

短期业绩承压，产能释放未来可期

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年中报，上半年实现收入4.64亿元，同比-22.1%，实现归母净利润0.23亿元，同比-74.8%，实现EPS 0.11元。单Q2实现收入2.3亿元，同比-29.2%，实现归母净利润0.08亿元，同比-84.2%。
- **上半年业绩承压，聚醚胺利润降幅较大。** 上半年公司实现收入4.64亿元，同比-22.1%，实现归母净利润0.23亿元，同比-74.8%。分业务看，表面活性剂实现营收3.6亿元，同比-17.2%，实现毛利润5.9亿元，毛利率16.1%；阻燃剂实现营收0.6亿元，同比-40.6%，实现毛利润758万元，毛利率12.9%；硅橡胶实现营收0.4亿元，同比-29.1%，实现毛利润824万元，毛利率21.2%。业绩同比降低，主要受国内外经济形势不景气和行业竞争加剧的影响，公司多数产品售价及毛利率均低于去年同期。

根据百川盈孚，公司主要产品聚醚胺2023年年初均价21000元/吨，截至2023年6月底，聚醚胺均价20000元/吨，较年初下降4.8%，上半年均价20195.1元/吨，同比-41.2%。从成本端来看，2023年聚醚胺成本上升，叠加价格疲软，毛利润同比70%以上降幅。聚醚胺库存来看，上半年整体库存偏高，截至2023年6月底，行业库存量9700吨，同比+193.9%，但从7月份开始库存已有明显降低趋势。

- **持续发力聚醚胺领域，巩固风电材料龙头地位。** 公司共有两个生产基地，扬州晨化和淮安晨化，淮安晨化是公司最重要的生产基地，现有年产81000吨新材料（20000吨/年天然表面活性剂烷基糖苷、36000吨/年特种聚醚、20000吨/年磷系阻燃剂、5000吨/年特种聚脲涂料）项目。2021年9月26日，晨化股份发布公告称，淮安晨化与淮安投促局签订《淮安晨化新材料有限公司年产4万吨聚醚胺及4.2万吨聚醚项目合作框架协议》，拟建设年产4万吨聚醚胺及4.2万吨聚醚项目，计划于2023年开工，预计2024年投运。2022年11月，公司公告将江苏大江年产34000吨聚氨酯功能性助剂项目的拟用地与淮安晨化年产4万吨聚醚胺（4.2万吨聚醚）项目的拟用地进行合并。扩建项目建成后，晨化股份将拥有7.1万吨聚醚胺产能，国内仅次于正大新材料7.5万吨产能，风电固化剂龙头地位稳固。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.72元、0.99元、1.95元，对应动态PE分别为16倍、11倍、6倍。给予公司2024年16倍估值，对应目标价15.84元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格下跌风险、产能释放不及预期风险、下游需求不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	10.78	11.95	15.50	24.28
增长率	-9.58%	10.78%	29.72%	56.65%
归属母公司净利润(亿元)	1.19	1.53	2.11	4.16
增长率	-22.95%	28.23%	37.84%	97.25%
每股收益EPS(元)	0.56	0.72	0.99	1.95
净资产收益率ROE	10.37%	12.16%	4.75%	23.19%
PE	20	16	11	6
PB	2.17	1.96	1.72	1.37

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)	2.13
流通A股(亿股)	1.61
52周内股价区间(元)	10.71-20.31
总市值(亿元)	23.33
总资产(亿元)	14.08
每股净资产(元)	5.02

相关研究

1 公司概况：聚醚胺领域国家专精特新“小巨人”

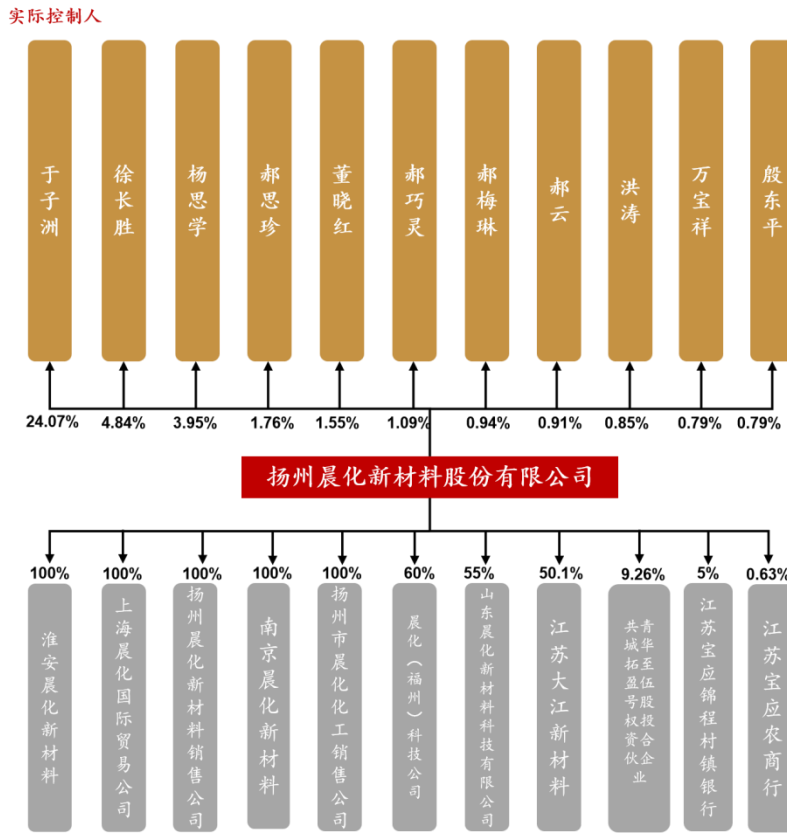
聚醚胺领域国家专精特新“小巨人”。晨化股份成立于 1995 年，于 2017 年在深交所创业板上市，在国内聚醚胺领域居龙头地位。是一家集科研、中试、生产、销售为一体的国家重点高新技术企业，是华东地区表面活性剂、阻燃剂和硅橡胶产品重要生产基地，产品畅销全国多个省、市、自治区，并出口欧盟、美国、澳大利亚、俄罗斯、伊朗、土耳其、日本、韩国及东南亚地区。公司技术力量雄厚，建有江苏省技术工程研究中心，江苏省企业技术中心，江苏省博士后创新实践基地，拥有先进的化工分析检测仪器，拥有万吨表面活性剂、万吨阻燃剂、万吨有机硅的生产能力，烷基糖苷、阻燃剂生产规模居国内前列。2021 年，公司入选第三批专精特新“小巨人”企业名单，标志着公司在技术、产品、服务及未来发展前景上得到了肯定。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司第一大股东及实控人为于子洲先生。截至 2023 年上半年，公司第一大股东及实控人为于子洲先生，前十大股东持股合计 40.75%，其中多人担任公司高管。公司旗下共有 5 家全资子公司，其中淮安晨化是公司最重要的生产基地，成立于 2014 年，主要从事表面活性剂阻燃剂、聚醚、聚醚胺等产品的制造、加工和销售。淮安晨化现有年产 81000 吨新材料（20000 吨/年天然表面活性剂烷基糖苷、36000 吨/年特种聚醚（其中 26000 吨聚醚胺，10000 吨聚醚）、20000 吨/年磷系阻燃剂、5000 吨/年特种聚脲涂料）项目，目前项目已基本完成建设并通过验收（其中 5000 吨特种聚脲涂料和 500 吨氨基醇产品，企业承诺放弃建设，二期 3000t/a ED-2003 聚醚胺产品未建设，拟于 2023 年底建设完成）；以及年产 4 万吨聚醚胺（4.2 万吨聚醚）项目，计划于 2023 年开工，预计 2024 年投运。项目全部建成后全厂可形成年产 6.6 万吨聚醚胺、5.2 万吨聚醚、2 万吨烷基糖苷、2 万吨磷系阻燃剂的生产能力。

图 2：公司股权结构


数据来源：wind，西南证券整理

公司主要产品为改善材料表面性能、难燃性能、柔化性能、流变性能等方面的新材料，从最初生产聚醚改性硅油逐渐延伸、拓展到生产烯丙基聚醚、端氨基聚醚、烷基糖苷、阻燃剂、硅橡胶等产品，终端客户广泛分布于聚氨酯、纺织、印染、日化、农药、铁路、消防、石油页岩气开采、电子、汽车、电缆、建筑安装等领域。

（1）表面活性剂

表面活性剂是一种吸附或分配在气-液、液-液、液-固界面上，能显著改变界面性质的物质。其分子结构有着共同的特点，均由非极性的憎水基与极性的亲水基两部分构成，结构与性能截然相反的分子碎片或基团处于同一分子的两端，并以化学键相连接，形成一种不对称的、极性的结构。表面活性剂具有润湿或抗粘、乳化或破乳、起泡或消泡以及增溶、分散、洗涤、防腐、抗静电等一系列优异的物理化学作用，可简化工艺、加速生产、降低成本，还可提高产品质量和使用价值，是一类灵活多样、用途广泛的精细化工新材料产品。公司表面活性剂及中间体产品主要包括烷基糖苷（APG）、端氨基聚醚、烯丙基聚醚、硅油等产品。

（2）阻燃剂

阻燃剂是一种用于改善可燃易燃材料燃烧性能的特殊化工材料，添加阻燃剂后的材料，在受到外界火源攻击时，能够有效地阻止、延缓或终止火焰的传播，从而达到阻燃的目的。公司阻燃剂产品主要为有卤磷系阻燃剂 TCPP、TCEP 和无卤磷系阻燃剂 DMMP、DEEP，广泛应用于建筑、电子、汽车、家电、涂料等领域。

（3）硅橡胶

硅橡胶是合成橡胶中的一类产品，具有无味无毒，耐寒耐高温的特点，同时还具有良好的电绝缘性、耐氧抗老化性、耐光抗老化性以及防霉性、化学稳定性等特性。公司硅橡胶产品按照硫化方法分类，可分为高温硫化硅橡胶（以下简称“高温硅橡胶”，HTV）和室温硫化硅橡胶（以下简称“室温硅橡胶”，RTV）。

表 1：公司主要产品及下游应用领域

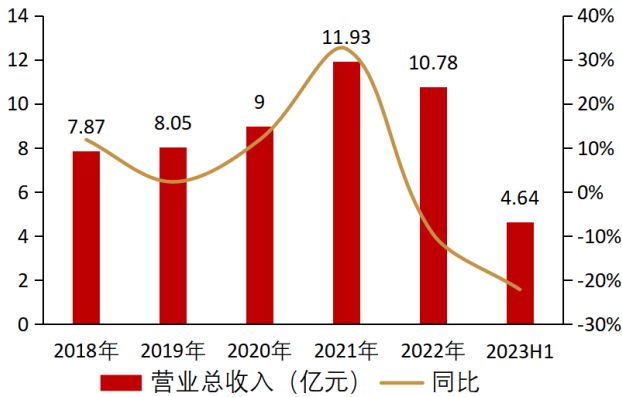
主要产品	类别	产品系列	适用领域
表面活性剂	烷基糖苷	APG-8、APG-Z6、APG0814、APG0810、烷基多糖苷（C8-14）、草甘膦助剂（CGN-3）等	适用于高档香波、洗面奶、沐浴露、餐洗、水果蔬菜洗涤剂、等洗涤用品以及工业硬表面清洗、农药乳化、分散等领域。
	端氨基聚醚	聚氧丙烯端氨基聚醚、聚氧乙烯聚醚丙烯端氨基聚醚、烷基端氨基聚醚等。	广泛应用于风力发电、纺织印染、铁路防腐、桥梁船舶防水、石油及页岩气开采等领域。
	聚醚	重点发展具有特殊结构、特殊用途的聚醚系列产品	应用于纺织、嵌段有机硅改性、消泡、生化、医药等领域。
	硅油	聚醚改性硅油产品	主要用于织物整理剂、油漆及聚氨酯浆料的流平剂、高效切削液、高档清洗剂、硬泡聚氨酯体系发泡的匀泡剂、化妆品业、农药行业、以及作为内添加剂用于塑料大棚业等。
阻燃剂	有卤磷系阻燃剂	TCP	用于聚氯乙烯、聚苯乙烯、酚醛树脂、丙烯酸树脂以及橡胶、涂料的阻燃。通常它还与三氧化二锑配合使用，用来提高三氧化二锑的阻燃效率。
		TCEP	主要用于聚氨酯软、硬质泡沫塑料的阻燃和石油添加剂，兼具有良好的增塑作用。
	无卤磷系阻燃剂	DMMP	广泛用于聚氨酯泡沫塑料、不饱和聚酯树脂、环氧树脂等高分子材料中。
		DEEP	广泛添加于各种硬质聚氨酯泡沫塑料中，包括各种发泡体系的硬泡配方。
硅橡胶	高温硫化硅橡胶	主要产品包括低硬度硅胶、阻燃硅橡胶、特种硅橡胶、高抗撕硅橡胶、电气绝缘专用胶等。	产品广泛用于电缆护套、电器绝缘子、手机外壳、O型圈、密封圈等领域，具有良好的阻燃性、耐高低温性、耐溶剂性、耐酸碱性等优点。
	室温硫化硅橡胶	覆盖了中空玻璃密封胶、石材硅酮密封胶、中性硅酮耐候胶、太阳能光伏组件密封胶等系列产品。	通常采用现场施工，除具有有机硅产品的共有特性外，还具有使用方便、种类繁多、适用面广等优点。

数据来源：公司招股书，西南证券整理

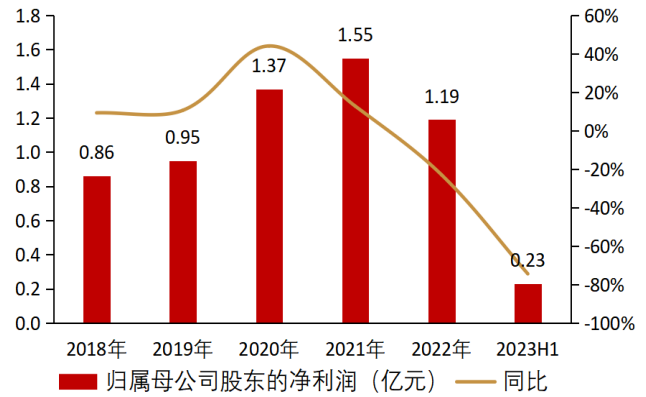
2 财务分析：业绩稳健，产销持续增长

需求端景气下滑，2022 年以来业绩承压。2022 年，公司实现营收 10.8 亿元，同比-9.6%，2018-2022 年营收复合增长率 8.9%，实现归母净利润 1.19 亿元，同比-23%，2018-2022 年归母净利润复合增长率 8.5%。2022 年营收及归母净利润双双下降，主要受全球能源价格剧烈波动、欧美经济通胀及海外市场需求下降等因素影响，具体来看：阻燃剂方面，由于国际形势动荡，导致国内部分阻燃剂厂家出口转内销，公司的阻燃剂营业收入规模同比下降 55.1%，同时，国内阻燃剂由于供大于求，销售价格降低，毛利率下降 9.9pp；有机硅橡胶材料方面：公司面临国内外原材料价格剧烈波动和市场竞争加剧，硅橡胶业务营收同比下降 18.8%，毛利率下降 1.2pp。

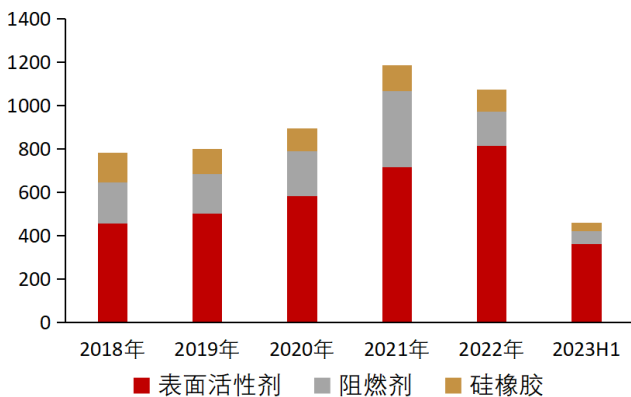
2023 年上半年，公司实现营收 4.6 亿元，同比-22.1%，实现归母净利润 0.23 亿元，同比-74.8%。其中，表面活性剂实现营收 3.6 亿元，同比-17.2%，阻燃剂实现营收 0.6 亿元，同比-40.6%，硅橡胶实现营收 0.4 亿元，同比-29.1%。业绩同比降低，主要受国内外经济形势不景气和行业竞争加剧的影响，公司多数产品售价及毛利率均低于去年同期。根据百川盈孚，2023 年年初聚醚胺均价 21000 元/吨，截至 2023 年 6 月底，聚醚胺均价 20000 元/吨，较年初下降 4.8%，上半年均价 20195.1 元/吨，同比-41.2%。

图 3：公司 2018-2023 年 H1 营收


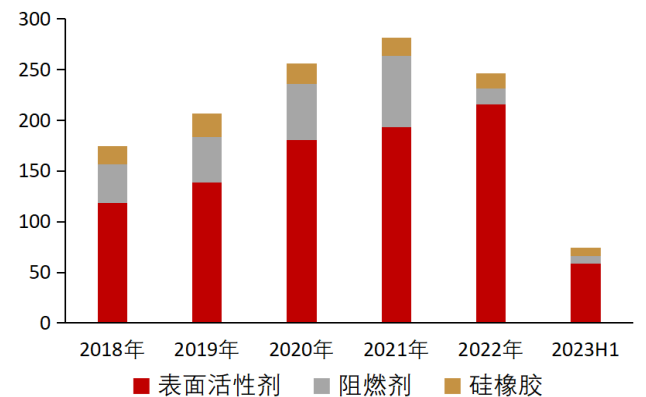
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：公司 2018-2023 年 H1 归母净利润


数据来源：Wind, 西南证券整理

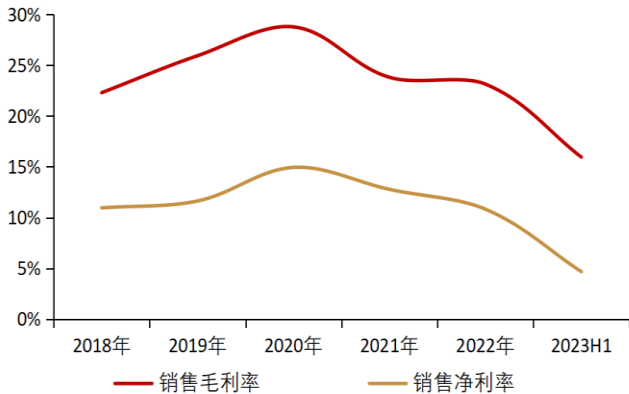
图 5：公司 2018-2023 年 H1 营收结构 (百万元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

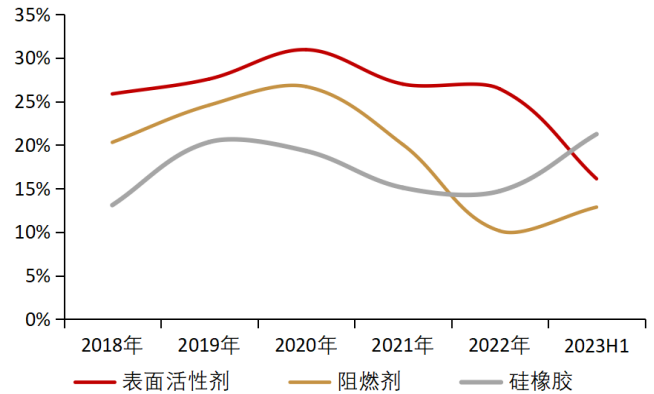
图 6：公司 2018-2023 年 H1 毛利润结构 (百万元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

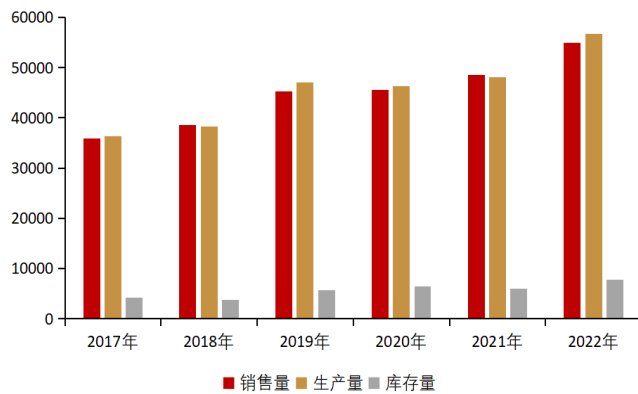
公司历年毛利率平均维持在 20% 以上，净利率维持 10% 以上，产品附加值较高。2022 年及 2023 年上半年，公司主要产品聚醚胺供需格局恶化，价格不断下探，2022 年聚醚胺市场均价 31587.2 元/吨，同比-47.5%，2023 年上半年市场均价 20195.1 元/吨，同比-41.2%，公司毛利率、净利率有所下滑。从公司三种产品的产销来看，受益产能扩张，表面活性剂产品产销持续向上，硅橡胶及阻燃剂产销受需求端不景气影响，22 年产销有所下降，库存始终维持偏低水平。

图 7：公司 2018-2023 年 H1 毛利率及净利率


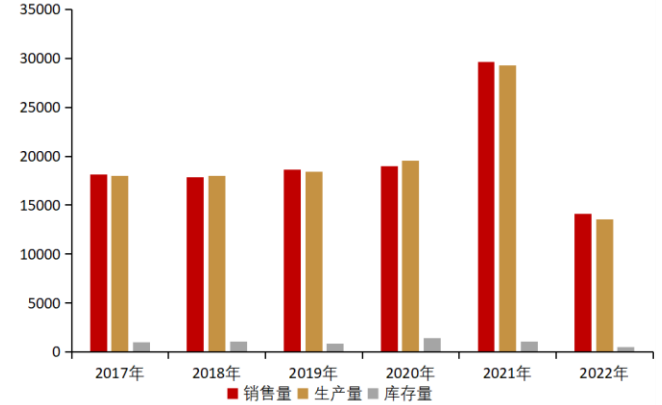
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：公司 2018-2023 年 H1 分产品毛利率情况


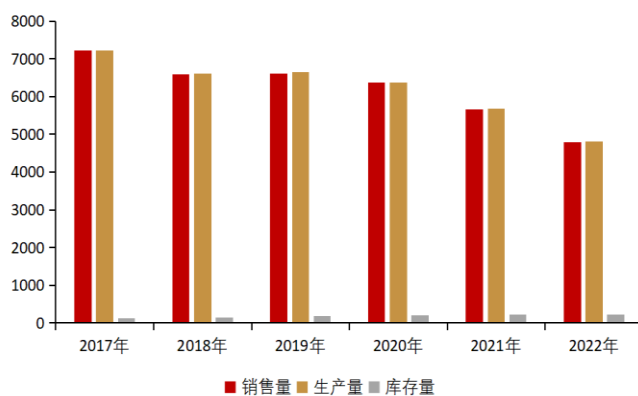
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：表面活性剂历年产销数据 (吨)


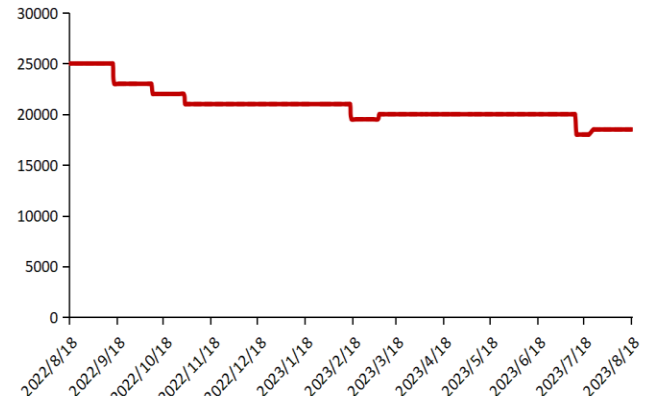
数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 10：阻燃剂历年产销数据 (吨)


数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 11：硅橡胶历年产销数据 (吨)


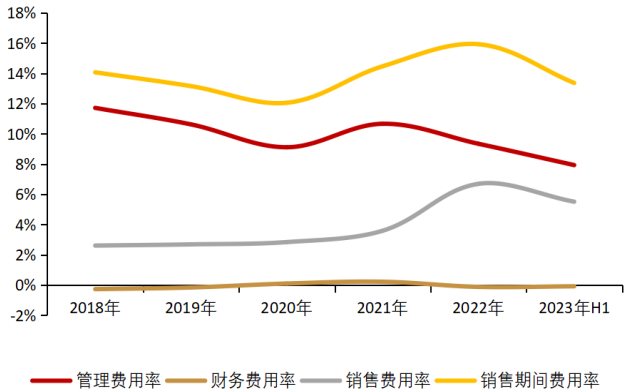
数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 12：聚酰胺市场均价 (万元/吨)


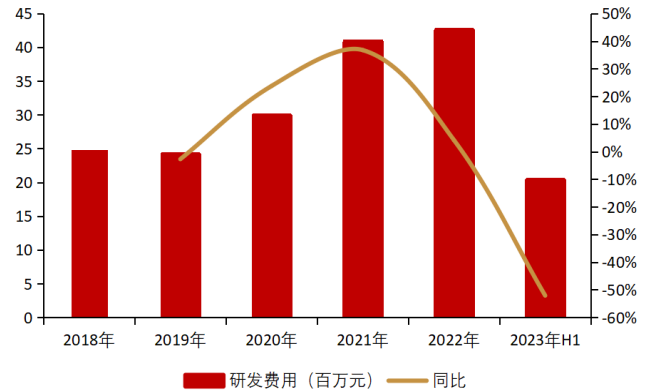
数据来源：百川盈孚, 西南证券整理

期间费用率稳定，研发投入不断增长。2018 年以来，公司期间费用率维持稳定，几乎无有息负债，管理费用率稳中有降。公司重视产品研发，不断加强研发投入，研发费用逐年提升，从 2018 年的 2485 万元提升至 2022 年的 4260 万元。在自主研发的基础上，与各高

校院所开展广泛的交流与合作，形成产、学、研相结合的研发、创新体系，有效的提高了公司的科研实力和技术水平，提高了公司新产品新技术的开发效率。

图 13：期间费用率


数据来源：wind，西南证券整理

图 14：研发费用


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：聚醚胺及聚醚产品当前供需紧平衡，叠加下游风电行业需求较高，预计 2023-2025 年均价 2.5 万元/吨、3.1 万元/吨、2.9 万元/吨，随着产能释放销量预计 1.8 万吨、2.2 万吨、5.2 万吨，毛利率 29%、26%、25%；聚醚产品以自用为主，少量外售，预计 2023-2025 年均价 1 万元/吨、0.95 万元/吨、0.9 万元/吨，销量 1 万吨、1.2 万吨、1.5 万吨，毛利率 23%、22%、22%。

假设 2：2022 年下半年开始，全球草甘膦库存去化，7 月份开始，草甘膦开工率回升，价格企稳上升，叠加产能扩张受限，全球地缘政治、极端天气频发，粮食供需矛盾或加强，草甘膦价格可能长期居于高位。烷基糖苷产品受益草甘膦景气度提升，预计 2023-2025 年均价 1.3 万元/吨、1.45 万元/吨、1.5 万元/吨，销量预计 3.44 万吨、3.5 万吨、3.5 万吨，海运费降低，毛利率有所改善，预计 2023-2025 年毛利率 19%、22%、25%。

假设 3：2023 年阻燃剂上游原材料环氧丙烷价格持续回落，现已逐步企稳，23 年 H1 阻燃剂销售均价 9000 元/吨，预计 2023-2025 年均价 9000 元/吨、9200 元/吨、9400 元/吨，销量 1.3 吨、1.8 吨、1.9 吨，毛利率 16%、16%、18%。

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 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
表面活性剂	收入	8.16	9.97	13.04	21.68
	增速	14%	22%	31%	66%
	毛利率	26%	24%	24%	25%
阻燃剂	收入	1.58	1.17	1.66	1.79
	增速	-55%	-26%	42%	8%

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
	毛利率	10%	16%	16%	18%
硅橡胶	收入	0.99	0.80	0.80	0.80
	增速	-19%	-19%	0%	0%
	毛利率	15%	13%	15%	18%
合计	收入	10.74	11.94	15.49	24.27
	增速	-10%	11%	30%	57%
	毛利率	23%	22%	23%	24%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 11.95 亿元（+11%）、15.50 亿元（+30%）和 24.28 亿元（+57%），归母净利润分别为 1.53 亿元（+28.23%）、2.11 亿元（+37.84%）、4.16 亿元（+97.25%），EPS 分别为 0.72 元、0.99 元、1.95 元，对应动态 PE 分别为 16 倍、11 倍、6 倍。

综合考虑业务范围，选取了聚醚胺、硅橡胶、阻燃剂行业 4 家上市公司作为估值参考，其中阿科力是我国聚醚胺行业龙头之一，现拥有聚醚胺产能 2 万吨/年；皇马科技具有年产近 30 万吨特种表面活性剂生产能力，是目前国内生产规模较大、品种较全、科技含量较高的特种表面活性剂龙头企业；雅克科技致力于电子半导体材料，深冷复合材料以及塑料助剂材料研发和生产，以磷系阻燃剂为主的塑料助剂材料为客户提供产品和服务；合盛硅业主要从事工业硅及有机硅等硅基新材料产品的研发、生产及销售，是我国硅基新材料行业中业务链最完整、生产规模最大的企业之一。

表 3：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
603722.SH	阿科力	39	44.31	1.37	0.95	1.64	3.03	28.25	46.61	26.95	14.60
603181.SH	皇马科技	61	10.75	0.81	0.87	1.05	1.23	17.57	12.39	10.26	8.74
002409.SZ	雅克科技	289	61.96	1.10	1.77	2.43	3.15	45.73	34.93	25.48	19.67
603260.SH	合盛硅业	731	61.56	4.79	4.92	6.41	7.80	17.30	12.51	9.60	7.89
平均值								27.21	26.61	18.07	12.73
300610.SZ	晨化股份	23	10.96	0.56	0.72	0.99	1.95	20	16	11	6

数据来源：Wind, 西南证券整理 注：股价为 8 月 21 日收盘价

从 PE 角度看，2024 年可比公司平均估值为 18 倍，由于可比公司在规模、业务前景等方面具备优势，给予公司 2023 年 16 倍估值，对应目标价 15.84 元，首次覆盖给予“买入”评级。

4 风险提示

产品价格下跌风险、产能释放不及预期风险、下游需求不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10.78	11.95	15.50	24.28	净利润	1.17	1.50	2.07	4.08
营业成本	8.29	9.27	11.97	18.44	折旧与摊销	0.40	0.28	0.29	0.30
营业税金及附加	0.05	0.06	0.08	0.08	财务费用	-0.02	0.00	-0.01	-0.02
销售费用	0.29	0.33	0.42	0.58	资产减值损失	-0.05	0.00	0.00	-0.05
管理费用	0.72	0.76	0.88	0.97	经营营运资本变动	0.14	-22.73	-2.38	-2.80
财务费用	-0.02	0.00	-0.01	-0.02	其他	-0.37	-0.20	1.80	-1.07
研发费用	0.43	0.42	0.43	0.42	经营活动现金流净额	1.28	-21.15	1.77	0.44
资产减值损失	-0.05	0.00	0.00	-0.05	资本支出	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07
投资收益	0.21	0.19	0.20	0.19	其他	0.17	0.30	0.27	0.32
公允价值变动损益	-0.01	0.01	0.00	0.04	投资活动现金流净额	0.11	0.23	0.20	0.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-0.01	23.06	-0.65	2.18
营业利润	1.35	1.73	2.35	4.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.07	-0.07	-0.07	-0.02	股权融资	0.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.28	1.66	2.29	4.48	支付股利	-0.75	-0.33	-0.39	-0.55
所得税	0.11	0.15	0.21	0.39	其他	-0.06	0.02	0.02	0.05
净利润	1.17	1.51	2.08	4.09	筹资活动现金流净额	-0.75	22.75	-1.02	1.68
少数股东损益	-0.02	-0.03	-0.04	-0.08	现金流量净额	0.65	1.83	0.96	2.37
归属母公司股东净利润	1.19	1.53	2.11	4.16					
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1.40	3.23	4.18	6.55	成长能力				
应收和预付款项	0.88	0.92	1.21	1.88	销售收入增长率	-9.58%	10.78%	29.72%	56.65%
存货	1.45	1.65	0.18	2.34	营业利润增长率	-23.11%	28.32%	36.13%	91.12%
其他流动资产	5.48	28.02	30.17	32.44	净利润增长率	-23.33%	29.39%	37.60%	96.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-19.08%	15.90%	31.35%	81.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2.98	2.87	2.74	2.61	毛利率	23.13%	22.41%	22.76%	24.03%
无形资产和开发支出	0.74	0.65	0.55	0.46	三费率	9.20%	9.07%	8.34%	6.31%
其他非流动资产	0.59	0.50	0.41	0.31	净利率	10.83%	12.65%	13.42%	16.85%
资产总计	13.52	37.83	39.45	46.60	ROE	10.37%	12.16%	14.75%	23.19%
短期借款	0.00	23.06	22.41	24.59	ROA	8.64%	4.00%	5.27%	8.78%
应付和预收款项	1.35	1.43	1.85	2.87	ROIC	15.13%	8.17%	6.84%	11.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.07%	16.82%	17.03%	19.70%
其他负债	0.90	0.91	1.09	1.50	营运能力				
负债合计	2.25	25.40	25.35	28.96	总资产周转率	0.81	0.47	0.40	0.56
股本	2.13	2.13	2.13	2.13	固定资产周转率	4.29	4.77	6.05	9.62
资本公积	2.38	2.38	2.38	2.38	应收账款周转率	19.63	19.70	21.72	23.31
留存收益	6.28	7.48	9.20	12.80	存货周转率	5.69	5.79	6.19	6.66
归属母公司股东权益	11.06	12.25	13.96	17.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.30%	—	—	—
少数股东权益	0.21	0.18	0.14	0.07	资本结构				
股东权益合计	11.27	12.43	14.10	17.64	资产负债率	16.66%	67.14%	64.26%	62.15%
负债和股东权益合计	13.52	37.83	39.45	46.60	带息债务/总负债	0.04%	90.79%	88.38%	84.91%
					流动比率	4.82	1.35	1.43	1.51
					速动比率	4.06	1.28	1.42	1.43
					股利支付率	62.47%	21.81%	18.36%	13.28%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1.73	2.01	2.64	4.78	每股收益	0.56	0.72	0.99	1.95
PE	20.12	15.69	11.38	5.77	每股净资产	5.19	5.75	6.56	8.25
PB	2.17	1.96	1.72	1.37	每股经营现金	0.60	-9.94	0.83	0.20
PS	2.22	2.01	1.55	0.99	每股股利	0.35	0.16	0.18	0.26
EV/EBITDA	10.16	19.39	14.18	7.81					
股息率	3.11%	1.39%	1.61%	2.30%					

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
