

江龙船艇 (300589) \ 国防军工

特种船屡获大单、新能源船艇前景广阔

投资要点:

公司为国内公务船龙头企业，下游客户主要为渔政、海警等政府部门，受益于海警装备的升级列装，2022-2023年陆续斩获军品大额订单；公司前期布局新能源船艇业务，中长期有望受益于新能源船艇行业发展。

➤ 聚焦主营业务，稳步发展潜力业务

公司主营业务为公务执法艇、休闲游艇、特种船艇的研发设计及建造业务，子公司澳龙船艇主要生产高性能铝合金船艇，新能源船艇方面相继交付纯电动“金龙”号以及氢能源动力“三峡氢舟”船艇。公司目前在手订单充沛，2022年至2023年2月新签订单合计30.24亿元。

➤ 渔政、海警装备更新需求旺盛，休闲游艇、新能源船艇发展迅速

2018年海警改列武警序列后海警装备更新需求增加；中国与周边国家关于岛屿主权以及海洋资源等争端日益增多，以及长江“十年禁渔”的自身需求，渔政部门逐渐加强装备建设；后疫情时代旅游消费的复苏以及免税政策的支持有望带动休闲游艇的需求；双碳目标下新能源船艇有望迎来快速发展时期。

➤ 公司手持军品大单，盈利能力强

公司2023年1月18日中标15.05亿元某军品合同，金额为2021年度总营收的217.9%，同时2023年新签128米夏船合同，顺利进军100米以上船型业务；公司近三年营收和毛利率同步上升，2021年毛利率为20.58%，居造船类上市公司之首，订单及毛利率的双重上涨有望带来公司业绩的持续向好。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为7.04/14.00/21.01亿元，对应增速分别为1.93%/98.75%/50.13%，归母净利润分别为0.12/0.63/1.31亿元，对应增速分别为-71.52%/440.00%/106.05%，三年CAGR为46.89%，EPS分别为0.03/0.17/0.35元/股。鉴于公司是细分领域龙头公司，根据相对估值法，参照可比公司估值，我们给予公司2024年50倍PE，目标价17.28元，给予“买入”评级。

风险提示：订单持续性不及预期，产能不足，新能源船艇发展不及预期

投资评级:

行业:

投资建议:

当前价格:

目标价格:

国防军工

买入/ (首次评级)

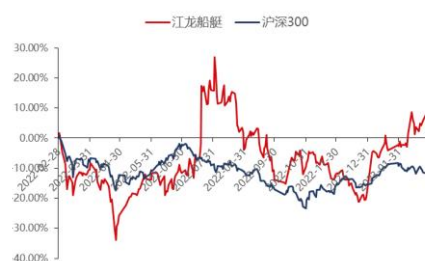
14.19元

17.28元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	378/220
流通A股市值 (百万元)	2,997
每股净资产 (元)	2.01
资产负债率 (%)	41.87
一年内最高/最低 (元)	17.50/14.18

股价相对走势



分析师: 孙树明

执业证书编号: S0590521070001

邮箱: sunsm@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	613.0	690.7	704.0	1399.2	2100.7
增长率 (%)	11.31%	12.67%	1.93%	98.75%	50.13%
EBITDA (百万元)	70.0	71.1	53.7	105.0	168.5
净利润 (百万元)	34.9	41.2	11.7	63.3	130.5
增长率 (%)	2.40%	18.12%	-71.52%	440.00%	106.05%
EPS (元/股)	0.09	0.11	0.03	0.17	0.35
市盈率 (P/E)	148	125	439	81	39
市净率 (P/B)	13.9	6.6	6.5	6.1	5.3
EV/EBITDA	94.9	68.6	87.7	43.8	26.2

数据来源: iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司为 100 米以下公务船细分领域龙头企业,2021 年开始公司接单量逐年增加,营收及毛利率逐年上升,业绩将随建造节奏逐渐兑现;公司在新能源船艇产业提前布局,未来有望受益于新能源船艇的普及。

日益复杂的周边局势以及长江的日常巡逻任务催生渔政、海警装备升级及列装的需求;滨海旅游的复苏以及免税政策的出台带动游艇行业的发展;在双碳目标下新能源船艇或成为继新能源汽车后又一发展领域。公司主要产品为公务执法船艇、特种船艇、休闲游艇及新能源船艇,作为船艇行业龙头将优先受益于上述行业发展。

创新之处

从政策以及行业趋势两个角度分析了公司所处细分领域的行业发展情况,结合实时订单情况对公司中长期发展进行了判断,随着竞争力逐渐增加、产品建造效率提升,我们看好行业及公司中长期发展。

核心假设

根据公司在手订单、订单建造周期以及不同船型订单金额占比,我们预计公司公务船艇业务 2022-24 年营收增速分别为-69.42%/462.66%/134.34%,毛利率维持 21.84%不变;休闲船艇业务 2022-24 年营收增速分别为 182.29%/-36.75%/-44.05%,毛利率维持 14.24%不变;特种船艇业务 2022-24 年营收增速分别为-99%/273.06%/-21.15%,毛利率维持 19.33%不变。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2022-24 年收入分别为 7.04/14.00/21.01 亿元,对应增速分别为 1.93%/98.75%/50.13%,归母净利润分别为 0.12/0.63/1.31 亿元,对应增速分别为-71.52%/440.00%/106.05%,三年 CAGR 为 46.89%,EPS 分别为 0.03/0.17/0.35 元/股。对应当前股价的 PE 分别为 439.90/81.28/39.80 倍。鉴于公司是上述细分领域的龙头公司,目前在手订单饱满且部分订单具有可持续性,根据相对估值法,参考可比公司估值,首次覆盖,给予公司 2024 年 50 倍 PE,公司合理市值为 65.25 亿元,对应目标价 17.28 元,给予“买入”评级。

正文目录

1.	公务船细分领域龙头	5
1.1	二十年稳步发展.....	5
1.2	股权结构清晰且管理层产业经验丰富.....	5
1.3	公司主营业务比重较大且贡献主要利润.....	6
2.	船艇行业景气上行	6
2.1	公务船更新及列装需求旺盛.....	7
2.2	受益于滨水旅游业复苏旅游休闲艇需求增加.....	10
2.3	新能源船艇市场存在较大潜力.....	12
3.	多年深耕迎来业绩拐点	14
3.1	战略高瞻远瞩，发展行稳致远.....	14
3.2	高建造水平带来高毛利.....	16
3.3	扩产带来业绩高增保障.....	18
4.	盈利预测、估值与投资建议	20
4.1	盈利预测.....	20
4.2	估值与投资建议.....	21
5.	风险提示	22

图表目录

图表 1:	公司发展历程.....	5
图表 2:	公司股权结构 (2022 年三季报).....	5
图表 3:	公司公务执法艇业务贡献主要业绩.....	6
图表 4:	主营业务利润贡献情况.....	6
图表 5:	海警相关事件梳理.....	7
图表 6:	2011-2023 年中国年度军费预算、同比增速及装备费用占比变化.....	8
图表 7:	海军移交海警后涂装的 056 护卫舰.....	8
图表 8:	中国海警装备现存问题.....	9
图表 9:	渔政执法政策频出.....	10
图表 10:	疫情前中国滨水旅游业增加值逐年增长.....	10
图表 11:	游艇行业利好政策频出.....	11
图表 12:	《关于加快内河船舶绿色智能发展的实施意见》具体相关内容.....	12
图表 13:	国内首艘 500kw 氢燃料电池动力船.....	13
图表 14:	粤港澳大湾区首艘纯电动客船“金龙鱼号”.....	13
图表 15:	2017-2022 年中国电动船舶市场规模.....	13
图表 16:	2017-2022 年中国电动船舶行业新建吨位.....	13
图表 17:	2017-2022 年中国电动船舶造价走势.....	14
图表 18:	江龙船艇主要产品.....	14
图表 19:	公司近五年营收及利润稳步增长.....	15
图表 20:	华东、华南地区占公司营收比超 50%.....	16
图表 21:	公司近三年华北地区收入增多.....	16
图表 22:	船舶建造类上市公司毛利率情况.....	17
图表 23:	公司主营产品毛利率变化.....	17

图表 24: 公司主营产品营收占比	17
图表 25: 公司 2022-2023 年新签大额订单统计	18
图表 26: 公司募集资金建设项目稳步推进	18
图表 27: 销售费用、管理费用、研发费用情况	19
图表 28: 公司经营性现金流逐渐改善	19
图表 29: 公司主要员工为生产人员和技术人员	19
图表 30: 2022 年员工持股计划参加对象持有股数情况	20
图表 31: 2022 年公司发布股权激励计划	20
图表 32: 公司营收测算汇总 (百万元)	21
图表 33: 公司盈利预测 (亿元)	21
图表 34: 可比公司 PE 估值水平对比 (可比公司盈利预测采用同花顺一致预期)	21

1. 公务船细分领域龙头

公司所属行业为船舶制造业，主要从事公务执法船艇、旅游休闲船艇和特种作业船艇的设计、研发、生产和销售，旗下拥有中山分公司、珠海分公司、澳龙子公司、香港子公司，是国内同时具备钢质、铝合金及复合材质船艇研发生产能力的中小型高性能船艇细分领域的骨干企业。

1.1 二十年稳步发展

2003 年公司成立，在珠海平沙游艇工业区建立性能船艇建造基地，主要生产玻璃钢船艇；2011 年，得益于中山市良好的产业配套、区位优势，公司于中山市神湾镇成立江龙船艇中山分公司，占地 13 万平方米，主要生产高端铝合金船艇、高性能公务执法船和清洁能源船艇；2016 年公司与澳大利亚高速铝合金船艇制造企业 Austal 成立合资公司澳龙船艇科技有限公司，主要生产高速客船、高速客滚船、公务执法船、近海工作船等高性能铝合金船艇；2017 年公司于深交所上市。

公司于 2022 年 2 月 28 日与珠海九洲蓝色干线投资控股有限公司签署《股权转让协议》，拟以现金支付方式将全资子公司澳龙船艇科技有限公司 40% 股权进行转让；2022 年 3 月 31 日完成股权变更，变更后澳龙船艇科技仍为控股子公司。通过引入国有资本，可实现产业链上下游的强强联合与优势互补，拓宽发展领域，增强竞争优势，进一步巩固市场地位。

图表 1: 公司发展历程

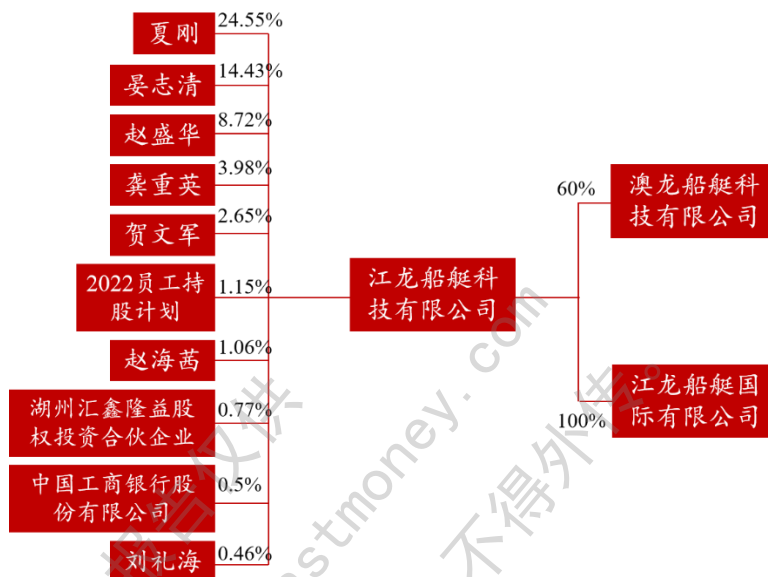


来源：公司官网，国联证券研究所

1.2 股权结构清晰且管理层产业经验丰富

公司股权结构清晰且相对集中，高管夏刚与晏志清为一致控制人且为公司实际控制人，总计持有公司 38.98% 股份。晏志清先生担任公司董事长、总经理，毕业于华中科技大学船舶工程专业本科，1987-1998 年间于江西江州造船厂从事设计工作，现担任全国内河船标准化技术委员会委员、广东渔船渔机渔具行业协会会长、广东省船舶工业协会游艇专业委员会副主任，武汉理工大学硕士生校外导师，具有丰富的产业经验。公司管理层稳定，董监高均具有多年从业经验，为公司的高质量持续发展奠定了基础。

图表 2: 公司股权结构 (2022 年三季报)

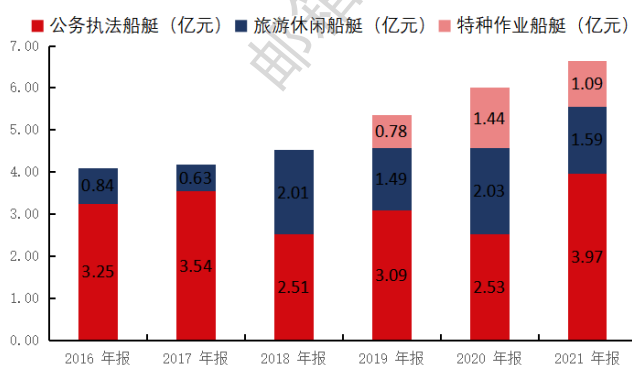


来源: iFinD, 国联证券研究所

1.3 公司主营业务比重较大且贡献主要利润

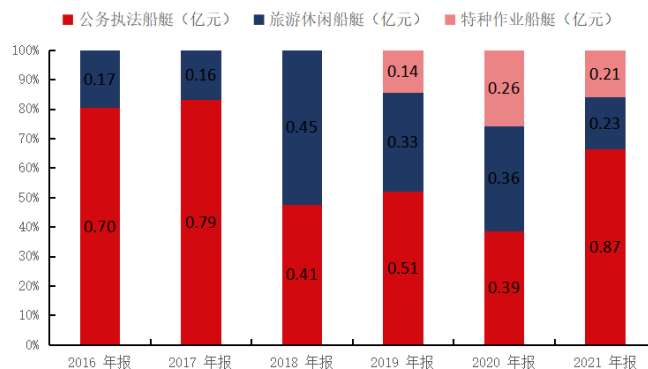
公司主营业务为公务执法船艇、旅游休闲船艇和特种作业船艇的设计、研发、生产和销售, 2021年三块主营业务营收占比分别为 57.45%、23.01%和 15.77%。除 2020 年, 近 5 年公司主营业务公务执法艇业务均贡献当年业绩 50% 以上, 且为主要的利润贡献业务。公司营收稳步增长, 在不断拓展新业务的同时保持传统主营业务的市场竞争力, 2021 年公务执法艇业务营收为近五年新高, 在公务艇细分领域内公司相对竞争优势明显, 其他细分领域业务稳步扩张。

图表 3: 公司公务执法艇业务贡献主要业绩



来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 4: 主营业务利润贡献情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

2. 船艇行业景气上行

中国拥有 1.8 万公里的海岸线, 6500 多座岛屿, 38 万平方公里领海, 9 万多个湖泊, 同时拥有长江、黄河、珠江、黑龙江四大水系, 得天独厚的水域环境孕育了大量潜在的船艇市场需求。以游览观光、健身娱乐和水上运动为主体的公众性游艇和水上游乐设施的需求急速增长, 私家游艇市场也已启动, 前景看好; 国内高速船艇市场

的需求正旺，而且将持续发展；海关、公安、武警、渔政、环境保护、水产养殖、抗洪救灾等部门和单位需求的各类公务和公私用艇也呈现了上升趋势。

2.1 公务船更新及列装需求旺盛

党的十九届五中全会提出，坚持陆海统筹，发展海洋经济，建设海洋强国。随着我国“建设海洋强国”步伐的提速，公务执法船艇将迎来一个新的发展时期。预计未来几年，我国海洋公务执法船需求将大幅增长。公务执法船艇将呈现大型化、多功能化、多材质复合的发展趋势。公务执法船艇在我国船艇市场占据着极为重要的地位，主要用于维护海洋主权及维护水域秩序，其客户主要为政府与水上活动有关的部门，如海警、海事、海关、海监、港航、渔政、公安边防、水警、水政防汛等部门。党的十九届五中全会提出，坚持陆海统筹，发展海洋经济，建设海洋强国。随着我国“建设海洋强国”和“交通强国”步伐的提速，公务执法船艇和海洋特种船舶将迎来一个新的发展时期，升级和列装需求预计大幅增长。

► 海警改革带来装备发展新机遇

2018 年海警改制列武警部队序列。2013 年第十二届全国人民代表大会第一次会议审议通过了《国务院机构改革和职能转变方案》，方案决定重组国家海洋局，将当时的国家海洋局及中国海监、公安部边防海警、农业部中国渔政、海关总署海上缉私警察的队伍和职责整合，重新组建国家海洋局，由国土资源部管理，以中国海警局名义开展海上维权执法，接受公安部业务指导。

2016 年 12 月，边海防部队编成边海防旅转隶陆军，成为我国边防武装力量建设新的里程碑。陆军边海防船艇部队因此成为边海防旅直属的水上力量，迈入建设发展的新纪元；2018 年武警改革后，海警转隶武警部队，调整组建中国人民武装警察部队海警总队；2021 年为中国海警局履行职责使命，十三届全国人大常委会第二十五次会议表决通过《中华人民共和国海警法》，该法自 2021 年 2 月 1 日起施行。海警体系的改革为海警的统一调配、规划管理奠定了基础，海警装备有望进入发展的新时期。

图表 5: 海警相关事件梳理

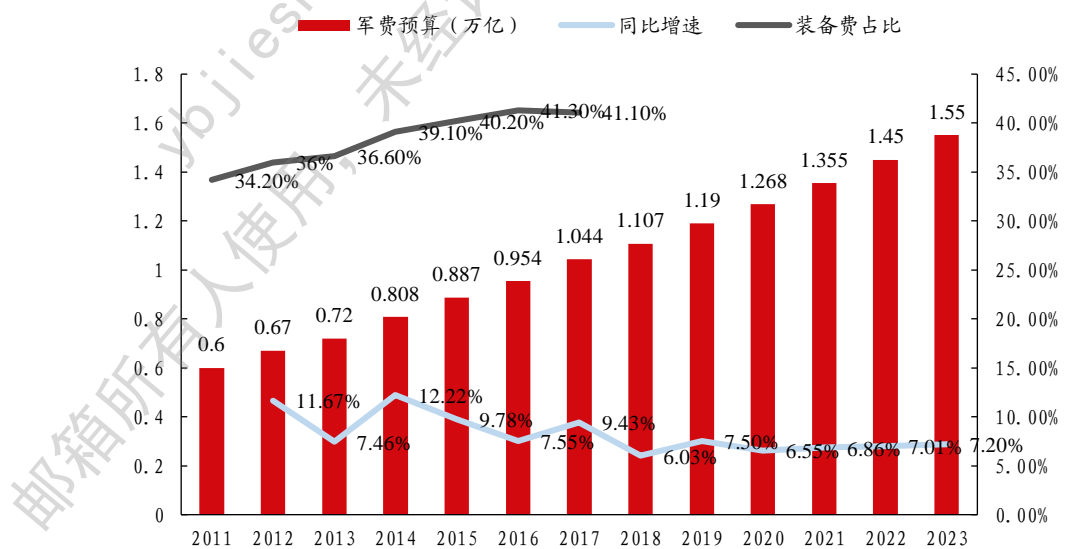
时间	事件	主要内容
2013 年	海警局成立	2013 年 7 月 22 日国务院重组国家海洋局，将国家海洋局及其在中国海监、公安部边防海警、农业部中国渔政、海关总署海上缉私警察的队伍和职责任务整合，并以中国海警局的名义开展海上维权执法，接受公安部业务指导。
2016 年	军改	原隶属于省级军区的边防团、海防团移交战区陆军，归集团军领导，编制为边防旅。
2018 年	武警改革，海警转隶武警部队	2018 年 6 月 30 日，原海警队伍整体划归中国人民武装警察部队领导指挥，调整组建中国人民武装警察部队海警总队，称中国海警局，统一履行海上维权执法职责，理顺了海上维权执法体制。

2021 年	《海警法》出台	为中国海警局履行职责使命，十三届全国人大常委会第二十五次会议表决通过《中华人民共和国海警法》，该法自 2021 年 2 月 1 日起施行。
--------	---------	---

来源：中国人大网，央视军事报道，《海警立法探析》张辉，国联证券研究所

国防预算增速保持较高水平。中国财政部在 2023 年 3 月 5 日发布的政府预算草案报告中表示 2023 年国防预算约为 15537 亿元人民币，增长率为 7.2%，对比 2022 年的 7.01% 和 2021 年的 6.8%，2023 年的国防费增长率继续小幅提高。我国逐渐提高现代化武器装备建设力度，2010 年至 2017 年国防费用中装备费支出由 33.2% 提升到 41.1%，呈逐渐上升趋势。综合国防需求及经济发展，预计十四五期间军费预算增速将维持 7% 上下波动，十四届全国人大一次会议国务院总理李克强在政府工作报告指出 2023 年中国 GDP 增长目标为 5%，IMF 在 2023 年 1 月 31 日更新的《世界经济展望报告》中预测 2023 年中国 GDP 增速为 5.2% 左右，军费投入呈现抗周期、逆周期特性。

图表 6: 2011-2023 年中国年度军费预算、同比增速及装备费用占比变化



来源：《新时代的国防白皮书》，国联证券研究所

海警装备存在体系建设标准不一、规模不足、自动化水平低等情况。《联合国海洋法公约》出台并生效以来，各沿海国管辖海域增加，为加强海洋管理和开发，各沿海国重视海岸警卫队装备建设，不断提高海岸警卫队伍装备水平，以满足在专属经济区履行巡航建东、海上执法、海上突发事件应对等职能的需要。大中型巡逻执法艇是海岸警卫队最主要的远海水面行动装备，主要用于专属经济区、毗连区等海域的巡航监管、执法，也承担海上事故搜救、海洋调查、远洋补给等任务，是各沿海国海岸警卫队的核心装备。

图表 7: 海军移交海警后涂装的 056 护卫舰



来源：第一军情，国联证券研究所

随着中国周边海域的形势日益复杂，中国海警近年逐渐重视装备体系建设，整体水平有所提升但仍难以满足需求。中国海警局组建前各海上执法队伍管理分散，执法装备主要来源于海军和中国海警整合前4支队伍（原中国海监、公安部边防海警、农业部中国渔政、海关总署海上缉私警察）的装备，装备总量较多，但存在高性能大型船艇数量少、装备结构不合理、装备标准不一致、装备自动化水平不高等问题。2021年海军移交海警22艘056基础版护卫舰，缓解了海警缺乏大中型船艇的局面，同时精简了海军舰艇编队的数量。

图表 8：中国海警装备现存问题

存在问题	具体情况
装备规模有待扩大	海上执法队伍装备总量不少但大型船艇数量少、种类少、多数性能较差
装备结构不够合理	装备类型单一，缺乏飞机装备
装备标准不一致	整合后的海警装备来自海军和中国海警整合前4支队伍的装备，海军、原公安边防海警部队舰艇的建造一般采用军用标准，而原中国海监等其他3支队伍船艇多采用非军用标准；年龄上既有70年代建造船艇也有刚入列船艇
装备自动化水平不高	与美国等发达国家海岸警卫队相比海警当前信息化水平不高，缺乏现代化装备体系及统一的自动指挥系统

来源：《世界各沿海国海岸警卫队装备体系发展现状及启示》李培志，国联证券研究所

目前海警1000吨以上船艇约150艘（包括海军移交的22艘056），新建的海警船只分为两大类，军标型号和民标型号。军标型号主要是指海警以海军装备的054A型护卫舰船体为基础建造的818型海警船，以外贸F-22P型护卫舰船体为基础建造的718B型，还有在2021年海军移交的22艘056型护卫舰；原海监、渔政、缉私等建造的船艇多为民标型号，后续海警装备有望持续建造。

➤ “十年禁渔”全面实施催生渔政执法装备需求增加

渔政执法类政策日渐完善。2020年1月农业农村部发布关于长江流域重点水域

禁捕范围和时间的通告，宣布最迟从 2021 年 1 月 1 日起实行暂定为 10 年的常年禁捕，为了积极适应新时代新形势对渔政执法工作的新要求，保障长江禁捕等重大战略决策的落实落地，农业农村部下发多项政策，公布了《渔政执法装备配备指导标准》（以下简称《标准》）。标准中提出要高度重视渔政执法装备建设、因地制宜统筹装备不同层级执法装备、多元化途径保障执法装备建设及维护经费、加强渔政执法装备规范管理。

图表 9: 渔政执法政策频出

时间	部门	政策
2021 年	法规司	《农业农村部关于加强渔政执法能力建设的指导意见》
2021 年	农业农村发展规划司	《落实十年禁渔重大决策 坚决保护和修复长江水域生态环境》
2020 年	农业及农村部	《渔政执法工作规范（暂行）》
2020 年	农业及农村部	《渔政执法装备配备指导标准》

来源：中华人民共和国农村农业部，国联证券研究所

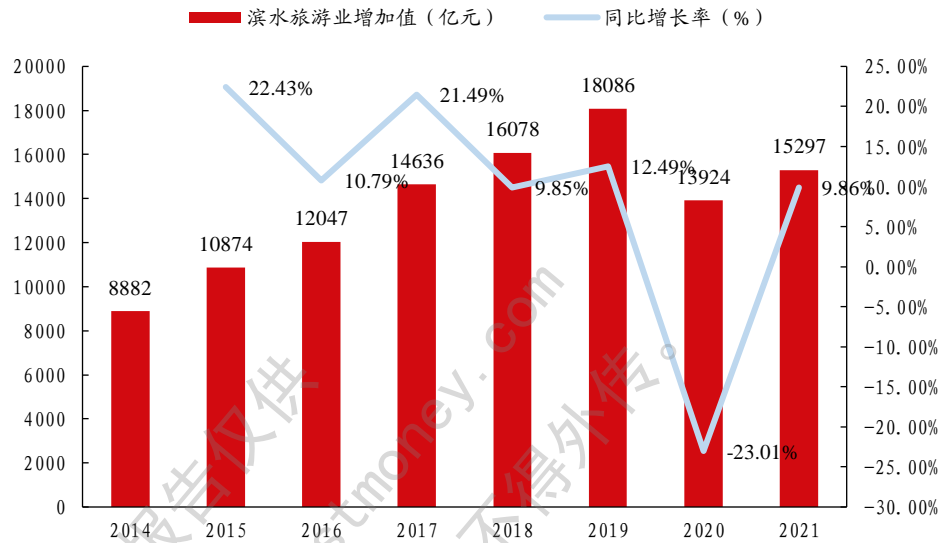
渔政执法装备无法满足日益复杂的任务需求。我国海洋经济发展速度较快，政府财政在渔业方面的投入相对较少，执法队伍扩充速度较低，执法设施配备不完善，海上行政执法力量呈现薄弱、分散的态势。改革前由于渔政行政机构设置不够合理，渔政执法装备存在重复建设、以小型艇居多的情况。以广西渔政执法队伍 2015 年数据为例，119 艘执法船艇中 300 吨-500 吨执法船 5 艘，其余为中小型执法船艇；渔业经济发展较快的广东省，500 吨渔政船仅为 2 艘，300 吨渔政船仅为 3 艘。

随着中国与周边国家关于岛屿主权以及海洋资源等争端日益增多，以及长江“十年禁渔”的自身需求，在渔政机构改革的助力下渔政执法装备有望迎来大规模的升级和新装备的配置。

2.2 受益于滨水旅游业复苏旅游休闲艇需求增加

滨水旅游业有望迎来疫后反弹。作为旅游业重要组成部分的滨水旅游随着居民生活水平的提升快速发展，2014-2019 年滨水旅游业增加值连续五年增速正增长，受新冠疫情影响，2020 年增速回落，随着疫情管控的逐渐放宽，滨水旅游业有望迎来复苏。此外，游艇产业有后汽车时代的消费巨人之称，全球旅游游艇年贸易额为 400 亿美元，中国 40 亿人民币；全球主要发达国家每 140 人一艘游艇，全球游艇最大消费国美国游艇总量约 1700 万艘，平均 14 人一艘游艇，而中国目前注册游艇共 2500 艘，包括钓鱼艇后约 5000 艘，平均每 27 万人一艘游艇，市场空间较大。

图表 10: 疫情前中国滨水旅游业增加值逐年增长



来源：自然资源部，产业信息网，国联证券研究所

沿海旅游城市利好政策出台。海南是我国最大的经济特区和唯一的热带岛屿省份，发展游艇产业具有得天独厚的资源和政策优势，截至 2022 年 6 月底，海南省已经建成运营 13 个游艇码头、2286 个泊位，在诸多顶层利好政策发布之外，海南省还接连发布了《海南游艇产业改革发展创新试验区建设实施方案》和《海南省游艇产业发展规划纲要(2021~2025 年)》。提出到 2025 年，游艇码头泊位（含干泊位）数突破 3394 个，其中公共游艇码头泊位（含干泊位）总量突破 1508 个；全岛注册游艇数突破 2446 艘，全年游艇旅游总人数达到 136 万人次；产业规模突破 100 亿元，其中上游维修及制造业规模达到 20 亿元、中游消费及流通规模达到 60 亿元、下游码头支持和服务规模达到 20 亿元；游艇企业数量突破 1580 家；游艇产业链相关从业人员达到 20000 人。

图表 11: 游艇行业利好政策频出

政策文件	部分相关内容及表述
工信部等五部门联合发布《关于加快邮轮游艇装备及产业发展的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> • 大力发展邮轮旅游。推动三亚建设国际邮轮母港，推进上海、天津、深圳、青岛、大连、厦门、福州、广州等地邮轮旅游发展，打造一批国际一流的邮轮旅游特色目的地。鼓励按照国家有关规定开展邮轮旅游创建示范工作。丰富邮轮旅游航线和产品，稳慎推进邮轮海上游航线试点，研究探索环岛游航线。推广实施邮轮船票管理制度，落实邮轮港服务规范，提升邮轮旅游服务体验。打造邮轮企业总部基地，吸引更多全球邮轮企业地区总部和全球运营中心落户，支持本土邮轮企业建设发展。
国务院《十四五旅游业发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> • 重点推进邮轮游艇等自主创新及高端制造，推进海洋旅游等业态产品发展，推动内河旅游航道建设，支持在长江流域等有条件的江河湖泊发展内河游轮旅游，推动游艇消费大众化发展，支持大连、青岛、威海、珠海、厦门、三亚等城市创新游艇业发展，建设一批适合大众消费的游艇示范项目，提高海洋文化旅游开发水平，推动无居民海岛旅游利用。
中共中央、国务院《海南自由贸易港建设总体方案》	<ul style="list-style-type: none"> • 设立游艇产业改革发展创新试验区，以及对岛内进口用于交通运输、旅游业的船舶、航空器等营运运用交通工具及游艇实行“零关税”正面清单管理等一系列措施。
海南省六届人大常委会《海南自由贸易港游艇产业促进条例》	<ul style="list-style-type: none"> • 是我国第一部针对游艇产业的地方性立法，也是海南省第一部以促进产业发展为主要出发点的创制性立法。

- 对列入海南自由贸易港鼓励类产业目录的游艇研发、设计、制造、维修及配套产业，按照有关规定享受税收优惠政策。

来源：海南省人民政府，中国政府网，国家发改委，国联证券研究所

2.3 新能源船艇市场存在较大潜力

政策及需求打开新能源船舶市场空间。根据国际海事组织 IMO 的 2020 年温室气体研究显示，2018 年全球航运活动二氧化碳排放量约为 10.5 亿吨，占当年全球二氧化碳排放总量的 2.9%。IMO 颁布了限硫令和海运减排协议，限硫令要求自 2020 年 1 月起，全球范围内航运燃油硫含量从 3.5% 直降到 0.5%；减排协议约设定 2050 年航运的二氧化碳排放量相比 2008 年减少 50% 的目标，并朝着零碳排放的终极目标迈进。为全面落实长江经济带生态优先绿色发展有关要求，加快内河船舶绿色智能发展，2022 年 9 月工信部联合发改委等发布《关于加快内河船舶绿色智能发展的实施意见》，意见中明确的指出了发展节点和具体实施路径，为内河新能源船舶发展指明路线。

图表 12: 《关于加快内河船舶绿色智能发展的实施意见》具体相关内容

	具体内容
发展目标	到 2025 年，液化天然气（LNG）、电池、甲醇、氢燃料等绿色动力关键技术取得突破，船舶装备智能技术水平明显提升，内河船舶绿色智能标准规范体系基本形成；到 2030 年，内河船舶绿色智能技术全面推广应用，配套基础设施、运营管理、商业模式等产业生态更加完善，标准化、系列化绿色智能船型实现批量建造，产业链供应链水平大幅提升，初步建立内河船舶现代产业体系。
实施路线	积极稳妥发展 LNG 动力船舶。 加快内河船用 LNG 发动机迭代升级，完善纯天然气船用发动机产品谱系，发展气电混合动力技术，强化甲烷逃逸和氮氧化物排放控制； 重点推动 LNG 动力技术在沿海、长江干线、西江干线、京杭运河等中长距离 2000 载重吨以上货船、工程船等应用。
	加快发展电池动力船舶。 加强船用动力电池、电池管理系统等技术集成和优化，推进高效节能电机、电力系统组网、船舶充换电等技术研究，提升船舶电池动力总成能力和安全性能， 重点推动纯电池动力技术在中短途内河货船、滨江游船及库湖区船舶等应用。
	推动甲醇、氢等动力技术应用。 加强船用氢燃料电池动力系统、储氢系统、加注系统等技术装备研发， 探索氢燃料电池动力技术在客船等应用，鼓励采用太阳能等可再生能源电解水产生的绿氢。

来源：国务院《关于加快内河船舶绿色智能发展的实施意见》，国联证券研究所

目前新能源船舶动力主要包括可再生能源（甲醇、生物、风能）、替代燃料（氢能、氨能、LNG）、电池（蓄电池、燃料电池）等，其中电动化及氢能最受关注，混合动力作为过渡技术同样关注度较高。交通运输部《2021 年交通运输行业发展统计公报》显示，截至 2021 年底全国拥有水上运输船舶 12.59 万艘，净载重量 2.84 亿吨；内河运输船舶 11.36 万艘，净载重量 1.47 亿吨，内河船舶具有数量多吨位小的特点。纯电船舶受限于里程长度，现主要应用于游船。

内河航运的高质量发展带动存量船艇动力升级改造。以长江航运为例，十八大以来，纯电池、LNG 动力等清洁能源船舶加快投运，长江干线常年航行船舶 3.3 万，十年间约 5000 余艘船舶完成受电设施改造，三峡坝区客船使用岸电实现全覆盖。航道延长增加内河运力需求。2022 交通运输投入加速，公路建设同比增速 9.1%，水运建设同比增速 10.2%，其中内河建设同比增速达到 14%。“十四五”期间运河连通为水运

重要发展规划，以平陆运河为例，建成后 2035 年货运量达 9550 万吨，2050 年货运量达到 12000 万吨，内河水运扩容有望带动船艇发展。

图表 13: 国内首艘 500kw 氢燃料电池动力船



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 14: 粤港澳大湾区首艘纯电动客船“金龙鱼号”

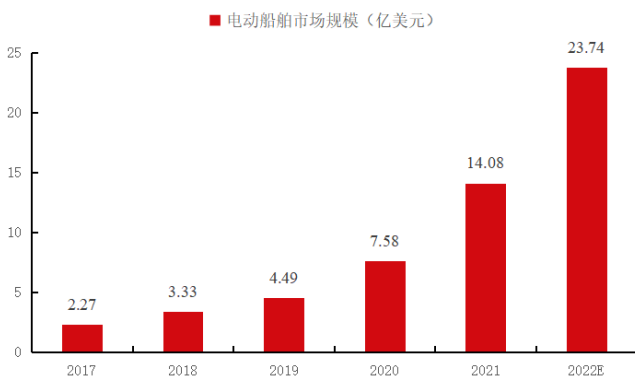


来源：公司官网，国联证券研究所

电动化先行，氢能稳步发展。国内首批纯电动船舶在 2013 年投入使用，主要应用于民用领域，侧重在内湖、内河以及近海港口。根据高工产研锂电研究所（以下简称 GGII）测算，船舶每百公里运行成本，柴油动力船舶为 4100 元，LNG 燃料船舶为 3700 元，电动船舶为 2800 元。成本及绿色的双优势让新能源船舶吸引力逐渐增强，纯电动打捞船、纯电动拖轮相继在无锡、连云港交付使用，在执法船、游船、渡船等水上交通领域也出现了越来越多的电动船舶。根据共研网数据，2017 年我国电动船舶市场规模为 2.27 亿美元，2021 年我国电动船舶市场规模增长至 14.08 亿美元，预计 2022 年有望达到 23.74 亿美元。国内研究机构 EVTank 发布的《中国电动船舶行业发展白皮书（2022 年）》预计，在原有船舶电动化改造以及新造电动船舶的带动下，我国电动船舶的市场规模在 2026 年将达到 367.5 亿元。

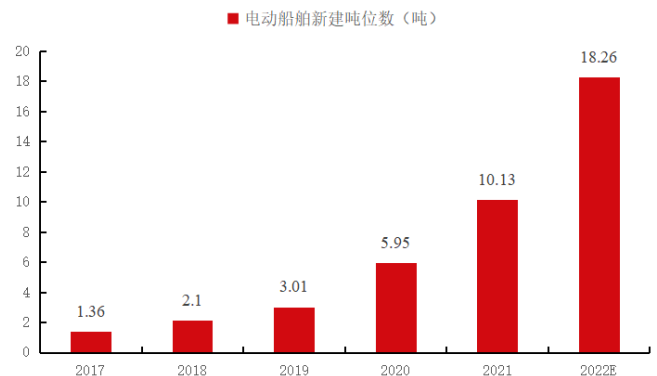
2017 年我国电动船舶行业新建吨位数 1.36 万吨，到 2021 年增长到了 10.13 万吨，预计 2022 年电动船舶新建吨位数有望达到 18.26 万吨。2021 年我国电动船舶造价从 2017 年的 1.67 万元/吨下降至 1.39 万元/吨，预计 2022 年我国电动船舶造价将下降至 1.3 万元/吨，预计未来随着船舶行业的技术进步，我国电动船舶市场价格仍将呈现出明显的下降态势。

图表 15: 2017-2022 年中国电动船舶市场规模



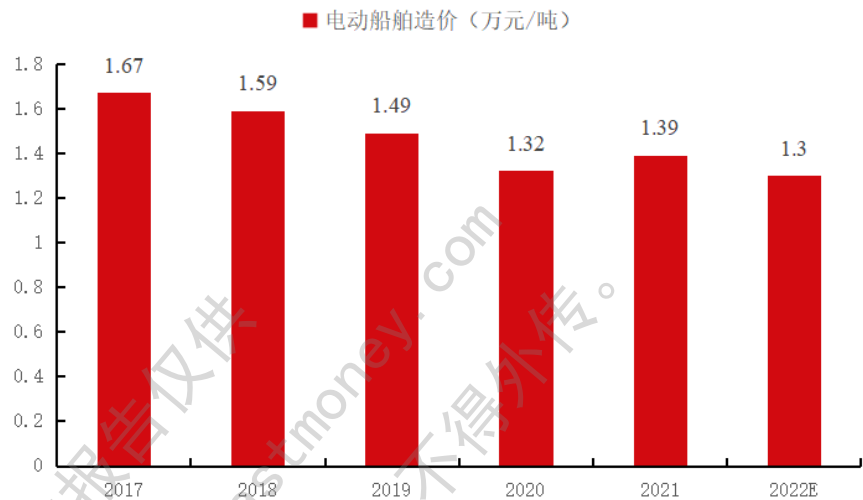
来源：共研网，国联证券研究所

图表 16: 2017-2022 年中国电动船舶行业新建吨位



来源：共研网，国联证券研究所

图表 17: 2017-2022 年中国电动船舶造价走势



来源: 共研网, 国联证券研究所

公司新能源船艇技术位于前列。2019 年 7 月, 公司交付中国首艘甲醇燃料动力船艇, 填补了中国在甲醇船艇设计建造领域的空白; 2021 年公司交付广东地区首艘满足中国船级社最新纯电池动力船舶检验标准的客船“金龙鱼号”, 标志着广州珠江夜游正式进入绿色能源新时代; 此外, 公司承建了国内首艘 500kw 氢燃料电池动力船“三峡氢舟”, 该船将主要用于三峡库区及两坝间交通、巡查、应急等工作。同属广东船企的英辉南方为公司新能源船舶领域主要竞争对手, 纯电游船和混合动力风电运维船为其拳头产品。

3. 多年深耕迎来业绩拐点

3.1 战略高瞻远瞩, 发展行稳致远

发展路线清晰。公司多年来深耕公务执法船艇、旅游休闲船艇和特种作业船艇三大主力产品, 在现有产品和市场的基础上, 布局“目标市场升级”和“产品制造升级”两大主线战略。“目标市场升级”指现有产品向千吨级武装巡逻艇、出口型高端客滚船、邮轮型游船、军辅船方向升级; “产品制造升级”是指投资建设海洋先进船艇制造项目, 推动船艇总装建造智能化转型, 布局智能船艇领域。

图表 18: 江龙船艇主要产品

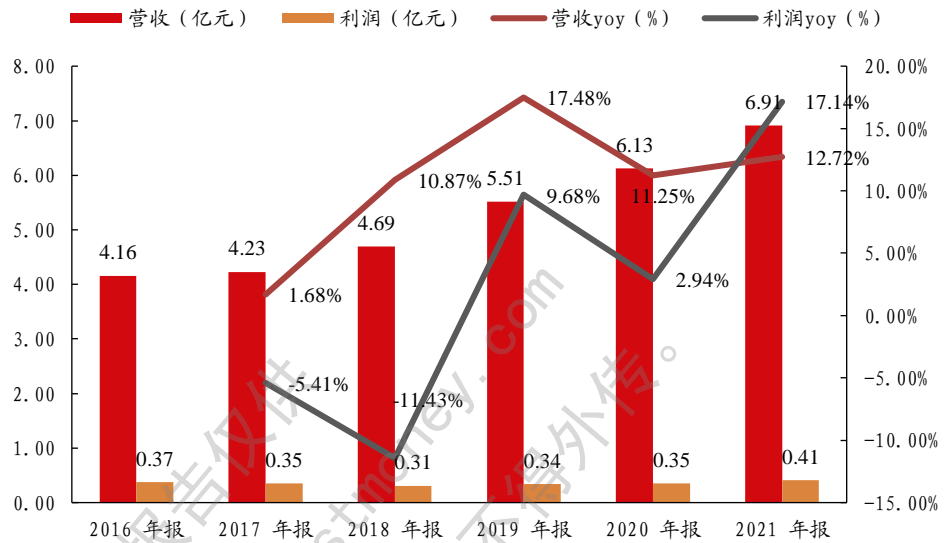


来源：公司官网，国联证券研究所

掌握中小型船艇细分领域核心建造技术。我国船艇领域行业集中度较低，由于船艇产品种类较多且生产模式为以销定产，船艇企业通常根据自身技术特点采用差异化竞争的方式进行市场定位。船艇的材质以玻璃钢、钢、铝合金等材料为主，玻璃钢船艇主要为尺寸相对较小船艇，如私人游艇、小尺度的公务执法船艇和旅游休闲船艇等；大尺寸公务执法船艇和休闲旅游船艇通常为金属材料，环保、轻量化、抗冲击、耐腐蚀等优点使得铝合金船艇为未来大型船艇发展趋势。

公司核心技术为自主研发设计技术、成型工艺以及复合材料加工工艺等。玻璃钢船艇、金属及多材质复合船艇在建造工艺上差别较大，如玻璃钢船艇主要采用积层成型和真空导流成型等工艺，金属船艇主要采用焊接工艺，多材质复合船艇在以上两种工艺基础上还需采用复合连接技术。因此，材质的多样性会影响到公司的生产流程。公司较早地进入了金属及多材质复合船艇领域，是目前国内为数不多可同时生产玻璃钢船艇、金属及多材质复合船艇的企业之一，主要竞争对手为英辉南方、同方江新、中船桂江、中船西江、青岛造船厂等。

图表 19: 公司近五年营收及利润稳步增长

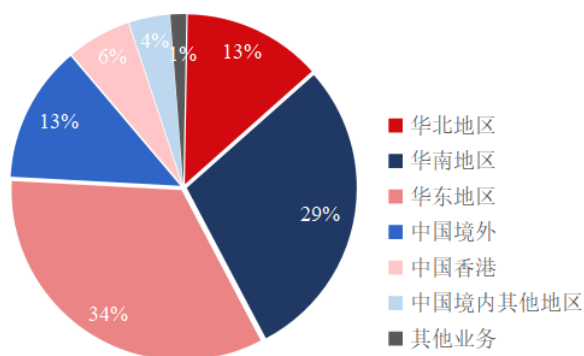


来源: iFinD, 国联证券研究所

近五年营收及利润稳步增长。公司 2019-2021 年经营活动现金流持续改善, 2021 年经营活动现金流入 8.7 亿元, 同比增加 24.53%, 系销售及回款增多所致。2022 年公司发布年度营收预减公告, 归母净利润预计同比下降 80.57%-72.07%, 系大额订单签订主要集中在 2022 年下半年对 2022 年度业绩贡献较小且建造和交付周期延长增加了运营成本。随着疫情结束及公司新接订单收入确认, 公司 2023 业绩有望大幅增长。

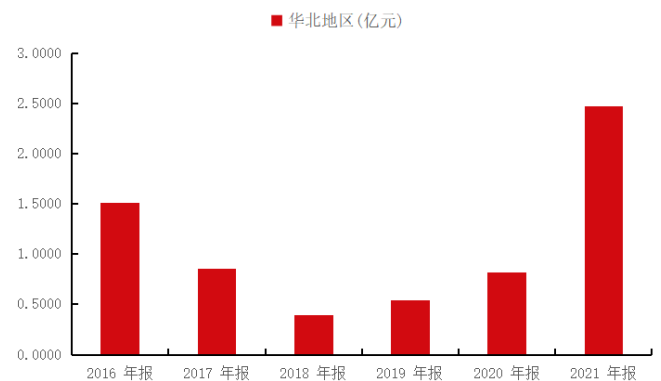
销售区位优势明显。江龙船艇在中山和珠海分别拥有生产基地, 依托地理优势及品牌优势, 公司销售地域主要集中在华南及华东地区, 2021 年两地销售收入占比超整体收入的 50%, 在上述两区域具有较大客户粘性。在原有业务基础上, 公司积极扩张业务辐射区域, 2019-2021 年公司在华北区域销售额逐年增加, 2021 年华北地区营收 2.48 亿元, 同比增加 202.58%。

图表 20: 华东、华南地区占公司营收比超 50%



来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 21: 公司近三年华北地区收入增多



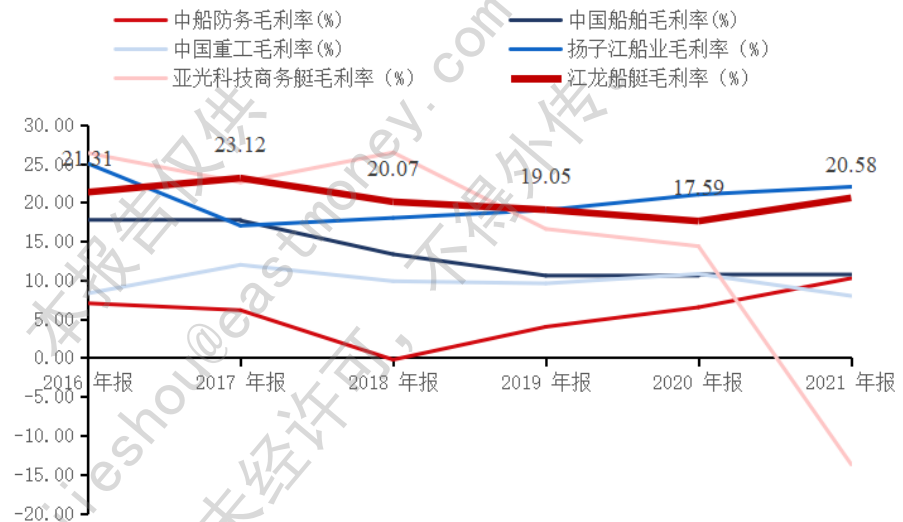
来源: iFinD, 国联证券研究所

3.2 高建造水平带来高毛利

公司综合毛利率高于同类上市公司。国内同类上市公司主要包括中船集团下属船艇总装上市平台中船防务、中国船舶、中国重工, 新加坡上市的民营企业扬子江船业

以及具有船艇建造业务的亚光科技。中船集团下属上市公司平均综合毛利率为 10% 左右，主要建造大型货运船；2022 年扬子江船业分拆后造船毛利率为 13% 左右；亚光科技船艇业务主要产品为小型豪华邮轮，受疫情影响毛利率逐年下降；江龙船艇 2016-2021 年毛利率始终维持在 20% 左右。

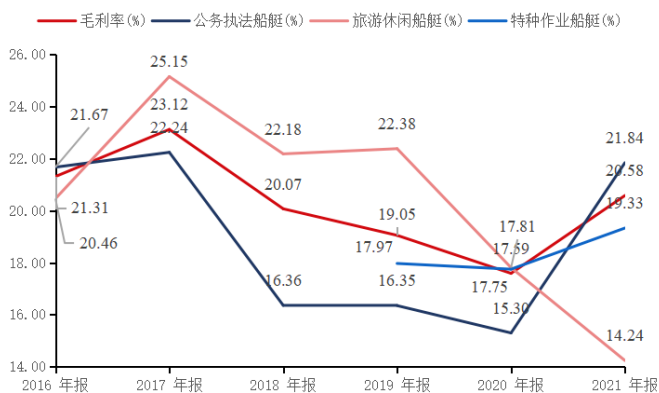
图表 22: 船舶建造类上市公司毛利率情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

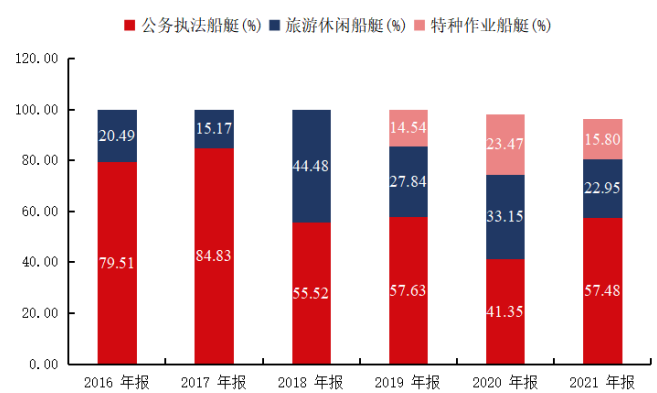
公司主力产品毛利率逐年升高且营收占比逐年升高。公司主营业务为公务执法船艇业务，受益于订单增多和单价上涨，近四年毛利率呈上升趋势，2021 年公务执法艇毛利率为 21.84%，同比上涨 42.7pct 且营收占比同比增加 39pct；受需求影响旅游休闲艇营收占比下降且毛利率下降，2021 年毛利率仅为 14.24%；特种休闲艇毛利率稳中有升，2021 年为 19.33%。目前公司产品结构合理，建造水平稳步提高，我们预计随着公司公务执法艇产品订单逐渐增加，未来公司综合毛利率有望进一步提升。

图表 23: 公司主营产品毛利率变化



来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 24: 公司主营产品营收占比



来源: iFinD, 国联证券研究所

新接大额订单创历史新高，其中可持续性军品订单占比较大。公司 2022 年至今披露的重大合同合计约 23.75 亿元，为 2021 年年度营业收入的 343.9%，2023 年成交的军品船艇订单中标金额为 15.05 亿元，为 2021 年年度营业收入的 217.9%。子

公司澳龙船艇 2021 年营收 7558.78 万元，2022 年至今新签重大合同订单金额达 2021 年营收的 543.4%，其中与韩国客户 H FERRY CO.,LTD 签订的客滚船合同为截至目前为止国内建造并出口海外的尺寸最大同时航速最高的铝合金双体高速客滚船，产品质量获得国外客户认可。

图表 25: 公司 2022-2023 年新签大额订单统计

时间	交易方	项目	金额 (亿元)	备注
2023.01	芜湖市公共资源交易中心	128 米趸船采购项目	1.13	
2023.01	某客户 XX	一批船艇	15.05	
2022.09	舟山普陀客运有限公司	67m 滚装客船设计、建造项目合同	1.23	
2022.01	舟山普陀客运有限公司	22 标准车位滚装客船设计、建造项目合同		
2022.09	香港海事局	3 艘全铝合金清洁船	1.58	澳龙船艇
2022.06	客户 p	设计建造总承包合同	2.22	
2022.06	香港政府	1 艘 30m 消防船	0.78	澳龙船艇
2022.01	HFERRY CO., LTD	铝合金高速客滚船	1.77	澳龙船艇

来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 扩产带来业绩高增保障

前瞻性布局以应对船艇大型化及智能化趋势。公司共投资 3.28 亿元建设高性能节能型复合船艇扩建项目和船艇研发设计中心建设项目，其中使用 2017 年首次公开发行时募集资金 1.08 亿元，其余为自筹资金投入。高性能节能型复合船艇扩建项目在公司原有中山市江龙船艇科技园基础上扩建复合船艇生产基地，建成后新增厂房面积 34200 平方米、年新增高性能复合船艇产能 25 艘，主要包括公务执法艇、小水面双体高速客船、豪华游艇等。目前上述两项目已经完成建设，新厂房已完工并逐步释放产能。

图表 26: 公司募集资金建设项目稳步推进

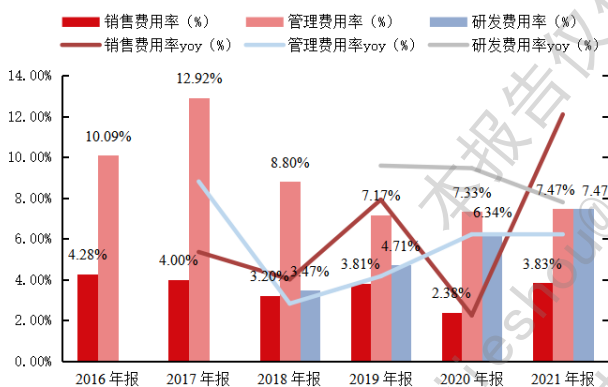
时间	募资方式	项目名称	项目进度
2017 年	首次公开发行	高性能节能型复合船艇扩建项目	厂房已完工并逐步释放产能
		船艇研发中心建设项目	研发大楼已建设完工并投入使用
2021 年	定向增发	海洋先进船艇智能制造项目	尚未达到使用状态，暂不产生效益

来源：公司 2021 年报，国联证券研究所

2021 年公司开始海洋先进船艇智能制造项目的建设，总投资 3.5 亿元，其中定增募集资金 3.25 亿元。项目计划建造千吨级海洋先进船艇智能制造基地，拟生产高速海洋执法船、清洁能源船舶、迷你邮轮、高端客滚船等高性能、高技术、高附加值船艇产品。项目建设周期为三年，截至 2021 年底项目进度为 18%，项目结束后将有效提升公司大型特种船艇产能。

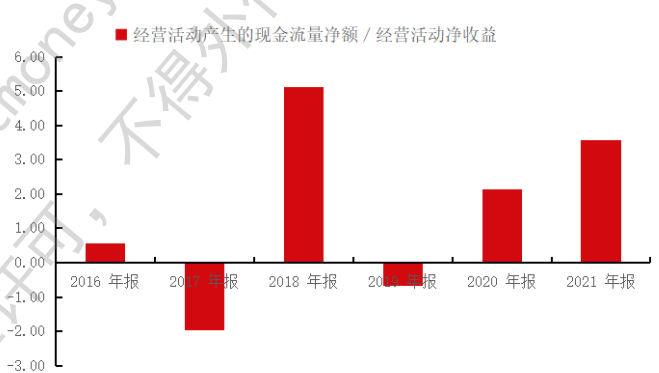
销售费用率、管理费用率下降，研发费用率上涨。公司的销售费用率从2017年的4%下降到2020年的2.38%，下降幅度达40.5pct，2021年船艇销售规模增长，中标服务费及售后服务费用增加导致销售费用率上涨，为3.83%，同比增加60.97pct；公司管理费用率从2017年的12.92%降至2021年的7.47%，下降幅度达42.18pct，近三年稳定在7%左右；研发费用率从2018年的3.47%上升至2021年的7.47%，增幅达53.55pct。我们预计未来公司随着销售量不断增加，受益于规模效应销售、管理费用率有望维持低位，过去积极的研发投入有望助力公司保持竞争优势。

图表 27: 销售费用、管理费用、研发费用情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

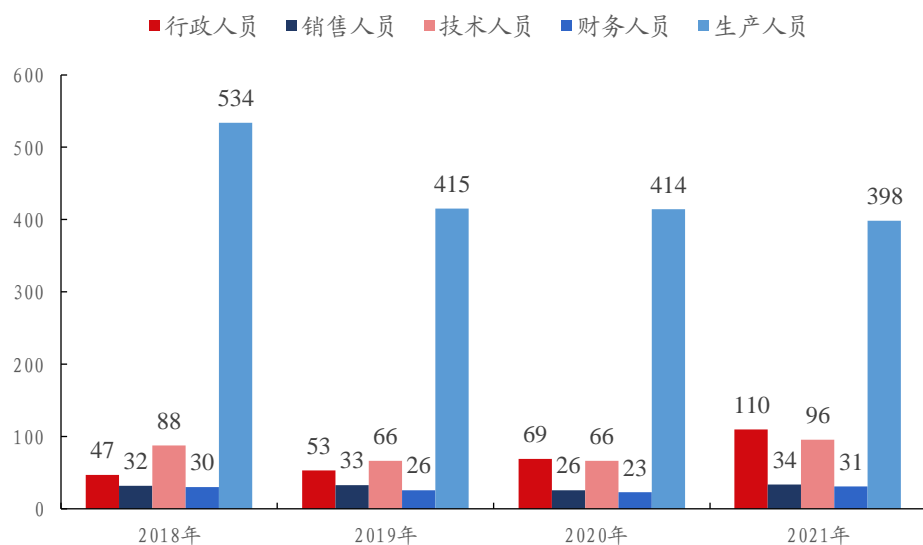
图表 28: 公司经营性现金流逐渐改善



来源: iFinD, 国联证券研究所

公司目前主要员工为生产人员和技术人员，2021年两者总数占总员工比例为73.8%。2021年生产人员同比减少16人，技术人员同比增加30人，人均创收同比增加7300元，可以看出公司的生产效率增加同时注重研发的人工成本投入，我们预计随着公司自动化、智能化的进一步发展，公司成本端结构将更为合理。

图表 29: 公司主要员工为生产人员和技术人员



来源: iFinD, 国联证券研究所

公司于2022年6月公告员工持股计划，公司通过集中竞价方式回购公司股份255.8万股，占公司总股本1.15%，2022年4月1日回购方案实施完毕，成交最高

价格 20.25 元/股，成交的最低价格为 19.11 元/股，累计成交金额 49.98 百万元，购买回购股票的价格为 9.69 元/股。

图表 30: 2022 年员工持股计划参加对象持有股数情况

持有人	职务	拟持有股数 (股)	拟持有股数占本员工持股计划总份 额的比例
贺文军	董事、副总经理	300,000	11.73%
周汝艳	监事	55,000	2.15%
谭永灿	副总经理	80,000	3.13%
核心管理人员及核心骨干员工（不超过 72 人）		2,122,989	82.99%
合计		2,557,989	100%

来源：公司公告，国联证券研究所

本次激励计划以公司业绩为核心考核指标，持股计划的持有人为公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干员工，共计 75 人，主要为公司业务和管理工作的主要负责人、重要工作承担者、各岗位核心骨干。对上述人员的激励将有效地统一激励对象和公司及公司股东的利益，推动激励目标分批实现。

图表 31: 2022 年公司发布股权激励计划

	锁定期	业绩考核目标
第一批解锁	自公司公告最后一笔标的股票过户至本次员工持股计划名下之日起满 12 个月，解锁股份数量为本次员工持股计划总数的 30%	公司 2022 年营业收入不低于 7.8 亿
第二批解锁	自公司公告最后一笔标的股票过户至本次员工持股计划名下之日起满 24 个月，解锁股份数量为本次员工持股计划总数的 30%	公司满足下列条件之一：公司 2023 年营业收入不低于 10.4 亿；公司 2023 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 0.5 亿
第三批解锁	自公司公告最后一笔标的股票过户至本次员工持股计划名下之日起满 36 个月，解锁股份数量为本次员工持股计划总数的 40%	公司满足下列条件之一：公司 2024 年营业收入不低于 15.2 亿；公司 2024 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 0.72 亿

来源：公司公告，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

公司公告显示 2022 年新签订单含税金额 12.53 亿元，已中标但于 2023 年签约订单含税金额 1.53 亿元，总计 14.06 亿元；截至目前 2023 年已签订单 16.18 亿元。根据订单建造周期以及不同船型订单金额占比，我们预计公司公务船艇业务 2022-24 年营收增速分别为 -69.42%/462.66%/134.34%，毛利率维持 21.84% 不变；休闲船艇业务 2022-24 年营收增速分别为 182.29%/-36.75%/-44.05%，毛利率维持 14.24% 不变；特种船艇业务 2022-24 年营收增速分别为 -99%/273.06%/-21.15%，毛利率维持

19.33%不变。

图表 32: 公司营收测算汇总 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	612.99	690.68	704.01	1399.25	2100.72
YOY	11.31%	12.67%	1.93%	98.75%	50%
毛利率	17.59%	20.58%	17.98%	20.01%	20.87%
公务游艇业务					
收入	253.50	396.98	121.39	683.02	1600.60
YOY	-17.96%	56.60%	-69.42%	462.66%	134.34%
毛利率	15.30%	21.84%	21.84%	21.84%	21.84%
休闲游艇业务					
收入	203.22	158.50	447.43	283.01	158.35
YOY	36.15%	-22.00%	182.29%	-36.75%	-44.05%
毛利率	17.81%	14.24%	14.24%	14.24%	14.24%
特种游艇业务					
收入	143.88	109.14	109.14	407.17	321.04
YOY	0.85%	-24.14%	-99%	273.06%	-21.15%
毛利率	17.75%	19.33%	19.33%	19.33%	19.33%
其他业务					
收入	12.40	26.05	26.05	26.05	20.74
YOY		110.07%	0.00%	0%	-20%
毛利率	58.93%	45.08%	45.08%	45.08%	45.08%

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

我们预计公司 2022-24 年收入分别为 7.04/14.00/21.01 亿元, 对应增速分别为 1.93%/98.75%/50.13%, 归母净利润分别为 0.12/0.63/1.31 亿元, 对应增速分别为 -71.52%/440.00%/106.05%, 三年 CAGR 为 46.89%, EPS 分别为 0.03/0.17/0.35 元/股。

图表 33: 公司盈利预测 (亿元)

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	612.99	690.68	704.01	1399.25	2100.72
YOY (%)	11.31%	12.67%	1.93%	98.75%	50.13%
归母净利润 (亿元)	34.86	41.18	11.73	63.33	130.5
YOY (%)	2.40%	18.12%	-71.52%	440.00%	106.05%
EPS (元/股)	0.09	0.11	0.03	0.17	0.35

来源: iFinD, 国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们比较同行业可比公司 PE 水平, 选取中船集团船舶总装上市平台中船防务、中国船舶以及具有游艇业务的亚光科技作为可比公司。

图表 34: 可比公司 PE 估值水平对比 (可比公司盈利预测采用同花顺一致预期)

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (X)			EPS 三年
			2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	CAGR
600685.SH	中船防务	261.9	0.06	0.08	0.52	0.59	324.49	50.63	44.58	118.96%
600150.SH	中国船舶	1082	0.05	0.26	0.65	1.46	95.08	38.77	17.04	208.11%
300123.SZ	亚光科技	79.50	-1.19	0.05	0.07	0.10	168.88	115.94	76.16	-143.98%
	平均值						209.78	44.70	30.81	
300589.SZ	江龙船艇	53.59	0.11	0.03	0.17	0.35	438.90	81.28	39.45	46.89%

来源：iFinD，国联证券研究所，股价选取 2023 年 3 月 24 日收盘价

在公务船艇更新需求迫切，消费逐渐复苏，新能源船艇发展加速的背景下，作为上述细分领域的龙头，公司目前在手订单饱满且部分订单具有可持续性，根据相对估值法，参考可比公司估值，首次覆盖，给予公司 2024 年 50 倍 PE，公司合理市值为 65.25 亿元，对应目标价 17.28 元，给予“买入”评级。

5. 风险提示

订单持续性不及预期

目前公司一次性大额订单为军品订单，下游客户需求具有周期性特点，因此后续订单持续性存在风险；

产能释放不及预期

公司目前正在积极扩充产能，但鉴于在手订单较多且后续或存在持续订单，新产能建设周期较长可能存在产能不足风险；

新能源船舶发展不及预期

公司提前布局氢能船舶，电动化、混合动力也同时布局，但目前新能源船舶的具体路线还未确定，存在产业化发展缓慢以及新入局者瓜分市场份额的风险。

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	230	554	471	655	900	营业收入	613	691	704	1099	2190
应收账款+票据	223	254	199	395	593	营业成本	505	549	577	873	1739
预付账款	29	24	47	93	139	税金及附加	4	4	5	8	16
存货	78	107	109	210	311	营业费用	12	21	26	34	67
其他	47	73	81	127	172	管理费用	69	82	102	130	260
流动资产合计	607	1012	906	1479	2116	财务费用	7	1	-11	-15	-21
长期股权投资	31	0	3	7	10	资产减值损失	-2	-2	-1	-2	-5
固定资产	269	259	244	224	177	公允价值变动收益	3	1	0	0	0
在建工程	22	55	27	0	0	投资净收益	12	3	4	4	4
无形资产	55	55	47	39	32	其他	6	3	4	3	1
其他非流动资产	4	67	65	65	65	营业利润	35	39	11	74	130
非流动资产合计	380	437	387	336	284	营业外净收益	1	2	1	1	1
资产总计	987	1448	1293	1815	2399	利润总额	35	41	12	75	131
短期借款	148	135	0	0	0	所得税	1	0	0	2	4
应付账款+票据	207	262	238	462	684	净利润	35	41	12	73	127
其他	239	251	244	482	722	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	594	649	482	944	1405	归属于母公司净利润	35	41	12	73	127
长期带息负债	0	0	0	0	0	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
其他	22	21	21	21	21	成长能力					
非流动负债合计	22	21	21	21	21	营业收入	11%	13%	2%	56%	99%
负债合计	616	670	503	965	1426	EBIT	0%	-1%	-98%	6030%	82%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	8%	2%	-24%	114%	43%
股本	203	222	378	378	378	归母净利润	2%	18%	-72%	521%	74%
资本公积	10	357	357	357	357	获利能力					
留存收益	159	200	211	271	394	毛利率	18%	21%	18%	21%	21%
股东权益合计	371	779	790	850	973	净利率	6%	6%	2%	7%	6%
负债和股东权益总计	987	1448	1293	1815	2399	ROE	9%	5%	1%	8%	13%
现金流量表						ROIC	11%	11%	0%	16%	34%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E	偿债能力					
净利润	35	41	12	73	127	资产负债	62.40%	46.23%	38.91%	46.92%	60.38%
折旧摊销	28	29	53	55	55	流动比率	1.02	1.56	1.88	1.74	1.49
财务费用	7	1	-11	-15	-21	速动比率	0.78	1.31	1.48	1.34	1.09
存货减少	-130	-748	-535	-576	-576	营运能力					
营运资金变动	104	774	527	613	695	应收账款周转率	2.75	2.72	3.54	3.54	3.54
其它	-13	4	-3	-3	-3	存货周转率	6.50	5.14	5.32	5.32	5.32
经营活动现金流	30	101	42	146	275	总资产周转率	0.62	0.48	0.54	0.68	0.89
资本支出	41	54	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	0	-85	0	0	0	每股收益	0.09	0.11	0.03	0.19	0.34
其他	-79	-81	0	0	0	每股经营现金流	0.08	0.27	0.11	0.39	0.73
投资活动现金流	-39	-112	0	0	0	每股净资产	0.98	2.06	2.09	2.27	2.59
债权融资	36	-12	-135	0	0	估值比率					
股权融资	0	19	0	0	0	市盈率	148	125	439	71	41
其他	-12	329	11	11	14	市净率	13.9	6.6	6.5	6.0	5.3
筹资活动现金流	24	336	-125	11	14	EV/EBITDA	94.88	68.59	87.76	39.92	26.83
现金净增加额	15	325	-83	157	290	EV/EBIT	158.15	116.68	4803.15	76.39	40.29

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695