

普利特 (002324.SZ)
钠锂共举，拥抱储能大时代

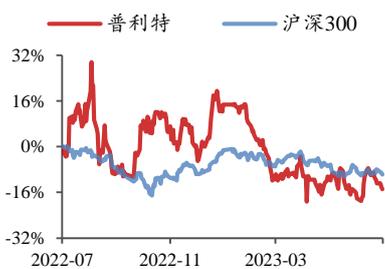
2023年07月21日

——公司深度报告
投资评级：买入（维持）
殷晟路（分析师）

yinshenglu@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

日期	2023/7/20
当前股价(元)	13.57
一年最高最低(元)	21.20/12.70
总市值(亿元)	138.07
流通市值(亿元)	91.00
总股本(亿股)	10.17
流通股本(亿股)	6.71
近3个月换手率(%)	97.34

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《改性塑料主业扎实，重码储能打造新增长曲线——公司首次覆盖报告》
-2022.9.26

● 钠锂共举，拥抱储能大时代

2022年9月海四达并表以来公司营收利润快速增长，未来公司重码储能赛道，远期储能的规划产能超过30GWh，同时公司钠电资源禀赋强，产品性能领先，未来有望在钠电赛道实现弯道超车。考虑新增的股权激励费用，我们将公司2023-2024年归母净利润预测从7.98、11.50下调至7.78、11.31亿元，新增2025年归母净利润预测17.11亿元，对应当前股价PE为18.2、12.5、8.3倍，2023年估值低于可比公司估值平均。公司改性塑料受益单车用量提升及国产替代，产销量稳步提升，子公司海四达重码储能赛道大力扩产，凭借钠电有望实现弯道超车，维持“买入”评级。

● 公司储能产能布局节奏加快，钠电批量化进展顺利

2023年公司相继公告在启东、浏阳、珠海多个扩产计划，为缓解产能压力公司在国资委协调下新建珠海工厂6GWh，预计2024年就能贡献产出；远期规划浏阳工厂30GWh产能，产品型号聚焦280Ah大容量铁锂及钠离子电池。公司钠电资源禀赋强，产品性能领先，海四达电源的80Ah方形钠电星耀II已率先配套户储产品，70Ah方形钠电星耀I已成功应用于电动叉车、高尔夫球车等小动力市场，预计将于2023年下半年小规模试用，2024年进行规模化量产使用，有望实现弯道超车。

● 改性塑料产销稳步增长，电动工具下游景气有望回升

由于汽车轻量化需求2020年国内单车改性塑料用量从2016年的120kg提升至2020年的160kg，但距离欧美平均水平的230kg和德系的330kg仍有较大提升空间，后续有望继续保持稳定提升趋势。受益于行业改性塑料用量增长以及国内车厂销量占比提升带来的国产替代趋势，公司产销量保持稳定增长。2022年受消费需求影响2022年全球电动工具出货4.7亿台，同比下降19.3%。2023上半年锂电池等原材料已基本去库完成，下半年下游景气有望回升。

● 风险提示：竞争加剧导致盈利能力下降风险，客户扩展不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,871	6,758	11,379	17,027	23,366
YOY(%)	9.5	38.8	68.4	49.6	37.2
归母净利润(百万元)	24	202	778	1,131	1,711
YOY(%)	-94.0	751.0	285.2	45.2	51.3
毛利率(%)	10.8	14.2	18.4	16.9	17.1
净利率(%)	0.4	3.2	7.2	6.9	7.5
ROE(%)	0.8	7.0	21.1	23.8	26.7
EPS(摊薄/元)	0.02	0.20	0.77	1.11	1.68
P/E(倍)	595.1	69.9	18.2	12.5	8.3
P/B(倍)	5.4	5.0	4.0	3.1	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 钠锂共举，拥抱储能大时代	3
1.1、 海四达并表后业绩快速增长	3
1.2、 公司储能布局明显加快，与中建五局合作有望切入大储赛道	4
1.3、 公司钠电资源禀赋强，有望形成新增长曲线	6
2、 改性塑料产销稳步增长，电动工具下游景气有望回升	8
2.1、 公司改性塑料产销量稳步提升，聚丙烯价格进入周期低谷期释放主业利润	8
2.2、 电动工具下游景气有望回升，公司切入百得等国际大客户有望贡献新增量	9
3、 盈利预测与投资建议	11
4、 风险提示	13
附：财务预测摘要	14

图表目录

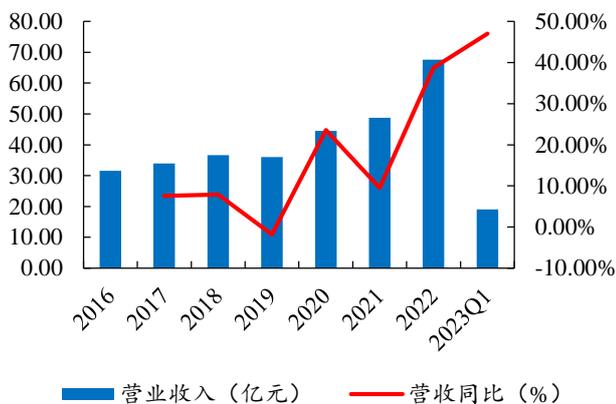
图 1： 2022 年起公司营收加速增长	3
图 2： 2022 年公司归母净利润快速提升	3
图 3： 海四达并表后营收增长加速	3
图 4： 海四达磷酸铁锂电池增长加速	4
图 5： 2022 年磷酸铁锂储能电池毛利率明显回升	4
图 6： 2023 年 4 月公司发布“方形电芯-星耀II”等三款钠电产品	7
图 7： 国内单车改性塑料用量有望逐步提升	8
图 8： 公司产销量稳定增长（万吨）	8
图 9： 聚丙烯期货价格进入周期低谷期	9
图 10： 2022 年受消费需求影响电动工具出货同比下降	9
图 11： 2022 年 TTI 进入大批量供应阶段占比明显提升	10
表 1： 海四达订单饱满	4
表 2： 公司股权激励对营收考核高	4
表 3： 公司储能远期规划产能超过 30GWh	5
表 4： 公司在储能领域展开多个战略合作	5
表 5： 中建五局中标多个新能源发电及储能 EPC 项目	6
表 6： 钠离子电池在安全性及放电倍率上具有优势	6
表 7： 公司与储能、动力等多个客户签订钠电的战略合作协议	7
表 8： 公司营收拆分与预测	11
表 9： 公司 2023 年 PE 估值低于可比公司	12

1、钠锂共举，拥抱储能大时代

1.1、海四达并表后业绩快速增长

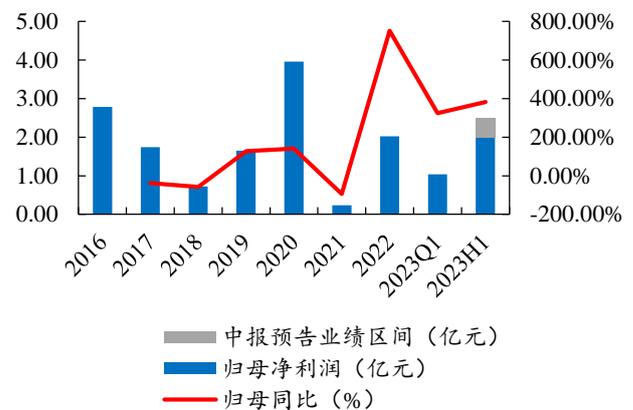
海四达并表后公司营收利润快速增长，2023Q2 业绩预告中枢环比持续增长。2022 年公司营收达到 67.58 亿元，同比增长 38.76%，归母净利 2.02 亿元，同比增长 750.99%，一方面系公司主业关键原材料价格下跌释放利润，另一方面 2022 年 9 月海四达并表贡献利润。2023Q1 公司营收 19.08 亿元，同比+47.05%，归母 1.04 亿元，同比+324.03%，根据中报预告 2023H1 公司归母净利 2-2.5 亿元，同比+330~437%，Q2 归母 1-1.5 亿元。

图1：2022 年起公司营收加速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

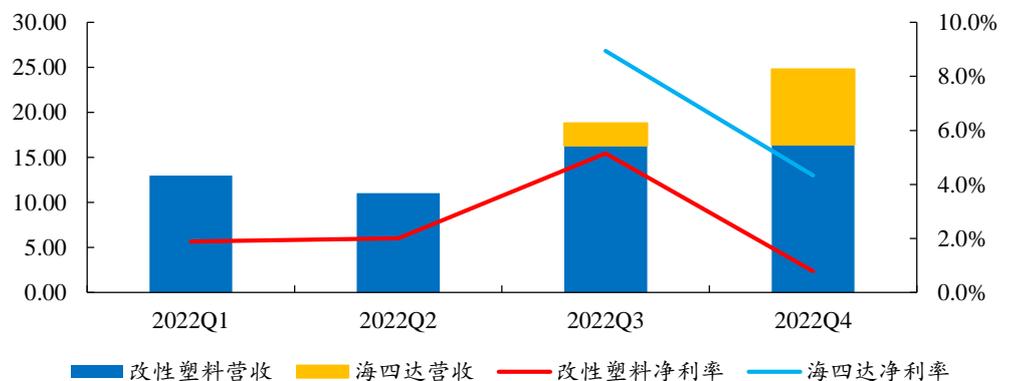
图2：2022 年公司归母净利快速提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2022Q3 起公司改性塑料业务净利上升，海四达并表后营收增长加速。改性塑料行业跟随下游汽车产销周期，在下半年产销较旺，其中 2022Q2 受到疫情冲击，Q3 起产销明显回升，同时聚丙烯价格进入下降通道，净利率提升至 5.1%。2022 年 9 月起海四达并表营收增长加速，2022Q4 受一次性计提 0.4 亿元股权激励费用影响净利率有所下降。

图3：海四达并表后营收增长加速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

海四达享受锂电增长红利，2022年储能占比明显提升。海四达深耕锂电赛道30余年，迎来锂电增长的红利期。2021年由于电动工具大客户TTI放量，三元圆柱电池营收达到12.17亿元，同比+170%；2022年下半年储能市场进入高景气区间，公司切入户储市场，全年产能利用率提升至73.9%，营收达到10.47亿元，同比+93%，同时全年毛利率提升至13.9%，盈利能力明显提升。

图4：海四达磷酸铁锂电池增长加速

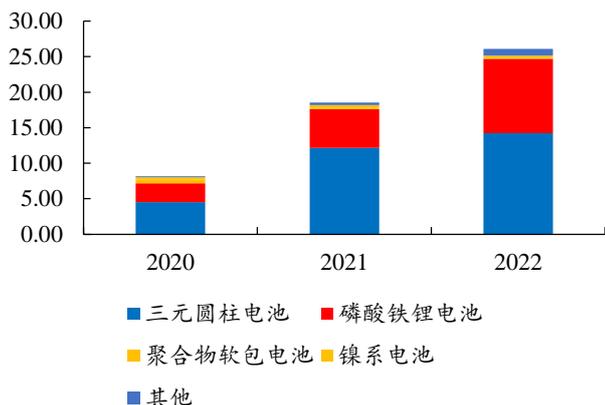
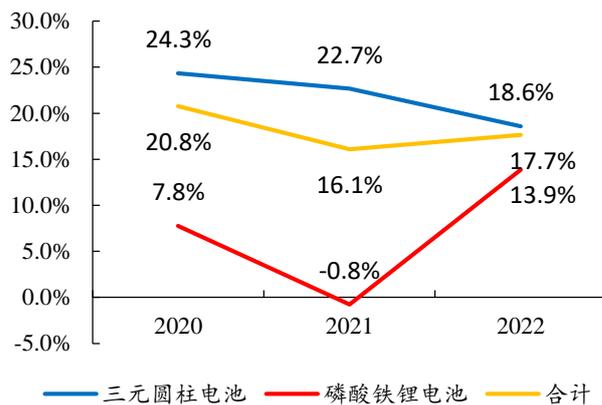


图5：2022年磷酸铁锂储能电池毛利率明显回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

海四达在手订单饱满，公司新一轮股权激励计划对营收考核高，充分反映管理层信心。截止2023年6月，海四达在手订单接近10亿元，其中大部分为储能的铁锂电池订单。2022年10月公司发布新一轮股权激励方案，对2022、2022-2023、2022-2024年的累计营收考核目标分别达到62、177、347亿元，充分反映公司内部对自身竞争力及未来增长的信心。

表1：海四达订单饱满

产品类别	在手订单含税金额 (亿元)
三元电池	2.45
铁锂电池	7.21
其他	0.11
合计	9.76

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：公司股权激励对营收考核高

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	公司2022年营业收入不低于62亿元；
第二个解除限售期	公司2022-2023年累计营业收入不低于177亿元；
第三个解除限售期	公司2022-2024年累计营业收入不低于347亿元。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司储能布局明显加快，与中建五局合作有望切入大储赛道

海四达储能产能远期规划超过30GWh。2023年公司相继在启东、浏阳、珠海公告多个扩产计划。其中在启东的1.3GWh改扩建项目为钠锂共线，预计将于2023

年中投产；珠海工厂的 6GWh 为地方国资协调建设，公司仅需租用厂房投入相应设备，预计 2024 年就能贡献产出；浏阳工厂共 30GWh 的钠锂共线为远期规划产能，分三期建设，产品型号聚焦 280Ah 大容量铁锂及钠离子电池。

表3：公司储能远期规划产能超过 30GWh

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	备注
启东老厂	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	锂电小电芯
启东改扩建		1.3	1.3	1.3	1.3	钠锂共线
启东募投项目一期		6	6	6	6	方形锂电池
启东募投项目二期			6	6	6	方形锂电池
珠海工厂			6	6	6	国资配套建设
浏阳一期				12	12	钠电、280 锂电
浏阳二期					6	钠锂共线
合计	1.1	8.4	20.4	32.4	38.4	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司在储能领域展开多个战略合作。海四达并表后，公司在储能领域的开拓加速，相继收获大秦新能源、中国铁塔等多个订单；并与上游材料的中科海钠以及下游的大秦新能源展开钠电合作；此外公司还成立光储事业部向下延伸储能 EPC 业务。2023 年 6 月底公司与中建五局建立在新能源发电及大储领域的战略合作。

表4：公司在储能领域展开多个战略合作

时间	合作方/公司	合作业务/经营业务
2022 年 9 月 5 日	大秦新能源	海外家庭储能项目：大秦新能源科技（泰州）有限公司海外家庭储能项目，采购内容为约 78MWh 方形磷酸铁锂模组
2022 年 9 月 5 日	中国铁塔	中国铁塔股份有限公司 2022-2023 年备电用磷酸铁锂电池产品集中招标项目，采购内容为 0.72GWh 磷酸铁锂蓄电池组
2023 年 1 月 13 日	溧阳中科海钠科技有限责任公司	钠离子电池产品开发和市场推广
2023 年 2 月 18 日	江苏大秦新能源科技有限公司	锂离子电池和钠离子电池在户用储能系统和工商业储能系统的应用
2023 年 2 月 22 日	大秦新能源	海四达将为大秦新能源及其子公司提供总计销售金额不低于 6 亿元人民币的锂离子电池模组、电芯等产品
2023 年 6 月 6 日	海四达	成立光储事业部，核心领域覆盖新能源（风电、光电、储能等）EPC 等业务
2023 年 6 月 29 日	中建五局安装工程有限公司	风力发电项目、集中式光伏发电项目、屋顶分布式光伏发电项目、电化学储能项目等新能源项目的建设及后续运维

资料来源：公司公告、开源证券研究所

中建五局有丰富的新能源发电及 EPC 项目经验，有望为公司光储业务开拓赋能。2023 年 6 月底公司与中建五局建立在新能源发电及大储领域的战略合作，中建五局中标多个大型新能源发电及储能 EPC 项目，有望为公司建立大储电芯出货渠道及向下游延伸至 EPC 业务赋能。

表5：中建五局中标多个新能源发电及储能 EPC 项目

时间	项目名称	容量	金额
2022 年 12 月	永州冷水滩区普利桥光伏项目	137.41MW	
2022 年 12 月	内蒙古乡村振兴绿色能源农户 300 兆瓦分布式光伏发电基础设施建设项目 EPC 总承包工程	300MW	10.73 亿元
2022 年 12 月	保定安国 100MWp 光伏 EPC 项目	100MW	
2023 年 3 月	慈利团溪 100MW/200MWh 储能电站 EPC 工程总承包项目	200MWh	
2023 年 3 月	华能井陘 350MW 光伏发电项目	350MW	
2023 年 3 月	朔州市右玉县 400MW/800MWh 独立储能项目 EPC 总承包工程	800MWh	16.96 亿元
2023 年 5 月	惠州市 70MW 工商业分布式光伏发电项目	70MW	
2023 年 5 月	上栗县钟鼓岭分散式风电项目	50MW	
2023 年 5 月	土默特左旗光伏项目	100MW	
2023 年 6 月	朔州市朔城区 400MW/800MWh 共享储能项目 EPC 总承包工程	800MWh	23.17 亿元
2023 年 6 月	南阳唐河光伏发电项目	150MW	

资料来源：国际能源网、中建五局官网官微、开源证券研究所

1.3、公司钠电资源禀赋强，有望形成新增长曲线

钠离子电池在量产成本、安全性、放电倍率上有优势，有望在小动力、户储等领域实现差异化应用。在性能上，钠离子电池在能量密度上相比锂离子电池较低，但相比传统铅酸电池具有优势；同时钠离子电池还拥有更高高的安全性、倍率性能、高低温性能。在成本上，钠元素在地壳中储量丰富，在供应稳定性和最终量产成本上具备优势，有望在小动力、户储等领域实现差异化应用。

表6：钠离子电池在安全性及放电倍率上具有优势

项目	锂离子电池	钠离子电池	铅酸电池
质量能量密度 (Wh/kg)	120-260	100-200	30-50
体积能量密度 (Wh/L)	200-300	180-280	60-100
循环寿命 (次)	4000-10000	>2000	500-800
容量保持率(-20oC)	<70%	>88%	<60%
过放电耐受性	较差	好	较差
安全性	中	高	高
环保特性	高	高	低
成本	高	中	低
相对优势	能量密度高，循环寿命好	充电速度快，高低温性能和过放电耐受性好，成本相对较低	生产工艺成熟、成本低

资料来源：电子发烧友、开源证券研究所

公司钠电资源禀赋强，产品性能领先。公司在钠电材料端与国内钠电一线研发团队中科海钠建立战略合作，在电芯制成端有 30 余年的锂电电芯制成经验，对电芯生产工艺及良率控制积累领先。2023 年 4 月公司发布方形钠电 70/80Ah、1300 圆柱电芯等产品，可广泛适配特种车辆、户用储能、工商储、通信储能等多个场景。其中“星耀 II”能量密度达到 135Wh/kg，循环达到 3000 次，具备长寿命、宽温幅、高倍率、高安全、低成本、可共线生产等 6 大优势，基本满足小动力、电动工具、户储等领域的应用要求。

图6：2023 年 4 月公司发布“方形电芯-星耀 II”等三款钠电产品



资料来源：艾邦钠电网

公司产品发布后与储能、动力等多个客户签订钠电的战略合作协议，有望于 2023 年下半年实现小批量出货。公司产品发布后电芯送样进展顺利，其中海四达电源的 80Ah 方形钠电星耀 II 已率先配套户储产品；而 70Ah 方形钠电星耀 I 已成功应用于电动叉车、高尔夫球车等小动力市场。2023 年上半年已完成电芯/PACK 送样，将于 2023 年下半年小规模试用，计划于 2024 年进行规模化量产使用。目前公司已经与智租物联、平野环保、大秦新能源、印度通信备电商 Exicom、明磊锂能、卓越电动车等动力、储能客户签订了战略合作协议，有望于 2023 年下半年实现小批量出货。

表7：公司与储能、动力等多个客户签订钠电的战略合作协议

行业	合作方
储能	大秦新能源、Exicom、智租物联、浙江明磊
小动力、电动工具	平野环保、卓越电动车

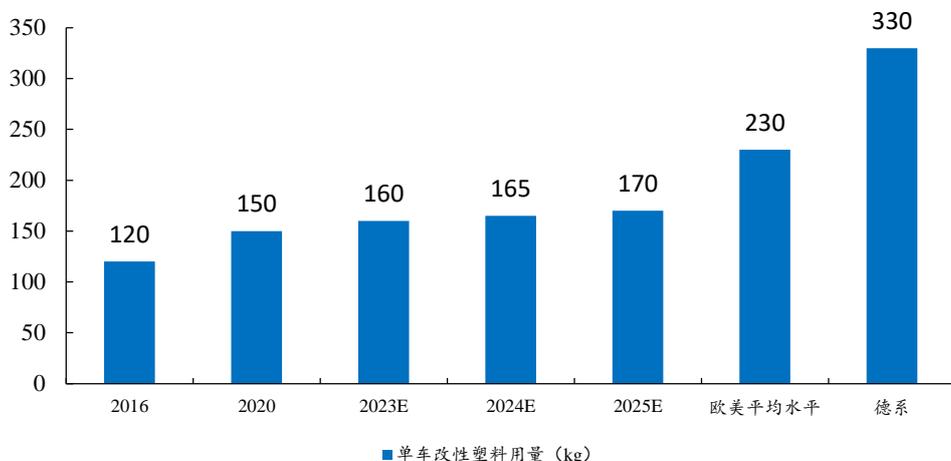
资料来源：艾邦钠电网、开源证券研究所

2、改性塑料产销稳步增长，电动工具下游景气有望回升

2.1、公司改性塑料产销量稳步提升，聚丙烯价格进入周期低谷期释放主业利润

距离欧美车型轻量化水平仍有差距，国内单车改性塑料用量仍有较大提升空间。改性塑料早期主要应用于汽车的内外装饰，随着纤维增强塑料的应用，改性塑料由于具有更高的比强度和更低的密度，在汽车结构件的用量也有望提升。根据中国塑料加工工业协会等机构数据，2020年国内单车改性塑料用量从2016年的120kg提升至2020年的150kg，距离欧美平均水平的230kg和德系的330kg仍有较大提升空间，后续有望继续保持稳定提升趋势。

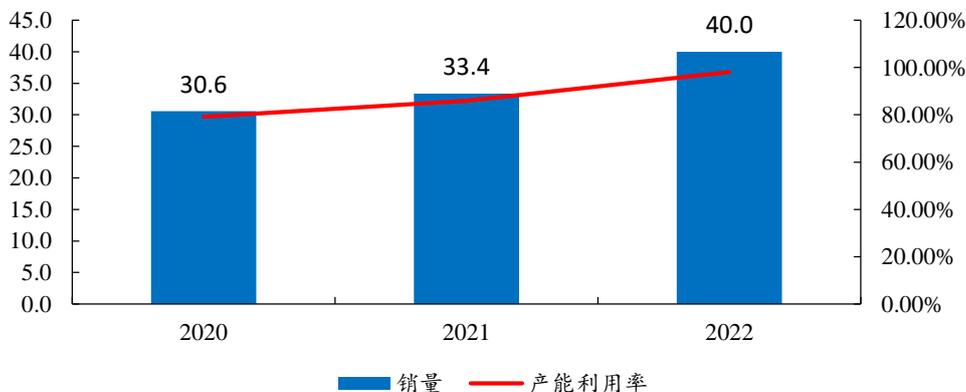
图7：国内单车改性塑料用量有望逐步提升



数据来源：中国塑料加工工业协会、立木信息咨询、开源证券研究所

2023年3月扩建12万吨改型塑料产能，持续国产替代。受益于行业改性塑料用量增长以及国内车厂销量占比提升带来的国产替代趋势，公司产销量保持稳定增长。2022年销量达到40万吨，接近满产满销。2023年3月公司在天津新建年产12万吨改性塑料产能，随着新产能的逐步释放，2023年公司产销量有望继续保持稳步提升。

图8：公司产销量稳定增长（万吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

聚丙烯价格下降为公司主业释放利润。由于公司成本端原材料成本占比在89%

以上，价格端较为稳定，因此公司利润率对主要材料聚丙烯的价格变化敏感度较高。2022Q3 以来由于油价下跌，聚丙烯的价格下降，期货价格至 2023 年 6 月最低下降至不到 6900 元/吨，有望为公司改性塑料主业释放利润。

图9：聚丙烯期货价格进入周期低谷期

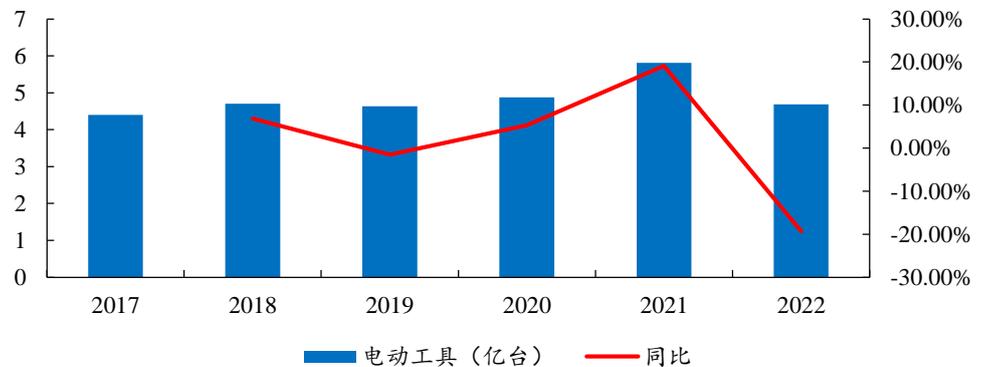


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、电动工具下游景气有望回升，公司切入百得等国际大客户有望贡献新增量

2022 年受消费需求影响电动工具出货同比下降，2023 年下半年起有望回升。根据 EVTank 数据，2022 年全球电动工具出货 4.7 亿台，同比下降 19.3%。锂电池等原材料 2023 上半年已基本去库完成，下半年有望随着终端需求企稳回升迎来补库周期。

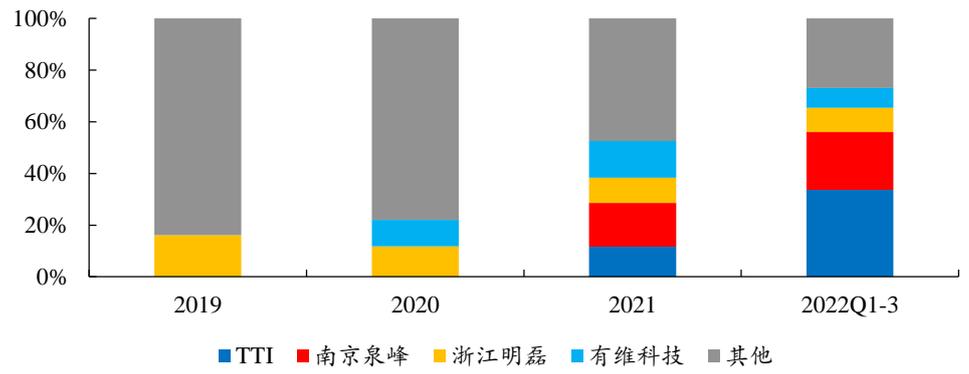
图10：2022 年受消费需求影响电动工具出货同比下降



数据来源：EVTank、开源证券研究所

2022 年 TTI 进入大批量供应阶段占比明显提升，2023 年百得等大客户放量有望贡献新增量。2022 年受益于 TTI 由小批量供应进入大批量供应，2022 年前三季度 TTI 占三元电池营收的占比从 11.7%提升至 33.7%。2022 年海四达已经通过史丹利百得、博世等多家头部厂商的认证，并对百得小批量供货，2023 年百得有望转向大批量供应，贡献新增量。

图11: 2022 年 TTI 进入大批量供应阶段占比明显提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

改性塑料：公司改性塑料营收端保持稳定增长趋势，利润端表现为周期性，2022年6月以来石油价格开始回落，盈利进入上升周期，我们预计2023年-2025年营收分别为67.45、78.04、92.19亿元，毛利率分别为17.9%、14.5%、14.5%。

LCP业务：2022年公司LCP业务放量，南通海迪的生产设备组装完成后，LCP改性树脂产能将从3000吨扩充至6000吨。我们预计2023-2025年营收分别为2.46、4.00、6.00亿元，毛利率分别为30.5%、30.0%、30.0%。

三元圆柱业务：2023年下半年下游需求有望开始恢复，TTI、百得等客户有望放量。我们预计2023-2025年营收分别为19.50、23.10、26.60亿元，毛利率保持18%。

储能业务：公司大力规划储能产能，2023年享受非洲户储景气度红利，下半年有望切入大储赛道，同时公司在钠电领域拥有第一梯队的材料供应、电芯制成经验、客户资源，产品性能爬升迅速，有望凭借钠电实现弯道超车。我们预计2023-2025年合计营收分别为23.5、64.3、108.0亿元，毛利率分别为18.5%、18.5%、18.4%。

表8：公司营收拆分与预测

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
改性塑料	营业收入（亿元）	43.58	47.87	55.66	67.45	78.04	92.19
	YOY	21%	10%	16%	21%	16%	18%
	营业成本（亿元）	34.39	42.82	48.41	55.36	66.73	78.81
	毛利（亿元）	9.19	5.05	7.25	12.10	11.31	13.38
	毛利率	21.1%	10.5%	13.0%	17.9%	14.5%	14.5%
LCP	营业收入（亿元）			1.07	2.46	4.00	6.00
	YOY				131%	63%	50%
	营业成本（亿元）			0.75	1.71	2.80	4.20
	毛利（亿元）			0.32	0.75	1.20	1.80
	毛利率			29.7%	30.5%	30.0%	30.0%
三元圆柱 (电动工具)	收入（亿元）			4.75	19.50	23.10	26.60
	YOY				37%	18%	15%
	成本（亿元）			3.86	15.99	18.94	21.81
	毛利（亿元）			0.88	3.51	4.16	4.79
	毛利率(%)			18.6%	18.0%	18.0%	18.0%
通信储能	收入（亿元）			5.88	9.75	9.00	9.00
	YOY				0%	-8%	0%
	成本（亿元）			5.12	8.00	7.38	7.38
	毛利（亿元）			0.76	1.76	1.62	1.62
	毛利率(%)			13.0%	18.0%	18.0%	18.0%
家储	收入（亿元）			0.23	10.50	16.25	21.00
	YOY				1421%	55%	29%
	成本（亿元）			0.18	8.40	13.00	16.80
	毛利（亿元）			0.05	2.10	3.25	4.20
	毛利率(%)			20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
大储	收入（亿元）				3.25	39.00	78.00

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计	YOY				0%	1100%	100%
	成本 (亿元)				2.76	31.98	63.96
	毛利 (亿元)				0.49	7.02	14.04
	毛利率(%)				15.0%	15.0%	15.0%
	营业收入 (亿元)	44.48	48.71	67.58	113.79	170.27	233.66
	YOY	24%	10%	39%	68%	50%	37%
	营业成本 (亿元)	34.99	43.43	58.00	92.87	141.49	193.61
	毛利 (亿元)	9.49	5.28	9.58	20.92	28.78	40.05
	毛利率	21.3%	10.8%	14.2%	18.4%	16.9%	17.1%

数据来源: Wind、开源证券研究所

综上,我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.78、11.31、17.11 亿元, EPS 为 0.77、1.11、1.68 元/股,对应当前股价 PE 为 18.2、12.5、8.3 倍,我们在锂电池行业及改性塑料行业共选取 3 家可比公司,公司 2023 年估值低于可比公司估值平均。公司改性塑料受益单车用量提升及国产替代,产销量稳步提升,子公司海四达重码储能赛道大力扩产,凭借钠电有望实现弯道超车,维持“买入”评级。

表9: 公司 2023 年 PE 估值低于可比公司

证券代码	可比公司	评级	股价 (元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300438.SZ	鹏辉能源	买入	51.58	2.92	4.13	5.68	16.65	11.75	8.55
300014.SZ	亿纬锂能	买入	56.70	2.98	4.48	5.94	19.01	12.64	9.54
002886.SZ	沃特股份	未评级	19.38	0.44	1.48	\	44.05	13.05	\
平均							27.13	12.73	9.31
002324.SZ	普利特	买入	13.89	0.77	1.11	1.68	18.15	12.50	8.26

数据来源: Wind、开源证券研究所 (鹏辉能源 2023-2024 年盈利预测来自开源证券研究所, 2025 年来自 Wind 一致预期, 亿纬锂能、沃特股份盈利预测均来自 Wind 一致预期)

4、风险提示

竞争加剧导致盈利能力下降风险，客户扩展不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3442	5564	3816	5699	7080
现金	387	379	718	955	1310
应收票据及应收账款	1713	2919	0	0	0
其他应收款	14	21	39	51	72
预付账款	137	178	353	441	648
存货	840	1767	2407	3952	4749
其他流动资产	350	300	300	300	300
非流动资产	1175	3045	4028	5126	6268
长期投资	10	42	75	108	140
固定资产	750	1586	2504	3507	4523
无形资产	126	367	399	439	489
其他非流动资产	290	1049	1050	1072	1117
资产总计	4617	8608	7844	10824	13348
流动负债	1949	4553	3142	5192	6187
短期借款	1273	2301	2301	3713	4771
应付票据及应付账款	504	1419	0	0	0
其他流动负债	172	833	840	1479	1416
非流动负债	50	947	826	708	591
长期借款	0	829	708	590	473
其他非流动负债	50	118	118	118	118
负债合计	2000	5500	3967	5900	6779
少数股东权益	14	269	310	351	392
股本	1014	1017	1997	1997	1997
资本公积	190	258	-722	-722	-722
留存收益	1463	1614	1857	2093	2141
归属母公司股东权益	2604	2839	3567	4573	6177
负债和股东权益	4617	8608	7844	10824	13348

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-136	-112	1656	522	1122
净利润	21	217	820	1172	1752
折旧摊销	99	133	192	292	404
财务费用	36	66	96	80	74
投资损失	-15	5	-1	-0	-0
营运资金变动	-357	-641	549	-1021	-1108
其他经营现金流	79	109	0	0	0
投资活动现金流	78	-986	-1175	-1389	-1546
资本支出	77	132	1143	1357	1514
长期投资	-63	-12	-33	-33	-33
其他投资现金流	218	-843	1	0	0
筹资活动现金流	151	921	-142	-307	-279
短期借款	297	1028	0	1411	1059
长期借款	-3	829	-121	-117	-117
普通股增加	169	3	980	0	0
资本公积增加	11	67	-980	0	0
其他筹资现金流	-323	-1007	-21	-1602	-1220
现金净增加额	90	-172	339	-1174	-703

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4871	6758	11379	17027	23366
营业成本	4343	5800	9287	14149	19361
营业税金及附加	20	28	47	70	96
营业费用	44	69	116	174	239
管理费用	129	192	323	426	584
研发费用	249	358	569	851	1168
财务费用	36	66	96	80	74
资产减值损失	-64	-27	-100	-30	-30
其他收益	58	32	100	100	200
公允价值变动收益	-1	-0	0	0	0
投资净收益	15	-5	1	0	0
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	34	210	942	1347	2014
营业外收入	7	0	0	0	0
营业外支出	7	1	0	0	0
利润总额	35	209	942	1347	2014
所得税	14	-7	122	175	262
净利润	21	217	820	1172	1752
少数股东损益	-3	14	41	41	41
归属母公司净利润	24	202	778	1131	1711
EBITDA	200	525	1284	1818	2660
EPS(元)	0.02	0.20	0.77	1.11	1.68

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	9.5	38.8	68.4	49.6	37.2
营业利润(%)	-92.5	510.2	348.7	43.0	49.5
归属于母公司净利润(%)	-94.0	751.0	285.2	45.2	51.3
获利能力					
毛利率(%)	10.8	14.2	18.4	16.9	17.1
净利率(%)	0.4	3.2	7.2	6.9	7.5
ROE(%)	0.8	7.0	21.1	23.8	26.7
ROIC(%)	1.8	7.2	15.9	16.6	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	43.3	63.9	50.6	54.5	50.8
净负债比率(%)	35.2	92.2	65.3	73.2	64.1
流动比率	1.8	1.2	1.2	1.1	1.1
速动比率	1.3	0.8	0.3	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.4	1.8	1.9
应收账款周转率	3.4	3.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	11.2	8.2	18.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.20	0.77	1.11	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	-0.11	1.63	0.51	1.10
每股净资产(最新摊薄)	2.56	2.79	3.51	4.49	6.07
估值比率					
P/E	595.1	69.9	18.2	12.5	8.3
P/B	5.4	5.0	4.0	3.1	2.3
EV/EBITDA	143.2	58.8	23.8	17.4	12.1

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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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9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