

## 净利润扭亏为盈，加速 BIPV 上游产业链延伸

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 180.6 亿元，同比-13.2%，实现归母净利润 4.9 亿元，同比+148.5%，实现摊薄后 EPS 0.43 元。
- **优化客户结构，营收增速下滑，21 年减值计提充分，净利润扭亏为盈。**公司 2022 年实现营业收入 180.6 亿元，同比-13.2%，营收同比下降主要系公司减少了风险房企客户的内装业务，以及受到疫情影响，下游需求收缩所致；实现归母净利润 4.9 亿元，同比+148.5%，净利润扭亏为盈主要系 2021 年公司因部分子公司对个别客户的应收款项计提较大减值准备以及公司报告期内主营业务回归正常所致。分业务看，建筑装饰业务实现营收 170.8 亿元，同比下降 13.8%；医疗健康板块实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 1.85%，公司眼科业务正处于扩张阶段，整体保持稳定增速。
- **重视现金流管理，强化回款、加大付款。**公司 2022 年实现毛利润 30.1 亿元，毛利率 16.7%，同比-0.6pp，其中建筑装饰板块、医疗健康板块毛利率分别 16.1%、25.8%。2022 年公司期间费用率 11.7%，同比+1pp，主要系营收同比下滑，费用相对刚性所致；计提资产及信用减值损失合计 4.7 亿元；投资净收益 3.2 亿元，增厚公司利润。经营活动产生的现金流量净额为-1.5 亿元，同比-113.8%，主要系本期营收规模下降，工程回款减少，以及为缓解上下游合作伙伴资金压力，公司加大现金支付力度，付现比较去年同期增加了 5.9%所致。实现收现比 103%，主要系公司狠抓现金流，强化工程结算和回款的时效性，全年实现销售回款 185.8 亿元，销售回款高于营业收入 5.3 亿元。
- **新签订单量跃升行业第一，龙头效应显著。**2022 年公司建筑装饰业务累计新签项目数 776 个，金额 235.54 亿元，同比下降 10.90%，全年新增订单总合同额跃升国内行业首位，龙头效应凸显。其中，幕墙业务新签订单 142.0 亿元，同比-2.35%，内装业务新签订单金额 93.6 亿元，同比-21.3%，幕墙订单增速基本保持平稳，内装业务订单下滑较多，主要系公司针对重大风险客户不再承接项目所致。截至 2022 年年底，公司在手订单 325 亿元，订单充沛，为后续业绩释放提供保障。
- **“建筑+医疗”双主业发展，拓展国内中高端眼科业务。**近几年来公司医疗健康业务稳步发展，营收占比从 2019 年的 4.5%提升至 2022 年的 5.3%，2022 年实现贡献 2.48 亿元，同比增长 1.7%，毛利率 25.8%。公司拥有澳洲最大眼科连锁品牌 Vision 和长三角区域知名品牌江河泽明：Vision 是澳大利亚最大的眼科医疗机构，目前公司旗下已拥有近十家专业眼科机构；在国内眼科业务拓展上，以“Vision+区域品牌”的双品牌模式开展业务，努力打造国内中高端眼科品牌。2022 年南京维视眼科作为 Vision 在国内设立的第一家官方旗舰店医院正式投入运营，该医院定位中高端客户群体及中高端业务，将与现有的传统眼科医院形成互补，目前公司正探索该业务模式，并逐步在国内推广。预计眼科业务贡献毛利将逐步稳定增长。
- **积极转型光伏建筑，向上游组件延伸产业链。**2022 年公司累计中标 BIPV 项目金额 8.5 亿元，占年度营业收入的 4.7%。2022 年光伏建筑项目已累计确认收

### 西南证券研究发展中心

分析师：颜阳春  
执业证号：S1250517090004  
电话：021-58351883  
邮箱：yyc@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)	11.33
流通 A 股(亿股)	11.33
52 周内股价区间(元)	4.63-10.31
总市值(亿元)	82.37
总资产(亿元)	261.14
每股净资产(元)	5.52

### 相关研究



入 1.7 亿元，贡献毛利 0.43 亿元，毛利率 25.21%。2022 年，公司在湖北省涪水县投资建设 300MW 光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目，投资金额 5 亿元，预计 2023 年投产，该项目旨在解决光伏建筑个性化需求的行业难题，可通过异型光伏组件业务与现有幕墙业务产生协同效应，在满足公司自身承接的光伏建筑项目需要的同时加大对外销售针对 BIPV 工程的异型光伏组件产品，为公司创造新的利润增长点。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.55 元、0.71 元、0.89 元，对应动态 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍。可比公司 2023 年平均估值 17 倍。给予公司 2023 年 17 倍 PE，对应目标价 9.35 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：** 宏观经济波动风险，地产政策不确定风险，项目投资不及预期风险。

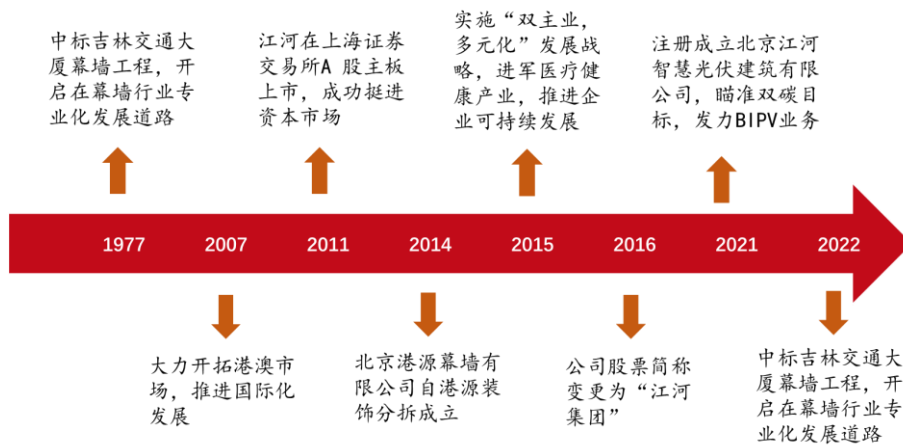
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	180.56	204.86	231.19	258.71
增长率	-13.15%	13.46%	12.85%	11.90%
归属母公司净利润（亿元）	4.89	6.20	8.08	10.06
增长率	148.56%	26.81%	30.21%	24.60%
每股收益 EPS（元）	0.43	0.55	0.71	0.89
净资产收益率 ROE	7.19%	8.19%	9.70%	11.00%
PE	17	13	10	8
PB	1.30	1.21	1.09	0.98

数据来源：Wind，西南证券

## 1 公司概况：建筑+医疗“双主业”发展

江河集团是一家以建筑装饰+医疗健康双主业发展的公司，致力于提供绿色建筑系统和高品质医疗健康服务，坚持主业发展战略，旗下拥有 JANGHO 江河幕墙、Sundart 承达集团、港源装饰、港源幕墙、SLD 梁志天设计集团、Vision、江河泽明等行业知名品牌，业务遍布全球多个国家和地区，在建筑幕墙、室内装饰与设计、眼科医疗等专业领域居世界领先水平。

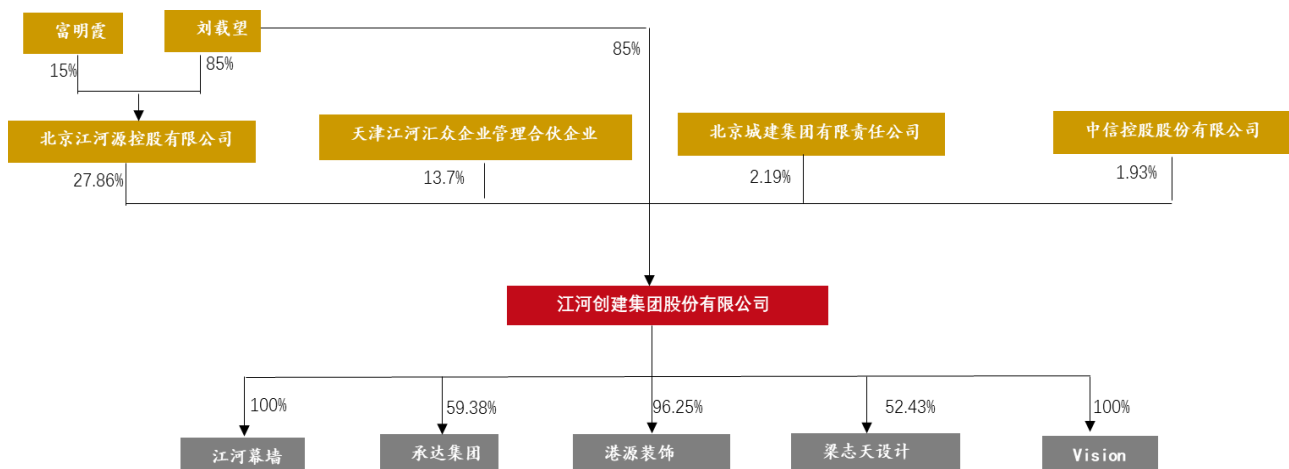
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，招股书，西南证券整理

公司实际控制人持股总计 **53.39%**，股权结构稳定。公司董事长刘载望先生为控股股东及实际控制人，直接持有公司 25.53% 股份。另外，刘载望先生直接持有公司第一大股东北京江河源控股有限公司 85% 的股份，间接持有公司 23.68% 股份。公司的幕墙业务主要由江河幕墙、港源幕墙等子公司承接，分别占据高端与中高端市场；内装业务由承达集团、港元装饰和梁志天设计承接；医疗健康板块公司拥有澳洲最大的眼科连锁品牌 Vision 以及国内知名品牌江河泽明。

图 2：公司股权架构



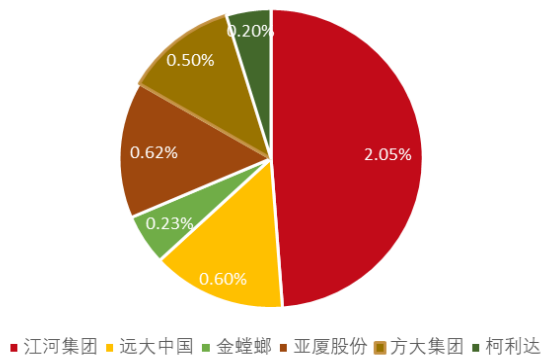
数据来源：同花顺，西南证券整理

## 2 多元化经营发展良好

公司在幕墙行业持续保持龙头地位。中国经过二十多年的发展，已经成为世界建筑幕墙的生成和使用大国。建筑幕墙应用十分广泛，尤其是现代化大型建筑和城市高层建筑。从行业竞争来看，幕墙行业技术门槛低，竞争充分，行业内六家头部企业的市场占有率总和只有 4.2%。公司在六家头部幕墙公司中市占率 2.05%，具备龙头优势。

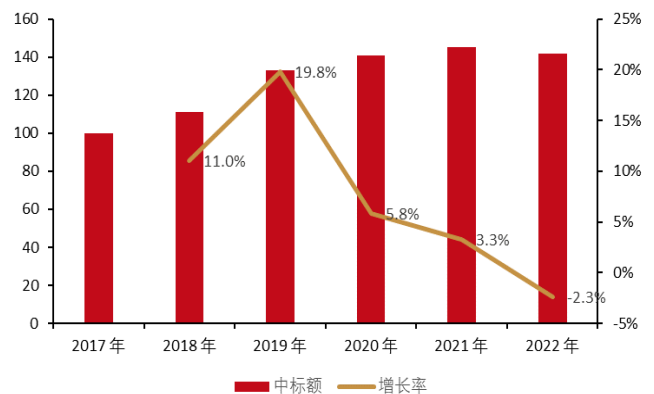
幕墙业务方面，公司以“江河幕墙”为核心，持续发挥其“世界领先”的优势，不断拓展新的市场，取得稳定、优质的发展。公司建筑板块订单增长趋势平稳，2022 年，公司建筑装饰业务新增订单约 235.54 亿元，其中幕墙订单约为 141.95 亿元，在业内保持领先。

图 3：幕墙行业头部企业市场占有率



数据来源：同花顺，西南证券整理

图 4：江河幕墙系统年度中标额（亿元）及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

**积极抢占光伏建筑市场，BIPV 项目成果丰硕。**在国家大力推进“碳中和”及绿色建筑的政策背景下，光伏幕墙绿色建筑将成为幕墙行业主要发展方向。公司在以幕墙业务为核心的基础上，不断向 BIPV 领域拓展转型。在光伏建筑领域，公司拥有太阳跟踪式光伏电源系统的发明专利以及多项基于光伏框架及单元幕墙系统的实用新型专利，且已经设计施工了一批代表性的光伏幕墙工程，针对不同应用场景采用晶硅、碲化镉薄膜等不同技术实现光伏发电，在光伏幕墙一体化工程上具有经验积累及技术储备。2022 年公司累计中标 BIPV 项目金额达 8.5 亿元，约占年度营业收入的 4.73%。2022 年光伏建筑项目已累计确认收入 1.72 亿元，贡献毛利 0.4 亿元，毛利率 25.2%。

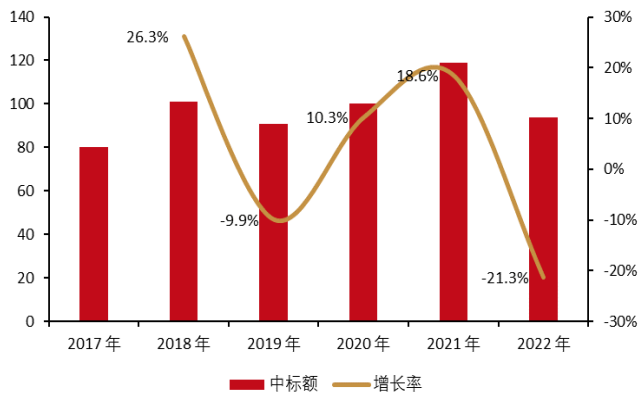
**延伸产业链，为公司创造新的利润增长点。**2022 年公司通过全资子公司江河智慧光伏投资建设 300MW 光伏建筑一体化异型光伏组件生产基地项目，项目总投资 5 亿元，预计 2023 年投产，该项目旨在解决光伏建筑个性化需求的行业难题，可通过异型光伏组件业务与现有幕墙业务产生协同效应，在满足公司自身承接的光伏建筑项目需要的同时加大对外销售针对 BIPV 工程的异型光伏组件产品，为公司创造新的利润增长点。

**表 1：江河集团承接的 BIPV 项目**

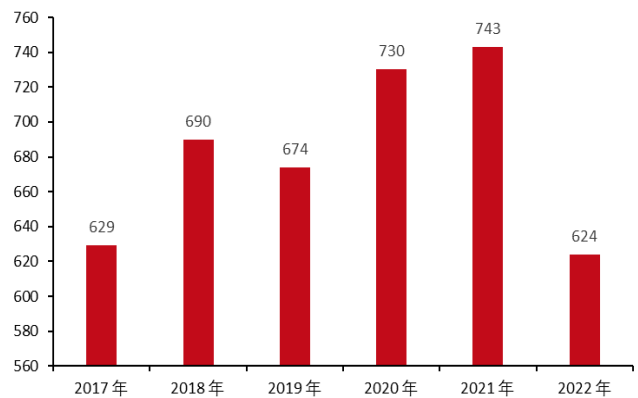
业务板块	示意图	中标金额 (亿元)	营收占比 (%)	简介
五粮液集团新经济中心项目		0.71	0.34	公司负责该项目的玻璃幕墙、铝板幕墙、碲化镉发电玻璃以及碲化镉发电玻璃系统的光伏幕墙一体化施工，项目建成后将成为当地地标性建筑之一
北京工体光伏建筑屋面改造		2.78	1.54	项目施工范围包括屋面结构、屋面专项工艺设计、屋面光伏发电等工程内容，该项目建成后将成为北京十大建筑城市记忆工程
台泥杭州环保科技总部		2.56	1.42	公司负责该项目的玻璃幕墙、石材幕墙及碲化镉光伏幕墙一体化施工，项目建成后将成为当地地标性建筑之一

数据来源：同花顺，江河集团公司公告，西南证券整理

**内装业务发展平稳，全力推进装配式装修。**在室内装饰领域，公司拥有三大高端品牌，其中港源装饰主营中国内地内装装配式业务，是中国北方地区第一内装品牌；承达集团主营香港、澳门高端室内装饰市场，是全球室内装饰行业具有领军地位的综合工程系统解决方案提供商；梁志天设计集团定位高端建筑及室内设计，参与设计的作品遍布全球逾百个城市，在住宅设计领域已经连续多年全球排名第一。受地产政策调控及疫情影响，以及公司不再承接风险房企客户的内装业务，公司 2022 年内装系统新签订单金额 93.6 亿元，同比下降 21.3%。公司采取“自主研发+产业链系统集成”的发展模式，积极实现装配式内装稳健高质量发展，将持续推动内装装配式等技术创新和管理变革，提升竞争力。

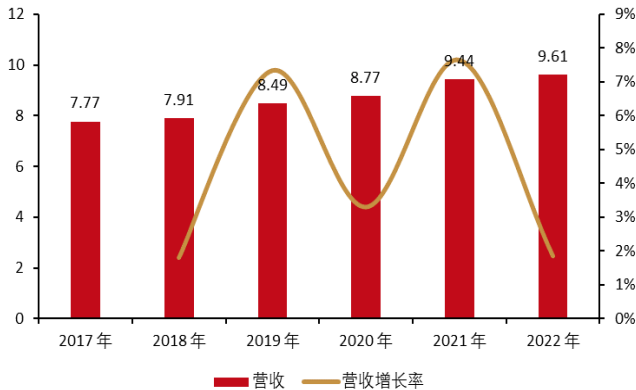
**图 5：江河内装系统年度中标额 (亿元) 及增速**


数据来源：公司年报，西南证券整理

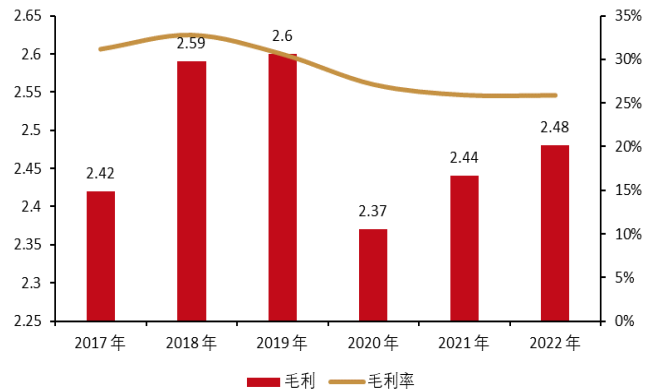
**图 6：江河内装系统年度中标数量 (个)**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**眼科业务处于扩张阶段，增速稳定。**医疗健康是公司的重点发展业务，拥有澳洲最大眼科连锁品牌 Vision 和长三角区域知名品牌江河泽明。Vision 多年来专注于技术含量高的眼科治疗及手术；江河泽明是 Vision 嫁接国内市场的附属机构，旗下已拥有近十家专业眼科机构，已成为长三角区域知名眼科医疗品牌。近几年来公司医疗健康业务稳步发展，营业收入从 2017 年的 7.8 亿元稳步增长到 2022 年的 9.6 亿元，年复合增长率 4.3%，2022 年实现毛利 2.48 亿元，同比增长 1.7%，毛利率 25.8%。2022 年南京维视眼科作为 Vision 在国内设立的第一家官方旗舰店医院正式投入运营，该医院定位中高端客户群体及中高端业务，将与现有的传统眼科医院形成互补，目前公司正探索该业务模式，并逐步在国内推广。

**图 7：医疗健康领域年度营业收入（亿元）及同比增速**


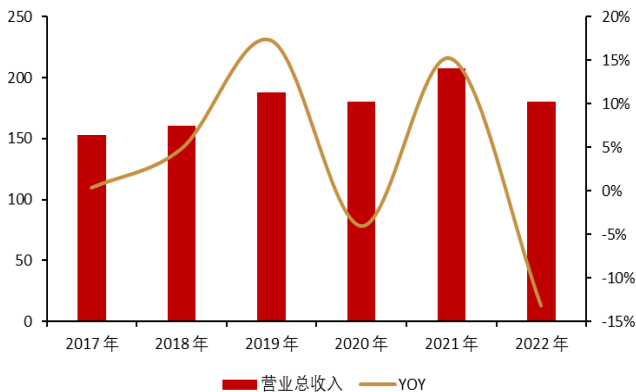
数据来源：同花顺，西南证券整理

**图 8：医疗健康领域年度毛利（亿元）及毛利率**


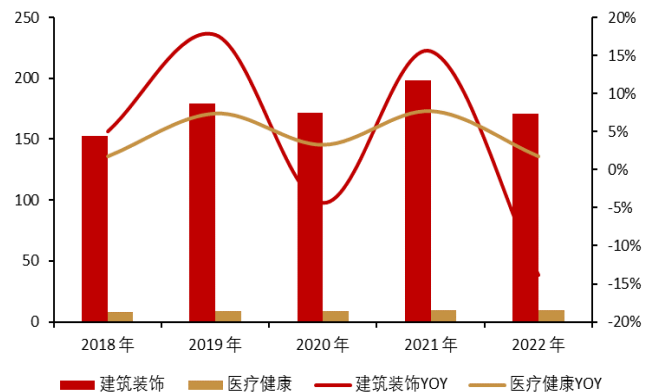
数据来源：同花顺，西南证券整理

### 3 现金为王，经营行稳致远

营收持续稳健，22 年优化客户结构，增速有所下滑。2018-2022 年公司实现营业收入 160.4 亿元、188.1 亿元、180.1 亿元、207.9 亿元和 180.6 亿元，同比分别+4.8%、+17.3%、-4.0%、+15.2%、-13.2%，22 年营收同比下降主要系公司减少了风险房企客户的内装业务，以及受到疫情影响，下游需求收缩所致。分业务看，2022 年建筑装饰业务实现营收 170.8 亿元，同比下降 13.8%；医疗健康板块实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 1.85%。

**图 9：2017-2022 年公司营收（亿元）及增速**


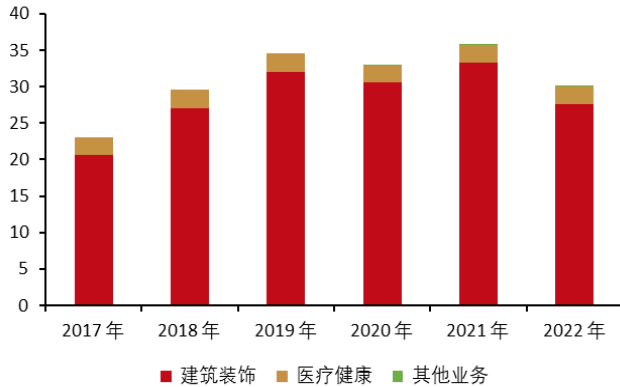
数据来源：同花顺，西南证券整理

**图 10：各业务板块营收（亿元）及增速**


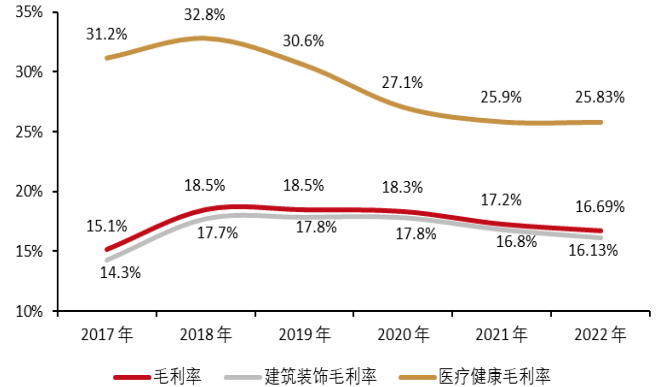
数据来源：同花顺，公司年报，西南证券整理

近几年受疫情及上游原材料涨价影响，毛利率略有下滑。2018-2022 年公司实现毛利 25.59 亿元、34.61 亿元、33.02 亿元、35.85 亿元和 27.56 亿元，毛利率 18.5%、18.5%、18.3%、17.2%和 16.7%，近几年受疫情及上游原材料涨价影响，毛利率略有下滑。



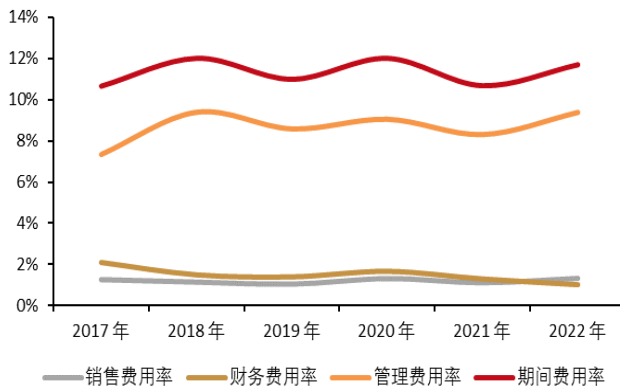
**图 11：各业务板块毛利（亿元）**


数据来源：同花顺，西南证券整理

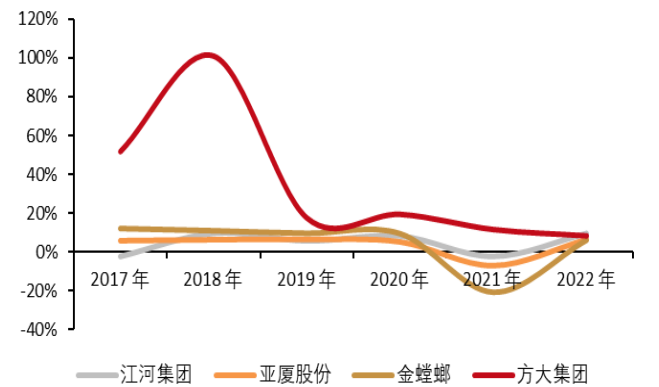
**图 12：公司各业务毛利率**


数据来源：同花顺，西南证券整理

内部管理逐渐优化，管理费用率在行业内处于较低水平。公司期间费用率一直趋于稳定，主要系公司在业界具有较好的口碑、知名度和强大的竞争力，可以持续获得稳定客户和项目资源。公司经过全面推行预算管理和内部市场化等方式提高公司管理水平，加强各产业单位之间的协同发展，管理费用率稳步下降，与同业相比处于较低水平。

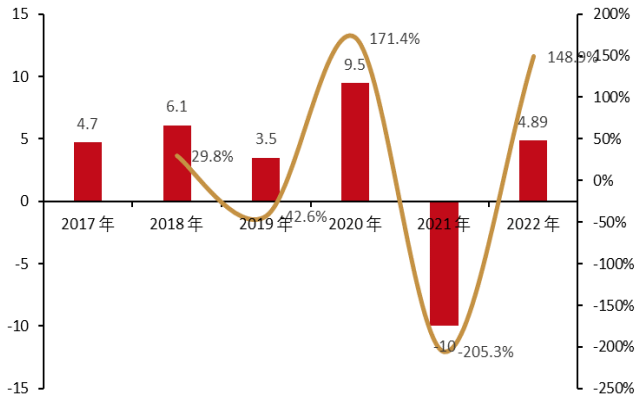
**图 13：2017-2022 年期间费用率**


数据来源：同花顺，西南证券整理

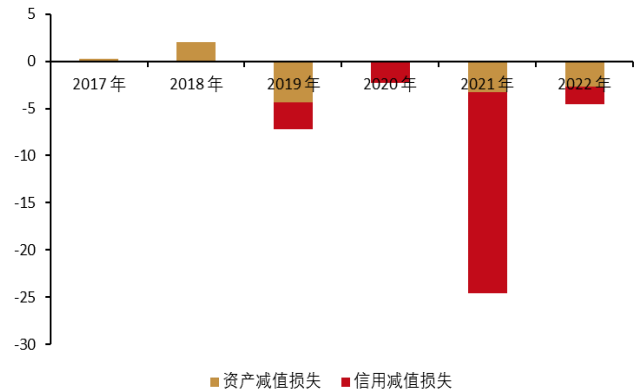
**图 14：可比公司管理费用率**


数据来源：同花顺，西南证券整理

2022 年公司净利润 5.5 亿，实现扭亏为盈。2018-2022 年公司实现归母净利润分别为 6.1 亿元、3.5 亿元、9.5 亿元、-10 亿元和 4.89 亿元，同比分别+30.5%、-42.0%、+168.8%、-206.2%、+148.6%。2020 年净利润增长主要系处置交易性金融资产投资收益及持有交易性金融资产的公允价值变动损益合计贡献业绩约 2.8 亿元，收到政府补助约 8800 万元。2021 年净利润下跌，主要原因是计提各类减值损失 24.6 亿元，其中因恒大地产集团有限公司旗下相关子公司及其关联公司出现经营风险，相应计提减值损失 18.59 亿元。2022 年净利润扭亏为盈，主要系上年度公司因部分子公司对个别客户的应收款项计提较大减值准备以及公司本年度主营业务回归正常所致。

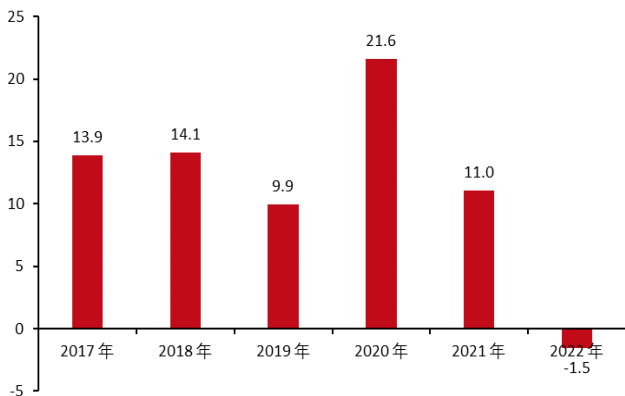
**图 15：2017-2022 年公司归母净利润（亿元）及增速**


数据来源：同花顺，西南证券整理

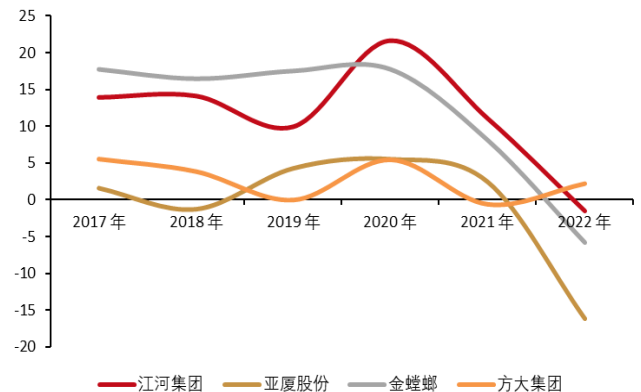
**图 16：2017-2022 年资产及信用减值损失（亿元）**


数据来源：同花顺，西南证券整理

**狠抓回款，现金流良好。**公司持续强化“现金为王”的经营理念，狠抓工程结算和回款，现金流一直保持较好水平。2018-2022 年经营性活动现金流净额分别为 14.08 亿元、9.91 亿元、21.6 亿元、11.03 亿元和-1.5 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-1.5 亿元，同比-113.8%，主要系本期营收规模下降，工程回款减少，以及为缓解上下游合作伙伴资金压力，公司加大现金支付力度，付现比较去年同期增加了 5.9%所致。

**图 17：江河集团经营活动产生的现金流量净额（亿元）**


数据来源：同花顺，西南证券整理

**图 18：可比公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）**


数据来源：同花顺，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：**2022 年公司建筑装饰业务新签订单 235.54 亿元，同比-10.9%，2022 年末在手订单 325 亿元，整体订单充沛。此外，公司江河光伏在投建光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目将于 2023 年投产，与现有幕墙业务产生协同效应，或将从产品路线增厚业绩。预计公司 2023-2025 年营收增速 14%、13%、12%，毛利率保持 16%；

**假设 2：**医疗健康板块 2022 年公司南京维视眼科投入运营，该医院定位中高端，将与现有的传统眼科医院形成互补，目前公司眼科业务正逐步扩张，预计实现稳定增长。公司 2023-2025 年营收增速 5%、10%、10%，毛利率 25%、26%、27%。



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 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
装修装饰业	收入	170.9	194.8	220.1	246.5
	增速	-13.9%	14.0%	13.0%	12.0%
	毛利率	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
医疗健康业	收入	9.6	10.1	11.1	12.2
	增速	1.8%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	25.8%	25.0%	26.0%	27.0%
合计	收入	180.6	204.9	231.2	258.7
	增速	-13.1%	13.5%	12.9%	11.9%
	毛利率	16.7%	16.4%	16.5%	16.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 204.9 亿元（+13.5%）、231.2 亿元（+12.9%）和 258.7 亿元（+11.9%），归母净利润分别为 6.2 亿元（+26.8%）、8.1 亿元（+30.2%）、10.1 亿元（+24.6%），EPS 分别为 0.55 元、0.71 元、0.89 元，对应动态 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍。

综合考虑业务范围，选取上市公司德才股份、杭萧钢构作为估值参考，德才股份主营装修装饰与公司主营相同，公司投建异型光伏组件，杭萧钢构为 BIPV 承包商，因此选取杭萧钢构作为估值参考，可比公司 2023 年平均估值 17 倍。给予公司 2023 年 17 倍 PE，对应目标价 9.35 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
605287.SH	德才股份	25	24.75	1.68	2.38	3.38	—	14.73	10.40	7.32	—
600477.SH	杭萧钢构	108	4.55	0.16	0.19	0.20	—	28.64	23.78	22.75	—
平均值								21.69	17.09	15.04	—
601886.SH	江河集团	82	7.27	0.43	0.55	0.71	0.89	17	13	10	8

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2023 年 3 月 28 日收盘价

## 5 风险提示

宏观经济波动风险，地产政策不确定风险，项目投资不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	180.56	204.86	231.19	258.71	净利润	5.47	6.66	8.63	10.85
营业成本	150.43	171.18	193.09	215.98	折旧与摊销	1.72	2.01	2.01	2.01
营业税金及附加	0.30	0.35	0.39	0.44	财务费用	1.74	1.23	1.39	1.55
销售费用	2.33	2.43	2.86	3.14	资产减值损失	-2.70	-3.29	-3.09	-3.29
研发管理费用	17.02	18.31	20.56	23.50	经营营运资本变动	15.23	21.84	1.35	3.11
财务费用	1.74	1.23	1.39	1.55	其他	-22.99	17.23	4.02	-0.47
资产减值损失	-2.70	-3.29	-3.09	-3.29	<b>经营活动现金流净额</b>	-1.53	45.68	14.30	13.76
投资收益	3.24	0.73	1.57	3.24	资本支出	0.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.05	-0.59	-0.74	-0.69	其他	1.50	0.14	0.82	2.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	2.02	0.14	0.82	2.55
<b>营业利润</b>	6.72	8.21	10.63	13.37	短期借款	-0.79	-13.17	0.00	0.00
其他非经营损益	0.01	0.00	0.01	0.00	长期借款	-0.05	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	6.74	8.21	10.64	13.37	股权融资	-1.61	0.00	0.00	0.00
所得税	1.27	1.55	2.00	2.52	支付股利	0.00	-0.73	-0.93	-1.21
净利润	5.47	6.66	8.63	10.85	其他	-4.32	-8.22	-1.39	-1.55
少数股东损益	0.58	0.46	0.56	0.79	<b>筹资活动现金流净额</b>	-6.78	-22.13	-2.32	-2.76
归属母公司股东净利润	4.89	6.20	8.08	10.06	<b>现金流量净额</b>	-5.71	23.69	12.81	13.55
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	41.61	65.30	78.11	91.66	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	123.37	127.65	146.10	164.91	销售收入增长率	-13.15%	13.46%	12.85%	11.90%
存货	10.27	11.56	11.18	13.70	营业利润增长率	167.16%	22.06%	29.51%	25.75%
其他流动资产	46.14	11.72	12.65	13.62	净利润增长率	155.94%	21.85%	29.58%	25.71%
长期股权投资	1.19	1.19	1.19	1.19	EBITDA 增长率	281.65%	12.41%	22.55%	20.69%
投资性房地产	1.96	1.96	1.96	1.96	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	13.73	12.82	11.90	10.99	毛利率	16.69%	16.44%	16.48%	16.52%
无形资产和开发支出	11.36	10.35	9.35	8.35	三费率	11.67%	10.73%	10.73%	10.90%
其他非流动资产	19.69	19.60	19.51	19.43	净利率	3.03%	3.25%	3.73%	4.20%
<b>资产总计</b>	269.32	262.15	291.96	325.80	ROE	7.19%	8.19%	9.70%	11.00%
短期借款	13.17	0.00	0.00	0.00	ROA	2.03%	2.54%	2.96%	3.33%
应付和预收款项	147.54	163.25	184.05	206.89	ROIC	16.52%	24.73%	80.78%	117.02%
长期借款	3.12	3.12	3.12	3.12	EBITDA/销售收入	5.64%	5.59%	6.07%	6.54%
其他负债	29.41	14.48	15.78	17.14	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	193.24	180.85	202.95	227.15	总资产周转率	0.66	0.77	0.83	0.84
股本	11.33	11.33	11.33	11.33	固定资产周转率	15.10	18.79	23.15	28.52
资本公积	36.97	36.97	36.97	36.97	应收账款周转率	1.43	1.67	1.65	1.64
留存收益	14.50	19.97	27.12	35.97	存货周转率	13.52	15.59	15.53	15.47
归属母公司股东权益	63.50	68.27	75.41	84.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.92%	—	—	—
少数股东权益	12.58	13.04	13.60	14.39	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	76.08	81.30	89.01	98.65	资产负债率	71.75%	68.99%	69.51%	69.72%
负债和股东权益合计	269.32	262.15	291.96	325.80	带息债务/总负债	8.43%	1.72%	1.54%	1.37%
					流动比率	1.19	1.25	1.27	1.29
					速动比率	1.14	1.18	1.21	1.23
					股利支付率	0.00%	11.83%	11.52%	12.04%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.43	0.55	0.71	0.89
					每股净资产	5.60	6.03	6.66	7.44
					每股经营现金	-0.13	4.03	1.26	1.21
					每股股利	0.00	0.06	0.08	0.11
业绩和估值指标									
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	10.18	11.45	14.03	16.93					
PE	16.84	13.28	10.20	8.19					
PB	1.30	1.21	1.09	0.98					
PS	0.46	0.40	0.36	0.32					
EV/EBITDA	3.36	-0.78	-1.55	-2.09					
股息率	0.00%	0.89%	1.13%	1.47%					

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