

## 2024Q2 业绩符合预期，盈利能力持续提升

■ 证券研究报告

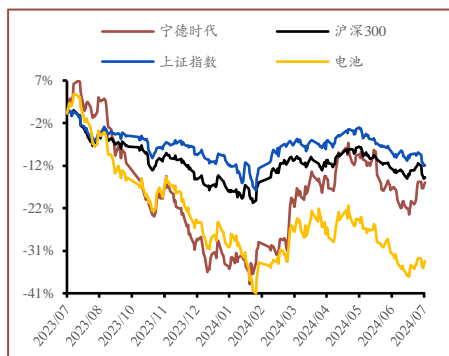
## ★ 投资评级:增持(维持)

## 基本数据

|          |        |
|----------|--------|
| 收盘价(元)   | 189.35 |
| 流通股本(亿股) | 38.95  |
| 每股净资产(元) | 44.61  |
| 总股本(亿股)  | 43.99  |

2024-07-26

## 最近 12 月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002  
zhangyc02@ctsec.com

分析师 张磊

SAC 证书编号: S0160522120001  
zhanglei02@ctsec.com

## 相关报告

- 《2024Q1 业绩超预期，报表质量高》  
2024-04-17
- 《单位盈利同比提升，现金流强劲》  
2024-03-17
- 《23 年业绩略超预期，海外拓展卓有成效》  
2024-01-31

## 核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营收 1667.7 亿元，同比-11.9%，营业收入同比下滑主要是因为电池价格下行；归母净利润 228.6 亿元，同比+10.4%；扣非净利润 200.5 亿元，同环比+14.2%。其中，2024Q2 实现营收 870.0 亿元，同环比-13.2%/+9.1%，归母净利润 123.6 亿元，同环比+13.4%/17.6%，扣非净利润 108.1 亿元，同环比+10.8%/16.9%。
- ❖ **电池销量同比高增，盈利能力持续提升:** 公司上半年销售 205GWh，同比+21%，对应单平扣非净利为 0.098 元/Wh。2024Q2 公司毛利率为 26.6%，同环比+4.7pct/0.2pct，归母净利率为 14.2%，同环比+3.3pct/1.0pct，主要源于高毛利的储能产品增长较快以及稼动率提升带来的规模效应提升。
- ❖ **产能建设放缓，存货环比提升:** 1) 2024Q2 在建工程 273 亿元，同环比-16.6%/+4%，在建产能 150GWh，未来国内通过超级拉线完成升级，海外为了配套客户、抢占市场仍有新产能建设。2) 2024Q2 存货开始回升：原材料环比 2023 年末提升 21 亿元，我们推测主要系碳酸锂价格低位，公司增加原材料采购。库存商品在降价的情况下增加 55 亿元，主要系下半年排产和订单饱满，公司加快备货。
- ❖ **全球份额持续提升，开启海外第二增长曲线:** 公司 2024 年 1-5 月实现动力电池装机 107.0GWh，同比+31.1%，高于市场增速（同比+23.0%），市占率+2.3pct 至 37.5%，市场份额持续稳定增长，主要系前期海外客户定点陆续交付。近期欧洲市场有短期需求波动的情况，但全球的电动化趋势已经非常明确，最终还是需要靠市场化驱动。随着欧洲车企新一代电动车型放量、产品竞争力提升、高性价比的锂离子电池推动、基础设施的逐步完善，欧洲市场需求将持续增长。
- ❖ **投资建议:** 公司注重技术研发，布局差异化产品矩阵，不断提高全球市场占有率，在激烈的市场竞争中保持较好的盈利。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 3827.01/4886.54/5674.90 亿元，归母净利润 503.63/660.19/717.27 亿元，对应 PE 分别为 16.54/12.62/11.61 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 原材料价格波动风险；新技术产品替代的风险；政策变化风险；产能过剩的风险。

## 盈利预测:

|            | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 328594 | 400917 | 382701 | 488654 | 567490 |
| 收入增长率(%)   | 152.07 | 22.01  | -4.54  | 27.69  | 16.13  |
| 归母净利润(百万元) | 30729  | 44121  | 50363  | 66019  | 71727  |
| 净利润增长率(%)  | 92.89  | 43.58  | 14.15  | 31.09  | 8.65   |
| EPS(元/股)   | 7.18   | 11.79  | 11.45  | 15.01  | 16.31  |
| PE         | 54.82  | 13.85  | 16.54  | 12.62  | 11.61  |
| ROE(%)     | 18.68  | 22.32  | 21.49  | 22.99  | 20.82  |
| PB         | 5.84   | 3.63   | 3.55   | 2.90   | 2.42   |

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 07 月 26 日收盘价计算)

## 内容目录

|     |                          |    |
|-----|--------------------------|----|
| 1   | 盈利能力持续提升，产能建设放缓.....     | 3  |
| 1.1 | 利润表分析.....               | 3  |
| 1.2 | 资产负债表分析.....             | 5  |
| 1.3 | 现金流量表分析.....             | 8  |
| 2   | 全球份额持续提升，开启海外第二增长曲线..... | 9  |
| 3   | 风险提示.....                | 10 |

## 图表目录

|       |                         |   |
|-------|-------------------------|---|
| 图 1.  | 营收及同比增速.....            | 3 |
| 图 2.  | 扣非净利润、归母净利润及增速.....     | 3 |
| 图 3.  | 分季度营收及同比增速.....         | 3 |
| 图 4.  | 分季度归母净利润及增速.....        | 3 |
| 图 5.  | 24Q2 毛利率、净利率同环比提升.....  | 4 |
| 图 6.  | 24H1 主业动力储能毛利率提升.....   | 4 |
| 图 7.  | 分季度期间费用率.....           | 5 |
| 图 8.  | 分季度研发费用及增速.....         | 5 |
| 图 9.  | 固定资产及环比增速（亿元）.....      | 6 |
| 图 10. | 分季度资本性支出（亿元）.....       | 6 |
| 图 11. | 分季度在建工程与合同负债（亿元）.....   | 6 |
| 图 12. | 存货及周转天数.....            | 7 |
| 图 13. | 资产减值损失环比回升.....         | 7 |
| 图 14. | 2024Q1 预计负债环比增加.....    | 8 |
| 图 15. | 国内月度装机量及增速.....         | 9 |
| 图 16. | 国内月度市占率及剔除比亚迪份额（%）..... | 9 |
| 图 17. | 全球装机及同比增速.....          | 9 |
| 图 18. | 全球市占率.....              | 9 |

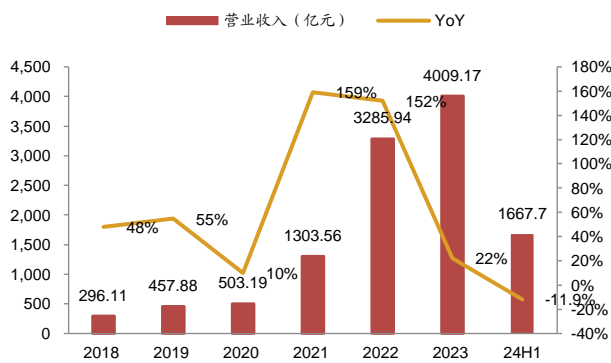
## 1 盈利能力持续提升，产能建设放缓

### 1.1 利润表分析

公司 2024H1 实现营收 1667.7 亿元,同比-11.9%,电池销量 205GWh,同比有 20% 以上的增长,营业收入同比下滑主要是因为原材料成本下降,电池价格相应下行(2024H1 均价 0.69 元/Wh,2023H1 均价 0.98 元/Wh)。2024H1 归母净利润 228.6 亿元,同比+10.4%;扣非净利润 200.5 亿元,同环比+14.2%。

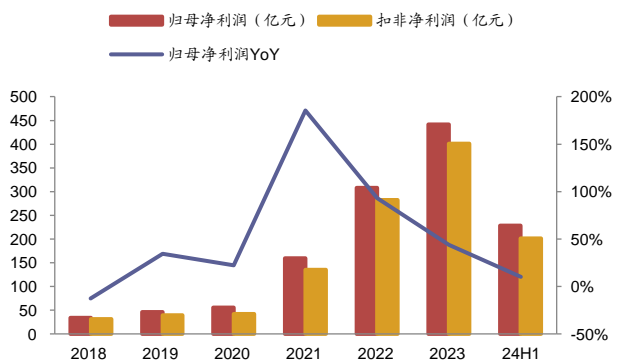
其中,2024Q2 实现营收 870.0 亿元,同环比-13.2%/+9.1%,归母净利润 123.6 亿元,同环比+13.4%/17.6%,扣非净利润 108.1 亿元,同环比+10.8%/16.9%。

图1.营收及同比增速



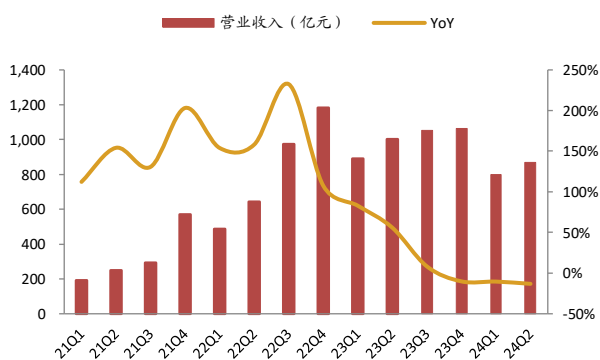
数据来源: wind, 财通证券研究所

图2.扣非净利润、归母净利润及增速



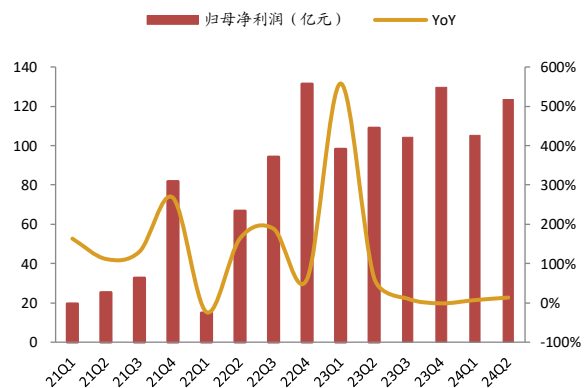
数据来源: wind, 财通证券研究所

图3.分季度营收及同比增速



数据来源: wind, 财通证券研究所

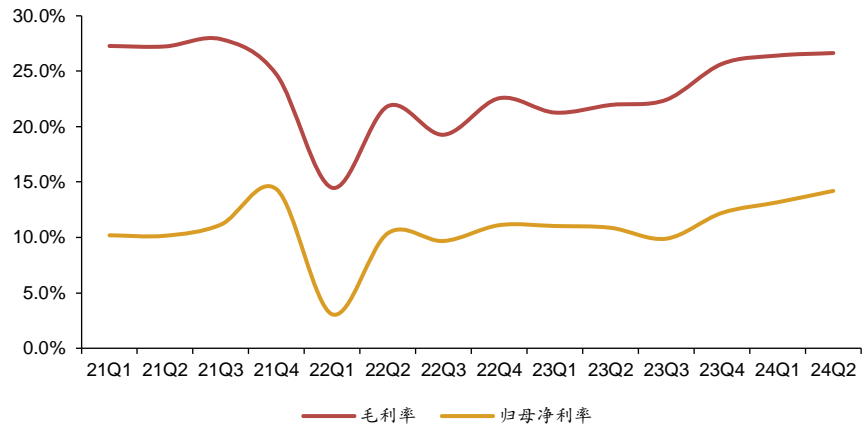
图4.分季度归母净利润及增速



数据来源: wind, 财通证券研究所

**盈利能力持续提升。**2024Q2 公司毛利率为 26.6%，同环比+4.7pct/0.2pct，归母净利率为 14.2%，同环比+3.3pct/1.0pct，主要源于高毛利的储能产品增长较快以及稼动率提升带来的规模效应提升。

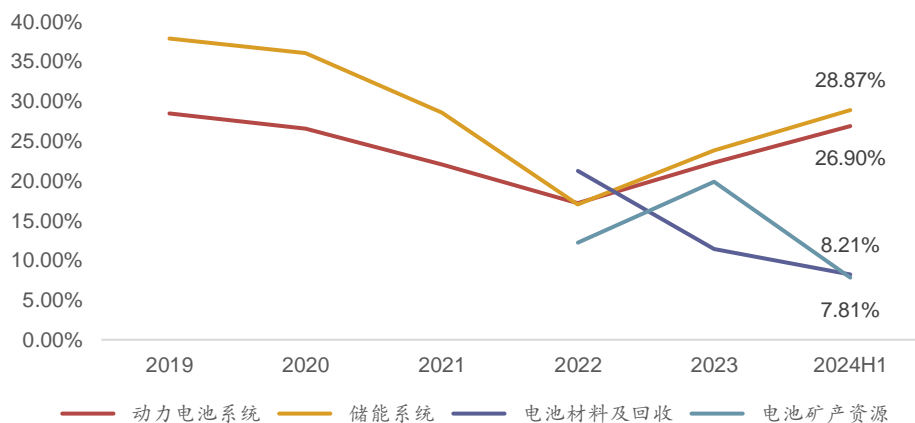
图5.24Q2 毛利率、净利率同环比提升



数据来源：wind，财通证券研究所

**主业动力储能毛利率提升。**2024H1 年动力、储能、材料、矿产毛利率分别为 26.9%、28.9%、8.2%、7.8%，分别同比+6.5pct、+7.5pct、-8.7pct、-4pct。动力、储能价格下降，但毛利率依然保持上升，因为公司定价策略单位毛利保持稳定，而价格下降，所以毛利率上升。材料毛利率下降源于价格下降，回收料在价格下降期间不利。矿产毛利率下降源于碳酸锂价格下降，宜春的碳酸锂主要自己内部消化。

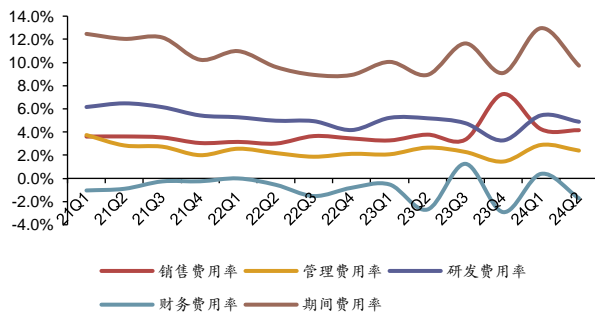
图6.24H1 主业动力储能毛利率提升



数据来源：wind，财通证券研究所

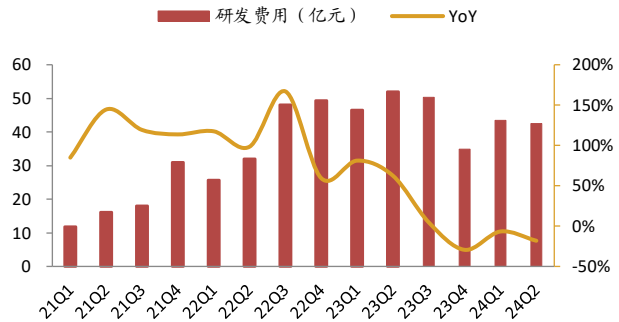
2024Q2 期间费用率 9.7% ，同环比+0.8pct/-3.2pct，同比增长主要系电池价格下滑导致的低基数效应，环比下降主要系财务费用-1.7%，环比-2.1pct，利息收入大于利息费用，现金充沛。研发费用率 4.9%，同环比-0.3pct/-0.6pct，原因是研发费用主要由研发材料支出、人员支出、设备折旧摊销等构成，而材料价格下降。

图7.分季度期间费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图8.分季度研发费用及增速



数据来源: wind, 财通证券研究所

**质保金计提谨慎, 2024H1 比例下降。**2021-2024H1 年计提比例分别为 3.0%、3.0%、4.3%、3.6%。2023 年计提增加, 因为海外占比提升, 渠道建设等难度加大, 2024H1 略有下降。实际售后服务费发生额占相关收入的 0.3%、0.5%、0.1%、0.2%，远低于计提比例, 电池质保到期后可冲回。

表1.公司质保金比例

| 单位: 亿元           | 2018  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022  | 2023 | 2024H1 |
|------------------|-------|------|------|------|-------|------|--------|
| 质保金比例            | 3.0%  | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0%  | 4.3% | 3.6%   |
| 售后服务实际发生额/相关业务营收 | 0.5%  | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.5%  | 0.1% | 0.2%   |
| 实际发生额占计提额        | 17.5% | 5.1% | 8.5% | 8.7% | 16.6% | 3.3% | 5.2%   |

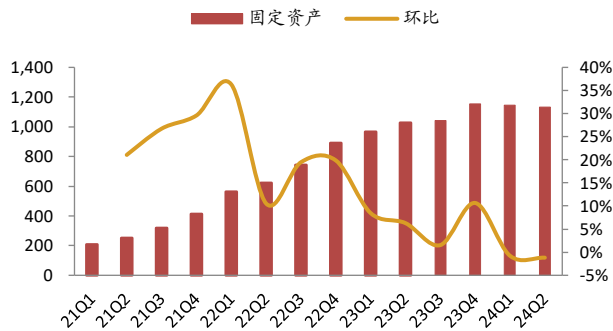
数据来源: wind, 财通证券研究所

## 1.2 资产负债表分析

**在建工程增速放缓, 未来重点推进海外产能建设。**2024Q2 在建工程 273 亿元, 同环比-16.6%/+4%，同比下滑较多主要系国内供需结构发生变化, 公司持续投产减速。截至 2024H1, 公司产能 323GWh, 在建产能 150GWh。未来国内通过超级拉线完成升级, 海外为了配套客户、抢占市场仍有新产能建设。公司控制资本性开支节奏。2024Q2 资本性开支 71 亿元, 同环-15.5%/-4.7%。

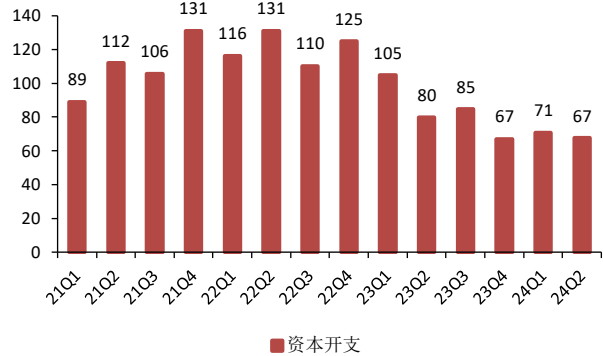
合同负债提升。2024Q2 合同负债 255 亿元，同环比+1.5%/+9%，在电池价格下滑的背景下实现同环比的提升，表明订单需求较好。

图9.固定资产及环比增速（亿元）



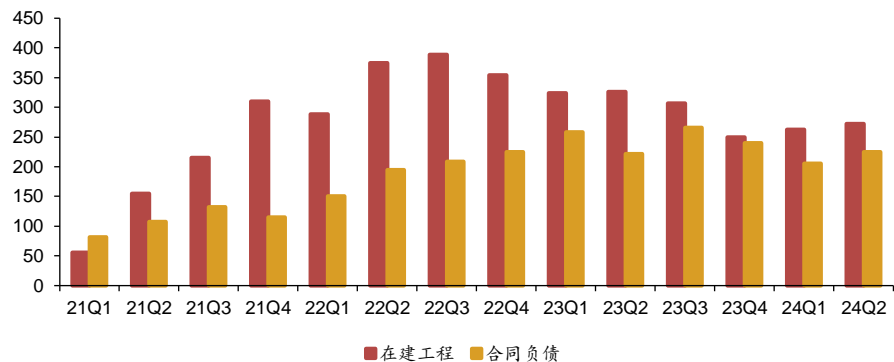
数据来源：wind，财通证券研究所

图10.分季度资本性支出（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

图11.分季度在建工程与合同负债（亿元）



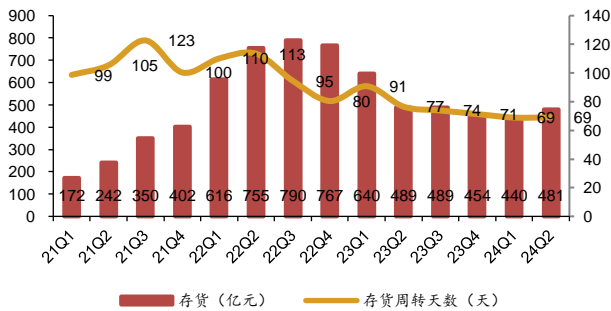
数据来源：wind，财通证券研究所

存货开始回升。(1) 供给端：原材料环比 2023 年末提升 21 亿元，我们推测主要系碳酸锂价格低位，公司增加原材料采购。(2)需求端：与 2023 年末相比，库存商品环比提升 55 亿元，发出商品下降 80 亿元，半成品提升 15 亿元，合计下降 10 亿元。发出商品每次上半年都有下降，主要系开票节奏问题。库存商品在降价的情况下增加，库存提升。

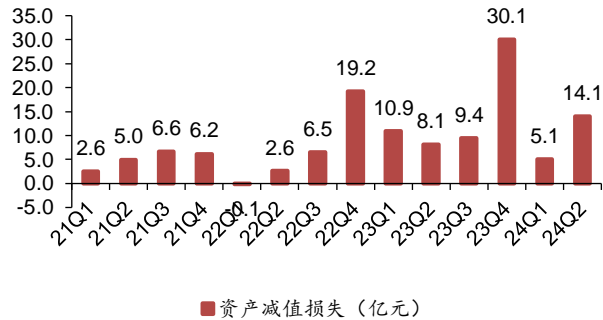
**表2. 存货分类**

| 单位:亿元  | 账面价值   |        | 结构     |      | 变化   |
|--------|--------|--------|--------|------|------|
|        | 2024H1 | 2023   | 2024H1 | 2023 |      |
| 原材料    | 65.23  | 43.81  | 14%    | 10%  | 4%   |
| 在产品    | 6.24   | 6.09   | 1%     | 1%   | 0%   |
| 库存商品   | 175.95 | 119.46 | 37%    | 26%  | 10%  |
| 周转材料   | 4.01   | 3.25   | 1%     | 1%   | 0%   |
| 合同履约成本 | 26.16  | 12.71  | 5%     | 3%   | 3%   |
| 发出商品   | 98.59  | 179.65 | 21%    | 40%  | -19% |
| 自制半成品  | 65.65  | 49.71  | 14%    | 11%  | 3%   |
| 委托加工物资 | 38.67  | 39.66  | 8%     | 9%   | -1%  |
| 合计     | 480.5  | 454.34 | 100%   | 100% |      |

数据来源: wind, 财通证券研究所

**图12. 存货及周转天数**


数据来源: wind, 财通证券研究所

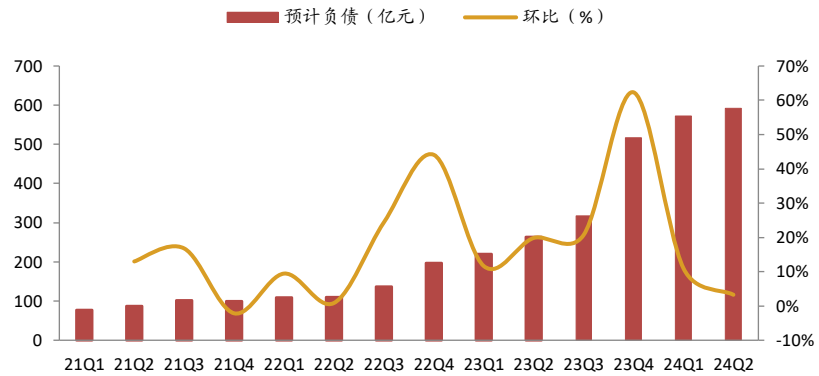
**图13. 资产减值损失环比回升**


数据来源: wind, 财通证券研究所

**预计负债持续随着销售规模增长而稳步提升。**公司预计负债主要由售后综合服务费用以及销售返利构成，公司与客户签订的动力电池系统、储能系统销售合同带有质保条款，根据可能产生最大损失的最佳估计数确认预计负债；同时与部分客户签订带有返利的合同条款，并根据合同约定的返利条款确认预计负债。2024Q2 预计负债环比增长 19 亿元至 592 亿元，主要系销售规模不断扩大。



图14.2024Q1 预计负债环比增加



数据来源：wind，财通证券研究所

### 1.3 现金流量表分析

2024Q2 公司经营活动产生的现金流量净额为 164 亿元，同比+2%，主要系销售商品等经营活动收到的现金增加，一方面来自运营效率的提升，公司从 23 年开始实行 VMI 库存管理模式，存货保持在较低水平；另一方面来自于采购端原材料价格下行带来现金流支出的节约。2024Q2 经营活动产生的现金流量净额环比-42%，主要系公司二季度应收账款增多。

2024Q2 投资活动净现金流为-269.71 亿元，同比-327%，主要系投资支付的现金金额较大所致，环比-241%，主要系二季度投资支付了较多现金。公司 2024Q2 筹资活动产生的现金流量净额为-246.8 亿元，同比-3081%，主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金大幅提升，加上借款收到的现金下降所致。

表3.单季度公司现金流量表（亿元）

|           | 2024Q2   | 2023Q2  | 同比     | 2023Q1  | 环比    |
|-----------|----------|---------|--------|---------|-------|
| 经营活动流入    | 1129.00  | 1104.42 | 2%     | 1101.65 | 2%    |
| 经营活动流出    | 956.49   | 943.37  | 1%     | 818.07  | 17%   |
| 经营活动现金流净额 | 163.51   | 161.04  | 2%     | 283.58  | -42%  |
| 投资活动流入    | 8.93     | 19.50   | -54%   | 1.96    | 356%  |
| 投资活动流出    | 278.63   | 82.61   | 237%   | 81.04   | 244%  |
| 投资活动现金流净额 | (269.71) | (63.10) | 327%   | (79.08) | 241%  |
| 筹资活动流入    | 40.00    | 100.94  | -60%   | 120.11  | -67%  |
| 筹资活动流出    | 286.80   | 92.66   | 210%   | 65.06   | 341%  |
| 筹资活动现金流净额 | (246.80) | 8.28    | -3081% | 55.04   | -548% |

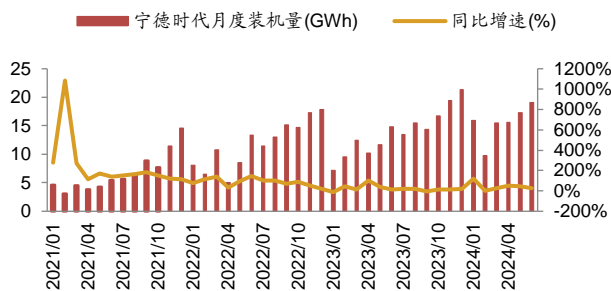
数据来源：wind，财通证券研究所



## 2 全球份额持续提升，开启海外第二增长曲线

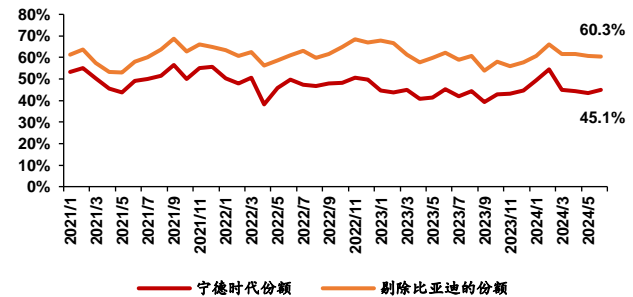
**国内份额保持稳定。**2024年6月公司装机19.05GWh，同环比+28.3/+10.2%，月度份额45.1%，同环比-0.1pct/+1.7pct，剔除比亚迪的月度份额为60.3%；1-6月累计装机量93.31GWh，市场占比46.0%，同比+2.6pct。

图15.国内月度装机量及增速



数据来源：中国动力电池产业创新联盟，财通证券研究所

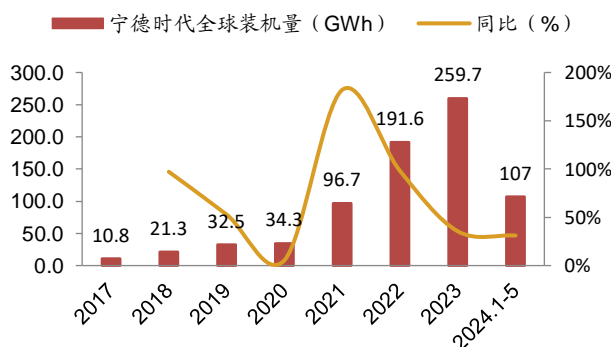
图16.国内月度市占率及剔除比亚迪份额 (%)



数据来源：中国动力电池产业创新联盟，财通证券研究所

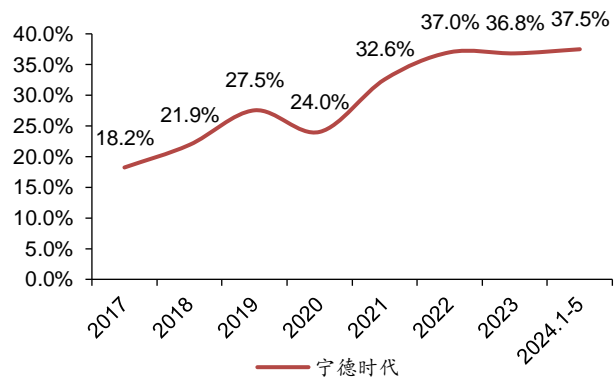
**受益于欧洲定点的放量，全球份额持续提升。**公司2024年1-5月实现动力电池装机107.0GWh，同比+31.1%，高于市场增速(同比+23.0%)，市占率+2.3pct至37.5%，市场份额持续稳定增长，主要系前期海外客户定点陆续交付。近期欧洲市场有短期需求波动的情况，但全球的电动化趋势已经非常明确，最终还是需要靠市场化驱动。随着欧洲车企新一代电动车型放量、产品竞争力提升、高性价比的锂离子电池推动、基础设施的逐步完善，欧洲市场需求将持续增长。

图17.全球装机及同比增速



数据来源：SNE Research，财通证券研究所

图18.全球市占率



数据来源：SNE Research，财通证券研究所

持续推出创新产品，差异化产品保持竞争力。乘用车方面，升级神行 4C 到神行 Plus，系统能量密度超 200Wh/kg，这是全球首个兼备 1000km 续航和 4C 超充的铁锂电池。新一代麒麟放电功率超 1300KW，零百加速 2 秒内。目前神行、麒麟电池出货占比接近 3-4 成，订单占比更高。商用车方面，推出天行 L-超充版，全球首款 4C 超充轻型商用车动力电池，8 年 80 万公里。储能方面，全球首款 5 年零衰减、单体 6.25MWh 天恒储能系统，单位面积能量密度提升 30%，占地面积降低 20%。

### 3 风险提示

**原材料价格波动风险：**公司生产经营所需的原材料主要包括正极材料、负极材料、电解液、隔膜等，其中正极材料又受上游锂、镍、钴、锰等矿产价格的影响。2021 年以来，受新冠疫情、国际政治经济形势、市场供求、市场预期等多重因素影响，锂电池原材料价格波动较大，对公司营业成本产生一定影响。公司已通过与供应商开展战略合作、成立合资公司、签署长期订单等方式保障原材料供应以及价格稳定性。虽然公司已建立了较为完善的供应链管理体系，但未来如果受国际政治经济形势、国家宏观调控政策及市场供求变动、市场预期等因素影响，发生上游原材料短缺或价格大幅上涨等情形，将使得公司不能及时采购生产经营所需的原材料或者采购价格较高，进而对公司的生产经营造成不利影响。

**新技术产品替代的风险：**公司主要业务为新能源汽车动力电池及储能电池系统的研发、生产和销售。目前，公司主要产品为锂离子动力电池系统以及储能电池系统。锂离子电池行业属于技术密集型、创新密集型的多学科交叉行业，公司坚持通过对前沿技术的探索和技术产业化的应用来建立竞争优势。若因钠离子电池、固态电池等其他新兴电池技术快速发展并挤占现有锂离子电池的市场份额，而公司未能及时在相应新技术领域开展研究，开发出具备竞争优势的新产品，则公司将面临新产品技术替代对经营业绩产生不利影响的风险。

**政策变化风险：**新能源汽车及储能行业是公司产品重要的下游应用领域，近年来，在国家政策的大力支持下，新能源汽车销量快速增长，储能装机量也有所提升。新能源汽车市场已经进入了市场、技术及品牌推动阶段，对政策的依赖性越来越低，未来财政补贴进一步退坡甚至取消对新能源汽车市场发展的影响降低。但储能行业目前仍以政策驱动为主，若下游储能行业商业模式没有进一步成熟，补贴的下降将导致下游行业盈利能力降低从而影响储能电池需求，从而影响公司经营业绩。

**产能过剩的风险：**近年来，在全球碳中和浪潮下，新能源汽车市场蓬勃发展，带动了动力储能锂离子电池市场的快速增长。同时随着行业技术标准提高和市场竞争加剧，市场需求将进一步向具备强大技术实力和产品质量保障的企业倾斜。公司作为行业领先企业，将凭借技术、质量、规模、资金和环保治理等优势率先受益。公司紧跟行业发展趋势，依托领先的技术水平，结合下游客户需求，加快建设优质产能。若未来电池行业市场环境或技术路线发生较大变化，或公司下游市场开拓不及预期，或者竞争加剧，公司可能面临项目产能过剩的风险。

**公司财务报表及指标预测**

| 利润表(百万元)          | 2022A            | 2023A            | 2024E            | 2025E            | 2026E             | 财务指标              | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>328593.99</b> | <b>400917.04</b> | <b>382700.83</b> | <b>488654.16</b> | <b>567489.94</b>  | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |              |
| 减:营业成本            | 262049.61        | 309070.43        | 278422.75        | 351867.72        | 415757.80         | 营业收入增长率           | 152.1%       | 22.0%        | -4.5%        | 27.7%        | 16.1%        |
| 营业税费              | 907.48           | 1695.51          | 1913.50          | 2443.27          | 2837.45           | 营业利润增长率           | 85.7%        | 45.9%        | 19.5%        | 31.2%        | 8.7%         |
| 销售费用              | 11099.40         | 17954.44         | 16073.44         | 21500.78         | 24969.56          | 净利润增长率            | 92.9%        | 43.6%        | 14.1%        | 31.1%        | 8.6%         |
| 管理费用              | 6978.67          | 8461.82          | 9184.82          | 12705.01         | 14754.74          | EBITDA 增长率        | 81.8%        | 65.3%        | 13.0%        | 27.5%        | 9.5%         |
| 研发费用              | 15510.45         | 18356.11         | 17604.24         | 23455.40         | 27239.52          | EBIT 增长率          | 73.3%        | 63.0%        | 22.3%        | 29.8%        | 7.0%         |
| 财务费用              | -2799.99         | -4927.70         | -1780.71         | -3118.68         | -4694.43          | NOPLAT 增长率        | 76.0%        | 54.9%        | 19.9%        | 29.8%        | 7.0%         |
| 资产减值损失            | -2826.93         | -5853.93         | -5500.00         | -5350.00         | -5885.00          | 投资资本增长率           | 89.1%        | 24.4%        | 12.2%        | 15.4%        | 14.5%        |
| <b>加:公允价值变动收益</b> | <b>400.24</b>    | <b>46.27</b>     | <b>0.00</b>      | <b>0.00</b>      | <b>0.00</b>       | 净资产增长率            | 91.0%        | 24.3%        | 18.7%        | 22.4%        | 19.9%        |
| 投资和汇兑收益           | 2514.54          | 3189.20          | 3061.61          | 3909.23          | 4539.92           | <b>利润率</b>        |              |              |              |              |              |
| <b>营业利润</b>       | <b>36821.98</b>  | <b>53718.30</b>  | <b>64202.21</b>  | <b>84223.74</b>  | <b>91522.62</b>   | 毛利率               | 20.3%        | 22.9%        | 27.2%        | 28.0%        | 26.7%        |
| 加:营业外净收支          | -149.13          | 195.75           | 200.00           | 200.00           | 200.00            | 营业利润率             | 11.2%        | 13.4%        | 16.8%        | 17.2%        | 16.1%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>36672.86</b>  | <b>53914.05</b>  | <b>64402.21</b>  | <b>84423.74</b>  | <b>91722.62</b>   | 净利率               | 10.2%        | 11.7%        | 14.3%        | 14.7%        | 13.7%        |
| 减:所得税             | 3215.71          | 7153.02          | 9660.33          | 12663.56         | 13758.39          | EBITDA/营业收入       | 13.6%        | 18.4%        | 21.8%        | 21.8%        | 20.5%        |
| <b>净利润</b>        | <b>30729.16</b>  | <b>44121.25</b>  | <b>50362.53</b>  | <b>66019.36</b>  | <b>71727.09</b>   | EBIT/营业收入         | 9.6%         | 12.8%        | 16.4%        | 16.6%        | 15.3%        |
| <b>资产负债表(百万元)</b> | <b>2022A</b>     | <b>2023A</b>     | <b>2024E</b>     | <b>2025E</b>     | <b>2026E</b>      | <b>运营效率</b>       |              |              |              |              |              |
| 货币资金              | 191043.41        | 264306.51        | 307558.78        | 375213.74        | 451316.63         | 固定资产周转天数          | 71           | 92           | 117          | 104          | 97           |
| 交易性金融资产           | 1981.33          | 7.77             | 7.77             | 7.77             | 7.77              | <b>流动营业资本周转天数</b> | <b>-73</b>   | <b>-77</b>   | <b>-89</b>   | <b>-86</b>   | <b>-89</b>   |
| 应收帐款              | 57966.52         | 64020.53         | 63783.47         | 81442.36         | 94581.66          | 流动资产周转天数          | 310          | 376          | 430          | 382          | 398          |
| 应收票据              | 3526.08          | 1751.72          | 3189.17          | 4072.12          | 4729.08           | 应收帐款周转天数          | 45           | 55           | 60           | 53           | 56           |
| 预付帐款              | 15843.28         | 6962.87          | 13921.14         | 17593.39         | 20787.89          | 存货周转天数            | 80           | 71           | 57           | 49           | 51           |
| 存货                | 76668.90         | 45433.89         | 42536.81         | 53757.57         | 63518.55          | 总资产周转天数           | 498          | 592          | 693          | 603          | 597          |
| 其他流动资产            | 11907.03         | 8286.02          | 8286.02          | 8286.02          | 8286.02           | 投资资本周转天数          | 232          | 279          | 344          | 307          | 304          |
| 可供出售金融资产          |                  |                  |                  |                  |                   | <b>投资回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 持有至到期投资           |                  |                  |                  |                  |                   | ROE               | 18.7%        | 22.3%        | 21.5%        | 23.0%        | 20.8%        |
| 长期股权投资            | 17595.21         | 50027.69         | 50027.69         | 50027.69         | 50027.69          | ROA               | 5.1%         | 6.2%         | 6.7%         | 7.5%         | 7.2%         |
| 投资性房地产            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00              | ROIC              | 10.3%        | 12.9%        | 13.8%        | 15.5%        | 14.5%        |
| 固定资产              | 89070.83         | 115387.96        | 133596.01        | 147677.58        | 157015.33         | 费用率               |              |              |              |              |              |
| 在建工程              | 35397.65         | 25011.91         | 22510.72         | 20259.64         | 18233.68          | 销售费用率             | 3.4%         | 4.5%         | 4.2%         | 4.4%         | 4.4%         |
| 无形资产              | 9539.96          | 15675.88         | 20327.42         | 25444.11         | 30872.47          | 管理费用率             | 2.1%         | 2.1%         | 2.4%         | 2.6%         | 2.6%         |
| 其他非流动资产           | 25101.32         | 21145.07         | 21694.06         | 21694.06         | 21694.06          | 财务费用率             | -0.9%        | -1.2%        | -0.5%        | -0.6%        | -0.8%        |
| <b>资产总额</b>       | <b>600952.35</b> | <b>717168.04</b> | <b>756236.57</b> | <b>881313.51</b> | <b>1002172.03</b> | 三费/营业收入           | 4.6%         | 5.4%         | 6.1%         | 6.4%         | 6.2%         |
| 短期债务              | 14415.40         | 15181.01         | 16023.18         | 16949.57         | 17968.60          | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |              |
| 应付帐款              | 94534.98         | 117038.77        | 85073.62         | 107515.14        | 127037.10         | 资产负债率             | 70.6%        | 69.3%        | 65.5%        | 63.7%        | 61.8%        |
| 应付票据              | 126229.47        | 77514.94         | 116009.48        | 146611.55        | 173232.42         | 资产负债比             | 239.7%       | 226.2%       | 189.8%       | 175.9%       | 161.6%       |
| 其他流动负债            | 1622.03          | 2091.63          | 2091.63          | 2091.63          | 2091.63           | 流动比率              | 1.31         | 1.57         | 1.68         | 1.67         | 1.70         |
| 长期借款              | 59099.36         | 83448.98         | 83448.98         | 83448.98         | 83448.98          | 速动比率              | 0.96         | 1.35         | 1.44         | 1.44         | 1.47         |
| 其他非流动负债           | 6910.28          | 31341.47         | 32547.61         | 32547.61         | 32547.61          | 利息保障倍数            | 14.73        | 14.85        | 11.69        | 15.68        | 16.01        |
| <b>负债总额</b>       | <b>424043.19</b> | <b>497284.89</b> | <b>495313.81</b> | <b>561834.45</b> | <b>619074.16</b>  | <b>分红指标</b>       |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益            | 12427.91         | 22175.10         | 26554.45         | 32295.26         | 38532.40          | DPS(元)            | 3.17         | 5.03         | 5.00         | 5.00         | 5.00         |
| 股本                | 2442.51          | 4399.04          | 4398.81          | 4398.81          | 4398.81           | 分红比率              | 0.05         | 0.14         | 0.20         | 0.20         | 0.20         |
| 留存收益              | 64457.06         | 105437.19        | 143972.80        | 196788.29        | 254169.96         | 股息收益率             | 0.8%         | 3.1%         | 2.6%         | 2.6%         | 2.6%         |
| <b>股东权益</b>       | <b>176909.16</b> | <b>219883.15</b> | <b>260922.76</b> | <b>319479.06</b> | <b>383097.87</b>  | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2022A</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2022A</b>     | <b>2023A</b>     | <b>2024E</b>     | <b>2025E</b>     | <b>2026E</b>      | EPS(元)            | 7.18         | 11.79        | 11.45        | 15.01        | 16.31        |
| 净利润               | 30729.16         | 44121.25         | 50362.53         | 66019.36         | 71727.09          | BVPS(元)           | 67.34        | 44.94        | 53.28        | 65.29        | 78.33        |
| 加:折旧和摊销           | 13252.54         | 22645.98         | 20793.14         | 25019.50         | 29423.22          | PE(X)             | 54.8         | 13.8         | 16.5         | 12.6         | 11.6         |
| 资产减值准备            | 3973.17          | 6107.97          | 5500.00          | 5350.00          | 5885.00           | PB(X)             | 5.8          | 3.6          | 3.6          | 2.9          | 2.4          |
| 公允价值变动损失          | -400.24          | -46.27           | 0.00             | 0.00             | 0.00              | P/FCF             |              |              |              |              |              |
| 财务费用              | 969.75           | 3013.73          | 5355.57          | 5185.41          | 5436.35           | P/S               | 2.9          | 1.8          | 2.2          | 1.7          | 1.5          |
| 投资收益              | -3044.94         | -3825.93         | -3061.61         | -3909.23         | -4539.92          | EV/EBITDA         | 19.5         | 7.8          | 7.8          | 5.5          | 4.4          |
| 少数股东损益            | 2727.98          | 2639.79          | 4379.35          | 5740.81          | 6237.14           | CAGR(%)           |              |              |              |              |              |
| 营运资金的变动           | 17400.25         | 25783.62         | 17322.30         | 25219.46         | 24305.20          | PEG               | 0.6          | 0.3          | 1.2          | 0.4          | 1.3          |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>61208.84</b>  | <b>92826.12</b>  | <b>96679.32</b>  | <b>128425.31</b> | <b>138274.07</b>  | ROIC/WACC         |              |              |              |              |              |
| 投资活动产生现金流量        | -64139.84        | -29187.76        | -43983.88        | -43307.46        | -43408.44         | REP               |              |              |              |              |              |
| 融资活动产生现金流量        | 82266.43         | 14716.36         | -7688.76         | -17462.90        | -18762.74         |                   |              |              |              |              |              |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 07 月 26 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。