

## 盈利能力显著提升, 带动利润增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营收 5.4 亿元 (+0.4%), 归母净利润实现 0.9 亿元(+21.9%)。其中 2022 年 Q4 单季度实现营收 1.5 亿元(-0.5%), 实现归母净利润 0.2 亿元 (+43.8%)。
- **机器人、医疗影像设备行业保持两位数增长。** 1) 分产品方面, 2022 年公司驱动系统产品实现营收 3.3 亿元, 同比增长 1.0%; 控制系统产品实现营收 1.96 亿元, 同比减少 2.7%。2) 分行业方面, 2022 年机器人行业实现营收 1.45 亿元, 同比增长 15.6%; 医疗影像设备行业实现营收 0.44 亿元, 同比增长 12.5%; 其他通用自动化行业实现营收 1.75 亿元, 同比降低 6.7%; 机器人物联网行业实现营收 1.69 亿元, 同比降低 7.3%。
- **盈利能力显著提升。** 公司内部积极实施降本增效, 优化主要产品成本取得一定效果, 整体盈利能力进一步提升。1) 2022 年公司整体毛利率 37.9%, 同比提升 3.0pp。其中驱动系统毛利率 36.5%, 同比提升 0.7pp, 控制系统毛利率 39.4%, 同比提升 6.9pp。2) 2022 年公司期间费用率为 18.4%, 同比下降 1.0pp, 其中销售费用率 6.8%, 同比基本持平; 管理费用率 4.7%, 同比提升 0.2pp; 研发费用率 8.6%, 同比基本持平; 财务费用率-1.7%, 同比下降 1.2pp, 主要系银行利息收入增加以及美元汇率上升导致汇兑收益增加所致。3) 2022 年公司整体净利率 16.8%, 同比提升 2.9pp。
- **公司在工业移动机器人 (AGV/AMR) 自动化控制领域处于领军地位。** 根据 MIR, 2021 年低压直流伺服供应商市场份额中, 公司以 12% 的市占率位列第一; 在 2021 年物流行业直流伺服 TOP 供应商格局中, 公司以 42% 的市占率位列第一。根据 GGII, 公司为 2022 年中国移动机器人配套电机销量最多的厂商。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.12 亿元、1.43 亿元、1.80 亿元, 对应 EPS 分别为 1.34、1.71、2.14 元, 对应当前股价 PE 分别为 34、26、21 倍, 未来三年归母净利润将保持 25% 的复合增长率。给予公司 2024 年 30X 目标 PE, 目标价 51.30 元, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 主要原材料价格波动风险; 行业市场竞争加剧的风险; 下游行业周期性波动的风险。

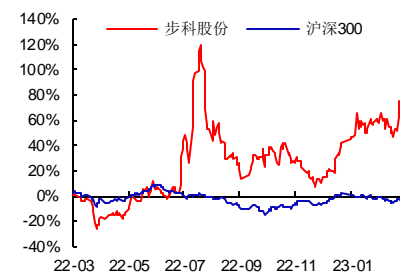
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	539.31	685.46	864.36	1064.03
增长率	0.37%	27.10%	26.10%	23.10%
归属母公司净利润 (百万元)	91.06	112.43	143.45	179.55
增长率	21.88%	23.47%	27.60%	25.16%
每股收益 EPS (元)	1.08	1.34	1.71	2.14
净资产收益率 ROE	12.49%	13.70%	15.23%	16.43%
PE	42	34	26	21
PB	5.27	4.66	4.06	3.50

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙  
执业证号: S1250521050002  
电话: 021-58351893  
邮箱: tgl@swsc.com.cn  
联系人: 周鑫雨  
电话: 021-58351893  
邮箱: zxyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.84
流通 A 股(亿股)	0.28
52 周内股价区间(元)	18.6-61.0
总市值(亿元)	37.93
总资产(亿元)	8.94
每股净资产(元)	8.56

### 相关研究

## 目 录

<b>1 步科股份：人机界面起家，驱动、控制等多产品布局</b> .....	<b>1</b>
1.1 专注工业自动化领域，布局机器人、医疗影像设备等行业 .....	1
1.2 业绩稳健增长，毛利率在 35%以上.....	5
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>7</b>
2.1 盈利预测.....	7
2.2 相对估值.....	7
<b>3 风险提示</b> .....	<b>8</b>

## 图 目 录

图 1：公司专注工业自动化领域.....	1
图 2：步科股份股权结构：实控人为唐咚.....	3
图 3：公司研发支出及营收占比.....	3
图 4：公司研发人员数量及占比情况.....	3
图 5：步科股份 2014-2022 年营收 CAGR=12%.....	5
图 6：步科股份 2014-2022 年归母净利润 CAGR=16%.....	5
图 7：步科股份公司毛利率在 35%以上.....	5
图 8：步科股份期间费用率总体呈下降趋势.....	5
图 9：控制系统和驱动系统贡献绝大部分营收.....	6
图 10：公司分业务毛利率情况（%）.....	6
图 11：2022 年公司下游行业占比情况.....	6
图 12：公司直销与经销并重.....	6

## 表 目 录

表 1：步科股份现有三大产品中心.....	2
表 2：公司在研项目情况.....	4
表 3：公司分业务收入及毛利率预测.....	7
表 4：可比公司估值（股价为 3 月 30 日）.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

# 1 步科股份：人机界面起家，驱动、控制等多产品布局

## 1.1 专注工业自动化领域，布局机器人、医疗影像设备等行业

公司为工业自动化与工厂智能化解决方案供应商，布局机器人、医疗影像设备等行业。公司专注于工业自动化设备控制核心部件与工业物联网/互联网软硬件的研发、生产、销售以及相关技术服务，并为客户提供设备自动化控制、数字化工厂及工业互联网解决方案。公司自 2002 年进入 HMI 市场以来专注工业自动化领域，先后推出包括人机界面、可编程逻辑控制器、伺服系统、步进系统、低压变频器等工业自动化设备控制核心部件和智能化解决方案，覆盖设备自动化控制主要领域。公司布局机器人、医疗影像设备、机器人物联网、数字化餐饮等重点战略行业，打造自动化设备控制、数字化工厂与 SaaS 软件“三轮驱动”的技术平台。

1996 年，深圳市步进科技有限公司成立正式成立，从事贸易业务；1999 年，开始发展机电一体化系统集成技术；2002 年，自主研发人机界面产品，进入 HMI 市场；2003 年，自主研发步进驱动系统和总线桥产品；2004 年，发展伺服驱动业务；2008 年，上海步科自动化有限公司成立并成为集团新总部，在常州设立电机生产研发基地，开始研发生产高性能伺服电机；2011 年，自主研发低压变频器；2015 年，研发机器人移动平台并推出系列产品，推出数字化工厂解决方案；2019 年，推出高端型 Future 系列人机界面、M-IoT 机器人物联网解决方案、步科设备管家、步科产销通等新产品，与阿里巴巴开展工业互联网合作，运营阿里 supET 服饰平台；2020 年，公司成功登陆科创板；2021 年，确立机器人、医疗影像设备、机器人物联网、数字化餐饮为公司重点战略行业。

图 1：公司专注工业自动化领域



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司现有三大类产品：1) 控制系统产品，主要包括人机界面和 PLC；2) 驱动系统产品，包括伺服系统、驱动系统、变频器等；3) 数字化软件，包括工厂数字化、云边端等产品。

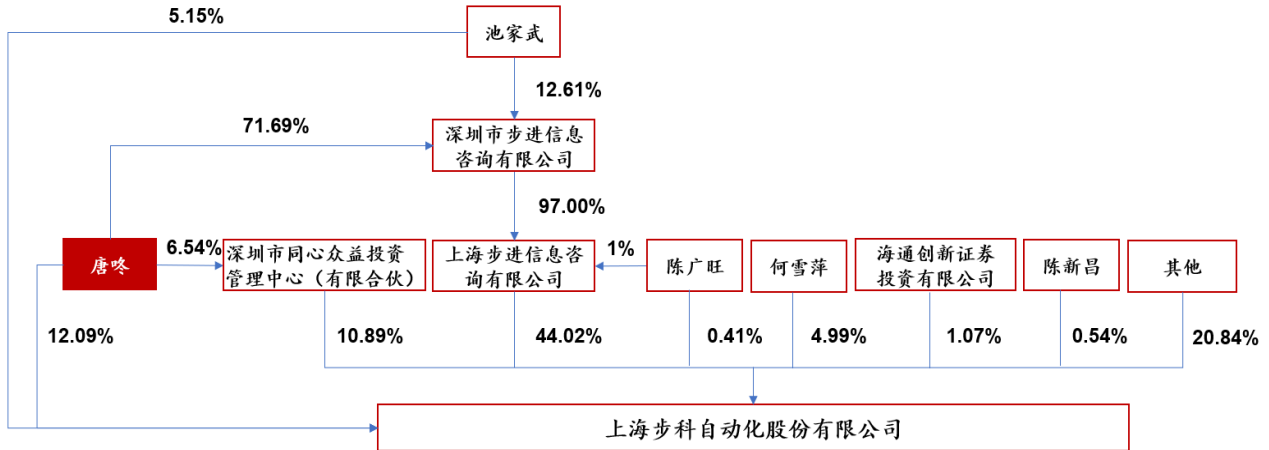
**表 1：步科股份现有三大产品中心**

产品类别		图示	产品用途	下游应用行业
控制系统	人机界面		设备系统和用户之间进行交互和信息交换的媒介，利用显示单元（如液晶模组）显示机器设备的运行状态等实时信息；在人机界面上可利用输入单元（如触摸屏、键盘等）写入工作参数或输入操作命令等，从而实现人与设备信息交互，是各类工业自动化生产设备的标准配置	物流设备、医疗设备、工业机器人、食品机械、服装机械、纺织机械、轨道交通设备、包装机械、塑料机械、电子制造设备、印刷机械
	可编程逻辑控制器		采用可编程的存储器执行逻辑运算、顺序控制、定时、计数和算术运算等操作命令，通过串行、现场总线、以太网等通讯方式实现与人机界面的信息交互，并通过数字式或模拟式的输入和输出，实现对机器设备运行的控制	物流设备、医疗设备、制药机械、工业机器人、食品机械、服装机械、包装机械、机床工具、建筑机械、能源机械、暖通机械
驱动系统	伺服系统		工业自动化控制设备主要的动力来源之一，主要由伺服驱动器、伺服电机、反馈元件三部分组成。伺服系统可通过闭环方式实现精确、快速、稳定的位置控制、速度控制和转矩控制，主要应用于对定位精度和运转速度要求较高的工业自动化控制领域	工业机器人、服务机器人、物流设备、智能仓储、医疗设备、制药机械、食品机械、服装机械、纺织机械、包装机械、印刷机械、电子制造设备、机床工具
				
	步进系统		工业自动化控制设备主要的动力来源之一，主要由步进驱动器、步进电机两部分组成。步进系统通过开环方式实现机器设备的精确定位和调速，主要应用于对定位精度和运转速度要求相对较低的工业自动化控制领域	物流设备、医疗设备、食品机械、服装机械、纺织机械、包装机械、电子制造设备、激光机械
	低压变频器		通过调整输出电源的电压和频率，根据电机的实际需要来提供其所需要的电源电压，进而达到节能、调速的目的；还具有过流、过压、过载保护等保护功能	物流设备、环保设备、食品机械、服装机械、纺织机械、机床工具、起重机械、包装机械
	数字化工厂		公司数字化工厂业务，主要依托多年研发积累的工业自动化与工业物联网技术，通过一系列软硬件产品以及技术服务，包括自动化控制、数据采集、智能仓储物流、工业 SaaS 软件(如远程运维监控)等，帮助不同行业客户实现数字化制造。	餐饮、物流设备、环保设备、食品机械、服装机械、纺织机械、机床工具、起重机械、包装机械等

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司实际控制人为唐咚，控股股东为上海步进信息咨询有限公司。公司控股股东上海步进信息咨询有限公司持有公司 44.02% 的股权；公司实际控制人唐咚合计持有公司 43.41% 的股份。同心众益为公司员工持股平台。

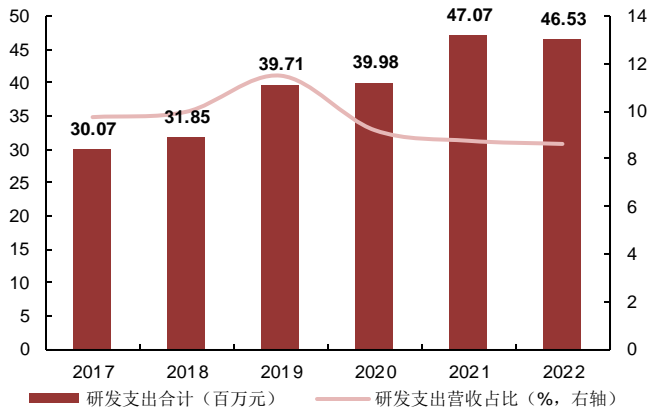
**图 2：步科股份股权结构：实控人为唐咚**



数据来源：公司年报，西南证券整理

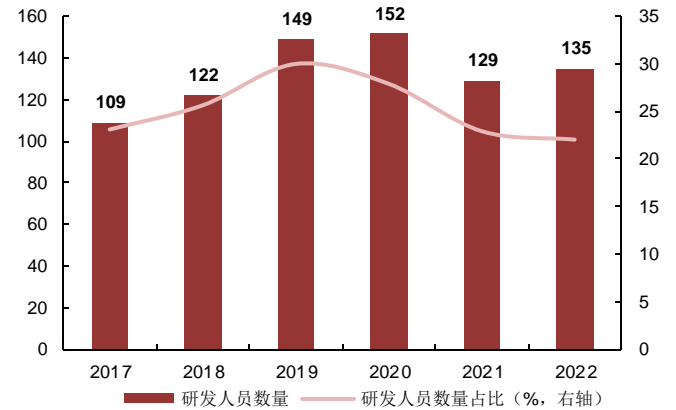
公司重视研发，在研项目覆盖伺服系统、人机界面和机器物联网平台软件。2022 年公司研发投入为 0.47 亿元，营收占比达到 8.6%，公司研发人员数量为 135 人，占比 22.0%。在研项目覆盖伺服系统、可编程逻辑控制器、人机界面以及机器物联网平台和数字化餐饮相关软硬件等业务。

**图 3：公司研发支出及营收占比**



数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：公司研发人员数量及占比情况**



数据来源：Wind，西南证券整理



**表 2：公司在研项目情况**

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
HMI 中高端产品项目	部分型号已经上市	填补公司在高端装备市场的产品空缺,具备多核高运算处理能力,高清显示,多功能易操作,高可靠性	国内先进	广泛运用于锂电、光伏等新能源行业的高端装备
M-IoT 云平台项目	测试阶段	通过移动互联网实现设备物联网相关云端组态、数据分析、远程管理等功能平台	国内先进	广泛应用于借助于物联网技术实现远程透传、设备监控、数据分析等广大的数字化制造应用场景
新型工业组态软件 DTP 开发项目	测试阶段	前瞻性考虑工业互联网时代的新需求,增强组态软件功能,进一步提升用户体验	国内先进	广泛运用于工业设备人机交互、设备互联、设备上云的开发
战略行业专用 HMI 项目	部分型号已经上市	针对机器物联网、移动机器人、医疗影像设备、水务设备等战略行业,满足客户的行业定制需求,具备各项行业认证要求	行业先进	移动机器人、医疗影像设备、水务设备、机床数据采集设备等
K6 系列高性能 PLC 开发	部分型号已经上市	市场主流小型 PLC	国内先进	海外市场及需要远程运维、物联网等功能需求的市场
新一代经济型伺服驱动器开发项目	样机试运行	优化及升级硬件方案,搭配实现多种电机控制算法的软平台,满足标准工业控制应用场景功能需求	国内先进	广泛运用于锂电、光伏等新能源行业的高端装备、及机床周边、3C、纺织等领域
低压一体式伺服系统开发项目	开发阶段	通过高效的集成实现一体化驱动电机系统,除满足一般的工业应用场景外,也满足各种户外应用、恶劣环境高防护场景的要求	国内先进	广泛应用于食品行业、建筑机器人、现场型设备、户外工作自动控制设备等领域
机器人驱动-电机减速机集成模组项目	部分型号已经上市	针对移动机器人专用的伺服模组,实现伺服驱动器、伺服电机、减速机高集成的模组方案,优化安装维护便利性,提高产性价比	国内先进	广泛应用于移动机器人 (AGVA MR)、服务机器人等应用场景
机器人机械臂专用电机项目	在研阶段	针对工业机械臂的应用特点,实现高防护等级、强过载,高动态响应,高可靠性等要求	国内先进	应用于四/六轴工业机械臂
移动机器人专用低压伺服系统开发项目	部分型号已经上市	针对移动机器人的专用低压伺服系统,具有多种安全防护设计,可实现高精度定位控制,多轴控制,一体化设计,满足快速安装部署,低成本,高可靠性的要求	国内先进	广泛应用于移动机器人 (AGVA MR) 等应用场景
汽车产线电动夹爪专用伺服系统开发项目	开发阶段	电动夹爪伺服系统,具备高安全防护设计,驱动电机一体模块化设计,集成度高,可实现高精度定位控制	国内先进	适用于各类机械臂末端电动夹爪产品
医疗影像病床专用伺服驱动系统开发项目	开发阶段	医疗影像病床专用伺服驱动器,具有可靠性高,产品认证全的特点,满足 MR/CT 病床的行业特定功能要求	国内先进	应用于核磁共振、CT、DR 等医疗影像设备
机器人关节模组专用电机项目	开发阶段	达到更高转矩密度、低温升、轻本体、薄机身	国内先进	广泛应用于各类协作机器人、手术机器人及中空集成功力模块应用场景
基于 Renesas 平台的未来伺服产品预研项目	开发阶段	实现多种电机控制算法的软硬件平台	国内先进	机器人、纺织,食品,包装等各类工业自动化设备

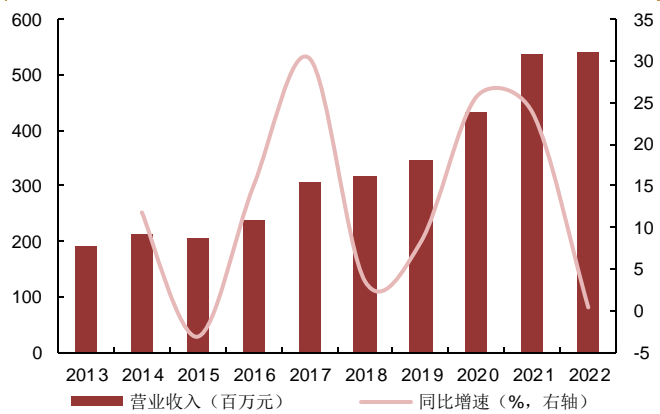
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 业绩稳健增长，毛利率在 35%以上

公司业绩稳步增长。2013 至 2022 年，公司营收从 1.9 亿元增长至 5.4 亿元，2014-2022 年营收 CAGR 达到 12%，2013 至 2022 年，公司归母净利润从 0.2 亿元增长至 0.9 亿元，2014-2022 年归母净利润 CAGR 达到 16%。

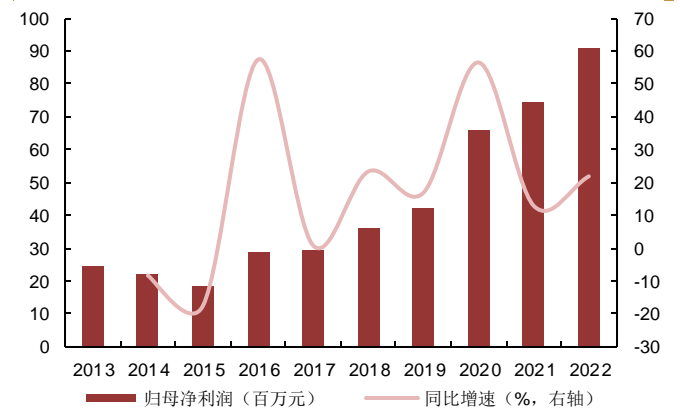
公司毛利率在 35%以上。2022 年公司实现毛利率 37.9%，净利率 16.8%，毛利率和净利率水平有所回升，主要系上游原材料价格回落和公司采取降本措施所致。公司期间费用率总体呈下降趋势，2022 年公司期间费用率为 18.4%。

图 5：步科股份 2014-2022 年营收 CAGR=12%



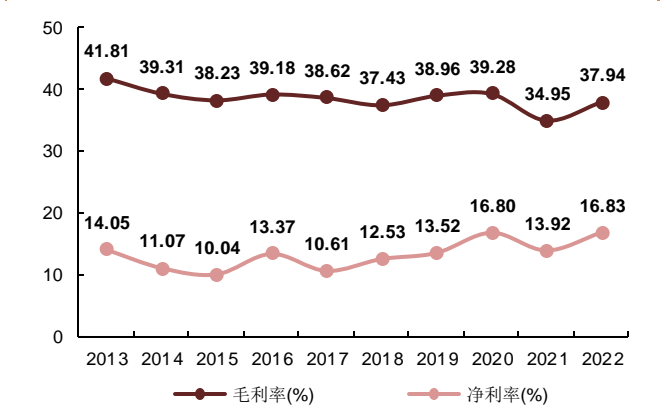
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：步科股份 2014-2022 年归母净利润 CAGR=16%



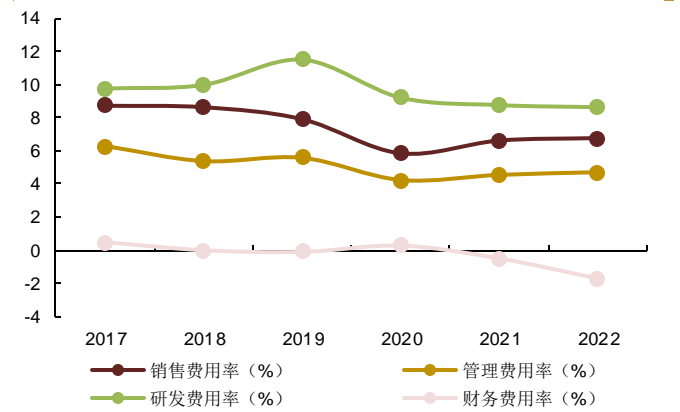
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：步科股份公司毛利率在 35%以上



数据来源：Wind，西南证券整理

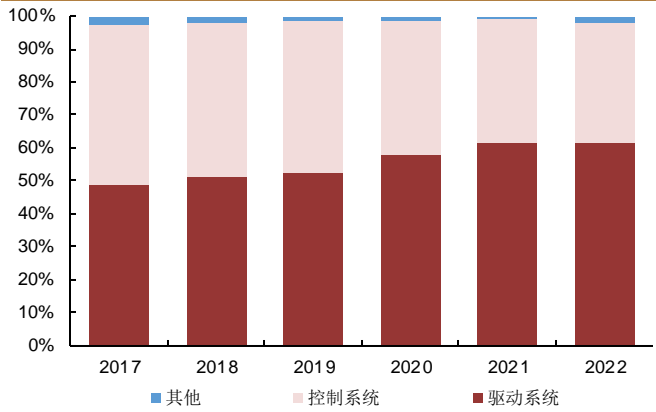
图 8：步科股份期间费用率总体呈下降趋势



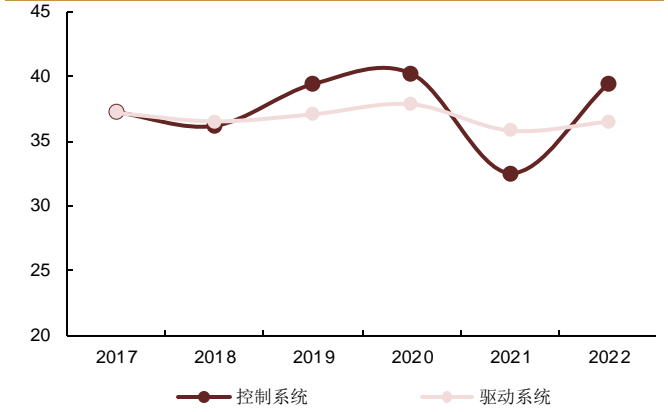
数据来源：Wind，西南证券整理



**控制系统和驱动系统贡献 95%以上营收。**控制系统和驱动系统为收入主要来源，2022 年营收占比分别为 61%、36%。分业务毛利率方面，驱动系统毛利率稳定在 35% 以上，2022 年实现毛利率 36.5%，控制系统业务 2022 年实现毛利率 39.4%，毛利率水平有所回升，主要系人机界面生产所需的芯片、液晶等原材料价格回落，控制系统毛利率水平已恢复到合理水平。

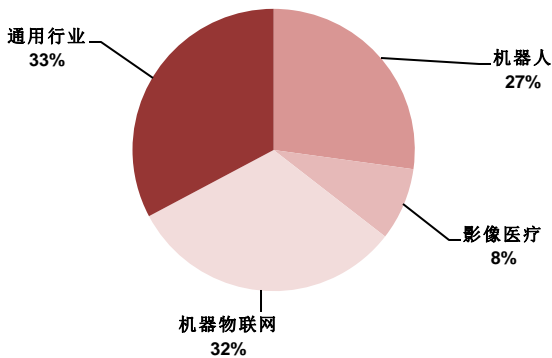
**图 9：控制系统和驱动系统贡献绝大部分营收**


数据来源：Wind, 西南证券整理

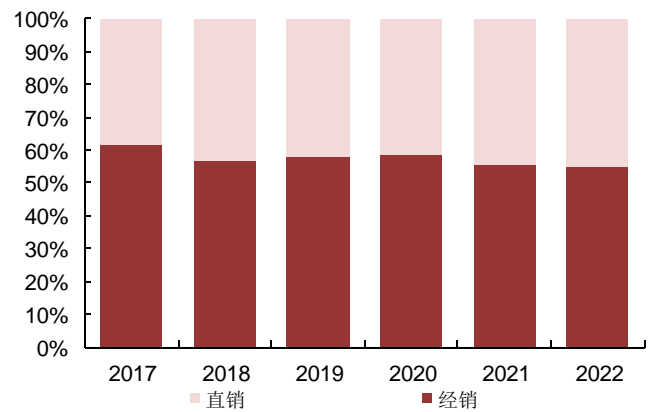
**图 10：公司分业务毛利率情况 (%)**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**公司布局机器人、医疗影像设备、3C、机床等行业。**公司下游业务领域分布广泛，2022 年公司机器人（主要为 AGV/AMR）、医疗影像设备、机器物联网、通用行业（包括 3C、机床、贴牌等细分行业）营收占比分别为 27%、8%、32%、33%。公司采取直销与经销并重的销售模式，对采购规模较大、定制化要求较高的行业战略客户采取直销模式，同时通过国内外经销商将产品销售给终端用户，2022 年公司直销收入占比为 45%。

**图 11：2022 年公司下游行业占比情况**


数据来源：公司公告, 西南证券整理

**图 12：公司直销与经销并重**


数据来源：公司公告, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

**驱动系统业务：**我国工业自动化渗透率不断提升，受益于机器人、医疗影像设备、其他通用设备等行业增长，预计公司 2023-2025 年驱动系统订单增速分别为 30%、30%、25%，毛利率保持在 37% 的水平。

**控制系统业务：**预计公司 2023-2025 年控制系统订单增速分别为 25%、20%、20%，随着规模不断上量，规模效应逐步显现，预计 2023-2025 年毛利率分别为 40.0%、40.5%、41.0%。

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 3：公司分业务收入及毛利率预测**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入	539.31	685.52	864.48	1064.10
	增速	0.4%	27.1%	26.1%	23.1%
	毛利率	37.9%	38.1%	38.2%	38.4%
驱动系统	收入	330.31	429.40	558.22	697.78
	增速	1.0%	30.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	36.5%	37.0%	37.0%	37.0%
控制系统	收入	196.25	245.31	294.38	353.25
	增速	-2.7%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	39.4%	40.0%	40.5%	41.0%
其他	收入	12.74	13.74	14.74	15.74
	增速	47.1%	7.8%	7.3%	6.8%
	毛利率	52.3%	51.2%	50.6%	49.7%

数据来源：Wind，西南证券

### 2.2 相对估值

我们选取同处于工业自动化行业的汇川技术、禾川科技作为可比公司，汇川技术为工业自动化龙头，禾川科技为伺服领军企业。2023-2025 年可比公司 PE 为 31、23 倍。公司在工业移动机器人 (AGV/AMR) 自动化控制领域处于领军地位，未来三年归母净利润将保持 25% 的复合增长率。给予公司 2024 年 30X 目标 PE，目标价 51.30 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

**表 4：可比公司估值（股价为 3 月 30 日）**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300124.SZ	汇川技术	70.87	1.62	2.05	2.60	/	51.71	34.64	27.24	/
688320.SH	禾川科技	40.79	0.68	1.51	2.16	/	64.24	27.04	18.86	/
<b>可比公司平均值</b>							<b>58.0</b>	<b>30.8</b>	<b>23.1</b>	<b>/</b>

数据来源：Wind, 西南证券整理

### 3 风险提示

**1) 主要原材料价格波动风险。**公司产品生产所需的主要原材料为 IC 芯片、液晶屏、被动电子元器件、PCB、触摸面板、IGBT 等。公司原材料成本占比较高，2020-2022 年，直接材料占营业成本的比例分别为 90.64%、87.98%和 87.34%；IC 芯片、被动电子元器件、IGBT 和编码器部分原材料依赖进口，如果主要原材料市场供求变化、采购价格波动，公司将面临经营业绩波动、盈利水平下降的风险。

**2) 行业市场竞争加剧的风险。**工业自动化控制行业市场竞争较为激烈，行业内主要公司包括德国西门子、法国施耐德等国际知名企业，国内的汇川技术等竞争对手近些年得到快速发展，已经具备较强竞争力。目前，公司主要产品与国际国内竞争对手相比，仍然面临较大的竞争压力；公司聚焦的重点行业是整体规模不大但持续增长的新兴市场，如果此类重点行业未来快速成长、规模增大，会吸引主要竞争对手进入，面临竞争加剧局面，给公司的经营带来不利影响。

**3) 下游行业周期性波动的风险。**公司产品下游包括机器人、医疗影像设备、3C、机床等行业，与宏观经济周期联系密切，若下游行业景气度下行，则将对公司产品需求和业绩产生不利影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	539.31	685.46	864.36	1064.03	净利润	90.78	112.43	143.45	179.55
营业成本	334.69	424.30	534.18	655.44	折旧与摊销	7.70	4.49	4.49	4.49
营业税金及附加	4.15	4.80	6.05	7.45	财务费用	-9.15	-0.64	-1.40	-1.68
销售费用	36.52	44.55	55.32	67.03	资产减值损失	-7.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	25.38	86.37	108.91	134.07	经营营运资本变动	48.92	-49.26	-53.99	-71.25
财务费用	-9.15	-0.64	-1.40	-1.68	其他	-33.94	2.20	-0.31	0.80
资产减值损失	-7.71	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>96.61</b>	<b>69.21</b>	<b>92.24</b>	<b>111.92</b>
投资收益	1.50	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5.00	-15.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.18	0.00	0.00	0.00	其他	-89.47	-276.69	0.09	-0.03
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>	<b>-94.47</b>	<b>-291.69</b>	<b>-14.91</b>	<b>-15.03</b>
<b>营业利润</b>	<b>102.69</b>	<b>126.08</b>	<b>161.31</b>	<b>201.72</b>	短期借款	30.00	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.04	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>102.64</b>	<b>126.08</b>	<b>161.31</b>	<b>201.72</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.86	13.65	17.86	22.17	支付股利	-25.20	-18.21	-22.49	-28.69
净利润	90.78	112.43	143.45	179.55	其他	-11.41	-5.74	1.40	1.68
少数股东损益	-0.27	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-6.61</b>	<b>-53.95</b>	<b>-21.08</b>	<b>-27.01</b>
归属母公司股东净利润	91.06	112.43	143.45	179.55	<b>现金流量净额</b>	<b>-3.32</b>	<b>-276.42</b>	<b>56.25</b>	<b>69.87</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	409.55	133.13	189.37	259.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	153.58	184.52	237.10	290.02	销售收入增长率	0.37%	27.10%	26.10%	23.10%
存货	126.99	184.94	222.79	277.47	营业利润增长率	24.40%	22.78%	27.94%	25.05%
其他流动资产	49.70	300.93	300.86	301.19	净利润增长率	21.40%	23.84%	27.60%	25.16%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.14%	28.33%	26.53%	24.41%
投资性房地产	19.00	19.27	19.18	19.21	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	39.22	51.56	63.89	76.22	毛利率	37.94%	38.10%	38.20%	38.40%
无形资产和开发支出	12.70	11.20	9.69	8.19	三费率	9.78%	19.01%	18.84%	18.74%
其他非流动资产	83.28	82.96	82.64	82.32	净利率	16.83%	16.40%	16.60%	16.87%
<b>资产总计</b>	<b>894.02</b>	<b>968.50</b>	<b>1125.53</b>	<b>1313.87</b>	ROE	12.49%	13.70%	15.23%	16.43%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.15%	11.61%	12.75%	13.67%
应付和预收款项	104.83	126.58	161.32	197.50	ROIC	28.89%	34.85%	35.66%	36.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.77%	18.96%	19.02%	19.22%
其他负债	32.32	21.05	22.38	23.67	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>167.15</b>	<b>147.63</b>	<b>183.70</b>	<b>221.18</b>	总资产周转率	0.64	0.74	0.83	0.87
股本	84.00	84.00	84.00	84.00	固定资产周转率	15.22	20.46	28.03	37.77
资本公积	370.63	370.63	370.63	370.63	应收账款周转率	5.84	6.11	6.19	6.09
留存收益	264.25	358.47	479.44	630.29	存货周转率	2.10	2.72	2.62	2.62
归属母公司股东权益	719.10	813.10	934.06	1084.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.73%	—	—	—
少数股东权益	7.77	7.77	7.77	7.77	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>726.87</b>	<b>820.87</b>	<b>941.83</b>	<b>1092.69</b>	资产负债率	18.70%	15.24%	16.32%	16.83%
负债和股东权益合计	894.02	968.50	1125.53	1313.87	带息债务/总负债	17.95%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.91	6.12	5.68	5.51
					速动比率	4.07	4.71	4.35	4.15
					股利支付率	27.68%	16.20%	15.67%	15.98%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	101.24	129.93	164.40	204.53	每股收益	1.08	1.34	1.71	2.14
PE	41.65	33.73	26.44	21.12	每股净资产	8.56	9.68	11.12	12.92
PB	5.27	4.66	4.06	3.50	每股经营现金	1.15	0.82	1.10	1.33
PS	7.03	5.53	4.39	3.56	每股股利	0.30	0.22	0.27	0.34
EV/EBITDA	32.19	24.79	19.26	15.14					
股息率	0.66%	0.48%	0.59%	0.76%					

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。

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
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	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.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	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