

万华化学 (600309)

证券研究报告

2023年04月06日

22年业绩符合预期，多项目高投入推动未来发展

事件：万华化学发布2022年年报，实现营业收入1655.65亿元，同比增长13.76%；实现营业利润198.39亿元，同比下滑32.58%；归属于上市公司股东的净利润162.34亿元，同比下滑34.14%，扣除非经常性损益后的净利润157.97亿元，同比减少35.14%。按31.40亿股的总股本计，实现摊薄每股收益5.17元（扣非后为5.03元），每股经营现金流为11.57元。其中第四季度实现营业收入351.45亿元，同比减少8.04%；实现归属于上市公司股东的净利润26.25亿元，同比减少48.59%；折合单季度EPS 0.84元。

三大业务板块全年销售规模保持增长，成本上涨拖累业绩。2022年，公司主营业务中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营业收入628.96、696.35、201.24亿元，同比分别增加24.03、82.26、46.60亿元，yoy+4.0%、13.4%、30.1%。其他业务实现营业收入254.78亿元，同比增加70.41亿元，yoy+38.2%；产品间抵消为136.25亿元，较去年增加约27.23亿元。能源及原材料成本上涨影响公司毛利水平。2022年，公司实现毛利额274.33亿元，同比减少107.88亿元；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额153.77、26.03、55.61亿元，同比变动-58.37、-78.90、+22.75亿元。公司综合毛利率为16.6%，同比下滑9.7pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别同比变动-10.62、-13.35、+6.38pcts至24.45%、3.74%、27.63%。过去一年，由于受到全球范围内大宗原料与能源价格上涨的影响，公司产品成本涨幅大于收入规模涨幅，导致毛利额及毛利率水平同比下滑。

期间费用控制能力不断提升，研发投入力度持续提升。2022年，公司期间费用率4.7%，较去年同期下降0.5pcts，达到历史最低水平。公司研发费用为34.20亿元，同比增加2.52亿元；研发人员3285人（增加159人）。

在建工程项目进度稳步推进，推动公司长期业绩增长。公司在建工程规模持续扩张，截至2022年底达到370.64亿元，在建工程/固定资产的比例为47.18%。2022年，万华蓬莱一期项目集中开工，目前已完成一期项目环评、能评等合规手续办理和设计工作，项目正在稳步推进。此外，去年8月，公司规划在烟台实施的120万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目已通过核准，目前正在有序稳步建设中。

盈利预测与估值：公司已形成产业链高度整合、生产高度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料四大产业集群，通过继续加大技术创新，依托国际化布局竞争优势、卓越运营体系有效保持公司业务快速成长和发展。公司部分产品价格2022年下半年以来回落较多，结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们预计2023-2025年归母净利润预测为182/239/284（2023、2024前值为280、321亿元），维持“买入”投资评级。

风险提示：宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	145,537.82	165,565.48	182,751.18	206,782.96	227,936.86
增长率(%)	98.19	13.76	10.38	13.15	10.23
EBITDA(百万元)	43,197.14	32,448.29	36,415.28	45,133.02	51,715.45
净利润(百万元)	24,648.75	16,233.63	18,232.76	23,909.54	28,423.23
增长率(%)	145.47	(34.14)	12.31	31.14	18.88
EPS(元/股)	7.85	5.17	5.81	7.62	9.05
市盈率(P/E)	11.97	18.18	16.19	12.35	10.38
市净率(P/B)	4.31	3.84	3.34	2.88	2.47
市销率(P/S)	2.03	1.78	1.62	1.43	1.29
EV/EBITDA	8.09	9.97	9.45	7.63	6.55

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	94.01元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,139.75
流通A股股本(百万股)	3,139.75
A股总市值(百万元)	295,167.58
流通A股市值(百万元)	295,167.58
每股净资产(元)	24.47
资产负债率(%)	59.50
一年内最高/最低(元)	108.00/73.75

作者

唐婕	分析师
SAC执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《万华化学-半年报点评:Q2业绩超预期，精细化工新材料盈利水平显著提升》2022-08-01
- 《万华化学-季报点评:成本上涨致一季度业绩承压，关注持续增长能力》2022-04-29
- 《万华化学-年报点评报告:21年业绩大幅增长，多维布局稳固长期增长》2022-03-18

事件

万华化学发布 2022 年年报，实现营业收入 1655.65 亿元，同比增长 13.76%；实现营业利润 198.39 亿元，同比下滑 32.58%；归属于上市公司股东的净利润 162.34 亿元，同比下滑 34.14%，扣除非经常性损益后的净利润 157.97 亿元，同比减少 35.14%。按 31.40 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 5.17 元（扣非后为 5.03 元），每股经营现金流为 11.57 元。其中第四季度实现营业收入 351.45 亿元，同比减少 8.04%；实现归属于上市公司股东的净利润 26.25 亿元，同比减少 48.59%；折合单季度 EPS 0.84 元。

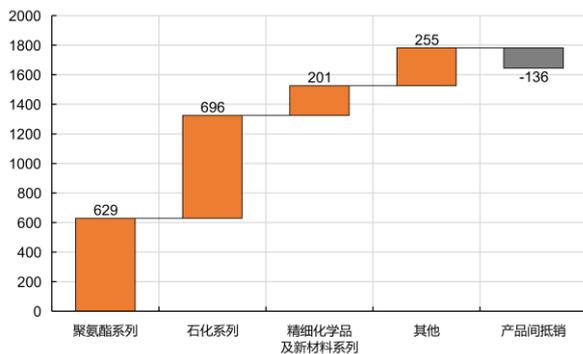
公司 2022 年年度利润分配方案：以 2022 年 12 月 31 日总股本约 31.40 亿股为基数，用可供股东分配的利润向全体股东每 10 股派发 16 元现金红利(含税)，对应当期分红率 30.95%。

点评

三大业务板块全年销售规模保持增长，成本上涨拖累业绩

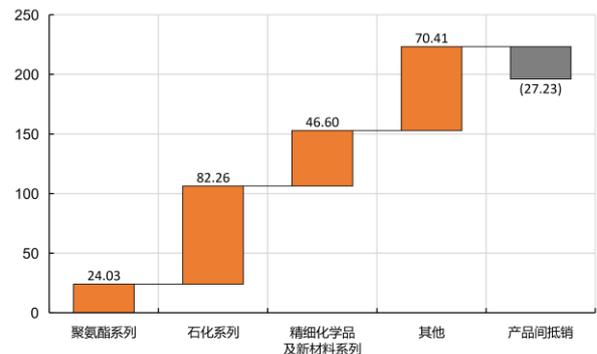
2022 年，公司主营业务中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 628.96、696.35、201.24 亿元，同比分别增加 24.03、82.26、46.60 亿元，yoy+4.0%、13.4%、30.1%。其他业务实现营收 254.78 亿元，同比增加 70.41 亿元，yoy+38.2%；产品间抵消为 136.25 亿元，较去年增加约 27.23 亿元。

图 1：万华化学 2022 年分系列产品营业收入



资料来源：公司 2022 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

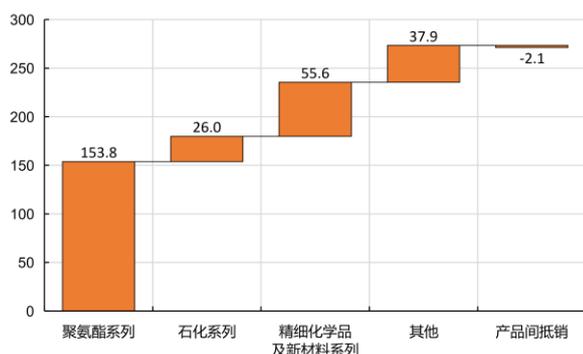
图 2：万华化学 2022 年分系列产品营收增量



资料来源：公司 2022 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

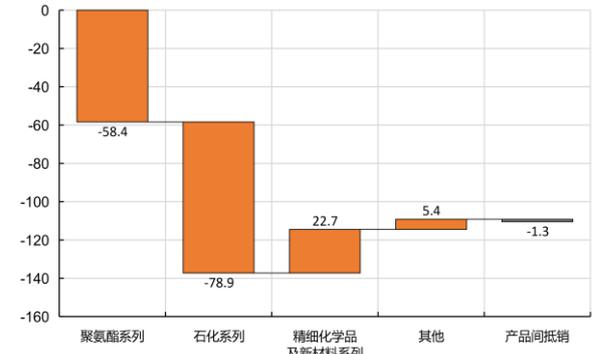
能源及原材料成本上涨影响公司毛利水平。2022 年，公司实现毛利额 274.33 亿元，同比减少 107.88 亿元；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额 153.77、26.03、55.61 亿元，同比变动-58.37、-78.90、+22.75 亿元。公司综合毛利率为 16.6%，同比下滑 9.7pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别同比变动-10.62、-13.35、+6.38pcts 至 24.45%、3.74%、27.63%。过去一年，由于受到全球范围内大宗原料与能源价格上涨的影响，公司产品成本涨幅大于收入规模涨幅，导致毛利额及毛利率水平同比下滑。

图 3：万华化学 2022 年分系列产品毛利额



资料来源：公司 2022 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

图 4：万华化学 2022 年分系列产品毛利额增量



资料来源：公司 2022 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

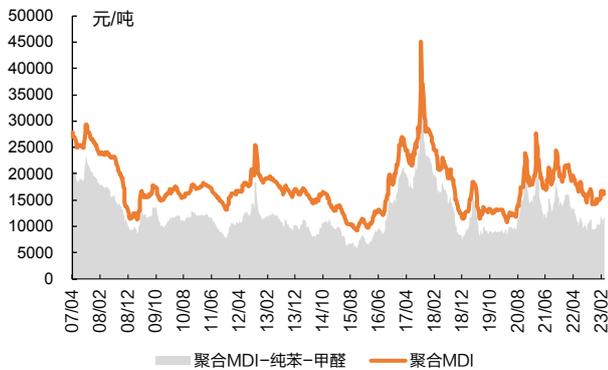
图 5：公司主要产品市场价格变化

板块	产品价格-均值 (含税)	单位	季度均价							
			2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022Q3	2022Q4
聚氨酯	纯苯	元/吨	5508	7508	7973	7354	7950	9123	8294	7006
	纯MDI	元/吨	24219	20642	22262	21993	22700	21500	19921	18677
	聚合MDI	元/吨	21377	18308	20081	20639	20573	18208	16136	15023
	纯MDI-纯苯-甲醛价差	元/吨	20208	15308	16620	16658	17065	15114	14121	13676
	聚合MDI-纯苯-甲醛价差	元/吨	17366	12974	14439	15305	14938	11822	10335	10022
	纯MDI-出口	美元/吨	2235	2640	2526	2558	2491	2544	2468	2238
	聚合MDI-出口	美元/吨	1607	2028	2245	2360	2256	2223	2213	8064
	TDI	元/吨	14342	14027	13892	14436	18659	17238	17500	19731
	硬泡聚醚	元/吨	15227	14492	14256	13750	11336	10969	9661	9435
软泡聚醚	元/吨	18877	16988	16708	15811	12159	11369	9439	9446	
石化产品	合同价(CP):丙烷:沙特	美元/吨	593	528	648	822	806	855	690	619
	合同价(CP):丁烷:沙特	美元/吨	570	510	647	792	804	865	680	610
	MTBE	元/吨	5038	5960	5768	6262	7073	7716	7618	7008
	环氧丙烷	元/吨	18508	16877	16662	15525	11695	11188	9443	9385
	正丁醇	元/吨	11323	13946	14812	9663	10327	9842	7357	7800
	丙烯酸	元/吨	8962	9462	13650	14854	14055	12769	7939	6723
	丙烯酸丁酯	元/吨	16346	17508	19400	17571	16645	15646	11157	10654
	新戊二醇	元/吨	13137	18337	19963	16300	17366	16433	10096	9465
	乙烯法PVC	元/吨	8771	9616	9922	11298	9607	9172	6873	6325
	乙烯法PVC-乙烯	元/吨	4811	5446	5991	6897	5080	4306	3344	3131
	环氧乙烷	元/吨	7608	7669	7485	8286	7709	7981	7550	7008
LLDPE	元/吨	10974	10131	10983	12106	11564	11161	9902	9210	
新材料及功能化学品	TPU	元/吨	21669	22942	21923	24286	22591	21038	19164	17269
	PC	元/吨	20600	26973	27469	25143	22373	21173	16796	17019
	SAP	元/吨	10638	12000	12173	13442	13654	14538	11885	9942
	PMMA	元/吨	17385	17677	17477	17521	15964	17008	17036	18431
	HDI	元/吨	61923	106923	88846	84071	78136	74346	69471	62962
	IPDI	元/吨	76000	76000	76000	76000	77636	79000	67286	55000

资料来源：wind，卓创资讯，天风证券研究所

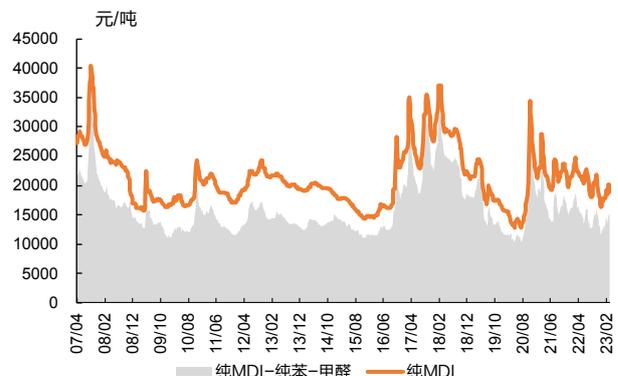
22年下半年MDI价差缩窄，TDI价格高位运行；23年1-2月出口情况整体明显改善。从价格上看，MDI产品价格及价差从22年Q2开始回落，根据百川盈孚统计的市场价格，22年第四季度，纯MDI市场均价较一季度均价回落17.7%至1.87万元/吨，聚合MDI回落27%至1.50万元/吨，两种产品价差对应分别缩窄19.9%、32.9%。但同期，TDI市场价格由于受俄乌等事件影响，能源和原材料价格快速上涨推高其生产成本，年末价格处于高位，22Q4市场均价较21Q4上涨36.7%至1.97万元/吨。出口方面，22年下半年，受能源危机影响，海外MDI市场需求端表现相对低迷，我国MDI出口量有所回落。22年全年我国MDI（包括纯MDI与聚合MDI）、TDI的出口量分别为110.41和33.42万吨，yoy-2.7%/-9.7%；其中下半年出口量分别为48.26和15.94万吨，yoy-10.4%/-6.1%。进入23年，MDI与TDI出口量均呈现同比明显改善，1-2月合计，纯MDI/聚合MDI/TDI出口量分别为2.21/20.77/6.98万吨，yoy+15.2%/+46.9%/+26.4%。

图 6：国内聚合 MDI 价格、价差



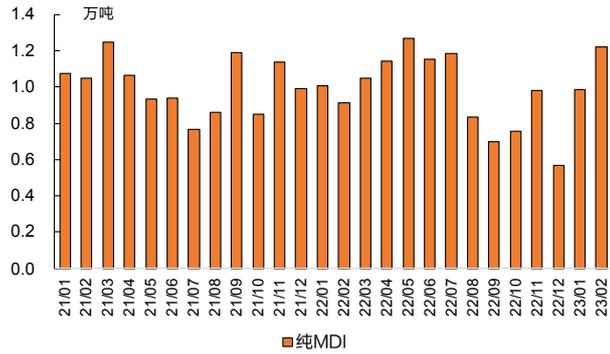
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 7：国内纯 MDI 价格、价差



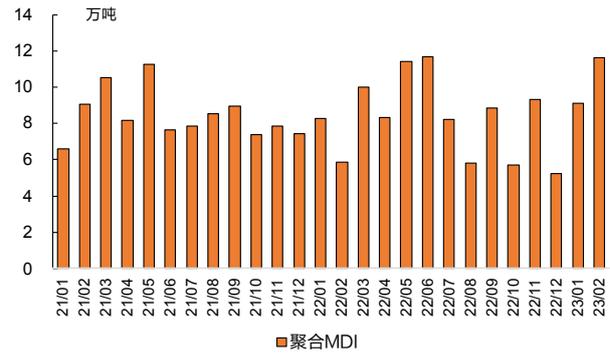
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 8：我国纯 MDI 单月出口情况



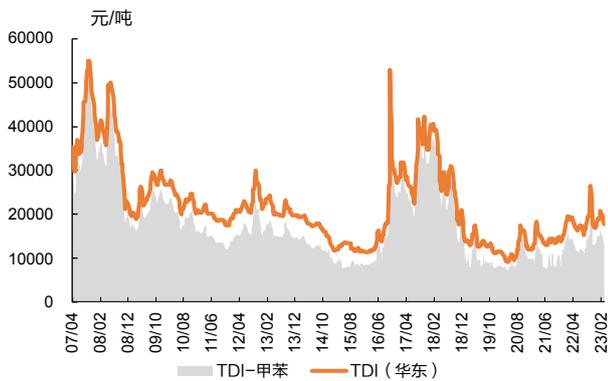
资料来源：百川盈孚、海关总署，天风证券研究所

图 9：我国聚合 MDI 单月出口情况



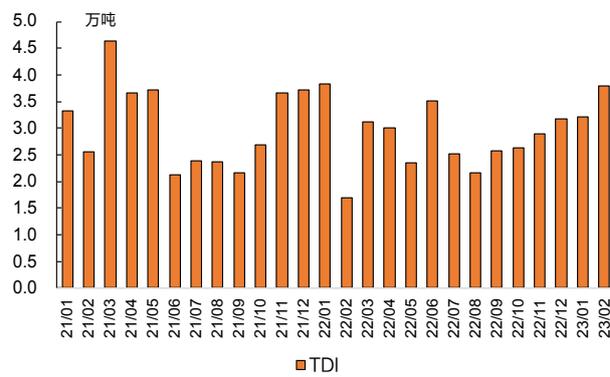
资料来源：百川盈孚、海关总署，天风证券研究所

图 10：国内 TDI 价格、价差



资料来源：百川盈孚、Wind，天风证券研究所

图 11：我国 TDI 单月出口情况



资料来源：Wind、海关总署，天风证券研究所

聚氨酯系列：公司聚氨酯业务包括异氰酸酯和聚醚多元醇两部分，2022 年，聚氨酯系列设计总产能 481 万吨（烟台：110 万吨/年 MDI、30 万吨/年 TDI；宁波：120 万吨/年 MDI；，匈牙利 BC：35 万吨/年 MDI、25 万吨/年 TDI；福建：40 万吨/年 MDI、10 万吨/年 TDI），公司是目前全球最大的 MDI 供应商和全球第三大 TDI 供应商。

生产经营方面，22 年公司聚氨酯业务板块销量实现逆势增长（实现 418 万吨，同比提升 7.44%），核心客户数量稳定上升，在海外已跻身全球主流供应商行列。聚醚业务年销量首次突破百万吨，改性产品紧扣客户需求，实现多个细分行业的市场份额第一。

石化系列：2022 年，公司 PO/AE 一体化项目产能 203 万吨（产能利用率 100%，2021 年为 198 万吨），乙烯项目产能 345 万吨（2021 年为 250 万吨，产能利用率 91%）。石化系列产量 450 万吨（2021 年为 400 万吨），销量 1098 万吨（2021 年为 1004 万吨）。

公司依托世界级规模 PO/AE 一体化装置和大乙烯装置，不断拓宽 C2、C3、C4 产业链条；以 100 万吨/年乙烯及 75 万吨/年丙烷脱氢装置为源头，实现产业链联动和价值链协同；正在建设 120 万吨/年二期乙烯项目，并向下游高端聚烯烃延伸。

精细化学品及新材料系列：公司该板块包括功能化学品事业部、新材料事业部、表面材料事业部、高性能聚合物事业部、电池科技有限公司、电子材料有限公司。2022 年，公司该系列 PC 项目产能 24 万吨（2021 年为 21 万吨），PMMA 项目产能 16 万吨（2021 年为 8 万吨）。整个系列产品产量 98 万吨（2021 年为 79 万吨），销量 95 万吨（2021 年为 76 万吨）。

具体来看，功能化学品事业部 ADI 业务抓住机遇，扩大市场份额，持续扩大全球战略客户份额。表面材料事业部，水性树脂销量创历史新高，在汽车内饰胶、鞋胶、吸塑胶、木器漆、高端工业漆、高端建材等多个领域实现行业领先。新材料事业部实现 TPU 总销量持续增长，TPU 车衣膜产品关键技术和连续化量产突破。高性能聚合物事业部销售收入实现增长，国内纯 PC 市场份额进入前三，成为国内首家拥有高硅含量 PC 的企业，PC 产品海外

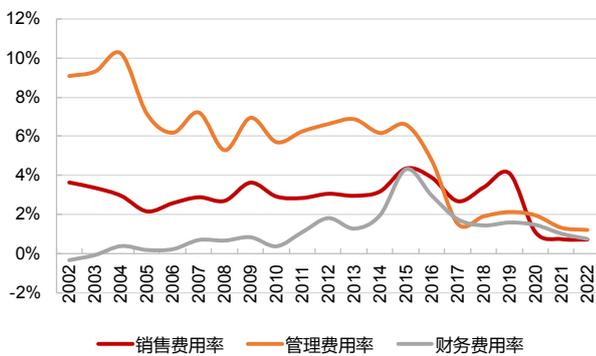
出口业务连续四年大幅增长。

期间费用控制能力不断提升，研发投入力度持续提升

2022 年，公司期间费用率 4.7%，较去年同期下降 0.5pcts，达到历史最低水平。分项看，销售费用率 0.70%，管理费用率 1.19%，财务费用率 0.75%，分别 yoy-0.03/-0.11/-0.27pcts。三费金额合计 43.54 亿元，同比减少约 0.69 亿元。

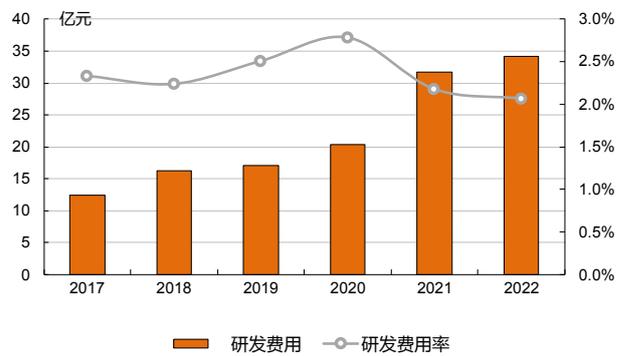
研发方面，公司研发费用为 34.20 亿元，同比增加 2.52 亿元，其中折旧费用增加约 0.69 亿元；研发费用率为 2.07%；yoy-0.11pcts；公司研发人员 3285 人（增加 159 人），占公司总人数的 13%，公司研发投入力度持续提升。公司研发投入主要围绕高端化工新材料及解决方案、新兴材料等新业务板块技术孵化投入，重点研发碳中和相关技术、聚氨酯下游应用、高性能材料（尼龙 12、特种 PC、POE、光学级 PMMA 等）、新能源储能及电池材料、CMP 信息材料（电子材料）、分离与纯化等项目。

图 12：公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：公司研发费用及费用率



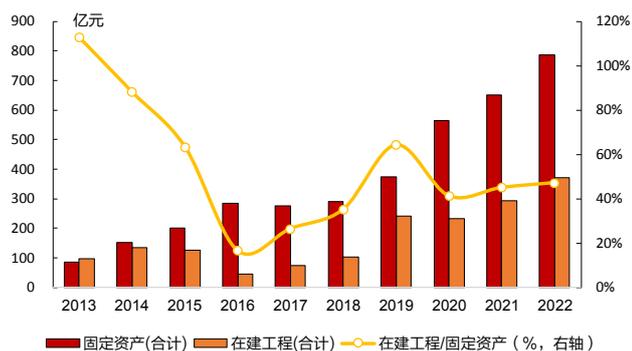
资料来源：wind，天风证券研究所

在建工程项目进度稳步推进，推动公司长期业绩增长

公司在建工程规模持续扩张，截至 2022 年底达到 370.64 亿元，在建工程/固定资产的比例为 47.18%。根据公司公告，重要在建工程项目如乙烯项目、生物降解聚酯连续聚合项目、乙炔产业链项目、BC 公司苯胺项目、万华宁波技改项目、聚氨酯产业链延伸及配套项目等的工程进度已达到 90%以上，23 年项目完全达产后将对公司长期业绩增长形成稳定支撑。此外，公司 2022 年四季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 115.53 亿元，同比增加 34.99 亿元，较前三季度大幅增加 40.49 亿元。

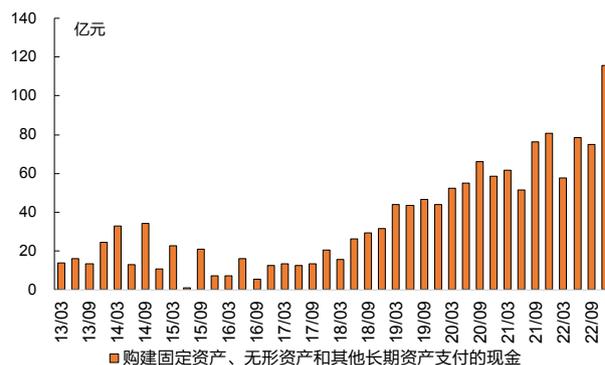
2022 年，万华蓬莱一期项目集中开工，旨在承接自主研发创新成果转化，打造一流的绿色低碳高端精细化学品与新材料一体化制造基地。目前，该项目已完成一期项目安评、环评、能评等合规手续办理和设计工作；主要动、静设备已完成部分采购工作；园区地面强夯、地管、桩基、公辅等基础工程正在稳步推进。此外，在石化业务领域，为破解我国高端新材料的“卡脖子”问题，填补国内高端聚烯烃产品的空白，实现自主开发 POE 等技术产业化，2022 年 8 月，公司规划在烟台实施的 120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目已通过核准，目前正在有序稳步建设中。

图 14：固定资产与在建工程情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

图 15：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所；备注：单季度数据

盈利预测与估值

公司已形成产业链高度整合、生产高度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料四大产业集群，通过继续加大技术创新，依托国际化布局竞争优势、卓越运营体系有效保持公司业务快速成长和发展。公司部分产品价格 2022 年下半年以来回落较多，结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们预计 2023-2025 年归母净利润预测为 182/239/284 (2023、2024 前值为 280、321 亿元)，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	34,216.30	18,988.84	18,275.12	20,678.30	22,793.69
应收票据及应收账款	8,646.18	9,060.25	11,245.43	11,730.45	13,595.87
预付账款	1,366.81	1,277.27	1,961.69	1,379.51	2,258.99
存货	18,282.04	18,185.32	19,187.30	22,014.21	22,661.42
其他	9,779.98	4,020.74	7,775.26	7,019.98	7,081.07
流动资产合计	72,291.31	51,532.43	58,444.80	62,822.44	68,391.02
长期股权投资	3,929.71	6,228.73	7,228.73	8,228.73	9,228.73
固定资产	65,232.91	78,558.11	105,755.91	124,363.81	137,417.76
在建工程	29,351.88	37,063.69	28,238.22	22,942.93	19,765.76
无形资产	7,982.32	9,980.40	10,451.70	10,872.99	11,244.28
其他	11,521.45	17,479.83	10,422.50	11,473.95	11,113.01
非流动资产合计	118,018.27	149,310.77	162,097.07	177,882.41	188,769.54
资产总计	190,309.58	200,843.20	220,541.87	240,704.86	257,160.57
短期借款	53,873.03	44,019.48	53,956.57	61,342.01	58,173.00
应付票据及应付账款	20,390.01	24,205.25	27,285.91	26,733.84	30,848.08
其他	19,305.30	21,400.53	24,984.42	26,655.45	24,030.19
流动负债合计	93,568.34	89,625.26	106,226.90	114,731.30	113,051.27
长期借款	15,643.75	15,968.34	15,968.34	12,000.00	12,000.00
应付债券	0.00	200.00	0.00	0.00	0.00
其他	4,967.99	8,320.70	5,144.92	6,144.54	6,536.72
非流动负债合计	20,611.74	24,489.04	21,113.26	18,144.54	18,536.72
负债合计	118,613.92	119,506.21	127,340.16	132,875.84	131,587.99
少数股东权益	3,197.14	4,492.45	4,865.36	5,339.58	6,003.36
股本	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75
资本公积	2,160.67	2,159.98	2,404.39	2,404.39	2,404.39
留存收益	63,670.98	72,055.24	82,994.89	97,340.62	114,394.56
其他	(472.86)	(510.43)	(202.69)	(395.33)	(369.48)
股东权益合计	71,695.67	81,336.99	93,201.71	107,829.01	125,572.57
负债和股东权益总计	190,309.58	200,843.20	220,541.87	240,704.86	257,160.57

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	25,039.43	17,041.91	18,232.76	23,909.54	28,423.23
折旧摊销	7,228.13	8,280.58	10,981.86	12,561.38	13,929.10
财务费用	2,085.60	2,058.04	1,996.61	2,228.15	2,155.78
投资损失	(492.10)	(408.04)	(359.77)	(419.97)	(395.92)
营运资金变动	(6,184.38)	14,593.77	(2,965.40)	(2,586.12)	(1,927.40)
其它	245.61	(5,229.43)	621.52	790.36	1,106.29
经营活动现金流	27,922.29	36,336.82	28,507.58	36,483.36	43,291.08
资本支出	22,931.32	30,283.70	33,001.26	25,295.67	23,784.99
长期投资	2,615.73	2,299.02	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	(54,305.10)	(66,907.33)	(63,466.97)	(52,170.99)	(48,566.24)
投资活动现金流	(28,758.05)	(34,324.61)	(29,465.71)	(25,875.32)	(23,781.25)
债权融资	21,537.47	(11,587.24)	7,233.97	1,867.74	(5,608.48)
股权融资	(8,698.26)	(38.26)	(6,989.56)	(10,072.60)	(11,785.97)
其他	4,747.40	(5,562.04)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	17,586.61	(17,187.54)	244.41	(8,204.86)	(17,394.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	16,750.85	(15,175.32)	(713.72)	2,403.18	2,115.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	145,537.82	165,565.48	182,751.18	206,782.96	227,936.86
营业成本	107,316.51	138,132.22	149,490.47	164,806.02	178,702.50
营业税金及附加	879.59	913.12	1,096.51	1,240.70	1,367.62
营业费用	1,051.82	1,152.91	1,279.26	1,550.87	1,823.49
管理费用	1,891.64	1,966.12	2,375.77	3,101.74	4,102.86
研发费用	3,168.07	3,420.09	4,020.53	4,549.23	5,014.61
财务费用	1,478.64	1,234.94	1,996.61	2,228.15	2,155.78
资产减值损失	(1,259.82)	(256.21)	(706.68)	(740.90)	(567.93)
公允价值变动收益	6.61	172.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	492.10	408.04	359.77	419.97	395.92
其他	1,087.19	(1,417.28)	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	29,425.48	19,838.57	22,145.14	28,985.32	34,597.98
营业外收入	96.67	44.79	54.98	65.48	55.08
营业外支出	370.68	342.71	276.54	329.98	316.41
利润总额	29,151.47	19,540.65	21,923.58	28,720.82	34,336.66
所得税	4,112.04	2,498.74	3,069.30	4,020.92	4,807.13
净利润	25,039.43	17,041.91	18,854.28	24,699.91	29,529.53
少数股东损益	390.68	808.28	621.52	790.36	1,106.29
归属于母公司净利润	24,648.75	16,233.63	18,232.76	23,909.54	28,423.23
每股收益(元)	7.85	5.17	5.81	7.62	9.05

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	98.19%	13.76%	10.38%	13.15%	10.23%
营业利润	148.84%	-32.58%	11.63%	30.89%	19.36%
归属于母公司净利润	145.47%	-34.14%	12.31%	31.14%	18.88%
获利能力					
毛利率	26.26%	16.57%	18.20%	20.30%	21.60%
净利率	16.94%	9.80%	9.98%	11.56%	12.47%
ROE	35.98%	21.13%	20.64%	23.33%	23.77%
ROIC	32.85%	18.20%	18.95%	19.53%	20.84%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	62.33%	59.50%	57.74%	55.20%	51.17%
净负债率	55.12%	54.58%	58.31%	51.97%	40.19%
流动比率	0.74	0.54	0.55	0.55	0.60
速动比率	0.55	0.35	0.37	0.36	0.40

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	19.46	18.70	18.00	18.00	18.00
存货周转率	10.79	9.08	9.78	10.04	10.20
总资产周转率	0.90	0.85	0.87	0.90	0.92

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	7.85	5.17	5.81	7.62	9.05
每股经营现金流	8.89	11.57	9.08	11.62	13.79
每股净资产	21.82	24.47	28.13	32.64	38.08

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	11.97	18.18	16.19	12.35	10.38
市净率	4.31	3.84	3.34	2.88	2.47
EV/EBITDA	8.09	9.97	9.45	7.63	6.55
EV/EBIT	9.72	13.39	13.54	10.57	8.97

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com