

长三角优质休闲旅游目的地，23Q1 强劲复苏

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年, 实现营业收入 3.7 亿元, 同比下降 12.0%, 实现归母净利润 0.2 亿元, 同比下降 60.6%。2023Q1, 实现营业收入 1.2 亿元, 同比增长 114.3%; 实现归母净利润 0.2 亿元, 同比增长 189.0%。
- **22 年经营业绩下滑, 酒店业务增长亮眼。** 2022 年, 受长三角疫情影响, 公司经营业绩总体下滑。分产品看, 山水园、南山竹海景区分别实现营收 86.5 亿元、69.7 亿元, 同比下降 30.3%、31.3%; 酒店业务受益于公司御水温泉及遇系列新增酒店投运爬坡出现增长, 实现营收 142.8 亿元, 同比增长 15.3%。公司总体毛利率和净利率分别为 36.2%、5.7%, 同比下降 13.8pp、8.8pp。
- **23Q1 强劲开局, 为全年业绩同比高增奠定良好基础。** 受益于疫后旅游市场持续火热, 2023Q1, 公司业务呈现出强劲复苏态势, 营收与归母净利润均创历史同期新高。其中, 营收同比增长 114.3%, 较 2019 年同期增长 35.3%; 归母净利润同比扭亏为盈, 较 2019 年增长 27.6%。客流方面, 截至 3 月 20 日, 天目湖山水园、南山竹海两大景区累计接待游客约 50 万人次, 恢复至 2019 年同期的 194%。一季度的强势开局为全年业绩同比高增奠定良好基础, 随着五一假期及出游旺季来临, 公司凭借区位及产品优势, 有望迎来客流高峰。
- **国资控股助力未来成长。** 2023 年 3 月 10 日, 公司发布股权转让公告, 转让完成后, 溧阳城发将持有公司约 26.9% 股份, 成为公司第一大股东, 溧阳市政府将成为公司实际控制人。国资控股有望为天目湖景区宣传、配套建设等方面提供进一步支持, 并充分发挥双方资源协同优势, 加速公司存量项目扩容及异地复制扩张。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.8、2.2、2.6 亿元, 对应 EPS 分别为 0.94、1.17、1.40 元。我们给予公司 2023 年 35 倍 PE, 对应目标价为 32.90 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 客流恢复不及预期、行业竞争加剧、门票价格管控风险、项目建设进度不及预期等风险。

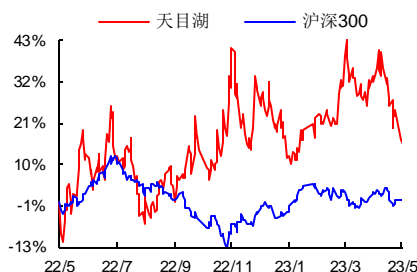
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	368.57	662.01	791.89	894.22
增长率	-11.96%	79.61%	19.62%	12.92%
归属母公司净利润(百万元)	20.31	175.00	218.28	260.45
增长率	7.91%	761.76%	24.74%	19.32%
每股收益 EPS(元)	0.11	0.94	1.17	1.40
净资产收益率 ROE	1.65%	13.46%	14.81%	15.51%
PE	264	31	25	21
PB	4.51	3.95	3.52	3.12

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@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)	1.86
流通 A 股(亿股)	1.86
52 周内股价区间(元)	20.51-33.03
总市值(亿元)	49.48
总资产(亿元)	15.29
每股净资产(元)	6.16

相关研究

目 录

1 长三角优质休闲游目的地，经营修复能力突出	1
1.1 一站式休闲度假胜地，国资控股赋能未来成长.....	1
1.2 经营业绩短期波动，盈利质量持续健康.....	3
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	7
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司前十大股东持股情况（截至 2023 年 5 月 7 日）.....	3
图 3：公司营业收入及增速.....	4
图 4：公司归母净利润及增速.....	4
图 5：公司主要业务收入占总收入比重.....	4
图 6：公司主要业务毛利率情况.....	4
图 7：公司毛利率和净利率.....	5
图 8：公司费用率情况.....	5
图 9：公司经营活动现金流量净额及增速.....	5
图 10：公司净现比.....	5

表 目 录

表 1：公司主要业务产品.....	1
表 2：公司部分董事及高级管理人员履历.....	3
表 3：分业务收入及毛利率.....	6
表 4：可比公司估值（截至 2023 年 5 月 7 日）.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 长三角优质休闲旅游目的地，经营修复能力突出

1.1 一站式休闲度假胜地，国资控股赋能未来成长

立足天目湖自然生态条件，向一站式旅游目的地提供商迈进。江苏天目湖旅游股份有限公司位于江苏省溧阳市天目湖旅游度假区，主要从事旅游景区的开发管理及经营。自成立以来，公司依托天目湖优异的自然生态条件，因地制宜从无到有，围绕人工湖泊、天然山林先后开发建设了国家 5A 级景区天目湖山水园、天目湖南山竹海、天目湖御水温泉度假项目，打造了天目湖水世界主题公园。并进一步完善度假区配套设施，发力酒店餐饮布局、扩充景区内娱乐项目与体验活动。目前，公司已成长为集观光、休闲、度假、疗养等功能于一体的综合旅游服务商，业务涵盖景区、温泉、主题乐园、酒店餐饮、商业、旅行社等全方位旅游产业链。


图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

旅游资源持续扩充，形成综合发展矩阵。公司业务板块可分为以天目湖山水园、南山竹海为主的景区经营业务，御水温泉、水世界主题公园、御水温泉/遇系列酒店业务、天目湖旅行社业务及其他综合旅游服务等。公司持续深挖天目湖度假区旅游业态，完善度假区内“吃、住、行、游、购、娱”一体化建设，并延伸至旅游运营规划、旅游产品服务开发等领域，打造了综合旅游服务发展矩阵。丰富的业态模式使得天目湖实现了全季节旅游产品覆盖，并从一日游进入两日及以上周边休度假市场，提升综合消费水平。

表 1：公司主要业务产品

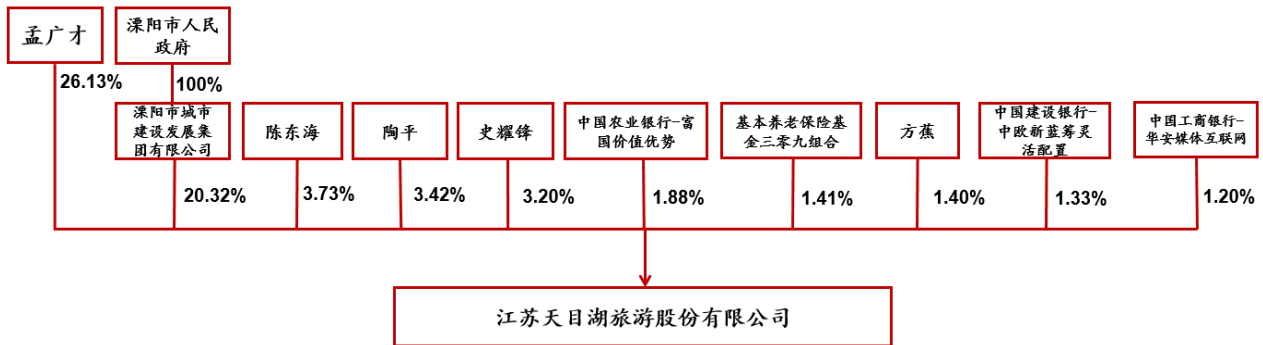
业务	产品	简介
景区	 天目湖山水园	5A 级景区，景区四面群山枕水，坐船游湖，可欣赏两岸风光。景区内拥有湖里山、龙兴岛、中国茶岛等景点，拥有山水文化、鱼文化、茶文化等休闲度假文化，水上摩托艇、高速艇、香蕉船、拖水圈和高空飞降等动感项目。景区日最大承载量 8.2 万人，最大瞬时承载量 5 万人。

业务	产品	简介	
	 南山竹海	以竹文化为主题的国家 5A 级景区，坐拥 3.5 万亩翠竹，集自然资源、生态保护和旅游观光为一体，内设竹文化园、竹雕刻艺术馆、小鸟天堂、熊猫馆等业态，是长三角地区有名的天然氧吧和度假胜地。景区日最大承载量 5.3 万人，最大瞬时承载量 3.5 万人。	
温泉	 御水温泉	5A 级景观型温泉主题景区，竹海森林里的温泉。60 个户外泡池，六大泡池区域各具特色，山顶至高处的 360° 竹尖观景温泉，可供游客修身养息和度假休闲。日最大承载量 1.5 万人，最大瞬时承载量 6 千人。	
水世界	 天目湖水世界	毗邻自然山水类景区的水上乐园，每年暑期开放，配有数十种进口设备，是亚洲领先的生态型水世界，具有水上演艺、餐饮服务及配套。日最高承载量 2 万人，最大瞬时容量 1-1.2 万人。	
酒店	 竹溪谷	中国野奢酒店标杆，一站式管家服务。50 栋单栋式客房错落隐于竹海，环绕山谷而建。每栋客房均自带独立泳池和独立温泉泡池，共 120 间舒适客房。配套高端会所和全竹景餐厅，提供文创阅读、室内泳池、运动健身、专属 SPA 和童趣乐园等服务项目。	
	 度假酒店	五星级现代度假酒店，拥有各类景观客房与套房共计 261 间，配备中西餐厅、各类大小会议室与多功能厅，提供度假休闲、商务洽谈和培训团建场所。	
	 森酒店	3 大主题 5 种房型以“自然”“融合”“亲子”为关键词，点缀星空、绿野、幽竹元素，融入御水品牌概念与高标准，贯彻品牌核心设计审美的同时，呈现丰富充盈的森空野境。	
	 御水温泉客栈	邻近御水温泉度假酒店，拥有 41 间客房，保留传统的古老院落，同时将现代的生活理念注入传统文化中，为经济型特色客栈。	
	 遇·天目湖	轻奢度假型酒店，共 81 间/套客房，原木系和藤编家具，配套现代化品牌设施，主打情侣、亲子出游。	
	 遇·十四澜	高端全湖景酒店，共 14 间客房，山水园景区内唯一临湖亲水，包括湖畔大床和带阁楼家庭房等。	
	 遇·碧波园	以“画中的家”为核心理念的湖畔度假酒店，点缀湖波、绿野、山水元素，融入天目湖“遇”品牌概念与高标准，酒店设有 8 种房型 42 间客房，演绎湖居生活的中式美学。	
	 遇·竹隐居	江南庭院式精品酒店，拥有特色客房 167 间及独立会场，融合传统徽派与现代建筑风格，拥有独立会场，定位中高端客栈。	
		综合特色系列	湖畔露营帐篷基地：位于天目湖山水园湖畔区域，配备单人帐篷、家庭帐篷及夜市、夜赏、夜筵等夜游产品。此外，知味渔府、珍味堂、御膳楼等纯餐饮业态以本土特色，打造与旅游高度融合的美食 IP，如：天目湖湖鲜、溧阳农家菜系列、全竹宴等。
	旅行社	天目湖旅行社	全国百强旅行社，是公司一站式旅游模式强大的纽带，为全域旅游及全产业旅游提供市场化、定制化服务。使上中下游合作紧密相连。
其他	商业规划、产品服务	提供旅游商业业态规划、商业运营管理、文旅商品研发等服务；开发个性化、专属化、小众化的定制产品线路与服务，如：疗休养、研学与实践、亲子体验等。	

资料来源：公司公告、公司官网，西南证券

国资控股有望助推公司未来成长。2023年3月10日，公司发布股权转让公告，控股股东孟广才先生拟向溧阳市城市建设发展集团转让其持有的6.53%公司股份。此次转让为继2021年9月、2022年3月后向溧阳城发进行的第三次股权转让。倘若股权转让成功完成，溧阳城发将合计持有公司约26.9%股份，成为公司第一大股东，溧阳市政府将成为公司实际控制人；孟广才先生持股比例下降至19.6%、为公司第二大股东。溧阳市政府一方面有望在天目湖景区宣传、配套建设等方面提供进一步支持，打造全域旅游标杆形象；另一方面，有望发挥资源协同优势，为公司提供项目、资金支持，助推存量项目扩容及异地复制扩张。

图 2：公司前十大股东持股情况（截至 2023 年 5 月 7 日）



数据来源：iFinD，西南证券整理

公司核心管理团队稳定，并拥有丰富的旅游管理经验。创始股东孟广才先生带领公司始终专注于旅游行业专业化发展道路。公司核心管理团队稳定，曾长期任职于公司，旅游行业经验及公司管理经验丰富，熟悉景区及综合体的规划建设、经营管理，景区、温泉、酒店、旅行社等不同文旅业务。

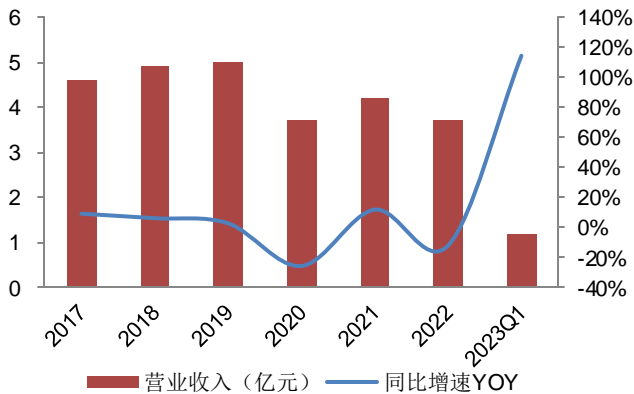
表 2：公司部分董事及高级管理人员履历

姓名	年龄	职务	个人履历
孟广才	58	董事长	曾任天目湖常州疗养院（现水悦山庄）副经理、天目湖公司总经理、天目湖管委会副主任兼天目湖旅游度假区开发实业总公司副总经理；天目湖有限执行董事、总经理；公司总裁；现任公司董事长。
李淑香	43	董事、总裁	曾任天目湖公司质检部副经理；天目湖旅行社经理；公司行政总监；山水园景区总经理；竹海公司总经理；公司总裁助理、副总裁。现任公司董事、总裁。
史耀锋	49	董事、副总裁	曾任天目湖公司副总经理、市场部经理、天目湖旅行社经理；天目湖有限副总经理、市场部经理；现任公司董事、副总裁
陶平	50	董事	曾任天目湖公司副总经理、竹海公司总经理；温泉公司总经理；公司副董事长、副总裁；现任公司董事、项目建设部总监；索道公司监事；竹海公司董事；温泉公司天目湖温泉分公司负责人。
史瑶琴	45	董事、副总裁	曾任天目湖公司景区游乐部负责人；天目湖有限质检培训部负责人；天目湖旅行社经理；公司行政总监助理；天目湖旅行社副总经理、总经理；公司总裁助理。现任公司董事、副总裁、营销中心总经理。

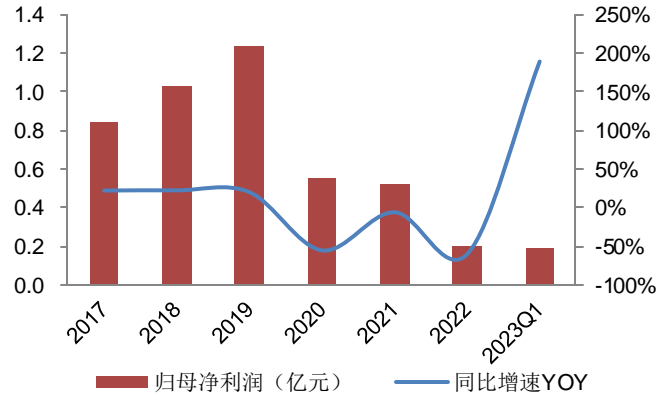
数据来源：公司公告，西南证券

1.2 经营业绩短期波动，盈利质量持续健康

22 年经营业绩同比下滑，23Q1 复苏强劲。2022 年，在长三角区域多地聚集性疫情影响下，公司上半年度经营业绩受到较大影响。随着疫情防控政策持续优化，公司把握阶段性市场复苏机遇，下半年度实现扭亏为盈。全年实现营业收入 3.7 亿元，同比下降 12.0%，实现归母净利润 0.2 亿元，同比下降 60.6%。2023Q1，公司整体复苏趋势强劲，营收与归母净利润均创历史同期新高，实现营业收入 1.2 亿元，同比增长 114.3%，较 2019 年同期增长 35.3%；实现归母净利润 0.2 亿元，同比扭亏为盈，较 2019 年增长 27.6%。

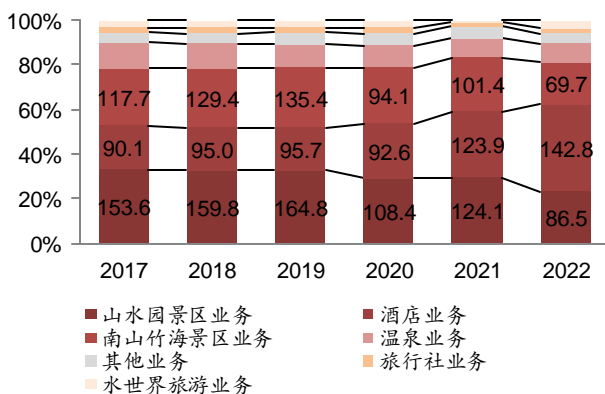
图 3：公司营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

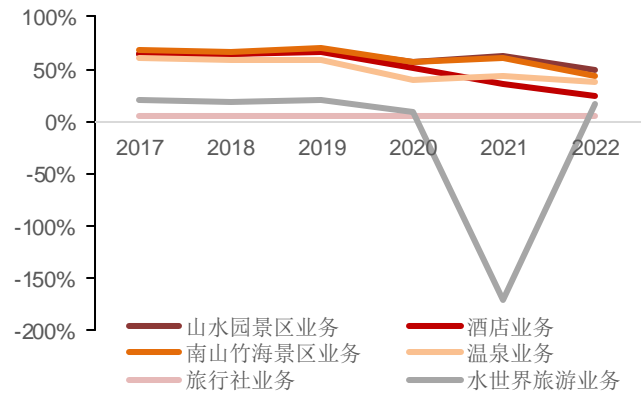
图 4：公司归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

景区及酒店业务为营收双支柱。1) **从营收结构看：**山水园、南山竹海景区及酒店业务为公司营收重要来源。2022 年，在公司景区业务重点客源市场——华东地区长时间疫情影响下，景区经营承压；酒店业务受益于客房扩容呈现明显增长。山水园、南山竹海、酒店业务、温泉业务、旅行社及水世界业务分别实现营业收入 86.5 亿元、69.7 亿元、142.8 亿元、32.0 亿元、7.2 亿元、14.1 亿元，同比变动-30.3%、-31.3%、15.3%、-10.1%、-8.9%、261.5%，占公司营业收入比重约 23.5%、18.9%、38.7%、8.7%、2.0%、3.8%。2) **从毛利率情况看：**山水园及南山竹海景区业务为公司毛利率最高的板块，2021 年水世界业务毛利率为负主要为受疫情影响夏季营业区间明显缩短所致。2022 年，山水园、南山竹海、酒店、温泉、旅行社业务毛利率分别为 48.2%、43.7%、24.8%、37.0%、4.5%，同比下降 14.7pp、16.0pp、10.9pp、6.5pp、0.1pp，水世界业务毛利率为 15.6%，同比增长 186.7pp。其中酒店业务毛利率下滑主要为新项目投运所致。

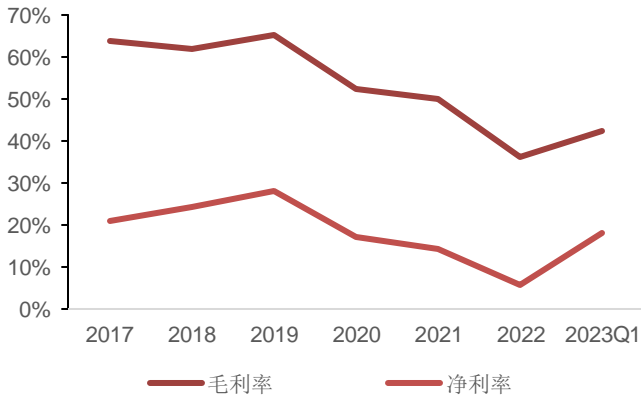
图 5：公司主要业务收入占总收入比重


数据来源：Wind，西南证券整理

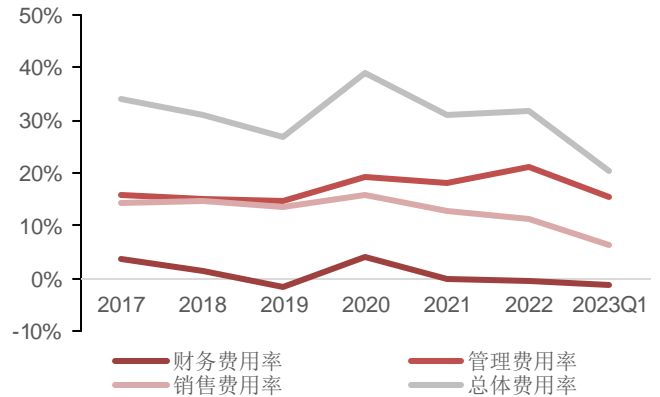
图 6：公司主要业务毛利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

盈利水平回升显著。1) **利润率方面**: 2022 年, 公司毛利率和净利率分别为 36.2%、5.7%, 同比下降 13.8pp、8.8pp。23Q1, 公司毛利及净利均显著回升, 分别达 42.4%、18.1%。2) **费用率方面**: 受疫情影响, 公司费用率出现波动, 财务费用率始终维持在较低水平。2022 年, 公司财务费用率/管理费用率/销售费用率分别为 -0.4%/21.1%/11.2%, 同比 -0.4pp/2.8pp/-1.7pp; 总体费用率同比增长 0.7pp 至 31.9%。23Q1, 公司财务费用率/管理费用率/销售费用率回落至 -1.3%/15.4%/6.3%, 总体费用率降至 20.4%。

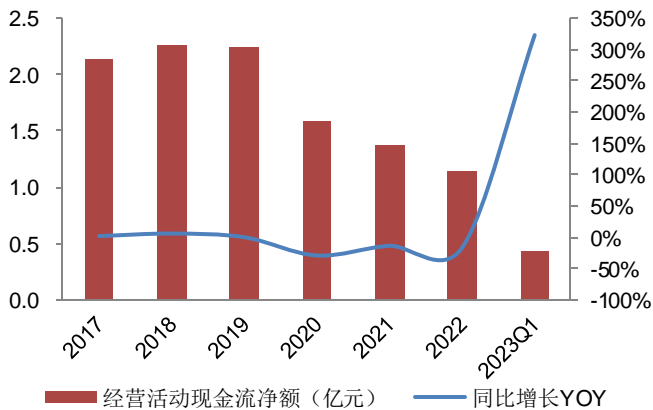
图 7: 公司毛利率和净利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

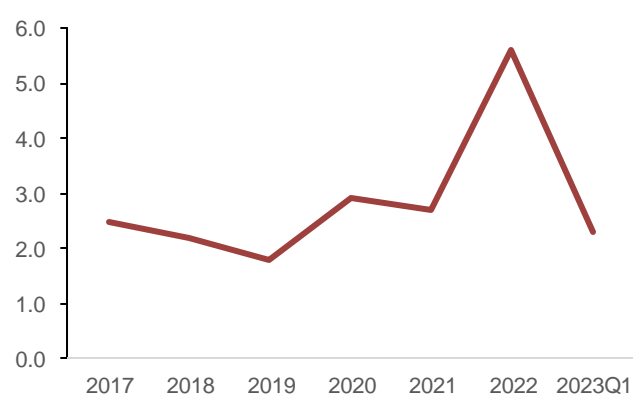
图 8: 公司费用率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

经营活动现金流处于健康状态, 净现比提升显著。1) **经营活动现金流净额**: 2017-2019 年公司经营活动现金流量净额持续增长, 疫情期间出现下滑, 但仍保持净额为正的状态。2022 年, 公司经营活动现金流净额约 1.1 亿元, 同比下降 16.9%, 主要因销售商品提供劳务收到现金减少所致。2) **净现比**: 公司净现比始终保持在 1 以上的水平, 经营收现情况良好, 盈利质量较高, 且在疫情期间呈现出提升态势。2022 年, 公司净现比达 5.6。

图 9: 公司经营活动现金流量净额及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10: 公司净现比


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：

景区业务：公司景区具备区位优势，预计客流有望快速恢复，景区夜游及娱乐消费项目增多将带动景区二消提升。预计 2023-2025 年山水园景区客流量分别达 110 万人次、127 万人次、134 万人次；客单价为 170 元/人、177 元/人、184 元/人；毛利率为 68%、69%、70%。预计南山竹海景区客流分别达 110 万人次、127 万人次、134 万人次；客单价分别达 145 元/人、153 元/人、158 元/人；毛利率为 69%、69%、70%。

酒店业务：公司酒店业务持续扩容，已实现高端野奢、星级酒店、经济型酒店及主题酒店的全覆盖，相比疫情前 461 间客房新增客房超 260 间。客流修复下，新增酒店经营爬坡有望加速，未来南山小寨二期（配备约 500 间客房）投入运营将进一步贡献增量。预计 2023 年，公司旗下酒店平均房价有望超 800 元，平均入住率超 60%；2023-2025 年酒店业务增速分别为 45%、20%、20%；毛利率为 65%、66%、68%。

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
景区业务	收入	156.2	346.5	416.2	458.9
	增速	-30.7%	121.9%	20.1%	10.2%
	毛利率	46.2%	68.5%	69.0%	70.0%
酒店业务	收入	142.8	207.0	248.4	298.1
	增速	15.3%	45.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	24.8%	65.0%	66.0%	68.0%
温泉业务	收入	31.9	57.8	69.8	77.0
	增速	-10.2%	81.0%	20.8%	10.3%
	毛利率	37.0%	58.0%	60.0%	60.0%
水世界业务	收入	14.0	17.2	19.8	21.0
	增速	258.3%	22.6%	15.0%	6.3%
	毛利率	15.6%	16.0%	18.0%	19.0%
旅行社业务	收入	7.2	11.4	12.6	13.2
	增速	-9.1%	58.6%	10.0%	5.0%
	毛利率	4.5%	4.8%	5.0%	5.0%
其他业务	收入	16.4	22.0	25.0	26.0
	增速	-24.9%	33.9%	13.6%	4.0%
	毛利率	70.9%	90.0%	93.0%	93.0%
合计	收入	368.6	662.0	791.9	894.2
	增速	-12.0%	79.6%	19.6%	12.9%
	毛利率	36.2%	64.8%	65.8%	67.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取黄山旅游、中青旅、宋城演艺作为可比公司。三家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 31、22、18 倍。

我们预计 2023-2025 年，天目湖归母净利润分别为人民币 1.8、2.2、2.6 亿元。对应 EPS 分别为 0.94、1.17、1.40 元。公司辐射长三角优质客群，业务具备季节性互补优势，国资控股有望进一步助推公司存量项目扩容及异地复制扩张。给予公司 2023 年 35 倍 PE，对应目标价为 32.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值（截至 2023 年 5 月 7 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600054.SH	黄山旅游	13.44	-0.18	0.41	0.53	0.60		33	25	22
600138.SH	中青旅	13.44	-0.46	0.57	0.86	1.11		24	16	12
300144.SZ	宋城演艺	13.51	0.00	0.37	0.56	0.64	3953	37	25	21
可比公司平均值							3953	31	22	18

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 客流恢复不及预期风险。
- 2) 行业竞争加剧风险。
- 3) 门票价格管控风险。
- 4) 项目建设进度不及预期风险。

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	368.57	662.01	791.89	894.22	净利润	21.16	198.85	247.72	295.06
营业成本	235.00	232.72	270.78	294.85	折旧与摊销	106.52	88.97	91.26	93.90
营业税金及附加	1.13	6.57	6.91	6.55	财务费用	-1.40	1.18	0.20	0.06
销售费用	41.29	72.82	87.11	89.42	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	77.62	89.37	102.95	116.25	经营营运资本变动	-56.10	-2.11	8.70	5.79
财务费用	-1.40	1.18	0.20	0.06	其他	43.69	-6.67	-7.31	-7.27
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	113.87	280.23	340.57	387.54
投资收益	1.50	7.00	7.50	7.50	资本支出	-1.46	-70.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-140.29	-8.86	-19.72	-17.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-141.75	-78.86	-89.72	-87.90
营业利润	27.60	266.34	331.44	394.60	短期借款	0.00	-60.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.16	-1.46	-1.59	-1.79	长期借款	0.00	0.00	20.00	0.00
利润总额	26.44	264.88	329.85	392.80	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	5.27	66.03	82.14	97.75	支付股利	0.00	-4.06	-52.50	-65.48
净利润	21.16	198.85	247.72	295.06	其他	-7.83	-0.37	5.80	1.94
少数股东损益	0.86	23.85	29.43	34.61	筹资活动现金流净额	-7.83	-64.43	-26.70	-63.54
归属母公司股东净利润	20.31	175.00	218.28	260.45	现金流量净额	-35.71	136.93	224.15	236.09
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	366.80	503.73	727.89	963.98	成长能力				
应收和预付款项	16.04	23.56	28.92	34.37	销售收入增长率	-11.96%	79.61%	19.62%	12.92%
存货	5.01	6.87	7.39	7.68	营业利润增长率	-68.23%	864.93%	24.44%	19.06%
其他流动资产	2.79	9.83	10.82	10.76	净利润增长率	-65.09%	839.53%	24.57%	19.11%
长期股权投资	10.02	21.02	42.52	64.02	EBITDA 增长率	-26.99%	168.61%	18.63%	15.52%
投资性房地产	27.23	29.09	29.81	28.71	获利能力				
固定资产和在建工程	930.02	918.79	905.26	889.09	毛利率	36.24%	64.85%	65.81%	67.03%
无形资产和开发支出	105.43	98.09	90.74	83.40	三费率	31.88%	24.68%	24.03%	23.01%
其他非流动资产	111.68	114.29	118.90	123.51	净利率	5.74%	30.04%	31.28%	33.00%
资产总计	1575.03	1725.27	1962.24	2205.52	ROE	1.65%	13.46%	14.81%	15.51%
短期借款	80.00	20.00	20.00	20.00	ROA	1.34%	11.53%	12.62%	13.38%
应付和预收款项	70.18	104.25	119.90	130.66	ROIC	2.38%	22.19%	27.78%	33.99%
长期借款	0.00	0.00	20.00	20.00	EBITDA/销售收入	36.01%	53.85%	53.40%	54.63%
其他负债	139.81	124.02	130.13	133.07	营运能力				
负债合计	289.99	248.27	290.03	303.73	总资产周转率	0.23	0.40	0.43	0.43
股本	186.29	186.29	186.29	186.29	固定资产周转率	0.40	0.74	0.91	1.07
资本公积	543.10	543.10	543.10	543.10	应收账款周转率	44.96	58.61	49.48	44.38
留存收益	450.48	621.41	787.20	982.16	存货周转率	40.90	39.17	37.97	39.14
归属母公司股东权益	1187.70	1355.80	1521.59	1716.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.55%	—	—	—
少数股东权益	97.34	121.20	150.63	185.24	资本结构				
股东权益合计	1285.04	1477.00	1672.22	1901.79	资产负债率	18.41%	14.39%	14.78%	13.77%
负债和股东权益合计	1575.03	1725.27	1962.24	2205.52	带息债务/总负债	27.59%	8.06%	13.79%	13.17%
					流动比率	2.03	3.74	4.87	6.06
					速动比率	2.01	3.69	4.82	6.01
					股利支付率	0.00%	2.32%	24.05%	25.14%
					每股指标				
					每股收益	0.11	0.94	1.17	1.40
					每股净资产	6.38	7.28	8.17	9.21
					每股经营现金	0.61	1.50	1.83	2.08
					每股股利	0.00	0.02	0.28	0.35
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	132.72	356.49	422.91	488.56					
PE	263.75	30.61	24.54	20.56					
PB	4.51	3.95	3.52	3.12					
PS	14.53	8.09	6.76	5.99					
EV/EBITDA	36.85	13.14	10.57	8.66					
股息率	0.00%	0.08%	0.98%	1.22%					

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	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@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	cyrty@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