


2024年04月29日  
中国动力 (600482.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

机械

## 柴油机订单大幅增长，盈利能力改善

**事件：**中国动力发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年实现营收 451.03 亿元，同比+17.82%，归母净利润 7.79 亿元，同比+132.18%。2024Q1 实现营收 114.02 亿元，同比+24.42%，归母净利润 0.88 亿元，同比+167.82%。

### 中船集团下属唯一上市船用动力平台，产业链核心标的

公司是我国船舶动力系统科研生产的核心力量，也是中国船舶集团下属唯一上市船用动力平台。公司动力业务涵盖七大动力板块，在国内船舶动力系统研发、设计、制造、配套等领域居领先地位。全球造船行业在经历日本、韩国、中国的产能转移后，此轮造船周期的行业集中度呈现上升趋势。目前下游船厂订单饱满，公司作为其主要动力配套厂商，未来产能提升后，市占率有望进一步提升。

### 2023 年归母净利润同比增长 132.18%，新签订单上升

2023 年公司实现营收 451.03 亿元，同比+17.82%，归母净利润 7.79 亿元，同比+132.18%。2023Q4 实现营收 126.49 亿元，同比+2.76%，归母净利润 3.68 亿元，同比+790.31%。2023 年，公司柴油机板块订单大幅增长，且低速发动机的价格上升，实现量价齐升。公司各个板块新签订单增加：

- 1) 船海产业：**新签合同 275.98 亿元，同比+47.32%，完成工业总产值 182.44 亿元，同比+36.49%。公司船用低速柴油机国内市场份额上升至 78%，国际市场份额上升至 39%。中、高速柴油机产能在优先满足防务装备的情况下，继续保持在工程船等民用船舶主机市场份额。
- 2) 应用产业：**公司持续加强陆上市场开拓力度，推动应用产业稳步发展，较好的完成了计划指标。2023 年公司新签合同 267.37 亿元，同比+13.10%，完成工业总产值 216.49 亿元，同比+16.12%。
- 3) 新兴产业：**绿色能源装备风电主增速箱及偏航变桨齿轮箱新签合同 1656、99609 台，同比+61%、+64%；绿色船舶装备承接 133 台 LNG 双燃料主机、34 台甲醇双燃料主机，新签台数同比+79.73%、+41.67%；新能源储能新签合同 17.72 亿元，同比+622%。

投资评级

**增持-A**  
**首次评级**

6 个月目标价

23.60 元

股价 (2024-04-29)

20.56 元

### 交易数据

|           |               |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元)  | 45,013.07     |
| 流通市值(百万元) | 45,013.07     |
| 总股本(百万股)  | 2,189.35      |
| 流通股本(百万股) | 2,189.35      |
| 12 个月价格区间 | 15.96/24.34 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M   | 12M  |
|------|------|------|------|
| 相对收益 | -1.1 | -1.8 | 30.9 |
| 绝对收益 | 1.3  | 7.9  | 20.9 |

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

宋子豪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080004

songzh@essence.com.cn

### 相关报告

### 目 2023 年公司提质增效，盈利能力提升

2023 年，公司毛利率 13.28%，同比+0.44pcts，净利率 2.35%，同比+1.38pcts，期间费用率 11.11%，同比+0.05pcts，其中销售费用率 1.62%，同比-0.15pcts；管理费用率 5.00%，同比-0.19pcts；财务费用率-0.18%，同比+0.07pcts；研发费用率 4.68%，同比+0.32pcts。2023 年，公司主要产品毛利率提升，且资产减值损失及信用减值损失同比大幅下降。公司提质增效，盈利能力提升。由于环保减排政策影响，未来高双燃料船订单占比将提升。公司针对市场进行靶向研发，技术创新不断突破，目前已完成世界首制燃油版 iCER 双燃料主机 CMD-WinGD5X72DF-2.1 制造，并取得甲醇燃料主机批量订单。

### 目 2024Q1 柴油机订单增长，业绩同比+167.82%

2024Q1 公司实现营收 114.02 亿元，同比+24.42%，归母净利润 0.88 亿元，同比+167.82%，主要由于全球船舶行业正值上行周期，柴油机板块订单大幅增长。2024Q1 公司毛利率 10.65%，同比+0.02pcts，净利率 1.60%，同比+1.09pcts，主要由于船用低速发动机价格增长，带动盈利能力提升。

### 目 船舶行业周期上行，量价齐升趋势不变

船舶行业正处于此轮周期景气上行阶段。**量升**：根据中国船舶报数据，2024 年 1-2 月，我国造船完工量/新接订单量/手持订单量分别为 920/1110/15890 万载重吨，同比增长 70.4%/311.1%/38.5%，全球份额占比 60.5%/63.1%/57.7%，三大指标均实现较快增长。**价涨**：根据中国船舶报数据，2024 年 2 月，克拉克松新船价格指数为 181.39，同比增长 10.58%，实现连续 36 个月正增长。**需求旺盛**：1) 船队老龄化带来的更新需求；2) 环保减排政策助推船队更新加速；3) 全球地缘政治不稳定造成航线拉长，运力需求提升。**供给不足**：全球造船产能在上轮周期下行期退出，并无法匹配新周期到来时的快升需求。供不应求的市场格局在短期难以改变。我们认为未来订单有望随船价保持量价齐升趋势，产业链将持续受益。

### 目 投资建议：

目前船舶行业正处于此轮周期景气上行阶段，订单有望随船价保持量价齐升趋势，产业链将持续受益。公司作为我国船舶动力系统科研生产核心力量，在供需错配、环保减排政策推行等多重因素影响下，未来市场份额及盈利能力有望进一步提升。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 540.2、640.2、748.8 亿元，同比增长 19.8%、18.5%、17.0%；2024 年-2026 年的净利润分别为 12.8、21.0、30.7 亿元，同比增长 64.2%、64.0%、46.2%，6 个月目标价为 23.60 元，对应 2024 年 40xPE，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

### 目 风险提示：原材料价格波动；汇率波动；宏观经济波动等风险。

| (亿元)     | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入     | 383.0 | 451.0 | 540.2 | 640.2 | 748.8 |
| 净利润      | 3.3   | 7.8   | 12.8  | 21.0  | 30.7  |
| 每股收益(元)  | 0.15  | 0.36  | 0.59  | 0.96  | 1.40  |
| 每股净资产(元) | 16.24 | 16.81 | 17.08 | 17.87 | 19.10 |

| 盈利和估值  | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 142.9 | 61.0  | 37.1  | 22.6  | 15.5  |
| 市净率(倍) | 1.3   | 1.3   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
| 净利润率   | 0.9%  | 1.7%  | 2.4%  | 3.3%  | 4.1%  |
| 净资产收益率 | 0.9%  | 2.1%  | 3.4%  | 5.4%  | 7.3%  |
| 股息收益率  | 0.2%  | 0.0%  | 0.5%  | 0.7%  | 0.8%  |
| ROIC   | 1.0%  | 3.4%  | 5.6%  | 8.8%  | 10.6% |

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 盈利预测

**柴油动力：**根据国际船舶网，克拉克森统计 2023 年江南造船/外高桥造船/广船国际南沙船厂/中船澄西分别新承接船舶订单 295/386/144/287 万载重吨，合计新承接船舶订单 1111 万载重吨；手持订单方面，2023 年底江南造船/外高桥造船/广船国际南沙船厂/中船澄西手持船舶订单分别为 667/707/328/482 万载重吨，合计约 2184 万载重吨。目前船舶行业正处于此轮周期景气上行阶段，公司作为船厂上游动力系统主要供应商，在手订单充足。我们假设 2024-2026 年公司船舶造修及海洋工程业务营收分别为 220.35/275.44/336.04 亿元，考虑钢材成本保持历史中枢震荡以及目前新船价格持续上升带动上游动力系统价格提升，假设 2024-2026 年柴油动力业务毛利率分别为 17.00%/18.00%/19.00%，稳步提升。

**化学动力：**汽车低压电池为公司化学动力业务的主打产品，未来需求有望保持稳健增长。假设公司 2024-2026 年化学动力营收分别为 107.46/112.83/118.47 亿元，毛利率分别为 13.80%/14.00%/14.30%，保持稳定。

**海工平台及港机设备：**受益于海工行业恢复，未来几年公司收入有望进一步增长。假设公司 2024-2026 年海工平台及港机设备营收分别为 56.00/64.41/73.42 亿元，毛利率分别为 10.00%/10.50%/10.70%，逐步上升。

**贵金属加工：**目前公司贵金属板块业务规模不断扩大。假设公司 2024-2026 年贵金属加工营收分别为 45.62/52.92/60.86 亿元，毛利率分别为 4.00%/5.00%/5.00%，逐步上升。

**传动设备：**公司是国内民船配套的领先企业，有望凭借其技术优势进一步提高市占率。假设公司 2024-2026 年传动设备营收分别为 42.16/49.74/57.70 亿元，毛利率分别为 12.00%/13.30%/13.50%，逐步上升。

图1. 各板块盈利预测

|                  | 2021    | 2022    | 2023    | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>柴油动力</b>      |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)        | 53.61   | 127.87  | 172.15  | 220.35 | 275.44 | 336.04 |
| 增长率 (%)          | 16.92%  | 138.52% | 34.63%  | 28.00% | 25.00% | 22.00% |
| 毛利率 (%)          | 13.97%  | 13.73%  | 15.76%  | 17.00% | 18.00% | 19.00% |
| <b>化学动力</b>      |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)        | 92.87   | 94.47   | 102.34  | 107.46 | 112.83 | 118.47 |
| 增长率 (%)          | -1.66%  | 1.72%   | 8.33%   | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 毛利率 (%)          | 13.83%  | 14.08%  | 12.83%  | 13.80% | 14.00% | 14.30% |
| <b>海工平台及港机设备</b> |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)        | 35.37   | 43.16   | 48.28   | 56.00  | 64.41  | 73.42  |
| 增长率 (%)          | -16.46% | 22.02%  | 11.86%  | 16.00% | 15.00% | 14.00% |
| 毛利率 (%)          | 6.51%   | 11.14%  | 9.05%   | 10.00% | 10.50% | 10.70% |
| <b>贵金属加工</b>     |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)        | 26.83   | 32.13   | 38.66   | 45.62  | 52.92  | 60.86  |
| 增长率 (%)          | -14.03% | 19.75%  | 20.32%  | 18.00% | 16.00% | 15.00% |
| 毛利率 (%)          | 5.49%   | -1.64%  | 4.86%   | 4.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| <b>传动设备</b>      |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)        | 33.20   | 29.20   | 35.13   | 42.16  | 49.74  | 57.70  |
| 增长率 (%)          | 40.32%  | -12.05% | 20.31%  | 20.00% | 18.00% | 16.00% |
| 毛利率 (%)          | 12.62%  | 12.87%  | 11.69%  | 12.00% | 13.30% | 13.50% |
| <b>综合电力</b>      |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)        | 4.79    | 6.41    | 4.71    | 5.65   | 6.73   | 7.94   |
| 增长率 (%)          | 60.20%  | 33.82%  | -26.52% | 20.00% | 19.00% | 18.00% |

|               |         |         |         |        |        |        |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 毛利率 (%)       | 14.00%  | 17.79%  | 16.47%  | 17.00% | 17.30% | 17.70% |
| <b>热气机动力</b>  |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)     | 2.01    | 3.40    | 3.83    | 4.79   | 5.89   | 7.18   |
| 增长率 (%)       | -21.48% | 69.15%  | 12.65%  | 25.00% | 23.00% | 22.00% |
| 毛利率 (%)       | 36.27%  | 27.67%  | 25.42%  | 26.00% | 27.00% | 27.00% |
| <b>民用核动力</b>  |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)     | 2.34    | 5.37    | 9.03    | 12.64  | 17.07  | 22.19  |
| 增长率 (%)       | 18.18%  | 129.49% | 68.16%  | 40.00% | 35.00% | 30.00% |
| 毛利率 (%)       | 22.35%  | 10.52%  | 22.14%  | 22.00% | 22.50% | 22.70% |
| <b>燃气蒸气动力</b> |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)     | 7.36    | 12.73   | 12.62   | 17.04  | 22.15  | 27.69  |
| 增长率 (%)       | -20.60% | 72.96%  | -0.86%  | 35.00% | 30.00% | 25.00% |
| 毛利率 (%)       | 6.50%   | 11.43%  | 8.12%   | 9.00%  | 10.00% | 11.00% |
| <b>其他主营业务</b> |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)     | 20.51   | 23.99   | 20.31   | 23.36  | 26.39  | 29.03  |
| 增长率 (%)       | 90.26%  | 16.97%  | -15.34% | 15.00% | 13.00% | 10.00% |
| 毛利率 (%)       | 10.30%  | 17.54%  | 15.97%  | 16.00% | 17.00% | 18.00% |
| <b>其他业务</b>   |         |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)     | 3.19    | 4.24    | 3.97    | 5.16   | 6.61   | 8.26   |
| 增长率 (%)       | -36.96% | 32.92%  | -6.37%  | 30.00% | 28.00% | 25.00% |
| 毛利率 (%)       | 41.28%  | 46.28%  | 32.55%  | 30.00% | 30.00% | 30.00% |

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

## 相对估值

我们选取主要造船企业中国船舶、中船防务、中国重工作为公司可比公司，2024-2025 年对应平均 PE 分别为 28.79x/17.99x。结合可比公司情况，且由于公司是下游多家船厂的主要供应商之一，给予公司 2024 年 40xPE，对应 6 个月目标价 23.60 元。

图2. 可比公司相对估值

| 代码        | 简称         | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       | PE            |              |              |
|-----------|------------|---------|------------|-------|-------|---------------|--------------|--------------|
|           |            |         | 2023A      | 2024E | 2025E | 2023A         | 2024E        | 2025E        |
| 600150.SH | 中国船舶       | 1638.25 | 29.57      | 58.37 | 88.69 | 55.40         | 28.07        | 18.47        |
| 601989.SH | 中国重工       | 1096.78 | -7.82      | 28.78 | 51.44 | -140.28       | 38.11        | 21.32        |
| 600685.SH | 中船防务       | 272.05  | 0.48       | 13.47 | 19.20 | 565.97        | 20.19        | 14.17        |
|           | <b>平均数</b> |         |            |       |       | <b>160.36</b> | <b>28.79</b> | <b>17.99</b> |
| 600482.SH | 中国动力       | 450.13  | 7.79       | 12.80 | 21.00 | 57.75         | 35.17        | 21.43        |

资料来源: Wind, 国投证券研究中心, 数据截至 2024/4/29, 中国船舶、中国重工、中船防务应用 Wind 一致预期, 中国动力应用国投证券研究中心预测值

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |       |       |       |       |         | 财务指标           |        |        |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|---------|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| (亿元)         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E   |                | 2022A  | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入         | 383.0 | 451.0 | 540.2 | 640.2 | 748.8   | <b>成长性</b>     |        |        |       |       |       |
| 减:营业成本       | 333.8 | 391.1 | 463.6 | 543.5 | 630.2   | 营业收入增长率        | 35.8%  | 17.8%  | 19.8% | 18.5% | 17.0% |
| 营业税费         | 4.4   | 5.3   | 6.2   | 7.4   | 8.6     | 营业利润增长率        | -4.0%  | 176.6% | 29.4% | 72.6% | 46.7% |
| 销售费用         | 6.8   | 7.3   | 8.6   | 9.8   | 11.2    | 净利润增长率         | -45.7% | 134.3% | 64.2% | 64.0% | 46.2% |
| 管理费用         | 19.9  | 22.6  | 26.5  | 30.6  | 35.2    | EBITDA 增长率     | 65.2%  | 18.5%  | 32.2% | 38.4% | 31.5% |
| 研发费用         | 16.7  | 21.1  | 21.6  | 24.6  | 27.0    | EBIT 增长率       | 153.9% | 51.7%  | 76.3% | 68.0% | 46.1% |
| 财务费用         | -1.0  | -0.8  | 1.1   | 1.2   | 1.5     | NOPLAT 增长率     | -32.7% | 270.3% | 49.2% | 68.0% | 46.1% |
| 资产减值损失       | -3.2  | -2.0  | -1.0  | -1.0  | -1.0    | 投资资本增长率        | 5.3%   | -10.2% | 8.2%  | 20.4% | -5.1% |
| 加:公允价值变动收益   | 0.2   | 0.2   | -     | -     | -       | 净资产增长率         | 23.4%  | 3.6%   | 1.6%  | 4.3%  | 6.3%  |
| 投资和汇兑收益      | 1.3   | 3.3   | 1.6   | 2.1   | 2.4     |                |        |        |       |       |       |
| 营业利润         | 4.2   | 11.7  | 15.2  | 26.2  | 38.5    | <b>利润率</b>     |        |        |       |       |       |
| 加:营业外净收支     | 0.3   | -0.1  | 1.0   | 0.4   | 0.4     | 毛利率            | 12.8%  | 13.3%  | 14.2% | 15.1% | 15.8% |
| 利润总额         | 4.5   | 11.6  | 16.2  | 26.6  | 38.9    | 营业利润率          | 1.1%   | 2.6%   | 2.8%  | 4.1%  | 5.1%  |
| 减:所得税        | 0.8   | 1.0   | 1.4   | 2.3   | 3.4     | 净利润率           | 0.9%   | 1.7%   | 2.4%  | 3.3%  | 4.1%  |
| 净利润          | 3.3   | 7.8   | 12.8  | 21.0  | 30.7    | EBITDA/营业收入    | 4.8%   | 4.9%   | 5.4%  | 6.3%  | 7.1%  |
|              |       |       |       |       |         | EBIT/营业收入      | 1.6%   | 2.0%   | 3.0%  | 4.3%  | 5.3%  |
|              |       |       |       |       |         | <b>运营效率</b>    |        |        |       |       |       |
| <b>资产负债表</b> |       |       |       |       |         | 固定资产周转天数       | 100    | 104    | 83    | 64    | 49    |
| (亿元)         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E   | 流动营业资本周转天数     | 120    | 92     | 79    | 92    | 95    |
| 货币资金         | 207.3 | 271.5 | 193.6 | 156.5 | 203.9   | 流动资产周转天数       | 489    | 535    | 459   | 386   | 374   |
| 交易性金融资产      | 12.5  | -     | -     | -     | -       | 应收帐款周转天数       | 104    | 105    | 80    | 70    | 70    |
| 应收帐款         | 122.4 | 140.3 | 99.8  | 149.2 | 142.0   | 存货周转天数         | 126    | 133    | 130   | 127   | 127   |
| 应收票据         | 57.5  | 51.5  | 79.0  | 75.7  | 105.3   | 总资产周转天数        | 695    | 738    | 624   | 517   | 483   |
| 预付帐款         | 42.3  | 64.7  | 41.2  | 87.9  | 67.5    | 投资资本周转天数       | 269    | 222    | 183   | 177   | 161   |
| 存货           | 154.0 | 178.5 | 211.5 | 240.8 | 289.3   |                |        |        |       |       |       |
| 其他流动资产       | 11.6  | 26.4  | 18.1  | 18.7  | 21.0    | <b>投资回报率</b>   |        |        |       |       |       |
| 可供出售金融资产     | -     | -     | -     | -     | -       | ROE            | 0.9%   | 2.1%   | 3.4%  | 5.4%  | 7.3%  |
| 持有至到期投资      | -     | -     | -     | -     | -       | ROA            | 0.4%   | 1.1%   | 1.7%  | 2.5%  | 3.4%  |
| 长期股权投资       | 10.5  | 7.5   | 7.8   | 8.1   | 8.4     | ROIC           | 1.0%   | 3.4%   | 5.6%  | 8.8%  | 10.6% |
| 投资性房地产       | 5.4   | 5.3   | 5.3   | 5.3   | 5.3     | <b>费用率</b>     |        |        |       |       |       |
| 固定资产         | 129.3 | 130.1 | 119.1 | 108.0 | 97.0    | 销售费用率          | 1.8%   | 1.6%   | 1.6%  | 1.5%  | 1.5%  |
| 在建工程         | 41.7  | 40.0  | 40.6  | 40.9  | 41.1    | 管理费用率          | 5.2%   | 5.0%   | 4.9%  | 4.8%  | 4.7%  |
| 无形资产         | 39.4  | 39.1  | 38.8  | 38.5  | 38.2    | 研发费用率          | 4.4%   | 4.7%   | 4.0%  | 3.9%  | 3.6%  |
| 其他非流动资产      | 24.9  | 36.3  | 27.0  | 29.0  | 30.2    | 财务费用率          | -0.3%  | -0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  |
| 资产总额         | 858.7 | 991.2 | 881.6 | 958.5 | 1,049.1 | 四费/营业收入        | 11.1%  | 11.1%  | 10.7% | 10.3% | 10.0% |
| 短期债务         | 25.9  | 18.3  | -     | -     | -       | <b>偿债能力</b>    |        |        |       |       |       |
| 应付帐款         | 115.2 | 143.0 | 152.5 | 190.4 | 214.7   | 资产负债率          | 46.8%  | 52.3%  | 45.5% | 47.7% | 49.2% |
| 应付票据         | 35.4  | 34.4  | 58.5  | 46.3  | 73.8    | 负债权益比          | 88.1%  | 109.5% | 83.5% | 91.2% | 96.9% |
| 其他流动负债       | 130.8 | 190.6 | 124.2 | 148.5 | 154.4   | 流动比率           | 1.98   | 1.90   | 1.92  | 1.89  | 1.87  |
| 长期借款         | 26.1  | 50.2  | -     | -     | -       | 速动比率           | 1.48   | 1.44   | 1.29  | 1.27  | 1.22  |
| 其他非流动负债      | 68.6  | 81.7  | 65.9  | 72.0  | 73.2    | 利息保障倍数         | -6.23  | -11.21 | 14.81 | 23.80 | 26.65 |
| 负债总额         | 402.1 | 518.1 | 401.1 | 457.3 | 516.2   | <b>分红指标</b>    |        |        |       |       |       |
| 少数股东权益       | 101.1 | 105.1 | 107.1 | 110.4 | 115.2   | DPS(元)         | 0.05   | -      | 0.12  | 0.16  | 0.17  |
| 股本           | 21.6  | 21.9  | 21.9  | 21.9  | 21.9    | 分红比率           | 30.5%  | 0.0%   | 20.3% | 16.9% | 12.4% |
| 留存收益         | 329.4 | 341.3 | 351.5 | 369.0 | 395.8   | 股息收益率          | 0.2%   | 0.0%   | 0.5%  | 0.7%  | 0.8%  |
| 股东权益         | 456.6 | 473.1 | 480.5 | 501.2 | 532.9   |                |        |        |       |       |       |
|              |       |       |       |       |         | <b>现金流量表</b>   |        |        |       |       |       |
|              |       |       |       |       |         | (亿元)           | 2022A  | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|              |       |       |       |       |         | 净利润            | 3.7    | 10.6   | 12.8  | 21.0  | 30.7  |
|              |       |       |       |       |         | 加:折旧和摊销        | 12.7   | 12.8   | 12.8  | 12.8  | 12.9  |
|              |       |       |       |       |         | 资产减值准备         | 3.2    | 2.0    | -     | -     | -     |
|              |       |       |       |       |         | 公允价值变动损失       | -0.2   | -0.2   | -     | -     | -     |
|              |       |       |       |       |         | 财务费用           | 1.6    | 2.6    | 1.1   | 1.2   | 1.5   |
|              |       |       |       |       |         | 投资收益           | -1.3   | -3.3   | -1.6  | -2.1  | -2.4  |
|              |       |       |       |       |         | 少数股东损益         | 0.4    | 2.8    | 2.0   | 3.3   | 4.8   |
|              |       |       |       |       |         | 营运资金的变动        | 98.3   | 68.0   | -23.7 | -71.6 | 5.1   |
|              |       |       |       |       |         | 经营活动产生现金流量     | 31.0   | 46.0   | 3.4   | -35.4 | 52.6  |
|              |       |       |       |       |         | 投资活动产生现金流量     | -39.1  | -17.8  | -0.4  | 0.3   | 0.7   |
|              |       |       |       |       |         | 融资活动产生现金流量     | 20.2   | 17.5   | -80.9 | -1.9  | -5.8  |
|              |       |       |       |       |         | <b>业绩和估值指标</b> |        |        |       |       |       |
|              |       |       |       |       |         | EPS(元)         | 0.15   | 0.36   | 0.59  | 0.96  | 1.40  |
|              |       |       |       |       |         | BVPS(元)        | 16.24  | 16.81  | 17.08 | 17.87 | 19.10 |
|              |       |       |       |       |         | PE(X)          | 142.9  | 61.0   | 37.1  | 22.6  | 15.5  |
|              |       |       |       |       |         | PB(X)          | 1.3    | 1.3    | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
|              |       |       |       |       |         | P/FCF          | 30.1   | 8.8    | -5.8  | -13.7 | 9.9   |
|              |       |       |       |       |         | P/S            | 1.2    | 1.1    | 0.9   | 0.7   | 0.6   |
|              |       |       |       |       |         | EV/EBITDA      | 14.5   | 13.2   | 13.3  | 10.6  | 7.2   |
|              |       |       |       |       |         | CAGR(%)        | 87.2%  | 49.7%  | 32.3% | 87.2% | 49.7% |
|              |       |       |       |       |         | PEG            | 1.6    | 1.2    | 1.1   | 0.3   | 0.3   |
|              |       |       |       |       |         | ROIC/WACC      | 0.1    | 0.3    | 0.6   | 0.9   | 1.1   |
|              |       |       |       |       |         | REP            | 9.6    | 3.3    | 2.4   | 1.4   | 1.1   |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明**

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**国投证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034