

自有生态建竞争壁垒, 降本增效助盈利回升

投资要点

- **事件:** 怡亚通公布 2022 年年度报告。公司实现营业收入 854.0 亿元, 同比 +21.6%; 实现毛利润 39.9 亿元, 归母净利润 2.6 亿元。分业务来看, 分销+营销业务、跨境和物流业务、品牌运营业务营业收入分别为 787.4、37.2、33.1 亿元, 占比 92.2%、4.4%、3.9%, 同比+20.9%、+92.1%、-6.0%。
- **行业向综合性服务商转型, 重要性达前所未有之高度。** 随着新公司的不断涌入, 传统供应链服务竞争加剧, 行业逐渐向具备立体式、全渠道、一体化营销、品牌孵化的综合性服务平台转型。在百年未有之大变局下, 我国高度重视产业链供应链的安全, 行业重要性提升至前所未有的高度。2023 年国民经济和社会发展计划草案指出, 要加快建设现代化产业体系, 再次强调要聚焦到“产业链供应链韧性和安全水平”。
- **品牌运营、生态和数字化能力是公司核心竞争力。** **品牌运营:** 公司的品牌运营管理团队拥有丰富的品牌运营经验、强劲的市场开拓能力及营销模式创新能力, 品牌运营业务推出以来营收 CAGR 达 26.6%; **生态圈:** 通过构建从线上到线下一体化, 公司整合大量供应商与终端网点的物流生态, 构建起一体化服务生态圈形成竞争壁垒; **数字化能力:** 公司以超过二十五年的供应链信息化发展经验为基础, 结合国内外领先技术, 自主研发出契合供应链行业特点、满足各类业务模式需求的大数据管理系统。
- **营收盈利韧性良好, 降本增效成果显著。** 营收和盈利展现了较好的韧性, 2022 年营业收入同比大幅增加 21.6%, 归母净利润下降至 2.6 亿元, 但仍高于 2018 年的水平。公司费用管控成果不断展现, 2022 年管理费用率下降 0.5pp 至 1.6%, 财务费用率下降 0.3pp 至 1.7%; 公司业务结构重整带动运营效率提升, 净营业周期从 2018 年的 109 天稳步降至 2022 年的 73 天。当期盈利能力明显下降主因疫情影响下销售净利率的下滑, ROE 大幅下降 4.2pp 至 2.9%, 但仍高于 2019 年的 1.5%, ROE 底部时期已过。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司营业收入将稳健增长, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.17、0.24、0.29 元, 对应 PE 为 33、23、20 倍。可比公司 PB-LF 均值为 1.9, 2023 年预测公司每股净资产 3.55 元, 对应目标价 6.75 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 消费复苏或不及预期、市场竞争风险、汇率波动风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	85397.75	86754.39	89262.84	91289.78
增长率	21.56%	1.59%	2.89%	2.27%
归属母公司净利润(百万元)	256.09	445.99	630.36	746.54
增长率	-49.44%	74.15%	41.34%	18.43%
每股收益EPS(元)	0.10	0.17	0.24	0.29
净资产收益率 ROE	2.24%	4.09%	5.50%	6.17%
PE	57	33	23	20
PB	1.65	1.59	1.50	1.41

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@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)	25.97
流通 A 股(亿股)	25.96
52 周内股价区间(元)	4.64-9.52
总市值(亿元)	146.73
总资产(亿元)	432.46
每股净资产(元)	3.30

相关研究

目 录

1 国内消费品供应链行业的领军企业	1
2 行业向综合性服务商转型，重要性达前所未有之高度.....	3
3 品牌运营、生态圈和数字化能力是公司核心竞争力	4
4 营收盈利韧性良好，降本增效成果显著	6
5 盈利预测及估值.....	8
6 风险提示	9

图 目 录

图 1：怡亚通发展历程	1
图 2：怡亚通一体两翼业务结构	1
图 3：2022 年怡亚通营业收入构成	2
图 4：2022 年怡亚通毛利构成	2
图 5：怡亚通股权结构	2
图 6：中国消费品数字供应链服务商行业发展历程	3
图 7：中国 PMI 指数	4
图 8：中国社会消费品零售总额	4
图 9：怡亚通自有品牌大唐秘造	4
图 10：怡亚通品牌运营业务营业收入	4
图 11：综合性服务商的能力要求	5
图 12：怡亚通一体化服务优势	5
图 13：怡亚通数字化产品架构	5
图 14：2018 年-2022 年怡亚通营业收入	6
图 15：2018 年-2022 年怡亚通归母净利润	6
图 16：2020 年-2022 年怡亚通业务结构	6
图 17：2022 年怡亚通分业务毛利率	6
图 18：2012 年-2022 年怡亚通三费情况	7
图 19：2012 年-2022 年怡亚通营运能力指标情况	7
图 20：2012 年-2022 年怡亚通销售净利率和销售毛利率	7
图 21：2012 年-2022 年怡亚通 ROE（加权）	7

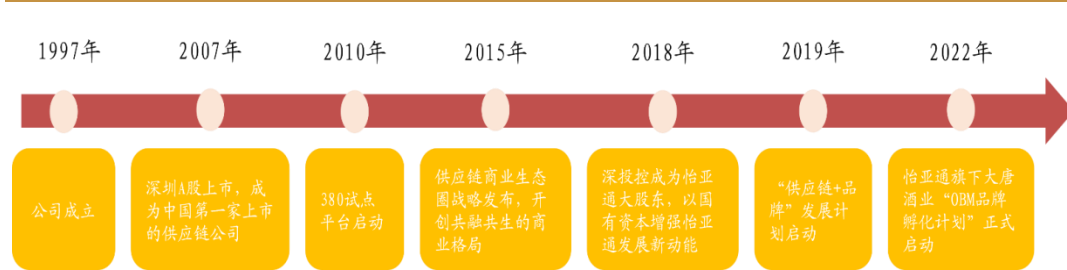
表 目 录

表 1：收入和成本预测	8
表 2：可比公司估值	9
附表：财务预测与估值	10

1 国内消费品供应链行业的领军企业

国内消费品供应链行业的领军企业。怡亚通（下称公司）成立于 1997 年，并于 2007 年在深主板上市，成为国内首家上市供应链企业。公司打造以供应链整合为核心的平台型企业，业务服务网络覆盖中国大陆 320 多个大中城市及新加坡、美国等 10 多个国家，主要承接企业各环节供应链外包服务，包括采购与销售执行服务、“分销+营销”服务、品牌孵化服务、赋能新零售服务等。公司已成为中国目前重要的流通快消品分销服务平台，积极推动中国流通商业整合与变革，构建扁平化、共享化、去中心化的新流通商业格局。同时，公司以供应链服务为载体，实践“供应链+”战略(供应链+互联网、供应链+科技公司、供应链+品牌孵化、供应链+营销、供应链+智能零售、供应链+供应链金融等)，构筑共融共生的供应链商业生态。

图 1：怡亚通发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

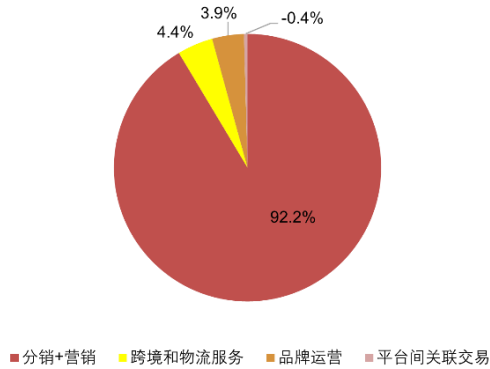
公司业务不断转型升级，“一体两翼”战略构建完成。公司率先完成了供应链 1.0 到 2.0 的转变，并将供应链 3.0 推向全球，以供应链为抓手打造中国领先的快消分销和品牌孵化平台。2018 年公司开启了三年的业务重整重构，目前已完成了“一体两翼”的战略构建，以供应链基础服务为一体，聚焦大消费领域的产业平台拓展附加值较高的业务（第一翼），成立投资平台进行自有品牌孵化、品牌投资并购等业务（第二翼），打造怡亚通系供应链生态。

图 2：怡亚通一体两翼业务结构

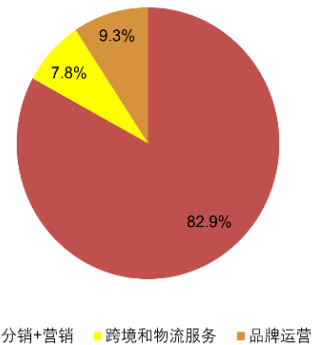


数据来源：公司公告，西南证券整理

基于供应链的分销+营销为基本盘，品牌运营为新增长点。公司 2022 年分销+营销、跨境和物流服务、品牌运营的营业收入分别为 787.4、37.2、33.1 亿元，占比分别为 92.2%、4.4%、3.9%；分销+营销、跨境和物流服务、品牌运营的毛利分别为 33.1、3.1、3.7 亿元，占比分别为 82.9%、7.8%、9.3%。基于供应链的分销和营销贡献了公司主要的营收和毛利，为公司的基本盘，而品牌运营业务 3.9%的营收贡献了 9.3%的毛利，有望成为支撑公司成长的新增长点。

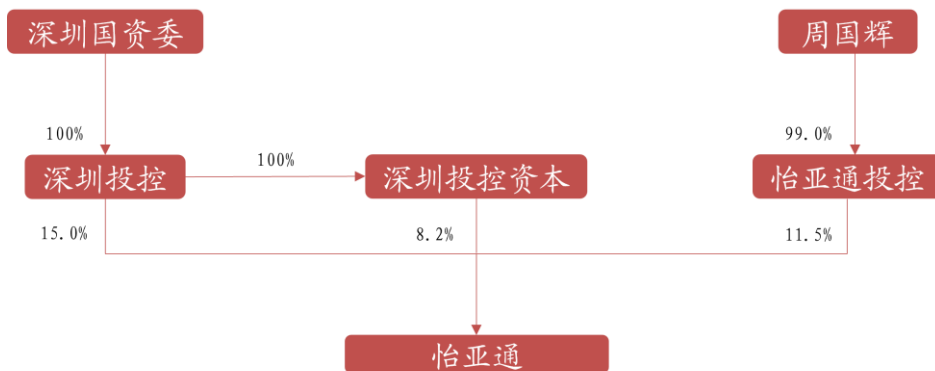
图 3：2022 年怡亚通营业收入构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2022 年怡亚通毛利构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

国资战投入主赋能，国资背景带来融资环境的显著改善。2018 年深圳投控注入 24 亿元战略入股，截止目前深圳投控直接持有公司 15.0%的股份，为公司第一大股东，深圳国资委则通过深圳投控和深圳投控资本累积持有公司 23.2%的股份，为公司的实际控制人。国资战投入主为公司带来了融资环境的显著改善，深圳投控在资金上给予公司大力支持，公司在国资背景加持后信用评价明显提升。2019 年以前公司发行债券的债项评级均在 AA 及以下，而此后公司发行债券的债项评级均为 AAA 级，融资成本显著降低。

图 5：怡亚通股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业向综合性服务商转型，重要性达前所未有之高度

传统供应链服务竞争加剧，行业向综合性服务商转型。传统供应链服务旨在于处理企业的非核心业务，由于这些业务的专业性较弱，传统供应链行业存在易复制的特点，从而导致进入门槛较低、行业替代性较强。随着新公司的不断涌入，传统供应链服务竞争加剧，行业逐渐向具备立体式、全渠道、一体化营销、品牌孵化的综合性服务平台转型，供应链整合产业链，以提供一站式服务。具体来看，消费品供应链服务行业经历了四阶段发展：

（1）萌芽阶段（2008 年以前）：消费品供应链服务崛起于淘宝等 C2C 平台；

（2）成长阶段（2008-2014 年）：越来越多的品牌商开始拓展品牌运服渠道，服务商的市场扩大；

（3）转型阶段（2015-2018 年）：随着电商体量及 B2C 市场份额的逐步提高，消费品供应链服务得以快速发展；服务商数量快速增加，行业加速整合，竞争日趋激烈。

（4）生态构建阶段（2019 年以后）：后端供应链重要性凸显，供应链服务商整合全产业链，协同商流、信息流、物流、资金流等环节，提供一站式服务，开始占据交易核心。

图 6：中国消费品数字供应链服务商行业发展历程

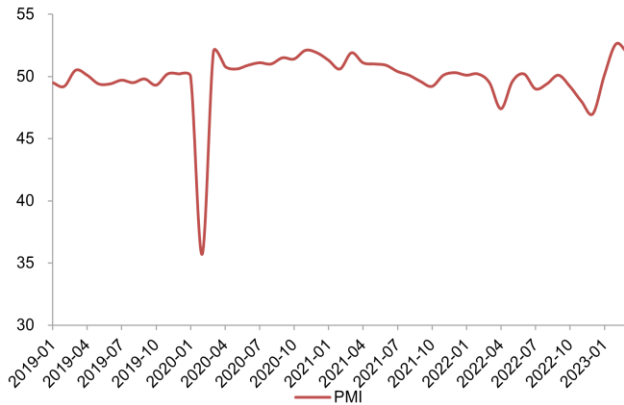


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

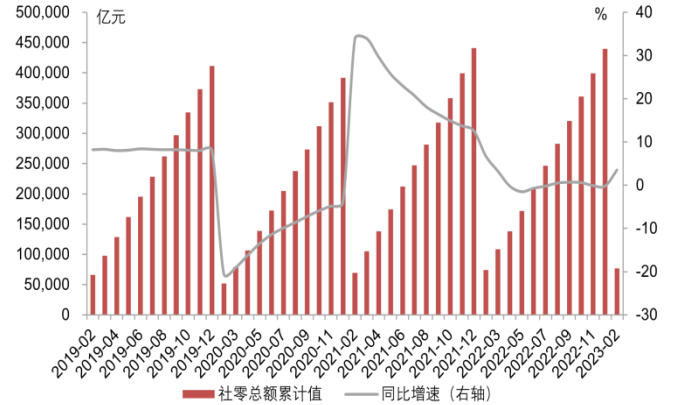
产业链供应链行业重要性提升至前所未有的高度。近年来国际局势错综复杂，黑天鹅事件频繁爆发，逆全球化和贸易保护主义声浪加大，西方国家制裁和疫情影响对我国产业链供应链持续造成影响。在百年未有之大变局下，我国高度重视产业链供应链的安全，行业重要性提升至前所未有的高度。继 2021 年中央经济工作会议中首次提出“增强产业链供应链自主可控能力”之后，党的二十大报告又重点提出：“着力提升产业链供应链韧性和安全水平”。2023 年国民经济和社会发展计划草案指出，要加快建设现代化产业体系，再次强调要聚焦到“产业链供应链韧性和安全水平”。

消费复苏趋势确定，消费品供应链迎来全面发力期。疫情反复一方面压制了居民的消费，另一方面也对社会物流造成了阻碍，消费品供应链行业受到较大冲击。疫情放开后，我国复苏趋势向好，PMI 由 2022 年 12 月的 47.0 持续上升至 2 月份的 52.6，创 10 年新高，3 月 PMI

51.9 仍处于较高水平。消费数据方面，疫情放开后社零累计同比由-0.1%上升至 2 月份的 3.5%，英国《金融时报》援引花旗银行分析师的预测报道称预计中国 2023 年社会消费品零售总额将达到 50 万亿元，将呈现逐步复苏的趋势。消费品供应链有望充分受益于经济全面复苏反弹和消费需求的释放，迎来全面发力期。

图 7：中国 PMI 指数


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：中国社会消费品零售总额


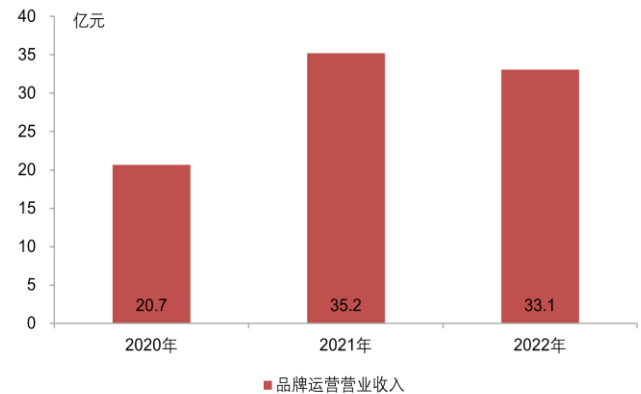
数据来源：Wind，西南证券整理

3 品牌运营、生态圈和数字化能力是公司核心竞争力

供应链+营销赋能，品牌运营能力卓越。公司的品牌运营管理团队拥有丰富的经验、强劲的市场开拓能力及营销模式创新能力。公司品牌运营在流通供应链平台的基础上，叠加品牌策划与市场营销能力，通过“市场调研-品牌定位-品牌策略-产品运营-营销推广-分销及服务-消费者复购-反馈修正”打造营销闭环，以线上线下融合的“全覆盖、全营销、全服务”赋能不同成长阶段的品牌，帮助品牌崛起。公司自有“大唐秘造”、“首酿”、“唐宫宴”等酱酒品牌，运营钓鱼台珐琅彩（液体黄金）、国台（黑金十年）等高端白酒，同时公司把酒饮板块的品牌运营和自有品牌建设的经验，继续向其它消费品板块进行复制。2019 年推出品牌运营业务以来，板块业务收入稳健增长，2021 年品牌运营业务营收达 35.2 亿元，2022 年受疫情影响小幅下降至 33.1 亿元，2020 年-2022 年营收 CAGR 为 26.6%。

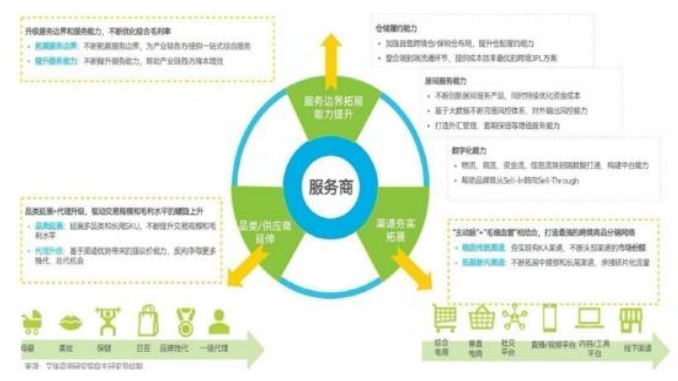
图 9：怡亚通自有品牌大唐秘造


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 10：怡亚通品牌运营业务营业收入


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司多年积累形成的生态圈构建起竞争壁垒。向综合性服务商的转型对品类延伸、渠道夯实拓展和服务边界拓展能力提出了要求，而公司基于前期传统供应链的积累已具有先发优势。公司具备优质的客户资源和全球化的服务网络，并拥有覆盖全国各级城市乃至东南亚等地区的深度分销网络体系，在大数据管理和深度供应链维度实现从品牌商到终端的网络扁平，构建一体化运营的快捷、高效的直供渠道，同时公司健全的物流体系具备为客户提供深入 1-6 线城市的 B2B、B2C 深度配送运作能力。公司在其传统的供应链服务基础上开展线上线下资源整合，线下通过 380 平台构筑深度分销+营销的核心，线上通过区块链（星链）进行线下资源的引流从而实现线上线下有机联接。通过构建从线上到线下一体化，公司整合大量供应商与终端网点的物流生态，构建起一体化服务生态圈，助力公司完成向综合性服务商的转型，并构建起竞争壁垒。

图 11：综合性服务商的能力要求


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 12：怡亚通一体化服务优势


数据来源：公司官网，西南证券整理

领先的数字化运营和管理能力。公司以超过二十五年的供应链信息化发展经验为基础，结合国内外领先技术，自主研发出契合供应链行业特点、满足各类业务模式需求的大数据管理系统。该系统实现全程移动互联化，提升运营管理能力及效率，为公司内部员工及外部客户提供高效完善的操作体验，保证业务往来及运作过程中的信息数据安全。系统服务范围覆盖客户关系管理、业务运营、物流仓储及运输、财务管理、人力资源、智能办公等业务管理模块。

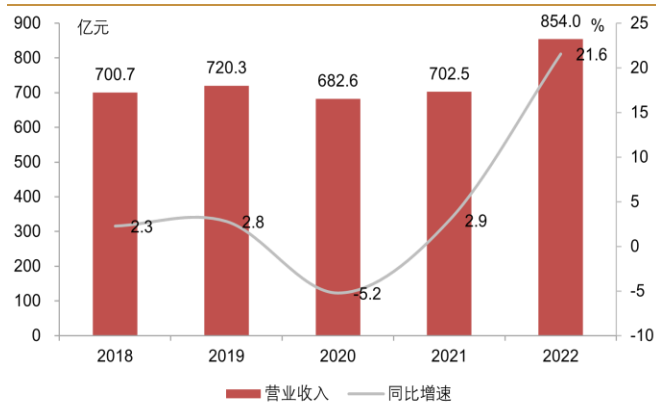
图 13：怡亚通数字化产品架构


数据来源：公司官网，西南证券整理

4 营收盈利韧性良好，降本增效成果显著

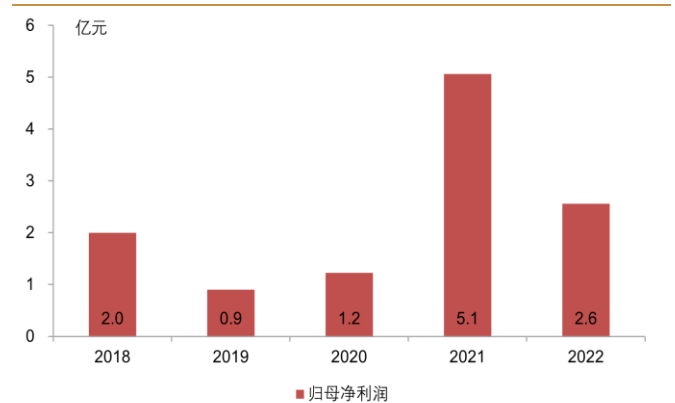
公司营收和盈利韧性好，业务重整效果显现。公司于 2018 年开始三年的业务重整，对盈利能力弱和资金占用大的项目公司进行了关停，2020 年受跨境和物流服务业务收入确认方式变化影响，营业收入有所下降。公司业务重整完成后，营收和盈利都展现了较好的韧性。营收方面，2022 年增加至 854.0 亿元，同比大幅增加 21.6%；归母净利润方面，2022 年受疫情影响下降至 2.6 亿元，但仍高于 2018 年的水平，业务重整效果逐渐显现。

图 14：2018 年-2022 年怡亚通营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

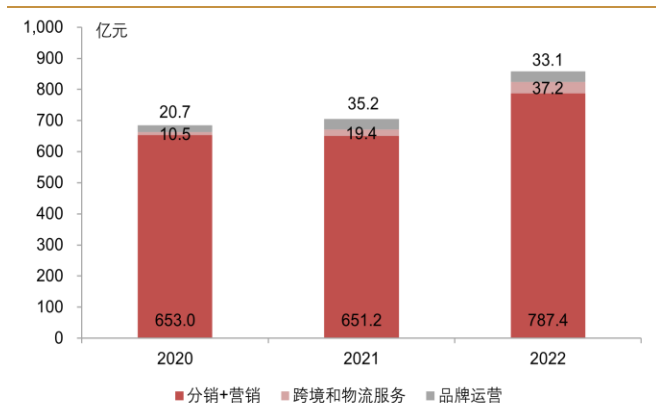
图 15：2018 年-2022 年怡亚通归母净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

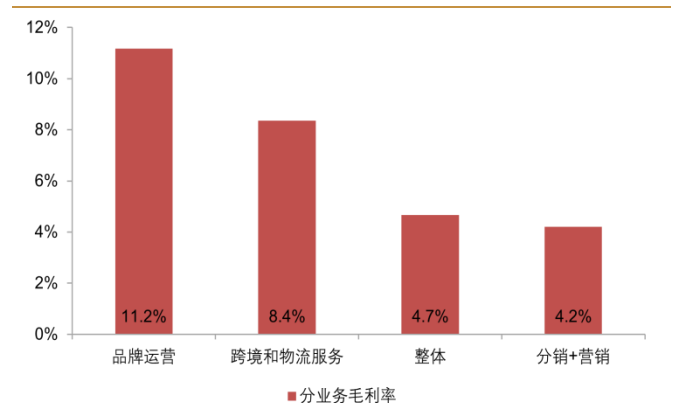
营收结构不断优化，品牌运营或成为新的增长点。从营收结构来看，分销和营销业务贡献了公司 90% 以上的营收和 80% 以上的毛利，是公司业务的基本盘，跨境和物流服务业务、品牌运营业务则是公司增厚利润的重要拓展。分业务增速来看，2020-2022 年三大业务 CAGR 分别为 9.8%、88.1%、26.6%，高毛利业务占比持续提升，业务结构向增厚利润方面不断优化，毛利率最高的品牌运营业务或成为公司新的增长点。此外，公司在本期业务承压的背景下继续切入羊绒、新能源等工业产业链供应链，2022 年公司工业原材料产业链供应链业务营收达 171.3 亿元，同比增长 174.5%。

图 16：2020 年-2022 年怡亚通业务结构



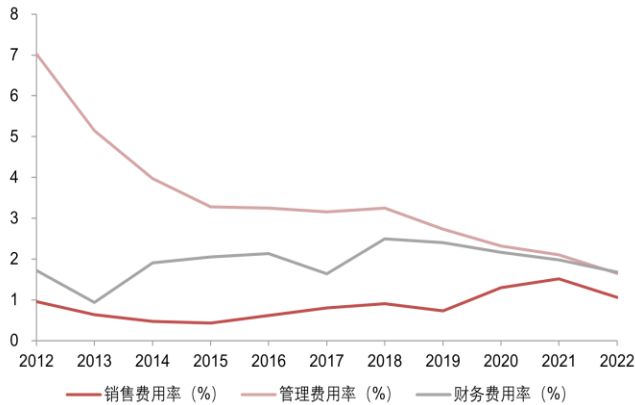
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：2022 年怡亚通分业务毛利率

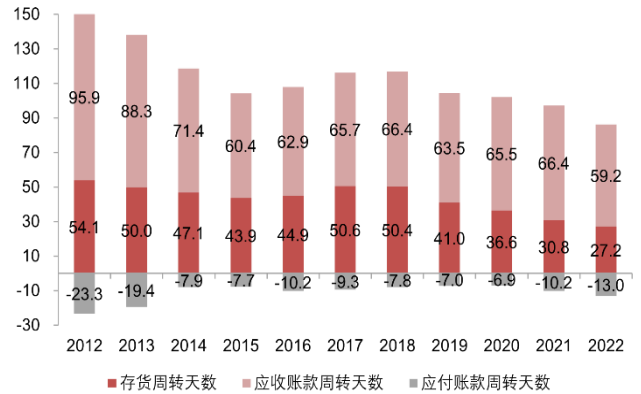


数据来源：公司公告，西南证券整理

费用控制有效，运营效率持续提升。公司不断加强精细化管理，优化资源配置，管理费用率下降 0.5pp 至 1.6%，同时公司优化融资结构降低融资成本，财务费用率下降 0.3pp 至 1.7%，费用管控有效。公司业务结构重整带动运营效率提升，存货周转天数和应收账款周转天数持续下降，2022 年同比减少 11.8% 和 10.8%，应付账款周转天数持续上升，2022 年同比增加 28.3%；深圳投控入主后公司对于上下游的话语权加大，应收账款周转天数加速下降而应付账款周转天数加速上升，净营业周期从 2018 年的 109 天稳步降至 2022 年的 73 天。

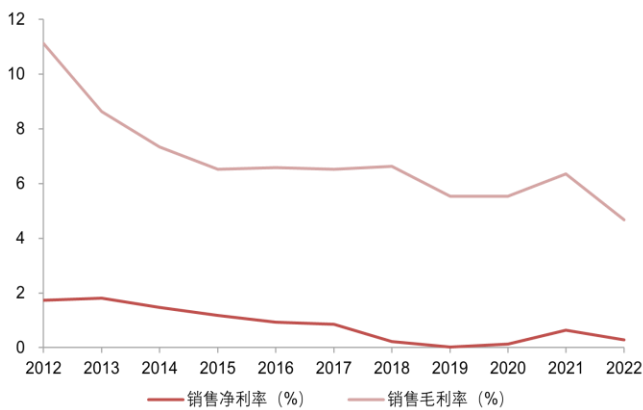
图 18：2012 年-2022 年怡亚通三费情况


数据来源：Wind，西南证券整理

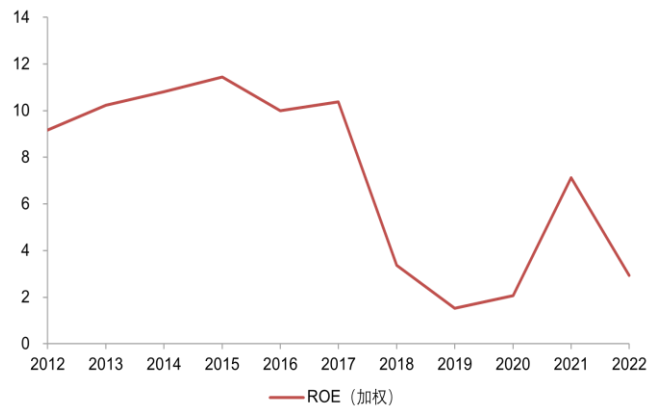
图 19：2012 年-2022 年怡亚通营运能力指标情况


数据来源：Wind，西南证券整理

当期盈利能力明显下降主因疫情影响下销售净利率的下滑，但 ROE 底部时期已过。2022 年疫情影响压制居民消费，并对物流运输造成较大阻碍，公司业务开展受到挑战，当期销售净利率下降 0.4pp 至 0.3%。受此影响，公司盈利能力下滑明显，ROE 大幅下降 4.2pp 至 2.9%，但仍高于 2019 年的 1.5%，疫情影响消散后可以确认公司 ROE 底部时期已过。

图 20：2012 年-2022 年怡亚通销售净利率和销售毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：2012 年-2022 年怡亚通 ROE（加权）


数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测及估值

关键假设：

1) 分销+营销业务：我们认为公司分销+营销业务已进入成熟阶段，预计 2023-2025 年营业收入增速为 0.5%、2.5%、2%，同时考虑到行业短期竞争加剧和中期转型趋势，预计 2023-2025 年毛利率分别为 4.2%、4.5%、4.5%；

2) 跨境+物流业务：我们认为随着疫情因素消散公司跨境和物流业务将步入稳定增长阶段，预计 2023-2025 年营业收入增速为 7%、6%、4%；同时随着行业竞争的加大毛利率将趋势性下降，预计 2023-2025 年毛利率分别为 7%、6%、5.5%；

3) 品牌运营业务：我们看好公司白酒运营对品牌运营业务高成长的支撑，预计 2023-2025 年品牌运营业务营收增速为 10%、8%、6%，毛利率将保持较高水平，预计 2023-2025 年毛利率分别为 10%、9%、9%。

表 1：收入和成本预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入（百万元）	85,397.75	86,754.39	89,262.84	91,289.78
	YOY	21.6%	1.6%	2.9%	2.3%
	营业成本（百万元）	81,409.27	82,788.07	85,005.79	86,950.32
	毛利率	4.7%	4.6%	4.8%	4.8%
分销+营销业务	营业收入（百万元）	78,737.91	79,131.60	81,109.89	82,732.09
	YOY	20.9%	0.5%	2.5%	2.0%
	营业成本（百万元）	75,430.87	75,808.07	77,459.94	79,009.14
	毛利率	4.4%	4.2%	4.5%	4.5%
跨境和物流业务	营业收入（百万元）	3,722.40	3,982.97	4,221.95	4,390.82
	YOY	92.1%	7.0%	6.0%	4.0%
	营业成本（百万元）	3,411.40	3,704.16	3,968.63	4,149.33
	毛利率	9.1%	7.0%	6.0%	5.5%
品牌运营业务	营业收入（百万元）	3,308.93	3,639.82	3,931.01	4,166.87
	YOY	-6.0%	10.0%	8.0%	6.0%
	营业成本（百万元）	2,938.50	3,275.84	3,577.22	3,791.85
	毛利率	11.2%	10.0%	9.0%	9.0%
平台间关联交易	营业收入（百万元）	-371.50	-371.50	-371.50	-371.50
	营业成本（百万元）	-371.50	-371.50	-371.50	-371.50

数据来源：西南证券

我们看好消费复苏+供应链政策支持下公司主营业务收入稳健增长，预期品牌运营业务将为公司带来增厚毛利机会。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 446.0 亿元、630.4 亿元、746.5 亿元，EPS 分别为 0.17 元、0.24 元、0.29 元，对应 PE 为 33 倍、23 倍、20 倍。

由于公司当前估值相对位置较低，我们认为底部反转下 PB 估值更为合适。根据公司业务我们选取普路通、东方嘉诚、畅联股份作为可比公司。2023 年 4 月 15 日可比公司 PB-LF 均值为 1.9 倍，2023 年预计公司每股净资产为 3.55 元，对应目标价 6.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

公司	代码	股价（元）	每股净资产（元）	市销率 LF
			2023/4/15	2023/4/15
普路通	002769.SZ	9.09	3.92	2.3
东方嘉盛	002889.SZ	24.03	14.95	1.6
畅联股份	603648.SH	8.83	4.89	1.8
可比公司均值				1.9

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

消费复苏或不及预期、市场竞争风险、汇率波动风险等。

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	85397.75	86754.39	89262.84	91289.78	净利润	236.71	445.99	630.36	746.54
营业成本	81409.27	82788.07	85005.79	86950.32	折旧与摊销	256.17	190.65	217.46	231.06
营业税金及附加	97.12	104.34	106.26	108.23	财务费用	1434.10	1234.80	1293.71	1263.95
销售费用	906.68	1041.05	1071.15	1095.48	资产减值损失	-39.63	-45.00	-35.00	-38.00
管理费用	1386.35	1301.32	1294.31	1232.41	经营营运资本变动	4067.35	-1589.91	-187.94	-168.41
财务费用	1434.10	1234.80	1293.71	1263.95	其他	-5314.15	-48.81	-197.86	-137.10
资产减值损失	-39.63	-45.00	-35.00	-38.00	经营活动现金流净额	640.54	187.72	1720.73	1898.03
投资收益	280.08	200.00	200.00	200.00	资本支出	-1442.77	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	43.02	-3.82	19.60	7.89	其他	1676.79	196.18	219.60	207.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	234.02	186.18	209.60	197.89
营业利润	320.90	525.99	746.22	885.27	短期借款	2374.91	4260.69	664.84	-23.81
其他非经营损益	-25.48	-1.30	-4.62	-6.99	长期借款	1631.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	295.41	524.69	741.60	878.28	股权融资	17.07	0.00	0.00	0.00
所得税	58.71	78.70	111.24	131.74	支付股利	-103.88	-51.22	-89.20	-126.07
净利润	236.71	445.99	630.36	746.54	其他	-4750.15	-1354.52	-2004.28	-1540.66
少数股东损益	-19.39	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-831.01	2854.95	-1428.64	-1690.53
归属母公司股东净利润	256.09	445.99	630.36	746.54	现金流量净额	65.12	3228.85	501.69	405.39
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	14122.03	17350.88	17852.57	18257.96	成长能力				
应收和预付款项	19486.32	21168.88	21577.96	21961.20	销售收入增长率	21.56%	1.59%	2.89%	2.27%
存货	6847.06	6910.77	7147.55	7294.68	营业利润增长率	-37.31%	63.91%	41.87%	18.63%
其他流动资产	619.25	402.14	427.01	443.25	净利润增长率	-46.98%	88.41%	41.34%	18.43%
长期股权投资	3186.05	3186.05	3186.05	3186.05	EBITDA 增长率	-6.81%	-2.97%	15.68%	5.44%
投资性房地产	1723.32	1723.32	1723.32	1723.32	获利能力				
固定资产和在建工程	3556.87	3453.48	3323.28	3179.49	毛利率	4.67%	4.57%	4.77%	4.75%
无形资产和开发支出	1649.01	1582.45	1515.88	1449.32	三费率	4.36%	4.12%	4.10%	3.93%
其他非流动资产	761.72	751.01	740.31	729.61	净利率	0.28%	0.51%	0.71%	0.82%
资产总计	51951.61	56528.98	57493.93	58224.87	ROE	2.24%	4.09%	5.50%	6.17%
短期借款	18861.51	23122.20	23787.04	23763.24	ROA	0.46%	0.79%	1.10%	1.28%
应付和预收款项	14518.07	14805.59	15197.50	15540.42	ROIC	4.54%	4.68%	5.26%	5.47%
长期借款	1750.57	1750.57	1750.57	1750.57	EBITDA/销售收入	2.36%	2.25%	2.53%	2.61%
其他负债	6230.76	5937.90	5303.52	5071.58	营运能力				
负债合计	41360.92	45616.26	46038.63	46125.81	总资产周转率	1.79	1.60	1.57	1.58
股本	2597.01	2597.01	2597.01	2597.01	固定资产周转率	55.83	41.23	33.27	31.55
资本公积	3039.45	3039.45	3039.45	3039.45	应收账款周转率	5.80	5.50	5.40	5.42
留存收益	2652.94	3047.71	3588.87	4209.33	存货周转率	13.15	11.99	12.05	12.02
归属母公司股东权益	8885.84	9207.87	9750.45	10394.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.01%	—	—	—
少数股东权益	1704.85	1704.85	1704.85	1704.85	资本结构				
股东权益合计	10590.69	10912.72	11455.30	12099.07	资产负债率	79.61%	80.70%	80.08%	79.22%
负债和股东权益合计	51951.61	56528.98	57493.93	58224.87	带息债务/总负债	50.56%	55.19%	56.13%	55.97%
					流动比率	1.06	1.06	1.08	1.10
					速动比率	0.88	0.90	0.92	0.93
					股利支付率	40.56%	11.48%	14.15%	16.89%
					每股指标				
					每股收益	0.10	0.17	0.24	0.29
					每股净资产	3.42	3.55	3.75	4.00
					每股经营现金	0.25	0.07	0.66	0.73
					每股股利	0.04	0.02	0.03	0.05
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	2011.16	1951.45	2257.39	2380.28					
PE	57.09	32.78	23.20	19.59					
PB	1.65	1.59	1.50	1.41					
PS	0.17	0.17	0.16	0.16					
EV/EBITDA	8.87	9.65	8.10	7.37					
股息率	0.71%	0.35%	0.61%	0.86%					

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
	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