

风起于青萍之末，陆风新秀扶摇直上

投资要点

- **业绩总结：**公司2022年上半年实现营业收入40.8亿元，同比增长3%；实现归母净利润8亿元，同比下降5.2%；实现扣非归母净利润7.4亿元，同比下降9.4%；EPS为0.8元。2022年二季度实现营收20.3亿元，同比增长10.8%；归母净利润2亿元，同比下降43%。
- **市场份额加速赶超，位居行业第一梯队。**公司作为陆风后起之秀，陆风市占率由2018年的1.3%提升至2021年的7.8%，行业排名从第14名提升至第5名，增长势头迅猛。截止2022H1，公司合计在手订单7499.5MW，其中上半年中标3194.5MW，中标量位居行业第五。我们认为，上半年风电头部强势回归，市场集中度进一步提升（中标量CR5为78.6%），马太效应彰显，公司凭借领先的技术优势及一体化供应链布局，快速冲至第一梯队，有望充分受益规模优势。
- **降本成效显著，毛利率高于同行业。**2022H1，公司毛利率为27%（明阳智能25.7%、金风科技25.1%、电气风电18.1%、运达股份19%），高盈利能力的驱动因素包括：①**原材料自制：**公司具备叶片等核心零部件自制能力，5月公司首支FB99067型99米长风电叶片正式下线，额定功率扩展到7MW以上，实现了叶片与整机设计的最优匹配。②**零部件轻量化：**3MW机舱重量最轻约为98吨，其余国内最轻同级别机型重量基本均在100吨以上，极大节省吊装成本和吊车租赁费用。③**数字化提升效率：**智能制造工厂中生产同样容量的风电机组，可以减少35%的工人，下线时间缩短至2个小时，单班产量提升至4台风机。
- **注重研发投入，技术领先形成竞争优势。**2022H1，公司研发费用率提升至7.1%，显著高于同行业头部整机厂（明阳智能3.8%、运达股份3%、电气风电5.4%、金风科技3%）。公司在国内5.XMW风电机组设计上首次采用变压器上置方案，是我国最大功率的箱变上置陆上风机，进一步降低了土建成本及电力传输损耗。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年营收分别为117.6亿元、179.7亿元、227.8亿元，未来三年归母净利润增速分别为3.5%/54.2%/31.5%。公司作为国内陆上风机新秀市占率快速提升，具备核心部件的轻量化和供应链一体化布局，降本增效显著，有望推动业绩持续向好，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期的风险；行业竞争加剧导致销售价格下降的风险；风机大型化、轻量化带来的原材料供应风险；产品技术开发未达预期的风险。

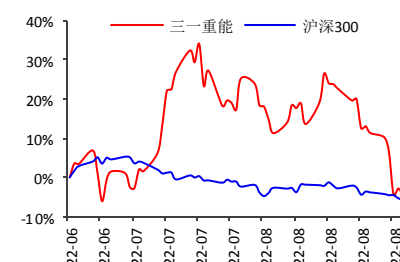
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10174.71	11755.83	17970.11	22781.10
增长率	9.28%	15.54%	52.86%	26.77%
归属母公司净利润（百万元）	1591.14	1646.43	2538.42	3339.10
增长率	16.01%	3.47%	54.18%	31.54%
每股收益EPS（元）	1.35	1.40	2.16	2.84
净资产收益率ROE	41.44%	32.00%	34.51%	32.78%
PE	29	28	18	14
PB	12.00	8.94	6.26	4.52

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn
联系人：李昂
电话：021-58351923
邮箱：liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	11.77
流通A股(亿股)	1.31
52周内股价区间(元)	37.81-56.57
总市值(亿元)	460.71
总资产(亿元)	177.62
每股净资产(元)	3.88

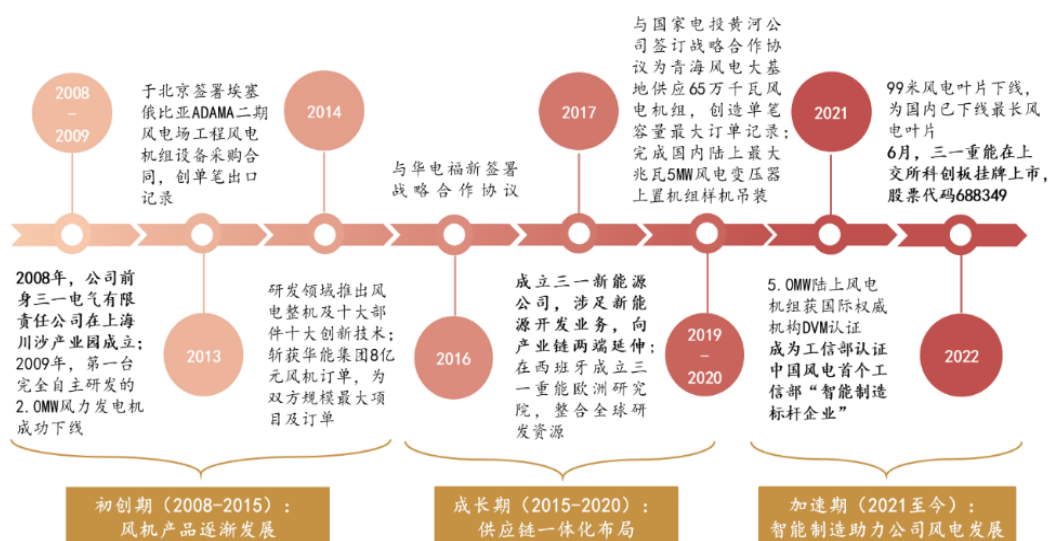
相关研究

1 背靠三一集团，陆上风机新秀扬帆起航

三一重能股份有限公司成立于 2008 年，于 2022 年 6 月 22 日在上交所科创板上市（股票代码：688349.SH）。公司主营业务为风电机组的研发、制造与销售，风电场设计、建设、运营管理以及光伏电站建设运营管理业务，具备 2.XMW 到 6.XMW 全系列机组研发与生产能力、独立进行风电场设计、建设和运营的能力，形成了数字化顶层设计、智能化生产制造、整机系统集成、核心部件制造、风场设计、风场 EPC、风场运营维护为一体的风电整体解决方案。2021 年，公司成为全球综合排名前十、中国陆上前五的风电整机商。

公司发展大致可分为 3 个阶段：①2008-2015 年（初创期），公司成立之初依靠单一产品陆上风机快速发展，实现风机尺寸与市场规模的横向拓宽；②2016-2020 年（成长期），公司立足整机制造向产业链上下不断延伸，与上下游厂商建立战略合作关系；③2021 年至今（加速期），公司践行智能制造战略，成为我国风电行业首家“智能制造标杆企业”，助力公司降本增效，扩大市场规模。2022 年 6 月，公司成功在科创板挂牌上市。

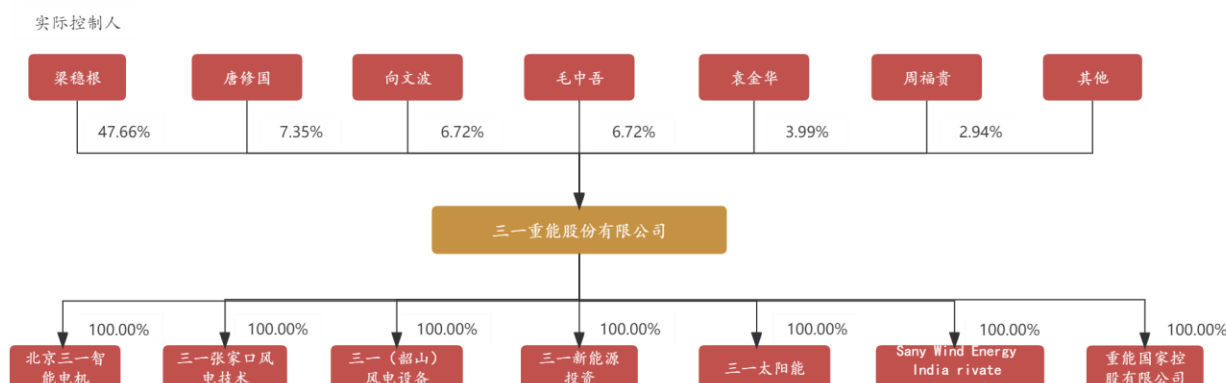
图 1：三一重能历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司背靠三一集团，股权结构较为集中。实控人梁稳根现任三一重工股份有限公司董事长，三一集团董事。截至招股说明书签署日，梁稳根先生直接持有三一重能 56.7% 的股份，为三一重能的实际控制人。此外，公司高层管理人员多出身三一集团，与三一集团关系密切，公司董事长周福贵曾任三一集团董事、三一重工副总裁，现直接持股公司 3.5% 的股份。

图 2：公司股权结构及子公司（截止 2022 年上半年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

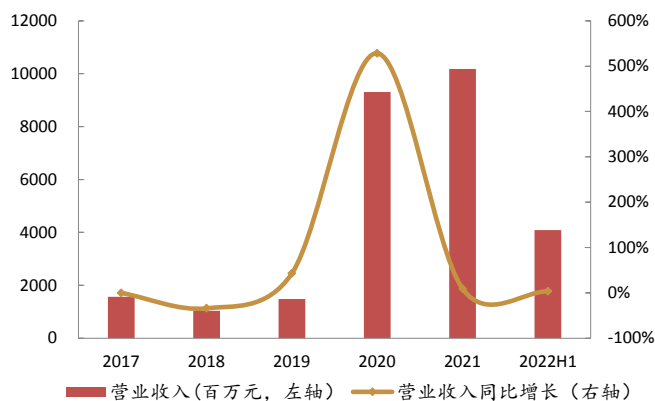
表 1：公司高管情况

姓名	职务	主要履历
周福贵	董事长/总经理	曾任三一重工董事、副总裁；三一集团董事、执行董事
廖旭东	副总经理	曾任三一重工重机事业部质保部部长、泵送事业部质保总监
余梁为	副总经理	曾任三一海外事业部储运部副部长、总经办副主任、国际计划部部长、国际经营计划科科长
房猛	财务总监/董事会秘书	曾任海尔集团计算机本部部长；比德文事业部财务总监、副总经理；三一集团财务总部事业部财务副总监

数据来源：公司公告，西南证券整理

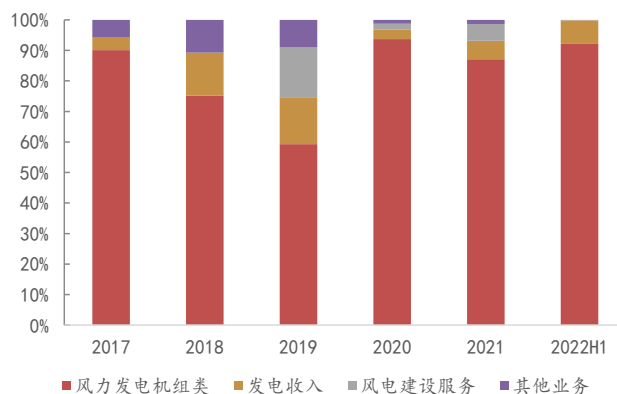
受益风电高景气收入增长迅猛，布局供应链下游实现放量。2017-2021 年，公司营业收入从 15.7 亿元增长至 101.8 亿元，CAGR 高达 59.7%。2020 年受益于陆上风机抢装潮，公司作为陆风领先企业业绩实现大幅飞跃，收入同比增长 528.6%。公司战略布局风电建设和发电业务，2021 年营收增速分别为 200%/117.2%。2022H1，公司实现营收 40.8 亿元，同比增长 3%，其中风机及配件实现营收 37.3 亿元，同比增长 22%；发电收入 3.1 亿元，同比下降 8.3%。

图 3：2017-2021 年公司营业收入 CAGR 高达 59.7%



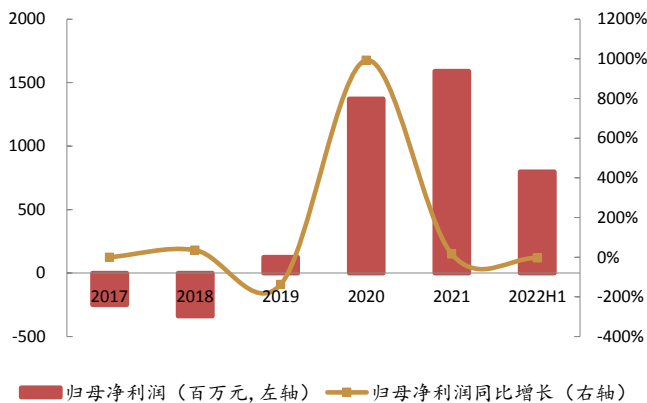
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2022H1 风机及配件收入占比为 92.1%

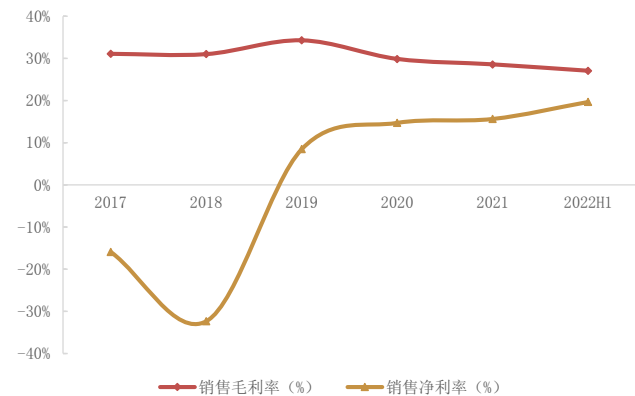


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率维持高位，成本管控能力突出。受益于 2020 年陆风装机潮，公司归母净利润从 2019 年刚扭亏为盈的 1.3 亿元增长至 2020 年的 13.7 亿元，同比大增 992.5%。2022H1，受宏观形势影响及原材料价格上涨，公司归母净利润同比下降 5.2%。毛利率方面，2017-2021 年公司毛利率始终保持在 30%左右，2022H1 毛利率为 27%（明阳智能 25.7%、金风科技 25.1%、电气风电 18.1%、运达股份 19%），展现了公司优秀的成本管控能力。此外，公司净利率维持上升态势，费用端管控良好。

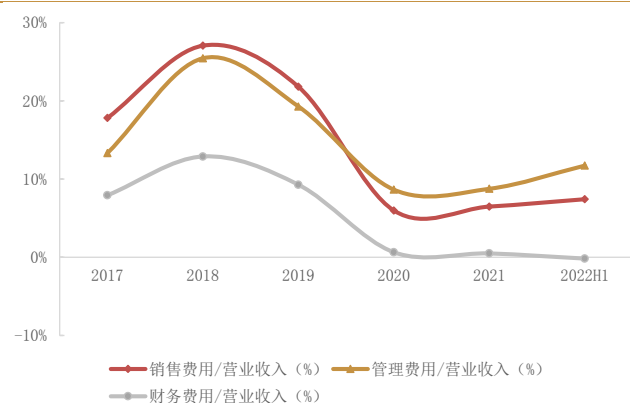
图 5：2022H1 公司归母净利润同比下降 5.2%


数据来源：公司公告，西南证券整理

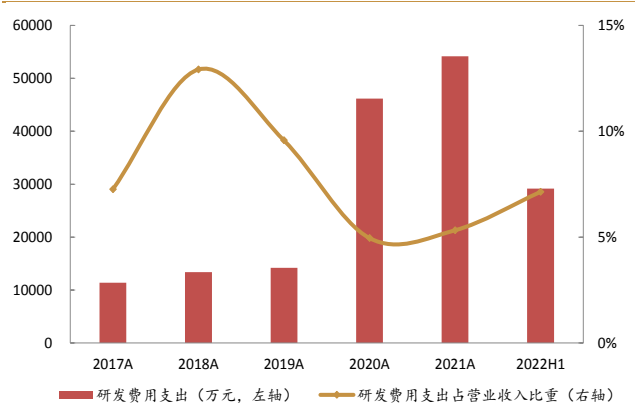
图 6：公司毛利率常年维持高位，净利率呈上升态势


数据来源：公司公告，西南证券整理

期间费用不断降低，持续加码研发投入。期间费用率方面，2019 年后，受益于抢装潮下公司市场规模的扩大，规模效应开始显现，公司各项期间费用下降幅度明显。2022H1，公司销售费用率为 7.4%，同比增长 0.04pp；管理费用率为 11.7%，同比增长 1pp；财务费用率为 -0.2%，同比下降 0.9pp。同时，公司研发投入持续加码，从 2017 年的 1.1 亿元增至 2021 年的 5.4 亿元。2022H1 研发费用率提升至 7.1%，高于同行业头部整机厂商（明阳智能 3.8%、运达股份 3%、电气风电 5.4%、金风科技 3%）。

图 7：规模效应后费用率显著下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

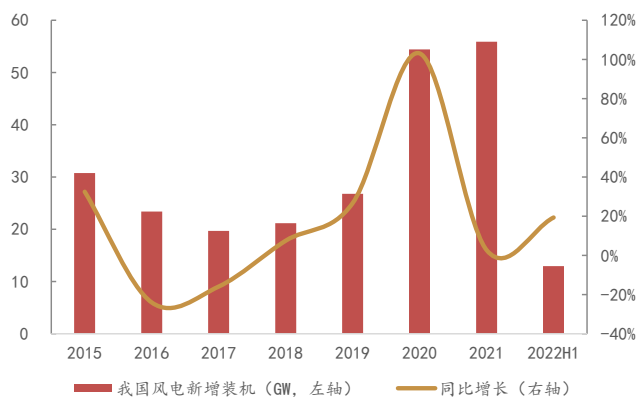
图 8：公司研发投入持续加大


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 市占率快速提升，技术优势进一步扩大

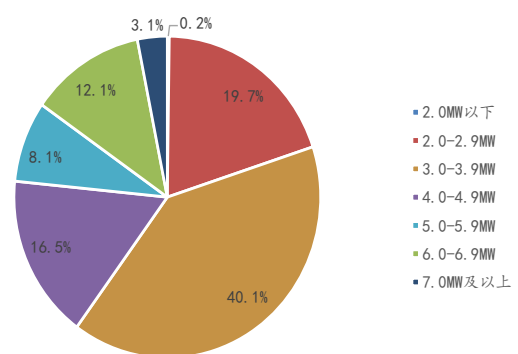
我国风电行业持续景气，大型化趋势明显。双碳背景下，风电利好政策频出，各省相继出台十四五期间风电建设相关规划。2021 年我国新增装机 15911 台，容量 55.9GW，同比增长 2.7%。其中，陆风依然为增长的主动力，新增装机容量 41.4GW，占总新增的近 3/4；海风保持较高增速，新增装机 14.5GW，同比增长 19.2%。从结构来看，3MW 以下新增装机下降约 42%，3-5MW 和 5MW 以上新增装机分别同比增长 22%及 23.3%，大型化趋势明显。

图 9：2022H1 我国新增风电装机 13GW



数据来源：国家能源局，西南证券整理

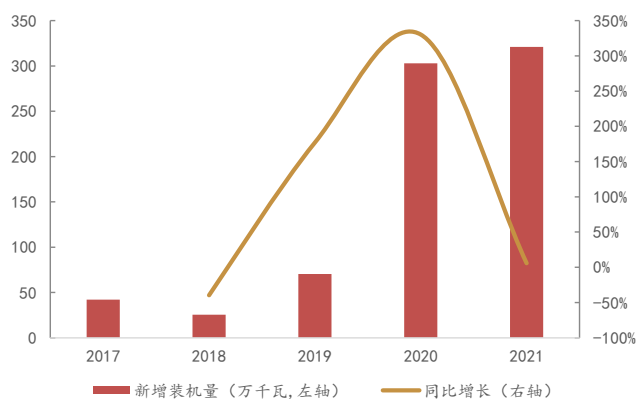
图 10：2021 年我国新增风机以 3-4MW 为主



数据来源：国家能源局，西南证券整理

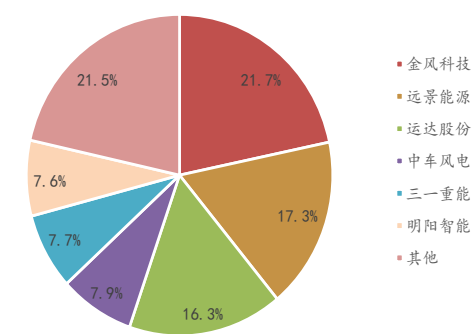
公司市占率提升迅速，2021 年进入陆上风机前五。根据 CWEA 数据，2017-2021 年公司新增风电装机容量从 0.4GW 提升至 3.2GW，市占率由 2.1%提升至 5.7%。陆上风机方面，公司市占率由 2017 年的 2.2%提升至 2021 年的 7.8%，行业排名首次进入前五，增长态势迅猛。

图 11：公司近五年新增装机情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

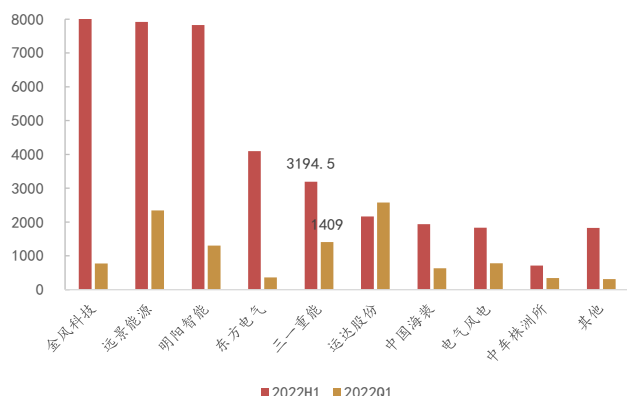
图 12：2021 年公司陆风市占率进入前五



数据来源：CWEA，西南证券整理

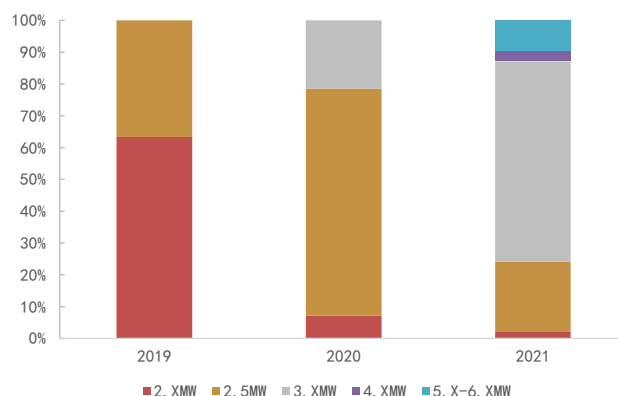
陆风新增订单充足，持续拥抱风机大型化趋势。目前公司以陆上风机为主，2022 年一季度公司中标容量位列整机商第三，2022 年上半年中标超 3GW，位列整机商第五。同时，公司积极拥抱风机大型化趋势，2020 年公司 3.XMW 风机开始实现销售收入，2021 年 4.XMW、5.X-6.XMW 大兆瓦机型开始实现外销，3.XMW 以上风机占比高达 75.9%，本次上市募集资金亦主要投向大功率风机的研发与生产。海上风机方面公司亦在布局之中，目前处于技术储备阶段，未来将开发出具备市场竞争力的海上风机产品。

图 13：2022 年 Q1 及 H1 国内整机商中标情况（MW）



数据来源：风电能源，西南证券整理

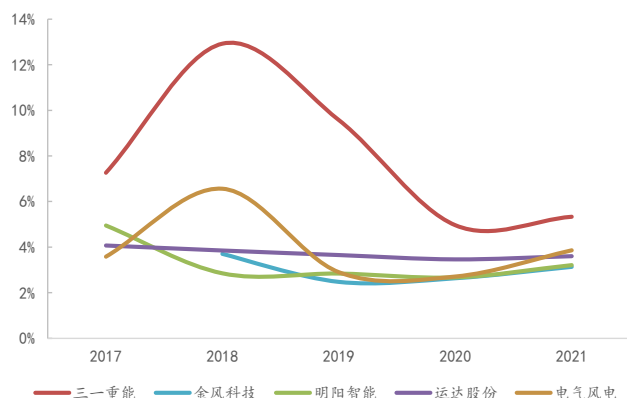
图 14：公司收入结构变化（按风机功率划分）



数据来源：公司公告，西南证券整理

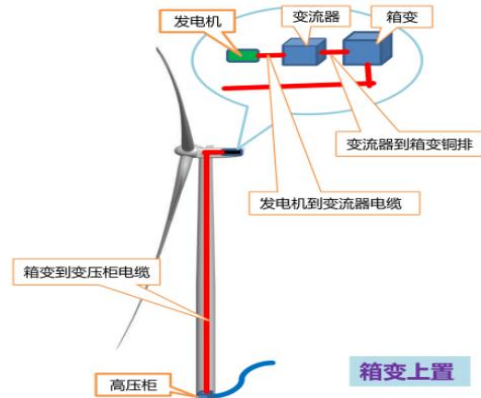
陆上风机功率全覆盖，研发费用率同业领先。公司重视研发，研发支出逐年提升，研发费用率显著高于同业。公司陆上风机产品系列行业领先水平，具备 2.XMW 到 6.XMW 全系列机组研发与生产能力，其中国内 5.XMW 风电机组设计上首次采用变压器上置方案，是我国最大功率的箱变上置陆上风机。此外，公司在核心零部件轻量化设计、风电场设计、数字化设计等方面也具备独特的比较优势。

图 15：公司研发费用率高于同业



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：陆上风机箱变上置方案示意图



数据来源：CWEA，西南证券整理

表 2：公司产业链研发体系

业务方向	技术及研发情况
风机产品	公司具备 2.XMW 到 6.XMW 全系列机组研发与生产能力，具有可靠、高效、低运维成本等一系列优点
核心零部件	公司具备独立研发生产风机叶片、发电机的能力，并具备部分其他核心零部件设计能力
运维服务	三一重能智慧风电场产品与公司风机设计深度集成，通过数字化打通数据孤岛，通过智能控制提高发电量，增加业主收益，提高运维效率，降低运维策划成本
风电建设服务业务	公司拥有专业的风电场设计及 EPC 项目管理团队，能够提高咨询设计、设备采购、工程施工、运维培训及项目融资等风电场生命周期解决方案
风电场运营管理业务	公司持有并运营多家标杆风电场，其中宁乡县观音阁风电场年发电等效小时数连年位居湖南省前茅

数据来源：公司公告，西南证券整理

布局全球三大研发中心，与国外先进厂商达成技术合作。公司建立并完善研发体系，形成了北京研究院、长沙研究院、欧洲研究院的三地联合布局，实现国际化研发团队异地协同平台化开发。截至 2021 年底，公司研发人员总人数达 577 人，取得专利 494 项。同时公司在坚持自主研发的同时，注重通过合作研发对核心技术发展提供助力。公司与欧洲顶级公司在整机、叶片等方向进行合作开发，如全球著名风电机组设计公司 Aerody 及叶片设计公司 WINDnovation 达成技术合作协议，实现内外部研发资源有机整合。

表 3：公司与 Aerodyn 及 WINDnovation 达成技术合作协议

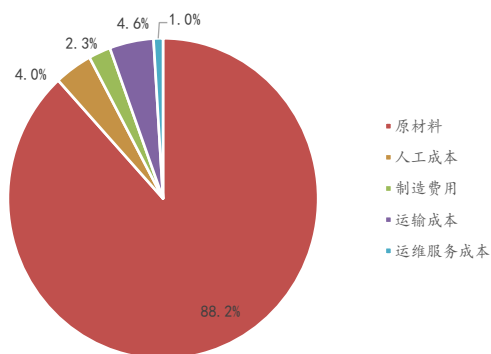
合作方	时间	协议名称	协议内容
Aerodyn	2017	aeroMaster3.0-145 技术开发协议	"Aerodyn 授予公司 aeroMaster3.0-145 主要传动组件以及 ae3.0-71.0 叶片的技术方案非专有使用权。"
	2020	aeroMaster8.4-180 概念研究工程协议	公司委托 Aerodyn 开展 8.4MW 风机的概念研究工程。本协议项下所有工作成果和交付物的所有权归发行人所有。
	2021	aeroMasterNT15.0-236 概念研究工程协议	公司委托 Aerodyn 开展 15.0MW 风机的概念研究工程。
WINDnovation	2017	用于 2.5MW 风机的 WINDblade635-3.0G1-1 风轮叶片技术许可协议	WINDnovation 授予公司用于 2.5MW 风机的 WINDblade635-3.0G1-1 风轮叶片的设计、生产、销售非独占许可。
	2019	用于 5.6MW 风机的 WINDblade834-5.6-F60G1S1 风轮叶片技术许可协议	WINDnovation 授予公司用于 5.6MW 风机的 WINDblade834-5.6-F60G1S1 风轮叶片的设计、生产、销售非独占许可。

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 部件轻量化+供应链一体化+管理数字化，降本优势显著

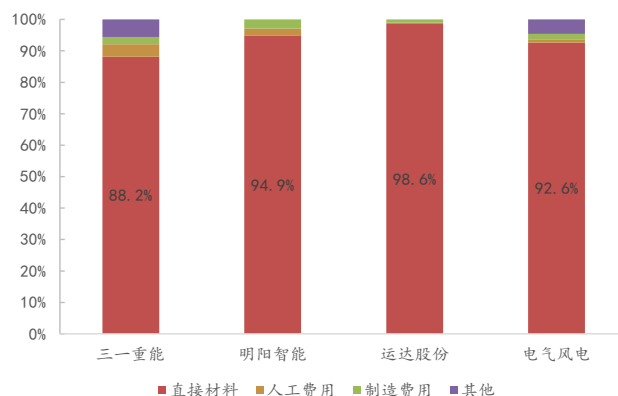
核心部件轻量化加之供应链一体化布局，打造公司成本优势。风机成本结构中，原材料占比最大，公司从量价两方面降低原材料对风机成本的影响。重量方面，通过深入应用拓扑优化设计、数字化仿真等技术，研究和应用新型的结构件材料对叶片等核心部件结构进行优化设计，使整机的载荷更合理，进而降低整机、塔筒及建设成本，促进风机轻量化；价格方面，积极布局产业链一体化，实现自产叶片及结构件，降低原材料成本占比。

图 17：陆上风机成本结构（以三一重能为例）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：原材料成本占比同业对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

核心零部件自产可控，形成供应链一体化布局。公司目前具备 2.XMW 到 6.XMW 全系列机组研发与生产能力、独立研发生产制造风机叶片、发电机的能力，以及部分其他核心零部件的设计能力。公司通过自主研发、设计、生产叶片和发电机，实现核心零部件自主可控。同时公司也与各大主要零部件一线厂商建立了良好稳固的合作关系，在风机核心零部件、风机产品及运维服务、风电场设计、运营等方面全方位布局。

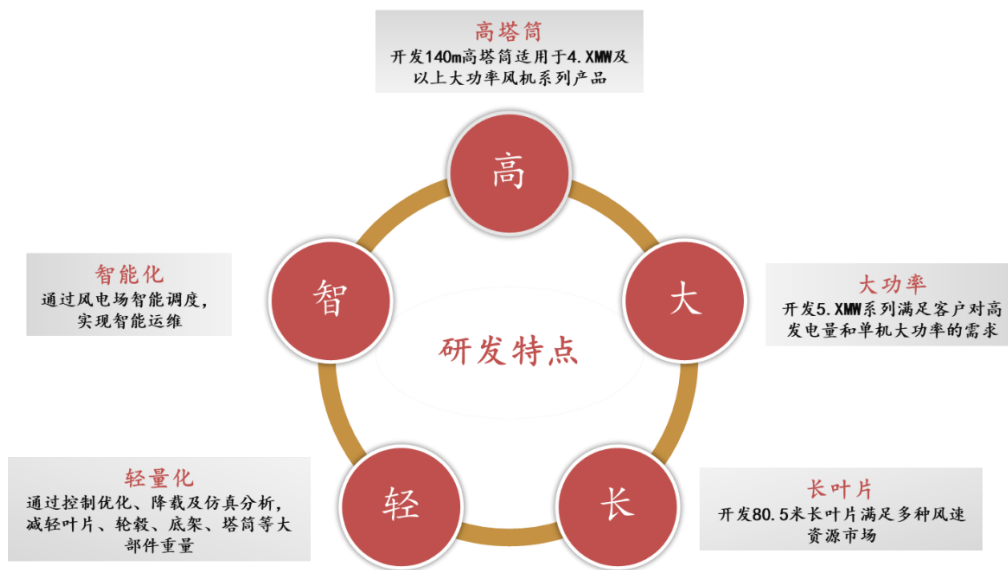
表 4：可比公司技术布局对比

公司名称	技术及研发情况
三一重能	公司具备 2.XMW 到 6.XMW 全系列机组研发与生产能力，同时具备发电机、叶片自主研发设计生产能力。公司风机产品针对不同环境特点形成了分别适用于高中低风速、冰冻、高海拔、常低温环境等产品系列。此外，公司具备风电场设计、建设、运营管理核心技术，实现产业链一体化。未来，公司将进一步向 8.XMW-10.XMW 大容量机型、数字化、核心零部件、智慧风电场等方向进一步研发
西门子歌美飒	将在 2022 年和 2024 年分别量产 SG11.0-200DD 和 SG14-222DD 海上机型并可扩展到 15MW 的发电容量；将在 2020 年推出基于 5.X 平台的 SG5.8-170 和 SG5.8-155 陆上机型的原型机并可扩展到 6.2MW 和 6.6MW 的发电容量
维斯塔斯	海上 V164-10.0MW 将在 2021 年装机
金风科技	持续推进 GW2S、GW2.5S、GW3S、GW6S 系列化机组研发工作，对现有研发平台及产品进行了优化和升级，结合风机各领域关键技术应用对产品软硬件进行全线优化升级，提升产品竞争力；发布 GW155-4.5、GW136-4.8 两款机组，将额定容量升级到 4MW 以上，打造国内陆上大基地中高风速区域定制机型，拓展国际及可能的海上业务
运达股份	三北大基地风电市场产品开发；平原低风速、高切变风电市场产品开发；复杂电网、复杂环境风电市场产品开发；分散式风电市场产品开发
明阳智能	全球单机容量最大的半直驱抗台风型 MySE8-10MW 风机研发取得进展；新一代 MySE8.3-180 抗台风型海上风机研发取得进展
远景能源	“超导风机 Ecoswing 计划”获得欧盟地平线 1 亿欧元资助，将适用于各种环境的智能风机用于下一代的风电中
电气风电	陆上 3.X、4.X、5.X 大兆瓦机型，海上中低风速、大兆瓦、台风型产品；下一代风机载荷仿真技术、叶片关键技术、新一代数字化和云服务平台开发、深远海和综合能源等技术研究

数据来源：公司公告，西南证券整理

整机轻量化生产，重量指标轻于国内竞争对手。其中通过控制优化、降载及仿真分析，减轻叶片、轮毂、底架、塔筒等大部件重量。根据公司招股书，3.XMW 全系产品重量指标轻于国内竞争对手，如 3MW 机舱重量最轻约为 98 吨，其余国内最轻同级别机型重量基本均在 100 吨以上，可极大节省吊装成本和吊车租赁费用。

图 19：公司技术研发特点“高、大、长、轻、智”



数据来源：公司公告，西南证券整理

数字化能力突出，智能制造助力公司降本增效。公司始终把智能制造作为企业核心发展策略，利用自动化、精益化、数字化和智能化技术，通过灯塔工厂的建设、产线布局的优化改造、自动化设备及工业机器人的大量运用，打造出整机、发电机及叶片工厂多个智能生产单元和全自动化物流体系；在减少人工作业的同时提高了生产效率，缩短了生产周期，降低了生产成本。2021 年，三一重能被工信部认定为“智能制造标杆企业”，成为中国风电行业首个获此荣誉的企业。

目前公司智能制造工厂拥有五个柔性制造作业中心，两条脉动式柔性生产线，可生产 3.X-6.X 兆瓦的机型，曾创下 100 天内生产 800 台风机的纪录。在智能制造工厂中生产同样容量的风电机组，可以减少 35% 的工人，下线时间由 3.5 个小时缩短至 2 个小时，单班产量从 2 台机组提升至 4 台风机。在降低人员配置、提升生产效率的同时，产品的不良率从 0.26% 降低至 0.14%。

图 20：公司建立风电行业首个超级计算中心



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 21：公司柔性生产线



图：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司陆上风机市占率快速提升，具备零部件自制及轻量化等竞争优势，伴随未来风机大型化趋势，公司大兆瓦机型销售占比有望提升。预计 2022-2024 年陆上风机装机容量分别提升至 5/7/9GW；海上风机目前处于研发阶段，预计 2023 年可以出货，预计 2023-2024 年海上风机销售量为 1/1.5GW。

假设 2：公司实现供应链一体化布局，发电业务采用“滚动开发”战略。伴随风电项目陆续完工，在建风电场相继并网，发电业务营业收入有望持续提升。2021 年公司在运风电场容量为 718MW，2022H1 为 497MW，假设 2022-2024 年风电场在运容量分别为 497/800/1000MW，转让容量分别为 240/300/300MW。

假设 3：大型化趋势之下，公司新增装机平均单价逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
风力发电机组	收入	8861.4	10500.0	16296.0	20746.8
	增速	1.6%	18.5%	55.2%	27.3%
	毛利率	26.2%	23.0%	24.0%	25.0%
发电收入	收入	617.1	427.1	687.5	859.4
	增速	109.8%	-30.8%	61.0%	25.0%
	毛利率	74.7%	75.0%	75.0%	75.0%
风电建设服务	收入	559.4	671.3	805.6	966.7
	增速	200.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	收入	136.8	157.4	181.0	208.1
	增速	16.9%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	10174.7	11755.8	17970.1	22781.1
	增速	9.2%	15.5%	52.9%	26.8%
	毛利率	28.6%	24.5%	25.6%	26.5%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取行业内四家可比公司，2022 年-2024 年平均 PE 分别为 18、14、11 倍。公司作为国内陆上风机新秀，市占率快速提升，公司具备核心部件的轻量化和供应链一体化布局，叠加数字化管理模式的应用，降本增效显著，毛利率为行业内最高。预计公司 2022-2024 年营收分别为 117.6 亿元、179.7 亿元、227.8 亿元，未来三年归母净利润增速分别为 3.5%/54.2%/31.5%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300772.SZ	运达股份	22.33	0.90	1.20	1.40	1.68	24.81	18.61	15.95	13.29
002202.SZ	金风科技	12.73	0.82	0.89	1.03	1.23	15.52	14.30	12.36	10.35
601615.SH	明阳智能	26.72	1.36	1.78	1.96	2.28	19.65	15.01	13.63	11.72
688660.SH	电气风电	7.57	0.38	0.31	0.54	0.73	19.92	24.42	14.02	10.37
平均值							19.98	18.09	13.99	11.03

数据来源：Wind，西南证券整理；注：各公司 EPS 为西南证券预测

5 风险提示

- 1) 下游需求不及预期的风险；
- 2) 行业竞争加剧导致销售价格下降的风险；
- 3) 风机大型化、轻量化带来的原材料供应风险；
- 4) 产品技术开发未达预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10174.71	11755.83	17970.11	22781.10	净利润	1591.14	1649.73	2543.52	3345.80
营业成本	7269.14	8870.47	13364.19	16735.66	折旧与摊销	296.51	448.51	448.51	448.51
营业税金及附加	69.18	87.29	129.05	157.19	财务费用	49.97	11.76	17.97	22.78
销售费用	660.46	764.13	1078.21	1366.87	资产减值损失	-113.88	0.00	0.00	0.00
管理费用	349.23	1116.80	1527.46	1822.49	经营营运资本变动	-374.98	758.80	1886.76	1261.48
财务费用	49.97	11.76	17.97	22.78	其他	-801.94	-1035.40	-1114.82	-1219.39
资产减值损失	-113.88	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	646.83	1833.40	3781.95	3859.18
投资收益	520.74	950.00	1050.00	1150.00	资本支出	-290.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	39.09	85.40	66.82	68.39	其他	449.62	1035.40	1116.82	1218.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	158.81	1035.40	1116.82	1218.39
营业利润	1853.34	1940.78	2970.05	3894.51	短期借款	959.94	-2658.90	0.00	0.00
其他非经营损益	-15.32	-35.09	-31.88	-29.59	长期借款	486.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	1838.01	1905.69	2938.17	3864.92	股权融资	141.08	0.00	0.00	0.00
所得税	246.88	255.97	394.64	519.12	支付股利	0.00	-318.23	-329.29	-507.68
净利润	1591.14	1649.73	2543.52	3345.80	其他	-194.18	-123.41	-17.97	-22.78
少数股东损益	0.00	3.30	5.10	6.70	筹资活动现金流净额	1392.92	-3100.54	-347.26	-530.47
归属母公司股东净利润	1591.14	1646.43	2538.42	3339.10	现金流量净额	2198.57	-231.74	4551.51	4547.11
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3979.70	3747.96	8299.47	12846.58	成长能力				
应收和预付款项	2626.39	4271.66	5370.12	7137.04	销售收入增长率	9.28%	15.54%	52.86%	26.77%
存货	1528.36	1865.04	2807.86	3517.72	营业利润增长率	19.86%	4.72%	53.03%	31.13%
其他流动资产	2146.98	670.75	984.65	1227.66	净利润增长率	16.15%	3.68%	54.18%	31.54%
长期股权投资	191.49	191.49	191.49	191.49	EBITDA 增长率	21.64%	9.15%	43.13%	27.04%
投资性房地产	35.16	35.16	35.16	35.16	获利能力				
固定资产和在建工程	5115.22	4701.15	4287.08	3873.01	毛利率	28.56%	24.54%	25.63%	26.54%
无形资产和开发支出	284.27	250.20	216.12	182.05	三费率	10.41%	16.10%	14.60%	14.10%
其他非流动资产	1854.67	1854.30	1853.93	1853.56	净利率	15.64%	14.03%	14.15%	14.69%
资产总计	17762.24	17587.70	24045.88	30864.28	ROE	41.44%	32.00%	34.51%	32.78%
短期借款	2658.90	0.00	0.00	0.00	ROA	8.96%	9.38%	10.58%	10.84%
应付和预收款项	5629.75	9102.29	12398.50	15667.75	ROIC	66.62%	73.63%	283.16%	-607.73%
长期借款	1342.11	1342.11	1342.11	1342.11	EBITDA/销售收入	21.62%	20.42%	19.12%	19.16%
其他负债	4291.54	1987.62	2935.34	3646.38	营运能力				
负债合计	13922.29	12432.02	16675.96	20656.24	总资产周转率	0.64	0.67	0.86	0.83
股本	988.50	1176.79	1176.79	1176.79	固定资产周转率	2.85	3.09	5.30	7.66
资本公积	800.92	612.64	612.64	612.64	应收账款周转率	9.27	6.92	8.13	7.67
留存收益	2034.76	3362.96	5572.10	8403.51	存货周转率	4.11	5.23	5.72	5.29
归属母公司股东权益	3839.95	5152.38	7361.52	10192.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.46%	—	—	—
少数股东权益	0.00	3.30	8.40	15.10	资本结构				
股东权益合计	3839.95	5155.68	7369.92	10208.04	资产负债率	78.38%	70.69%	69.35%	66.93%
负债和股东权益合计	17762.24	17587.70	24045.88	30864.28	带息债务/总负债	28.74%	10.80%	8.05%	6.50%
					流动比率	0.82	0.96	1.15	1.29
					速动比率	0.70	0.79	0.96	1.10
					股利支付率	0.00%	19.33%	12.97%	15.20%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	2199.82	2401.05	3436.53	4365.80	每股收益	1.35	1.40	2.16	2.84
PE	28.95	27.98	18.15	13.80	每股净资产	3.26	4.38	6.26	8.66
PB	12.00	8.94	6.26	4.52	每股经营现金	0.55	1.56	3.21	3.28
PS	4.53	3.92	2.56	2.02	每股股利	0.00	0.27	0.28	0.43
EV/EBITDA	16.72	17.34	10.79	7.45					
股息率	0.00%	0.69%	0.71%	1.10%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，，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。

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	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	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn