

全国化布局成效显著，五大业态齐发力

投资要点

- **业绩稳定增长，重庆物管第二。**新大正物业集团股份有限公司成立于1998年，2022年成为中国物业百强第22名。业绩稳定增长，办公物业占比提升。公司2022年实现营业收入26.0亿元，同比增长24.4%；实现归母净利润1.9亿元，同比增长11.8%。公司五大业务板块均有增长，2022年办公物业、公共物业、航空物业、学校物业和商住物业的增速分别为38.1%、31.3%、15.4%、12.7%和1.8%。费用率保持稳定，2017-2022年公司费用率处于行业内较低水平，销售费用率保持在1.5%左右，管理费用率在8.0%左右。
- **异地拓展继续推进，服务体系先进。**全国化布局取得重大进展，目前公司业务已经进入30个省市116个城市。期末公司项目管理部数量达到513个，较上年增长7.55%，服务面积增至约1.3亿平方米。2022年新拓展项目中标总金额19.10亿元；饱和年化合同收入金额10.11亿元，同比增长23.6%，其中重庆以外区域新市场拓展量占比为76.5%。公司不断推进管理流程标准化，参与行业标准制定，商务楼宇、公共租赁住房、高校的物业管理标准成为重庆市地方标准。
- **五大业态齐发力，积极布局城市服务。**公司主要布局五大细分业态，期末学校、航空、公共、办公、商住项目数量分别为84/25/115/221/68个。办公物业在五大业态中营收占比最高，2022年办公物业营业收入10.6亿元，增速高达38.1%，新增22个办公项目。自2016年进入航空物业领域以来保持高速增长，2022年航空物业收入2.75亿元，中长期前景向好，单个机场合同金额存在提升空间。学校物业收入3.7亿元，同比增长12.7%，新中标多个重要项目。公共物业营业收入同比增长31.3%，收入占比约21.4%。公司将交通、医养业态确定为未来五年重点发展方向，2022年中标18个医养业态项目。公司自2021年开始布局城市服务，2022年成功获取了石林、普者黑两个全国性旅行目的地城市的整体城市运营服务项目，城市服务实现收入0.92亿元，同比增长99.9%。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年归母净利润将保持32.6%的复合增长率。考虑到公司目前管理规模拓展速度较快，给予公司2023年24倍PE，目标价为27.17元，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**项目拓展不及预期、劳务成本上涨等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2598.11	3611.61	4558.44	5511.13
增长率	24.41%	39.01%	26.22%	20.90%
归属母公司净利润(百万元)	185.66	259.39	345.00	432.64
增长率	11.80%	39.71%	33.00%	25.41%
每股收益EPS(元)	0.81	1.13	1.51	1.89
净资产收益率ROE	16.43%	19.77%	21.65%	22.21%
PE	28.21	20.19	15.18	12.10
PB	4.63	3.99	3.28	2.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@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)	2.29
流通A股(亿股)	2.08
52周内股价区间(元)	19.71-37.55
总市值(亿元)	52.37
总资产(亿元)	14.57
每股净资产(元)	6.30

相关研究

目 录

1 重庆公建物业服务专家，营收利润稳定增长	1
2 异地拓展继续推进，服务体系先进	4
3 落地五五规划，五大业态齐发力	6
4 盈利预测与估值	9
4.1 盈利预测	9
4.2 相对估值	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构.....	2
图 3：2022 年营业收入同比增长 24.4%.....	2
图 4：2022 归母净利润同比增长 11.8%.....	2
图 5：2022 年办公物业收入占比 40.8%.....	3
图 6：2022 年办公物业增速 38.1%.....	3
图 7：销售毛利率小幅下降.....	3
图 8：费用率保持稳定.....	3
图 9：公司项目管理部数量达到 513 个.....	4
图 10：公司中标金额.....	4
图 11：2022 年重庆以外区域营收占比 60.0%.....	4
图 12：2022 年重庆以外区域增速 41.6%.....	4
图 13：九大管理体系认证.....	5
图 14：五大业态项目数量.....	6
图 15：五大业态项目占比.....	6
图 16：2022 年办公物业项目 221 个.....	6
图 17：2022 年办公物业增速 38.1%.....	6
图 18：2022 年机场在管数量 25 个.....	7
图 19：2022 年航空物业收入增速 15.4%.....	7
图 20：2035 年我国民用机场数量预计达到 450 个.....	7
图 21：2022 年底公司在管学校 84 个.....	8
图 22：2022 年学校物业收入 3.7 亿元.....	8
图 23：2022 年底公司在管公共物业项目 115 个.....	8
图 24：2022 年公共物业收入 5.6 亿元.....	8

表 目 录

表 1：公司参与制定行业标准及获奖情况.....	5
表 2：重庆江北机场部分物业合同情况.....	8
表 3：分业务收入及毛利率.....	9
表 4：可比公司估值.....	10
附表：财务预测与估值.....	11

1 重庆公建物业服务专家，营收利润稳定增长

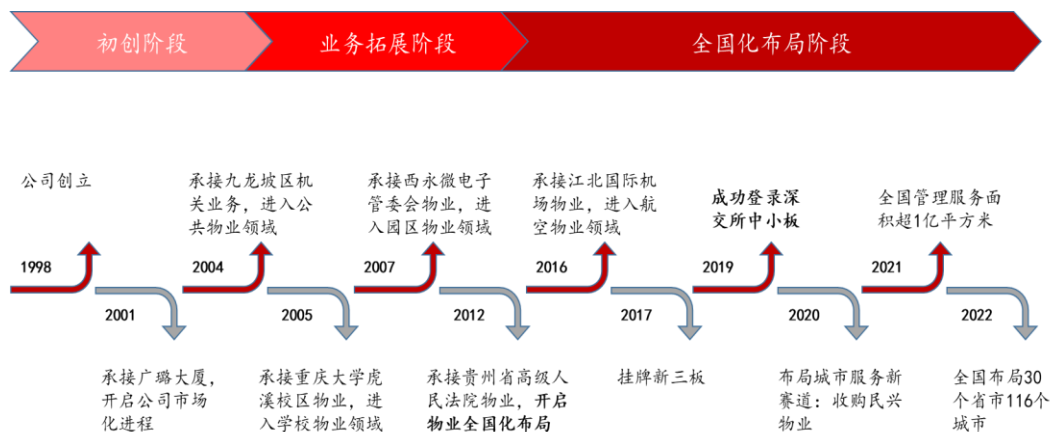
新大正物业集团股份有限公司成立于 1998 年，专注于智慧城市公共空间与建筑设施的运营和管理，公司业务进入 28 个省市 116 个城市，管理服务面积 1.3 亿平方米，2022 年成为中国物业百强第 22 名。公司发展主要经历了 3 个阶段：

(1) 初创阶段(1998-2001 年)：1998 年重庆新大正物业集团股份有限公司成立；2001 年承接广璐大厦，开启公司市场化发展进程。

(2) 业务拓展阶段 (2002-2012 年)：2004 年承接九龙坡区机关物业，进入公共物业领域；2005 年承接重庆大学虎溪校区物业，进入学校物业领域；2007 年承接西永微电子管委会物业，进入园区物业领域。

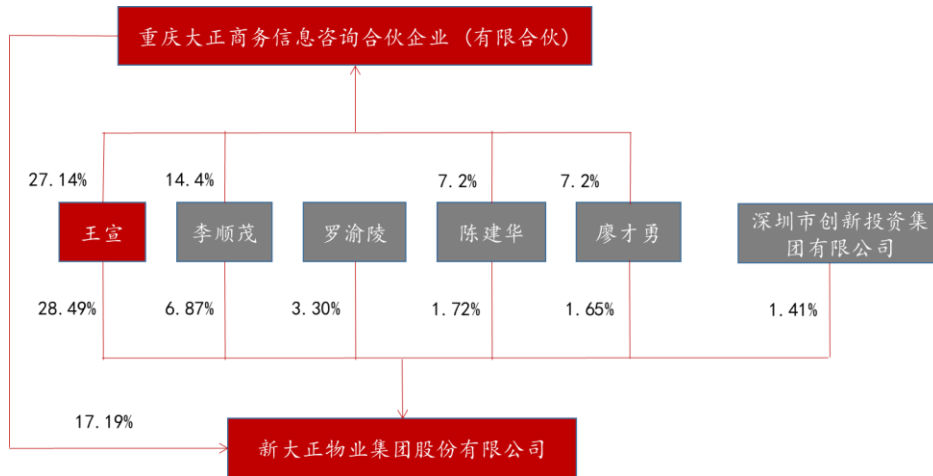
(3) 全国化布局阶段 (2012 年-至今)：2012 年承接贵州省高级人民法院物业，开启业务全国化布局；2015 年进入云南物业市场；2016 年进入湖北、广西、湖南物业市场；2017 年进入陕西、江苏、河南物业市场；2018 年进入江西、浙江、福建、北京物业市场；2019 年进入河北、天津、广东物业市场，同年公司成功登录深交所；2020 年进入上海、山东、安徽等物业市场；2021 年公司更名为“新大正物业集团股份有限公司”，全国管理服务面积超 1 亿平方米；2022 年公司业务新进入 4 个省，新进入 34 个城市，新增项目 36 个。

图 1：公司发展历程



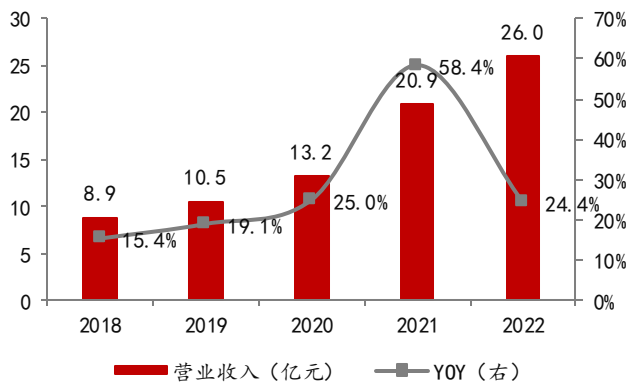
数据来源：公司官网，西南证券整理

股份较为集中，股权激励调动管理层积极性。公司控股股东与创始人王宣直接持有公司 28.49% 的股份，李茂顺、陈建华、廖才勇为公司高管且与王宣为一致行动关系公司，三人直接持有公司股份共计 10.24%，员工持股平台重庆大正商务信息咨询合伙企业(有限合伙)持有公司 17.19% 的股份。公司于 2021 年授予激励对象 17 人共 157.95 万股。2022 年 4 月 18 日公司通过了向 15 名激励对象授予 131.6 万股的议案，6 月 2 日通过了向 1 名激励对象授予 4.2 万股的议案。

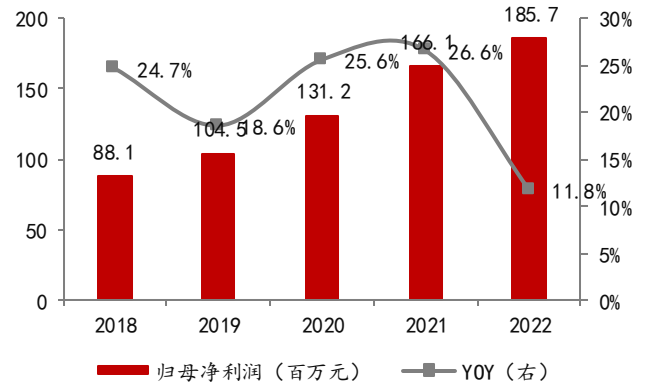
图 2：公司股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

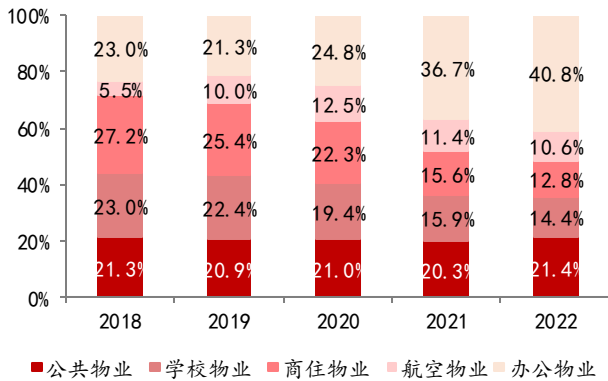
业绩稳定增长，办公物业占比提升。公司 2018-2022 年营业收入由 8.9 亿元提升至 26.0 亿元，CAGR 达 27.62%；2022 年营收 26.0 亿元，同比增长 24.4%。2018-2022 年归母净利润由 8808 万元增至 18566 万元，CAGR 达 21.32%；2022 年归母净利润达 18566 万元，同比增长 11.8%。公司五大业务板块同步增长，2022 年办公物业、公共物业、航空物业、学校物业和商住物业的增速分别为 38.1%、31.3%、15.4%、12.7% 和 1.8%，收入占比分别为 40.8%、21.4%、10.6%、14.4% 和 12.8%，办公物业增速较高，自 2021 年来收入占比提升幅度较大。

图 3：2022 年营业收入同比增长 24.4%


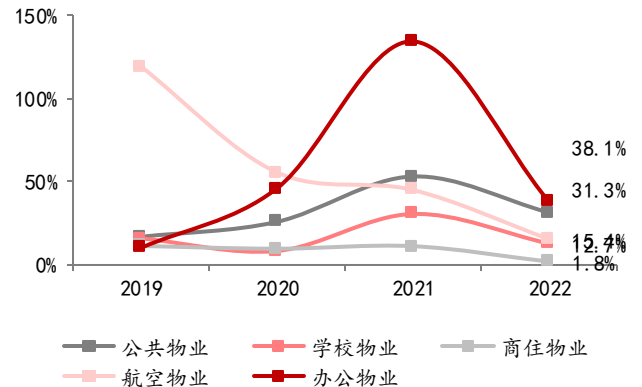
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2022 年归母净利润同比增长 11.8%


数据来源：公司公告，西南证券整理

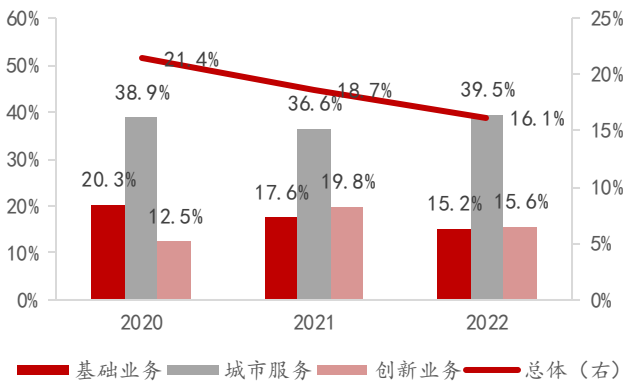
图 5：2022 年办公物业收入占比 40.8%


数据来源：公司公告，西南证券整理

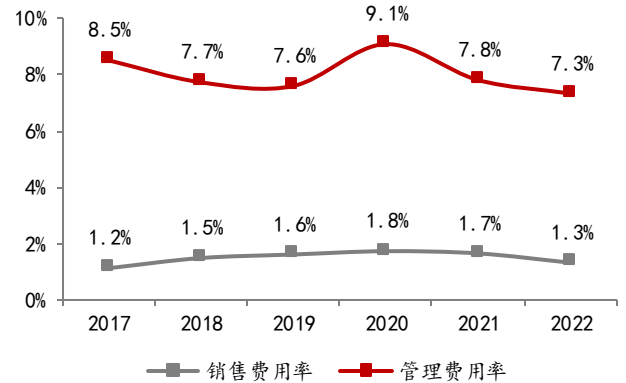
图 6：2022 年办公物业增速 38.1%


数据来源：公司公告，西南证券整理

利润率略有下降，费用率保持稳定。2020-2022 年公司总体销售毛利率由 21.4% 降至 16.1%，主要原因在于外部不利因素、新项目拓展、重庆社保基数调整和外延并购业务未完成。外部不利因素如疫情、民航业低迷；新建项目中，重庆区域以外有大量一年期以内的未成熟公建项目，毛利润较低；重庆的社保基数由 2800 元/月提升到 3957 元/月，人员基数也较大；外延并购部分未能及时达成合作意向，没有实现预期并表收入。随着新项目成熟，盈利水平有望回升。2017-2022 年公司费用率基本稳定，处于行业内较低水平，销售费用率保持在 1.5% 左右，管理费用率在 8.0% 左右。

图 7：销售毛利率小幅下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

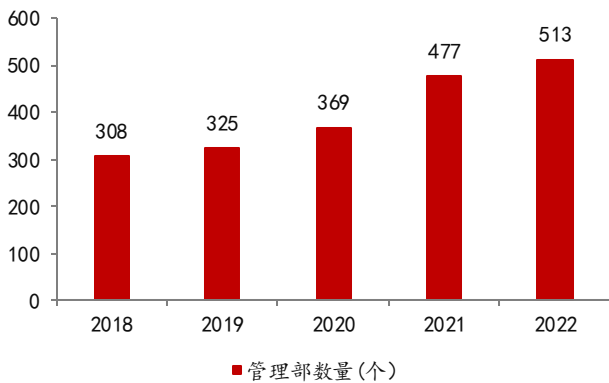
图 8：费用率保持稳定


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 异地拓展继续推进，服务体系先进

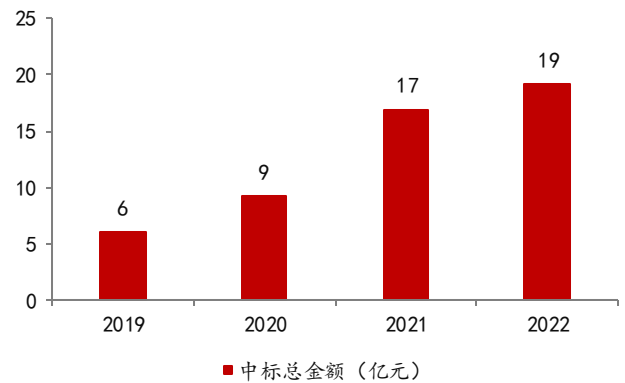
公司全国化布局取得明显进展。新大正是西南地区物管龙头，公司于 2012 年承接贵州省人民法院物业，开启业务全国化布局，2022 年新进入黑龙江省、西藏自治区、青海省、新疆维吾尔自治区 4 个省份，济南、三亚、珠海、厦门等 34 座城市，2022 年公司业务已经进入 30 个省市 116 个城市。期末公司项目管理部数量达到 513 个，较上年增长 7.55%，服务面积增至约 1.3 亿平方米。公司在进行市场化外拓的同时，积极投资并购加快规模扩张，2022 年收购了重庆保税港区港佳综合服务有限公司 40% 股权，并与云南沧恒投资有限公司达成意向收购其下属的云南澜沧江物业服务服务有限公司，形成业态拓展和优势互补。

图 9：公司项目管理部数量达到 513 个



数据来源：公司公告，西南证券整理

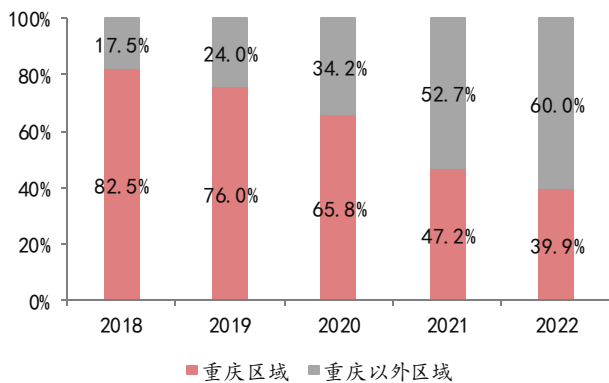
图 10：公司中标金额



数据来源：公司公告，西南证券整理

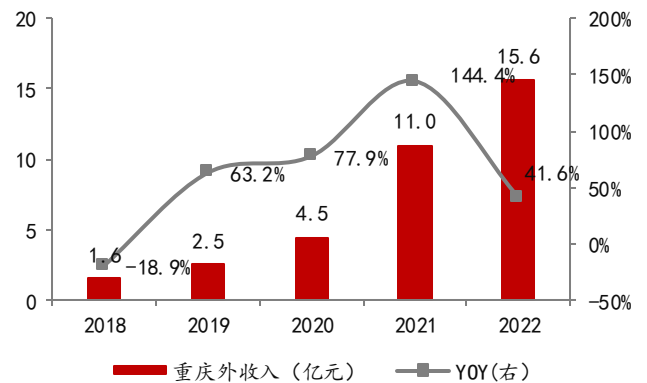
重庆外区域营收占比达到六成。自公司全国化布局以来，重庆以外区域营收占比不断扩大，由 2018 年的 17.5% 增加至 2022 年的 60.0%，重庆以外区域收入快速上升，由 2018 年的 1.6 亿持续提升至 2022 年的 15.6 亿，CAGR 高达 78.0%，2022 年收入 15.6 亿，同比增速 41.6%，连续四年增速超过 40%。从新签项目看，2022 年新拓展项目中标总金额 19.10 亿元；饱和年化合同收入金额 10.11 亿元，同比增长 23.6%，其中重庆以外区域新市场拓展量占比为 76.5%。

图 11：2022 年重庆以外区域营收占比 60.0%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2022 年重庆以外区域增速 41.6%



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司不断推进管理流程标准化，积极参与行业标准制定。公司作为具备国家一级资质的专业化物业管理企业，已通过职业健康安全体系、质量管理体系、环境管理体系、信息安全体系、诚信管理体系、食品安全管理体系、能源管理体系、服务体系认证等八大管理体系认证。在办公物业、商住物业、学校物业、航空物业、办公业态五大业态，公司都参与了行业标准制定，商务楼宇、公共租赁房、高校的物业管理标准已成为重庆市地方标准，2020年牵头编制《机场航站楼物业服务规范》团体标准。

图 13：九大管理体系认证


数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司参与制定行业标准及获奖情况

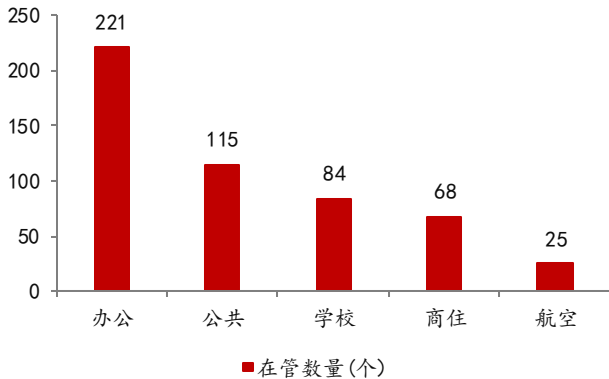
类型	业态	时间	内容
地方标准	办公物业	2008	《重庆市商务楼宇物业管理服务标准》
	商住物业	2014	《公共租赁住房物业管理服务规范》
	学校物业	2015	《高校物业管理服务规范》
国家标准	航空物业	2020	《机场航站楼物业服务规范》
	-	2022	《物业服务企业标准化有效性研究》课题
荣誉	办公物业	2011	国家标准化管理委员会授予“商务楼宇物业管理国家级服务业标准化示范单位”
	-	2011	全国服务业标准化试点单位
	-	2021	中国物协标准化工作委员会秘书处承担单位

数据来源：公司官网、公司公告、西南证券整理

3 落地五五规划，五大业态齐发力

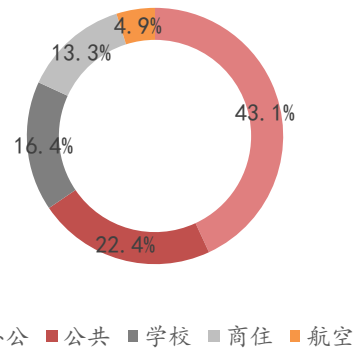
布局五大细分业态。公司主要布局包括航空物业、学校物业、公共物业、办公物业、商住物业等细分业态，航空业态及学校业态作为战略引领、办公业态及公共业态规模发展、商住业态协同支撑，期末学校、航空、公共、办公、商住项目数量分别为 84/25/115/221/68 个，占比分别为 16.4%/4.9%/22.4%/43.1%/13.3%。

图 14：五大业态项目数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

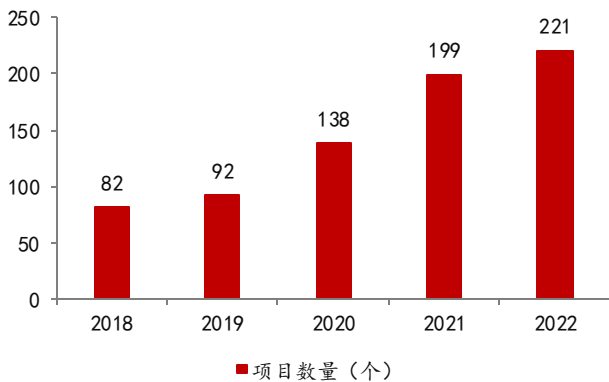
图 15：五大业态项目占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

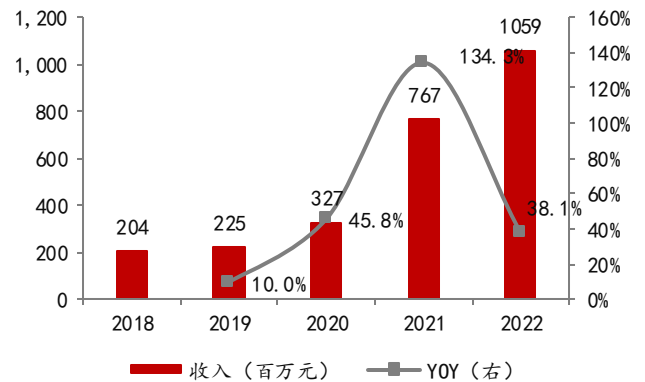
办公物业保持快速增长。办公物业在五大业态中营收占比最高，2022 年办公物业营业收入 10.59 亿元，增速高达 38.1%，营收占比 40.8%。2022 年新增 22 个办公项目，新中标中国银保监会、中移在线、海南电网等多个标志性项目及多地军队业态项目。公司持续优化系统开发能力，系统客户营销开发拓展取得明显效果。

图 16：2022 年办公物业项目 221 个



数据来源：公司公告，西南证券整理

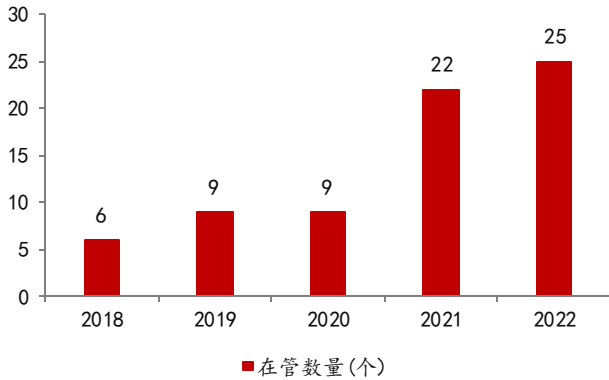
图 17：2022 年办公物业增速 38.1%



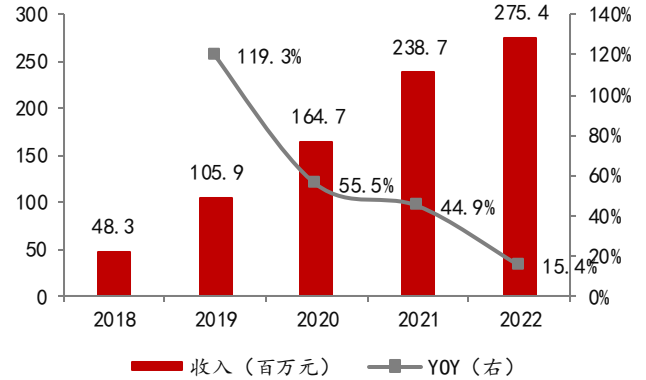
数据来源：公司公告，西南证券整理

机场客流量复苏回升，航空物业中长期前景向好。自 2016 年进入航空物业领域以来，机场在管数量和营业收入都保持高速增长，2022 年机场在管数量达 25 个，航空物业收入 2.75 亿元，占主营业务收入的 10.6%。2022 年民航业低迷，航空物业营收同比增速 15.4%。公司积极应对客观环境影响，完成航空标准文件制定，持续完善品质考核和检查体系，新中标珠海金湾国际机场、成都天府国际机场、贵阳龙洞堡国际机场、黑龙江牡丹江海浪机场、宁波栎社国际机场等 5 个机场。根据中国民用航空局数据，我国通用机场数量由 2011 年的 180

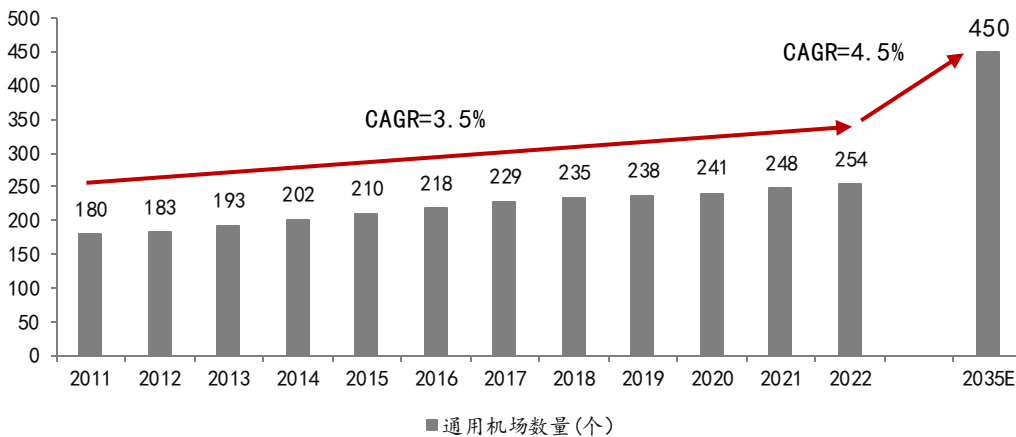
个增长至 2022 年的 254 个，CAGR 为 3.5%。中国民航局于 2018 年发布的《新时代民航强国建设行动纲要》预计 2035 年我国通用机场数量运输机场将达到 450 左右，据此数据推算 2022-2035 年民用机场数量 CAGR 达 4.5%，随着民用机场的快速增加，航空物业的市场空间持续扩大。

图 18：2022 年机场在管数量 25 个


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：2022 年航空物业收入增速 15.4%


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：2035 年我国民用机场数量预计达到 450 个


数据来源：中国民用航空局，西南证券整理

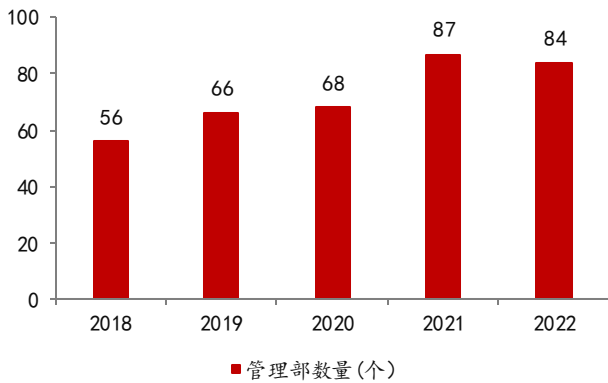
单个机场合同金额存在提升空间。2017 年公司签署重庆江北国际机场停车场服务项目合同和重庆江北国际机场 T3A 航站楼保洁一标段及旅客行李手推车服务采购合同，2018 年拓展至 T2 航站楼，2019 年 T3A 航站楼服务续约并将业务拓展至飞行区安全哨巡场业务。2017 年公司在重庆江北机场的销售收入为 1138 万元，2019 年提升至 4502 万元。由此可见，公司服务具有延续性，服务质量得到客户认可，不仅能够续约，而且在已签约机场仍存在业务拓展空间，销售收入增长的潜在空间很大。

表 2：重庆江北机场部分物业合同情况

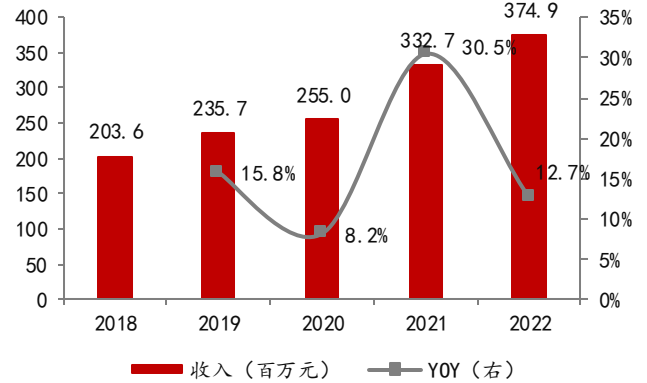
合同名称	合同期限	合同金额 (万元)
重庆江北国际机场停车场服务项目合同	2017.8.29-2019.8.28	1463.80
重庆江北国际机场 T2 航站楼保洁及旅客手推车服务外包合同	2018.6.1-2020.5.31	3443.44
重庆江北国际机场 T3A 航站楼保洁一标段及旅客行李手推车服务采购合同	2017.7.20-2019.7.19	4293.37
重庆江北国际机场 T3A 航站楼保洁一标段及旅客行李手推车服务合同补充协议	2019.7.19-2020.7.19	2146.68
重庆江北国际机场飞行区安全哨巡场业务外包项目合同	2019.7.1-2022.6.30	873

数据来源：招股说明书、西南证券整理

学校物业保持稳定增长。2022 年底公司在管学校 84 个，新中标国家开放大学、四川外国语大学、九江学院紫薇园校区等多个重要项目；学校物业收入 3.7 亿元，同比增长 12.7%。受外部不利因素影响，高校管控更加严格，增值服务有一定下滑；在市场拓展受到限制时，公司积极建立全国学校业态对接渠道，推动学校物业稳定增长。

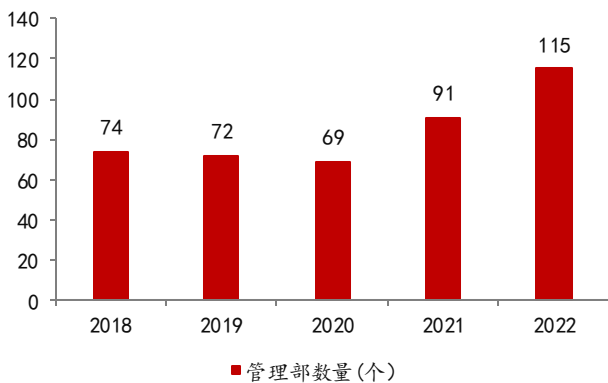
图 21：2022 年底公司在管学校 84 个


数据来源：公司公告，西南证券整理

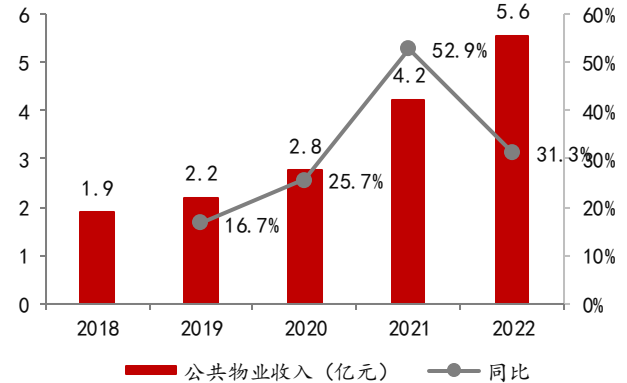
图 22：2022 年学校物业收入 3.7 亿元


数据来源：公司公告，西南证券整理

公共物业聚焦交通、医养业态，中标多个重点项目。公共物业营业收入同比增长 31.3%，收入占比约 21.4%。公司将交通、医养业态确定为未来五年重点发展方向，2022 年中标 18 个医养业态项目，进驻西南医院、三亚疗养院、海南大健康、迎龙方舱医院等医养项目。

图 23：2022 年底公司在管公共物业项目 115 个


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：2022 年公共物业收入 5.6 亿元


数据来源：公司公告，西南证券整理

发力城市服务，重点项目持续落地。公司自 2021 年开始布局城市服务，先后签约并启动璧城街道城市更新前期筹备工作，完成首个优质社区停车场资产收购，并收购四川和翔环保科技有限公司进入市政环卫领域。2022 年成功获取了石林、普者黑两个全国性旅行目的地城市的整体城市运营服务项目，城市服务实现收入 0.92 亿元，同比增长 99.89%。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司五大业态多元化拓展取得良好成效，同时还通过收并购以及地方政府国有平台合作等方式加快推动基础物业规模扩张，预计基础物业管理服务 2023-2025 年收入增速分别为 38%/25%/20%；

假设 2：公司依托基础物业服务提供增值服务与数字化产品，预计创新业务 2023-2025 年收入增速分别为 55%/40%/30%；

假设 3：公司积极探索城市服务，落地了一批市政环卫一体化、城市大管家特许经营项目，低基数下保持较快增速，预计城市服务 2023-2025 年收入增速分别为 50%/40%/30%。

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：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
基础物业管理服务	收入	2405	3319	4148	4978
	增速	24.3%	38.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
创新业务	收入	99	154	216	281
	增速	-6.7%	55.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
城市服务	收入	92	139	194	252
	增速	99.9%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	收入	2598	3612	4558	5511
	增速	24.4%	39.01%	26.22%	20.90%
	毛利率	16.2%	16.11%	16.23%	16.32%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

选取绿城服务、招商积余、中海物业、华润万象生活 4 家公司作为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 22 倍。考虑到公司目前管理规模拓展速度较快，给予公司 2023 年 24 倍 PE，目标价为 27.17 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				市盈率 PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2869.HK	绿城服务	144	548	744	886	1,044	27.5	19.4	16.3	13.8
001914.SZ	招商积余	161	594	777	950	1,141	27.5	20.7	16.9	14.1
2669.HK	中海物业	268	1,117	1,442	1,846	2,332	21.0	18.6	14.5	11.5
1209.HK	华润万象生活	819	2,206	2,857	3,610	4,447	36.6	28.7	22.7	18.4
平均值							28.1	21.8	17.6	14.5

数据来源：Wind，西南证券整理（截至2023年3月30日）

5 风险提示

项目拓展不及预期、劳务成本上涨等风险。

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	2598.11	3611.61	4558.44	5511.13	净利润	185.85	259.65	345.34	433.08
营业成本	2177.84	3029.94	3818.77	4611.78	折旧与摊销	16.34	12.27	12.27	12.27
营业税金及附加	15.51	21.67	27.35	33.07	财务费用	-5.98	-3.97	-5.01	-6.06
销售费用	34.99	39.73	47.86	55.11	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	190.60	216.70	259.83	303.11	经营营运资本变动	-103.10	-177.16	-215.99	-280.70
财务费用	-5.98	-3.97	-5.01	-6.06	其他	-3.42	17.09	7.32	14.10
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	89.68	107.89	143.93	172.69
投资收益	-0.76	-0.79	-0.83	-0.88	资本支出	-70.92	-70.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	2.96	2.50	2.50	2.50	其他	-10.57	36.22	1.40	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-81.49	-33.78	-68.60	-65.00
营业利润	221.78	309.26	411.31	515.74	短期借款	1.57	-1.57	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.24	-0.15	-0.18	-0.17	长期借款	0.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	221.54	309.10	411.12	515.57	股权融资	31.35	0.00	0.00	0.00
所得税	35.69	49.46	65.78	82.49	支付股利	0.00	-52.21	-63.57	-78.47
净利润	185.85	259.65	345.34	433.08	其他	-111.32	-21.45	5.01	6.06
少数股东损益	0.18	0.26	0.35	0.43	筹资活动现金流净额	-78.17	-75.23	-58.56	-72.40
归属母公司股东净利润	185.66	259.39	345.00	432.64	现金流量净额	-69.98	-1.12	16.77	35.29
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	600.05	598.93	615.70	650.98	成长能力				
应收和预付款项	628.08	908.98	1234.87	1599.27	销售收入增长率	24.41%	39.01%	26.22%	20.90%
存货	3.38	8.48	10.69	12.91	营业利润增长率	11.37%	39.44%	33.00%	25.39%
其他流动资产	4.73	6.58	8.30	10.03	净利润增长率	11.70%	39.71%	33.00%	25.41%
长期股权投资	16.45	16.45	16.45	16.45	EBITDA 增长率	12.33%	36.80%	31.81%	24.70%
投资性房地产	87.02	57.51	62.77	64.40	获利能力				
固定资产和在建工程	186.65	246.01	305.37	364.74	毛利率	16.18%	16.11%	16.23%	16.32%
无形资产和开发支出	75.65	74.28	72.90	71.52	三费率	8.45%	6.99%	6.64%	6.39%
其他非流动资产	67.83	62.57	57.32	52.06	净利率	7.15%	7.19%	7.58%	7.86%
资产总计	1669.85	1979.79	2384.38	2842.37	ROE	16.43%	19.77%	21.65%	22.21%
短期借款	1.57	0.00	0.00	0.00	ROA	11.13%	13.11%	14.48%	15.24%
应付和预收款项	335.89	464.88	543.92	610.59	ROIC	34.23%	31.93%	29.89%	27.97%
长期借款	0.23	0.23	0.23	0.23	EBITDA/销售收入	8.93%	8.79%	9.18%	9.47%
其他负债	201.31	201.29	245.07	281.79	营运能力				
负债合计	539.00	666.41	789.23	892.61	总资产周转率	1.66	1.98	2.09	2.11
股本	229.09	229.09	229.09	229.09	固定资产周转率	17.15	22.63	30.60	39.84
资本公积	414.28	414.28	414.28	414.28	应收账款周转率	6.21	5.94	5.28	4.74
留存收益	482.50	689.68	971.11	1325.28	存货周转率	430.08	510.86	398.28	390.74
归属母公司股东权益	1116.71	1298.98	1580.41	1934.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.81%	—	—	—
少数股东权益	14.14	14.40	14.75	15.18	资本结构				
股东权益合计	1130.85	1313.38	1595.15	1949.76	资产负债率	32.28%	33.66%	33.10%	31.40%
负债和股东权益合计	1669.85	1979.79	2384.38	2842.37	带息债务/总负债	0.33%	0.03%	0.03%	0.03%
					流动比率	2.44	2.41	2.47	2.65
					速动比率	2.44	2.39	2.46	2.63
					股利支付率	0.00%	20.13%	18.43%	18.14%
					每股指标				
					每股收益	0.81	1.13	1.51	1.89
					每股净资产	4.94	5.73	6.96	8.51
					每股经营现金	0.39	0.47	0.63	0.75
					每股股利	0.00	0.23	0.28	0.34
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	232.13	317.56	418.56	521.95					
PE	28.21	20.19	15.18	12.10					
PB	4.63	3.99	3.28	2.69					
PS	2.02	1.45	1.15	0.95					
EV/EBITDA	18.67	13.94	10.51	8.36					
股息率	0.00%	1.00%	1.21%	1.50%					

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
北京	卞黎旸	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