

赣锋锂业（002460）

2023 年年报点评：业绩符合预期，矿端自供率将进一步提升

买入（维持）

2024 年 04 月 02 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 胡锦芸

执业证书：S0600123070110
hujinyun@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 41,823 | 32,972 | 21,416 | 25,328 | 27,457 |
| 同比 | 274.68% | -21.16% | -35.05% | 18.27% | 8.41% |
| 归母净利润（百万元） | 20,504 | 4,947 | 3,024 | 4,003 | 4,813 |
| 同比 | 292.16% | -75.87% | -38.88% | 32.38% | 20.23% |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 10.16 | 2.45 | 1.50 | 1.98 | 2.39 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 3.58 | 14.83 | 24.26 | 18.32 | 15.24 |

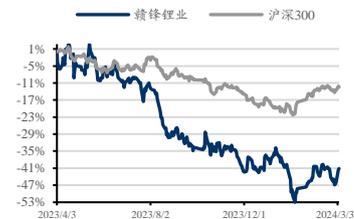
投资要点

- **2023 年公司实现归母净利润 49.47 亿元，同比下降 75.87%，业绩符合预期。**2023 年公司营收 329.72 亿元，同比下降 21.16%；归母净利润 49.47 亿元，同比下降 75.87%；扣非净利润 26.76 亿元，同比下降 86.59%。公司此前预告 23 年归母净利 42-62 亿元，处于预告中值，符合市场预期。2023 年 Q4 公司实现营收 72.9 亿元，同比增加-48.7%，环比增长-3.28%；归母净利润-10.63 亿元，同比下降 118.62%，环比下降 765.81%。
- **23 年锂盐产销量略超预期，24 年销量有望同增 15%+。**23 年公司锂盐产量 10.4 万吨 LCE，同增 7.3%，销量 10.2 万吨 LCE，同增 4.6%，略高于市场预期，库存量 0.7 万吨 LCE，较年初增加 51%。23 年底公司共拥有氢氧化锂产能 10.6 万吨，碳酸锂产能 9.1 万吨（含盐湖），金属锂产能 3150 吨，氯化锂产能 1.2 万吨，氟化锂产能 1 万吨，丁基锂产能 2000 吨，我们预计 24 年锂盐总销量有望达到 12-15 万吨，同增 15%+，增量主要来自于南美盐湖产出的碳酸锂。价格方面，23 年锂盐含税均价 27 万元，同减 32%，目前价格折扣约 94-95%，我们预计 Q1 含税均价在 11 万元左右，24 全年含税均价预期在 10-11 万元。成本方面，23 年锂盐平均成本 21 万元，对应锂精矿均价 3400 美元左右，锂盐单吨净利约 0.7-0.8 万元；24Q1 精矿定价公式调整，我们预计 24 年精矿均价 1000 美元左右，对应锂盐成本 8 万元左右。
- **持续布局优质锂资源，提高矿端自供率。**我们测算 23 年自有矿权益产量约 4 万吨，自供比例近 40%，24 年自有矿权益产量约 6-8 万吨，自供比例在 50%左右。1) Marion 项目 90 万吨/年锂辉石精矿产能的扩建工作已于 23 年内基本完成，逐步释放产能，我们预计 2024 年权益产量约 3 万吨 LCE；24 年碳酸锂现金成本约 5.5-6 万元。2) 非洲 Goulamina 锂辉石矿项目规划一期产能 50.6 万吨精矿，预计 2024 年年中投产，我们预计 24 年权益产量约 1-2 万吨 LCE，对应碳酸锂现金成本约 5.5-6 万元。3) 阿根廷 Cauchari-Olaroz 项目规划一期年产 4 万吨 LCE，已于 23 年上半年完成项目建设，并在 23 年生产 6000 吨 LCE，预计 24 年达产，24 年有望贡献权益产量 1-2 万吨；我们预计碳酸锂含税成本在 5 万元以上。4) 阿根廷 Mariana 盐湖计划 2024 年底前产出首批产品，我们预计成本与 Cauchari-Olaroz 项目相当。5) 蒙金矿业加不斯锂钽矿已完成一期 60 万吨/年采选工程的建设并开始调试，我们预计 24 年产能规模达到 2 万吨 LCE，权益产量 5000 吨左右，现金成本在 6 万元以内。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑 23 年销量超预期之后上修后续销量预期，我们上调 2024-2025 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 30.2/40.0/48.1 亿元（原预期 24-25 年为 30.2/35.1 亿元），同比-39%/+32%/+20%，对应 24-26 年 24x/18x/15xPE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产能释放不及预期，需求不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 39.62 |
| 一年最低/最高价 | 30.80/71.68 |
| 市净率(倍) | 1.70 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 47,889.29 |
| 总市值(百万元) | 79,920.19 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 23.32 |
| 资产负债率(%，LF) | 42.95 |
| 总股本(百万股) | 2,017.17 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,208.72 |

相关研究

《成本为盾、需求为锚，锂价底部区间将至——全球锂资源供给梳理》

2024-02-09

2023 年公司实现归母净利润 49.47 亿元，同比下降 75.87%，业绩符合预期。2023 年公司营收 329.72 亿元，同比下降 21.16%；归母净利润 49.47 亿元，同比下降 75.87%；扣非净利润 26.76 亿元，同比下降 86.59%；23 年毛利率为 13.87%，同比下降 35.6pct；销售净利率为 13.88%，同比下降 35.05pct。公司此前预告 23 年归母净利 42-62 亿元，处于预告中值，符合市场预期。

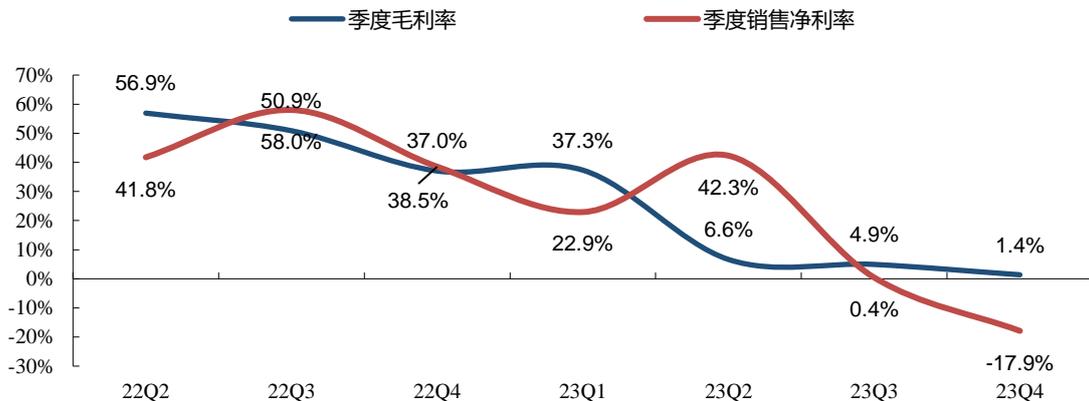
2023Q4 年公司实现归母净利润-10.63 亿元，同比下降 118.62%。2023 年 Q4 公司实现营收 72.9 亿元，同比增加-48.7%，环比增长-3.28%；归母净利润-10.63 亿元，同比下降 118.62%，环比下降 765.81%，扣非归母净利润-16.76 亿元，同比下降 127.62%，环比下降 801.03%。盈利能力方面，23Q4 毛利率为 1.39%，同比下降 35.64pct，环比下降 3.55pct；归母净利率-14.58%，同比下降 54.75pct，环比下降 16.7pct；23Q4 扣非净利率-23%，同比下降 65.71pct，环比下降 26.17pct。

图1: 公司分季度业绩拆分情况 (百万元)

| | 2023Q4 | 2023Q3 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 |
|--------------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 7,289.7 | 7,536.7 | 8,707.0 | 9,438.2 | 14,210.9 |
| -同比 | -48.70% | -42.77% | -4.09% | 75.91% | 245.89% |
| 毛利率 | 1.39% | 4.94% | 6.64% | 37.33% | 37.03% |
| 归母净利润(百万) | -1,063.0 | 159.7 | 3453.6 | 2396.6 | 5708.7 |
| -同比 | -118.62% | -97.88% | -7.37% | -32.01% | 107.17% |
| 归母净利率 | -14.58% | 2.12% | 39.66% | 25.39% | 40.17% |
| 扣非归母净利润 (百万) | -1,676.4 | 239.1 | 1,974.54 | 2,138.67 | 6,069.86 |
| -同比 | -127.62% | -95.91% | -59.95% | -31.07% | 310.35% |
| 扣非归母净利率 | -23.00% | 3.17% | 22.68% | 22.66% | 42.71% |

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图2: 季度盈利能力 (%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

业绩拆分来看，23 年基础化学材料营业收入、毛利率同比下滑，锂电池、电芯营业收入、毛利率同比上升。2023 年基础化学材料营收 244.65 亿元，同比减 29.25%，产量 10.42 万吨，同比增 7.25%，销量 10.18 万吨，同比增 4.57%，毛利率为 12.53%，同比减 43.58pct；锂电池、电芯营收 77.08 亿元，同比增 18.98%，产量 3.85 万吨，同比增 465.44%，销量 3.14 万吨，同比增 44.70%，毛利率 17.96%，同比增 0.11pct。

图3：分业务营收拆分

| | 2023 年 | | | | 2023 年 H2 | | 2023 年 H1 | |
|--------|--------------|---------|--------|---------|--------------|-------|--------------|--------|
| | 营业收入 (亿元) | 同比 | 毛利率 | 同比 | 营业收入 (亿元) | 毛利率 | 营业收入 (亿元) | 毛利率 |
| 基础化学材料 | 244.65 | -29.25% | 12.53% | -43.58% | 107.49 | 0.00% | 137.16 | 24.12% |
| 锂电池、电芯 | 77.08 | 18.98% | 17.96% | 0.11% | 36.23 | 0.00% | 40.85 | 19.41% |
| 其他 | 7.99 | 4.62% | 15.73 | -2.97% | 4.55 | 0.00% | 3.44 | 0.12% |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图4：产销量及库存

| 行业分类 | 项目 | 2023 年 (万吨) | 2022 年 (万吨) | 同比 |
|------------|-----|-------------|-------------|---------|
| 基础化学材料 | 销售量 | 10.18 | 9.74 | 4.57% |
| | 生产量 | 10.42 | 9.72 | 7.25% |
| | 库存量 | 0.724 | 0.48 | 50.76% |
| 锂电池系列-动力储能 | 销售量 | 0.82 | 0.68 | 20.38% |
| | 生产量 | 1.06 | 0.68 | 56.46% |
| | 库存量 | 0.33 | 0.09 | 278.08% |
| 锂电池系列-消费电子 | 销售量 | 2.79 | 1.82 | 53.83% |
| | 生产量 | 2.79 | 1.63 | 71.53% |
| | 库存量 | 0.35 | 0.35 | -0.92% |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

23 年锂盐产销量略超预期，24 年销量有望同增 15%+。23 年公司锂盐产量 10.4 万吨 LCE，同增 7.3%，销量 10.2 万吨 LCE，同增 4.6%，略高于市场预期，库存量 0.7 万吨 LCE，较年初增加 51%。23 年底公司共拥有氢氧化锂产能 10.6 万吨，碳酸锂产能 9.1 万吨（含盐湖），金属锂产能 3150 吨，氯化锂产能 1.2 万吨，氟化锂产能 1 万吨，丁基锂产能 2000 吨，我们预计 24 年锂盐总销量有望达到 12-15 万吨，同增 15%+，增量主要来自于南美盐湖产出的碳酸锂。价格方面，23 年锂盐含税均价 27 万元，同减 32%，目前价格折扣约 94-95%，我们预计 Q1 含税均价在 11 万元左右，24 全年含税均价预期

在 10-11 万元。成本方面，23 年锂盐平均成本 21 万元，对应锂精矿均价 3400 美元左右，锂盐单吨净利约 0.7-0.8 万元；24Q1 精矿定价公式调整，我们预计 24 年精矿均价 1000 美元左右，对应锂盐成本 8 万元左右。

图5：公司现有锂盐产品产能

| 生产基地 | 位置 | 主要产品 | 设计产能 |
|---------------------|--------|-------|-----------|
| 万吨锂盐 | 江西新余 | 氢氧化锂 | 81000 吨/年 |
| | | 碳酸锂 | 15000 吨/年 |
| | | 氯化锂 | 12000 吨/年 |
| | | 丁基锂 | 2000 吨/年 |
| 新余赣锋 | 江西新余 | 高纯碳酸锂 | 10000 吨/年 |
| | | 氟化锂 | 10000 吨/年 |
| 宁都赣锋 | 江西宁都 | 碳酸锂 | 20000 吨/年 |
| 河北赣锋 | 河北沧州 | 碳酸锂 | 6000 吨/年 |
| 宜春赣锋 | 江西宜春 | 金属锂 | 1500 吨/年 |
| 奉新赣锋 | 江西奉新 | 金属锂 | 650 吨/年 |
| 青海赣锋（一期） | 青海海西州 | 金属锂 | 1000 吨/年 |
| 丰城赣锋 | 江西丰城 | 氢氧化锂 | 25000 吨/年 |
| 阿根廷 Cauchari-Olaroz | 阿根廷胡胡伊 | 碳酸锂 | 40000 吨/年 |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

持续布局优质锂资源，提高矿端自供率。我们测算 23 年自有矿权益产量约 4 万吨，自供比例近 40%，24 年自有矿权益产量约 6-8 万吨，自供比例在 50%左右。1) Marion 项目 90 万吨/年锂辉石精矿产能的扩建工作已于 23 年内基本完成，逐步释放产能，我们预计 2024 年权益产量约 3 万吨 LCE；24 年碳酸锂现金成本约 5.5-6 万元。2) 非洲马里 Goulamina 锂辉石矿项目规划一期产能 50.6 万吨精矿，预计 2024 年年中投产，公司一期包销比例 50%，持股 50%，我们预计 24 年权益产量约 1-2 万吨 LCE；精矿理想成本在 600 美元左右（含运费），对应碳酸锂现金成本约 5.5-6 万元。3) 阿根廷 Cauchari-Olaroz 项目规划一期年产 4 万吨 LCE，已于 23 年上半年完成项目建设，并在 23 年生产 6000 吨 LCE，预计 24 年达产，公司拥有 76%包销权，持股 47%，24 年有望贡献权益产量 1-2 万吨；我们预计碳酸锂含税成本在 5 万元以上。4) 阿根廷 Mariana 盐湖计划 2024 年底前产出首批产品，我们预计成本与 Cauchari-Olaroz 项目相当。5) 蒙金矿业加不斯锂钽矿已完成一期 60 万吨/年采选工程的建设并开始调试，我们预计 24 年产能规模达到 2 万吨 LCE，权益产量 5000 吨左右，现金成本在 6 万元以内。

澳洲 Marion 预计 24 年产量同增 30%+，成本有进一步下降空间，增厚投资收益。23 年 Marion 精矿产量 53 万吨，同增 16%，销量 55 万吨（折 4.5 万吨 LCE），同增 18%；Q4 精矿产量 16.6 万吨，环增 30%，销量 17.2 万吨（折 1.5 万吨 LCE），环增 34%；我

们预计 2024 年 Marion 总产量约 6 万吨 LCE，公司持股 50%，权益产量约 3 万吨 LCE，同增 30%+。价格成本方面，23 年精矿销售价格 1.4 万元（0.2 万美元），单吨营业成本 0.55 万元（780 美元），精矿单吨利润 0.6 万元，对应 23 年净利润 34 亿元，贡献投资收益 17 亿元；23 年 Q4 价格 0.53 万元（738 美元），FOB 成本 360 美元/吨，折碳酸锂成本约 5.5-6 万元/吨，但由于部分长期股权投资减值冲抵投资收益，Q4 投资收益-0.02 亿元，环减 100%。公司预计剥离工作完成后，FOB 成本到 24 年 7 月降至 328 美元/吨，折碳酸锂成本 5.5 万元/吨左右，投资收益有望进一步增厚。

图6：锂辉石和盐湖包销情况

| 资源类型 | 项目名 | 目前包销情况 | 项目情况 |
|------|---------------------|--|--------------------------|
| 锂辉石 | Mount Marion | 公司包销 Mount Marion 锂精矿总产量的 49% | 运营中 |
| | Pilbara Pilgangoora | 每年向公司提供 16 万吨锂精矿;在上述供应的基础上, 2024 年将会向公司提供额外 15 万吨的锂精矿, 2025 年至 2026 年将向公司提供额外 10-15 万吨的锂精矿 | 运营中 |
| | Finniss | 公司每年至少包销 7.5 万吨锂精矿 | 运营中 |
| | Goulamina | Goulamina 一期公司包销比例为项目产出的 50%，且满足一定条件后可增加包销比例至 100% | 建设中 |
| 卤水 | Cauchari-Olaroz | 公司已获得一期项目规划年产 4 万吨电池级碳酸锂中 76% 的产品包销权 | 一期项目已建成投产, 逐步释放产能, 二期规划中 |
| | Mariana | 对产出产品按照项目权益比例 100%包销 | 建设中 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

一体化布局，锂电池和回收业务有望贡献业绩增量。锂电池系列中，23 年动力储能销量 8.2GWh，同增 20%，消费电子销量 2.8 亿支，同增 54%。23 年重庆固态电池生产基地一期封顶，固态电池 pack 实现交付；交付大型储能项目逾百个，总应用规模超过 11000MWh，先后承接了大型能源央企的单体超过 500mwh 储能项目及多个大型储能项目，成功打开海外储能业务，成功发货 20 余个集装箱储能设备。回收业务方面，公司已在江西新余、赣州、四川达州等地建成多处拆解及再生基地，退役锂离子电池及金属废料综合回收处理能力达到 20 万吨，其中锂综合回收率在 90%以上，镍钴金属回收率在 95%以上，我们预计 24 年碳酸锂回收量有望达到 1 万吨以上。

2023 年费用率同比增加，计提减值损失相对审慎。2023 年公司期间费用合计 29.92 亿元，同比增长 51.53%，费用率为 9.08%，同比增长 4.35pct。2023 年销售费用 1.77 亿元，销售费用率 0.54%，同比增 0.26pct；管理费用 9.82 亿元，管理费用率 2.98%，同比增 0.75pct；财务费用 5.81 亿元，财务费用率 1.76%，同比增 1.96pct；研发费用 12.51 亿元，研发费用率 3.79%，同比增 1.39pct。公司 2023 年计提资产减值损失 16.39 亿元；计提信用减值损失 0.7 亿元。2023Q4 期间费用合计 9.14 亿元，同比增长 68.47%，环比增

19.3%，期间费用率为 12.54%，同比增 8.72pct，环比增 2.37pct

图7：季度费用情况

| 单位：百万元 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 |
|--------|-----------|--------|---------|---------|
| 销售费用 | 29.92 | 38.81 | 33.41 | 75.30 |
| -销售费用率 | 0.32% | 0.45% | 0.44% | 1.03% |
| 管理费用 | 150.72 | 224.49 | 279.77 | 327.44 |
| -管理费用率 | 1.60% | 2.58% | 3.71% | 4.49% |
| 研发费用 | 391.93 | 253.53 | 296.17 | 309.37 |
| -研发费用率 | 4.15% | 2.91% | 3.93% | 4.24% |
| 财务费用 | 139.16 | 83.70 | 156.75 | 201.87 |
| -财务费用率 | 1.47% | 0.96% | 2.08% | 2.77% |
| 期间费用 | 711.72 | 600.53 | 766.11 | 913.98 |
| -期间费用率 | 7.54% | 6.90% | 10.16% | 12.54% |
| 资产减值损失 | -1,179.69 | 355.09 | -127.55 | -687.31 |
| 信用减值损失 | -22.84 | 4.87 | -40.09 | -12.26 |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

年底存货较 Q3 末减少，23 年公司经营活动净现金流环比减少。2023 年公司存货为 82.64 亿元，较年初减少 18.27%，较 Q3 末减少 24%；应收账款 49.48 亿元，较年初减少 37.32%；期末公司合同负债 2.82 亿元，较年初减少 42.7%。23 年公司经营活动现金流净额为 1.46 亿元，同比下降 98.83%，其中 Q4 经营性现金流 15.2 亿元，环比增加 15%；投资活动现金流净额为-101.83 亿元，同比下降 33.5%；资本开支为 86.46 亿元，同比上升 74.68%；账面现金为 94.82 亿元，较年初减少 4.35%，短期借款 65.29 亿元，较年初增长 209.57%。

盈利预测与投资评级：考虑 23 年销量超预期之后上修后续销量预期，我们上调 2024-2025 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 30.2/40.0/48.1 亿元（原预期 24-25 年为 30.2/35.1 亿元），同比-39%/+32%/+20%，对应 24-26 年 24x/18x/15xPE，维持“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

赣锋锂业三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 28,184 | 17,017 | 20,571 | 21,883 | 营业总收入 | 32,972 | 21,416 | 25,328 | 27,457 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 9,572 | 4,373 | 6,421 | 6,954 | 营业成本(含金融类) | 28,397 | 16,706 | 18,981 | 20,092 |
| 经营性应收款项 | 7,147 | 4,615 | 5,447 | 5,897 | 税金及附加 | 82 | 43 | 51 | 55 |
| 存货 | 8,264 | 4,862 | 5,524 | 5,847 | 销售费用 | 177 | 128 | 152 | 165 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 982 | 642 | 760 | 824 |
| 其他流动资产 | 3,202 | 3,167 | 3,179 | 3,185 | 研发费用 | 1,251 | 857 | 1,013 | 1,098 |
| 非流动资产 | 63,514 | 66,548 | 68,782 | 70,290 | 财务费用 | 581 | 744 | 751 | 700 |
| 长期股权投资 | 13,594 | 13,594 | 13,594 | 13,594 | 加:其他收益 | 1,536 | 1,071 | 1,266 | 1,373 |
| 固定资产及使用权资产 | 12,317 | 14,382 | 17,647 | 20,187 | 投资净收益 | 3,315 | 772 | 1,045 | 1,224 |
| 在建工程 | 11,298 | 12,298 | 11,298 | 10,298 | 公允价值变动 | 576 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 17,957 | 17,927 | 17,897 | 17,866 | 减值损失 | (1,710) | (50) | (50) | (50) |
| 商誉 | 18 | 18 | 18 | 18 | 资产处置收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期待摊费用 | 110 | 110 | 109 | 108 | 营业利润 | 5,218 | 4,089 | 5,881 | 7,071 |
| 其他非流动资产 | 8,219 | 8,219 | 8,219 | 8,219 | 营业外净收支 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 91,698 | 83,565 | 89,353 | 92,174 | 利润总额 | 5,259 | 4,089 | 5,881 | 7,071 |
| 流动负债 | 20,271 | 10,025 | 11,350 | 8,806 | 减:所得税 | 683 | 532 | 1,059 | 1,273 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 9,605 | 3,697 | 4,147 | 1,172 | 净利润 | 4,575 | 3,557 | 4,823 | 5,798 |
| 经营性应付款项 | 8,932 | 5,255 | 5,970 | 6,320 | 减:少数股东损益 | (372) | 534 | 820 | 986 |
| 合同负债 | 282 | 166 | 189 | 200 | 归属母公司净利润 | 4,947 | 3,024 | 4,003 | 4,813 |
| 其他流动负债 | 1,452 | 907 | 1,044 | 1,114 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.45 | 1.50 | 1.98 | 2.39 |
| 非流动负债 | 19,111 | 19,111 | 19,111 | 19,111 | EBIT | 1,911 | 3,039 | 4,371 | 5,224 |
| 长期借款 | 15,616 | 15,616 | 15,616 | 15,616 | EBITDA | 2,817 | 5,007 | 7,137 | 8,715 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 13.87 | 21.99 | 25.06 | 26.83 |
| 租赁负债 | 13 | 13 | 13 | 13 | 归母净利率(%) | 15.00 | 14.12 | 15.80 | 17.53 |
| 其他非流动负债 | 3,482 | 3,482 | 3,482 | 3,482 | 收入增长率(%) | (21.16) | (35.05) | 18.27 | 8.41 |
| 负债合计 | 39,382 | 29,135 | 30,460 | 27,916 | 归母净利润增长率(%) | (75.87) | (38.88) | 32.38 | 20.23 |
| 归属母公司股东权益 | 47,034 | 48,614 | 52,257 | 56,636 | | | | | |
| 少数股东权益 | 5,282 | 5,815 | 6,635 | 7,621 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 52,316 | 54,430 | 58,892 | 64,257 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 91,698 | 83,565 | 89,353 | 92,174 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|----------|---------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 146 | 7,263 | 6,771 | 8,548 | 每股净资产(元) | 23.32 | 24.10 | 25.91 | 28.08 |
| 投资活动现金流 | (10,183) | (4,229) | (3,955) | (3,775) | 最新发行在外股份(百万股) | 2,017 | 2,017 | 2,017 | 2,017 |
| 筹资活动现金流 | 10,218 | (8,233) | (768) | (4,241) | ROIC(%) | 2.39 | 3.50 | 4.70 | 5.36 |
| 现金净增加额 | 221 | (5,199) | 2,049 | 532 | ROE-摊薄(%) | 10.52 | 6.22 | 7.66 | 8.50 |
| 折旧和摊销 | 906 | 1,967 | 2,766 | 3,492 | 资产负债率(%) | 42.95 | 34.87 | 34.09 | 30.29 |
| 资本开支 | (8,642) | (4,999) | (4,999) | (4,999) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 14.83 | 24.26 | 18.32 | 15.24 |
| 营运资本变动 | (4,042) | 1,580 | (680) | (399) | P/B (现价) | 1.56 | 1.51 | 1.40 | 1.29 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>