

## 国内透平设备龙头，业绩稳定增长

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2022年年报，2022年实现营收107.7亿元(+3.9%)，实现归母净利润9.7亿元(+12.9%)，实现扣非归母净利润8.4亿元(+5.8%)；2022年Q4单季度营收23.2亿元(同比+0.7%，环比-9.7%)，归母净利润1.6亿元(同比+39.8%，环比-35.6%)。市场开拓顺利推进，业绩稳定增长。
- 工业气体和能量转换设备增长稳定，带动公司收入增长。** 2022年，能量转换设备实现营收44.0亿元(+6.0%)，占比为40.9%，毛利率27.6%(+8.8pp)；能源基础设施运营实现营收29.9亿元(+20.6%)，占比提升至27.8%，毛利率14.5%(-5.2pp)，毛利率下降主要系气体价格波动；工业服务实现营收33.2亿元(-8.4%)，毛利率21.1%(+3.6pp)。2022年国内业务实现营收98.76亿元(+6.0%)，占比91.7%，同比提升1.8pp，国内业务持续拓展。
- 产品结构优化，综合毛利率、净利润稳步提升；加大下游市场拓展，公司期间费用有所增加。** 2022年公司综合毛利率22.0%，同比增加3.2pp，主要系高占比的能量转换设备毛利增长；2022年净利率9.8%，同比增加0.6pp。2022年公司期间费用率为9.1%，同比增加0.5pp；其中销售、管理、研发和财务费用率分别为2.28%、5.56%、3.35%、-2.08%，分别同比+0.23、+0.72、+0.19、-0.63pp；期间费用率增长主要系公司加大下游市场和行业拓展，管理和销售费用增长较多。
- 透平机械龙头，气体和空气储能引领未来增长。** 1) 节能减排迫在眉睫，分布式能源系统具备长期增长动力：公司是节能减排透平设备龙头，两次战略转型后聚焦分布式能源体系，核心透平设备性能较对手能效提升1-8%，获取订单能力强，市占率超90%，2022年设备端完成120-150万吨/年乙烯三机组系列化技术开发，EPC总包业务在能源、化工等行业不断取得新突破。2) 聚焦空气压缩储能千亿市场，打造公司透平设备第二成长极：公司AV140轴流压缩机技术国际领先，已签订300MW压缩空气储能系统8套大型空气压缩机组，合同金额2.3亿元，未来有望凭借项目标杆效应为公司带来新增订单。3) 工业气体运营供气量持续增长，公司市占率提升：2022年公司已运营合同供气量达84万Nm<sup>3</sup>/h，预计1-2年内多个大宗气体项目和稀有气体将投入运营，进一步扩大工业气体运营规模，支撑公司高速增长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为12.2亿元、16.0亿元、19.8亿元，对应EPS分别为0.71、0.93、1.15元，对应当前股价PE分别为15、11、9倍，未来三年归母净利润复合增长率27%。给予公司2023年20X目标PE，六个月目标价14.20元；首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 空气压缩储能项目商业化进展不及预期、工业气体业务拓展不及预期、钢铁等下游行业需求不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10766.05	12694.25	15174.94	18019.50
增长率	3.91%	17.91%	19.54%	18.75%
归属母公司净利润(百万元)	968.36	1223.45	1604.47	1979.26
增长率	12.92%	26.34%	31.14%	23.36%
每股收益EPS(元)	0.56	0.71	0.93	1.15
净资产收益率ROE	12.16%	13.91%	15.77%	16.68%
PE	18	15	11	9
PB	2.18	1.98	1.72	1.48

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

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	17.28
流通A股(亿股)	16.63
52周内股价区间(元)	6.56-14.06
总市值(亿元)	177.77
总资产(亿元)	272.81
每股净资产(元)	4.35

### 相关研究

## 目 录

<b>1 陕鼓动力：透平机械龙头，盈利能力优异</b> .....	<b>1</b>
1.1 透平机械领跑者，三大主业并驾齐驱 .....	1
1.2 业绩快速增长，盈利能力强.....	4
1.3 股权结构集中，员工持股激励充足.....	6
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>6</b>
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	7
<b>3 风险提示</b> .....	<b>8</b>

## 图 目 录

图 1：公司深耕透平机械 56 年，逐步转型分布式能源系统解决方案提供商和服务商。.....	1
图 2：2022 年，公司能量转换设备占比为 40.9%.....	4
图 3：2022 年，公司能量转换设备和能源运营板块毛利率提升.....	4
图 4：近年来，公司收入规模持续增长.....	5
图 5：近年来，公司归母净利润持续增长.....	5
图 6：2022 年，公司毛利率和净利率双升.....	5
图 7：2018 年以来，公司期间费用率下降.....	5
图 8：实际控制人西安国资委合计持有公司 61.15%股权.....	6

## 表 目 录

表 1：公司的业务分为能量转换设备、能源基础设施运营、工业服务三大板块.....	2
表 2：公司分业务收入及毛利率预测.....	7
表 3：可比公司估值（截至 2023 年 4 月 19 日）.....	7
附表：财务预测与估值.....	9

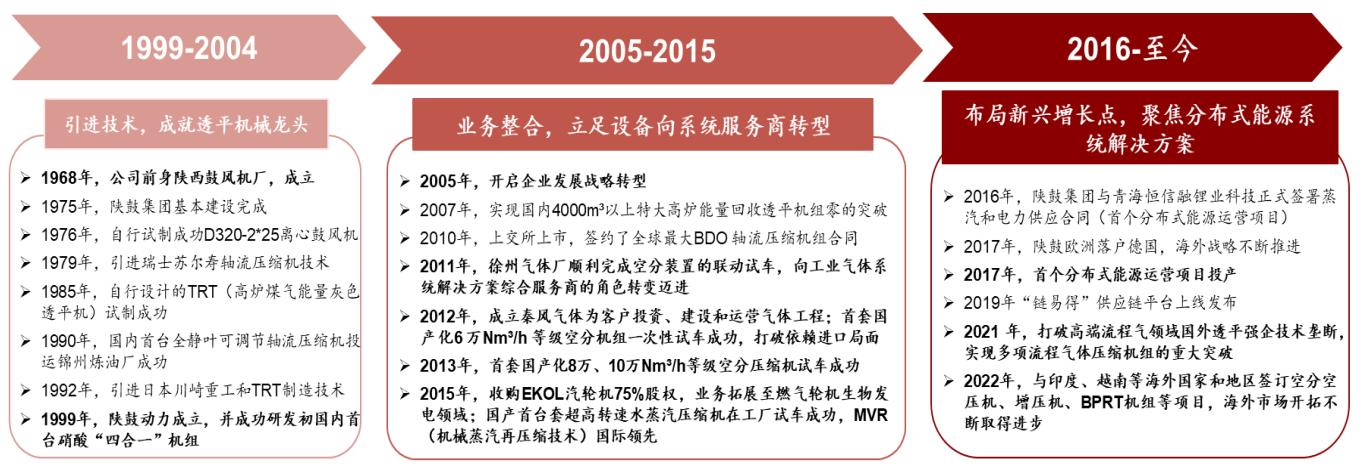
# 1 陕鼓动力：透平机械龙头，盈利能力优异

## 1.1 透平机械领跑者，三大主业并驾齐驱

透平机械龙头，逐步转型分布式能源系统解决方案提供商和服务商。公司成立于 1999 年，透平设备起家，后经历两次战略转型从单一透平设备产品转型为分布式能源系统解决方案和提供商，其发展历程可划分为三大阶段：

- 1) **1999-2004 年：引进技术，成就透平机械龙头。**公司前身为 1968 年成立的陕西鼓风机厂，发展初期主要通过自行设计研发和引进瑞士、日本等的轴流压缩机和 TRT 制造技术开展业务；1999 年，陕鼓集团联合四家民营企业设立陕鼓动力，成立初期即成功研发国内首台硝酸“四合一”机组，成长为 20 世纪末国内轴流压缩机和 TRT 行业领航者。
- 2) **2005-2015 年：业务整合，立足设备向系统服务商转型。**2005 年，陕鼓集团开始探索战略转型，从单一产品制造商向系统、品牌经营转变；2012 年，成立秦风气体，为客户投资、建设和运营气体工程，全面布局工业气体运营领域；2015 年，收购 EKOL 汽轮机公司 75% 股权，业务拓展至燃气轮机生物发电领域；此后，公司通过弱化常规加工制造、设备维修、铸造等 29 种非核心业务环节，强化公司工程总包、工业服务等 52 种服务端、运营端核心业务，推动企业重心向服务型制造转变。
- 3) **2016 年-至今：布局新兴增长点，聚焦分布式能源系统解决方案。**2016 年，公司开启二次战略转型，致力打造陕鼓分布式能源系统解决方案。2017 年，陕鼓集团与青海恒信融锂业科技有限公司签订的首个分布式能源运营项目投产，陕鼓分布式能源方案在冶金、煤化工等行业开始应用和推广。目前公司已经构建了以分布式能源系统解决方案为圆心的“1+7”业务模式，为石油、化工、冶金、硝酸、发酵等国民经济支柱产业提供设备、工程、服务、运营、金融、供应链、智能化七大增值服务。

图 1：公司深耕透平机械 56 年，逐步转型分布式能源系统解决方案提供商和服务商。



数据来源：公司官网，西南证券整理

**三大核心业务并驾齐驱。1) 能量转换设备制造：**该板块以轴流压缩机、离心压缩机（空分机组）、膨胀机（能量回收透平装置、硝酸四合一机组、汽轮机）等高效节能环保产品为主，主要应用于冶金、石油化工、煤化工、天然气、硝酸、发酵等领域。**2) 能源基础设施运营板块：**业务包括分布式能源智能一体化园区、气体业务、冷热电三联供、水务一体化等，主要为客户开展气体单元、发电单元等的专业化运营服务，为客户降低运营成本，创造价值。**3) 工业服务板块：**主要向用户工艺全流程提供全生命周期的健康管理、EPC 服务、金融和投资业务等，包括设备委托管理、备品备件零库存业务、安装调试、升级改造、检修维修、维护保养、绿色智能再制造、透平专用润滑油、自动化系统服务等，保证用户装备及其工艺系统的安全、高效、长周期、低成本运行。

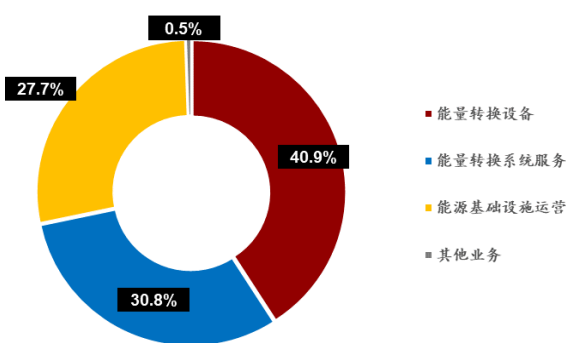
**表 1：公司的业务分为能量转换设备、能源基础设施运营、工业服务三大板块**

板块	产品	产品介绍	
能量转换设备	轴流压缩机	1) 轴流压缩机是一种把原动机的机械能转变为气体能量的压缩机械，其内部的气流基本沿压缩机轴向流动，分为静叶固定转速可调轴流压缩机（A 系列）和全静叶可调型轴流压缩机（AV 系列） 2) 应用于冶金、石化、化工、风洞实验、电站、制药等领域 3) 深耕行业 40 余年，成功研制自主知识产权全流量最大的 AV140 工业用轴流压缩机技术世界领先	
			
		冶金行业高炉配套轴流压缩机组      石化行业高炉配套轴流压缩机组      特殊应用轴流压缩机组	
	离心压缩机	1) 离心压缩机是把原动机的机械能转化为气体能量的一种透平机械，其内部的气流沿垂直于压缩机轴的径向进行的。 2) 用于炼油厂的催化裂化装置、石化、煤化工、冶金、空分装置、动力、制药、污水处理等领域 3) 公司多类离心压缩机产品达到世界先进水平	
		LNG 机组	1) 为液化天然气制冷工艺提供核心的压缩机组解决方案，装置处理规模 30 万-2000 万 Nm <sup>3</sup> /d 2) 针对中小规模 LNG 装置 (<230 万 Nm <sup>3</sup> /d)，陕鼓开发了单缸（一台压缩机组）单混合制冷剂循环的 EBZ 系列离心压缩机组
		空分压缩机	1) 属于离心压缩机的一种，将所需要的气体从空气中分离 2) 2002 年开始致力于空分压缩机组的研究，目前具备自主提供 2-12 万等级空分装置的配套压缩机能力，国产化空分压缩机市场占有率达 82% 以上
		天然气长输管线机组	1) 公司提供燃驱、高速电机直驱及普通电机带增速箱驱动的机组总成技术方案和磁力轴承一体机产品 2) 已向陕燃、中海油、中石油提供近 20 套设备
			
		石油化工及天然气领域用离心机组      基础化工及煤化工领域用离心机组	
		1) 利用高压气体膨胀降压时向外输出机械功使气体温度降低的原理以获得能量的机械 2) 包括蒸汽透平膨胀机、轴流式煤气透平膨胀机、各类尾气膨胀机、向心式膨胀等各类膨胀机，均达到国际先进水平	
汽轮机	1) 陕鼓 EKOL 依托欧洲研发公司，汽轮机产品性能高达 87%，世界领先，覆盖 100MW 以内工业汽轮机的所有应用领域（石化、电力、建材、轻工、冶金等） 2) 开发出新一代的叶片型和热力计算程序，其内效率比同类汽轮机提高 2% 以上		

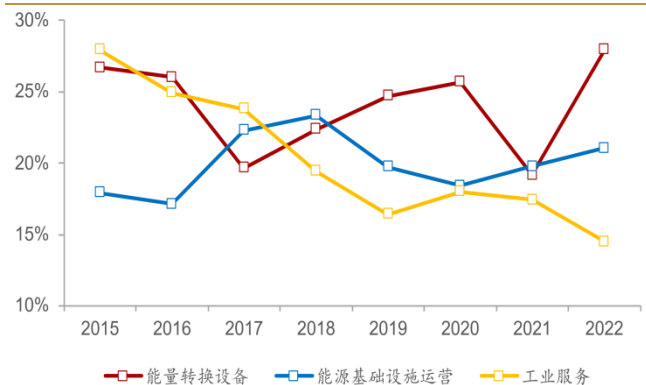
板块	产品	产品介绍	
	TRT机组	1) 高炉煤气余压回收透平发电装置 (简称 TRT) 是应用于冶金企业的高效节能二次能量回收装置, 利用高炉冶炼排放出的具有一定压力能的炉顶煤气, 使煤气通过透平膨胀机作功, 将其转化为机械能, 从而驱动发电机发电或驱动其它装置 2) 90% 以上市场占有率	
	BPRT机组	1) 陕鼓开发研制出TRT和高炉鼓风机同轴系的高炉能量回收机组, 简称BPRT 2) BPRT机组将TRT原有的发配电系统简化合并, 取消发电机及发配电系统, 整合自控系统、润滑油系统、动力油系统等, 节能效果达50%	
	PTA 机组	1) 向心透平机组 (简称 PTA): 分单级悬臂机组 (整体撬装式布置, 膨胀机、齿轮箱、电机和油站) 和多级整体组装机 (膨胀机本体和中间加热器构成) 2) 陕鼓具备氧化氮、二氧化碳、循环气、天然气、氢气、煤气、裂解气等离心压缩机, 在煤化工、空分等领域应用广泛	
	硝酸四合一机组	1) 硝酸“四合一”机组是双加压法硝酸生产工艺中向系统供能和从系统回收能量的核心设备, 主要由轴流压缩机、NOx压缩机、硝酸尾气透平膨胀机和汽轮机组成 2) 陕鼓运用技术优势自主开发研制, 并替代进口机组, 已储备45-60吨/年设计制造能力, 已有200余台套业绩, 国内市场占有率高达95%以上	
能源基础设施运营	气体业务	1) 陕鼓动力从2009年上半年开始涉足工业气体配送领域 2) 公司控股子公司秦风气体已在全国投资运营16个气体项目, 合同供气总规模达88.61万Nm <sup>3</sup>	
	水处理	陕鼓为用户提供水处理与资源化再生利用的项目咨询、技术研发、工程设计和运行管理等全过程、高品质的一体化服务	
	热电运营	1) 主要为客户提供电力保障和电力运维服务 2) 项目: 分布式能源青海运营项目、七台河勃盛热电站项目、印尼OSS发电运维项目	
	园区一体化运营	陕鼓基于园区能源物料的供给禀赋, 结合技术和商业模式创新, 提供全生命周期一体化综合能源服务解决方案	
工业服务	工程总包	1) 主要以EPC为主, 包括PC、PMC、BOO、BOT等合作服务模式, 为石油化工、煤化工、冶金、医药、食品、造纸、市政、环保、园区综合能源服务等领域提供工程项目总承包、机电设备安装、能量转换系统技术开发及技术服务、节能项目诊断评估和能效分析、能量转换系统及节能环保工程设计及工程造价等业务 2) 已累计实施近400项工程EPC, 包括空分单元EPC、热电单元EPC、硝酸单元EPC、机组单元EPC等, 具备每年50余个EPC项目同时开工建设的能力, 累计完成的工程项目合同履约100%, 一次开车成功率100%, 达产率100%	
	全生命周期服务解决方案	1) 向企业用户提供全生命周期的系统服务, 提供安全环保、节能降本、创新创效、数字智能的系统服务解决方案, 包括安装调试、检维修、逆向设计、备件服务管家、专业维保、供应链管理、智能服务、绿色智能再制造、远程互联服务等 2) 近年来, 陕鼓服务业务年均增长率20%以上	
	融资服务	1) 陕鼓融资服务模式是“金融机构+核心企业+客户企业”的“三位一体”模式 2) 通过核心企业与客户企业建立市场联系, 引入金融企业向客户企业提供贷款, 配套以核心企业向客户企业的回购机制	

数据来源: 公司公告, 公司官网, 西南证券整理

- 1) **能量转换设备业务为公司传统优势业务，核心产品市占率高。**该业务受周期性影响较大，营收呈现较大增长波动；2017 年以来，公司设备业务重回正增长，2017-2021 年营收由 21.8 亿元增长至 44.0 亿元，CAGR 为 15.1%，业务占比由 55.1% 下降至 40.9%。2022 年该业务毛利率 22.4%，同比增加 8.8 个百分点，主要系下游冶金、石化、能源等行业毛利率提升 3-4 个百分点，城建行业毛利率提升 29 个百分点。目前公司多种设备达到国际领先水平，市占率高：高炉轴流压缩机在国内钢铁企业的市占率几乎接近 100%，离心压缩机系列中的空分压缩机组市占率约达 85%，硝酸三合一或四合一机组、TRT 装置市占率分别高达 100% 和 90% 以上；目前公司设备在天然气液化领域、PE 压缩机领域、有机硅等多个领域实现应用突破，在印度、非洲、中东等海外市场和大型压缩空气储能核心设备研发方面取得重要进展，未来有望延续设备端稳定增速。
- 2) **能源基础设施运营主要受气体业务拉动，占比提升至 28%。**公司气体业务主要由子公司秦风气体承担，2017-2022 年营收由 21.8 亿元增长至 29.9 亿元，CAGR 为 26.2%。2022 年毛利率 15.4%，同比减少 5.2 个百分点，主要系零售气价格大幅度下降影响。2020 年开始，公司立足公司核心主业，加大工业气体产业布局，截止 2022 年底，公司已经运营约 84 万 Nm<sup>3</sup>/h 的供气量，仍有在建或技改项目顺利推进中，逐步投产后将成为公司业绩核心增长点。
- 3) **工业服务主要为分布式能源 EPC 业务，受疫情影响 2022 年业绩承压。**2017-2021 年公司工业服务营收由 7.7 亿元增长至 36.2 亿元，CAGR 为 47.4%。2022 年该业务实现营收 33.2 亿元，同比减少 8.4%，主要系受疫情影响产品交付物流与外购件配备服务受阻；毛利率 21.1%，同比增加 3.6 个百分点，主要系公司毛利率较低的 EPC 总包项目短期减少；2022 年公司已经与 7 家国内知名钢铁企业签订维保项目，维保业务的毛利率比 EPC 项目更高，随着未来疫情形式好转，前期积累较高金额的订单有望转化为营收，将拉动公司工业服务板块业绩增长。

**图 2：2022 年，公司能量转换设备占比为 40.9%**


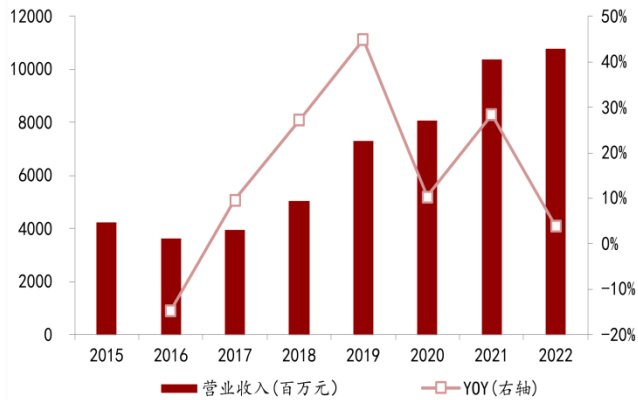
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 3：2022 年，公司能量转换设备和能源运营板块毛利率提升**


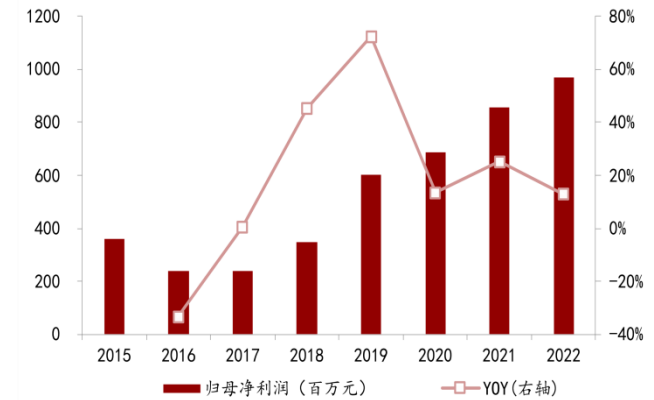
数据来源：Wind，西南证券整理

## 1.2 业绩快速增长，盈利能力强

冶金石化行业集中度高，公司营收和净利润增长稳定。从行业来看，公司下游以冶金、石化和能源为主，冶金、石化行业集中度高，两行业营收占比长期维持在 85% 以上。2016 年至今，公司业绩呈现稳定增长态势。2016-2022 年公司营收由 36.1 亿元增长至 107.7 亿元，CAGR 为 20.0%；2016-2022 年归母净利润由 2.4 亿元增长至 9.7 亿元，CAGR 为 26.2%。

**图 4：近年来，公司收入规模持续增长**


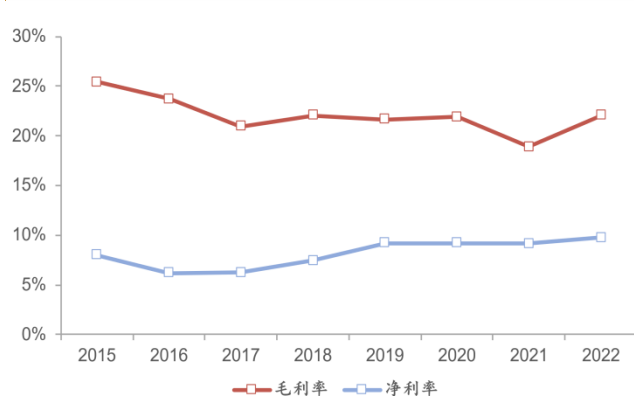
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 5：近年来，公司归母净利润持续增长**


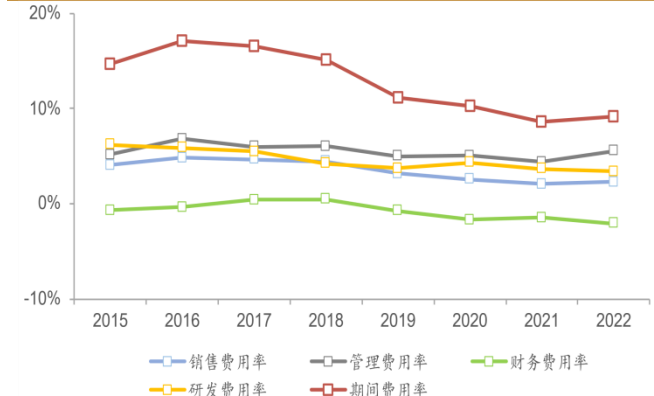
数据来源：Wind，西南证券整理

公司毛利率波动稳定在 21-25% 之间，净利率稳步提升。2017-2020 年公司毛利率基本稳定在 21% 左右，2021 年毛利率为 18.9%，同比下降 3.0 个百分点，主要系原材料价格波动，及公司订单结构变化。2022 年公司毛利率为 22.0%，同比提升 3.2 个百分点。2017-2022 年，公司净利率稳步提升，由 6.3% 提升至 9.8%。公司毛利率增长主要系下游冶金、石化、能源等行业毛利率提升 3-4 个百分点，城建行业毛利率提升 29 个百分点，毛利率提升带动净利率上行。

精益管理、规模效应显现，期间费用率整体呈现下降趋势。2016 年以来，公司资本开支减少，期间费用率持续下降，由 2016 年的 17.1% 下降至 2021 年的 8.6%。2022 年公司期间费用率为 9.1%，同比增加 0.5 个百分点；细分来看，2022 年公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 2.28%、5.56%、-2.08% 和 3.35%，其中销售、管理和研发费用率均同比增加 0.23、0.72 和 0.19 个百分点，主要系要公司深度聚焦分布式能源市场开拓、开展长期业务，前期市场策划投入和研发费用等增加，研发费用率同比下降 0.63 个百分点。

**图 6：2022 年，公司毛利率和净利率双升**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 7：2018 年以来，公司期间费用率下降**


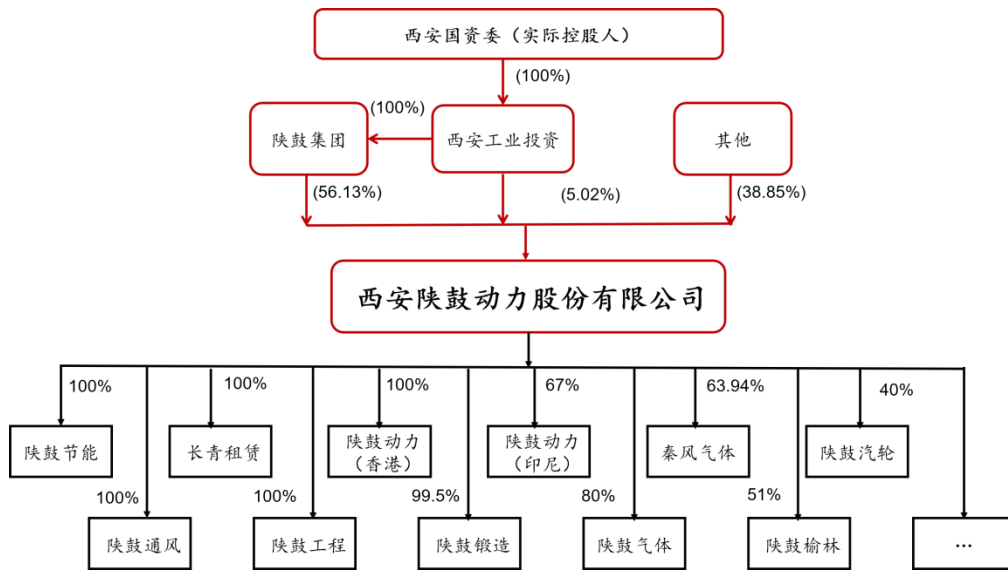
数据来源：Wind，西南证券整理



### 1.3 股权结构集中，员工持股激励充足

西安国资委控股，股权结构稳定集中；对赌机制+股权激励，充分激发国企活力。公司实际控制人为西安国资委，西安国资委通过陕鼓集团和西安工业投资合计持有公司 61.15% 股权。2017 年，陕鼓集团全面推行对赌机制改革，打破国企以往按资排辈的陈旧机制，促进员工绩效和公司业绩的双提升；2021 年，公司推出股权激励计划，公司管理层、核心员工等持股有利于公司吸引和留住优秀人才，深度绑定公司利益与员工利益，进一步调动公司员工的积极性，激发公司经营活力。

图 8：实际控制人西安国资委合计持有公司 61.15% 股权



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：**

**假设 1：** 能量转换设备板块将有望充分受益于压缩空气储能系统效率提升与成本下降带来的产业化优势，预计 2023-2025 年公司该设备销量增速为 10%、15%、15%。

**假设 2：** 能源基础设施运营板块以工业气体运营为主，2022 年，公司运营合同供气量预计达到 85 万标方，目前在建项目充足，预计 2023-2025 年将公司运营供气量增速将分别达 20%、20%、20%；同时液体及稀有气体项目逐渐投产，将拉动工业气体业务毛利率提升。

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
能量转换设备	收入	4402.57	4891.56	5607.86	6515.01
	增速	6.03%	11.11%	14.64%	16.18%
	毛利率	27.94%	28.00%	29.00%	29.00%
能源基础设施运营	收入	2987.44	3734.30	4667.88	5601.45
	增速	20.58%	25.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	14.51%	15.00%	16.00%	17.00%
工业服务	收入	3318.93	3982.72	4779.26	5735.11
	增速	-8.38%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	21.06%	23.00%	24.00%	24.00%
其他业务	收入	57.12	85.68	119.95	167.93
	增速	-47.59%	50.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	17.73%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	10766.05	12694.25	15174.94	18019.51
	增速	3.91%	17.91%	19.54%	18.75%
	毛利率	22.04%	22.55%	23.36%	23.59%

数据来源：Wind, 西南证券

## 2.2 相对估值

陕鼓动力是国内透平机械龙头，我们选取与公司业务领域一致的杭氧股份、开山股份、英维克作为可比公司，其中，杭氧股份是国内空分设备龙头，开山股份是国内螺杆压缩机龙头，英维克是国内压缩空气储能温控设备龙头，3 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 33、25、21 倍。

碳中和推动节能减排设备应用提升和空气储能商业化发展，陕鼓动力为能量转换透平机械设备龙头，订单获取能力高；公司依托压缩机空分设备优势，深入布局工业气体运营，多个气体项目正在建设中，未来市占率有望不断提升。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.2 亿元、16.0 亿元、19.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.71、0.93、1.15 元，对应当前股价 PE 分别为 15、11、9 倍，未来三年归母净利润复合增长率 27%。给予公司 2023 年 20X 目标 PE，六个月目标价 14.20 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 19 日）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E
002430.SZ	杭氧股份	37.49	1.66	2.05	2.27	22.64	18.30	16.55
300257.SZ	开山股份	18.56	0.63	0.86	—	29.33	21.66	—
002837.SZ	英维克	41.30	0.87	1.17	1.59	47.69	35.23	26.05
可比公司平均值						<b>33.22</b>	<b>25.06</b>	<b>21.30</b>

数据来源：Wind, 西南证券整理

### 3 风险提示

**1) 空气压缩储能项目商业化进展不及预期。**若下游需求下降，或公司下游领域扩展进展不顺利、主要客户的新签订单下滑或不持续，将对公司的经营业绩产生不利影响。

**2) 工业气体业务拓展不及预期。**工业气体业务是公司未来长期稳定增长的新动力，如果公司工业气体业务拓展不及预期，将对公司业务发展造成不利影响。

**3) 钢铁等下游行业需求不及预期。**公司设备业务与钢铁行业景气度相关性较大，冶金、石化等行业营收在 70%左右，未来如果钢铁行业景气度下滑，将对公司设备业务产生较大影响。

**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	10766.05	12694.25	15174.94	18019.50	净利润	1052.88	1338.26	1755.34	2163.01
营业成本	8393.32	9831.31	11630.79	13767.89	折旧与摊销	305.19	231.89	231.89	231.89
营业税金及附加	64.56	78.53	92.36	110.00	财务费用	-224.18	-13.03	-59.54	-108.69
销售费用	245.98	279.27	318.67	360.39	资产减值损失	-23.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	598.50	964.76	1138.12	1333.44	经营营运资本变动	-270.29	-3451.82	96.63	57.37
财务费用	-224.18	-13.03	-59.54	-108.69	其他	70.86	641.53	-124.33	-38.95
资产减值损失	-23.66	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>910.79</b>	<b>-1253.16</b>	<b>1899.99</b>	<b>2304.62</b>
投资收益	57.10	50.00	50.00	50.00	资本支出	-371.72	-200.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	31.37	15.81	24.59	22.79	其他	-2013.56	932.61	74.59	72.79
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>-2385.28</b>	<b>732.61</b>	<b>-75.41</b>	<b>-27.21</b>
<b>营业利润</b>	<b>1232.15</b>	<b>1619.23</b>	<b>2129.13</b>	<b>2629.26</b>	短期借款	667.01	-513.59	0.00	0.00
其他非经营损益	66.91	32.95	37.96	41.11	长期借款	1325.76	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1299.06</b>	<b>1652.18</b>	<b>2167.08</b>	<b>2670.38</b>	股权融资	158.94	0.00	0.00	0.00
所得税	246.18	313.91	411.75	507.37	支付股利	-535.25	-193.67	-244.69	-320.89
净利润	1052.88	1338.26	1755.34	2163.01	其他	-1709.43	-236.09	59.54	108.69
少数股东损益	84.52	114.82	150.87	183.75	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-92.96</b>	<b>-943.36</b>	<b>-185.15</b>	<b>-212.20</b>
归属母公司股东净利润	968.36	1223.45	1604.47	1979.26	<b>现金流量净额</b>	<b>-1560.53</b>	<b>-1463.91</b>	<b>1639.43</b>	<b>2065.21</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	11347.85	9883.94	11523.37	13588.58	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5657.98	6792.95	8029.05	9568.06	销售收入增长率	3.91%	17.91%	19.54%	18.75%
存货	2424.47	2748.16	3282.44	3907.79	营业利润增长率	4.37%	31.42%	31.49%	23.49%
其他流动资产	3406.18	966.32	1037.42	1118.96	净利润增长率	10.77%	27.11%	31.17%	23.22%
长期股权投资	245.48	245.48	245.48	245.48	EBITDA 增长率	-0.20%	39.97%	25.21%	19.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2981.71	2981.45	2931.20	2830.94	毛利率	22.04%	22.55%	23.36%	23.59%
无形资产和开发支出	217.51	185.88	154.25	122.62	三费率	5.76%	9.70%	9.21%	8.80%
其他非流动资产	1230.88	1230.88	1230.88	1230.88	净利率	9.78%	10.54%	11.57%	12.00%
<b>资产总计</b>	<b>27512.08</b>	<b>25035.07</b>	<b>28434.10</b>	<b>32613.32</b>	ROE	12.16%	13.91%	15.77%	16.68%
短期借款	2513.59	2000.00	2000.00	2000.00	ROA	3.83%	5.35%	6.17%	6.63%
应付和预收款项	8022.87	9691.03	11364.88	13447.22	ROIC	-83.37%	87.09%	55.76%	65.93%
长期借款	2021.79	2021.79	2021.79	2021.79	EBITDA/销售收入	12.20%	14.48%	15.17%	15.27%
其他负债	6294.68	1704.08	1918.60	2173.38	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>18852.92</b>	<b>15416.90</b>	<b>17305.27</b>	<b>19642.38</b>	总资产周转率	0.39	0.48	0.57	0.59
股本	1727.59	1727.59	1727.59	1727.59	固定资产周转率	5.74	6.56	8.75	11.74
资本公积	2443.85	2443.85	2443.85	2443.85	应收账款周转率	2.78	3.05	2.93	2.98
留存收益	4029.10	5058.87	6418.65	8077.01	存货周转率	3.18	3.74	3.75	3.75
归属母公司股东权益	8155.50	8999.70	10359.48	12017.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.91%	—	—	—
少数股东权益	503.65	618.47	769.34	953.09	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8659.15</b>	<b>9618.17</b>	<b>11128.82</b>	<b>12970.93</b>	资产负债率	68.53%	61.58%	60.86%	60.23%
负债和股东权益合计	27512.08	25035.07	28434.10	32613.32	带息债务/总负债	24.06%	26.09%	23.24%	20.48%
					流动比率	1.40	1.59	1.62	1.65
					速动比率	1.25	1.37	1.40	1.42
					股利支付率	55.27%	15.83%	15.25%	16.21%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1313.15	1838.08	2301.48	2752.46	每股收益	0.56	0.71	0.93	1.15
PE	18.36	14.53	11.08	8.98	每股净资产	4.72	5.21	6.00	6.96
PB	2.18	1.98	1.72	1.48	每股经营现金	0.53	-0.73	1.10	1.33
PS	1.65	1.40	1.17	0.99	每股股利	0.31	0.11	0.14	0.19
EV/EBITDA	7.00	5.48	3.67	2.32					
股息率	3.01%	1.09%	1.38%	1.81%					

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

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。

## 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