

2023年04月28日

买入(首次覆盖)

报告原因: 业绩点评

福斯特(603806): 龙头盈利能力企稳回升, 多点开花新业务放量

——公司简评报告

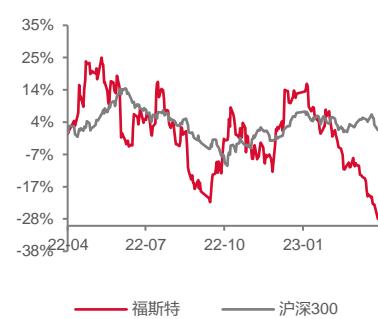
证券分析师

周啸宇 S0630519030001
zhouxiao@longone.com.cn

联系人

王珏人
wjr@longone.com.cn

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股) | 133,155 |
| 流通A股/B股(万股) | 133,155/0 |
| 资产负债率(%) | 30.80% |
| 市净率(倍) | 4.73 |
| 净资产收益率(加权) | 11.29 |
| 12个月内最高/最低价 | 84.25/46.95 |



相关研究

1.亿纬锂能(300014): 业绩符合预期, 动力储能业务高增——公司简评报告

2.宁德时代(300750): Q1业绩远超预期, 新技术铸造新壁垒——公司简评报告

3.新宙邦(300037): 业绩符合预期, 氟化工助力新增长曲线——公司简评报告

投资要点

➤ **事件:** 公司营收持续增长, 盈利能力逐步修复。受2022年硅料价格上升及粒子价格波动影响, 胶膜企业去年普遍业绩承压, 公司Q1盈利水平逐步回暖。2022年公司实现收入188.77亿元, 同比+46.82%; 实现归母净利润15.79亿元, 同比-28.13%。分季度看, 2022年Q4公司实现收入53.31亿元, 同比+35.71%, 实现归母净利润0.45亿元, 同比-94.75%。2023年Q1, 公司实现收入49.13亿元, 同比+26.48%, 实现归母净利润3.64亿元, 同比+7.46%。

周期拐点下, 盈利能力显著回升。去年公司受粒子价格波动及高价库存的影响, 盈利承压, 同时硅料价格高企下辅材端议价力进一步压缩。公司2022年Q4盈利触及最低点, 毛利率为5.90%, 环比-12.39pct, 净利率为0.85%, 环比-9.68 pct。2023年Q1公司盈利能力逐步恢复, 毛利率为12.29 %, 环比+6.39 pct, 净利率为7.42 %, 环比+6.57pct。预计后续随着硅料价格进一步下降, 单位盈利有望较Q1进一步提升。

➤ **胶膜: 产能进一步提升, 竞争优势下龙头地位稳固。**2022年公司胶膜营业收入168.52亿元, 同增46.41%, 占总营收比重89.27%。产能上, 2022年末公司胶膜产能18亿平米, 公司目前正在多个基地同步产能扩张, 今年年底预计产能达到25亿平米, 同增38.89%。销量上, 2022年出货量13.21亿平米, 同增36.51%。今年出货目标为20亿平米, 同增50%以上, 约覆盖300GW左右组件。

➤ **背板: 分布式产品发力, 扩产下业务放量。**公司在分布式市场获得增量, 高反黑背板获得全面应用。公司2022年实现光伏背板销售量1.23亿平米, 同增80.64%, 实现营收13.41亿元, 同增84.74%。由于Q1出货量超预期, 2023年出货目标上调至2亿平米, 实现60%以上增长。目前公司已启动嘉兴年产1.1亿平米扩产项目, 预计未来业务有望继续放量。

➤ **电子材料: 全产业链扩张, 感光干膜有望放量。**在消费电子不景气影响下, 2022年业绩保持平稳略升。2022年电子材料收入5.08亿元, 同增13.78%, 毛利率18.04%, 同增1.53 pct。其中感光干膜收入4.65亿元, 毛利率20.45%, 占电子材料业务收入91.54%。

➤ **投资建议:** 公司作为胶膜龙头, N型迭代下技术、供应链优势明显, 预计2023年胶膜出货量19.5亿平米, 同时电子材料业务逐步发展。我们预计公司2023-2025年实现营业收入268.92/310.74/382.00亿元, 同比+42.46%/+15.55%/+22.93%, 公司2023-2025年归母净利润为25.85/31.93/40.41亿元, 对应当前P/E为26x/21x/16x, 首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示:** 全球宏观经济波动风险; 行业内部竞争风险; 供应链保供风险; 上下游价格波动风险。

| 单位: 亿元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 188.77 | 268.92 | 310.74 | 382.00 |
| (+/-)(%) | 46.82% | 42.46% | 15.55% | 22.93% |
| 归母净利润 | 15.79 | 25.85 | 31.93 | 40.41 |
| (+/-)(%) | -28.13% | 63.75% | 23.52% | 26.55% |
| EPS(元) | 1.19 | 1.94 | 2.40 | 3.03 |
| P/E | 56 | 26 | 21 | 16 |

资料来源: 携宁, 东海证券研究所, 2023年4月28日

正文目录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 1. 公司点评 | 4 |
| 1.1. 公司营收持续增长，盈利能力逐步修复 | 4 |
| 1.2. 胶膜：龙头地位稳固，产能进一步提升 | 5 |
| 1.3. 胶膜：强者恒强，龙头构建竞争优势 | 7 |
| 1.4. 背板：分布式产品发力，扩产下业务放量 | 8 |
| 1.5. 电子材料：全产业链扩张，感光干膜有望放量 | 9 |
| 2. 投资建议 | 10 |
| 3. 风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1 公司历年营业收入及同比 (亿元、%) | 4 |
| 图 2 公司历年扣非归母净利润及同比 (亿元、%) | 4 |
| 图 3 公司单季度营业收入及同比 (亿元、%) | 4 |
| 图 4 公司单季度扣非归母净利润及同比 (亿元、%) | 4 |
| 图 5 公司毛利率、净利率变化 (%) | 5 |
| 图 6 公司历年三费费率变化 (%) | 5 |
| 图 7 公司历年经营性现金流净额 | 5 |
| 图 8 公司历年应收账款、应付账款周转天数 | 5 |
| 图 9 公司历年胶膜产量 (万平米、%) | 6 |
| 图 10 公司历年胶膜产能 (亿平米、%) | 6 |
| 图 11 公司产能基地 | 6 |
| 图 12 公司历年胶膜营收及毛利 (亿平米、%) | 6 |
| 图 13 2022 公司胶膜成本构成 (%) | 7 |
| 图 14 公司历年研发投入 (亿元、%) | 7 |
| 图 15 公司背板营收 (亿元、%) | 9 |
| 图 16 公司背板产销量 (亿平米、%) | 9 |
| 图 17 公司感光干膜生产、销售量 (万平米) | 9 |
| 图 18 公司电子材料收入及毛利率 (亿元、%) | 9 |
| | |
| 表 1 公司主要胶膜产能布局 (亿平米) | 6 |
| 表 2 各企业胶膜产品性能对比 | 8 |
| 表 3 公司发行可转债中电子材料项目 (亿元) | 10 |
| | |
| 附录：三大报表预测值 | 11 |

1.公司点评

1.1.公司营收持续增长，盈利能力逐步修复

2022 全年营收保持高增长，盈利水平承压企稳。受 2022 年硅料价格上升及粒子价格波动影响，胶膜企业去年普遍业绩承压，公司 Q1 盈利水平逐步回暖。2022 年公司实现收入 188.77 亿元，同比+46.82%；实现归母净利 15.79 亿元，同比-28.13%；实现扣非净利 14.44 亿元，同比-32.53%。分季度看，2022 年 Q4 公司实现收入 53.31 亿元，同比+35.71%，实现归母净利 0.45 亿元，同比-94.75%。2023 年 Q1，公司实现收入 49.13 亿元，同比+26.48%，实现归母净利 3.64 亿元，同比+7.46%，实现扣非净利 3.46 亿元，同比 9.65%。

图1 公司历年营业收入及同比（亿元、%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 公司历年扣非归母净利润及同比（亿元、%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 公司单季度营业收入及同比（亿元、%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 公司单季度扣非归母净利润及同比（亿元、%）

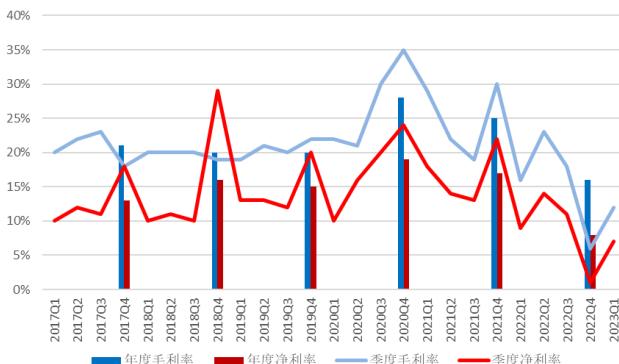


资料来源：Wind，东海证券研究所

周期拐点下，盈利能力显著回升。去年公司受粒子价格波动及高价库存的影响，盈利承压，同时硅料价格高企下辅材端议价力进一步压缩。公司 2022 年毛利率为 15.62%，同比-9.44pct；净利率为 8.37%，同比-8.72 pct。分季度看，2022 年 Q4 盈利触及最低点，毛利率为 5.90%，环比-12.39pct，净利率为 0.85%，环比-9.68 pct。2023 年 Q1 公司盈利能力逐步恢复，毛利率为 12.29 %，环比+6.39 pct，净利率为 7.42 %，环比+6.57 pct。预计后续随着硅料价格进一步下降，单位盈利有望较 Q1 进一步提升。

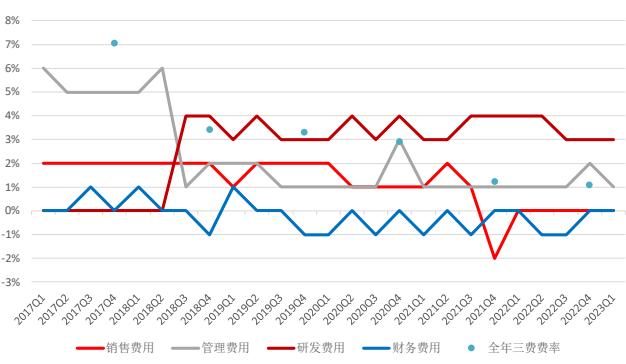
公司控费能力稳定，三费逐年下降。公司 2022 年三费费率为 1.12%，同比-0.12pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 0.31% (-0.10 pct)、1.24% (+0.05 pct)、-0.43% (-0.07 pct)。2023 年 Q1 费用率进一步下降，三费费率为 1.11%。

图5 公司毛利率、净利率变化（%）



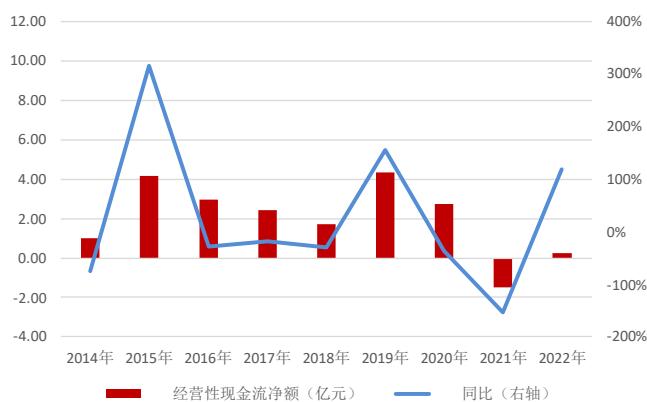
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 公司历年三费费率变化（%）



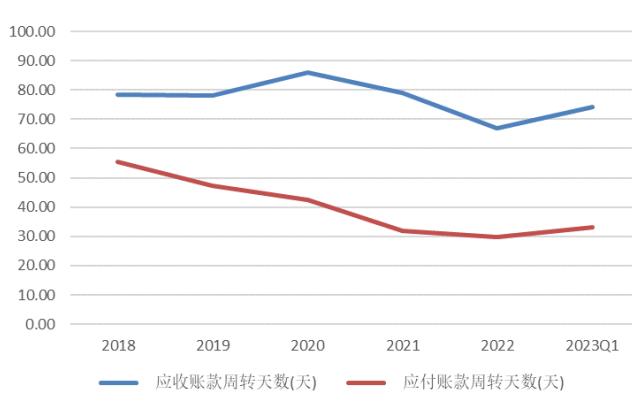
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 公司历年经营性现金流净额



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 公司历年应收账款、应付账款周转天数

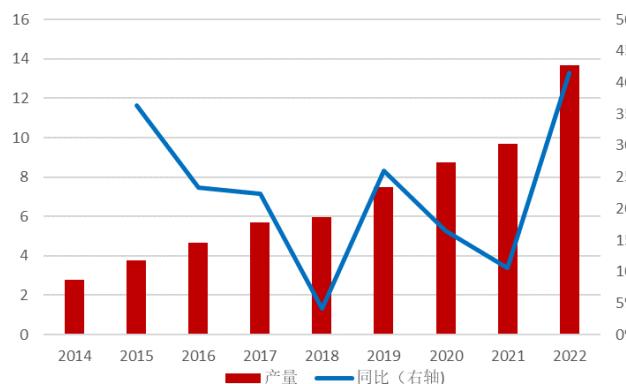


资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.胶膜：龙头地位稳固，产能进一步提升

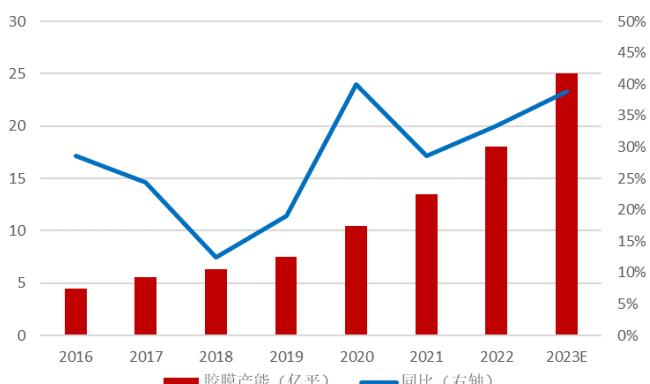
胶膜龙头，市占率维持稳定。2003 年起公司通过自主研发及大规模扩产，打破海外垄断，逐步成为全球光伏胶膜绝对龙头。2021 年公司市占率超 50%，与其他厂商拉开明显差距。2022 年光伏行业发展下行业竞争日趋激烈，公司市占率微降，但依旧保持 50%左右份额。2022 年公司胶膜营业收入达到 168.52 亿元，同增 46.42%，占总营收比重 89.27%。

图9 公司历年胶膜产量（万平米、%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图10 公司历年胶膜产能（亿平米、%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

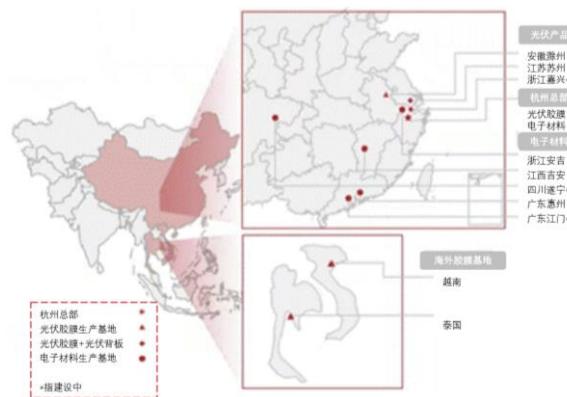
产能加速扩展下，产量放量加速。产能上，2022年末公司胶膜产能18亿平方米，今年年底预计产能达到25亿平方米，同增38.89%。公司目前正在多个基地同步产能扩张，同时2020年、2022年2次发行可转债，用于建设滁州、嘉兴、杭州基地胶膜产能。产量上，2022年出货量13.21亿平方米，同增36.51%。今年出货目标为20亿平方米，同增50%以上，约覆盖300GW左右组件。

表1 公司主要胶膜产能布局（亿平米）

| 基地 | 项目 | 产能 | 投产时间 | 建设期 |
|----|---------------|-----|--------|-----|
| 杭州 | / | 4.8 | 已达产 | / |
| 常熟 | / | 1.9 | 已达产 | / |
| 泰国 | / | 0.8 | 已达产 | / |
| 临安 | 白色EVA胶膜技改 | 2.5 | 已达产 | / |
| 临安 | POE封装胶膜项目（一期） | 2 | 已达产 | / |
| 滁州 | 光伏胶膜项目 | 5 | 在投产 | 4年 |
| 嘉兴 | 光伏胶膜项目 | 2.5 | 在投产 | 3年 |
| 杭州 | 光伏胶膜项目(高效电池) | 2.5 | 建设中 | 4年 |
| 越南 | 光伏胶膜项目(高效电池) | 2.5 | 前期准备工作 | 3年 |

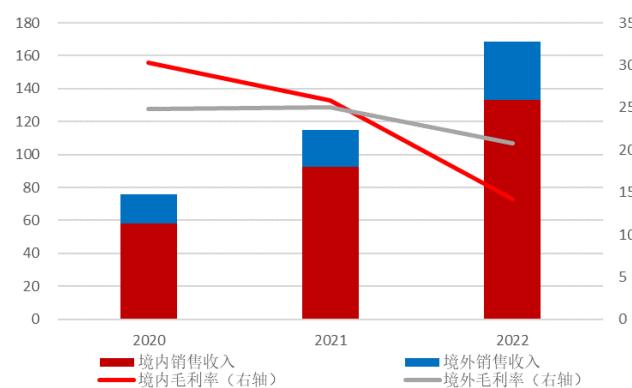
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图11 公司产能基地



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图12 公司历年胶膜营收及毛利（亿平米、%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

海外市场布局，巩固全球龙头地位。随着海外政策波动，公司开启海外布局，泰国基地于2018年正式投入使用。受美国及东南亚需求影响，泰国基地供不应求，2022年境外胶膜

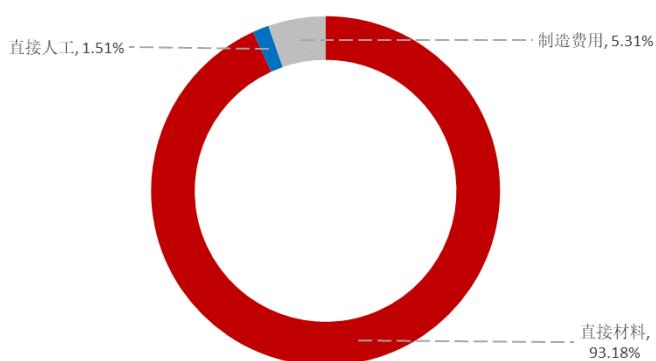
销售收入达到 35.47 亿元，同增 55.68%，占胶膜收入 21.05%。公司计划对泰国基地的胶膜产能实施扩产，并同时启动越南生产基地 2.5 亿平米产能建设，有利于配套东南亚组件产能的扩张趋势。另外，公司海外布局较早，领先于其他厂商形成海外优势，境外收入提升有利于公司提升盈利水平。公司境外胶膜毛利率维稳，2022 年胶膜境外毛利率 20.79%，较境内高 6.60 pct。

1.3. 胶膜：强者恒强，龙头构建竞争优势

销售端：二十年深耕，构建客户壁垒。胶膜作为封装材料，需要厂商与组件企业深度协同研发，形成适合组件的定制化配方。因此行业具有一定转换成本，长期合作将形成客户壁垒。公司在光伏封装材料领域深耕近二十年，基本实现了国内外主要光伏组件企业的全覆盖，建立了强大的客户资源壁垒，隆基绿能、天合光能、晶科能源、晶澳科技、阿特斯、东方日升、正泰新能、通威太阳能、一道新能、环晟光伏均为公司大客户，同时传统的海外光伏巨头韩华、First Solar 也是公司的长期大客户。

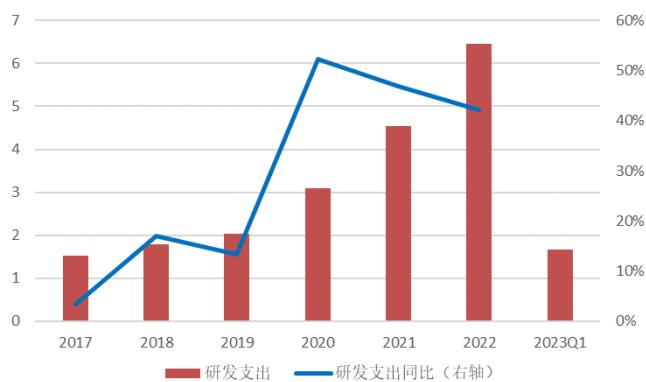
供应链：保供能力领先，构筑原材料壁垒。成本上，粒子对于胶膜成本起主导作用。2022 年以粒子为主的直接材料在胶膜成本中占比 93.18%，较去年上升 1.91 pct，预计上游树脂在胶膜成本中的占比约为 86%-92%。另外，粒子是胶膜主要成分，粒子对于胶膜性能至关重要。产能上，胶膜扩产容易，周期仅 3-6 个月，而粒子扩产、爬产可能长至 4 年，成为束缚行业产能的关键瓶颈。公司长期经营与上游厂商构建紧密关系，同时通过投资成为陶氏化学股东，在 EVA、POE 保供上都居于行业第一位。

图13 2022 公司胶膜成本构成（%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图14 公司历年研发投入（亿元、%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

产品端：研发投入不断增长，产品性能优势明显。公司 2022 年度研发投入 6.45 亿元，同增 42.07%，占营业收入的比例为 3.42%，保持行业绝对领先。技术持续投入下，公司胶膜产品在透光率、体积电阻率、收缩率方面均较其他公司具有明显优势。

1) 技术研发：公司在材料、配方、设备、工艺方面全面投入，另外公司建有福斯特新材料研究院，具备浙江省重点企业研究院、浙江省光伏封装材料工程技术研究中心等资质。截至 2022 年末，公司技术人员 560 人，占总人数比例 15%，公司申请的发明专利和实用新型专利分别为 541 项和 125 项，其中授权有效的发明专利和实用新型专利分别为 205 项和 95 项。

2) 装备自制：降低投资成本，同时保障了产品持续快速更新能力，并有效防止核心技术扩散。公司依托对产品配方和生产工艺的理解，构建了涵盖流延挤出加工、精密涂布、可控交联、高分子异质界面粘接等全工艺流程的单/多层聚合物功能薄膜材料制备技术体

系，具备产业链核心设备自主研发设计能力、生产及品质控制全流程自主开发能力，是业内少数具备自主研发成套设备能力的高新技术企业。

表2 各企业胶膜产品性能对比

| 种类 | 公司名称 | 光学指标 (%) | 电性能 ($\Omega \cdot cm$) | 收缩率 (%) |
|--------|------|---|---------------------------|---------------------|
| | | 光透过率/光反射率 | 体积电阻率 | MD/TD |
| 透明 EVA | 福斯特 | ≥ 91 (1100nm-380nm) | $\geq 1.0 \times 10^{15}$ | $\leq 3 / \leq 1.5$ |
| | 斯威克 | ≥ 91 (1100nm-380nm) | $> 1.0 \times 10^{15}$ | $< 3 / < 2$ |
| | 海优新材 | > 91 (1100nm-380nm) | $> 1.0 \times 10^{15}$ | $\leq 4 / \leq 1.5$ |
| | 上海天洋 | ≥ 91 (800nm-238nm) | $\geq 1.0 \times 10^{15}$ | $< 3 / < 1$ |
| 白色 EVA | 福斯特 | ≥ 90 (1100nm-400nm) | $\geq 1.0 \times 10^{14}$ | $\leq 3 / \leq 1.5$ |
| | 斯威克 | 反射 ≥ 90 ; 透过 ≥ 91 (700nm-400nm) | - | $< 3 / < 2$ |
| | 海优新材 | > 90 (700nm-400nm) | $> 1.0 \times 10^{14}$ | $\leq 4 / \leq 1.5$ |
| | 上海天洋 | - | $> 1.0 \times 10^{14}$ | $< 3 / < 1$ |
| POE | 福斯特 | ≥ 90 (1100nm-380nm) | $\geq 1.0 \times 10^{15}$ | $\leq 3 / \leq 1.5$ |
| | 斯威克 | ≥ 91 (1100nm-380nm) | $> 1.0 \times 10^{15}$ | $< 3 / < 2$ |
| | 海优新材 | > 90 (1100nm-380nm) | $> 1.0 \times 10^{15}$ | $\leq 4 / \leq 1.5$ |

资料来源：各公司官网，东海证券研究所

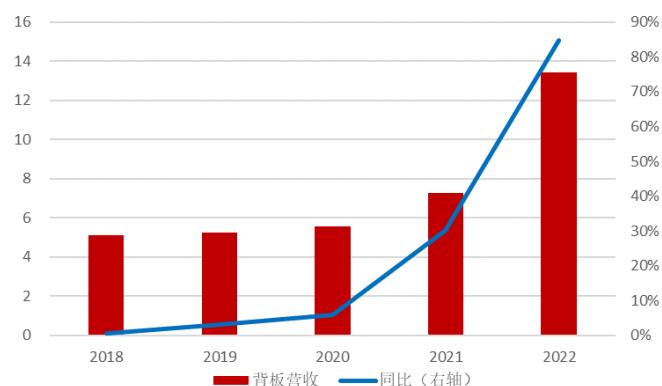
运营端：融资能力及现金流管理，实现强者恒强。胶膜处于上游石化企业与下游组件厂商之间，现金流压力较大，龙头凭借规模优势构建壁垒。公司下游销售收款方式主要为“账期+现金&承兑汇票”模式，上游付款方式主要为“TT+LC”模式，在行业特性下公司凭规模优势及运营能力，2022年实现现金流上升，同时应收账款周转天数及应付账款天数差距缩小。另外，在国内公司于2022年12月22日发行30.3亿可转债用于扩产，在国外2023年2月公司宣布拟发行全球存托凭证并申请在瑞士证券交易所挂牌上市。融资实力为公司在日趋激烈竞争环境下继续保持龙头地位提供资金支撑。

1.4. 背板：分布式产品发力，扩产下业务放量

技术发力，分布式产品厚积薄发。公司在2009年就开发出背板产品并推向市场，后续公司凭借成熟的CPC背板研发生产体系，成为光伏背板产品的头部企业。今年凭借技术创新，公司在分布式市场获得增量，2021年推出的高反黑背板获得了隆基、天合、晶科等头部客户的全面应用，成为近期光伏背板行业的标杆产品。

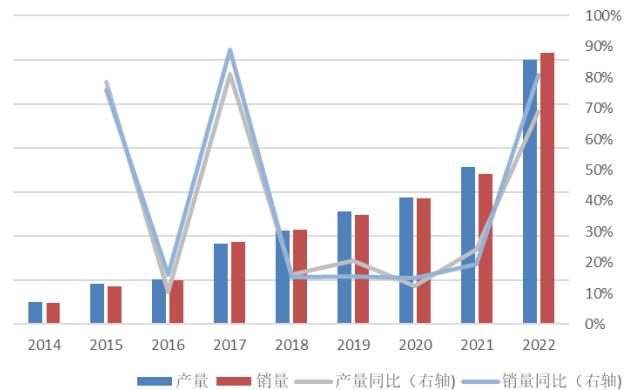
扩产加速，背板业务迅速放量。公司2022年实现光伏背板产量1.2亿平米，销售量1.23亿平米，同比增长80.64%，实现营业收入13.41亿元，同比增长84.74%。由于Q1出货量超预期，2023年出货目标由1.5亿平方米上调至2亿平米，实现60%以上的增长。2021年公司全球市占率约排名第五，2022年有望排名第四。目前公司已启动嘉兴年产1.1亿平方米光伏背板产品的扩产项目，预计未来随着产能释放及产品差异化，背板业务有望继续放量。

图15 公司背板营收（亿元、%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图16 公司背板产销量（亿平米、%）



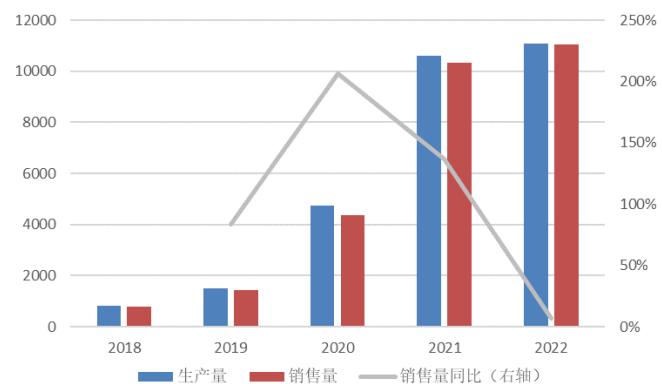
资料来源：Wind，东海证券研究所

1.5.电子材料：全产业链扩张，感光干膜有望放量

加大电子材料投入力度，业务走向成熟。1) **组织架构：**2022 年通过整合，以公司的全资子公司杭州福斯特电子材料有限公司为母公司，搭建了完善的多层次的电子材料业务平台，形成独立的研发、生产和销售的体系。具体架构包括湖州安吉的原材料基地，临安总部和广东江门（建设中）的产品生产基地，广东惠州、江西吉安、四川遂宁的产品分切基地，广东深圳和江苏昆山的产品销售公司。2) **产品端：**公司电子材料主要应用于电子信息领域中的 PCB 制造，产品以感光干膜为主，感光干膜是覆铜板图形刻蚀的关键材料，通过附着在铜板上帮助 PCB 设计线路的图形转移。2022 年产品顺利导入鹏鼎控股、深南电路、深联电路、景旺电子、奥士康、生益电子等大型 PCB 企业，预计未来有望突破更多高端客户。

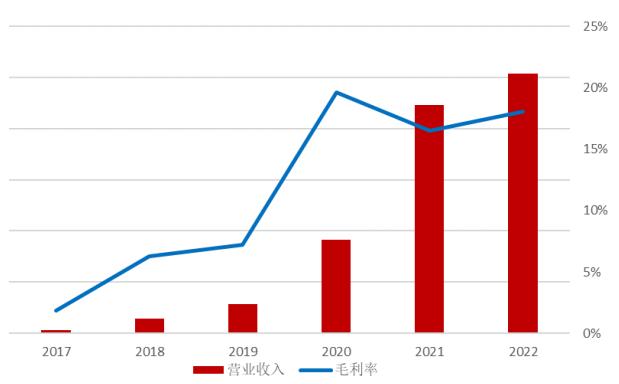
电子材料业务稳扎稳打，量稳利增。公司前几年电子材料业务发展迅速，在消费电子不景气影响下，2022 年电子材料业务依旧保持平稳略升。2022 年电子材料收入 5.08 亿元，同增 13.78%，毛利率 18.04%，同增 1.53 pct。其中感光干膜收入 4.65 亿元，毛利率 20.45%，占电子材料业务收入 91.54%。感光干膜 2022 年实现出货量 1.10 亿平米，同增 6.97%。

图17 公司感光干膜生产、销售量（万平米）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图18 公司电子材料收入及毛利率（亿元、%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

全产业链扩张，预计后续业务迎来放量。公司 2022 年 12 月发行的 30.3 亿元可转债，其中 16.7 亿元应用于电子材料项目扩产，占总募资额 55.12%。其中感光胶膜产能为 5.2 亿

平米，合成树脂及助剂项目产能为 6.145 万吨，挠性覆铜板（材料）项目产能为 500 万平米。合成树脂材料是可用于生产感光干膜的配方型电子化学品，挠性覆铜板（FCCL）是柔性印制电路板（FPC）的加工基材，也属于 PCB 产业链的相关领域，公司向电子材料产业链延伸，有利于形成协同效应，增加成本优势，壮大电子材料业务全面发展。

表3 公司发行可转债中电子材料项目（亿元）

| 地区 | 项目 | 产能 | 总投资额 |
|----|---------------|----------|-------|
| 江门 | 感光干膜项目 | 4.2 亿平 | 10.11 |
| 江门 | 合成树脂及助剂项目 | 6.145 万吨 | 4.91 |
| 杭州 | (高分辨率) 感光干膜项目 | 1 亿平 | 2.53 |
| 杭州 | 挠性覆铜板（材料）项目 | 500 万平 | 3.59 |

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.投资建议

公司作为胶膜龙头，N 型迭代下技术、供应链优势明显，预计 2023 年胶膜出货量 19.5 亿平米，同时电子材料业务逐步发展。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 268.92/310.74/382.00 亿元，同比+42.46%/+15.55%/+22.93%，公司 2023-2025 年归母净利润为 25.85/31.93/40.41 亿元，对应当前 P/E 为 26x/21x/16x，首次覆盖给予“买入”评级。

3.风险提示

- （1）全球宏观经济波动风险：下半年全球经济衰退压力可能对光伏装机需求端造成一定不利影响，影响胶膜及背板销售；
- （2）行业内部竞争风险：行业内部竞争激烈化，可能导致胶膜及背板销售量、利不及预期；
- （3）供应链保供风险：EVA、POE 粒子供给低于预期，造成未来成本压力，可能导致盈利不及预期；
- （4）上下游价格波动风险：上下游博弈可能造成硅料成本下降低于预期，组件降价超预期，从而造成辅材利润低于预期。

附录：三大报表预测值

利润表（亿元）

资产负债表（亿元）

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 189 | 269 | 311 | 382 | 货币资金 | 63 | 62 | 93 | 109 |
| %同比增速 | 47% | 42% | 16% | 23% | 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业成本 | 159 | 227 | 260 | 319 | 应收账款及应收票据 | 43 | 64 | 60 | 81 |
| 毛利 | 29 | 42 | 51 | 63 | 存货 | 35 | 45 | 50 | 65 |
| %营业收入 | 16% | 16% | 16% | 16% | 预付账款 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 税金及附加 | 1 | 1 | 1 | 1 | 其他流动资产 | 21 | 28 | 29 | 35 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 流动资产合计 | 165 | 201 | 236 | 294 |
| 销售费用 | 1 | 1 | 1 | 1 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 2 | 4 | 4 | 5 | 固定资产合计 | 25 | 32 | 37 | 41 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 无形资产 | 5 | 6 | 6 | 7 |
| 研发费用 | 6 | 9 | 11 | 13 | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 3% | 3% | 3% | 3% | 递延所得税资产 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 财务费用 | -1 | -1 | -1 | -1 | 其他非流动资产 | 6 | 4 | 3 | 3 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 资产总计 | 202 | 245 | 284 | 347 |
| 资产减值损失 | -2 | -1 | 0 | 0 | 短期借款 | 13 | 19 | 27 | 35 |
| 信用减值损失 | -3 | -2 | -1 | -1 | 应付票据及应付账款 | 20 | 26 | 25 | 38 |
| 其他收益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 应付职工薪酬 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应交税费 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 1 | 2 | 3 | 3 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动负债合计 | 36 | 53 | 60 | 83 |
| 营业利润 | 17 | 28 | 35 | 45 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 9% | 10% | 11% | 12% | 应付债券 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 递延所得税负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 17 | 28 | 35 | 45 | 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 9% | 10% | 11% | 12% | 负债合计 | 62 | 79 | 86 | 108 |
| 所得税费用 | 1 | 2 | 3 | 4 | 归属于母公司的所有者权益 | 140 | 166 | 198 | 238 |
| 净利润 | 16 | 26 | 32 | 40 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 8% | 10% | 10% | 11% | 股东权益 | 140 | 166 | 198 | 238 |
| 归属于母公司的净利润 | 16 | 26 | 32 | 40 | 负债及股东权益 | 202 | 245 | 284 | 347 |
| %同比增速 | -28% | 64% | 24% | 27% | 现金流量表（亿元） | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| EPS (元/股) | 1.19 | 1.94 | 2.40 | 3.03 | 经营活动现金流净额 | 0 | 2 | 33 | 17 |
| 基本指标 | | | | | 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资本性支出 | -6 | -10 | -9 | -10 |
| EPS | 1.19 | 1.94 | 2.40 | 3.03 | 其他 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| BVPS | 10.50 | 12.44 | 14.84 | 17.87 | 投资活动现金流净额 | -3 | -9 | -8 | -8 |
| PE | 55.83 | 25.50 | 20.64 | 16.31 | 债权融资 | 38 | 6 | 8 | 8 |
| PEG | — | 0.40 | 0.88 | 0.61 | 股权融资 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| PB | 6.33 | 3.98 | 3.34 | 2.77 | 支付股利及利息 | -3 | -1 | -1 | -1 |
| EV/EBITDA | -0.87 | -0.30 | -0.83 | -0.84 | 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 11% | 16% | 16% | 17% | 筹资活动现金流净额 | 40 | 6 | 7 | 7 |
| ROIC | 8% | 14% | 13% | 13% | 现金净流量 | 37 | -1 | 31 | 16 |

资料来源：Wind，东海证券研究所

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20% |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15% |

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其实现报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话：(8621) 20333619
传真：(8621) 50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话：(8610) 59707105
传真：(8610) 59707100
邮编：100089