

兴发集团 (600141.SH) Q4 业绩延续改善彰显盈利韧性，项目建设有条不紊

2024 年 04 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
金益腾（分析师）
徐正凤（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

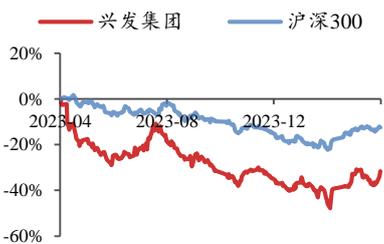
xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790122070041

日期	2024/4/2
当前股价(元)	19.72
一年最高最低(元)	30.39/14.31
总市值(亿元)	217.56
流通市值(亿元)	217.38
总股本(亿股)	11.03
流通股本(亿股)	11.02
近 3 个月换手率(%)	85.07

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 业绩环比改善，成功收购印尼艾莫克—公司信息更新报告》-2023.11.14
 《2023H1 周期板块拖累整体业绩，成长板块盈利可观—公司信息更新报告》-2023.8.31

《一体化精细磷化工龙头，研发创新引领转型升级—公司首次覆盖报告》-2023.7.7

● 业绩符合预期，Q4 归母净利润环比延续改善，公司盈利韧性彰显

公司发布 2023 年报，实现营收 281.05 亿元，同比-7.28%；归母净利润 13.79 亿元，同比-76.44%。其中 Q4 实现营收 61.78 亿元，同比+13.27%、环比-25.73%；归母净利润 4.45 亿元，同比-52.67%、环比+36.85%，Q4 归母净利润环比延续改善，业绩符合预期，拟派发现金红利 0.6 元/股（含税）。结合公司主营产品景气度和在建项目进展，我们维持 2024-2025、新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 17.15、21.95、26.54 亿元，EPS 分别 1.55、1.99、2.41 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 12.7、9.9、8.2 倍。肥料、有机硅 DMC、草甘膦等传统周期业务对公司 2023 年业绩形成拖累，公司坚持研发创新，多元产品结构助力盈利缓步修复，我们看好公司新旧动能转换加速向世界一流精细化工企业迈进，维持“买入”评级。

● 肥料、有机硅、草甘膦等周期业务毛利率大幅下行，公司盈利有所承压

(1) 分业务看：2023 年，肥料、有机硅、草甘膦、矿山采选、特种化学品营收分别为 36.1、21.4、42.8、16.0、50.3 亿元，同比分别+4.59%、-48.13%、-50.60%、+87.36%、-19.26%；毛利率分别为 8.7%、4.33%、31.01%、73.74%、20.75%，同比分别-10.38、-13.16、-27.08、-0.19、-17.50pcts，肥料、有机硅、草甘膦以及特种化学品毛利率同比大幅下降拖累公司整体盈利能力，2023 年公司销售毛利率、净利率分别为 16.17%、4.93%，同比分别-19.44、-17.49pcts；其中 Q4 销售毛利率、净利率分别为 26.89%、6.61%，环比分别+14.28、+2.43pcts，季度盈利能力延续改善。**(2) 从产销看：**2023 年，肥料、有机硅系列、草甘膦系列、特种化学品销量分别为 123.97、18.73、17.14、44.94 万吨，同比分别+22.55%、-15.55%、+10.58%、+12.94%；不含税售价分别为 2,909、11,446、24,990、11,186 元/吨，同比分别-14.65%、-38.58%、-55.33%、-28.51%。根据公司经营计划，2024 年将力争实现营业收入 302 亿元，我们看好公司发挥科技创新核心支撑作用，构筑现代绿色产业体系，加快实现“千亿兴发，世界一流”目标。

● **风险提示：**原材料及产品价格波动、项目进展不及预期、安全环保风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,311	28,105	30,987	33,582	35,830
YOY(%)	26.8	-7.3	10.3	8.4	6.7
归母净利润(百万元)	5,852	1,379	1,715	2,195	2,654
YOY(%)	36.7	-76.4	24.4	28.0	20.9
毛利率(%)	35.6	16.2	18.9	20.8	21.8
净利率(%)	19.3	4.9	5.5	6.5	7.4
ROE(%)	31.8	6.3	7.7	9.4	10.5
EPS(摊薄/元)	5.30	1.25	1.55	1.99	2.41
P/E(倍)	3.7	15.8	12.7	9.9	8.2
P/B(倍)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 业绩符合预期，Q4 归母净利润、盈利能力环比延续改善.....	3
2、 近期草甘膦需求较好，公司稳步推进项目建设，加快实现“千亿兴发，世界一流”目标.....	4
2.1、 近期草甘膦需求端支撑较好，公司草甘膦产能规模位居国内第一.....	4
2.2、 2024 年以来多数主营产品价格环比仍承压，看好公司持续推进科技创新和项目建设.....	6
3、 盈利预测与投资建议.....	8
4、 风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

图表目录

图 1： 2024 年以来，磷矿石价格保持高位.....	6
图 2： 2024 年以来，三聚磷酸那、六偏磷酸钠价格下行.....	6
图 3： 2024 年以来，磷酸一铵价格震荡下行.....	7
图 4： 2024 年以来，磷酸二铵价格小幅下行.....	7
图 5： 2024 年以来，草甘膦价格小幅下行.....	7
图 6： 2024 年以来，有机硅产品价格环比有所上行.....	7
图 7： 2024 年以来，电子级硫酸、双氧水价格小幅下跌.....	7
图 8： 2024 年以来，磷酸铁价格下行，行业毛利转负.....	7
表 1： 2023 年同比：肥料、草甘膦系列、特种化学品量升价跌，有机硅系列量价齐跌，磷矿石盈利能力坚挺.....	3
表 2： 2023 年：多种主要原材料平均进价同比下跌.....	3
表 3： 2023 年：草甘膦、有机硅、肥料业务盈利承压，特种化学品、湿电子化学品、磷矿石盈利仍然可观.....	4
表 4： 兴发集团草甘膦产能位居国内第一，采用甘氨酸法工艺，配套磷矿石、黄磷等原材料.....	5
表 5： 草甘膦行业上市公司市值/产能弹性：江山股份、兴发集团、新安股份位居国内前三.....	6

1、业绩符合预期，Q4 归母净利润、盈利能力环比延续改善

2023Q4 归母净利润环比改善，盈利能力延续修复，拟派发现金红利 0.6 元/股(含税)。公司发布 2023 年报，实现营收 281.05 亿元，同比-7.28%；归母净利润 13.79 亿元，同比-76.44%。其中 Q4 实现营收 61.78 亿元，同比+13.27%、环比-25.73%；归母净利润 4.45 亿元，同比-52.67%、环比+36.85% Q4 归母净利润环比延续改善，业绩符合预期。**盈利能力方面**，2023 年公司销售毛利率、净利率分别为 16.17%、4.93%，同比分别-19.44、-17.49pcts；其中 Q4 销售毛利率、净利率分别为 26.89%、6.61%，环比分别+14.28、+2.43pcts，季度盈利能力延续改善。**分红方面**，公司拟派发现金红利 0.6 元/股（含税），以截至 2024 年 3 月 29 日公司总股本计算，预计分配现金红利 6.62 亿元（含税），占归母净利润比率为 48.01%。

(1) 分业务看：2023 年，肥料、有机硅、草甘膦、矿山采选、特种化学品营收分别为 36.1、21.4、42.8、16.0、50.3 亿元，同比分别+4.59%、-48.13%、-50.60%、+87.36%、-19.26%；毛利率分别为 8.7%、4.33%、31.01%、73.74%、20.75%，同比分别-10.38、-13.16、-27.08、-0.19、-17.50pcts，肥料、有机硅、草甘膦以及特种化学品盈利能力同比大幅下降拖累公司整体盈利能力。

(2) 从产销看：2023 年，肥料、有机硅系列、草甘膦系列、特种化学品销量分别为 123.97、18.73、17.14、44.94 万吨，同比分别+22.55%、-15.55%、+10.58%、+12.94%；不含税售价分别为 2,909、11,446、24,990、11,186 元/吨，同比分别-14.65%、-38.58%、-55.33%、-28.51%。此外，2023 年公司多种原材料平均进价同比下降，成本端压力有所缓解。

表1：2023 年同比：肥料、草甘膦系列、特种化学品量升价跌，有机硅系列量价齐跌，磷矿石盈利能力坚挺

2023 年	营业收入 (亿元)	营业收入 同比	毛利率	毛利率同比 (pcts)	销售量 (万吨)	销售量 同比	不含税售价 (元/吨)	不含税售价 同比
肥料	36.06	4.59%	8.70%	-10.38	123.97	22.55%	2909	-14.65%
有机硅 系列产品	21.44	-48.13%	4.33%	-13.16	18.73	-15.55%	11446	-38.58%
草甘膦 系列产品	42.83	-50.60%	31.01%	-27.08	17.14	10.58%	24990	-55.33%
特种 化学品	50.28	-19.26%	20.75%	-17.50	44.94	12.94%	11186	-28.51%
矿山采选	16.03	87.36%	73.74%	-0.19				
其他	25.24	-15.31%	5.86%	-15.03				

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：1、特种化学品主要包括电子化学品、食品添加剂以及用于油田、水处理、医药等领域的其它精细化学品和助剂，下同；2、草甘膦系列产品包括草甘膦原药与制剂，下同；3、肥料包括磷酸一铵、磷酸二铵及复合肥产品，下同；4、有机硅系列产品包 DMC 及下游深加工产品，下同。）

表2：2023 年：多种主要原材料平均进价同比下跌

主要原料	2023 年 1 至 12 月 平均进价 (元/吨)	2022 年 1 至 12 月 平均进价 (元/吨)	变动比率 (%)
白煤	1,294.45	1,677.16	-22.82
纯碱	2,389.07	2,491.56	-4.11

主要原料	2023年1至12月 平均进价(元/吨)	2022年1至12月 平均进价(元/吨)	变动比率(%)
硫磺	975.53	2,202.02	-55.70
硫酸	79.38	810.02	-90.20
烟煤	1,047.10	1,324.04	-20.92
金属硅	14,022.82	18,588.80	-24.56
甲醇(生产有机硅)	2,375.83	2,619.62	-9.31
浓硫酸	280.53	698.63	-59.85
甲醇(生产草甘膦)	2,176.94	2,485.86	-12.43
冰醋酸(生产甘氨酸)	2,978.01	3,821.12	-22.06
乌洛托品(生产甘氨酸)	5,646.40	6,192.52	-8.82
工业盐	388.44	487.46	-20.31

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2023年：草甘膦、有机硅、肥料拖累整体业绩，磷矿石、特种化学品、湿电子化学品盈利可观。分子公司看，2023年宜都兴发营收51.5亿/净利润-0.20亿，湖北兴瑞营收37.3亿/净利润-2.51亿，湖北泰盛营收36.6亿/净利润0.06亿，新疆兴发营收7.0亿/净利润2.93亿，重庆兴发营收4.2亿/净利润1.86亿，湖北兴福电子营收8.8亿/净利润1.24亿，保康楚烽营收10.9亿/净利润1.59亿。**根据各子公司业务，我们预计草甘膦、有机硅、肥料业务对整体业绩造成拖累，二甲基亚砜、次磷酸钠等特种化学品以及湿电子化学品、磷矿石盈利仍然可观。**我们认为，2023年草甘膦、有机硅、肥料等周期业务景气下行，基于“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的产业格局，公司具备上下游产业链一体化和高端磷精细化学品先发布局优势，成长板块仍具备较强盈利韧性。

表3：2023年：草甘膦、有机硅、肥料业务盈利承压，特种化学品、湿电子化学品、磷矿石盈利仍然可观

单位名称	主营业务	2023年营业收入(亿元)	2023年净利润(亿元)	2023年净利率	营业收入同比	净利润同比	净利率同比(pcts)
宜都兴发	肥料	51.5	-0.20	-0.4%			
湖北兴瑞	有机硅	37.3	-2.51	-6.7%	-40.7%	-144.1%	-15.7
湖北泰盛	草甘膦	36.6	0.06	0.2%	-54.3%	-99.8%	-36.3
新疆兴发	特种化学品	7.0	2.93	42.0%	-24.3%	-39.4%	-10.4
湖北兴福电子	湿电子化学品	8.8	1.24	14.1%	10.8%	-35.2%	-10.0
保康楚烽	磷矿石	10.9	1.59	14.5%	-7.2%	-22.7%	-2.9
重庆兴发	特种化学品	4.2	1.86	43.9%	-52.2%	-61.1%	-10.0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、近期草甘膦需求较好，公司稳步推进项目建设，加快实现“千亿兴发，世界一流”目标

2.1、近期草甘膦需求端支撑较好，公司草甘膦产能规模位居国内第一

近期草甘膦需求较好。根据百川盈孚数据，4月1日95%草甘膦原粉主流成交价在2.54-2.57万元/吨，港口FOB报价3,570-3,600美元/吨；97%原粉个别供应商报价2.6万元/吨，主流成交价格2.58-2.59万元/吨。供给端，华东一厂家装置降负荷开工，其余主流工厂维持正常开工，市场供应相对充裕。需求端支撑稳好，下游客户询单、拿货积极，部分企业排单已至2024年4月底，市场成交气氛良好。供应端维持挺价态度，新单成交价格窄幅上移。

公司草甘膦规模和综合实力居于国内领先水平。根据公司2023年报，公司现有23万吨/年草甘膦原药产能，产能规模居国内第一，配套制剂产能8.6万吨/年，同时配套草甘膦生产主要原材料，包括甘氨酸（10万吨/年）、黄磷、有机硅装置副产的盐酸等。通过多年发展，公司掌握了先进的草甘膦生产工艺和环保治理技术，综合实力居国内领先水平。

表4：兴发集团草甘膦产能位居国内第一，采用甘氨酸法工艺，配套磷矿石、黄磷等原材料

国家	公司	现有产能 (万吨/年)	现有产能 占比	拟新增产能 (万吨/年)	生产工艺
美国	孟山都（现属德国拜耳）	37	31.4%		IDA法（配套双甘膦）
	湖北泰盛 （兴发集团持股100%）	13	11.0%		甘氨酸法（配套磷矿-黄磷，自产甘氨酸）
	内蒙古兴发 （泰盛化工持股100%）	10	8.5%		甘氨酸法（配套磷矿-黄磷，自产甘氨酸）
	福华化学	15.3	13.0%		甘氨酸法（自产甘氨酸）
	新安股份	8	6.8%		甘氨酸法（外购甘氨酸）
	江山股份	7	5.9%		IDA-IDAN法（4万吨）+甘氨酸法（3万吨）
	江苏好收成	7	5.9%	10.0	与瓮福集团合资建设10万吨草甘膦
		5	4.2%		IDA-IDAN法 （外购黄磷、天然气，自产氨基乙酸-羟基乙腈-IDAN）
中国	和邦生物	20万吨/年 双甘膦			1.5吨双甘膦生产1吨草甘膦， 现有20万吨双甘膦折合13.3万吨草甘膦
				20.0	拟在印尼投建20万吨草甘膦等项目
				50万吨/年 双甘膦	拟在国内建设50万吨双甘膦项目， 折合33.3万吨草甘膦
	扬农化工	3	2.5%		IDA-DEA法（外购二乙醇胺）
	河南红东方	3	2.5%		甘氨酸法（自产氨基乙酸、亚磷酸二甲酯等）
	广安诚信	3	2.5%		IDA法
	兰州鑫隆泰生物科技	3	2.5%		拟迁建2.7万吨草甘膦原药及3000吨草甘膦水剂
	广信股份	2	1.7%		甘氨酸法（自产亚磷酸二甲酯等）
	江苏捷马	1.7	1.5%		IDA-IDAN法（外购双甘膦）
	山东睿力生物科技			5万吨/年双甘膦	拟新建5万吨双甘膦，预计2024年7月投产
中国产能合计		81	68.6%	10.0	
全球产能合计		118	100.0%	30.0	

资料来源：Wind、各公司公告、世界农化网、安徽中农纵横、隆众数据、项目环评报告、开源证券研究所（注：产能合计计算时不考虑双甘膦产能）

表5：草甘膦行业上市公司市值/产能弹性：江山股份、兴发集团、新安股份位居国内前三

证券简称	2024年4月2日		草甘膦权益产能 (万吨)	草甘膦每上涨1000元 增厚净利润(万元)	市值/产能 (亿元/万吨)
	收盘价(元/股)	总市值(亿元)			
兴发集团	19.7	217.6	23.0	17935.8	9.5
新安股份	8.7	116.9	8.0	6238.5	14.6
江山股份	14.7	65.2	7.0	4816.5	9.3
和邦生物	2.4	207.5	5.0	3899.1	41.5
扬农化工	56.0	227.6	3.0	2339.4	75.9
广信股份	14.6	132.8	2.0	1559.6	66.4

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所（注：草甘膦价格上涨1000元为含税价）

2.2、2024年以来多数主营产品价格环比仍承压，看好公司持续推进科技创新和项目建设

2024Q1，磷矿石、有机硅价格环比上涨，黄磷、热法磷酸、食品添加剂、草甘膦、磷酸铁、湿电子化学品价格环比下跌。根据 Wind 和百川盈孚数据，公司周期板块中，2024Q1 磷矿石、黄磷、热法磷酸、磷酸一铵、磷酸二铵、有机硅 DMC、有机硅 107 胶、草甘膦市场均价分别为 1,009、23,109、6,690、3,089、3,670、15,569、15,731、25,417 元/吨，环比分别+2.4%、-6.8%、-7.4%、-6.7%、-0.1%、+8.0%、+3.4%、-8.6%，同比分别-4.8%、-20.6%、-22.4%、-7.9%、-3.1%、-8.3%、-10.2%、-40.0%，除了磷矿石、有机硅，多数周期产品价格环比仍承压。成长板块中，2024Q1 三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、磷酸铁、电子级磷酸（BVIII 级， $\leq 10\text{ppb}$ ）、电子级硫酸 G5 级、电子级氨水 G5 级、电子级双氧水 G5 级市场均价分别为 7,259、8,536、10,362、22,000、4,315、7,000、8,500 元/吨，环比分别-3.6%、-2.8%、-12.7%、+0.0%、-4.1%、+0.0%、-5.5%，同比分别-22.7%、-13.2%、-41.3%、-4.0%、-13.0%、+0.0%、+1.4%。

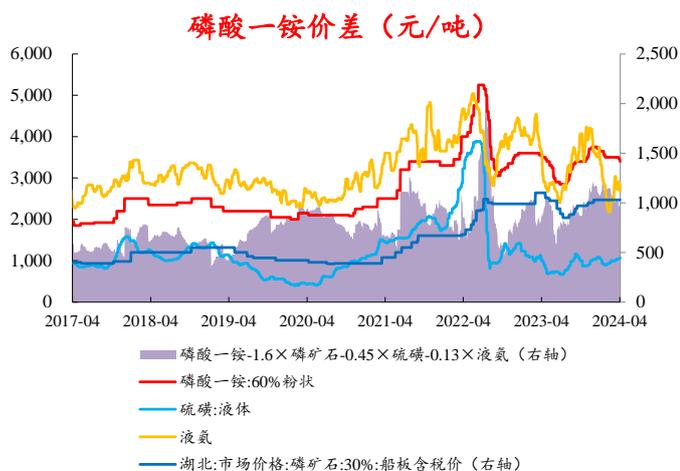
图1：2024年以来，磷矿石价格保持高位


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图2：2024年以来，三聚磷酸那、六偏磷酸钠价格下行

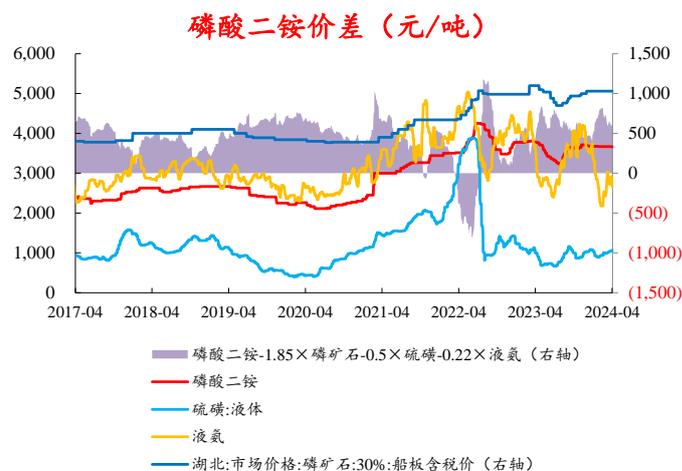

数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图3：2024年以来，磷酸一铵价格震荡下行



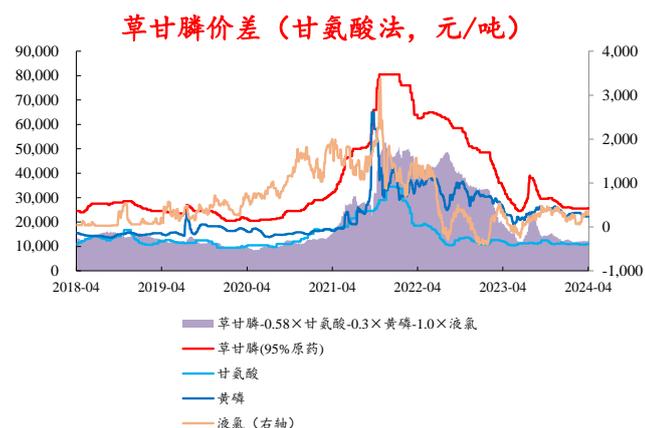
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图4：2024年以来，磷酸二铵价格小幅下行



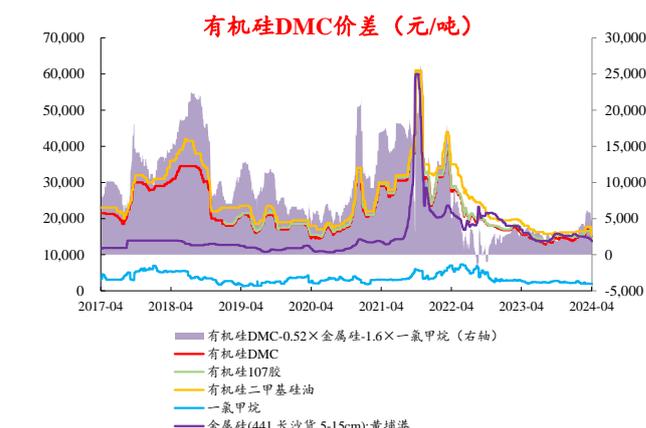
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图5：2024年以来，草甘膦价格小幅下行



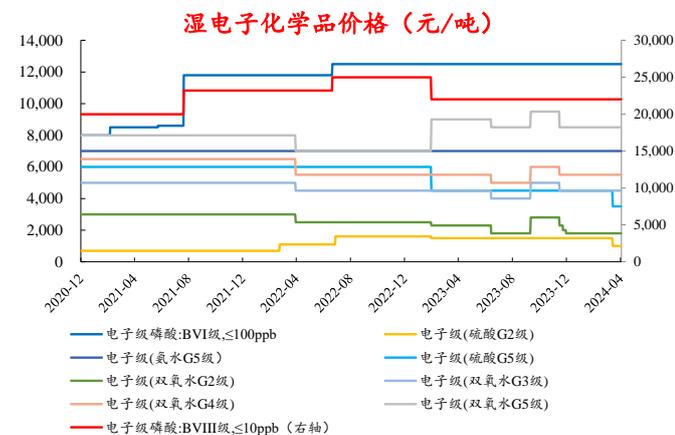
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图6：2024年以来，有机硅产品价格环比有所上行



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图7：2024年以来，电子级硫酸、双氧水价格小幅下跌



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图8：2024年以来，磷酸铁价格下行，行业毛利转负



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

根据公司经营计划，2024 年公司将科学研判内外部形势，多措并举控成本、强管理、提质效，全面提升治理水平和营运质量，力争实现营业收入 302 亿元。

2024 年公司将持续推进科技创新实现突破。一是加强重点技术攻关。围绕电子化学品品质提升持续攻关，进一步拓宽配方型湿电子化学品种类；加快低品质磷酸制备磷酸铁工艺技术开发，储备钠离子电池、固态电解质新技术；加快推进有机硅皮革、气凝胶粉等工艺技术开发，提升有机硅产业发展质量；积极开展多功能阻燃剂中试，持续拓展黑磷等磷系新产品应用领域，大力推进磷化氢下游产品开发；开展草甘膦全流程降本增效新工艺开发应用，加速精草铵膦等新产品开发；继续开展磷石膏综合利用技术开发，磷石膏超溶提纯技术力争实现工业化应用。二是加强创新平台管理。支持三峡实验室争创国家级重点实验室，加大人才招引力度；加强科技成果管理，力争实现国家科技进步奖再突破。

2024 年公司将稳步推进重点项目建设。一是加快磷硫产业提档升级。加快远安万里工业园布局，力争远安吉星 5.3 万吨/年黄磷技改项目、5000 吨/年 XF-A 项目年内建成；积极推进刘草坡 3000 吨/年二甲基砷搬迁技改项目，力争 2024 年上半年建成。二是完善有机硅产业链条。确保湖北兴瑞 40 万吨/年有机硅新材料项目（一期）、15 万吨/年硅橡胶及功能性硅橡胶项目（一期）年内达产达效。三是加快矿山重点项目建设。确保后坪磷矿 200 万吨/年选矿项目、瓦屋 100 万吨/年光电选矿项目 2024 年 6 月份建成投产。四是抓好磷酸铁项目收尾，系统总结项目经验，为公司新能源产业发展打好基础。

3、盈利预测与投资建议

2023Q4 公司归母净利润、盈利能力延续改善，考虑多数主营产品景气仍承压，结合公司在建项目进展，我们维持 2024-2025、新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 17.15、21.95、26.54 亿元，EPS 分别 1.55、1.99、2.41 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 12.7、9.9、8.2 倍。我们认为，公司坚持研发创新，多元产品结构助力盈利缓步修复，有条不紊推进项目建设带来成长动力，我们看好公司新旧动能转换加速向世界一流精细化工企业迈进，维持“买入”评级。

4、风险提示

原材料及产品价格波动、项目进展不及预期、安全环保风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9272	7619	9526	8921	10432
现金	4719	2239	3646	3313	3876
应收票据及应收账款	929	1249	876	1568	962
其他应收款	48	121	137	97	174
预付账款	114	262	144	301	171
存货	2521	2234	3425	2235	3898
其他流动资产	940	1513	1299	1406	1352
非流动资产	32358	36942	38089	38721	38592
长期投资	1937	1839	1820	1790	1772
固定资产	23341	26230	27285	28567	28803
无形资产	2457	2969	3146	3237	3376
其他非流动资产	4624	5904	5838	5128	4641
资产总计	41630	44561	47615	47642	49025
流动负债	10654	11804	14628	14667	15598
短期借款	1937	1714	4793	3352	4980
应付票据及应付账款	4561	5920	5388	6486	6070
其他流动负债	4156	4169	4447	4830	4548
非流动负债	9632	10787	9187	7449	5517
长期借款	7939	9071	7482	5739	3810
其他非流动负债	1693	1716	1704	1710	1707
负债合计	20287	22591	23815	22116	21115
少数股东权益	1036	1265	1380	1573	1855
股本	1112	1112	1112	1112	1112
资本公积	7179	7252	7252	7252	7252
留存收益	11874	12312	13435	15223	17548
归属母公司股东权益	20308	20705	22420	23953	26055
负债和股东权益	41630	44561	47615	47642	49025

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6884	1453	3077	6908	4213
净利润	6796	1387	1830	2388	2936
折旧摊销	1693	2063	2135	2376	2607
财务费用	314	316	542	500	447
投资损失	-316	-118	-111	-103	-107
营运资金变动	-2540	-2884	-1218	1751	-1620
其他经营现金流	937	690	-101	-4	-49
投资活动现金流	-2132	-2588	-3162	-2899	-2365
资本支出	2364	2432	3380	3007	2512
长期投资	-206	105	18	30	18
其他投资现金流	438	-261	199	77	129
筹资活动现金流	-3080	-1497	-1586	-2901	-2915
短期借款	-2165	-223	3079	-1442	1629
长期借款	2593	1132	-1589	-1744	-1929
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	517	72	0	0	0
其他筹资现金流	-4025	-2478	-3076	285	-2614
现金净增加额	1694	-2614	-1671	1109	-1066

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30311	28105	30987	33582	35830
营业成本	19516	23562	25138	26593	28026
营业税金及附加	256	345	374	409	439
营业费用	341	361	527	672	779
管理费用	482	468	558	705	752
研发费用	1232	1117	1394	1511	1505
财务费用	314	316	542	500	447
资产减值损失	-220	-355	-155	-168	-179
其他收益	55	90	57	40	40
公允价值变动收益	-97	9	5	5	5
投资净收益	316	118	111	103	107
资产处置收益	0	1	3	2	1
营业利润	8213	1747	2448	3145	3829
营业外收入	58	91	40	40	40
营业外支出	400	123	200	200	200
利润总额	7871	1716	2288	2985	3669
所得税	1074	329	458	597	734
净利润	6796	1387	1830	2388	2936
少数股东损益	945	8	115	193	282
归属母公司净利润	5852	1379	1715	2195	2654
EBITDA	10063	4414	4810	5727	6584
EPS(元)	5.30	1.25	1.55	1.99	2.41

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	26.8	-7.3	10.3	8.4	6.7
营业利润(%)	38.4	-78.7	40.1	28.5	21.8
归属于母公司净利润(%)	36.7	-76.4	24.4	28.0	20.9
获利能力					
毛利率(%)	35.6	16.2	18.9	20.8	21.8
净利率(%)	19.3	4.9	5.5	6.5	7.4
ROE(%)	31.8	6.3	7.7	9.4	10.5
ROIC(%)	21.9	5.6	5.7	7.4	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	48.7	50.7	50.0	46.4	43.1
净负债比率(%)	37.3	50.2	49.0	34.5	28.5
流动比率	0.9	0.6	0.7	0.6	0.7
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	32.6	25.9	25.9	25.9	25.9
应付账款周转率	4.6	4.9	4.7	4.8	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.30	1.25	1.55	1.99	2.41
每股经营现金流(最新摊薄)	6.24	1.32	2.79	6.26	3.82
每股净资产(最新摊薄)	18.29	18.65	20.21	21.59	23.50
估值比率					
P/E	3.7	15.8	12.7	9.9	8.2
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.1	7.7	7.3	5.6	4.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn