

深耕仪器仪表行业，产品结构持续优化

投资要点

- **事件：**公司发布2022年年报，2022年实现营收8.9亿元（+5.9%），实现归母净利润1.2亿元（+8.0%），扣非归母净利润1.1亿元（+5.8%）。其中2022年Q4实现营收2.0亿元（同比+18.5%，环比+12.0%），实现归母净利润0.3亿元（同比+190.3%，环比+58.7%）。22年营收保持增长，产品高端化进程加速。
- **国内宏观经济影响，电子电工产品短期承压，其他产品营收保持增长。**2022年，电子电工产品实现营收4.6亿元，同比减少4.7%，毛利率37.1%，同比增加3.8pp；温度与环境产品实现营收2.1亿元，同比增长24.5%，毛利率35.4%，同比下降4.1pp；仪器类产品实现营收1.1亿元，同比增长12.1%，毛利率29.2%，同比增加2.6pp；电力及高压产品实现营收0.6亿元，同比增长14.2%，毛利率48.0%，同比增长1.2pp。2022年，公司国外业务实现营收5.2亿元，同比增长12.2%，占比提升至57.9%，同比增加3.2pp，海外业务持续扩张；国内业务实现营收3.7亿元，同比减少3.0%，主要系国内宏观经济环境影响。
- **产品高端化持续推进，综合毛利率稳步提升；研发投入增加，期间费用有所增长。**2022年公司综合毛利率36.2%，同比增加2.0pp，主要系产品结构优化，高端产品占比提升带动毛利率持续上升；净利率为12.9%，同比提升0.1pp。2022年，公司期间费用率为21.4%，同比增加1.5pp；细分来看，销售、管理、研发费用率分别为7.37%、6.99%、8.02%，分别同比+0.07、+0.48、+0.98pp；财务费用率为-0.99%，同比持平。
- **测量仪表、测量仪器多领域布局，驱动公司业绩稳步增长。**电子电工领域，公司已突破4-12kV及1.2us/50us脉冲电压的冲击保护，技术国内领先；电力及高压领域，已实现15000V高压的稳定输出，RT390线路检测仪产品得到美国ODM客户高度认可，技术国际领先；测试仪器领域，2.5GHz带宽示波器和1.5/3.6/8.4GHz频率段的频谱分析仪已逐步量产。2022年全球和中国电子测量仪器市场规模分别为1043亿元和380亿元，目前，全球电子测量仪器CR5均为海外品牌，在全球及国内合计市占率均高达40%以上，而国内龙头全球及国内市占率均不足1%，公司是国内少数同时布局测试仪表和仪器的综合性仪器仪表公司，且销售渠道海内外、线上线下布局完善，未来有望凭借全产品布局+渠道优势+品牌效应，稳步提升公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.7亿元、2.3亿元、3.1亿元，对应EPS分别为1.55、2.11、2.83元，对应当前股价PE分别为26、19、14倍，未来三年归母净利润复合增长率39%。给予公司2023年35X目标PE，六个月目标价54.25元；首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新产品研发推广不力风险、海外拓展风险、汇率波动风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 891.42 | 1203.31 | 1467.83 | 1685.05 |
| 增长率 | 5.85% | 34.99% | 21.98% | 14.80% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 117.41 | 171.19 | 233.25 | 312.75 |
| 增长率 | 7.99% | 45.81% | 36.25% | 34.08% |
| 每股收益EPS(元) | 1.06 | 1.55 | 2.11 | 2.83 |
| 净资产收益率ROE | 10.86% | 14.22% | 6.62% | 18.74% |
| PE | 38 | 26 | 19 | 14 |
| PB | 4.22 | 3.71 | 3.18 | 2.68 |

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：tjl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 1.10 |
| 流通A股(亿股) | 0.45 |
| 52周内股价区间(元) | 20.21-45.53 |
| 总市值(亿元) | 44.66 |
| 总资产(亿元) | 12.17 |
| 每股净资产(元) | 9.59 |

相关研究

目 录

| | |
|--------------------------------------|----------|
| 1 优利德：深耕仪器仪表行业，产品结构持续优化 | 1 |
| 1.1 深耕仪器仪表行业三十余年，产品种类丰富完善..... | 1 |
| 1.2 产品结构持续优化，盈利能力向好..... | 2 |
| 1.3 股权结构集中稳定，员工持股激发经营活力..... | 4 |
| 2 盈利预测与估值 | 5 |
| 2.1 盈利预测..... | 5 |
| 2.2 相对估值..... | 6 |
| 3 风险提示 | 7 |

图 目 录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图 1：优利德专注测量仪表领域多年，致力成为一流民族品牌..... | 1 |
| 图 2：2022 年，优利德实现营收 8.9 亿元..... | 3 |
| 图 3：2022 年，优利德实现归母净利润 1.2 亿元..... | 3 |
| 图 4：2022 年，电子电工产品占比为 52.1%..... | 3 |
| 图 5：2022 年，电子电工、电力及高压测试仪表毛利率高..... | 3 |
| 图 6：2022 年，优利德毛利率稳中有升..... | 4 |
| 图 7：2022 年，优利德期间费用率略有提升..... | 4 |
| 图 8：公司实际控制人存在一致行动关系..... | 5 |

表 目 录

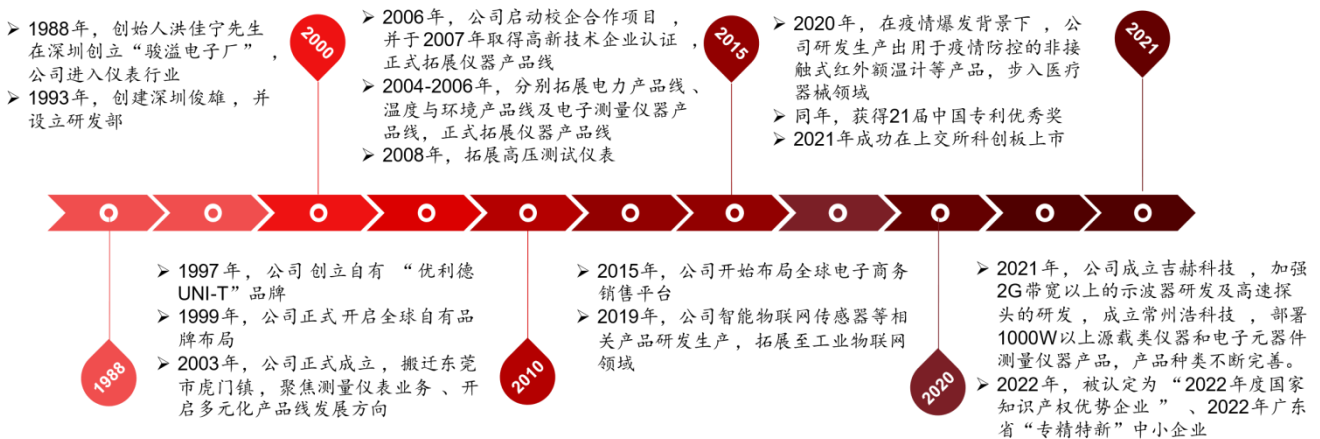
| | |
|-------------------------------------|---|
| 表 1：公司产品矩阵完善..... | 1 |
| 表 2：公司分业务收入及毛利率预测..... | 5 |
| 表 3：可比公司估值（截至 2023 年 4 月 16 日）..... | 6 |
| 附表：财务预测与估值..... | 8 |

1 优利德：深耕仪器仪表行业，产品结构持续优化

1.1 深耕仪器仪表行业三十余年，产品种类丰富完善

专注仪器仪表领域三十余年，不断完善产品线多元化布局。优利德前身骏溢电子厂于1988年创立；1997年，创立自有“优利德 UNI-T”品牌，并开启全球自有品牌布局；2003年，公司正式成立，聚焦测量仪表业务、开始布局电子电工产品线；2004-2006年，分别拓展电力产品线、温度与环境产品线及电子测量仪器产品线，正式拓展仪器产品线，开启多元化产品线发展方向；2008年，成功拓展高压测试仪表业务；2015年，布局全球电子商务销售平台；2017年，开始布局研发热成像仪，设立专注于电子工具领域的子品牌“拓利亚”；2019年，开始智能物联网传感器等相关产品研发生产，业务拓展至工业物联网领域；2020年在疫情爆发背景下，研发生产出用于疫情防控的非接触式红外额温计等产品，步入医疗器械领域；2021年，子公司吉赫科技成立，加强 2G 带宽以上的示波器研发及高速探头的研发，成立常州浩科技，部署 1000W 以上源载类仪器和电子元器件测量仪器产品；公司产品种类不断完善。

图 1：优利德专注测量仪表领域多年，致力成为一流民族品牌



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

产品矩阵完善，下游应用场景广泛。公司致力于布局多元化产品线，目前拥有“优利德 UNI-T”、“拓利亚”和“米尼帕”多个品牌，分别主要专注工业测量智能传感设备及行业物联网解决方案领域、电子工具领域、万用表等不同领域，主要产品包括电子电工测试仪表、温度及环境测试仪表、电力及高压测试仪表、测试仪器、测绘测量仪表等，下游覆盖配电领域、楼宇、教育与科研三大场景，广泛应用于电器电力、医疗防疫、汽车建筑、测绘测量、轨道交通、环境测温、安全检查等领域。

表 1：公司产品矩阵完善

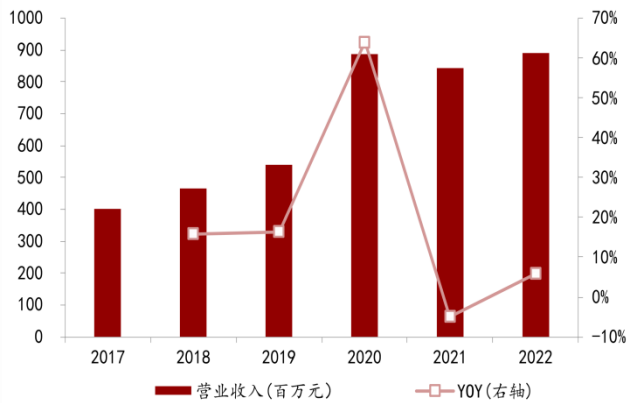
| 类别 | 主要产品 | 实例 | 主要用途 |
|----------|------|---|---|
| 电子电工测试仪表 | 万用表 |  | 主要用于测量目标物电阻，交直流电压、交直流电流，以及晶体管的主要参数等，覆盖多应用场景 |

| 类别 | 主要产品 | 实例 | 主要用途 |
|-----------|-----------|---|---|
| | 钳形表 |  | 主要由电流互感器和电流表组合而成，主要用于在不切断电路的情况下测量电流的场景 |
| | 电压及连续性测试仪 |  | 用于电压、电流等参数的测量以及电信号的采集等 |
| 温度及环境测试仪表 | 红外热成像仪 |  | 产品通过非接触探测红外能量，将其转换为电信号，在显示器上生成热图像和温度值，应用于多场景检测 |
| | 红外测温仪 |  | 通过目标物其表面所辐射的红外能量快速确定其表面温度，疫情期间生产研发非接触式红外额温计 |
| | 环境测试仪表 |  | 主要分为分体式环境检测产品、空气质量检测仪以及探针型测温仪，用于检测各种环境下的不同指标 |
| 电力及高压测试仪表 | 绝缘电阻测试仪 |  | 产品主要适用于家用电器及低压线路设备的绝缘检定检修 |
| | 接地电阻测试仪 |  | 适用于电力电信、建筑、防雷及工业电气设备的接地测试 |
| 测试仪器 | 示波器 |  | 用于测试电压、电流、频率、相位差等指标，广泛应用于电子电路、测试及维护、汽车、航空等行业 |
| | 直流稳压电源 |  | 主要用于为负载提供稳定的直流电源输出，应用于通用测试、质量控制及检验、电子制造产品老化实验、汽车电子电路测试供电等场景 |
| | 频谱分析仪 |  | 具有检测未知信号的功能，广泛应用于通信网络、电子对抗、卫星雷达、信号监测等领域 |
| 测绘测量仪表 | 激光测距仪 |  | 通过激光时域反射算法来实现目标距离的测量，主要用于室内外装修设计、建筑施工、工程验收等场景 |
| | 激光水平仪 |  | 广泛用于装修领域，包括家装油漆、墙面施工、门窗安装等场景 |

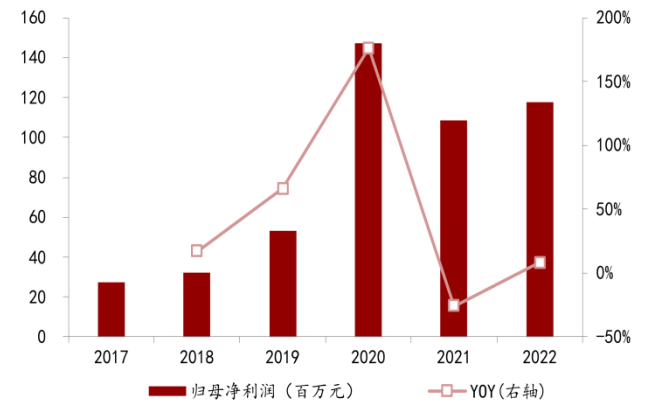
数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.2 产品结构持续优化，盈利能力向好

测温产品致短期营收波动，长期保持稳步增长。2017-2019年，公司营业收入保持小幅增长，增速稳定在16%左右；归母净利润变动趋势与营收较一致。2020年，受疫情防控影响，测温仪器需求大幅增加，为公司整体营业收入带来较高增长，实现营收8.9亿元，同比增长64.0%；其中，温度及环境测试仪表类产品营收达到4.1亿元，占比近50%，同比增长446.1%。归母净利润大幅提升至1.5亿元，同比增长175.9%。2021-2022年，测温仪器需求下降，公司测温类产品销量下滑，公司整体营收增速放缓。2022年公司实现营收8.9亿元，同比增长5.9%，实现净利润1.2亿元，同比增长8.0%。

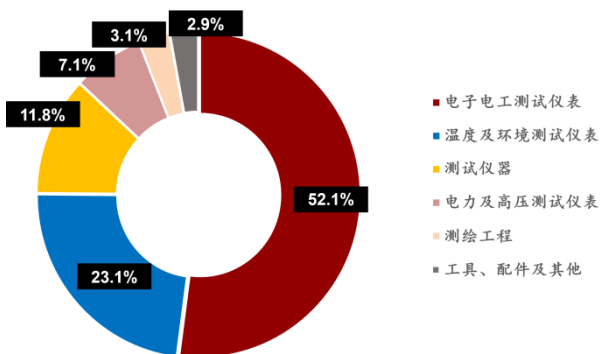
图 2：2022 年，优利德实现营收 8.9 亿元


数据来源：Wind，西南证券整理

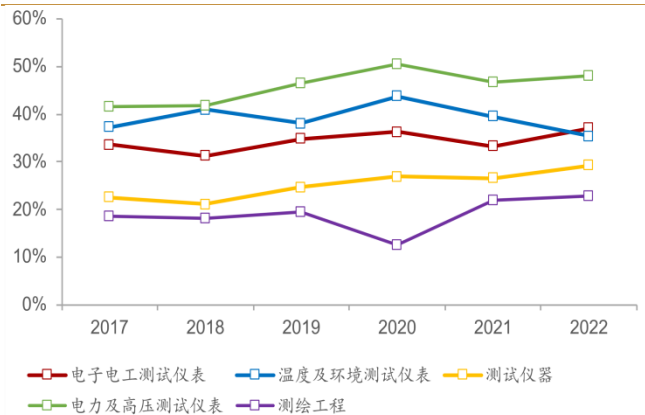
图 3：2022 年，优利德实现归母净利润 1.2 亿元


数据来源：Wind，西南证券整理

产品结构持续优化，除测温产品外各业务毛利率稳中有升。从分业务板块来看，公司深耕电子电工领域多年，电子电工测试仪表为公司主要业务板块，占比最高，2022年电子电工产品营收实现营收4.6亿元，同比下降4.7%，影响公司整体增速，占比为52.1%，同比下降5.7个百分点；测试仪器产品线实现营收1.0亿元，同比增长12.1%；温度与环境产品线实现营收2.1亿元，同比增长24.5%，占比为23.1%，2020年受疫情爆发背景影响，该业务营收占比曾达46.0%；电力及高压产品线实现营收0.6亿元，同比增长14.1%，占比为7.1%；测绘产品线实现营收0.3亿元，同比增长2.7%，占比为3.1%。从毛利率来看，除测温产品外，公司各业务板块毛利率变动均较为稳定，其中电力及高压测试仪表毛利率始终居于首位，保持在40-50%，电子电工测试仪表和温度及环境测试仪表毛利率水平也较高，保持在30-40%左右。

图 4：2022 年，电子电工产品占比为 52.1%


数据来源：Wind，西南证券整理

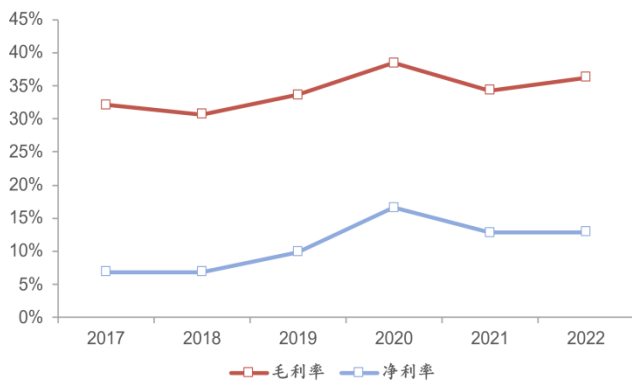
图 5：2022 年，电子电工、电力及高压测试仪表毛利率高


数据来源：Wind，西南证券整理

高端产品占比提升，公司综合毛利率增长，盈利能力改善。2017-2020 年公司毛利率与净利率水平整体保持稳中有升的趋势。2020 年测温产品供不应求，温度及环境测试仪表类产品拉高公司整体毛利率，净利率也由 2019 年的 9.9% 大幅上升至 16.6%。2021 年，基于美元贬值、海外疫情持续等多重因素，公司海外业务受到较大影响，同时叠加原材料价格上涨、测温业务热度褪去，导致公司整体毛利率、净利率下滑。2022 年，公司综合毛利率为 36.3%，同比提升 2.0 个百分点，全年来看，2022 年 Q1-Q4 公司综合毛利率分别为 34.9%、35.1%、36.9%、39.2%，单季度毛利率环比持续提升，主要系公司高端仪器仪表销售占比持续提升；2022 年，公司净利率为 12.9%，同比微增 0.1 个百分点，净利率提升低于毛利率主要系公司增大销售和研发等投入，期间费用率同比增长。

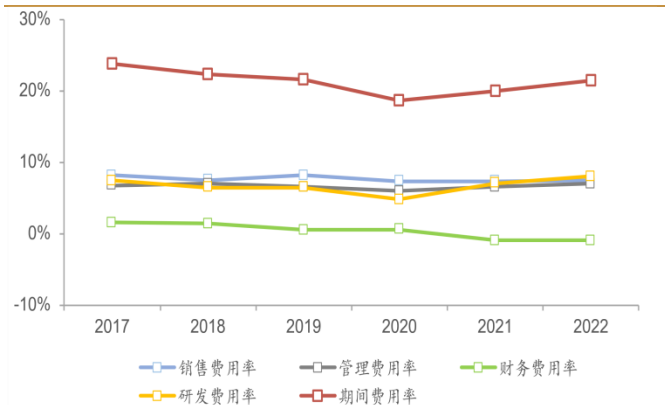
规模效应逐步体现，期间费用得到有效控制。从期间费用来看，2017-2020 年期间费用率整体呈下降趋势。2022 年公司期间费用率为 24.1%，同比增加 1.5 个百分点；细分来看，销售、管理和研发费用率分别为 7.4%、7.0%、8.0%，分别同比增加 0.1、0.5、1.0 个百分点；财务费用率为 -1.0%，同比持平；整体来看，公司期间费用率增长主要系公司研发和销售销售人员数量增加、加大研发投入。

图 6：2022 年，优利德毛利率稳中有升



数据来源：Wind，西南证券整理

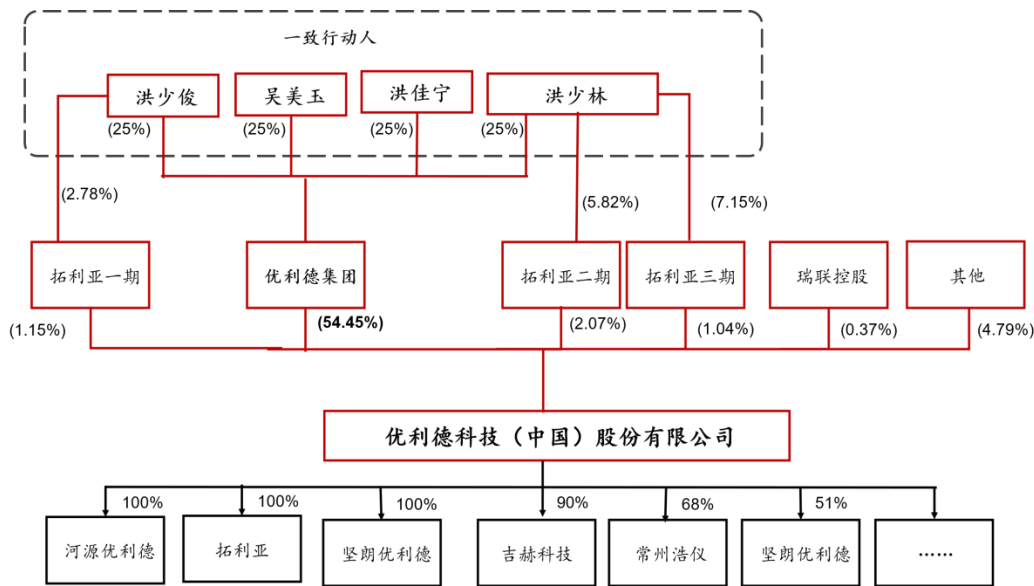
图 7：2022 年，优利德期间费用率略有提升



数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 股权结构集中稳定，员工持股激发经营活力

家族集中控股，股权结构集中稳定；设立多个员工持股平台，激发员工经营活力。公司第一大股东为优利德集团，优利德集团持有公司 54.45% 股权；公司实际控制人为洪少俊、吴美玉、洪佳宁、洪少林，四人分别持有优利德集团 25% 的股权，其中，洪佳宁与吴美玉为夫妻关系，洪少俊与洪少林为二人之子，四人具有一致行动关系，四人合计通过优利德集团间接持有公司 54.54% 股权，是公司的实际控制人。除四人外，其余股东持股比例小于 5%，整体持股比例较小，公司股权结构较为集中稳定。同时公司设立拓利亚一期、拓利亚二期、拓利亚三期及瑞联控股四个员工持股平台，股权激励机制有助于激发核心员工经营积极性，助推公司稳定成长。

图 8：公司实际控制人存在一致行动关系


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 电子电工测试仪表业务：由于万用表兼具低成本和多功能的优势，目前行业有望保持平稳增长趋势；公司为业内的领军企业，有望实现该业务的持续稳定增长，预计 2023-2025 年该业务的产品销量同比增速分别为 25%、15%和 15%。

2) 温度与环境测试仪表业务：公司红外热像仪等产品替代传统点温枪趋势明确，下游应用领域包括电子、暖通管道、建筑等多个行业，行业渗透率有望不断提升，预计公司 2023-2025 年该业务订单增速分别为 15%、15%、10%。

3) 测试仪器业务：2021 年公司设立多个子公司，加大对示波器等测试仪器研发业务，目前多款新品已经发布，已经进入批量生产阶段，预计公司 2023-2025 年该业务订单增速分别为 35%、20%、15%。

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 2：公司分业务收入及毛利率预测

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 电子电工 测试仪表业务 | 收入 | 464.22 | 638.30 | 770.75 | 873.26 |
| | 增速 | -4.67% | 37.50% | 20.75% | 13.30% |
| | 毛利率 | 37.10% | 39.00% | 40.00% | 41.00% |
| 温度与环境 | 收入 | 205.62 | 248.29 | 286.77 | 316.16 |

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-----|--------|---------|---------|---------|
| 测试仪表业务 | 增速 | 24.54% | 20.75% | 15.50% | 10.25% |
| | 毛利率 | 35.37% | 37.00% | 38.00% | 38.00% |
| 测试仪器业务 | 收入 | 104.85 | 155.70 | 201.79 | 243.66 |
| | 增速 | 12.08% | 48.50% | 29.60% | 20.75% |
| | 毛利率 | 29.19% | 32.00% | 34.00% | 36.00% |
| 电力与高压 测试仪表业务 | 收入 | 63.35 | 91.07 | 118.02 | 142.51 |
| | 增速 | 14.16% | 43.75% | 29.60% | 20.75% |
| | 毛利率 | 48.04% | 49.00% | 50.00% | 51.00% |
| 测绘测量 仪表业务 | 收入 | 27.74 | 35.09 | 42.37 | 48.94 |
| | 增速 | 2.70% | 26.50% | 20.75% | 15.50% |
| | 毛利率 | 22.91% | 23.00% | 24.00% | 25.00% |
| 其他业务 | 收入 | 25.66 | 34.86 | 48.13 | 60.51 |
| | 增速 | 82.89% | 35.87% | 38.04% | 25.73% |
| | 毛利率 | 42.44% | 41.71% | 41.42% | 41.30% |
| 合计 | 收入 | 891.42 | 1203.31 | 1467.83 | 1685.05 |
| | 增速 | 5.85% | 34.99% | 21.98% | 14.80% |
| | 毛利率 | 36.26% | 38.05% | 39.17% | 40.11% |

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取和公司同属于电子通用测量领域的普源精电、鼎阳科技、坤恒顺维 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 57、40、34 倍。公司是国内少数同时布局测试仪表和仪器的综合性仪器仪表公司，且销售渠道海内外、线上线下布局完善，未来有望凭借全产品布局+渠道优势+品牌效应稳步提升公司业绩。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.7 亿元、2.3 亿元、3.1 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 39%，给予公司 2023 年 35X 目标 PE，六个月目标价 54.25 元；首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2023 年 4 月 16 日）

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | PE（倍） | | |
|-----------|------|--------|--------|------|------|-------|-------|-------|
| | | | 23E | 24E | 25E | 23E | 24E | 25E |
| 688337.SH | 普源精电 | 101.60 | 1.44 | 2.11 | 3.00 | 70.36 | 48.04 | 33.82 |
| 688112.SH | 鼎阳科技 | 90.48 | 1.79 | 2.48 | --- | 50.49 | 36.53 | --- |
| 688283.SH | 坤恒顺维 | 71.48 | 1.40 | 1.96 | --- | 50.96 | 36.40 | --- |
| 可比公司平均值 | | | | | | 57.27 | 40.32 | 33.82 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

1) 新产品研发推广不力风险。电子测量仪器仪表数据高新技术密集产业，公司自成立以来，根据市场需求不断进行新产品的开发，提升了公司的核心竞争力。但行业竞争激烈，如果公司不能保持较高的研发能力、在高端产品领域取得技术突破，将会影响公司的市场需求和新增订单，而对公司的经营状况和盈利能力产生重大影响。

2) 海外拓展风险。公司出口业务占比超 50%，未来公司将继续加大海外市场拓展，如果业务所在国家或地区的政治经济形势、产业政策、法律法规等发生变化，导致公司未来无法有效拓展国际客户，将给公司的境外经营业务带来不利影响

3) 汇率波动风险。汇率随着国内外政治、经济环境的变化而波动，具有一定的不确定性；公司出口业务主要采用美元结算，子公司香港优利德的记账本位币为港币，受汇率波动影响较为明显。汇率的波动可能会对公司的财务状况及经营业绩构成不利影响。

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 | 891.42 | 1203.31 | 1467.83 | 1685.05 | 净利润 | 114.97 | 171.18 | 233.23 | 312.72 |
| 营业成本 | 568.21 | 745.45 | 892.83 | 1009.24 | 折旧与摊销 | 31.03 | 27.19 | 27.19 | 27.19 |
| 营业税金及附加 | 8.80 | 9.22 | 11.49 | 13.68 | 财务费用 | -8.79 | -6.09 | -7.87 | -18.02 |
| 销售费用 | 65.70 | 86.64 | 102.75 | 109.53 | 资产减值损失 | -4.71 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 62.28 | 180.50 | 212.84 | 227.48 | 经营营运资本变动 | -28.74 | -42.85 | -68.44 | -54.89 |
| 财务费用 | -8.79 | -6.09 | -7.87 | -18.02 | 其他 | -10.24 | 3.56 | -0.01 | 0.81 |
| 资产减值损失 | -4.71 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 93.52 | 152.98 | 184.09 | 267.80 |
| 投资收益 | 6.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -16.48 | -18.00 | -15.00 | -15.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.30 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 其他 | -214.45 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -230.93 | -17.50 | -14.50 | -14.50 |
| 营业利润 | 127.15 | 188.09 | 256.29 | 343.64 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -0.56 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 长期借款 | 0.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 126.58 | 188.10 | 256.30 | 343.65 | 股权融资 | 20.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 11.61 | 16.93 | 23.07 | 30.93 | 支付股利 | -33.13 | -23.48 | -34.24 | -46.65 |
| 净利润 | 114.97 | 171.18 | 233.23 | 312.72 | 其他 | -3.17 | 2.86 | 7.87 | 18.02 |
| 少数股东损益 | -2.43 | -0.02 | -0.02 | -0.03 | 筹资活动现金流净额 | -15.33 | -20.62 | -26.37 | -28.63 |
| 归属母公司股东净利润 | 117.41 | 171.19 | 233.25 | 312.75 | 现金流量净额 | -150.75 | 114.85 | 143.22 | 224.67 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 40.79 | 155.64 | 298.86 | 523.54 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 101.61 | 117.70 | 149.30 | 172.51 | 销售收入增长率 | 5.85% | 34.99% | 21.98% | 14.80% |
| 存货 | 238.71 | 309.95 | 373.09 | 421.92 | 营业利润增长率 | 12.19% | 47.93% | 36.25% | 34.08% |
| 其他流动资产 | 404.86 | 414.50 | 422.68 | 429.39 | 净利润增长率 | 6.42% | 48.88% | 36.25% | 34.08% |
| 长期股权投资 | 2.66 | 2.66 | 2.66 | 2.66 | EBITDA 增长率 | 18.47% | 40.03% | 31.75% | 28.01% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 377.71 | 373.09 | 365.47 | 357.85 | 毛利率 | 36.26% | 38.05% | 39.17% | 40.11% |
| 无形资产和开发支出 | 39.71 | 35.14 | 30.57 | 26.01 | 三费率 | 13.37% | 21.69% | 20.96% | 18.93% |
| 其他非流动资产 | 11.61 | 11.61 | 11.61 | 11.61 | 净利率 | 12.90% | 14.23% | 15.89% | 18.56% |
| 资产总计 | 1217.65 | 1420.29 | 1654.25 | 1945.48 | ROE | 10.86% | 14.22% | 16.62% | 18.74% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 9.44% | 12.05% | 14.10% | 16.07% |
| 应付和预收款项 | 109.07 | 189.90 | 220.90 | 242.93 | ROIC | 15.70% | 22.07% | 27.50% | 33.12% |
| 长期借款 | 3.61 | 3.61 | 3.61 | 3.61 | EBITDA/销售收入 | 16.76% | 17.38% | 18.78% | 20.94% |
| 其他负债 | 45.89 | 22.71 | 26.69 | 29.83 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 158.57 | 216.23 | 251.20 | 276.37 | 总资产周转率 | 0.73 | 0.91 | 0.95 | 0.94 |
| 股本 | 110.42 | 110.42 | 110.42 | 110.42 | 固定资产周转率 | 3.28 | 3.28 | 4.27 | 5.25 |
| 资本公积 | 577.84 | 577.84 | 577.84 | 577.84 | 应收账款周转率 | 10.53 | 11.38 | 11.50 | 10.90 |
| 留存收益 | 367.70 | 515.42 | 714.43 | 980.53 | 存货周转率 | 2.04 | 2.70 | 2.59 | 2.53 |
| 归属母公司股东权益 | 1058.68 | 1203.68 | 1402.69 | 1668.79 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 95.20% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.40 | 0.38 | 0.36 | 0.32 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1059.08 | 1204.06 | 1403.05 | 1669.12 | 资产负债率 | 13.02% | 15.22% | 15.19% | 14.21% |
| 负债和股东权益合计 | 1217.65 | 1420.29 | 1654.25 | 1945.48 | 带息债务/总负债 | 2.28% | 1.67% | 1.44% | 1.31% |
| | | | | | 流动比率 | 5.16 | 4.75 | 5.08 | 5.73 |
| | | | | | 速动比率 | 3.59 | 3.28 | 3.55 | 4.17 |
| | | | | | 股利支付率 | 28.22% | 13.72% | 14.68% | 14.92% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 149.39 | 209.19 | 275.60 | 352.80 | 每股收益 | 1.06 | 1.55 | 2.11 | 2.83 |
| PE | 38.03 | 26.08 | 19.14 | 14.28 | 每股净资产 | 9.59 | 10.90 | 12.70 | 15.11 |
| PB | 4.22 | 3.71 | 3.18 | 2.68 | 每股经营现金 | 0.85 | 1.39 | 1.67 | 2.43 |
| PS | 5.01 | 3.71 | 3.04 | 2.65 | 每股股利 | 0.30 | 0.21 | 0.31 | 0.42 |
| EV/EBITDA | 27.04 | 18.76 | 13.72 | 10.08 | | | | | |
| 股息率 | 0.74% | 0.53% | 0.77% | 1.04% | | | | | |

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 |
| | 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.cn |
| | 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 | yxy@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 |