



PVC 热稳定剂龙头，深耕助剂多元业务布局

——佳先股份首次覆盖报告

2024 年 07 月 17 日

- 公司业务结构：**佳先股份成立于 2006 年，公司在主业 PVC 新型环保热稳定剂的基础上，围绕助剂领域，拓宽业务板块，如今公司及参控股子公司已布局形成 PVC 环保助剂、生物医药和电子材料中间体、表面活性剂、水性液体润滑剂、二元酸酯、可降解材料助剂等业务板块。公司第一大股东为蚌埠能源集团有限公司，实际控制人为蚌埠市国资委。
- 财务分析：**主要下游 PVC 行业需求疲软，公司业绩短期承压。2024 年一季度，公司实现营业收入 14,673.65 万元，同比增长 18.43%；实现归母净利润 1,091.03 万元，同比下降 0.07%。公司的盈利能力、费用控制和研发投入较为稳定，2024 年有多个项目投产。2023 年公司通过苯乙酮自产降低生产成本约 2500 元/吨，通过 SBM 工艺优化降低生产成本约 2000 元/吨，未来随着需求回暖公司降本成效将在未来业绩中得到更好体现。
- 公司项目及行业分析：**（1）PVC 新型环保热稳定剂及助剂：PVC 环保助剂是公司的主要营收来源。除了 DBM 和 SBM，公司通过收购沙丰新材 67% 股权，将业务拓展至脂肪酸盐领域，并实施了 DBM 和 SBM 的主要原料苯乙酮自产项目，进一步横向和纵向延伸了产业链。（2）生物医药和电子材料中间体：英特美一期项目包括年产 700 吨电子材料中间体项目，其中对乙酰氧基苯乙烯可用于合成光刻胶主要成分聚对羟基苯乙烯，三嗪类紫外线吸收剂是目前应用最广的光稳定剂之一。（3）水性液体润滑剂&非离子表面活性剂：年产 4.26 万吨表面活性剂项目将于下半年调试生产，其产品可广泛应用于合成橡胶、乳胶制品、发泡水泥、造纸和各种涂料体系；年产 1.5 万吨水性液体润滑剂项目计划于 2025 年 6 月建成投产，其产品主要应用于个人护理品、纤维油剂、润滑油金属加工液等领域，并有望实现国产替代。（4）二元酸酯：年产 1 万吨二元酸酯一期项目已建成投入试生产，可作为环保型溶剂、助溶剂应用于涂料、涂饰剂、油墨等行业。（5）可降解材料助剂：年产 15000 吨生物可降解材料功能助剂项目目前已经建成正在按试生产情况进行工艺优化调整，其产品钛酸正丁酯、锆酸正丁酯主要作为催化剂、偶联剂及改性剂应用于生物可降解材料 PBS、PBAT 类产品的生产及聚酯行业（PET）。
- 投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.50/0.64/0.82 亿元，同比增长 144.34% /29.03%/26.97%，对应市盈率分别为 20/16/12 倍，考虑到公司多个项目陆续建成投产，新布局产品在光刻胶、可降解塑料等领域的应用前景广阔，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**产品价格下跌风险；原材料价格波动风险；下游需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

佳先股份 (430489.BJ)

推荐 首次评级

分析师

范想想

☎: 010-8092-7663

✉: fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518090002

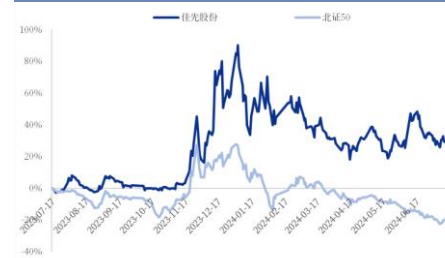
市场数据

2024-07-16

股票代码	430489.BJ
A 股收盘价(元)	6.25
上证指数	2,976.30
总股本(万股)	13,646
实际流通 A 股(万股)	8,569
流通 A 股市值(亿元)	5

相对北证 50 表现图

2024-07-16



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河北交所】2024 年展望: 政策助力北交所加快发展, 市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024 中期策略_新质生产力赋能北证, 关注央企投资价值

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	536	609	793	1016
收入增长率%	-5.52	13.61	30.21	28.12
归母净利润(百万元)	20	50	64	82
利润增速%	-66.21	144.34	29.03	26.97
毛利率%	14.35	15.76	15.76	15.85
摊薄 EPS(元)	0.15	0.36	0.47	0.60
PE	40.92	16.75	12.98	10.22
PB	1.63	1.48	1.33	1.18
PS	1.56	1.37	1.05	0.82

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 公司业务结构.....	4
二、 公司财务分析.....	5
三、 公司项目及行业分析.....	6
四、 盈利预测.....	8
五、 风险提示.....	10

一、公司业务结构

佳先股份成立于 2006 年，多年来专注于助剂类产品的生产经营。公司第一大股东为蚌埠能源集团有限公司，实际控制人为蚌埠市国资委。

公司主业为 PVC 新型环保热稳定剂及助剂的研发、生产、销售，主要产品包括二苯甲酰甲烷（DBM）、硬脂酰苯甲酰甲烷（SBM）、硬脂酸盐类产品，能够起到改善 PVC 的初期着色、抑制锌烧、提高热稳定性和光稳定性的作用，具有可靠的安全和环保特性，广泛应用于薄膜、PVC 异型材、PVC 管材管件、电线电缆、板材、玩具、食品包装袋、医疗器材及水杯等。公司主持制订了 DBM 和 SBM 产品行业标准，DBM、SBM 曾先后被列入国家科技部火炬计划项目，完成了 DBM 产品欧盟 REACH 法规（EC）No1907/2006 领头注册，拥有省认定企业技术中心、省级工程技术研究中心、省级博士后工作站，被认定为国家重点高新技术企业、国家专精特新“小巨人”企业、国家绿色工厂、国家知识产权优势企业、安徽省创新型企业、安徽省产学研联合示范企业、安徽省专精特新冠军企业、安徽省经济和信息化领域标准化示范企业、2022 年度金牛小巨人、2022 年度塑料助剂行业优秀企业、安徽省名牌产品、安徽先进集体、安徽省数字化车间、安徽出口品牌，获得安徽省专利优秀奖、蚌埠市人民政府质量奖等荣誉。

图1：公司部分产品展示



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司在主业 PVC 新型环保热稳定剂的基础上，围绕助剂领域，拓宽业务板块，如今公司及参控股子公司已布局形成 PVC 环保助剂、生物医药和电子材料中间体、表面活性剂、水性液体润滑剂、二元酸酯、可降解材料助剂等业务板块。从公司主营业务构成来看，过去几年 PVC 环保助剂仍然是公司的主要营收来源。公司的主要供应商和客户结构较为稳定，2023 年公司前五大供应商的采购占比为 52.46%，前五大客户的销售占比为 18.73%，客户集中度较低。未来随着新布局项目的投产，公司将逐步减少对单一产品和单一市场的依赖，培育新的增长点，并提升公司的抗风险能力。

表1：公司主营业务构成（万元）

	2023	2022	2021	2020
硬脂酸盐类产品	34,003.78	38,114.68	26,189.01	2,152.34
β二酮类产品	17,436.03	18,351.44	21,315.50	12,243.01
苯乙酮产品	1,890.82	--	--	--
其他业务	274.16	268.47	443.06	31.02

合计	53,604.78	56,734.59	47,947.57	14,426.37
----	-----------	-----------	-----------	-----------

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

表2: 公司主要供应商与客户情况

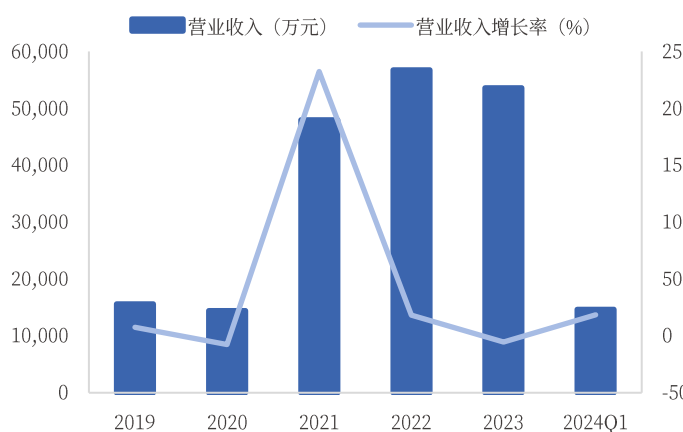
	2023		2022		2021		
	公司名称	占采购/销售总额比	公司名称	占采购/销售总额比	公司名称	占采购/销售总额比	
供应商	1	顶峰油脂化工(泰兴)有限公司	22.36%	泰柯棕化(张家港)有限公司	30.94%	泰柯棕化(张家港)有限公司	28.81%
	2	杭州赞宇油脂科技有限公司	14.41%	杭州油脂化工有限公司	9.97%	杭州油脂化工有限公司	14.78%
	3	泰柯棕化(张家港)有限公司	6.81%	海城利奇碳材有限公司	7.35%	海城利奇碳材有限公司	9.07%
	4	扬州华立锌业有限公司	5.21%	南通市兴忠销售有限公司	4.81%	南通市兴忠销售有限公司	6.39%
	5	东马棕榈工业(张家港)有限公司	3.67%	扬州华立锌业有限公司	4.75%	扬州华立锌业有限公司	5.77%
		合计	52.46%	合计	57.82%	合计	64.82%
客户	1	百尔罗赫新材料科技有限公司	5.83%	江苏汉光实业有限公司	6.47%	百尔罗赫新材料科技有限公司	5.09%
	2	江苏汉光实业有限公司	4.22%	百尔罗赫新材料科技有限公司	3.32%	上海隆沙贸易发展有限公司	4.23%
	3	山东省临沂市三丰化工有限公司	3.02%	山东京博控股有限公司	3.15%	大连中石化物资装备有限公司	3.79%
	4	辽宁忠信供应链管理有限公司	2.99%	山东金昌树新材料科技有限公司	2.21%	江苏汉光实业有限公司	3.31%
	5	欣好科技有限公司	2.67%	ADEKA(CHINA)CO.,LTD	1.51%	山东金昌树新材料科技有限公司	2.73%
		合计	18.73%	合计	16.66%	合计	19.15%

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

二、公司财务分析

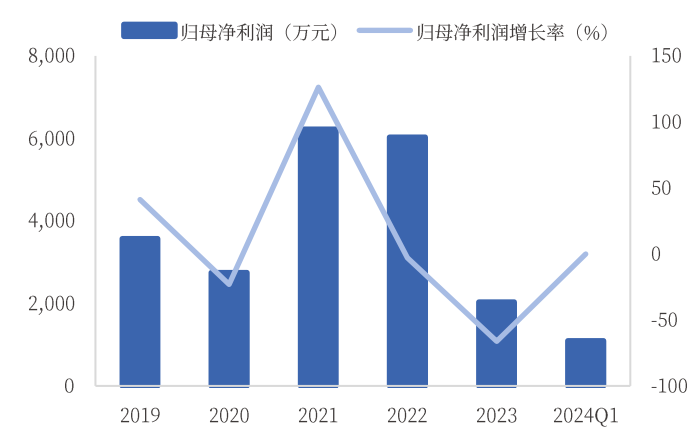
主要下游 PVC 行业需求疲软, 公司业绩短期承压。2024 年一季度, 公司实现营业收入 14,673.65 万元, 同比增长 18.43%; 实现归母净利润 1,091.03 万元, 同比下降 0.07%。公司业绩短期承压主要由于下游需求减弱和产品价格下行。

图2: 公司营业收入及增速



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

图3: 公司归母净利润及增速

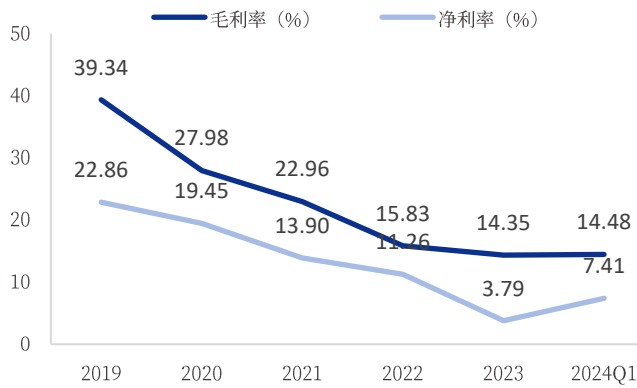


资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

盈利能力和费用控制趋于稳定。2024 年一季度, 公司毛利率为 14.48%, 净利率为 7.41%, 期间费用率为 4.49%。近年来, 公司通过持续的技改、精细化管理进行降本增效和节能降耗。2023 年公司开展了苯乙酮自产及 SBM 工艺优化工作, 苯乙酮自产有效降低现有产品生产成本约 2500 元/

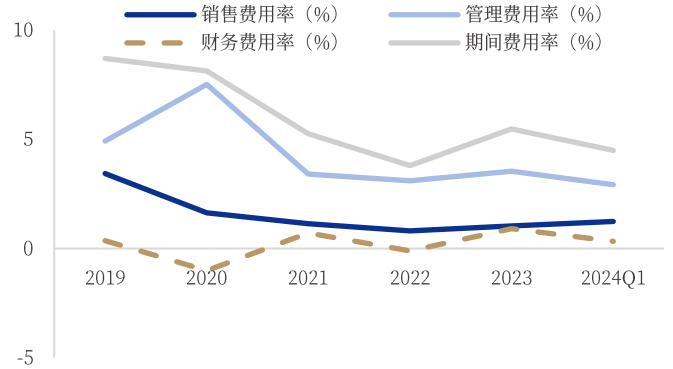
吨，SBM 工艺优化有效降低 SBM 生产成本约 2000 元/吨。2023 年消费市场偏弱，为稳定市场份额，公司将部分降本效益让利于市场，随着市场好转苯乙酮自产及 SBM 工艺优化的降本成效将在未来业绩中得到更好体现。

图4：公司毛利率及净利率情况



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

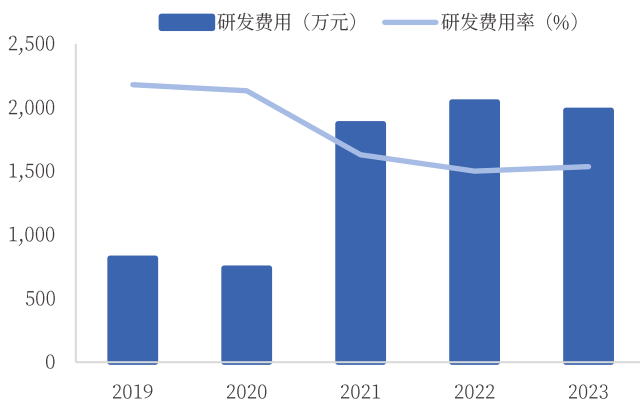
图5：公司期间费用率情况



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

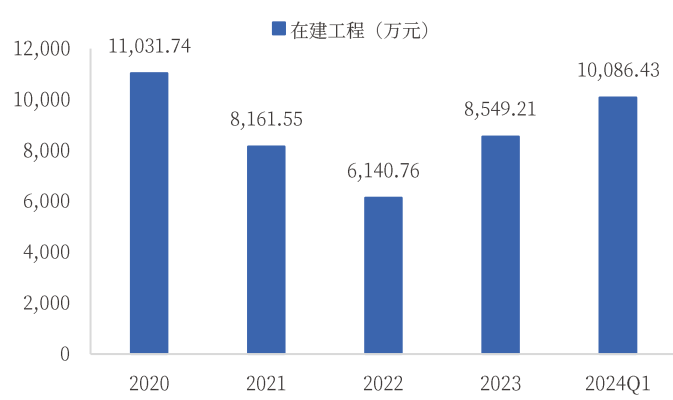
研发投入稳定，2024 年有多个项目投产。公司 2023 年研发费用为 1,977.70 万元，研发费用率为 3.69%，过去三年研发投入总体保持稳定。截至 2024 年一季度，公司在建工程总额为 10,086.43 万元。2024 年有多个项目投产，包括年产 1 万吨二元酸酯一期项目、年产 1.5 万吨生物可降解材料功能助剂一期项目，以及参股子公司英特美年产 700 吨电子材料中间体项目、参股子公司佳先新材料年产 1.5 万吨水性液体润滑剂项目，随着新项目的投产销售，公司的综合实力将得到进一步提升。

图6：公司研发费用及研发费用率情况



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

图7：公司在建工程情况



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

三、公司项目及行业分析

1.PVC 新型环保热稳定剂及助剂

PVC 热稳定剂是一种用于改善聚氯乙烯 (PVC) 材料热稳定性的添加剂。在加工和使用过程中，PVC 会受到热、光和氧等因素的影响，发生降解和老化，导致物理和化学性能的下降。为了延长 PVC 制品的使用寿命和保持其性能，需要添加热稳定剂。目前主流的热稳定剂有铅盐类、硬脂酸盐类、复合型热稳定剂（部分含铅）、有机锡类等热稳定剂，其中铅盐类热稳定剂是传统的 PVC 热稳定剂，具有优良的热稳定性、加工性、电性能以及价格优势，是最早应用于 PVC 加工中的热稳定剂。但由于其有毒性而被世界发达国家列入禁用名单，未来将被更加环保的硬脂酸盐类热稳定剂等非铅

稳定剂替代。

由于硬脂酸盐类热稳定剂不能单独使用，需要配以 β -二酮化合物等热稳定剂助剂配合使用，DBM 和 SBM 与硬脂酸盐类热稳定剂复配，能够起到改善 PVC 的初期着色、抑制锌烧、提高热稳定性和光稳定性的作用。因此，DBM、SBM 通常为生产硬脂酸盐类热稳定剂的必备原料之一。DBM、SBM 都能够起到改善 PVC 的初期着色、抑制锌烧、提高热稳定性和光稳定性的作用，并且 DBM 和 SBM 应用可以存在一定的重合，但二者的主要应用领域不同，DBM 主要应用于 PVC 软制品及硬制品，如薄膜、PVC 异型材、PVC 管材管件、电线电缆、板材等；SBM 是经美国 FDA 许可可适用于食品、药品接触的 PVC 材料，特别适用于浅色透明制品，如玩具、食品包装袋、医疗器材及水杯等。

除了 DBM 和 SBM，公司通过收购沙丰新材 67% 股权，将业务拓展至脂肪酸盐领域，并实施了 DBM 和 SBM 的主要原料苯乙酮自产项目，进一步横向和纵向延伸了产业链。此外，公司近年来持续通过技改实现降本增效。2023 年公司一方面顺利完成了 SBM 工艺优化改造，成功将 SBM 生产成本降低约 2000 元/吨，提升了产品的市场竞争力；另一方面公司通过技改将苯乙酮产能从 5000 吨/年提高至 8000 吨/年，此次改造在有效降低了现有产品生产成本约 2500 元/吨的同时，后续还将通过对外销售增加了公司产品种类及经济效益。

2. 生物医药和电子材料中间体

2023 年 10 月，在蚌投集团的支持下，公司整合集团内优质资产通过购买英特美 30% 的股权，实现了在光刻胶、紫外线吸收剂领域的布局。安徽英特美科技有限公司主要从事生物医药和电子材料中间体的研发、生产和销售，拟在淮上经济开发区投资 3.5 亿元建设年产 1000 吨生物医药及电子材料项目。其中一期建设年产 700 吨电子材料中间体项目，主要建设对乙酰氧基苯乙烯和三嗪类紫外线吸收剂两个产品生产线及配套工程，其中，对乙酰氧基苯乙烯产能 500 吨/年，可用于合成光刻胶主要成分聚对羟基苯乙烯，聚对羟基苯乙烯系列的化学增幅型光致抗蚀剂是目前国际上主流的光致抗蚀剂产品，是用于处理光蚀刻集成电路、制造芯片的关键技术之一；三嗪类紫外线吸收剂产能 200 吨/年，是目前应用最广的光稳定剂之一，具有优良的耐热升华性，耐洗涤性、耐气体褪色性和机械性能保持性，是高性能显示器添加剂、化妆品添加剂主要原料之一。

对乙酰氧基苯乙烯作为光刻胶原料，其技术壁垒主要体现在产品的微量成分控制上，因为属于电子化学品，对这些成分有非常精细的质量要求。安徽英特美前期已通过委托加工方式与客户开展业务合作，经过几年的技术积累和业务合作，已完全掌握相关技术，产品技术和质量已得到客户的认可。

3. 水性液体润滑剂&非离子表面活性剂

2022 年 10 月，公司与上海纭盛企业管理合伙企业(有限合伙)共同出资设立安徽佳先新材料科技有限公司，其中公司以现金出资人民币 2,500 万元，占比 35.71%。根据公司公告，双方约定在合资公司稳定运行（实现净利润 2,000 万元）前，公司先期仅参股，由合资方控股，并承担主要的投资风险。合资公司稳定运行后，公司再通过增资或收购等方式，实现对合资公司的控股权。目前佳先新材料重点推进的项目包括 4.26 万吨表面活性剂项目、年产 1.5 万吨水性液体润滑剂项目。

水性液体润滑剂广泛应用于合成橡胶、乳胶制品、发泡水泥、造纸和各种涂料体系。公司的年产 4.26 万吨表面活性剂项目总用地面积约 60 亩，包括建设年产 10700 吨乙氧基化系列产品、12000 吨磷酸酯系列产品、4000 吨聚醚系列产品、23900 吨复配型纺织助剂生产装置。目前该项目进展顺利，将于下半年调试生产。

非离子表面活性剂应用范围主要包括个人护理品、纤维油剂、润滑油金属加工液、电子化学品、聚烯烃生产过程中的添加剂等，以及纤维里面的高端产品，如碳纤维，氨纶等。目前国内市场需求主要由外资企业满足，佳先新材料项目投产后可实现国产替代。公司的年产 1.5 万吨水性液体润滑剂项目包括建设 13000 吨硬脂酸钙水性乳液、2000 吨硬脂酸锌水性乳液生产装置，该项目计划于

2024 年底主体建成，2025 年 6 月建成投产。

4.二元酸酯

二元酸酯主要作为环保型溶剂、助溶剂应用于涂料、涂饰剂、油墨等行业。公司利用已有的生产工艺技术、经验，改造闲置的原苯甲酸甲酯生产装置，建设了年产 1 万吨二元酸酯一期项目，布局环保高端涂料助溶剂领域。一期项目包括年产 3000 吨混合二元酸二正丁酯生产线 1 条，年产 2500 吨混合二元酸二异丁酯和 2500 吨己二酸二异丁酯生产线 1 条，年产 2000 吨混合二元酸二甲酯生产线 1 条。二元酸酯项目总投资约 6000 万元，其中一期投资约 3000 万元，该项目目前已建成投入试生产。

5.可降解材料助剂

近年来，随着塑料工业的高速发展，塑料废弃物处理处置问题日益凸显。随着我国电商、快递、外卖等新兴行业的迅速发展，大量一次性塑料包装物被废弃，已对我国生态环境和社会带来严重威胁。2020 年，我国出台《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，提出 2025 年前，国内将逐渐限制、禁止使用不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、宾馆和酒店一次性塑料制品和快递塑料袋等。随着环保政策不断趋严，公司产品生物可降解材料功能助剂未来发展前景广阔。

钛酸正丁酯、锆酸正丁酯主要作为催化剂、偶联剂及改性剂应用于生物可降解材料 PBS、PBAT 类产品的生产及聚酯行业（PET）。在可降解塑料中，钛酸正丁酯和锆酸正丁酯的占比通常在 5% 到 1% 之间，其中钛酸正丁酯主要用于 PBS、PBAT 等生物可降解材料中，可有效提升产品的拉伸、抗冲击等性能；锆酸正丁酯主要用作 PBS、PBAT、PLA 等可降解塑料与淀粉基材料的偶联剂。

2022 年 4 月，公司公告以自有资金建设年产 15000 吨生物可降解材料功能助剂项目；并于 2022 年 8 月与合肥工业大学化学与化工学院联合组建“生物可降解材料应用技术研究中心”，于 2023 年 11 月与合肥工业大学资产经营有限公司签署了战略合作意向协议书，双方将成立合资公司，共同加快推进 PBAT、PLA 基生物可降解改性材料的产业化。

公司年产 15000 吨可降解材料助剂项目，总投资约为 1.8 亿元，占地 30 亩，最终将建成年产 1.2 万吨钛酸正丁酯、年产 3000 吨锆酸正丁酯。其中一期投资 8000 万元，具体包括 5000 吨/年钛酸正丁酯、1500 吨/年锆酸正丁酯产能，目前已经建成正在按试生产情况进行工艺优化调整。

四、盈利预测

佳先股份作为国家级专精特新“小巨人”企业，主要从事 PVC 新型环保热稳定剂及助剂的研发、生产和销售。通过产业链的横向和纵向布局，公司及参控股子公司已布局形成 PVC 环保助剂、生物医药和电子材料中间体、表面活性剂、水性液体润滑剂、二元酸酯、可降解材料助剂等业务板块，公司正逐步成长为助剂类的平台型企业。

1) 苯乙酮系列产品：公司通过技改将苯乙酮产能从 5000 吨/年提高至 8000 吨/年，同时降低了现有产品生产成本约 2500 元/吨，后续还将通过对外销售增加了公司产品种类及经济效益。预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 0.21/0.25/0.28 亿元。

2) 硬脂酸盐类产品：硬脂酸盐的经营主体为公司控股子公司沙丰新材，短期仍将受到下游 PVC 需求疲软等影响，未来随着需求回暖公司硬脂酸盐类产品有望恢复增长。预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 3.79/4.38/4.84 亿元。

3) β 二酮类产品：2023 年公司顺利完成 SBM 工艺优化改造，降低生产成本约 2000 元/吨。DBM 和 SBM 短期仍将受到下游需求疲软等影响，未来随着需求回暖和公司的降本措施逐渐显现成效，公司 β 二酮类产品的竞争力有望得到提升。预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 1.97/2.23/2.55 亿元。

4) 其他业务：新布局业务板块中，年产 1 万吨二元酸酯一期项目、年产 15000 吨生物可降解材料功能助剂项目已建成投入试生产；英特美一期年产 700 吨电子材料中间体项目、年产 4.26 万吨表面活性剂项目将于下半年调试生产；年产 1.5 万吨水性液体润滑剂项目计划于 2025 年 6 月建成投产，随着新建项目陆续投产以及新的下游应用领域的开拓，公司的营收结构将得到进一步优化，盈利水平有望稳步提升。预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 0.12/1.06/2.49 亿元。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 6.09/7.93/10.16 亿元，同比分别增长 13.61%/30.21%/28.12%。归母净利润分别为 0.50/0.64/0.82 亿元，同比分别增长 144.34%/29.03%/26.97%，对应市盈率分别为 20/16/12 倍，考虑到公司多个项目陆续建成投产，新布局产品在光刻胶、可降解塑料等领域的应用前景广阔，给予“推荐”评级。

表3：分业务预测（百万元）

产品名称	项目	2023	2024E	2025E	2026E
苯乙酮系列产品	营业收入	18.91	21.22	25.30	28.19
	YOY (%)	-	12.23%	19.23%	11.42%
硬脂酸盐类产品	营业收入	340.04	379.04	437.90	483.69
	YOY (%)	-10.79%	11.47%	15.53%	10.46%
β二酮类产品	营业收入	174.36	196.80	223.48	254.83
	YOY (%)	-4.99%	12.87%	13.56%	14.03%
其他业务	营业收入	2.74	11.94	106.32	249.29
	YOY (%)	2.12%	335.50%	790.45%	134.47%
营业收入合计		536	609	793	1,016
YOY (%)		-5.52%	13.61%	30.21%	28.12%
归母净利润合计		20	50	64	82
YOY (%)		-66.21%	144.34%	29.03%	26.97%
EPS (元)		0.15	0.36	0.47	0.60
PE (倍)		49.03	20.06	15.55	12.25

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

五、风险提示

产品价格下跌风险；原材料价格波动风险；下游需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

图表目录

图 1: 公司部分产品展示.....	4
图 2: 公司营业收入及增速	5
图 3: 公司归母净利润及增速	5
图 4: 公司毛利率及净利率情况	6
图 5: 公司期间费用率情况	6
图 6: 公司研发费用及研发费用率情况	6
图 7: 公司在建工程情况.....	6
表 1: 公司主营业务构成 (万元)	4
表 2: 公司主要供应商与客户情况	5
表 3: 分业务预测 (百万元)	9

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	444	461	569	701
现金	150	141	154	199
应收账款	51	59	77	70
其它应收款	2	4	5	6
预付账款	6	5	6	8
存货	67	66	86	110
其他	167	187	242	309
非流动资产	626	612	591	570
长期投资	50	67	89	115
固定资产	403	384	356	322
无形资产	32	31	30	29
其他	141	130	115	105
资产总计	1070	1073	1160	1271
流动负债	310	281	327	385
短期借款	79	64	51	40
应付账款	195	185	237	298
其他	36	33	39	47
非流动负债	220	200	175	145
长期借款	203	183	158	128
其他	18	17	17	17
负债合计	530	481	502	529
少数股东权益	27	29	31	33
归属母公司股东权益	513	563	627	709
负债和股东权益	1070	1073	1160	1271

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	20	65	80	118
净利润	20	52	66	83
折旧摊销	22	52	54	56
财务费用	7	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-39	-36	-37	-18
其它	10	-3	-3	-3
投资活动现金流	-139	-35	-30	-33
资本支出	-85	-17	-7	-7
长期投资	-54	-17	-22	-26
其他	0	-1	0	0
筹资活动现金流	115	-39	-38	-41
短期借款	-82	-15	-13	-11
长期借款	186	-20	-25	-30
其他	11	-4	0	0
现金净增加额	-4	-9	13	44

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	536	609	793	1016
营业成本	459	513	668	855
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	6	6	7	10
管理费用	19	20	26	35
财务费用	5	-3	-3	-3
资产减值损失	-10	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	22	53	68	86
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	24	55	71	89
所得税	4	4	5	6
净利润	20	52	66	83
少数股东损益	0	2	2	2
归属母公司净利润	20	50	64	82
EBITDA	57	104	122	142
EPS(元)	0.15	0.36	0.47	0.60

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	-5.52%	13.61%	30.21%	28.12%
营业利润增速	-65.64%	145.15%	29.22%	26.60%
归属母公司净利润增	-66.21%	144.34%	29.03%	26.97%
毛利率	14.35%	15.76%	15.76%	15.85%
净利率	3.80%	8.17%	8.10%	8.03%
ROE	3.97%	8.84%	10.24%	11.51%
ROIC	3.54%	5.79%	7.27%	8.78%
资产负债率	49.55%	44.84%	43.24%	41.65%
净负债比率	26.49%	19.16%	9.55%	-3.05%
流动比率	1.43	1.64	1.74	1.82
速动比率	1.18	1.37	1.45	1.51
总资产周转率	0.53	0.57	0.71	0.84
应收账款周转率	10.48	11.09	11.73	13.86
应付账款周转率	2.58	2.70	3.17	3.20
每股收益	0.15	0.36	0.47	0.60
每股经营现金	0.14	0.48	0.59	0.87
每股净资产	3.76	4.13	4.60	5.19
P/E	40.92	16.75	12.98	10.22
P/B	1.63	1.48	1.33	1.18
EV/EBITDA	21.32	9.10	7.34	5.70
P/S	1.56	1.37	1.05	0.82

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

范想想 北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第14届机器人大赛团体第一名，FPM学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn