

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	30.28
总股本/流通股本(亿股)	4.00 / 0.40
总市值/流通市值(亿元)	121 / 12
52周内最高/最低价	31.29 / 25.69
资产负债率(%)	14.0%
市盈率	59.76
第一大股东	乔志涌

研究所

分析师:张泽亮
SAC 登记编号:S1340523100003
Email:zhangzeliang@cnpsec.com
分析师:马语晨
SAC 登记编号:S1340524030001
Email:mayuchen@cnpsec.com

侨源股份(301286)

2023 年业绩亮眼，新项目投产实现营利双增

- **事件：**公司4月10日发布2023年年报，全年实现营收10.22亿元，同比+11.25%；归母净利润为2.03亿元，同比+72.77%；其中23Q4实现营收2.73亿元，同比+12.18%，环比+7.92%；实现归母净利润0.49亿元，同比+268.93%，环比-10.97%。
- **新项目投产、氮气量增驱动营收增长。**市场价格波动导致公司氧气、氮气均价略有下降。新项目投产，氮气销量同比增长驱动整体营收较大幅度增长。分产品，1) **氧气：**2023年营收4.58亿元，同比+2.04%，销量同比+3.05%；均价同比-1.02%；其中23H2氧气营收2.41亿元，同比-3.16%，环比+11.32%；2) **氮气：**2023年营收3.92亿元，同比+22.81%，销量同比+41.63%；均价同比-13.23%；23H2氮气营收2.14亿元，同比+19.76%，环比+20.16%；3) **氩气：**2023年营收0.84亿元，同比-2.72%；23H2氩气营收0.47亿元，同比-10.13%，环比+25.39%。分地区，2023年川渝/其他地区营收同比+16.65%/-1.57%。
- **新项目投产驱动整体毛利率实现增长。**利润端，2023年公司毛利率34.17%，同比+3.43pcts。23Q4毛利率33.07%，同比+4.92pcts，环比-3.16pcts。毛利率增长主因新型产业氮气需求量增加，公司签订高纯度管道氮气长期供应合同+新项目投产带来销量增长。分产品，2023年公司氧气/氮气毛利率40.78%/24.45%，同比+0.43pcts/+12.22pcts，判断毛利率增加主因新项目投产、氮气销量增长带来的规模效应。
- **立足川渝、加速全国化扩张，拓展特气市场实现产品结构升级。**公司在四川地区拥有西南地区最大的全液态空分气体生产线，合计全液态气体产能约120余万吨，具备川渝、福建地区的产能规模优势。1) **加速开展跨区域制气项目：**据公司公告，2023年公司眉山、金堂基地已进入正式生产状态、德阳基地处于在建状态。完全投入使用后具备液态空分气体的生产能力，为西部地区提供工业气体。公司预计加速开展跨区域布局现场制气项目，在福建福州、四川眉山&金堂开展管道气体项目，涵盖闽光钢铁、通威、宁德时代等客户；2) **拓展特气市场丰富产品结构：**此外，公司逐步布局新材料、半导体产业特种气体（如高纯液氧、高纯液氮等），以及医疗、食品、军工及航空航天领域特种气体。并适时投入氢气清洁能源的生产与服务。预计随着公司新项目的落地及对特气市场的深入拓展，其保供能力及产品结构有望实现升级。
- 预计公司24/25/26年归母净利润为3.55/4.75/5.58亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设不及预期风险；需求不及预期；竞争格局恶化风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1022	1427	1737	1973
增长率(%)	11.25	39.70	21.69	13.60
EBITDA(百万元)	393.34	579.23	742.84	858.21
归属母公司净利润(百万元)	202.75	354.82	475.43	558.15
增长率(%)	72.77	75.00	33.99	17.40
EPS(元/股)	0.51	0.89	1.19	1.40
市盈率(P/E)	59.75	34.14	25.48	21.71
市净率(P/B)	7.03	5.90	4.79	3.93
EV/EBITDA	29.32	20.42	15.45	12.83

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1022	1427	1737	1973	营业收入	11.2%	39.7%	21.7%	13.6%
营业成本	673	873	1019	1137	营业利润	63.1%	74.7%	34.0%	17.4%
税金及附加	8	10	13	15	归属于母公司净利润	72.8%	75.0%	34.0%	17.4%
销售费用	30	36	38	43	获利能力				
管理费用	50	61	71	81	毛利率	34.2%	38.8%	41.4%	42.4%
研发费用	1	0	1	1	净利率	19.8%	24.9%	27.4%	28.3%
财务费用	4	2	1	-1	ROE	11.8%	17.3%	18.8%	18.1%
资产减值损失	0	-8	-8	-8	ROIC	11.0%	16.3%	17.9%	17.3%
营业利润	256	448	600	705	偿债能力				
营业外收入	0	1	1	1	资产负债率	14.0%	14.2%	12.9%	11.6%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	3.61	4.00	5.17	6.51
利润总额	256	448	600	705	营运能力				
所得税	53	93	125	147	应收账款周转率	6.72	6.52	6.14	5.95
净利润	203	355	475	558	存货周转率	22.34	26.95	26.79	26.71
归母净利润	203	355	475	558	总资产周转率	0.53	0.65	0.66	0.62
每股收益(元)	0.51	0.89	1.19	1.40	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.51	0.89	1.19	1.40
货币资金	227	419	773	1236	每股净资产	4.30	5.13	6.32	7.71
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	187	262	318	362	PE	59.75	34.14	25.48	21.71
预付款项	26	34	40	44	PB	7.03	5.90	4.79	3.93
存货	46	60	70	78	现金流量表				
流动资产合计	574	880	1320	1848	净利润	203	355	475	558
固定资产	938	1039	1126	1199	折旧和摊销	135	130	142	154
在建工程	282	272	264	256	营运资本变动	-190	-53	-51	-38
无形资产	36	34	31	29	其他	3	7	7	6
非流动资产合计	1428	1513	1584	1642	经营活动现金流净额	150	439	574	681
资产总计	2002	2393	2904	3491	资本开支	-143	-217	-217	-216
短期借款	0	0	0	0	其他	31	-2	0	0
应付票据及应付账款	75	100	117	130	投资活动现金流净额	-113	-219	-217	-216
其他流动负债	84	120	139	154	股权融资	0	-25	0	0
流动负债合计	159	220	255	284	债务融资	3	0	0	0
其他	121	121	121	121	其他	-66	-3	-3	-3
非流动负债合计	121	121	121	121	筹资活动现金流净额	-63	-27	-3	-3
负债合计	280	340	376	404	现金及现金等价物净增加额	-25	192	354	462
股本	400	400	400	400					
资本公积金	588	588	588	588					
未分配利润	618	919	1323	1798					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	116	145	216	300					
所有者权益合计	1722	2053	2528	3086					
负债和所有者权益总计	2002	2393	2904	3491					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048