

002080.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 17.16

板块评级：强于大市

股价表现



资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年10月27日收盘价为标准

相关研究报告

- 《中材科技》20230821
- 《中材科技》20230616
- 《中材科技》20230421

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料：玻璃玻纤

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

中材科技

玻纤、叶片行业景气度下滑，2023Q3 业绩承压

公司发布2023年三季报，2023Q1-3 营收182.3亿元，同增2.4%；归母净利17.1亿元，同减30.2%；扣非归母净利15.0亿元，同减8.8%；EPS1.0元。其中，2023Q3 营收58.5亿元，同减8.2%；归母净利3.2亿元，同减43.5%；扣非归母净利2.5亿元，同减36.7%；EPS0.19元。我们持续看好公司围绕新材料、新能源布局的战略，维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 2023Q3 玻纤价格磨底，利润同比下滑：**据卓创资讯，2023Q3 玻纤主流产品2400tex 缠绕直接纱均价3,871.18元/吨，同降31.3%，价格降幅较大致公司业绩承压。公司2023Q3 营收58.5亿元，同减8.2%；归母净利3.2亿元，同减43.5%；扣非归母净利2.5亿元，同减36.7%。
- 费用率同比上升，盈利能力同比下滑：**公司2023Q3 期间费用率15.1%，同增3.3pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别+0.3/+0.8/+0.8/+1.4pct。2023Q3 毛利率22.4%，净利率7.8%，分别同比变化+1.2/-0.9pct。
- 新材料平台三大业务齐头并进：**据公司2023H1 财报，玻纤/叶片/锂膜在收入中的占比分别为33.3%/34.7%/8.2%；叶片/锂膜在净利润中的占比分别为25.1%/24.4%，同比均有明显提升。
- 三大业务均存看点：**
 - 1) 玻纤业务：**公司玻纤产能规模国内第二，今年2月点火邹城4线年产12万吨产线；据公司公告，太原基地年产30万吨项目一期预计明年投产，公司规模优势稳固且高端产品占比持续提升。此外，公司于今年10月24日公告，拟投资11.3亿元对年产8万吨细纱生产线进行冷修技改。
 - 2) 叶片业务：**今年6月叶片整合方案落地，合并中复联众后市占率踏上新台阶，公司目标未来在国内达到50%市占率，同时全球市占率达到30%以上。
 - 3) 锂膜业务：**2022年底产能已超15亿平米，预计2023年年底产能35-40亿平米，全年有效产能超20亿平米；2025年年底将达70亿平米，同时良率、单平净利等指标随产能扩大、产品结构优化持续提升。

估值

- 2023Q3 玻纤价格持续磨底，公司业绩承压，我们调整原有盈利预测。预计2023-2025年公司收入为255.7/305.9/346.1亿元；归母净利分别为22.5/30.0/36.8亿元；EPS 分别为1.34/1.79/2.19元；PE 分别为12.5/9.4/7.7倍。当前玻纤、叶片行业景气度均较低，公司业绩承压；中长期维度，我们看好公司围绕新材料、新能源布局的战略，维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 玻纤产能超预期投放，原材料、燃料成本上升，玻纤需求不及预期。

投资摘要

| 年结日：12月31日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入(人民币 百万) | 20295 | 22109 | 25568 | 30588 | 34608 |
| 增长率(%) | 8.5 | 8.9 | 15.6 | 19.6 | 13.1 |
| EBITDA(人民币 百万) | 4861 | 4618 | 4472 | 5299 | 6154 |
| 归母净利润(人民币 百万) | 3373 | 3511 | 2252 | 3005 | 3681 |
| 增长率(%) | 64.4 | 4.1 | -35.9 | 33.4 | 22.5 |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 2.01 | 2.09 | 1.34 | 1.79 | 2.19 |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | | | 1.84 | 2.44 | 3.09 |
| 调整幅度(%) | | | (26.9) | (26.6) | (28.9) |
| 市盈率(倍) | 8.5 | 8.2 | 12.8 | 9.6 | 7.8 |
| 市净率(倍) | 2.0 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| EV/EBITDA(倍) | 15.4 | 11.4 | 11.4 | 6.4 | 6.8 |
| 每股股息(人民币) | 0.6 | 0.7 | 0.4 | 0.6 | 0.7 |
| 股息率(%) | 1.9 | 3.1 | 2.5 | 3.3 | 4.0 |

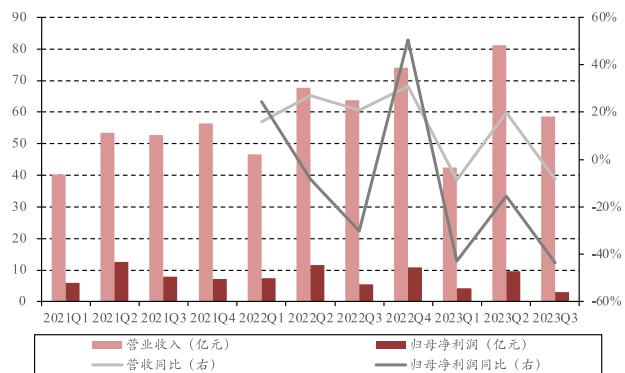
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、玻纤、叶片两大主营业务承压，2023Q3 业绩同比下滑较多

公司发布 2023 年三季报：公司 2023Q3 营收 58.5 亿元，同减 8.2%；归母净利 3.2 亿元，同减 43.5%；扣非归母净利 2.5 亿元，同减 36.7%。2023Q3 公司经营活动净现金流 -0.8 亿元，同比减少 7.3 亿元，环比减少 15.8 亿元。

盈利水平同比环比均下滑：2023Q3 期间费用率 15.1%，同增 3.3pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别 +0.3/+0.8/+0.8/+1.4pct。2023Q3 毛利率 22.4%，净利率 7.8%，分别同比变化 +1.2/-0.9pct。

图表 1. 2023Q3 营收利润同比均下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.2023Q3 经营活动现金净流量同比下降（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023Q3 期间费用率总体上升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 毛利率、净利率同比均下降



资料来源：公司公告，中银证券

二、玻纤业务规模优势稳固，产品结构优化

新产线产能按计划投放，规模优势稳固，产品结构持续优化：据卓创资讯，截至 2023 年 9 月，公司在产产线 18 条，合计产能 125 万吨，规模位居国内第二。公司分别于 2021 年 12 月、2022 年 4 月和 2022 年 7 月公告了 12 万吨、6 万吨及 30 万吨新生产线项目，其中邹城 2 线 6 万吨已于 2022 年 7 月点火，邹城 4 线 12 万吨于 2023 年 2 月点火，产能按计划投放，规模优势稳固。此外，公司新产线产品主要定位于热塑、节能建材、风电等高景气领域，产品结构持续优化，公司综合竞争力将获进一步提升。今年 10 月 24 日，公司公告拟投资 11.3 亿元对年产 8 万吨细纱生产线进行冷修技改。

图表 5.公司新建玻纤生产线项目

| 生产线 | 公告时间 | 投资金额 | 产品及应用领域 | 产能 | 建设进展 |
|----------|---------|---------|-----------------|-------------|--------------|
| 邹城 2 线 | 2022-04 | 6.2 亿元 | 大功率风电叶片及海上风电等 | 6.0 万吨 | 2022 年 7 月点火 |
| 邹城 4 线 | 2021-12 | 9.8 亿元 | 节能环保建材、汽车轻量化及风电 | 12.0 万吨 | 2023 年 2 月点火 |
| 太原 30 万吨 | 2022-07 | 12.0 亿元 | 热塑玻纤和建材玻纤市场 | 2 条 15.0 万吨 | 26 个月 |
| 合计产能增量 | | | | 48.0 万吨 | |

资料来源：公司公告，中银证券

三、玻纤行业仍在磨底，价格持续承压

2023 年供给增速放缓，供给增量可控：2022 年点火产能约 75 万吨，其中粗纱 59 万吨，电子纱 16 万吨。近年来，几大龙头均公告了大幅扩产的计划，但根据目前的建设进度，预计 2023 年新增产能带来的冲击较小。综合考虑冷修及产能投放，我们测算 2022 年玻纤行业实际的产能冲击约 89 万吨，2023 年的产能冲击约 63 万吨，今年供给端压力边际减轻的确定性较强。

图表 6.2022 年新增产能情况（万吨）

| 点火时间 | 公司 | 产线名称 | 产能 | 产品 | 2022 年产能冲击 | 2023 年产能冲击 |
|------------|------|-----------|----|-------|------------|------------|
| 2022/1/10 | 建滔化工 | 新建线 6 线 | 6 | 电子纱 | 5 | 1 |
| 2022/3/28 | 邢台金牛 | 4 线 | 10 | 无碱粗纱 | 6 | 4 |
| 2022/5/20 | 四川裕达 | 1 线 | 3 | 无碱粗纱 | 1 | 2 |
| 2022/5/28 | 中国巨石 | 成都 3 线 | 15 | 短切纱为主 | 6 | 9 |
| 2022/6/18 | 中国巨石 | 智能电子纱 3 线 | 10 | 电子纱 | 4 | 6 |
| 2022/6/27 | 重庆三磊 | 黔江区 2 线 | 10 | 无碱粗纱 | 3 | 7 |
| 2022/6/29 | 重庆国际 | F12 | 15 | 无碱粗纱 | 5 | 10 |
| 2022/7/8 | 四川威远 | 泰国 1 线 | 5 | 无碱粗纱 | 2 | 3 |
| 2022/7/10 | 泰山玻纤 | 邹城 2 线 | 6 | 风电纱 | 2 | 4 |
| 2022/12/19 | 中国巨石 | 埃及 4 线 | 12 | 无碱粗纱 | 0 | 12 |
| 国内合计 | | | 75 | | 32 | 43 |
| 合计 | | | 92 | | 34 | 58 |

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

图表 7.2023 年已建及拟建产能情况（万吨）

| 建设进展 | 公司 | 产线名称 | 产能 | 产品 | 2023 年产能冲击 | 2024 年产能冲击 |
|---------------------|-------|---------------|----|------|------------|------------|
| 2023 年 5 月 30 日点火 | 中国巨石 | 九江 3 线 | 20 | 无碱粗纱 | 8 | 12 |
| 2023 年 10 月计划点火 | 重庆国际 | F13 | 15 | 无碱粗纱 | 2 | 13 |
| 预计于 2023 年 10 月点火 | 山东玻纤 | 6 线 | 3 | 无碱粗纱 | 0 | 3 |
| 预计于 2023 年 11 月下旬点火 | 内蒙古天皓 | 1 期一条 12 万吨 | 12 | 无碱粗纱 | 0 | 11 |
| 2023 年年底点火一条 15 万吨 | 长海股份 | 高性能玻璃纤维智能制造基地 | 15 | 无碱粗纱 | 0 | 8 |
| 合计 | | | 65 | | 10 | 52 |

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

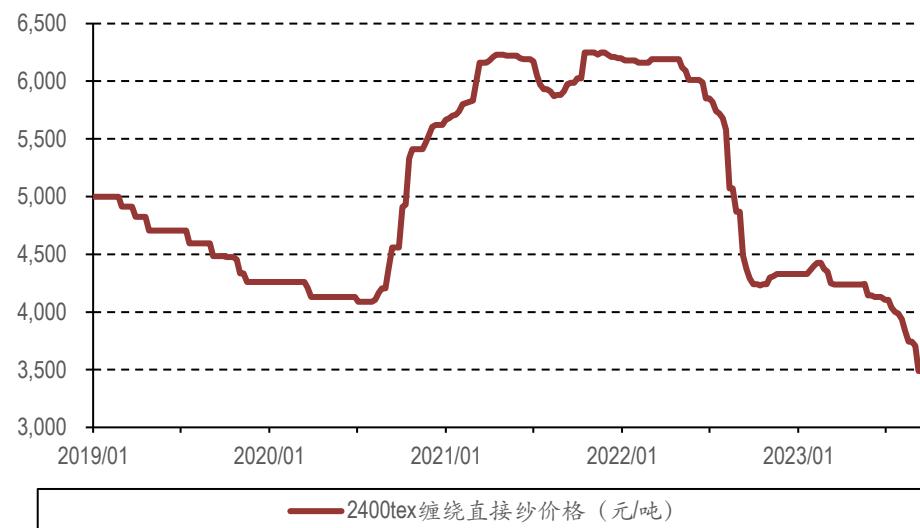
图表 8.2023Q3 产线变动（万吨）

| 公司 | 基地 | 生产线 | 产能 | 产品 | 时间 |
|------|----|-----|----|--------|--------------|
| 重庆国际 | 长寿 | F10 | 12 | 无碱玻纤粗纱 | 2023 年 8 月冷修 |
| 邢台金牛 | 邢台 | 2 线 | 3 | 无碱玻纤粗纱 | 2023 年 8 月冷修 |

资料来源：卓创资讯，中银证券

粗纱价格跌至 4 年来的最低点，成本支撑有限：据卓创资讯，2023Q3 玻纤主流产品 2400tex 缠绕直接纱均价 3,871.2 元/吨，同比下降 31.3%，季度环比下降 7.6%。当前价位已处于 4 年来的最低点，成本支撑较强，下跌空间或有限。

图表 9. 2400tex 缠绕直接纱均价已跌破 2020 年的低点



资料来源：卓创资讯，中银证券

当前行业库存水平较高，库存待去化：据卓创资讯，2023年9月行业库存90.1万吨，环比下降2.9%/2.7万吨。行业自2023年5月起连续四个月库存增加，于2023年9月略有回落，但目前库存水平仍处于历史高位；据我们测算，2023年9月玻纤行业库存天数48.6天，环比下降0.4天。

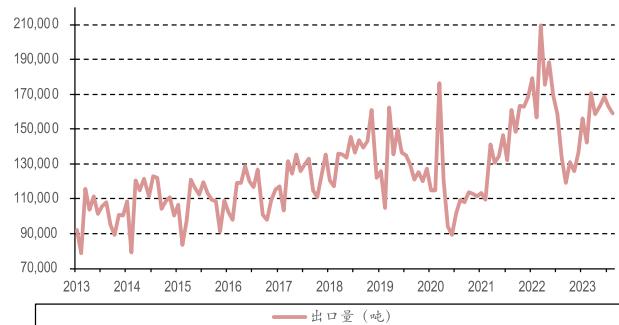
2023年7-8月我国玻纤出口量持续回暖：据中国玻璃纤维工业协会数据，2023年7/8月玻纤纱及制品出口量分别为16.3/15.9万吨，分别同比增长2.8%/19.1%；2023年7/8月玻纤及制品出口金额2.4/2.3亿美元，分别同比下降23.5%/12.1%。

图表 10. 2023 年 9 月库存小幅回落



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 11. 2023 年 7-8 月玻纤及制品出口量同比均增长



资料来源：卓创资讯，中银证券

四、叶片业务重磅整合，招标量奠定高增长

公司叶片产能继续扩张：截至2022年末，中材叶片拥有七个生产基地，具备年产14GW以上风电叶片生产能力，较2021年提升40%，产能位列全国第一。

图表 12. 公司新建的叶片生产线项目

| 生产基地 | 公告时间 | 投资金额 | 产品 | 产能/套 | 建设周期 |
|--------|---------|-------------|---------------------|------|-------|
| 巴西 | 2021-12 | 2,878.2 万美元 | | 260 | 12 个月 |
| 榆林 | 2022-03 | 3.8 亿元 | 6 套 80-100 米级叶片模具等 | 300 | 26 个月 |
| 阳江 | 2022-03 | 4.9 亿元 | 6 套 100-150 米级叶片模具等 | 200 | 18 个月 |
| 合计产能增量 | | | | 760 | |

资料来源：公司公告，中银证券

叶片业务整合方案落地，市占率迈上新台阶：公司于2023年6月9日发布中材叶片收购中复连众100%股权并增资扩股暨关联交易的公告，中材科技全资子公司中材叶片拟通过增发股份及支付现金方式收购中复连众100%股权并进行增资扩股。本次交易完成后，公司合计持有中材叶片58.48%股权，中国复材持有中材叶片21.51%股权，中国巨石持有中材叶片20.01%股权；中复连众成为中材叶片之全资子公司。公司目标未来在国内达到50%市占率，同时全球市占率达到30%以上。

招标规模奠定叶片需求高增长：2022年我国风机招标量超90GW，创历史新高，奠定2023年需求高增长。据中银证券电新组预测，2023-2025年国内新增风电装机分别为85GW、110GW、120GW；新增海风装机分别为8GW、15GW、20GW，装机持续景气。当前叶片价格竞争激烈，且叶片大型化趋势明显，拥有成本优势及技术优势的龙头企业仍能享有盈利安全边际。

五、锂膜加速发展，弹性较大

产能迅速扩张：据公司公告，2022年末，公司锂膜产能超过15亿平米，预计2023年年底产能将达35-40亿平，至2025年年底产能将达到70亿平米。锂膜作为公司重点发展的第三大业务，业绩弹性较大。

规模效应带动盈利能力快速提升：公司新产线的成本在行业内竞争力较强，随着新产线陆续投产，公司综合生产效率提升，成本下降明显。据2022年7月公告，公司锂膜产线良率已从70-80%水平提升至90%以上，锂膜单平净利已超过0.35元，且仍有较大提升空间；据2023年2月公告，公司单平净利持续提升，且涂覆膜出货占比将从去年的20%提升至今年的30%-40%，产品结构持续优化。

六、风险提示

玻纤产能超预期投放，原材料、燃料成本上升，玻纤需求不及预期。

图表 13. 2023Q3 业绩摘要表

| (人民币，百万) | 2022Q3 | 2023Q3 | 同比增长(%) |
|--------------|----------|----------|--------------|
| 营业收入 | 6,372.79 | 5,852.29 | (8.17) |
| 营业税及附加 | 45.70 | 52.77 | 15.48 |
| 净营业收入 | 6,327.09 | 5,799.52 | (8.34) |
| 营业成本 | 5,022.21 | 4,539.07 | (9.62) |
| 销售费用 | 118.10 | 124.16 | 5.13 |
| 管理费用 | 276.64 | 301.13 | 8.85 |
| 财务费用 | 59.54 | 101.56 | 70.57 |
| 研发费用 | 295.79 | 354.32 | 19.78 |
| 资产减值损失 | (4.46) | (7.88) | 76.56 |
| 营业利润 | 702.92 | 425.86 | (39.42) |
| 营业外收入 | 15.13 | 42.09 | 178.28 |
| 营业外支出 | 5.44 | 3.66 | (32.74) |
| 利润总额 | 712.60 | 464.30 | (34.85) |
| 所得税 | 96.77 | 6.02 | (93.78) |
| 少数股东损益 | 56.49 | 142.12 | 151.60 |
| 归属母公司股东净利润 | 559.35 | 316.16 | (43.48) |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 395.55 | 250.32 | (36.72) |
| 每股收益(元) | 0.33 | 0.19 | (43.47) |
| 扣非后每股收益(元) | 0.24 | 0.15 | (36.71) |
| 毛利率(%) | 21.19 | 22.44 | 增加 1.25 个百分点 |
| 净利率(%) | 8.78 | 7.83 | 减少 0.95 个百分点 |
| 销售费用率(%) | 1.85 | 2.12 | 增加 0.27 个百分点 |
| 管理费用率(%) | 4.34 | 5.15 | 增加 0.80 个百分点 |
| 财务费用率(%) | 0.93 | 1.74 | 增加 0.80 个百分点 |
| 研发费用率(%) | 4.64 | 6.05 | 增加 1.41 个百分点 |

资料来源：万得，中银证券



图表 14. 2023Q1-3 业绩摘要表

| (人民币, 百万) | 2022Q1-3 | 2023Q1-3 | 同比增长(%) |
|--------------|-----------|-----------|--------------|
| 营业收入 | 17,808.72 | 18,231.73 | 2.38 |
| 营业税及附加 | 153.67 | 159.78 | 3.98 |
| 净营业收入 | 17,655.05 | 18,071.95 | 2.36 |
| 营业成本 | 13,480.04 | 13,780.72 | 2.23 |
| 销售费用 | 279.72 | 361.65 | 29.29 |
| 管理费用 | 732.29 | 811.64 | 10.84 |
| 财务费用 | 224.72 | 214.74 | (4.44) |
| 研发费用 | 793.59 | 904.79 | 14.01 |
| 资产减值损失 | (10.40) | (11.44) | 10.02 |
| 营业利润 | 3,037.16 | 2,153.96 | (29.08) |
| 营业外收入 | 69.41 | 164.36 | 136.78 |
| 营业外支出 | 15.94 | 9.14 | (42.68) |
| 利润总额 | 3,090.64 | 2,309.18 | (25.28) |
| 所得税 | 480.26 | 290.61 | (39.49) |
| 少数股东损益 | 164.84 | 310.53 | 88.38 |
| 归属母公司股东净利润 | 2,445.54 | 1,708.04 | (30.16) |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 1,643.94 | 1,499.04 | (8.81) |
| 每股收益(元) | 1.46 | 1.02 | (30.16) |
| 扣非后每股收益(元) | 0.98 | 0.89 | (8.81) |
| 毛利率(%) | 24.31 | 24.41 | 增加 0.11 个百分点 |
| 净利率(%) | 13.73 | 11.07 | 减少 2.66 个百分点 |
| 销售费用率(%) | 1.57 | 1.98 | 增加 0.41 个百分点 |
| 管理费用率(%) | 4.11 | 4.45 | 增加 0.34 个百分点 |
| 财务费用率(%) | 1.26 | 1.18 | 减少 0.08 个百分点 |
| 研发费用率(%) | 4.46 | 4.96 | 增加 0.51 个百分点 |

资料来源：万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 20,295 | 22,109 | 25,568 | 30,588 | 34,608 |
| 营业收入 | 20,295 | 22,109 | 25,568 | 30,588 | 34,608 |
| 营业成本 | 14,207 | 16,463 | 19,996 | 23,693 | 26,502 |
| 营业税金及附加 | 205 | 196 | 227 | 271 | 307 |
| 销售费用 | 283 | 297 | 384 | 459 | 519 |
| 管理费用 | 996 | 1,001 | 1,074 | 1,285 | 1,454 |
| 研发费用 | 961 | 1,057 | 1,176 | 1,407 | 1,592 |
| 财务费用 | 487 | 387 | 633 | 473 | 393 |
| 其他收益 | 294 | 270 | 270 | 270 | 270 |
| 资产减值损失 | (98) | (155) | (80) | (80) | (80) |
| 信用减值损失 | 19 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 681 | 1,077 | 2 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 23 | 3 | 1 | 1 |
| 投资收益 | 48 | 120 | 50 | 50 | 25 |
| 汇兑收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 4,099 | 4,060 | 2,324 | 3,244 | 4,060 |
| 营业外收入 | 64 | 27 | 150 | 50 | 50 |
| 营业外支出 | 39 | 21 | 20 | 20 | 20 |
| 利润总额 | 4,124 | 4,066 | 2,454 | 3,274 | 4,090 |
| 所得税 | 649 | 335 | 202 | 269 | 409 |
| 净利润 | 3,475 | 3,731 | 2,252 | 3,005 | 3,681 |
| 少数股东损益 | 102 | 220 | 0 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | 3,373 | 3,511 | 2,252 | 3,005 | 3,681 |
| EBITDA | 4,861 | 4,618 | 4,472 | 5,299 | 6,154 |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 2.01 | 2.09 | 1.34 | 1.79 | 2.19 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 净利润 | 3,475 | 3,731 | 2,252 | 3,005 | 3,681 |
| 折旧摊销 | 1,298 | 1,661 | 1,840 | 1,906 | 1,999 |
| 营运资金变动 | (533) | (346) | (4,840) | 8,187 | (8,343) |
| 其他 | (568) | (1,886) | 596 | 486 | 407 |
| 经营活动现金流 | 3,672 | 3,160 | (153) | 13,584 | (2,256) |
| 资本支出 | (1,804) | (4,537) | (2,000) | (2,000) | (2,000) |
| 投资变动 | 43 | (216) | 89 | 89 | 89 |
| 其他 | 208 | 1,091 | (37) | (37) | (62) |
| 投资活动现金流 | (1,553) | (3,662) | (1,948) | (1,948) | (1,973) |
| 银行借款 | (2,551) | 1,782 | 4,983 | (8,535) | 6,903 |
| 股权融资 | (2,873) | 2,888 | (710) | (948) | (1,161) |
| 其他 | 3,071 | (1,084) | (285) | (647) | (306) |
| 筹资活动现金流 | (2,354) | 3,585 | 3,988 | (10,130) | 5,435 |
| 净现金流 | (235) | 3,083 | 1,887 | 1,506 | 1,206 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

| 年结日: 12月31日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------|--------|---------|-------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长率(%) | | | | | |
| 营业收入增长率(%) | 8.5 | 8.9 | 15.6 | 19.6 | 13.1 |
| 营业利润增长率(%) | 76.5 | (0.9) | (42.8) | 39.6 | 25.2 |
| 归属于母公司净利润增长率(%) | 64.4 | 4.1 | (35.9) | 33.4 | 22.5 |
| 息税前利润增长(%) | 45.7 | (17.0) | (11.0) | 28.9 | 22.5 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 36.4 | (5.0) | (3.2) | 18.5 | 16.1 |
| EPS(最新股本摊薄)增长(%) | 64.4 | 4.1 | (35.9) | 33.4 | 22.5 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税前利润率(%) | 17.6 | 13.4 | 10.3 | 11.1 | 12.0 |
| 营业利润率(%) | 37.1 | 40.2 | 32.6 | 34.0 | 32.3 |
| 毛利率(%) | 30.0 | 25.5 | 21.8 | 22.5 | 23.4 |
| 归属净利润率(%) | 16.6 | 15.9 | 8.8 | 9.8 | 10.6 |
| ROE(%) | 23.8 | 20.3 | 12.0 | 14.4 | 15.7 |
| ROIC(%) | 9.0 | 6.9 | 5.2 | 10.0 | 8.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 净负债权益比 | 0.5 | 0.3 | 0.4 | (0.0) | 0.2 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.5 | 1.4 | 1.2 | 1.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 5.6 | 4.7 | 3.6 | 4.8 | 5.1 |
| 应付账款周转率 | 4.9 | 4.8 | 4.4 | 4.4 | 4.5 |
| 费用率 | | | | | |
| 销售费用率(%) | 1.4 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 管理费用率(%) | 4.9 | 4.5 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| 研发费用率(%) | 4.7 | 4.8 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| 财务费用率(%) | 2.4 | 1.7 | 2.5 | 1.5 | 1.1 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 2.0 | 2.1 | 1.3 | 1.8 | 2.2 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.2 | 1.9 | (0.1) | 8.1 | (1.3) |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.4 | 10.3 | 11.2 | 12.4 | 13.9 |
| 每股股息 | 0.6 | 0.7 | 0.4 | 0.6 | 0.7 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E(最新摊薄) | 8.5 | 8.2 | 12.8 | 9.6 | 7.8 |
| P/B(最新摊薄) | 2.0 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 15.4 | 11.4 | 11.4 | 6.4 | 6.8 |
| 价格/现金流(倍) | 7.8 | 9.1 | (188.7) | 2.1 | (12.8) |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 14,379 | 19,442 | 29,115 | 23,990 | 35,415 |
| 现金及等价物 | 2,635 | 5,783 | 7,671 | 9,176 | 10,382 |
| 应收账款 | 3,956 | 5,536 | 8,668 | 4,076 | 9,382 |
| 应收票据 | 108 | 777 | 247 | 978 | 408 |
| 存货 | 2,250 | 3,178 | 5,709 | 3,504 | 6,802 |
| 预付账款 | 308 | 307 | 440 | 445 | 545 |
| 合同资产 | 53 | 34 | 71 | 53 | 86 |
| 其他流动资产 | 5,069 | 3,828 | 6,308 | 5,758 | 7,809 |
| 非流动资产 | 23,247 | 27,447 | 27,751 | 27,698 | 27,698 |
| 长期投资 | 348 | 470 | 470 | 470 | 470 |
| 固定资产 | 17,883 | 19,997 | 21,987 | 22,934 | 23,405 |
| 无形资产 | 1,280 | 1,516 | 1,389 | 1,256 | 1,118 |
| 其他长期资产 | 3,737 | 5,464 | 3,906 | 3,038 | 2,706 |
| 资产合计 | 37,627 | 46,889 | 56,866 | 51,689 | 63,113 |
| 流动负债 | 13,583 | 13,277 | 20,418 | 20,033 | 26,838 |
| 短期借款 | 1,888 | 1,637 | 5,024 | 3,488 | 8,217 |
| 应付账款 | 4,183 | 5,122 | 6,543 | 7,278 | 8,181 |
| 其他流动负债 | 7,511 | 6,518 | 8,851 | 9,266 | 10,440 |
| 非流动负债 | 8,432 | 11,067 | 12,361 | 5,512 | 7,611 |
| 长期借款 | 3,371 | 5,404 | 6,999 | 0 | 2,174 |
| 其他长期负债 | 5,061 | 5,663 | 5,362 | 5,512 | 5,437 |
| 负债合计 | 22,015 | 24,343 | 32,779 | 25,545 | 34,449 |
| 股本 | 1,678 | 1,678 | 1,678 | 1,678 | 1,678 |
| 少数股东权益 | 1,442 | 5,271 | 5,271 | 5,271 | 5,271 |
| 归属母公司股东权益 | 14,169 | 17,274 | 18,816 | 20,873 | 23,393 |
| 负债和股东权益合计 | 37,627 | 46,889 | 56,866 | 51,689 | 63,113 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371