

道氏技术 (300409)

证券研究报告

2024年10月22日

战略资源业务高增中，锂电业务有望迎拐点

基本情况：从单一陶瓷业务转型为碳材料+锂电材料+陶瓷材料+战略资源多业务平台型公司

公司以陶瓷材料起家，逐步转型为锂电材料和碳材料产业链的新材料研发生产一体化平台。公司创立于2007年，于2014年在深交所上市。公司主要业务有陶瓷材料、锂电材料、碳材料和战略资源四个版块。截至2024年8月，公司实控人为荣继华，持股21.21%，股权结构稳定。

公司24H1经营业绩扭亏为盈，主要原因是铜钴和减值拖累减少。24H1公司实现营业收入41.35亿元，同比增长23.9%；归母净利润1.1亿元，同比增长346%。公司24H1毛利率17.29%，YOY+4.2pct，净利率为3.47%，实现扭亏。24H1公司铜钴等战略资源毛利占比达57%，成为公司业绩增量的主要贡献。

看点：前驱体受益海外高盈利，碳材料进入利润回升期，铜产能继续释放前驱体大客户系海外 POSCO，高盈利的同时近两年维持高速量增。公司国内稳定优质客户，海外率先进入 POSCO 等国际知名客户供应链，以提升海外市占率。2023 公司海外营收为 43.15 亿元，毛利率达 20.69%，均高于国内。2024H1 公司三元前驱体出口超过 1.8 万吨，同比增长 137%。

碳材料进入利润率回升周期，后续看新客户/新产品放量。24H1 公司碳材料营收为 3.3 亿元，同增 12%；毛利率为 16.86%，同增 5.5pct，将通过精细化经营和持续产品迭代继续推动利润率回升。同时公司稳定客户核心供应商地位，稳步推进产能建设，已形成“青岛+江门（古井和恩平）+龙南”三大导电剂生产基地，共 6.5 万吨浆料产能。

公司积极布局战略资源业务，铜钴产能已进入释放周期。公司在刚果（金）部署了钴和铜资源开发基地，并在印尼建设了镍资源开发基地。截至 2023 年，公司刚果（金）基地已形成年产 3.8 万吨阴极铜和 0.3 万吨钴中间品金属量的总产能。目前，MMT 和 MJM 正在进行技改扩产，到 2024 年，MJM 的阴极铜年产能将提升至 1.5 万吨，MMT 的年产能将达到 4.5-5 万吨，刚果（金）基地总产能预计将达到 6-6.5 万吨。到 2025 年，MMT 年产能有望进一步提升至 5.5-6 万吨，届时刚果（金）基地的阴极铜总产能将达 7-7.5 万吨。

投资建议

我们预计公司 24-26 年分别实现收入 90、110、128 亿元，YOY+23%、23%、16%，实现归母净利润 2.8、6.0、7.6 亿元。

根据公司主营业务情况，我们选取了中伟股份、华友钴业、天奈科技、寒锐钴业、格林美、国瓷材料作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 25 年平均估值水平在 18X，给予公司 25 年 15XPE，目标价 15.45 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、产品价格不及预期、海外客户进展不及预期、竞争格局恶化风险、产能扩张&消化不及预期、股价波动较大风险、收到监管函、警示函风险

投资评级

行业	电力设备/电池
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.38 元
目标价格	15.45 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	581.68
流通 A 股股本(百万股)	486.89
A 股总市值(百万元)	7,201.17
流通 A 股市值(百万元)	6,027.73
每股净资产(元)	9.43
资产负债率(%)	53.26
一年内最高/最低(元)	14.47/6.77

作者

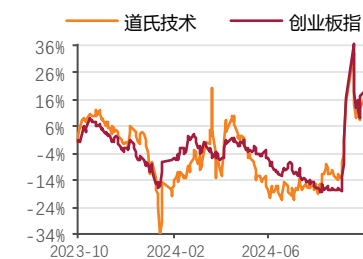
孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

张童童 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060005
zhangtongtong@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,862.13	7,295.64	8,985.41	11,022.78	12,829.23
增长率(%)	4.46	6.32	23.16	22.67	16.39
EBITDA(百万元)	1,121.93	1,003.53	1,097.62	1,508.25	1,776.43
归属母公司净利润(百万元)	86.19	(27.89)	279.62	597.77	761.29
增长率(%)	(84.66)	(132.36)	(1,102.43)	113.78	27.35
EPS(元/股)	0.15	(0.05)	0.48	1.03	1.31
市盈率(P/E)	83.55	(258.16)	25.75	12.05	9.46
市净率(P/B)	1.33	1.19	1.20	1.08	0.96
市销率(P/S)	1.05	0.99	0.80	0.65	0.56
EV/EBITDA	9.74	8.62	9.34	7.65	6.41

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司基本情况.....	3
1.1. 从单一陶瓷业务转型为碳材料+锂电材料+陶瓷材料+战略资源多业务平台型公司.....	3
1.2. 公司实控人为荣继华，股权结构稳定.....	4
1.3. 公司 24H1 实现扭亏为盈，主要原因为铜出货高增+减值减少.....	4
2. 公司核心看点.....	5
2.1. 锂电材料：海外客户高盈利，且近两年增速跑赢同行.....	5
2.2. 碳材料：进入利润率回升周期，后续看新客户/新产品放量.....	6
2.3. 战略资源：新布局铜产能，进入产能-利润释放周期.....	7
3. 投资建议.....	9
3.1. 盈利预测.....	9
3.2. 估值.....	9
4. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：截至 2024 年 8 月公司股权结构.....	4
图 3：2021-2024H1 公司营业收入及增速.....	4
图 4：2021-2024H1 公司归母净利润及增速.....	4
图 5：2021-2024H1 公司毛利率、净利率（%）.....	5
图 6：2023H1-2024H1 公司各业务板块毛利润占比（%）.....	5
图 7：海外营业收入及毛利率（亿元）.....	6
图 8：2022-2024H1 公司碳材料营业收入及毛利率.....	7
图 9：2021-2024H1 公司碳材料产能及出货量（万吨）.....	7
图 10：有色金属铜产业链图谱.....	8
图 11：铜现货价（美元/公吨）.....	8
图 12：盈利预测.....	9
图 13：可比公司估值（2024 年 10 月 17 日 Wind 一致预期）.....	9

1. 公司基本情况

1.1. 从单一陶瓷业务转型为碳材料+锂电材料+陶瓷材料+战略资源多业务平台型公司

公司以锂电材料产业链和碳材料产业链为主赛道，以现有核心技术为依托，推动公司业务从传统的陶瓷材料向新材料研发生产一体化平台方向转型升级。

公司陶瓷业务起家，以陶瓷釉料和陶瓷墨水产品引领行业。

- ✓ 2007 年，公司成立，金属釉引领行业风向。
- ✓ 2009 年，公司获得国家级高新技术企业称号。
- ✓ 2012 年，青岛昊鑫成立，立足高端材料，新型导电剂，开发锂电市场；公司陶瓷墨水研发成功。
- ✓ 2014 年，深圳证券交易所创业板上市，公司成为中国建陶材料第一股。

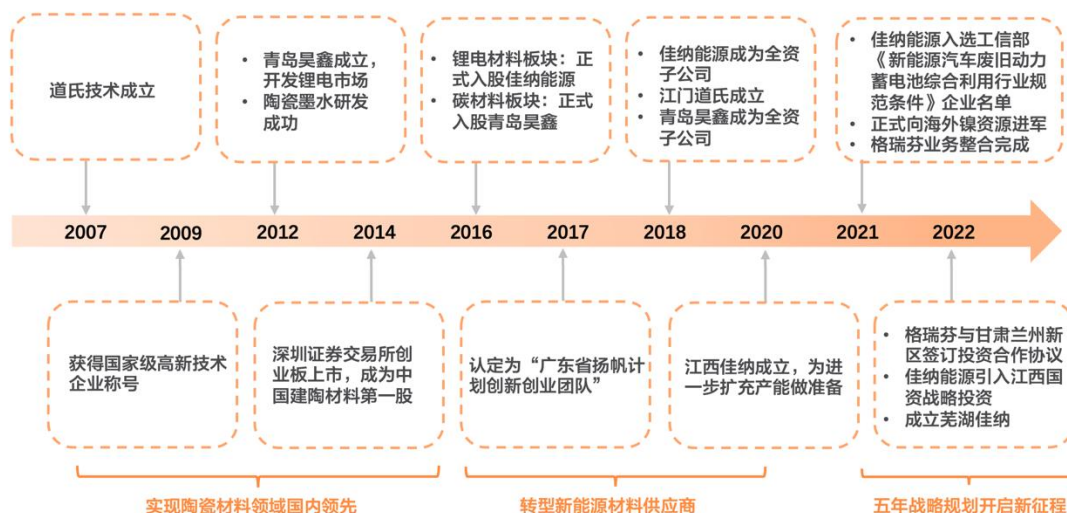
外延式并购逐步推进，公司转型新能源材料供应商。

- ✓ 2016 年，锂电材料板块——公司正式入股佳纳能源，三元前驱体形成年产 10000 吨产能；碳材料板块——公司正式入股青岛昊鑫，发展步入新阶段。
- ✓ 2017 年，公司被认定为“广东省扬帆计划创新创业团队”。
- ✓ 2018 年，锂电材料板块—佳纳能源正式成为道氏全资子公司；碳材料板块—江门道氏正式成立，布局碳纳米管粉体生产，青岛昊鑫正式成为道氏全资子公司。
- ✓ 2020 年，江西佳纳成立，为进一步扩充产能做准备。

2021 年公司制定五年战略规划，开启新征程。

- ✓ 2021 年，佳纳能源入选工信部《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业名单，“年产 5 万吨钴镍、10 万吨三元前驱体绿色智造项目”全面开工，正式向海外镍资源进军；格瑞芬业务整合完成，形成全产业链生产能力。
- ✓ 2022 年，格瑞芬与甘肃兰州新区签订投资合作协议，开启负极材料领域发展新篇章；佳纳能源引入江西国资战略投资，加速江西加纳建设，后与安徽芜湖经济技术开发区管理委员会签订“年产 10 万吨三元前驱体项目”投资合作合同，成立芜湖佳纳。

图 1：公司发展历程

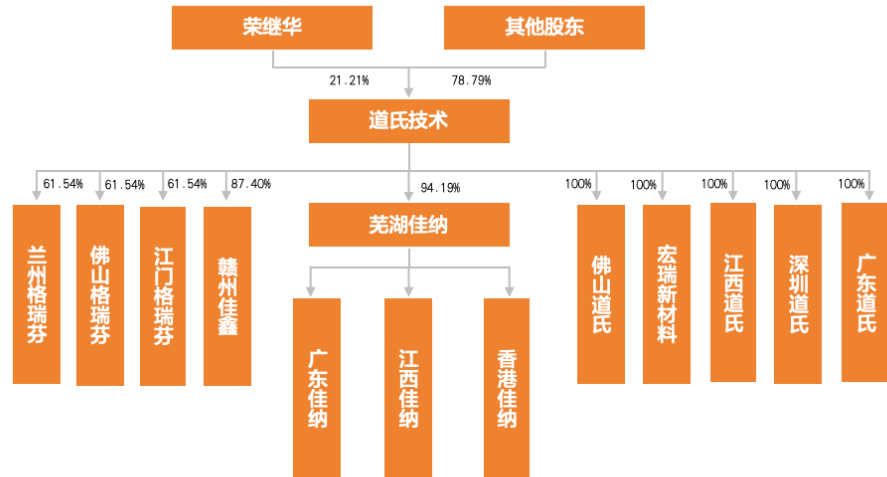


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 公司实控人为荣继华，股权结构稳定

截至 2024 年 8 月，公司目前实控人荣继华持股比例 21.21%，同时担任公司董事长。荣继华本科专业为硅酸盐工程，在陶瓷技术研发领域经验丰富。根据 2024 中报，公司子公司有 31 家，主要子公司见下图。其中格瑞芬主营碳材料板块；锂电板块中，芜湖佳纳作为控股管理平台，下设各子公司经营三元前驱体和钴盐的相关研发、生产和销售。

图 2：截至 2024 年 8 月公司股权结构



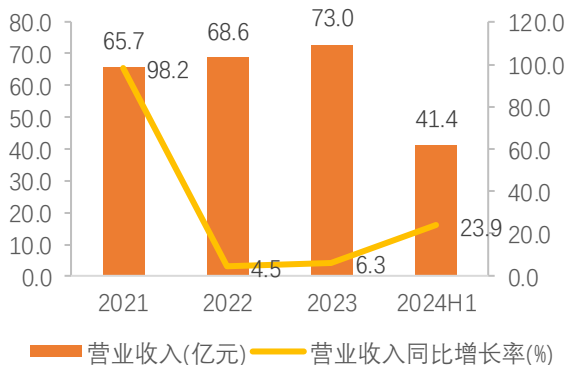
注：兰州格瑞芬、佛山格瑞芬、江门格瑞芬、江西佳纳、芜湖佳纳、广东佳纳、香港佳纳、江西道氏、赣州佳鑫均为间接控股

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.3. 公司 24H1 实现扭亏为盈，主要原因为铜出货高增+减值减少

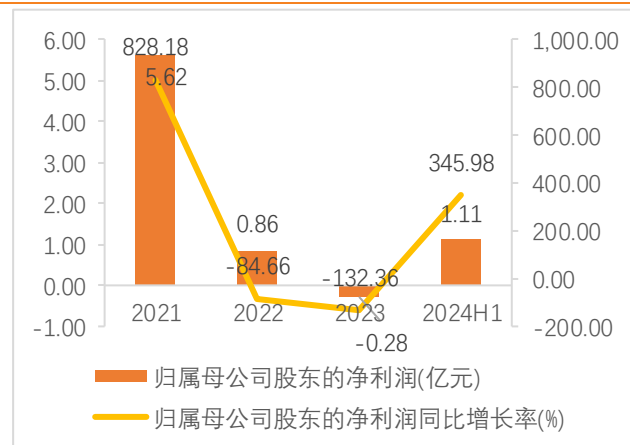
公司 24H1 经营业绩扭亏为盈，主要原因在于铜钴和三元前驱体营收的提高。24H1 公司实现营业收入 41.35 亿元，同比增长 23.9%，其中海外业务营业收入占比超 65%；归母净利润 1.1 亿元，同比增长 346%；扣非归母净利润约 1 亿元，比上年同期增长 267%。上半年业绩扭亏为盈主要原因为：1) 三元前驱体和阴极铜出货量提升；2) 海外出货量占比增长；3) 产能释放，市场价格向好；4) 存货管理优化。

图 3：2021-2024H1 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2021-2024H1 公司归母净利润及增速



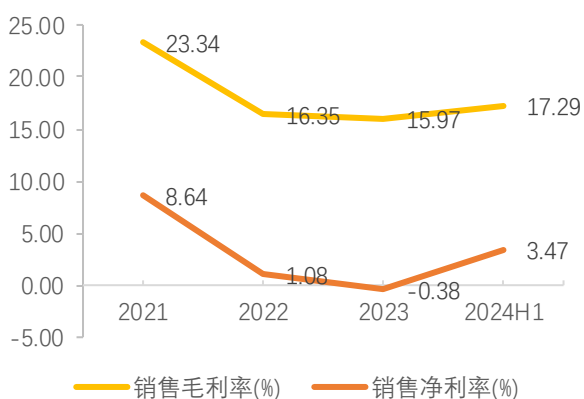
资料来源：Wind，天风证券研究所

24H1 公司利润增长主要来自于铜钴业务和资产减值大幅减少所致。24H1 公司综合毛利率为 17.29%，YOY+4.2pct，净利率为 3.47%，对比 23H1 的 -1.87%，实现扭亏，开始盈利。

- **毛利率分析：**24H1 毛利率增长主要由锂电材料、碳材料和其他业务，即铜钴战略资源贡献。其中，锂电毛利率 6.13%，YOY+1.1pct；碳材料毛利率 16.86%，YOY+5.5pct；其他产品毛利率 35.91%，YOY+11.4pct。
- **净利率分析：**24H1 资产减值 0.14 亿元，同比减少 81%， 主要由于 23H1 原材料大幅降价计提存货跌价准备所致。

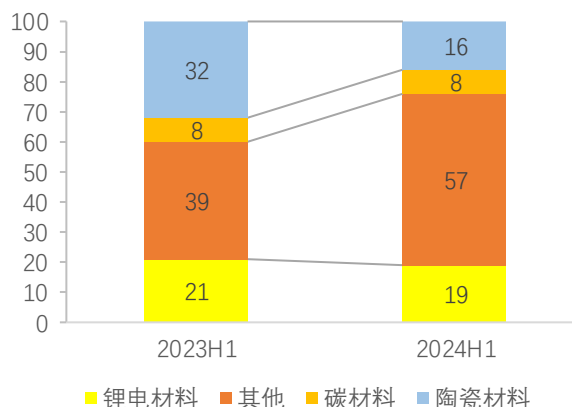
24H1 公司主要铜、钴产品产能释放，产量增长。公司 24H1 阴极铜产量 19674 吨，同比增长 61%；钴中间品产量 793 吨金属量，同比增长 510%。金属铜市场价格持续向好，公司阴极铜价格较上年同期上涨，成为公司业绩增量的主要贡献。公司在战略资源上的产能将逐步释放，预计 24 年年底时，阴极铜年产能将达到 6-6.5 万吨，继续提供利润增量。

图 5：2021-2024H1 公司毛利率、净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2023H1-2024H1 公司各业务板块毛利润占比 (%)



资料来源：Choice，天风证券研究所

2. 公司核心看点

2.1. 锂电材料：海外客户高盈利，且近两年增速跑赢同行

锂电材料领域，公司深度绑定行业核心客户。公司拥有优质的国内客户资源方面，覆盖贝特瑞、瑞翔新材、振华新材、科恒实业、雅城新材、湖南邦普、厦门钨业、当升科技、杉杉股份等。同时，面对国内激烈的竞争环境，公司率先进入 POSCO 等国际知名客户供应链，有望以此为契机不断提升海外市场的市占率，与国内同业竞争对手形成差异化竞争优势。

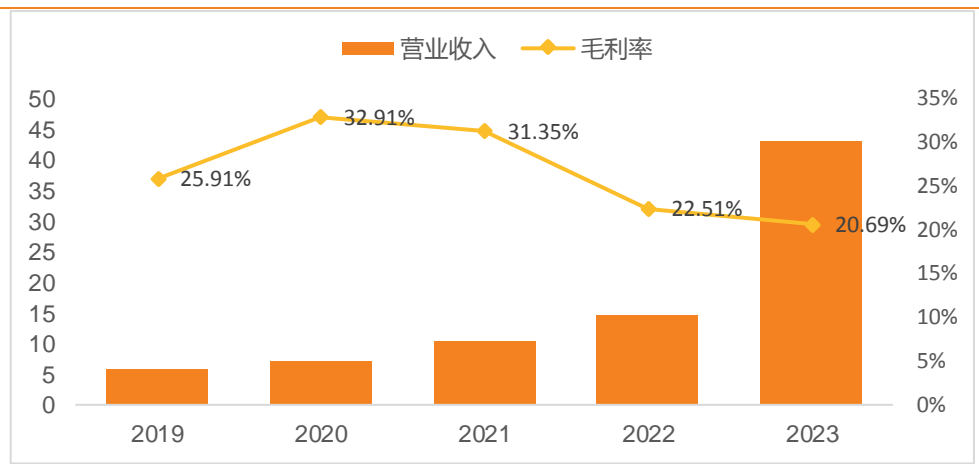
公司加强与海外客户合作。

- ✓ **2022 年：**道氏技术通过旗下子公司香港佳纳、广东佳纳与韩国浦项化学签订了高镍 NCM 前驱体购买合同，总金额达 59 亿元人民币。此外，据公司 24 年半年报披露，公司与 POSCO CHEMICAL CO., LTD 签订高镍 NCM 前驱体《购买合同》，合同期限为三年（自 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日）。
- ✓ **2022 年 6 月：**道氏与印尼华迪集团签署《合作投资框架协议》，约定双方将在印度尼西亚共同投资设立合资公司，建设年产 2 万吨高冰镍项目，项目总投资不超过 10 亿元。
- ✓ **2023 年 6 月：**道氏与韩国 KHEnergy Co., Ltd. 签署了战略合作协议，双方将共同设立合资公司，布局韩国的新能源电池业务，这一合作旨在进入三元前驱体市场，并推动三元废旧锂电池的回收与循环利用。

公司锂电材料出海持续高增，且盈利能力显著优于内销。公司 2023 年三元前驱体出口超过 2 万吨，同比增长 926%，2024H1 公司三元前驱体出口超过 1.8 万吨，同比增长 137%，配合海外头部客户进行产品导入进展顺利。2023 年，公司国内营收为 29.80 亿元，毛利率

为 9.15%；海外营收为 43.15 亿元，毛利率达 20.69%，明显高于国内。

图 7：海外营业收入及毛利率（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2. 碳材料：进入利润率回升周期，后续看新客户/新产品放量

公司碳材料的主要产品为导电剂和负极材料。碳纳米管导电剂和石墨烯导电剂可提高电极的充放电效率，负极材料是锂离子电池的重要原材料之一。

- **导电剂**：公司主要产品为碳纳米管导电剂和石墨烯导电剂，应用于镍钴锰三元动力电池正极、硅基负极、铁锂动力和储能电池。
- **负极材料**：公司主要产品为石墨负极和硅基负极，应用于制造动力电池、消费电子电池和储能电池。

表 1：公司碳材料产品代系

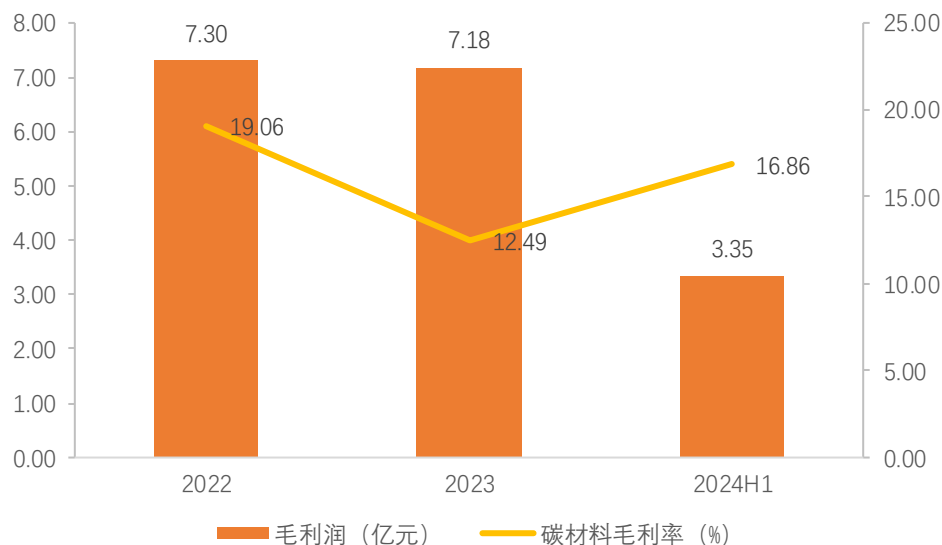
代系	产品名称	量产时间	产品特点	重点应用产品
第一代	石墨烯导电浆料 G8 系	2015	石墨烯层数为 8 层,片径为 10um,具有优异的导电性和加工性能	磷酸铁锂正极
第二代	碳管复配石墨烯导电浆料 G6 系	2016	石墨烯层数为 6-8 层,片径为 5-10um,与碳纳米管复配形成面-线多维导电网络,降低内阻同时可以改善锂离子电池倍率性能	磷酸铁锂正极
第三代	高纯高导电性细管径导电浆 NS-7 系	2017	碳管直径为 5-15nm,具有优异的导电性,在三元以及钴酸锂正极中使用,可以明显降低电池内阻	三元正极和磷酸铁锂正极
第四代	细管径薄壁碳管 NS-6 系	2020	碳管直径 3-6nm,长度为 10-50um,管壁壁数为 3-5 层,具有接近单壁碳纳米管的导电性,单独或复配使用均能使导电剂的添加量降低 30%-50%	三元正极和磷酸铁锂正极
第五代	单壁碳纳米管	已有客户验证通过	直径 1-3nm,长度 ≥ 50um,比表面积 ≥ 800m ² /g,纯度 ≥ 98.5%	正极材料、硅碳负极

资料来源：公司 2024 年半年报，天风证券研究所

24H1 公司碳材料营收和毛利率均提高，是公司业绩增长动力之一。24 上半年公司碳材料营收为 3.3 亿元，同增 12%；毛利率为 16.86%，同增 5.5pct。公司加快石墨烯、碳纳米管导电剂生产经营的精细化经营，降本增效；持续推进技术迭代和产品升级，单壁碳纳米管

已有客户验证通过，预计将持续扩大行业领先优势。

图 8：2022-2024H1 公司碳材料营业收入及毛利率

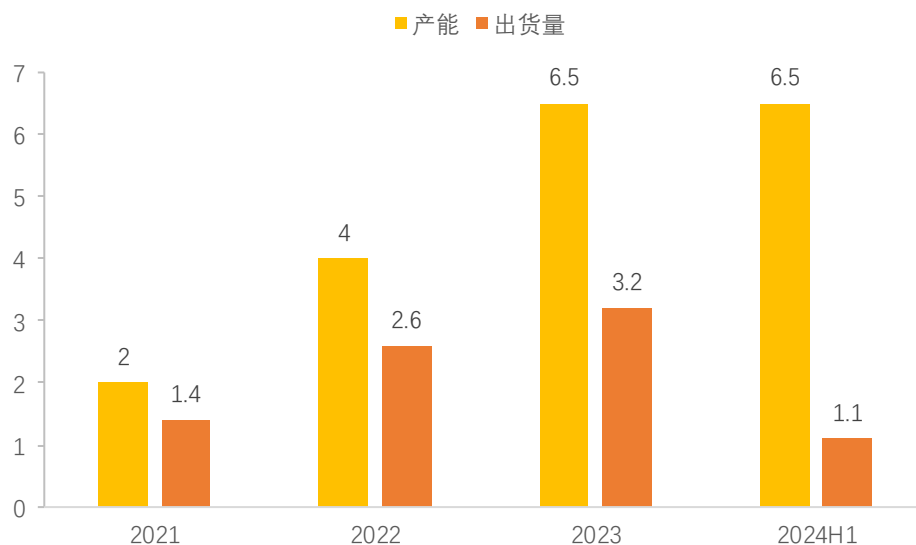


资料来源：Choice，天风证券研究所

公司继续稳固行业头部客户的核心供应商的地位，保持市场竞争优势。公司主要客户有比亚迪、宁德时代、中创新航、珠海冠宇、孚能科技、南都电源、瑞浦兰钧、力神电池等公司。2023 年，公司导电剂市场份额位居行业前列。同时，公司积极扩展海外客户，进一步扩大全球市场份额。

公司稳步推进产能建设，已形成“青岛+江门（古井和恩平）+龙南”三大导电剂生产基地，共 6.5 万吨浆料产能。其中，青岛基地年产 2 万吨导电浆料，江门基地扩产后年产 4.5 万吨导电浆料。2023 产量 4.2 万吨，同增 73.5%；24H1 产量 1.9 万吨。

图 9：2021-2024H1 公司碳材料产能及出货量（万吨）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

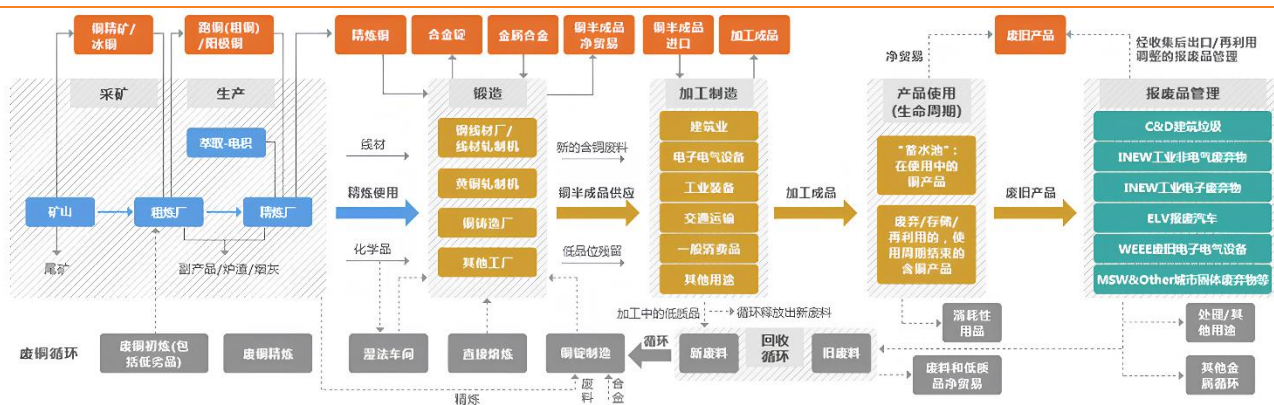
2.3. 战略资源：新布局铜产能，进入产能-利润释放周期

公司积极布局战略资源业务，已在刚果（金）部署了钴和铜资源开发基地，并在印尼建设

了镍资源开发基地。公司的战略资源板块主要依靠非洲刚果(金)MJM 基地和 MMT 基地，刚果(金)钴产量一直占全球总产量的60%以上，是全球最大的电池级钴生产国。MJM 已在刚果(金)从事湿法炼铜十多年，拥有成熟可靠的生产设备、工艺技术及管理经验；2021年，公司通过增资方式新建 MMT 基地，加大对上游钴中间品和阴极铜产能的布局。

公司在刚果(金)开展有色金属业务，主要涉及铜钴矿石的租赁开采、采购、冶炼及加工，并通过湿法工艺生产阴极铜和钴中间品，将阴极铜和钴产品直接对外销售。阴极铜广泛用于电气、电子、机械制造、建筑、国防等工业领域，而钴中间品则用于进一步加工成钴盐等产品，其高端钴盐出口量处于行业前列水平，产品被广泛应用于锂离子电池、合金、高温材料等领域。在经营模式方面，公司采取“以市场为导向，以销定产”的生产模式，合理安排生产，提高营运效率。同时，公司的销售模式以直销为主，销售网络完善，主要将阴极铜和钴产品直接对外销售。

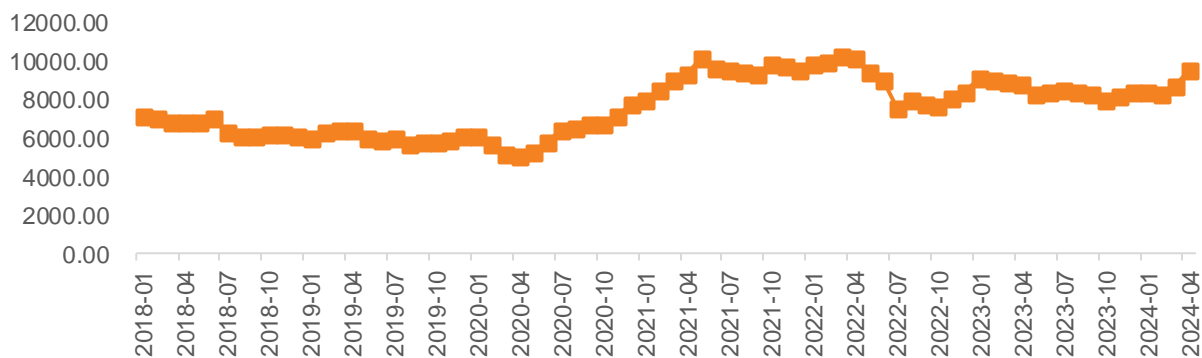
图 10：有色金属铜产业链图谱



资料来源：iFinD，天风证券研究所

截至 2023 年，公司刚果(金)基地已形成年产 3.8 万吨阴极铜和 0.3 万吨钴中间品金属量的总产能。其中，MMT 铜钴湿法项目一期设计年产能 2 万吨阴极铜，现已实现稳产超产，实际年产能达到 2.6 万吨；MJM 项目则具备年产 1.2 万吨阴极铜的产能。目前，MMT 和 MJM 正在进行技改扩产，到 2024 年，MJM 的阴极铜年产能将提升至 1.5 万吨，MMT 的年产能将达到 4.5-5 万吨，刚果(金)基地总产能预计将达到 6-6.5 万吨。到 2025 年，MMT 年产能有望进一步提升至 5.5-6 万吨，届时刚果(金)基地的阴极铜总产能将达 7-7.5 万吨。

图 11：铜现货价（美元/公吨）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

3. 投资建议

3.1. 盈利预测

我们预计公司 24-26 年分别实现收入 90、110、128 亿元，YOY+23%、23%、16%，实现归母净利润 2.8、6.0、7.6 亿元。核心假设如下：

- ✓ **收入：**陶瓷材料 24 年收入下降，后续逐步复苏，锂电材料 24 年增速在 25%，考虑价格的下降，后续增速放缓，碳材料增速在 15-20% 之间。
- ✓ **毛利率：**陶瓷材料在 26%，锂电材料 24 年在 8%，后续复苏，碳材料在 17-19%，其他业务在 30%+（核心是铜）。

图 12：盈利预测

项目	单位	2023年	2024年E	2025年E	2026年E
营业收入	亿元	73	90	110	128
YOY	%		23%	23%	16%
陶瓷材料	亿元	11	8.8	9.2	10
YOY	%		-20%	5%	8%
锂电材料	亿元	38	47	56	66
YOY	%		25%	20%	18%
碳材料	亿元	7	8	10	12
YOY	%		15%	18%	20%
其他	亿元	17	26	35	40
YOY	%		50%	35%	15%
毛利率	%	16%	18%	20%	20%
陶瓷材料	%	27%	26%	26%	26%
锂电材料	%	7%	8%	10%	11%
碳材料	%	12%	17%	18%	19%
其他	%	31%	35%	34%	33%
归母净利润	亿元	-0.28	2.8	6.0	7.6
YOY				114%	27%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.2. 估值

根据公司主营业务情况，我们选取了中伟股份、华友钴业、天奈科技、寒锐钴业、格林美、国瓷材料作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 25 年平均估值水平在 18X，给予公司 25 年 15XPE，目标价 15.45 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 13：可比公司估值（2024 年 10 月 17 日 Wind 一致预期）

PE	2024年E	2025年E	2026年E
中伟股份	16	13	11
华友钴业	14	12	10
天奈科技	28	20	16
寒锐钴业	38	26	20
格林美	21	15	12
国瓷材料	24	19	16
平均	23	18	14

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

下游需求不及预期：公司下游涉及到电动车、房地产等多个行业，若下游需求不及预期将影响公司的利润表现。

产品价格不及预期：公司主营涵盖的三元前驱体、铜、导电剂等盈利能力均受价格变化影响，若价格出现波动将影响公司的利润表现。

海外客户进展不及预期：公司海外收入占比较高，若未来海外客户新一轮定点进展不及预期将影响公司利润表现。

竞争格局恶化风险：公司不同产品的竞争格局影响利润率水平，若未来竞争格局恶化将影响公司利润表现。

产能扩张&消化不及预期：公司尚有产能扩张计划，若未来产能扩张、消化不及预期将影响出货量和营收表现。

股价波动较大风险：公司近半年有收到股价异动函，且本身在创业板，股价波动较大。

收到监管函、警示函风险：公司近半年收到深交所监管函、广东证监局警示函的情况，需注意风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,538.39	4,202.67	5,219.74	4,512.47	5,684.64	营业收入	6,862.13	7,295.64	8,985.41	11,022.78	12,829.23
应收票据及应收账款	1,852.87	1,631.90	2,172.21	2,917.49	3,166.06	营业成本	5,739.98	6,130.31	7,334.76	8,853.87	10,286.35
预付账款	323.11	189.97	337.93	365.01	485.41	营业税金及附加	65.82	143.81	89.85	110.23	128.29
存货	2,145.67	1,835.41	2,232.32	3,102.52	3,283.91	销售费用	73.74	67.00	98.84	110.23	115.46
其他	510.88	900.93	432.70	556.31	577.55	管理费用	269.77	401.71	485.21	584.21	667.12
流动资产合计	6,370.92	8,760.88	10,394.90	11,453.80	13,197.58	研发费用	300.36	286.80	352.23	407.84	461.85
长期股权投资	79.44	69.25	55.52	43.42	31.41	财务费用	133.48	133.05	198.00	156.00	178.00
固定资产	2,651.19	3,447.73	3,816.33	4,346.12	4,697.96	资产/信用减值损失	(242.00)	(146.84)	(58.00)	(50.00)	(44.00)
在建工程	1,130.31	942.03	947.03	957.03	969.03	公允价值变动收益	0.00	0.00	12.00	15.00	19.00
无形资产	560.03	555.24	652.32	728.36	769.97	投资净收益	(12.13)	(16.98)	(20.00)	10.00	22.00
其他	911.42	1,093.74	1,019.08	1,057.22	1,079.12	其他	469.22	274.90	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5,332.39	6,107.98	6,490.27	7,132.15	7,547.50	营业利润	63.89	21.88	360.51	775.40	989.15
资产总计	11,703.30	14,868.86	16,885.17	18,585.95	20,745.08	营业外收入	5.07	2.73	50.00	54.00	64.00
短期借款	2,210.18	2,309.18	3,677.18	4,133.18	4,831.18	营业外支出	13.20	7.05	45.00	48.00	58.00
应付票据及应付账款	1,424.88	1,153.80	1,392.19	1,909.28	2,085.27	利润总额	55.75	17.56	365.51	781.40	995.15
其他	514.81	704.92	657.64	593.27	737.97	所得税	(18.10)	45.40	54.83	117.21	149.27
流动负债合计	4,149.87	4,167.90	5,727.01	6,635.72	7,654.41	净利润	73.85	(27.84)	310.69	664.19	845.88
长期借款	976.59	1,118.55	1,374.55	1,695.55	2,151.55	少数股东损益	(12.34)	0.06	31.07	66.42	84.59
应付债券	0.00	2,260.37	2,486.40	2,237.76	2,013.99	归属于母公司净利润	86.19	(27.89)	279.62	597.77	761.29
其他	172.41	191.86	182.14	187.00	184.57	每股收益(元)	0.15	(0.05)	0.48	1.03	1.31
非流动负债合计	1,149.01	3,570.78	4,043.09	4,120.31	4,350.11						
负债合计	5,328.97	7,768.90	9,770.10	10,756.04	12,004.52	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	962.41	1,072.18	1,103.25	1,169.67	1,254.26	成长能力					
股本	581.33	581.67	581.67	581.67	581.67	营业收入	4.46%	6.32%	23.16%	22.67%	16.39%
资本公积	3,591.50	3,824.77	3,824.77	3,824.77	3,824.77	营业利润	-90.33%	-65.75%	1547.71%	115.08%	27.57%
留存收益	1,186.33	1,129.35	1,408.97	2,006.75	2,768.04	归属于母公司净利润	-84.66%	-132.36%	-1102.43%	113.78%	27.35%
其他	52.76	491.99	196.41	247.05	311.82	获利能力					
股东权益合计	6,374.33	7,099.97	7,115.07	7,829.91	8,740.55	毛利率	16.35%	15.97%	18.37%	19.68%	19.82%
负债和股东权益总计	11,703.30	14,868.86	16,885.17	18,585.95	20,745.08	净利率	1.26%	-0.38%	3.11%	5.42%	5.93%
						ROE	1.59%	-0.46%	4.65%	8.98%	10.17%
						ROIC	5.21%	-3.15%	5.79%	8.74%	9.02%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	45.53%	52.25%	57.86%	57.87%	57.87%
净利润	73.85	(27.84)	279.62	597.77	761.29	净负债率	29.60%	24.55%	35.24%	47.99%	40.44%
折旧摊销	205.30	351.03	434.11	488.84	535.28	流动比率	1.52	2.09	1.82	1.73	1.72
财务费用	82.03	160.17	198.00	156.00	178.00	速动比率	1.01	1.65	1.43	1.26	1.30
投资损失	12.13	16.98	20.00	(10.00)	(22.00)	营运能力					
营运资金变动	(1,213.22)	(557.28)	(309.03)	(1,349.24)	(281.67)	应收账款周转率	3.75	4.19	4.72	4.33	4.22
其它	762.55	383.60	43.07	81.42	103.59	存货周转率	3.53	3.67	4.42	4.13	4.02
经营活动现金流	(77.35)	326.66	665.77	(35.20)	1,274.49	总资产周转率	0.70	0.55	0.57	0.62	0.65
资本支出	2,437.94	913.86	914.51	1,099.81	943.17	每股指标(元)					
长期投资	(12.37)	(10.19)	(13.73)	(12.10)	(12.01)	每股收益	0.15	-0.05	0.48	1.03	1.31
其他	(4,515.00)	(1,775.59)	(1,837.57)	(2,197.39)	(1,868.90)	每股经营现金流	-0.13	0.56	1.14	-0.06	2.19
投资活动现金流	(2,089.42)	(871.92)	(936.79)	(1,109.67)	(937.74)	每股净资产	9.30	10.36	10.34	11.45	12.87
债权融资	1,500.86	2,387.49	1,583.66	386.96	770.66	估值比率					
股权融资	833.57	558.73	(295.58)	50.64	64.76	市盈率	83.55	-258.16	25.75	12.05	9.46
其他	218.59	300.47	0.00	0.00	0.00	市净率	1.33	1.19	1.20	1.08	0.96
筹资活动现金流	2,553.01	3,246.68	1,288.09	437.60	835.42	EV/EBITDA	9.74	8.62	9.34	7.65	6.41
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	11.90	13.15	15.45	11.32	9.18
现金净增加额	386.24	2,701.42	1,017.06	(707.27)	1,172.18						

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