

万丰奥威(002085)

报告日期: 2023年05月15日

拥抱轻量化浪潮

——万丰奥威深度报告

投资要点

□ 万丰奥威: 轻量化+通航双轮驱动

公司成立于2001年,经过20余年的发展,在2020年明确提出汽车金属部件轻量化产业和通航飞机制造产业“双引擎”发展战略。轻量化产业聚焦铝/镁合金,将公司在传统汽车轻量化配件技术优势转化为新能源汽车市场份额,在巩固传统汽车配件份额的基础上,不断提升新能源汽车配套占比和单车配套价值量。通航飞机制造产业借助“钻石”品牌飞机在行业中技术优势,在不断拓展国外通航飞机市场的基础上,通过引进新机型,落地新基地拓展国内业务。在航校培训应用市场基础上开拓新的应用场景,推动国内通航产业发展。

□ 迎接镁合金轻量化时代

汽车轻量化趋势促使镁合金用量提升。2020年,中国发布《节能与新能源汽车技术路线图2.0》(以下简称《路线图2.0》)对不同类型的汽车都提出了轻量化的要求,到2035年整车轻量化系数降低15%-35%不等;汽车轻量化是大势所趋。

续航里程为消费者购买新能源车关注核心指标之一。2023年北京市消费者协会发布《新能源汽车消费调查结果》,调查显示过半受访者对新能源汽车续航里程需求在500公里以上,超三成受访者希望续航里程在400至500公里,只有15.59%受访者接受续航里程在300至400公里。调查还显示,多数消费者看中新能源汽车的政策和成本优势;最担心新能源汽车的充电配套设施不完善和续航里程不足。续航里程是新能源汽车定价和消费者购买意愿的重要决定因素。

目前,镁合金在汽车上的应用零部件可归纳为两类。

(1)壳体类。如离合器壳体、阀盖、仪表板、变速箱体、曲轴箱、发动机前盖、汽缸盖、空调机外壳等。

(2)支架类。如方向盘、转向支架、刹车支架、座椅框架、车镜支架、分配支架等。

根据国家新材料产业发展战略咨询委员会发布的资料,我国单车镁合金用量应于2020年、2025年、2030年分别达15kg、25kg、40kg,而2022年单车镁合金实际平均用量仅约为2020年规划用量的20%~33%之间。和规划以及欧美单车镁用量相比,我国单车镁用量明显偏低,未来发展潜力大。

□ 通航业务: 国内绝对龙头, 布局新基建

公司收购钻石飞机成为国内绝对龙头,布局新基建。控股子公司飞机工业是集自主研发、顶级设计、先进制造、销售服务于一体、全球化布局的专业通用飞机制造商,采用“研发-授权/技术转让-整机制造和销售-售后服务”循环进阶的商业模式。旗下钻石飞机在整机设计研发、发动机制造技术、新材料技术和先进制造领域具备同行领先的技术研发优势。目前拥有奥地利、加拿大、捷克三大飞机设计研发中心及国内一个省级工程研究中心,以及奥地利、加拿大、中国三大飞机制造基地,为全球通用飞机的领导者。客户遍布欧洲、北美、亚太和中东等区域,主要客户面向飞行学校、航空公司、航空俱乐部以及私人消费者等,在全球范围内具备良好的品牌影响力。

□ 盈利预测与估值

我们整体预测公司2023-2025年营业收入为175.90亿元、195.55亿元、225.14亿元,同比增长7.37%、11.17%、15.13%。2023-2025年归母净利润为10.18亿元、12.70亿元、15.74亿元,同比增长25.82%、24.74%、

投资评级: 买入(首次)

分析师: 施毅

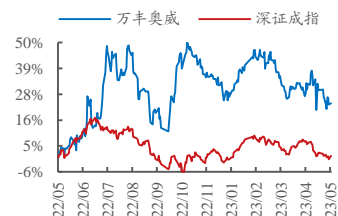
执业证书号: S1230522100002

shiyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.82
总市值(百万元)	12,463.92
总股本(百万股)	2,141.57

股票走势图



相关报告

23.96%。综合可比公司估值，给予公司 2023 年 20 倍 PE 的估值，对应市值 203.6 亿元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

□ **风险提示**

汽车销量不及预期、镁合金产品下游应用推进不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16382.31	17590.45	19554.99	22514.49
(+/-) (%)	31.73%	7.37%	11.17%	15.13%
归母净利润	809.03	1017.91	1269.78	1573.98
(+/-) (%)	142.69%	25.82%	24.74%	23.96%
每股收益(元)	0.38	0.48	0.59	0.73
P/E	15.33	12.18	9.77	7.88

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 10.18 亿元、12.70 亿元、15.74 亿元，同比增长 25.82%、24.74%、23.96%。综合可比公司估值，给予公司 2023 年 20 倍 PE 的估值，对应市值 203.6 亿元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

● 关键假设

1)轻量化是新能源汽车行业重要追求方向，镁合金轻量化需求加速；

2)公司通航业务受益新基建发展。

● 一句话逻辑

轻量化是新能源汽车行业重要追求方向，镁合金轻量化需求加速，公司盈利进入加速通道。

● 超预期逻辑

市场此前预期镁合金价格不稳定，主机厂应用进度慢；

我们预期镁合金渗透率会加速。因为轻量化效果显著。

检验方法：跟踪车企采用镁合金工艺进度

● 风险提示

1) 汽车销量不及预期：公司产品下游主要为汽车行业，汽车销量容易受缺芯，疫情，政策等因素影响。汽车行业销量对公司业绩影响较大。

2) 镁合金产品下游应用推进不及预期。

正文目录

1 万丰奥威：轻量化+通航双轮驱动	6
1.1 轻量化镁合金业务：中国市场发力	8
1.2 铝合金轮毂：国内前三企业	9
1.3 通航业务：国内绝对龙头，布局新基建.....	10
2 迎接镁合金轻量化时代	10
2.1 汽车轻量化趋势促使镁合金用量提升	10
2.2 镁合金在汽车的应用情况	12
3 盈利预测及估值	14
4 风险提示	16

图表目录

图 1: 万丰奥威全球布局.....	6
图 2: 万丰奥威发展历程.....	6
图 3: 万丰奥威股权结构.....	7
图 4: 2012-2022 公司营收 (亿元, %)	7
图 5: 2012-2022 公司归母净利润(亿元, %)... ..	7
图 6: 2022 公司各业务收入占比 (%)	7
图 7: 2022 公司毛利及占比 (%)	7
图 8: 2012-2022 公司盈利能力分析.....	8
图 9: 2012-2022 公司资产负债率.....	8
图 10: 万丰奥威子公司镁瑞丁发展历程.....	8
图 11: 四大成型工艺车轮产品.....	9
图 12: 2015-2020 年新能源汽车和汽车总销量 (万辆)	10
图 13: 2013 至 2022 年新能源汽车销量 (万辆) 及增长率 (%)	10
图 14: 中国汽车轻量化规划.....	11
图 15: 新能源汽车消费调查.....	11
图 16: 轻量化材料减重情况.....	12
图 17: 镁合金在汽车中的主要应用.....	12
图 18: 2015 年中国单车镁合金用量远低于欧、美、日 (KG)	13
图 19: 中国和北美单车镁合金用量对比(KG)	13
图 20: 我国规划单车镁合金用量和实际用量对比 (KG)	13
图 21: 镁价/铝价对比 (元/吨)	14
表 1: 轻量化材料减重情况.....	12
表 2: 万丰奥威盈利预测 (百万)	14
表 3: 可比公司 PE 估值表	15
表附录: 三大报表预测值.....	17

1 万丰奥威：轻量化+通航双轮驱动

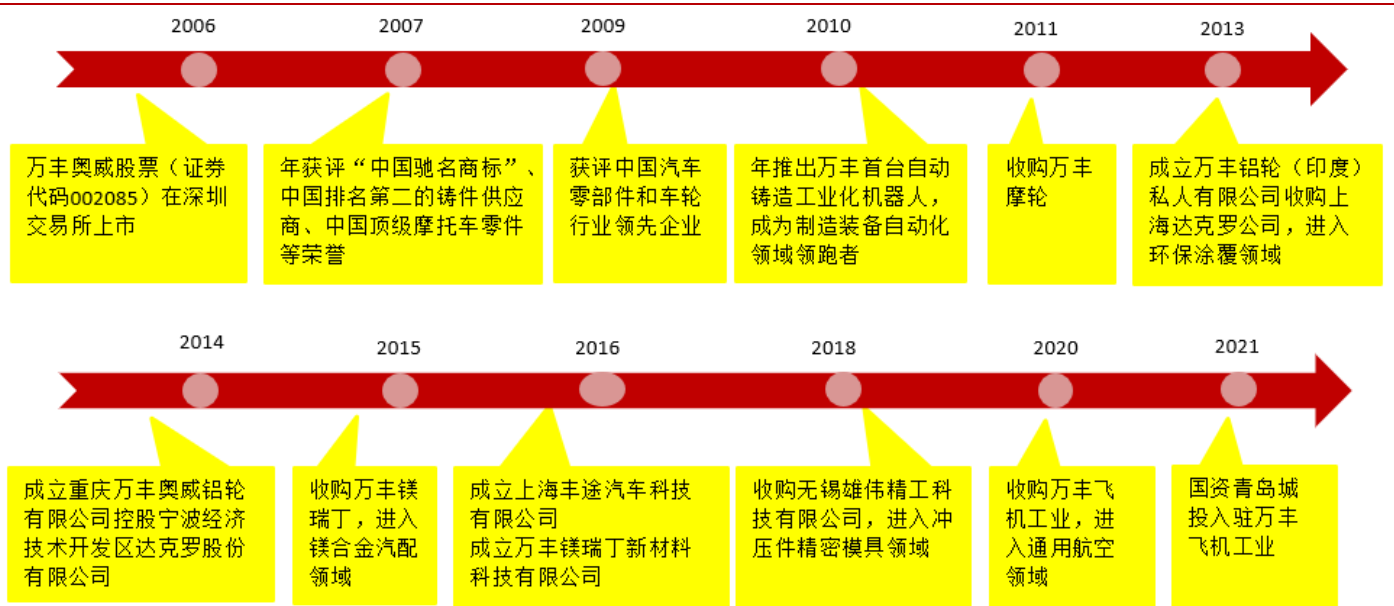
公司成立于2001年，经过20余年的发展，在2020年明确提出汽车金属部件轻量化产业和通航飞机制造产业“双引擎”发展战略。轻量化产业聚焦铝/镁合金，将公司在传统汽车轻量化配件技术优势转化为新能源汽车市场份额，在巩固传统汽车配件份额的基础上，不断提升新能源汽车配套占比和单车配套价值量。通航飞机制造产业借助“钻石”品牌飞机在行业中技术优势，在不断拓展国外通航飞机市场的基础上，通过引进新机型，落地新基地拓展国内业务。在航校培训应用市场基础上开拓新的应用场景，推动国内通航产业发展。

图1：万丰奥威全球布局



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

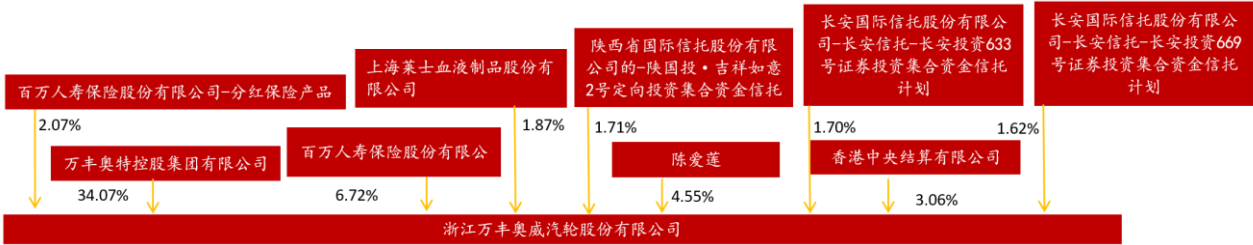
图2：万丰奥威发展历程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

万丰奥威公司实际控制人陈爱莲女士拥有公司 17.67% 股权。同时下设 11 个子公司业务遍布全球。

图3: 万丰奥威股权结构

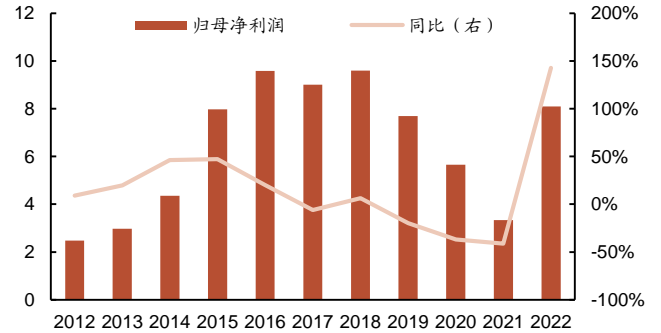
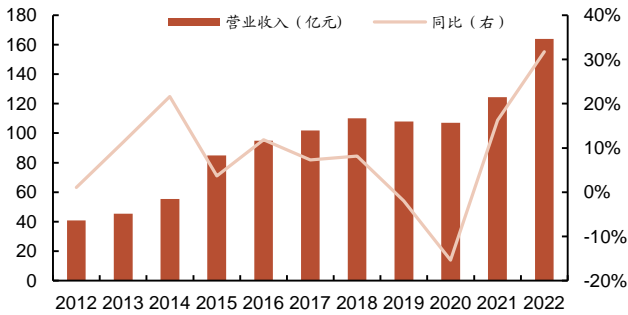


资料来源: wind、浙商证券研究所 注: 截止至 2022 年年报

2022 汽车轻量化业务贡献 88% 的收入和 81% 的毛利。2022 汽车零部件和飞机制造业两大业务营收贡献分别为 88% 和 12%。毛利贡献分别为 81% 和 19%。2022 年报显示, 公司实现归母净利润 8.09 亿元, 同比 +142.69%, 增长主要得益于汽车板块产品销量快速增长和原料价格管控。

图4: 2012-2022 公司营收 (亿元, %)

图5: 2012-2022 公司归母净利润(亿元, %)



资料来源: wind、浙商证券研究所

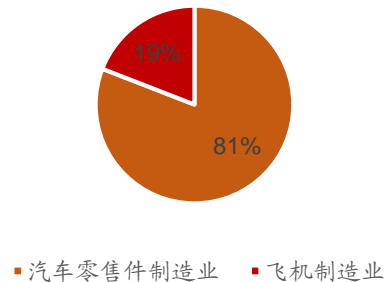
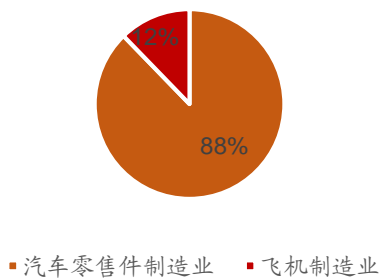
资料来源: wind、浙商证券研究所

图6: 2022 公司各业务收入占比 (%)

图7: 2022 公司毛利及占比 (%)

2022 营业收入结构

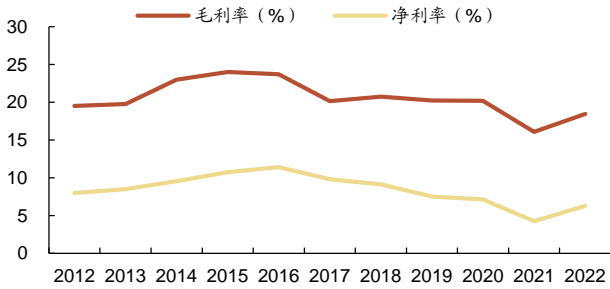
2022 毛利结构



资料来源: wind、浙商证券研究所

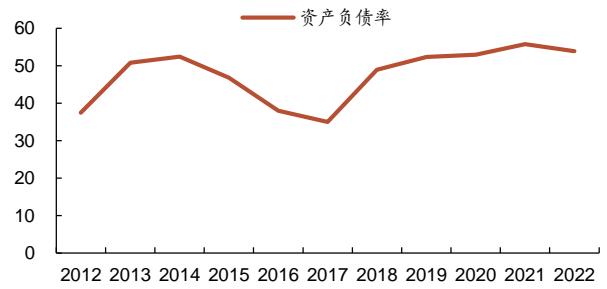
资料来源: wind、浙商证券研究所

图8: 2012-2022 公司盈利能力分析



资料来源: wind、浙商证券研究所

图9: 2012-2022 公司资产负债率



资料来源: wind、浙商证券研究所

1.1 轻量化镁合金业务: 中国市场发力

公司子公司镁瑞丁是轻量化镁合金全球领导者, 北美市占率 65%, 年产能 1800 万套。已实现全球化布局在美国、加拿大、英国、墨西哥和中国(威海、上海、新昌)拥有 7 个生产制造基地、4 个研发中心; 拥有超过 60 台 420 吨~4,400 吨涵盖大、中、小吨位的高压压铸设备。

客户方面, 主要有特斯拉、保时捷、奥迪、奔驰、宝马、通用、福特、大众、捷豹路虎、蔚来、比亚迪、小鹏等; 搭建了“T3+1”(一汽、东风及长安简称“T3”)的战略合作平台。

图10: 万丰奥威子公司镁瑞丁发展历程



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

1.2 铝合金轮毂：国内前三企业

万丰奥威是全球最大铝合金轮毂供应商之一，汽轮+摩轮合计 4000 多万套。公司汽车铝合金车轮拥有浙江新昌、宁波、威海、吉林、重庆五大生产制造基地，构建了“25317+N”（美系通用、福特；大众，奔驰，宝马，STELLANTIS，路虎；日系丰田、本田、日产雷诺三菱；韩系现代-起亚；中国奇瑞，比亚迪，长城，长安，红旗，吉利，蔚来；N 为以新能源为主的核心客户）市场布局。

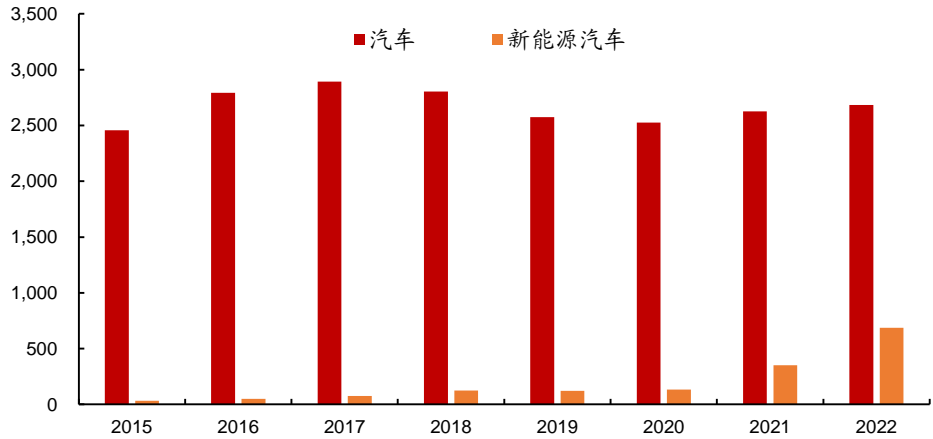
图11：四大成型工艺车轮产品



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

铝合金车轮行业前景：中国汽车市场消费需求继续呈现升级趋势。主要因素是新能源汽车、出口和自主品牌乘用车市场份额的快速增长。根据中汽协数据统计，2021 年中国汽车总销量为 2627.5 万辆，同比增长 3.8%，其中新能源汽车销量为 352.1 万辆，同比增长 157%。目前碳减排已成为全球共识，并在汽车行业内表现得尤为突出，全球主要汽车制造商陆续为实现“脱碳”制定了长远规划，相关政策和要求已传导至铝合金车轮行业，多家车企已提出从材料端要逐步使用再生铝替代电解铝生产铝合金车轮，同时对汽车零部件的轻量化需求也愈加迫切。

图12: 2015-2020年新能源汽车和汽车总销量(万辆)



资料来源: 中汽协、浙商证券研究所

1.3 通航业务: 国内绝对龙头, 布局新基建

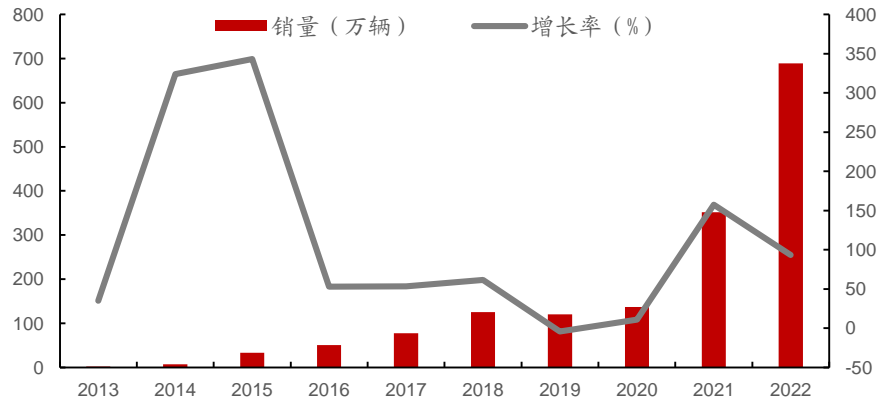
公司收购钻石飞机成为国内绝对龙头, 布局新基建。控股子公司飞机工业是集自主研发、顶级设计、先进制造、销售服务于一体、全球化布局的专业通用飞机制造商, 采用“研发-授权/技术转让-整机制造和销售-售后服务”循环进阶的商业模式。旗下钻石飞机在整机设计研发、发动机制造技术、新材料技术和先进制造领域具备同行领先的技术研发优势。目前拥有奥地利、加拿大、捷克三大飞机设计研发中心及国内一个省级工程研究中心, 以及奥地利、加拿大、中国三大飞机制造基地, 为全球通用飞机的领导者。客户遍布欧洲、北美、亚太和中东等区域, 主要客户面向飞行学校、航空公司、航空俱乐部以及私人消费者等, 在全球范围内具备良好的品牌影响力。

2 迎接镁合金轻量化时代

2.1 汽车轻量化趋势促使镁合金用量提升

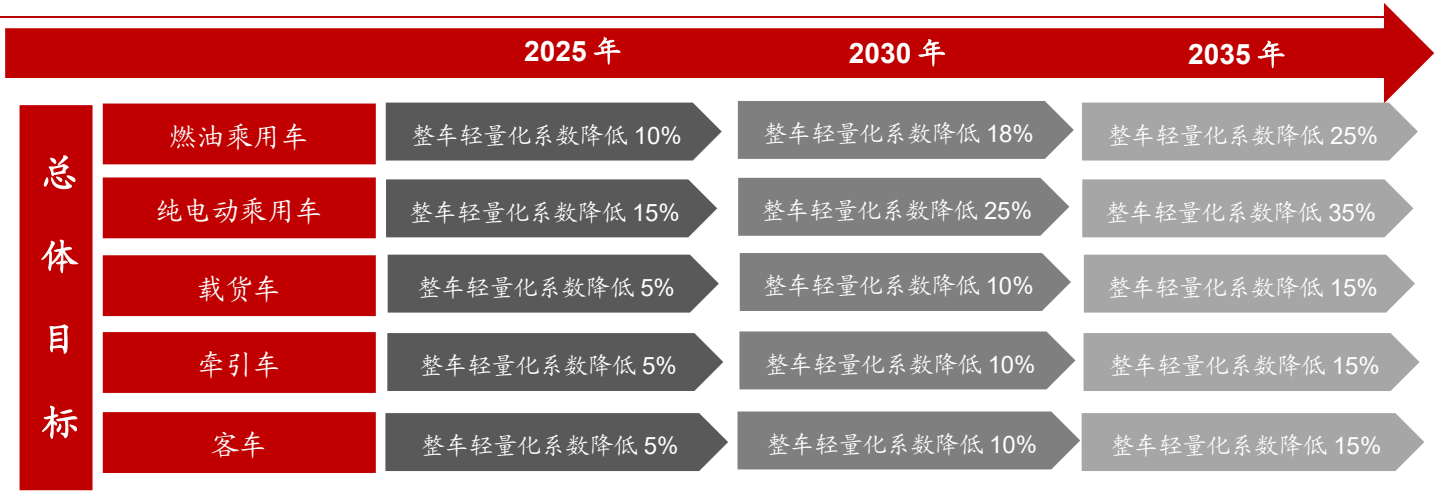
看好新能源车渗透率持续提升, 拥抱轻量化浪潮。2020年, 中国发布《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》(以下简称《路线图 2.0》)对不同类型的汽车都提出了轻量化的要求, 到 2035 年整车轻量化系数降低 15%-35%不等; 汽车轻量化是大势所趋。

图13: 2013至2022年新能源汽车销量(万辆)及增长率(%)



资料来源: 中国汽车工业协会、浙商证券研究所

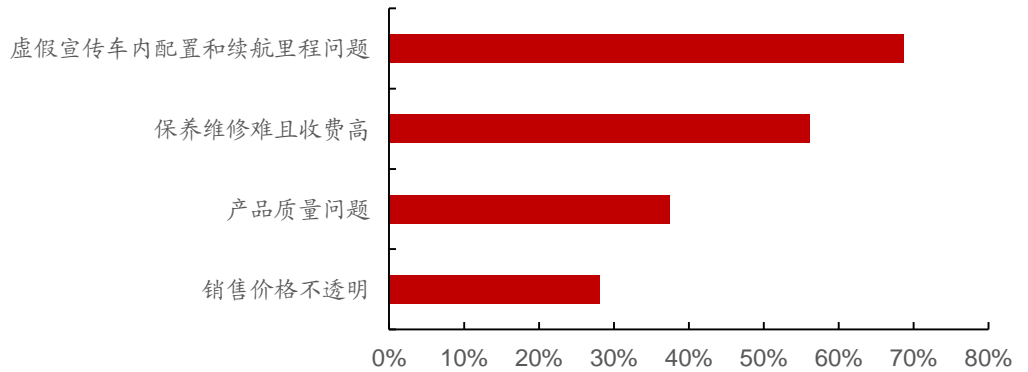
图14: 中国汽车轻量化规划



资料来源: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》、浙商证券研究所

续航里程为消费者购买新能源车关注核心指标之一。2023年北京市消费者协会发布《新能源汽车消费调查结果》，调查显示过半受访者对新能源汽车续航里程需求在500公里以上，超三成受访者希望续航里程在400至500公里，只有15.59%受访者接受续航里程在300至400公里。调查还显示，多数消费者看中新能源汽车的政策和成本优势；最担心新能源汽车的充电配套设施不完善和续航里程不足。续航里程是新能源汽车定价和消费者购买意愿的重要决定因素。超七成（71.84%）受访者表示担心新能源汽车续航里程不足，近七成（68.69%）受访者认为新能源汽车消费存在虚假宣传车内配置和续航里程问题。

图15: 新能源汽车消费调查



资料来源: 北京消费者协会、浙商证券研究所

轻量化可以有效提高续航里程。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中的数据，当有能量回收时，每减少100kg，A级车的续驶里程将增加12.3km，C级车的续驶里程将增加13.0km；如果除动力电池以外的部件减少10kg，并将减少的质量分配给动力电池，保持整车的整备质量不变，则A级车的续驶里程将增加12.5km，C级车的续驶里程将增加9.3km。新能源汽车销量的不断提升以及消费者对于新能源汽车续航问题的关注将带动汽车轻量化需求的进一步提升。

采用轻量化材料是实现轻量化的主要途径。目前用于汽车行业的轻量化材料主要包括高强度钢、铝合金、镁合金、碳纤维材料。现阶段高强度钢发展相对成熟，碳纤维还在导

入初期阶段，铝合金和镁合金在汽车轻量化方面有较大的潜力。尤其是镁合金，凭借着起良好的减重率有望成为轻量化材料的首选。

图16: 轻量化材料减重情况

轻量化材料	被替代材料	减重率
高强度钢	钢	10%
铝合金	钢、铸铁	40%-60%
镁合金	钢、铸铁	60-75%
镁合金	铝合金	25%-35%

资料来源: 佐思汽研、浙商证券研究所

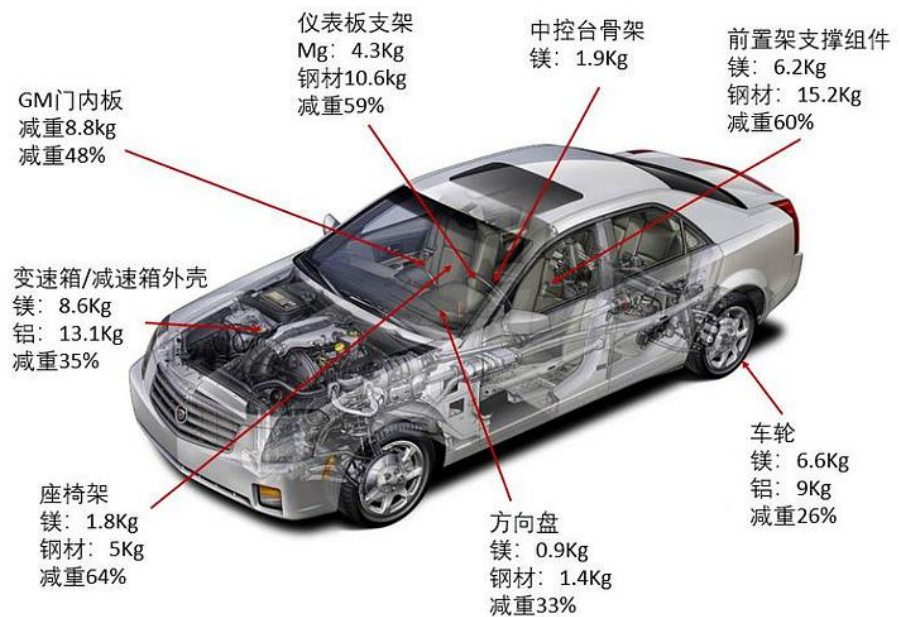
2.2 镁合金在汽车的应用情况

目前，镁合金在汽车上的应用零部件可归纳为两类。

(1) 壳体类。如离合器壳体、阀盖、仪表板、变速箱体、曲轴箱、发动机前盖、汽缸盖、空调机外壳等。

(2) 支架类。如方向盘、转向支架、刹车支架、座椅框架、车镜支架、分配支架等。

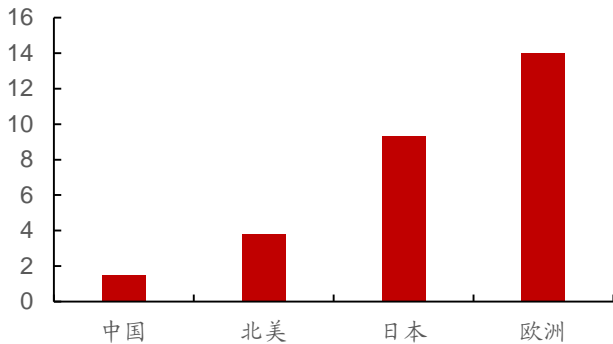
图17: 镁合金在汽车中的主要应用



资料来源: 工业矿物、浙商证券研究所

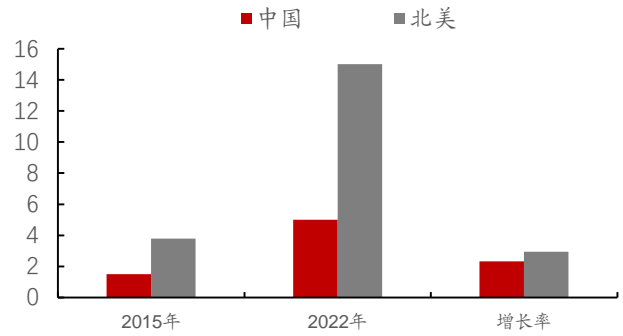
北美作为镁合金使用量最大的区域，正在使用和研制的镁合金汽车零部件有 100 多种，欧洲则有 60 多种。在使用量方面，2015 年，北美地区每辆汽车使用镁合金 3.8kg，日本为 9.3kg，欧洲 PASSAT 和 Audi A4 上每辆车使用镁合金达到 14kg；我国在汽车轻量化方面起步较晚，2015 年国产汽车每辆用量平均仅 1.5kg。2022 年，北美市场镁合金单车平均用量 15 公斤，国内镁合金单车平均用量 3-5 公斤。

图18: 2015年中国单车镁合金用量远低于欧、美、日(KG)



资料来源: 中国产业信息网、浙商证券研究所

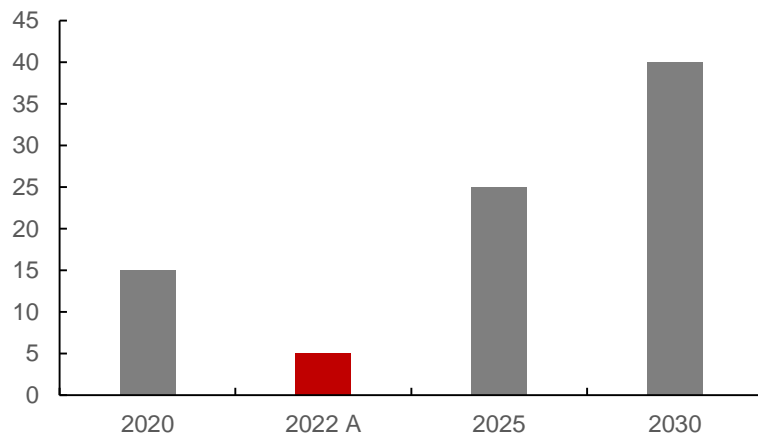
图19: 中国和北美单车镁合金用量对比(KG)



资料来源: 中国产业信息网、云海金属、浙商证券研究所

根据国家新材料产业发展战略咨询委员会发布的资料,我国单车镁合金用量应于2020年、2025年、2030年分别达15kg、25kg、45kg,而2022年单车镁合金实际平均用量仅约为2020年规划用量的20%~33%之间。和规划以及欧美单车镁用量相比,我国单车镁用量明显偏低,未来发展潜力大。

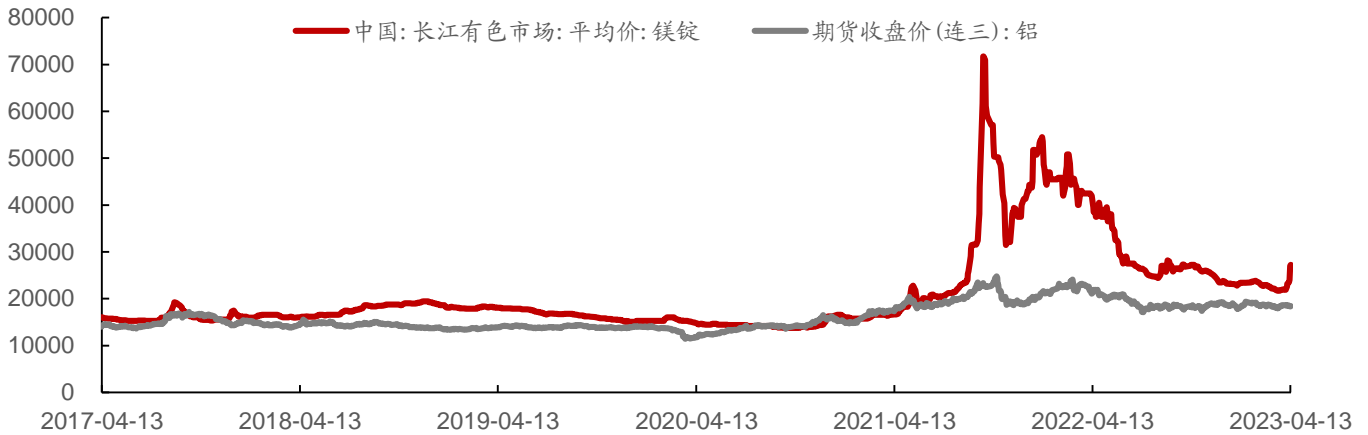
图20: 我国规划单车镁合金用量和实际用量对比(KG)



资料来源: 《节能与新能源汽车技术路线图》、浙商证券研究所

原材料价格方面,受国家环保政策的影响,2021年镁价格大幅上涨,随后在2022年回落,镁和铝的价差不断缩小,也促进镁合金在汽车轻量化中的使用。我国原镁产量位居世界第一。在原材料上,我国有着天然的优势,也将进一步促进镁合金在汽车中的使用;镁合金在我国汽车轻量化中大有可为。

图21: 镁价/铝价对比 (元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

3 盈利预测及估值

假设条件:

- 1、汽车铝合金轮毂:** 公司目前已经是全球铝合金轮毂龙头企业, 增长驱动力主要系新能源客户销量增长。我们预计 2023-2025 年汽车铝合金轮毂收入增速在 9%、10%、10%, 随着产销量提升, 规模效应体现, 毛利率预计逐步 15% 左右。
- 2、镁合金压铸产品:** 我们看好汽车轻量化趋势下, 镁合金用量提升。预计镁合金压铸产品 2023-2025 年销量分别为 8.5、10 和 11.5 万吨, 产品价格受镁价波动影响分别为 5.5 万元/吨、5 万元/吨、5 万元/吨。2023-2025 年收入增速在 1.4%、7.0%、15.0%, 毛利率考虑规模效预计逐步提升至 25% 左右。
- 3、飞机制造业:** 看好国内通航政策逐步放开背景下公司飞机业务发展。我们预计公司飞机制造业 2023-2025 年收入增速在 21%、18%、15%, 毛利率预计在 30% 左右波动。

表 2: 万丰奥威盈利预测 (百万)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
汽车铝合金轮毂						
收入	49.52	55.00	63.91	69.95	76.95	84.64
YOY	-20%	11%	37%	9%	10%	10%
成本	40.31	46.75	55.16	59.81	65.56	71.95
毛利	9.20	8.25	8.75	10.14	11.39	12.70
毛利率(%)	18.59	15.00	13.69%	14.50%	14.80%	15.00%
镁合金压铸产品						
收入	25.59	30.00	46.09	46.75	50.00	57.50

YOY	-10%	17%	62.5%	1.4%	7.0%	15.0%
成本	20.84	24.90	36.43	36.00	38.00	43.13
毛利	4.75	5.10	9.66	10.75	12.00	14.38
毛利率(%)	18.57	24.00	20.96%	23.00%	24.00%	25.00%
飞机制造业						
收入	16.30	18.02	20.08	24.20	28.60	33.00
YOY	-	11%	11%	21%	18%	15%
成本	11.47	12.19	14.30	17.42	20.02	22.44
毛利	4.84	5.83	5.78	6.78	8.58	10.56
毛利率(%)	29.67	32.36	28.79%	28.00%	30.00%	32.00%
其他业务						
收入	15.58	21.34	33.75	35.00	40.00	50.00
YOY	-11%	37%	58%	4%	14%	74%
成本	12.78	20.51	27.69	30.00	33.00	42.00
毛利	2.81	0.83	6.06	5.00	7.00	8.00
毛利率(%)	18.00	3.91	17.96%	14.29%	17.50%	16.00%
总收入						
总收入	106.99	124.36	163.82	175.90	195.55	225.14
YOY	-0.82%	16.23%	31.73%	7.37%	11.17%	15.13%
成本	85.39	104.35	133.57	143.23	156.58	179.51
毛利	21.60	20.02	30.25	32.67	38.97	45.63
毛利率(%)	20.19%	16.09%	18.46%	18.57%	19.93%	20.27%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们整体预测公司 2023-2025 年营业收入为 175.90 亿元、195.55 亿元、225.14 亿元，同比增长 7.37%、11.17%、15.13%。2023-2025 年归母净利润为 10.18 亿元、12.70 亿元、15.74 亿元，同比增长 25.82%、24.74%、23.96%。综合可比公司估值，给予公司 2023 年 20 倍 PE 的估值，对应市值 203.6 亿元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

表 3: 可比公司 PE 估值表

证券代码	可比公司	市值(亿元)	归母净利润(百万元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
603348.SH	立中集团	105.7	237.58	417.06	647.07	798.67	63.9	25.4	16.4	13.3
002182.SZ	云海金属	146.7	611.31	808.32	1,280.74	1,840.34	22.3	18.1	11.5	8.0
600933.SH	爱柯迪	172.8	648.54	821.93	1,069.68	1,397.48	24.8	21.0	16.2	12.4
	平均值						37.0	21.5	14.7	11.2
002085.SZ	万丰奥威	124.0	809.03	1017.91	1269.78	1573.98	15.33	12.18	9.77	7.88

资料来源：wind、浙商证券研究所 注：可比公司采用 wind 一致预测、数据时间为 2023 年 5 月 15 日

4 风险提示

- 1) **汽车销量不及预期:** 公司产品下游主要为汽车行业, 汽车销量容易受缺芯, 疫情, 政策等因素影响。汽车行业销量对公司业绩影响较大。
- 2) **镁合金产品下游应用推进不及预期:** 镁合金产品下游为新能源汽车轻量化需求, 新能源汽车轻量化进程以及新能源汽车销量对镁合金需求影响较大, 下游应用推进可能不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9608	12477	14952	18022
现金	1753	4020	5775	7712
交易性金融资产	3	6	6	5
应收账款	3699	3864	4263	4820
其它应收款	85	104	112	126
预付账款	173	275	305	309
存货	3165	3598	3837	4386
其他	730	610	654	664
非流动资产	8579	8037	7451	6905
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	20	7	9	12
固定资产	4278	3874	3390	2937
无形资产	1546	1671	1622	1613
在建工程	228	198	175	156
其他	2507	2288	2256	2187
资产总计	18187	20514	22403	24927
流动负债	8637	9248	9517	10027
短期借款	4343	5000	5000	5000
应付款项	1563	1747	1859	2140
预收账款	0	0	0	0
其他	2731	2501	2658	2887
非流动负债	1174	1152	1153	1159
长期借款	476	476	476	476
其他	698	675	676	683
负债合计	9811	10400	10670	11186
少数股东权益	2323	2603	2953	3386
归属母公司股东权益	6053	7511	8781	10355
负债和股东权益	18187	20514	22403	24927

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1335	1605	1935	2141
净利润	1032	1298	1619	2007
折旧摊销	766	459	456	458
财务费用	276	279	266	238
投资损失	6	0	0	0
营运资金变动	18	(188)	(325)	(181)
其它	(762)	(243)	(81)	(382)
投资活动现金流	(350)	(138)	97	20
资本支出	222	166	240	204
长期投资	(20)	13	(2)	(3)
其他	(552)	(317)	(141)	(181)
筹资活动现金流	(708)	800	(277)	(224)
短期借款	182	657	0	0
长期借款	(541)	0	0	0
其他	(350)	143	(277)	(224)
现金净增加额	276	2267	1755	1937

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16382	17590	19555	22514
营业成本	13357	14323	15676	17951
营业税金及附加	58	75	78	88
营业费用	207	264	293	338
管理费用	727	721	802	901
研发费用	499	528	587	675
财务费用	276	279	266	238
资产减值损失	77	64	84	95
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	(6)	0	0	0
其他经营收益	78	91	86	84
营业利润	1252	1427	1856	2313
营业外收支	2	57	29	43
利润总额	1254	1484	1886	2356
所得税	222	186	266	349
净利润	1032	1298	1619	2007
少数股东损益	223	280	350	433
归属母公司净利润	809	1018	1270	1574
EBITDA	2240	2202	2587	3032
EPS (最新摊薄)	0.38	0.48	0.59	0.73

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	31.73%	7.37%	11.17%	15.13%
营业利润	153.81%	13.97%	30.06%	24.59%
归属母公司净利润	142.69%	25.82%	24.74%	23.96%
获利能力				
毛利率	18.46%	18.57%	19.84%	20.27%
净利率	6.30%	7.38%	8.28%	8.92%
ROE	10.35%	11.01%	11.62%	12.36%
ROIC	10.34%	11.09%	12.16%	13.18%
偿债能力				
资产负债率	53.94%	50.70%	47.63%	44.88%
净负债比率	56.01%	58.99%	57.39%	54.86%
流动比率	1.11	1.35	1.57	1.80
速动比率	0.75	0.96	1.17	1.36
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.91	0.91	0.95
应收账款周转率	5.02	4.61	4.69	4.75
应付账款周转率	11.41	10.22	10.39	10.68
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.48	0.59	0.73
每股经营现金	0.62	0.75	0.90	1.00
每股净资产	2.83	3.51	4.10	4.84
估值比率				
P/E	15.33	12.18	9.77	7.88
P/B	2.05	1.65	1.41	1.20
EV/EBITDA	8.48	7.82	6.12	4.73

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>