

三环集团 (300408.SZ)

高容料号进入快速成长期，垂直一体化优势突显

优于大市

核心观点

3Q24 毛利率环比增长，利润受财务费用小幅拖累。公司 2024 前三季度实现营业收入 53.81 亿元 (YoY +31.05%)，归母净利润 16.03 亿元 (YoY +40.38%)，扣非净利润 14.37 亿元 (YoY +63.66%)，毛利率 42.77% (YoY +2.99pcts)。对应单三季度实现营业收入 19.53 亿元 (YoY +32.29%，QoQ +4.81%)，归母净利润 5.78 亿元 (YoY +40.59%，QoQ -2.50%)，扣非净利润 5.24 亿元 (YoY +69.56%，QoQ -2.22%)，毛利率 44.30% (YoY +4.42pct，QoQ +0.93pct)，利润率 29.55% (YoY +1.68pct，QoQ -2.25pct)。利润率环比小幅下滑主要受到汇兑收益减少和政府补助减少影响，财务费用环比增加 0.52 亿元。

MLCC 周期触底向上，高容料号进入爆发期。公司以“材料+结构+功能”为发展方向，MLCC 产品不断朝着微型化、高容化、高频化、高可靠度、高压化等方向发展。随着产品技术突破和品质提升，近年来公司 MLCC 产品市场认可度显著提高，为公司报告期内营业收入增长做出积极贡献。MLCC 一直是被动元件领域国产化率最低的赛道之一，公司对陶瓷材料完成了从材料到设备一体化深度整合，支撑公司成本控制能力、产品研发创新能力突出。目前，公司 MLCC 已覆盖 0201~2220 尺寸的主流规格，后续扩产计划将以高容料号为主，叠加 AI 创新拉动，公司高容产品进入爆发期。

光通信部件、SOFC 部件等多业务布局，注入长期增长动力。公司光通信用陶瓷插芯、片式电阻用氧化铝陶瓷基板、半导体陶瓷封装基板等产品产销量均居全球前列。插芯业务下游主要为光纤和数据中心，AI 推动算力基建市场增长，带动陶瓷插芯、MT 插芯等产品需求。SOFC 部件业务，公司实现了从 SOFC 上游隔膜板到 SOFC 发电系统、应用系统的业务拓展。公司整体业务结构形成梯次发展阵型，支撑长期成长。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

公司围绕陶瓷材料形成了一体化整合，重点投入的 MLCC 业务高容料号进入快速成长期，我们预计公司 2024-2026 年营收同比增长 29.3%/21.2%/16.6% 至 74.1/89.8/104.7 亿元，归母净利润同比增长 41.2%/17.8%/18.0% 至 22.3/26.3/31.0 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 31/26/22 倍。通过相对估值，预计公司合理估值 41.16~43.90 元，相对目前股价有 7.5%-14.7% 溢价。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；公司新产品性能不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,149	5,727	7,405	8,979	10,467
(+/-%)	-17.2%	11.2%	29.3%	21.2%	16.6%
净利润(百万元)	1505	1581	2232	2629	3103
(+/-%)	-25.2%	5.1%	41.2%	17.8%	18.0%
每股收益(元)	0.79	0.82	1.16	1.37	1.62
EBIT Margin	23.7%	20.0%	27.9%	27.9%	28.5%
净资产收益率 (ROE)	8.8%	8.7%	11.3%	12.2%	13.1%
市盈率 (PE)	47.3	45.1	31.9	27.1	23.0
EV/EBITDA	42.3	43.0	28.6	23.4	20.0
市净率 (PB)	4.17	3.91	3.60	3.30	3.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	41.16 - 43.90 元
收盘价	38.04 元
总市值/流通市值	72904/71127 百万元
52 周最高价/最低价	43.88/21.00 元
近 3 个月日均成交额	646.17 百万元

市场走势



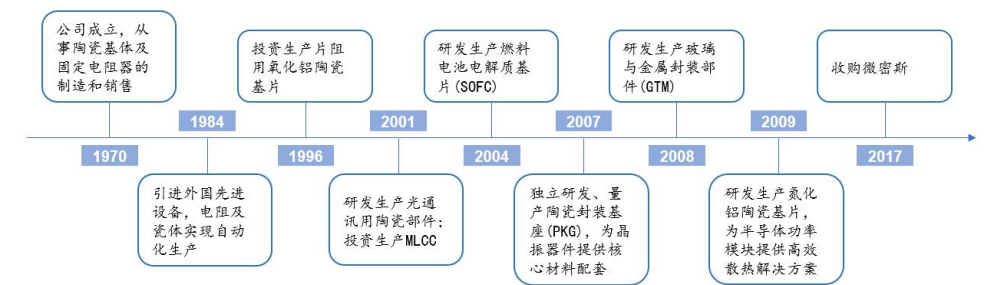
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

聚焦高端差异化竞争，发挥垂直一体化优势

公司成立于1970年，于2014年在深交所上市。半个多世纪以来，公司深耕电子陶瓷元件行业，专注于电子元件及先进材料研发，产品覆盖电子电气、新能源、通信、半导体、移动智能终端等众多应用领域。公司以“材料+结构+功能”为发展方向，形成以通信部件、电子元件及材料、陶瓷燃料电池部件等产品为主的多元化产品结构。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

公司产品聚焦利基市场，能力体系搭建完善，具有垂直一体化生产能力。公司的通信部件业务主要产品包括光纤陶瓷插芯及套筒、MT插芯和导针等；陶瓷外观件业务主要包括手机陶瓷背板、指纹模组用功能陶瓷盖板等；电子元件业务主要产品包括MLCC、固定电阻器、电感等；电子材料业务主要包括陶瓷基片、陶瓷基体、电子浆料等；封装类业务主要产品包括陶瓷封装基座、陶瓷劈刀等。

公司的光纤连接器陶瓷插芯、氧化铝陶瓷基板、电阻器用陶瓷基体等产销量均居全球前列。同时，三环也是全球最大的SOFC电解质隔膜供应商，欧洲市场上最大的SOFC单电池供应商。此外，公司的高容量MLCC产品已切入国内重要客户，如海康、大华、海尔、华星等标杆客户，公司近年来高容料号进展迅速，部分重点料号有望快速提升市场份额。

表1：公司部分产品列表

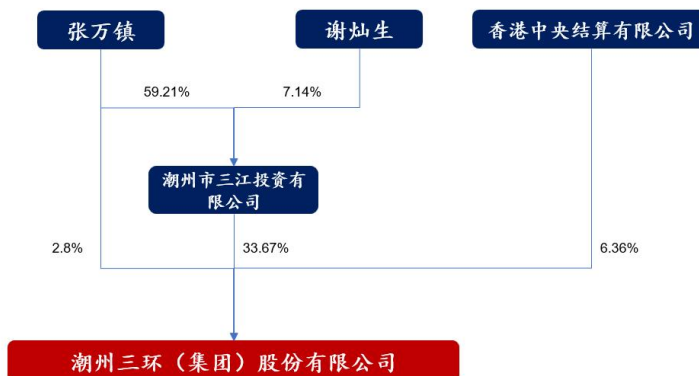
产品分类	产品	主要客户	产品介绍
光通讯类	光纤陶瓷插芯及套筒	泰科、安费诺、HUBER、RADIALL	光纤陶瓷插芯是应用于光通信器件连接的关键部件，以氧化锆粉为主要原材料。光纤陶瓷套筒主要与光纤陶瓷插芯配套使用
	MT插芯和导针		用于MPO/MTP多芯光纤连接器和高速光模块组件
	快速连接器		应用于光纤传输线路、光纤配线架和光纤测试仪器中，是目前光纤到户工厂中使用广泛的光纤接入方案
陶瓷外观件类	手机陶瓷背板、智能穿戴陶瓷外观件	小米、一加等	广泛应用于智能手机、智能穿戴等消费电子领域
	指纹识别模组用功能陶瓷盖板		作为盖板应用于智能手机、笔记本电脑银行系统、保密U盘、门禁安保等指纹识别模组
元件类	MLCC	美的、康佳、格力等	多层片式陶瓷电容器，是用量最大、发展最快的片式电子元件品种之一，在电子线路中起到振荡、耦合、旁路和滤波等作用
	固定电阻器	格力、美的、TCL、创维、康佳等	广泛应用于节能灯、LED等、电子整流器、充电器、家用电器、仪器仪表等电子电路中
	多层片式陶瓷电感器		广泛应用于具有无线通信功能的射频电路
电子材料类	陶瓷基片	风华、国巨、三星等	陶瓷基片是以电子陶瓷为基底，对厚膜电路元件及外贴元件形成一个支撑底座的片状材料。市场最常见的陶瓷基片主要有氧化铝、氮化铝及低温共烧陶瓷三种。目前，公司陶瓷基片主要用于片式电阻。
	陶瓷基体	松下、兴亚	主要用于生产各种被膜瓷体及线绕瓷体，进而生产为各种膜类电阻器及绕线电阻器

	电子浆料		主要用于片式电阻器制造、棒状电阻等厚膜领域
封装类	陶瓷封装基座	PARTRPNC0、日本电形和冲制有电导通孔的陶瓷生片，按一定次序相互叠合并经过气氛保护烧结工艺加工后而形成的一种三维互连结构。其中，主体成份是氧化铝瓷材料，内部导体材料是精细金属钨。	陶瓷封装基座主要应用于封装石英晶体振子芯片和钽酸锂、铌酸锂等声表面波芯片，封装基座是由印刷有导电电图形和冲制有电导通孔的陶瓷生片，按一定次序相互叠合并经过气氛保护烧结工艺加工后而形成的一种三维互连结构。其中，主体成份是氧化铝瓷材料，内部导体材料是精细金属钨。
	接线端子	美芝、凌达、海立	应用于空调、冰箱压缩机
	陶瓷劈刀		陶瓷劈刀是一种有垂直中心孔的轴对称陶瓷工具，属于微精密结构的陶瓷部件。作为邦定机（焊接机）的焊接工具，适用与 LED、二极管、IC 芯片等的引线键合封装，使芯片和引脚形成电子互连
新能源类	SOFC 隔膜板	布鲁姆能源公司	燃料电池隔膜板主是由掺杂氧化锆粉体并加入一定有机组份、经球磨、成型和烧结后形成的陶瓷功能片，主要用于高温固体氧化物燃料电池系统中，作为燃料电池的电解质、具有高的离子电导和低的电子电导

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

张万镇先生为公司实际控制人，现任公司董事长。张万镇 1973 年加入国营工厂——潮州无线电元件一厂，即潮州三环（集团）股份有限公司的前身。1992 年，公司改制，张万镇任公司法定代表人。2007 年，借助 MBO 收购战略，张万镇通过三江投资公司，实际控股三环集团。公司管理层在公司内部有长期从业经历，对公司长期发展战略执行延续性强，有助于公司长期稳定健康发展。

图2：公司股权结构（截至 24 年 9 月 30 日）

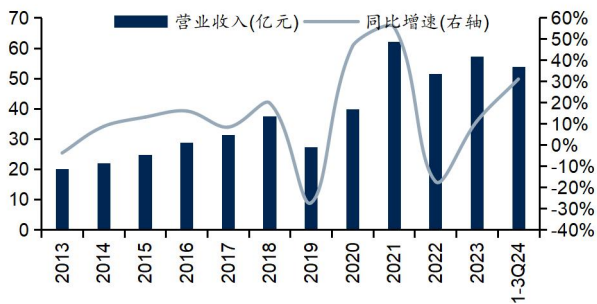


资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 2014 年上市，2014~2023 年营收 CAGR 为 11.21%，归母净利润 CAGR 为 10.41%。公司长期的成长主要得益于公司不断创新、开发新产品，突破高容技术限制，配合客户产品迭代与开发，并不断开拓引进新客户，推动市场份额进一步提升。但在 2019 年和 2022 年，受到下游景气度大幅下滑影响，公司营收和利润均出现明显回落，公司稼动率、产品价格于 3Q22 达到周期低点，此后逐季度修复。

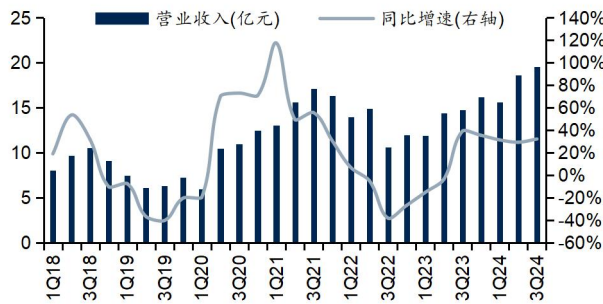
随着下游景气度逐步恢复，1-3Q24 公司实现营业收入 53.81 亿元，同比增长 31.05%，实现归母净利润 16.03 亿元，同比增长 40.38%。对应 3Q24 单季度实现营业收入 19.53 亿元，同比增长 32.29%，环比增长 4.81%，单季度归母净利润 5.78 亿元，同比增长 40.59%，环比减少 2.50%。

图3: 营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



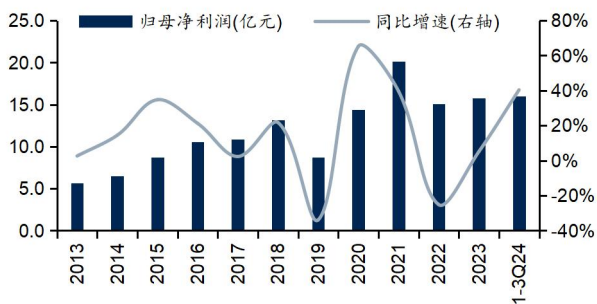
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



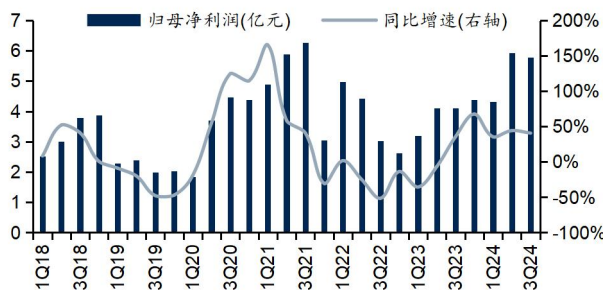
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

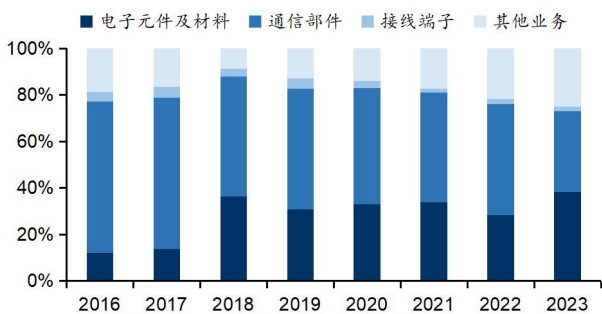
图6: 单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

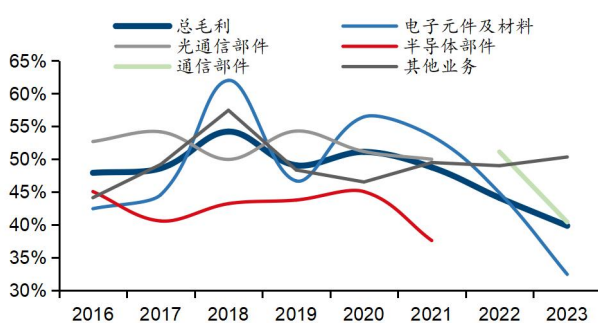
传统优势业务通信部件稳定发展，电子元件及材料占比在波动中提升。2023年，公司电子元件及材料/通信部件/接线端子/其他业务营业收入21.96/19.87/1.09/14.34亿元，占营收比重为38.35%/34.70%/1.91%/25.04%。公司电子元件及材料业务受下游行业需求影响波动较大，通信部件、接线端子作为优势业务在国内已有较高份额，业绩表现更为稳定。分产品的毛利率来看，随需求和库存周期，产品稼动率和价格波动较大，会直接影响产品毛利率，长期来看通信部件和其他业务毛利相对稳定，电子元件及材料毛利率波动较大。

图7: 公司分产品营收



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

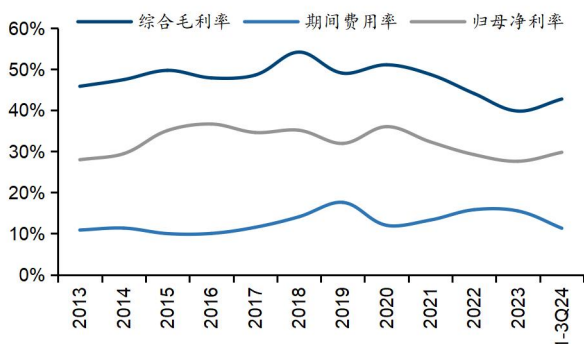
图8: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 公司2022年起, 将光通信部件和半导体部件合并为通信部件类)

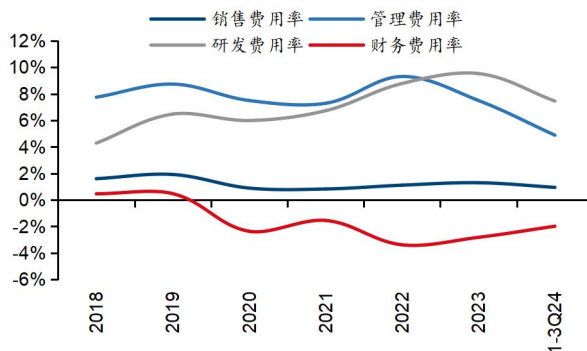
盈利能力方面，公司费用率较为稳定，盈利能力大幅优于可比公司。受益于产业链垂直一体化优势，公司盈利能力领先，短期需求下滑会导致盈利能力承压。公司2023年毛利率为39.83%，同比减少4.27pct，净利率为27.61%，同比减少1.61pct。虽然公司盈利能力有所下滑，仍高于风华高科、天利控股、顺络电子、法拉电子等可比公司，这主要得益于公司产业链垂直一体化所带来的成本优势。公司研发费用率持续走高，管理费用率和销售费用率都较为稳定，2023年，公司销/管/研费用率分别为1.30%/7.50%/9.53%，同比分别+0.19pct/-1.81pct/0.75pct。

图9: 毛利率、费用率、净利率变化情况



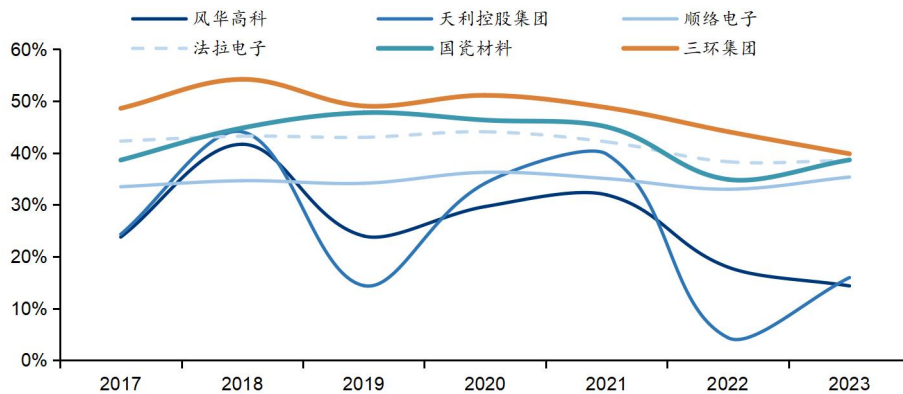
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 可比公司毛利率情况



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

电子元件及材料：公司大容量系列多层片式陶瓷电容器扩产项目当前投资进度为15%，预计2025年5月达产，达产后将新增3000亿只/年产能，公司卡位高端，逐步建立起强有力的竞争优势，国产替代有望加速。我们预计2024-2026年，公司电子元件及材料业务营收同比增加45%/25%/20%至31.9/39.9/47.9亿元。

通信部件：公司400G高速光通信管壳类产品已经通过客户认证并继续开发具有良好高频性能、可靠性及气密性的陶瓷-金属封装外壳，AI算力基建推进有望拉动公司通信部件需求，我们预计2024-2026年，公司该业务营收同比增加23%/21%/16%至24.4/29.5/34.3亿元。

半导体部件：半导体零部件业务在设备零部件国产化大背景下，有望打开全新增量空间。我们预计公司该业务营收24-26年同比增长15%/15%/10%至9.5/11.0/12.1亿元。

表2: 公司业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电子元件及材料						
收入（百万元）	21.0	14.6	22.0	31.9	39.9	47.9
增速	60%	-31%	50%	45%	25%	20%
毛利率	54%	45%	32%	40%	40%	41%
通信部件						
收入（百万元）	17.6	14.8	19.9	24.4	29.5	34.3
增速	32%	-16%	34%	23%	21%	16%
毛利率	50%	48%	40%	45%	44%	44%
半导体部件						
收入（百万元）	11.7	9.8	8.3	9.5	11.0	12.1
增速	76%	-16%	-15%	15%	15%	10%
毛利率	38%	31%	35%	39%	39%	42%
其他业务						
收入（百万元）	11.8	12.3	7.1	8.2	9.4	10.4
增速	75%	4%	-42%	15%	15%	10%
毛利率	49%	49%	67%	67%	67%	67%
合计						
收入（百万元）	62.2	51.5	57.3	74.1	89.8	104.7
增速	56%	-17%	11%	29%	21%	17%
毛利率	49%	44%	40%	44%	44%	45%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测

综上所述，预计未来3年营收74.1/89.8/104.7亿元，同比增加29%/21%/17%，毛利率44%/44%/45%。

未来 3 年业绩预测

表3: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5727	7405	8979	10467
营业成本	3446	4129	5017	5800
销售费用	74	82	100	115
管理费用	429	462	546	627
研发费用	546	579	695	802
财务费用	(162)	(28)	(42)	(87)
营业利润	1778	2510	2960	3494
利润总额	1783	2517	2965	3500
归属于母公司净利润	1581	2232	2629	3103
EPS	0.82	1.16	1.37	1.62
ROE	9%	11%	12%	13%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 24-26 年收入分别为 74.1/89.8/104.7 亿元, 归属母公司净利润 22.3/26.3/31.0 亿元, 利润年增速分别为 41.2%/17.8%/18.0%。每股收益 24-26 年分别为 1.16/1.37/1.62 元。

盈利预测情景分析

表4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	5,149	5,727	7,489	9,160	10,754
(+/-%)	-17.2%	11.2%	30.8%	22.3%	17.4%
净利润(百万元)	1505	1581	2511	2995	3550
(+/-%)	-25.2%	5.1%	58.8%	19.3%	18.6%
摊薄 EPS	0.79	0.82	1.31	1.56	1.85
中性预测					
营业收入(百万元)	5,149	5,727	7,405	8,979	10,467
(+/-%)	-17.2%	11.2%	29.3%	21.2%	16.6%
净利润(百万元)	1505	1581	2232	2629	3103
(+/-%)	-25.2%	5.1%	41.2%	17.8%	18.0%
摊薄 EPS(元)	0.79	0.82	1.16	1.37	1.62
悲观的预测					
营业收入(百万元)	5,149	5,727	7,321	8,799	10,185
(+/-%)	-17.2%	11.2%	27.8%	20.2%	15.7%
净利润(百万元)	1505	1581	1961	2280	2681
(+/-%)	-25.2%	5.1%	24.0%	16.3%	17.6%
摊薄 EPS	0.79	0.82	1.02	1.19	1.40
总股本(百万股)	1,916	1,916	1,916	1,916	1,916

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理价值区间。

相对估值：41.16-43.90 元

公司业务涉及被动元件行业和陶瓷材料行业，因此我们选择风华高科、洁美科技、顺络电子、泰晶科技、国瓷材料等公司为可比公司。行业 25 年平均 PE 29 倍，考虑到公司高成长性，更优成本，与其他竞争对手差异化竞争，因此我们给予一定溢价，给予 2025 年 PE 30-32 倍，对应股价区间 41.16-43.90 元。

表5: 同类公司估值比较

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)					23-26 CAGR	PE			PB LYR	PEG 2025E	总市值 (百万元)
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A		2024E	2025E	2026E			
000636	风华高科	17.30	0.15	0.36	0.53	0.68	65.5%	115.33	47.42	32.36	25.45	1.68	0.49	200.16
002859	洁美科技	22.05	0.59	0.67	0.94	1.25	28.3%	37.37	33.03	23.48	17.69	3.31	0.83	95.02
002138	顺络电子	32.34	0.81	1.09	1.36	1.66	27.1%	39.93	29.65	23.84	19.44	4.37	0.88	260.76
603738	泰晶科技	17.42	0.26	0.32	0.44	0.56	28.9%	67.00	54.69	39.51	31.25	3.87	1.37	67.82
300285	国瓷材料	21.51	0.57	0.71	0.87	1.06	23.0%	37.74	30.50	24.62	20.27	3.40	1.07	214.47
平均	-	-	0.48	0.63	0.83	1.04	34.6%	59.47	39.06	28.76	22.82	3.33	0.93	-
300408	三环集团	38.29	0.82	1.16	1.37	1.62	25.5%	46.70	32.88	27.91	23.65	4.02	1.10	733.83

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

注：可比公司业绩预测为 wind 一致预期

投资建议

综上所述，我们认为公司股票合理估值区间在 41.16-43.90 元之间，对应 25 年市盈率 30-32 倍，相对于公司目前股价有 7.49%-14.66%溢价空间。考虑公司龙头地位和较好的成长性，给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 29%/21%/17%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 44%/44%/45%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受下游需求影响较大，若下游消费电子、家电、工控等行业需求放缓，或下游库存过高导致拉货放缓，导致公司产能稼动率下降或是产品价格下滑，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

新产能投产不及预期的风险：公司新产能投产短期内对公司的经营业绩造成一定的影响。如果后续产能投产进度延缓，或在客户处验证不及预期，可能对生产经营产生不利影响。

下游需求不及预期的风险：MLCC 行业受宏观经济影响较大，如果未来宏观经济发生剧烈波动，下游客户需求存在下降或放缓的情况，从而对生产经营产生不利影响。

竞争加剧的风险：MLCC 行业存在轻微供大于求的情况，若下游需求增长或国产化率不及预期，以及友商扩产幅度过快，可能导致公司扩产产能释放不足，从而对公司盈利能力产生不利影响。

技术研发风险：公司所处的相关行业属于技术密集型产业，新材料、新工艺不断涌现，下游产品更新换代速度越来越快，要求公司不断增强自主研发创新能力，敏捷地响应市场的需求变化。如果公司未来在技术研发方面不能跟上新技术、新应用的崛起速度，可能削弱公司产品的竞争优势，进而影响到公司业绩增长。同时，新技术、新工艺、新产品的研发策略需根据市场趋势和客户需求谨慎选择，如果公司的研发方向存在偏差，无法满足下游客户的需求，可能会对公司的经营造成不利的影响。

财务风险

应收账款金额较大的风险：截至 1H24，公司应收账款账面价值为 170,413.28 万元，应收账款金额较大的原因主要是公司针对不同的客户采用不同的结算方式，给信用较好的客户一定的账期。后续，随着公司规模的继续扩张，应收账款可能会进一步增长，如果客户付款能力发生不利变化，应收账款无法足额收回，将给公司带来一定的损失。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4509	2842	4301	3884	5149	营业收入	5149	5727	7405	8979	10467
应收款项	1717	2133	2759	3345	3899	营业成本	2878	3446	4129	5017	5800
存货净额	1886	1754	2159	2627	3051	营业税金及附加	63	84	90	117	139
其他流动资产	4709	4551	4782	5009	5230	销售费用	57	74	82	100	115
流动资产合计	12821	11279	14001	14865	17329	管理费用	479	429	462	546	627
固定资产	5881	5784	6384	6619	6705	研发费用	452	546	579	695	802
无形资产及其他	364	452	434	416	398	财务费用	(174)	(162)	(28)	(42)	(87)
其他长期资产	528	4311	4311	4311	4311	投资收益	98	57	76	77	70
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(50)	54	(6)	(12)	5
资产总计	19593	21827	25130	26211	28744	其他	221	358	349	349	349
短期借款及交易性金融负债	185	745	1998	666	497	营业利润	1661	1778	2510	2960	3494
应付款项	635	981	1207	1469	1706	营业外净收支	5	5	6	5	6
其他流动负债	663	675	815	989	1148	利润总额	1666	1783	2517	2965	3500
流动负债合计	1483	2401	4020	3124	3351	所得税费用	160	200	282	332	392
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	2	3	4	4
其他长期负债	1007	1187	1329	1487	1647	归属于母公司净利润	1505	1581	2232	2629	3103
长期负债合计	1007	1187	1329	1487	1647	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2490	3588	5348	4611	4998	净利润	1506	1583	2235	2633	3108
少数股东权益	4	6	9	13	17	资产减值准备	66	(7)	31	46	33
股东权益	17100	18233	19773	21588	23729	折旧摊销	524	594	610	738	830
负债和股东权益总计	19593	21827	25130	26211	28744	公允价值变动损失	(20)	(55)	(25)	(33)	(38)
						财务费用	(1)	(62)	(28)	(42)	(87)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	376	(3789)	(727)	(654)	(606)
每股收益	0.79	0.82	1.16	1.37	1.62	其它	(378)	3455	(3)	(3)	54
每股红利	0.32	0.26	0.36	0.43	0.50	经营活动现金流	2074	1719	2092	2684	3294
每股净资产	8.92	9.51	10.32	11.26	12.38	资本开支	(1125)	(546)	(1194)	(955)	(898)
ROIC	8%	7%	11%	12%	14%	其它投资现金流	(2682)	(3229)	0	0	0
ROE	9%	9%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(3807)	(3775)	(1194)	(955)	(898)
毛利率	44%	40%	44%	44%	45%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	24%	20%	28%	28%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	30%	36%	36%	36%	支付股利、利息	(618)	(490)	(692)	(815)	(962)
收入增长	-17%	11%	29%	21%	17%	其它融资现金流	(11)	644	1253	(1331)	(169)
净利润增长率	-25%	5%	41%	18%	18%	融资活动现金流	(629)	154	561	(2146)	(1131)
资产负债率	13%	16%	21%	18%	17%	现金净变动	(2352)	(1895)	1460	(417)	1265
息率	0.9%	0.7%	1.0%	1.1%	1.3%	货币资金的期初余额	5543	3192	1297	2757	2340
P/E	47.3	45.1	31.9	27.1	23.0	货币资金的期末余额	3192	1297	2757	2340	3604
P/B	4.2	3.9	3.6	3.3	3.0	企业自由现金流	877	(2723)	521	1353	1975
EV/EBITDA	42.3	43.0	28.6	23.4	20.0	权益自由现金流	866	(2079)	1798	59	1883

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032