

## N型迭代加速推进，光储协同持续深化

### ——协鑫集成(002506)公司首次覆盖报告

#### 报告要点:

##### ● 产业链降价刺激业务放量，营收跃升静待净利回暖

公司2023年实现营业收入159.68亿元，同比增速达91.15%，2024年上半年实现营收81.13亿元，同比增长44.73%。公司2023年实现归母净利润1.58亿元，同比增长142.2%，2024H1归母净利润为0.43亿元，同比下滑61.15%。公司2022年开始扭亏为盈并于2023年实现快速增长，但受产业链降价拖累今年上半年利润表现较去年同期出现小幅回落但韧性凸显。随着行业格局预期好转，公司有望凭借差异化优势率先迎来盈利修复。

##### ● 加速推进N型产能布局，高效电池组件有望持续放量

2023年公司组件产销两旺，全年出货量达到16.42GW，重回行业前十。公司现有高效组件产能30GW，以182、210大尺寸为主，兼容TOPCon、BC电池技术，其中阜宁基地12GW高效大尺寸组件产能于2023年11月全面投产并达产，合肥基地通过强化设备技改和性能提升接轨N型技术，于2023年底实现17.5GW高效产能。N型电池片方面，公司在芜湖投建的20GW（一期10GW）N型TOPCon电池项目于2023年底全面达产，目前通过技改升级产能已提升至12GW，同时新建2GW210R尺寸电池片产线并于2024年8月投产，助力公司产能规模进一步提升。

##### ● 光储协同打开成长空间，碳链管理赋能产业降碳

公司布局多元化光伏+应用场景并重新调整储能业务战略，搭建全新的储能业务团队，2023年全年实现储能储备项目超过1GWh。此外公司启动碳链管理项目，以低碳值、高功率产品为重点，协同上下游企业赋能，构建全球首家基于区块链技术的光伏产业“碳链管理平台”，为产业降低碳足迹赋能。

##### ● 投资建议与盈利预测

公司作为全球领先的一站式智慧综合能源系统集成厂商，有望凭借差异化的超高效组件和系统集成服务进一步提升市场竞争力。我们预计2024年至2026年公司实现营收212.67亿元、295.88亿元、338.52亿元，同比增长33.19%、39.13%、14.41%，归母净利润2.07亿元、3.58亿元、5.07亿元，同比增长30.93%、73.13%、41.92%，对应PE分别为53、31、22X。考虑到下游装机需求旺盛带动产业链景气度边际好转，叠加未来储能市场业务有望放量，公司业绩增长明确，首次覆盖推荐，给予“增持”评级。

##### ● 风险提示

市场竞争加剧风险、产业政策风险、汇率变动风险、海外贸易保护和供应链壁垒风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8353.61	15967.61	21267.00	29588.00	33852.00
收入同比(%)	77.68	91.15	33.19	39.13	14.41
归母净利润(百万元)	65.11	157.72	230.59	346.99	551.02
归母净利润同比(%)	103.28	142.24	46.20	50.47	58.80
ROE(%)	2.87	6.51	8.69	11.55	15.49
每股收益(元)	0.01	0.03	0.04	0.06	0.09
市盈率(P/E)	168.03	69.36	47.44	31.53	19.85

资料来源：Wind，国元证券研究所

## 增持|首次推荐

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 2.9/1.75

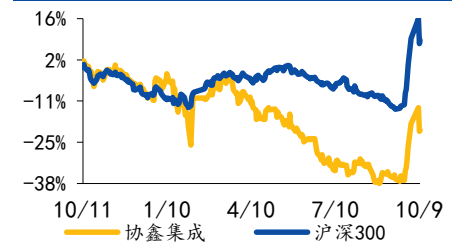
A股流通股(百万股): 5848.41

A股总股本(百万股): 5850.32

流通市值(百万元): 13158.92

总市值(百万元): 13163.21

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 龚斯闻

执业证书编号 S0020522110002

电话 021-51097188

邮箱 gongsuwen@gyzq.com.cn

分析师 花冠

执业证书编号 S0020122030005

电话 021-51097188

邮箱 huaguan@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 聚焦光储制造，专注系统集成.....	3
1.1 深耕光伏制造主场，一体多翼纵深发展.....	3
1.2 背靠协鑫集团做优做强，股权稳定助力长远发展.....	3
1.3 业务扩张刺激营收跃升，净利水平静待回暖.....	4
2. 光储一体化布局持续深化，协同空间未来可期.....	7
2.1 大尺寸组件出货领先，N型产能稳步推进.....	7
2.2 光伏+应用场景丰富，储能业务布局顺利.....	7
2.3 “链主思维”精准降碳，BIPV 加速推进.....	8
3. 盈利预测.....	10
3.1 分业务盈利预测.....	10
3.2 投资评级.....	10
4. 风险提示.....	12

## 图表目录

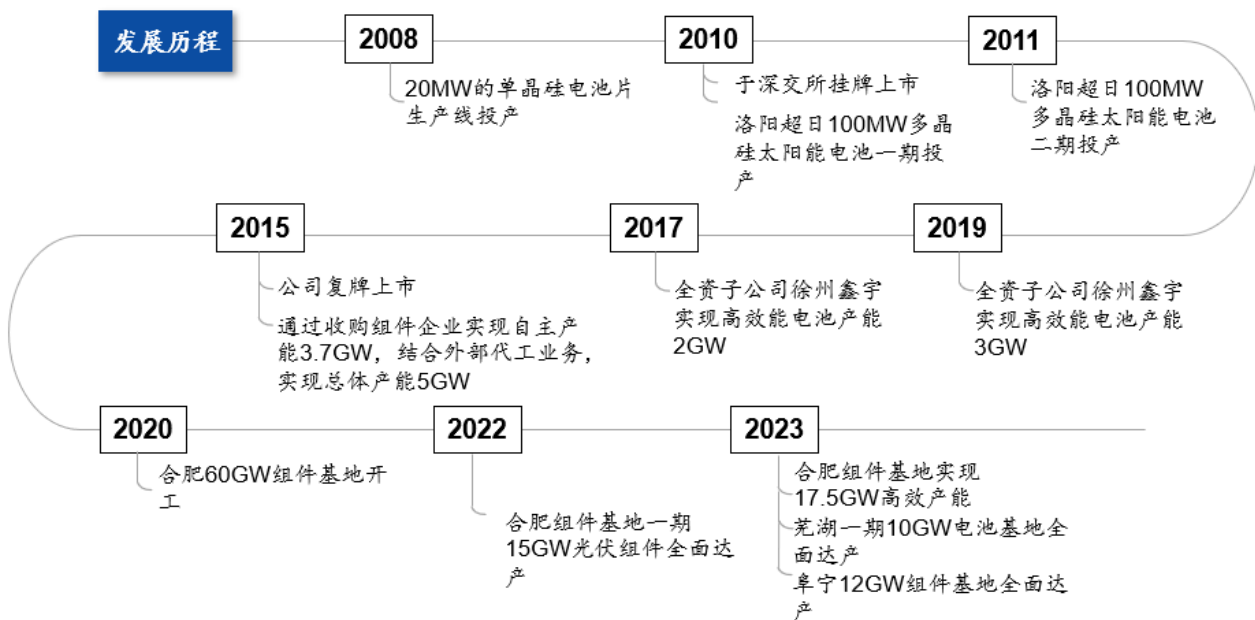
图 1: 协鑫集成发展历程.....	3
图 2: 协鑫集成股权结构图（截至 2024Q1 末）.....	4
图 3: 公司营收结构变化情况.....	5
图 4: 公司营收变化情况.....	5
图 5: 公司归母净利润变化情况.....	5
图 6: 公司毛利率和净利率变化情况.....	5
图 7: 公司期间费用率变化情况.....	6
图 8: 公司“莲花”系列双玻组件.....	7
图 9: 公司 210 系列双面双玻组件.....	7
图 10: 微电网型储能系统方案.....	8
图 11: 分布式储能系统方案.....	8
图 12: “鑫福顶”BIPV 组件产品.....	8
图 13: “鑫云顶”BIPV 组件产品.....	8
表 1: 公司分业务收入及毛利率预测.....	10

## 1. 聚焦光储制造，专注系统集成

### 1.1 深耕光伏制造主场，一体多翼纵深发展

公司致力于成为全球领先的绿色能源系统集成商，秉持“把绿色能源带进生活”的理念，将绿色低碳的时代主题与自身长期深耕的新能源事业深度融合。公司成立于2003年，其发展前身为上海超日太阳能科技发展有限公司。2015年协鑫集团和央企长城资产联手入驻，公司重新更名为“协鑫集成科技股份有限公司”复牌上市，并于同年通过重大资产重组方式收购组件生产企业江苏东昇和张家港集成，实现自主组件产能。公司积极响应国家实施的制造强国战略，并连续5年取得PVEL颁布的产品可靠性“最佳表现”厂商荣誉，在行业内形成良好的品牌认可度。

图 1：协鑫集成发展历程

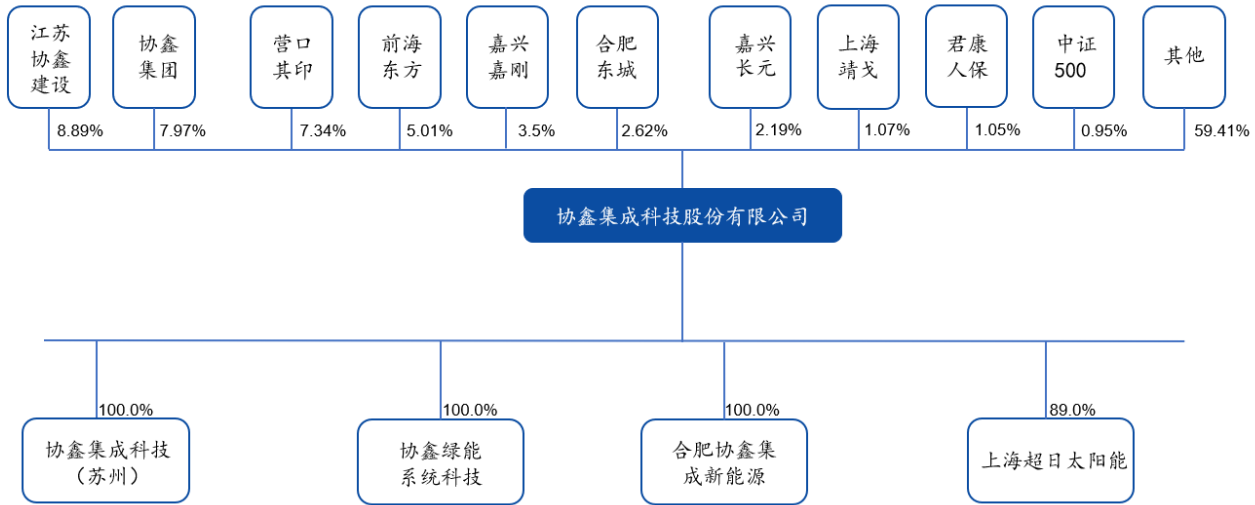


资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 1.2 背靠协鑫集团做优做强，股权稳定助力长远发展

公司控股股东为协鑫集团有限公司，截至2024年上半年末，协鑫集团及其一致行动人持股比例共计24.20%。协鑫集团连续多年位列国内新能源行业前列，公司作为集团旗下第一家A股上市公司，充分借助集团的品牌和渠道优势，构建全球化平台。公司实际控制人朱共山是协鑫集团创始人，在推动新能源产业发展和实现国家能源战略方面贡献了重要作用。

图 2：协鑫集成股权结构图（截至 2024H1 末）



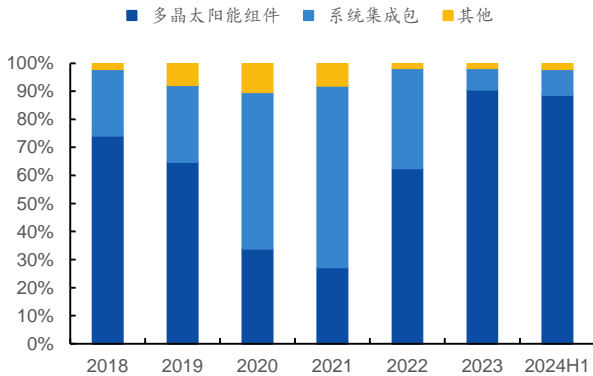
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2024年2月5日，协鑫集成拟通过深交所交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份，回购股份资金总额不低于1亿元，价格不超过3.85元/股；截至8月底，公司以集中竞价方式累计回购总金额已达到0.25亿元。本次股份回购计划将用于股权激励、员工持股计划等，彰显了管理层对公司未来发展的信心以及对公司价值的高度认可，同时也增强了投资者信心，积极维护广大投资者的利益，助力公司长期持续发展。

### 1.3 业务扩张刺激营收跃升，净利水平静待回暖

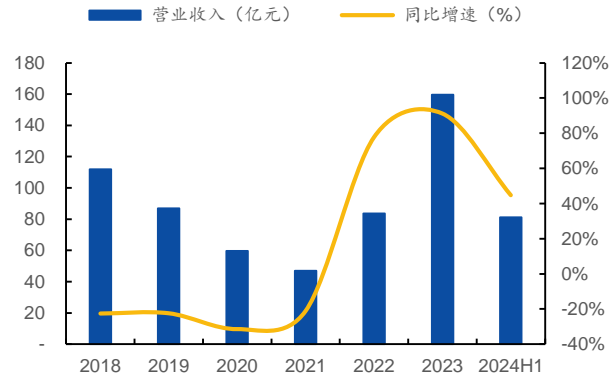
**光伏组件业务贡献营收主要增量。**公司2024年上半年实现营业收入81.13亿元，同比增速达44.73%。自2022年以来，公司营收保持显著增长，主要系光伏电池组件产能持续扩张，出货量不断提升，拉动整体营收上扬。自2022年以来公司组件业务收入占比呈上升态势，系统集成业务占比降低，2023年组件业务收入占比达历史新高。公司顺应大尺寸组件行业变革及光伏行业技术发展趋势，全力推动组件先进产能规模及结构调整，以满足下游客户需求，2024年上半年国内中标规模及组件开工率均位于行业前列，组件出货量及营收同比大幅增长。

图 3：公司营收结构变化情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

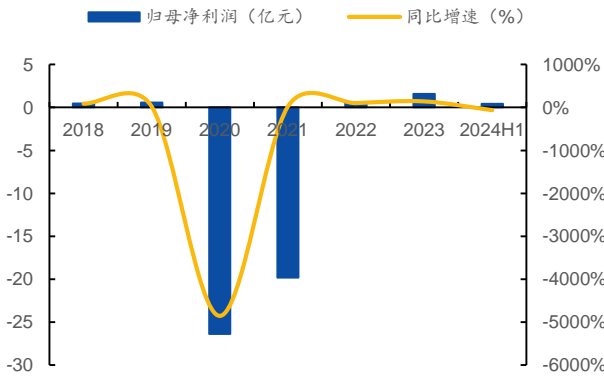
图 4：公司营收变化情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

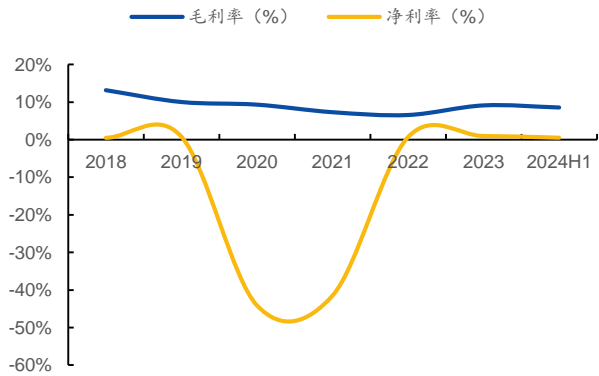
**产业链降价盈利韧性凸显，静待行业格局好转。**回顾公司发展历史，2020 年和 2021 年公司盈利水平出现滑铁卢，主要系原材料价格上涨和产能迭代升级所致。随着公司大尺寸产能逐步释放，公司 2022 年实现扭亏为盈并于 2023 年实现快速增长。2023 年 H2 开始光伏产业价格进入下行周期，公司 2024H1 实现归母净利润 0.43 亿元，同比下降 61.15%，尽管公司上半年利润表现较去年同期出现回落，但相较于其他组件厂商依然保持正向的盈利能力。随着行业落后产能预期加速出清，公司有望凭借卓越的产品性能和合理的产能结构率先摆脱困境，迎来盈利修复。公司毛利率水平自 2022 年以来逐步回暖，净利率水平在经历 2020 年和 2021 年急剧下跌后迅速修复并趋稳，未来随着公司费用管控能力的进一步提升有望持续改善。

图 5：公司归母净利润变化情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 6：公司毛利率和净利率变化情况

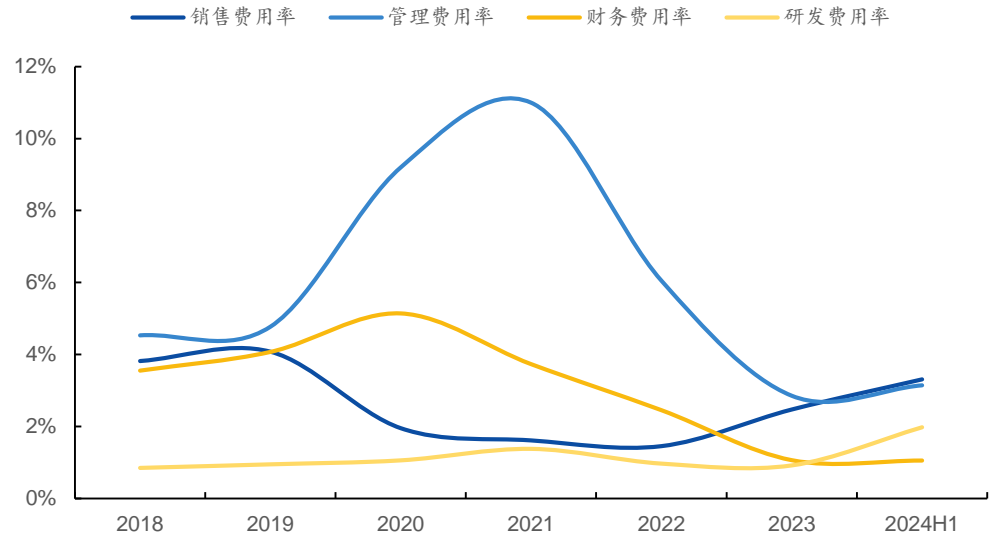


资料来源：公司公告，国元证券研究所

**公司期间费用率整体表现稳中有降，业务扩张策略下短期上扬。**2021 年以来，公司管理费用率、财务费用率和研发费用率整体呈稳步下降趋势，而销售费用率自 2022 年以来略有上涨主要系公司业务扩张加快所致。2024 年上半年公司不断加大市场开拓的力度，业务量不断递增，销售费用率和管理费用率出现小幅上扬，随着公司扩大融资规模以应对当前较为严峻的行业形势，财务费用也出现小幅增长。此外，公司注重产品的技术迭代和新工艺打磨，实现 OBB 技术的大跨越和 GPC 项目的稳步推进，

此外不断加码海上光伏组件、新型 BIPV 组件等项目研发，为未来业务发展和技术突破奠定基础。

图 7：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所



## 2.光储一体化布局持续深化，协同空间未来可期

### 2.1 大尺寸组件出货领先，N型产能稳步推进

深化战略转型升级，先进产能全面释放。公司紧跟主流市场趋势，开发 182、210 等大尺寸 TOPCon 单双玻组件以满足下游需求。2023 年公司组件产销两旺，海内外业务共振，全年出货量达到 16.42GW，重回行业前十。公司现有高效组件产能 30GW，以 182、210 大尺寸为主，兼容 TOPCon、BC 电池技术，其中阜宁基地 12GW 高效大尺寸组件产能于 2023 年 11 月全面投产并达产，合肥基地通过强化设备技改和性能提升接轨 N 型技术，于 2023 年底实现 17.5GW 高效产能。N 型电池片方面，公司在芜湖投建的 20GW（一期 10GW）N 型 TOPCon 电池项目于 2023 年 10 月投产并于年底全面达产，目前通过技改升级产能已提升至 12GW，同时新建 2GW210R 尺寸电池片产线并于 2024 年 8 月投产。

图 8：公司“莲花”系列双玻组件

图 9：公司 210 系列双面双玻组件



资料来源：公司官网，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

技术创新驱动循环，降本增效持续推进。降本增效方面，公司采用高分子材料边框、反光膜带、涂釉网格、反光汇流条、双镀膜玻璃、0BB、LECO（激光诱导辅助烧结）等新材料和新技术，实现电池量产效率 26.2%以上，并针对下游不同场景推出差异化组件产品，目前组件量产效率已全面突破 23%。182mm TOPCon 组件最高认证功率达 625W，210mm TOPCon 组件最高认证功率 710W。公司 2024H1 陆续推出碳链组件、莲花组件 Pro、高载荷组件等，以满足差异化市场和应用场景需求，其中“莲花组件”通过精细仿真分析和结构测试，采用托举式边框设计，组件正面全屏无遮挡，实现组件不积水、不积灰、多发电的效果，有效降低光伏组件积灰所导致的发电损失和热斑风险，解决行业痛点。

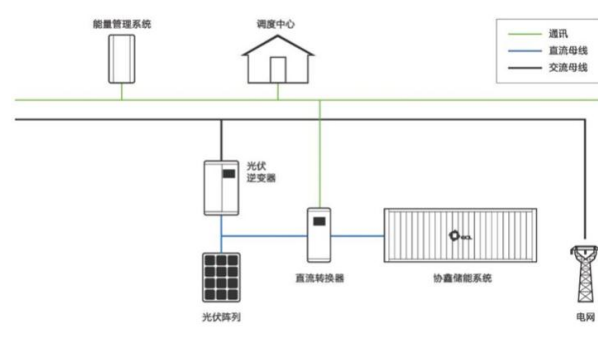
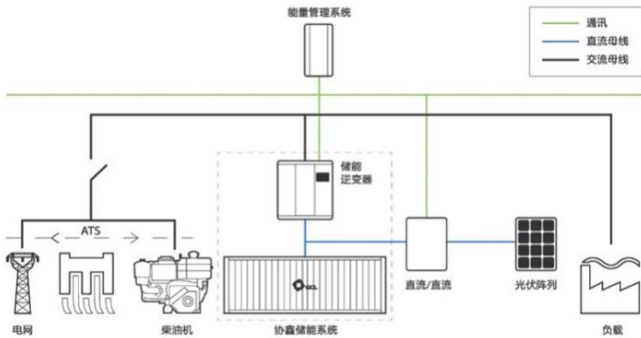
### 2.2 光伏+应用场景丰富，储能业务布局顺利

系统集成业务子公司协鑫绿能布局多元化光伏+应用场景，实现多渠道市场开发，荣获中国十大分布式光伏系统品牌、中国十大分布式光储设计院品牌、中国十大分布式光储运维品牌等荣誉。2023 年协鑫绿能新能源项目开发和检测业务均实现 GW 级规模突破，超额完成利润目标，其中工商业分布式容量占比达 34%、整县分布式占 30%、地面电站占 25%，全面推进开发模式创新化、业务标准模块化、商业价值模型化、

经营情况数字化。2024年6月，公司成功中标江苏阜宁250MW渔光储一体化EPC项目，中标总金额达到6.75亿元。

图 10：微电网型储能系统方案

图 11：分布式储能系统方案



资料来源：公司官网，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

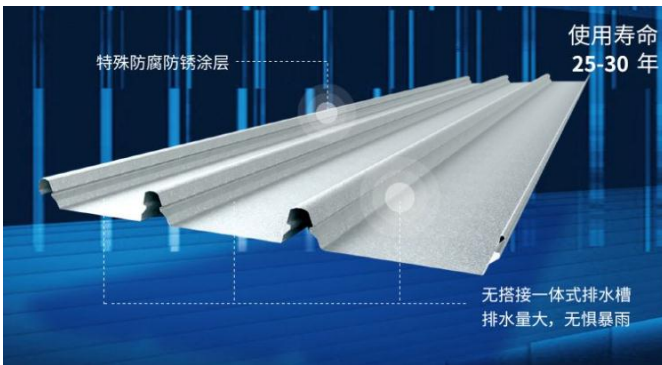
**海内外双轮驱动，打造储能新成长极。**2023年公司重新调整储能业务战略，搭建全新的储能业务团队，积极开拓海内外渠道，2023年全年实现储能储备项目超过1GWh。公司国内业务满足源网侧大储项目的投标资格，海外市场利用OEM+自研产品的模式，通过26项国际认证并在短时间内完成户储业务0-1的搭建。公司在昆山平谦产业园的制造基地，配备年产能2.5GWh的储能集装箱组装线，预计将于2024年上半年投产，实现自有大储和工商储产品的集成。

### 2.3 “链主思维”精准降碳，BIPV加速推进

公司启动碳链管理项目，以低碳值、高功率产品为重点，协同上下游企业赋能，联合协鑫科技和蚂蚁集团构建全球首家基于区块链技术的光伏产业“碳链管理平台”。该平台基于ESG理念，实现低碳、溯源、区块链的一体化协同，动态监管产品全生命周期各个环节的碳排放当量。短期来看，碳链管理平台能够为公司组件降碳、增值赋能，提升产品调性，实现产品生命节点透明化；中长期来看，能够推动低碳发展标准，为客户提供碳价值交易，为产业链企业降低碳足迹赋能。

图 12：“鑫福顶” BIPV 组件产品

图 13：“鑫云顶” BIPV 组件产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所



**BIPV 作为建筑和光伏深度融合的产物，是发展绿色建筑的重要方向。**公司高效 BIPV 组件“鑫福顶”采用建筑材料 A 级防火构件，并借由通长版型辅以澳式宽幅暗扣实现优异的防水性，机械式紧固结构整体雪载 7000Pa，抗静态风揭 5600Pa，可抗 17 级以上风力，在保证安全性的前提下有效带动系统成本的下降，为投资者最大程度节省度电成本，并带来更高的投资回报率。目前已完成小批量试产，具备规模化量产能力，并顺利中标承德露露 5.98MWp 项目。“鑫云顶”系列产品设计升级，安装方式由横向安装变为竖向安装，依托导水槽能获得更好的雪载能力。在农光互补应用场景中，“鑫云顶”可以为客户提供不同透光率组件，即确保农作物生长，又为农场提供了优质光伏投资收益及用电保障。

### 3. 盈利预测

#### 3.1 分业务盈利预测

**光伏组件业务：**行业 N/P 迭代进程加速，公司凭借 TOPCon 电池+大尺寸组件的规模优势，有望保持市场竞争力。我们预计该业务 2024 年-2026 年营收增速分别为：34.75%、40.31%、14.04%。目前行业处于盈利区间底部，但随着行业落后产能的不断出清，供需错配或得到一定程度的纠正。考虑到公司电池片自供比例的提升有望增厚一体化利润，预计 2024 年-2026 年光伏组件业务毛利率分别为：11%、13%、14%。

**系统集成业务：**公司系统业务多年来维持相对稳定的业务规模，未来有望保持平稳的发展节奏。因此，我们预计该业务 2024 年-2026 年营收增速分别为：8.14%、19.26%、18.53%，预计 2024 年-2026 年系统集成业务毛利率分别为：13%、15%、18%。

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年总营收分别为 212.67 亿、295.88 亿、338.52 亿，营收增速分别为 33.18%、39.13%、14.41%。净利率分别为 1.08%、1.17%、1.63%。

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

业务	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	83.54	159.68	212.67	295.88	338.52
YOY	77.68%	91.15%	33.19%	39.13%	14.41%
营业总成本 (亿元)	78.07	145.17	188.70	256.91	290.38
毛利率	6.55%	9.08%	11.27%	13.17%	14.22%
<b>光伏组件</b>					
营业收入 (亿元)	52.21	144.71	195.00	273.60	312.00
YOY	306.87%	177.20%	34.75%	40.31%	14.04%
营业成本 (亿元)	49.06	131.77	173.55	238.03	268.32
毛利率	6.02%	8.94%	11.00%	13.00%	14.00%
<b>系统集成</b>					
营业收入 (亿元)	29.89	12.20	13.19	15.73	18.65
YOY	-1.62%	-59.19%	8.14%	19.26%	18.53%
营业成本 (亿元)	28.04	11.21	11.48	13.37	15.29
毛利率	6.16%	8.10%	13.00%	15.00%	18.00%

资料来源：Wind，国元证券研究所

#### 3.2 投资评级

公司作为全球领先的一站式智慧综合能源系统集成厂商，有望凭借差异化的超高效组件和系统集成服务进一步提升市场竞争力。我们预计 2024 年至 2026 年公司实现营收 212.67 亿元、295.88 亿元、338.52 亿元，同比增长 33.18%、39.13%、14.41%，归母净利润 2.31 亿元、3.47 亿元、5.51 亿元，同比增长 46.20%、50.47%、58.80%，对应 PE 分别为 47、32、20X。考虑到下游装机需求旺盛带动产业链景气度边际好转，叠加未来储能市场业务有望放量，公司业绩增长明确，首次覆盖推荐，给予“增

持”评级。

表 2：可比公司估值情况

公司简称	市值 (亿元)	EPS				PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
晶科能源	910.47	0.74	0.33	0.52	0.65	11.91	27.26	17.41	14.11
晶澳科技	422.98	2.12	-0.03	0.91	1.30	9.76	-404.70	14.05	9.86
<b>平均值</b>						<b>10.84</b>	<b>-188.72</b>	<b>15.73</b>	<b>11.99</b>
协鑫集成	131.63	0.03	0.02	0.06	0.10	101.64	47.44	31.53	19.85

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，数据截至 2024 年 10 月 10 日

## 4. 风险提示

- 1) **市场竞争加剧风险。**光伏行业持续内卷，行业洗牌正在进行中。若未来行业扩产超预期，光伏产业链盈利水平在市场影响下存在持续降低风险，从而在一定程度上影响公司的盈利能力。
- 2) **产业政策风险。**随着可再生能源的持续开发和利用，各国政府及地区对光储产业陆续出台相应政策。未来若各国家和地区对清洁能源的产业政策发生较大变化，将在一定程度上影响公司的市场拓展和盈利能力。
- 3) **汇率波动风险。**公司海外业务收入占比较高，按照交易时的即期汇率确认收入或成本，而收到或支付货款按照银行买入价结汇。若未来收付货币汇率发生较大波动，公司或产生汇兑损益，从而影响财务状况。
- 4) **海外贸易保护和供应链壁垒风险。**近年来国际环境及贸易局势复杂多变，全球主要光伏市场均在鼓励本土化制造。如未来公司主要销售国家施加贸易壁垒，将对公司境外销售业务带来风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6019.33	10827.35	16760.65	23091.88	26310.04
现金	2553.04	6335.92	8506.80	11835.20	13540.80
应收账款	554.15	1665.18	2552.04	3550.56	4062.24
其他应收款	584.48	535.27	2126.70	2958.80	3385.20
预付账款	336.11	342.07	754.80	1027.64	1161.52
存货	1302.48	1483.89	2151.18	2928.77	3310.33
其他流动资产	689.07	465.02	669.13	790.90	849.95
<b>非流动资产</b>	4220.22	8282.02	8170.65	8043.84	7905.97
长期投资	1530.62	1644.42	1636.33	1636.33	1636.33
固定资产	1769.58	2504.95	3487.69	3831.52	3938.47
无形资产	125.37	128.15	123.15	120.15	119.15
其他非流动资产	794.66	4004.51	2923.48	2455.84	2212.02
<b>资产总计</b>	10239.55	19109.37	24931.30	31135.72	34216.01
<b>流动负债</b>	6944.28	11786.01	17814.65	23208.75	25224.53
短期借款	1308.91	2229.63	5739.38	7642.85	7728.87
应付账款	1667.94	2748.64	3774.00	5138.20	5807.60
其他流动负债	3967.43	6807.74	8301.27	10427.70	11688.06
<b>非流动负债</b>	1028.83	4900.11	4462.95	4924.28	5435.77
长期借款	71.04	169.86	242.95	324.28	405.77
其他非流动负债	957.79	4730.24	4220.00	4600.00	5030.00
<b>负债合计</b>	7973.11	16686.11	22277.60	28133.03	30660.30
少数股东权益	0.04	-0.99	-0.99	-0.99	-0.99
股本	5850.32	5850.32	5850.32	5850.32	5850.32
资本公积	4397.04	4397.79	4397.79	4397.79	4397.79
留存收益	-7984.72	-7827.00	-7596.40	-7249.42	-6698.40
归属母公司股东权益	2266.39	2424.25	2654.70	3003.68	3556.70
<b>负债和股东权益</b>	10239.55	19109.37	24931.30	31135.72	34216.01

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	445.81	301.07	-1005.48	1674.98	1798.41
净利润	62.92	156.68	230.59	346.99	551.02
折旧摊销	151.93	210.48	274.38	343.13	385.00
财务费用	204.85	168.49	53.69	148.09	124.57
投资损失	-276.35	-142.76	-1.75	-1.80	-1.85
营运资金变动	399.50	-379.25	-1324.07	199.85	240.50
其他经营现金流	-97.05	287.43	-238.33	638.73	499.18
<b>投资活动现金流</b>	-427.46	-1020.53	-411.88	-207.30	-159.75
资本支出	665.02	948.14	250.00	250.00	250.00
长期投资	30.50	87.00	-127.20	0.00	0.00
其他投资现金流	268.05	14.62	-289.07	42.70	90.25
<b>筹资活动现金流</b>	-116.50	1353.71	3588.24	1860.72	66.94
短期借款	-232.79	920.71	3509.75	1903.48	86.01
长期借款	71.04	98.82	73.09	81.33	81.50
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-55.20	0.75	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	100.45	333.42	5.40	-124.09	-100.57
<b>现金净增加额</b>	-96.71	612.33	2170.88	3328.40	1705.60

资料来源: Wind

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	8353.61	15967.61	21267.00	29588.00	33852.00
营业成本	7806.77	14516.80	18870.00	25691.00	29038.00
营业税金及附加	30.98	42.51	85.07	118.35	135.41
营业费用	121.36	393.65	850.68	1449.81	1760.30
管理费用	505.44	455.81	935.75	1420.22	1692.60
研发费用	80.96	146.40	296.81	453.99	562.32
财务费用	204.85	168.49	53.69	148.09	124.57
资产减值损失	-53.69	-243.44	-34.00	-36.00	-38.00
公允价值变动收益	-9.04	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	276.35	142.76	1.75	1.80	1.85
<b>营业利润</b>	97.95	105.29	265.05	398.83	633.35
营业外收入	8.12	8.50	0.00	0.00	0.00
营业外支出	24.33	8.42	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	81.73	105.38	265.05	398.83	633.35
所得税	18.82	-51.30	34.46	51.85	82.34
<b>净利润</b>	62.92	156.68	230.59	346.99	551.02
少数股东损益	-2.19	-1.04	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	65.11	157.72	230.59	346.99	551.02
EBITDA	454.73	484.26	593.12	890.05	1142.92
EPS (元)	0.01	0.03	0.04	0.06	0.09

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	77.68	91.15	33.19	39.13	14.41
营业利润(%)	105.16	7.50	151.72	50.47	58.80
归属母公司净利润(%)	103.28	142.24	46.20	50.47	58.80
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	6.55	9.09	11.27	13.17	14.22
净利率(%)	0.78	0.99	1.08	1.17	1.63
ROE(%)	2.87	6.51	8.69	11.55	15.49
ROIC(%)	-25.47	-24.09	-45.28	-54.21	-46.43
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	77.87	87.32	89.36	90.36	89.61
净负债比率(%)	21.05	17.99	29.64	30.59	28.68
流动比率	0.87	0.92	0.94	0.99	1.04
速动比率	0.67	0.79	0.81	0.86	0.90
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.86	1.09	0.97	1.06	1.04
应收账款周转率	7.28	10.32	7.95	7.76	7.11
应付账款周转率	4.50	6.57	5.79	5.77	5.31
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.03	0.04	0.06	0.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.05	-0.17	0.29	0.31
每股净资产(最新摊薄)	0.39	0.41	0.45	0.51	0.61
<b>估值比率</b>					
P/E	168.03	69.36	47.44	31.53	19.85
P/B	4.83	4.51	4.12	3.64	3.08
EV/EBITDA	12.71	11.94	9.75	6.49	5.06



## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
 邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
 邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
 邮编：100027