

战略布局软磁基地，粉末冶金龙头未来可期

投资要点

- **事件：**公司发布2022半年度报告，2022年上半年，公司实现营业收入17.8亿元，同比增长2.8%；实现归母净利润0.5亿元，同比减少20.7%。分季度来看，2022Q1/Q2公司分别实现营业收入8.9/8.9亿元，同比增长分别为3.7%/2.0%。
- **“光伏+新能源车”双引领，SMC需求景气向上。**公司上半年软磁板块的销售收入2.9亿元，同比增长23.3%，占公司主营业务收入的16.6%，主要得益于光伏、新能源汽车行业景气度持续提升。未来：（1）全球光伏逆变器装机量高速增长，2030年全球光伏逆变器软磁需求量将达到17.4万吨，2021-2030年CAGR为15.9%；（2）新能源车软磁需求广阔，2025年国内新能源汽车行业合金软磁需求量将由2021年的0.42万吨提升至0.66万吨，国内2021-2025年新能源车软磁需求量CAGR为12.0%。公司拟在山西建设年产6万吨软磁材料产业基地，进一步提升软磁材料盈利能力，加强公司软磁板块的核心竞争力。
- **MIM行业稳步发展，消费电子行业持续扩张。**公司上半年消费电子板块的销售收入5.8亿元，同比增长21.4%，占公司主营业务收入的32.8%，主要系2022年上半年公司落实了各经营单元的主体责任，降低了上海基地的实际生产占比，经营管理更加精细化，进一步加强盈利能力。
- **PM市场前景广阔，汽车领域需求快速增长。**公司上半年粉末冶金板块的销售收入8.9亿元，同比减少11.4%，占公司主营业务收入的50.6%，主要因为二季度上海及周边疫情的影响，导致“长三角”客户尤其是汽车客户的供应链受到了不同程度的影响。汽车粉末冶金零件市场是未来发展的主要趋势，粉末冶金汽车零部件市场空间巨大。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.0亿元、3.0亿元、3.4亿元，对应EPS分别为0.32元、0.48元、0.55元，未来三年归母净利润增速分别为674.06%、48.59%、15.08%。综合我们对公司三大业务板块分部估值的结果，预测公司2023年合理市值为79.90亿元，对应PE为27倍，对应股价为12.96元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期、原材料价格波动、项目投产不达预期。

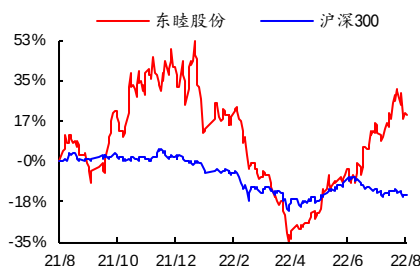
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3591.33	4276.36	4999.35	6039.85
增长率	9.38%	19.07%	16.91%	20.81%
归属母公司净利润（百万元）	25.82	199.86	296.98	341.77
增长率	-70.49%	674.06%	48.59%	15.08%
每股收益EPS（元）	0.04	0.32	0.48	0.55
净资产收益率ROE	1.36%	8.96%	11.87%	12.18%
PE	255	33	22	19
PB	2.55	2.21	2.04	1.87

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zslans@swsc.com.cn
联系人：黄腾飞
电话：13651914586
邮箱：htengf@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)	6.16
流通A股(亿股)	6.16
52周内股价区间(元)	5.74-13.56
总市值(亿元)	65.34
总资产(亿元)	61.04
每股净资产(元)	4.29

相关研究

目 录

1 业绩稳中有进，产业链上下游协同发展	1
1.1 经营业绩稳步增长，费用成本控制良好	1
1.2 战略布局软磁领域，增强公司持续经营能力	2
2 下游需求高景气，软磁板块持续发力	3
2.1“光伏+新能源”双引领，软磁需求景气向上	3
2.2 MIM 行业快速发展，消费电子行业集中度持续提升	4
2.3 粉末冶金市场前景广阔，汽车领域需求扩张	5
3 盈利预测与估值	6
3.1 盈利预测	6
3.2 相对估值	7
4 风险提示	8

图 目 录

图 1：2022H1 公司营业收入 178368.3 万元.....	1
图 2：2022H1 公司归母净利润 4807.8 万元.....	1
图 3：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分（亿元）	1
图 4：2017-2022H1 公司主营业务营收占比	1
图 5：2017-2022H1 公司综合毛利率及净利率情况	2
图 6：2017-2022H1 公司期间费用率情况	2
图 7：2017-2022H1 公司研发费用情况	2
图 8：2020-2025 年全国充电桩保有量及车桩比情况	4
图 9：预计 2025 年全国新能源车销量 550 万辆	4
图 10：2016-2022 年全球 MIM 市场规模增长情况及预测	4
图 11：2016-2021 年我国 MIM 市场规模增长情况及预测	4
图 12：2017-2022 年中国电子制造业收入统计及预测	5
图 13：各国每辆车粉末冶金零件使用量	5
图 14：2025 年国内汽车产量 3500 万辆	6
图 15：2025 年国内汽车制造业粉末冶金市场规模 141.7 亿元	6

表 目 录

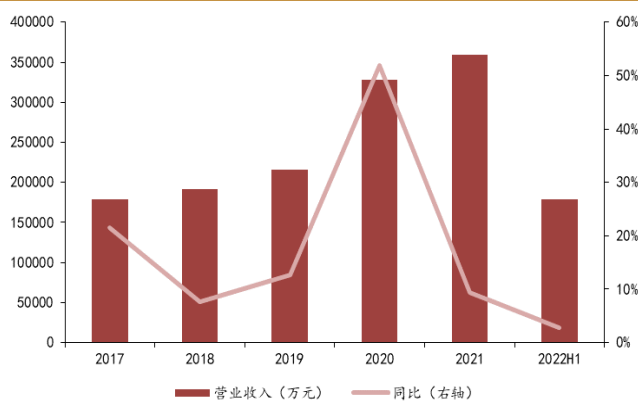
表 1：2021-2030 年全球光伏新增装机量预测	3
表 2：2021-2030 年全球光伏逆变器需求测算	3
表 3：分业务收入及毛利率	7
表 4：粉末冶金板块可比公司估值（截止至 8.26 收盘价）	7
表 5：软磁材料板块可比公司估值（截止至 8.26 收盘价）	8
表 6：金属注射成型板块可比公司估值（截止至 8.26 收盘价）	8
附表：财务预测与估值	9

业绩稳中有进，产业链上下游协同发展

1.1 经营业绩稳步增长，费用成本控制良好

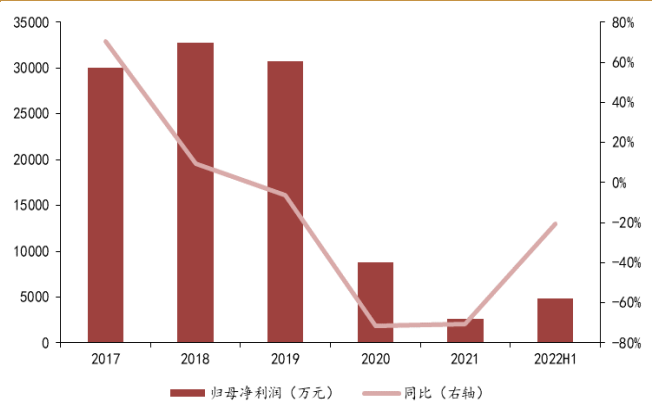
营收稳步增长，净利润小幅下滑。2022 年上半年，公司实现营业收入 178368.3 万元，同比增长 2.8%；实现归母净利润 4807.8 万元，同比减少 20.7%。分季度来看，2022Q1/Q2 公司分别实现营业收入 88995.0/89373.3 万元，同比增长分别为 3.7%/2.0%。上半年，公司通过降本增效，加快产品升级换代，实现公司经营的持续有效增长。净利润下滑主要系随着经济周期和市场的变化，国际大宗原材料价格上涨，公司铁粉原材料的价格上涨。

图 1：2022H1 公司营业收入 178368.3 万元



数据来源：wind，西南证券整理

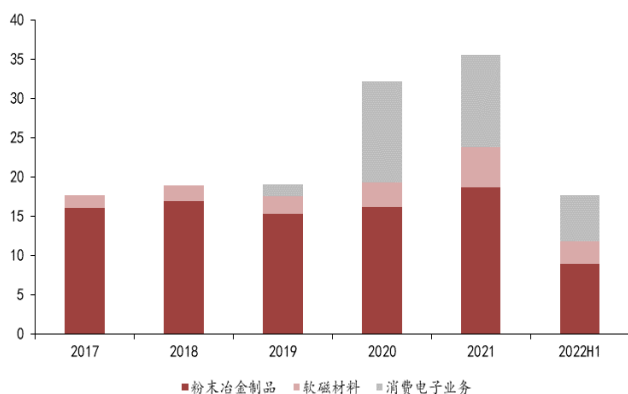
图 2：2022H1 公司归母净利润 4807.8 万元



数据来源：wind，西南证券整理

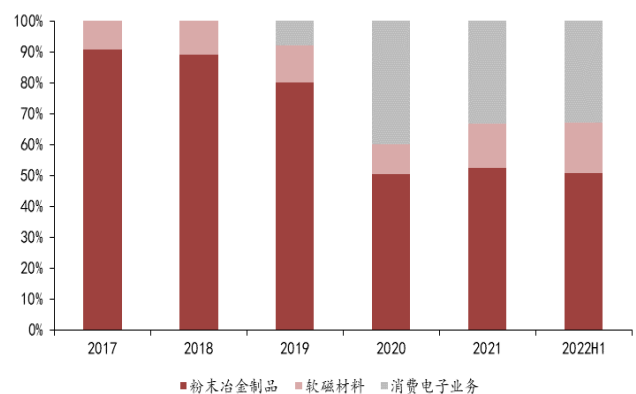
营收结构保持稳定，粉末冶金制品营收下降。2022 年上半年，公司粉末冶金制品、软磁材料、消费电子业务营业收入分别为 8.9 亿元、2.9 亿元、5.8 亿元，同比增长分别为 -11.4%、23.3%、21.4%。近三年公司营收结构较为稳定，2022 年上半年粉末冶金制品、软磁材料、消费电子业务营收占比分别 50.6%、16.6%、32.4%。

图 3：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2017-2022H1 公司主营业务营收占比

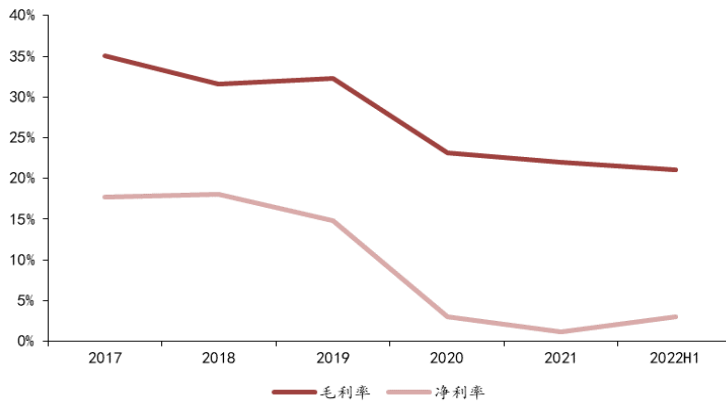


数据来源：wind，西南证券整理

综合毛利率有所下滑，净利率相对保持稳定。2022 年上半年公司综合毛利率为 21.0%，较去年同期下降 3.07pp；净利率为 3.0%，较去年同期下降 0.74pp。其中，净利率下降幅度小于毛利率的主要原因：（1）并购评估增值摊销额减少，上海富驰公司租赁支出减少，内部

降本措施初见成效物料消耗支出减少，以及因疫情影响办公及差旅费用减少；（2）研发材料投入和研发工资支出减少；（3）疫情影响，业务拓展支出减少。

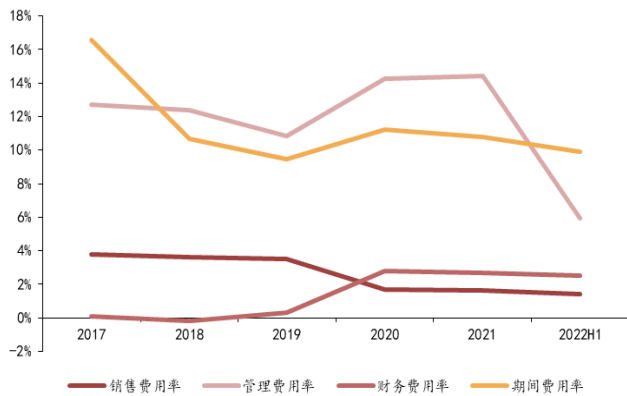
图 5：2017-2022H1 公司综合毛利率及净利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

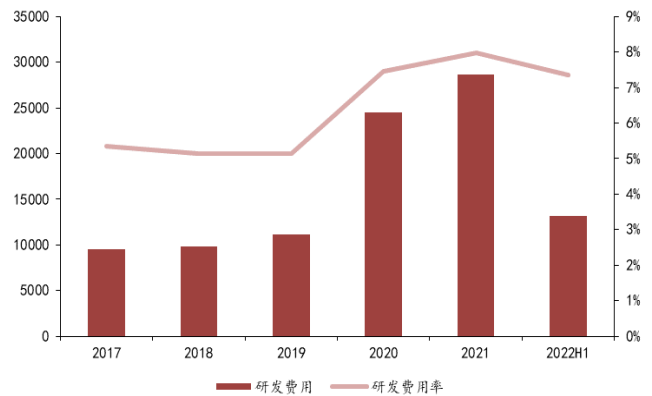
公司三费成本下降，研发费用率同比下滑。2022 年上半年公司期间费用率为 9.9%，较去年同期下降 1.27pp。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.4%、5.9%、2.5%，较去年同期分别下降 0.15pp、1.05pp、0.07pp。2022 年上半年公司研发投入 13116.8 万元，研发占比 7.4%，同比下降 14.2%。

图 6：2017-2022H1 公司期间费用率情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：2017-2022H1 公司研发费用情况



数据来源：wind，西南证券整理

1.2 战略布局软磁领域，增强公司持续经营能力

目前 SMC 行业下游具有较大发展潜力，为了把握市场发展趋势，公司与临猗县人民政府签订了《年产 6 万吨软磁材料产业基地投资协议》，拟投资 7.0 亿元在临猗现代农业产业示范区内投资建设年产 6 万吨软磁材料产业基地，为了便于该生产基地的筹备和建设，公司拟在当地设立全资子公司山东东睦磁电有限公司作为项目投资主体，有利于利用项目所在地的区位、资源等优势，进一步优化 SMC 产业基地布局，加强公司在 SMC 板块的资源配置，打造 SMC 板块第二基地，同时有利于增强公司 SMC 板块的核心竞争力，增强上市公司的持续经营能力，对公司的长远发展有重大的战略意义。

2 下游需求高景气，软磁板块持续发力

2.1 “光伏+新能源”双引领，软磁需求景气向上

2.1.1 光伏：全球光伏逆变器装机量高速增长

全球光伏装机量稳定增长。据 IEA 预测，2021 年全球光伏新增装机 156.8GW，预计 2025 年达到 228.8GW，2030 年将达到 525.8GW，2021-2025 年全球新增光伏装机量 CAGR 将达 9.9%。

表 1：2021-2030 年全球光伏新增装机量预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国光伏新增装机（GW）	50	51.3	55.4	62.6	73.2	87.1	102.8	116.2	137.1	160.4
YOY	-	3%	8%	13%	17%	19%	18%	13%	18%	17%
中国新增装机量占全球	30.00%	30.70%	31.00%	31.50%	32.00%	31.60%	31.30%	31.00%	30.70%	30.50%
全球光伏新增装机（GW）	156.8	167	178.6	198.6	228.8	275.7	328.4	374.7	446.5	525.8
YOY	-	6.51%	6.95%	11.20%	15.21%	20.50%	19.11%	14.10%	19.16%	17.76%

数据来源：IEA，能源局，西南证券整理

软磁材料主要用于光伏发电系统中的光伏逆变器，光伏逆变器对于整个光伏发电系统的效率、稳定性、可靠性具有关键影响，是系统中不可缺少的核心部件。2021 年全球光伏逆变器需求量 185GW 中，逆变器替换需求为 30.1GW。2030 年全球光伏逆变器总需求将达 697.5GW，逆变器替换需求为 133.2GW。根据 IEA 数据，2030 年全球光伏逆变器需求将达到 697.5GW，每 kW 光伏装机容量所需软磁材料约为 0.25kg，预计 2030 年全球光伏逆变器软磁需求量将达到 17.4 万吨，2021-2030 年全球光伏逆变器软磁材料需求量 CAGR 为 15.9%。

表 2：2021-2030 年全球光伏逆变器需求测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球光伏新增装机（GW）	154.9	186.9	218.7	252.4	288.9	335.8	382.6	435.9	496.6	564.3
全球光伏逆变器替换需求（GW）	30.1	34.2	40.3	48.1	62	81	99.1	109.6	119.3	133.2
全球光伏逆变器需求（GW）	185	221.1	259	300.6	350.9	416.8	481.7	545.5	615.9	697.5

数据来源：IEA，能源局，西南证券整理

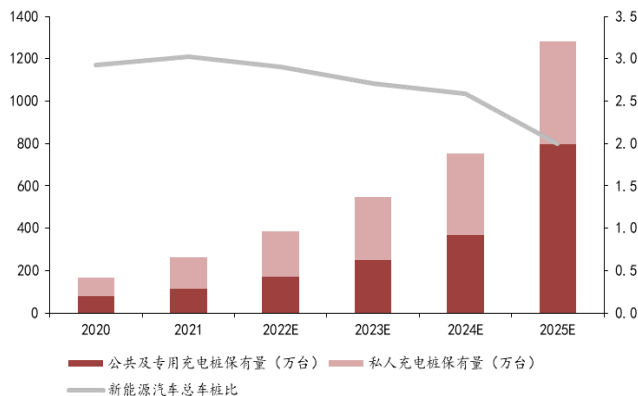
2.1.2 新能源车：行业景气带动软磁需求快速放量

新能源汽车及充电桩快速发展带动金属软磁粉芯等软磁材料需求，充电桩、车载充电器 AC/DC 载和车载 DC-DC 变换器是软磁材料在新能源汽车领域中的三个主要应用领域。

新能源车充电桩需求保持快速增长。根据智研资讯数据，2021 年我国充电桩保有量为 261.7 万台，其中公共充电桩 114.7 万台，私有桩 147.0 万台。我们假设 2022-2025 年私有桩增量与新能源汽车年销量保持 1: 5 的比率。根据 IEA 数据，2025 年国内新能源汽车销量 550 万台，对应私有桩保有量为 482.7 万台；参考我国公共充电桩 2017-2021 年均复合增速 52.2%，我们预计 2025 年公共充电桩数量将达到 798.3 万台。加总后，预计 2025 年全国充电桩保有量为 1281 万台，车桩比将从目前的 2.93: 1 逐步下降至 2: 1。2021 年至 2025 年我国充电桩数量复合年增长率为 47.4%。

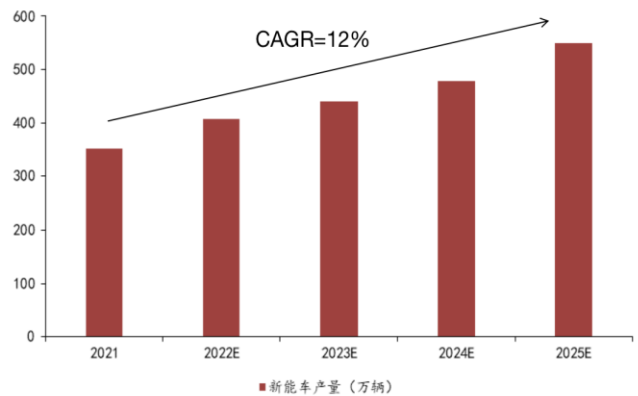
新能源汽车软磁需求空间广阔。根据铂科新材公告，目前每辆纯电动车（EV）所需金属软磁产品约 0.5kg，每辆混合动力汽车（PHEV）所需金属软磁产品约为 4kg。假设 2025 年全国新能源汽车销量达到 550 万辆，且 EV 与 PHEV 的比例为 4:1，则 2025 年国内新能源汽车行业合金软磁需求量将由 2021 年的 0.42 万吨提升至 0.66 万吨。国内 2021-2025 年新能源车软磁需求量 CAGR 为 12.0%。

图 8：2020-2025 年全国充电桩保有量及车桩比情况



数据来源：充电联盟、智研咨询、西南证券整理

图 9：预计 2025 年全国新能源车销量 550 万辆

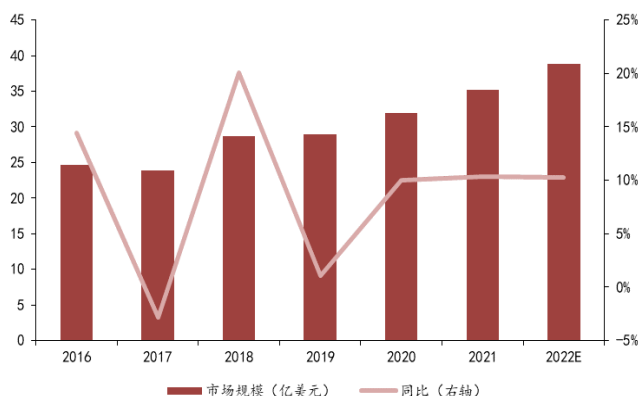


数据来源：IEA，西南证券整理

2.2 MIM 行业快速发展，消费电子行业集中度持续提升

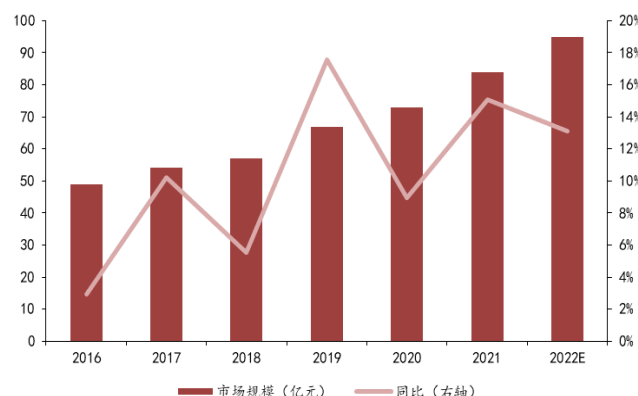
随着 MIM 工艺技术的逐步成熟，以及对 MIM 技术认知程度的进一步加深，MIM 产品在电子产品、汽车、医疗、五金、机械等领域的应用逐步增多，自 2016 年开始，我国 MIM 行业开始快速发展，市场规模也不断扩大。根据 BBC Research 数据显示，全球 MIM 行业的市场规模从 2016 年的 24.6 亿美元增长至 2021 年的 35.2 亿美元，年均复合增长率达到 7.4%，预计 2022 年 MIM 的全球市场规模将达到 38.8 亿美元。根据中国钢结构协会粉末冶金分会数据显示，中国 MIM 行业的市场规模已经从 2016 年的 49 亿元提升至 2021 年的 84 亿元，年均复合增长率为 11.4%，并呈现出逐年稳定增长的态势，其中 2021 年同比增速为 15.1%。

图 10：2016-2022 年全球 MIM 市场规模增长情况及预测



数据来源：BBC Research、西南证券整理

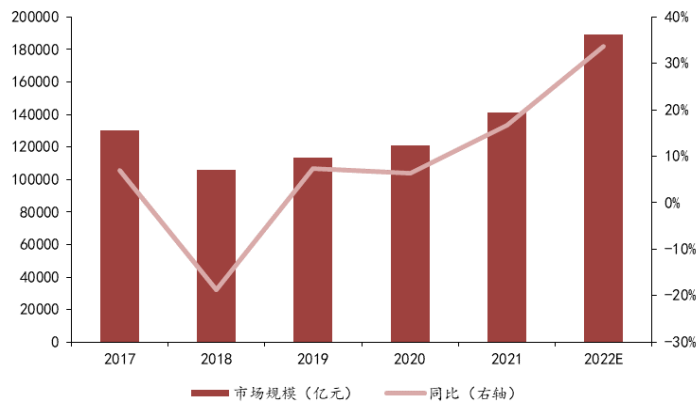
图 11：2016-2021 年我国 MIM 市场规模增长情况及预测



数据来源：中国钢结构协会粉末冶金分会，西南证券整理

2021 年,我国规模以上电子信息制造业实现主营业务收入 141285 亿元,同比增长 14.7%;从行业运行趋势来看,2021 年全年,电子制造业增加值累计增速为 15.7%。根据中商情报网预测,2022 年全年我国电子制造业市场规模将达到 189000 亿元。

图 12：2017-2022 年中国电子制造业收入统计及预测



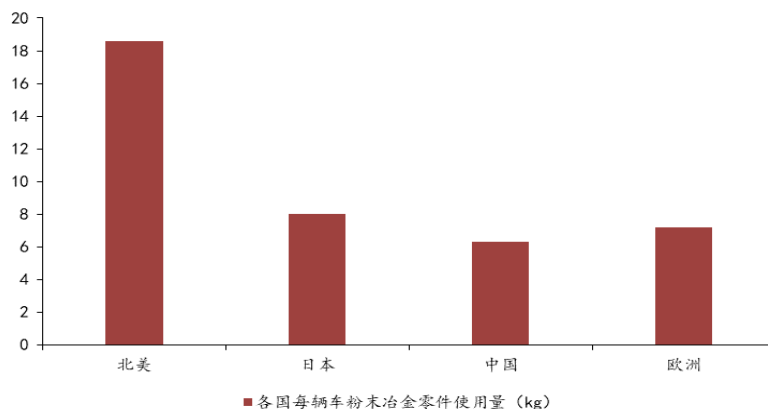
数据来源：中商情报网，西南证券整理

随着我国 MIM 行业的深入发展,各 MIM 企业不断深化自身技术创新能力,以抢占更多的市场份额。目前,在我国 MIM 行业中,部分企业已经具备较强的技术创新实力,通过对行业前沿技术的持续研究,推动 MIM 产品性能日益提升,并能够适用于更多的下游产品,消费电子行业集中度将持续提升。东睦股份旗下华晶与富驰作为国内 MIM 业务龙头企业,市占率有望受益于下游消费电子行业发展得到提升。

2.3 粉末冶金市场前景广阔,汽车领域需求扩张

汽车工业是粉末冶金行业最大潜力市场。目前我国平均每辆汽车使用的粉末冶金零件重量只有 6.3kg,远低于发达国家水平。据前瞻产业研究院统计,欧洲汽车平均每辆使用的粉末冶金零件约为 7.2kg,日本汽车平均每辆使用 8kg,美国平均每辆使用的粉末冶金零件约为 18.6kg,分别是国内单车用量的 1.14 倍、1.27 倍和 2.95 倍。因此,国内汽车行业单车粉末冶金零件用量提升空间潜力巨大。

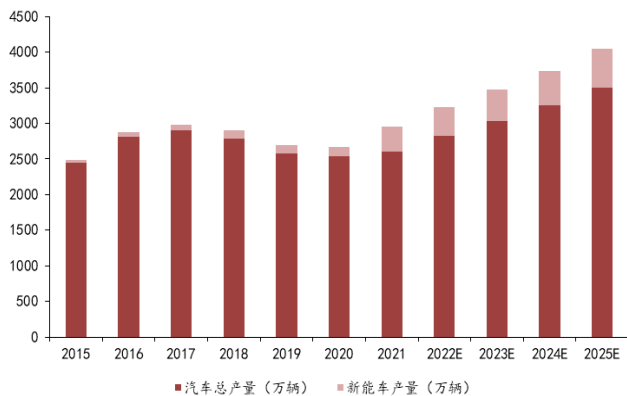
图 13：各国每辆车粉末冶金零件使用量



数据来源：中钨在线，前瞻产业研究院，西南证券整理

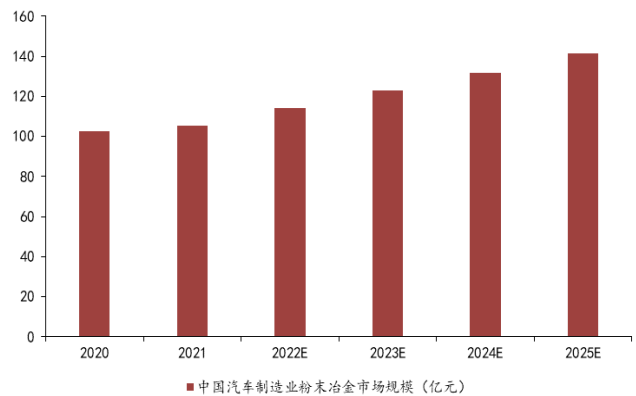
中国汽车产量连年保持世界第一，汽车市场规模持续扩张。据《汽车产业中长期发展规划》预测，2025 年中国汽车产量为 3500 万辆。我们假设 2025 年每辆汽车的使用量为 10.12kg 粉末冶金零件，2025 年汽车行业将需要 35.4 万吨的粉末冶金零件。假设汽车粉末冶金零件价格约为 4 万元/吨，到 2025 年，中国汽车粉末冶金零件市场规模达到 141.7 亿元，2021-2025 年年均复合增长率约为 7.6%，粉末冶金汽车零件市场空间巨大。

图 14：2025 年国内汽车产量 3500 万辆



数据来源：《汽车产业中长期发展规划》、西南证券整理

图 15：2025 年国内汽车制造业粉末冶金市场规模 141.7 亿元



数据来源：《汽车产业中长期发展规划》，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

粉末冶金制品：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能爬坡较快且产品供不应求，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 115%/120%/120%，对应销量分别为 5.52/5.85/6.20 万吨。根据近几年涨价趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 4%/4%/4%，对应毛利率分别为 22.13%/22.30%/22.47%。

软磁材料：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能提升较大且存货周转率较高，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 62%/64%/65%，对应销量分别为 2.19/3.09/4.90 万吨。根据近几年涨价趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 6%/6%/6%，对应毛利率分别为 13.19%/18.90%/20.28%。

金属注射成型产品：根据下游需求增长情况，考虑到公司产能不断爬坡，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 70%/75%/75%，对应销量分别为 79800/85500/85500 万件。根据近几年涨价趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 2%/2%/2%，对应毛利率分别为 23.25%/22.75%/22.75%。

其他业务：根据近几年数据，假设 2022-2024 年收入增速均为 1%，毛利率增速均为 1%，对应毛利率分别为 79.64%/80.43%/81.24%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
粉末冶金制品	收入	1867.63	2067.36	2279.05	2512.43
	增速	15.09%	10.69%	10.24%	10.24%
	毛利率	21.64%	22.13%	22.30%	22.47%
软磁材料	收入	505.92	763.15	1143.60	1919.61
	增速	63.85%	50.85%	49.85%	67.86%
	毛利率	18.16%	13.19%	18.90%	20.28%
金属注射成型产品	收入	1176.96	1404.62	1535.05	1565.75
	增速	-8.84%	19.34%	9.29%	2.00%
	毛利率	22.38%	23.25%	22.75%	22.75%
其他业务	收入	40.83	41.23	41.65	42.06
	增速	-32.97%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	78.85%	79.64%	80.43%	81.24%
合计	收入	3591.33	4276.36	4999.35	6039.85
	增速	9.38%	19.07%	16.91%	20.81%
	毛利率	22.04%	21.46%	22.14%	22.25%

数据来源：wind，西南证券

3.2 相对估值

基于公司主营业务可分为三大板块，我们采用分部估值法对公司价值进行衡量。

（1）粉末冶金

我们选取厦门钨业、天宜上佳作为东睦股份粉末冶金板块的可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 29/21/17 倍。可比公司中，厦门钨业粉末冶金业务营收占比较低，参考意义较小；天宜上佳粉末冶金主要用于闸片产品领域，下游应用较单一。东睦股份粉末冶金板块未来最大的看点有两个：1) 公司作为全球粉末冶金巨头，国内市占率第一；2) 公司产品定位高端，积极开拓海外市场，下游汽车行业需求持续回暖。我们预测 2023 年公司粉末冶金板块归母净利润为 1.36 亿元，结合对标公司的估值和目前东睦股份在粉末冶金板块的龙头地位，我们认为公司具备一定的估值溢价，给予 2023 年公司粉末冶金板块 30 倍 PE，对应粉末冶金板块市值为 40.80 亿元。

表 4：粉末冶金板块可比公司估值（截止至 8.26 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600549.SH	厦门钨业	28.39	402.70	0.83	1.15	1.41	1.66	28.73	24.71	20.09	17.06
688033.SH	天宜上佳	24.68	111.04	0.39	0.74	1.14	1.44	58.19	33.29	21.66	17.10
平均值								43.46	29.00	20.87	17.08

数据来源：wind，西南证券整理

（2）软磁材料

我们选取铂科新材、龙磁科技作为东睦股份软磁材料板块的可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 39/27/20 倍。可比公司中，铂科新材软磁材料收入规模与东睦股份相似，故主要参考铂科新材的估值水平；根据 2021 年数据，龙磁科技主要业务为永磁铁氧体，软磁业务尚处于起步阶段，还未放量，故参考意义较低。东睦股份软磁材料未来最大的看点有两个：1) 公司持续战略布局软磁板块，未来 3 年产能大幅提升；2) 下游新能源行业高速发展，带动需求快速增长。我们预测 2023 年公司软磁材料板块归母净利润为 0.58 亿元，结合对标公司的估值和目前东睦股份软磁材料板块产能持续释放，给予 2023 年公司软磁材料板块 35 倍 PE，对应软磁材料板块市值为 20.30 亿元。

表 5：软磁材料板块可比公司估值（截止至 8.26 收盘价）

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300811.SZ	铂科新材	103.61	108.01	1.16	1.88	2.80	3.81	73.65	55.12	37.04	27.16
300835.SH	龙磁科技	32.13	38.60	1.85	1.36	1.80	2.45	30.73	23.68	17.87	13.13
平均值								52.19	39.40	27.46	20.15

数据来源：wind，西南证券整理

（3）金属注射成型

我们选取精研科技作为东睦股份金属注射成型板块的可比公司，2022-2024 年 PE 为 22/16/12 倍。东睦股份金属注射成型业务未来最大的看点有两个：1) 公司不断整合金属注射成型板块资源，精细化管理，盈利能力增强；2) 下游应用广泛，电子制造和医疗器械行业有望带动需求快速增长。我们预测 2023 年公司金属注射成型板块归母净利润为 0.94 亿元，结合对标公司的估值和目前东睦股份金属注射成型板块资源整合，盈利能力增强，给予 2023 年公司金属注射成型板块 20 倍 PE，对应金属注射成型板块市值为 18.80 亿元。

表 6：金属注射成型板块可比公司估值（截止至 8.26 收盘价）

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000825.SZ	精研科技	35.25	65.78	1.19	1.61	2.25	2.88	35.57	21.83	15.68	12.23

数据来源：wind，西南证券整理

综合以上三大业务的估值，我们预测公司 2023 年合理市值为 79.90 亿元，对应 PE 为 27 倍，对应股价为 12.96 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

宏观经济不及预期，原材料价格波动，项目投产不达预期。

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	3591.33	4276.36	4999.35	6039.85	净利润	40.23	311.37	462.67	532.46
营业成本	2799.83	3358.82	3892.36	4695.78	折旧与摊销	330.84	238.26	238.26	238.26
营业税金及附加	28.64	38.39	43.40	51.34	财务费用	96.95	124.37	109.94	114.54
销售费用	58.42	103.46	114.01	132.09	资产减值损失	-119.78	-10.00	-35.00	20.00
管理费用	231.45	295.69	331.20	400.22	经营营运资本变动	-360.11	246.77	-113.05	-387.83
财务费用	96.95	124.37	109.94	114.54	其他	280.17	-0.37	0.04	0.59
资产减值损失	-119.78	-10.00	-35.00	20.00	经营活动现金流净额	268.30	910.40	662.86	518.01
投资收益	-1.77	-1.95	-1.99	-2.03	资本支出	-269.46	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.14	0.96	1.13	1.24	其他	-169.06	0.44	-1.06	-0.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-438.52	20.44	-1.06	-0.72
营业利润	46.57	364.64	542.59	625.10	短期借款	-288.83	-905.24	-112.54	0.00
其他非经营损益	-8.93	1.67	1.73	1.32	长期借款	527.82	50.00	50.00	50.00
利润总额	37.63	366.32	544.32	626.42	股权融资	1.19	200.00	0.00	0.00
所得税	-2.59	54.95	81.65	93.96	支付股利	-92.46	-5.16	-39.97	-59.40
净利润	40.23	311.37	462.67	532.46	其他	-30.45	-207.81	-59.22	-60.25
少数股东损益	14.41	111.51	165.69	190.69	筹资活动现金流净额	117.27	-868.21	-161.73	-69.65
归属母公司股东净利润	25.82	199.86	296.98	341.77	现金流量净额	-63.06	62.64	500.07	447.64
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	365.00	427.64	927.70	1375.34	成长能力				
应收和预付款项	1053.25	1454.99	1653.83	2012.02	销售收入增长率	9.38%	19.07%	16.91%	20.81%
存货	755.87	927.96	1117.19	1328.40	营业利润增长率	-63.22%	683.04%	48.80%	15.21%
其他流动资产	188.82	66.05	59.02	71.70	净利润增长率	-58.84%	674.06%	48.59%	15.08%
长期股权投资	227.07	227.07	227.07	227.07	EBITDA 增长率	-8.32%	53.32%	22.48%	9.78%
投资性房地产	29.82	29.82	29.82	29.82	获利能力				
固定资产和在建工程	2460.47	2282.98	2105.50	1928.02	毛利率	22.04%	21.46%	22.14%	22.25%
无形资产和开发支出	843.73	770.97	718.20	665.44	三费率	10.77%	12.24%	11.10%	10.71%
其他非流动资产	196.52	188.51	180.49	172.47	净利率	1.12%	7.28%	9.25%	8.82%
资产总计	6120.54	6375.98	7018.82	7810.28	ROE	1.36%	8.96%	11.87%	12.18%
短期借款	1037.78	132.54	20.00	20.00	ROA	0.66%	4.88%	6.59%	6.82%
应付和预收款项	478.30	725.56	822.55	977.94	ROIC	3.24%	8.83%	12.43%	13.82%
长期借款	1118.92	1168.92	1218.92	1268.92	EBITDA/销售收入	13.21%	17.01%	17.82%	16.19%
其他负债	518.36	874.74	1060.42	1173.43	营运能力				
负债合计	3153.36	2901.76	3121.89	3440.30	总资产周转率	0.60	0.68	0.75	0.81
股本	616.38	616.38	616.38	616.38	固定资产周转率	1.69	2.09	2.67	3.57
资本公积	1223.23	1423.23	1423.23	1423.23	应收账款周转率	3.69	3.81	3.59	3.65
留存收益	742.54	937.24	1194.24	1476.62	存货周转率	3.93	3.79	3.73	3.80
归属母公司股东权益	2581.32	2976.85	3233.86	3516.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.95%	—	—	—
少数股东权益	385.86	497.37	663.07	853.75	资本结构				
股东权益合计	2967.18	3474.22	3896.93	4369.99	资产负债率	51.52%	45.51%	44.48%	44.05%
负债和股东权益合计	6120.54	6375.98	7018.82	7810.28	带息债务/总负债	68.39%	44.85%	39.69%	37.47%
					流动比率	1.27	1.87	2.24	2.50
					速动比率	0.86	1.27	1.58	1.81
					股利支付率	358.09%	2.58%	13.46%	17.38%
					每股指标				
					每股收益	0.04	0.32	0.48	0.55
					每股净资产	4.19	4.83	5.25	5.70
					每股经营现金	0.44	1.48	1.08	0.84
					每股股利	0.15	0.01	0.06	0.10
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	474.36	727.27	890.79	977.90					
PE	254.96	32.94	22.17	19.26					
PB	2.55	2.21	2.04	1.87					
PS	1.83	1.54	1.32	1.09					
EV/EBITDA	17.61	10.07	7.61	6.55					
股息率	1.40%	0.08%	0.61%	0.90%					

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。

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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
	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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn