

金风科技 (002202)

2022 年中报点评：中速永磁推广顺利，在手订单充足 H2 放量可期

买入 (维持)

2022 年 08 月 23 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 50,571 | 47,322 | 52,637 | 61,076 |
| 同比 | -10% | -6% | 11% | 16% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 3,457 | 3,607 | 4,259 | 5,217 |
| 同比 | 17% | 4% | 18% | 23% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.82 | 0.85 | 1.01 | 1.23 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 18.44 | 17.67 | 14.97 | 12.22 |

投资要点

- 事件：公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营收 166.63 亿元，同降 8.09%；实现归母净利润 19.2 亿元，同降 5.92%。其中 2022Q2 实现营收 102.8 亿元，同/环比-7.23%/+61.05%；实现归母净利润 6.55 亿元，同/环比-25.32%/-48.27%。2022H1 毛利率为 25.14%，同降 3.63pct，2022Q2 毛利率 24.29%，同/环比-3.43pct/-2.23pct；2022H1 归母净利率为 11.52%，同增 0.27pct，2022Q2 归母净利率 6.37%，同/环比-1.54pct/-13.46pct。报告期业绩下降主要系风机价格下降叠加产品结构变化。
- 制造端量利下滑拖累业绩，风电运营和服务保持增长。22H1 风机制造与销售、风电服务、风电场开发、其他业务、调整和抵消分别贡献-2.13、0.88、19.09、6.00、-4.13 亿元净利润。制造端毛利下滑 7.85pct，主要系 1) 抢装过后高毛利海上风机销量同比下降 83%；2) 主力机型 3/4S 价格降幅高于成本降幅，毛利率同比下降 6.4pct；3) MSPM 未形成规模效应，毛利率仅 10.17%。上半年新增权益装机 350MW，销售 283MW，累计达 6.14GW，实现发电收入 32.94 亿元，同比+9.54%，投资收益 5.96 亿元。权益在建容量 2.86GW，滚动开发模式持续贡献业绩增量。
- 在手订单充足，MSPM 预计成为下半年主力机型。22H1 实现风机销售 4.09GW，其中 MSPM 机型销售 702MW，占比提升至 17%。截至 22H1，公司风机在手订单 24.1GW，外部订单 23.7GW，其中 MSPM 机型约 14.72GW，占比提升至 62.13%，下半年有望交付 8GW，占比过半，成为主力机型，规模化也将带动毛利率提升。分地区来看，公司海外在手外部订单 2.71GW，同比+45%，主要分布在越南、智利、澳大利亚等，出海战略稳步推进。
- 风场服务毛利率大增，运维服务高质量成长。22H1 风场服务实现营收 19.34 亿元，同增 17.61%，其中后服务收入 10.36 亿元，同增 8.27%，毛利率同增 12.88pct 至 19.81%，毛利率高增得益于公司多年的机组产品规模及运维技术积累，运维业务保持高质量发展。报告期内，公司国内外后服务业务在运项目容量 25.3GW，同比增长 48%，随着风电装机稳步增长，风电后服务业务有望成为业绩新增长点。
- 盈利预测与投资评级：考虑中速永磁机型开拓顺利，风电服务空间广阔，我们上调公司 23-24 年盈利预测，我们预计 22-24 年归母净利润为 36.07/42.59/52.17 亿元（前值为 36.07/40.36/45.91 亿元），同比+4.4%/18.1%/22.5%，EPS 分别为 0.85/1.01/1.23 元，PE 分别为 18/15/12 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：价格竞争加剧、需求不及预期等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 14.19 |
| 一年最低/最高价 | 10.26/20.56 |
| 市净率(倍) | 1.73 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 48,155.11 |
| 总市值(百万元) | 59,953.71 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 8.22 |
| 资产负债率(% ,LF) | 69.20 |
| 总股本(百万股) | 4,225.07 |
| 流通 A 股(百万股) | 3,393.60 |

相关研究

《金风科技(002202)：2022 年一季报点评：毛利率小幅下滑，电站转让收益颇丰》

2022-04-27

《金风科技(002202)：2021 年年报点评：大机型快速放量，盈利改善》

2022-03-29

《金风科技(002202)：金风科技三季报点评：Q3 销量环比大幅提升，3-4S 平台机组已成主流》

2021-10-27

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2022H1 收入 166.63 亿元, 同比-8.09% (亿元, %) | 3 |
| 图 2: 2022H1 归母净利润 19.2 亿元, 同比-5.92% (亿元, %) | 3 |
| 图 3: 2022Q2 收入 102.8 亿元, 同比-7.23% (亿元, %) | 4 |
| 图 4: 2022Q2 归母净利润 6.55 亿元, 同比-25.32% (亿元, %) | 4 |
| 图 5: 2022H1 毛利率、净利率同比-3.63、+0.27pct (%) | 4 |
| 图 6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-3.43、-1.54pct (%) | 4 |
| 图 7: 公司分季度分机型销量 | 6 |
| 图 8: 国内季度公开招标量 (GW) | 8 |
| 图 9: 风机月度公开投标市场均价 (元/kW) | 8 |
| 图 10: 公司权益装机容量及在建容量 (MW) | 9 |
| 图 11: 2022Q2 期间费用 20.23 亿元, 同比-5.99%(亿元, %) | 9 |
| 图 12: 2022Q2 期间费用率 19.68%, 同比+0.26pct (%) | 9 |
| 图 13: 2022Q2 现金净流出-0.8 亿元, 同比+80.35%(亿元) | 10 |
| 图 14: 2022Q2 期末合同负债 68.92 亿元, 同比-12.00% (亿元) | 10 |
| 表 1: 2022H1 收入 166.63 亿元, 同比下降 8.09%; 盈利 19.2 亿元, 同比下降 5.92% (单位: 亿元) | 3 |
| 表 2: 公司分业务情况 (亿元) | 5 |
| 表 3: 公司分部利润拆分 (亿元) | 5 |
| 表 4: 公司风机销量及外部订单结构 | 7 |

事件:公司发布2022年半年报,2022H1实现营业收入166.63亿元,同比下降8.09%;实现利润总额23.59亿元,同比下降7.08%;实现归属母公司净利润19.2亿元,同比下降5.92%。其中2022Q2实现营业收入102.8亿元,同比下降7.23%,环比增长61.05%;实现归属母公司净利润6.55亿元,同比下降25.32%,环比下降48.27%。2022H1毛利率为25.14%,同比下降3.63pct,2022Q2毛利率24.29%,同比下降3.43pct,环比下降2.23pct;2022H1归母净利率为11.52%,同比增长0.27pct,2022Q2归母净利率6.37%,同比下降1.54pct,环比下降13.46pct。报告期业绩下降主要系风机价格下降叠加产品结构变化。

表1: 2022H1 收入 166.63 亿元, 同比下降 8.09%; 盈利 19.2 亿元, 同比下降 5.92% (单位: 亿元)

| 金风科技 | 2022H1 | 2021H1 | 2022H1 同比 | 2022Q2 | 2021Q2 | 2022Q2 同比 | 2022Q1 | 2022Q2 环比 |
|-----------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|--------|-----------|
| 营业收入 | 166.63 | 181.31 | -8.1% | 102.80 | 110.81 | -7.2% | 63.83 | 61.0% |
| 毛利率 | 25.1% | 28.8% | -3.6pct | 24.3% | 27.7% | -3.4pct | 26.5% | -2.2pct |
| 营业利润 | 23.49 | 25.50 | -7.9% | 7.49 | 11.46 | -34.6% | 16.00 | -53.2% |
| 利润总额 | 23.59 | 25.39 | -7.1% | 7.58 | 12.03 | -37.0% | 16.01 | -52.7% |
| 归属母公司净利润 | 19.20 | 20.41 | -5.9% | 6.55 | 8.76 | -25.3% | 12.65 | -48.3% |
| 扣非归母净利润 | 18.73 | 19.16 | -2.25% | 4.46 | 8.06 | -44.7% | 14.27 | -68.8% |
| 归母净利率 | 11.5% | 11.3% | 0.3pct | 6.4% | 7.9% | -1.5pct | 19.8% | -13.5pct |
| 股本 | 42.25 | 42.25 | - | 42.25 | 42.25 | - | 42.25 | - |
| EPS (元/股) | 0.45 | 0.48 | -5.9% | 0.15 | 0.21 | -25.3% | 0.30 | -48.3% |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022H1 收入 166.63 亿元, 同比-8.09% (亿元, %)



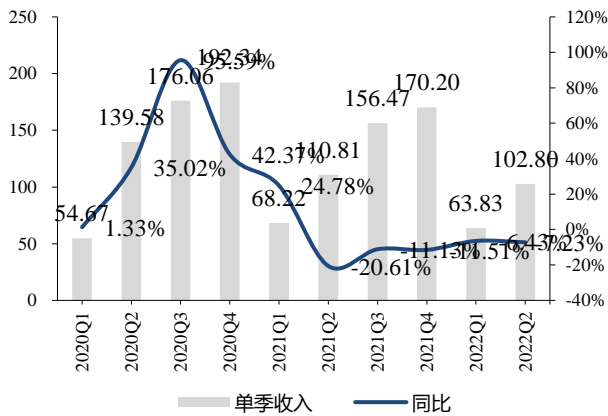
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022H1 归母净利润 19.2 亿元, 同比-5.92% (亿元, %)



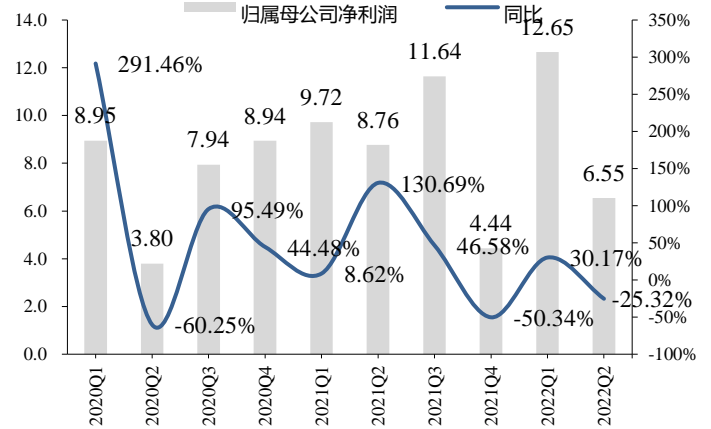
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3：2022Q2 收入 102.8 亿元，同比-7.23%（亿元，%）



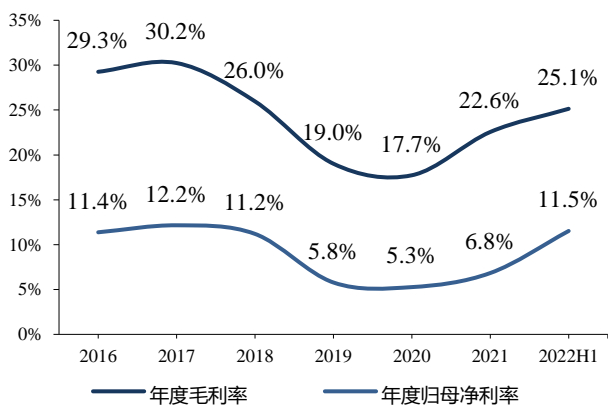
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2022Q2 归母净利润 6.55 亿元，同比-25.32%（亿元，%）



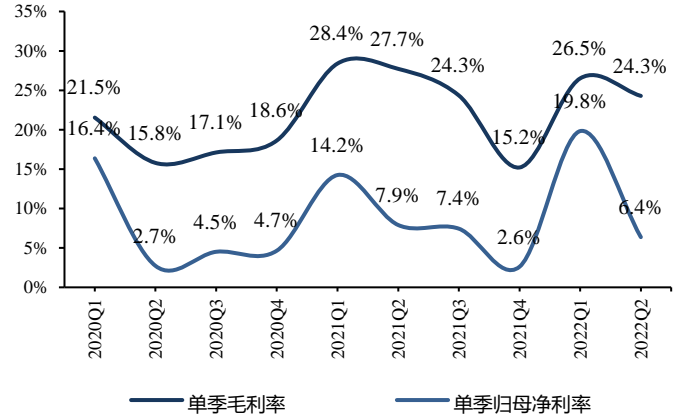
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2022H1 毛利率、净利率同比-3.63、+0.27pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2022Q2 毛利率、净利率同比-3.43、-1.54pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

分业务来看：

- 1) 风机及零部件，销售收入 108.29 亿元，同比下降 15.87%；毛利率 12.59%，同比下降 7.75pct，风机及零部件整体毛利收入 13.64 亿元。
- 2) 风电场投资与开发，实现收入 32.94 亿元，同比增长 9.54%；毛利率 68.29%，同比下降 5.51pct，毛利 22.50 亿元。
- 3) 风电服务收入 19.34 亿元，同比增长 17.61%；毛利率 19.81%，同比提升 12.88pct，毛利 3.83 亿元。
- 4) 水务、投资收益等其他业务收入 6.05 亿元，同比下降 0.13%。

表2：公司分业务情况（亿元）

| 金风科技 | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率 | 营收同比% | 成本同比% | 毛利率同比 |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|-----------|
| 分行业 | | | | | | |
| 风机及零部件销售 | 108.29 | 94.66 | 12.59% | -15.87% | -7.69% | -7.75pct |
| 风电服务 | 19.34 | 15.51 | 19.81% | 17.61% | 1.34% | 12.88pct |
| 风电场投资与开发 | 32.94 | 10.45 | 68.29% | 9.54% | 32.58% | -5.51pct |
| 其他 | 6.05 | 4.13 | 31.78% | -0.13% | 20.58% | -11.72pct |
| 分产品 | | | | | | |
| MSPM | 13.65 | 12.26 | 10.17% | - | - | - |
| 6S/8S | 5.48 | 4.11 | 25.07% | -89.05% | -88.92% | -0.87pct |
| 3S/4S | 58.82 | 51.54 | 12.36% | 38.88% | 49.88% | -6.44pct |
| 2S | 26.09 | 22.91 | 12.17% | -20.09% | -17.91% | -2.33pct |
| 1.5MW | 0.07 | 0.07 | 4.78% | 53.65% | 84.61% | -15.97pct |
| 风机零部件销售 | 4.18 | 3.76 | 10.10% | 15.46% | 20.09% | -3.47pct |
| 风电服务 | 19.34 | 15.51 | 19.81% | 17.61% | 1.34% | 12.88pct |
| 风电场投资与开发 | 32.94 | 10.45 | 68.29% | 9.54% | 32.58% | -5.51pct |
| 其他 | 6.05 | 4.13 | 31.78% | -0.13% | 20.58% | -11.72pct |
| 分地区 | | | | | | |
| 国内销售 | 154.48 | 115.20 | 25.42% | -6.16% | -0.11% | -4.52pct |
| 国际销售 | 12.16 | 9.54 | 21.52% | -27.13% | -31.00% | 4.40pct |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

制造端量利下滑拖累业绩，风电运营和服务保持增长。2022H1 公司风机制造与销售、风电服务、风电场开发、其他业务、调整和抵消分别贡献-2.13、0.88、19.09、6.00、-4.13 亿元净利润。投资收益为 14.98 亿元，同比增长 62.5%。制造端毛利下滑 7.85pct，主要系 1) 抢装过后高毛利海上风机销量同比下降 83%；2) 主力机型 3/4S 价格降幅高于成本降幅，毛利率同比下降 6.4pct；3) MSPM 未形成规模效应，毛利率仅 10.17%。

表3：公司分部利润拆分（亿元）

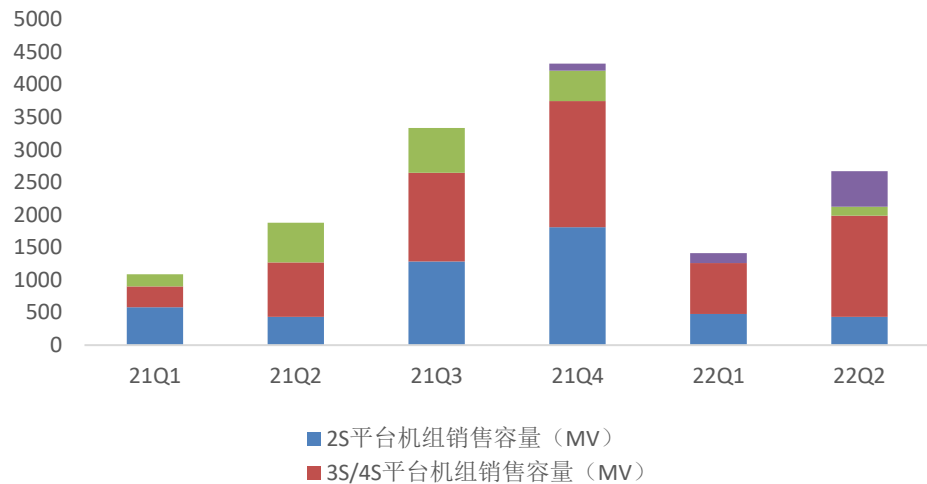
| 2022H1 | 风机制造与销售 | 风电服务 | 风电场开发 | 其他 | 调整和抵消 | 合并 |
|---------------|---------|-------|-------|------|--------|--------|
| 主营业务收入 | | | | | | |
| 对外交易收入 | 108.29 | 19.34 | 32.94 | 4.54 | 0.00 | 165.12 |
| 分部间交易收入 | 24.86 | 0.82 | 0.14 | 1.47 | -27.29 | 0.00 |
| 收入小计 | 133.16 | 20.17 | 33.08 | 6.00 | -27.29 | 165.12 |
| 其他业务收入 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| | | | | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 对外交易收入 | 0.37 | 0.17 | 0.05 | 0.92 | 0.00 | 1.52 |
| 分部间交易收入 | 0.78 | 0.08 | 0.04 | 0.00 | -0.90 | 0.00 |
| | 1.15 | 0.25 | 0.09 | 0.92 | -0.90 | 1.52 |
| 收入合计 | 134.30 | 20.42 | 33.17 | 6.93 | 28.19 | 166.63 |
| 对合营和联营企业的投资收益 | 0.11 | 0.00 | 1.96 | 0.23 | 0.00 | 2.30 |
| 质量保证准备金 | 11.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -0.10 | 11.39 |
| 利息收入 | 3.12 | 0.02 | 0.74 | 1.40 | -3.36 | 1.92 |
| 利息支出 | 2.50 | 0.16 | 5.89 | 0.98 | -3.43 | 6.10 |
| 资产减值损失 | 0.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.18 |
| 信用减值损失(转回) | -1.08 | -0.04 | 0.00 | -0.03 | -0.07 | -1.22 |
| 营业外支出 | 0.10 | 0.00 | 0.01 | 0.08 | 0.00 | 0.20 |
| 利润(亏损)总额 | -2.84 | 1.12 | 22.13 | 7.52 | 4.33 | 23.59 |
| 所得税费用 | -0.71 | 0.23 | 3.04 | 1.51 | -0.20 | 3.88 |
| 资产总额 | 903.16 | 138.43 | 573.56 | 226.05 | -600.50 | 1240.71 |
| 长期股权投资 | 2.33 | 2.90 | 55.49 | 6.17 | 0.00 | 66.89 |
| 非流动资产 | 0.26% | 2.09% | 9.67% | 2.73% | 0.00% | 5.39% |
| 负债总额 | | | | | | |
| 资本性支出(注) | 5.27 | 0.49 | 47.61 | 1.26 | -3.40 | 51.23 |
| 固定资产、使用权资产、投资性房地产、 | 3.47 | 0.65 | 8.69 | 0.75 | -0.91 | 12.64 |
| 长期待摊费用及无形资产折旧与摊销 | | | | | | |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2022H1 公司实现风机销售 4.09GW，同/环比+37.63%/-47.05%。其中 2S 机型销售 912MW，同环比-10%/-71%，占比 22%；3S/4S 机型销售 2333MW，同环比+103%/-29%，占比 57%；6S/8S 机型销售 138MW，同环比-83%/-88%，占比 3%；MSPM 机型销售 702MW，占比 17%。Q2 单季度来看，Q2 实现风机销售 2.67GW，同/环比+42.47%/+89.55%，其中 2S 机型销售 433MW，占比 16%；3S/4S 机型销售 1554MW，占比 58%；6S/8S 机型销售 138MW，占比 5%，MSPM 机型销售 549MW，占比 21%，继续提升。

图7：公司分季度分机型销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

风机在手订单充足，MSPM 成为主力机型，海外业务拓展顺利：截至 2022H1，公司风机在手订单 24.1GW，其中外部订单 23.7GW。分机型来看，3/4S 机型约 6.85GW，占比同比下降 28.76pct 至 28.93%；2S 机型约 1.87GW，占比同比下降 28.41pct 至 7.88%；6/8S 机型约 0.19GW，占比同比下降 4.71pct 至 0.82%；MSPM 机型约 14.72GW，占比提升至 62.13%，成为主力机型，公司中速永磁技术路线切换顺利，市场接受度高，有望进一步提升综合竞争力。分地区来看，海外在手外部订单 2.71GW，同比+45%，主要分布在越南、智利、澳大利亚等国，海外已投运项目权益容量 452MW，在建项目权益容量达到 581MW，在建项目主要集中在澳大利亚，海外业务拓展顺利。

表4：公司风机销量及外部订单结构

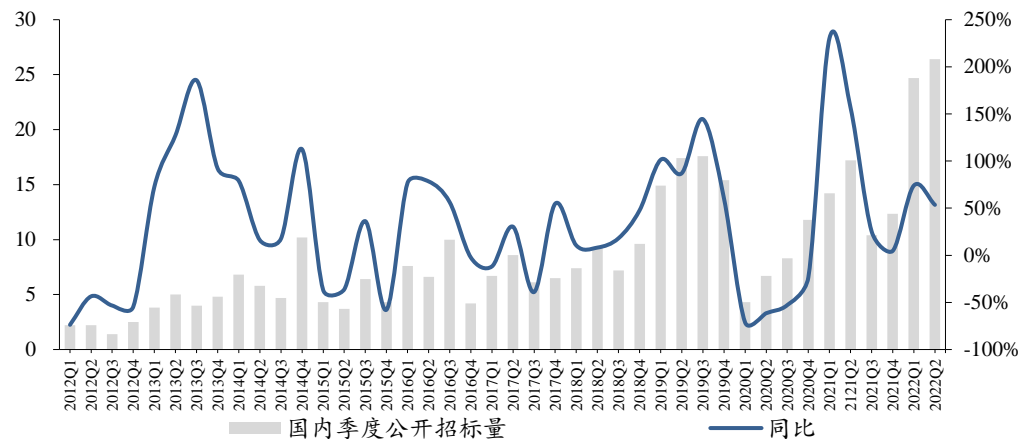
| | 1.5MW | 2S | 3S/4S | 6S/8S | MSPM | 合计 |
|-------------------------|-------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|
| 2021H1 销量 (MW) | 1.65 | 1,017.40 | 1,151.90 | 794.90 | - | 2965.85 |
| 占比 | 0.06% | 34.30% | 38.84% | 26.80% | - | 100.00% |
| 2022H1 销量 (MW) | 1.5 | 912.00 | 2,333.05 | 138.00 | 701.55 | 4,086.10 |
| 占比 | 0.04% | 22.32% | 57.10% | 3.38% | 17.17% | 100.00% |
| 2021H1 外部订单 (MW) | 75 | 5457 | 8676 | 831 | - | 15039 |
| 占比 | 0.50% | 36.29% | 57.69% | 5.53% | - | 100.00% |
| 2022H1 外部订单 (MW) | 58.5 | 1,867.00 | 6,854.00 | 194 | 14720 | 23693.5 |
| 占比 | 0.25% | 7.88% | 28.93% | 0.82% | 62.13% | 100.00% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

风机招标加速，招标价格趋稳：2022H1 国内公开招标新增 51.1GW，同增 62.3%，其中陆上 42.0GW，海上 9.14GW。其中，2022Q2 国内公开招标新增 26.4GW，同环比 +53%/+6.88%，其中陆上 22.7GW，海上 3.74GW，风机招标加速进行。2022 年 6 月，全

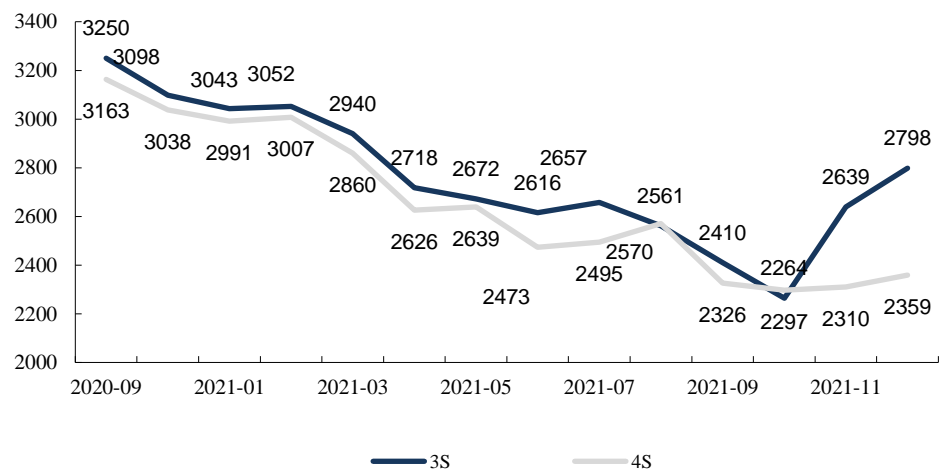
市场风电整机商风电机组投标均价为 1939 元/kW，主要系 2022 年主流投标机型升级为 6MW，大兆瓦带动风机价格下降。从近期招标业态来看，不再一味打价格战，我们预计全年均价维持 1700-2000 元/kW。公司一贯坚持风机品质，随着价格企稳，订单量预计进一步提升。

图8：国内季度公开招标量（GW）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

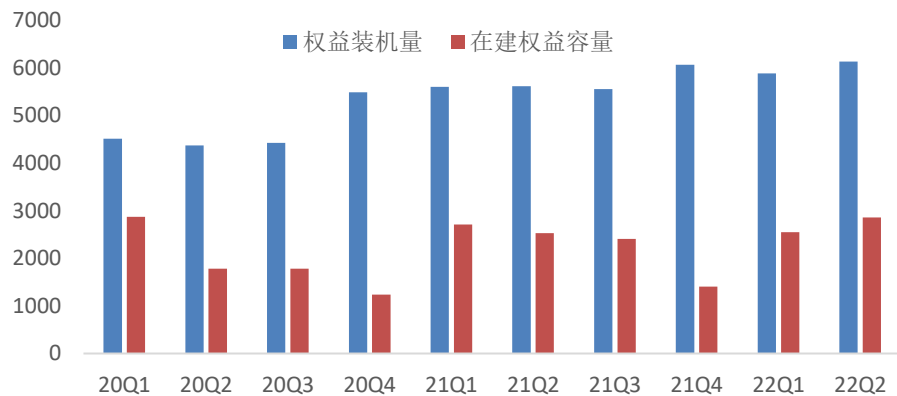
图9：风机月度公开投标市场均价（元/kW）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

风电场自营规模稳步增长，风场运营保持高效率：2022H1 公司自营风电场权益装机容量新增 350MW，销售 283MW，累计达 6.14GW，权益在建容量 2.86GW。自营风电场平均利用小时数 1270h，同比-8.76%，高于行业平均水平 114h。

图10：公司权益装机容量及在建容量（MW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率有所上升，研发费用增加：公司 2022H1 期间费用同比下降 6.05%至 32.7 亿元，期间费用率上升 0.43 个百分点至 19.62%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 5.20%、下降 0.84%、下降 2.06%、下降 21.01%至 14.51 亿元、13.7 亿元、5.02 亿元、4.49 亿元；费用率分别上升 0.27、上升 0.6、上升 0.19、下降 0.44 个百分点至 8.71%、8.22%、3.02%、2.69%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 -9.27%/-7.81%/-22.15%/+8.59%，费用率分别为 9.39%/6.76%/2.03%/3.53%。公司 2022Q2 期间费用同比下降 5.99%至 20.23 亿元，期间费用率上升 0.26pct 至 19.68%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 9.27%、下降 7.81%、下降 22.15%、上升 8.59%至 9.65 亿元、6.95 亿元、2.09 亿元、3.63 亿元；费用率分别下降 0.21、下降 0.04、下降 0.39、上升 0.51 个百分点至 9.39%、6.76%、2.03%、3.53%。2022H1 期间费用率上升主要系本期收入基数降低，同时研发投入和销售费用中售后服务费增加。

图11：2022Q2 期间费用 20.23 亿元，同比-5.99%(亿元，%)

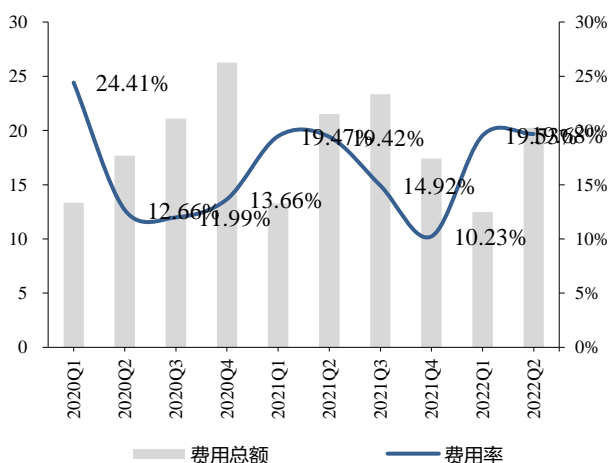
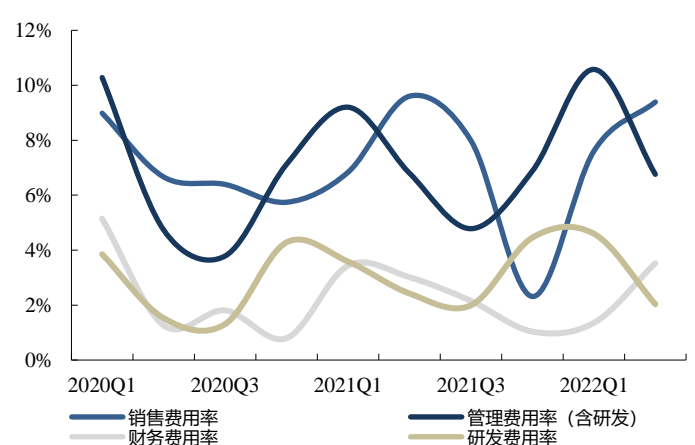


图12：2022Q2 期间费用率 19.68%，同比+0.26pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

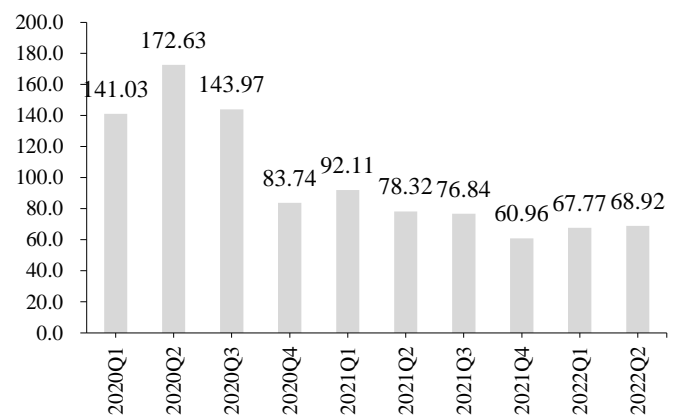
2022Q2 现金流改善:2022H1 经营活动现金流量净流出 38.27 亿元, 同比增长 6.39%。销售商品取得现金 186.01 亿元, 同比下降 7.33%。期末合同负债 68.92 亿元, 比年初增长 13.05%。期末应收账款 253.01 亿元, 较期初增长 17.16 亿元, 应收账款周转天数上升 106.01 天至 264.05 天。期末存货 78.74 亿元, 较期初上升 30.56 亿元; 存货周转天数上升 43.15 天至 91.57 天。2022Q2 经营活动现金净流出 0.80 亿元, 同比增长 80.35%。2022Q2 销售商品取得现金 104.08 亿元, 同比降低 16.82%。2022Q2 期末存货 78.74 亿元, 同比增长 0.33 亿元。

图13: 2022Q2 现金净流出-0.8 亿元, 同比+80.35%(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2022Q2 期末合同负债 68.92 亿元, 同比-12.00% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 考虑中速永磁机型开拓顺利, 风电服务空间广阔, 我们上调公司 23-24 年盈利预测, 我们预计 22-24 年归母净利润为 36.07/42.59/52.17 亿元 (前值为 36.07/40.36/45.91 亿元), 同比+4.4%/18.1%/22.5%, EPS 分别为 0.85/1.01/1.23 元, PE 分别为 18/15/12 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 价格竞争加剧、需求不及预期等。

金风科技三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 47,936 | 60,092 | 63,356 | 72,235 | 营业总收入 | 50,571 | 47,322 | 52,637 | 61,076 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 8,977 | 25,590 | 28,802 | 34,297 | 营业成本(含金融类) | 39,165 | 37,453 | 41,218 | 47,187 |
| 经营性应收款项 | 27,374 | 22,770 | 22,152 | 23,952 | 税金及附加 | 229 | 189 | 211 | 244 |
| 存货 | 4,818 | 4,317 | 4,187 | 4,808 | 销售费用 | 3,174 | 2,981 | 3,158 | 3,665 |
| 合同资产 | 1,420 | 1,656 | 1,790 | 1,893 | 管理费用 | 1,717 | 1,514 | 1,684 | 1,954 |
| 其他流动资产 | 5,348 | 5,759 | 6,425 | 7,283 | 研发费用 | 1,584 | 1,443 | 1,579 | 1,832 |
| 非流动资产 | 71,424 | 80,674 | 87,938 | 96,480 | 财务费用 | 1,081 | 1,078 | 1,330 | 1,449 |
| 长期股权投资 | 5,903 | 5,653 | 5,403 | 5,153 | 加:其他收益 | 418 | 234 | 263 | 263 |
| 固定资产及使用权资产 | 27,528 | 38,442 | 43,541 | 47,000 | 投资净收益 | 1,983 | 1,767 | 1,864 | 1,786 |
| 在建工程 | 11,717 | 4,415 | 2,225 | 1,567 | 公允价值变动 | 66 | 85 | 96 | 105 |
| 无形资产 | 5,483 | 5,183 | 5,083 | 4,983 | 减值损失 | -1,758 | -641 | -832 | -961 |
| 商誉 | 163 | 153 | 143 | 133 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 61 | 61 | 61 | 61 | 营业利润 | 4,332 | 4,108 | 4,848 | 5,937 |
| 其他非流动资产 | 20,569 | 26,766 | 31,481 | 37,582 | 营业外净收支 | 7 | -4 | -3 | -1 |
| 资产总计 | 119,360 | 140,766 | 151,294 | 168,714 | 利润总额 | 4,339 | 4,104 | 4,845 | 5,935 |
| 流动负债 | 49,886 | 51,613 | 52,770 | 59,816 | 减:所得税 | 848 | 495 | 584 | 715 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 4,285 | 9,014 | 9,014 | 7,014 | 净利润 | 3,491 | 3,609 | 4,261 | 5,220 |
| 经营性应付款项 | 31,891 | 28,135 | 30,003 | 36,073 | 减:少数股东损益 | 35 | 2 | 2 | 3 |
| 合同负债 | 6,096 | 7,491 | 6,183 | 7,953 | 归属母公司净利润 | 3,457 | 3,607 | 4,259 | 5,217 |
| 其他流动负债 | 7,613 | 6,973 | 7,571 | 8,776 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.82 | 0.85 | 1.01 | 1.23 |
| 非流动负债 | 33,051 | 49,622 | 54,732 | 59,886 | EBIT | 4,359 | 3,741 | 4,786 | 6,193 |
| 长期借款 | 24,374 | 40,845 | 45,845 | 50,845 | EBITDA | 6,720 | 6,154 | 7,360 | 9,046 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 22.55 | 20.86 | 21.69 | 22.74 |
| 租赁负债 | 2,040 | 2,140 | 2,250 | 2,404 | 归母净利率(%) | 6.84 | 7.62 | 8.09 | 8.54 |
| 其他非流动负债 | 6,637 | 6,637 | 6,637 | 6,637 | 收入增长率(%) | -10.12 | -6.42 | 11.23 | 16.03 |
| 负债合计 | 82,937 | 101,235 | 107,502 | 119,703 | 归母净利润增长率(%) | 16.65 | 4.35 | 18.06 | 22.51 |
| 归属母公司股东权益 | 35,542 | 38,647 | 42,906 | 48,123 | | | | | |
| 少数股东权益 | 882 | 884 | 886 | 888 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 36,424 | 39,531 | 43,792 | 49,012 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 119,360 | 140,766 | 151,294 | 168,714 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|---------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 4,887 | 7,430 | 8,098 | 14,127 | 每股净资产(元) | 7.94 | 8.79 | 9.80 | 11.04 |
| 投资活动现金流 | -7,873 | -10,160 | -8,026 | -9,660 | 最新发行在外股份(百万股) | 4,225 | 4,225 | 4,225 | 4,225 |
| 筹资活动现金流 | 3,471 | 19,357 | 3,168 | 1,054 | ROIC(%) | 5.50 | 4.15 | 4.38 | 5.18 |
| 现金净增加额 | 435 | 16,628 | 3,240 | 5,521 | ROE-摊薄(%) | 9.73 | 9.33 | 9.93 | 10.84 |
| 折旧和摊销 | 2,360 | 2,413 | 2,573 | 2,853 | 资产负债率(%) | 69.48 | 71.92 | 71.06 | 70.95 |
| 资本开支 | -10,572 | -5,737 | -5,392 | -5,563 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 18.44 | 17.67 | 14.97 | 12.22 |
| 营运资本变动 | -4,333 | 1,885 | 362 | 4,375 | P/B(现价) | 1.90 | 1.72 | 1.54 | 1.37 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

