

短期价格承压, 产能爬坡+VR长期向好

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年全年实现营业收入 21.7 亿元, 同比减少 5.7%; 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比减少 38.8%; 实现扣非后归母净利润 1.7 亿元, 同比减少 44.5%。
- **下游需求减弱导致收入和利润承压, 公司坚持加大研发投入。2022 年: 1) 营收端:** 公司主营业务实现收入 21.7 亿元, 其中 TFT 偏光片/黑白偏光片/其他业务分别实现收入 20.3/1.2/0.2 亿元, 分别同比-7.5%/+17.0%/+172.5%。2) **利润端:** 公司毛利率/净利率分别为 21.4%/9.8%, 分别同比-3.6pp/-5.6pp, 其中 TFT 偏光片和黑白偏光片毛利率分别为 19.9%/44.4%, 公司 TFT 偏光片毛利率下滑主要系需求变弱导致龙岗新线产能利用率较低、生产成本较高所致。3) **费用端:** 公司销售/管理/研发费用率分别为 0.7%/3.3%/6.0%, 分别同比-0.03pp/+0.3pp/+1.5pp, 公司持续加大研发投入, 2022 年研发费用为 1.3 亿元, 同比增长 26.1%。
- **面板行业进入上行周期, 公司产能释放加速, 产线结构灵活有利于迎接下游面板厂商不同需求; 黄冈 2520mm 超宽幅产线处于推进和接洽中。** 公司 22 年起产能迎来释放期: 龙岗线于 22H2 完成爬坡; 莆田线于 23Q1 进入爬坡; 合肥二期拟于 23H2 投产, 建成达产后将新增 3000 万平方米 TFT 偏光片产能。随着新增产线良率和产能利用率的提升, 公司实际偏光片出货面积将加速提升。我们测算 2025 年, 公司总产能预计将超过 1.5 亿平方米, 对应 23/24/25 年公司设计产能面积增速约为 16%/38%/44%。公司 TFT 偏光片可用于 TV、IT、手机和车载领域, 结构灵活, 可根据不同下游需求调整, 有在下行周期较好抵御单一下游需求波动、以及在上行周期灵活调整以提升产值的能力。公司 22 年年报公告与黄冈市政府合作投资 100 亿用于建设 2520mm 幅宽及 1720mm 幅宽的显示器用偏光片, 有望在未来在已规划产能稳定生产情况下, 进一步提升市占率。
- **公司率先开发并量产 VR Pancake 折叠光路方案光学膜, 持续优化升级方案, 已形成较高技术壁垒。** 公司抢先在 VR 领域布局 Pancake 折叠光路方案的必要光学膜, 为大陆首家具有该产品量产能力的厂商。公司在定制化光学膜设计、多层光学膜精密贴合、极小尺寸高精度裁切加工等方向持续打磨迭代、积累经验、提升良率, 已形成较高技术壁垒。公司仍在接触更多客户, 有望未来导入 PICO 以外的更多海内外客户, 为公司培育出新的收入及利润增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 23-25 年归母净利润分别为 3.6/5.4/8.5 亿元, 未来三年归母净利润将保持 60% 的复合增长率。考虑到面板行业价格与需求进入上行周期后将对于上游供应商有较好的利润传导、公司未来偏光片产线的产能扩张带来的规模效应、以及 VR 业务带来的估值弹性, 我们给予公司 2023 年 28 倍 PE, 对应目标价 58.24 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 偏光片产能爬坡不及预期风险; 下游需求不及预期风险; 国内竞争加剧风险; 日元兑人民币汇率波动风险; VR 业务拓展不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2173.52	3071.63	4491.45	6239.16
增长率	-5.66%	41.32%	46.22%	38.91%
归属母公司净利润(百万元)	206.42	362.06	536.76	847.20
增长率	-38.84%	75.40%	48.25%	57.84%
每股收益 EPS(元)	1.19	2.08	3.09	4.87
净资产收益率 ROE	9.10%	13.97%	17.55%	22.29%
PE	40	23	15	10
PB	3.54	3.11	2.65	2.14

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.74
流通 A 股(亿股)	1.49
52 周内股价区间(元)	24.6-70.2
总市值(亿元)	82.37
总资产(亿元)	38.68
每股净资产(元)	12.18

相关研究

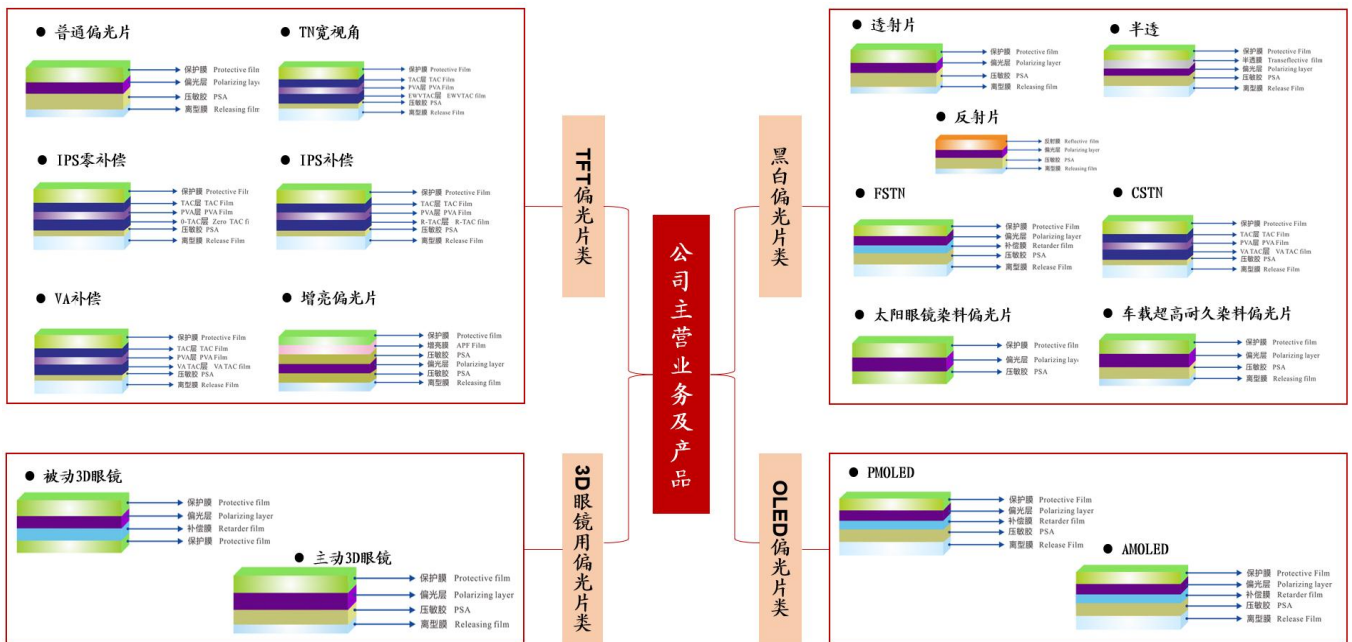
1. 三利谱(002876): 国产偏光片龙头业绩高增, 产能即将加速爬坡 (2022-03-18)

1 即将迎来主业产能释放期，VR 业务静待行业腾飞

三利谱主要从事偏光片产品的研发、生产和销售。公司成立于 2007 年，于 2017 年 5 月在深交所中小板正式挂牌上市，代码 002876。公司始于深圳光明区，其 TFT 偏光片合作商包括京东方、华星光电、天马等液晶面板龙头以及合力泰、帝晶、同兴达等大型 LCM 模组厂。公司十多年来坚持自主创新、深耕 TFT 偏光片、黑白偏光片（TN、STN、染料系列系列）、3D 眼镜用偏光片和 OLED 偏光片四大类别，满足了客户高中低不同层次的要求。其产品凭借公司研、产、销一体的运营结构为中国本土企业打破了偏光片长期由日本、韩国和中国台湾企业垄断的局面。

公司于 2007 年建成国内首条宽幅（1330mm）TFT 偏光片中后工序生产线，为之后的发展打下了坚实的基础。公司于 2009 年在福建莆田建立 2 号工厂，建成窄幅（650mm）黑白偏光片全制程生产线，其主要客户包括合力泰、宇顺、天马等知名企业。公司后于 2011 年在深圳建成国内首条宽幅（1490mm）TFT 偏光片全制程生产线。接下来的几年公司陆续在深圳和合肥建立了三个工厂，为（1330mm）和（1490mm）TFT 偏光片增加了约 3100 万平米的产能。在国家政策利好和国产替代趋势的双背景下，作为国产偏光片龙头，三利谱 22 年起产能迎来释放期：龙岗线于 22H2 完成爬坡；莆田线于 23Q1 进入爬坡；合肥二期拟于 23H2 投产，建成达产后将新增 3000 万平方米 TFT 偏光片产能。公司 22 年年报披露与黄冈市政府合作投资 100 亿用于建设 2520mm 幅宽及 1720mm 幅宽的显示器用偏光片，有望在未来在已规划产能稳定生产情况下，进一步提升市占率。

图 1：公司主营业务及产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

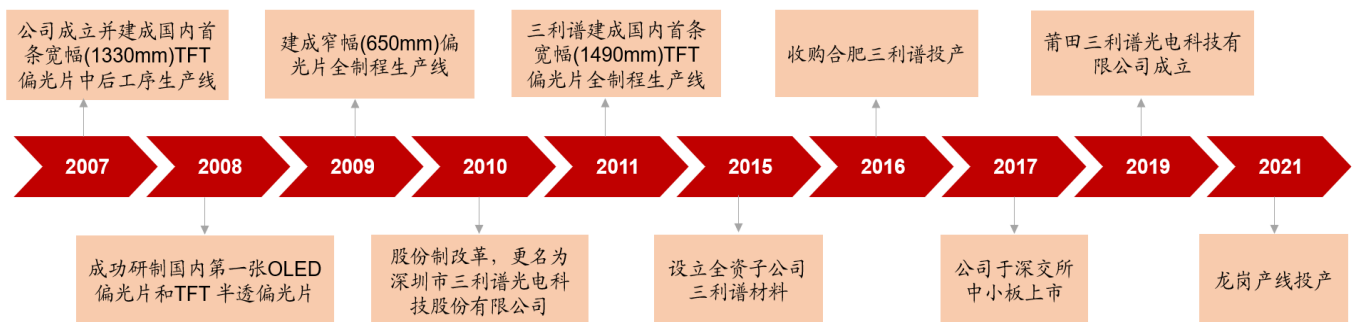
回顾公司发展历程，主要分为 3 个阶段：

1) **中小尺寸黑白偏光片主导阶段（2007-2010）**：2007 年公司建成国内首条宽幅（1330mm）TFT 偏光片中后工序生产线，2008 年成为国内少数几家具有量产能力的厂家之一，2009 年建成窄幅（650mm）偏光片全制程生产线。该阶段公司业务和产品主要以黑白偏光片类为主，主要客户有天马集团、合力泰及宇顺集团等企业。

2) **彩色产品崛起阶段（2011-2017）**：2011 年公司建成国内首条宽幅（1490mm）TFT 偏光片全制程生产线，光明 3 期产线投产，打破 TFT 偏光片的海外垄断；2015 年设立全资子公司三利谱材料；2016 年收购合肥三利谱，合肥 4 号线投产。该阶段公司彩色产品持续发力，推动公司高速发展，行业地位显著提升，客户覆盖合力泰、同兴达等模组厂商以及天马、京东方等液晶面板厂商。

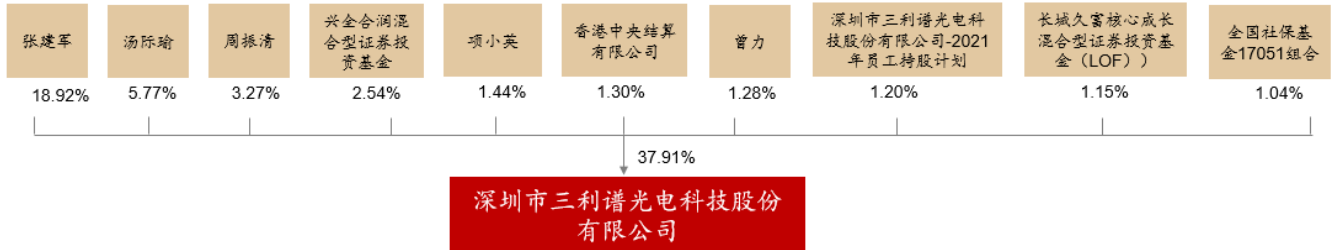
3) **中大尺寸拓展阶段（2018-现在）**：公司中大尺寸 TV 偏光片于 2017 年研发成功后，于 2018 年尝试量产并陆续通过客户认证，打开中大尺寸 TV 偏光片领域。且近年来受益于下游旺盛需求及国产替代诉求，公司产能持续放量，产品结构不断优化，目前公司已全面覆盖大中小尺寸全偏光片，成为国内偏光片龙头企业。

图 2：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

股权结构相对稳定，核心员工积累多年产业经验，有利于公司长期稳定发展。三利谱实际控制人张建军先生为公司创始人，也始终是最大股东，截至 2022 年年报，持股比例为 18.92%。张建军先生在创立三利谱前已是行业资深专家，长期参与着国内面板及偏光片行业的工作，并参与制定了行业的国家标准：GB/T4619-1996《液晶显示器件的测试方法》。自 2007 年创立三利谱以来，张建军先生带领团队克服重重技术难关，于 2008 年成功制作出了国内第一张 OLED 偏光片和第一张 TFT 半透偏光片，于 2011 年荣获“2010 年度中国光电显示行业杰出贡献奖”，多年来带领团队稳步发展，最终将三利谱打造成了国内偏光片行业的龙头企业，也打破了日本、韩国和中国台湾对该行业多年的垄断。张建军先生所带领的公司管理层能力均衡，具有法律、会计的专业背景以及京东方、深天马等下游面板厂的技术背景，多年来的积累对于公司与下游客户的合作和技术开发方面的落实有很大的帮助。多名管理人员跟随公司多年，在公司基层人员的管理和项目落地方面拥有非常深厚的经验，亦有利于公司长期稳定发展。

图 3：公司股权结构


数据来源：天眼查，公司公告，西南证券整理（截至2022 年年报）

公司子公司较多，均从事光电相关。三利谱共有 5 家子公司——莆田三利谱光电科技有限公司、深圳市三利谱光电技术有限公司、深圳市三利谱光电材料有限公司、合肥三利谱光电材料有限公司、合肥三利谱光电科技有限公司。

表 1：公司主要子公司 2022 年财务数据及主营业务

子公司	总资产 (百万元)	净资产 (百万元)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	主营业务
莆田三利谱光电科技有限公司	185.3	20.9	105.1	19.0	生产偏光片
深圳市三利谱光电技术有限公司	628.4	69.6	660.3	25.7	生产偏光片
深圳市三利谱光电材料有限公司	303.9	3.5	44.2	7.1	生产偏光片
合肥三利谱光电材料有限公司	60.6	50.0	2.5	0.1	生产偏光片
合肥三利谱光电科技有限公司	2051.9	613.1	1256.2	130.7	生产偏光片

数据来源：公司公告，西南证券整理

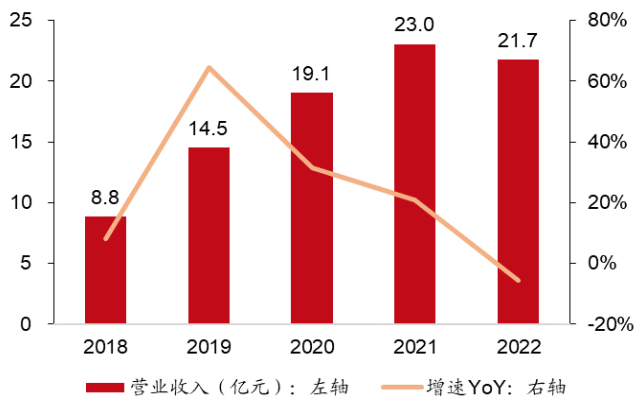
公司产品应用领域多元，下游客户稳定。TFT 系列方面，应用领域主要有手机、NB、平板、液晶电视和车载显示，代表客户包括手机模组厂商同兴达、合力泰，面板厂商京东方、华星光电、惠科、深天马，此外，车载用偏光片已通过信利和京东方等认证，该方向是公司重点关注领域，未来有望加速成长。黑白系列方面，应用领域主要包括计算器、电子手表、MP3、太阳镜、3D 眼镜等，主要客户有合力泰、宇顺电子、深天马等，终端市场需求稳定。

表 2：公司下游应用及终端客户

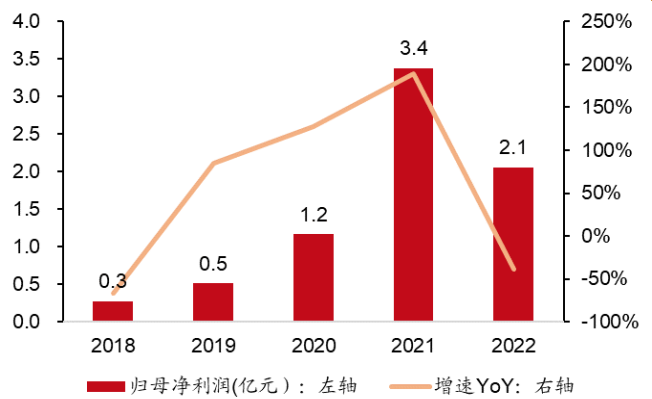
应用品类	主打产品系列	应用领域	终端客户
TFT 系列	普通偏光片、IPS 补偿、增亮偏光片等	手机	手机模组厂商：同兴达、合力泰等
		NB、PAD、TV	面板厂商：京东方、华星光电、惠科、深天马等
		车载	已通过信利和京东方等客户认证
OLED 系列	PMOLED、AMOLED	折叠屏手机、OLED 电视等	华为；目前 LCD 手机客户为潜在客户
3D 眼镜系列	被动/主动 3D 眼镜	3D 眼镜	—
黑白系列	透射片、FSTN、车载超高耐久染料偏光等	计算器、电子手表、太阳镜、车载及耐高温的户外设备等	合力泰、宇顺、天马等

数据来源：公司公告，西南证券整理

2022 年公司收入和利润承压。2022 年，公司实现营业收入 21.7 亿元，同比下滑 5.7%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比下滑 38.8%。**公司营业收入下降，主要系由于：**1) 2022 年，在地缘政治风险频发、全球通胀等影响下，全球经济增长乏力，消费持续疲软，终端消费类电子产品出货量出现整体下滑，造成下游面板厂和模组厂对偏光片需求下降，公司 TFT 产品销售收入出现一定程度下降。2) 受需求不足及行业竞争加剧影响，TV 等产品销售单价出现了一定的下降。**公司归母净利润下滑，主要系由于：**1) 龙岗厂新投产，产能利用率短期内未达正常水平，生产成本较高，导致 TFT 偏光片毛利率下滑。2) 公司进口材料占原材料比重较高，人民币兑美元汇率贬值，导致汇兑收益较去年同期减少 3175.6 万元。3) 公司进一步加大研发投入，研发费用较去年同期增加 26911 万元。4) 员工持股计划计提股份支付费用 1632.7 万元。2023 年，随着面板行业价格和需求回暖，叠加公司产能在全球产能份额的提升，我们预计公司主业的销售额将迎来较好修复。毛利率短期内或面临下游面板客户的压力，但长期随着龙岗和莆田产线的产能利用率提升、以及产能结构优化，我们预计毛利率与净利率长期向好。

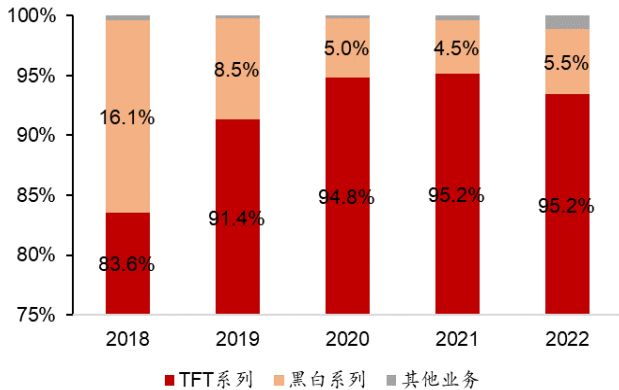
图 4：2018-2022 年公司营业收入及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

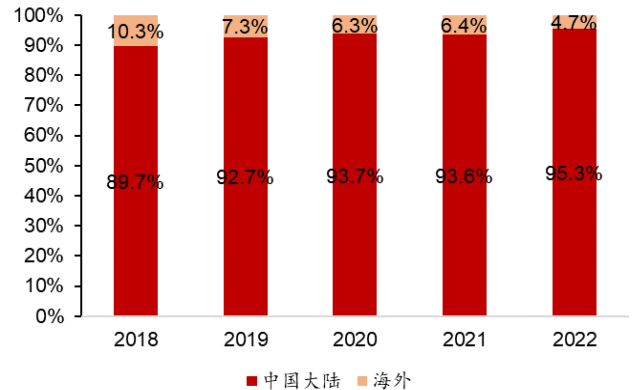
图 5：2018-2022 年公司归母净利润及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

整体营收结构来看，公司主攻中国大陆市场，以 TFT 系列偏光片业务为主，以黑白系列为辅。业务营收方面，2018-2021 年，公司 TFT 系列营收持续攀升，由 7.4 亿增长至 21.9 亿元；2022 年由于消费市场需求疲软以及平均销售单价下滑等原因，TFT 系列收入同比下滑 7.4%。黑白系列业务由于产能较为稳定，波动较小。营收占比方面，2018-2022 年，TFT 系列营收占比由 83.6%提高至 93.3%。按地区来看，中国大陆为公司偏光片主销售地区，占公司收入九成以上。

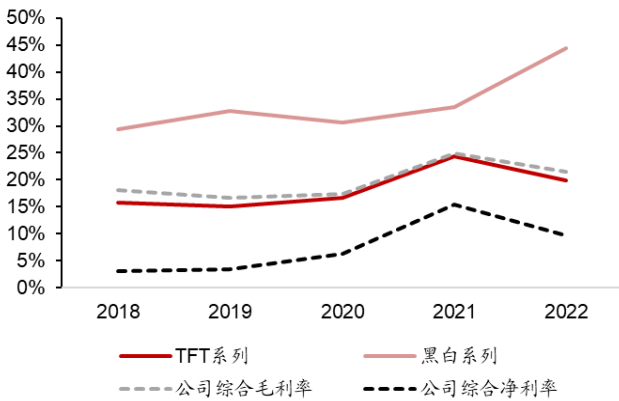
图 6：2018-2022 年公司营收结构（按产品）


数据来源：Wind, 西南证券整理

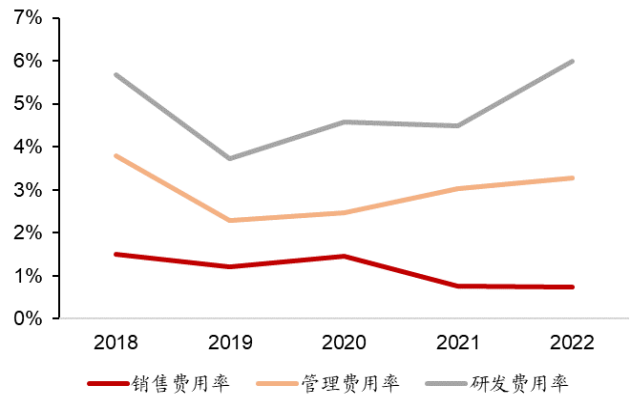
图 7：2018-2022 年公司营收结构（按地区）


数据来源：Wind, 西南证券整理

盈利承压，研发费用持续投入。（1）**利润率方面**：2022 年，公司综合毛利率为 21.4%，同比下滑 3.6pp；综合净利率为 9.8%，同比下滑 5.6pp。主营业务拆分来看，TFT 系列/黑白系列毛利率分别为 19.9%/44.4%，分别同比-4.5pp/+10.9pp。（2）**费用率方面**：公司销售/管理/研发费用率分别为 0.7%/3.3%/6.0%，分别同比-0.03pp/+0.3pp/+1.5pp。公司销售费用率控制较好，销售费用同比下滑 10.2%，主要系销售奖金减少所致；研发费用率提升明显，主要系由于公司加大研发投入，2022 年研发费用为 1.3 亿元，同比增长 26.1%。此外，公司 2022 年财务费用为 2901.9 万元，同比增加 6368.9%，主要系汇兑损益减少所致。

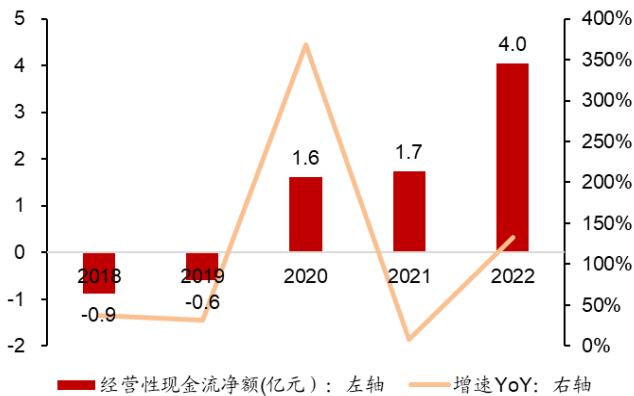
图 8：2018-2022 年公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

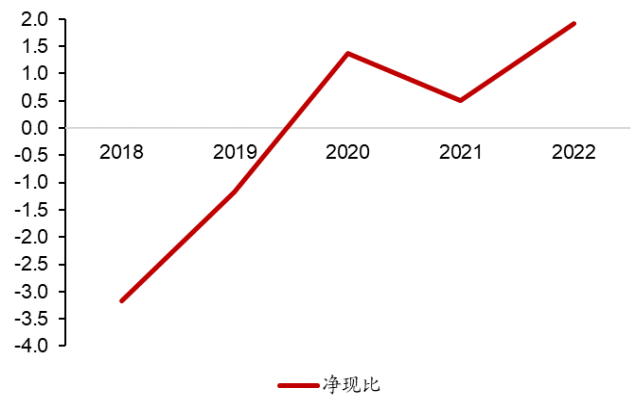
图 9：2018-2022 年公司费用率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

经营性现金流净额逐年抬升。（1）**经营活动现金流**：2022 年，公司经营性现金流净额为 4.0 亿元，同比增长 133.2%，主要系 2021 年海关保证金在本期收回 1.3 亿元及本期增值税留抵退税 5423.8 万元所致。（2）**净现比**：2022 年，公司净现比为 1.9，2018-2022 年，公司净现比呈现提升态势。

图 10：2018-2022 年公司经营活动现金流情况及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：2018-2022 年公司净现比情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司产能结构根据下游客户需求动态调整，假设光明线生产手机偏光片，莆田线用 IT 爬坡并逐年提升车载份额，合肥一期二期主要为 TV 产能，龙岗线在 IT 和 TV 灵活调整。根据我们的测算，公司设计产能面积 23/24/25 年分别约为 6880/11670/15170 万平方米，对应增速约为 16%/38%/44%。假设未来 3 年，公司整体稼动率均维持在约 85% 的位置。

假设 2：由于公司下游面板厂商客户利润承压且其议价权较高，且随着公司出货面积提升，预计公司 TFT 偏光片 ASP 在 2023 年将承压。2024 年起，公司高附加值的车载偏光片和 IT 偏光片的占比提升对于公司 ASP 则有积极影响。由于公司积极导入国产材料供应商，成本端预计将得到优化。预计 TFT 偏光片毛利率在 23/24/25 年将分别为 20%/21%/23%。

假设 3：公司其他业务主要为 VR 业务，公司在 VR 方面持续推进和迭代，预计未来将导入更多客户。我们预计公司 VR 价格不变，出货量在 23/24/25 年将分别达到 200/240/300 万套。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
TFT 系列	收入	2028.8	2723.6	4095.5	5771.2
	增速	-7.5%	34.3%	50.4%	40.9%
	毛利率	19.9%	20.0%	21.0%	23.0%
黑白系列	收入	120.1	108.0	108.0	108.0
	增速	17.0%	-10.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	44.4%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务	收入	24.7	240.0	288.0	360.0

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	172.5%	871.6%	20.0%	25.0%
	毛利率	31.2%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	2173.5	3071.6	4491.5	6239.2
	增速	-5.7%	41.3%	46.2%	38.9%
	毛利率	21.4%	22.7%	23.0%	24.6%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业内两家主流可比公司，分别是杉杉股份和京东方 A，2023 年两家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 22 倍，2024 年两家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 14 倍。

我们预计 2023-2025 年，公司的 EPS 分别为 2.08 元、3.09 元、4.87 元，未来三年归母净利润的复合增长率将有望达到 60% 以上。考虑到面板行业价格与需求进入上行周期后将对于上游供应商有较好的利润传导、公司未来偏光片产线的产能扩张带来的规模效应、以及 VR 业务带来的估值弹性，我们给予公司 2023 年 28 倍 PE，对应目标价 58.24 元。维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E
600884.SH	杉杉股份	17.23	1.78	1.23	1.28	1.60	10	14	13	11
000725.SZ	京东方 A	4.44	1.95	0.29	0.14	0.25	2	15	31	18
平均值							6	15	22	14
002876.SZ	三利谱	47.37	10.92	1.19	2.08	3.09	4	40	23	15

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截至 2023.3.31 收盘）

3 风险提示

- 1) 偏光片产能爬坡不及预期风险；
- 2) 下游需求不及预期风险；
- 3) 国内竞争加剧风险；
- 4) 日元兑人民币汇率波动风险；
- 5) VR 业务拓展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2173.52	3071.63	4491.45	6239.16	净利润	212.37	372.49	552.22	871.60
营业成本	1707.93	2375.70	3458.61	4706.59	折旧与摊销	106.37	93.76	110.38	130.33
营业税金及附加	8.07	14.75	22.42	29.76	财务费用	29.02	7.91	-1.35	-15.37
销售费用	15.78	26.42	35.90	50.38	资产减值损失	-23.40	0.00	0.00	0.00
管理费用	71.23	245.73	381.77	530.33	经营营运资本变动	42.53	-497.11	-673.85	-808.25
财务费用	29.02	7.91	-1.35	-15.37	其他	37.37	27.87	9.45	28.31
资产减值损失	-23.40	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	404.25	4.91	-3.15	206.63
投资收益	-3.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-130.29	-190.00	-225.00	-260.00
公允价值变动损益	1.66	0.96	1.08	1.15	其他	-80.43	0.96	1.08	1.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-210.72	-189.04	-223.92	-258.85
营业利润	235.60	402.07	595.17	938.63	短期借款	-154.00	204.88	440.12	318.97
其他非经营损益	3.78	-1.55	-1.39	-1.43	长期借款	-40.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	239.38	400.52	593.78	937.20	股权融资	-45.83	0.00	0.00	0.00
所得税	27.01	28.04	41.56	65.60	支付股利	-51.54	-41.28	-72.41	-107.35
净利润	212.37	372.49	552.22	871.60	其他	-1.85	-107.36	1.35	15.37
少数股东损益	5.94	10.43	15.46	24.40	筹资活动现金流净额	-293.38	56.24	369.05	227.00
归属母公司股东净利润	206.42	362.06	536.76	847.20	现金流量净额	-92.29	-127.89	141.98	174.77
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	435.05	307.16	449.15	623.92	成长能力				
应收和预付款项	630.33	1028.84	1482.98	2026.50	销售收入增长率	-5.66%	41.32%	46.22%	38.91%
存货	587.68	806.19	1188.06	1614.72	营业利润增长率	-36.37%	70.66%	48.03%	57.71%
其他流动资产	518.53	556.19	646.10	756.79	净利润增长率	-39.97%	75.40%	48.25%	57.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-17.07%	35.78%	39.80%	49.61%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1424.89	1404.50	1384.11	1363.72	毛利率	21.42%	22.66%	23.00%	24.56%
无形资产和开发支出	69.74	188.60	325.85	478.14	三费率	5.34%	9.12%	9.27%	9.06%
其他非流动资产	126.52	124.28	122.04	119.80	净利率	9.77%	12.13%	12.29%	13.97%
资产总计	3792.73	4415.76	5598.28	6983.59	ROE	9.10%	13.97%	17.55%	22.29%
短期借款	768.26	973.14	1413.26	1732.23	ROA	5.60%	8.44%	9.86%	12.48%
应付和预收款项	370.34	549.91	793.76	1074.25	ROIC	9.21%	13.00%	14.83%	18.17%
长期借款	86.10	86.10	86.10	86.10	EBITDA/销售收入	17.07%	16.40%	15.68%	16.89%
其他负债	233.17	140.56	159.30	180.90	营运能力				
负债合计	1457.88	1749.71	2452.43	3073.49	总资产周转率	0.57	0.75	0.90	0.99
股本	173.88	173.88	173.88	173.88	固定资产周转率	2.02	2.85	4.47	6.67
资本公积	1089.11	1089.11	1089.11	1089.11	应收账款周转率	3.20	3.94	3.91	3.87
留存收益	1062.85	1383.62	1847.97	2587.81	存货周转率	3.09	3.38	3.45	3.35
归属母公司股东权益	2325.84	2646.61	3110.96	3850.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.80%	—	—	—
少数股东权益	9.01	19.44	34.90	59.30	资本结构				
股东权益合计	2334.85	2666.05	3145.86	3910.10	资产负债率	38.44%	39.62%	43.81%	44.01%
负债和股东权益合计	3792.73	4415.76	5598.28	6983.59	带息债务/总负债	58.60%	60.54%	61.14%	59.16%
					流动比率	1.71	1.73	1.66	1.74
					速动比率	1.24	1.21	1.14	1.18
					股利支付率	24.97%	11.40%	13.49%	12.67%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	370.98	503.74	704.21	1053.59	每股收益	1.19	2.08	3.09	4.87
PE	39.90	22.75	15.35	9.72	每股净资产	13.38	15.22	17.89	22.15
PB	3.54	3.11	2.65	2.14	每股经营现金	2.32	0.03	-0.02	1.19
PS	3.79	2.68	1.83	1.32	每股股利	0.30	0.24	0.42	0.62
EV/EBITDA	22.35	16.92	12.53	8.51					
股息率	0.63%	0.50%	0.88%	1.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn