

2023年05月04日

**买入（首次覆盖）**

报告原因：业绩点评

# 爱柯迪（600933）：中小件冠军转型新能源汽车+智能驾驶，持续加码北美市场

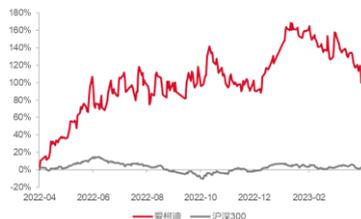
——公司简评报告

## 证券分析师：

黄涵虚 S063052206001

hhx@longone.com.cn

总股本(万股)	88,326
流通A股/B股(万股)	88325.86/0
资产负债率(%)	43.43%
市净率(倍)	3.07
净资产收益率(加权)	13.52%
12个月内最高/最低价	26.42/10.43



## 投资要点

- **事件：**公司发布2023年一季报，单季度实现营收12.57亿元，同比+39.19%，归母净利润1.69亿元，同比+99.52%，扣非净利润1.53亿元，同比+143.71%。
- **毛利率同比大幅改善，环比略升。**2023Q1公司综合毛利率为29.65%，同比+6.29pct，环比+0.11pct。2021年下半年至2022年上半年公司毛利率受铝价、海运费等影响出现波动，2022年下半年以来，随着铝价、海运费回落，公司单季度综合毛利率保持在30%左右。期间费用率方面，2023Q1公司期间费用率为13.38%，同比-0.69pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为1.37%、5.88%、5.13%、1.00%，同比+0.07pct、-0.80pct、-0.05pct、+0.10pct，受益于管理费用率的小幅下降，期间费用率同比改善；财务费用受到汇兑损失影响有所上升。
- **中小件隐形冠军，转型新能源汽车+智能驾驶。**公司作为专业的铝合金精密铸件生产商，产品覆盖汽车雨刮系统、转向系统、动力系统、制动系统等，优秀的精益生产能力使公司在中小件领域成功成为隐形冠军，并拥有法雷奥、博世、麦格纳、大陆、蒂森克虏伯等优质的客户群体。近年来公司顺应行业趋势转型新能源汽车+智能驾驶，先后拓展新能源汽车热管理系统、三电系统、视觉系统、结构件等产品类型，并在原有跨国零部件供应商客户的基础上不断拓展新能源汽车主机厂及智能驾驶领域零部件供应商客户。2022年公司铝合金压铸板块获得的新能源汽车项目寿命期内预计新增销售收入占比约为70%，新能源汽车项目有望持续推动公司营收高速增长。
- **定增投建墨西哥生产基地项目，持续加码北美市场。**公司发布定增预案，拟募资不超过12亿元，投资“新能源汽车结构件及三电系统零部件生产基地项目”，在墨西哥瓜纳华托州投资新建新能源汽车结构件及三电系统零部件生产基地，项目达产后将新增新能源汽车结构件175万件、三电系统零部件75万件的年产能。北美地区新能源汽车渗透率仍然较低，据Experian数据，2022年美国新能源汽车渗透率仅有6%左右，产能的持续扩张将助力公司结构件及三电系统零部件产品快速切入北美市场。
- **投资建议：**预计2023-2025年公司归母净利润8.10亿元、10.88亿元、13.30亿元，对应EPS为0.92元、1.23元、1.51元，按2023年5月4日收盘价计算，对应PE为21X、15X、13X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**全球汽车销量不及预期的风险、产能建设进度不及预期的风险、原材料成本及海运费波动的风险等。

## 盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	2591	3206	4265	5663	7523	9378
同比增速(%)	-1%	24%	33%	33%	33%	25%
归母净利润(百万元)	426	310	649	810	1088	1330
同比增速(%)	-3%	-27%	109%	25%	34%	22%
毛利率(%)	30%	26%	28%	30%	30%	30%
每股盈利(元)	0.48	0.35	0.73	0.92	1.23	1.51
ROE(%)	10%	7%	12%	11%	14%	15%
PE(倍)	40	54	26	21	15	13

资料来源：同花顺，东海证券研究所，截至2023年5月4日

## 正文目录

1. 2023Q1 延续同比高增长.....	4
2. 中小件隐形冠军，转型新能源汽车+智能驾驶.....	6
3. 定增投建墨西哥生产基地项目，加码北美市场.....	10
4. 投资建议.....	10
5. 风险提示.....	10

## 图表目录

图 1 2013-2023Q1 公司营收（亿元） .....	4
图 2 2013-2023Q1 公司归母净利润（亿元） .....	4
图 3 2013-2022 公司各项业务收入占比（%） .....	4
图 4 2013-2022 公司内外销收入占比（%） .....	4
图 5 2014-2022 公司汽车类产品产销量（万件） .....	4
图 6 2014-2022 公司工业类产品产销量（万件） .....	4
图 7 2013-2023Q1 公司毛利率（%） .....	5
图 8 2013-2022 公司各项业务毛利率（%） .....	5
图 9 2013 年以来 A00 铝锭现货价格（元/吨） .....	5
图 10 2013 年以来中国出口集装箱运价指数（CCFI） .....	5
图 11 2013-2023Q1 公司期间费用率（%） .....	5
图 12 2013-2023Q1 公司各项期间费用率（%） .....	5
图 13 公司产品类型 .....	6
图 14 2022 公司前五大客户收入占比（%） .....	6
图 15 国内新能源乘用车月度批发销量（万辆） .....	7
图 16 新能源乘用车电驱类型占比（%） .....	7
图 17 2022 年各车企全景环视系统搭载率（%） .....	8
图 18 2022 年上半年国内全景环视系统竞争格局 .....	8
图 19 国内搭载激光雷达车型单月交付量（辆） .....	8
图 20 2022 年全球激光雷达竞争格局 .....	8
图 21 特斯拉一体化压铸前舱、电池包、后底板 .....	9
图 22 特斯拉用于一体化压铸结构件的超大型压铸机 .....	9
表 1 公司宁波、马鞍山新产能规划 .....	7
表 2 国内压铸厂商车身结构件布局 .....	9
附录：三大报表预测值 .....	11

## 1.2023Q1 延续同比高增长

**2023Q1 延续同比高增长。**公司发布 2023 年一季报，单季度实现营收 12.57 亿元，同比+39.19%，归母净利润 1.69 亿元，同比+99.52%，扣非净利润 1.53 亿元，同比+143.71%。同比来看，受益于新能源汽车相关项目的放量，公司收入端延续高速增长；环比来看，2023Q1 营收环比微增，业绩受税收优惠、汇兑、公允价值变动等因素影响有所下降。

图1 2013-2023Q1 公司营收（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图2 2013-2023Q1 公司归母净利润（亿元）



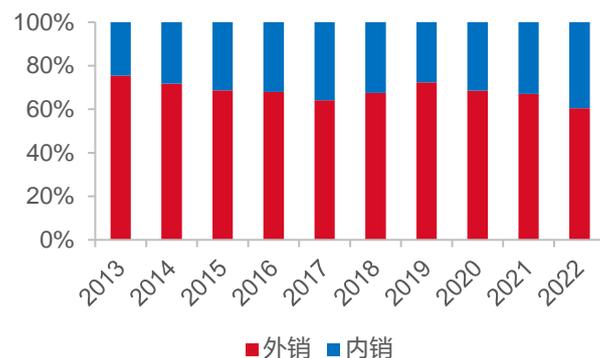
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图3 2013-2022 公司各项业务收入占比 (%)



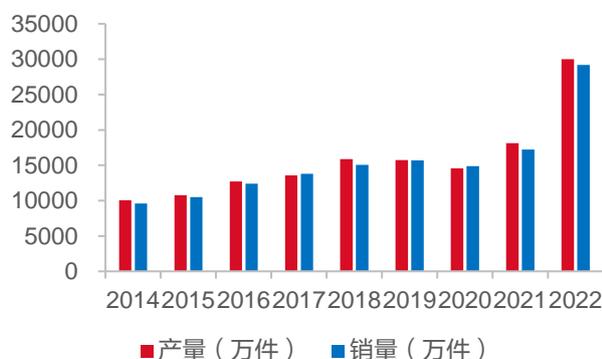
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图4 2013-2022 公司内外销收入占比 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图5 2014-2022 公司汽车类产品产销量 (万件)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

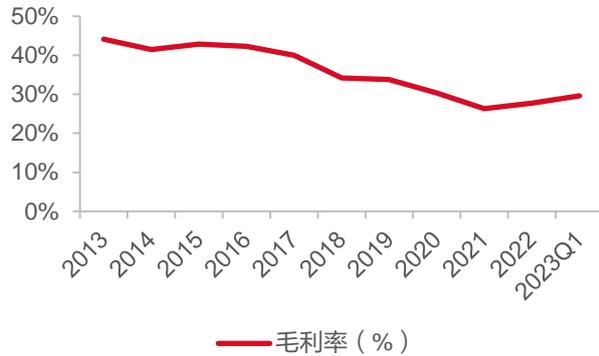
图6 2014-2022 公司工业类产品产销量 (万件)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

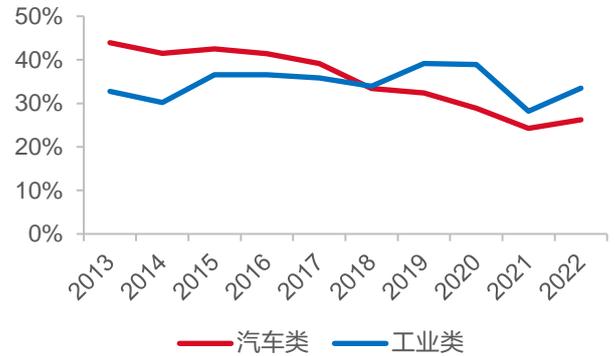
**毛利率同比大幅改善，环比略升。**2023Q1 公司综合毛利率为 29.65%，同比+6.29pct，环比+0.11pct。2021 年下半年至 2022 年上半年公司毛利率受铝价、海运费等影响出现波动，2022 年下半年以来，随着铝价、海运费回落，公司单季度综合毛利率保持在 30%左右。

图7 2013-2023Q1 公司毛利率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图8 2013-2022 公司各项业务毛利率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图9 2013 年以来 A00 铝锭现货价格 (元/吨)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图10 2013 年以来中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

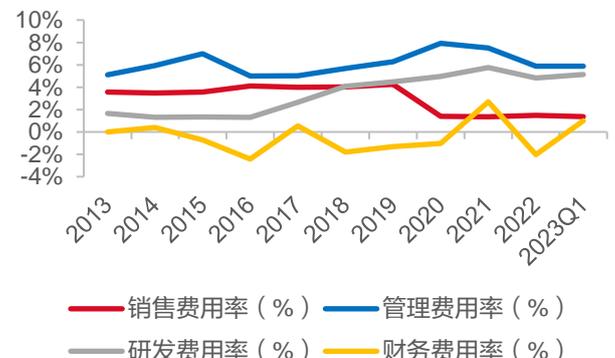
**期间费用率同比小幅下降。**2023Q1 公司期间费用率为 13.38%，同比-0.69pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.37%、5.88%、5.13%、1.00%，同比+0.07pct、-0.80pct、-0.05pct、+0.10pct，受益于管理费用率的小幅下降，期间费用率同比改善；财务费用受到汇兑损失影响有所上升。

图11 2013-2023Q1 公司期间费用率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图12 2013-2023Q1 公司各项期间费用率 (%)



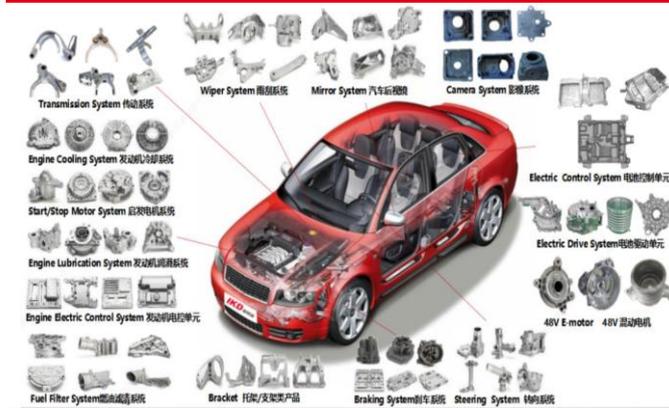
资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 2.中小件隐形冠军，转型新能源汽车+智能驾驶

**铝合金精密压铸件生产商，中小件领域隐形冠军。**公司是国内领先的铝合金精密压铸件生产商，成立以来深耕中小件领域并成为隐形冠军，相关产品覆盖汽车雨刮系统、转向系统、动力系统、制动系统等，产品品种约有 4000 种，2022 年产品销量超过 2 亿件。其中汽车雨刮系统相关产品是公司的优势产品，2016 年雨刮电机壳体的全球市场占有率已达 35% 以上。公司拥有优耐特模具、辛迪自动化、协成工业炉等子公司从事压铸模具、智能制造设备、熔炼及保温炉等工作，并先后推进“机器人”项目、引入 5G 技术、工业互联网、网络安全等新模式，建设智慧工厂，优秀的精益生产能力成为公司的核心竞争力。

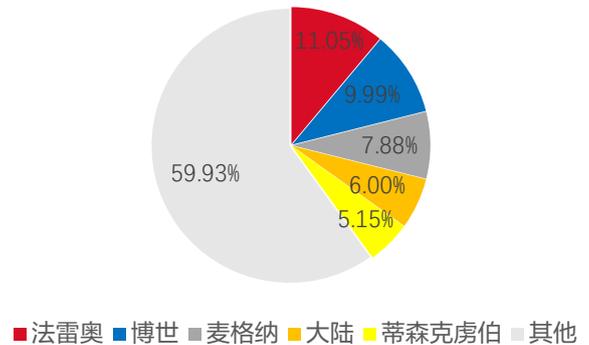
**全球化供货跨国零部件供应商，对核心客户销售收入保持稳步增长。**公司下游客户以跨国零部件供应商为主，成立以来先后拓展法雷奥、哈金森、马勒、博世、耐世特、克诺尔、电产、吉凯恩、大陆等客户并进行全球化供货，产品以外销为主。多年以来，公司对核心客户的销售收入保持增长态势，2014 年至 2022 年，公司对法雷奥的销售收入由 3.92 亿元增长至 4.60 亿元，对博世的销售收入由 0.89 亿元增长至 4.16 亿元，对麦格纳的销售收入由 0.73 亿元增长至 3.28 亿元。

图13 公司产品类型



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图14 2022 公司前五大客户收入占比 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

**顺应行业趋势，转型“新能源汽车+智能驾驶”。**2018 年以来公司在中小件业务的基础上向新能源汽车、智能驾驶等行业确定性发展方向进行战略转型，先后拓展新能源汽车热管理系统、三电系统、视觉系统、结构件等产品类型，产品序列不断丰富。客户维度，公司积极拓展原有跨国零部件生产商客户以及新能源汽车、智能驾驶领域整车厂、零部件供应商客户，新产品定点不断突破。2022 年公司新增博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机、李尔、舍弗勒、博泽、埃贝赫、采埃孚、电产、Stellantis、博格华纳、速腾聚创、汇川技术、邦奇、Behr-Hella、蜂巢易创、海康威视、宁德时代、Canoo、蔚来、理想等新客户或新项目，并进入北美整车厂客户的供应商池。2020-2022 年公司铝合金压铸板块获得的新能源汽车项目寿命期内预计新增销售收入的占比约为 28%、70%、70%，新能源汽车相关项目已成为公司主要的增长点。

**持续推进国内产能建设，提升三电系统、结构件等产品供应能力。**2022 年公司在前期宁波、南昌、柳州、墨西哥等地产能的基础上，宁波、马鞍山等地进一步扩充产能，提高新能源汽车相关产品的供应能力。(1) 宁波：公司前期可转债募投项目“爱柯迪智能制造科技产业园项目”拟新增新能源汽车电池系统单元、电机壳体、车身部件、电控及其他类壳体产能，厂房已于 2022 年 11 月份竣工交付。(2) 马鞍山含山县：公司成立子公司爱柯迪(安徽)新能源技术有限公司并建设“新能源汽车三电系统零部件及汽车结构件智能制造项目”，产品包括新能源汽车电池系统单元、电机壳体、结构件、电控及其他类壳体、智能驾驶系列零件等，今年 3 月一期项目已动工，计划 2024 年下半年竣工。(3) 马鞍山博望区：公司成

立子公司爱柯迪（马鞍山）新能源汽车零部件有限公司并建设“高端汽车零部件智能制造项目”，产品包括光伏逆变器壳体、阀板、前后梁、减震塔壳体、减速器壳体等。

表1 公司宁波、马鞍山新产能规划

地点	项目名称	产品方案	拟购入的压铸生产线
宁波	爱柯迪智能制造科技产业园项目	(1) 新能源汽车电池系统单元: 300 万件	840T-8400T 压铸机共计 45 台
		(2) 新能源汽车电机壳体: 250 万件 (3) 新能源汽车车身部件: 10 万件 (4) 新能源汽车电控及其他类壳体 150 万件	
马鞍山含山县	新能源汽车三电系统零部件及汽车结构件智能制造项目	(1) 新能源汽车电池系统单元: 200 万件	840T-9100T 压铸生产线共计 56 台/套
		(2) 新能源汽车电机壳体: 200 万件 (3) 新能源汽车结构件: 30 万件 (4) 新能源汽车电控及其他类壳体: 100 万件 (5) 智能驾驶系列零件: 1000 万件	
马鞍山博望区	高端汽车零部件智能制造项目	(1) 光伏逆变器壳体: 5 万套	2000T-5000T 压铸机共计 11 套
		(2) 阀板: 20 万套 (3) 前后梁: 5 万套 (4) 电池箱体: 10 万套 (5) 减震塔壳体: 5 万套 (6) 减速器壳体: 10 万套	

资料来源：公司公告、环评报告等，东海证券研究所

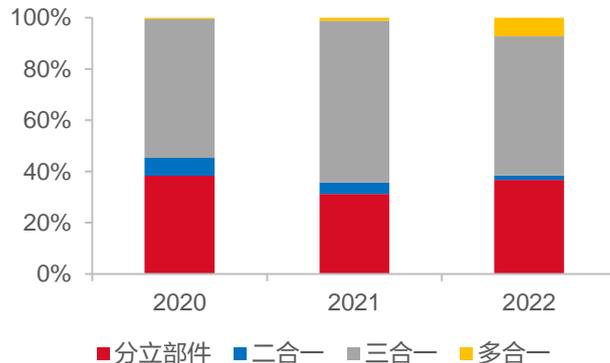
(1) 三电系统：公司三电系统产品包括电池、电驱、电控等壳体，随着新能源汽车渗透率上升，相关产品需求随之提升。电驱壳体方面，电驱历经独立式、二合一、三合一、多合一等发展阶段，目前集成电机、电控、减速器的三合一电驱已广泛应用，并进一步集成DCDC、OBC、PDU、BMS、VCU等，向六合一、七合一、八合一电驱升级，通过减少零部件的数量和线路连接降低重量和减少空间的占用，也使电驱壳体集成了更多功能，工艺更加复杂。电池壳体方面，铝合金的电池壳体可采用型材、钣金、压铸等工艺生产，其中型材拼焊更为常见，但工序复杂、焊缝较多；压铸壳体早期用于电池包尺寸更小的插混车型，随着铸造工艺的优化，也逐步用于纯电车型的电池包。

图15 国内新能源乘用车月度批发销量（万辆）



资料来源：乘联会，东海证券研究所

图16 新能源乘用车电驱类型占比（%）

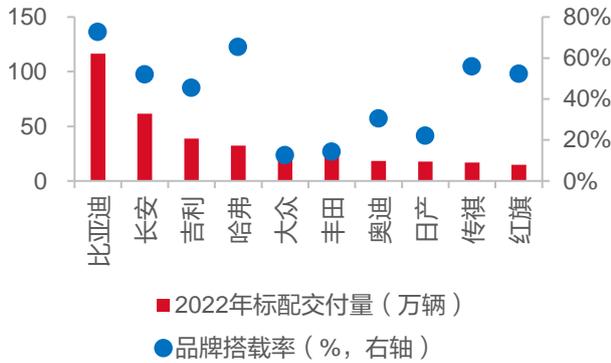


资料来源：NE 时代，东海证券研究所

(2) 智能驾驶：公司智能驾驶系统产品覆盖影像系统、雷达系统、域控系统、中控显示系统、HUD 系统等，法雷奥、速腾聚创、海康威视等主流供应商均为公司客户。汽车智能化程度的提高使相关产品的配置比例不断提升。影像系统方面，倒车影像已逐步成为乘用车的标准配置，并向 360 度全景影像、540 度全景影像/透明底盘灯发展，少数车型已配置车

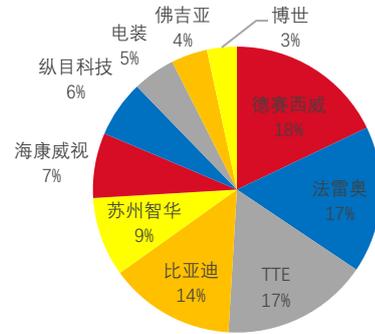
侧盲区影像系统。据高工智能汽车，2022 年国内乘用车前装标配全景环视系统的搭载率达到 30.87%。雷达系统方面，2022 年以来激光雷达车型密集落地，国内蔚来、理想、小鹏、极狐、埃安、阿维塔、高合、哪吒、奥迪、飞凡、智己等品牌均已推出相关车型，尤其蔚来、理想等品牌的畅销使得激光雷达的交付量快速上升。据高工智能汽车，2022 年国内乘用车前装标配搭载激光雷达近 13 万台，预计 2023 年将达到 40-50 万台，2030 年有望达到 300 万台。中控系统方面，智能车机、多屏交互等成为趋势，据高工智能汽车，2022 年上半年智能车机搭载率为 48.71%，其中 16.7% 的智能车机配置座舱域控制器。

图17 2022 年各车企全景环视系统搭载率 (%)



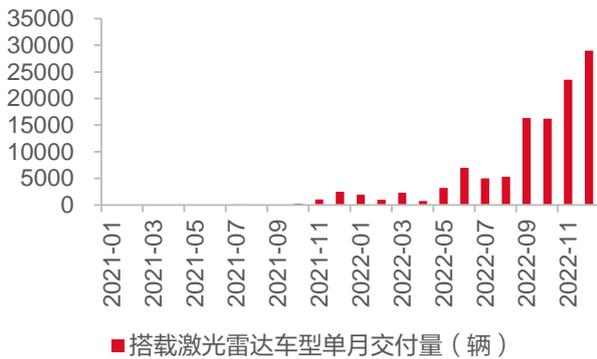
资料来源：高工智能汽车，东海证券研究所

图18 2022 年上半年国内全景环视系统竞争格局



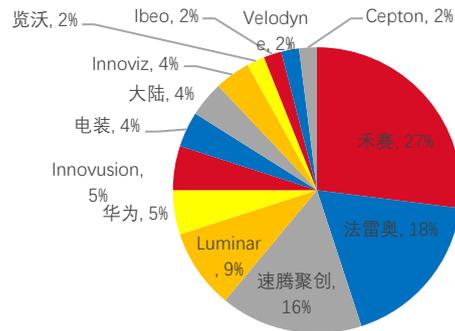
资料来源：高工智能汽车，东海证券研究所

图19 国内搭载激光雷达车型单月交付量 (辆)



资料来源：高工智能汽车，东海证券研究所

图20 2022 年全球激光雷达竞争格局



资料来源：Yole，东海证券研究所

(3) 结构件：公司已在宁波、马鞍山、墨西哥等多地布局车身结构件产能，据环评报告，相关产品包括减震塔、纵梁等。随着高真空压铸工艺和大型压铸机的发展，以及新能源汽车的轻量化要求下，铝压铸车身结构件从早期的奥迪 A6、捷豹 F-TYPE、奔驰 SL、宝马 7 系、Jeep 大切诺基等中高端车型向下渗透，目前相关应用包括下车体的减震塔、纵梁、横梁、轮罩、扭力盒，上车体的车身柱、侧围等，其中铝压铸结构件在下车体领域的应用相对广泛，在上车体领域的应用也逐步增加。与原有的钢制件先成形再焊接的传统生产工艺相比，铝压铸结构件可以显著减少零件数量，减少大量焊接和涂胶等中间环节，并提升结构件的扭转刚度。近年来国内外压铸厂商相继布局车身结构件，减震塔、纵梁是集中布局的领域。

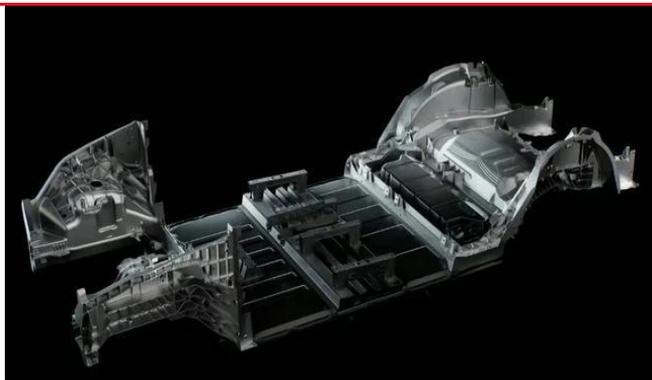
表2 国内压铸厂商车身结构件布局

公司名称	车身结构件产品
爱柯迪	减震塔、纵梁
广东鸿图	横梁、侧梁、左右纵梁、纵梁内板加强板、减震塔
文灿股份	车门框架、前后梁及侧梁、扭力盒、扭力盒支架、A柱、D柱
拓普集团	减震塔、扭力梁、纵梁、B柱、D柱、轮罩
重庆渝江	减震塔、纵梁
亚德林	减震塔
华朔科技	减震塔
鸿特精密	减震塔
华域皮尔博格	减震塔、纵梁
乔治费歇尔	减震塔

资料来源：相关公司公告、网站、环评报告等，东海证券研究所

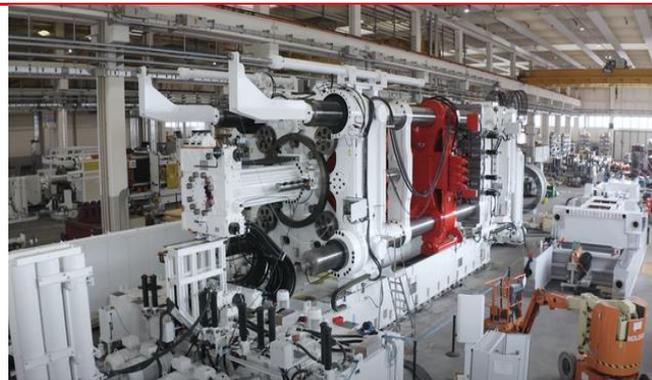
(4) 一体化压铸：公司具备一体化压铸后底板等产能布局，据环评报告，公司智能制造科技产业园项目规划后底板等新能源汽车车身部件产能 10 万件，拟购入的压铸生产线中包括 2 台 8400T 压铸机。2020 年特斯拉首次公布一体化压铸方案，按照规划，特斯拉车型的下车身将由一体化压铸的前舱、后底板、电池包三部分组成，可减少 370 个部件，并使质量下降 10%、续航增加 14%、成本下降 7%。一体化压铸以压铸+机加工替代了传统造车工艺的冲压+焊接，使车身的生产成本大幅降低。2020 年起一体化压铸后底板先后用于特斯拉加州、上海工厂生产的 Model Y 和加州工厂生产的 Model S；2021 年下半年，柏林、得州工厂进入试生产阶段，生产的 Model Y 同时采用了一体化压铸的前舱和后底板。继特斯拉之后，高合、蔚来、极氪、小鹏、问界等国内新势力，长城、长安、一汽、上汽、江淮等传统车企，以及大众、奔驰、沃尔沃等海外车型集中布局一体化压铸领域，一体化压铸前舱、后底板逐步实现在量产车型中的配套，具备广阔的发展空间。

图21 特斯拉一体化压铸前舱、电池包、后底板



资料来源：特斯拉，东海证券研究所

图22 特斯拉用于一体化压铸结构件的超大型压铸机



资料来源：意德拉，东海证券研究所

### 3.定增投建墨西哥生产基地项目，加码北美市场

**拟定增投资墨西哥生产基地项目，建设结构件、三电系统产能。**近期公司发布定增预案，拟募资不超过 12 亿元，投资“新能源汽车结构件及三电系统零部件生产基地项目”，在墨西哥瓜纳华托州投资新建新能源汽车结构件及三电系统零部件生产基地，项目达产后将新增新能源汽车结构件 175 万件、三电系统零部件 75 万件的年产能。

**持续加码北美市场。**公司在墨西哥已有多年的布局，2014 年公司在墨西哥成立子公司 IKD Mexico 并在 2016 年实现量产，增强对博世等大客户的快速响应能力；2020 年公司在墨西哥购置土地建设北美生产基地，一期工厂今年一季度完成设备搬迁，二季度投入使用。2022 年 6 月，公司在马来西亚设立子公司 IKD (MALAYSIA) SDN.BHD，拓展铝合金原料供应渠道并规划压铸车间和配套的加工车间，用于直接出口美国的汽车铝合金零件生产。北美地区新能源汽车渗透率仍然较低，据 Experian 数据，2022 年美国新能源汽车渗透率仅有 6% 左右，产能的持续扩张将助力公司结构件及三电系统零部件产品快速切入北美市场。

### 4.投资建议

预计 2023-2025 年公司归母净利润 8.10 亿元、10.88 亿元、13.30 亿元，对应 EPS 为 0.92 元、1.23 元、1.51 元，按 2023 年 5 月 4 日收盘价计算，对应 PE 为 21X、15X、13X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 5.风险提示

**全球汽车销量不及预期的风险。**公司中小件产品面向全球市场供货，并在海外市场持续拓展结构件、三电系统等新兴领域，如全球汽车销量不及预期，或将影响公司产品需求。

**产能建设进度不及预期的风险。**公司在国内外多地投建新产能布局新能源汽车相关产品，或存在产能建设进度不及预期的风险。

**原材料成本及海运费波动的风险。**公司作为铝合金压铸件供应商，原材料成本占比较高，同时公司海外收入占比较高，如原材料成本、海运费出现较大波动，将影响公司盈利水平。

## 附录：三大报表预测值

## 资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,514	1,655	1,505	1,876
应收票据及账款	1,398	1,730	2,298	2,865
预付账款	90	62	83	103
其他应收款	66	75	100	125
存货	862	1,134	1,510	1,886
其他流动资产	278	430	572	713
<b>流动资产总计</b>	<b>5,207</b>	<b>5,087</b>	<b>6,068</b>	<b>7,567</b>
长期股权投资	8	9	9	9
固定资产	2,743	3,685	4,231	4,680
在建工程	243	218	194	170
无形资产	441	451	528	571
长期待摊费用	327	164	-	-
其他非流动资产	954	1,054	1,054	1,054
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,717</b>	<b>5,581</b>	<b>6,016</b>	<b>6,484</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,924</b>	<b>10,668</b>	<b>12,083</b>	<b>14,051</b>
短期借款	1,290	-	313	1,015
应付票据及账款	586	783	1,043	1,302
其他流动负债	223	308	409	508
<b>流动负债合计</b>	<b>2,100</b>	<b>1,092</b>	<b>1,765</b>	<b>2,825</b>
长期借款	1,488	1,488	1,488	1,488
其他非流动负债	722	722	722	722
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,210</b>	<b>2,210</b>	<b>2,210</b>	<b>2,210</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,310</b>	<b>3,301</b>	<b>3,974</b>	<b>5,035</b>
股本	883	961	961	961
资本公积	2,168	3,291	3,291	3,291
留存收益	2,362	2,885	3,588	4,447
归属母公司权益	5,413	7,137	7,839	8,698
少数股东权益	201	230	270	318
<b>股东权益合计</b>	<b>5,615</b>	<b>7,367</b>	<b>8,109</b>	<b>9,016</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>9,924</b>	<b>10,668</b>	<b>12,083</b>	<b>14,051</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	674	777	1,065	1,316
折旧与摊销	503	636	766	732
财务费用	-87	93	73	95
其他经营资金	-459	-425	-740	-738
<b>经营性现金净流量</b>	<b>632</b>	<b>1,081</b>	<b>1,164</b>	<b>1,405</b>
投资性现金净流量	-1,620	-1,469	-1,169	-1,169
筹资性现金净流量	2,082	-470	-146	136
<b>现金流量净额</b>	<b>1,180</b>	<b>-859</b>	<b>-151</b>	<b>371</b>

## 利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,265	5,663	7,523	9,378
营业成本	3,081	3,947	5,258	6,564
营业税金及附加	29	40	53	66
销售费用	64	85	113	141
管理费用	251	334	444	553
研发费用	205	283	376	469
财务费用	-87	93	73	95
其他经营损益	-0	-0	-0	-0
投资收益	24	37	37	37
公允价值变动损益	-4	-	-	-
营业利润	741	915	1,232	1,508
其他非经营损益	1	8	8	8
利润总额	742	924	1,241	1,517
所得税	68	84	113	139
净利润	674	839	1,127	1,378
少数股东损益	25	29	39	48
归属母公司股东净利润	649	810	1,088	1,330
EBITDA	1,158	1,653	2,080	2,344
NPOLAT	597	916	1,186	1,457
EPS(元)	0.73	0.92	1.23	1.51

## 主要财务比率

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收益率	17%	16%	16%	16%
EBIT增长率	51%	55%	29%	23%
EBITDA增长率	43%	43%	26%	13%
净利润增长率	109%	25%	34%	22%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	28%	30%	30%	30%
净利率	16%	15%	15%	15%
ROE	12%	11%	14%	15%
ROA	7%	8%	9%	9%
ROIC				
<b>估值倍数</b>				
P/E	26	21	15	13
P/S	4	3	2	2
P/B	3	2	2	2
股息率	0%	2%	2%	3%
EV/EBIT	27	18	14	12
EV/EBITDA	15	11	9	8
EV/NOPLAT	29	20	16	13

资料来源：同花顺，东海证券研究所，截至 2023 年 5 月 4 日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089