

加快扩产步伐, 双轮驱动后劲十足

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66.5亿元, 同比增长33.7%; 实现归母净利润2.8亿元, 同比增长70.2%。得益于海运费用的降低, 美国对双面组件关税的取消, 以及公司产品在北美市场的品牌认可度的提升, 光伏组件的业务销量同比增长185.0%, 净利润同比增长338.6%。
- **“新材料+新能源”双轮驱动, 新能源净利占比大幅提高。** 公司合金棒、线、带材、精密细丝、光伏组件、其他业务营业收入分别为39.9亿元、9.2亿元、14.8亿元、2.5亿元, 同比分别增长12.7%、5.1%、219.9%、184.9%。公司新能源业务毛利占比大幅提升, 2022年上半年棒线带材、精密细丝、光伏组件净利占比分别52.8%、13.1%、34.1%, 较去年同期分别提高了-41.7%、-16.7%、58.4%。
- **公司发行17亿可转债, 加快扩产步伐。** 2022年8月, 博威合金公开发行可转债拟募集资金17亿元用于在新材料、新能源领域的规模扩大, 推动合金材料行业趋向高端产品市场发展的变革, 并进一步巩固公司在太阳能电池及组件领域的市场地位及竞争优势。
- **下游领域多点开花, 全球市场份额增加。** 我国是全球最大的连接器消费市场, 2011-2021年市场规模由113亿美元增长至250亿美元, CAGR为8.3%, 高于全球平均水平, 同时占全球市场份额由23.1%提升至32.1%。国内封测市场增速显著高于全球, 2021年国内封测行业市场规模达2660.1亿元, 2016-2021年CAGR为11.2%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年归母净利润分别为6.7亿元、8.5亿元、10.7亿元, 对应EPS分别为0.84元、1.08元、1.35元, 未来三年归母净利润将保持51.0%的复合增长率。考虑到公司高端铜合金产品稀缺性且产能持续释放, 给予公司2023年20倍PE, 对应目标价21.60元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、项目投产不达预期、下游需求不及预期。

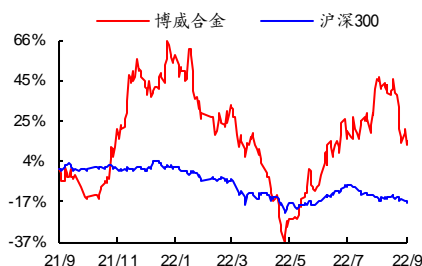
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10038.00	13884.83	15977.86	17263.83
增长率	32.27%	38.32%	15.07%	8.05%
归属母公司净利润(百万元)	310.25	665.35	850.14	1068.51
增长率	-27.66%	114.46%	27.77%	25.69%
每股收益EPS(元)	0.39	0.84	1.08	1.35
净资产收益率ROE	5.73%	10.53%	12.08%	13.47%
PE	42	20	16	12
PB	2.43	2.09	1.87	1.66

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: zllans@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)	7.90
流通A股(亿股)	7.41
52周内股价区间(元)	9.42-24.81
总市值(亿元)	133.75
总资产(亿元)	118.25
每股净资产(元)	6.86

相关研究

目 录

1 合金材料势头放缓，光伏组件前景广阔	1
1.1 营业收入增长可观 新能源扭亏为盈	1
1.2 加速产能扩建步伐 推动海外市场拓展	2
2 下游领域多点开花,全球市场份额增加	3
2.1 消费电子增长稳定，新能源车前景广阔	3
2.2 VC均温板-5G手机散热解决方案	5
3 盈利预测与估值	6
3.1 盈利预测	6
3.2 相对估值	8
4 风险提示	8

图 目 录

图 1：2022H1 公司营业收入 66.5 亿元.....	1
图 2：2022H1 公司归母净利润 2.8 亿元.....	1
图 3：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分（百万元）.....	1
图 4：2017-2022H1 公司主营业务利润占比.....	1
图 5：2017-2022H1 公司新材料销量情况.....	2
图 6：2017-2022H1 公司新能源销量情况.....	2
图 7：2017-2022H1 公司期间费用率情况.....	2
图 8：2017-2022H1 公司毛利率及净利率情况.....	2
图 9：中国连接器市场规模增速快于全球.....	3
图 10：2021 年全球连接器应用以通信和汽车为主.....	3
图 11：高压连接器在新能源汽车中布局.....	4
图 12：我国新能源汽车连接器市场规模增长迅速.....	4
图 13：2025 年预计全世界新能源汽车销量 2240 万辆.....	4
图 14：Type-C 接口示意图.....	5
图 15：全球 Type-C 接口市场规模将高速增长.....	5
图 16：我国 5G 手机出货量.....	5
图 17：我国 2G/3G/4G/5G 渗透率.....	5

表 目 录

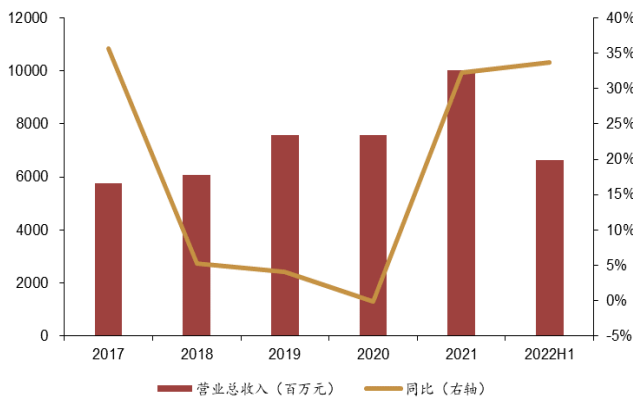
表 1：博威合金募投项目进度.....	3
表 2：中性假设下 22 年国内 VC 均热板铜合金带材需求量超 2 万吨.....	6
表 3：分业务收入及毛利率.....	7
表 4：可比公司估值（截止至 8.31 收盘价）.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

1 合金材料势头放缓，光伏组件前景广阔

1.1 营业收入增长可观 新能源扭亏为盈

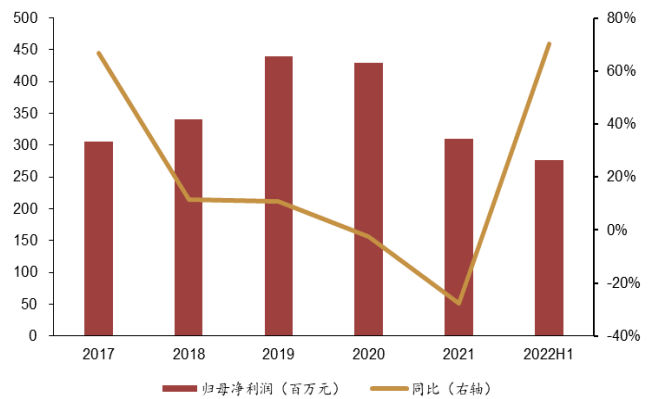
营业收入稳步提升，盈利能力大幅提高。2022 年上半年，公司实现营业收入 66.5 亿元，同比增长 33.7%；实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 70.2%。得益于海运费用的降低，美国对双面组件关税的取消，以及公司产品在北美市场的品牌认可度的提升，光伏组件的业务销量同比增长 185.0%，净利润同比增长 338.6%。

图 1：2022H1 公司营业收入 66.5 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

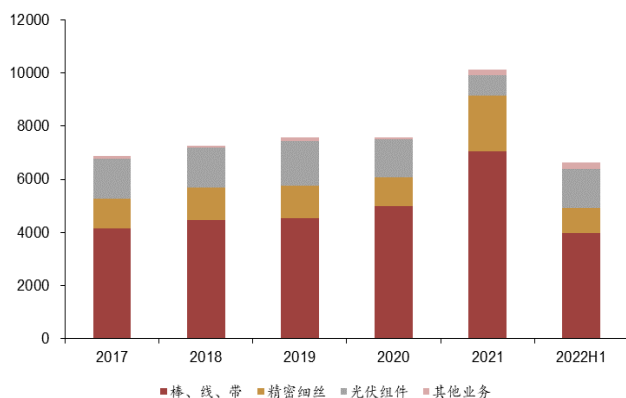
图 2：2022H1 公司归母净利润 2.8 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

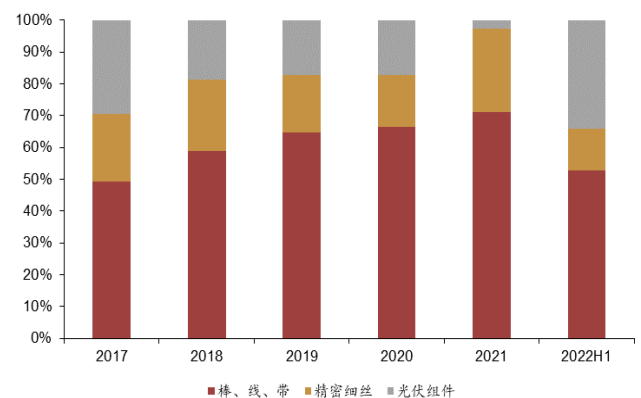
新材料营收稳步增长，新能源净利占比大幅提高。2022 年上半年，公司合金棒、线、带材、精密细丝、光伏组件、其他业务营业收入分别为 39.9 亿元、9.2 亿元、14.8 亿元、2.5 亿元，同比分别增长 12.7%、5.1%、219.9%、184.9%。公司新能源业务毛利占比大幅提升，2022 年上半年棒线带材、精密细丝、光伏组件净利占比分别 52.8%、13.1%、34.1%，较去年同期分别提高了 -41.7%、-16.7%、58.4%。

图 3：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分 (百万元)



数据来源：wind，西南证券整理

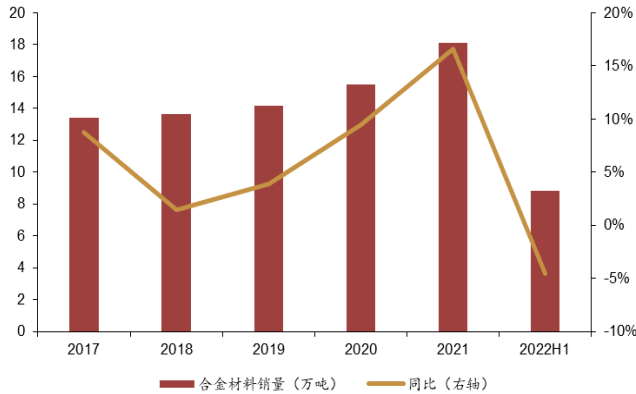
图 4：2017-2022H1 公司主营业务利润占比



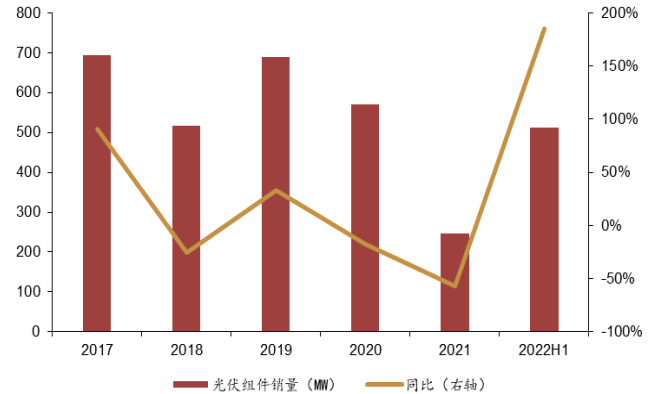
数据来源：wind，西南证券整理。注：2022H1 为净利占比，其余均为毛利占比

新材料销量增势减缓，新能源销量触底反弹。2022 年上半年公司新材料销售量 8.8 万吨，同比减少 4.5%。新冠疫情的反复以及俄乌冲突所带来的开工率不足、物流受阻，加之原油等大宗商品价格上涨使得成本上升，导致公司上半年的销量与年初经营目标存在一定的

差距。新能源销量 513MW，同比增长 185.0%。公司生产经营恢复正常，运输费用降低，产品在北美市场得到认可，使得公司上半年光伏组件的销量大幅提升。

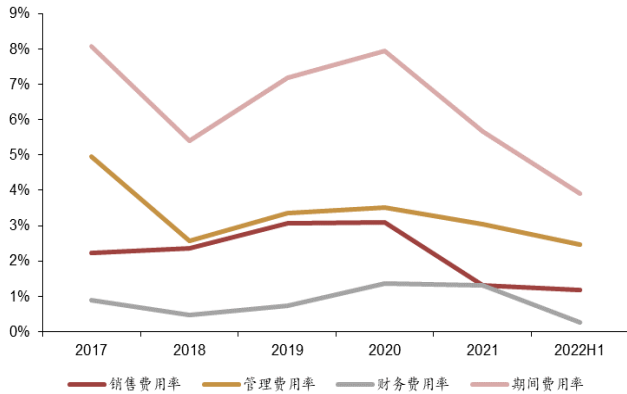
图 5：2017-2022H1 公司新材料销量情况


数据来源：wind，西南证券整理

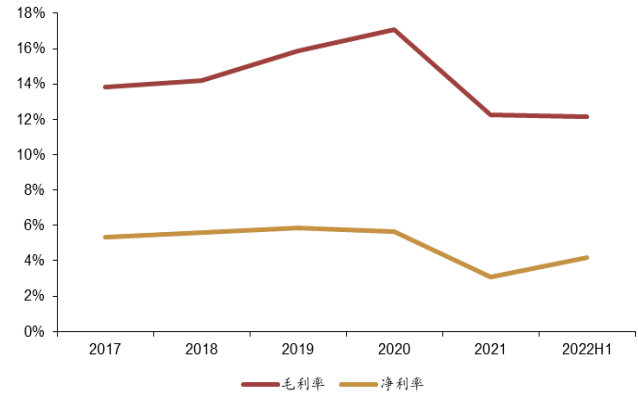
图 6：2017-2022H1 公司新能源销量情况


数据来源：wind，西南证券整理

期间费用率降低明显，毛利率水平保持稳定。2022 年上半年公司期间费用率为 3.9%，较去年同期下降 50.9%。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.2%、2.5%、0.3%，较去年同期分别下降 66.6%、21.2%、79.9%。毛利率为 12.1%，净利率为 4.2%。毛利率创近 5 年新低，原材料价格上涨是主要原因，但在同类加工企业中仍处于领先水平。

图 7：2017-2022H1 公司期间费用率情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：2017-2022H1 公司毛利率及净利率情况


数据来源：wind，西南证券整理

1.2 加速产能扩建步伐 推动海外市场拓展

公司发行 17 亿可转债，加快扩产步伐。2022 年 8 月份，博威合金公开发行可转债拟募集资金 17 亿元用于在新材料、新能源领域的规模扩大，提升公司在特殊合金电子材料领域的市场占有率。其中，3 万吨特殊合金电子材料带材扩产项目、2 万吨特殊合金电子材料线材扩产项目顺应了目前国内特殊合金电子带材和线材产品在高端应用领域的需求，推动合金材料行业趋向高端产品市场发展的变革；1GW 电池片扩产项目在越南基地实施的优势，有助于公司进一步拓展北美和欧洲等国际光伏市场，进一步巩固公司在太阳能电池及组件领域的市场地位及竞争优势。

表 1: 博威合金募投项目进度

项目名称	项目实施主体	项目投资总额 (万元)	建设计划
3 万吨特殊合金电子材料带材扩产项目	博威新材料	107000	2025 年下半年投产
2 万吨特殊合金电子材料线材扩产项目	博威新材料	39900	2024 年上半年投产
1GW 电池片扩产项目	博威尔特	23100	2023 年上半年投产
年产 5 万吨特殊合金带材项目	博威新材料	118785	2022 年下半年完成建设
支付购买博德高科 100% 股权的股份对价部分	博威合金	49500	已完成

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

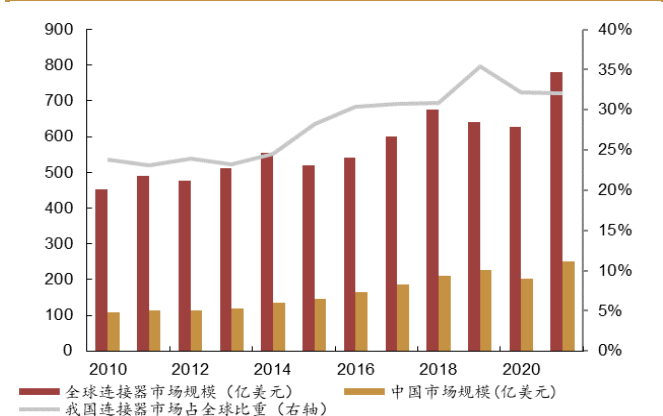
2 下游领域多点开花, 全球市场份额增加

2.1 消费电子增长稳定, 新能源车前景广阔

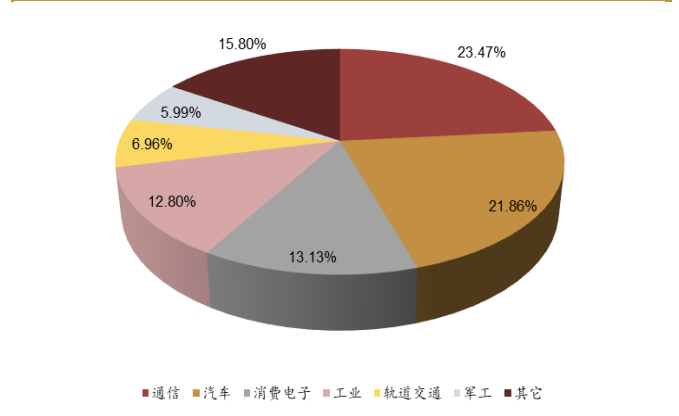
连接器是实现电器连接或信号传输的关键元器件, 基体以铜合金带材为主。连接器的作用主要是在电路内被阻断处或孤立不通的电路之间, 架起沟通的桥梁, 从而使电流流通, 使电路实现预定的功能。90% 以上连接器基体使用铜合金带材, 锡磷青铜/黄铜/锡黄铜等系列铜合金使用于中低端连接器, 高强、高抗应力疲劳、成型性能优良的铜镍硅和铍铜系列主要使用于高档产品。

中国连接器行业增速远高于全球, 已经成为世界上最大的连接器生产基地。全球连接器市场规模总体呈现扩大趋势, 据 Bishop&Associates 统计, 2021 年全球连接器市场规模为 780 亿美元, 2011-2021 年 CAGR 为 4.8%。我国目前已经成为全球最大的连接器消费市场, 2011-2021 年市场规模由 113 亿美元增长至 250 亿美元, CAGR 为 8.3%, 高于全球平均水平, 同时我国在全球的市场份额由 23.1% 提升至 32.1%。

连接器下游应用领域主要以通讯和汽车领域为主。其中, 通信领域占比最大, 2021 年占比为 23.5%, 其次是汽车、消费电子领域, 分别占比 21.9%、13.1%。目前我国生产的连接器主要以中低端为主, 高端连机器占有率比较低, 但需求增速较快。我国连接器发展正处于生产到创造的过渡时期, 对高端连接器, 特别是汽车、电信与数据通信、计算机及周边设备、工业、军工航空等领域需求巨大, 未来将会使得高端连接器市场快速增长。

图 9: 中国连接器市场规模增速快于全球


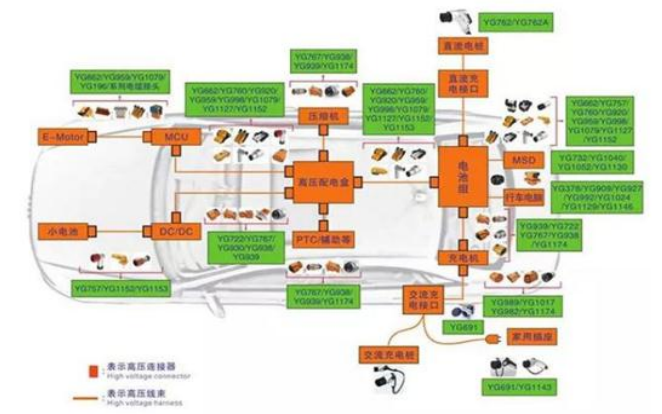
数据来源: Bishop & associates, 西南证券整理

图 10: 2021 年全球连接器应用以通信和汽车为主


来源: Bishop & associates, 西南证券整理

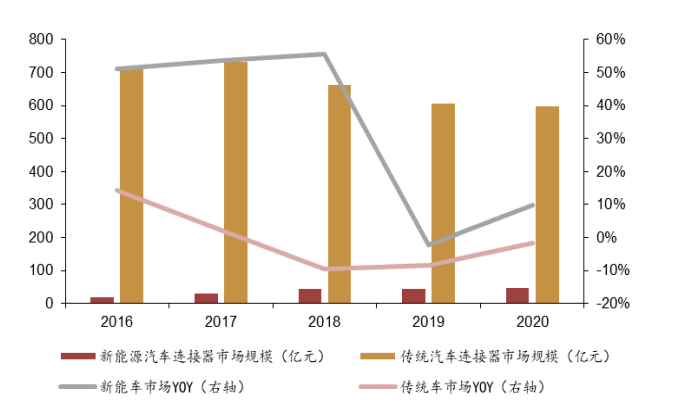
新能源汽车产业迅速发展带动汽车连接器需求增长。在传统汽车中,连接器以低压为主,单一车型会使用到约 600 个连接器,连接器的单车价值在 1000 元左右。自国家大力支持新能源汽车的发展以来,汽车智能化、电动化的趋势越来越明显,对连接器的要求也显著提高,高压连接器、射频连接器等高端连接器的需求被随之带动,连接器的单车价值大幅提升,增加至 3000-5000 元。随着新能源汽车迅速发展,目前新能源汽车连接器市场规模增速已经远大于传统汽车连接器市场规模增速,2020 年我国新能源汽车连接器的市场规模为 47.8 亿元,同比增长 9.9%,2020 年我国传统汽车连接器的市场规模 596.5 亿元,同比减少 1.8%。

图 11: 高压连接器在新能源汽车中布局



数据来源: 启扬展览, 西南证券整理

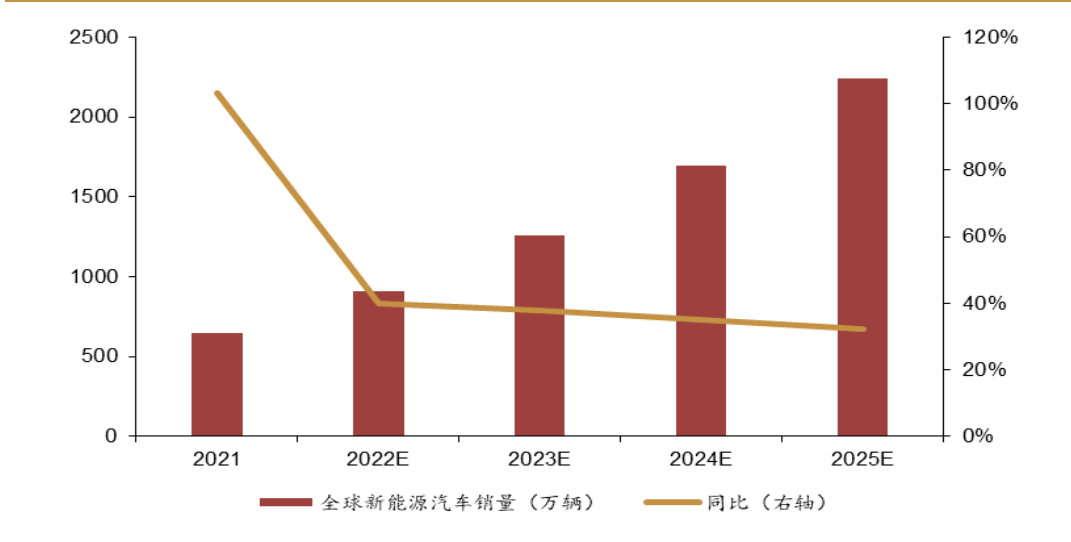
图 12: 我国新能源汽车连接器市场规模增长迅速



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

2016 年以来在国家政策支持下我国新能源汽车快速发展,我们预计 2025 年全世界新能源汽车销量 2240 万辆。

图 13: 2025 年预计全世界新能源汽车销量 2240 万辆



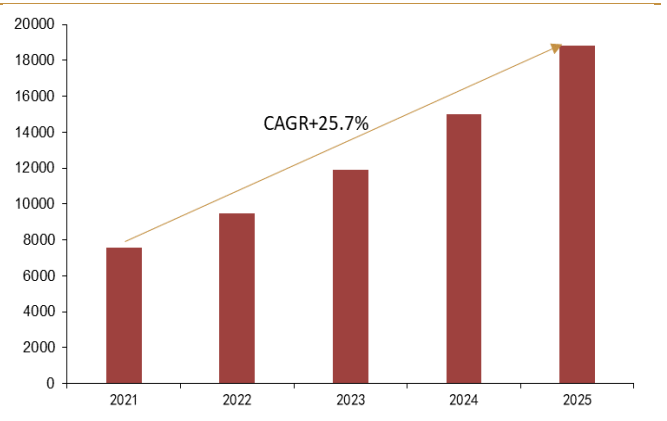
数据来源: EVTank, 伊维经济研究院, 西南证券整理

根据新能源汽车单辆车连接器用量约为 20kg 计算,我们预计 2025 年全球新能车用连接器铜用量将达到 44.8 万吨, 2020-2025 年新能源车连接器用铜年均复合增速为 32%。

Type-C 渗透率不断提高，2021-2025 年出货量 CAGR 为 25.7%。Type-C 较传统接口最直观的区别在于上下端完全一致，执行 USB3.1 标准的 Type-C 接口最大传输速度达 10Gbps，可支持 100W 超大功率双向供电。近年来，一方面，以笔记本电脑为代表的 3C 电子产品日益轻薄化，接口数量不断精简，新设备接口数量不足问题日益突出，接口转换、拓展需求快速增长；另一方面，随着显示技术的不断进步，信号传输速率越来越高，各类 3C 电子产品的信号传输接口不断更新换代，尤其是 Type-C 接口在新设备上的快速普及，导致新老设备间接口不匹配，接口转换需求快速增长，Type-C 渗透率有望进一步提升。据 Credence Research 数据，2021-2025 年，全球 Type-C 接口市场规模的年复合增长率为 25.7%。

图 14: Type-C 接口示意图

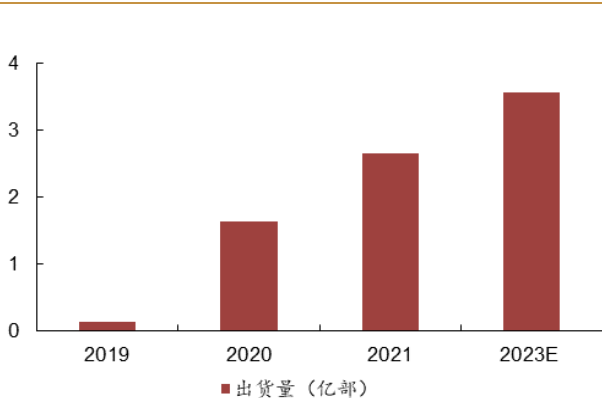

数据来源：百家号，西南证券整理

图 15: 全球 Type-C 接口市场规模将高速增长


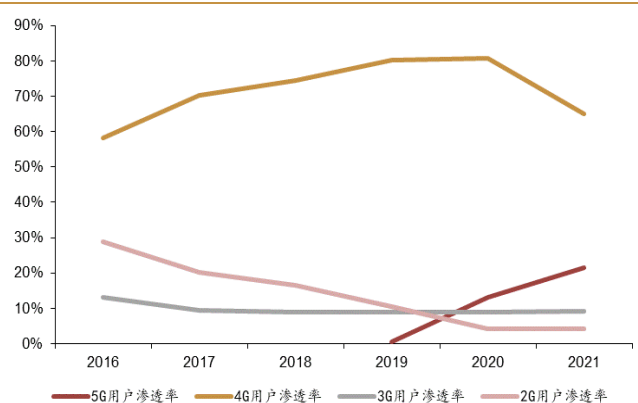
数据来源：Credence Research，西南证券整理

2.2 VC 均温板-5G 手机散热解决方案

5G 手机换机潮来临，2023 年我国 5G 手机出货量将达 3.6 亿部。19 年 9 月华为 Mate30 的发布标志着 5G 手机换机周期的开启，参考过往 3G/4G 的换机周期，5G 手机渗透率将于未来 3 年迅速提升。Canalys 预测 2023 年全球 5G 手机出货量将达 10.5 亿部，其中我国出货量为 3.6 亿部，占比 34%。

图 16: 我国 5G 手机出货量


数据来源：wind，西南证券整理

图 17: 我国 2G/3G/4G/5G 渗透率


数据来源：通信业统计公报，西南证券整理

国内 VC 均热板铜合金带材需求量预计于 2022 年超 2 万吨。据 Canals 预计，2022 和 2023 年全球 5G 手机出货量分别为 7.8 和 10.5 亿部，参考 PConline 统计 2019 年均热板在 5G 手机中渗透率 53.3%，中性假设未来渗透率为 50%，我们预计 2022-2023 年 5G 手机均热板对铜带材需求量分别为 21228、24290 吨，2021-2023 年 CAGR 为 15.9%。

表 2：中性假设下 22 年国内 VC 均热板铜合金带材需求量超 2 万吨

	2021	2022E	2023E
全球 5G 手机出货量 (亿部)	5.3	7.8	10.5
YoY	91%	47%	35%
中国占全球比重	50.2%	40%	34%
中国 5G 手机出货量 (亿部)	2.66	3.12	3.57
单位铜带材需求量 (吨/亿部)	13608	13608	13608
均热板渗透率	我国 5G 手机均热板铜带材需求量 (吨)		
80% (乐观)	28958	33965	38864
50% (中性)	18099	21228	24290
30% (谨慎)	10859	12737	14574

数据来源: Canals, Pconlin, 西南证券。注: 据 Pconline 测算 5G 手机中均热板单机价值量在 15 元左右, 参考 21 年中石科技散热材料业务 33.74% 毛利率和 79.41% 直接材料成本以及公司公告披露带材业务均价 5.80 万元/吨, 可计算出 1 亿部 5G 手机需要 13608 吨合金带材。

下游需求多点开花, 市场份额继续向头部企业集中。一方面, 在上述新能源汽车、Type-C、5G 散热材料等高端下游应用领域发展下, 我们预计未来我国对高端铜合金材料需求量将持续扩张; 另一方面, 我国正在加快集成电路国产化进程, 加速材料国产替代进程, 加大对国产材料厂商的扶持力度。目前我国连接器市场的竞争格局逐年提高, 面对着高速增长的需求空间, 我们认为本身就具备优势的国内企业将在国际竞争中胜出, 市场份额将继续集中。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设:

铜合金线材: 根据公司募投项目投产节奏, 考虑到公司产能处在爬坡阶段且下游需求强烈, 预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 110%/110%/110%, 对应销量分别为 36300/37400/38500 吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势, 预计 2022-2024 年单位售价分别提高 3%/-1%/3%, 单位成本分别提高 5%/-2%/2%, 对应毛利率分别为 13.35%/14.22%/15.06%。

铜合金棒材: 根据公司募投项目投产节奏, 考虑到公司产能处在爬坡阶段且下游需求强烈, 预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 95%/95%/100%, 对应销量分别为 90250/95000/100000 吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势, 预计 2022-2024 年单位售价分别提高 2%/-1%/2%, 单位成本分别提高 5%/-2%/1%, 对应毛利率分别为 7.35%/8.29%/9.19%。

铜合金板带材: 根据公司募投项目投产节奏, 考虑到公司产能处在爬坡阶段且下游需求强烈, 预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 100%/100%/100%, 对应销量分别为

63000/85000/88000 吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 2%/1%/2%，单位成本分别提高 5%/-1%/1%，对应毛利率分别为 11.03%/11.48%/12.35%。

精密细丝：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能处在爬坡阶段且下游需求强烈，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 90%/90%/90%，对应销量分别为 29700/30600/32400 吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 3%/-2%/3%，单位成本分别提高 5%/-2%/2%，对应毛利率分别为 18.45%/18.03%/18.83%。

光伏组件：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能处在爬坡阶段且下游需求强烈，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 75%/85%/95%，对应销量分别为 638/765/855MW。根据原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 3%/3%/3%。根据目前硅料价格水平以及 2023 年市场产能大幅增加可能导致的降价趋势，考虑到公司 2022 年产能大幅增加，规模化成本优势凸显，预计 2022-2024 年单位成本分别提高 0%/-9%/2%，对应毛利率分别为 8.24%/19.07%/20.00%。

其他业务：根据近几年数据，假设 2022-2024 年收入增速均为 3%，毛利率均为 40%。

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
铜合金线材	收入	1470.91	1892.62	1930.48	2046.87
	增速	30.59%	28.67%	2.00%	6.03%
	毛利率	15.00%	13.35%	14.22%	15.06%
铜合金棒材	收入	3344.61	3492.61	3639.67	3907.86
	增速	37.92%	7.50%	3.16%	6.32%
	毛利率	10.00%	7.35%	8.29%	9.19%
铜合金板带材	收入	2230.52	4077.96	5474.50	5781.07
	增速	69.11%	82.83%	34.25%	5.60%
	毛利率	14.00%	11.03%	11.48%	12.35%
精密细丝	收入	2100.09	2245.11	2266.88	2472.24
	增速	94.86%	6.91%	0.97%	9.06%
	毛利率	20.00%	18.45%	18.03%	18.83%
光伏组件	收入	767.38	2048.30	2531.69	2914.43
	增速	-46.91%	166.92%	23.60%	15.12%
	毛利率	5.61%	8.24%	19.07%	20.00%
其他业务	收入	124.48	128.22	134.63	141.36
	增速	51.23%	3.00%	3.00	3.00
	毛利率	25.37%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	10038.00	13884.83	15977.86	17263.83
	增速	32.27%	38.32%	15.07%	8.05%
	毛利率	12.28%	11.48%	13.46%	14.40%

数据来源：wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取了行业中与博威合金业务最为相近的三家公司楚江新材、海亮股份、鑫科材料，2022-2024 年平均 PE 为 25/16/13 倍。博威合金未来最大的看点有两个：1) 公司作为国内高端铜合金龙头，产品高端，具备较高的技术壁垒及认证壁垒且盈利能力远超同行；2) 公司募投项目产能持续释放，拓展新材料及光伏领域，下游行业持续景气。结合对标公司的估值和目前博威合金产能释放进度及高端铜合金产品的稀缺性，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 21.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值（截止至 8.31 收盘价）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002171.SZ	楚江新材	9.42	0.42	0.52	0.68	0.83	21.32	18.04	13.94	11.29
600282.SH	海亮股份	11.00	0.56	0.74	1.07	1.40	19.03	14.89	10.25	7.86
600255.SH	鑫科材料	2.76	0.03	0.07	0.12	0.15	64.31	40.75	23.67	18.55
平均值							34.89	24.56	15.95	12.57
601137.SH	博威合金	16.68	0.39	0.84	1.08	1.35	42.48	19.81	15.50	12.33

数据来源: wind, 西南证券整理

4 风险提示

原材料价格波动，项目投产不达预期，下游需求不及预期。

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	10038.00	13884.83	15977.86	17263.83	净利润	310.25	665.35	850.14	1068.51
营业成本	8805.64	12291.09	13827.66	14777.74	折旧与摊销	294.26	244.14	244.14	244.14
营业税金及附加	28.25	43.90	51.54	54.14	财务费用	130.71	198.56	215.84	233.93
销售费用	132.10	305.37	328.04	341.65	资产减值损失	-7.94	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	305.40	444.31	559.22	604.23	经营营运资本变动	-493.48	-1403.38	-1174.38	-1352.25
财务费用	130.71	198.56	215.84	233.93	其他	-107.79	9.14	10.12	9.85
资产减值损失	-7.94	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	126.00	-296.19	135.85	194.18
投资收益	1.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-871.48	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.44	0.11	0.11	0.16	其他	-114.89	10.19	-3.26	1.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-986.37	30.19	-3.26	1.28
营业利润	301.01	611.69	1005.67	1262.30	短期借款	986.74	291.66	374.20	244.09
其他非经营损益	37.05	144.39	-5.51	-5.23	长期借款	420.24	50.00	50.00	50.00
利润总额	338.06	756.08	1000.16	1257.07	股权融资	16.72	200.00	0.00	0.00
所得税	27.81	90.73	150.02	188.56	支付股利	-134.08	-62.05	-133.07	-170.03
净利润	310.25	665.35	850.14	1068.51	其他	-14.23	-54.16	-214.43	-190.93
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1275.40	425.44	76.71	-66.87
归属母公司股东净利润	310.25	665.35	850.14	1068.51	现金流量净额	383.49	159.45	209.30	128.60
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	1229.04	1388.48	1597.79	1726.38	成长能力				
应收和预付款项	1325.16	2125.89	2751.84	3303.94	销售收入增长率	32.27%	38.32%	15.07%	8.05%
存货	3329.00	4158.28	4957.04	5890.17	营业利润增长率	-35.78%	103.21%	64.41%	25.52%
其他流动资产	435.39	349.96	410.22	457.48	净利润增长率	-27.66%	114.46%	27.77%	25.69%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-13.49%	45.24%	39.00%	18.74%
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	4955.10	4761.99	4568.88	4375.76	毛利率	12.28%	11.48%	13.46%	14.40%
无形资产和开发支出	293.01	230.90	188.79	146.68	三费率	5.66%	6.83%	6.90%	6.83%
其他非流动资产	258.32	249.40	240.49	231.58	净利率	3.09%	4.79%	5.32%	6.19%
资产总计	11825.01	13264.91	14715.05	16132.00	ROE	5.73%	10.53%	12.08%	13.47%
短期借款	2780.39	3072.05	3446.25	3690.34	ROA	2.62%	5.02%	5.78%	6.62%
应付和预收款项	1637.03	2476.97	2779.65	2953.83	ROIC	5.02%	7.57%	9.67%	10.69%
长期借款	704.36	754.36	804.36	854.36	EBITDA/销售收入	7.23%	7.59%	9.17%	10.08%
其他负债	1284.25	643.04	649.23	699.42	营运能力				
负债合计	6406.03	6946.41	7679.49	8197.95	总资产周转率	0.96	1.11	1.14	1.12
股本	790.04	790.04	790.04	790.04	固定资产周转率	3.59	4.88	6.03	7.03
资本公积	2633.09	2833.09	2833.09	2833.09	应收账款周转率	9.48	9.39	7.61	6.48
留存收益	2106.32	2709.62	3426.68	4325.17	存货周转率	3.29	3.26	3.02	2.71
归属母公司股东权益	5418.98	6318.50	7035.56	7934.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5418.98	6318.50	7035.56	7934.04	资产负债率	54.17%	52.37%	52.19%	50.82%
负债和股东权益合计	11825.01	13264.91	14715.05	16132.00	带息债务/总负债	54.40%	55.08%	55.35%	55.44%
					流动比率	1.17	1.37	1.49	1.64
					速动比率	0.55	0.66	0.73	0.79
					股利支付率	43.22%	9.33%	15.65%	15.91%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	725.98	1054.39	1465.64	1740.37	每股收益	0.39	0.84	1.08	1.35
PE	42.48	19.81	15.50	12.33	每股净资产	6.86	8.00	8.91	10.04
PB	2.43	2.09	1.87	1.66	每股经营现金	0.16	-0.37	0.17	0.25
PS	1.31	0.95	0.82	0.76	每股股利	0.17	0.08	0.17	0.22
EV/EBITDA	21.25	14.83	10.79	9.19					
股息率	1.02%	0.47%	1.01%	1.29%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	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
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@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	cyrif@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