



# 中国海油 (600938.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 强势业绩再展央企雄风!

### 业绩简评

中国海油于2024年3月21日发布公司2023年年度报告,公司2023年全年实现营业收入4166.09亿元,同比减少1.33%;全年实现归母净利润1238.43亿元,同比减少12.60%。其中,公司2023Q4实现营业收入1147.53亿元,同比减少1.16%;实现归母净利润261.98亿元,同比减少20.45%。公司业绩在全年实现油价同比下跌17.02%和Q4大比例缴纳矿业权出让金双重影响下依旧维持强势,进一步体现公司优质资产的稀缺性和管理水平的优异。

### 经营分析

**油气产储量再创新高,征收矿业权出让收益不改业绩稳健预期:**

2023全年公司净证实油气资产储量为67.8亿桶油当量,同比增加8.65%。公司油气产量持续维持较高增速,储采比维持较高水平,公司2023年油气总产量为6.78亿桶油当量,同比增加8.65%。2023年公司原油、天然气储采比分别为9.14、10.63,分别同比+0.30/-0.88,持续维持在较高水平。此外,2023年公司除所得税外其他税金为243.31亿元,相较于2022年增长55.5亿元,主要为征收矿业权出让收益影响,整体符合预期。

**资本支出持续维持较高水平,公司未来成长确定性强:**2024年公司勘探开发资本支出指引为1250-1350亿元,同比增加1.63%。

2024年公司预计将有众多新项目投产,主要包括中国海域的绥中36-1/旅大5-2油田二次调整开发项目、渤中19-2油田开发项目以及海外的圭亚那Yellowtail项目和巴西Mero4项目等,2024-2026年公司净产量目标分别为700-720/780-800/810-830百万桶油当量,公司高成长性延续,未来业绩有所保障。

**持续维持高股息政策,股东投资回报丰厚:**公司持续维持高股息,投资回报丰厚。公司2023年现金分红共计539.34亿元(以1港元兑0.9071人民币计算),公司股利支付率约43.55%,与此同时,公司股息率维持在较高水平,以2023年12月31日收盘价为基准计算,公司2023年A股股息率为5.40%,H股股息率为9.62%,含2023年末期现金股利每股0.66港元/股和半年度现金股利每股0.59港元/股,公司股东投资回报丰厚。

### 盈利预测、估值与评级

我们看好油价中枢稳健下的未来公司业绩稳定性和公司持续增长资本开支带来的成长性,2024-2026盈利预测为1348亿元/1404亿元/1452亿元,对应2024-2026年EPS为2.83元/2.95元/3.05元,对应PE为10.0X/9.6X/9.3X,维持“买入”评级。

### 风险提示

(1) 油气田投产进度不及预期;(2) OPEC+减产执行强度不及预期风险;(3) 原油供需受到异常扰动;(4) 能源政策及制裁对企业经营的影响;(5) 汇率风险;(6) 其他不可抗力风险。

### 石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

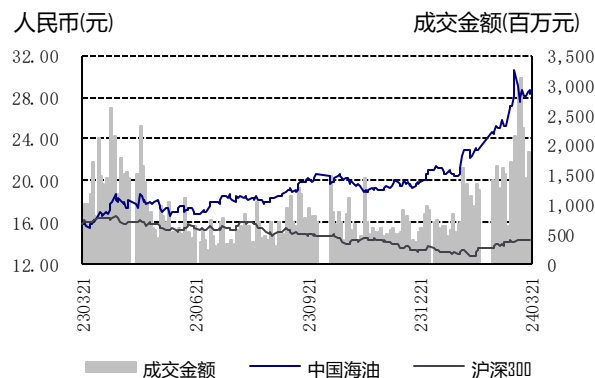
分析师:陈律楼(执业S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价(人民币):28.38元

### 相关报告:

- 《中国海油公司点评:产量持续增长的稀缺央企!》,2023.10.24
- 《中国海油公司点评:稀缺央企,再超预期!》,2023.8.18
- 《中国海油公司点评:稀缺央企资产再显本色!》,2023.4.27



### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	422,230	416,609	385,071	397,609	415,751
营业收入增长率	71.56%	-1.33%	-7.57%	3.26%	4.56%
归母净利润(百万元)	141,700	123,843	134,807	140,438	145,163
归母净利润增长率	101.51%	-12.60%	8.85%	4.18%	3.36%
摊薄每股收益(元)	2.979	2.604	2.834	2.952	3.052
每股经营性现金流净额	4.32	4.41	2.73	3.10	3.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.73%	18.58%	18.04%	16.89%	15.80%
P/E	5.10	8.05	10.01	9.61	9.30
P/B	1.21	1.50	1.81	1.62	1.47

来源:公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1、油价同比下降与产量增长对冲，公司整体业绩符合预期 .....	3
2、风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1： 2023 年公司营业总收入同比减少 1.33% .....	3
图表 2： 2023 年公司归母净利润同比减少 12.60% .....	3
图表 3： 中国海油预计出让收益测算 .....	3
图表 4： 征收矿业权出让收益导致除所得税外其他税金同比增加 29.6% .....	4
图表 5： 2023 年全年布伦特原油均价同比下降 17.02% .....	4
图表 6： 公司石油液体平均实现价格同比减少 19.29% .....	5
图表 7： OPEC 原油出口量（百万桶/天） .....	5
图表 8： 俄罗斯原油出口量（百万桶/天） .....	6
图表 9： 美国油井钻机数 .....	6
图表 10： 美国油井钻机数-Permian .....	6
图表 11： 美国完井环节或存在产能瓶颈 .....	6
图表 12： Midland 绝对化标准油井生产率 .....	7
图表 13： Delaware 绝对化标准油井生产率 .....	7
图表 14： 美国原油出口量（百万桶/天） .....	7
图表 15： 全球原油消费需求逐步回暖 .....	7
图表 16： 公司 2023 年勘探开发资本支出同比增加 27.46% .....	8
图表 17： 公司 2023 年净证实油气资产储量同比增加 8.65% .....	8
图表 18： 2023 年净证实石油液体储量同比增加 11.73% .....	9
图表 19： 2023 年净证实天然气储量同比增加 2.51% .....	9
图表 20： 2023 年公司油气总产量同比增加 8.65% .....	9
图表 21： 2023 年公司原油产量同比增加 8.08% .....	9
图表 22： 2023 年公司天然气产量同比增加 11.05% .....	9
图表 23： 公司油气储采比持续维持在较高水平 .....	10
图表 24： 2024 年公司主要新项目 .....	10
图表 25： 中国海油股利支付率维持在较高水平 .....	11
图表 26： 中国海油股息率维持在较高水平 .....	11

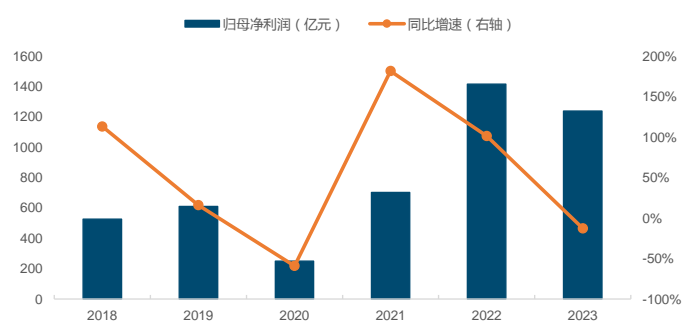
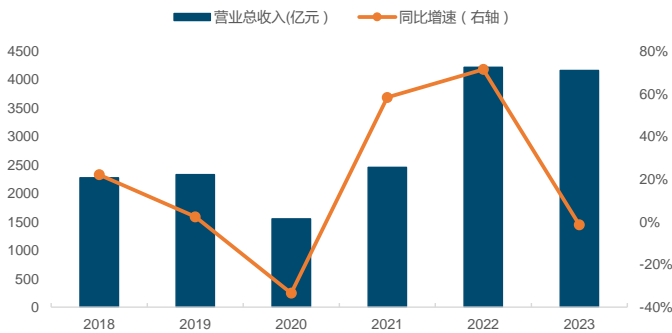


## 1、油价同比下降与产量增长对冲，公司整体业绩符合预期

中国海油于 2024 年 3 月 21 日发布公司 2023 年年度报告，公司 2023 年全年实现营业收入 4166.09 亿元，同比减少 1.33%；全年实现归母净利润 1238.43 亿元，同比减少 12.60%。其中，公司 2023Q4 实现营业收入 1147.53 亿元，同比减少 1.16%，环比减少 4.32%；实现归母净利润 261.98 亿元，同比减少 20.45%，环比减少 22.68%。公司业绩在全年实现油价同比下跌 17.02%和 Q4 大比例缴纳矿业权出让金双重影响下依旧维持强势，进一步体现公司优质资产的稀缺性和管理水平的优异。

图表1：2023 年公司营业总收入同比减少 1.33%

图表2：2023 年公司归母净利润同比减少 12.60%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年 5 月 1 日起执行的《矿业权出让收益征收办法》中明确指出“逐年征收的采矿权出让收益=年度矿产品销售收入×矿业权出让收益率”以及“陆域矿业权出让收益率为 0.8%，海域矿业权出让收益率为 0.6%”。目前最早提及到采矿权出让收益的文件为 2017 年 7 月 1 日起执行的《矿业权出让收益征收管理暂行办法》，其第十条中指出“可探索通过矿业权出让收益率的形式征收”，但并未明确提出征收办法。参考《矿业权出让收益征收办法》，我们测算 2017H2-2023 年中国海油预计出让收益约为 55.7 亿元左右，其中 2023 年预计出让收益预计为 13 亿元左右，整体符合预期。

2023 年公司除所得税外其他税金为 243.31 亿元，同比增加 29.6%，主要为征收矿业权出让收益的影响。

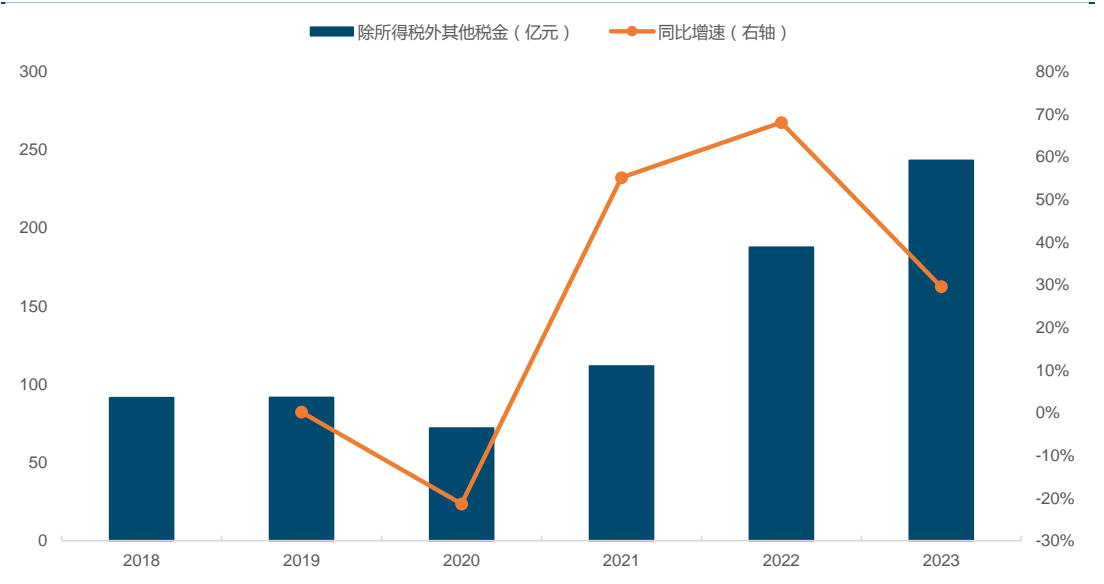
图表3：中国海油预计出让收益测算

	2017H2	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
中国海油油气销售收入(亿元)	453.06	1145.24	1159.27	801.57	1361.11	2184.32	2171.17
中国海油预计出让收益率	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
中国海油预计出让收益 (亿元)	2.72	6.87	6.96	4.81	8.17	13.11	13.03

来源：《矿业权出让收益征收办法》，《矿产资源法修订草案》，公司公告，国金证券研究所



图4: 征收矿业权出让收益导致除所得税外其他税金同比增加 29.6%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2022 年底至 2023 年初, 由于供需基本面多空交错, 原油价格持续震荡, 3 月-5 月受 SVB 破产影响, 金融风险带来悲观预期带动原油跌价, 但伴随 OPEC+ 重点国家持续减产顶价、美国原油战略库存开始补库以及中国成品油需求持续复苏, 2023 年下半年以来原油价格有所修复并维持中高波动。

2023 年全年布伦特原油均价为 82.18 美元/桶, 同比下降 17.02%; 季度平均价格分别为 82.16 美元 / 77.73 美元 / 85.92 美元 / 82.85 美元 / 桶, 分别同比下降 16.08%/30.59%/12.05%/6.52%。公司 2023 年石油液体平均实现价格为 77.96 美元/桶, 同比降低 19.29%, 略高于油价下跌幅度。

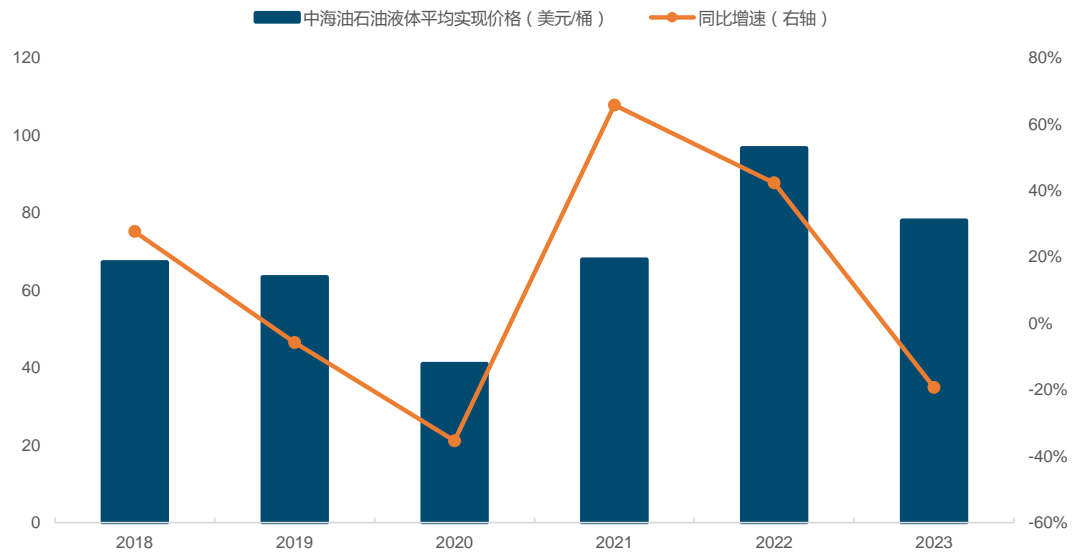
图5: 2023 年全年布伦特原油均价同比下降 17.02%



来源: Wind, 国金证券研究所



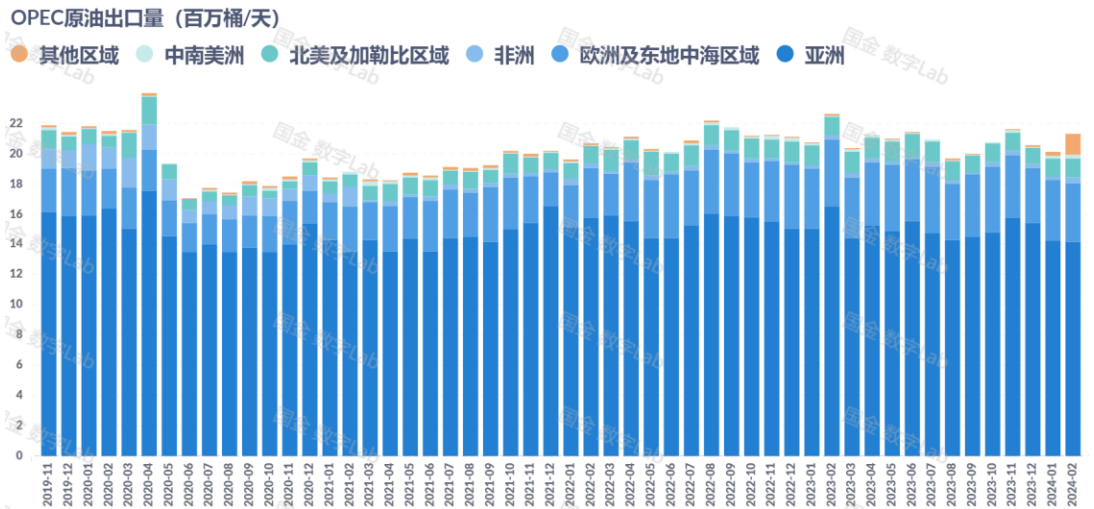
图表6: 公司石油液体平均实现价格同比减少 19.29%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2024 年全球原油供需或将持续维持紧平衡, 重点产油国边际供应增量较为有限。OPEC 及俄罗斯当前原油对外出口量基本维持稳定, 考虑到 OPEC+2023 年 5 月起执行的 165 万桶/天的自愿减产持续到 2024 年底以及 2024 年上半年 220 万桶/天的自愿减产仍在执行, OPEC+在 2024 年原油边际供应增量较为有限。

图表7: OPEC 原油出口量 (百万桶/天)



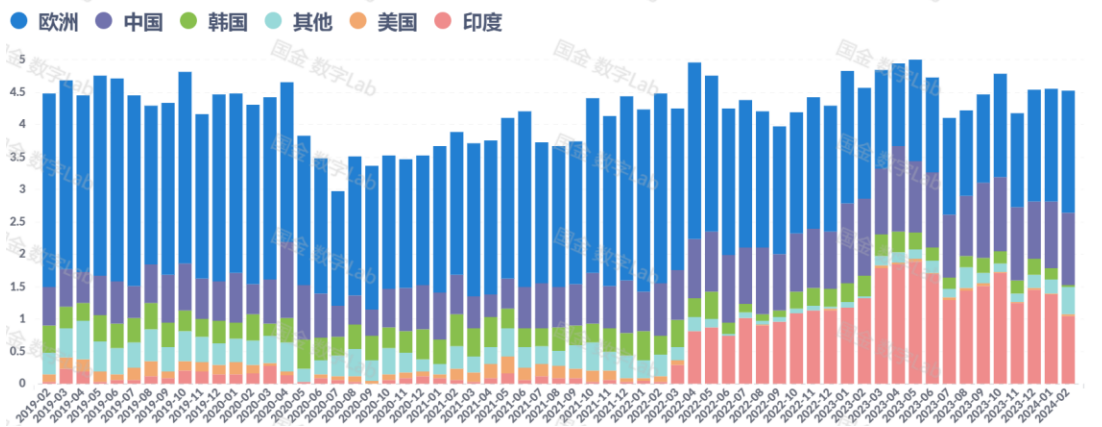
来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所





图表8: 俄罗斯原油出口量 (百万桶/天)

俄罗斯原油出口量 (百万桶/天)

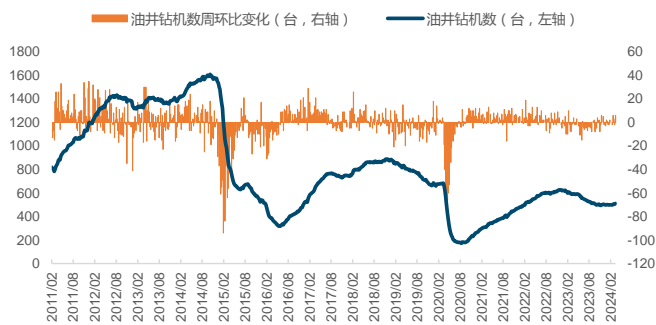


来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

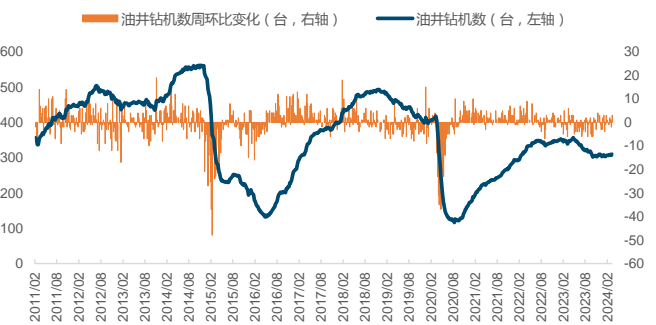
2023 年初至今美国页岩油开采活跃度显著弱于预期, 美国活跃油井钻机数量自 2022 年 12 月恢复至阶段性高位 (627 台) 后开始持续回落, 截至 2024 年 3 月 15 日美国活跃油井钻机数量仅有 510 台左右。

图表9: 美国油井钻机数

图表10: 美国油井钻机数-Permian



来源: 贝克休斯, 国金证券研究所

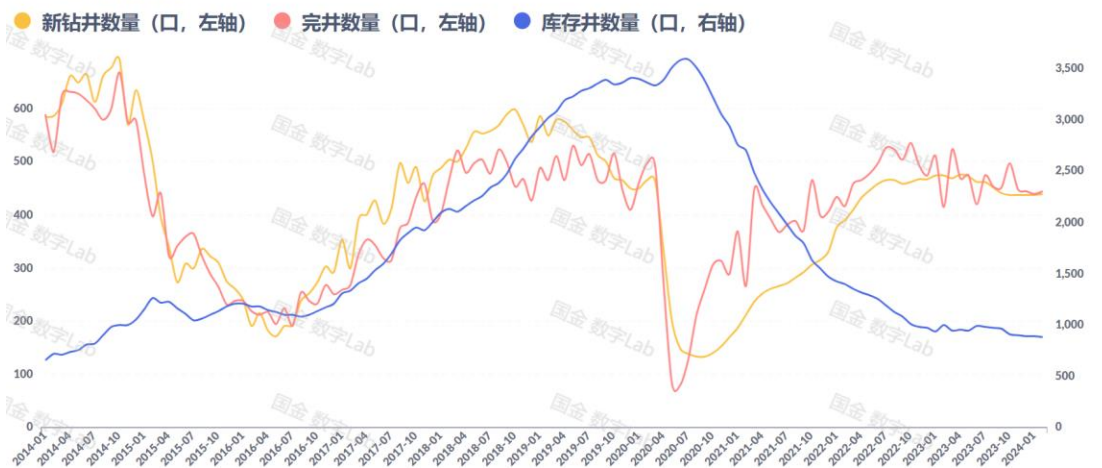


来源: 贝克休斯, 国金证券研究所

与此同时, 美国核心页岩油产区 Permian 新增钻井数与完井数量均出现一定回落, 但完井数相对下降更为明显, 库存井数去库速度减缓, 开采强度整体回落, 但或许说明美国完井阶段或许存在产能瓶颈或意愿不足。此外, 油价维持中高位水平但单井产量衰减叠加页岩油开采活跃度回落, 美国原油产量边际增量或较小。

图表11: 美国完井环节或存在产能瓶颈

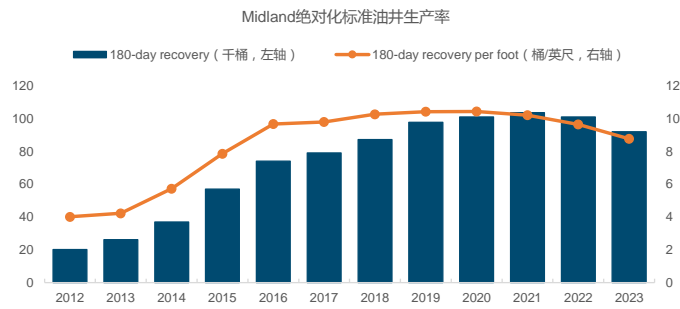
Permian油气井数量



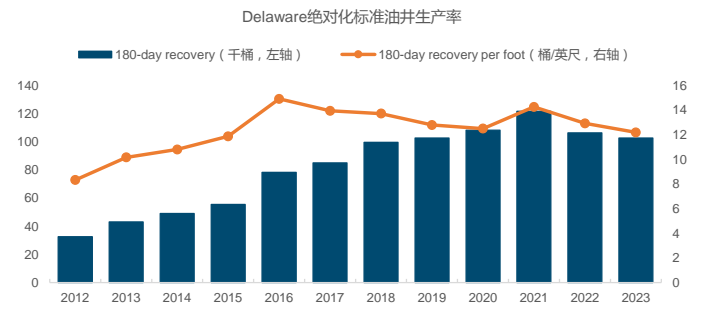
来源: EIA, 国金证券研究所



图表12: Midland 绝对化标准油井生产率



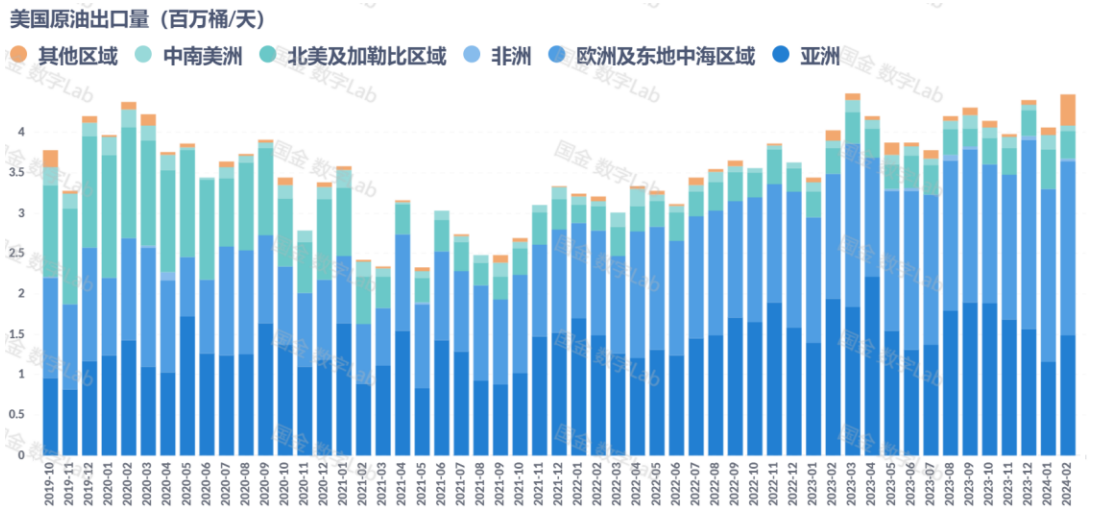
图表13: Delaware 绝对化标准油井生产率



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

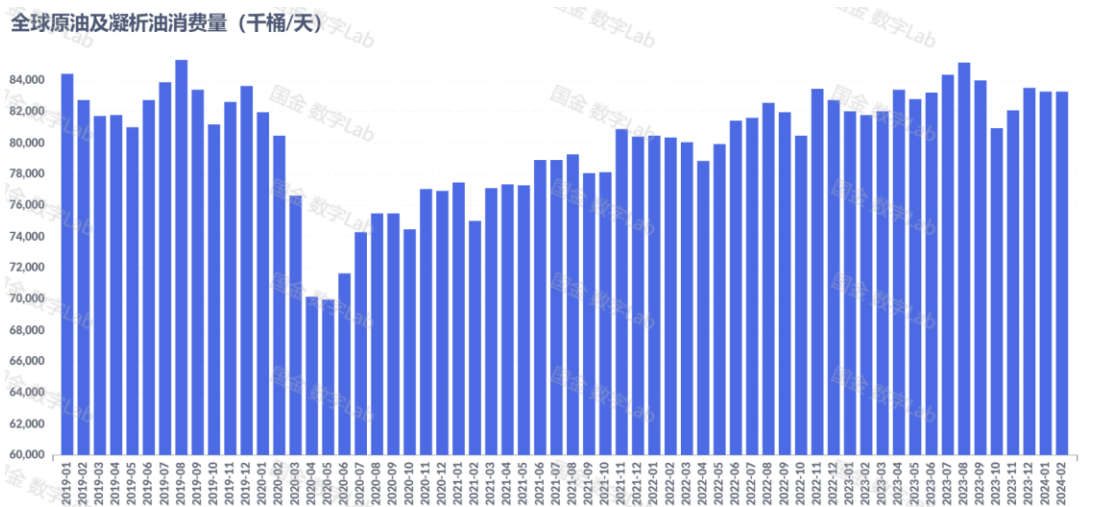
图表14: 美国原油出口量 (百万桶/天)



来源: Refinitiv, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

近年来, 全球原油及凝析油消费量在 2019 年达到峰值, 约为 8500 万桶/天, 伴随全球出行强度持续恢复, 原油消费需求逐步回暖, 截至 2024 年 2 月, 全球原油及凝析油消费量达到 8325 万桶/天, 同比增加 1.80%。

图表15: 全球原油消费需求逐步回暖

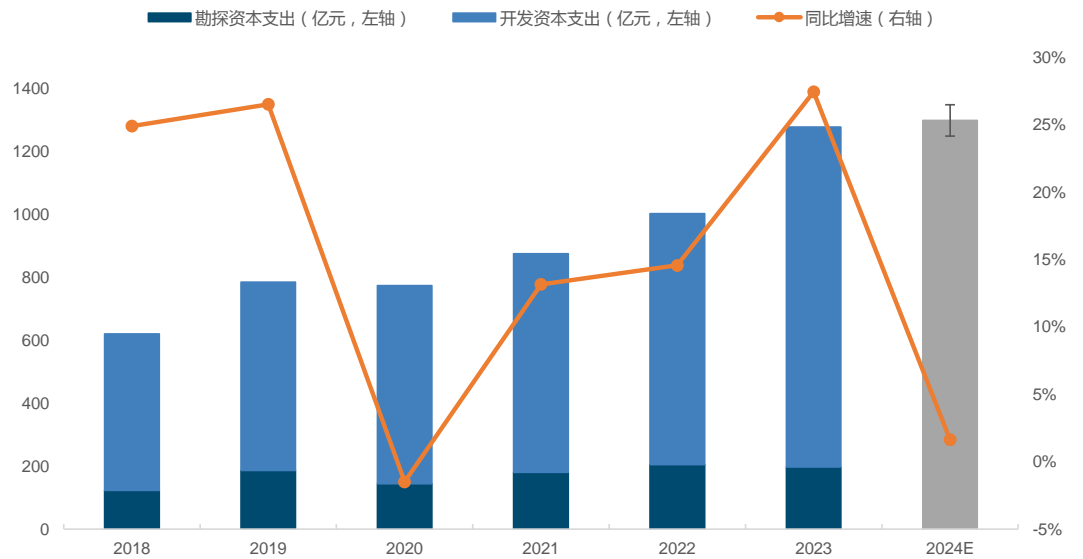


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

公司积极响应政府“增储上产”号召, 增加资本开支保障油气勘探开发力度。2023 年公司勘探开发资本支出 1279.13 亿元, 同比增加 27.46%, 2024 年公司勘探开发资本支出指引为 1250-1350 亿元, 同比增加 1.63%。



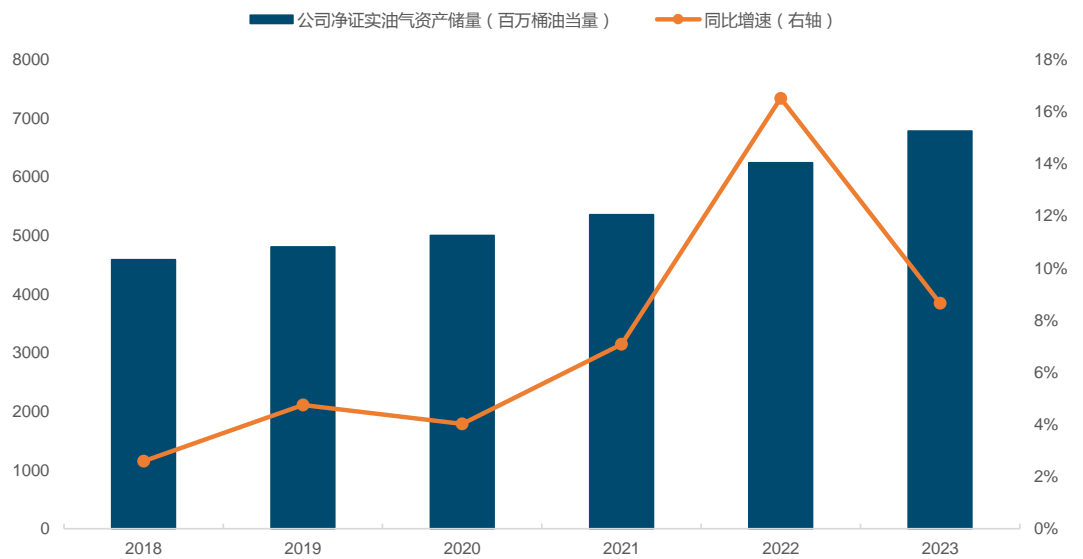
图表16: 公司 2023 年勘探开发资本支出同比增加 27.46%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2023 全年公司净证实油气资产储量为 67.8 亿桶油当量, 同比增加 8.65%, 近 7 年储量寿命持续维持在 10 年以上, 夯实油气资产储量将进一步保障公司油气产出。其中, 2023 年公司净证实石油液体储量为 48.42 亿桶, 同比增加 11.73%, 净证实天然气储量为 9.19 兆立方英尺, 同比增加 2.51%。

图表17: 公司 2023 年净证实油气资产储量同比增加 8.65%

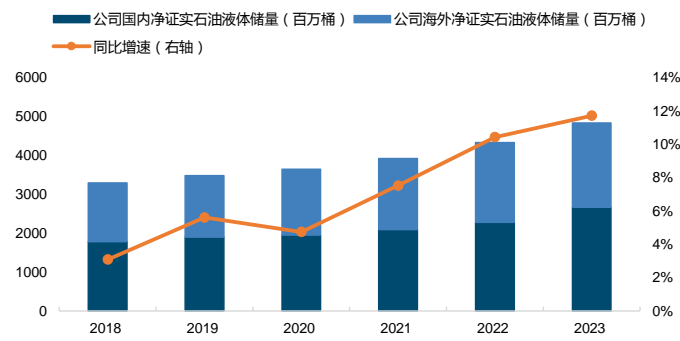


来源: 公司公告, 国金证券研究所

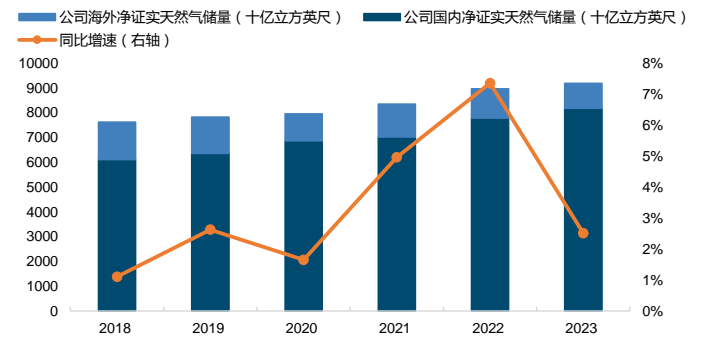




图表18: 2023年净证实石油液体储量同比增加11.73%



图表19: 2023年净证实天然气储量同比增加2.51%



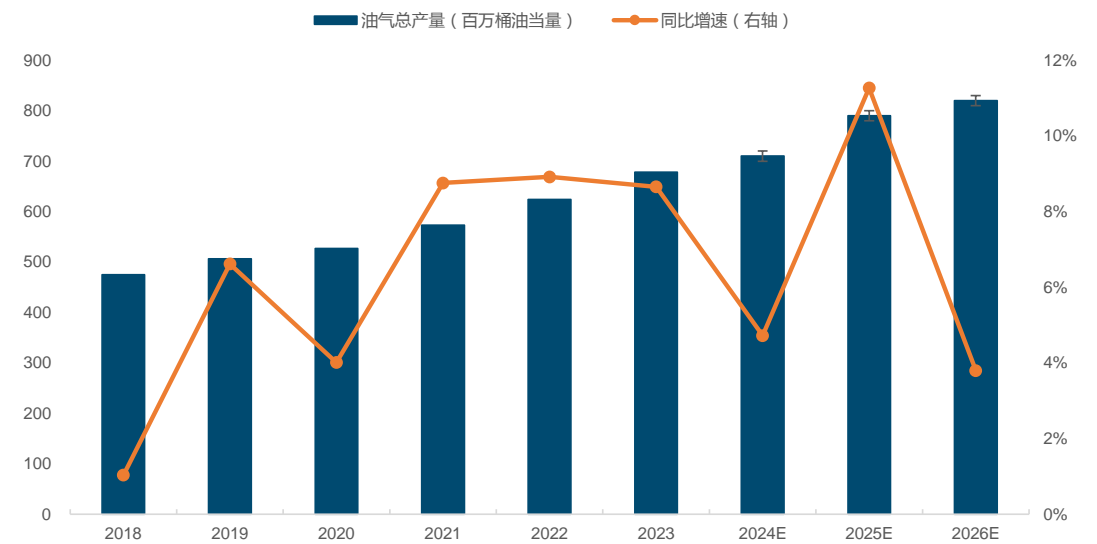
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司油气产量持续维持较高增速, 储采比维持较高水平。公司2023年油气总产量为6.78亿桶油当量, 同比增加8.65%, 2024-2026年净产量目标分别为700-720/780-800/810-830百万桶油当量。其中, 2023年公司原油产量为5.30亿桶, 同比增加8.08%; 天然气产量为8647亿立方英尺, 同比增加11.05%, 油气产量持续维持较高增速。

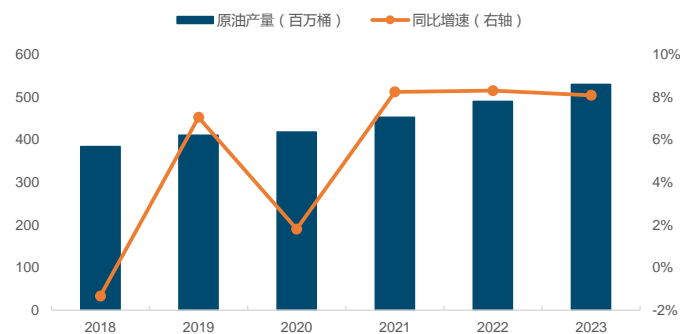
2023年公司原油、天然气储采比分别为9.14、10.63, 分别同比+0.30/-0.88, 持续维持在较高水平。

图表20: 2023年公司油气总产量同比增加8.65%

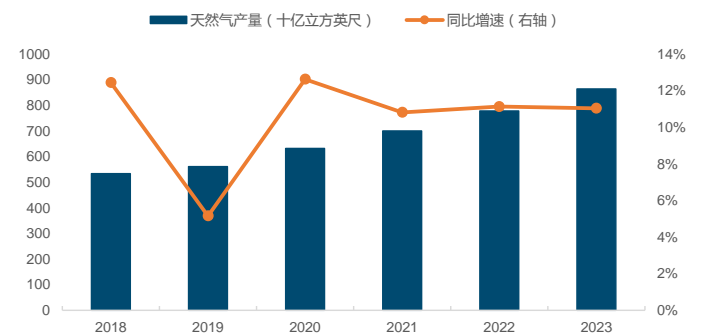


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表21: 2023年公司原油产量同比增加8.08%



图表22: 2023年公司天然气产量同比增加11.05%

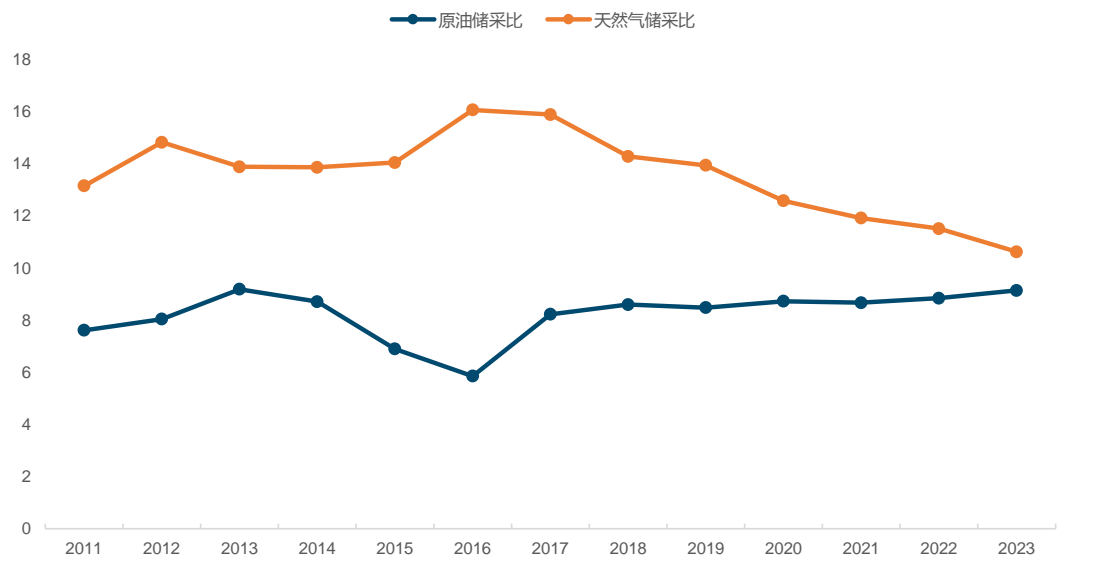


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所



图表23: 公司油气储采比持续维持在较高水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2024 年公司预计将有众多新项目投产, 主要包括中国海域的绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目、渤中 19-2 油田开发项目以及海外的圭亚那 Yellowtail 项目和巴西 Mero4 项目等, 2024 年公司高成长性延续, 业绩有所保障。

图表24: 2024 年公司主要新项目

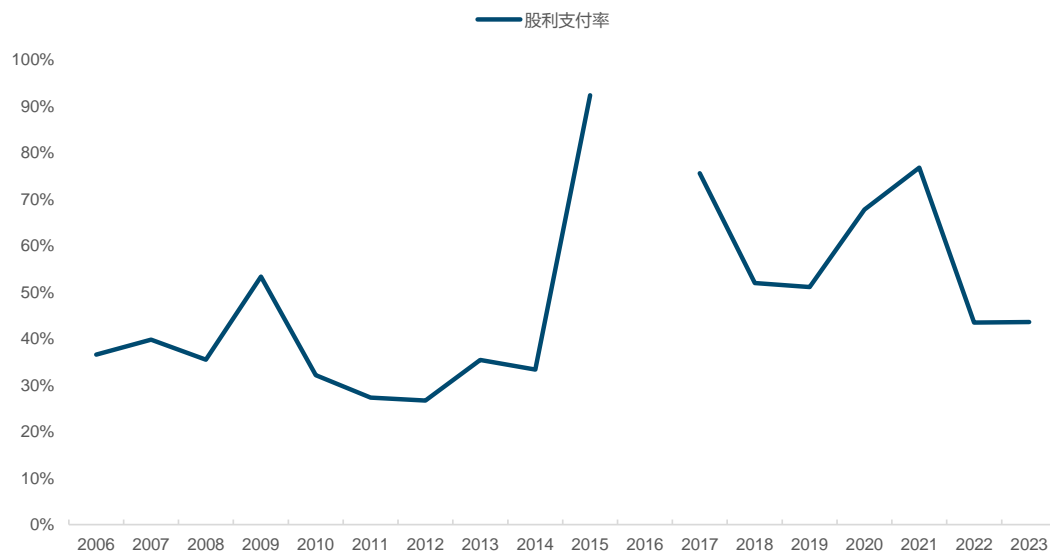
中国	
绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目	番禺 10-2 油田综合调整项目
渤中 19-2 油田开发项目	西江 30-2 油田西江 30-1 区开发项目
渤中 26-6 油田开发项目 (一期)	文昌 16-2 油田开发项目
垦利 10-2 油田开发项目	深海一号二期项目
旅大 21-2 油田二期开发项目	陵水 17-2 气田 10d、11d 井区开发项目
锦州 23-2 油田开发项目	东方 13-3 区开发项目
惠州 26-6 油田开发项目	东方 1-1 气田 7 井区开发项目
流花 11-1/4-1 油田二次开发项目	神府深层煤层气探勘开发示范项目
番禺 10-1 油田开发项目	临兴深层煤层气勘探开发示范项目
海外	
圭亚那 Yellowtail 项目	巴西 Mero4 项目
圭亚那 Uaru 项目	加拿大长湖西北项目
圭亚那 Whiptail 项目	加拿大长湖 K1B 项目
巴西 Buzios6 项目	尼日利亚 OML139&154 区块 Owowo 项目
巴西 Buzios7 项目	尼日利亚 OML130 区块 Preowei 项目
巴西 Buzios8 项目	乌干达 Kingfisher 项目
巴西 Buzios9 项目	乌干达 Tilenga 项目
巴西 Mero3 项目	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司持续维持高股息, 投资回报丰厚。公司 2024 年现金分红共计 539.34 亿元 (以 1 港元兑 0.9071 人民币计算), 公司股利支付率约 43.55%, 与此同时, 公司股息率维持在较高水平, 以 2023 年 12 月 31 日收盘价为基准计算, 公司 2023 年 A 股股息率为 5.40%, H 股股息率为 9.62%, 含 2023 年末期现金股利每股 0.66 港元/股和半年度现金股利每股 0.59 港元/股, 公司股东投资回报丰厚。

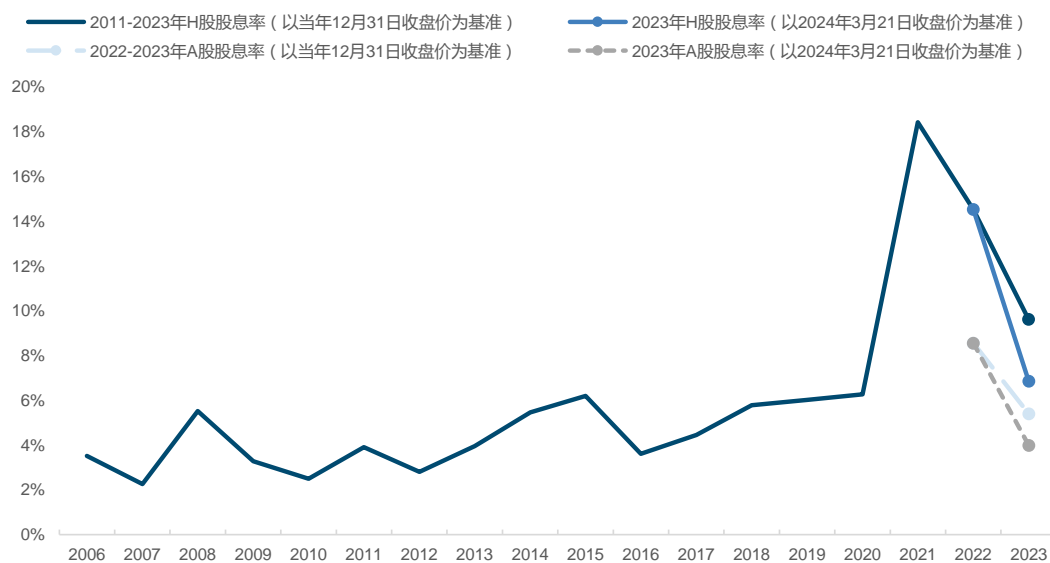


图表25: 中国海油股利支付率维持在较高水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表26: 中国海油股息率维持在较高水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 以 2024 年 3 月 21 日收盘价计算, 公司 A/H 股股息率分别为 3.99%/6.86%

## 2、风险提示

- 1) 油气田投产进度不及预期: 油气田从勘探到开采是一个漫长的过程, 在此过程中可能会出现油气田投产时间延迟。
- 2) OPEC+减产执行强度不及预期风险: OPEC+减产计划是全球原油供应边际减少重大影响因素, 假使 OPEC+减产执行力度不及预期, 或影响当前供应端测算结果。
- 3) 原油供需受到异常扰动: 俄乌局势变化、巴以冲突、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性, 同时原油价格维持高位后存在油企修改生产计划的可能性, 美联储加息或带动美元指数走强, 而美元指数与原油价格通常为负相关走势, 假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 4) 能源政策及制裁对企业经营的影响: 公司有较大体量海外油气资产, 海外油气资产的开发以及生产受当地能源政策所制约, 假设油气资产所在国的能源政策产生变化或对企业经营产生影响; 不同国家间的关系恶化而导致的贸易及经济制裁可能会对行业内企业经营、现有资产或未来投资产生重大不利影响, 与此同时, 不同级别的美国联邦、州或地方政府



对某些国家或地区及其居民或被指定的政府、个人和实体施加不同程度的经济制裁。如果美国对公司在部分地区经营进行制裁或导致公司海外资产经营受负面影响；2021年1月，美国商务部将公司列入实体清单，或对公司从事国际贸易产生一定负面影响。

5) 汇率风险：全球原油价格主要由美元计价，公司也有部分资产在海外市场经营，但公司财报通常以人民币结算，如果人民币与美元汇率出现较大波动，或对公司业绩汇算产生影响。

6) 其他不可抗力风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	246,111	422,230	416,609	385,071	397,609	415,751
增长率		71.6%	-1.3%	-7.6%	3.3%	4.6%
主营业务成本	#####	-198,223	-208,794	-166,905	-172,416	-184,230
%销售收入	49.4%	46.9%	50.1%	43.3%	43.4%	44.3%
毛利	124,526	224,007	207,815	218,166	225,193	231,520
%销售收入	50.6%	53.1%	49.9%	56.7%	56.6%	55.7%
营业税金及附加	-11,172	-18,778	-24,331	-18,946	-19,562	-20,455
%销售收入	4.5%	4.4%	5.8%	4.9%	4.9%	4.9%
销售费用	-2,694	-3,355	-3,501	-3,851	-3,976	-4,158
%销售收入	1.1%	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-5,218	-6,356	-7,012	-7,701	-7,952	-8,315
%销售收入	2.1%	1.5%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-1,506	-1,527	-1,605	-1,925	-1,988	-2,079
%销售收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	103,936	193,991	171,366	185,743	191,714	196,514
%销售收入	42.2%	45.9%	41.1%	48.2%	48.2%	47.3%
财务费用	-3,936	-3,029	-846	-3,958	-2,155	-431
%销售收入	1.6%	0.7%	0.2%	1.0%	0.5%	0.1%
资产减值损失	-7,957	-666	-3,597	0	0	0
公允价值变动收益	779	-705	300	0	0	0
投资收益	2,417	4,674	4,715	4,500	4,500	4,500
%税前利润	2.5%	2.4%	2.7%	2.4%	2.3%	2.2%
营业利润	95,804	194,925	172,891	186,285	194,059	200,584
营业利润率	38.9%	46.2%	41.5%	48.4%	48.8%	48.2%
营业外收支	17	-155	83	0	0	0
税前利润	95,821	194,770	172,974	186,285	194,059	200,584
利润率	38.9%	46.1%	41.5%	48.4%	48.8%	48.2%
所得税	-25,514	-53,093	-48,884	-51,228	-53,366	-55,160
所得税率	26.6%	27.3%	28.3%	27.5%	27.5%	27.5%
净利润	70,307	141,677	124,090	135,057	140,693	145,423
少数股东损益	-13	-23	247	250	255	260
归属于母公司的净利润	70,320	141,700	123,843	134,807	140,438	145,163
净利率	28.6%	33.6%	29.7%	35.0%	35.3%	34.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	70,307	141,677	124,090	135,057	140,693	145,423
少数股东损益	-13	-23	247	250	255	260
非现金支出	65,193	63,518	72,544	76,841	87,228	98,788
非经营收益	6,766	6,547	3,144	561	489	370
营运资金变动	5,626	-6,172	9,964	-7,128	4,745	7,385
经营活动现金净流	147,892	205,570	209,742	205,331	233,155	251,966
资本开支	-82,398	-94,661	-120,851	-84,326	-91,360	-104,014
投资	-17,233	-9,664	34,205	5,721	-2,500	-2,500
其他	3,396	5,852	8,551	4,500	4,500	4,500
投资活动现金净流	-96,235	-98,473	-78,095	-74,105	-89,360	-102,014
股权募资	856	32,258	111	0	0	0
债权募资	-6,883	-14,176	-20,993	31,316	-2,818	-1,750
其他	-27,305	-82,421	-63,346	-58,995	-61,164	-62,935
筹资活动现金净流	-33,332	-64,339	-84,228	-27,678	-63,982	-64,686
现金净流量	17,412	44,820	47,805	103,548	79,813	85,267

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	79,730	121,387	150,562	252,617	331,220	415,507
应收款项	33,105	42,934	42,308	41,208	42,550	44,491
存货	5,703	6,239	6,451	5,030	5,196	5,552
其他流动资产	89,444	94,119	50,954	50,251	50,333	50,510
流动资产	207,982	264,679	250,275	349,105	429,299	516,061
%总资产	26.4%	28.5%	24.9%	31.6%	36.0%	40.1%
长期投资	48,698	62,003	64,591	58,870	61,370	63,870
固定资产	465,451	532,719	592,920	600,367	604,488	609,726
%总资产	59.2%	57.3%	59.0%	54.3%	50.7%	47.4%
无形资产	16,972	19,123	19,558	20,099	20,588	21,029
非流动资产	578,587	664,352	755,323	757,087	763,719	771,445
%总资产	73.6%	71.5%	75.1%	68.4%	64.0%	59.9%
资产总计	786,569	929,031	1,005,598	1,106,192	1,193,018	1,287,506
短期借款	16,537	24,690	24,111	9,568	11,740	14,980
应付款项	56,853	68,219	70,979	57,465	59,362	63,410
其他流动负债	20,561	20,482	28,849	86,463	87,642	88,736
流动负债	93,951	113,391	123,939	153,497	158,744	167,127
长期贷款	11,290	11,287	11,296	11,306	11,316	11,326
其他长期负债	199,352	205,970	202,487	192,391	189,441	188,178
负债	304,593	330,648	337,722	357,193	359,501	366,631
普通股股东权益	480,912	597,182	666,586	747,459	831,722	918,820
其中：股本	43,081	75,180	75,180	75,180	75,180	75,180
未分配利润	384,362	448,985	515,345	596,229	680,492	767,590
少数股东权益	1,064	1,201	1,290	1,540	1,795	2,055
负债股东权益合计	786,569	929,031	1,005,598	1,106,192	1,193,018	1,287,506

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.575	2.979	2.604	2.834	2.952	3.052
每股净资产	10.771	12.555	14.014	15.714	17.485	19.316
每股经营现金净流	3.312	4.322	4.409	2.731	3.101	3.352
每股股利	0.000	5.523	1.623	0.717	0.747	0.772
回报率						
净资产收益率	14.62%	23.73%	18.58%	18.04%	16.89%	15.80%
总资产收益率	8.94%	15.25%	12.32%	12.19%	11.77%	11.27%
投入资本收益率	12.33%	19.16%	15.54%	15.79%	14.88%	13.97%
增长率						
主营业务收入增长率	58.40%	71.56%	-1.33%	-7.57%	3.26%	4.56%
EBIT增长率	149.92%	86.64%	-11.66%	8.39%	3.21%	2.50%
净利润增长率	181.77%	101.51%	-12.60%	8.85%	4.18%	3.36%
总资产增长率	9.05%	18.11%	8.24%	10.00%	7.85%	7.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.3	27.2	31.9	33.0	33.0	33.0
存货周转天数	17.0	11.0	11.1	11.0	11.0	11.0
应付账款周转天数	135.4	100.2	105.9	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	688.0	459.3	518.1	567.1	552.4	532.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.79%	-13.67%	-12.37%	-27.26%	-34.26%	-40.36%
EBIT利息保障倍数	26.4	64.0	202.6	46.9	89.0	456.4
资产负债率	38.72%	35.59%	33.58%	32.29%	30.13%	28.48%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	17	41	47	95
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-15	买入	16.19	21.20~21.20
2	2022-08-26	买入	17.68	N/A
3	2022-10-17	买入	16.29	N/A
4	2022-10-28	买入	15.37	N/A
5	2023-03-30	买入	16.85	N/A
6	2023-04-27	买入	18.53	N/A
7	2023-08-18	买入	18.44	N/A
8	2023-10-24	买入	20.31	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0= 增持； 2.01~3.0= 中性  
3.01~4.0= 减持







**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究