

广日股份 (600894.SH)

三季度报点评：业绩增长稳健，高分红注重股东回报

优于大市

核心观点

公司是国内电梯领先企业。公司是广州国资委下属电梯公司，2023年入选“2023全球电梯制造商10强”，控股广日电梯、怡达快速电梯两大核心品牌，同时参股30%综合实力多年稳居国内三甲的日立电梯（中国）。2017-2023年公司收入/归母净利润CAGR为7.41%/11.40%，2024年前三季度营收/归母净利润达49.44/5.45亿元，同比变动-7.82%/+8.96%，在地产竣工面积下行背景下经营保持韧性，另降本增效夯实经营质量，2024年前三季度毛利率/净利率分别为14.99%/10.73%，同比增长1.19/1.30个百分点。

电梯将逐步进入以更新需求主导的稳健增长阶段，短期更新改造补贴政策将加速这一过程。2023年中国电梯市场规模1557.77亿元，同比增长8.72%，电梯整机销量121.86万台，同比增长10.68%。另全国电梯保有量1062.98万台，其中使用年限超过15/20年预计80/17万台，后市场空间广阔。近年受房地产市场下行影响新梯安装增速有所下滑，但受益设备更新补贴政策，更新需求快速提升。2024年3月住建部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，将住宅老旧电梯更新及既有住宅加装电梯列为重点任务，7月印发《关于请抓紧做好2024年住宅老旧电梯更新改造有关工作的通知》，计划通过超长期特别国债资金支持各地对4万余台使用15年以上的住宅老旧电梯实施更新，更新电梯每台定额补贴15万元，改造电梯每台定额补贴5万元，另有省、市级补贴，如武汉市增设电梯每台补贴20万，整体补贴力度较大。

公司市场开拓逆势推进，全国化布局不断完善。2024年上半年公司电梯整机的订单台量和发运台量实现逆势增长，其中电梯订单同比增长20.9%，电梯发运台量同比增长15.6%。另公司产能规模持续提升，2023年数字化示范产业园竣工投产，达产后年产2.5万台整梯，2024年9月济南华东数字化产业园项目一期投产，年产超1.0万台整机。同时2024年上半年进一步完善怡达快速电梯的投后管理框架，怡达快速电梯直接控股股东由广日电梯变更为广日股份，推进双品牌策略完善布局。

公司首次股权激励授予，注重股东回报加大分红及回购。2024年7月公司股权激励正式落地，授予股票期权占股本总额3%，合计291人，将充分调动公司核心人才的积极性和创造性。2024年4月，公司现金分红4.64亿元，分红比例从往年30%提升至60.97%，同时承诺未来三年分红率不低于60%；2024年8月，公司再次进行中期现金分红6.51亿元，分红比例为119.44%；另外公司公告拟以集中竞价方式回购1-2亿元用于注销注册资本。公司在分红及回购方面的动作体现了其对股东回报的高度重视。

投资建议：我们预计2024-2026年归母净利润分别为8.14/8.78/9.39亿元，对应PE13/12/11倍，一年期合理估值为13.27-15.32元（对应2025年PE13-15x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格波动；宏观经济承压。

公司研究·财报点评

机械设备·专用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：王鼎

0755-81981000

wangding1@guosen.com.cn

S0980520110003

基础数据

| | |
|------------|----------------|
| 投资评级 | 优于大市(首次) |
| 合理估值 | 13.27 - 15.32元 |
| 收盘价 | 12.08元 |
| 总市值/流通市值 | 10556/10388百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 14.26/5.61元 |
| 近3个月日均成交额 | 115.32百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 7,064 | 7,384 | 7,153 | 7,355 | 7,567 |
| (+/-%) | -9.1% | 4.5% | -3.1% | 2.8% | 2.9% |
| 归母净利润(百万元) | 512 | 762 | 814 | 878 | 939 |
| (+/-%) | -20.6% | 48.6% | 6.9% | 7.8% | 7.0% |

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

| | | | | | |
|--------------|-------|-------|------|------|------|
| 每股收益 (元) | 0.60 | 0.89 | 0.95 | 1.02 | 1.09 |
| EBIT Margin | -1.1% | -0.6% | 0.6% | 1.0% | 1.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 5.9% | 8.2% | 8.3% | 8.5% | 8.5% |
| 市盈率 (PE) | 20.3 | 13.6 | 12.8 | 11.8 | 11.1 |
| EV/EBITDA | 403.6 | 152.4 | 73.7 | 61.3 | 52.2 |
| 市净率 (PB) | 1.19 | 1.12 | 1.07 | 1.01 | 0.95 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

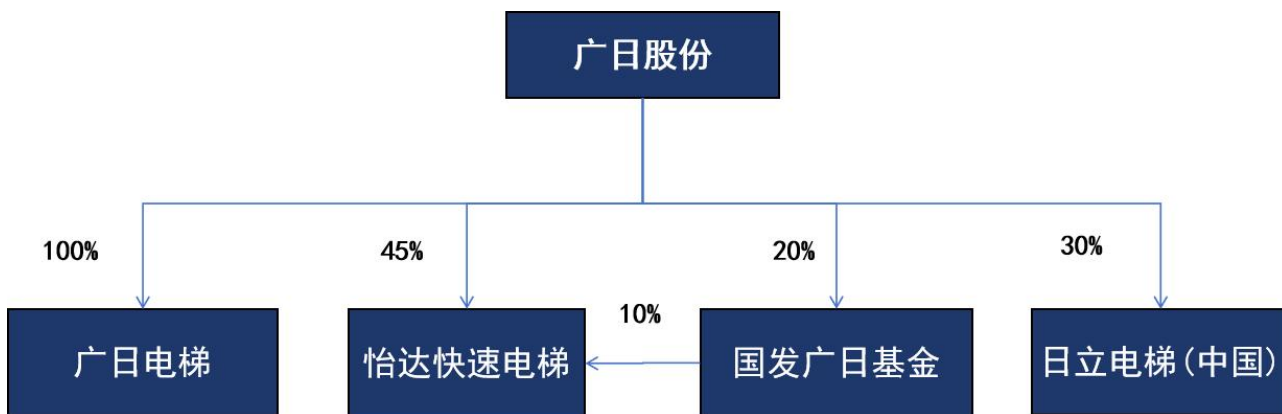
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

以电梯业务为核心的楼宇智能装备领先企业

广州广日股份有限公司是 A 股上市公司，成立于 1988 年，公司作为国内电梯制造历史最悠久的企业之一，以电梯业务为核心，向上下游产业链延伸，建立以广州为总部，辐射华南、华东、华北及西部地区的生产和服务基地网络，构建了全国化的电梯全产业链集约化经营模式。凭借生产与服务基地的全国布局，公司成功实现了科研实力和市场竞争力的持续提升。同时，广日股份通过引入高端国际化合作项目，加速拓展相关产业，进一步巩固在楼宇智能装备领域的领先地位。

公司 2023 年入选“2023 全球电梯制造商 10 强”，控股广日电梯、怡达快速电梯两大核心品牌，同时参股 30% 综合实力多年稳居国内三甲的日立电梯（中国）。

图1：公司部分核心业务主体公司






资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 9 月 31 日）

广日电梯：广日股份的核心支柱企业，始建于 1956 年，自 1973 年开始研制生产电梯，至今已有六十多年的电梯制造经验积累沉淀，目前着力全国化布局，以华南广日工业园为中心，建成西部数字化示范产业园，规划建设华东、华北数字化产业园，持续打造广日电梯核心竞争力。目前全国产能布局 4 大整机生产基地：(1) 广州广日工业园 (产能 2.5 万台/年)；(2) 四川德阳数字化示范产业园 (产能 2.5 万台/年，其中目前建成的 1 期产能 1 万台/年)；(3) 山东济南数字化产业园 (产能 2 万台/年，其中 1 期产能 1 万台/年，于 2024 年 10 月份投产)；(4) 浙江怡达快速电梯生产基地 (产能 1 万台/年)。2017/2023 年收入分别为 15.32/24.74 亿元，CAGR 约 8.32%，净利润分别为 0.63/1.36 亿元，CAGR 约 13.68%。目前广日股份持有广日电梯 100% 的股份。

怡达快速电梯：目前是广州工控集团下属上市企业广日股份旗下公司，是广日股份实施双品牌独立运作模式的重要成员，成立于 1996 年，定位为整梯制造企业和楼宇交通解决专家，在全国布局 30 余家分支机构，服务 70 多个国家和地区。根据广日股份公告，怡达 2021 年收入约 9.67 亿元，净利润约 1.06 亿元，2022 年公司营收首次突破 10 亿元。目前广日股份直接持有怡达快速电梯 45% 的股份，通过国发广日基金持有 2% 的股份。

日立电梯（中国）：在国内多年来稳居行业综合实力三甲之列，拥有遍布全国的制造和营销服务网络，截至 2023 年末，年产能超 13 万台，旗下拥有个整机工厂及 2 个核心部件工厂，全国各省市服务网点覆盖率达 100%。公司收入、业绩增长稳健，2017/2023 年收入分别为 183.69/275.22 亿元，CAGR 约 6.97%，净利润分别为 12.74/34.76 亿元，CAGR 约 18.21%。目前广日股份持有日立电梯（中国）有限公司 30% 的股份。

表1：广日股份主要业务情况

| 应用领域 | 产品用途 | 主要产品 | 图片展示 |
|----------|---|---|---|
| 电梯整机及零部件 | 智能楼宇电梯解决方案, 城市轨道交通解决方案 | 城市轨电梯、自动扶梯、自动人行道、电梯零部件等产品 |  |
| 现代服务业 | 电梯工程装备解决方案, 供应链管服仓储服务、包装服务、流通加工务提供商 | 电梯安电梯维保和运输服务、配送服务、装、维保解决方案, 供应链管服仓储服务、包装服务、流通加工等第三方物流服务 |  |
| 智能装备制造 | 智慧照明解决方案, 智能停车设轨交智能检测运维系统, 轨交智能检测运维系统, 智能焊接系统 | 智慧照明解决方案, 智能停车设轨交智能检测运维系统, 轨交智能检测运维系统, 智能焊接系统 |  |

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

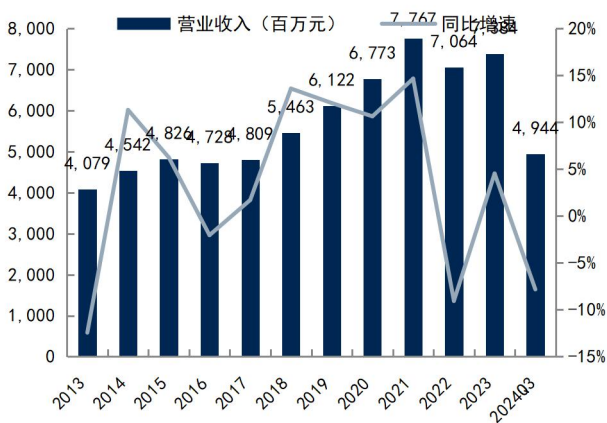
财务情况

公司收入保持稳健增长态势。2013/2023 年收入分别为 40.79/73.84 亿元，CAGR 约 6.11%，近年收入略有波动，2022 年收入 70.64 亿元，同比下滑 9.05%，主要受国内疫情频发、需求收缩、供给冲击和预期减弱的影响，导致房地产开发投资低迷，商品房销售和开发增速下降，影响公司电梯市场业务。2024 年前三季度收入 49.44 亿元，同比下降 7.82%，在地产竣工面积下行背景下经营保持韧性。

同期公司市场开拓逆势推进，全国化布局不断完善。公司 2024 年上半年电梯整机的订单台量和发运台量实现逆势增长，其中电梯订单同比增长 20.9%，电梯发运台量同比增长 15.6%。另公司产能规模持续提升，2024 年 9 月济南华东数字化产业园项目一期投产，年产超 1.0 万台整机，同时上半年完善怡达快速电梯投后管理框架，怡达快速电梯直接控股股东由广日电梯变更为广日股份。未来，随着保障性住房建设、新型公共基础设施建设、城市更新、老旧小区改造、城中村改造及电梯加装等业务快速增长，电梯整机销量或将稳健增长。

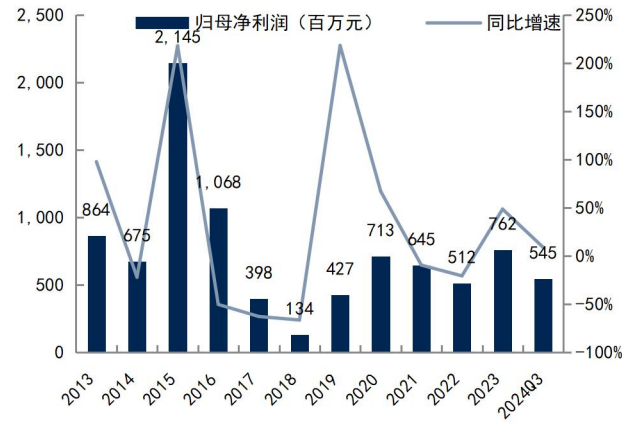
历史业绩增长有所波动，近年深化卓越绩效管理成效显著。2013/2023 年归母净利润分别为 8.64/7.62 亿元，CAGR 约-1.25%，扣非归母净利润分别为 5.48/7.24 亿元，CAGR 约 2.83%。历史业绩有所波动主要系 2015/2016 年分别收到土地补偿款 17.10/5.84 亿元，2018 年对持有的新筑股份股票、广州松兴电气资产分别计提减值准备 1.87 亿元、0.59 亿元，2021/2022 年受原材料价格上涨及行业竞争激烈的影响毛利率下滑，同时对部分房地产客户的应收款项及存货计提减值准备增加，2023 年/2024 年前三季度扣非后归母净利润同比增长 22.85%/9.65%，主要系深化卓越绩效管理实现降本增效，毛利率和扣非归母净利润等经营指标实现增长，公司高质量发展取得一定成效。

图2：广日股份 2024 年前三季度营收同比下降 7.82%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

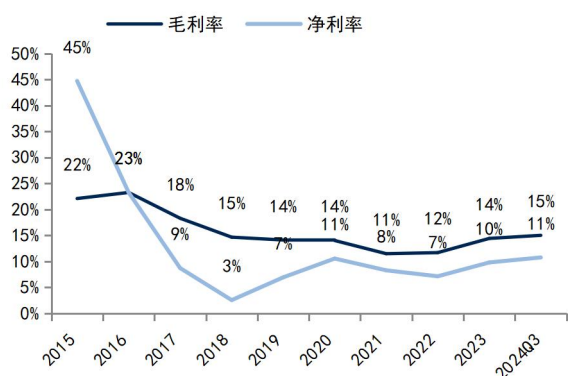
图3：广日股份 2024 年前三季度归母净利润同比增长 8.96%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

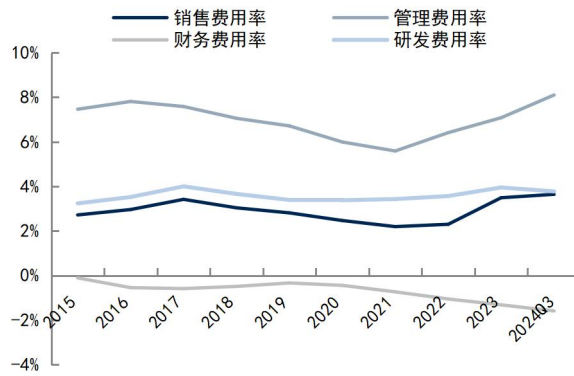
近年盈利能力持续提升。2013/2023 年毛利率分别为 21.83%/14.39%，净利率分别为 21.50%/9.77%，受原材料价格上涨及行业竞争激烈的影响，盈利能力有所下滑。近年来受益于公司深化卓越绩效管理降本增效，同时国内各地方先后出台居民小区加装电梯宜居改造刺激政策，轨道交通系统大力发展，下游需求持续增长，公司盈利能力有所提升，2022 年-2024 年前三季度毛利率分别为 11.66%/14.39%/14.99%，净利率分别为 7.10%/9.77%/10.73%。

图4：广日股份 2024 年前三季度净利率有所提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

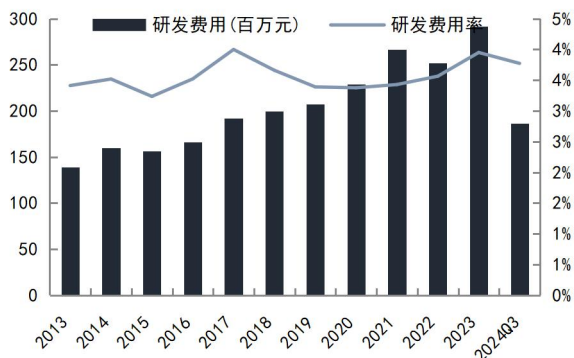
图5：广日股份 2024 年前三季度期间费用管控良好



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

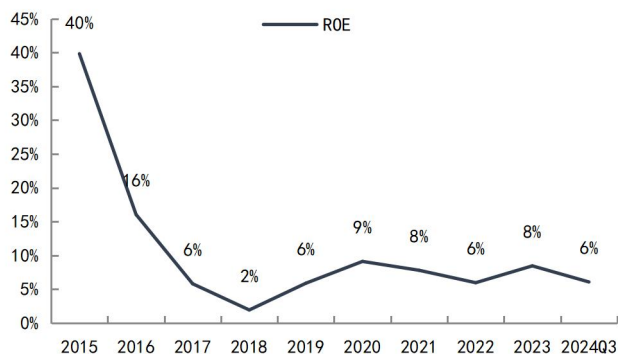
研发支出持续增长。2017-2023 年公司研发费用分别为 1.92/2.92 亿元，CAGR 约 7.19%。公司重视研发创新能力建设，一方面不断开拓新兴业务发展空间，采取“1+1+1”发展策略，快速做大做强电梯整机及零部件核心主业，全力打造（新能源）汽车零部件新增长极，大力发展工业机器人及互联网、生产性服务业、智能车库、智慧照明等一批新兴产业，另一方面加大数字化转型力度，通过实施数字化战略，聚焦智慧楼宇、智慧轨交和智慧工厂等数字化应用场景，开发智能产品和服务，为客户提供数字化整体解决方案，加快由传统的生产制造型企业向数字化服务制造型企业转型升级。

图6: 广日股份 2024 年前三季度研发费用持续增长



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 广日股份 2024 年前三季度 ROE 相对稳定

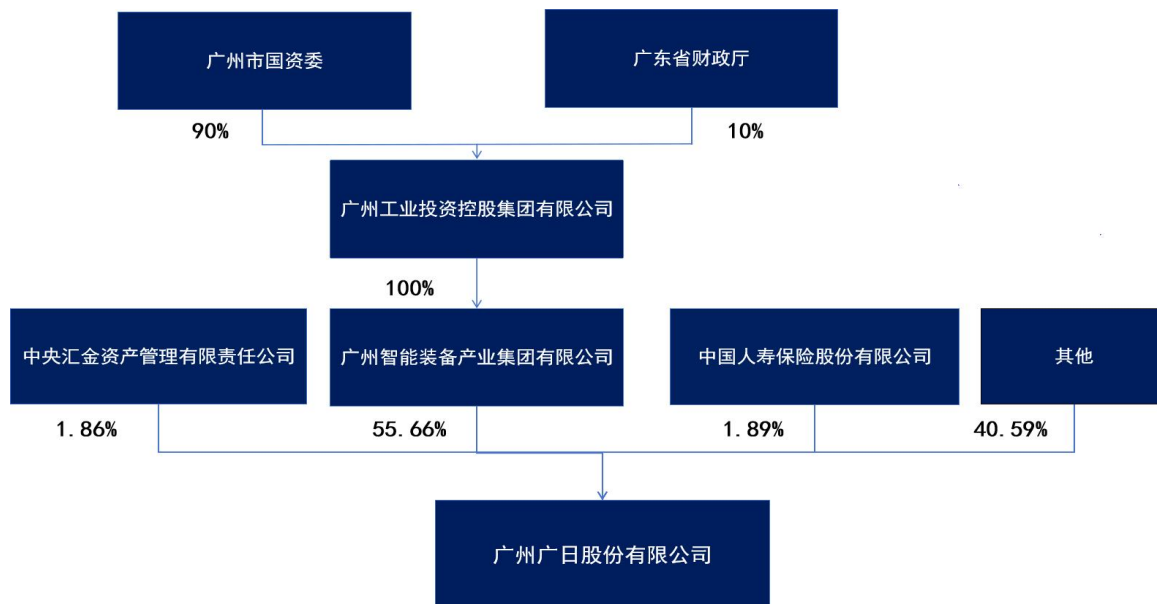


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

股权结构稳定，分红比例大幅提升，积极推进股权激励、股票回购

公司是国内电梯领先企业，广州国资委下属电梯公司。公司实控人为广州市国资委，控股股东为广州智能装备产业集团有限公司，持股占比 55.66%。

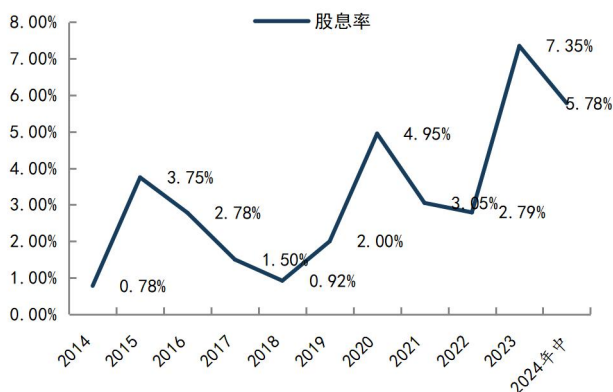
图8: 公司控股股东及实际控制人情况



资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 9 月 31 日）

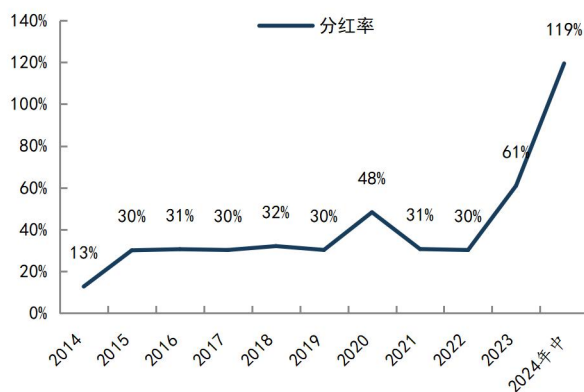
注重股东回报加大分红及回购。2024年4月8日，公司公告《2023年年度利润分配方案公告》，公司现金分红4.64亿元，现金分红比例从往年的30%提升至60.97%，同时公告《未来三年股东回报规划(2024-2026年)》，承诺未来三年分红率不低于60%，即在当年盈利且满足正常生产经营资金需求的情况下，公司每年应当采取现金方式分配股利，2024-2026年度现金分配的股利应满足“每年以现金形式分配的利润（包括中期已分配的现金红利）不少于当年实现的合并报告归属母公司所有者净利润的60%的条件。另2024年8月通过《关于以集中竞价交易方式回购公司股份并注销的方案》，预计回购金额1-2亿元，回购的股份将全部予以注销并减少注册资本，截至9月30日已回购5,612.83万元。

图9: 广日股份历年股息率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 广日股份历年分红率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司首次股权激励授予，彰显对未来发展信心。公司2023年12月27日公司公告《2023年股票期权与限制性股票激励计划》，拟授予激励对象的权益总计为2,579.00万份，约占本激励计划草案公告日公司股本总额的3.00%，其中股票期权激励计划占比股本总额1.35%，限制性股票激励计划占比1.65%，对应股票期权的行权价格为7.40元/份，限制性股票的授予价格为4.44元/股，并承诺未来三年以2020年-2022年三年扣非后净利润平均值为基数，扣非业绩目标分别为6.7/7.3/8.1亿。2024年7月公司股权激励正式落地，授予股票期权占股本总额3%，合计291人，全面激发公司核心团队活力，稳定并留住优秀人才队伍。

表2: 公司股权激励业绩考核目标

| 行权/解除限售期 | 业绩考核目标 |
|--------------|--|
| 第一个行权期/解除限售期 | 以2020年-2022年三年扣非后净利润平均值为基数，2024年扣非后净利润增长率不低于12.82%，且不低于同行业均值； 2024年扣非后的净资产收益率不低于7.18%，且不低于同行业均值； 2024年总资产周转率不低于0.63； 以2020年-2022年三年电梯销量平均值为基数，2024年电梯销量增长率不低于50%；2024年研发投入占营业收入比例不低于3.5%。 |
| 第二个行权期/解除限售期 | 以2020年-2022年三年扣非后净利润平均值为基数，2025年扣非后净利润增长率不低于23.00%，且不低于同行业均值； 2025年扣非后的净资产收益率不低于7.49%，且不低于同行业均值； 2025年总资产周转率不低于0.64； 以2020年-2022年三年电梯销量平均值为基数，2025年电梯销量增长率不低于65%； 2025年研发投入占营业收入比例不低于3.5%。 |
| 第三个行权期/解除限售期 | 以2020年-2022年三年扣非后净利润平均值为基数，2026年扣非后净利润增长率不低于36.91%，且不低于同行业均值； 2026年扣非后的净资产收益率不低于7.66%，且不低于同行业均值； 2026年总资产周转率不低于0.65； 以2020年-2022年三年电梯销量平均值为基数，2026年电梯销量增长率不低于80%； 2026年研发投入占营业收入比例不低于3.5%。 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

电梯业务：近年业务收入规模保持较好增长态势，2017年-2023年收入分别为15.71/31.75亿元，CAGR约12.44%，毛利率分别为22.30%/23.25%，其中2018年毛利率同比下降5.07个百分点至17.23%，主要系原材料采购价格仍处于高位，市场竞争激烈，电梯行业毛利率受压。2024年上半年收入13.49亿元，同比增长6.45%，电梯销量实现平稳增长。2024年政府大力推进城市更新、老旧小区电梯更新和改造，并陆续出台《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》等政策文件，统筹安排、稳步推进既有住宅电梯更新改造及加装。同时，以轨道交通为代表的新型公共基础设施建设及保障性住房等业务的发展，为电梯整机市场提供了有力补充。未来电梯整机销量将保持稳定。我们假设未来三年收入增速分别为5%/5%/5%。同时近年来毛利率呈现稳中有升态势，2021年-2023年分别为18.24%/18.35%/23.25%，未来随着经营效率提升，毛利率有望继续提升，假设未来三年分别为23.25%/23.35%/23.45%。

电梯零部件业务：近年业务收入规模有所增长，2017年-2023年收入分别为25.10/34.41亿元，CAGR约5.40%，毛利率分别为14.45%/6.81%，但2022/2023年收入同比下降-11.53%/-8.82%，业务有所承压。2024年上半年收入15.29亿元，同比下降7.86%，景气度进一步下行。我们假设未来三年收入增速分别为-10%/0%/0%。同时鉴于近三年毛利率略有增长，2021年-2023年分别为6.48%/6.65%/6.81%，我们假设未来三年毛利率保持稳定，分别为6.81%/6.81%/6.81%。

物流业务：近年该业务收入规模实现一定增长，2017年-2023年收入分别为4.31/5.39亿元，CAGR约3.81%，毛利率分别为20.79%/11.99%，毛利率有所下滑，且2021年-2023年分别为12.13%/11.79%/11.99%。2024年上半年物流配送服务收入2.22亿元，同比下降17.77%，收入略有承压。未来随着电梯保有量和使用量增多，相关服务业依然有较为广阔的发展前景，物流服务质量将持续增大。我们保守假设2024年-2026年收入增速分别为-10.00%/5.00%/5.00%，毛利率稳定，分别为11.99%/11.99%/11.99%。

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收 71.16/73.17/75.28 亿元，同比增长 -3.13%/2.82%/2.88%，毛利率分别为 14.96%/15.54%/15.62%。

表3: 广日股份业绩拆分

| 报告期 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 报表类型 | | | | | |
| 电梯 | | | | | |
| 收入 | 2,403.17 | 3,174.95 | 3,333.70 | 3,500.38 | 3,675.40 |
| 增速 | -4.74% | 32.12% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 (%) | 18.35% | 23.25% | 23.25% | 23.35% | 23.45% |
| 电梯零部件业务 | | | | | |
| 收入 | 3,774.05 | 3,441.31 | 3,097.18 | 3,097.18 | 3,097.18 |
| 增速 | -11.53% | -8.82% | -10.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 (%) | 6.65% | 6.81% | 6.81% | 6.81% | 6.81% |
| 物流业务 | | | | | |
| 收入 | 532.77 | 539.16 | 485.24 | 509.51 | 534.98 |
| 增速 | -21.97% | 1.20% | -10.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 (%) | 11.79% | 11.99% | 11.99% | 11.99% | 11.99% |
| 营业总收入 | | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 7,018.47 | 7,345.53 | 7,115.74 | 7,316.66 | 7,527.64 |
| 增速 | -9.05% | 4.66% | -3.13% | 2.82% | 2.88% |
| 毛利率 | 11.40% | 14.33% | 14.91% | 15.12% | 15.34% |
| 制造业 (行业) | 7,018.47 | 7,345.53 | 7,115.74 | 7,316.66 | 7,527.64 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2024-2026 年归属母公司净利润分别为 8.14/8.78/9.39 亿元，同比变动 6.9%/7.8%/7.0%。

表4: 未来三年盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7064 | 7384 | 7153 | 7355 | 7567 |
| 营业成本 | 6240 | 6322 | 6087 | 6243 | 6406 |
| 营业税金及附加 | 31 | 36 | 33 | 34 | 35 |
| 销售费用 | 162 | 258 | 243 | 250 | 257 |
| 管理费用 | 455 | 523 | 482 | 488 | 494 |
| 研发费用 | 250 | 292 | 268 | 268 | 268 |
| 财务费用 | -75 | -97 | -102 | -110 | -128 |
| 投资收益 | 649 | 790 | 770 | 770 | 770 |
| 资产减值及公允价值变动 | -128 | -69 | -129 | -109 | -102 |
| 其他收入 | -264 | -339 | -268 | -268 | -268 |
| 营业利润 | 507 | 726 | 782 | 843 | 902 |
| 营业外净收支 | 3 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 510 | 730 | 782 | 843 | 902 |
| 所得税费用 | 8 | 8 | 11 | 12 | 13 |
| 少数股东损益 | -11 | -40 | -43 | -47 | -50 |
| 归属于母公司净利润 | 512 | 762 | 814 | 878 | 939 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

首先对资本成本进行假设。

Beta 值：通过 Wind 数据选取 2019-2023 年电梯领域上市公司康力电梯及上海机电作为可比公司，并参考公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 1.01；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 2.75%；

股票风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36% 为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与 3% 的溢价，由此得出股票风险溢价 7.36%；

K_d：为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，给与 3% 左右的风险溢价，由此假设债务成本 5.85%；

永续增长率：公司产品的下游应用广泛，与宏观经济环境相关性较高，假设公司永续增长率为 2%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 10.56%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 14.68 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5：绝对估值法资本成本假设（截至日期：2024/10/28）

| | 合理值 |
|----------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.01 |
| 无风险利率 | 2.75% |
| 股票风险溢价 | 7.36% |
| 公司股价（元） | 12.6 |
| 发行在外股数（百万股） | 860 |
| 股票市值（百万元） | 10835 |
| 债务总额（百万元） | 88 |
| K _d | 5.85% |
| T | 1.40% |
| K _a | 10.18% |
| 有杠杆 Beta | 1.02 |
| K _e | 10.24% |
| E/(D+E) | 99.19% |
| D/(D+E) | 0.81% |
| WACC | 10.21% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6: FCFF 估值表

| 单位: 百万元 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | TV |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| EBIT | 40.09 | 72.49 | 106.79 | 198.27 | 303.61 | 432.58 | 584.16 | 747.45 | 933.03 | 1111.24 | |
| 所得税税率 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | |
| EBIT*(1-所得税税率) | 39.54 | 71.48 | 105.30 | 195.50 | 299.37 | 426.54 | 576.00 | 737.01 | 920.00 | 1095.73 | |
| 折旧与摊销 | 156.39 | 169.80 | 183.09 | 195.95 | 207.41 | 217.87 | 227.20 | 235.48 | 242.86 | 249.41 | |
| 营运资金的净变动 | -603.12 | 187.18 | 157.44 | -1.04 | 129.46 | 123.35 | 98.97 | 114.19 | 105.46 | 66.62 | |
| 资本性投资 | -197.05 | -222.39 | -215.61 | -169.55 | -162.21 | -146.16 | -127.65 | -116.47 | -104.28 | -93.11 | |
| FCFF | -604.24 | 206.07 | 230.22 | 220.86 | 474.03 | 621.60 | 774.53 | 970.20 | 1164.05 | 1318.66 | 16388.24 |
| PV(FCFF) | -548.27 | 169.66 | 171.99 | 149.72 | 291.58 | 346.94 | 392.25 | 445.84 | 485.37 | 498.92 | 6200.52 |
| 核心企业价值 | 8604.53 | | | | | | | | | | |
| 减: 净债务 | -4021.23 | | | | | | | | | | |
| 股票价值 | 12625.77 | | | | | | | | | | |
| 每股价值(元) | 14.68 | | | | | | | | | | |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 对折现率与永续增长率设置两档分别为 0.2% 的变动幅度, 折现率浮动范围为 9.81%-10.61%, 永续增长率的变化范围为 1.60%-2.40%, 对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 13.50-15.60 元。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

| | | WACC 变化 | | | | |
|---------------------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | | 9.81% | 10.01% | 10.21% | 10.41% | 10.61% |
| 永续 增长 率变 化 | 2.40% | 15.60 | 15.20 | 14.83 | 14.48 | 14.14 |
| | 2.20% | 15.37 | 14.99 | 14.71 | 14.29 | 13.97 |
| | 2.00% | 15.16 | 14.79 | 14.68 | 14.12 | 13.81 |
| | 1.80% | 14.95 | 14.60 | 14.27 | 13.95 | 13.65 |
| | 1.60% | 14.76 | 14.42 | 14.10 | 13.79 | 13.50 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值

公司是国内电梯制造历史最悠久的企业之一，以电梯业务为核心，向上下游产业链延伸。公司经过近四十年的发展，形成以电梯整机制造、电梯零部件生产及物流服务三大业务板块为主的产业一体化经营格局，并引入国际化高端合作项目向相关产业领域拓展，成为科技研发实力和市场竞争能力突出的大型企业集团。基于此，我们选择康力电梯及上海机电作为可比公司。康力电梯成立于1997年，深耕电梯行业，现已发展成为业内领先的现代化综合型电梯企业集团，2023年电梯业务收入49.71亿元，占总收入比重约98.73%。上海机电主要从事电梯业务，具体包括电梯设备销售和电梯安装及维保等其他业务，2023年电梯业务收入208亿元，占总收入比重约94.12%，旗下上海三菱电梯有限公司承担公司最为重要的电梯业务，经过三十多年的创业与发展，累计制造和销售电梯已超过130万台。

综合考虑可比公司的估值及公司的成长性，我们预计广日股份2024-2026年归母净利润分别为8.14/8.78/9.39亿元，对应PE 13/12/11倍，一年期合理估值为13.27-15.32元（对应2025年PE 13-15x）。

表8: 可比公司相对估值（截至2024年11月12日）

| 证券代码 | 证券简称 | 投资评级 | 总市值（亿元） | 收盘价（元） | EPS | | | PE | | |
|------|-----------|------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |
| 康力电梯 | 002367.SZ | 未评级 | 53.60 | 6.71 | 0.46 | 0.38 | 0.39 | 15 | 18 | 17 |
| 上海机电 | 600835.SH | 未评级 | 162.27 | 18.02 | 0.98 | 0.98 | 1.10 | 18 | 18 | 16 |
| | | | | | | | 平均值 | 16 | 18 | 17 |
| 广日股份 | 600894.SH | 优于大市 | 105.65 | 12.09 | 0.89 | 0.95 | 1.02 | 14 | 13 | 12 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：可比公司盈利预测为Wind一致预测

投资建议

综合以上，我们预计2024年-2026年归属母公司净利润分别为8.14/8.78/9.39亿元，对应PE13/12/11倍，一年期合理估值为13.27-15.32元（对应2025年PE 13-15x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 13.27-15.32 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.36%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 2025 年 13-15 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增速持续提升，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果电梯销量不达预期，行业竞争激烈，产品价格下降，公司未来营收增速可能不达预期。

质量风险和品牌风险

电梯产品属于特种设备，产品和服务质量的优劣关系到产品使用者的人身安全和财产安全。根据《特种设备安全法》等相关法律法规和规章制度，国家质量安全主管部门对电梯生产厂商生产的电梯产品及服务进行严格的质量监管。若产品出现重大的质量问题或事故，公司将面临市场信赖危机、品牌危机和市场淘汰的风险。公司已经建立了标准、规范的设计、生产、安装、验收等业务流程，制定了健全、有效的产品质量控制体系，并将不断提升质量控制能力和安全技术水准，防范质量风险和品牌风险的发生。

主要原材料价格波动的风险

部分原材料价格受到国际大宗商品市场走势、国家宏观调控政策、经济运行周期等因素影响产生较大幅度的波动，可能会对公司的盈利水平带来影响。公司拟通过预判大宗商品价格波动趋势，成立原材料采购小组，统筹做好采购计划，通过生产物料竞争性采购招标、供应链价格磋商、原材料锁定、供应商本地化开发等措施，持续推进采购降成本，努力化解原材料价格波动对公司经营的影响。

宏观环境及市场竞争风险

房地产行业对电梯的需求放缓，部分房地产企业面临流动性危机，导致公司市场开拓以及应收账款的回收受到一定影响，市场竞争愈发激烈。公司将密切关注宏观环境和国家政策走势，顺应宏观调控政策导向，及时调整经营策略。公司将持续打造升级版“两网一战略”营销体系，提升市场营销能力；同时加快推进产业数字化转型升级，提高产品附加值，提升产品竞争力，努力实现公司高质量、可持续发展。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 3984 | 5286 | 5282 | 6121 | 7095 | 营业收入 | 7064 | 7384 | 7153 | 7355 | 7567 |
| 应收款项 | 1854 | 2232 | 1820 | 2008 | 2093 | 营业成本 | 6240 | 6322 | 6087 | 6243 | 6406 |
| 存货净额 | 1127 | 1079 | 1109 | 1105 | 1127 | 营业税金及附加 | 31 | 36 | 33 | 34 | 35 |
| 其他流动资产 | 245 | 252 | 248 | 254 | 261 | 销售费用 | 162 | 258 | 243 | 250 | 257 |
| 流动资产合计 | 7210 | 8849 | 8459 | 9488 | 10576 | 管理费用 | 455 | 523 | 482 | 488 | 494 |
| 固定资产 | 1174 | 1309 | 1238 | 1200 | 1147 | 研发费用 | 250 | 292 | 268 | 268 | 268 |
| 无形资产及其他 | 171 | 379 | 365 | 351 | 336 | 财务费用 | (75) | (97) | (102) | (110) | (128) |
| 投资性房地产 | 818 | 1014 | 1014 | 1014 | 1014 | 投资收益 | 649 | 790 | 770 | 770 | 770 |
| 长期股权投资 | 3480 | 3151 | 3117 | 3072 | 2936 | 资产减值及公允价值变动 | (128) | (69) | (129) | (109) | (102) |
| 资产总计 | 12853 | 14701 | 14192 | 15124 | 16009 | 其他收入 | (264) | (339) | (268) | (268) | (268) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 77 | 76 | 80 | 78 | 78 | 营业利润 | 507 | 726 | 782 | 843 | 902 |
| 应付款项 | 2395 | 2852 | 2336 | 2523 | 2636 | 营业外净收支 | 3 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1382 | 1956 | 1449 | 1598 | 1705 | 利润总额 | 510 | 730 | 782 | 843 | 902 |
| 流动负债合计 | 3854 | 4884 | 3866 | 4199 | 4419 | 所得税费用 | 8 | 8 | 11 | 12 | 13 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 8 | 8 | 8 | 8 | 少数股东损益 | (11) | (40) | (43) | (47) | (50) |
| 其他长期负债 | 82 | 165 | 202 | 247 | 302 | 归属于母公司净利润 | 512 | 762 | 814 | 878 | 939 |
| 长期负债合计 | 82 | 173 | 210 | 255 | 310 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 3936 | 5057 | 4076 | 4454 | 4729 | 净利润 | 512 | 762 | 814 | 878 | 939 |
| 少数股东权益 | 177 | 384 | 358 | 327 | 292 | 资产减值准备 | (15) | 55 | (3) | (4) | (3) |
| 股东权益 | 8741 | 9260 | 9758 | 10344 | 10988 | 折旧摊销 | 110 | 147 | 156 | 170 | 183 |
| 负债和股东权益总计 | 12853 | 14701 | 14192 | 15124 | 16009 | 公允价值变动损失 | 128 | 69 | 129 | 109 | 102 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (75) | (97) | (102) | (110) | (128) |
| 每股收益 | 0.60 | 0.89 | 0.95 | 1.02 | 1.09 | 营运资本变动 | 408 | 636 | (603) | 187 | 157 |
| 每股红利 | 0.23 | 0.20 | 0.37 | 0.34 | 0.34 | 其它 | 9 | (87) | (23) | (27) | (31) |
| 每股净资产 | 10.16 | 10.77 | 11.35 | 12.03 | 12.78 | 经营活动现金流 | 1152 | 1583 | 470 | 1313 | 1348 |
| ROIC | 0.21% | 1.20% | 2% | 3% | 5% | 资本开支 | 0 | (247) | (197) | (222) | (216) |
| ROE | 5.86% | 8.23% | 8% | 8% | 9% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 12% | 14% | 15% | 15% | 15% | 投资活动现金流 | (228) | 82 | (163) | (177) | (80) |
| EBIT Margin | -1% | -1% | 1% | 1% | 1% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 1% | 1% | 3% | 3% | 4% | 负债净变化 | 0 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | -9% | 5% | -3% | 3% | 3% | 支付股利、利息 | (201) | (169) | (316) | (293) | (295) |
| 净利润增长率 | -21% | 49% | 7% | 8% | 7% | 其它融资现金流 | (135) | (41) | 4 | (3) | 0 |
| 资产负债率 | 32% | 37% | 31% | 32% | 31% | 融资活动现金流 | (537) | (363) | (311) | (296) | (295) |
| 股息率 | 1.9% | 1.6% | 3.0% | 2.8% | 2.8% | 现金净变动 | 387 | 1302 | (4) | 840 | 974 |
| P/E | 20.3 | 13.6 | 12.8 | 11.8 | 11.1 | 货币资金的期初余额 | 3597 | 3984 | 5286 | 5282 | 6121 |
| P/B | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 货币资金的期末余额 | 3984 | 5286 | 5282 | 6121 | 7095 |
| EV/EBITDA | 403.6 | 152.4 | 73.7 | 61.3 | 52.2 | 企业自由现金流 | 0 | 492 | (604) | 206 | 230 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 458 | (500) | 312 | 357 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032