

振江股份 (603507)

证券研究报告

2024年07月04日

海风和支架两大引擎, 西门子能源和 GCS 核心供应商

振江股份是国内专业从事新能源发电设备钢结构件的领先企业, 产品包括但不限于风电设备(转子房、定子(段)、机舱罩、塔筒等)、光伏/光热设备零部件、紧固件以及海上风电安装和运维等。

风电业务: 公司产品以海上风电产品为主, 且以出口为主, 受益海外海上风电需求高增

海外海上风电 2026 年之后预计需求高增: 我们预计 2023-2025 年海外海风 CAGR 新增装机量为 32%。

西门子歌美飒业务重心转向海上风电: 再海上风电推动下, 西门子歌美飒预计 2024 年下半年收入增长将大大超过上半年, 对于海上风电业务最重要的任务是扩张产能。

振江股份风电产品以出口海上风电为主, 与西门子歌美飒等头部客户建立密切合作关系: 公司风电领域产品包括但不限于转子房、定子(段)和风机总装等, 与西门子集团(Siemens)、通用电气(GE)、Vestas、Enercon 等全球知名风电企业建立合作关系。公司产品出口占比较高(60%以上); 且主要为海上大兆瓦直驱机型零部件。

海外海上风机大兆瓦趋势明显, 公司产品匹配大兆瓦需求, 并进一步发力总装业务: 计划在南通建设海上风电产品生产基地, 涉及海上风机总装业务。

光伏支架业务: 美国/中东跟踪支架需求快速增长, 振江美国/沙特扩产受益需求增长及当地市场高盈利属性

美国公用事业光伏装机快速增长, 同时北美地区是跟踪支架最大市场: 24/25 年美国公用事业光伏装机有望达 45/53GW, 同比+90%/18%; 25 年公用事业光伏装机有望达 53GW; 同时根据 WoodMackenzie 统计, 2020 年北美地区就已成为跟踪支架最大市场。

美国跟踪支架市场是高盈利市场: 美国龙头 NXT2024Q1 毛利率达到 30% (不考虑 IRA 补贴的情况下); 同时, IRA 补贴下, 美国市场高盈利属性更加明显, IRA 补贴下 NXT2024Q1 毛利率达到 46% 以上。

中东需求同样旺盛: 以沙特为例, PIF1 期/2+3 期/4 期项目规模分别为 1.5GW/6.6GW/5.5GW, SPPC 四期五期分别为 1.5/3.7GW, 呈现快速增长趋势。

振江股份在美国建设跟踪支架代工工厂, 工厂已实现投产, 充分受益当地市场高盈利属性; 同时振江在沙特也计划投资建设工厂, 预计将在 2024 年 6 月开始运营, 并计划初期年产能达到 3GW, 未来可扩展至 5GW。

投资建议

看好振江股份与海外风机厂密切合作下, 受益海外海上风电需求高增, 同时受益海外跟踪支架需求高增, 美国/沙特建厂销售高盈利。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.0/4.3/5.5 亿元; EPS 分别为 2.12/3.03/3.87 元/股, 给予 24 年内 19 倍 PE, 目标价 40.3 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 行业需求不及预期; 市场竞争风险; 境外经营风险; 产能投产不及预期; 测算具有主观性, 结果仅供参考。

投资评级

行业	电力设备/风电设备
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	29.84 元
目标价格	40.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	142.03
流通 A 股股本(百万股)	142.03
A 股总市值(百万元)	4,238.20
流通 A 股市值(百万元)	4,238.20
每股净资产(元)	17.35
资产负债率(%)	60.95
一年内最高/最低(元)	37.12/17.51

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

张欣 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524070002
zhangxinb@tfzq.com

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

1 《振江股份-首次覆盖报告: 驭“风”前行, 国内新型能源系统零部件隐形冠军》 2022-07-14

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,904.09	3,841.62	4,318.28	5,838.27	7,709.14
增长率(%)	19.77	32.28	12.41	35.20	32.04
EBITDA(百万元)	537.32	744.25	709.95	917.09	1,139.20
归属母公司净利润(百万元)	94.64	183.69	300.40	430.61	550.13
增长率(%)	(47.20)	94.10	63.54	43.34	27.76
EPS(元/股)	0.67	1.29	2.12	3.03	3.87
市盈率(P/E)	44.78	23.07	14.11	9.84	7.70
市净率(P/B)	1.89	1.76	1.62	1.45	1.28
市销率(P/S)	1.46	1.10	0.98	0.73	0.55
EV/EBITDA	8.26	5.42	6.21	5.01	4.10

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 专业从事新能源设备钢结构件，收入持续提升.....	4
1.1. 股权结构和管理层稳定.....	5
1.2. 收入逐年提升，利润率有所波动，但近几个季度逐季稳步提升.....	5
2. 风电业务.....	7
2.1. 海外海上风电需求高增.....	7
2.2. 西门子歌美飒：海上风电收入快速增长，持续推进扩产.....	7
2.3. 振江：产品主要出口海外海风，与西门子密切合作.....	7
3. 光伏支架业务.....	8
3.1. 美国需求旺盛，IRA 补贴下高盈利市场属性加强.....	8
3.2. 中东需求同样旺盛.....	9
3.3. 振江：美国/沙特建工厂，受益美国/中东市场需求.....	9
4. 盈利预测及投资建议.....	9
4.1. 盈利预测.....	10
4.2. 投资建议.....	10
5. 风险提示.....	11

图表目录

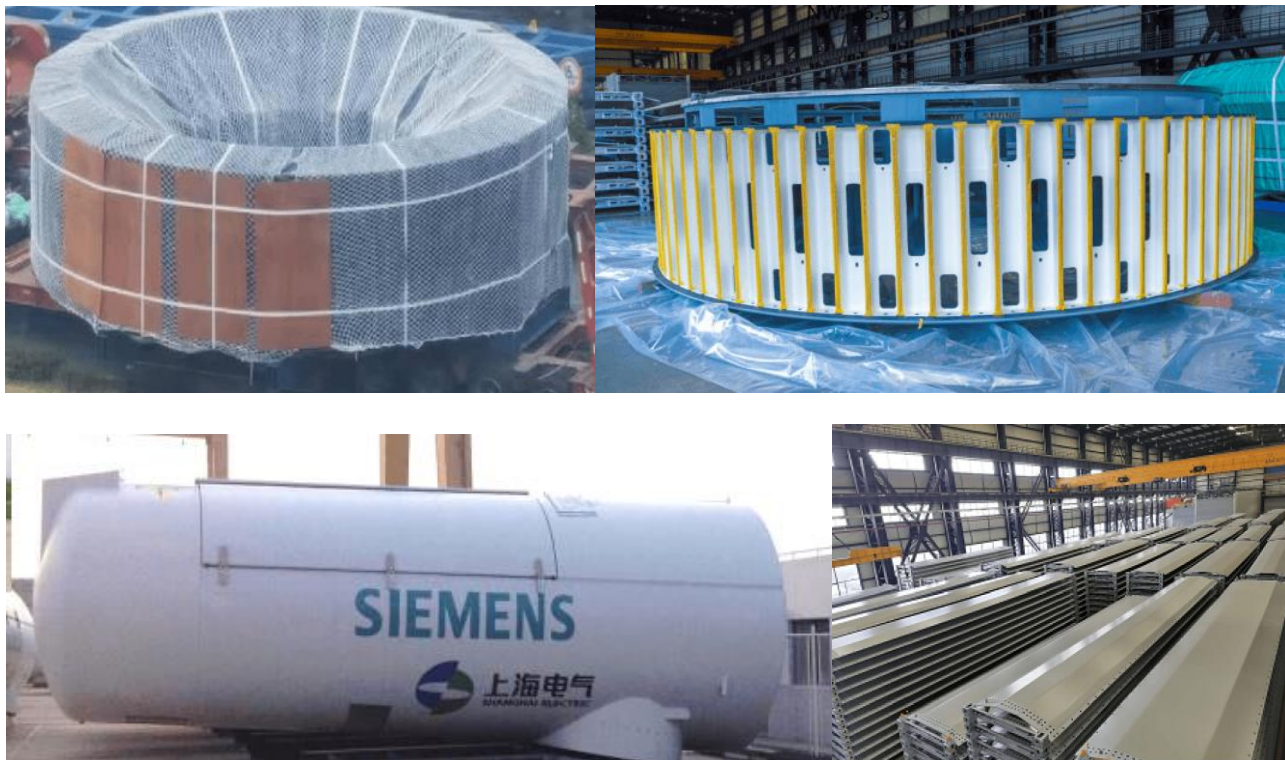
图 1：振江股份风电产品.....	4
图 2：振江股份光伏产品.....	4
图 3：振江股份股权关系（截至 2024 年 1 季报）.....	5
图 4：年度收入（单位：亿元，%）.....	6
图 5：年度利润率.....	6
图 6：季度利润率.....	6
图 7：海外风电新增装机量及预测（单位：GW）.....	7
图 8：振江股份海外收入和占比（单位：亿元，%）.....	7
图 9：跟踪支架公司毛利率对比（考虑 IRA 补贴，%）.....	8
图 10：海外跟踪支架公司分季度收入（亿元人民币）.....	9
图 11：海外跟踪支架公司分季度净利润（亿元人民币）.....	9
图 12：海外跟踪支架公司毛利率（%）.....	9
图 13：海外跟踪支架公司净利率（%）.....	9
图 14：沙特 PIF 项目规划.....	9
表 1：振江股份扩产项目.....	8
表 2：IRA 针对跟踪支架的税收抵免额度.....	8
表 3：振江股份盈利预测（单位：亿元，%）.....	10

表 4: 振江股份可比公司 PE 估值 (2024 年 7 月 3 日, 来自 Wind 一致预期)11

1. 专业从事新能源设备钢结构件，收入持续提升

公司是国内专业从事新能源发电设备钢结构件的领先企业，生产工序覆盖风电和光伏设备钢结构件设计开发、焊接、机加工和表面处理等生产全过程，公司主营业务包括但不限于风电设备、光伏/光热设备零部件、紧固件以及海上风电安装和运维等，产品包括转子房、定子（段）、机舱罩、塔筒以及光伏支架等。

图 1：振江股份风电产品



资料来源：振江股份官方网站，天风证券研究所

图 2：振江股份光伏产品





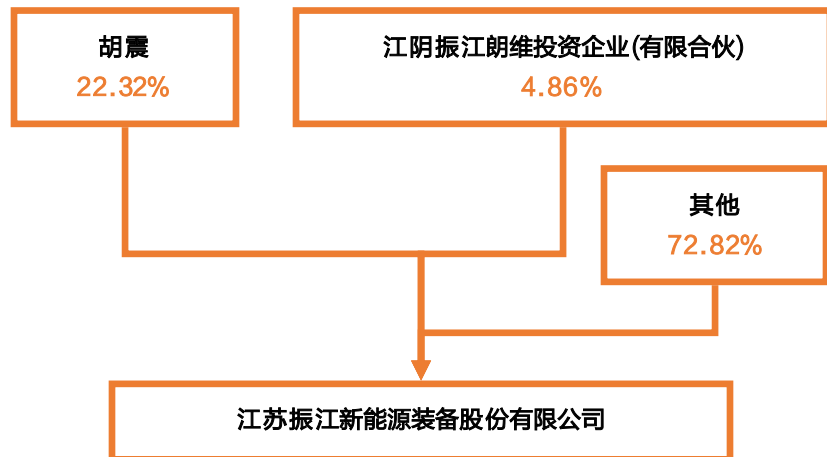
资料来源：振江股份官方网站，天风证券研究所

1.1. 股权结构和管理层稳定

胡震先生和卜春华女士两位公司的主要发起人，目前是公司的控股股东。其中，胡震先生为公司董事长。除此之外，公司副经理、总工程师徐建华先生、董事会秘书袁建军等均是自 2014 年任职至今。

目前作为一致行动人的胡震先生和江阴振江朗维投资企业(有限合伙)合计持有公司 27.18% 股份。

图 3：振江股份股权关系（截至 2024 年 1 季报）

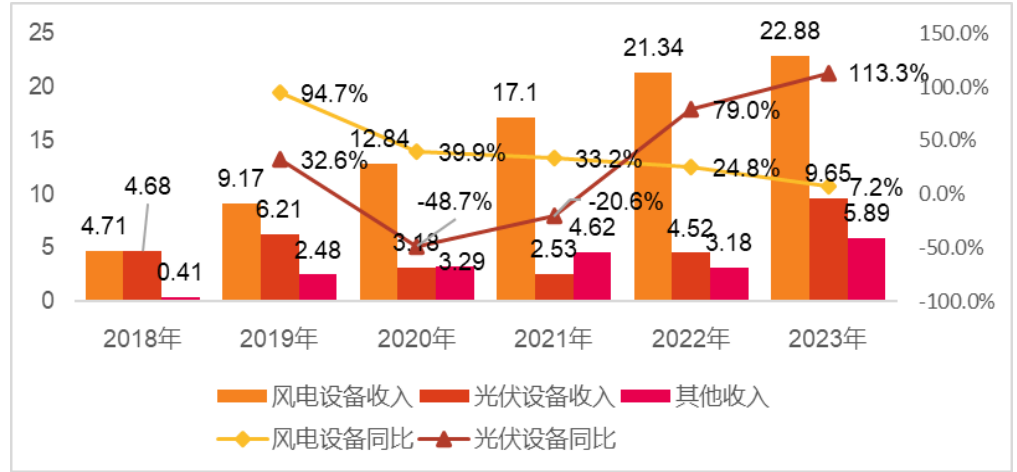


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 收入逐年提升，利润率有所波动，但近几个季度逐季稳步提升

公司收入逐年提升，其中 2018-2023 年收入分别为 9.80/17.86/19.31/24.25/29.04/38.42 亿元，2019-2023 年收入同比增速分别达到 82.3%/8.1%/25.5%/19.8%/32.3%，其中，风电设备产品收入 2019-2023 年收入同比增速分别达到 94.7%/39.9%/33.2%/24.8%/7.2%；光伏设备收入有所波动，但 2022-2023 年同样保持快速增长，同比增速分别为 79.0%/113.3%。

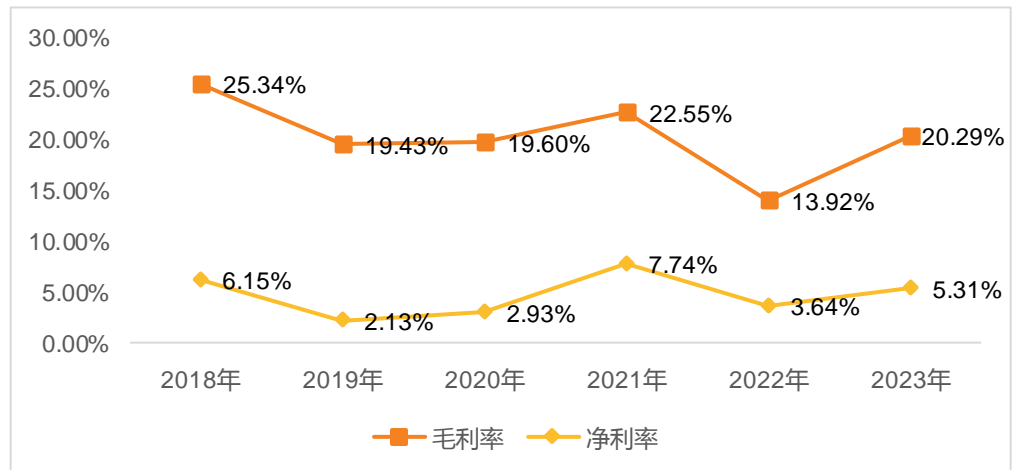
图 4：年度收入（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司利润率波动较大，2022 年毛利率同比下降 8.63pct，净利率同比下降 4.10pct。2022 年利润率下降一方面受到国内外风电行业形势的影响，一方面公司在以出口为主的情况下，欧元汇率大幅贬值导致对毛利率产生负面影响。

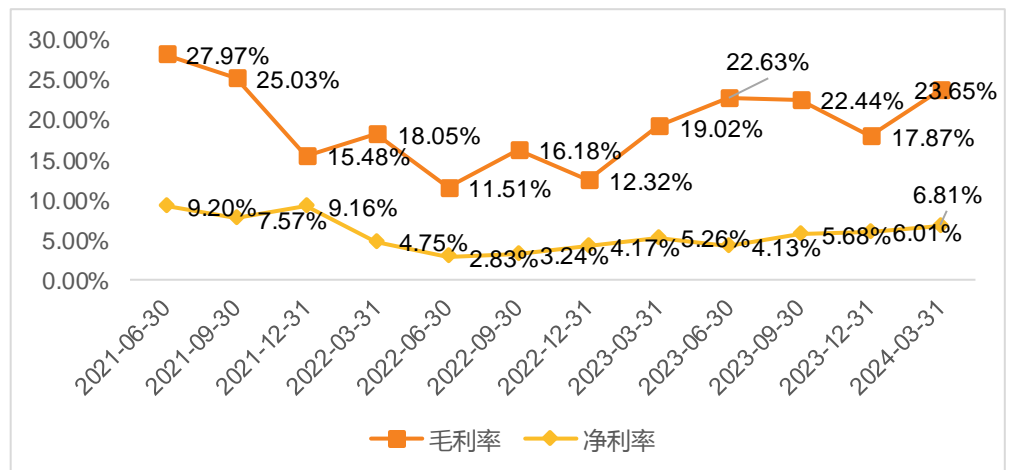
图 5：年度利润率



资料来源：Wind，天风证券研究所

从近 4 个季度来看，公司净利率持续回升，23Q2/23Q3/23Q4/24Q1 净利率分别为 4.13%/5.68%/6.01%/6.81%。

图 6：季度利润率



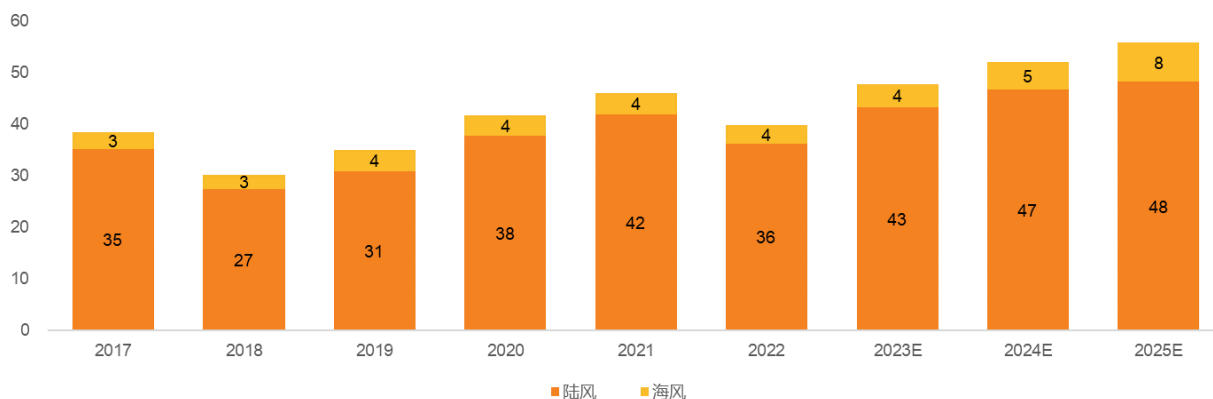
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 风电业务

2.1. 海外海上风电需求高增

欧盟四国及英法等成熟的欧洲海风市场持续发展，挪威等新兴欧洲市场、美洲、亚太等将成为海上风电的新增长市场，我们预计 2023-2025 年海外海风 CAGR 新增装机量为 32%。

图 7：海外风电新增装机量及预测（单位：GW）



资料来源：GWEC，中国储能网等，天风证券研究所

2.2. 西门子歌美飒：海上风电收入快速增长，持续推进扩产

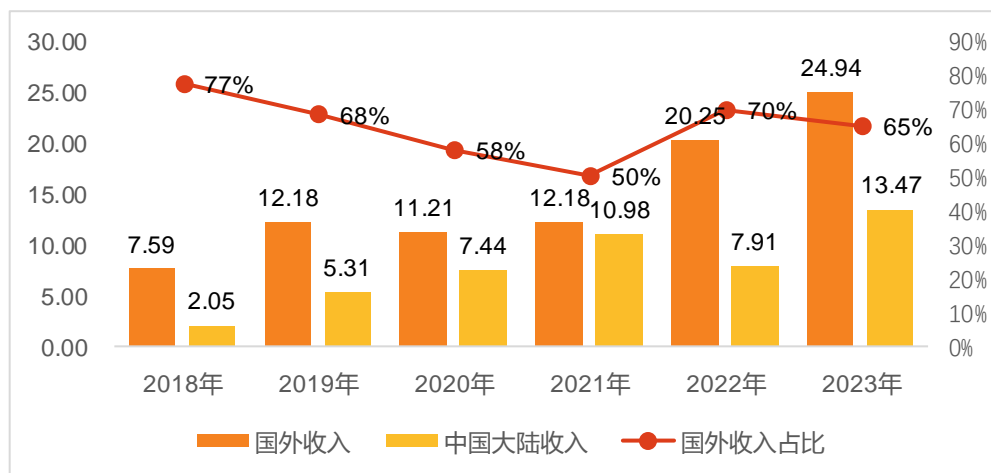
西门子歌美飒预计 2024 年下半年收入增长将大大超过上半年，主要就是海上风电的推动。对于海上风电业务最重要的任务是扩张产能，公司目前正在 Cuxhaven（德国）、Aalborg（丹麦）和 Le Havre（法国）按计划推进扩产。

2.3. 振江：产品主要出口海外海风，与西门子密切合作

公司风电领域产品包括但不限于转子房、定子（段）、机舱罩、塔筒、风机总装等，与西门子集团（Siemens）、通用电气（GE）、Vestas、Enercon 等全球知名风电企业建立合作关系。

公司产品出口占比较高，验证公司在海外市场竞争力。

图 8：振江股份海外收入和占比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从产品结构来看，公司风电产品主要为海上大兆瓦直驱机型零部件，对于公司主要客户西门子，公司主要供应定子、转子等风机核心钢结构件。

海外海上风机大兆瓦趋势明显：2018 年 9 月维斯塔斯-三菱重工在德国汉堡举行的汉堡国际风能展上发布风电史上首款商业化功率突破两位数的海上机型：V164-10.0MW；2019 年 1 月西门子集团推出首个 10MW 以上风电机组；2020 年 5 月 19 日，西门子歌美飒发布 14MW 海上直驱风机，型号 SG 14-222 DD，成为当时全球正式发布的最大容量风电机组。公司产品匹配大兆瓦需求。

持续扩充产能，发力总装业务，匹配海外风电市场需求。公司计划新建风力发电机部件项目，达产后预计实现年产 40,000 吨风力发电机部件和风电轴承产品。并计划在南通建设海上风电产品生产基地，主要从事海上大兆瓦转子、定子系列生产制造，风电塔筒、钢管桩、导管架生产制造，海上电机总装，漂浮式平台生产制造及组装，计划投资额达 50 亿元。

表 1：振江股份扩产项目

项目	项目内容
新建风力发电机部件项目	建设风力发电机部件生产厂房，达产后预计实现年产 40,000 吨风力发电机部件和风电轴承产品。项目主要为大兆瓦海上风电定转子等产品的扩产，辅以风电主轴轴承产品的产业化研发。
海上风电产品生产基地	主要从事海上大兆瓦转子、定子系列生产制造，风电塔筒、钢管桩、导管架生产制造，海上电机总装，漂浮式平台生产制造及组装。

资料来源：振江股份公告，天风证券研究所

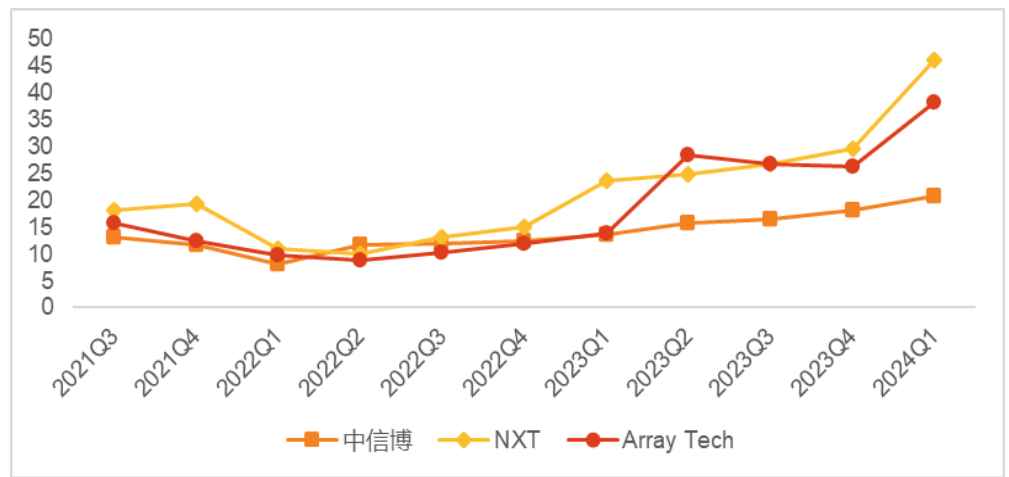
3. 光伏支架业务

3.1. 美国需求旺盛，IRA 补贴下高盈利市场属性加强

24/25 年美国公用事业光伏装机有望达 45/53GW，同比+90%/18%：根据美国能源信息署的预测，24 年美国光伏装机有望达 53.5GW，同比增速 52%，其中公用事业光伏电站 45GW，同比+90%；25 年公用事业装机有望达 53GW；同时，2020 年美国就成为跟踪支架最大市场：根据 WoodMackenzie 统计，2020 年北美地区跟踪支架出货量达到 22.36GW，占比 50%以上，成为跟踪支架领域全球第一大市场。

美国跟踪支架市场是高盈利市场：美国龙头 NXT2024Q1 毛利率达到 30%（不考虑 IRA 补贴的情况下）。

图 9：跟踪支架公司毛利率对比（考虑 IRA 补贴，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

IRA 补贴下，美国市场高盈利属性更明显：IRA 政策给予跟踪支架零部件本土制造补贴，提升跟踪支架经济性，并提高本土制造跟踪支架的盈利能力。IRA 补贴下 2024Q1NXT 毛利率达到 46%以上。

IRA 针对跟踪支架本土产能的补贴为：**扭矩管 87 美分/公斤，紧固件 2.28 美元/公斤。**

表 2：IRA 针对跟踪支架的税收抵免额度

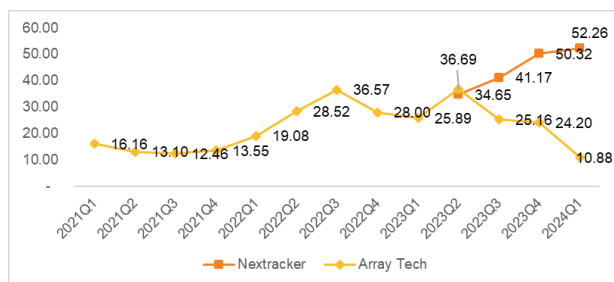
项目	税收抵免额度
扭矩管	每公斤 87 美分
纵向檩条	每公斤 87 美分
结构紧固件	每公斤 2.28 美元

资料来源：PV-Tech 公众号，天风证券研究所

从 Nextrack 和 Array Tech 收入体量和盈利水平可以反映美国市场增长和盈利改善的趋势，

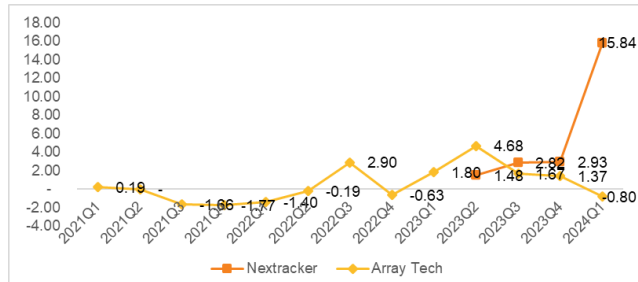
尤其是 24 年 Q1 毛利率出现明显提升。

图 10：海外跟踪支架公司分季度收入（亿元人民币）



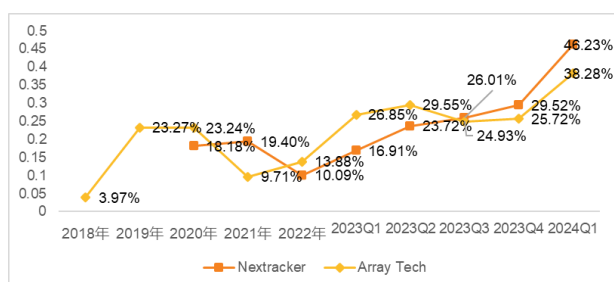
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：海外跟踪支架公司分季度净利润（亿元人民币）



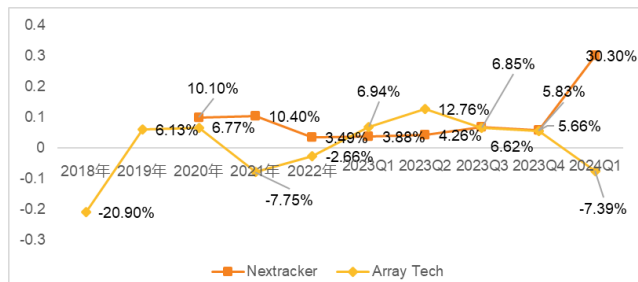
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：海外跟踪支架公司毛利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：海外跟踪支架公司净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 中东需求同样旺盛

沙特/阿联酋积极推动光伏项目落地，大电站装机快速增长；沙特 PIF1 期项目规模 1.5GW，2-3 期合计 6.6GW，4 期 5.5GW，SPCC 四期和五期项目规模分别为 1.5/3.7GW。

图 14：沙特 PIF 项目规划



资料来源：ACWAPOWER，天风证券研究所

3.3. 振江：美国/沙特建工厂，受益美国/中东市场需求

振江股份在美国建设跟踪支架代工工厂，充分受益当地跟踪支架代工需求及当地高盈利属性；振江股份美国工厂已经投产并开始批量发货。

在沙特，振江计划于阿拉伯达曼投资建设工厂，生产 GameChange Solar(GCS)的光伏跟踪器组件，工厂预计将在 2024 年 6 月开始运营，并计划初期年产能达到 3GW，未来可扩展至 5GW。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

风电业务：基于公司在定转子、风机总装等业务上与西门子等客户加深合作，预计收入持续保持增长，预计 24-26 年风电设备业务收入 25.6/37.9/53.5 亿元，同比+11.9%/48.0%/41.2%，对应 24-26 年毛利率 20.5%/20.0%/18.9%。

光伏支架业务：基于公司美国/沙特工厂陆续投产，预计 24-26 年收入 11/13/15 亿元，同比+14.0%/18.2%/15.4%，同时由于美国业务毛利率预计更高，对应 24-26 年毛利率 20%/23%/26%。

紧固件业务：预计收入稳步提升，24-26 年收入 4.6/5.5/6.6 亿元，同比+20%/20%/20%，24-26 年毛利率分别为 23.0%/23.0%/23.0%。

表 3：振江股份盈利预测（单位：亿元，%）

振江股份	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
风电设备业务						
营业收入	17.1	21.3	22.9	25.6	37.9	53.5
YoY	33.2%	24.8%	7.2%	11.9%	48.0%	41.2%
毛利率	22.6%	13.9%	20.3%	20.5%	20.0%	18.9%
转子房						
营业收入	3.9	3.5	4.6	6.2	9.3	12.1
YoY	28.4%	-10.8%	32.3%	35.0%	50.0%	30.0%
毛利率	35.4%	17.7%	32.5%	33.0%	34.0%	34.0%
定子段						
营业收入	2.4	1.9	2.0	2.6	3.7	4.6
YoY	45.4%	-20.7%	7.4%	30.0%	40.0%	25.0%
毛利率	19.3%	8.9%	12.7%	13.0%	14.0%	14.0%
其他零部件						
营业收入	10.84	8.22	10.21	10.7	11.3	11.8
YoY	32.5%	-24.2%	24.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	18.7%	15.1%	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%
发电机总装						
营业收入		7.8	6.1	6.1	13.7	25.0
YoY			-22.0%	0.0%	125.4%	83.0%
毛利率		12.3%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
光伏/光热支架						
营业收入	2.5	4.5	9.7	11.0	13.0	15.0
YoY	-20.4%	78.7%	113.5%	14.0%	18.2%	15.4%
毛利率	6.6%	12.1%	13.1%	20.0%	23.0%	26.0%
紧固件业务						
营业收入	1.8	1.8	3.8	4.6	5.5	6.6
YoY	-8.1%	0.0%	111.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	32.1%	21.7%	23.6%	23.0%	23.0%	23.0%
其他业务						
营业收入	-21.4	-27.7	-36.4	2.0	2.0	2.0
YoY	19.2%	29.1%	31.4%	-105.5%	0.0%	0.0%
毛利率	21.5%	14.1%	18.7%	20.0%	20.0%	20.0%
总营业收入	24.3	29.0	38.4	43.2	58.4	77.1
YoY	25.6%	19.8%	32.3%	12.4%	35.2%	32.0%
毛利率	22.6%	13.9%	20.3%	20.6%	20.9%	20.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 投资建议

采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司是风电零部件和光伏支架制造企业，选取可比公司：风电零部件公司日月股份、金雷股份，光伏支架公司中信博，意华股份，四家可比

公司 2024 年预测 PE 分别为 15.1/9.3/16.7/18.3x,平均值为 14.9x。基于与可比公司的比较,首次覆盖公司给予其 2024 年 PE 19x, 目标价 40.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 振江股份可比公司 PE 估值 (2024 年 7 月 3 日, 来自 Wind 一致预期)

行业	公司名称	2024E	2025E	2026E
风电零部件	日月股份	15.1	12.4	10.6
风电零部件	金雷股份	9.3	7.1	5.7
光伏支架	中信博	16.7	13.1	10.4
光伏支架	意华股份	18.3	13.4	11.1
均值		14.9	11.5	9.4
	振江股份	14.1	9.8	7.7

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

行业需求不及预期: 如果因政策、不可抗力等各类原因造成行业需求不达预期, 则对公司经营业务的成长性有负面影响。

市场竞争风险: 市场竞争的加剧可能影响公司产品盈利水平。

境外经营风险: 公司海外销售占比较高, 境外经营存在关税、双反、汇率波动、海运费波动、订单无法及时交付而引发诉讼等风险。

产能投产不及预期: 公司规划有多个待投产项目, 如果投产节奏不及预期, 则可能会对公司业绩产生负面影响。

测算具有主观性, 结果仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	707.57	1,027.75	1,155.27	1,561.92	2,062.43
应收票据及应收账款	462.60	760.23	959.62	1,297.39	1,713.14
预付账款	120.58	184.47	156.96	302.94	306.36
存货	1,150.39	1,209.05	1,431.77	1,778.57	2,356.32
其他	647.10	305.34	301.70	387.59	385.19
流动资产合计	3,088.24	3,486.84	4,005.32	5,328.40	6,823.44
长期股权投资	29.30	26.23	26.23	26.23	26.23
固定资产	1,775.70	1,897.32	1,725.52	1,670.84	1,562.38
在建工程	35.90	107.96	170.83	233.70	296.57
无形资产	133.50	170.84	290.77	403.95	510.40
其他	403.48	657.50	642.49	627.49	612.49
非流动资产合计	2,377.88	2,859.84	2,855.84	2,962.22	3,008.07
资产总计	5,468.00	6,361.10	6,861.16	8,290.62	9,831.52
短期借款	898.13	1,332.06	1,257.21	1,729.55	2,228.33
应付票据及应付账款	611.13	635.16	759.76	1,119.17	1,370.12
其他	568.08	642.56	1,348.00	1,531.60	1,880.44
流动负债合计	2,077.33	2,609.78	3,364.97	4,380.32	5,478.89
长期借款	94.00	8.92	8.92	119.26	175.65
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	558.55	782.33	782.33	782.33	782.33
非流动负债合计	652.55	791.25	791.25	901.59	957.98
负债合计	3,178.88	3,859.21	4,156.22	5,281.90	6,436.86
少数股东权益	49.64	90.74	90.74	90.74	90.74
股本	142.63	142.03	142.03	142.03	142.03
资本公积	1,452.09	1,461.31	1,461.31	1,461.31	1,461.31
留存收益	650.93	806.56	1,016.84	1,318.26	1,703.35
其他	(6.16)	1.26	(5.98)	(3.63)	(2.78)
股东权益合计	2,289.11	2,501.90	2,704.94	3,008.72	3,394.65
负债和股东权益总计	5,468.00	6,361.10	6,861.16	8,290.62	9,831.52

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	105.79	203.89	300.40	430.61	550.13
折旧摊销	190.73	205.82	206.63	220.59	232.09
财务费用	113.67	136.41	140.00	180.00	250.00
投资损失	(29.06)	21.70	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(310.13)	(2.82)	10.33	(358.43)	(379.73)
其它	(20.14)	(180.92)	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	50.85	384.08	657.37	472.77	652.49
资本支出	89.34	246.81	217.64	341.97	292.95
长期投资	4.64	(3.07)	0.00	0.00	0.00
其他	(508.05)	(626.21)	(435.27)	(683.94)	(585.91)
投资活动现金流	(414.06)	(382.47)	(217.64)	(341.97)	(292.95)
债权融资	(42.62)	350.65	(214.85)	402.68	305.17
股权融资	536.52	(38.90)	(97.36)	(126.83)	(164.19)
其他	127.96	(74.72)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	621.87	237.03	(312.21)	275.85	140.98
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	258.65	238.63	127.52	406.65	500.51

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,904.09	3,841.62	4,318.28	5,838.27	7,709.14
营业成本	2,499.78	3,062.01	3,427.18	4,616.33	6,115.92
营业税金及附加	17.08	19.98	22.45	30.36	40.09
销售费用	31.36	49.98	56.14	75.90	100.22
管理费用	69.19	141.48	159.78	216.02	285.24
研发费用	92.33	126.60	149.41	203.17	260.57
财务费用	107.31	134.87	140.00	180.00	250.00
资产/信用减值损失	(9.81)	(56.41)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
公允价值变动收益	28.46	(7.61)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.10	(41.19)	0.00	0.00	0.00
其他	(82.21)	195.75	0.00	0.00	0.00
营业利润	131.50	216.18	353.32	506.50	647.11
营业外收入	0.32	37.98	0.60	0.60	0.60
营业外支出	5.47	12.42	0.50	0.50	0.50
利润总额	126.35	241.74	353.42	506.60	647.21
所得税	20.56	37.84	53.01	75.99	97.08
净利润	105.79	203.89	300.40	430.61	550.13
少数股东损益	11.15	20.20	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	94.64	183.69	300.40	430.61	550.13
每股收益(元)	0.67	1.29	2.12	3.03	3.87

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	19.77%	32.28%	12.41%	35.20%	32.04%
营业利润	-43.72%	64.40%	63.44%	43.35%	27.76%
归属于母公司净利润	-47.20%	94.10%	63.54%	43.34%	27.76%
获利能力					
毛利率	13.92%	20.29%	20.64%	20.93%	20.67%
净利率	3.26%	4.78%	6.96%	7.38%	7.14%
ROE	4.23%	7.62%	11.49%	14.76%	16.65%
ROIC	9.69%	12.20%	15.15%	20.97%	23.26%
偿债能力					
资产负债率	58.14%	60.67%	60.58%	63.71%	65.47%
净负债率	27.38%	31.66%	21.80%	25.45%	24.17%
流动比率	1.22	1.14	1.19	1.22	1.25
速动比率	0.77	0.75	0.76	0.81	0.82
营运能力					
应收账款周转率	6.68	6.28	5.02	5.17	5.12
存货周转率	2.74	3.26	3.27	3.64	3.73
总资产周转率	0.56	0.65	0.65	0.77	0.85
每股指标(元)					
每股收益	0.67	1.29	2.12	3.03	3.87
每股经营现金流	0.36	2.70	4.63	3.33	4.59
每股净资产	15.77	16.98	18.41	20.54	23.26
估值比率					
市盈率	44.78	23.07	14.11	9.84	7.70
市净率	1.89	1.76	1.62	1.45	1.28
EV/EBITDA	8.26	5.42	6.21	5.01	4.10
EV/EBIT	12.48	7.31	8.76	6.60	5.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com