

## 业绩创新高，新材料项目打开成长空间

### 投资要点

- **事件：**公司发布2022年年报，公司全年实现营收99.4亿元，同比+21.3%，实现归母净利润13.7亿元，同比+37.1%，实现扣非净利润13.7亿元，同比+36.6%。其中Q4实现营业收入26.6亿元，同比+35.8%，实现归母净利润0.75亿元，同比-81.8%。摊薄EPS 0.63元，同比+23.5%。
- **业绩创新高，发力高附加值差异化产品。**2022年公司营收及归母净利润再创新高，主要系2020年至2022年年中，PVA产品价格一路走高，对全年业绩形成有力支撑，PVA年度均价1.8万元/吨，同比+18.6%，醋酸乙烯年度均价1.1万元/吨，同比-3.1%。2022年下半年开始PVA价格出现回落，四季受疫情影响各行业停工停产，需求大幅收缩，PVA均价从Q1的19648元/吨，跌至Q4的13033元/吨，跌破2021年15465元/吨均价。2022年湖南湘维有限公司复产，总产能增加10万吨，行业开工率70-80%，当前行业整体供大于求。公司是全国第一、世界前列的PVA龙头，具备一体化优势，配套45万吨电石产能，成本控制力强；采取差异化的竞争策略，2022年PVA产品中新品种占70%以上；此外，公司石油乙烯法PVA生产线升级改造项目将于2023年年底投产，推动PVA光学膜等项目进程。我们认为，公司在保持传统PVA产品优势地位的同时，率先走出低端，发力高附加值差异化产品，盈利能力有望进一步提升，龙头地位不断巩固。
- **盈利能力提升，现金流充裕，研发投入力度强。**2022年全年，公司实现综合毛利率25.3%，同比+0.3pp，受建筑行业产品价格下行及原材料涨价影响，水泥熟料毛利率下降较多，但公司核心产品PVA、VAC以及PVB中间膜受益化工市场反弹，毛利率提升明显。期间费用率9.1%，同比-0.7pp，主要系银行利息支出同比减少以及汇兑损失减少，致财务费用同比减少较多，研发投入5.4亿元，同比多增2亿元，较去年同期提升52.03%。经营活动产生的现金流量净额22.9亿元，同比多增7.8亿元，主要系聚乙烯醇、醋酸乙烯等主要产品价涨量增，公司收到的现金增加所致。
- **进军PVB中间膜领域，有望打破垄断，加快进口替代进程。**2022年8月，公司公告收购皖维铂盛100%股权，完善公司PVA-PVB树脂-PVB胶片产业链，进军PVB中间膜领域。PVB中间膜主要应用于建筑、汽车和光伏等领域，技术壁垒较高，长期被美国首诺、日本积水化学和可乐丽垄断。目前公司PVB中间膜已有产能2万吨，在建产能2万吨，生产的建筑级PVB中间膜已完全可以替代国外中低端产品，汽车级PVB中间膜已向汽车夹层玻璃企业福耀玻璃、铁锚玻璃等送检试用，在BIPV领域皖维铂盛PVB中间膜销售占比很小，是未来突破的方向。中国PVB中间膜消费市场巨大，公司打通PVA-PVB树脂-PVB胶片产业链后，有望凭借高性能PVB树脂生产技术，加快进口替代进程。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为0.50元、0.62元、0.80元，对应PE分别为14倍、11倍、9倍。选取中泰化学、东材科技作为可比公司，可比公司2023年平均估值18倍。给予公司2023年16倍PE，对应目标价8.00元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料供应及价格波动风险，产品价格大幅波动风险，项目投产不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9942.00	10389.40	12193.60	14556.60
增长率	22.69%	4.50%	17.37%	19.38%
归属母公司净利润(百万元)	1369.28	1072.56	1346.95	1728.52
增长率	39.42%	-21.67%	25.58%	28.33%
每股收益EPS(元)	0.63	0.50	0.62	0.80
净资产收益率ROE	17.46%	13.28%	6.23%	20.19%
PE	11	14	11	9
PB	1.92	1.71	1.52	1.32

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：黄寅斌  
执业证号：S1250523030001  
电话：13316443450  
邮箱：hyb@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	21.59
流通A股(亿股)	19.26
52周内股价区间(元)	5.37-10.91
总市值(亿元)	143.37
总资产(亿元)	123.10
每股净资产(元)	3.47

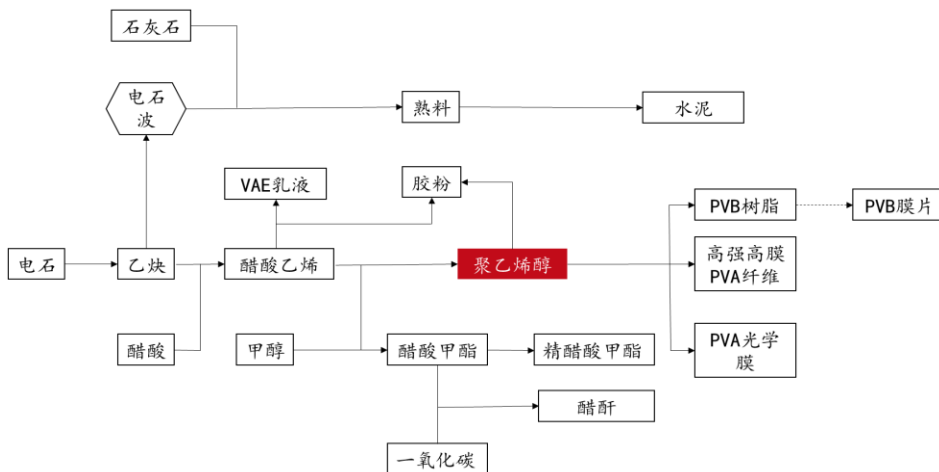
### 相关研究

## 1 公司概况：全球 PVA 龙头，开拓新材料业务加速转型

起源于安徽的全球 PVA 一体化龙头企业。皖维高新是安徽皖维集团的核心子公司之一，于 1997 年 5 月在上交所上市，是 A 股唯一一家经营 PVA 产业链的公司，产品品种最为齐全，PVA 和高强高模 PVA 纤维产销量连续多年位居国内第一，是我国为数不多的掌握 PVA、高强高模 PVA 纤维制造核心技术并拥有完全自主知识产权的企业，竞争优势明显。

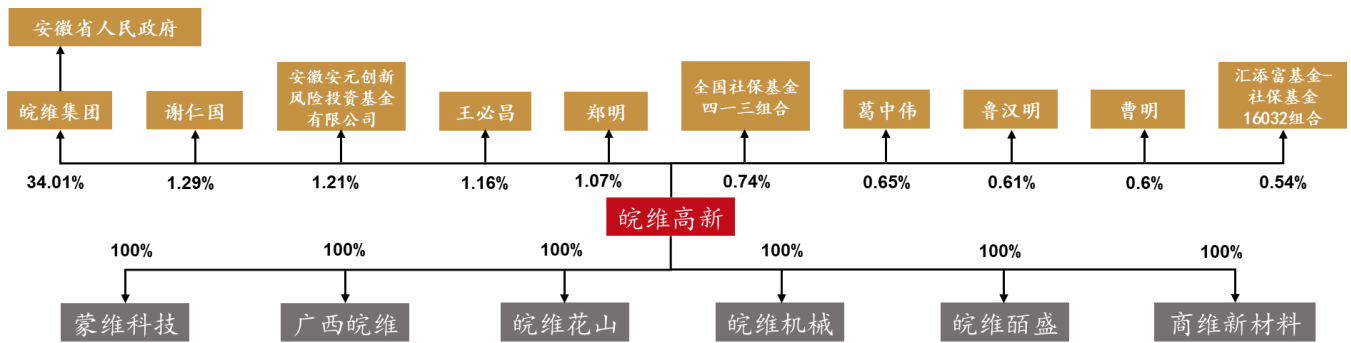
公司以 PVA 产业为核心，拥有化工、化纤、建材、新材料四大产业板块，形成电石—PVA—PVA 纤维、膜用 PVA—PVA 光学薄膜—偏光片、PVA—PVB 树脂—PVB 胶片、生物质酒精—乙烯—醋酸乙烯—VAE/PVA、VAC—VAE—可再分散乳胶粉五大产业链。主要产品包括：PVA、高强高模 PVA 纤维、PVA 水溶纤维、PVB 树脂、PVB 胶片、PVA 光学薄膜、醋酸乙烯、VAE 乳液、可再分散性胶粉、聚酯切片、醋酸甲酯、利用电石渣生产的水泥熟料及环保水泥，以及其他 PVA 相关的衍生产品、中间产品和副产品等。

图 1：公司 PVA 产品产业链的构成及循环路线



数据来源：公司年报，西南证券整理

**皖维集团持股 34.01%，其余股权较为分散。**公司实控人为安徽省人民政府，第一大股东皖维集团持股 34.01%，其余股东持股比例较分散。拥有 6 家全资控股子公司，分别为蒙维科技、广西皖维、皖维花山、皖维机械、皖维佰盛、商维新材料，蒙维科技从事 PVA、水泥/熟料业务，广西皖维主要生产 PVA、VAE 乳液、醋酸乙烯和醋酸甲酯，皖维花山从事可再分散性胶粉、环保建材业务，皖维机械生产车刨铣钻设备、弧焊设备，皖维佰盛主要生产销售 PVB 胶片，商维新材料主要生产 PVA 水溶纤维。

**图 2：公司股权结构**


数据来源：同花顺，西南证券整理

公司是目前国内产能最大、技术最先进、产业链最完整、产品品种最全的 PVA 系列产品生产商。全球聚乙烯醇生产主要集中在中国、日本、美国等少数几个国家和地区，总产能约 185 万吨，皖维高新目前拥有 31 万吨聚乙烯醇产能，其中年产 6 万吨乙烯法特种 PVA 树脂升级改造项目计划于 2023 年 10 月份建成投产。公司 PVA 产品的产销量和市场占有率占国内市场的 30% 以上，生产能力全国第一、世界前列；高强高模聚乙烯醇纤维产品产销量位居全国第一，达国内总量的 60% 以上，国际市场占有率约为 40% 左右。

**表 1：全球 PVA 产能及装置情况**

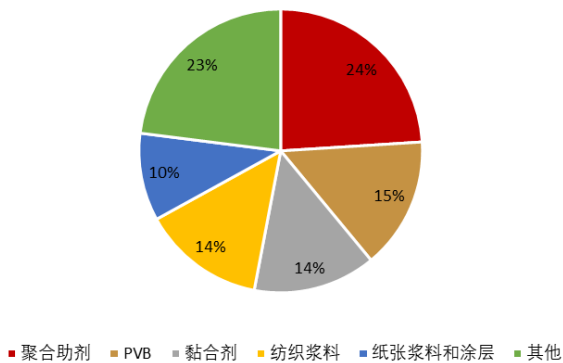
国家或地区企业名称	产能（万吨）	工艺路线
日本可乐丽株式会社	25.8	乙烯法
朝鲜顺川工厂	1.0	电石乙炔法
朝鲜“二八”维尼纶厂	0.5	电石乙炔法
日本积水化学工业株式会社	15.0	乙烯法
日本合成化学工业株式会社	7.0	乙烯法
日本 DK（DS Poval）株式会社	3.0	乙烯法
日本尤尼吉卡（JVP）	7.0	乙烯法
美国杜邦公司	6.5	乙烯法
美国首诺公司	2.8	乙烯法
英国辛塞默	1.2	乙烯法
德国瓦克	1.5	乙烯法
KAP（新加坡）	4.0	乙烯法
上海石化股份有限公司化工事业部	4.6	石油乙烯法
中国石化集团重庆川维化工有限公司	16.0	天然气乙炔法
安徽皖维高新材料股份有限公司	6.0	石油乙烯法
	5.0	生物乙烯法
	20.0	电石乙炔法
台湾长春集团	12.0	石油乙烯法
宁夏大地循环发展股份有限公司	13.0	电石乙炔法
内蒙古双欣环保材料股份有限公司	13.0	电石乙炔法

国家或地区企业名称	产能（万吨）	工艺路线
中国石化长城能源化工（宁夏）有限公司	10.0	电石乙炔法
湖南省湘维有限公司	10.0	电石乙炔法
<b>合计</b>	<b>184.9</b>	

数据来源：公司年报，西南证券整理

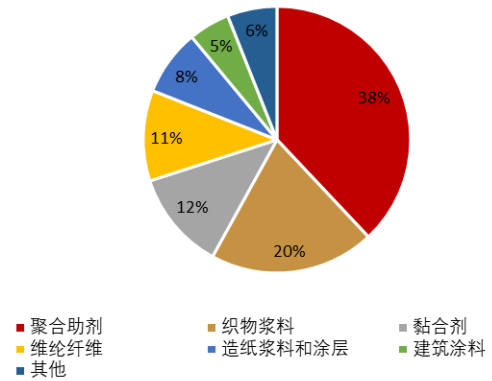
**PVB 及高端 PVA 产品在国外下游应用较多，致国内外 PVA 消费结构有所差异。**2021 年 PVA 全球消费结构为：聚合助剂约占 24%，PVB 约占 15%，黏合剂约占 14%，纺织浆料约占 14%，纸张浆料和涂层约占 10%，其他 23%。2021 年 PVA 中国消费结构为：聚合助剂约占 38%，织物浆料约占 20%，黏合剂约占 12%，维纶纤维约占 11%，造纸浆料和涂层约占 8%，建筑涂料约占 5%，其他 6%。我国聚乙烯醇主要用于生产聚合助剂、织物浆料、维纶纤维及粘合剂等，随着经济的发展，高支高密高档纺织品内需和出口增加，高档造纸业、石油开采业发展速度加快，汽车工业蓬勃发展，汽车、建筑用安全玻璃需求快速上升，为聚乙烯醇新产品的开发提供了广阔发展空间。

**图 3：2021 年 PVA 全球消费结构**



数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 4：2021 年 PVA 国内消费结构**



数据来源：公司年报，西南证券整理

**发力高附加值差异化产品，巩固龙头地位。**我国聚乙烯醇产品以常规产品为主，产品同质化严重，极少数附加值较高的高端产品主要依赖进口，高端产品的进口替代及开拓国际产品市场，是国内 PVA 企业生存与发展的唯一出路。近年来，公司紧跟行业往高附加值差异化产品方向发展的趋势，将发展重心转移到高附加值的特种 PVA 系列产品、PVA 纤维及 PVA 下游高端产品（如 PVA 光学膜、PVB 树脂、PVB 胶片、偏光片）的研发、生产及生产技术提高上，2022 年生产的 PVA 产品中 70% 属于新特品种。目前主要的研发方向有 PVA 光学膜和 PVB 树脂。

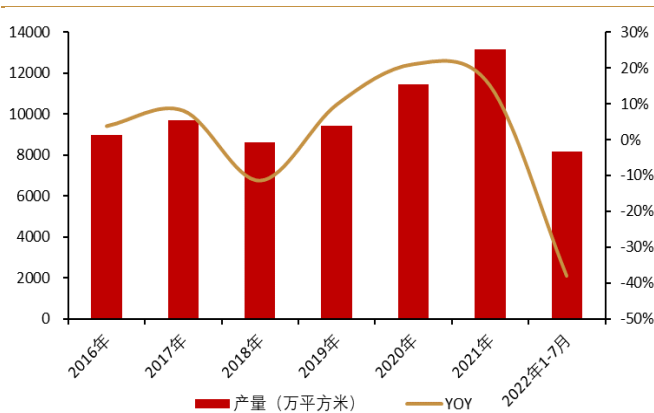
**表 2：公司新材料项目产能情况**

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率（%）
安徽本部 PVA 纤维	3 万吨/年	65.75
安徽本部 PVB 树脂	2 万吨/年	78.34
安徽本部胶粉	4 万吨/年	83.77
安徽本部 VAE 乳液	6 万吨/年	——
安徽本部 PVA 光学膜	1200 万平方米 /年	15.03
安徽本部偏光片	700 万平方米/年	0
安徽本部聚酯切片	7.5 万吨/年	86.48
广西皖维 VAE 乳液	6 万吨/年	100
商维公司 PVA 水溶纤维	6000 吨/年	0

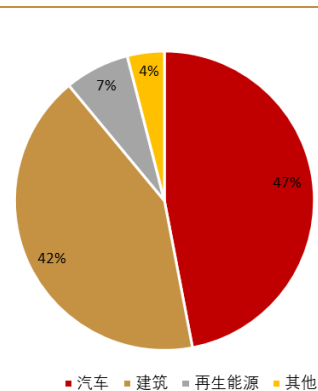
数据来源：公司年报，西南证券整理

**收购皖维铂盛，进军 PVB 中间膜。**2022 年 8 月 17 日，公司收购皖维铂盛 100% 股权，进军 PVB 中间膜领域，收购完成后，皖维高新成为中国唯一一家从 PVA—PVB 树脂—PVB 胶片的全产业链企业。皖维铂盛是一家专业从事 PVB 中间膜研发、生产和销售的高新技术企业，提供建筑级 PVB 中间膜、汽车级 PVB 中间膜等系列产品，目前 PVB 中间膜产能 2 万吨/年，22 年实际产量 1.37 万吨，新建两条年产 1 万吨 PVB 胶片生产线已投产运行，未来将拥有 PVB 中间膜产能 4 万吨/年。此前，皖维高新缺少 PVB 中间膜生产配方，皖维铂盛没有稳定的 PVB 原料，强强联合后，将实现互补共赢，加快国产替代。

**国产 PVB 中间膜品质偏低，公司产品多应用于建筑领域。**目前国际上 PVB 中间膜的生产商主要有四家——美国首诺，日本积水，美国杜邦和日本可乐丽，占据全球 90% 左右的市场份额。PVB 入门门槛较高，我国生产技术落后、配套原料不足，国产 PVB 胶片质量和性能无法满足要求，国内高端市场几乎全部被国外跨国公司控制。PVB 中间膜主要应用与夹层玻璃，广泛应用在建筑夹层玻璃、汽车夹层玻璃、双玻光伏组件等行业。目前公司生产的建筑级 PVB 中间膜已完全可以替代国外中低端产品，汽车级 PVB 中间膜已向汽车夹层玻璃企业福耀玻璃、铁锚玻璃等送检试用，在 BIPV 领域皖维铂盛 PVB 中间膜销售占比很小，是未来突破的方向。

**图 5：2016-2022 年 7 月中国夹层玻璃产量及增速**


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

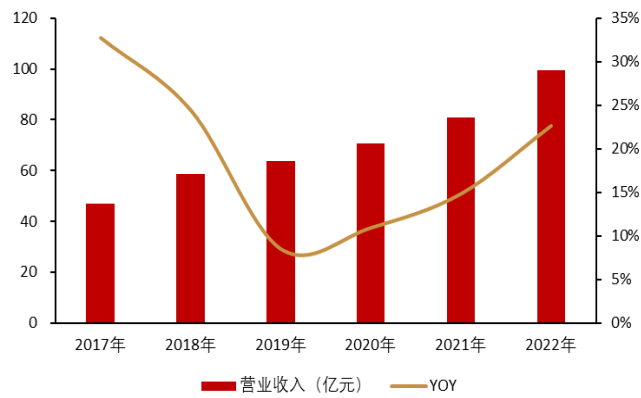
**图 6：2021 年全球 PVB 消费结构**


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

## 2 业绩攀新高，产品结构优化提升毛利

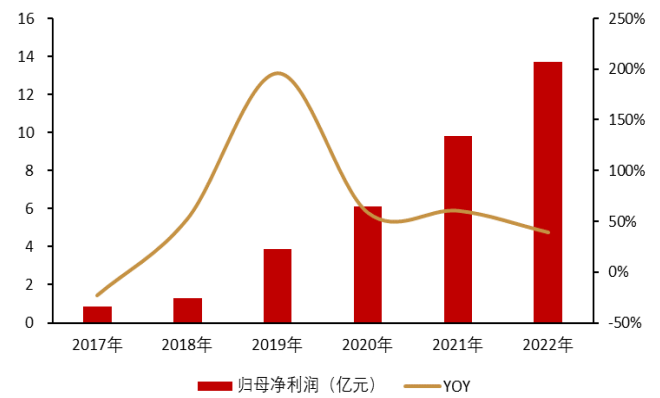
营收及归母净利润逐年攀升，2022 年再创新高。公司产能持续释放，产品结构不断优化，营收及归母净利润逐年攀升，2018-2022 年公司营收 CAGR 11.1%，归母净利润 CAGR 60.2%。2022 年公司实现营收 99.4 亿元，同比+21.3%，实现归母净利润 13.7 亿元，同比+37.1%。2022 年公司营收及归母净利润再创新高，主要系 2020 年至 2022 年年中，PVA 产品价格一路走高，对全年业绩形成有力支撑，PVA 年度均价 1.8 万元/吨，同比+18.6%，醋酸乙烯年度均价 1.1 万元/吨，同比-3.1%。分行业看，化工行业贡献主要营收，2021 年之前占比稳定在 75%左右，2022 年新材料产品放量，传统化工产品营收占比有所下降；分产品看，PVA、醋酸乙烯贡献主要营收，占比分别 38%、11%，近几年公司在 PVA 纤维、PVB 树脂、PVB 膜、PVA 膜等产品技术上加大科研与开发力度，产品已全面投放市场，营收贡献明显增加。

图 7：2017-2022 年公司营收及增速



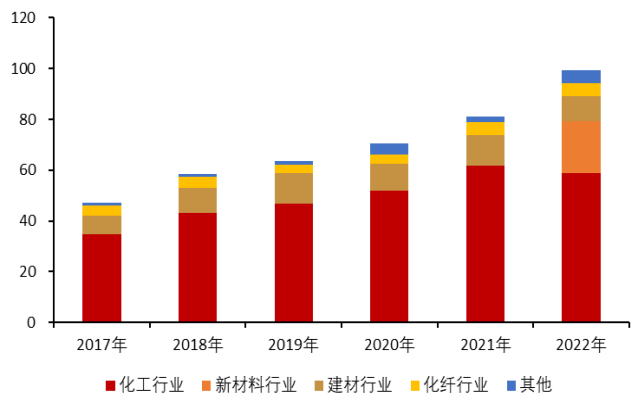
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：2017-2022 年公司归母净利润及增速



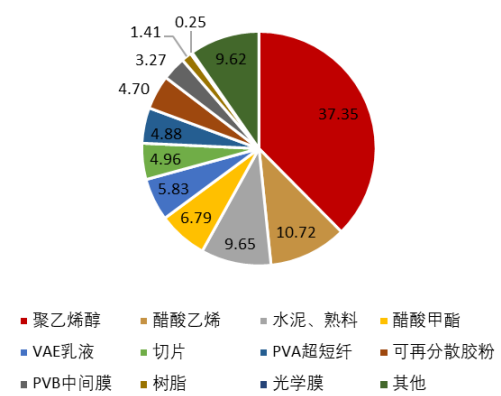
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：2017-2022 年分行业营收（亿元）



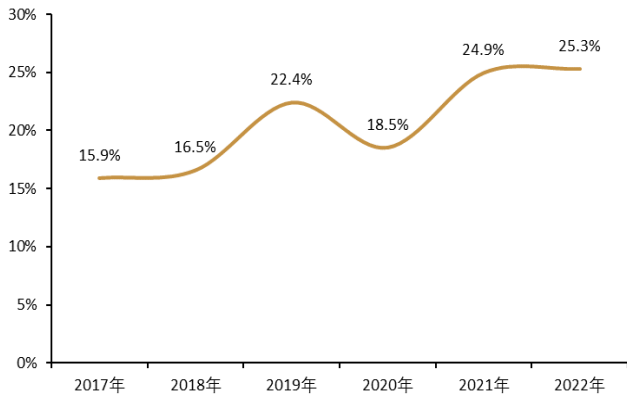
数据来源：wind，西南证券整理

图 10：2022 年分产品营收

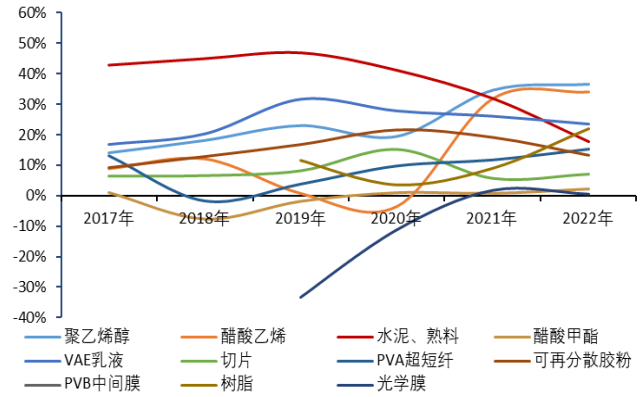


数据来源：wind，西南证券整理

毛利率逐年提升，公司稳产提质，新材料产品盈利能力显著增强。近年来公司毛利率稳步提升，2020 年开始随着 PVA 的涨价毛利率一路走高，在 2022 年年中达到 31.93% 的高点后开始回落，2022 年整体毛利率 25.3%。分产品看，水泥熟料毛利率 40% 以上，2021 年开始受下游建材行业影响下滑严重；公司大力拓展高强高模 PVA 纤维、PVB 中间膜等产品，在稳产提质上下功夫，高强高模 PVA 纤维、PVB 中间膜、醋酸甲酯等产品毛利率均有所增长。

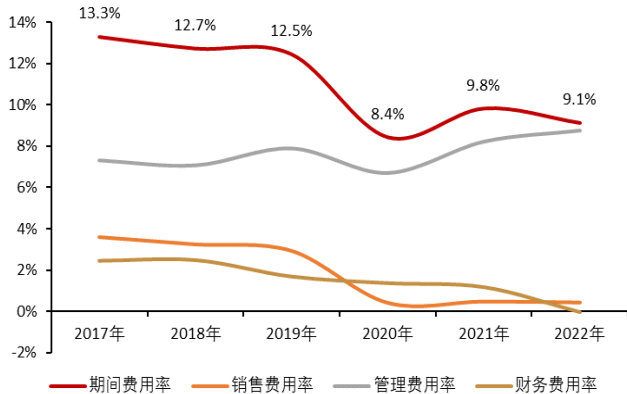
**图 11：2017-2022 年公司毛利率**


数据来源：wind，西南证券整理

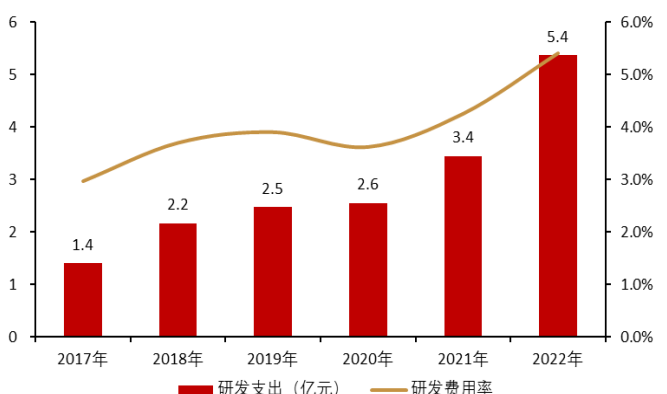
**图 12：2017-2022 年公司分产品毛利率**


数据来源：wind，西南证券整理

期间费用率不断优化，从 2017 年的 13.3% 降至 2022 年的 9.1%。公司整体期间费用从 2017 年的 13.3% 下降至 2022 年的 9.1%，期间费用的优化得益于公司产品质量提升从而降低了管理、财务费用率，销售费用率降低主要系 2020 年执行新收入准则，将运输费、装卸费重分类至主营业务成本中核算所致。公司从 2018 年开始加大研发投入，研发费用在营收中的占比逐年提升。2022 年公司期间费用率同比 -0.7pp，主要系银行利息支出同比减少以及汇兑损失减少，致财务费用同比减少较多。

**图 13：2017-2022 年公司期间费用率**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 14：2017-2022 年公司研发投入及研发费用率**


数据来源：wind，西南证券整理

### 3 盈利预测与估值

#### 关键假设：

假设 1：公司 PVA 总产能 31 万吨/年，其中 6 万吨乙烯法 PVA 产能将于 2025 年投产，预计 2023-2025 年销量分别为 21、21、25 万吨，价格综合 2022 年均价、行业整体供需判断 2023-2025 年的均价分别为 1.5 万元/吨、1.7 万元/吨 1.8 万元/吨，对应 2023-2025 年销售收入 31.5 亿元、35.7 亿元、45.0 亿元，毛利率分别 26%、30%、35%；

假设 2：预计 2023-2025 年公司醋酸乙烯销量 15、18、20 万吨，价格综合 2022 年均价、行业整体供需判断 2023-2025 年的均价为 7000 元/吨，对应 2023-2025 年销售收入 10.5 亿元、12.6 亿元、14 亿元，毛利率均为 20%；

假设 3：公司水泥熟料年产能均为 450 万吨，其中，水泥 2023-2025 年销量预计 320、330、350 万吨，价格预计 300 元/吨，熟料 2023-2025 年销量均为 60 万吨，价格预计 300 元/吨。水泥熟料对应销售收入共 11.4、11.7、12.3 亿元，毛利率 15%；

假设 4：公司新材料业务逐渐起量，水溶性 PVA 纤维、PV 光学膜、PVB 树脂、PVB 膜等投产后，预计将逐渐为公司贡献营收。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
PVA	收入	3735.4	3150.0	3570.0	4500.0
	增速	37.9%	-19.7%	26.0%	25.7%
	毛利率	36.7%	26.0%	30.0%	35.0%
醋酸乙烯	收入	1071.6	1050.0	1260.0	1400.0
	增速	56.7%	-2.0%	20.0%	11.1%
	毛利率	34.0%	20.0%	20.0%	20.0%
水泥熟料	收入	965.4	1140.0	1170.0	1230.0
	增速	-16.6%	18.1%	2.6%	5.1%
	毛利率	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
VAE 乳液	收入	582.6	630.0	700.0	770.0
	增速	-1.6%	8.1%	11.1%	10.0%
	毛利率	23.4%	20.0%	20.0%	20.0%
PVA 超短纤	收入	487.6	625.0	700.0	750.0
	增速	-6.8%	28.2%	12.0%	7.1%
	毛利率	15.4%	16.0%	16.0%	16.0%
醋酸甲酯	收入	550.0	560.0	570.0	580.0
	增速	-6.7%	1.8%	1.8%	1.8%
	毛利率	2.2%	3.0%	5.0%	5.5%
胶粉	收入	469.2	560.0	574.0	980.0
	增速	27.6%	19.4%	2.5%	70.7%
	毛利率	13.3%	20.0%	20.0%	20.0%



单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
切片	收入	495.7	613.2	1110.0	1110.0
	增速	47.5%	23.7%	81.0%	0.0%
	毛利率	7.1%	12.0%	12.0%	12.0%
PVB 树脂	收入	240.0	240.0	240.0	240.0
	增速	-11.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	22.0%	21.5%	21.5%	21.5%
光学膜	收入	42.0	115.6	119.0	136.0
	增速	62.3%	175.2%	2.9%	14.3%
	毛利率	0.6%	15.0%	17.0%	18.0%
偏光片	收入	—	175.0	200.0	250.0
	增速	—	—	14.3%	25.0%
	毛利率	—	157.5	180.0	225.0
PVB 膜	收入	326.1	810.0	1260.0	1890.0
	增速	—	148.4%	55.6%	50.0%
	毛利率	30.5%	38.0%	42.0%	48.0%
合计	收入	9942.0	10389.4	12193.6	14556.6
	增速	22.7%	4.5%	17.4%	19.4%
	毛利率	25.3%	23.1%	24.8%	27.9%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 103.9 亿元（+4.5%）、121.9 亿元（+17.4%）和 145.6 亿元（+19.4%），归母净利润分别为 10.7 亿元（-21.7%）、13.5 亿元（+25.6%）、17.3 亿元（+28.3%），EPS 分别为 0.50 元、0.62 元、0.80 元，对应 PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍。

综合考虑业务范围，选取中泰化学、东材科技两家上市公司作为可比公司，可比公司 2023 年平均估值 18 倍。给予公司 2023 年 16 倍 PE，对应目标价 8.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 4：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002092.SZ	中泰化学	189	7.28	0.42	0.46	0.59	—	17.27	15.76	12.32	—
002702.SZ	东材科技	122	13.3	0.48	0.66	0.93	—	27.40	19.65	14.05	—
平均值								22.33	17.71	13.19	—
600063.SH	皖维高新	141	6.64	0.63	0.50	0.62	0.80	11	14	11	9

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 3 月 27 日收盘价

## 4 风险提示

原材料供应及价格波动风险，产品价格大幅波动风险，项目投产不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9942.00	10389.40	12193.60	14556.60	净利润	1359.91	1067.90	1339.75	1717.59
营业成本	7429.38	7993.93	9172.72	10500.87	折旧与摊销	425.05	462.01	494.87	521.82
营业税金及附加	85.53	93.47	108.10	129.68	财务费用	-1.89	159.07	91.60	79.25
销售费用	40.52	335.36	354.97	446.82	资产减值损失	-2.11	0.00	80.00	130.00
管理费用	331.81	411.92	483.45	577.14	经营营运资本变动	189.56	104.97	-80.44	-209.20
财务费用	-1.89	159.07	91.60	79.25	其他	320.16	14.87	-74.54	-90.03
资产减值损失	-2.11	0.00	80.00	130.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2290.67</b>	<b>1808.82</b>	<b>1851.24</b>	<b>2149.43</b>
投资收益	8.08	8.00	2.56	8.02	资本支出	-452.14	-515.00	-465.00	-470.00
公允价值变动损益	12.81	0.00	8.55	8.91	其他	-1286.21	-199.16	-196.05	-190.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1738.35</b>	<b>-714.16</b>	<b>-661.05</b>	<b>-660.23</b>
<b>营业利润</b>	<b>1586.39</b>	<b>1403.66</b>	<b>1913.86</b>	<b>2709.76</b>	短期借款	230.20	-92.43	-15.12	40.89
其他非经营损益	-70.78	-49.07	-54.08	-56.99	长期借款	-190.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1515.61</b>	<b>1354.59</b>	<b>1859.79</b>	<b>2652.77</b>	股权融资	310.01	0.00	0.00	0.00
所得税	155.70	196.69	270.04	385.18	支付股利	-192.59	-273.86	-214.51	-269.39
净利润	1359.91	1157.90	1589.75	2267.59	其他	-534.34	152.57	53.20	89.37
少数股东损益	-9.37	-4.66	-7.20	-10.93	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-376.71</b>	<b>-213.71</b>	<b>-176.43</b>	<b>-139.14</b>
归属母公司股东净利润	1369.28	1072.56	1346.95	1728.52	<b>现金流量净额</b>	<b>180.37</b>	<b>880.95</b>	<b>1013.76</b>	<b>1350.06</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3136.07	4017.02	5030.78	6380.84	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1616.84	1684.33	1979.63	2339.29	销售收入增长率	22.69%	4.50%	17.37%	19.38%
存货	888.34	960.29	1119.18	1273.63	营业利润增长率	35.45%	-11.52%	36.35%	41.59%
其他流动资产	305.14	192.70	221.58	259.40	净利润增长率	39.05%	-14.85%	37.30%	42.64%
长期股权投资	0.10	0.10	0.10	0.10	EBITDA 增长率	15.33%	0.76%	23.49%	32.42%
投资性房地产	17.13	17.13	17.13	17.13	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5379.59	5507.05	5551.65	5574.31	毛利率	25.27%	23.06%	24.77%	27.86%
无形资产和开发支出	451.63	377.28	302.92	228.57	三费率	3.73%	8.72%	7.63%	7.58%
其他非流动资产	1450.60	1657.64	1864.67	2071.71	净利率	13.68%	11.15%	13.04%	15.58%
<b>资产总计</b>	<b>13245.45</b>	<b>14413.54</b>	<b>16087.65</b>	<b>18144.98</b>	ROE	17.46%	13.28%	16.23%	20.19%
短期借款	2060.21	1967.79	1952.67	1993.56	ROA	10.27%	8.03%	9.88%	12.50%
应付和预收款项	1955.45	2185.40	2546.13	2879.90	ROIC	21.96%	20.32%	26.46%	36.29%
长期借款	130.00	130.00	130.00	130.00	EBITDA/销售收入	20.21%	19.49%	20.51%	22.74%
其他负债	1311.95	1413.22	1661.99	1911.21	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5457.61</b>	<b>5696.40</b>	<b>6290.80</b>	<b>6914.67</b>	总资产周转率	0.80	0.75	0.80	0.85
股本	2159.25	2159.25	2159.25	2159.25	固定资产周转率	2.48	2.32	2.54	2.93
资本公积	1675.95	1675.95	1675.95	1675.95	应收账款周转率	16.50	14.12	15.36	15.34
留存收益	3462.44	4261.15	5393.58	6852.71	存货周转率	8.09	8.48	8.74	8.73
归属母公司股东权益	7747.13	8681.09	9768.00	11212.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.49%	—	—	—
少数股东权益	40.72	36.06	28.86	17.93	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7787.85</b>	<b>8717.14</b>	<b>9796.85</b>	<b>11230.32</b>	资产负债率	41.20%	39.52%	39.10%	38.11%
负债和股东权益合计	13245.45	14413.54	16087.65	18144.98	带息债务/总负债	40.13%	36.83%	33.11%	30.71%
					流动比率	1.23	1.41	1.58	1.79
					速动比率	1.05	1.21	1.37	1.57
					股利支付率	14.07%	25.53%	15.93%	15.58%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2009.54	2024.74	2500.33	3310.83	每股收益	0.63	0.50	0.62	0.80
PE	10.85	13.85	11.03	8.59	每股净资产	3.59	4.02	4.52	5.19
PB	1.92	1.71	1.52	1.32	每股经营现金	1.06	0.84	0.86	1.00
PS	1.49	1.43	1.22	1.02	每股股利	0.09	0.13	0.10	0.12
EV/EBITDA	6.33	5.69	4.12	2.65					
股息率	1.30%	1.84%	1.44%	1.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn