

一季度业绩相对稳健，股权激励计划调整激发内生动力

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年一季报, 报告期内共实现营业收入5.1亿元, 同比下降8.1%, 归属于上市公司股东的净利润1.6亿元, 同比下降8.2%。
- 拓展纤维板块表现相对稳定, 新增量迎来业绩新动能。** 2024Q1拓展纤维板块实现营业收入3.2亿元, 同比-7.1%。收入小幅下降主要因为通用高性能碳纤维价格下降; 高强高模碳纤维产品需求节奏放缓。

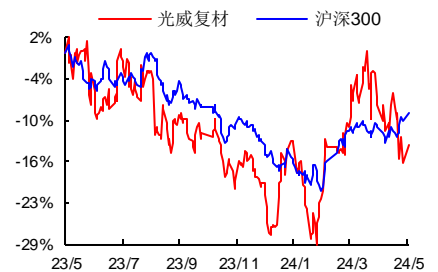
航空碳纤维方面, Q1航空定型产品大合同执行率8.6%, 我们计算履行金额1.8亿(含税), 目前仍有1.8亿合同待执行, 面临新的合同签订。公司T800H新型号产品已定型, 公司正积极推动T800千吨线等同性认证工作, 接下来随着军机新型号量产, 单机渗透率将提升, 军用航空碳纤维将迎来新的增长期。同时, 商用大飞机国产化替代、低空经济发展、卫星互联网加快建设, 为公司航空航天级碳纤维产品打开增长天花板。

通用碳纤维方面, 下半年, 公司包头一期T700S/T800S四千吨产能释放, 将对收入端产生正面影响。未来几年是国内碳纤维产能投产爬坡阶段, 供需结构失衡或将持续影响通用碳纤维价格和利润率水平。
- 能源新材料新客户拓展, 收入恢复稳定。** 2024Q1, 能源新材料业务实现销售收入1.0亿元, 同比-1.9%, 降幅较前期收窄。过去几年, 公司碳梁业务因对单一客户的依赖致使该板块经营业绩随大客户需求收缩而持续、快速下滑。公司海外新客户的贡献增加基本弥补了传统客户订单下降的影响。
- 复材科技板块收入增长, 通用新材料等板块收入下滑。** 2024Q1, 受益于无人运输机与无人直升机的发展, 公司航空航天复合材料制品需求景气, 复材科技实现销售收入3072万元, 同比+12.2%。通用新材料板块受体育休闲等领域需求下降影响, 该业务报告期内实现销售收入5833万元, 较上年同期下降19.1%。光晟科技受下游进度影响, 实现销售收入200万元, 同比-51.1%。精密机械板块因部分装备产品已预验收暂未发货, 实现销售收入639万元, 同比-49.3%。
- 毛利率向上, 研发投入同比大幅增加。** 2024Q1, 公司毛利率同比提升1.9pp至47.0%, 受益于航空用纤维降价压力减弱与产品结构调整, 展望全年, 包头民用产线产能释放或对拓展纤维板块及公司整体盈利能力产生负面影响。Q1公司研发费用大幅增长72.5%至5969.0万元, 研发费用率提升5.5pp至11.7%; 销售/管理/财务费用率相对稳定, 分别为0.7%/5.6%/-0.2%, 同比+0.1pp/-0.5pp/-0.4pp。Q1净利率以上因素综合导致小幅下滑0.3pp至29.4%。
- 股权激励计划调整, 激发内生动力。** 公司对2022年股权激励计划进行了调整。调整后, 该激励计划2024年、2025年净利润考核目标最低触发值分别较原计划下降25.6%与26.3%至9.0亿元与10.6亿元, 同时设定按照考核目标的实际完成比例进行激励。本次调整符合行业与公司的实际发展状况, 有利于继续激发企业内生动力。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.11元、1.34元、1.75

西南证券研究发展中心

分析师: 刘倩倩
执业证号: S1250522070003
电话: 15001276860
邮箱: lqqyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.31
流通A股(亿股)	8.18
52周内股价区间(元)	22.2-51.87
总市值(亿元)	223.80
总资产(亿元)	70.88
每股净资产(元)	6.55

相关研究

元，对应动态 PE 分别为 24 倍、20 倍、15 倍。看好全年加速成长，首次覆盖，给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标价 33.3 元，给予“买入”评级。

- **风险提示：**碳纤维产品降价风险；军品需求延缓风险；民用市场开拓不及预期风险；产线验证与产能投放或不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,518	3,011	3,781	4,571
增长率	0.26%	19.61%	25.55%	20.90%
归属母公司净利润 (百万元)	873	927	1,115	1,458
增长率	-6.54%	6.14%	20.35%	30.69%
每股收益 EPS (元)	1.05	1.11	1.34	1.75
净资产收益率 ROE	16.03%	15.60%	17.19%	20.03%
PE	25	24	20	15
PB	4.07	3.77	3.45	3.08

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

1 高端碳纤维领军者，全产业链、多方向协同发展

光威复材是我国高性能碳纤维龙头。光威复材是一家致力于高性能碳纤维及复合材料研制的高新技术企业，是国内第一家打破国外垄断、实现航空用碳纤维国产化的公司。目前在航空、航天等领域用复合材料的碳纤维制备环节整体处于行业龙头，在细分领域与客户粘性极强；民用领域定位高端，具备技术和市场领先优势。同时，公司具有丰富的产品条线，预浸料、复合材料及制品多向发展。

图 1：航空航天碳纤维复合材料产业链及公司参与环节

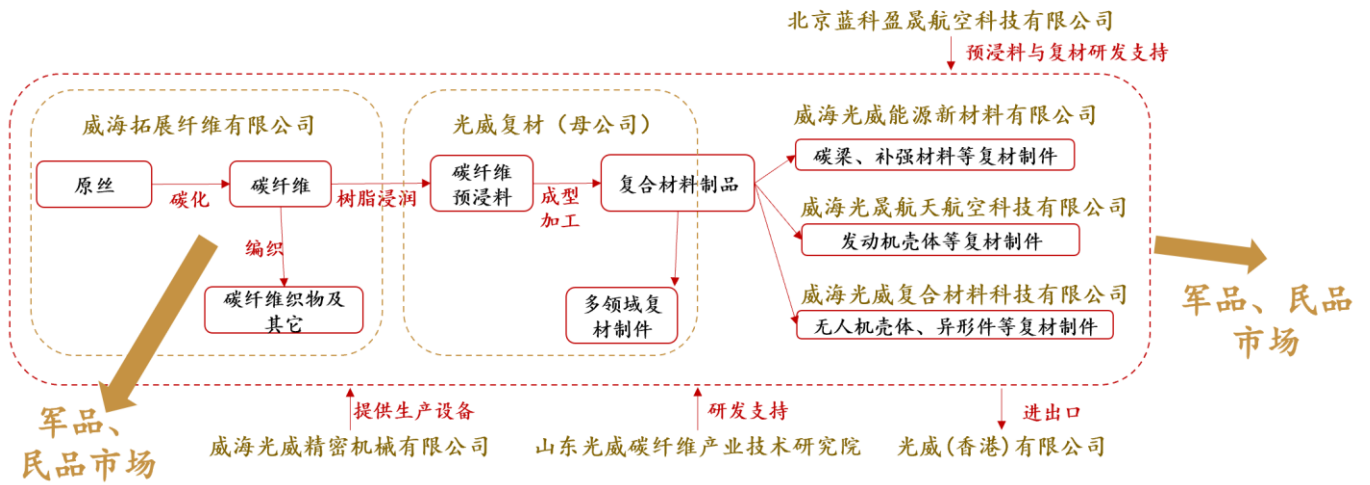


数据来源：中简科技、金博股份招股说明书，西南证券整理。注：本图各环节仅列出航空应用领域部分上市公司

全产业链布局，母公司及各子公司之间形成了有效的协同关系：目前公司业务涵盖了拓展纤维、通用新材料、能源新材料、复材科技、光晟科技与精密机械板块，实现了产业链的全方位布局与协同。

子公司拓展纤维负责上游碳纤维与织物业务，一部分直接向军品与民品市场销售，一部分内部自给；能源新材料公司聚焦碳梁等产品，偏重风电领域；复材科技负责无人机壳体等复合材料与制品的研制；光晟科技业务集中于发动机缠绕壳体等复合材料与制品；精密机械在碳纤维及复材生产设备领域具备技术优势。

图 2：光威母公司与子公司全产业链协同发展



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：光威复材产品图谱



数据来源：公司官网，西南证券整理

2 航空需求成长性显著，大飞机、低空经济打开增长天花板

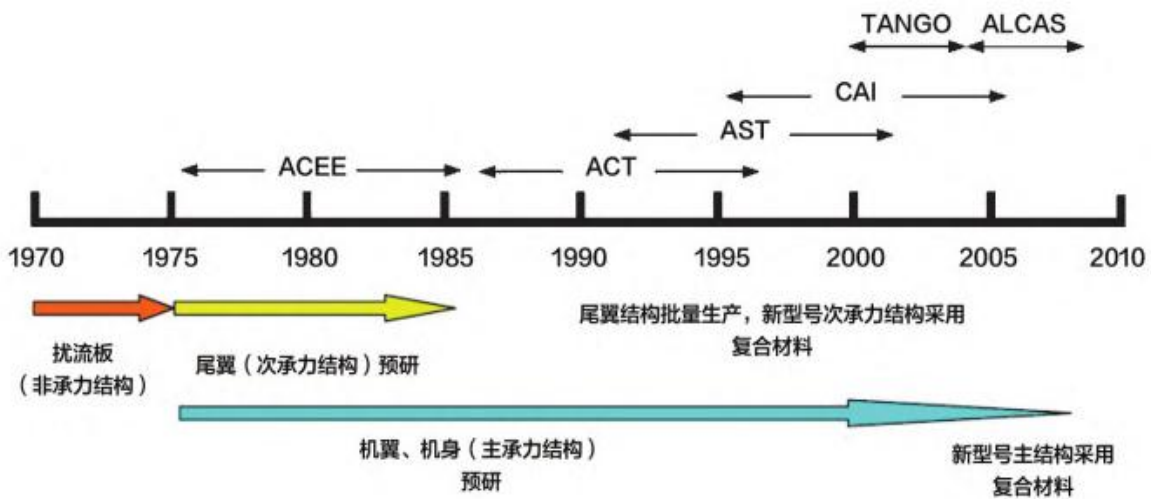
2.1 军用飞机：复材单机占比将大幅提升，飞机数量仍有提升空间

由于国外对我国军用高端碳纤维实施禁售，我国军用航空碳纤维完全自给自足。目前我国航空航天领域碳纤维需求仍主要来自军品市场，尤其是军用航空领域。

● 碳纤维复合材料是军用飞机的重要减重材料

相较民用飞机，军用飞机的研制需要重点考虑载荷的设计，而提高载荷的最有效的方式之一是机体减重。碳纤维复合材料具备密度低、强度高的特点，同时还具有较好的耐高温性、耐低温性、耐酸性、耐油性和耐腐蚀性，是目前最主要的机体减重材料，逐步由非承力结构应用延展到承力结构应用。

图 4：复合材料最初应用于航空飞行器非承力结构，后逐步应用于承力结构（图为美国 ACEE 等计划时间轴）



数据来源：《碳纤维：从 10 到 100，进入工业化应用与“中国制造”阶段》郑贤玲，西南证券整理

● 碳纤维复合材料单机应用占比即将大幅提升

固定翼方面，相较美国 F35 战斗机 36% 的复合材料渗透率，我国军用飞机仍有较大提升空间，随着减重需求的刚性凸显，技术难点的逐步突破，新型碳纤维材料定型，预计我国新一代舰载机、战斗机复合材料用量占比将大幅提升。

直升机方面，美国近十年的新型号中，V-280 等已经采用了全碳纤维复合材料倾转旋翼叶片。根据黄亿洲《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》，我国各主力型号也在机身框架结构、直升机旋翼、机翼蒙皮和直升机尾翼部件上大量使用碳纤维增强复合材料。

无人机方面，因其不需要考虑人的生理承受能力与安全性，同时由于其对轻量化、高机动性的追求，减重需求迫切，因此其复材使用率远高于固定翼有人机。根据段国晨《先进复合材料在无人机结构的应用》与黄亿洲《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》，国内外新一代无人机复合材料渗透率以达到 60%-100%，新质作战下无人装备的快速起量也成为航空用复合材料的成长动能之一。

表 1：中美各型战斗机碳纤维复材使用比例

机型	F-14A	F-16A	J-10	J-11B	F-22	AV-8B	J-20	F-35
复材比例	1%	2%	6%	10%	24%	26%	27%	36%

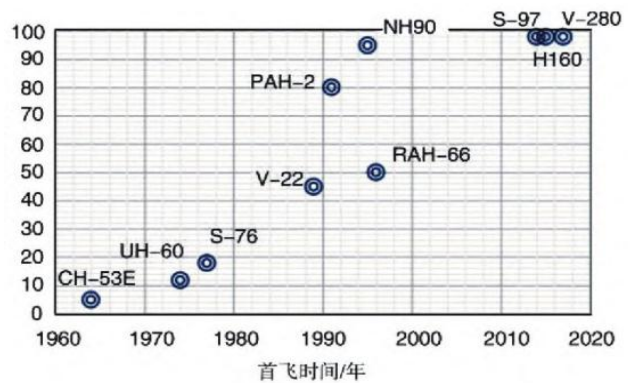
数据来源：《军机+航天航空+风电，让碳纤维派上大用场》马晓荣、《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄化洲，西南证券整理

图 5：美国新一代战机复材占比相对更高



数据来源：《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄化洲，西南证券整理

图 6：国外直升机典型型号复材使用量



数据来源：《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄化洲，西南证券整理

表 2：中外典型无人机型号复材占比

型号	国家	类别	结构材料	占比
全球鹰	美国	侦察无人机	除机身主结构为铝合金外，其余均为复合材料制成，包括机翼、尾翼、后机身等	65%
X-45	美国	无人战斗机	生产型复合材料用量 90% 以上，蒙皮、进气道及舱门等采用低温固化环氧复合材料	90%
X-47A	美国	无人战斗机	全复合材料飞机，机体蒙皮由 4 部分组成，减少表面缝隙，采用低温固化环氧复合材料。	100%
X-47B	美国	无人战斗机	机身蒙皮采用石墨复合材料，外翼采用铝和钛基材料，机身采用铝基复合材料。	90%
捕食者	美国	察打一体	除机身大梁外，其他主要结构采用复合材料制造。	92%
暗星	美国	侦察无人机	全机由复合材料制造，大展弦比复合材料机翼整体成型	100%
太阳神	美国	太阳能无人机	全复合材料飞机，主梁为 CFRP 管梁，CFRP 桁架翼肋，机翼前缘填充泡沫。	100%
苍鹭	以色列	中空长航时无人机	全复合材料结构，采用光纤健康监测系统	100%
豺 2	法国	多用途无人机	前 4 架样机采用玻璃纤维/碳纤维/芳纶纤维复合材料设计，第 5 架样机采用了一种由日本开发的陶瓷纤维复合材料。	/
不死鸟	英国	战场监视	全复合材料，模块化结构。	100%
秃鹫	南非	多用途无人机	玻璃纤维、碳纤维复合材料结构。	/
梭鱼	欧洲	技术验证机	除翼梁是金属制造外，其余部分均使用 CFRP 制造。	/
大鸭	英国	监视无人机	玻璃纤维复合材料和芳纶纤维复合材料模块化结构	/
云影	中国	察打一体	/	60%
彩虹 4	中国	察打一体	机体除了主梁，其他部分都是由复合材料制成。	80%

数据来源：《先进复合材料在无人机结构的应用》段国晨、《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄化洲，西南证券整理

● 我国先进军用飞机数量仍有一定空间，关注代际替换和新机型进展

根据公开报道，过去几年国产战斗机、直升机、运输机等领域先进型号陆续落地。后续随着各型号量产，未来军用飞机数量或仍有一定空间。关注代际替换周期与新机型进展。

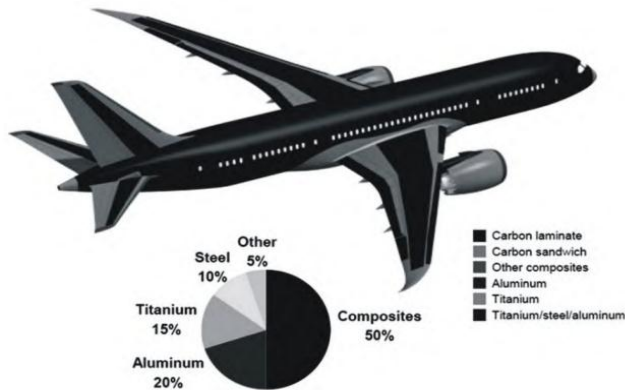
2.2 民用大飞机：碳纤维复材应用空间大，国产化替代在路上

商用飞机应用碳纤维可降低飞机重量，节省燃油，经济性突出。波音公司 B787 通过复材应用减重节省燃油 20%。因此在商用飞机中碳纤维及其他复合材料应用比例不断提升，目前是主要结构材料。由于商用飞机总需求量远超军机，从全球市场看，商用飞机碳纤维需求量约是军用飞机的 1.5 倍，是全球航空用碳纤维的主力需求来源。

● 国际商用飞机复合材料单机使用量呈上升趋势

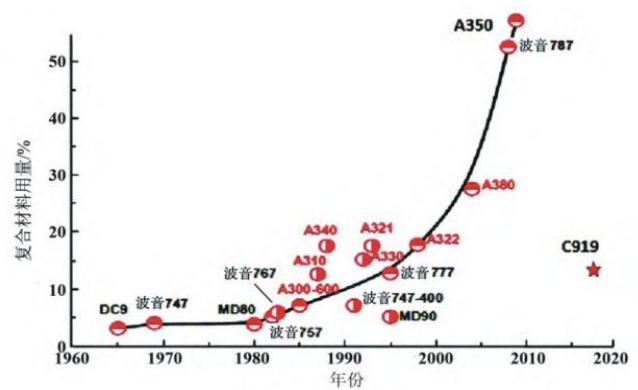
以波音公司为例，早期 B777 客机采用的复合材料仅占全机结构重量的 9%，而最新型号 B787 客机中复合材料（其中碳纤维复材为主）已占全机结构重量的 50%。B787 客机采用碳纤维增强复合材料的部位主要是机身和机翼，使用的主要是 T800 增强的碳纤维复材。我国大飞机 C919 使用的碳纤维复材在机身结构中的占比为 12%，C929 碳纤维复材占比或超 50%。

图 7：波音 787 承力结构材料应用图，复材占比 50%



数据来源：《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄亿洲，西南证券整理

图 8：国内外商飞复材占比逐渐上升



数据来源：《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄亿洲，西南证券整理

● 我国商用大飞机碳纤维国产化替代，想象空间巨大

截止到目前，我国商用大飞机制造商商飞已成功交付 5 架 C919 大飞机，并自 2023 年 5 月起在东航正常商业运营，体现国产商用大飞机性能。根据商飞董事长贺东风 2023 年 9 月 10 日在 2023 浦江创新论坛全体大会上透露，C919 订单数已经达到 1061 架。2023 年 10 月至今东航、国航与南航公告，与中国商飞订立协议，分别购买 100 架 C919 系列飞机，总订金额约 300 亿美元，计划于 2024-2031 年间完成交货。根据目前交付进度判断，未来 6 年商飞产量将快速增长，我国商用大飞机进入高速发展阶段。

由于前期 C919 在进行适航认证阶段采用碳纤维材料基本为进口产品，目前量产 C919 碳纤维亦采用进口。未来随着国内碳纤维企业产品技术水平进步，以及 C919 国产化进程，碳纤维国产化为长期必然趋势。

2.3 低空经济：碳纤维作为飞行器重要机体材料具有想象空间

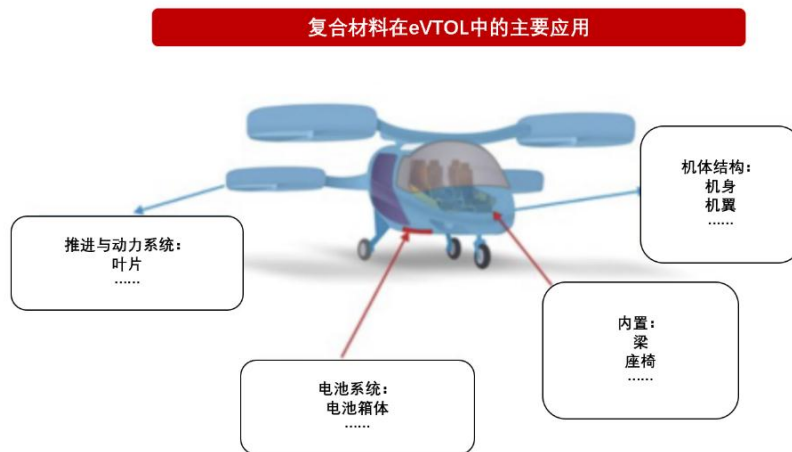
- 碳纤维复合材料为 eVTOLs 机体结构核心原材料

根据中国复合材料工业协会官网显示，空中汽车（eVTOLs）复合材料占比水平达 70% 以上，其中超过 90% 的复合材料是碳纤维。按用途看，约有 75-80% 的复合材料用于结构部件和推进系统，其次是内部应用横梁、座椅结构等占 12-14%，电池系统、航空电子设备和 其他小型应用将占剩余的 8-12%。未来随着低空飞行器的加速应用、生产，碳纤维板块将深度受益。

- 公司优势突出，有能力迎接低空经济下的发展机遇

公司产品管线丰富，各性能参数的碳纤维种类齐全，同时从原丝到纤维、到预浸料与复合材料全线覆盖，能够全方位满足下游厂商各种可能的需求。此外，公司产品经过 20 年的应用，稳定性与可靠性能够满足各类飞行器的要求。从技术能力、产品管线、品牌声誉、资质完备度等角度来看，公司都处于行业前列，有能力迎接低空飞行器带来的发展机遇。

图 9：复合材料在 eVTOL 中多样应用



数据来源：中国复合材料工业协会官网，西南证券整理

3 高端纤维中短期有价格支撑，低端碳纤维价格低位运行

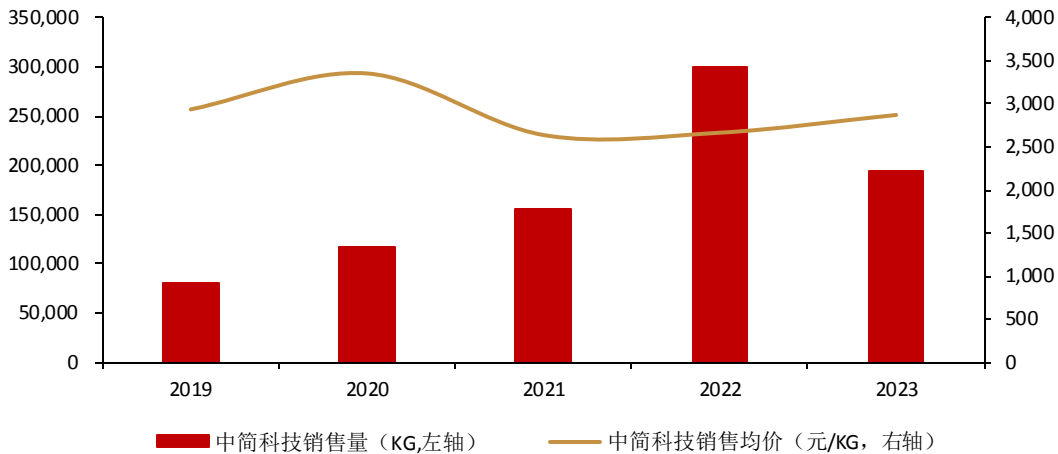
- 航空航天用等高端纤维市场：短期存在价格支撑，长期具备一定价格压力

我国民用航空航天高端碳纤维仍在发展早期阶段，目前主要需求市场为军用航空航天。国内军用航空航天高端纤维的主要供应商为光威复材与中简科技，竞争格局稳定集中，厂商议价能力与产品技术附加价值仍处于较高水平。

此前军品碳纤维价格经过大幅度调整，参考中简科技销售均价：2021 年中简科技销售均价由 2020 年的 3353 元/kg 下降至 2639 元/kg，主要因批量订单价格调整；2022 年其销售均价为 2665 元/kg，基本保持稳定；2023 年其销售均价小幅上升至 2872 元/kg，主要因产品结构变化所致。（中简科技销售均价依据总收入和销售量估算）

我们认为，已量产的主力航空用碳纤维型号 T300H（光威）、ZT7H（中简）已具备一定价格合理性，虽然仍具备一定价格压力，但是下降空间有限。新型号碳纤维在批产前期需求量较小，具备定相对高价格的条件，长期看批产后预计将面临以量补价。

图 10：航空航天用高端纤维中短期内存在一定价格支撑

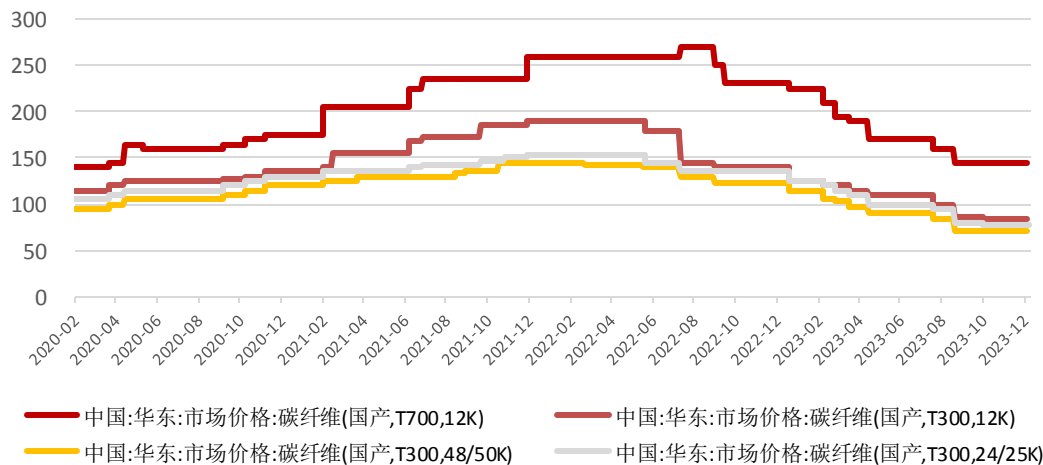


数据来源：中简科技公司公告，西南证券整理

● 低端碳纤维市场：全行业扩产加速，碳纤维价格低位运行

根据赛奥碳纤维统计与预测，2023 年末国内已经拥有碳纤维理论运行产能为 13.83 万吨，在建产能约 9 万吨。未来 3 年是我国碳纤维企业集中投产与产能爬坡时期，若在建产能全部投产，预计 2026 年左右我国理论碳纤维产能超 20 万吨。2023 年全球碳纤维需求为 11.5 万吨，国内需求为 6.9 万吨。以目前碳纤维的主要应用需求市场前景判断，未来几年行业处于供过于求，预计民品碳纤维价格下降压力大，若无大的格局变化或将低位运行。

图 11：民用碳纤维价格进入下降阶段



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

4 股权激励考核因行业变化而调整，将有效激发内生动力

股权激励 2024 年、2025 年业绩考核最低触发值分别较原计划下调 25.6%与 26.3%至 9.0 亿元与 10.6 亿元。公司发布《2022 年限制性股票激励计划实施考核管理办法(修订稿)》。根据修订稿,公司股权激励计划 2024 年、2025 年业绩考核目标仍以 2021 年净利润为基数,分别实现 70%与 100%的增长幅度,但调整了触发与归属规则,调整后当净利润指标实际完成比例达到目标值 70%以上时,限制性股票归属系数不为 0。(原计划触发值为以 2021 年净利润为基数,2024 年、2025 年净利润增幅分别达到 60%与 90%)。以 2021 年归母净利润计算,调整后 2024 年、2025 年业绩考核净利润最低触发值分别为 9.0 亿元与 10.6 亿元,分别较调整前下调 25.6%与 26.3%。

近两年来,由于国内外供应链体系的结构调整,公司民品盈利能力下降;装备业务降价带来持续性影响;同时预计新产能投产将提高公司成本压力。公司目前面临的市场环境与 2022 年有较大变化,此前股权激励考核目标无法起到有效激励作用。在此背景下,公司下调股权激励考核最低标准,同时设定按照考核目标的实际完成比例进行激励。此次方案变化有利于调动员工工作积极性的考核目的,激发内生动力。

表 3: 净利润指标实际完成比例与对应限制性股票公司层面归属安排

净利润指标实际完成比例 (A) = 考核年度净利润实际达成值 / 考核目标绝对值	各考核年度限制性股票公司层面归属系数 M
当 A ≥ 100%	M = 100%
当 100% > A ≥ 90%	M = 90%
当 90% > A ≥ 80%	M = 80%
当 80% > A ≥ 70%	M = 70%
当 A < 70%	M = 0%

数据来源:公司公告,西南证券整理

表 4: 公司股权激励计划业绩考核目标值与触发值

考核年度	目标增幅 (以 2021 年净利润为基数)	目标值 (亿元)	调整后对应触发最低值 (亿元)	原触发值 (亿元)	触发最低值 调整幅度
2024	70.00%	12.9	9.0	12.1	-25.6%
2025	100.00%	15.2	10.6	14.4	-26.3%

数据来源:公司公告,西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 随着中模量产品未来在航空领域的成熟应用、高模量产品在航天领域的加速替代、干喷湿纺产品在多个高端领域的广泛覆盖，公司碳纤维销售量有望稳健增长；同时，公司对应的 T700G/T800H 千吨线已建设完毕且等同性验证正在推进，包头一期 4000 吨 T700S/T800S 产能也即将投产。预计 2024-2026 年公司碳纤维与织物销售收入同比增长 26.7%、30.4%、22.2%；考虑到未来公司产品结构的变化，毛利率分别为 54.7%、47.9%、51.1%。

2) 考虑到新客户拓展带来的增量，及碳梁在大功率背景下的长期成长潜力，预计 2024-2026 年公司碳梁业务销售收入同比增长 4.6%、15.0%、15.0%，毛利率分别为 20.2%、21.2%、23.1%；

3) 伴随公司自主研发的高端树脂为主体的预浸料逐步向客户推广使用，航空航天等高端市场的稳步开拓，预计 2024-2026 年公司预浸料业务同比增长 5%、10.0%、20.0%，考虑到公司碳纤维产能落地后自给能力提升对预浸料成本的良好影响、产品结构中航空航天等领域高毛利产品占比的增加，预计该业务毛利率维持良好水平，分别为 35.0%、35.0%、35.0%；

4) 因复材制品业务处于起步阶段，基数较小，且公司已完成多型无人机、发动机壳体的产品孵化，预计 2024-2026 年复材制品逐步起量，销量收入分别同比增长 10.0%、20.0%、20.0%，毛利率分别为 20.0%、20.0%、20.0%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
碳纤维及织物	收入	1667.36	2112.36	2753.56	3365.29
	增速		20.28%	26.69%	30.35%
	毛利率		61.85%	54.70%	47.88%
碳梁	收入	426.43	446.16	513.08	590.04
	增速		-35.54%	4.63%	15.00%
	毛利率		18.12%	20.19%	21.15%
预浸料	收入	268.08	281.49	309.63	371.56
	增速		-10.52%	5.00%	10.00%
	毛利率		33.98%	35.00%	35.00%
制品及其它	收入	145.88	160.46	192.56	231.07
	增速		-5.90%	10.00%	20.00%
	毛利率		15.31%	20.00%	20.00%
其它	收入	9.95	10.95	12.05	13.25
	增速		0.00%	10.00%	10.00%
	毛利率		31.78%	35.00%	35.00%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入	2517.70	3011.42	3780.88	4571.22
	增速	14.84%	19.61%	25.55%	20.90%
	毛利率	48.66%	45.82%	41.74%	44.58%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 30.1 亿元、37.8 亿元和 45.7 亿元，同比增长 19.6%、25.6%和 20.9%；归母净利润分别为 9.3 亿元、11.1 亿元和 14.6 亿元，同比增长 6.1%、20.4%和 30.7%；对应动态 PE 分别为 24 倍、20 倍、15 倍。

5.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取了碳纤维行业 2 家上市公司作为估值参考。其中，中简科技为军用碳纤维上市公司，其 ZT7 产品已大批量稳定供应。中复神鹰为中高端碳纤维供应商，业务覆盖多领域，体量较大。二者与光威复材具有可比性。

表 6：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
300777.SZ	中简科技	112.48	25.58	0.66	0.91	1.09	1.39	39	28	24	18
688295.SH	中复神鹰	246.60	27.40	0.35	0.39	0.59	0.74	78	70	47	37
平均值								56	45	32	27
300699.SZ	光威复材	223.80	26.92	1.05	1.11	1.34	1.75	25	24	20	15

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年动态估值为 24 倍，行业平均值为 45 倍，低于行业平均估值水平，略低于军品供应商中简科技的 28 倍，显著低于中高端纤维制造商中复神鹰的 70 倍。考虑到航空装备代际替换与列装、公司新产线建成投产、新市场快速拓展和规模效应等因素，看好公司成长性，首次覆盖，给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标价 33.3 元，给予“买入”评级。

6 风险提示

碳纤维产品降价风险；军品需求延缓风险；民用市场开拓不及预期风险；产线验证与产能投放不及预期风险。

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	2,518	3,011	3,781	4,571	净利润	841	891	1,094	1,443
营业成本	1,293	1,631	2,203	2,534	折旧与摊销	203	351	331	338
营业税金及附加	34	33	42	50	财务费用	9	9	8	7
销售费用	21	23	26	30	资产减值损失	97	102	111	116
管理费用	162	175	204	238	经营营运资本变动	-619	481	-40	-148
财务费用	-27	-7	-24	-37	其他	4	-1	-0	0
资产减值损失	-52	-52	-52	-52	经营活动现金流净额	534	1,834	1,504	1,757
投资收益	0	0	0	0	资本支出	-745	-225	-125	-125
公允价值变动损益	10	0	0	0	其他	10	-15	0	0
其他经营损益	212	151	189	183	投资活动现金流净额	-735	-240	-125	-125
营业利润	992	1,024	1,257	1,659	短期借款	16	0	0	0
其他非经营损益	1	0	0	0	长期借款	119	-28	-28	-28
利润总额	993	1,024	1,257	1,659	股权融资	32	6	0	0
所得税	152	133	163	216	支付股利	-371	-448	-578	-675
净利润	841	891	1,094	1,443	其他	133	-17	0	0
少数股东损益	-32	-36	-22	-14	筹资活动现金流净额	-71	-487	-606	-703
归属母公司股东净利润	873	927	1,115	1,458	现金流量净额	-252	1,106	772	929
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	1,090	2,197	2,969	3,898	成长能力				
应收和预付款项	775	740	759	735	销售收入增长率	0.26%	19.61%	25.55%	20.90%
存货	456	447	538	548	营业利润增长率	-5.44%	3.29%	22.71%	31.98%
其他流动资产	114	155	194	236	净利润增长率	-6.54%	6.14%	20.35%	30.69%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	4.57%	16.89%	14.20%	25.41%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	2,955	2,821	2,608	2,386	毛利率	48.66%	45.82%	41.74%	44.58%
无形资产和开发支出	240	248	256	264	三费率	6.19%	6.32%	5.46%	5.05%
其他非流动资产	76	91	91	91	净利率	33.40%	29.59%	28.92%	31.57%
资产总计	7,058	7,698	8,650	9,635	ROE	16.03%	15.60%	17.19%	20.03%
短期借款	46	46	46	46	ROA	12.37%	12.04%	12.89%	15.13%
应付和预收款项	515	657	1,040	1,232	ROIC	14.23%	14.34%	16.08%	19.03%
长期借款	119	91	63	35	EBITDA/销售收入	46.52%	45.46%	41.35%	42.89%
其他负债	847	916	989	1,035	营运能力				
负债合计	1,528	1,710	2,139	2,348	总资产周转率	0.38	0.41	0.46	0.50
股本	831	831	831	831	固定资产周转率	1.52	1.28	1.40	1.84
资本公积	1,319	1,324	1,324	1,324	应收账款周转率	4.65	4.69	6.07	7.52
留存收益	3,303	3,791	4,336	5,126	存货周转率	2.35	3.62	4.47	4.66
归属母公司股东权益	5,448	5,942	6,487	7,277	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	82	46	24	10	资本结构				
股东权益合计	5,530	5,988	6,512	7,287	资产负债率	21.65%	22.22%	24.72%	24.37%
负债和股东权益合计	7,058	7,698	8,650	9,635	带息债务/总负债	15.12%	10.85%	7.37%	5.52%
					流动比率	3.79	3.75	3.42	3.62
					速动比率	3.19	3.23	2.95	3.19
					股利支付率	47.24%	47.37%	51.10%	45.83%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	1,171	1,369	1,563	1,960	每股收益	1.05	1.11	1.34	1.75
PE	25	24	20	15	每股净资产	6.55	7.15	7.80	8.75
PB	4	4	3	3	每股经营现金	0.64	2.21	1.81	2.11
PS	9	7	6	5	每股股利	0.50	0.54	0.70	0.82
EV/EBITDA	18	15	13	9					
股息率	1.87%	1.99%	2.59%	3.04%					

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
	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
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	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	cyrif@swsc.com.cn
