

唯特偶 (301319. SZ)

深耕电子焊接材料，双平台战略打造新增长极

优于大市

核心观点

前三季度营收同比增长 24.00%，扣非归母净利润同比增长 3.51%。公司发前前三季度实现营收 10.60 亿元 (YoY +24.00%)，实现归母净利润 0.70 亿元 (YoY -4.84%)，扣非后归母净利润为 0.62 亿元 (YoY +3.51%)。其中，公司单三季度实现营收 3.96 亿元 (YoY +19.67%)，实现归母净利润 0.27 亿元 (YoY +15.98%)。前三季度公司确认的非经常性损益为 758.63 万元，主要为政府补助及金融资产公允价值变动损益等。

综合盈利能力稳健，经营性现金流大幅改善。公司前三季度综合毛利率为 16.26%，归母净利率为 6.56%。归母净利润同比小幅下滑主要系去年同期非经常性损益基数较高所致，而扣非归母净利润的稳健增长彰显了主营业务的良好发展态势。公司经营质量显著提升，前三季度经营活动产生的现金流量净额达 0.82 亿元，同比大幅增长 1578.59%，主要系收入增长的同时公司强化回款管理所致。费用方面，公司持续加大研发投入，前三季度研发投入为 0.28 亿元，同比增长 19.86%。

微电子焊接材料实现国产替代，全球化发展合作知名客户。公司作为国内微电子焊接材料龙头，在锡膏领域市占率约 7%，而在外资品牌占据超 50%市场份额的背景下，国产替代空间广阔。唯特偶产品性能对标海外一线，并已切入华为、中兴、比亚迪、通威等各行业龙头供应链。同时，公司持续拓展业务版图，在香港、新加坡、墨西哥、美国、越南、泰国等 6 地开设分支机构，并在苏州启用全球光伏电子新材料运营中心，在杭州落地汽车电子及安防电子新材料运营中心。

“电子装联+可靠性材料”双平台战略，外延并购打造新增长极。2025 上半年，公司增资认购嘉兴吉弗爱 65% 股权，丰富拓展公司可靠性材料产品矩阵。嘉兴吉弗爱原股东为韩国 GFI，其核心产品全氟己酮微胶囊是一种自动就地扑灭火源的新材料，具备灭火效率高、灭火类型广、高电绝缘性、绿色环保等优势，可适配新能源、AIDC 等各类消防场景，有望成为公司新增长极。

投资建议：我们看好公司微电子焊接材料的领先优势，同时公司积极开拓新材料品类，完善产品矩阵，未来有望实现“电子装联+可靠性材料”双平台同步发展。我们预计 2025-2027 年公司营收增长至 15.39/19.60/25.05 亿元，归母净利润 1.00/1.25/1.76 亿元，当前股价对应 PE 分别为 59.7/47.9/32.4 倍，给予“优于大市”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，下游领域需求波动风险，新业务及新品导入不及预期风险，市场竞争加剧风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	964	1,212	1,539	1,961	2,505
(+/-%)	-7.7%	25.8%	27.0%	27.4%	27.7%
净利润(百万元)	102	89	100	125	176
(+/-%)	23.5%	-12.5%	12.3%	24.7%	40.9%
每股收益(元)	1.74	1.05	0.81	1.01	1.42
EBIT Margin	10.0%	7.5%	6.9%	7.2%	8.4%
净资产收益率(ROE)	9.0%	7.8%	8.7%	10.8%	15.0%
市盈率(PE)	27.7	45.9	59.7	47.9	34.0
EV/EBITDA	29.2	45.0	55.9	45.9	32.4
市净率(PB)	2.49	3.58	5.20	5.16	5.10

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·电子化学品 II

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

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

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

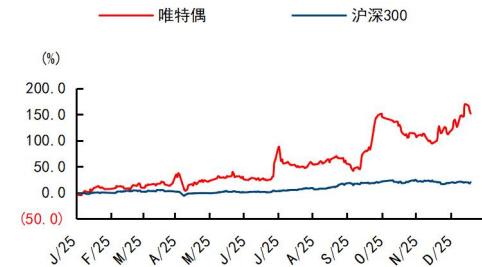
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

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(首次)
合理估值	
收盘价	48.21 元
总市值/流通市值	5995/4505 百万元
52 周最高价/最低价	55.26/23.51 元
近 3 个月日均成交额	253.47 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

立足微电子焊接材料，外延并购双平台发展

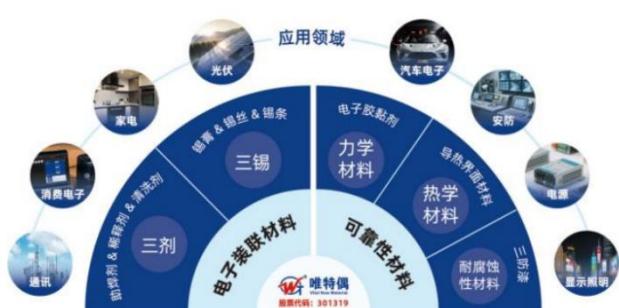
深耕微电子焊接材料，发展“电子装联+可靠性材料”双平台战略。公司创立于1998年，专注于微电子焊接材料的研发、生产、销售与服务。产品方面，公司主要产品覆盖电子装联材料中的微电子焊接材料（锡膏、锡条、锡丝、锡片）和微电子辅助焊接材料（助焊剂、清洗剂、稀释剂等）。除电子装联材料外，公司进一步开拓布局可靠性材料，包括力学材料（电子胶粘剂）、耐腐蚀性材料（三防漆）、热学材料（导热界面材料）等。下游终端领域涵盖消费电子、LED、智能家电、通信、计算机、工业控制、光伏、汽车电子、安防等各大重点行业。公司通过内生和外延，构建完整产品矩阵，形成“电子联装材料+可靠性材料”双平台发展，为客户提供一站式解决方案。

图1：唯特偶公司产品简介



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

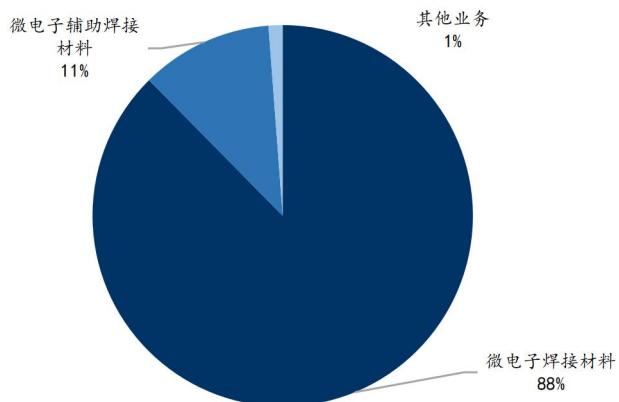
图2：唯特偶产品战略矩阵



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

微电子焊接材料占总营收 87.6%，微电子辅助焊接材料毛利率高达 52.56%。2025年上半年，公司实现营收 6.64 亿元，同比增长 26.74%。其中，微电子焊接材料实现营收 5.82 亿元，同比增长 33.76%，占总营收比重约 87.6%，毛利率为 11.14%。微电子辅助焊接材料实现营收 0.74 亿元，同比下滑 3.44%，占总营收比重约 11.2%，毛利率高达 52.56%，较上年同期提升 2.47 个百分点。

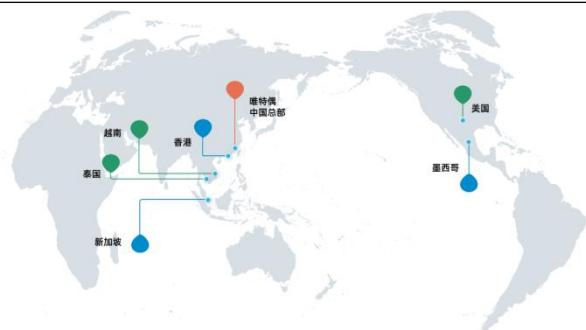
图3：唯特偶 2025H1 主要业务结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

全球化市场战略布局，深入合作行业知名企业。公司持续拓展业务版图，在香港、新加坡、墨西哥、美国、越南、泰国等6地开设分支机构。同时，在苏州启用全球光伏电子新材料运营中心，在杭州落地汽车电子及安防电子新材料运营中心。客户合作方面，公司服务行业内知名头部企业，如通讯领域的中兴通讯、华为、TCL通讯；显示与照明领域的冠捷科技、艾比森、利亚德；家电领域的格力电器、海尔集团、海信集团；光伏领域的通威股份、隆基股份、爱旭股份、阳光电源；汽车电子领域的比亚迪、华阳通用、中车时代；消费电子领域的大疆、三星、传音控股、小米；电源领域的公牛集团、奥海科技、航嘉电子；以及安防领域的海康威视、茂佳科技等国内知名企业。此外，公司还通过富士康、捷普电子等大型EMS厂商，间接服务于惠普、戴尔、亚马逊等国际知名终端品牌。

图4：唯特偶公司全球产业链布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图5：唯特偶部分客户展示

行业客户	ZTE 中兴	TCL	AOC	Abjsen	GREE	Haier
Jinko	LONGI	BYD	ADAYO 安得微	DJI	Mi	
公牛 安全用电专家	Huntkey 航嘉	HIKVISION 海康威视	ahua	JCET	TT 通富微电	
FOXCONN						
JABIL						
工厂客户	flex			hp		
	DELL			amazon		
海外客户 (直接或间接服务)						

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

入股优威高乐达成战略合作，认购嘉兴吉弗爱 65%股权。2024 年 10 月 21 日，公司向优威高乐投资 600 万人民币，最终持股比例 20%，计划在导热材料、电子胶黏剂、三防漆等产品和技术上展开合作，拓展可靠性材料业务布局。2025 年 6 月，公司公告以自有资金 371 万元认购嘉兴吉弗爱消防科技有限公司新增注册资本，增资后获得其 65%股权并纳入并表范围。

嘉兴吉弗爱原股东为韩国 GFI，核心产品全氟己酮微胶囊是一种自动就地扑灭火灾的新材料，该产品具备灭火效率高、灭火类型广、高电绝缘性、绿色环保等优势。全氟己酮微胶囊外壳为热敏性材料，遇火或高温时迅速破裂，包裹在内的全氟己酮灭火剂被快速释放到火区。一方面，全氟己酮会吸收大量热量，降低燃烧物和周围环境温度，使其低于燃点；另一方面，它能捕捉燃烧反应中的自由基，中断燃烧链式反应，同时覆盖在燃烧物表面隔绝氧气，快速扑灭火灾。公司通过增资嘉兴吉弗爱，丰富公司产品矩阵，拓展氟己酮灭火胶囊等新兴材料。

图6：唯特偶入股优威高乐达成战略合作



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图7：涂有唯特偶弹性装甲涂料的鸡蛋和纸杯



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

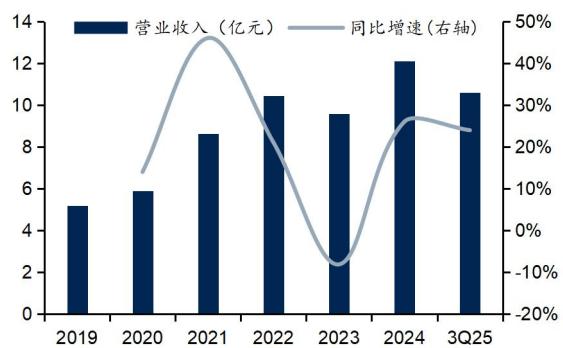
前十大股东持股占比 66.18%，董事长廖高兵为第一大股东。截至 2025 年三季度末，公司第一大股东为董事长廖高兵，持有公司股份 30.44%。实际控制人廖高兵、陈运华及其一致行动人深圳利乐缘投资管理有限公司合计持有公司股份 50.39%。董事长廖高兵，1992 年至 1993 年就职于香港威进化工任销售经理；1994 年至 1997 年设立深圳市龙岗区威信化工任总经理。1998 年 1 月创立深圳市唯特偶化工开发实业有限公司，并从 1998 年 1 月至 2003 年 5 月任唯特偶有限执行董事，2003 年 5 月至 2009 年 12 月任唯特偶有限董事长，2023 年 3 月至 2024 年 12 月任公司总经理，现任公司董事长、总裁。

表1：唯特偶前十大股东明细（截至 2025 年三季报）

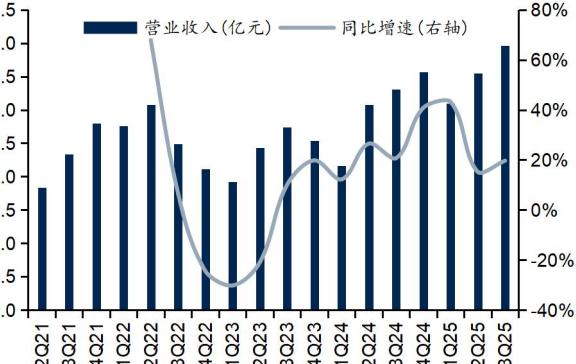
序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)
1	廖高兵	37,842,562	30.44	17.75
2	深圳利乐缘投资管理有限公司	22,705,537	18.26	10.65
3	杜宣	13,875,606	11.16	6.51
4	陈运华	2,102,365	1.69	0.99
5	摩根士丹利国际股份有限公司	1,249,763	1.01	0.59
6	桑泽林	1,196,172	0.96	0.56
7	高盛国际	866,095	0.70	0.41
8	于泽兵	826,045	0.66	0.39
9	赵海乐	817,645	0.66	0.38
10	摩根大通证券有限公司	801,616	0.64	0.38
合 计		82,283,406	66.18	38.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2019–2024 年收入 CAGR 为 18.5%，2025 前三季度同比增长 24.0%。公司自 2019 年以来，除 2023 年原材料金属锡价格大幅下降，传导至锡膏、焊锡条、焊锡丝的销售单价亦下降导致全年收入同比有所下滑，其余年份均保持稳步增长。从季节性来看，公司下半年营收普遍高于上半年。2025 年第三季度公司实现营收 3.96 亿元，同比增长 19.67%，环比持续提升 11.57%。

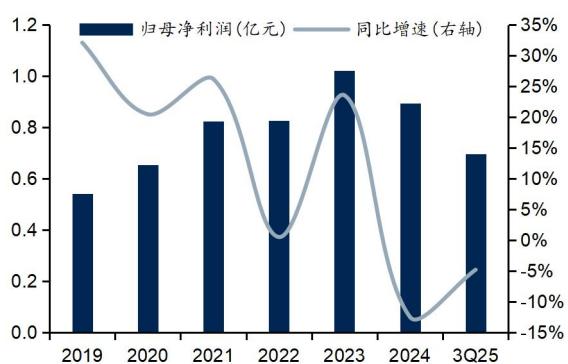
图8：公司营业收入及增速（亿元，%）


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

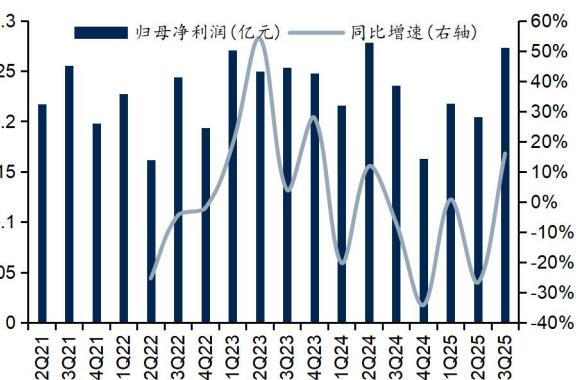
图9：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

归母净利润逐季增长，2025年第三季度环比增长33.94%。2025年前三季度公司归母净利润6953.4万元，一季度至三季度归母净利润分别为2176.2万元，2042.1万元，2735.2万元。前三季度归母净利润同比下滑4.84%，主要因公司加大研发等战略投入，锡膏等产品价格传导滞后，以及非经常性损益贡献下降等原因共同导致，但第三季度公司归母净利润已恢复增长，单三季度同比增长约15.98%。

图10：公司归母净利润及增速（亿元，%）


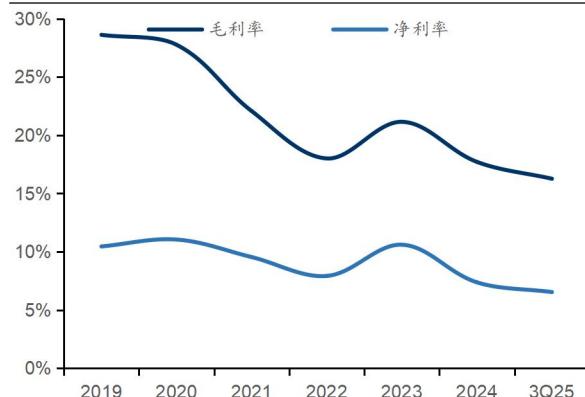
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司分季度归母净利润及增速（亿元，%）


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

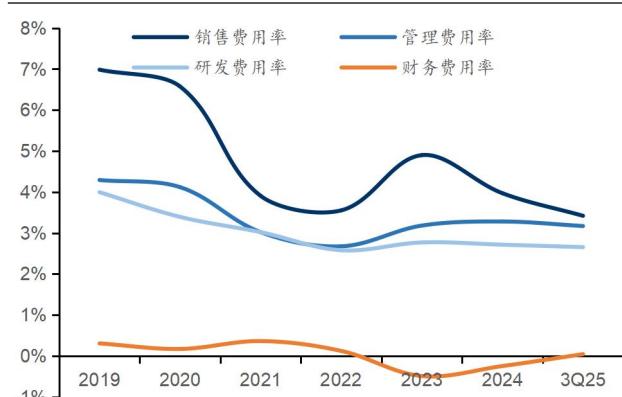
利润率水平逐步企稳，四项费用率保持稳定。公司综合毛利率方面，一季度至三季度分别为16.26%、16.51%、16.04%，基本保持平稳，前三季度净利率约6.53%。费用率方面，前三季度销售费用3626.5万元（同比增长8.23%），管理费用361.7万元（同比增长28.87%），研发费用2815.1万元（同比增长19.86%），财务费用45.8万元（同比增长116.38%），整体四项费用率保持稳定。

图12: 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司期间费率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

唯特偶是国内微电子焊接材料领域领先企业，伴随国内在半导体、汽车电子、AI 算力、光伏等领域的技术追赶和供应链安全需求提升，上游关键材料的国产化采购趋势不可逆转。公司产品覆盖电子装联材料中的微电子焊接材料（锡膏、锡条、锡丝、锡片）和微电子辅助焊接材料（助焊剂、清洗剂、稀释剂等）。同时，进一步外延开拓可靠性材料，包括力学材料（电子胶粘剂）、耐腐蚀性材料（三防漆）、热管理材料（导热界面材料）等。公司通过内生和外延，构建完整产品矩阵，形成“电子联装材料+可靠性材料”双平台发展，为客户提供一站式解决方案。公司盈利预测假设条件如下：

微电子焊接材料：2024 年公司微电子焊接材料实现收入 10.29 亿元，同比增长 27.6%，毛利率为 12.8%。2025 年上半年公司微电子焊接材料实现营收 5.82 亿元，同比增长 33.76%，占总营收比重约 87.6%，毛利率为 11.14%。我们预计 2025-2027 年微电子焊接材料收入同比增长 30%/30%/30% 至 13.38/17.39/22.61 亿元，毛利率提升至 12.0%/13.0%/15.0%。

辅助焊接材料：2024 年公司辅助焊接材料实现收入 1.60 亿元，同比增长 21.3%，毛利率为 45.8%。我们预计 2025-2027 年辅助焊接材料业务保持稳定，维持 10% 的同比增速，毛利率保持在 50% 水平。

其他业务：2024 年公司其他业务实现收入 0.23 亿元，毛利率为 42.7%。我们预计 2025-2027 年其他业务保持稳定，维持 10% 同比增速，毛利率保持在 40% 水平。

表2：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
微电子焊接材料						
收入（百万元）	895.2	806.7	1029.2	1338.0	1739.3	2261.2
增速	23.6%	-9.9%	27.6%	30.0%	30.0%	30.0%
成本（百万元）	784.6	684.0	897.6	1177.4	1513.2	1922.0
毛利率	12.4%	15.2%	12.8%	12.0%	13.0%	15.0%
辅助焊接材料						
收入（百万元）	122.6	131.8	159.8	175.7	193.3	212.6
增速	-5.8%	7.5%	21.3%	10.0%	10.0%	10.0%
成本（百万元）	62.0	68.8	86.5	87.9	96.7	106.3
毛利率	49.4%	47.8%	45.8%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务						
收入（百万元）	27.0	25.4	23.1	25.4	28.0	30.7
增速	217.0%	-5.9%	-9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
成本（百万元）	10.0	7.1	13.2	15.2	16.8	18.4
毛利率	62.8%	71.8%	42.7%	40.0%	40.0%	40.0%
合计						
收入（百万元）	1044.7	963.8	1212.1	1539.1	1960.6	2504.5
增速	21.1%	-7.7%	25.8%	27.0%	27.4%	27.7%
成本（百万元）	856.6	760.0	997.3	1280.5	1626.7	2046.7
毛利率	18.0%	21.2%	17.7%	16.8%	17.0%	18.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年公司营业收入分别为 15.39/19.60/25.05 亿元，同比增加 27.0%/27.4%/27.7%，毛利率分别为 16.8%/17.0%/18.3%。

未来3年业绩预测

销售费率：伴随公司微电子焊接材料在半导体封装、军工电子等关键领域的国产替代推进，以及外延并购可靠性材料逐步起量，我们认为销售费率将保持稳定，假设2025-2027年销售费率分别为3.77%/3.82%/3.79%。

管理费率：伴随公司微电子焊接材料在半导体封装、军工电子等关键领域的国产替代推进，以及外延并购可靠性材料逐步起量，我们认为管理费率将保持稳定，假设2025-2027年管理费率分别为3.05%/3.06%/3.03%。

研发费率：伴随公司微电子焊接材料在半导体封装、军工电子等关键领域的国产替代推进，以及外延并购可靠性材料逐步起量，我们认为研发费率将保持稳定，假设2025-2027年研发费率分别为2.73%/2.70%/2.71%。

财务费率：伴随公司微电子焊接材料在半导体封装、军工电子等关键领域的国产替代推进，以及外延并购可靠性材料逐步起量，我们认为研发费率将保持稳定，假设2025-2027年财务费率分别为0%/0.56%/0.88%。

表3：公司未来3年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	964	1,212	1,539	1,961	2,505
YoY	-7.7%	25.8%	27.0%	27.4%	27.7%
销售费用	47	48	58	75	95
管理费用	31	40	47	60	76
研发费用	27	33	42	53	68
财务费用	(5)	(3)	0	11	22
营业利润	117	102	115	143	201
利润总额	117	102	114	143	201
归母净利润	102	89	100	125	176
YoY	23.5%	-12.5%	12.3%	24.7%	40.9%
EPS(元)	1.74	1.05	0.81	1.01	1.42
ROE(%)	9%	8%	9%	11%	15%

综上所述，我们预计2025-2027年公司营业收入同比增长27.0%/27.4%/27.7%至15.39/19.60/25.05亿元，对应归母净利润1.00/1.25/1.76亿元。

盈利预测的情景分析

对盈利预测进行情景分析，以前述假设为中性预测，乐观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别提高5%；悲观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别降低5%。

表4：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	964	1,212	1,555	2,003	2,586
(+/-%)	-7.7%	25.8%	28.3%	28.8%	29.1%
净利润(百万元)	102	89	166	210	287
(+/-%)	23.5%	-12.5%	85.4%	26.7%	36.5%
摊薄EPS	1.74	1.05	1.33	1.69	2.30
中性预测					
营业收入(百万元)	964	1,212	1,539	1,961	2,505
(+/-%)	-7.7%	25.8%	27.0%	27.4%	27.7%
净利润(百万元)	102	89	100	125	176

(+/-%)	23. 5%	-12. 5%	12. 3%	24. 7%	40. 9%
摊薄 EPS(元)	1. 74	1. 05	0. 81	1. 01	1. 42
悲观预测					
营业收入(百万元)	964	1, 212	1, 523	1, 919	2, 425
(+/-%)	-7. 7%	25. 8%	25. 6%	26. 0%	26. 4%
净利润(百万元)	102	89	37	45	73
(+/-%)	23. 5%	-12. 5%	-58. 5%	20. 0%	64. 6%
摊薄 EPS	1. 74	1. 05	0. 30	0. 36	0. 59
总股本(百万股)	59	85	124	124	124

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司在电子装联材料领域的固有优势，同时，通过“外引内研”战略，成功切入可靠性材料新赛道，形成了“电子装联材料+可靠性材料”双板块布局，未来业绩有望逐步兑现。我们预计 2025-2027 年公司营业收入同比增长 27.0%/27.4%/27.7% 至 15.39/19.60/25.05 亿元，对应归母净利润 1.00/1.25/1.76 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

市场风险

宏观经济变化及下游行业波动风险：公司生产的微电子焊接材料是电子材料行业的重要基础材料之一，主要应用于 PCBA 制程、精密结构件连接、半导体封装等电子器件的组装与互联环节，最终广泛应用于消费电子、LED、智能家电、通信、计算机、工业控制、光伏、汽车电子、安防等多个行业。尽管公司受单个下游应用领域的影响较小，但如果未来宏观经济出现较大波动，导致下游行业的发展速度减缓，则可能造成公司订单减少、下游客户货款回收困难等情况，进而影响公司业绩。因此，公司存在受宏观经济变化及下游行业周期性波动的风险。

经营风险

原材料价格波动风险：公司主要经营微电子焊接材料，产品生产所需的原材料主要为锡锭、锡合金粉等，锡锭、锡合金粉的成本合计占主营业务成本的比例较高，锡锭主要受锡价格的影响，锡合金粉主要受锡和银价格的影响。公司产品价格与主要原材料锡锭、锡合金粉的价格波动存在一定的联动效应，但价格传导时间及幅度整体而言存在一定的滞后性，因此主要原材料锡锭、锡合金粉的价格波动对公司的经营业绩产生较大影响，尤其是在主要原材料锡锭、锡合金粉价格持续或短期内急剧上涨的情况下，公司可能存在利润下滑的风险。

技术创新和产品开发的风险：公司所处微电子焊接材料领域具有技术更新快、产品需求多样化的特点，客观上要求公司把握产业发展趋势、作出正确的研发方向判断，及时推出满足客户需求的产品。若公司不能正确判断未来产品及市场的发展趋势，不能及时掌控行业关键技术的发展动态，不能坚持技术创新或技术创新不能满足市场需求，将存在技术创新迟滞、竞争能力下降的风险。

规模快速扩张带来的管理风险：公司成立以来业务规模不断壮大，经营业绩稳步提升。随着公司的经营规模扩大，同时随着募集资金投资项目的实施，公司需要在组织架构、管理体系以及管理型人才的培养等方面进一步加强和提升。虽然公司在经营过程中，已经积累了较为丰富的经营管理经验，并形成了科学的决策机制和有效的内部控制，但是如果公司管理水平不能适应公司未来规模扩张的管理需求，组织模式和管理制度未能随着公司经营规模的扩大而及时完善，将对公司市场竞争力产生一定影响。

财务风险

应收账款坏账的风险：公司所处行业特性及销售模式决定应收账款余额较大。

公司主要客户多为资信状况良好的上市公司，具有较强的经营实力，拥有良好的回款记录，且公司已制定完善的应收账款管理制度，应收账款发生坏账的可能性较小。随着销售规模的进一步扩张，应收账款可能继续增长，若不能继续保持对应收账款的有效管理，公司存在发生坏账的风险，如果应收账款快速增长导致流动资金紧张，也可能会对公司的经营发展产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	382	160	253	500	500	营业收入	964	1212	1539	1961	2505
应收款项	400	527	595	808	1030	营业成本	760	997	1281	1627	2047
存货净额	72	108	124	163	208	营业税金及附加	3	3	5	6	8
其他流动资产	41	37	67	76	94	销售费用	47	48	58	75	95
流动资产合计	1203	1259	1471	1983	2272	管理费用	31	40	47	60	76
固定资产	47	55	82	109	134	研发费用	27	33	42	53	68
无形资产及其他	6	20	19	18	17	财务费用	(5)	(3)	0	11	22
其他长期资产	28	48	48	48	48	投资收益	12	10	6	9	9
长期股权投资	0	3	3	5	6	资产减值及公允价值变动	(4)	(3)	(3)	(4)	(3)
资产总计	1284	1384	1624	2162	2478	其他收入	9	2	4	7	7
短期借款及交易性金融负债	1	9	223	666	874	营业利润	117	102	115	143	201
应付款项	70	156	144	196	266	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	75	72	102	135	160	利润总额	117	102	114	143	201
流动负债合计	146	237	469	997	1299	所得税费用	14	12	14	17	25
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3	2	归属于母公司净利润	102	89	100	125	176
长期负债合计	3	3	3	3	2	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	149	241	472	1000	1302	净利润	102	89	100	125	176
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	6	5	4	5
股东权益	1135	1144	1152	1162	1177	折旧摊销	6	6	9	11	14
负债和股东权益总计	1284	1384	1624	2162	2478	公允价值变动损失	4	3	3	4	3
						财务费用	(5)	(3)	0	11	22
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(39)	(90)	(93)	(171)	(185)
每股收益	1.74	1.05	0.81	1.01	1.42	其它	(15)	(19)	(5)	(15)	(27)
每股红利	0.70	0.97	0.74	0.92	1.30	经营活动现金流	57	(7)	19	(31)	8
每股净资产	19.36	13.45	9.26	9.35	9.46	资本开支	(5)	(40)	(43)	(45)	(47)
ROIC	15%	14%	16%	15%	16%	其它投资现金流	154	(111)	(5)	(5)	(6)
ROE	9%	8%	9%	11%	15%	投资活动现金流	149	(152)	(48)	(50)	(53)
毛利率	21%	18%	17%	17%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	7%	7%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(41)	(82)	(92)	(115)	(162)
收入增长	-8%	26%	27%	27%	28%	其它融资现金流	(1)	7	214	443	207
净利润增长率	24%	-13%	12%	25%	41%	融资活动现金流	(42)	(75)	122	328	45
资产负债率	12%	17%	29%	46%	53%	现金净变动	165	(234)	93	247	0
息率	1.0%	2.0%	2.2%	2.8%	4.0%	货币资金的期初余额	213	378	144	237	484
P/E	27.7	45.9	59.7	47.9	34.0	货币资金的期末余额	378	144	237	484	484
P/B	2.5	3.6	5.2	5.2	5.1	企业自由现金流	0	(45)	(33)	(81)	(33)
EV/EBITDA	29.2	45.0	55.9	45.9	32.4	权益自由现金流	0	(38)	181	353	154

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

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