

全球氯化亚砷龙头，研发投入与产能释放助力业绩高增

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年一季报，实现营业收入 2.58 亿元，同比+31.35%，环比-7.25%，实现归母净利润 6884 万元，同比+33.6%，环比+33.12%，一季度毛利率/净利率分别为 40.2%/26.7%，同比基本持平，环比上行 0.7/8.1pp。
- **以氯、硫为起点，构建高端立体产业链：**公司以液氯、液硫等基础化工原料为起点，延伸至精细化工中间体氯化亚砷，进一步扩展到高性能芳纶纤维的聚合单体间/对苯二甲酰氯、对硝基苯甲酰氯等，再到聚醚酮酮（PEKK）及其相关功能型产品，产业链完整，终端产品附加值高。目前公司氯化亚砷/芳纶单体/对硝基苯甲酰氯产能为 15 万吨/3.1 万吨/5000 吨，在建项目包括 2000 吨聚醚酮酮（PEKK）树脂及成型应用项目、10000 吨/年高性能聚芳醚酮新材料一体化产业链项目一期工程等，2022 年一季度公司在建工程较年初增加 5488 万元。
- **氯化亚砷产能全球第一，新兴下游迅速发展带动需求增长：**公司氯化亚砷产能 15 万吨位居全球第一，其主要应用领域涵盖医药、农药、染料、三氯蔗糖及锂电池等行业，居民生活与消费习惯更迭带来无糖茶饮快速增长，三氯蔗糖是目前人工甜味剂中的重要品种，氯化亚砷作为三氯蔗糖主要原材料需求受到拉动；双氟磺酰亚胺锂（LiFSI）是近年来最被看好未来能够替代六氟磷酸锂的新型锂盐之一，其热稳定性高、电化学性能稳定、电导率高，能够显著改善电池的高低温适用范围、循环寿命，氯化亚砷是合成 LiFSI 的原材料。在传统与新兴领域并行发展下，2021 年氯化亚砷收入 2.96 亿元，同比+63.7%，产量同比+15.6%。
- **攻克高端工程塑料 PEKK 技术难关，募投项目助力业绩腾飞。**聚醚酮酮（PEKK）被 NASA 确认为最新一代工程塑料，具有更好的耐热性与强度，公司于 2014 年建设 PEKK 中试产业线，募投项目 2000 吨 PEKK 将于 2022 年上半年满足试生产条件，随着 PEKK 在航空航天、3D 打印、能源油气等领域应用的发展与成熟以及公司销售渠道开拓，该业务将为公司长期发展带来显著支撑，
- **盈利预测与投资建议。**公司自基础原材料硫、氯始构建完整产业链，主营产品氯化亚砷受益下游甜味剂、新型锂盐需求增长，另自主研发生产高端工程塑料聚醚酮酮支持长期发展，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.76 元、1.26 元、1.51 元，归母净利润 CAGR 为 48.7%，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**在建项目投产不及预期、下游领域需求不及预期等。

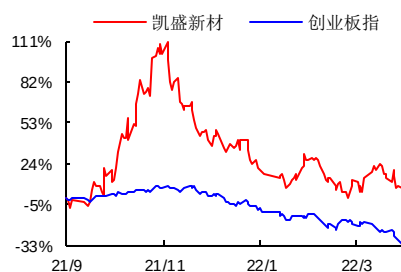
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	879.59	1196.13	1784.56	2111.99
增长率	40.95%	35.99%	49.19%	18.35%
归属母公司净利润（百万元）	193.38	317.83	531.33	635.71
增长率	20.50%	64.36%	67.17%	19.64%
每股收益 EPS（元）	0.46	0.76	1.26	1.51
净资产收益率 ROE	15.17%	20.77%	26.60%	25.15%
PE	69	42	25	21
PB	10.49	8.74	6.70	5.29

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：程磊
执业证号：S1250521090001
电话：021-58351912
邮箱：chlei@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)	4.21
流通 A 股(亿股)	0.60
52 周内股价区间(元)	31.2-70.53
总市值(亿元)	133.76
总资产(亿元)	15.00
每股净资产(元)	3.20

相关研究

目 录

1 氯化亚砷龙头企业，产业链完善并向高附加值材料延伸	1
1.1 公司简介	1
1.2 华邦健康为公司第一大股东	2
1.3 募投项目横纵向丰富公司产品矩阵，激励计划彰显公司增长信心	2
2 公司财务分析	4
3 盈利预测与估值	7
3.1 盈利预测	7
3.2 相对估值	8
4 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司产业链情况	1
图 2：公司股权结构	2
图 3：首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标-营业收入	3
图 4：首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标-净利润	3
图 5：公司 2012 年以来营业收入及增速	4
图 6：公司 2012 年以来归母净利润及增速	4
图 7：2021 年公司各项业务收入占比	4
图 8：2021 年公司各项业务毛利占比	4
图 9：2017-2022 年 Q1 公司销售毛利率与净利率	5
图 10：2017-2022 年 Q1 公司各项费用率	5
图 11：2017-2021 年氯化亚砷产能、产量、产能利用率	5
图 12：2017-2021 年氯化亚砷单价及变动	5
图 13：2017-2021 年芳纶聚合单体产能、产量、产能利用率	6
图 14：2017-2021 年芳纶聚合单体单价及变动	6
图 15：2017-2021 年国内外销售占比	7
图 16：2017-2021 年国内外销售增速	7

表 目 录

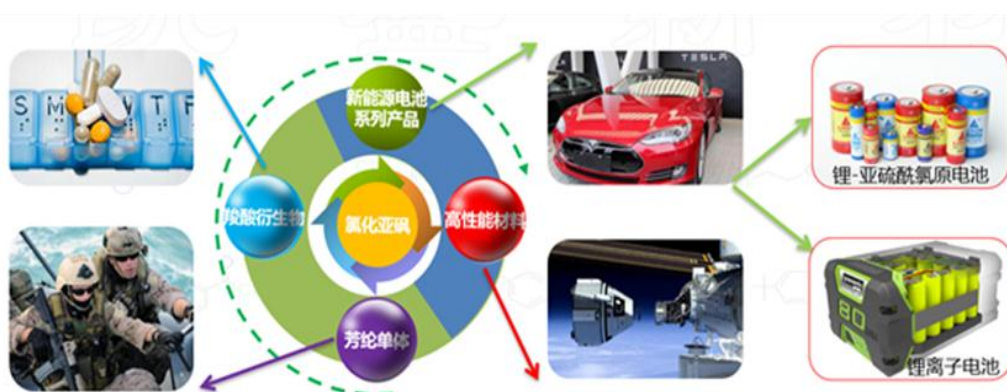
表 1：公司主要产品	1
表 2：公司募投项目	3
表 3：本激励计划授予的限制性股票的分配情况	3
表 4：五大客户情况	6
表 5：分业务收入及毛利率	7
表 6：可比公司估值	8
附表：财务预测与估值	9

1 氯化亚砷龙头企业，产业链完善并向高附加值材料延伸

1.1 公司简介

凯盛新材是一家主要从事精细化工产品 & 新型高分子材料的研发、生产和销售的国家高新技术企业。公司主要产品包括氯化亚砷、高纯度芳纶聚合单体（间/对苯二甲酰氯）、对硝基苯甲酰氯和氯醚等，建立了以氯、硫等基础化工原料为起点，逐步延伸至精细化工中间体氯化亚砷，进一步延伸到高性能芳纶纤维的聚合单体间/对苯二甲酰氯、对硝基苯甲酰氯等，再到高性能高分子材料聚醚酮酮（PEKK）及其相关功能型产品的立体产业链结构。

图 1：公司产业链情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司是全球最大的氯化亚砷生产企业及国内领先的芳纶聚合单体生产企业，公司主要产品氯化亚砷及芳纶聚合单体（间/对苯二甲酰氯）、对硝基苯甲酰氯的国内行业标准均由公司主持/参与编制，具有较高的市场影响力。

公司产品广泛应用于高性能纤维、高分子新材料、农药、医药、食品添加剂、锂电池等行业。其中，公司核心产品高纯度芳纶聚合单体主要用于生产高性能芳纶纤维，终端应用于国防军工、安全防护、工业环保、航空航天、汽车制造、电子信息等领域。公司产品市场遍布中国大陆、日本、韩国和美国等国家和地区，目前已经同美国杜邦、日本帝人、东丽新材料、韩国可隆、泰和新材等国内外主要芳纶生产企业建立了合作关系，并成为相关企业的合格材料供应商。公司主要产品包括氯化亚砷、高纯度芳纶聚合单体（间/对苯二甲酰氯）、对硝基苯甲酰氯和氯醚等，具体情况如下：

表 1：公司主要产品

产品名称	主要用途
氯化亚砷	用于合成间/对苯二甲酰氯、对硝基苯甲酰氯、氯醚等产品的的主要原材料之一。除此之外，氯化亚砷还广泛应用于医药、农药、染料以及食品添加剂、锂电池等领域
芳纶聚合单体 (间/对苯二甲酰氯)	用于合成高性能纤维芳纶 1313 以及芳纶 1414 的核心原料之一，终端应用于国防军工、安全防护、工业环保、航空航天、汽车制造、电子信息等领域。同时，间/对苯二甲酰氯也是生产新型高分子材料聚醚酮酮的主要原材料之一
对硝基苯甲酰氯	是合成叶酸、盐酸普鲁卡因等产品的重要中间体
氯醚	是用于生产低毒、高效的早期广谱稻草选择性芽期除草剂丙草胺的主要原料之一

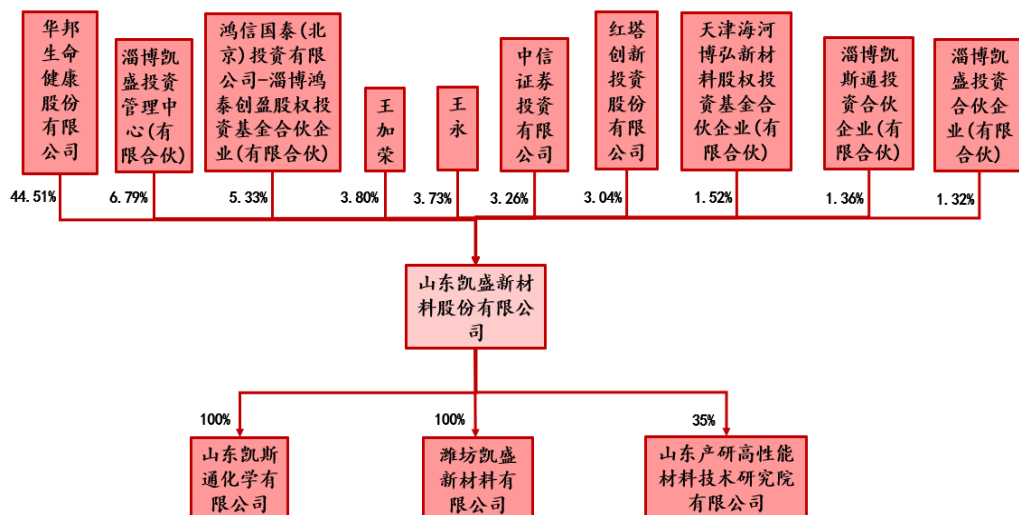
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 华邦健康为公司第一大股东

公司的第一大股东为华邦生命健康股份有限公司，2022 年 Q1 其持股比例为 44.51%，华邦健康董事长张松山先生为凯盛新材的实际控制人，2022 年 Q1 其持股比例为 3.54%；王加荣先生与王永先生为公司董事长及公司董事，持股比例分别为 3.80%，3.73%。

目前凯盛新材拥有 2 家全资子公司，分别是山东凯斯通化学有限公司和潍坊凯盛新材料有限公司，另参股山东产研高性能材料技术研究院有限公司。山东凯斯通化学有限公司原主营业务以贸易为主，但于 2019 年 6 月全面终止，目前仅开展自有房屋租赁业务；潍坊凯盛新材料有限公司是公司在潍坊市打造的第二生产基地，是公司 10000 吨/年高性能聚芳醚酮新材料一体化产业链项目一期工程的建设主体，2021 年年报显示，该基地已于 2022 年 2 月份正式开工建设；山东产研高性能材料技术研究院有限公司的业务性质为技术服务与技术开发。

图 2：公司股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.3 募投项目横纵向丰富公司产品矩阵，激励计划彰显公司增长信心

公司共投资 5.8 亿元，其中使用募集资金 2.8 亿元，建设芳纶聚合单体、聚醚酮酮及安全生产管控三个项目。芳纶市场稳健增长带来芳纶聚合单体旺盛需求，公司原有芳纶聚合单体产能 21000 万吨，募投项目完成后将新增 10000 吨单体产能，2021 年年报显示该项目已于 2022 年 2 月开始试生产；前期公司聚醚酮酮树脂仅有中试产能 100 吨，2000 吨/年聚醚酮酮树脂及成型应用项目首期 1000 吨现已完成主体建筑施工，正在进行设备安装，2022 年上半年将满足试生产条件。

表 2：公司募投项目

序号	项目名称	涉及产品和产能	项目建设周期	2021 年年报进度	投资总额	调整后拟投入募集资金金额
1	芳纶聚合单体两万吨装置扩建项目（二期）	新增间/对苯二甲酰氯年产能 10,000 吨	14 个月	98.65%	18,000	-
2	2000 吨/年聚醚酮树脂及成型应用项目	聚醚酮树脂及成型应用的生产年产能 2,000 吨	26 个月	12.25%	32,000	23,189.15
3	安全生产管控项目		15 个月左右	20.72%	8,000	5,000
合计					58, 000	28,189.15

数据来源：公司公告，西南证券整理

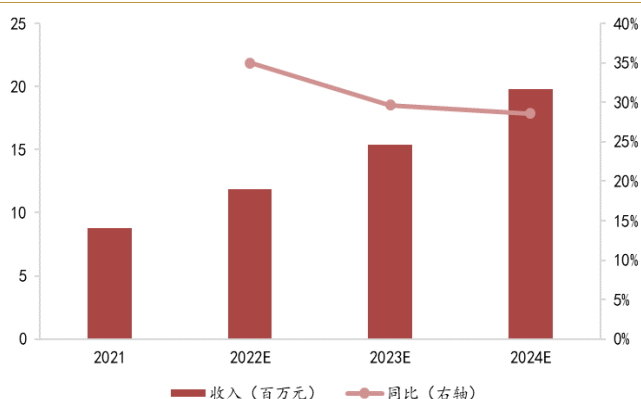
2022 年 4 月公司发布限制性股票激励计划，本激励计划拟授予的限制性股票数量为 217.6 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 42064 万股的 0.52%。其中首次拟向王永、卢威竹及其他公司核心员工授予 197.6 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.47%，约占本次授予权益总额的 90.8%；预留 20 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.05%，占本次授予权益总额的 9.2%。按照公司年度业绩考核目标计算，2022-2024 年收入分别为 11.9/15.4/19.8 亿元，净利润分别为 2.3/3.1/5.0 亿元，二者 CAGR 分别为 31.0%与 37.5%，目标业绩高增速彰显公司对未来发展的坚定信心。

表 3：本激励计划授予的限制性股票的分配情况

授予安排	姓名	国籍	职务	获授数量（万股）	占授予总量的比例	占公司总股本的比例
首次授予	王永	中国	董事、副总经理	15	6.8934%	0.0357%
	卢威竹	中国台湾	核心骨干员工	0.9	0.4136%	0.0021%
	其他核心骨干员工以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的人员（共计 199 人）			181.7	83.5018%	0.4320%
预留部分				20	9.1912%	0.0475%
合计				217.6	100.0000%	0.5173%

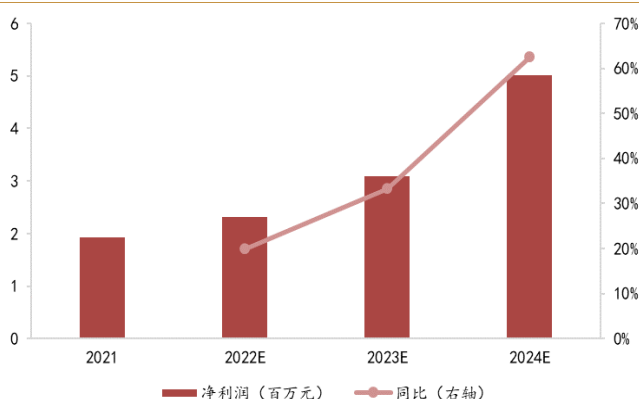
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标-营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标-净利润



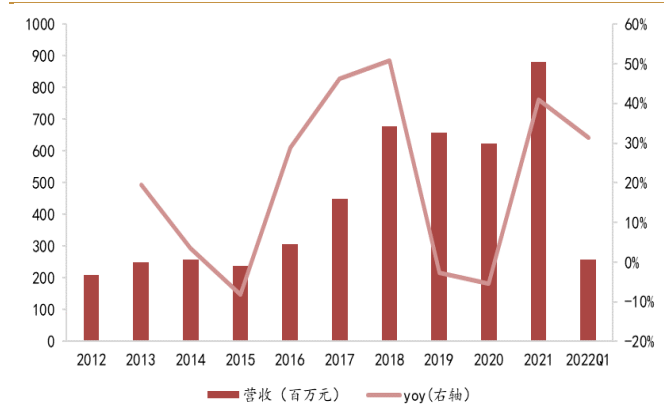
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 公司财务分析

2012-2021 年公司营业收入 CAGR 为 17%，2019-2020 年收入出现下滑的主要原因是公司贸易业务收入自 2018 年的 2.6 亿元降至 2019 年的 6369 万元，并于 2019 年 6 月起全面终止子公司凯斯通化学相关贸易业务，2021 年公司实现营业收入 8.8 亿元，同比+40.95%，其中氯化亚砷、对硝基苯甲酰氯实现营业收入 2.96 亿元、1.34 亿元，同比分别+63.7%/+115.1%。2022 年一季度，公司营业收入为 2.6 亿元，同比+31%。

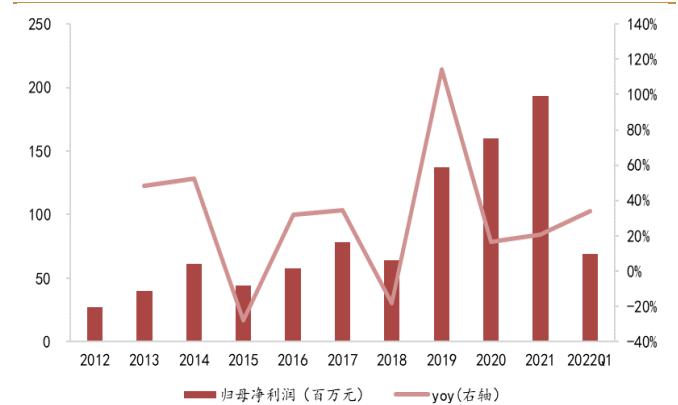
2012-2021 年公司归母净利润复合增速为 24%，2019 年公司归母净利润为 1.4 亿元，同比+114%，该显著增长来自于芳纶聚合单体的产能扩张与盈利增长，该业务当年毛利为 1.84 亿元，2018 年该数据仅为 8113 万元，同比增速为 127%；2021 年公司归母净利润为 1.93 亿元，同比+20.5%；2022 年 Q1 实现归母净利润 6884 万元，同比+33.6%，环比+33.1%

图 5：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

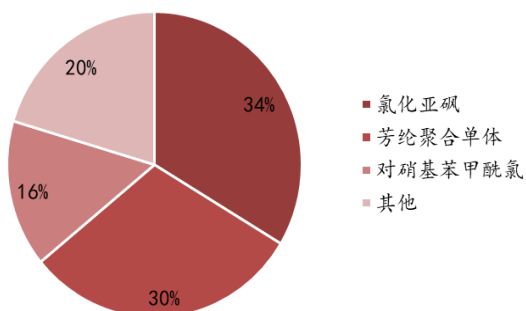
图 6：公司 2012 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

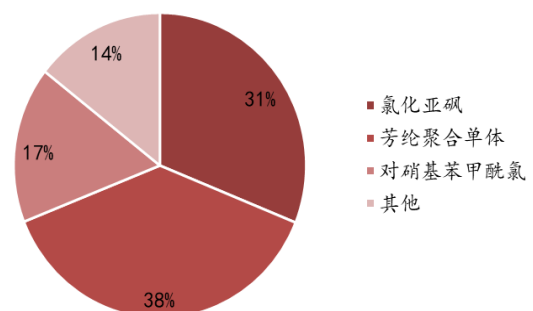
2021 年，氯化亚砷营业收入为 3.0 亿元，占比达 34%，同比+63.7%，公司毛利的主要来源是芳纶聚合单体，2021 年该业务毛利为 1.2 亿元，所占比例为 38%，随着氯化亚砷装置扩能不断推进，芳纶聚合单体占比近年来有所减少，2018-2020 年该占比分别为 46.1%/62.5%/54.1%

图 7：2021 年公司各项业务收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2021 年公司各项业务毛利占比

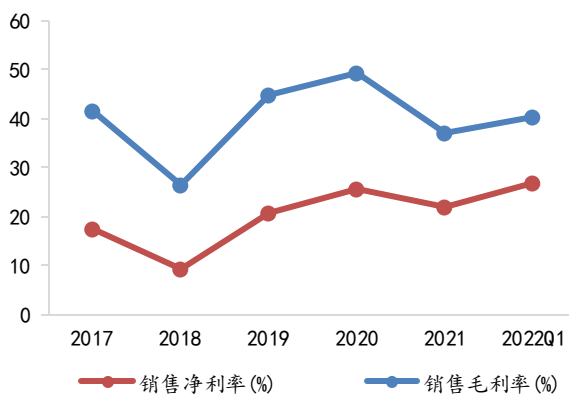


数据来源：公司公告，西南证券整理

2018-2020 年销售毛利率自 26.5% 升至 49.3%，累计增加 22.8 个百分点，主要原因是芳纶聚合单体毛利率持续上升及毛利率较低的贸易业务逐渐退出，2021 年销售毛利率为 36.9%，较 2020 年下降 12.4 个百分点，年内公司原材料成本同比+78.2%，对盈利能力造成影响。2022 年 Q1，公司销售毛利率/净利率为 40.2%/26.7%，同比基本持平，环比分别上行 0.7/8.1 个百分点。

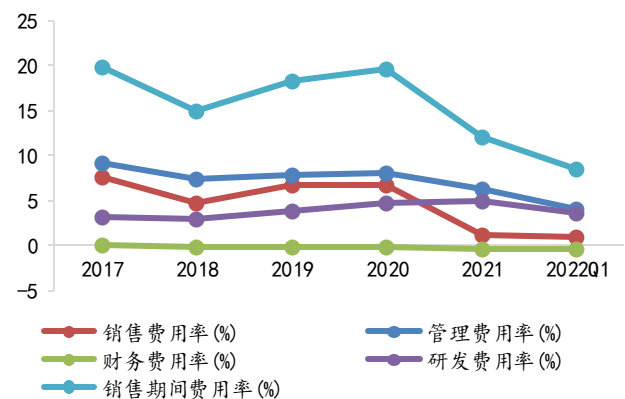
公司财务费用率较为稳定，2019 年销售与管理费用率大幅上行的原因是公司于当年终止贸易业务，而贸易业务所需的管理费用和销售费用较少，自产业业务收入相对于 2018 年出现大幅增长，因此销售费用与管理费用有所上升；公司在现有产品技术升级及硫酰氯、聚醚酮酮等新产品、新技术开发等方面持续加大投入，2020 年，公司研发技术人员占总人员比例为 16.9%，2021 年该比例为 24.8%，2018-2021 年公司研发费用率从 2.84% 增至 4.9%。

图 9：2017-2022 年 Q1 公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

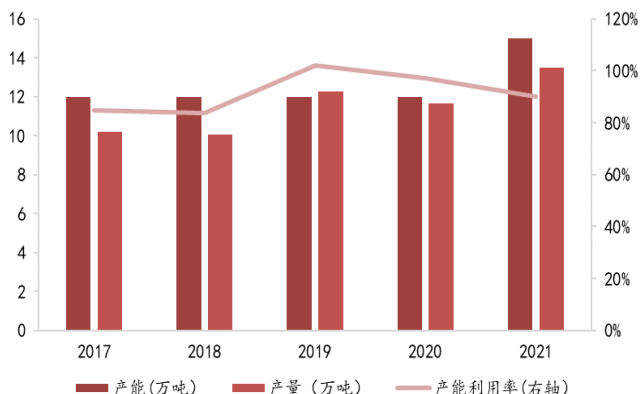
图 10：2017-2022 年 Q1 公司各项费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

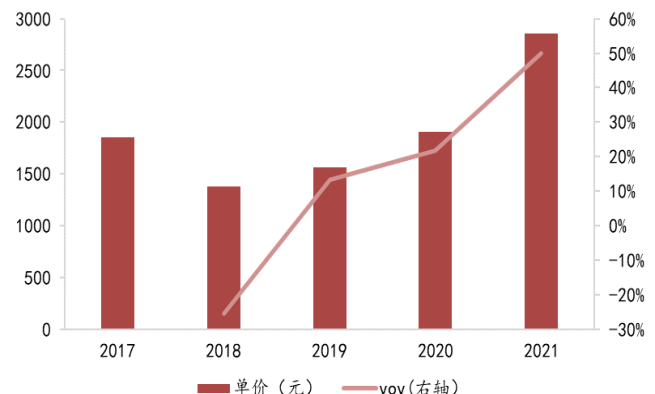
2019-2021 年氯化亚砷市场持续回暖，销售价格分别同比上升 13%/22%/50%，价增来自于需求量随着其在三氯蔗糖等食品添加剂行业和锂电池行业等下游领域应用的不断拓展而提高；芳纶聚合单体销量增长的主要原因是随着科技水平以及高端制造业快速的发展，市场对芳纶需求不断增长，行业处于快速成长的周期，芳纶产业发展带来公司芳纶聚合单体产品需求增长，2021 年公司芳纶聚合单体产量、销量分别为 1.63 万吨、1.57 万吨，同比分别 +22.4%/16.1%。

图 11：2017-2021 年氯化亚砷产能、产量、产能利用率

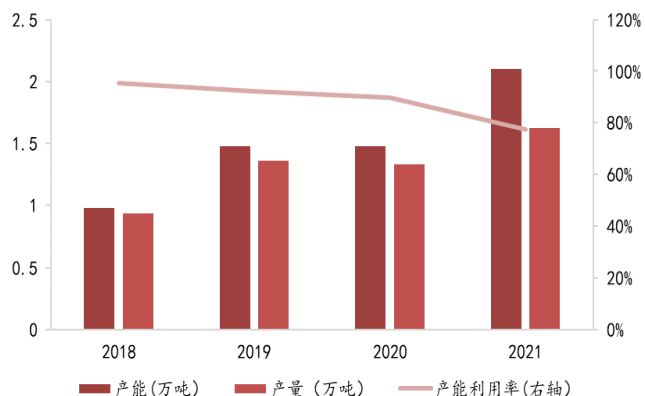


数据来源：Wind，西南证券整理

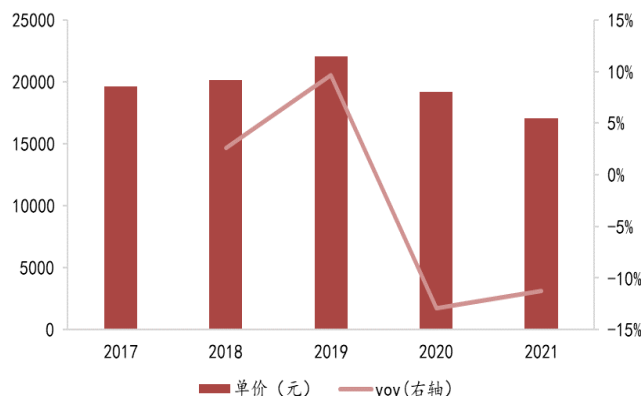
图 12：2017-2021 年氯化亚砷单价及变动



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2017-2021 年芳纶聚合单体产能、产量、产能利用率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：2017-2021 年芳纶聚合单体单价及变动


数据来源：Wind，西南证券整理

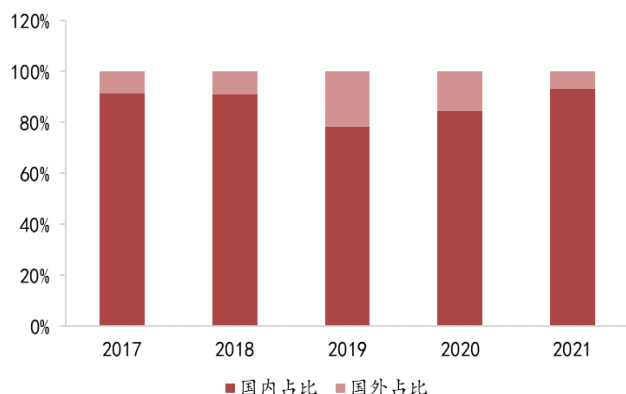
公司以开展国内业务为主，国内销售占比基本保持在 80% 以上，从各类主营产品对应下游客户来看，芳纶聚合单体销售以直销及经销模式开展，下游客户包括美国杜邦、杭州市对外经济贸易服务有限公司、盐城德安德新材料科技有限公司，氯化亚砷下游客户包括山东福尔、江苏常隆农化、上虞颖泰精细化工等。

表 4：五大客户情况

		1	2	3	4	5	合计
2021	客户名称	客户 1	客户 2	客户 3	客户 4	客户 5	-
	销售金额 (万元)	4560.42	4387.45	4190.85	4047.95	3852.85	21039.52
	占比	5.22%	5.02%	4.80%	4.63%	4.41%	24.08%
2020	客户名称	Dupont Specialty Pro	杭州市对外经济贸易服务有限公司	盐城德安德新材料科技有限公司	首建科技有限公司与山东侨昌化学有限公司	杭州颖泰生物科技有限公司与山东福尔等	-
	销售金额 (万元)	6105.82	5301.61	3539.33	3473.27	3413.38	21833.41
	占比	9.78%	8.50%	5.67%	5.57%	5.47%	34.99%
2019	客户名称	美国杜邦	杭州市对外经济贸易服务有限公司	东丽新材料	淄博坤宇工贸有限公司	杭州颖泰生物科技有限公司与山东福尔等	-
	销售金额 (万元)	8662.57	6115.67	3571.07	3046.45	3021.05	24416.81
	占比	13.15%	9.28%	5.42%	4.62%	4.60%	37.06%
2018	客户名称	山东民基化工有限公司	淄博坤宇工贸有限公司	盐城德安德新材料科技有限公司	杭州市对外经济贸易服务有限公司	山东侨昌化学有限公司	-
	销售金额 (万元)	12530	7754.87	4774.56	3443.19	2774.63	31277.19
	占比	18.50%	11.45%	7.05%	5.08%	4.10%	46.18%

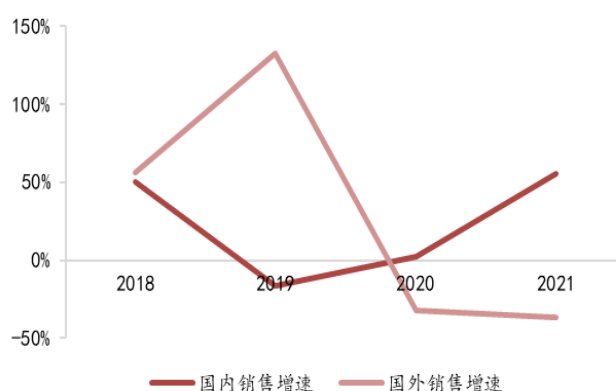
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2017-2021 年国内外销售占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2017-2021 年国内外销售增速



数据来源：Wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司现有氯化亚砷产能 15 万吨，假设 2022-2024 年满负荷开工。

假设 2：假设 2022 年芳纶聚合单体原有 2.1 万吨产能开工率为 90%，新增 1 万吨产能于 2022 年 2 月开始试生产，年内开工率为 80%；2023-2024 年芳纶聚合单体产能为 3.1 万吨，开工率分别为 90%/100%。

假设 3：2022-2024 年 PEKK 销量分别为 200/1500/2000 吨，毛利率均为 50%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
氯化亚砷	收入	295.93	368.45	355.01	426.01
	增速	63.72%	24.51%	-3.65%	20.00%
	毛利率	34.09%	46.77%	48.12%	48.12%
芳纶聚合单体	收入	267.64	423.30	479.88	536.30
	增速	3.12%	58.16%	13.37%	11.76%
	毛利率	45.93%	43.90%	44.91%	44.91%
酰氯	收入	136.98	145.34	152.72	152.72
	增速	115.14%	6.11%	5.08%	0.00%
	毛利率	39.25%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	收入	179.04	259.04	796.94	996.94
	增速	181.20%	44.68%	207.65%	25.10%
	毛利率	26.06%	33.45%	44.08%	45.27%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	收入	879.59	1196.13	1784.55	2111.97
	增速	40.95%	35.99%	49.19%	18.35%
	毛利率	36.82%	41.44%	44.33%	45.01%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取天赐材料、多氟多作为可比公司，主要原因是天赐材料与多氟多规划新型锂盐双氟磷酸亚胺锂（LiFSI）生产，公司主营产品氯化亚砷为 LiFSI 原材料；选取沃特股份作为可比公司，主要原因是沃特股份主要从事特种工程塑料研发与生产，规划进入聚芳醚酮行业，与公司规划产品存在重合；选取金禾实业作为可比公司，主要原因是氯化亚砷为金禾实业产品之一，2021 年四家公司平均 PE 为 29 倍，2022 年平均 PE 为 14 倍。2022-2024 年公司收入复合增长率为 33.9%，归母净利润复合增长率为 48.7%，显著优于行业。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002709.sz	天赐材料	67	0.98	2.3	5.2	6.26	68.37	29.13	12.88	10.70
002407.sz	多氟多	28.58	0.07	1.64	2.51	2.96	408.29	17.43	11.39	9.66
002886.sz	沃特股份	14.2	0.49	0.28	0.67	1.11	28.98	50.71	21.19	12.79
002597.sz	金禾实业	35.55	1.28	2.1	3.05	3.45	27.77	16.93	11.66	10.30
平均值							133.35	28.55	14.28	10.86

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

在建项目投产不及预期、三氯蔗糖、锂电池、芳纶等公司下游领域需求不及预期、PEKK 调试及销售不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	879.59	1196.13	1784.56	2111.99	净利润	193.38	317.83	531.33	635.71
营业成本	555.36	700.43	993.47	1161.40	折旧与摊销	39.60	36.17	36.17	34.46
营业税金及附加	7.66	11.29	16.40	19.58	财务费用	-3.03	0.89	1.20	1.46
销售费用	10.06	36.04	42.65	54.86	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	55.82	83.04	120.35	143.83	经营营运资本变动	-36.30	69.27	-21.74	-22.17
财务费用	-3.03	0.89	1.20	1.46	其他	-105.01	-13.57	9.70	4.77
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	88.63	410.60	556.66	654.24
投资收益	10.37	0.00	0.00	0.00	资本支出	-96.71	-40.00	-60.00	-80.00
公允价值变动损益	-2.54	0.00	0.00	0.00	其他	-263.63	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-360.34	-40.00	-60.00	-80.00
营业利润	218.22	364.45	610.49	730.85	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.87	3.72	3.77	3.76	长期借款	0.00	10000.00	10000.00	10000.00
利润总额	222.09	368.17	614.27	734.61	股权融资	281.89	0.00	0.00	0.00
所得税	28.71	50.34	82.93	98.90	支付股利	-2053.34	-38.68	-63.57	-106.27
净利润	193.38	317.83	531.33	635.71	其他	2062.20	-25.12	-1.20	-1.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	290.75	9936.21	9935.24	9892.27
归属母公司股东净利润	193.38	317.83	531.33	635.71	现金流量净额	18.86	10306.80	10431.90	10466.51
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	200.60	10507.40	20939.30	31405.81	成长能力				
应收和预付款项	99.38	136.82	203.22	240.19	销售收入增长率	40.95%	35.99%	49.19%	18.35%
存货	51.24	51.45	68.60	86.81	营业利润增长率	16.11%	67.01%	67.51%	19.72%
其他流动资产	545.31	481.88	484.07	485.29	净利润增长率	20.50%	64.36%	67.17%	19.64%
长期股权投资	10.37	10.37	10.37	10.37	EBITDA 增长率	17.88%	57.59%	61.36%	18.35%
投资性房地产	11.97	11.97	11.97	11.97	获利能力				
固定资产和在建工程	371.35	379.09	406.84	454.58	毛利率	36.86%	41.44%	44.33%	45.01%
无形资产和开发支出	93.85	91.65	89.44	87.24	三费率	7.14%	10.03%	9.20%	9.48%
其他非流动资产	38.55	36.84	35.12	35.12	净利率	21.99%	26.57%	29.77%	30.10%
资产总计	1422.61	11707.46	22248.93	32817.38	ROE	15.17%	20.77%	26.60%	25.15%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.59%	2.71%	2.39%	1.94%
应付和预收款项	126.14	163.55	235.04	272.77	ROIC	34.71%	51.01%	80.51%	84.13%
长期借款	0.00	10000.00	20000.00	30000.00	EBITDA/销售收入	28.97%	33.57%	36.30%	36.31%
其他负债	21.43	13.94	16.15	17.42	营运能力				
负债合计	147.57	10177.49	20251.19	30290.20	总资产周转率	0.76	0.18	0.11	0.08
股本	420.64	420.64	420.64	420.64	固定资产周转率	3.73	5.02	8.66	12.15
资本公积	389.91	389.91	389.91	389.91	应收账款周转率	14.25	14.33	14.45	13.22
留存收益	440.27	719.43	1187.19	1716.64	存货周转率	14.97	13.64	16.28	14.66
归属母公司股东权益	1275.04	1529.97	1997.74	2527.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	53.87%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1275.04	1529.97	1997.74	2527.18	资产负债率	10.37%	86.93%	91.02%	92.30%
负债和股东权益合计	1422.61	11707.46	22248.93	32817.38	带息债务/总负债	0.00%	98.26%	98.76%	99.04%
					流动比率	6.45	66.20	89.45	114.43
					速动比率	6.08	65.90	89.17	114.12
					股利支付率	1061.82%	12.17%	11.96%	16.72%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.76	1.26	1.51
					每股净资产	3.03	3.64	4.75	6.01
					每股经营现金	0.21	0.98	1.32	1.56
					每股股利	4.88	0.09	0.15	0.25
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	254.78	401.51	647.86	766.78					
PE	69.17	42.09	25.18	21.04					
PB	10.49	8.74	6.70	5.29					
PS	15.21	11.18	7.50	6.33					
EV/EBITDA	49.56	30.69	18.35	14.90					
股息率	15.35%	0.29%	0.48%	0.79%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn