

阿特斯 (688472) 动态点评

## 光伏组件老牌企业，海外渠道优势彰显

2023 年 06 月 15 日

## 【事项】

- ◆ **全球光伏组件老牌企业，登陆科创板。**2023 年 6 月 9 日，阿特斯阳光电力集团股份有限公司（简称：“阿特斯”，股票代码：“688472”）在科创板上市，发行价为 11.1 亿元，计划募资 40 亿元，实际募资总额为 60 亿元（超额配售选择权全额行使之前）。

## 【评论】

- ◆ **公司位列光伏组件供应商“第一梯队”，出货量连续 12 年保持全球前五。**2021 年底，公司完成国内外电站开发及运营业务剥离，2022 组件产品出货量提升至 21001MW，同比提升 51.6%。组件出货量高增带动 2022 年营收同增 69.7%至 475.4 亿元，归母净利润增至 21.6 亿元。
- ◆ **品牌、国际化经营能力、渠道覆盖和供应链效率是组件企业核心竞争力，阿特斯卓尔不同。**1) **品牌：**公司始终坚持“质量最高、技术领先、参数可靠、专注组件”的品牌理念，积极通过展会、论坛、社交媒体等开展品牌推广，业界认可度佳。2) **国际化：**公司具有前瞻的国际视野、成熟的国际化团队，已搭建完善的全球化销售渠道和供应链体系，2020-2022 年海外收入占比均超过 65%。3) **渠道与供应链：**公司采用“直销为主，经销为辅”经销战略，重点推广分布式光伏市场，2022 年分布式市场占比 55%。公司分布式市场具有更小的每单成交量和更高的售价，对管理要求较高，由此带来较高进入壁垒。目前，在国内外共设有 35 个生产型公司（32 个国内，3 个国外），销售公司 21 家（4 个国内，17 个国外），客户遍布逾百个国家。4) **定价权：**公司针对五类客户展开差异化战略，定价能力得到提升。
- ◆ **稳健经营，募投项目推动一体化程度提升，财务稳健和抗风险能力有望增强。**公司此次 A 股 IPO 募资 40 亿元中，26.5 亿元用于建设 10GW 拉棒、10GW 硅片、4GW 高效光伏电池、10GW 高效光伏电池组件项目，积极推进一体化产能建设。根据公司美股控股股东最新公告指引，到 2024 年一季度末，公司预计组件产能将达到 75GW，拉晶、切片、电池产能分别达到 50、50、60GW。一体化程度提升有利于保证供应、降低成本，有望提高公司盈利能力。
- ◆ **未来展望：**行业层面，硅料行业供需缓解、价格中枢下行带动组件的原材料成本下行，结合公司一体化布局，未来整体盈利有望向好。**公司层面，**1) **组件业务**有望保持规模扩张和盈利延续改善；2) **分布式系统市场**，通过产品差异化和增值服务，提高渠道和用户粘性，强化市场领先地位，提升分布式市场组件出货比重；3) **储能和系统解决方案业务**，快速形成和完善所需技术和产品，利用品牌和渠道优势，确立在主要市场的领先供应商地位，实现组件、储能和系统解决方案业务的协同发展，成为新的战略业务和新的营收增长点。


**东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

## 东方财富证券研究所

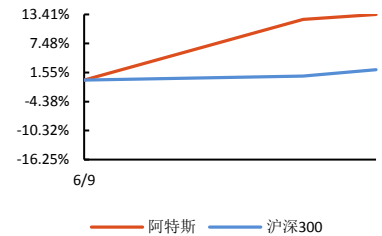
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

证券分析师：朱晋潇

证书编号：S1160522070001

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值 (百万元)	54791.22
流通市值 (百万元)	6416.55
52 周最高/最低 (元)	15.67/11.96
52 周最高/最低 (PE)	18.24/15.67
52 周最高/最低 (PB)	4.70/4.04
52 周涨幅 (%)	16.40
52 周换手率 (%)	168.50

## 相关研究

## 【投资建议】

- ◆ 我们认为，公司将继续借助自身全球化品牌、遍布全球的销售和服务网络、稳健的财务实力以及适应市场变化的能力，通过技术和商业模式创新，不断增强企业竞争优势，实现长期可持续发展。我们预计公司 2023-2025 年组件销量分别为 31.5/42.8/60.8GW，营业收入分别为 653/858/1058 亿元，归母净利润分别为 48/65/85 亿元，对应 EPS 分别为 1.33/1.80/2.36 元，对应现价 PE 分别为 10/7/6 倍，给予“增持”评级。

## 【风险提示】

- ◆ 下游需求不及预期；
- ◆ 新产能建设和投放不及预期；
- ◆ 原材料价格大幅波动风险。

### 盈利预测

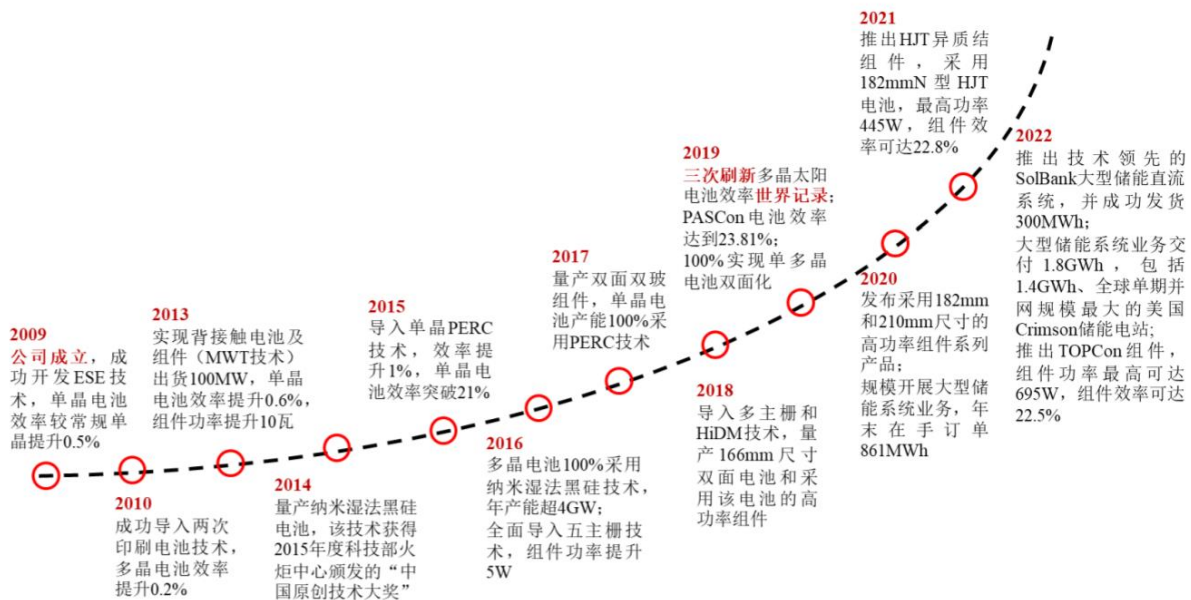
项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	47536.09	65310.61	85821.05	105753.72
增长率(%)	69.71%	37.39%	31.40%	23.23%
EBITDA（百万元）	4495.89	7658.32	10202.89	13231.68
归属母公司净利润（百万元）	2156.85	4806.69	6488.58	8519.06
增长率(%)	6065.37%	122.86%	34.99%	31.29%
EPS(元/股)	0.70	1.33	1.80	2.36
市盈率（P/E）	-	9.79	7.25	5.53
市净率（P/B）	-	2.86	2.05	1.50
EV/EBITDA	-	6.17	5.06	3.45

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 1. 全球光伏组件老牌企业，登陆科创板

公司位列全球光伏组件供应商“第一梯队”，背靠控股股东阿特斯阳光电力集团 CSIQ，本次 A 股上市有望带来新的生机。2001 年，CSIQ 由国家首批特聘专家瞿晓铤博士创办于加拿大，并于 2006 年在纳斯达克上市；2009 年 CSIQ 在苏州投资设立了公司的前身阿特斯有限，主要从事光伏组件的研发、产销，提供应用解决方案；2018 年，CSIQ 组件储能业务团队，布局大型储能系统业务；2020 年，公司将大型储能业务置入合并报表范围；2021 年，公司推出 HJT 异质结组件，效率可达 22.8%；2023 年，阿特斯阳光电力集团股份有限公司于创业板 IPO 上市，计划募资 40 亿元，实际募资总额 60 亿元（超额配售选择权全额行使之前）。

图表 1：公司发展历程

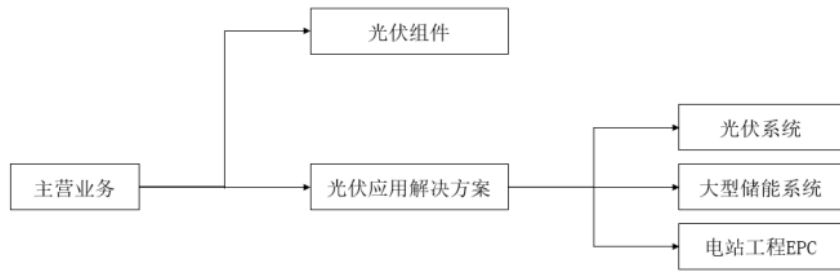


资料来源：阿特斯招股说明书，东方财富证券研究所

公司现有主营业务以光伏组件为基础，向光伏应用解决方案延伸，2022 年公司光伏组件营收占比 83.4%。下游光伏应用解决方案包括光伏系统业务、大型储能系统和光伏电站工程 EPC 业务。组件技术业内领先，积极研发逆变器、储能系统。公司积极开展逆变器、储能系统集成和设备制造技术的研发，为成为领先的储能系统和光伏系统解决方案供应商奠定技术基础。目前，公司全面掌握光伏行业先进技术，HJT 和 TOPCon 电池技术同步推进，2023 年 4 月，TOPCon 产线已在宿迁基地投产；2021 年 6 月，200MW 产能 HJT 中试线于嘉兴研究院投产，电池效率处于行业领先地位。

1) **光伏系统业务**：分布式光伏系统产品及其设备和部件的生产和销售，包括分布式储能系统；2) **大型储能系统业务**：应用于电网侧和电源侧（主要为地面光伏电站）的大容量储能系统的设备研发制造、系统集成、工程承包，运维、补容和电量交易等增值服务；3) **电站工程 EPC 业务**：电站工程项目的设计、设备采购和安装调试、竣工验收和交付等全流程建设服务。

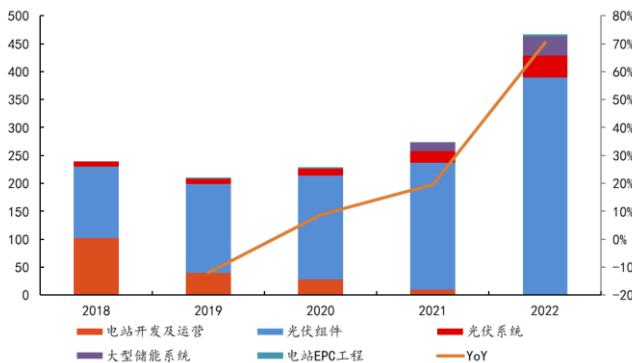
图表 2: 公司主营业务布局



资料来源: 阿特斯招股说明书, 东方财富证券研究所

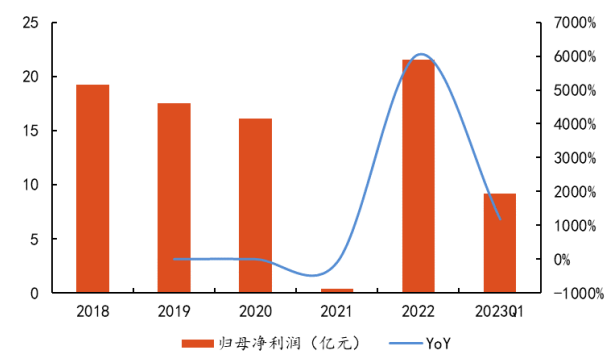
2021 年底, 公司完成国内外电站开发及运营业务剥离, 2022 组件产品出货量提升至 21001MW, 同比提升 51.6%。组件出货量大增带动 2022 年营收同比增长 69.7%至 475.4 亿元, 归母净利润大幅增长至 21.6 亿元, 2022 年公司组件一体化推进成效显著, 未来可减少原材料价格波动对公司盈利能力的影响。硅料价格下行带动其他原材料价格下行, 2023 年 Q1 归母净利润同比增长 1181.6%至 9.18 亿元, 公司盈利能力得到显著改善。

图表 3: 公司主营业务构成及增长 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 4: 公司归母净利润及增速



资料来源: Choice阿特斯深度资料, 东方财富证券研究所

2022 年公司组件出货量保持全球第五。2022 年公司组件出货量 21GW, 据我们统计, 公司 2022 年全球市场占有率排名第五位, 领先地位基本确立。

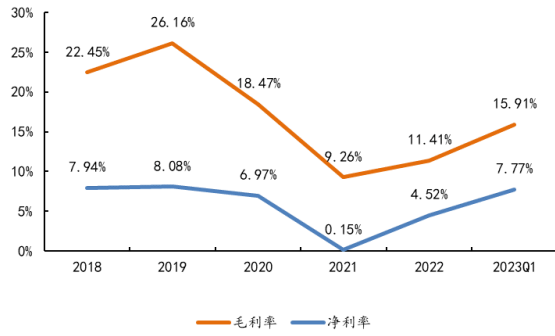
图表 5: 公司出货量常年保持前五 (GW)

公司	2020	2021	2022
隆基绿能	24.5	38.5	46.76
晶科能源	18.8	22.2	44.3
天合光能	15.9	24.8	43.1
晶澳科技	15.9	24.5	39.75
阿特斯	11.1	13.9	21
东方日升	7.5	8.1	14.3

资料来源: 公司招股说明书, 晶科能源公告, 隆基绿能公告, 天合光能公告, 晶澳科技公告, 东方日升公告, 东方财富证券研究所

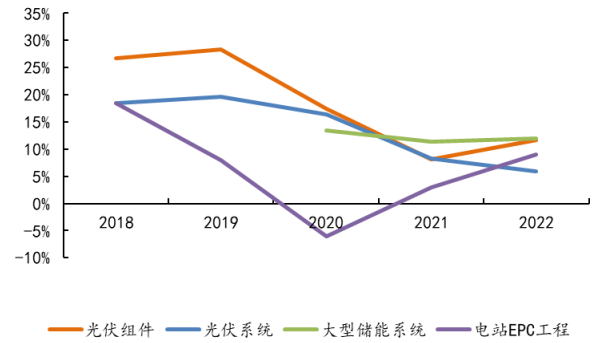
原材料成本恢复稳定, 公司盈利能力改善。由于 2022 年原材料成本恢复稳定, 且公司通过优化产能结构, 一体化程度提升, 公司盈利能力得到改善。

图表 6: 公司盈利能力回升



资料来源: Choice阿特斯深度资料, 东方财富证券研究所

图表 7: 组件业务盈利能力回升



资料来源: 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

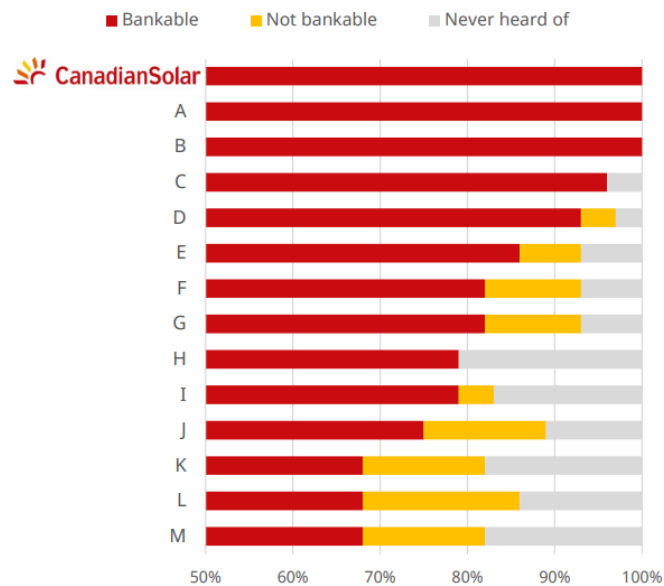
## 2. 国际化品牌+海外渠道布局，差异化服务提升粘性

光伏组件同质性较高，品牌和渠道能力为核心竞争力。光伏组件是同质性较高的产品，价格竞争激烈，品牌、目标市场、渠道和服务能力及其与目标市场的匹配情况决定企业的销售和经营业绩。在市场国际化和多元化背景下，特别是考虑到分布式光伏市场的机会、特点和要求，品牌、国际化经营能力、渠道覆盖和效率是光伏企业的核心竞争力。

海内外组建多个市场品牌部，多维度推广品牌成效显著。公司先后在中国、美国、日本、澳大利亚、德国组建市场品牌部，聚集不同文化背景人才，围绕不同业务在细分市场进行品牌营销，着力于培养区域市场和提升品牌黏性。积极通过参加不同国家的展会、线下及线上论坛、社交媒体宣传等形式开展品牌推广。公司凭借领先的产品性能和质量，品牌建设成效显著，在 BNEF 对不同光伏组件品牌项目从商业银行获得无追索权债务融资能力评选中获得受访者和专家 100% 认可。

图表 8：自商业银行获得无追索权债务融资能力评选中公司得到 100% 认可

Most bankable module supplier by BNEF with 100% bankability



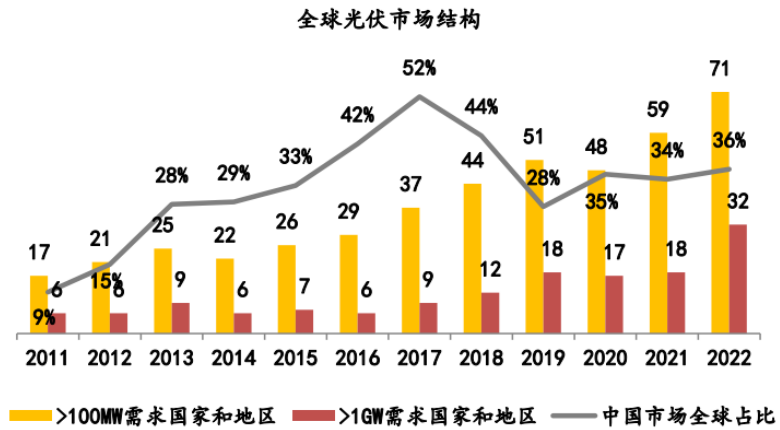
资料来源：CSIQ 公告，东方财富证券研究所

公司具有全球化视野和经营能力，已搭建完善的全球化的销售网络和渠道以及供应链体系，深度开发当地市场。公司在国内多个地区及泰国、越南等国家设有共计 35 个生产型公司（32 个国内，3 个国外），可以有效应对主要市场国家和地区的贸易保护政策。公司现有“单晶拉棒/多晶铸锭-硅片-电池片-组件”的光伏组件全产业链生产能力，通过“以销定产”的订单生产模式，根据订单和产能情况分配生产任务，下达至全球各生产基地进行生产。

全球光伏市场增长迅速，呈现多元化和分散化，销售渠道至关重要。随着全球光伏需求快速增长，全球市场更加多元化和分散化，新兴市场不断涌现，年新增装机容量超过 1GW 的国家越来越多；更多的国家开始推广光伏应用，年新增装机容量超过 100MW。



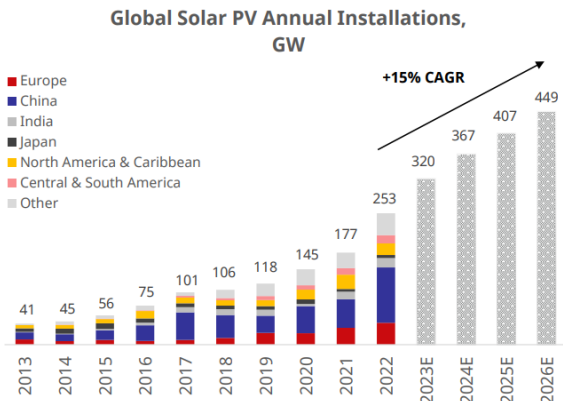
图表 9: 全球光伏市场结构 (个)



资料来源: 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

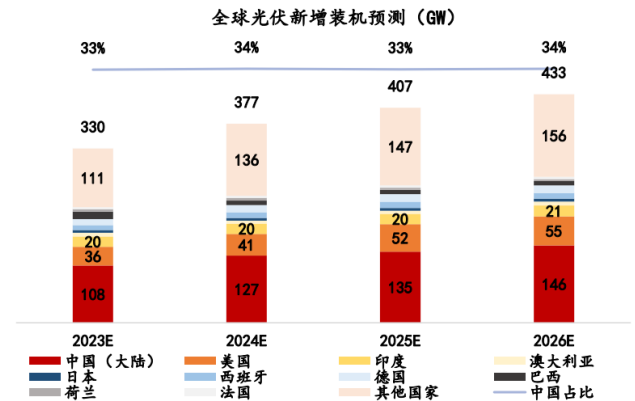
全球光伏市场增长迅速, 销售渠道覆盖广的企业优势更加明显。据 IHS Markit 预测, 2022-2025 年中国、美国和印度将是全球最大的三个光伏市场, 但这三个市场的联合市场份额将降低, 新兴市场的全球市场份额逐年提高, 光伏市场更加国际化和多元化。有利于国际化经营能力强、销售渠道覆盖广的光伏企业发挥优势, 扩大海外市场份额, 进一步提升经营成果。

图表 10: 全球光伏装机增长稳定 (GW)



资料来源: CSIQ官网, 东方财富证券研究所

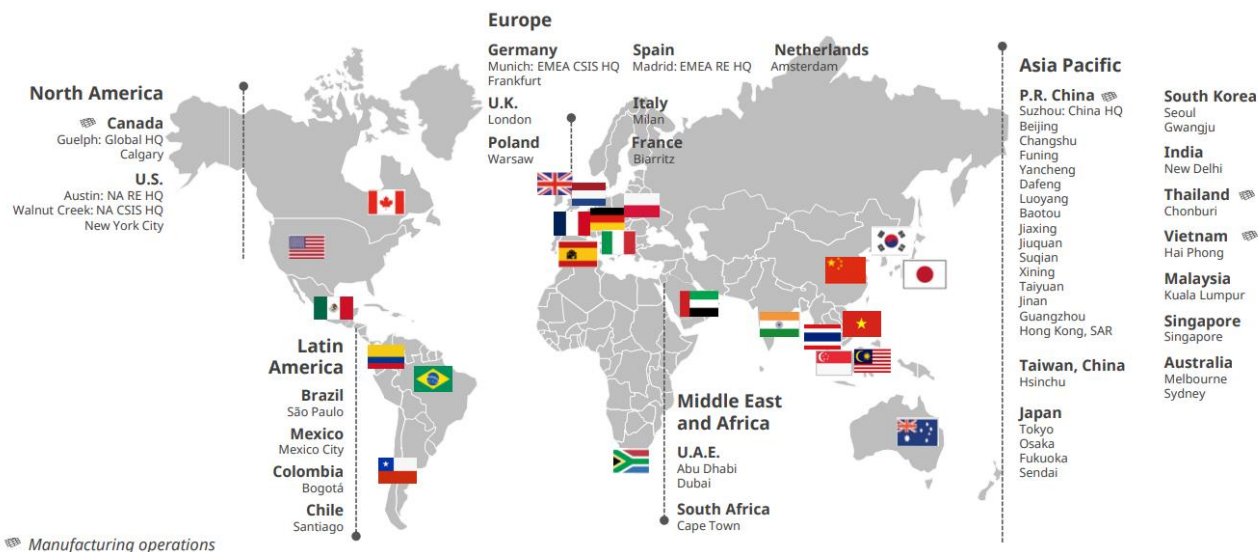
图表 11: 2023-2026 全球光伏新增装机预测 (GW)



资料来源: 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

公司销售渠道遍布全球, 2022 年对外交易营收占比达到 69%, 客户覆盖面广。公司海外收入占比在 2020-2022 年均超过 65%, 完善的全球化营销体系有助于新增产能消化。除在中国 (包括港澳台地区) 设立销售机构外, 公司已在美国、德国、荷兰、日本、印度、巴西、澳大利亚、南非等国家和地区设立了销售公司共 21 家 (4 个国内, 17 个国外), 客户遍布逾百个国家。公司在各主要区域均聘用当地人才, 建立、运营和管理销售活动, 可以深度开发区域市场。

图表 12: 公司全球化产销布局



资料来源: CSIQ 官网, 东方财富证券研究所

图表 13: 公司 2021-2023 年对外交易前十大国家或地区 (亿元)

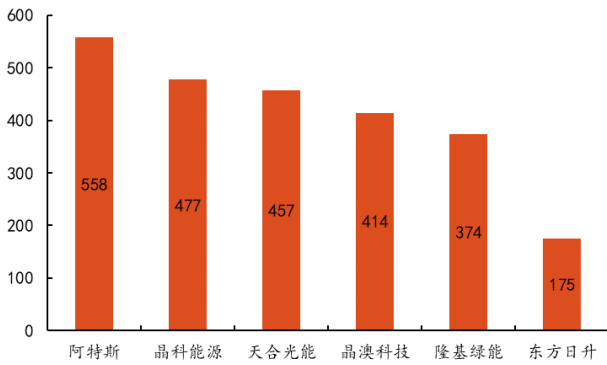
国家或地区	2022	2021	2020
中国	147.2	78.7	38.4
美国	115.8	71.0	53.4
巴西	49.9	27.6	18.9
西班牙	29.2	6.5	9.8
德国	21.9	14.9	8.2
日本	15.6	12.6	33.9
印度	12.8	8.1	4.4
荷兰	9.3	6.7	6.7
南非	7.9	5.7	3.3
英国	6.5	0.4	0.5
合计	475.4	280.1	232.8
对外营收占比	69.0%	71.9%	83.5%

资料来源: 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

公司全球范围内共计拥有分销商 558 个, 位列行业第一。据 ENFSolar 数据, 截至 2022 年 6 月 12 日, 公司在北美地区共计拥有 69 家经销商 (美国 49 家、加拿大 20 家), 均为行业第一, 渠道优势明显, 在美国光伏市场迅速扩张、光伏市场多元化的趋势下有望受益。

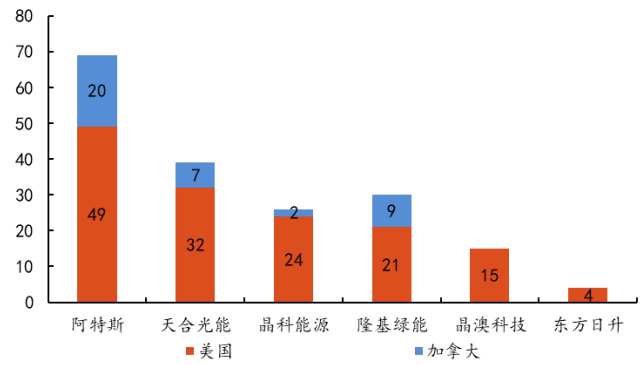


图表 14: 各光伏龙头全球经销商统计 (家)



资料来源: ENFSolar官网, 东方财富证券研究所

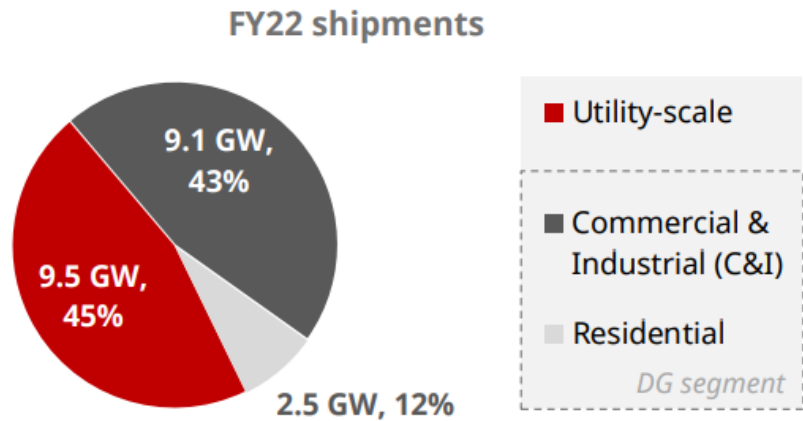
图表 15: 各光伏龙头北美经销商统计 (家)



资料来源: ENFSolar官网, 东方财富证券研究所

“直销为主, 经销为辅”, 分销渠道奠定高进入壁垒。公司重点推广分布式光伏市场, 2022 年分布式市场占比 55%。分布式市场具有更小的每单成交量和更高的平均售价, 对销售渠道管理要求较高, 由此带来较高的进入壁垒; 用户通常具有更高的粘性, 需求也更加稳定。

图表 16: 公司分布式市场占有率提升



资料来源: CSIQ 官网, 东方财富证券研究所

针对五类客户展开差异化战略, 公司定价能力得到提升。公司综合分析客户的所属业务类型、商业模式、平均价格、毛利水平等维度, 将组件客户分为“高端户用客户”、“渠道商用客户”、“公司自有项目和交钥匙工程端客户”、“大项目类和战略合作类客户”和“经济型客户”五种类型, 并实行差异化管理, 为各客户提供对应的差异化产品和解决方案, 可以提高公司议价能力。

图表 17: 差异化战略旨在提升公司定价能力

产品	解决方案	价值主张
组件	针对户用市场提供全黑组件; 针对日本市场提供轻量化组件; 推广 TOPCon 和 HJT 等高效组件	高质量方案及服务带来更强的定价权
逆变器	自研全功率逆变器, 适用于住宅, 工商业和集中式规模应用	利用现有渠道扩大优质产品供应
储能系统	2022-2023 年面向全球市场推出大型储能系统	储能、电子元件及 AI 推动新商业模式

资料来源: CSIQ 官网, 东方财富证券研究所

### 3. 募投加码一体化，抗风险能力进一步提升

募投项目推动一体化程度提升，抗风险能力有望增强。公司此次 A 股 IPO 募资 40 亿元中，26.5 亿元用于建设 10GW 拉棒、10GW 硅片、4GW 高效光伏电池、10GW 高效光伏电池组件项目，积极推进一体化产能建设；1.5 亿元用于建设嘉兴研究院，12 亿元用于补充流动资金。一体化程度提升有利于保证供应、降低成本，有望提高公司盈利能力。

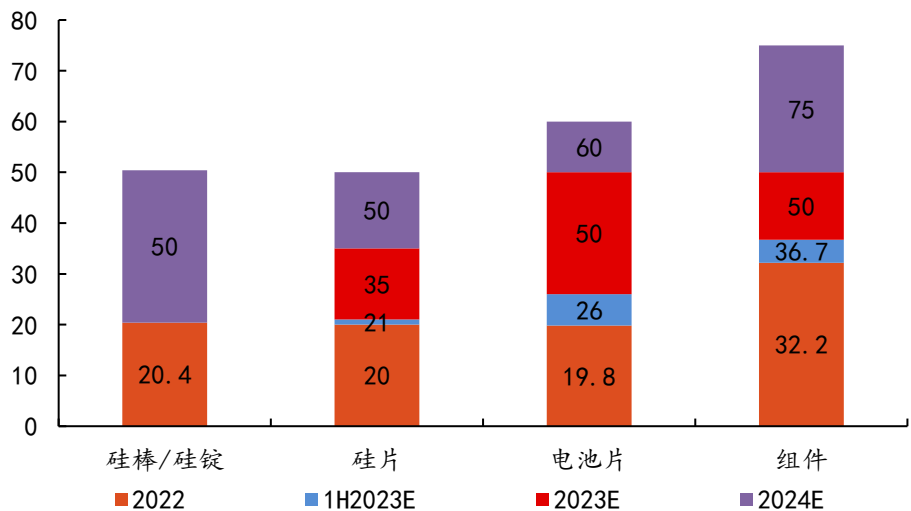
图表 18：公司本次 IPO 募投项目汇总

项目名称	建设周期	达产后年均营收 (万元)	内部收益率	税后投资回收期
年产 10GW 拉棒项目	24 个月	406,227.50	31.84%	4.29 年
阜宁 10GW 硅片项目	20 个月	544,000.00	24.92%	4.86 年
4GW 高效光伏电池项目	16 个月	341,440.00	21.73%	4.79 年
10GW 高效光伏组件项目	18 个月	1,332,800.00	20.62%	6.83 年

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

一体化产能提升迅速，2023 年底预计组件产能达到 50GW，2024 年预计达 75GW。公司新增产能均将采用 N 型技术，可以更好地满足市场需求。2024 年硅棒/硅锭、硅片、电池片、组件产能将分别提升至 50.4/50/60/75GW，垂直一体化水平得到加强，可加强公司对于原材料及成本的管控，进一步提升公司竞争力。

图表 19：公司一体化产能规划 (GW)



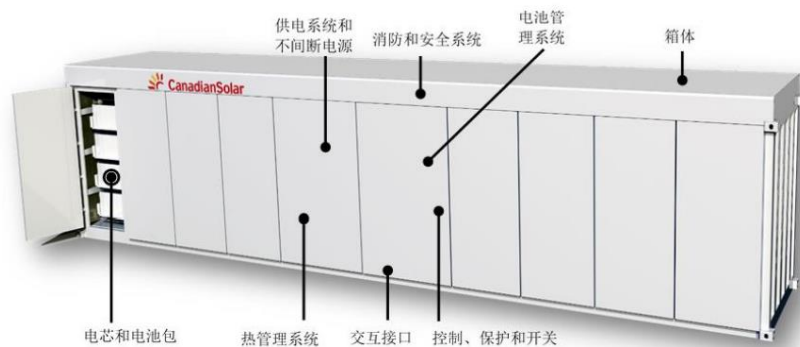
资料来源：CSIQ 官网，东方财富证券研究所

## 4. 储能系统业务有望开辟新增长极

公司储能系统产能持续扩建，2023 年底将达 10GWh，目标成为全球市场份额领先的大型储能系统供应商。公司现有储能产品制造产能 2.5GWh，预计将于 2023 年底扩建至 10GWh。储能产线配备全球最先进的全自动生产线和测试设施，将生产电池模块、电池包和电池集装箱等储能产品。

随着光伏+储能成为未来光伏电站的发展趋势，2020 年加拿大 CSIQ 将大型储能系统业务资产置入公司后，公司开始开展大型储能系统业务。公司大型储能系统业务是应用于电网侧和电源侧（主要是光伏地面电站）的大容量储能系统的设备研发制造、系统集成、销售、安装和运维服务。

图表 20：公司储能系统示意图



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

**公司优势：**公司制定未来发展战略，将利用品牌和渠道优势，确立在主要市场的领先供应商地位，实现组件、储能和系统解决方案业务的协同发展，成为技术和能力齐全，全球市场份额领先的大型储能系统供应商。

1) **光伏电站经验丰富，具备先发优势。**公司在光伏电站的项目开发、工程设计、系统集成、项目承包、项目融资和风险管控等方面具有丰富的经验，同时充分了解主要大型储能市场国家和地区的电力和储能政策，于 2018 年涉足大型储能业务，具备先发优势。

2) **SoI Bank 可用容量达 3MWh，喜获北美市场通行证。**2023 年 4 月 27 日，公司自研储能系统 SoI Bank 通过 TÜV 莱茵的 UL 9540A 测试，标志着公司产品同时满足加拿大和北美市场的准入需求。同年 5 月 24 日，SoI Bank 获得 DNV（DET NORSKE VERITAS，挪威船级社）的可融资性验证，获得市场广泛认可。

3) **共享组件销售渠道，业务互补下发展提速。**光伏电站+储能是大型储能系统的重要应用领域，储能系统和光伏组件共用销售渠道，互补性较强，公司可利用在光伏市场上的品牌和能力优势，加快大型储能业务的发展。

4) **集团公司储能项目丰富，储能系统在手订单丰富。**据 CSIQ 公告，截至 2023 年 Q1，CSIQ 另一控股子公司 Global Energy 具备 47.42GWh 储能项目储备，其中北美地区共计 19.14GWh。目前公司在手订单丰富，未来可获 CSIQ 大量项目支持，预计储能系统销售顺利。

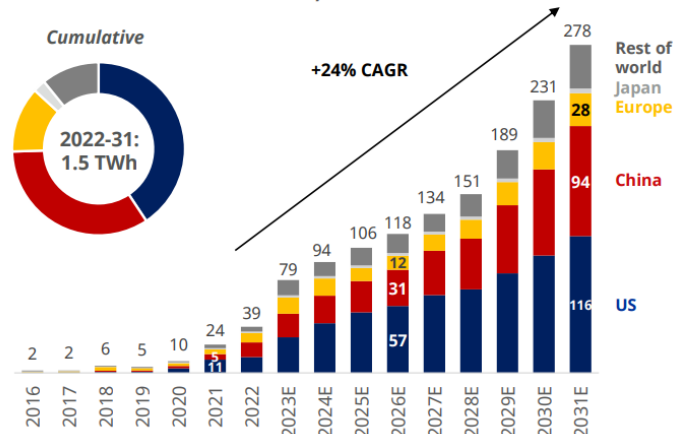
图表 21: 公司现有储能系统订单整理

客户	公告时间	项目容量 (MWh)	国家
CERO Generation	2023/6/1	99	英国
Aypa Power (Blackstone)	2023/2/23	487	美国
Pulse Clean Energy	2023/1/4	550	英国
Zaldivar 项目 (智利)	2022/9/1	1000	智利
Pulse Clean Energy	2022/5/9	100	英国
Matrix Renewables	2022/4/7	80	美国
PG&E	2021/8/10	600	美国

资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

储能市场迅速提升, 中美市场占比较大。据 CSIQ 公告, 2022-2031 年全球新增装机量预计约达 1.5TWh, 中美市场合计占比接近 75%。公司预计 2023 年储能系统出货量达 1.8-2.0GWh, 未来主要依托多元化光伏商业模式及全球化布局及时识别新兴储能市场, 凭借对电网及电力市场的深入理解确定可最大化储能价值的市场。

图表 22: 全球储能市场增长 (至 2031 年, GWh)



资料来源: CSIQ 公告, 东方财富证券研究所

## 【投资建议】

- ◆ 我们认为,公司将继续借助自身全球化品牌、遍布全球的销售和服务网络、稳健的财务实力以及适应市场变化的能力,通过技术和商业模式创新,不断增强企业竞争优势,实现长期可持续发展。我们预计公司 2023-2025 年组件销量分别为 31.5/42.8/60.8GW,营业收入分别为 653/858/1058 亿元,归母净利润分别为 48/65/85 亿元,对应 EPS 分别为 1.33/1.80/2.36 元,对应现价 PE 分别为 10/7/6 倍,给予“增持”评级。

## 【风险提示】

- ◆ 下游需求不及预期;
- ◆ 新产能建设和投放不及预期;
- ◆ 原材料价格大幅波动风险。

### 盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	47536.09	65310.61	85821.05	105753.72
增长率(%)	69.71%	37.39%	31.40%	23.23%
EBITDA(百万元)	4495.89	7658.32	10202.89	13231.68
归属母公司净利润(百万元)	2156.85	4806.69	6488.58	8519.06
增长率(%)	6065.37%	122.86%	34.99%	31.29%
EPS(元/股)	0.70	1.33	1.80	2.36
市盈率(P/E)	-	9.79	7.25	5.53
市净率(P/B)	-	2.86	2.05	1.50
EV/EBITDA	-	6.17	5.06	3.45

资料来源:Choice, 东方财富证券研究所

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>32687.82</b>	<b>37016.75</b>	<b>55492.73</b>	<b>61220.92</b>
货币资金	11940.28	10359.02	8746.26	18724.31
应收及预付	8699.06	11802.45	15561.11	18393.71
存货	9137.09	1122.57	12748.90	2744.26
其他流动资产	2911.40	13732.71	18436.46	21358.64
<b>非流动资产</b>	<b>15612.37</b>	<b>23933.30</b>	<b>32363.40</b>	<b>40792.51</b>
长期股权投资	294.89	344.89	394.89	444.89
固定资产	10030.22	16428.83	22427.44	28026.05
在建工程	2502.57	4002.57	6002.57	8502.57
无形资产	573.76	843.76	1093.76	1243.76
其他长期资产	2210.93	2313.24	2444.74	2575.24
<b>资产总计</b>	<b>48300.20</b>	<b>60950.05</b>	<b>87856.13</b>	<b>102013.43</b>
<b>流动负债</b>	<b>32094.98</b>	<b>36853.93</b>	<b>54655.86</b>	<b>57342.36</b>
短期借款	5273.35	5773.35	6573.35	7573.35
应付及预收	16391.38	18429.93	31928.52	30298.17
其他流动负债	10430.24	12650.65	16153.98	19470.83
<b>非流动负债</b>	<b>4468.20</b>	<b>7466.79</b>	<b>9966.79</b>	<b>12766.79</b>
长期借款	2395.79	3395.79	5395.79	8395.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2072.41	4071.00	4571.00	4371.00
<b>负债合计</b>	<b>36563.18</b>	<b>44320.72</b>	<b>64622.65</b>	<b>70109.15</b>
实收资本	3066.00	3066.00	3066.00	3066.00
资本公积	1513.21	1513.21	1513.21	1513.21
留存收益	7422.44	12229.12	18717.71	27236.77
归属母公司股东权益	11663.13	16469.82	22958.40	31477.47
少数股东权益	73.89	159.50	275.08	426.81
<b>负债和股东权益</b>	<b>48300.20</b>	<b>60950.05</b>	<b>87856.13</b>	<b>102013.43</b>

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>47536.09</b>	<b>65310.61</b>	<b>85821.05</b>	<b>105753.72</b>
营业成本	42114.26	55961.75	73437.19	89960.29
税金及附加	111.51	153.20	201.32	248.08
销售费用	1135.96	1306.21	1716.42	2115.07
管理费用	1120.42	1763.39	2145.53	2432.34
研发费用	466.85	653.11	858.21	1057.54
财务费用	-264.22	222.95	324.76	476.89
资产减值损失	-474.95	-29.00	-29.00	-29.00
公允价值变动收益	-52.80	0.00	0.50	0.50
投资净收益	-178.73	78.37	102.99	126.90
资产处置收益	40.64	55.83	73.36	90.40
其他收益	359.54	493.98	649.12	799.88
<b>营业利润</b>	<b>2508.05</b>	<b>5849.18</b>	<b>7934.59</b>	<b>10452.20</b>
营业外收入	144.01	144.01	144.01	144.01
营业外支出	33.33	33.33	33.33	33.33
<b>利润总额</b>	<b>2618.74</b>	<b>5959.87</b>	<b>8045.27</b>	<b>10562.89</b>
所得税	469.08	1067.57	1441.12	1892.09
<b>净利润</b>	<b>2149.66</b>	<b>4892.30</b>	<b>6604.16</b>	<b>8670.80</b>
少数股东损益	-7.20	85.62	115.57	151.74
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2156.85</b>	<b>4806.69</b>	<b>6488.58</b>	<b>8519.06</b>
EBITDA	4495.89	7658.32	10202.89	13231.68

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5662.03</b>	<b>5057.88</b>	<b>5777.50</b>	<b>17362.37</b>
净利润	2149.66	4892.30	6604.16	8670.80
折旧摊销	1637.98	1691.39	2091.39	2491.39
营运资金变动	1039.31	-1652.28	-3087.86	5935.31
其它	835.09	126.46	169.82	264.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4018.51</b>	<b>-9795.38</b>	<b>-10261.92</b>	<b>-10619.96</b>
资本支出	-4183.16	-9682.48	-10143.95	-10525.91
投资变动	-108.14	-120.95	-121.45	-121.45
其他	272.79	8.06	3.49	27.40
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-379.38</b>	<b>3156.24</b>	<b>2871.65</b>	<b>3235.65</b>
银行借款	9676.50	1500.00	2800.00	4000.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	8.02	0.00	0.00	0.00
其他	-10063.90	1656.24	71.65	-764.35
<b>现金净增加额</b>	<b>1395.29</b>	<b>-1581.26</b>	<b>-1612.77</b>	<b>9978.06</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>3733.48</b>	<b>5128.77</b>	<b>3547.51</b>	<b>1934.75</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>5128.77</b>	<b>3547.51</b>	<b>1934.75</b>	<b>11912.80</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	69.71%	37.39%	31.40%	23.23%
营业利润增长	164570.44%	133.22%	35.65%	31.73%
归属母公司净利润增长	6065.37%	122.86%	34.99%	31.29%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	11.41%	14.31%	14.43%	14.93%
净利率	4.52%	7.49%	7.70%	8.20%
ROE	18.49%	29.18%	28.26%	27.06%
ROIC	11.29%	18.02%	18.20%	17.90%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	75.70%	72.72%	73.56%	68.73%
净负债比率	-	1.12%	19.79%	-
流动比率	1.02	1.00	1.02	1.07
速动比率	0.64	0.88	0.71	0.93
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.98	1.07	0.98	1.04
应收账款周转率	8.31	7.17	8.27	7.76
存货周转率	5.20	58.18	6.73	38.54
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.70	1.33	1.80	2.36
每股经营现金流	1.85	1.40	1.60	4.81
每股净资产	3.80	4.57	6.36	8.73
<b>估值比率</b>				
P/E	-	9.79	7.25	5.53
P/B	-	2.86	2.05	1.50
EV/EBITDA	-	6.17	5.06	3.45



东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。