

产业链触底复苏、高端产品推出改善业绩

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 全年公司实现营业收入 7.1 亿元, 同比增长 7.5%, 实现归属于母公司所有者的净利润 1.7 亿元, 同比下降 7.6%, 实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 1.5 亿元, 同比上升 0.2%; 实现基本每股收益 0.94 元, 同比下降 6.9%。
- **高附加值球形硅微粉占比提升, 驱动业绩改善。** 公司全年营收稳步增长, 原因是下半年开始消费电子终端需求缓慢复苏, 加之公司积极推动产品结构转型升级, 高端产品占比提升, 营业收入有所增长。归母净利润同比下滑 7.6%, 原因是, 研发费用增加、汇兑收益减少、折旧费用增加等因素所致。分业务看, 2023 年公司角形无机粉体销量 7.1 万吨, 同比上升 3%, 实现营收 2.3 亿元, 同比上升 0.6%, 毛利率 32.8%, 同比降低 2.7pp; 球形无机粉体销量 2.6 万吨, 同比上升 8.4%, 实现营收 3.7 亿元, 同比上升 4.2%, 毛利率 46.2%, 同比增加 3.2pp。
- **23 年产业链触底复苏, 公司紧抓机遇推出新产品。** 2023 年第一季度受 2022 年产业链下游囤积库存影响, 压力明显; 2023 年二季度以来, 产业链触底复苏, 根据 SIA 的统计数据, 2023 年自 3 月份开始全球半导体行业销售额已连续 8 个月保持环比增长的状态。同时, AI 等技术的发展, 正带来新一轮的技术创新, 并有望驱动部分终端领域加快复苏, 加速先进封装材料、高频高速基板、载板、导热材料等领域的发展, 进而带动上游材料领域的需求。2023 年, 公司紧抓 EMC、LMC、GMC、UF、电子电路板、热界面材料等下游领域的趋势变化, 持续推出多种规格低 CUT 点 Low α 微米/亚微米球形硅微粉、球形氧化铝粉, 高频高速覆铜板用低损耗/超低损耗球形硅微粉, 新能源电池用高导热微米/亚微米球形氧化铝粉, 持续完善产品布局架构, 球形产品销售量持续提升。
- **进一步扩产高端粉体, 完善球形产品产能布局。** 2024 年 3 月 25 日公司公告, 拟投建先进集成电路用超细球形粉体生产线建设项目, 该项目投资额 1.29 亿元, 项目地位于江苏省连云港市经济开发区, 产能为 3000 吨/年, 建设周期 12 个月。随着 5G 通讯、AI、HPC 等新兴技术发展, 5G 通讯用高频高速基板、IC 载板、高端芯片封装材料等市场迎来了良好的发展机遇。同时对集成电路用电子级超细球形粉体提出了小粒径、大颗粒精控、表面改性等不同特性要求, 以满足中高端产品市场及性能需求。该项目建成后, 将持续满足 5G 通讯用高频高速基板、IC 载板、高端芯片封装材料等领域的客户需求, 不断完善公司球形产品的产能布局, 进一步扩大球形粉体材料产能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 8.78 亿元 (+23.4%)、10.14 亿元 (+15.5%) 和 11.44 亿元 (+12.8%), 归母净利润分别为 2.3 亿元 (+32.8%)、2.9 亿元 (+24.1%)、3.4 亿元 (+19.3%), EPS 分别为 1.24 元、1.54 元、1.84 元, 对应动态 PE 分别为 34 倍、27 倍、23 倍。给予 2024 年 42 倍估值, 对应目标价 52.08 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 项目投产不及预期风险, 下游需求不及预期风险, 产品研发进展不及预期风险, 汇率波动风险。

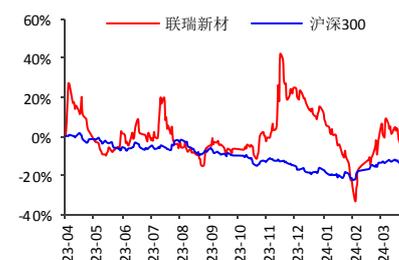
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	711.68	878.40	1014.21	1144.40
增长率	7.51%	23.43%	15.46%	12.84%
归属母公司净利润(百万元)	173.99	231.14	286.94	342.40
增长率	-7.57%	32.84%	24.14%	19.33%
每股收益EPS(元)	0.94	1.24	1.54	1.84
净资产收益率 ROE	12.91%	15.02%	16.17%	16.69%
PE	45	34	27	23
PB	5.84	5.12	4.44	3.84

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@swsc.com.cn
联系人: 屈紫荆
电话: 13552905741
邮箱: qzjyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.86
流通 A 股(亿股)	1.86
52 周内股价区间(元)	28.88~67.00
总市值(亿元)	78.7
总资产(亿元)	17.55
每股净资产(元)	7.25

相关研究

1 公司简介：硅微粉国产替代先行者

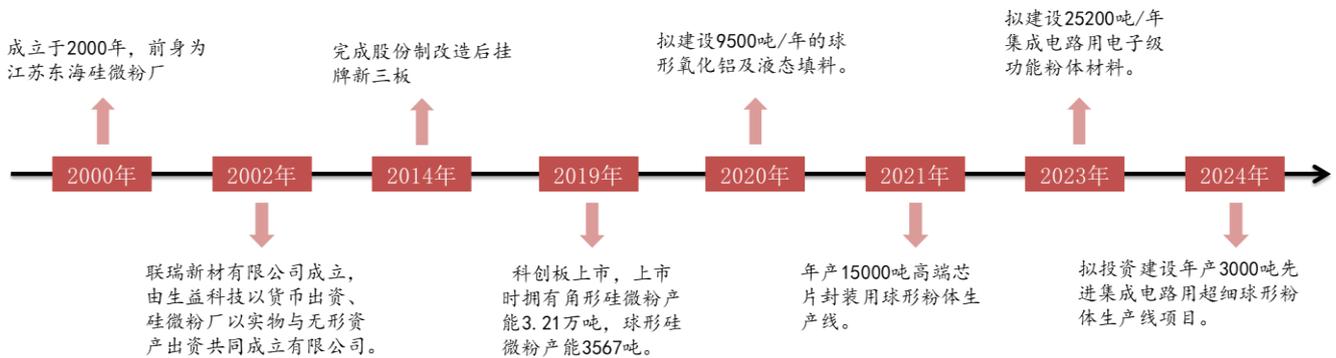
公司的主营业务为硅微粉的研发、生产和销售，主要产品包括结晶硅微粉、熔融硅微粉和球形硅微粉，硅微粉产品具有高耐热、高绝缘、低线性膨胀系数和导热性好等优良性能，是一种性能优异的先进无机非金属材料，可广泛应用于电子电路用覆铜板、芯片封装用环氧塑封料以及电工绝缘材料、胶粘剂、陶瓷、涂料等领域，终端应用于消费电子、汽车工业、航空航天、风力发电、国防军工等行业。

公司的发展可以分为三个阶段：

第一阶段为初创阶段（2002 年-2005 年）：这个时期我国具备电子级硅微粉生产能力的厂家不多，国内集成电路封装材料的技术水平与产业规模远远不能满足集成电路产业发展的需求。公司前身东海硅微粉自成立伊始便专注于电子级硅微粉产品的研发、生产和销售，并逐年增加在该领域的研发和设备投入。在此阶段，公司产品主要以角形硅微粉为主，建立了 ISO 9001 品质管理体系，为产品品牌形象的树立打下了基础。

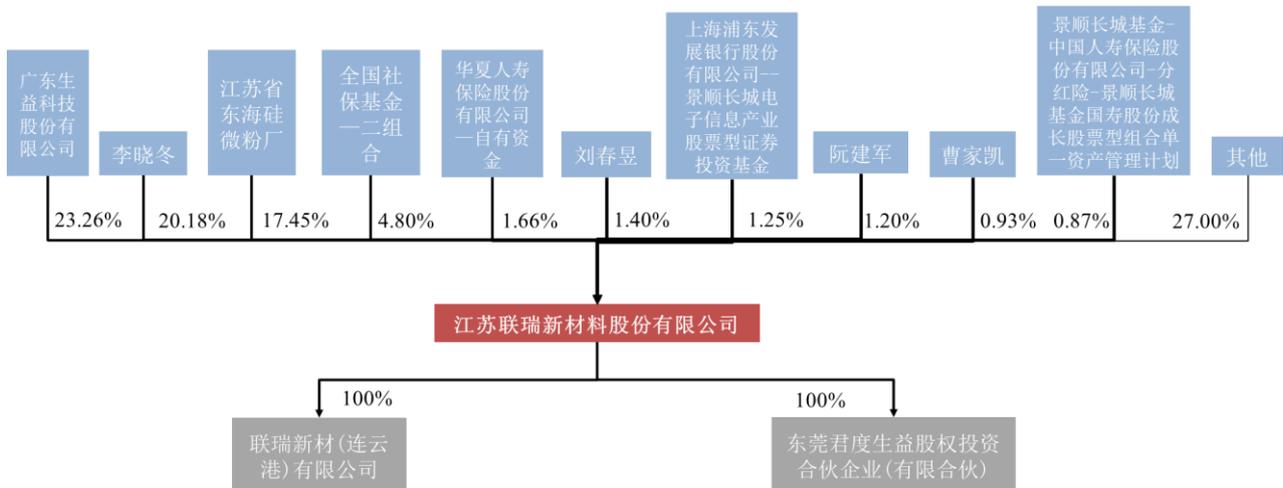
第二阶段为发展创新阶段（2006 年-2011 年）：为了应对欧洲指令(WEEE 和 RoHS)对电子电路基板用覆铜板提出的无铅兼容和无卤化要求，公司针对覆铜板对填充材料耐热性、稳定性等方面的要求展开技术攻关，开发出以超细、低硬度和表面改性为核心指标的电子级硅微粉系列产品，并实现应用。此外，球形硅微粉作为大规模集成电路的必备关键战略材料，长期以来制备技术主要被日本、美国等国家垄断，为打破垄断，公司于 2006 年便利用化学合成法生产出球形硅微粉，产品各项指标达到国际先进水平。在此基础上，为实现球形硅微粉的规模化生产，2010 年公司在高温火焰成球领域取得了重大的突破，实现大规模集成电路封装及 IC 基板用球形硅微粉产业化，满足了国内电子封装市场对高端球形硅微粉的品质要求。

第三阶段为巩固提升阶段（2012 年至今）：此阶段公司加强客户开拓和产能提升，逐步成长为国内规模领先的电子级硅微粉生产企业，产品向各行业渗透，并远销海外。面对电子设备小型化的趋势，热界面材料迎来了良好的发展时机，下游铝基板、电子显示屏、汽车电子等行业对于散热的需求不断提升，对于电子导热硅脂和灌封胶等产品性能也提出了更高要求，拥有良好导热性能的氧化铝粉体成为该类产品所需的关键材料之一，公司凭借多年在硅微粉领域积累的经验，于 2020 年 6 月公告建设 9500 吨/年的球形氧化铝及液态填料，并快速打开市场。2021 年 8 月，为完善球形硅基和铝基产品的产能布局，进一步扩大球形粉体材料产能，公司拟建设年产 15000 吨高端芯片封装用球形粉体生产线。2023 年 10 月，为了优化升级及淘汰现有部分产能，提升生产效能，满足客户多品种小批量订单的需求，公司拟建设 25200 吨/年集成电路用电子级功能粉体材料。2024 年 3 月，为满足集成电路中高端产品需求，公司拟投资建设年产 3000 吨先进集成电路用超细球形粉体生产线项目。

图 1：公司发展历程


数据来源：公司官网，西南证券整理

背靠国内头部覆铜板生产商-生益科技，股权结构稳定。截至 2023 年年底，公司最大股东为生益科技，持股 23.26%，也是公司最大客户之一，粘性较高。实控人为李卫东，直接或通过硅微粉厂间接持股 37.63%。

图 2：公司股权结构


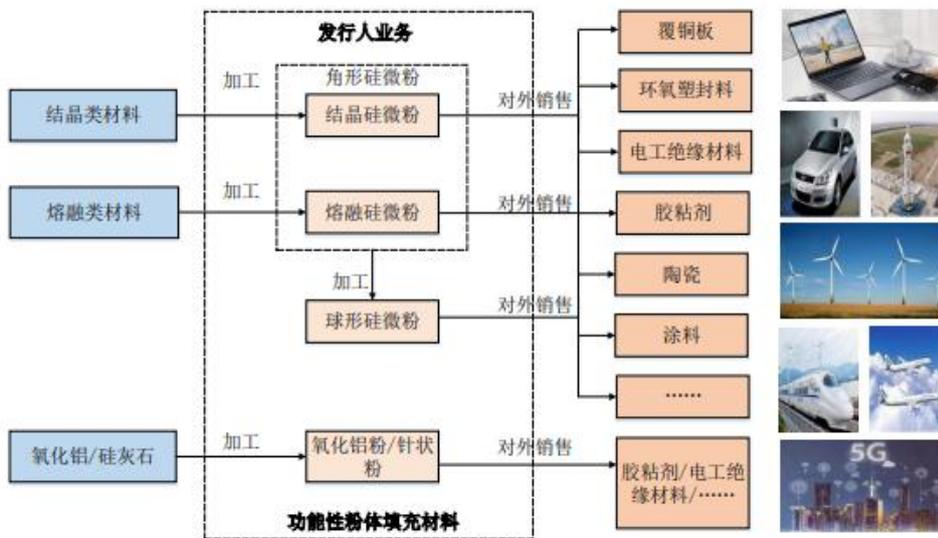
数据来源：wind，西南证券整理

公司主营业务为硅微粉，是生产电子器件的基础原材料，应用十分广泛。公司的主要产品为硅微粉，是以结晶石英、熔融石英等为原料，经研磨、精密分级、除杂等多道工艺加工而成的二氧化硅粉体材料。公司的硅微粉产品根据产品颗粒形貌的不同可分为角形硅微粉和球形硅微粉，其中角形硅微粉根据原材料的不同可进一步细分为结晶硅微粉和熔融硅微粉：结晶硅微粉可应用于空调、冰箱、洗衣机以及台式电脑等家电用覆铜板中；开关、接线板、充电器等所使用的环氧塑封料中；以及电工绝缘材料、胶粘剂、涂料、陶瓷等领域。熔融硅微粉可应用于智能手机、平板电脑、汽车、网络通信及工业设备等所使用的覆铜板中；空调、洗衣机、冰箱、充电桩、光伏组件等集成电路芯片封装所使用的环氧塑封料中；以及胶粘剂、涂料、陶瓷、包封料等领域。球形硅微粉是以精选的角形硅微粉作为原料，通过火焰法加工成球形的二氧化硅粉体材料，具有流动性好、应力低、比表面积小和堆积密度高等优良特性，可应用于航空航天、雷达、超级计算机、5G 通信等高端用覆铜板；智能手机、可穿戴设备、

数码相机、交换机、超级计算机等大规模、超大规模和特大规模集成电路封装用环氧塑封料；以及高端涂料、特种陶瓷、精细化工等领域。

公司其他产品是氧化铝粉和针状粉。氧化铝粉根据颗粒形貌的不同可分为球形氧化铝粉和角形氧化铝粉，主要应用于电子产品的发热体与散热设施之间的电子导热硅胶、灌封胶等领域。公司生产的针状粉是以硅灰石为原料，经过研磨、精密分级、除杂等工序加工而成的具有增强功能的有一定长径比要求的粉体材料，主要应用于电工绝缘材料等领域。

图 3：公司主要产品



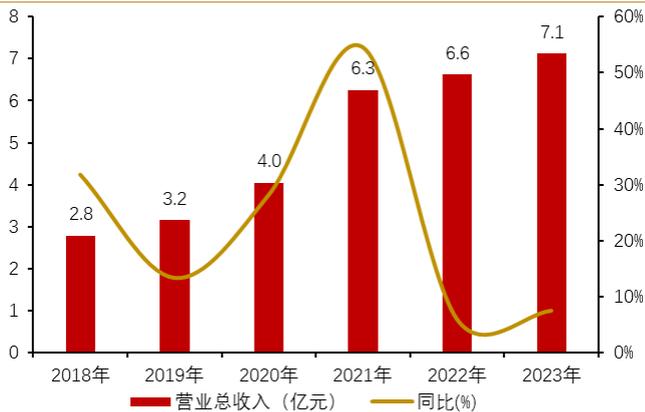
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 财务分析：产品结构持续改善，驱动长期成长

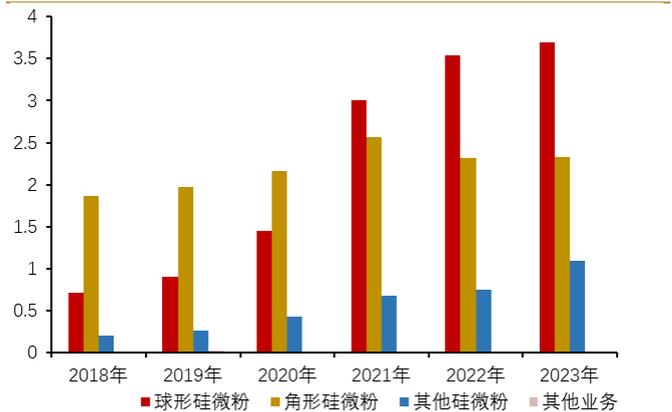
近两年终端需求疲软，业绩增速放缓。2018-2021 年，公司收入快速增长，营收分别为 2.8 亿元、3.2 亿元、4.0 亿元、6.3 亿元，同比增长 31.8%、13.4%、28.2%、54.6%。2018 年营收大幅增长，主要原因是：中国集成电路产业销售额保持高速增长趋势，带动公司下游覆铜板领域客户的发展，拉动了硅微粉产品的市场需求；公司顺利完成球形硅微粉的规模化生产和扩产，部分球形硅微粉产品达到了国外进口同类产品的水平，可替代进口产品，科化新材、长兴电子、华海诚科、长春封塑料、中鹏新材及华威电子等环氧塑封料行业知名企业以及覆铜板、胶粘剂等行业客户逐步加大对公司球形硅微粉的采购数量，促进主营业务收入大幅上升。2021 年营收同比大增 54.6%，主要原因是：多种高端芯片封装需求的球形硅微粉和球形氧化铝产品、记忆存储芯片封装需求的 Low α 微米级球形硅微粉以及高导热环氧塑封料需求的球形氧化铝销量提升，热界面材料行业客户、海外客户及其在国内的子公司采购数量提升等带来的球形产品销售量的提升；募投项目产能进一步释放以及全资子公司电子级新型功能性材料项目 2021 年四季度试运行，产能产量持续增长。

2022 年实现营收 6.6 亿元，同比+6.0%，增速较上年明显放缓，主要原因是消费电子产品需求阶段性放缓所致。2023 年实现营收 7.1 亿元，同比+7.5%，23 年上半年，全球终端市场需求延续 22 年疲软的态势，23 年下半年在下游需求稳步复苏的背景下，公司积极推动产品结构转型升级，高端产品占比提升，支撑全年业绩增长。

2021 年之后，球形硅微粉占据大部分营收，产品结构持续改善。分业务来看，2020 年之前角形硅微粉占据大部分营收，2021 年开始公司募投项目“硅微粉生产线智能化升级及产能扩建项目”、“硅微粉生产基地建设项目”、“高流动性高填充熔融硅微粉产能扩建项目”产能得到进一步释放，产能利用率逐步提高，公司球形硅微粉、球形氧化铝粉等高端产品需求和销量显著增长，产品结构和市场结构持续优化，公司营收规模再上新台阶，到 2023 年，公司球形硅微粉营收占比已达到 51.8%。

图 4：公司历年营业收入


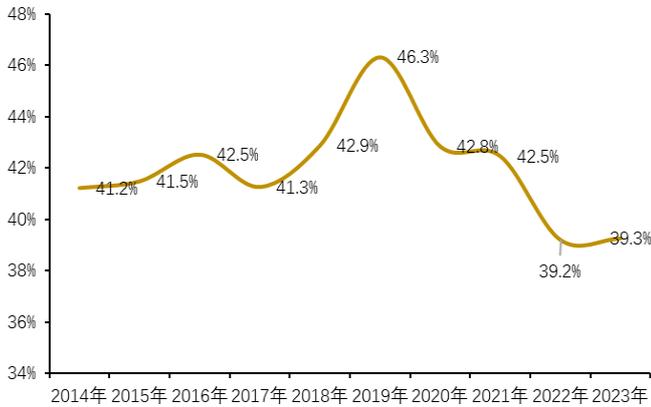
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司分业务营收 (亿元)


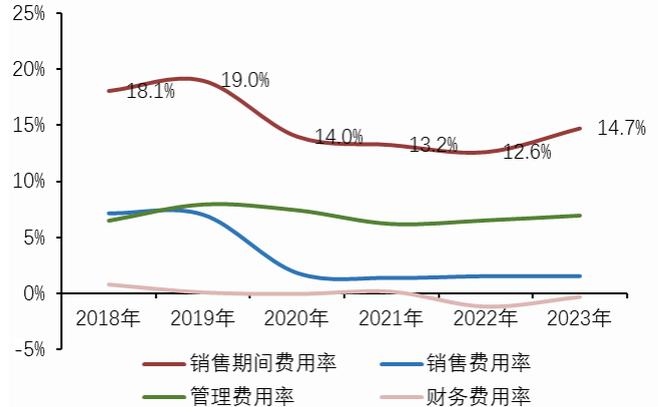
数据来源：wind，西南证券整理

从公司毛利率来看，整体波动较小，维持在 40% 左右。2019 年毛利率显著提升，主要原因是由于采购成本的降低，公司主要产品的毛利率均有不同程度的提高，此外，随着球形硅微粉产量的提升、生产技术的进步、生产工艺的进一步成熟，单位成本大幅下降，毛利率改善明显。2020 年开始，公司毛利率有所下降，原因是 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，运输费、包装费调整至营业成本列报所致。2022 年毛利率下降至 39.2%，原因是能源价格、运费上涨导致成本同比较多。2023 年全年终端市场处于弱复苏的状态，毛利率与 2022 年基本持平，略有改善。

期间费用率稳中有降，研发投入持续稳健增长。公司期间费用率常年稳定在 15% 左右，2020 年受会计准则调整影响，财务费用率大幅下降。随着国内 5G 通讯用高频高速基板、IC 载板、高端芯片封装等高端应用领域对集成电路用电子级功能粉体材料特性要求越来越高，为满足客户需求、提升公司市场竞争力，公司持续投入研发，并且注重高效率的研发方式：一是以客户需求为导向进行研究开发，在识别客户需求的前提下准确把握公司产品的研发方向，并高效调动人力、物力和财力等资源开展研发工作，持续推进新产品、新工艺的应用；二是通过引入外部技术顾问、加强与国家特种超细粉体工程技术研究中心等科研机构合作方式提升研发效率。

图 6：公司历年毛利率变化


数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司期间费用率情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司研发支出情况


数据来源：wind，西南证券整理

下游需求疲软，近两年公司利润承压。公司 2019-2023 年实现归母净利润 0.8 亿元、1.1 亿元、1.7 亿元、1.9 亿元、1.7 亿元，同比+28.0%、+48.5%、+55.9%、+8.9%、-7.6%，2020 及 2021 年归母净利润大幅增长，主要原因是：2020 年受到疫情短暂冲击后，5G、新能源汽车、宅经济、机动车尾气净化系统蜂窝陶瓷载体等多重需求拉动，市场需求增长较好，另外，国六标准的实施，公司专为国六标准蜂窝陶瓷载体应用开发的球形硅微粉产品增量。2021 年，公司募投项目产能进一步释放，多个产品销量提升，公司利润表现较好。2022 年，公司归母净利润增速放缓，主要系能源和原材料价格上涨、消费电子产品需求阶段性放缓等所致；2023 年下游需求开始复苏，营业收入有所增长，但研发费用增加、汇兑收益减少、折旧费用增加等因素，导致净利润与去年相比有所下降。

图 9：公司历年归母净利润（亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

图 10：公司净利率变化


数据来源：wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：球形硅微粉：随着公司 2.52 万吨集成电路用电子级功能粉体陆续投产，以及超细球形粉体生产线建成投产，预计公司 2024-2026 年球形硅微粉的销量 3.36 万吨、4.03 万吨、4.63 万吨，同比+30%、20%、15%，毛利率随生产技术进一步成熟以及规模效应而逐步提升，预计 2024-2026 年毛利率 47.0%、49.0%、50.0%。

假设 2：角形硅微粉：未来随着产能进一步释放，下游需求进一步恢复，预计公司 2024-2026 年角形硅微粉的销量 7.77 万吨、8.54 万吨、9.40 万吨，毛利率逐步恢复至 21 年水平，预计 2024-2026 年毛利率 35.0%、37.0%、40.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
球形硅微粉	收入	368.93	479.61	575.53	661.86
	成本	198.42	254.19	293.52	330.93
	毛利	170.51	225.42	282.01	330.93
	毛利率	46.2%	47.0%	49.0%	50.0%
角形硅微粉	收入	233.22	256.54	282.20	310.42
	成本	156.85	166.75	177.78	186.25
	毛利	76.37	89.79	104.41	124.17
	毛利率	32.7%	35.0%	37.0%	40.0%
其他硅微粉	收入	108.84	141.49	155.64	171.21
	成本	76.76	96.21	101.17	107.86
	毛利	32.09	45.28	54.47	63.35
	毛利率	29.5%	32.0%	35.0%	37.0%
其他业务	收入	0.69	0.76	0.83	0.92

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	成本	0.27	0.38	0.42	0.46
	毛利	0.42	0.38	0.42	0.46
	毛利率	60.9%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	711.68	878.40	1014.20	1144.40
	成本	432.29	517.54	572.89	625.50
	毛利	279.39	360.86	441.31	518.90
	毛利率	39.3%	41.1%	43.5%	45.3%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025-2026 年营业收入分别为 8.78 亿元 (+23.4%)、10.14 亿元 (+15.5%) 和 11.44 亿元 (+12.8%)，归母净利润分别为 2.3 亿元 (+32.8%)、2.9 亿元 (+24.1%)、3.4 亿元 (+19.3%)，EPS 分别为 1.24 元、1.54 元、1.84 元，对应动态 PE 分别为 34 倍、27 倍、23 倍。

综合考虑业务范围，雅克科技子公司生产球形硅微粉与半导体用电子粉体，壹石通生产电子通讯功能填充材料，规划了球形氧化铝的产能，因此选取雅克科技和壹石通作为可比公司。从 PE 角度看，可比公司 2024 年平均值为 37 倍，由于联瑞新材率先打破国外垄断，能够生产高纯、超细硅微粉，产品媲美日本同类型，且高端球形硅微粉占比不断提升，因此估值高于可比公司，给予 2024 年 42 倍估值，对应目标价 52.08 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688733.SH	壹石通	43.33	21.69	0.12	0.46	0.66	0.93	238.44	47.54	32.60	23.32
002409.SZ	雅克科技	267.14	56.13	1.40	2.08	2.83	—	40.17	27.00	19.82	40.17
平均值								139.31	37.27	26.21	31.75
688300.SH	联瑞新材	78.70	42.37	0.94	1.24	1.54	1.84	45	34	27	23

数据来源：Wind, 西南证券整理。注：股价为 2024 年 4 月 2 日收盘价

4 风险提示

项目投产不及预期风险，下游需求不及预期风险，产品研发进展不及预期风险，汇率波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	711.68	878.40	1014.21	1144.40	净利润	173.99	231.14	286.94	342.40
营业成本	432.29	517.54	572.89	625.50	折旧与摊销	49.65	72.01	73.45	75.07
营业税金及附加	7.50	9.20	10.65	12.01	财务费用	-2.52	-4.25	-3.28	-4.30
销售费用	10.66	13.18	15.21	17.16	资产减值损失	0.06	0.00	0.00	0.00
管理费用	49.25	51.21	62.28	73.58	经营营运资本变动	-61.59	79.87	-51.71	-41.27
财务费用	-2.52	-4.25	-3.28	-4.30	其他	87.35	-8.13	-8.29	-10.48
研发费用	47.40	50.00	55.40	58.90	经营活动现金流净额	246.95	370.64	297.10	361.43
资产减值损失	0.06	0.00	0.00	0.00	资本支出	18.75	-19.00	-20.00	-20.00
投资收益	10.44	7.64	9.04	8.34	其他	-215.73	-32.03	-17.45	-22.49
公允价值变动损益	2.68	2.19	2.35	2.35	投资活动现金流净额	-196.98	-51.03	-37.45	-42.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	88.79	-89.19	0.00	0.00
营业利润	195.38	251.35	312.45	372.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.98	2.07	2.08	2.70	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	197.36	253.42	314.53	374.94	支付股利	-56.72	-40.74	-51.49	-65.00
所得税	23.37	22.40	27.80	32.70	其他	-3.03	26.70	28.63	32.22
净利润	173.99	231.02	286.73	342.25	筹资活动现金流净额	29.04	-103.23	-22.86	-32.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	80.02	216.38	236.80	286.16
归属母公司股东净利润	173.99	231.14	286.94	342.40					
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	189.39	405.78	642.57	928.73	成长能力				
应收和预付款项	194.41	234.28	272.66	306.79	销售收入增长率	7.51%	23.43%	15.46%	12.84%
存货	85.89	102.76	111.82	123.26	营业利润增长率	2.73%	28.65%	24.31%	19.14%
其他流动资产	480.04	392.75	412.95	428.24	净利润增长率	-7.57%	32.77%	24.12%	19.36%
长期股权投资	24.81	24.81	24.81	24.81	EBITDA 增长率	10.97%	31.58%	19.90%	15.79%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	550.35	503.51	456.23	407.33	毛利率	39.26%	41.08%	43.51%	45.34%
无形资产和开发支出	50.14	43.97	37.80	31.63	三费率	8.06%	12.54%	12.78%	12.70%
其他非流动资产	179.67	211.76	243.85	275.94	净利率	24.45%	26.30%	28.27%	29.91%
资产总计	1754.70	1919.62	2202.69	2526.72	ROE	12.91%	15.02%	16.17%	16.69%
短期借款	89.19	0.00	0.00	0.00	ROA	9.92%	12.03%	13.02%	13.55%
应付和预收款项	156.45	198.11	220.10	238.54	ROIC	17.97%	24.89%	33.07%	39.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.08%	36.33%	37.73%	38.71%
其他负债	161.62	183.87	209.41	237.60	营运能力				
负债合计	407.26	381.98	429.51	476.14	总资产周转率	0.43	0.48	0.49	0.48
股本	185.75	185.75	185.75	185.75	固定资产周转率	1.30	1.71	2.19	2.77
资本公积	520.17	520.17	520.17	520.17	应收账款周转率	3.85	4.02	3.92	3.87
留存收益	641.77	832.17	1067.62	1345.02	存货周转率	5.30	5.48	5.29	5.25
归属母公司股东权益	1347.44	1537.64	1773.18	2050.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.23%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1347.44	1537.64	1773.18	2050.58	资产负债率	23.21%	19.90%	19.50%	18.84%
负债和股东权益合计	1754.70	1919.62	2202.69	2526.72	带息债务/总负债	21.90%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.79	5.60	6.40	7.34
					速动比率	3.45	5.10	5.91	6.83
					股利支付率	32.60%	17.62%	17.94%	18.98%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	242.51	319.11	382.62	443.02	每股收益	0.94	1.24	1.54	1.84
PE	45.23	34.05	27.43	22.98	每股净资产	7.25	8.28	9.55	11.04
PB	5.84	5.12	4.44	3.84	每股经营现金	1.33	2.00	1.60	1.95
PS	11.06	8.96	7.76	6.88	每股股利	0.31	0.22	0.28	0.35
EV/EBITDA	30.17	21.84	17.52	14.41					
股息率	0.72%	0.52%	0.65%	0.83%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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
