

高速 CCL 通过北美大客户验证, 公司 AI 和通用服务器业务将迎来高增长

投资要点

- **事件:** 近期生益科技披露其超低损耗覆铜板产品已通过北美终端客户的材料认证, 目前正处于产品项目认证中。我们针对公司潜在的供应机会进行了情景假设并对公司业绩进行业绩弹性测算。
- **公司若切入 Nvidia 供应链, 25-26 年有望实现 1-2 亿利润增量。** Nvidia 下一代 AI 加速卡 B100 将进行新一轮高速覆铜板材料升级, 目前在 M8 体系材料进行卡位的主要有台光、斗山、生益、联茂、松下等厂商。根据我们测算, 假如生益科技 24H2 切入 Nvidia B100 加速卡的 OAM 和服务器 UBB 供应链, 25-26 年份额以 20%-30% 计算, 对应将为公司带来 4.2 亿-7.2 亿元收入增量与 1.3 亿-2.2 亿元利润增量。
- **EGS 服务器 24 年起量带动 CCL 量价增长, 生益受益于份额提升。** EGS 服务器 PCB 母板总层数提升至 16-18 层以上, 对应覆铜板需求量提升约 15%, 高速覆铜板材料升级至 M6 等级将提升 20%-30% 覆铜板价值量, 通用服务器 2024 年加速从 Whitley 平台向 EGS 切换将带动高速覆铜板市场增长。根据我们的产业链调研, 公司目前在终端服务器品牌中的打样份额提升至 30% 以上, 相较于 Whitley 平台提升约 10pp。我们假设未来三年服务器出货结构中 EGS 逐步取代 Whitley, 生益科技在其中的份额由 20% 逐步提升至 30%, 对应 2024-2026 年将分别贡献 32/41/50 亿元收入以及 4.2/5.7/7.5 亿元利润。
- **盈利预测与投资建议:** 我们认为生益科技在高速覆铜板的中长期成长确定性强于同行, 具体表现在: 1) M8 级别高速材料存在卡位优势且下游验证快于同行, 中长期受益于 AI 服务器增量; 2) 通用服务器高速市场份额提升明显, 未来 2-3 年有望持续取代台系厂商份额。基于以上考虑, 我们认为公司未来成长确定性更强应享有一定估值溢价, 给予公司 2024 年 26 倍 PE, 对应市值 501.4 亿元, 对应目标价 21.32 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业价格战加剧、服务器换代不及预期、高速覆铜板方案降级、客户导入不及预期、产品量产稳定性不及预期等风险。

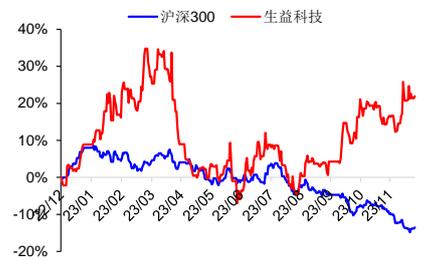
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18014.44	16879.75	19720.82	23570.87
增长率	-11.15%	-6.30%	16.83%	19.52%
归属母公司净利润(百万元)	1530.79	1261.31	1932.66	2418.85
增长率	-45.90%	-17.60%	53.23%	25.16%
每股收益 EPS(元)	0.66	0.54	0.82	1.03
净资产收益率 ROE	10.67%	8.51%	12.00%	13.78%
PE	26.62	32.65	21.31	17.02
PB	3.05	2.96	2.72	2.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	23.52
流通 A 股(亿股)	23.52
52 周内股价区间(元)	1370-19.85
总市值(亿元)	422.36
总资产(亿元)	248.53
每股净资产(元)	5.94

相关研究

1. 生益科技(600183): 全球覆铜板领军, 行业周期复苏带动利润修复 (2023-03-02)

1 行业情况：大陆及台系卡位高端高速覆铜板

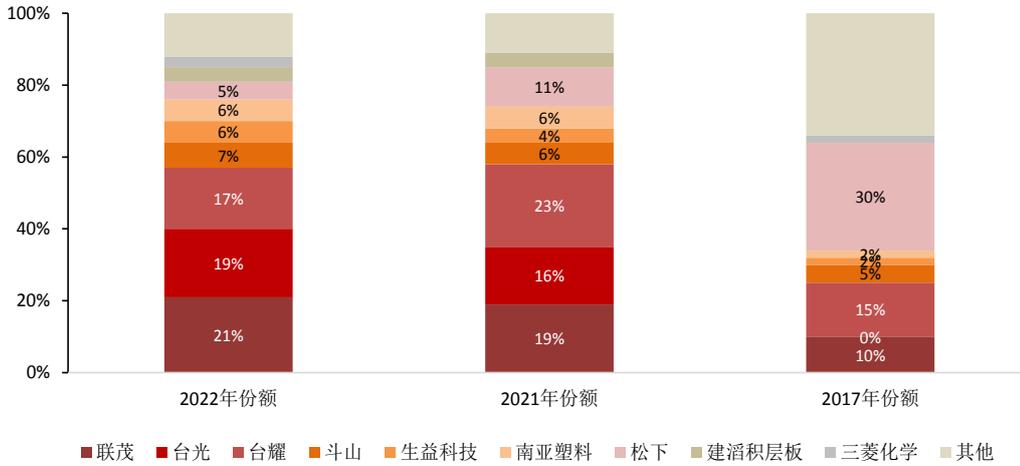
电气性能是服务器选用覆铜板的核心参数指标。为降低服务器信号在传输过程中的衰减失真，我们通常需要结合其频率对 CCL 的电气性能（介电常数、介电损耗、阻抗）进行高优先级筛选，其次结合终端产品类型与使用环境对 CCL 的热性能（热膨胀系数、热稳定性、热阻）、稳定性（耐腐蚀性、耐老化性、机械强度）进行选择。介电常数和介电损耗是电性能的核心参数指标：

- **介电常数 (Dk)：**影响覆铜板的信号传输速率。介电常数是衡量产品绝缘能力特性的指标，反映材料对交变电场的响应程度，通常 Dk 越小越好则材料对交变电场的响应越小。介电常数的平方根与信号传输速率成反比，因此介电常数越小则信号传输速率更快，而高介电常数则会对信号造成传输延误。
- **介电损耗 (Df)：**影响覆铜板信号传输的质量。介电损耗是衡量材料对电场能量传导过程中损耗的度量，等于材料在交变电场作用下应变与应力周期相位差角的正切。Df 越小表明材料对交变电场的损耗越小，对应信号传输质量越高。

高频板注重 Dk 稳定性，高速板注重低 Df。高频板更多用于雷达、卫星、无线通讯设备，高速板则主要用于服务器、交换机等。从 PCB 板设计看，高频板为减少信号损失、提高接收灵敏度，其走线更微细精密，若覆铜板的 Dk 对宽频率信号产生较大波动则会导致信号出现干扰，因此高频板更注重 Dk 参数在不同频率下的稳定性。而高速板在 PCB 设计上会要求线路等长性来满足信号时序，因此 PCB 设计上会采用更宽的线宽线距及更厚的板层，高速覆铜板在满足需求 Dk 后更注重降低 Df 来提高信号传输质量。

介电损耗是市场区分高速材料等级的主要指标。高速覆铜板的介电常数(Dk)和介电损耗因子 (Df)与电信号频率、板材厚度等因素有关。通常而言，高速覆铜板更为注重介电损耗参数，并根据 Df 值对 CCL 板材进行等级划分：Standard Loss (Df: 0.010-0.020)、Mid Loss (Df: 0.008-0.010)、Low Loss (Df: 0.005-0.008)、Very Low Loss (Df: 0.002-0.005)、Ultra Low Loss / Extreme Low Loss (Df < 0.002)。

高速覆铜板行业日本式微，中国台湾崛起。从全球高速覆铜板产业竞争格局看，2022 年行业主要玩家为联茂、台光、台耀、斗山和生益科技，市占率分别为 21% / 19% / 17% / 7% / 6%，CR 5 为 70%；2017 年全球高速主要玩家为松下、台耀、联茂、斗山、三菱化工，市占率分别为 30% / 15% / 10% / 5% / 2%；CR 5 为 62%。1) 整体上：全球高速覆铜板市场近五年集中度小幅提升，其中日本地区衰落，中国台湾地区快速崛起，中国大陆份额近几年稳步提升；2) 结构上：日本松下份额被台系厂商侵蚀快速下降，而台系则凭借欧美客户关系、成本、供应链完备 (PCB 与 ODM) 而快速崛起，其中台光、联茂是高速需求转移的主要受益者，其余地区的韩国斗山和大陆生益科技近几年份额则呈稳定提升趋势。

图 1：全球高速覆铜板市场竞争格局


数据来源：台光电子，西南证券整理

中国大陆及台湾地区厂商在高端领域逐步具备领先优势。全球高速覆铜板厂商主要集中于中国大陆（生益、南亚、华正）、中国台湾（台耀、联茂、台光）和日韩（松下、三菱瓦斯化学、斗山）等地区，但伴随覆铜板等级提升行业供给侧格局正逐步优化。根据我们整理的高速覆铜板信息来看，联茂、台光、松下、生益等公司在 Very Low Loss 及以上级别覆铜板具备较强卡位优势。

表 1：主要覆铜板厂商产品及核心参数

材料等级	板材型号	供应商	核心参数		
			Dk	Df	Tg(°C)
Standard Loss (0.010<Df<0.020)	TU-862 HF	台耀	4.4(10GHZ)	0.015(10GHZ)	170(TMA)
	S7045G	生益	4.2(10GHZ)	0.013(10GHZ)	170(DSC)
Mid Loss (0.008<Df<0.01)	TU-872 SLK S	台耀	3.5(10GHZ)	0.008(10GHZ)	200(DSC)
	IT-168G2TC	联茂	3.2(10GHZ)	0.008(10GHZ)	<150(TMA)
	S7040G	生益	3.7(10GHZ)	0.009(10GHZ)	175(DSC)
	EM-370(D)	台光	4.0(10GHZ)	0.015(10GHZ)	170(DSC)
Low Loss (0.005<Df<0.008)	IT-968TC	联茂	3.6(10GHZ)	0.005(10GHZ)	190(TMA)
	S7439	生益	3.6(10GHZ)	0.006(10GHZ)	190(DSC)
	R-5725S/M4S	松下	3.8(10GHZ)	0.007(10GHZ)	200(DSC)
	EM-891	台光	3.6(10GHZ)	0.005(10GHZ)	170(TMA)
Very Low Loss (0.002<Df<0.005)	IT-8350G	联茂	3.5(10GHZ)	0.0025(10GHZ)	185(TMA)
	Synamic8G	生益	3.6(10GHZ)	0.0032(10GHZ)	200(DMA)
	R-5785N/M7	松下	3.3(14GHZ)	0.0023(14GHZ)	200(DMA)
	EM-891K	台光	3.1(10GHZ)	0.0032(10GHZ)	170(TMA)
Ultra Low Loss / Extreme Low Loss (Df<0.002)	IT-88GMMV	联茂	3.0(10GHZ)	0.0013(10GHZ)	185(TMA)
	Synamic8GN	生益	3.3(10GHZ)	0.0019(10GHZ)	200(DMA)
	R-5795(U)/M8	松下	3.1(14GHZ)	0.0012(14GHZ)	220(DMA)
	EM-892K2	台光	3.1(10GHZ)	0.0014(10GHZ)	180(TMA)

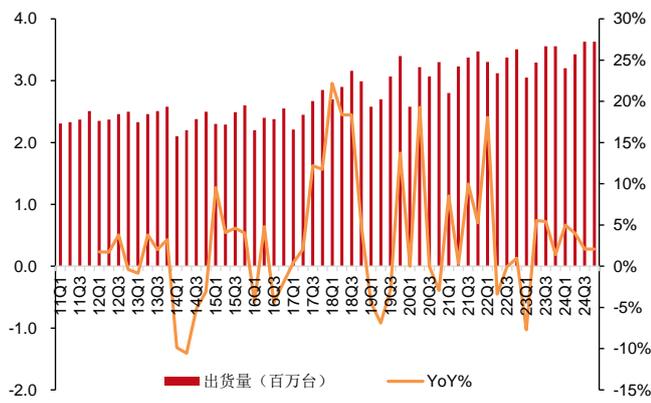
数据来源：各公司官网，西南证券整理

2 需求驱动：服务器升级带动 M6 以上高速覆铜板增长

通用服务器市场出货量保持中低个位数增长，换代升级是主要需求推动力。根据统计数据，2018-2022 年期间五年全球通用服务器市场出货量复合增速为 2.7%，整体保持平稳增长，其中服务器换代是需求增长的主要推动力。Purley / Whitley 平台服务器分别于 2017 / 2020 年推出，对应 17Q3-18Q3 / 20Q2-21Q3 出货量出现同比增长小高峰。2023 年后受全球宏观经济疲软叠加半导体去库，服务器出货量增速放缓，2023 年全球通用服务器出货量或同比增长 1.1% 达 1346 万台，2024 年则有望受益于 Intel Eagle Stream 服务器换代，出货量同比增长 3.3% 达到 1389 万台。

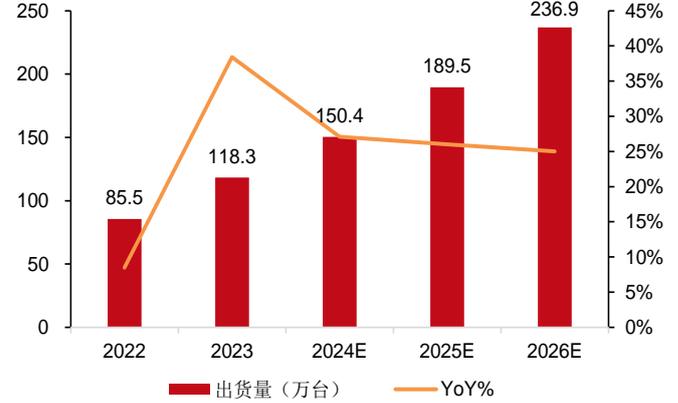
AI 服务器未来有望保持约 30% 复合增速快速放量。TrendForce 预测，2023 年全球 AI 服务器出货量将达到 118.3 万台，2024 年出货量有望同比增长 27.1% 至 150.4 万台，2026 年全球 AI 服务器出货量将达到 236.9 万台，23-26 年期间四年复合增速将达到 29.0%。未来伴随 AI 大模型落地与升级，我们预计 AI 服务器出货量将持续保持中高增速。

图 2：全球通用服务器出货量及预测



数据来源：TrendForce, IDC, Gartner, 西南证券整理

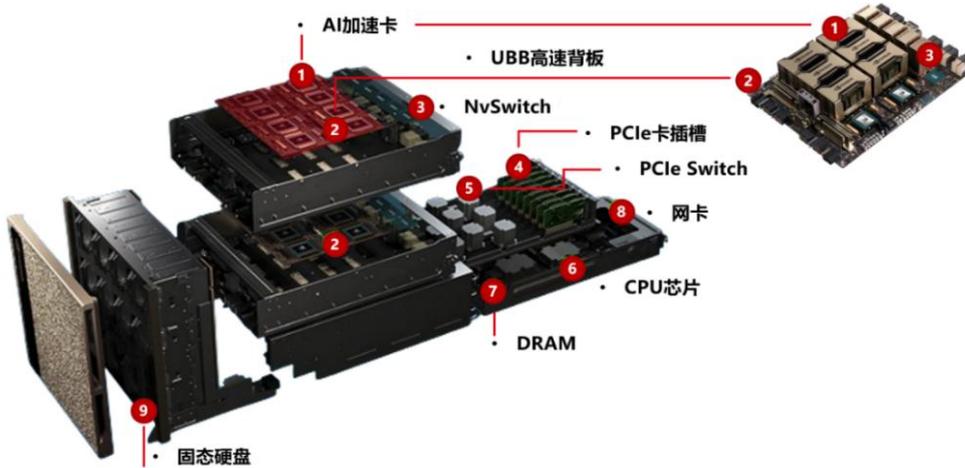
图 3：全球 AI 服务器出货量及预测



数据来源：TrendForce, 西南证券整理

AI 服务器 PCB 增量体现在 GPU 模组，Very Low Loss 及以上高速覆铜板为主要需求。从英伟达 AI 服务器核心结构来看，主要可以分成 GPU 模组、CPU 模组、配件等，其中增加的 GPU 模组部分相较于传统通用服务器而言是主要的价值增量来源，OAM 和 UBB 均采用 Very Low Loss / Ultra Low Loss 等级 CCL，CPU 主板 CCL 亦升级至 Very Low Loss 等级。从 AI 服务器产品结构具体来看：

- GPU 模组：AI 加速卡、NvSwitch、高速背板
- CPU 模组：CPU 芯片、PCIe Switch、DRAM、主板
- 其他配件：风扇、电源、固态硬盘

图 4：AI 服务器硬件结构拆解


数据来源：公司官网，西南证券整理

H100 GPU 模组：高速 CCL 需求在 M6 / M7 级别以上。GPU 模组核心 PCB 板为加速卡 OAM、UBB。H100 为例，OAM 部分 PCB 面积约 0.03-0.04 m²，采用 5 阶 20 层 HDI 工艺，覆铜板等级在 ultra low loss (M7)；UBB 主要以 20-30 层通孔板为主，面积约为 0.3-0.4 m²，覆铜板需求为 very low loss / ultra low loss (M6 / M7)，有部分中高 TG FR-4 混压。

H100 CPU 主板：以 M6 以上级别高速覆铜板需求为主。从 CPU 模组来看，主要 PCB 主要价值量集中于主板，其采用 12-14 层 PCB 通孔板，面积约为 0.35-0.4 m²，覆铜板以 very low loss 级别为主。配件如 PCIe Switch、网卡、SSD、电源板等以 4-8 层板为主，价值量占比较低，覆铜板需求以 FR-4 / 中高 TG FR-4 / 厚铜为主。

单台服务器覆铜板价值量约 4000-5000 元，GPU 模组与 CPU 主板需求为主。根据我们的产业调研，目前 M6 级别高速覆铜板价格约为 300 元/张，M7 级别高速覆铜板价格约为 400 元/张，从具体价值量来看：

- **GPU 模组：单台约 3000 元覆铜板价值量。**我们假设 OAM 部分面积为 0.03 m²，采用 5 阶 20 层工艺，对应覆铜板面积需求为 0.6 m²，高速覆铜板采用 Ultra Low Loss 级别，单台 AI 服务器 8 颗 OAM 覆铜板对应 1745 元。UBB 部分假设面积为 0.3 m²，采用 20 层通孔板，覆铜板需求面积约为 6 m²，板材使用 Very Low Loss 与中高 TG FR-4 级别混压，单台 AI 服务器 UBB 部分对应覆铜板价值量为 1364 元。
- **CPU 模组：单台约 1300 元覆铜板价值量。**我们假设主板面积为 0.4 m²，PCB 板为 14 层通孔板，对应覆铜板需求面积约为 5.6 m²，覆铜板以 Low Loss / Very Low Loss 为主，对应单台服务器主板覆铜板价值量约为 1273 元。

B100 单台服务器覆铜板价值量有望达 6000 元，较 H100 服务器提升 42%。针对英伟达下一代 AI 加速卡，我们对其核心 PCB 覆铜板进行价值量假设和拆解，假设如下：1) OAM 部分：我们假设在 OAM 层数提升至 25 层，高速覆铜板使用 M8 级别材料单价提升 30%，8 颗 OAM 对应覆铜板价值量将提升至 2727 元；2) UBB 部分：我们假设高多层通孔板层数提升至 25 层，材料使用 M7 / M7N 与中高 TG FR-4 混压，单价提升 20%，单台服务器对应 UBB 部分价值量将提升至 2045 元；3) CPU 主板部分我们假设层数上升至 16 层，覆铜板采用 M6 与中高 TG FR-4 混压，对应 CPU 主板价值量将提升至 1455 元。

3 弹性测算：25-26 年服务器市场带来显著利润增量

➤ **英伟达业绩贡献假设与测算：业绩增量贡献将于 25/26 年体现**

25/26 年英伟达或带来 1.3-2.2 亿利润增量。假设公司切入英伟达供应链，我们认为英伟达对于公司 2024 年业绩贡献或较为有限，一定程度受限于 B100 的低出货量及公司的低份额，但伴随 25/26 年 B100 完成对 H100 的替代及公司后续份额提升，搭载 B100 的 AI 服务器将为生益带来明显业绩增量。我们预计 25/26 年若生益科技切入英伟达 OAM 和 UBB 的供应链，利润将存在 1.3 亿-2.2 亿元增量，远期有望实现 6.7 亿利润增量。

具体假设方面，我们假设英伟达 2024-2026 年 B100 年出货量分别达到 40 / 350 / 400 万颗，远期达到 800 万颗，AI 服务器均搭载 8 卡配置。我们假设生益科技 2024-2026 年期间在英伟达中的份额逐步从 10% 提升至 30%，远期终局稳定在 50%，基于以上假设及前文对 AI 服务器的价值量拆解，我们对公司业绩弹性测算如下：

表 2：伟达对公司业绩弹性测算

	2024E	2025E	2026E	远期
B100 出货量 (万颗)	40	350	400	800
B100 服务器数量 (万台)	5.0	43.8	50.0	100.0
生益科技份额	10%	20%	30%	50%
切入 OAM				
收入 (亿元)	0.1	2.4	4.1	13.6
毛利率	50%	47%	45%	43%
净利率	35%	32%	30%	28%
净利润 (亿元)	0.05	0.76	1.23	3.82
切入 OAM+UBB				
收入 (亿元)	0.2	4.2	7.2	23.9
毛利率	50%	47%	45%	43%
净利率	35%	32%	30%	28%
净利润 (亿元)	0.08	1.34	2.15	6.68
切入 OAM+UBB+CPU 主板				
收入 (亿元)	0.3	5.4	9.3	31.1
毛利率	50%	47%	45%	43%
净利率	35%	32%	30%	28%
净利润 (亿元)	0.11	1.74	2.80	8.72

数据来源：Wind, 西南证券

➤ **通用服务器贡献假设与测算：EGS 服务器换代有望每年贡献 1-2 亿利润增量**

EGS 服务器换代有望每年为公司带来 1-2 亿利润增量。我们认为公司高速覆铜板未来 3-5 年的另一重要驱动力将来自通用服务器市场的升级换代。23Q4 后服务器产业链已开始小批量出货 EGS 服务器，我们认为 24 年起 EGS 服务器将加速对 Whitley 平台的替代，其中 EGS 服务器的高速板材升级与 CPU 主板层数提升是主要的量价增长点。我们预计 24-26 年服务器市场将为公司贡献 4.6/6.9/9.7 亿元利润。具体来看：

服务器中高速覆铜板主要用于 CPU 主板部分,目前 Whitley 平台服务器主板约为 12 层,采用 M4 级别覆铜板,对应单台通用服务器价值量约为 900 元; EGS 主板层数将提升至 16 层以上,覆铜板材料将提升至 M6 级别以上,对应单台服务器覆铜板价值量将达到约 1500 元。我们假设 2024-2026 年全球通用服务器保持 1%-3% 同比增速,期间 EGS 服务器出货量占比分别为 30% / 50% / 70%, 远期出货量达到 1600 万台。公司层面,根据产业链调研显示,生益科技在 Whitley 平台中的份额约为 20%,本轮 EGS 服务器平台打样份额提升至 30%,中长期有望凭借产品品质稳定性、性价比及海外标杆客户背书持续推动全球份额扩张。基于以上假设,我们对公司业绩弹性测算如下:

表 3: 通用服务器换代对公司业绩弹性测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	远期
通用服务器出货量 (万台)	1331	1389	1417	1438	1600
Whitley 出货量占比	100%	70%	50%	30%	0%
EGS 出货量占比	0%	30%	50%	70%	100%
Whitley 出货量 (万台)	1331	972	708	431	0
EGS 出货量 (万台)	0	417	708	1007	1600
Whitley 主板价值量	900	882	864	847	830
EGS 主板价值量	1500	1470	1441	1412	1384
Whitley 覆铜板空间 (亿元)	120	86	61	37	0
EGS 覆铜板空间 (亿元)	0	61	102	142	221
服务器市场覆铜板总空间 (亿元)	120	147	163	179	221
<u>生益科技份额</u>					
Whitley 份额	20%	20%	20%	20%	20%
EGS 份额	25%	25%	28%	30%	35%
高速覆铜板收入 (亿元)	24	32	41	50	77
净利润率	12%	13%	14%	15%	17%
净利润 (亿元)	2.9	4.2	5.7	7.5	13.2

数据来源: Wind, 西南证券

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 今年覆铜板行业供给侧过剩压力持续,终端需求回暖幅度偏弱,我们小幅下修了今年的出货量与价格预期。但我们仍对未来 2-3 年终端消费电子与服务器的需求更乐观,24 年后的手机换机周期将带动覆铜板出货量增长和价格回暖,此外公司在服务器市场的份额提升叠加高速覆铜板量价增长将显著改善公司产品结构并增厚利润。基于以上预测,我们假设公司 23-25 年覆铜板业务销量同比变动 +4.3%/+11.9%/+13.8%, 价格同比 -10.7%/+4.8%/+5.6%。

假设 2: 公司 PCB 业务整体稳定,24-25 年将受益于服务器国产化替代需求拉动数通业务稼动率回暖。此外,我们认为公司数通板的高多层技术在全球具备较强竞争力,未来 2-3

年存在海外客户拓展的潜在机遇。我们预计 2023-2025 年公司 PCB 销量同比 +2.0%/+12.0%/+15.0%，价格同比 -7.7%/+4.7%/+3.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
覆铜板和粘结片	收入	13998.0	13032.1	15286.7	18370.0
	增速	-13.5%	-6.9%	17.3%	20.2%
	毛利率	21.2%	20.2%	23.4%	24.1%
印制电路板	收入	3403.8	3204.3	3758.7	4491.6
	增速	-3.0%	-5.9%	17.3%	19.5%
	毛利率	21.3%	15.9%	17.5%	18.0%
其他业务	收入	612.6	643.3	675.4	709.2
	增速	-	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-2.3%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	18014.4	16879.7	19720.8	23570.9
	增速	-11.1%	-6.3%	16.8%	19.5%
	毛利率	22.0%	19.0%	21.8%	22.5%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取了行业中与生益科技业务模式相近的三家公司，2024 年三家公司的平均 PE 为 17 倍。公司在高速覆铜板成长确定性强于同行可比公司，具体表现在：1) M8 级别高速材料存在卡位优势且下游验证快于同行，中长期受益于 AI 服务器增量；2) 通用服务器高速市场份额提升明显，未来 2-3 年有望持续取代日系厂商份额。基于以上考虑，我们认为公司中长期相较于同行具备更强成长性应享有一定估值溢价，给予 2024 年 26 倍 PE，对应市值 501.4 亿元，对应目标价 21.32 元，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	货币	EPS			PE(倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
2383.TT	台光电子	TWD	14.89	16.53	24.47	11	23	15
6213.TT	联茂科技	TWD	3.93	1.85	5.09	15	45	16
603186.SH	华正新材	CNY	0.25	0.03	1.58	89	1121	21
平均值						38	396	17

数据来源：Bloomberg, Wind, 西南证券整理 (数据截至 2023.12.26 收盘)

5 风险提示

行业价格战加剧、服务器换代不及预期、高速覆铜板方案降级、客户导入不及预期、产品量产稳定性不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18014.44	16879.75	19720.82	23570.87	净利润	1631.73	1344.49	2060.10	2578.35
营业成本	14045.20	13673.44	15418.42	18264.28	折旧与摊销	711.53	642.62	642.62	642.62
营业税金及附加	107.34	100.58	117.51	140.45	财务费用	119.45	5.94	6.40	7.72
销售费用	233.79	191.20	234.50	280.12	资产减值损失	-110.83	-112.35	-125.93	-116.37
管理费用	1740.09	1575.77	1839.69	2212.36	经营营运资本变动	569.82	1522.58	-930.75	-1213.66
财务费用	119.45	5.94	6.40	7.72	其他	-101.71	91.94	131.13	124.40
资产减值损失	-110.83	-112.35	-125.93	-116.37	经营活动现金流净额	2820.01	3495.22	1783.58	2023.07
投资收益	24.76	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1450.57	-327.80	-468.50	-468.20
公允价值变动损益	-22.59	13.80	10.35	13.80	其他	257.49	38.26	-2.96	16.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1193.08	-289.54	-471.46	-451.83
营业利润	1784.99	1458.98	2240.59	2796.11	短期借款	-135.01	-46.60	30.22	30.82
其他非经营损益	-12.21	52.65	54.01	60.60	长期借款	-415.11	21.00	43.00	32.00
利润总额	1772.77	1511.63	2294.59	2856.71	股权融资	232.47	24.23	0.00	0.00
所得税	141.04	167.14	234.49	278.36	支付股利	-1389.16	-857.05	-685.09	-1039.67
净利润	1631.73	1344.49	2060.10	2578.35	其他	1058.55	-1137.52	105.34	125.37
少数股东损益	100.94	83.17	127.44	159.50	筹资活动现金流净额	-648.25	-1995.93	-506.53	-851.47
归属母公司股东净利润	1530.79	1261.31	1932.66	2418.85	现金流量净额	989.45	1209.75	805.60	719.77
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3105.85	4315.60	5121.19	5840.96	成长能力				
应收和预付款项	5775.01	5443.28	6369.76	7599.05	销售收入增长率	-11.15%	-6.30%	16.83%	19.52%
存货	4083.83	3911.28	4497.79	5328.37	营业利润增长率	-46.17%	-18.26%	53.57%	24.79%
其他流动资产	1267.65	192.20	205.75	235.76	净利润增长率	-44.21%	-17.60%	53.23%	25.16%
长期股权投资	511.41	511.41	511.41	511.41	EBITDA 增长率	-35.75%	-19.44%	37.11%	19.27%
投资性房地产	159.65	135.19	148.49	145.92	获利能力				
固定资产和在建工程	9595.24	9335.04	9215.53	9095.72	毛利率	22.03%	19.00%	21.82%	22.51%
无形资产和开发支出	398.84	344.23	289.62	235.01	三费率	11.62%	10.50%	10.55%	10.61%
其他非流动资产	298.14	298.14	298.14	298.14	净利率	9.06%	7.97%	10.45%	10.94%
资产总计	25195.63	24486.37	26657.68	29290.33	ROE	10.67%	8.51%	12.00%	13.78%
短期借款	1557.60	1511.00	1541.22	1572.04	ROA	6.48%	5.49%	7.73%	8.80%
应付和预收款项	4255.22	4264.53	4842.20	5677.50	ROIC	10.06%	7.81%	12.52%	14.71%
长期借款	1175.22	1196.22	1239.22	1271.22	EBITDA/销售收入	14.52%	12.49%	14.65%	14.62%
其他负债	2911.43	1718.20	1863.62	2059.46	营运能力				
负债合计	9899.47	8689.95	9486.25	10580.22	总资产周转率	0.73	0.68	0.77	0.84
股本	2327.44	2351.67	2351.67	2351.67	固定资产周转率	2.41	2.23	2.82	3.69
资本公积	4294.13	4294.13	4294.13	4294.13	应收账款周转率	3.02	3.07	3.42	3.45
留存收益	6865.11	7269.37	8516.94	9896.12	存货周转率	3.16	3.30	3.54	3.61
归属母公司股东权益	13498.10	13915.18	15162.75	16541.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.88%	—	—	—
少数股东权益	1798.06	1881.24	2008.68	2168.19	资本结构				
股东权益合计	15296.16	15796.41	17171.43	18710.11	资产负债率	39.29%	35.49%	35.59%	36.12%
负债和股东权益合计	25195.63	24486.37	26657.68	29290.33	带息债务/总负债	35.69%	40.36%	37.74%	34.43%
					流动比率	1.93	2.30	2.43	2.50
					速动比率	1.38	1.65	1.75	1.80
					股利支付率	90.75%	67.95%	35.45%	42.98%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	2615.97	2107.54	2889.61	3446.46	每股收益	0.66	0.54	0.82	1.03
PE	26.62	32.65	21.31	17.02	每股净资产	5.74	5.92	6.45	7.03
PB	3.05	2.96	2.72	2.49	每股经营现金	1.20	1.49	0.76	0.86
PS	2.29	2.44	2.09	1.75	每股股利	0.60	0.36	0.29	0.44
EV/EBITDA	15.89	18.78	13.43	11.07					
股息率	3.41%	2.08%	1.66%	2.52%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@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	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
