

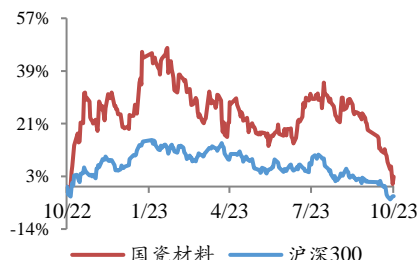
Q3 业绩符合预期，多业务布局扩大成长空间

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-10-29

收盘价（元）	23.73
近 12 个月最高/最低（元）	33.69/22.51
总股本（百万股）	1,004
流通股本（百万股）	803
流通股比例（%）	80.02
总市值（亿元）	238
流通市值（亿元）	191

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件描述

10月26日，国瓷材料发布了2023年三季度报，公司前三季度实现营业收入27.87亿元，同比增加14.09%；归母净利润4.41亿元，同比减少3.53%。公司第三季度实现营业收入9.37亿元，同比增长31.53%，环比下降12.02%；实现归母净利润1.22亿，同比增长125.13%，环比下降37.63%。

● 公司业绩符合预期，多元化业务彰显长期成长性

公司第三季度实现营业收入9.37亿元，同比增长31.53%，环比下降12.02%；实现归母净利润1.22亿，同比增长125.13%，环比下降37.63%。公司业绩保持了恢复的状态，但是修复势头偏弱，强大的产品矩阵分散了市场风险，但是总体受到下游需求疲软的影响。蜂窝陶瓷受益于下游政策影响，以及国六标准切换后行业需求恢复，预计将成为今年业绩的重要支撑。MLCC粉体受下游需求影响明显，医疗板块和精密陶瓷板块长坡厚雪，有望贡献中长期业绩增量。

● 国六标准拉动蜂窝陶瓷放量，MLCC陶瓷粉市场回暖

2020年国六标准开始推行，市场提前透支了2022年的需求，蜂窝陶瓷终端需求经历过波动后，叠加一些购车补贴、促消费政策，今年下游需求呈现回升状态。随着公司的技术突破，产品已经布局商用车、乘用车、非道路机械、船机和VOC等多个细分领域，随着需求端回暖，今年有望成为业绩增量的主要支撑。公司的MLCC陶瓷粉在产能和技术上双向突破，下游拓宽多个领域，另外随着下游电子设备新机型的放量，电子材料板块也成为提振业绩的重要力量。

● 公司通过收购开拓海外牙科市场，产品面向多元化和高端化

公司立足原料粉体延伸产业链条，加速扩张剑指国际市场。原料纳米级氧化锆粉体端，公司掌握先进的水热法制备技术，产能达3500吨。粉体材料销售稳步增长，国内市场份额稳步提升，同时进入了部分海外市场头部客户供应体系。牙科产品端，公司子公司爱尔创产品覆盖瓷块、设备等多个应用领域，其齿科修复产品通过了多国认证，客户覆盖110个国家和地区。2022年公司投资韩国Spident公司，进一步拓展牙医临床端产品管线；2023年公司投资德国Dekema公司，将先进的高温陶瓷烧结炉设备整合入公司牙科产品矩阵，同时补齐了公司高端品牌空缺。中长期来看，公司依托自身产业链上下游一体化优势及海外扩张产生的规模化效应，业绩仍有较大增长空间。

● 公司产品性能优势显著，精密陶瓷板块长坡厚雪

陶瓷球二期项目稳步建设，国瓷赛创基板业务推进顺利。近年来新能源车型从400V向800V高压平台过渡，传统钢制轴承球电腐蚀问题日益突出。

陶瓷球以其优异的绝缘、抗腐蚀性能成为替代钢制轴承球的最优方案。公司子公司国瓷金盛多年深耕陶瓷球的研究与生产。从工艺上看，国瓷金盛掌握 GPS 法和先进的 HIP 法两大制备技术，氮化硅陶瓷球产品性能优势突出，质量可达 ASTM F2094 的 Class I 水平，且精度可达 G5。从市场格局看，高端陶瓷轴承球多年来由国外垄断，公司作为国内为数不多能够生产高端陶瓷球厂家，结合自身固有原料端优势，将有望从国产替代中持续受益。目前，公司陶瓷球一期项目已顺利建成投产，产品实现在新能源车、风电领域供货，二期项目正在建设中。未来随着新能源车及风电行业中陶瓷球渗透率进一步提升，公司产品有望持续放量。

● 投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.11、8.21、10.77 亿元，同比增速为 22.9%、34.4%、31.2%。对应 PE 分别为 39、29、22 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 技术开发风险；
- (2) 原材料价格波动风险；
- (3) 兼并重组和商誉风险；
- (4) 汇率波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3167	3412	4350	5544
收入同比 (%)	0.2%	7.7%	27.5%	27.4%
归属母公司净利润	497	611	821	1077
净利润同比 (%)	-37.5%	22.9%	34.4%	31.2%
毛利率 (%)	34.9%	36.5%	37.6%	38.2%
ROE (%)	8.4%	9.6%	11.4%	13.0%
每股收益 (元)	0.50	0.61	0.82	1.07
P/E	55.14	39.00	29.02	22.11
P/B	4.70	3.72	3.30	2.87
EV/EBITDA	35.96	23.80	18.30	14.44

资料来源：iFinD，华安证券研究所

正文目录

1 立足先进陶瓷，产品矩阵持续扩大.....	5
2 电子材料板块：高端化和国产化进程加速	6
3 催化材料板块：下游需求回暖，国产替代加速.....	7
4 精密陶瓷板块：新材料优势突出，精密陶瓷乘风而起	10
5 医疗板块：牙科板块长坡厚雪，海外市场加速拓展	12
风险提示：	13
财务报表与盈利预测	14

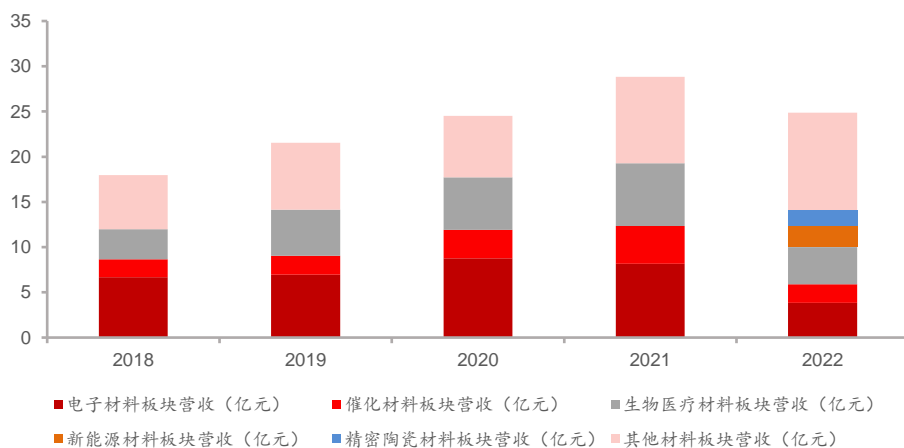
图表目录

图表 1 公司各业务板块稳步增长	5
图表 2 公司盈利能力稳定	6
图表 3 MLCC 配方粉市场集中在日本	6
图表 4 中国 MLCC 配方粉“质”“量”齐升	6
图表 5 配方粉是原料成本的主要部分	7
图表 6 MLCC 整体市场规模稳步提升	7
图表 7 蜂窝陶瓷载体位于内燃机后处理产业链上游	8
图表 8 蜂窝陶瓷的国产替代开始加速进行	8
图表 9 汽车销量呈现波动上升趋势	9
图表 10 重卡市场逐渐适应国六标准	9
图表 11 公司全线布局汽车尾气处理产业	10
图表 12 氮化硅与传统钢材性能对比	11
图表 13 国瓷金盛陶瓷球产品系列参数	11
图表 14 全球牙科植入物市场规模及预测（亿美元）	12
图表 15 全球牙科植入物生产格局	12
图表 16 公司生物医疗板块营业收入（亿元）	13
图表 17 公司生物医疗板块毛利率	13

1 立足先进陶瓷，产品矩阵持续扩大

公司以陶瓷材料为出发点开拓多个板块，2021 年设立新能源事业部和精密陶瓷事业部。公司成立于 2005 年 4 月，是一家专业从事功能陶瓷材料研发和生产的高新技术企业。自成立以来，公司深耕新材料行业，是首家实现水热法批量化制备钛酸钡的生产企业，突破了日本厂商的技术封锁，于 2012 年 1 月在深交所创业板上市。公司业务板块营收持续扩大，2021 年公司成立精密陶瓷事业部和新能源事业部，整合相关业务结构，开拓新的业务板块。同时，公司优化内部管理，积极开拓大客户，进一步打开国外市场，与韩国三星、宁德时代、比亚迪、风华高科等国内外知名厂商建立了长期的合作关系，四个板块进一步发力，推动公司业绩高速增长。

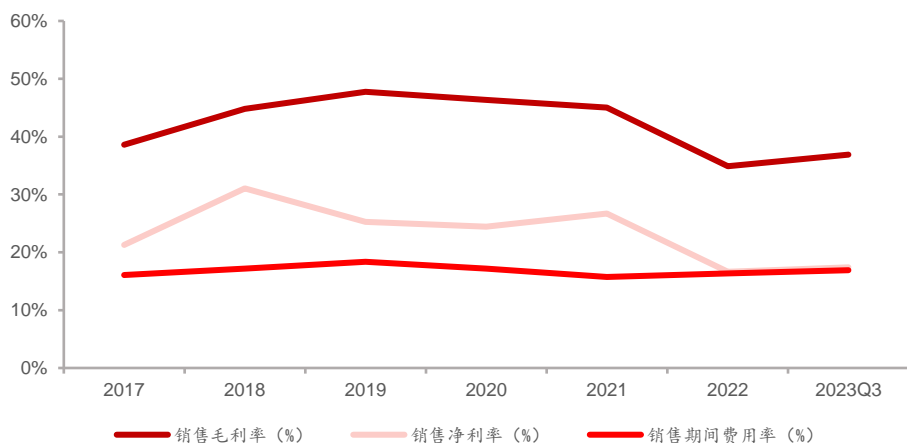
图表 1 公司各业务板块稳步增长



资料来源：iFind，华安证券研究所

公司盈利能力稳而强，业绩逐渐修复。公司营收呈现了较平稳的增长，2020 年起尽管疫情一定程度上影响了下游需求，但是公司依然保持增长。2022 年，下游开工率较低，电子材料板块和催化板块需求疲软，单位成本提高，使业绩承受压力。从毛利率看，公司产品盈利能力强，并且长期稳定在 35% 以上。从费率来看，公司业务扩张的同时控制稳定的费用率，今年的业绩呈现缓慢恢复的状态。长期而言，公司的营收和归母净利润保持稳步增长，随着电子材料和催化材料下游需求的复苏，公司业绩将迎来修复期。

图表 2 公司盈利能力稳定

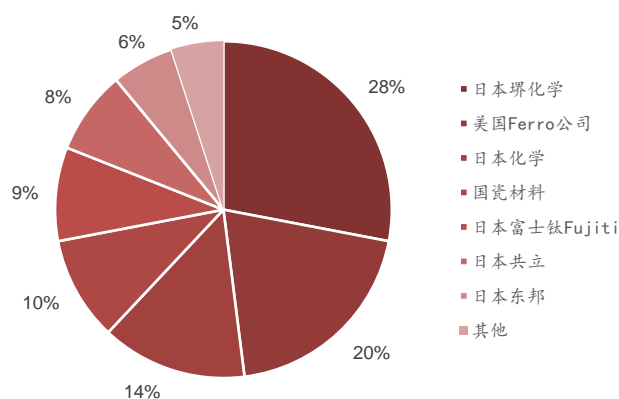


资料来源：iFind，华安证券研究所

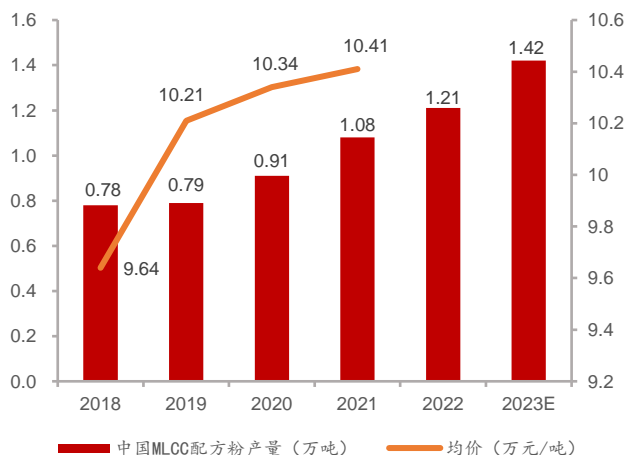
2 电子材料板块：高端化和国产化进程加速

MLCC 配方粉产能集中在日本，国产化进程加速进行。全球 MLCC 配方粉市场主要集中在日本，占到 65% 以上，其中最大的是日本堺化学，全球市占率为 28%，国瓷材料全球占比为 10%。另外，根据公司在投资者互动平台回复，公司的国内市占率为 80%。从国内来看，中国 MLCC 配方粉市场逐渐打开，2022 年产量为 1.21 万吨，预计 2023 年将达到 1.42 万吨，2018 年-2022 年的复合增长率为 11.6%。国产 MLCC 配方粉的销售均价呈现上升趋势，也表明了 MLCC 产业的高端化进程正在加速进行。

图表 3 MLCC 配方粉市场集中在日本



图表 4 中国 MLCC 配方粉“质”“量”齐升



资料来源：中商情报网，华安证券研究所

资料来源：中商情报网，智研咨询，华安证券研究所

配方粉在 MLCC 的成本中占比高，MLCC 市场规模持续扩大。在 MLCC 成本中，陶瓷粉体占据较高的比重，在低容 MLCC 中陶瓷粉体占 20%-25%，在高容 MLCC 中陶瓷粉体占 35%-45%。MLCC 所需电子陶瓷粉料的微细度、均匀度和可靠性直接决定了下游 MLCC 产品的尺寸、电容量和性能的稳定。因此，MLCC 厂商一般会在

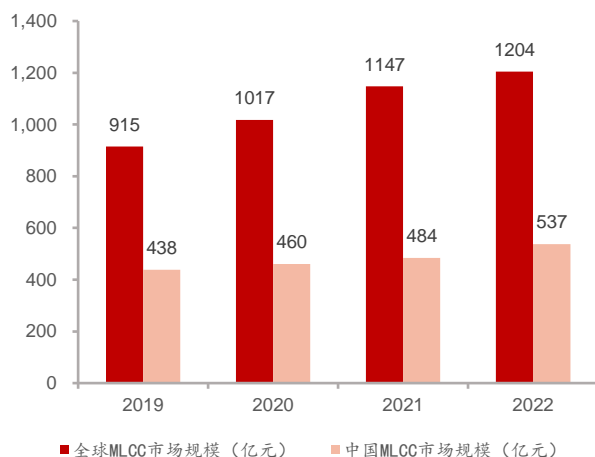
电子陶瓷粉料的制造过程中，优化材料的纯度和制备工艺，以保证所生产的 MLCC 产品具有更高的品质和稳定性。从 MLCC 市场来看，2022 年全球 MLCC 市场规模为 1204 亿元，国内市场规模为 537 亿元，虽然受到疫情影响，但是 MLCC 市场依然呈现增长态势。

图表 5 配方粉是原料成本的主要部分

成本结构	成本比重	
	低容 MLCC	高容 MLCC
陶瓷材料	20%-25%	35%-45%
内电极	5.0%	5%-10%
外电极	5.0%	5%-10%
包装材料	20%-30%	1%-5%
人工成本	10%-20%	10%-20%
设备折旧等	20%-35%	20%-30%

资料来源：艾邦陶瓷展，华安证券研究所

图表 6 MLCC 整体市场规模稳步提升

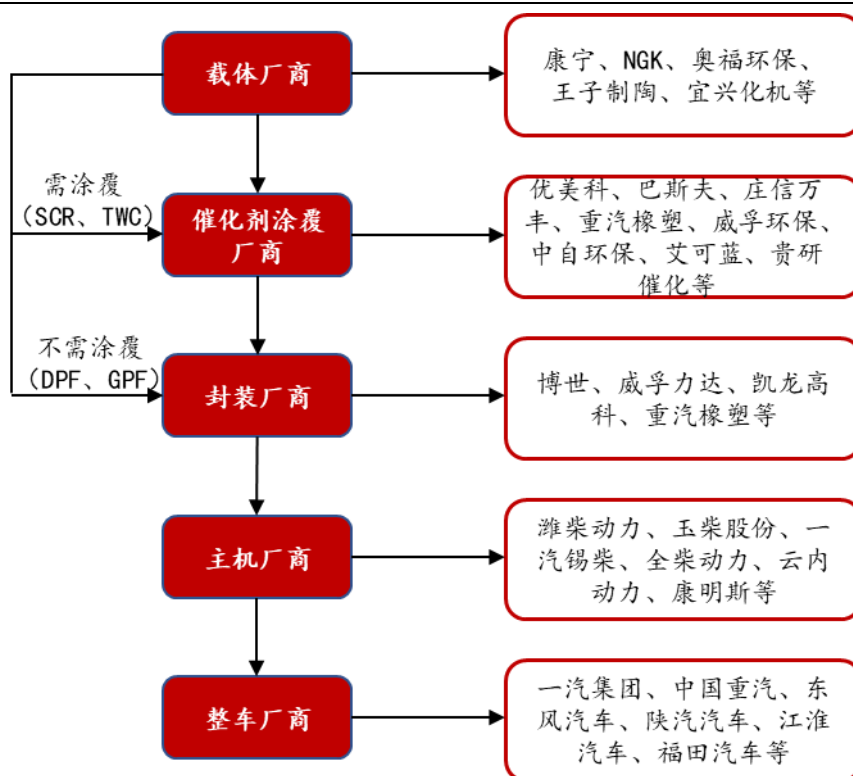


资料来源：中商情报网，华安证券研究所

3 催化材料板块：下游需求回暖，国产替代加速

蜂窝陶瓷载体厂商位于内燃机后处理产业链上游，国瓷材料等国内领先厂商完成技术突破，蜂窝陶瓷国产替代进程开始加速。蜂窝陶瓷载体厂商为内燃机后处理产业链上游，SCR、TWC、DOC 等载体完成后，首先送至催化剂厂商完成涂覆，部分 DPF、GPF 载体可直接进入内燃机尾气处理系统封装厂商，然后进入内燃机主机厂商，进入整车厂商。蜂窝陶瓷载体以及其他核心零部件需要受到监管部门的型式检验才能进入产业链，从开发设计到批量生产需要 2-3 年，所以下游厂商合作关系相对稳定。由于康宁、NGK 的技术相对成熟，所以国六初期获得了大部分的型式检验公告，二者在全球的市占率达到 90% 以上。近年来，随着王子制陶、奥福环保等国内厂商在技术上的逐渐突破，国产化率逐渐提高。国瓷材料子公司王子制陶的产品能够搭载商用车、乘用车、非道路机械、船机和 VOC 等细分领域，2023 年上半年突破非道路机械市场，堇青石、碳化硅两大系列产品已实现主要客户的全面覆盖；重卡领域，公司产品已成功应用于国内头部重卡客户的主力车型；乘用车领域，公司快速推进超薄壁 750/2 产品的市场开拓，目前已通过多家车企产品验证，并搭载国内传统燃油主力车型和国内新能源头部车企混合动力车型。随着“汽车用蜂窝陶瓷制造项目”的逐步推进，公司协同下游客户逐步推进国产化进程，加速扩大国产蜂窝陶瓷市场份额。

图表 7 蜂窝陶瓷载体位于内燃机后处理产业链上游



资料来源：奥福环保招股书，华安证券研究所

图表 8 蜂窝陶瓷的国产替代开始加速进行

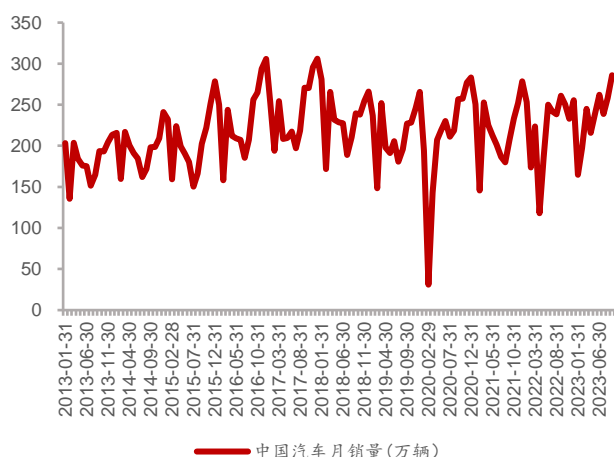
	美国康宁	日本 NGK	宜兴化机	凯龙蓝烽	国瓷材料 (王子制陶)	奥福环保
2022 年营业收入	蜂窝陶瓷载体和颗粒捕集器收入 106.28 亿元	蜂窝陶瓷载体和颗粒捕集器收入 117.46 亿元	-	-	催化材料板块营收 4.10 亿元	蜂窝陶瓷载体营收 19.95 亿元
全球市占率	合计 90%以上		合计不足 10%			
直通式价格区间 (元/升)	45-55		20-50			
壁流式价格区间 (元/升)	160-180		50-100			
主要载体产品	1.柴油车、船用直通式载体； 2.汽油车用直通式载体； 3.汽油车、柴油车用微粒过滤器	1.汽油车用直通式载体； 2.柴油车、船用直通式载体； 3.堇青石制 DPF； 4.碳化硅制 DPF； 5.GPF	1.汽油车用直通式载体； 2.柴油车用直通式载体； 3.DPF	柴油车用直通式载体	1.汽油车用直通式载体； 2.柴油车直通式载体； 3.DPF 产能：2000 万升/年，计划扩产到 5000 万升/年。	1.柴油车、船用直通式载体； 2.DPF； 3.GPF 产能：2000 万升/年，计划扩产到 3600-3800 万升/年

主要客户	优美科、庄信万丰、巴斯夫等国际知名催化剂厂商和国内主要催化剂厂商全覆盖；产品服务于全球所有汽车厂商	优美科、庄信万丰、巴斯夫等国际知名催化剂厂商和国内主要催化剂厂商全覆盖；产品服务于全球所有汽车厂商	优美科、庄信万丰、巴斯夫、中自环保、威孚环保等	凯龙高科等	威孚环保、无锡市盛和科技有限公司，主要集中在微卡领域；重卡领域，公司正在积极导入潍柴、玉柴、全柴、一汽解放等客户。	优美科、庄信万丰、巴斯夫、重汽橡塑、中自环保、潍柴净化、威孚环保、贵研催化
------	---	---	-------------------------	-------	---	---------------------------------------

资料来源：华经情报网，国瓷材料投资者调研纪要，同花顺，国瓷材料 2022 年报，奥福环保 2022 年报，美国康宁 2022 年报，日本 NGK2022 年报，华安证券研究所

终端需求开始回暖，重卡市场逐渐恢复平稳。从终端市场来看，国内汽车销量呈现出季节性，其中 10 月-次年 2 月之间存在较多的销售高峰。另外，近十年汽车的销量在波动中逐渐提升，2020 年受疫情影响销量短暂大幅波动，但自去年购置税补贴政策实施后，近两年的销售淡季缩短，叠加各地实施促消费、购车补贴等政策，今年的汽车销量在旺季呈现连续高增长的态势，2023 年 9 月汽车销量为 285.8 万辆，环比增长 10.7%。从蜂窝陶瓷单车需求最大的重卡来看，2019 年之前重卡出货量在波动中呈现上升趋势，2020 年正值 2010 年出厂重卡的换车潮，另外叠加国六 a 的出台，重卡出货量达到了高点。2021 年延续了 2020 年的态势，销量依然处于相对高的位置，但是 21 年末及 2022 年全年，一方面，重卡终端钢铁、煤炭、房地产等行业低迷，需求下降；另一方面，国六标准的切换提前预支了需求，所以出货量大幅下滑。2023 年国家出台促消费政策后，重卡市场回暖。根据方得网，2023 年 1-9 月重卡销量同比增长 35.1%。终端市场的复苏，拉动上游蜂窝陶瓷载体的需求，未来终端市场的恢复，也将带动蜂窝陶瓷市场的扩大和国产替代的加速。

图表 9 汽车销量呈现波动上升趋势



图表 10 重卡市场逐渐适应国六标准



资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司在汽车尾气处理全线布局，逐渐突破技术封锁，加速国产替代。汽车尾气净化器主要分为四部分：载体、涂层、助剂和活性组分。载体通常以蜂窝陶瓷为主；

涂层以氧化铝为主；助剂以铈锆固溶体为主；活性组分一般附着在分子筛上，是催化剂核心部分。铈锆固溶体具有良好的热稳定性和储氧/释氧能力，被广泛用在汽车尾气处理 TWC 载体中。长期以来，铈锆固溶体的生产技术一直由加拿大 ARM、比利时 Solvay、日本 DKKK 企业垄断，随着公司在相关技术的不断突破，现在已经成功进入行业头部客户供应商中，目前产能已经达到 1000 吨/年。国瓷材料子公司江苏天诺的 SCR 分子筛正在进行客户验证，已经实现小批量供应，也在打破巴斯夫、庄信万丰、优美科的垄断地位。汽车尾气净化的一体化布局，有助于公司绑定客户，并产生协同效应，扩大尾气处理领域的国产化率。

图表 11 公司全线布局汽车尾气处理产业



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 精密陶瓷板块：新材料优势突出，精密陶瓷乘风而起

精密陶瓷是公司以氧化锆、氧化铝、氮化硅、氮化铝等材料体系为核心，向下游延展的新产业板块，其产品包含陶瓷轴承球、陶瓷基片、陶瓷套筒、陶瓷插芯等系列陶瓷件。公司掌握从粉体制备到下游陶瓷球、陶瓷基板等产品制造的全流程工艺。子公司国瓷金盛一期高端轴承球扩建项目已经建成投产，氮化硅陶瓷轴承球产品已实现向新能源车厂、风电厂供货，二期项目正在建设中。子公司国瓷赛创已具备基板金属化领域领先的技术优势，DPC 基板业务快速增长。子公司爱尔创新材料将在光通信陶瓷套管领域持续发力，拓展公司市场份额。

相比于传统钢材轴承，电驱时代下陶瓷轴承球性能优势突出。陶瓷轴承球具有转速高、整体精度和刚度突出、热稳定性强以及无磁性等优异的综合性能。此外，陶瓷轴承球使用寿命较长，通常为钢制轴承的 2-5 倍。在高温、高速、高精度、酸碱腐蚀、电腐

蚀、强磁场、无润滑或介质润滑的场景中适应性更强。电驱时代下，陶瓷材料轴承球相较于钢材是一种更优选择。以应用最广泛的氮化硅陶瓷轴承球为例，其球体在轴承组件内能够产生更少的摩擦和热量。同时，Si₃N₄ 的相对介电常数低，电阻值大，能够很好的阻隔轴电流，作为电绝缘体，在高频交流电环境中避免了传统钢材的产生的电腐蚀问题。

图表 12 氮化硅与传统钢材性能对比

特性	轴承钢	不锈钢	氮化硅
质量密度 d/(g/cm ³)	7.85	7.90	3.20
热膨胀系数 α/(10 ⁻⁶ /K)	10.0	17.0	3.2
弹性模量 E/(GPa)	208	200	310
泊松比/μ	0.30	0.30	0.26
硬度/HV10	800	700	1500-1800
抗弯强度 σ _{RT} /(MPa)	2400	2600	800-1000
断裂韧性 K _{IC} /(MPa·m ^{1/2})	20	25	7.0-8.0
热导率 λ/(W/m·k)	30-40	15	35
比电阻/(Ω·m)	0.1-1	0.75	1018
使用温度/(°C)	120	300	≥800
耐酸碱腐蚀	弱	弱	强
无润滑摩擦	大	大	小
磁性	有	有	无
运转离心力	大	大	小
运转温升	高	高	低

资料来源：前沿材料、华安证券研究所

国瓷金盛工艺优势突出，高端陶瓷轴承球产能稳步释放。公司子公司国瓷金盛氮化硅陶瓷轴承球产品已顺利通过多家主流轴承厂商验证。从工艺上看，国瓷金盛氮化硅陶瓷球掌握 GPS 法和先进的 HIP 法两大制备技术，其中 JSN-W4C（HIP）型号和 JSN-W4（HIP）型号氮化硅陶瓷球均能达到 ASTM F2094 的 Class I 水平，具有相当的性能优势，且精度可达 G5；从产能上看，国瓷金盛高端轴承球扩建项目（一期）已建成并投产，二期项目持续稳步推进中。2023 年公司陶瓷球产品已搭载多款新能源主力车型，在风电领域也已实现批量供货。

图表 13 国瓷金盛陶瓷球产品系列参数

品类	材料型号	材料等级	颜色	特性	公称直径范围	最高精度等级	工艺特征
氮化硅陶瓷球	JSN-W4C(HIP)	Class I (ASTM F2094)	黑色	长疲劳寿命、高可靠性、高强度、耐高温耐磨、无磁性	0.4-140 Dw mm	G5	GPS HIP
	JSN-W4(HIP)		灰色	耐腐蚀、高强度、无磁性			
	JSN-12	Class II (ASTM F2094)	黑色	耐高温、高强度、耐磨			
	JSN-63		灰色	耐高温、高强度			

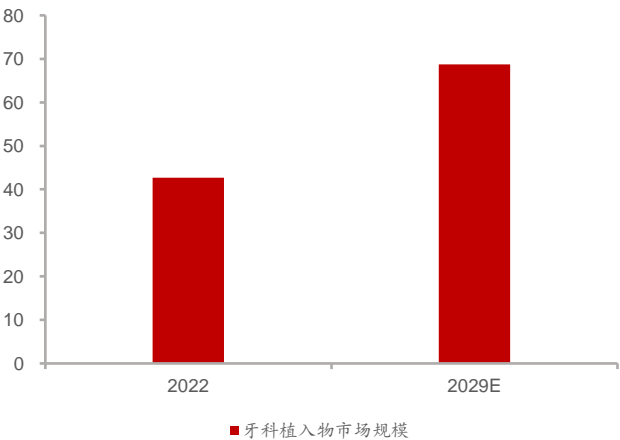
	JSN-05W(HIP)		黑色	较长疲劳寿命、耐高温、高强度、耐磨、高性价比			
氧化锆陶瓷球	ZO-HD01	-	白色	高强度、高韧性、耐腐蚀	≥0.1 Dw mm	G10	-
氧化铝陶瓷球	AO-3N01	99.7wt%	黄色	高硬度、耐高温	≥1.0	G10	
	AO-3N01	99.99wt%	白色	耐腐蚀、高硬度、耐高温	Dw mm		
碳化硅陶瓷球	SC-HD01	-	黑色	高硬度、耐腐蚀	0.8-25.4 Dw mm	G16	-

资料来源：国瓷金盛官网、华安证券研究所

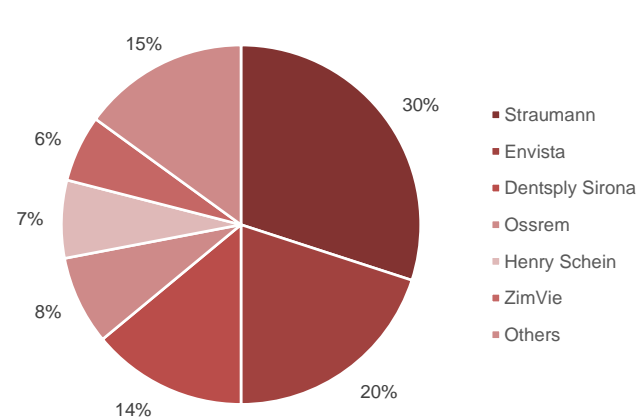
5 医疗板块：牙科板块长坡厚雪，海外市场加速拓展

全球牙科植入物市场规模增长潜力充足，公司通过海外投资辐射全球市场。据阿谱尔（APO）数据，2022 年全球牙科植入物市场规模达到 42.68 亿美元，预计到 2029 年将有望达到 68.73 亿美元，2023-2029 年 CAGR 为 6.45%。全球生产商中，前六品牌的市场份额合计超过 85%。其中瑞士 Straumann 是全球种植牙龙头企业，2022 年全球市场占比达 30%（2021 年为 29%），在高端市场占比超过 50%，旗下种植牙子品牌包括巴西 Neodent、德国 Medentika 和法国 Anthogyr。并购扩张成为牙科集团发展重要路径，公司投资韩国 Spident，拓展牙医临床端市场。今年 5 月，收购德国 Dekema，建立义齿加工设备领域产品优势。从材料端看，本次投资将引入先进烧结技术以强化公司全瓷材料的最终强度、美学性能，加强公司的产品质量；从设备端看，本次投资将先进设备工艺尤其是高温陶瓷炉整合入公司产品矩阵，使公司具有了为客户提供一站式解决方案的能力；从全球化的角度看，交易后 Dekema 公司位于德国的总部及分支机构将有力支持公司在欧洲的材料与设备端业务开拓。

图表 14 全球牙科植入物市场规模及预测（亿美元）



图表 15 全球牙科植入物生产格局

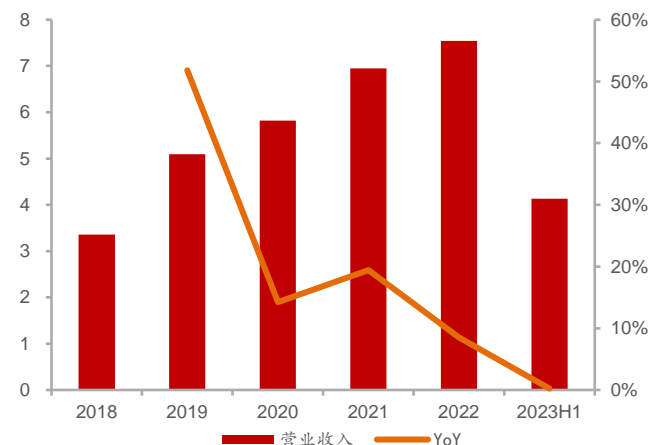


资料来源：阿谱尔、华安证券研究所

资料来源：Eshare 医械汇、华安证券研究所

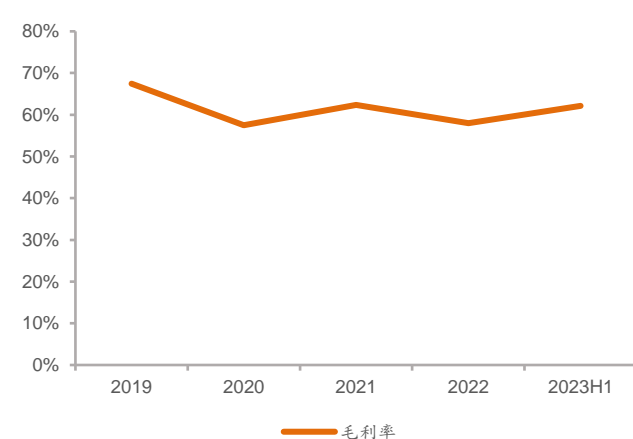
受疫情影响公司医疗板块营收增速下滑，但毛利率仍保持高水平。受疫情影响及全球经济下滑带来的消费疲软影响，公司医疗板块营收增速下滑，但营收仍保持正增长。2023H1 公司医疗板块营收 4.31 亿元，同比增长 0.23%；毛利率 62.11%，同比-1.19pct，但仍维持较高水平。未来，随着疫情影响退散及消费形势恢复，公司依托自身产业链优势及扩张的规模化效应，业绩仍有望恢复高增长状态。

图表 16 公司生物医疗板块营业收入（亿元）



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 17 公司生物医疗板块毛利率



资料来源：iFinD、华安证券研究所

风险提示：

- (1) 技术开发风险；
- (2) 原材料价格波动风险；
- (3) 兼并重组和商誉风险；
- (4) 汇率波动风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3249	4119	4770	5722	营业收入	3167	3412	4350	5544
现金	566	1105	1198	1177	营业成本	2062	2166	2714	3425
应收账款	1421	1706	2021	2626	营业税金及附加	19	24	30	38
其他应收款	23	25	42	47	销售费用	135	136	174	224
预付账款	43	51	63	78	管理费用	188	192	246	316
存货	891	842	1102	1386	财务费用	-29	9	16	11
其他流动资产	306	390	344	408	资产减值损失	-11	0	0	0
非流动资产	4252	4579	4951	5290	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	79	139	175	214	投资净收益	-14	0	-2	-5
固定资产	1691	1928	2164	2378	营业利润	577	716	955	1251
无形资产	169	178	188	195	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	2313	2334	2424	2502	营业外支出	18	0	0	0
资产总计	7502	8698	9720	11011	利润总额	562	716	955	1251
流动负债	814	1263	1463	1659	所得税	35	66	83	106
短期借款	2	208	178	98	净利润	527	650	872	1145
应付账款	446	435	558	705	少数股东损益	30	39	51	68
其他流动负债	367	619	726	856	归属母公司净利润	497	611	821	1077
非流动负债	382	578	528	478	EBITDA	755	975	1258	1587
长期借款	0	183	133	83	EPS (元)	0.50	0.61	0.82	1.07
其他非流动负债	382	394	394	394					
负债合计	1196	1841	1991	2137					
少数股东权益	423	462	514	581					
股本	1004	1004	1004	1004					
资本公积	1909	1909	1909	1909					
留存收益	2970	3483	4303	5380					
归属母公司股东权益	5882	6395	7216	8293					
负债和股东权益	7502	8698	9720	11011					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	成长能力				
经营活动现金流	204	730	776	714	营业收入	0.2%	7.7%	27.5%	27.4%
净利润	527	650	872	1145	营业利润	-39.0%	24.1%	33.3%	31.0%
折旧摊销	193	249	287	325	归属于母公司净利	-37.5%	22.9%	34.4%	31.2%
财务费用	-29	9	16	11	获利能力				
投资损失	14	0	2	5	毛利率 (%)	34.9%	36.5%	37.6%	38.2%
营运资金变动	-540	-170	-394	-764	净利率 (%)	15.7%	17.9%	18.9%	19.4%
其他经营现金流	1105	811	1261	1902	ROE (%)	8.4%	9.6%	11.4%	13.0%
投资活动现金流	-614	-519	-587	-594	ROIC (%)	8.3%	9.0%	10.9%	12.6%
资本支出	-525	-556	-592	-591	偿债能力				
长期投资	-161	-29	6	2	资产负债率 (%)	15.9%	21.2%	20.5%	19.4%
其他投资现金流	71	65	-1	-4	净负债比率 (%)	19.0%	26.8%	25.8%	24.1%
筹资活动现金流	-859	326	-96	-141	流动比率	3.99	3.26	3.26	3.45
短期借款	2	206	-30	-80	速动比率	2.77	2.53	2.44	2.55
长期借款	0	183	-50	-50	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.42	0.47	0.53
资本公积增加	0	0	0	0	应收账款周转率	2.39	2.18	2.33	2.39
其他筹资现金流	-861	-63	-16	-11	应付账款周转率	5.21	4.92	5.46	5.42
现金净增加额	-1267	538	93	-21	每股指标 (元)				
					每股收益	0.50	0.61	0.82	1.07
					每股经营现金流薄)	0.20	0.73	0.77	0.71
					每股净资产	5.86	6.37	7.19	8.26
					估值比率				
					P/E	55.14	39.00	29.02	22.11
					P/B	4.70	3.72	3.30	2.87
					EV/EBITDA	35.96	23.80	18.30	14.44

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。