

2024 年 12 月 16 日

晶科科技 (601778. SH)

投资评级： 增持（首次）

—— 民营光伏领军企业 关注未回收补贴价值释放

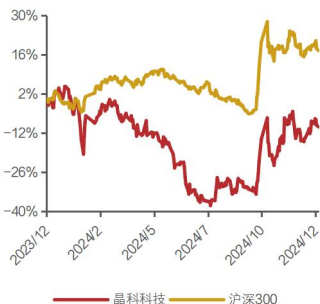
证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超
doupengchao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024 年 12 月 16 日

收盘价 (元)	3.08
一年内最高/最低 (元)	3.65/2.10
总市值 (百万元)	10,998.58
流通市值 (百万元)	10,998.58
总股本 (百万股)	3,570.97
资产负债率 (%)	63.41
每股净资产 (元/股)	4.29

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **背靠大股东晶科集团，定位清洁能源供应商和服务商。**公司成立于 2011 年，经过多年积累，公司已具备光伏“项目开发-施工并网-运营发电-资产交易”一体化解决方案能力，目前主要从事光伏电站运营及开发转让。公司于 2020 年在 A 股上市，控股股东为晶科新能源集团有限公司，截至 2024 年 9 月底，控股股东控制比例为 23.9%。
- **盈利主要源于光伏发电与电站开发转让。轻重资产相结合的经营模式下，公司既可通过持有电站资产获得稳定发电收入，亦可择机出售电站获取收益。**2023 年公司实现营收 43.7 亿元，同比增长 36.72%，其中光伏电站开发运营转让、光伏电站 EPC、户用光伏电站滚动开发营收分别占总营收的 74.4%、6.6%、14.8%。2023 年公司实现利润总额 4.69 亿元（剔除减值影响后约为 7.25 亿元），分拆来看：电站转让对业绩税前贡献约 3.75 亿元，约占剔除减值影响后利润总额的 51.7%，其他 3.5 亿元则主要源于发电利润。
- **存量自持发电装机新旧结构优化，现金创造能力有望改善；增量装机重心南移，良好的经济及消纳环境有望为资产质量提供一定支撑：**1) 公司自 2018 年起开展电站资产交易业务，2020-2023 年分别转让 129/448/0/593MW，其中 2020-2021 出售项目主要为带补贴项目，新旧项目结构优化助力现金流逐步转好。2) 2024 年增量装机主要分布于华东华南区域，良好的经济及消纳环境为增量装机资产质量提供一定支撑，公司装机资产质量有望逐步改善。
- **年度新增补贴规模较稳定，补贴占发电收入比例下降：**2021-2023 年公司新增电费补贴收入规模维持在 12~14 亿元水平，较为平稳。2023 年公司发电收入约 30.20 亿元，其中补贴收入约 13.37 亿元，随着公司平价项目占比提升，补贴占发电收入比例已由 2021 年的 56.5% 下降至 2023 年的 44.3%。
- **绿电板块压力客观存在，未回收补贴直接影响新能源资产质量，关注未回收补贴价值释放：**公司存量未回收补贴近 60 亿元，占净资产比例约 37%。公司应收账款/当前市值规模约 56%，与其他绿电运营商相比，公司处于较前列。若补贴欠款得以回收，公司股价有望展现一定弹性。
- **盈利预测与评级：**我们预测 2024-2026 年公司实现归母净利润 5.16、7.38、7.47 亿元，同比分别增长 34.58%/43.09%/1.22%，当前股价对应 PE 分别为 21/15/15 倍。选取同样具有光伏发电或 EPC 业务的芯能科技、林洋能源、太阳能等作为可比公司，其 2024 年平均 PE 为 16 倍。考虑到公司装机资产质量逐步转好，随着电站建设与转让节奏加快，以及补贴回收出现转机，公司业绩及股价均有望展现一定弹性。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：电价波动风险、电站转让不及预期、补贴回款不及预期。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,196	4,370	5,408	7,853	7,681
同比增长率 (%)	-15.16%	36.72%	23.75%	45.21%	-2.19%
归母净利润 (百万元)	217	383	516	738	747
同比增长率 (%)	-33.83%	77.05%	34.58%	43.09%	1.22%
每股收益 (元/股)	0.06	0.11	0.14	0.21	0.21
ROE (%)	1.74%	2.46%	3.22%	4.42%	4.30%
市盈率 (P/E)	50.79	28.69	21.32	14.90	14.72

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预测 2024-2026 年公司实现归母净利润 5.16、7.38、7.47 亿元，同比分别增长 34.58%/43.09%/1.22%，当前股价对应 PE 分别为 21/15/15 倍。选取同样具有光伏发电或 EPC 业务的芯能科技、林洋能源、太阳能等作为可比公司，其 2024 年平均 PE 为 16 倍。考虑到公司装机资产质量逐步转好，随着电站建设与转让节奏加快，以及补贴回收出现转机，公司业绩及股价均有望展现一定弹性。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司发展战略，我们对公司未来三年经营假设如下：**1) 发电业务：**考虑到新建项目并网及对外转让，假设 2024-2026 年公司新建集中式及工商业光伏电站合计 1000/1000/1000MW；市场化交易扩大趋势下带动电价略有下滑，毛利率下滑至 51%/49%/48% 水平。**2) 电站转让：**假设 2024-2026 年集中式及工商业电站转让 355/700/800MW，单瓦利润 0.5 元/W。**3) 户用滚动开发方面：**假设 2024-2026 年转让规模分别达到 400/1500/1500MW。

投资逻辑要点

公司作为具有代表性的光伏运营商，我们认为现金流表现是压制公司股价的核心原因。立足当前时点：

1) 从经营层面来看，光伏发电业务装机资产结构逐步优化，带补贴项目占比降低有助于降低估值层面的不确定性；同时电站滚动式开发及转让有望贡献业绩弹性。

2) 从资产定价层面而言，当前公司未回收补贴规模占净资产比例较高，若补贴回款到位，股价有望展现较强弹性。

核心风险提示

电价波动风险、电站转让不及预期、补贴回款不及预期。

内容目录

1. 民营光伏领军企业 定位清洁能源供应商和服务商	5
2. 装机结构持续优化 关注未回收补贴价值释放	7
2.1. 装机资产结构持续优化 电站转让有望继续贡献弹性	7
2.2. 补贴占发电收入比例下降 关注未回收补贴价值释放	9
3. 盈利预测与估值	11
4. 风险提示	12

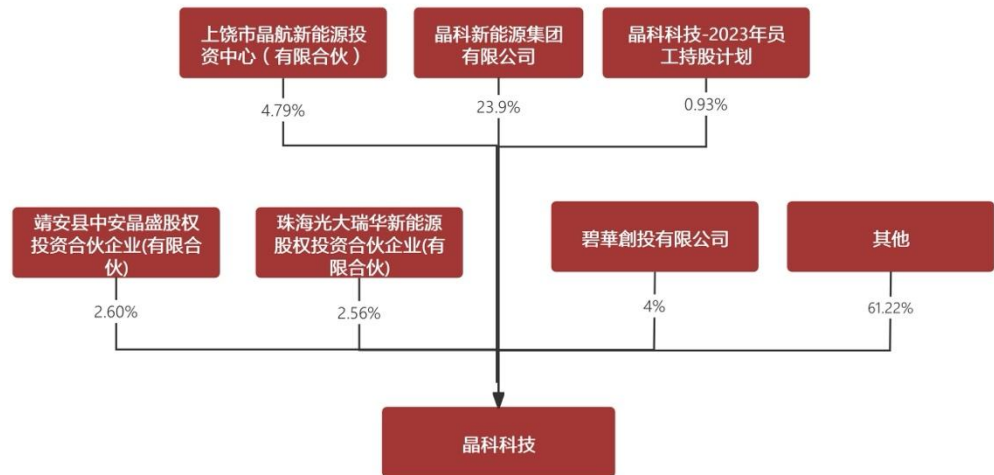
图表目录

图表 1: 公司股权结构 (截至 2024 年 9 月)	5
图表 2: 公司 2020-2023 年营业收入 (百万元)	6
图表 3: 公司 2023 年营收结构	6
图表 4: 公司 2020-2023 年分业务毛利率	6
图表 5: 公司 2020-2023 年分业务毛利 (百万元)	6
图表 6: 公司 2020-2023 年出售电站装机容量 (MW)	7
图表 7: 公司 2020-2023 年期末在手装机容量 (MW)	7
图表 8: 公司 2020-2023 年净利润 (百万元)	7
图表 9: 公司 2020-2023 年利润来源拆分 (百万元)	7
图表 10: 公司集中式光伏分区域占比 (截至 2024 年第三季度)	8
图表 11: 公司分布式光伏分区域占比 (截至 2024 年第三季度)	8
图表 12: 公司 2024 年前三季度集中式光伏净增加装机量 (MW)	8
图表 13: 公司 2024 年前三季度分布式光伏净增加装机量 (MW)	8
图表 14: 公司 2024 年前三季度集中式光伏分区域上网电价 (元/kWh)	9
图表 15: 公司 2024 年前三季度分布式光伏分区域上网电价 (元/kWh)	9
图表 16: 公司 2023 年电站转让结构	9
图表 17: 公司 2020-2023 年电站转让规模 (MW)	9
图表 18: 公司电费收入及可再生能源补贴收入 (百万元)	10
图表 19: 公司补贴回款规模 (百万元)	10
图表 20: 绿电企业应收账款/市值对比	10
图表 21: 可比公司相对估值表	11

1. 民营光伏领军企业 定位清洁能源供应商和服务商

背靠大股东晶科集团，定位清洁能源供应商和服务商。公司前身“上饶晶科工程”成立于2011年，并于2020年在A股上市。经过多年积累，公司已形成了“项目开发-施工并网-运营发电-资产交易”的光伏一体化解决方案能力，定位清洁能源供应商和服务商。公司控股股东为晶科新能源集团有限公司，实控人为李仙德、陈康平及李仙华。截至2024年9月底，实控人通过晶科集团间接持有公司23.9%股份。

图表 1：公司股权结构（截至 2024 年 9 月）

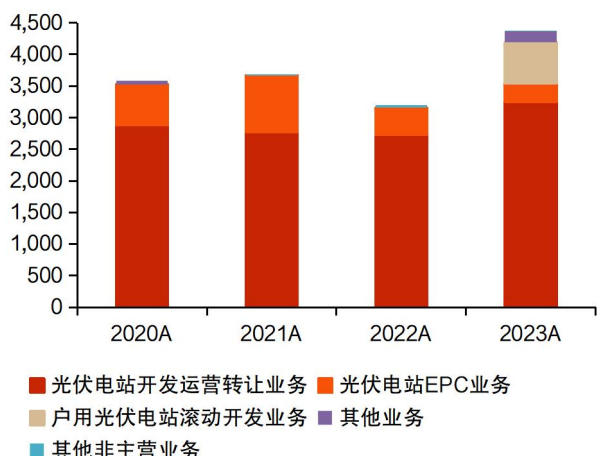


资料来源：公司公告，华源证券研究所

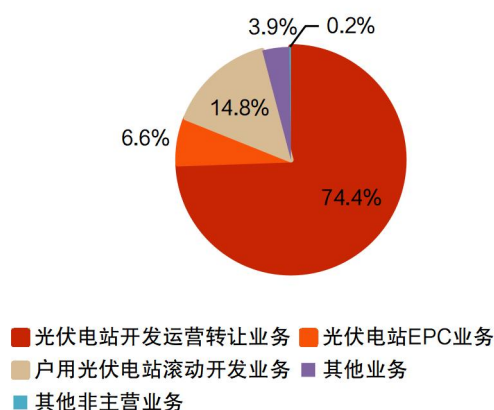
业务结构随行业发展逐步调整，发电业务和电站转让是当前主要盈利来源。

2020年上市前，公司主要从事光伏电站运营转让和EPC业务，其中EPC业务受光伏上游竞争加剧影响、近年来逐渐收窄；此外，自2023年起，公司新增户用光伏电站滚动开发业务。截至2024年9月，公司自持光伏装机合计5.96GW。

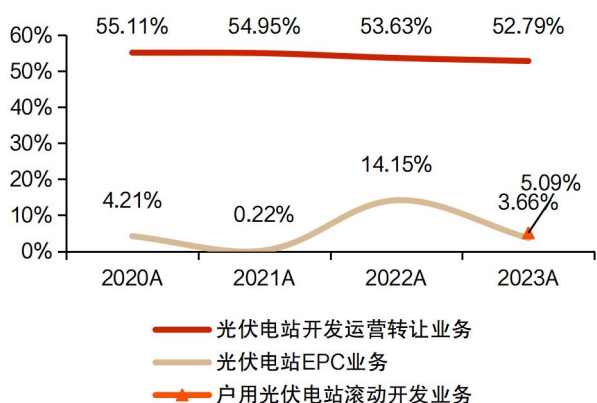
营收结构来看：2023年，公司实现营收43.7亿元，同比增长36.72%，其中光伏电站开发运营转让、光伏电站EPC、户用光伏电站滚动开发营收分别占总营收的74.4%、6.6%、14.8%。**毛利结构**方面，2023年公司实现毛利总额17.65亿元，上述三者毛利占比分别为97.33%、0.6%、1.87%，其中光伏电站开发运营转让板块中——发电业务毛利约16.28亿元、占毛利总额92.24%，是经营性利润主要来源。

图表 2：公司 2020-2023 年营业收入（百万元）


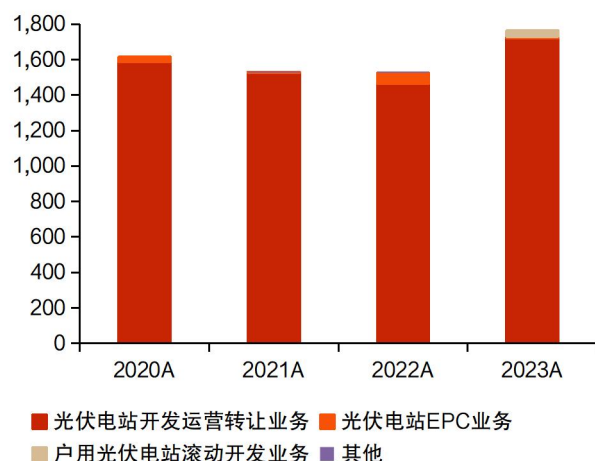
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：公司 2023 年营收结构


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司 2020-2023 年分业务毛利率


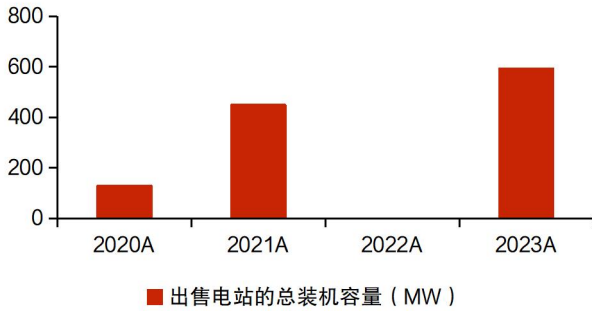
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司 2020-2023 年分业务毛利（百万元）


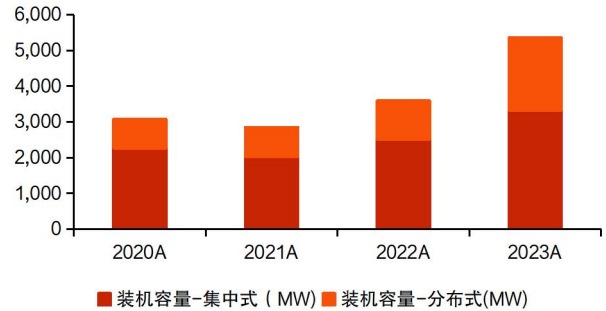
资料来源：公司公告，华源证券研究所

值得注意的是，公司近年来开始对外转让电站，电站转让逐渐成为发电业务之外的另一主要利润来源。近年来，可再生能源发电补贴回款问题逐渐凸显，为改善资产结构、回笼资金后投资于新的平价项目，公司于 2018 年起开始对外转让电站。在“电站产品化”理念下，电站转让以投资收益形式为业绩提供一定弹性。根据公司公告，2021-2023 年公司分别出售电站 448MW、0MW、593MW，对当期业绩税前影响额分别约为 0.44 亿元、0 亿元、3.75 亿元。从对业绩影响程度来看，2023 年公司实现利润总额 4.69 亿元，剔除减值影响¹后约为 7.25 亿元，电站转让贡献 3.75 亿元占比达到 51.7%，成为发电业务之外的另一主要利润来源。

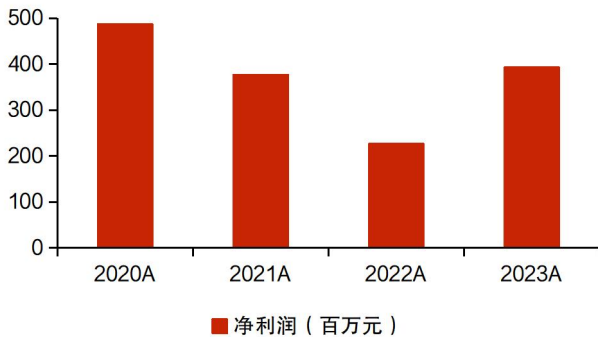
¹ 2023 年信用减值及资产减值分别约 2.05 亿元/0.51 亿元，其中信用减值同比大幅上升 268%，主因公司将应收电费款预计信用损失比例由 1%提升至 3%，导致信用减值增加约 1.13 亿元。

图表 6：公司 2020-2023 年出售电站装机容量 (MW)


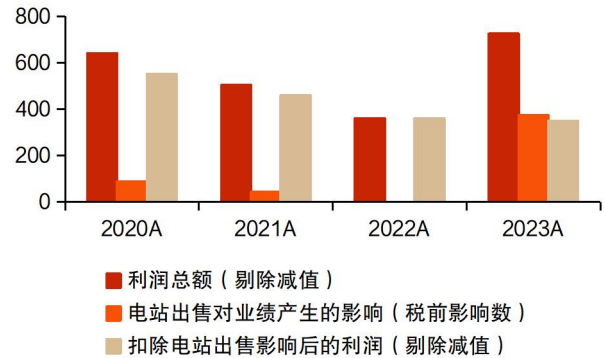
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：公司 2020-2023 年期末在手装机容量 (MW)


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：公司 2020-2023 年净利润 (百万元)


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：公司 2020-2023 年利润来源拆分 (百万元)


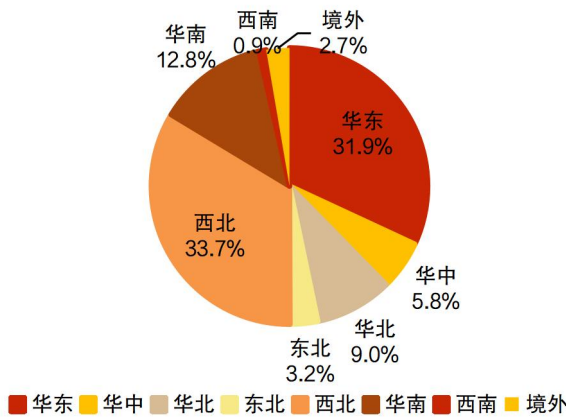
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 装机结构持续优化 关注未回收补贴价值释放

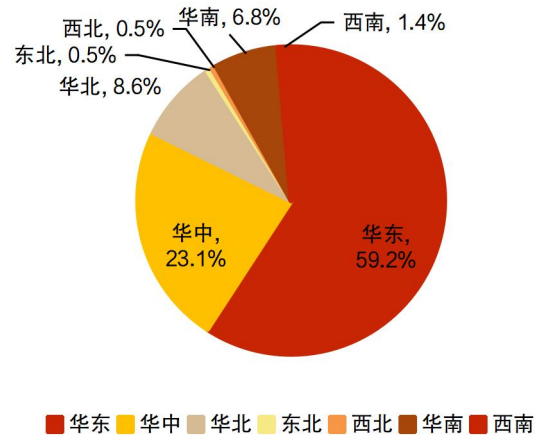
公司作为具有代表性的光伏运营商，我们认为现金流表现是压制公司股价的核心原因。立足当前时点，1) **从经营层面来看**，光伏发电业务装机资产结构逐步优化，带补贴项目占比降低有助于降低估值层面的不确定性；同时电站滚动式开发及转让有望贡献业绩弹性。2) **从资产定价层面而言**，当前公司未回收补贴规模占净资产比例较高，若补贴回款到位，股价有望展现较强弹性。

2.1. 装机资产结构持续优化 电站转让有望继续贡献弹性

目前，公司光伏装机主要集中在华东、华中、西北区域，集中式与分布式双足鼎立。截至 2024 年 9 月，公司自持光伏装机合计 5.96GW，其中集中式/分布式分别约 3.53GW/2.43GW。区域格局层面，集中式光伏装机主要分布于华东、西北区域，分布式光伏装机主要分布于华东、华中区域。

图表 10：公司集中式光伏分区域占比（截至 2024 年第三季度）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

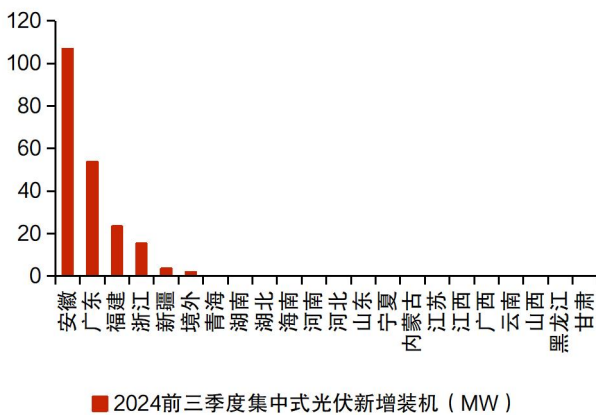
图表 11：公司分布式光伏分区域占比（截至 2024 年第三季度）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

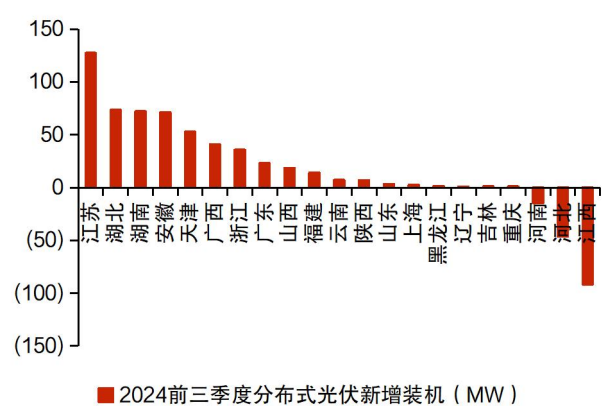
一方面，对于作为盈利基本盘的发电业务：

1) 存量自持发电装机新旧结构优化，现金创造能力有望改善。公司 2020-2023 年分别转让 129/448/0/593MW，占当年期初装机的 4.29%/14.56%/0%/16.48%。考虑到公司 2020-2021 年出售项目主要为带补贴项目，以及随着公司继续投资于平价光伏项目，带补贴项目占比逐步走低，预计将有更高比例净利润转化为现金流入。

2) 增量装机重心南移，良好的经济及消纳环境可为新增装机资产质量提供一定支撑。2024 前三季度公司新增光伏装机约 0.6GW，其中集中式/分布式分别新增 0.204GW/0.398GW。从分布来看，新增集中式装机主要分布于安徽、广东、福建、浙江等地，新增分布式装机则主要分布于江苏、湖北、湖南、安徽、天津等地，长远来看，良好的经济及消纳环境可为新增装机资产质量提供一定支撑。

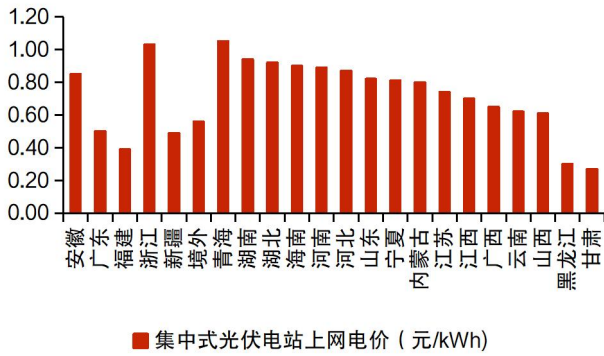
图表 12：公司 2024 年前三季度集中式光伏净增加装机量 (MW)


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：公司 2024 年前三季度分布式光伏净增加装机量 (MW)


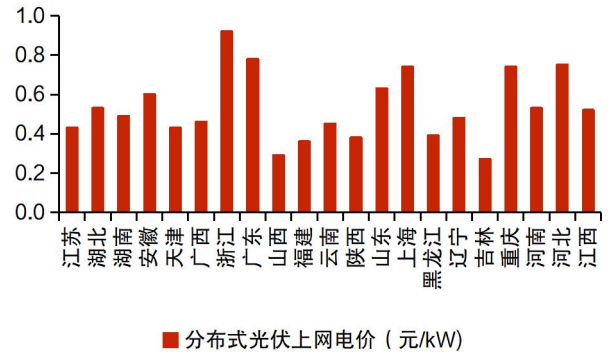
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14: 公司 2024 前三季度集中式光伏分区域上网电价 (元/kWh)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

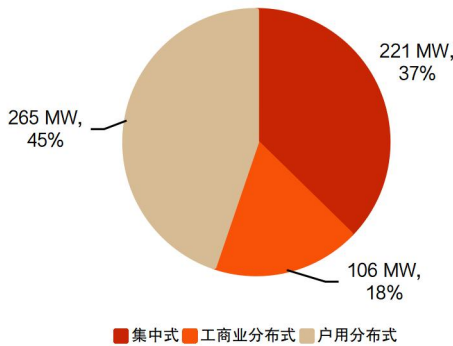
图表 15: 公司 2024 前三季度分布式光伏分区域上网电价 (元/kWh)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

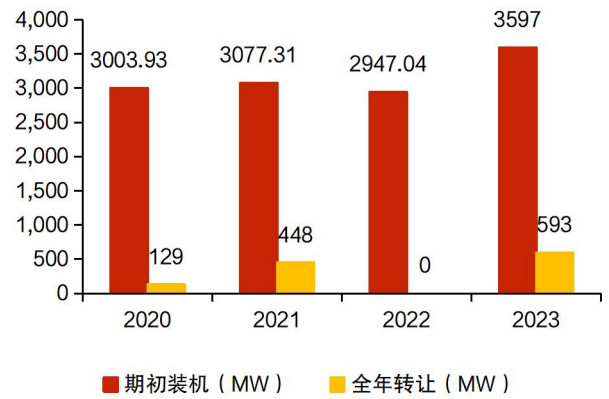
另一方面, 电站滚动式开发及转让有望继续贡献利润弹性。根据公司公告, 2024 年前三季度公司已完成 454MW 电站转让, 已通过董事会审议拟转让光伏电站 300MW。此外, 公司全资下属公司晶科西班牙已提前就将于 2025 年 9 月投运的西班牙 175MW 光伏电站项目签署股权转让协议。随着公司进一步推动电站滚动式开发及转让, 转让收益有望为业绩带来一定弹性。

图表 16: 公司 2023 年电站转让结构



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

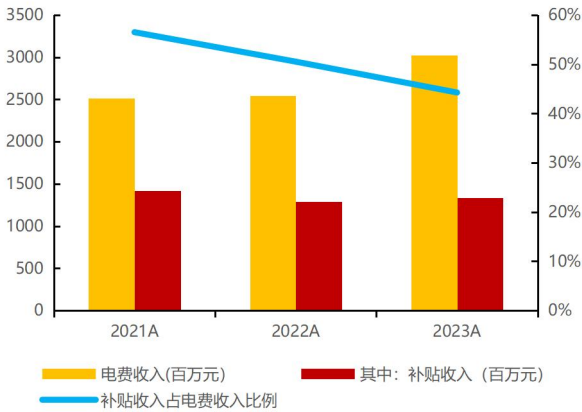
图表 17: 公司 2020-2023 年电站转让规模 (MW)



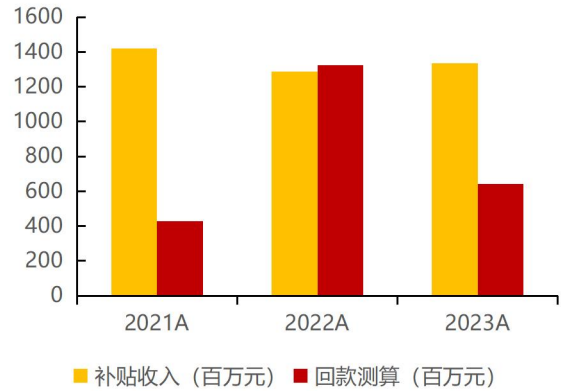
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

2.2. 补贴占发电收入比例下降 关注未回收补贴价值释放

年度新增补贴规模较稳定, 补贴占发电收入比例逐渐下降。从规模来看, 2021-2023 年公司新增电费补贴收入规模维持在 12~14 亿元水平, 较为平稳。而随着公司平价项目占比的提升, 补贴占发电收入比例已由 2021 年的 56.5% 下降至 2023 年的 44.3%。回款方面, 2023 年公司补贴收入约 13.37 亿元, 当年新增应收账款约 6.93 亿元, 假设新增应收账款全来自未回款的补贴收入, 可测算补贴至少回款约 6.44 亿元, 约为当年补贴收入的 48.14%。

图表 18: 公司电费收入及可再生能源补贴收入 (百万元)


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所。注: 电费收入包含补贴收入。

图表 19: 公司补贴回款规模 (百万元)


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所。注: 假设新增应收账款全部来自发电收入, 以补贴收入总额减去新增应收账款测算补贴回款金额。

当前未回收补贴近 60 亿元, 占净资产比例约 37%。根据公告, 截至 2024 年 6 月底, 公司约 61.6 亿应收账款中约 95% 为光伏发电补贴欠款, 假设该比例不变, 以 2024 年 9 月底应收账款 (约 62.2 亿元) 测算, 则公司当前未回收补贴约 59.1 亿元, 占净资产 (158.22 亿元) 比例约 37%。

公司应收账款/当前市值规模约 56%, 处于上市绿电企业前列, 关注公司未回收补贴价值释放。立足当前时点, 我们认为 1) 随着公司光伏装机资产结构逐步优化、带补贴项目占比相应降低, 公司存量资产风险敞口预计进一步收窄, 有助于降低估值层面的不确定性。2) 未回收补贴规模占净资产比例约 37%; 与其他绿电运营商相比, 公司应收账款/当前市值规模约 56%, 处于较前列。若公司补贴欠款得以回收, 股价有望展现一定弹性。

图表 20: 绿电企业应收账款/市值对比

股票代码	企业简称	属性	市值 (亿元)	应收账款 (亿元)	补贴拖欠/市值
			2024/12/16	2024 年 6 月底	
1250.HK	山高新能源	地方国企	36.1	94.1	260.40%
1798.HK	大唐新能源	中央企业	137.8	205.5	149.08%
0579.HK	京能清洁能源	地方国企	143.3	117.9	82.28%
2380.HK	中国电力	中央企业	355.6	291	81.82%
0916.HK	龙源电力	中央企业	520.1	409.8	78.79%
3868.HK	信义能源	民营企业	65.0	44	67.64%
600821.SH	金开新能	地方国企	114.8	75.3	65.57%
000591.SZ	太阳能	中央企业	195.3	126.8	64.93%
1811.HK	中广核新能源	中央企业	95.6	61	63.82%
601778.SH	晶科科技	民营企业	110.0	61.6	56.01%
0956.HK	新天绿色能源	地方国企	138.8	75.6	54.47%
0182.HK	协合新能源	民营企业	39.4	19	48.19%

000862.SZ	银星能源	中央企业	50.6	24.2	47.85%
600032.SH	浙江新能	地方国企	187.3	86.6	46.23%
601619.SH	嘉泽新能	民营企业	82.8	36.3	43.86%
601016.SH	节能风电	中央企业	213.6	73.6	34.45%
600905.SH	三峡能源	中央企业	1302.2	424.4	32.59%
603693.SH	江苏新能	地方国企	92.8	29.8	32.11%
000537.SZ	中绿电	中央企业	195.3	62.2	31.85%
001258.SZ	立新能源	地方国企	64.8	19.6	30.26%
600956.SH	新天绿能	中央企业	242.7	71.8	29.59%
601222.SH	林洋能源	民营企业	146.9	42.6	29.00%
600163.SH	中闽能源	地方国企	122.4	28.1	22.96%
600483.SH	福能股份	地方国企	278.0	55.6	20.00%
003035.SZ	南网能源	中央企业	172.0	29.4	17.10%
002053.SZ	云南能投	地方国企	108.9	14.9	13.68%
000791.SZ	甘肃能源	地方国企	178.0	21.8	12.25%
603105.SH	芯能科技	民营企业	45.8	2.8	6.11%

资料来源：wind，华源证券研究所

3. 盈利预测与估值

结合公司发展战略，我们对公司未来三年经营假设如下：**1) 发电业务**：考虑到新建项目并网及对外转让，假设 2024-2026 年公司新建集中式及工商业光伏电站合计 1000/1000/1000MW；市场化交易扩大趋势下带动电价略有下滑，毛利率下滑至 51%/49%/48% 水平。**2) 电站转让**：假设 2024-2026 年集中式及工商业电站转让 355/700/800MW，单瓦利润 0.5 元/W。**3) 户用滚动开发方面**：假设 2024-2026 年转让规模分别达到 400/1500/1500MW。

我们预测公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 5.16、7.38、7.47 亿元，同比分别增长 34.58%/43.09%/1.22%，当前股价对应 PE 分别为 21/15/15 倍。选取同样具有光伏发电或 EPC 业务的芯能科技、林洋能源、太阳能等作为可比公司，其 2024 年平均 PE 为 16 倍。考虑到公司装机资产质量逐步转好，随着电站建设与转让节奏加快，以及补贴回收出现转机，公司业绩及股价均有望展现一定弹性。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 21：可比公司相对估值表

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)			每股收益(元/股)			PE			PB (1f)
		2024/12/16	24E	25E	26E	24E	25E	26E			
603105.SH	芯能科技	9.16	0.47	0.58	0.71	20	16	13	2.25		
601222.SH	林洋能源	7.13	0.57	0.66	0.75	12	11	9	0.93		
000591.SZ	太阳能	4.99	0.42	0.47	0.52	12	11	10	0.82		
	平均值					16	13	11	1.59		
601778.SH	晶科科技	3.08	0.14	0.21	0.21	21	15	15	1.33		

资料来源：Wind，华源证券研究。可比公司每股收益取 Wind 一致预期。

4. 风险提示

1) **电价波动风险**：随着电力市场化交易比例提升，电价波动对光伏电站收益率影响逐渐加大，若电价下降超预期，或影响公司收入及电站转让进度；

2) **电站转让不及预期**：滚动开发是公司当前主要策略之一，若电站转让低于预期，将影响业绩释放节奏；

3) **补贴回款不及预期**：若存量未回收补贴回款情况不佳，将对公司整体资产质量造成负面影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,347	4,056	5,890	5,761
应收票据及账款	5,998	6,691	7,384	8,077
预付账款	114	437	635	621
其他应收款	801	963	1,399	1,368
存货	3,699	4,039	2,789	1,841
其他流动资产	1,298	1,190	1,702	1,666
流动资产总计	17,257	17,375	19,797	19,333
长期股权投资	914	975	1,036	1,097
固定资产	20,245	21,258	23,978	26,533
在建工程	1,437	2,848	2,389	1,930
无形资产	201	206	233	257
长期待摊费用	54	53	52	50
其他非流动资产	935	1,063	1,063	1,063
非流动资产合计	23,788	26,405	28,752	30,930
资产总计	41,045	43,780	48,549	50,263
短期借款	1,858	1,216	1,548	2,855
应付票据及账款	4,972	4,022	6,762	6,671
其他流动负债	2,798	3,698	4,714	4,522
流动负债合计	9,629	8,936	13,024	14,048
长期借款	11,033	13,985	13,985	13,985
其他非流动负债	4,694	4,694	4,694	4,694
非流动负债合计	15,727	18,679	18,679	18,679
负债合计	25,355	27,615	31,702	32,726
股本	3,571	3,571	3,571	3,571
资本公积	8,447	8,447	8,447	8,447
留存收益	3,560	4,024	4,688	5,360
归属母公司权益	15,578	16,042	16,706	17,379
少数股东权益	111	123	140	158
股东权益合计	15,689	16,165	16,847	17,537
负债和股东权益合计	41,045	43,780	48,549	50,263

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	392	372	372	339
折旧与摊销	1,111	1,382	1,589	1,798
财务费用	741	782	861	893
投资损失	-388	-238	-411	-461
营运资金变动	-2,885	-1,460	3,167	52
其他经营现金流	431	84	459	509
经营性现金净流量	-598	922	6,037	3,131
投资性现金净流量	-2,552	-3,688	-3,601	-3,599
筹资性现金净流量	2,867	1,476	-603	339
现金流量净额	-289	-1,291	1,834	-129

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,370	5,408	7,853	7,681
营业成本	2,606	3,430	5,767	5,689
税金及附加	58	67	97	95
销售费用	104	103	106	92
管理费用	458	476	471	399
研发费用	5	5	6	6
财务费用	741	782	861	893
资产减值损失	-51	-50	-50	-50
信用减值损失	-205	-50	-50	-50
其他经营损益	3	0	0	0
投资收益	388	238	411	461
公允价值变动损益	30	0	0	0
资产处置收益	-3	0	0	0
其他收益	15	15	15	15
营业利润	575	698	870	881
营业外收入	34	34	34	34
营业外支出	139	100	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	469	632	904	915
所得税	77	104	148	150
净利润	392	528	755	765
少数股东损益	9	12	17	17
归属母公司股东净利润	383	516	738	747

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	36.72%	23.75%	45.21%	-2.19%
营业利润增长率	69.26%	21.43%	24.67%	1.27%
归母净利润增长率	77.05%	34.58%	43.09%	1.22%
经营现金流增长率	-133.36%	254.23%	555.00%	-48.14%
盈利能力				
毛利率	40.37%	36.58%	26.57%	25.93%
净利率	8.98%	9.76%	9.62%	9.96%
ROE	2.46%	3.22%	4.42%	4.30%
ROA	0.93%	1.18%	1.52%	1.49%
估值倍数				
P/E	28.69	21.32	14.90	14.72
P/S	2.52	2.03	1.40	1.43
P/B	0.72	0.70	0.67	0.65
股息率	0.35%	0.47%	0.67%	0.68%
EV/EBITDA	10	9	8	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。