

# 天奇股份 (002009)

## 2022 年年报&2023 年一季报点评: 锂电循环盈利承压, 产能落地&渠道扩张持续进行 买入 (维持)

2023 年 04 月 26 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002  
renyx@dwzq.com.cn

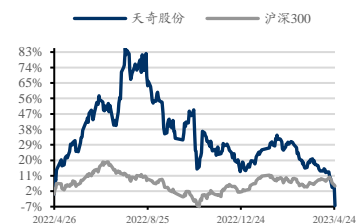
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,351	5,317	6,708	8,105
同比	15%	22%	26%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	198	200	377	532
同比	32%	1%	88%	41%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.52	0.53	0.99	1.40
P/E (现价&最新股本摊薄)	22.27	22.07	11.71	8.32

关键词: #业绩不及预期

### 投资要点

- **事件:** 2022 年, 公司实现营收 43.51 亿元, 同增 15.16%; 归母净利润 1.98 亿元, 同增 31.75%; 扣非归母 0.54 亿元, 同比减少 38.81%。2023 年一季度公司实现营收 7.49 亿元, 同减 20.66%; 归母净利润-2.99 亿元, 同减 435.31%。
- **锂电循环收入高增盈利能力承压, 产能落地&渠道扩张持续进行。** 2022 年公司实现营收 43.51 亿元, 同增 15.16%; 归母净利润 1.98 亿元, 同比增 31.75%; 2023 年一季度公司归母净利润-2.99 亿元, 同减 435.31%, 不及我们预期; 系 2022 年三季度起锂电回收市场竞争激烈, 采购成本大幅提高, 产品原料成本倒挂造成经营亏损及存货跌价所致。2022 年公司锂电循环业务营收同增 89.24%至 16.96 亿元, 毛利率 20.54%, 同减 15.14pct; 核心子公司金泰阁实现营收 16.96 亿元, 同增 89.2%, 实现净利润 2.47 亿元, 同增 10.3%。2022 年, 公司金属钴锰镍销量 3145 金吨; 碳酸锂销量 1861 吨, 锂平均回收率超 88%行业领先。2022 年, **核心子公司金泰阁产能持续扩张。** 1) **三元电池:** 2022 年四季度, 金泰阁扩产技改项目已建成投产, 废旧三元锂电池处理规模由年处理 2 万吨提升至 5 万吨。2) **磷酸铁锂电池:** 公司于 2022 年二季度启动投建年处理 15 万吨磷酸铁锂电池回收产能, 一期 5 万吨产能项目已进入全面调试阶段, 将尽快投产。公司已具备年处理 10 万吨锂电池的规模 (三元锂电池 5 万吨及磷酸铁锂电池 5 万吨), 每年可形成产品: 钴锰镍合计 12000 金吨、碳酸锂 7500 吨、电池级磷酸铁 11000 吨。
- **装备制造业务毛利率承压, 管理优化期待盈利能力恢复。** 2022 年公司智能装备营收同减 2.27%至 15.34 亿元, 毛利率 18.67%, 同增 2.13pct; 循环装备营收同减 11.05%至 4.03 亿元, 毛利率 14.02%, 同减 3.70pct; 重工机械营收同减 12.18%至 6.60 亿元, 毛利率 8.01%, 同减 1.55pct。2022 年装备业务原材料成本上行, 毛利率普遍承压, 公司通过内部精细化管理, 装备业务盈利恢复可期。
- **锂电循环长坡厚雪, 公司产能快速扩张&渠道加速布局。** 锂电循环十五年复增 18%, 长坡厚雪 2035 年空间近 3000 亿。公司已具备年处理 10 万吨电池的规模 (三元电池 5 万吨及磷酸铁锂电池 5 万吨); 同时积极布局回收渠道, 包括整车企业 (一汽集团)、互联网+电商 (京东科技)、轻型车锂电龙头 (星恒电源)、电池企业 (诚通生态), 保障产能利用率。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑碳酸锂价格快速下行影响回收盈利, 当前盈利已企稳。我们下调 2023-2024 年归母净利润从 3.5/4.7 亿元至 2.0/3.8 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 5.3 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 为 22x/12x/8x (估值日期为 2023/4/25), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源车销售不及预期, 项目进度不及预期, 竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.61
一年最低/最高价	11.61/23.90
市净率(倍)	2.32
流通 A 股市值(百万元)	4,319.98
总市值(百万元)	4,420.15

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.00
资产负债率(% ,LF)	69.72
总股本(百万股)	380.72
流通 A 股(百万股)	372.09

### 相关研究

《天奇股份(002009): 2022 年三季报点评: 废电池成本上行利润承压, 扩产产能建成投运&渠道深度布局》

2022-10-31

《天奇股份(002009): 2022 年中报点评: 锂电循环高增不改, 装备业务逐步恢复》

2022-08-17

**事件:**

2022 年公司实现营业收入 43.51 亿元，同比增长 15.16%；归母净利润 1.98 亿元，同比增长 31.75%；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比减少 38.81%；加权平均 ROE 同比提高 1.3pct，至 8.85%。

2023 年一季度公司实现营业收入 7.49 亿元，同比减少 20.66%；归母净利润-2.99 亿元，同比减少 435.31%；扣非归母净利润-2.97 亿元，同比减少 481.4%；加权平均 ROE 同比降低 19.98pct，至-15.78%。

## 1. 锂电循环收入高增盈利能力承压，产能落地&渠道扩张持续进行

**2022 年锂电循环利用板块收入维持高增，盈利能力略受挤压。**2022 年公司实现营业收入 43.51 亿元，同比增长 15.16%；归母净利润 1.98 亿元，同比增长 31.75%，不及我们预期；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比减少 38.81%。不及预期的主要原因为 2022 年三季度起锂电回收市场竞争激烈，采购成本大幅提高，锂电循环业务盈利能力受到挤压。2022 年锂电循环核心子公司金泰阁实现营业收入 15.83 亿元，同增 60.1%，实现净利润 2.47 亿元，同增 10.4%。2023 年一季度公司实现营业收入 7.49 亿元，同比减少 20.66%；归母净利润-2.99 亿元，同比减少 435.31%，不及我们预期，主要系公司锂电池循环业务受主要产品市场价格短时间大幅下跌影响，产品原料成本倒挂造成经营亏损及存货跌价。2022 年公司毛利率/销售净利率 17.49%/ 4.45%，毛利率/销售净利率分别同比-2.23pct/+0.75pct。分业务来看：

**1) 锂电循环: 收入持续高增, 产能落地&渠道扩张。**锂电循环是公司重点布局业务, 2022 年公司锂电循环业务营业收入同增 89.24%至 16.96 亿元, 毛利率 20.54%, 同减 15.14pct。受益于新能源汽车及储能市场快速发展, 锂电池产业链整体景气度持续提升, 2022 年锂电池价格上涨, 锂电池回收利用经济效益凸显, 市场景气度高, 公司锂电回收收入大幅提升; 三季度起锂电回收市场竞争激烈, 采购成本大幅提高, 公司毛利率降低。2022 年, 公司金属钴锰镍产量 3337 金吨, 销量 3145 金吨; 碳酸锂产量 1907 吨, 销量 1861 吨。**2022 年, 核心子公司金泰阁产能持续扩张。**①**三元电池&MHP:** 2022 年四季度, 金泰阁扩产技改项目已建成投产, 废旧三元锂电池处理规模由年处理 2 万吨提升至 5 万吨; 同时, 下半年为应对回收行业竞争激烈及采购价格持续攀升的市场情况, 天奇金泰阁改造原有产线快速投产镍中间品氢氧化镍钴富集物 (MHP) 加工业务。②**磷酸铁锂电池:** 公司于 2022 年二季度启动投建年处理 15 万吨磷酸铁锂电池回收产能, 一期 5 万吨产能项目已进入全面调试阶段, 将尽快投产; 一期投产后将形成年产磷酸铁约 11000 吨及碳酸锂约 2500 吨的产品规模。**公司现已具备年处理 10 万吨锂电池的规模 (三元锂**

电池 5 万吨及磷酸铁锂电池 5 万吨), 每年可形成产品规模: 钴锰镍合计 12000 金吨、碳酸锂 7500 吨、电池级磷酸铁 11000 吨。**回收率层面:** 三元电池的钴镍平均回收率达 98%, 锂平均回收率超 88%; 磷酸铁锂电池(中试)磷酸铁平均回收率达 95%, 锂平均回收率超 90%; 位居行业领先水平。公司集结各方资源布局六大电池回收渠道, 深度绑定**电池生产企业、电池应用企业、联合资源回收企业、电池相关金融科技服务企业、汽车后市场服务企业、互联网与电商平台**, 为后续锂电循环业务发展提供稳定原料保障。

**2) 智能装备: 收入略降毛利率提升, 整车资源有望赋能锂电循环业务。**2022 年公司智能装备业务营业收入同减 2.27%至 15.34 亿元, 毛利率 18.67%, 同增 2.13pct; 其中, 汽车智能装备收入 11.80 亿元, 同增 11.71%, 毛利率 21.97%, 同增 3.58pct; 散料输送设备收入 3.03 亿元, 同减 32.40%, 毛利率 3.97%, 同减 7.34pct; 物流装备维保收入 0.51 亿元, 同减 22.04%, 毛利率 29.44%, 同增 7.02pct。2022 年, 公司智能装备业务新签订单 15.50 亿元, 其中汽车智能装备业务新签订单 12.45 亿元, 新能源汽车项目占比 68%。2022 年公司承接了 Tesla、理想汽车、广汽丰田、广汽本田、华晨宝马、一汽奥迪、长安福特、奇瑞新能源等知名汽车品牌的订单。随着新能源汽车市场蓬勃发展, 电池环节成为整车厂布局的核心环节, 公司破局拓展整车厂电池产线相关业务并持续发力海外市场。公司于汽车产业链深耕多年, 有望赋能公司锂电循环业务, 促进公司锂电循环业务与整车汽车形成合作。

**3) 循环装备: 毛利率略降, 新签订单显著提升。**2022 年公司循环装备业务营业收入同减 11.05%至 4.03 亿元, 毛利率 14.02%, 同减 3.70pct。2022 年, 循环装备业务新签订单 5.4 亿元, 同比上升 72%。2022 年公司控股子公司湖北力帝持续精细内部管理, 加强应收账款管理, 加速资金回笼, 期待经营质量进一步提升。

**4) 重工机械: 市场需求不足&原材料价格高企, 毛利承压, 期待盈利能力恢复。**2022 年公司重工机械营业收入同减 12.18%至 6.60 亿元, 毛利率 8.01%, 同减 1.55pct。2022 年, 公司重工机械业务新签订单 7.09 亿元。2022 年, 国内风电设备供应链整体稳定性不足、风电市场需求不足且原材料价格高企, 该板块毛利空间进一步收窄。2022 年, 公司重工装备持续精细内部管理, 优化工艺、降低生产各环节损耗、降低废品率, 从而控制生产成本、提升经营效益, 期待盈利能力恢复。

**费用管控较好, 期间费用率略降。**2022 年公司期间费用同比增长 0.97%至 5.73 亿元, 期间费用率下降 1.85pct 至 13.18%。其中, 销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 9.55%、增加 12.26%、减少 11.99%、增加 10.1%至 0.59 亿元、2.54 亿元、1.75 亿元、0.85 亿元; 销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.37pct、下降 0.15pct、下降 1.24pct、下降 0.09pct 至 1.35%、5.84%、4.03%、1.96%。

## 2. 盈利能力向好，加权平均 ROE 提升 1.3pct

**资产负债率略增，营运效率提升。**2022 年公司资产负债率为 68.3%，同比上升 3.62pct。2022 年公司应收账款同比增长 41.62%至 12.28 亿元，应收账款周转天数同比减少 5.45 天至 86.64 天；存货同比增长 25.53%至 13.59 亿元，存货周转天数同比减少 3.43 天至 189.39 天；应付账款同比增长 21.83%至 13.34 亿元，应付账款周转天数同比减少 1.56 天至 121.77 天，使净营业周期同比减少 7.32 天至 154.27 天。

**净利率&周转率&杠杆齐升，加权平均 ROE 提升 1.3pct。**2022 年公司加权平均净资产收益率同比上升 1.3pct 至 8.85%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2022 年公司销售净利率为 4.45%，同比上升 0.76pct，总资产周转率为 0.65（次），同比上升 0.02（次），权益乘数从 21 年的 3.03 上升至 22 年的 3.16。

## 3. 现金流表现稳健

**现金流表现稳健。**2022 年公司：**1）经营活动**现金流净额-3.96 亿元，同比减少 534.4%。经营活动现金流净额大幅下降主要系 2022 年年末公司存在手票据 1.52 亿元；金泰阁技改扩产完成，为保证生产原材料供应，原材料储备采购现金流出增加 2.36 亿元；以及因业务规模上升缴纳的各项税费增加 1.03 亿元所致。**2）投资活动**现金流净额-2.75 亿元，同比减少 28188.18%。投资活动现金流净额大幅下降主要系 2022 年公司新增对深圳乾泰、中国诚通生态的股权投资，以及金泰阁技改扩产等资产投入增加导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金流出增加所致。**3）筹资活动**现金流净额 5.89 亿元，同比增加 6403.87%。筹资活动现金流大幅上升主要系 2022 年公司子公司金泰阁技改扩产，新增银行借款所致。

## 4. 锂电循环长坡厚雪，公司产能快速扩张&渠道加速布局

**十五年复增 18%，长坡厚雪 2035 年空间近 3000 亿。**锂电循环市场空间分别按照四种金属材料（碳酸锂、硫酸镍、硫酸钴、硫酸锰）在 2019 年、2020 年、2021 年和现价（2022/2/9）的价格中位数，我们预计 2022 年电池回收利用 83GWh 对应市场空间分别为 138 亿元/131 亿元/208 亿元/351 亿元，2030 年电池回收利用市场空间分别为 533 亿元/473 亿元/752 亿元/1387 亿元，2035 年电池回收利用市场空间分别为 1090 亿元/937 亿元/1505 亿元/2946 亿元。参考现价情形，不考虑金属价格变动，2020-2025 年市场空间五年复合增长 22.3%，2020-2030 年市场空间十年复合增长 18.9%，2020-2035 年市场空间十五年复合增长 18.0%。



图1: 电池回收市场空间十五年复增 18%

年份	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>回收金属量 (万吨)</b>	2022年可再生 <b>锂0.96万吨、镍1.81万吨、钴3.65万吨、锰0.82万吨</b> 2025年可再生 <b>锂2.12万吨、镍6.00万吨、钴5.32万吨、锰2.24万吨</b> 2030年可再生 <b>锂5.24万吨、镍17.88万吨、钴6.63万吨、锰5.23万吨</b> 2035年可再生 <b>锂12.48万吨、镍39.67万吨、钴9.29万吨、锰10.96万吨</b>															
锂 (万吨)	0.56	0.76	0.96	1.25	1.64	2.12	2.47	3.06	3.56	4.39	5.24	6.29	7.66	9.26	10.73	12.48
镍 (万吨)	0.79	1.30	1.81	2.89	4.36	6.00	7.05	9.10	11.14	14.29	17.88	21.87	25.80	29.79	34.30	39.67
钴 (万吨)	3.04	3.41	3.65	4.14	4.74	5.32	5.44	5.65	5.75	6.13	6.52	7.05	7.50	8.00	8.58	9.29
锰 (万吨)	0.42	0.64	0.82	1.25	1.77	2.24	2.50	3.09	3.55	4.35	5.23	6.23	7.24	8.31	9.52	10.96
<b>产品量 (万吨)</b>	2022年可产出 <b>碳酸锂4.32万吨、硫酸镍7.93万吨、硫酸钴17.03万吨、硫酸锰2.48万吨</b> 2025年可产出 <b>碳酸锂9.60万吨、硫酸镍26.31万吨、硫酸钴24.85万吨、硫酸锰6.76万吨</b> 2030年可产出 <b>碳酸锂23.69万吨、硫酸镍78.44万吨、硫酸钴30.96万吨、硫酸锰15.76万吨</b> 2035年可产出 <b>碳酸锂56.45万吨、硫酸镍174.01万吨、硫酸钴43.43万吨、硫酸锰33.03万吨</b>															
碳酸锂	2.54	3.44	4.32	5.65	7.43	9.60	11.19	13.84	16.12	19.85	23.69	28.48	34.64	41.88	48.55	56.45
硫酸镍	3.48	5.69	7.93	12.69	19.11	26.31	30.94	39.93	48.85	62.70	78.44	95.95	113.18	130.68	150.46	174.01
硫酸钴	14.22	15.96	17.03	19.32	22.14	24.85	25.43	26.42	26.88	28.65	30.45	32.94	35.07	37.40	40.10	43.43
硫酸锰	1.25	1.92	2.48	3.77	5.34	6.76	7.53	9.31	10.70	13.11	15.76	18.77	21.84	25.04	28.69	33.03
<b>市场空间 (亿元)</b>	以金属现价测算, 2025年电池回收市场空间 <b>675亿</b> , 2020-2025年CAGR为 <b>22%</b> 2030年电池回收市场空间 <b>1387亿</b> , 2020-2030年CAGR为 <b>19%</b> 2035年电池回收市场空间 <b>2946亿</b> , 2020-2035年CAGR为 <b>18%</b>															
2019年价格中位数	99	120	138	172	216	264	291	339	382	454	533	627	728	839	953	1090
其中: <b>碳酸锂7.3万元/吨</b>																
2020年价格中位数	96	115	131	162	202	244	267	307	343	405	473	553	637	727	823	937
其中: <b>碳酸锂4.5万元/吨</b>																
2021年价格中位数	152	182	208	256	319	387	423	489	546	645	752	880	1016	1165	1320	1505
其中: <b>碳酸锂8.9万元/吨</b>																
现价 (2022/2/9)	247	303	351	437	549	675	750	881	993	1185	1387	1635	1922	2247	2566	2946
其中: <b>碳酸锂32.2万元/吨</b>																
市场空间yoy		23%	16%	24%	26%	23%	11%	17%	13%	19%	17%	18%	18%	17%	14%	15%

数据来源: GGII, Wind, 东吴证券研究所

公司锂电循环产能快速扩张, 已具备年处理 10 万吨锂电池的规模 (三元锂电池 5 万吨及磷酸铁锂电池 5 万吨)。1) 公司全资子公司金泰阁为锂电循环业务核心主体, 金泰阁于 2022 年四季度建成扩产技改项目, 废旧三元锂电池处理规模由年处理 2 万吨提升至 5 万吨, 对应产品产能为碳酸锂 5000 吨/年与钴镍锰 12000 金吨/年。2) 公司于 2022 年 4 月公告投建年处理 15 万吨磷酸铁锂电池环保项目, 一期将形成废磷酸铁锂电池处置产能 5 万吨/年, 对应产品为碳酸锂 2500 吨/年与磷酸铁 11000 吨/年, 项目已进入全面调试阶段, 将尽快投产。一期项目建设完成后, 公司将根据实际情况建设二期项目, 二期项目将形成废磷酸铁锂电池处置产能 10 万吨/年, 对应产品为碳酸锂 5000 吨/年与磷酸铁 22000 吨/年。3) 公司于 2022 年成功研发废旧锂电池物理破碎绿色环保工艺技术解决方案, 并应用于天奇金泰阁无害化拆解破碎中心。具备工艺流程短、节能环保、智能化程度高等优势, 在国内锂电池回收行业首创, 能够充分实现锂电池回收处理全过程自动化、清洁化、无人化、连续生产。

图2: 公司锂电循环产能规划

项目		2021	2022	2023	远期	
金泰阁	废电池	三元 (万吨)	20000	50000	50000	50000
	产品	碳酸锂 (吨)	2000	5000	5000	5000
		钴镍锰 (金吨)	3500	12000	12000	12000
赣州天奇循环 (一期)	废电池	铁锂 (万吨)			50000	50000
	产品	碳酸锂 (吨)			2500	2500
		磷酸铁 (吨)			11000	11000
赣州天奇循环 (二期)	废电池	铁锂 (万吨)				100000
	产品	碳酸锂 (吨)				5000
		磷酸铁 (吨)				22000
合计	废电池	三元 (万吨)	20000	50000	50000	50000
		铁锂 (万吨)	0	0	50000	150000
	产品	碳酸锂 (吨)	2000	5000	7500	12500
		钴镍锰 (金吨)	3500	12000	12000	12000
		磷酸铁 (吨)	0	0	11000	33000

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 若公司未明确项目落地时间与落地节奏, 则产能投运日期定义为远期

**技术与渠道为锂电循环核心竞争力, 公司积极布局废料回收渠道保障产能利用率。**公司集结各方资源布局**六大电池回收渠道**, 将深度绑定**电池生产企业** (电池厂、正极材料厂)、**电池应用企业** (汽车整车厂、小动力电池应用商、储能企业)、**联合资源回收企业** (社会贸易商、废电池初加工企业、报废汽车回收拆解企业)、**电池相关金融科技服务企业** (换电企业、电池银行、电池租赁、保险公司)、**汽车后市场服务企业** (大型汽修连锁企业、4S店)、**互联网与电商平台** (京东科技)。战略合作持续进行: **1) 与整车企业** 一汽集团全资子公司一汽资产合作, 拟在动力电池回收利用及汽车核心零部件再制造等领域构建深度的合作关系; 与斯泰兰蒂斯 (上海) 汽车有限公司签署长期服务协议, 未来5年内公司为其提供覆盖全中国市场的退役锂离子电池回收及循环利用服务, 建立锂离子电池全生命周期管理体系, 保证废弃锂电池有序回收及规范处理。**2) 与互联网巨头** 京东集团全资子公司京东科技合作, 共同搭建废旧锂电池“互联网+回收”平台, 建立覆盖全国的废旧锂电池回收服务网络。**3) 与电池相关金融科技服务企业** 诚通生态、诚通集团合作, 合作孵化电池银行等项目, 深化公司锂电池回收循环产业的广度与深度。**4) 与电池生产及应用企业** 星恒电源合作, 公司合作轻型车锂电池龙头, 共同打造废旧动力电池回收体系, 深入锂电池材料循环再生闭环。**六大渠道持续布局, 为后续锂电循环业务发展提供稳定原料保障。**

## 5. 盈利预测

考虑碳酸锂价格快速下行影响回收盈利，当前盈利已企稳。我们下调 2023-2024 年归母净利润从 3.5 亿元/4.7 亿元至 2.0 亿元/3.8 亿元，预计 2025 年归母净利润为 5.3 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 22x/12x/8x（估值日期为 2023/4/25），维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

新能源车销售不及预期，项目进度不及预期，竞争加剧

天奇股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,844</b>	<b>5,803</b>	<b>7,205</b>	<b>8,466</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,351</b>	<b>5,317</b>	<b>6,708</b>	<b>8,105</b>
货币资金及交易性金融资产	1,010	1,162	1,362	1,412	营业成本(含金融类)	3,590	4,417	5,558	6,713
经营性应收款项	1,666	2,023	2,555	3,090	税金及附加	36	39	40	49
存货	1,359	1,647	2,084	2,526	销售费用	59	64	74	81
合同资产	653	798	1,007	1,217	管理费用	254	266	255	284
其他流动资产	155	172	196	221	研发费用	175	213	235	243
<b>非流动资产</b>	<b>2,417</b>	<b>2,547</b>	<b>2,669</b>	<b>2,762</b>	财务费用	85	117	132	139
长期股权投资	275	275	275	275	加:其他收益	99	64	67	65
固定资产及使用权资产	835	932	1,019	1,086	投资净收益	111	11	10	11
在建工程	340	384	428	472	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	320	308	298	279	减值损失	-145	-40	-35	-30
商誉	396	396	396	396	资产处置收益	3	16	15	17
长期待摊费用	13	13	13	13	<b>营业利润</b>	<b>220</b>	<b>251</b>	<b>472</b>	<b>659</b>
其他非流动资产	239	240	241	242	营业外净收支	-1	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>7,261</b>	<b>8,350</b>	<b>9,874</b>	<b>11,229</b>	<b>利润总额</b>	<b>219</b>	<b>254</b>	<b>475</b>	<b>662</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,388</b>	<b>5,163</b>	<b>6,184</b>	<b>6,870</b>	减:所得税	25	40	71	94
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,969	2,191	2,449	2,363	<b>净利润</b>	<b>194</b>	<b>214</b>	<b>403</b>	<b>568</b>
经营性应付款项	1,875	2,307	2,903	3,506	减:少数股东损益	-5	14	26	36
合同负债	157	193	243	294	<b>归属母公司净利润</b>	<b>198</b>	<b>200</b>	<b>377</b>	<b>532</b>
其他流动负债	387	472	589	708	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	0.53	0.99	1.40
非流动负债	571	671	771	871	EBIT	256	319	546	736
长期借款	506	606	706	806	EBITDA	390	533	785	995
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.49	16.92	17.14	17.18
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	4.56	3.77	5.63	6.56
其他非流动负债	58	58	58	58	收入增长率(%)	15.16	22.19	26.16	20.82
<b>负债合计</b>	<b>4,959</b>	<b>5,834</b>	<b>6,955</b>	<b>7,741</b>	归母净利润增长率(%)	31.75	0.88	88.48	40.85
归属母公司股东权益	2,192	2,392	2,770	3,301					
少数股东权益	110	124	149	186					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,302</b>	<b>2,516</b>	<b>2,919</b>	<b>3,487</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,261</b>	<b>8,350</b>	<b>9,874</b>	<b>11,229</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-396	281	328	522	每股净资产(元)	5.76	6.28	7.28	8.67
投资活动现金流	-275	-315	-332	-322	最新发行在外股份(百万股)	381	381	381	381
筹资活动现金流	589	186	204	-150	ROIC(%)	5.14	5.30	8.14	9.91
现金净增加额	-85	152	200	50	ROE-摊薄(%)	9.05	8.37	13.63	16.10
折旧和摊销	134	215	239	260	资产负债率(%)	68.30	69.87	70.44	68.94
资本开支	-234	-321	-337	-328	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.27	22.07	11.71	8.32
营运资本变动	-873	-361	-567	-563	P/B(现价)	2.02	1.85	1.60	1.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

