已在上海、北京、广州、深圳、天津、南京等地铺设无接触配送存放点，未来还会登录杭州、苏州等城市，计划覆盖近万的小区 |

资料来源：万得，中银证券

以智能售药柜为切入点的医药 O2O 是公司发掘新下游的重点尝试。2019 年，医药新零售行业的主战场已逐渐延伸到智能售药设备领域。根据新北洋官网，公司也已有布局，年内推出多款自助售取药系列产品。与传统医药零售模式相比，公司的新模式是基于人工智能和大数据技术，以 24 小时无人值守智能售药柜为线下载体，线上线下完美融合的创新模式。线上可拓展出远程问诊+无人售药等多场景售药的解决方案。售药设备智能化有助于解决传统药店“经营成本高、获客成本高、坪效收益低”等痛点，同时也为患者夜间取药、就近取药等需求提供便利。

图表 25. 新北洋“新医疗”解决方案



资料来源：公司官网，中银证券

发行转债募资，时点恰能把握机遇。公司于 2019 年发行可转债募资 8.8 亿元，其中 8.4 亿元投入自助智能零售终端设备研发与产业化项目，以满足客户普遍提出的关于末端配送和末端零售的新需求，例如配餐、取餐以及物流柜等方面。根据公司公告，公司一方面正开展相应的设计和测试工作（春节期间已有样机测试），一方面密切跟进客户商业计划的可行性，尽量使新需求的体量落地并得以释放。此次募资和研发投入有利于在疫情后周期的防控工作中把握下游客户机会，对多赛道商机转化为有效客户。

除此之外，公司还在智能换电柜、高铁、电子政务等行业陆续迎来规模化出货的客户。公司逐渐可以减弱受单个大客户订单波动而带来的业绩不确定性，对公司现金流、业务布局以及估值等都有帮助。

金融设备景气度回暖，

金融智能终端领域是公司创新业务板块之一，但相对其他领域而言格局较为成熟。公司处于整机第二梯队领先地位，同时在上游（如 CIS 元器件）具备卡位优势，成长机会来源于行业的长期空间以及短期政策催化。

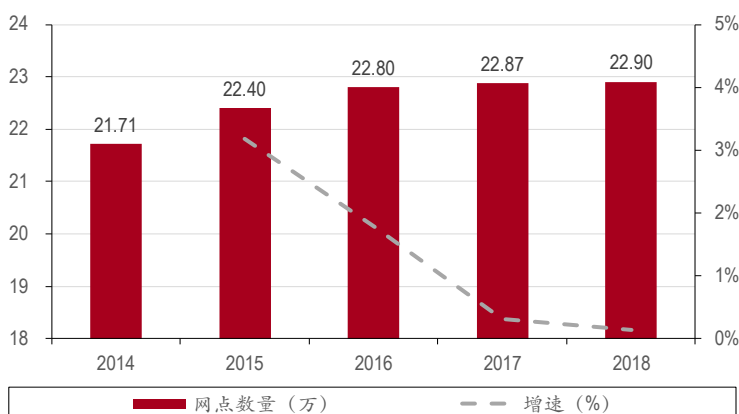
银行智慧网点转型打开智慧柜员机长期成长空间

金融领域的智能设备仍以银行等金融机构线下网点的场景为主，传统金融设备市场进入成熟期，例如，央行统计截至 2018 年 9 月全国联网 ATM 设备 113 万台，按单价数万元估计对应市场规模在 500 亿元，设备厂商订单主要来自更新需求。

行业长期增长逻辑在于银行智慧网点转型。我国银行网点数量基本稳定，从银行线下服务客户以及地段价值来看，网点数量未来也不会减少。围绕这些网点增添新型智能设备，使其完成智慧转型是银行的发展思路。根据中国银行业协会《2017 年中国银行业服务报告》，网点转型向“轻型化、智能化、特色化、社区化”趋势发展。

2014~2018 年银行网点数量从 21.7 万增长到 22.9 万，随后基本平稳。假设每个网点改造投入 30~50 万元，智能化改造市场空间约 700~1,150 亿左右。根据公司公告，智慧网点渗透率不到一半。公司可为客户提供智慧柜员机、清分机、智能查询机等产品。

图表 26. 全国银行网点数量变化



资料来源：银行业协会，中银证券

图表 27. 公司部分智慧金融产品



资料来源：公司官网，中银证券

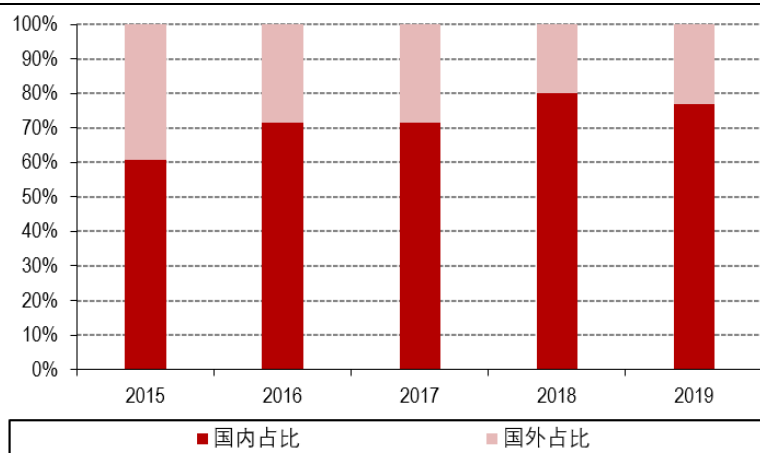
图表 28. 公司智慧金融业务部分合作伙伴



资料来源：公司官网，中银证券

同时，金融设备还可通过海外市场获得增长空间。公司围绕传统打印扫描业务已在欧美、日本等完成海外布局，金融业务也可利用相关渠道进入当地市场。目前，公司海外收入占比大致在 20-30% 之间，除了传统产品外业包含部分金融智能设备收入。

图表 29. 公司营业收入构成-中国大陆与国外市场



资料来源：万得，中银证券

“金标”落地清分机景气高涨，短期兑现近百亿空间

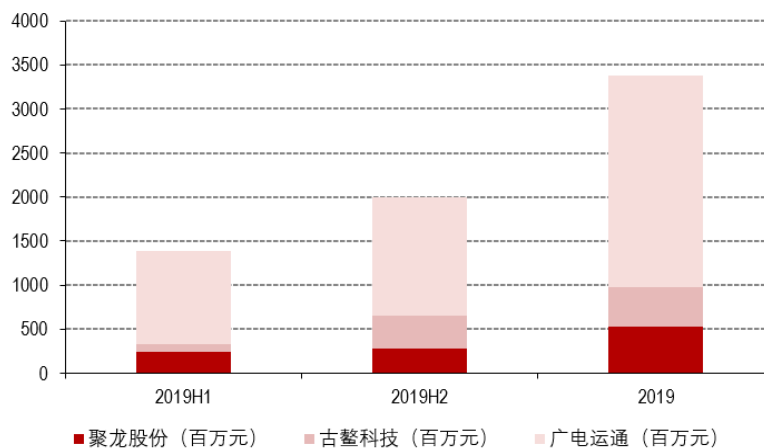
短期内公司金融业务推动力在于“金标”落地。新北洋于 2014 年收购了鞍山搏纵，切入清分机整机领域。清分机细分市场在 2019 年下半年迎来政策催化，目前处于高景气度阶段。

清分机又称现金清分机或货币清分机，是指专门用于清点、分选硬币或纸币的金融机具。清分机比传统点钞机的优点在于功能多样化与智能化，包括可以清点、辨伪、自动分析钞票特征（如面值、残缺、折角、污渍等），大大提高银行处理现金的能力。

清分机短期迎百亿新增空间。2017 年，中国人民银行先后发布了《不宜流通人民币标准》以及于 2018 年 1 月 1 日开始正式实施的《人民币现金机具鉴别能力技术规范》（简称“金标”）。“金标”首次对国内现金机具鉴别能力确立了技术标准，以整肃国内现金机具行业乱象，有效堵截流通中的假币，保障国家金融安全。假设每个网点配备一台清分机，单价 4 万元，预计有近百亿元的成长空间。

由于 2018 年全年现金机具基本处于试验准备中，“金标”在 2019 年才算正式落地。尤其是 2019 年下半年，银行客户开始集中释放采购需求。相关行业公司（如聚龙股份、古鳌科技和广电运通）业绩在 2019H2 迎来高增长，一个重要原因就在于金标的落地。公司公告也表示，金标工程 2019 年的加速落地促进公司当年清分机收入接近翻倍增长，一两年内清分机以及其他银行柜员机设备预计保持不错趋势，2020 年金融业务板块仍是景气度比较高的市场。

图表 30. 部分金融机具公司智能金融设备收入



资料来源：万得，中银证券

从行业格局上看，银行金融机具的龙头公司是广电运通、长城、恒银等，新北洋的鞍山博纵以及 2013 年设立荣鑫科技处于第二梯队，但公司在上游 TPH 和 CIS 核心技术环节的卡位优势明显。根据公司 2019 年年报，公司加大拓展 CIS 在金融行业的新应用，提供智慧银行网点转型关键模块及桌面式产品方案，部分核心模块被指定为客户唯一供应商。公司自主研发的现金循环（TCR）机芯在交总行成功首例销售，在部分农信社实现了批量销售和中标，其他金融模块也保持了市场份额的稳定。

图表 31. 新北洋金融设备中标项目示例

| 时间 | 采购方 | 中标项目 | 金额 (万元) |
|---------|------------------|--------------------------|---------|
| 2019-10 | 北京农商银行 | 小型清分机增补选型 | |
| 2019-11 | 山东莱芜农商银行 | 智慧厅堂设备 | 91.20 |
| 2019-11 | 中国邮政集团公司深圳市分公司 | 金融网点清分机改造外币功能技术服务 | 20.00 |
| 2019-12 | 德州农商银行 | 立式智能柜员机项目 | 178.92 |
| 2019-12 | 山东广饶农商银行 | 清分机 | |
| 2020-01 | 中国农业银行广元分行 | 第三代金融社保 IC 卡制卡机及多功能高拍仪设备 | 18.85 |
| 2020-01 | 山东齐河农村商业银行股份有限公司 | 山东齐河农村商业银行股份有限公司清分机 | 49.43 |
| 2020-03 | 德州陵城农商银行 | 清分机 | |
| 2020-03 | 滨州农商银行 | 立式智慧柜员机 | 9.68 |
| 2020-04 | 山东费县农商银行 | 清分机 | 54.25 |

资料来源：中国采招网，中银证券

盈利预测和投资建议

盈利预测：多行业叠加保障 20-30%增速

收入端假设：

- (1) 传统业务：2020 年国内平稳、海外受疫情影响略降，长期遵循行业 5~10%增速；
- (2) 金融领域：短期清分机带动高增长，长期维持 10~20%增速；
- (3) 物流、新零售领域：预期年内大客户订单同比持平略增，后续等效增速 30~40%（行业增速）；
- (4) 新兴赛道：预期外卖、售药等潜在客户在 1-2 年规模化落地，催熟行业并迎来高速增长；
- (5) 配件及服务：预期随存量设备增长保持 20~30%增长。

图表 32. 公司分板块业务预测

| (人民币：百万) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 整机及系统集成 | | | | |
| 收入 | 1,606.74 | 2,083.02 | 2,527.65 | 3,089.18 |
| YOY(%) | (21.72) | 29.64 | 21.35 | 22.22 |
| 毛利率(%) | 40.19 | 40.20 | 40.20 | 40.20 |
| 关键零部件 | | | | |
| 收入 | 687.86 | 894.22 | 1,162.48 | 1,569.35 |
| YOY(%) | 57.67 | 30.00 | 30.00 | 35.00 |
| 毛利率(%) | 55.61 | 56.00 | 56.50 | 57.00 |
| 服务及其他 | | | | |
| 收入 | 156.26 | 195.33 | 244.16 | 305.20 |
| YOY(%) | 6.73 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 毛利率(%) | 31.49 | 32.00 | 32.50 | 32.80 |
| 合计 | | | | |
| 收入 | 2450.86 | 3172.56 | 3934.29 | 4963.72 |
| YOY(%) | (7.00) | 29.45 | 24.01 | 26.17 |
| 毛利率(%) | 43.96 | 44.15 | 44.54 | 45.06 |

资料来源：万得，中银证券

图表 33. 公司费用率预测

| (%) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 12.25 | 11.90 | 11.60 | 11.50 |
| 管理费用率 | 6.01 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 研发费用率 | 15.86 | 15.70 | 15.50 | 15.50 |

资料来源：万得，中银证券

投资建议：短期估值底部，拐点加速成型

预计 2019~2021 年净利润为 4.0、5.0 和 6.4 亿元，EPS 为 0.60、0.76 和 0.95 元，对应 PE 为 17、13 和 11 倍。公司估值明显低于行业，低于历史估值水平，未反映复合增速 20-30%的预期，并且随着无接触需求的常态化，公司还具备在具体行业爆发性成长的机会。参考横向和纵向估值水平，公司仍有 50% 以上空间，维持买入评级。

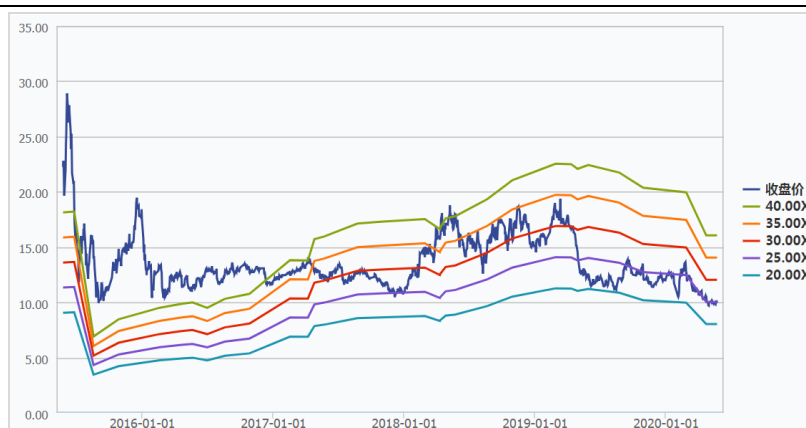
图表 34. 可比公司市盈率对比

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 (元) | 2019A | EPS 2020E | 2021E | 2019A | PE 2020E | 2021E |
|-------|--------|-----------|-------------|--------------|-------------|-----------|-------------|-----------|
| 广电运通 | 002152 | 11.60 | 0.31 | 0.36 | 0.45 | 37 | 32 | 26 |
| 智莱科技* | 300771 | 35.26 | 1.79 | 2.43 | 3.21 | 20 | 15 | 11 |
| 古鳌科技* | 300551 | 32.89 | 0.40 | 0.59 | 0.73 | 82 | 56 | 45 |
| 浪潮信息 | 000977 | 40.47 | 0.72 | 0.83 | 1.10 | 56 | 49 | 37 |
| 平均 | | | 0.81 | 1.05 | 1.37 | 49 | 38 | 30 |
| 新北洋 | 002376 | 9.95 | 0.48 | 0.60 | 0.76 | 21 | 17 | 13 |

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止最近一个交易日，标*股票采用万得一致性预测

图表 35. 公司历史估值水平在 25~30X



资料来源：万得，中银证券

风险提示

1、客户新订单开拓不及预期

物流、新零售现有客户订单存在波动性风险；外卖（如美团、饿了么）、售药（如国药）等潜在客户落地情况存在不确定性。

2、海外市场不及预期

疫情影响延长导致采购需求降低。

3、政策低于预期

围绕疫情防控的相关政策（如物流柜）可能存在落地或兑现不及预期的风险。

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 2,635 | 2,451 | 3,173 | 3,934 | 4,964 |
| 销售成本 | (1,527) | (1,399) | (1,805) | (2,223) | (2,778) |
| 经营费用 | (708) | (705) | (947) | (1,159) | (1,489) |
| 息税折旧前利润 | 400 | 347 | 421 | 552 | 696 |
| 折旧及摊销 | (86) | (108) | (120) | (127) | (124) |
| 经营利润(息税前利润) | 314 | 239 | 301 | 425 | 572 |
| 净利息收入/(费用) | 43 | 40 | 53 | 67 | 80 |
| 其他收益/(损失) | 163 | 227 | 201 | 229 | 233 |
| 税前利润 | 466 | 407 | 478 | 621 | 774 |
| 所得税 | (51) | (21) | (24) | (32) | (40) |
| 少数股东权益 | 34 | 64 | 57 | 86 | 99 |
| 净利润 | 380 | 322 | 397 | 504 | 635 |
| 核心净利润 | 380 | 323 | 397 | 504 | 635 |
| 每股收益(人民币) | 0.571 | 0.484 | 0.597 | 0.757 | 0.954 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.571 | 0.485 | 0.597 | 0.757 | 0.954 |
| 每股股息(人民币) | 0.200 | 0.041 | 0.130 | 0.115 | 0.176 |
| 收入增长(%) | 42 | (7) | 29 | 24 | 26 |
| 息税前利润增长(%) | 17 | (24) | 26 | 41 | 35 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 16 | (13) | 21 | 31 | 26 |
| 每股收益增长(%) | 26 | (15) | 23 | 27 | 26 |
| 核心每股收益增长(%) | 26 | (15) | 23 | 27 | 26 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 466 | 407 | 478 | 621 | 774 |
| 折旧与摊销 | 86 | 108 | 120 | 127 | 124 |
| 净利息费用 | (34) | (32) | (41) | (52) | (61) |
| 运营资本变动 | (236) | 105 | (225) | 14 | (224) |
| 税金 | (17) | 43 | (24) | (32) | (40) |
| 其他经营现金流 | (95) | (294) | (49) | (511) | 4 |
| 经营活动产生的现金流 | 170 | 339 | 259 | 168 | 577 |
| 购买固定资产净值 | 66 | (7) | 172 | 180 | 176 |
| 投资减少/增加 | 36 | 83 | 113 | 130 | 122 |
| 其他投资现金流 | (329) | (207) | (344) | (361) | (353) |
| 投资活动产生的现金流 | (226) | (131) | (59) | (50) | (55) |
| 净增权益 | (133) | (28) | (86) | (76) | (117) |
| 净增债务 | (15) | (45) | 281 | 97 | 139 |
| 支付股息 | 133 | 28 | 86 | 76 | 117 |
| 其他融资现金流 | 133 | 615 | (21) | 271 | (5) |
| 融资活动产生的现金流 | 117 | 570 | 260 | 367 | 133 |
| 现金变动 | 61 | 778 | 460 | 485 | 656 |
| 期初现金 | 707 | 851 | 1,561 | 2,021 | 2,506 |
| 公司自由现金流 | (56) | 208 | 200 | 118 | 523 |
| 权益自由现金流 | (61) | 175 | 496 | 235 | 682 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 851 | 1,561 | 2,021 | 2,506 | 3,161 |
| 应收帐款 | 840 | 874 | 1,091 | 1,503 | 1,671 |
| 库存 | 541 | 682 | 698 | 1,123 | 1,078 |
| 其他流动资产 | 23 | 34 | 25 | 57 | 40 |
| 流动资产总计 | 2,369 | 3,303 | 3,974 | 5,334 | 6,092 |
| 固定资产 | 1,085 | 1,281 | 1,359 | 1,462 | 1,550 |
| 无形资产 | 206 | 199 | 195 | 171 | 154 |
| 其他长期资产 | 649 | 800 | 822 | 905 | 958 |
| 长期资产总计 | 1,941 | 2,280 | 2,376 | 2,538 | 2,661 |
| 总资产 | 4,686 | 5,968 | 6,660 | 8,104 | 8,915 |
| 应付帐款 | 382 | 512 | 548 | 814 | 831 |
| 短期债务 | 574 | 529 | 810 | 906 | 1,045 |
| 其他流动负债 | 218 | 316 | 253 | 448 | 356 |
| 流动负债总计 | 1,173 | 1,356 | 1,611 | 2,169 | 2,232 |
| 长期借款 | 0 | 689 | 689 | 689 | 689 |
| 其他长期负债 | 34 | 55 | 45 | 50 | 47 |
| 股本 | 666 | 666 | 666 | 666 | 666 |
| 储备 | 2,533 | 2,723 | 3,293 | 4,088 | 4,739 |
| 股东权益 | 3,199 | 3,388 | 3,959 | 4,754 | 5,405 |
| 少数股东权益 | 280 | 300 | 357 | 443 | 542 |
| 总负债及权益 | 4,686 | 5,968 | 6,660 | 8,104 | 8,915 |
| 每股帐面价值(人民币) | 4.81 | 5.09 | 5.95 | 7.14 | 8.12 |
| 每股有形资产(人民币) | 4.50 | 4.79 | 5.65 | 6.88 | 7.89 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.42) | (1.55) | (1.82) | (2.40) | (3.18) |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

| 年结日: 12月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 15.2 | 14.2 | 13.3 | 14.0 | 14.0 |
| 息税前利润率(%) | 11.9 | 9.7 | 9.5 | 10.8 | 11.5 |
| 税前利润率(%) | 17.7 | 16.6 | 15.1 | 15.8 | 15.6 |
| 净利率(%) | 14.4 | 13.2 | 12.5 | 12.8 | 12.8 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 2.0 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.7 |
| 利息覆盖率(倍) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 1.6 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 2.2 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 17.6 | 20.7 | 16.8 | 13.3 | 10.5 |
| 核心业务市盈率(倍) | 17.6 | 20.7 | 16.8 | 13.3 | 10.5 |
| 市净率(倍) | 2.1 | 2.0 | 1.7 | 1.4 | 1.2 |
| 价格/现金流(倍) | 39.3 | 19.7 | 25.8 | 39.8 | 11.6 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 16.0 | 16.3 | 13.0 | 9.2 | 6.6 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 119.7 | 159.6 | 139.6 | 149.6 | 144.6 |
| 应收帐款周转天数 | 98.5 | 127.6 | 113.1 | 120.3 | 116.7 |
| 应付帐款周转天数 | 51.7 | 66.5 | 61.0 | 63.2 | 60.5 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 35.0 | 8.5 | 21.8 | 15.1 | 18.5 |
| 净资产收益率(%) | 13.2 | 9.8 | 10.8 | 11.6 | 12.5 |
| 资产收益率(%) | 6.4 | 4.3 | 4.5 | 5.5 | 6.4 |
| 已运用资本收益率(%) | 2.5 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.2 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371