

## 文化演艺龙头企业，23Q1 业绩改善明显

### 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 4.6 亿元, 同比下降 61.4%, 实现归母净利润 0.1 亿元, 同比下降 96.9%。2023Q1, 实现营业收入 2.3 亿元, 同比增长 174.8%; 实现归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 256.29%。
- **受长时间闭园影响, 经营业绩承压。** 2022 年, 在疫情持续反复下, 室内演艺经营受限, 公司旗下景区多数时间处于闭园状态。在此期间, 公司一方面积极把握各景区复园窗口期开展业务, 另一方面立足长远, 对演艺内容、硬件配套、游历路线进行迭代升级, 提升接待能力、延长游玩时间。2022 年, 公司现场演艺业务实现营收 4.0 亿元, 同比下降 60.4%, 占营收比例约 87.0%, 毛利率为 43.9%, 同比增长 0.7pp; 其中, 杭州宋城旅游区、三亚千古情、丽江千古情景区贡献主要营收, 分别实现营收 2.1 亿元、0.5 亿元、0.9 亿元, 同比下降 57.1%、63.1%、26.7%, 毛利率分别为 31.9%、69.3%、61.6%, 同比-11.57pp、1.81pp、3.97pp。旅游服务业务实现营收 0.6 亿元, 同比下降 66.7%, 占营收比例约 13%, 毛利率为 94.0%, 同比下滑 2.4pp。
- **23Q1 同比实现高增, 经营业绩有望逐步改善。** 23Q1, 公司演艺主业实现营收 2.3 亿元, 同比增长 174.8%; 实现归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 256.3%。其中, 三亚、丽江、桂林千古情景区于春节期间率先开业运营, 杭州、西安、张家界、九寨沟于 3 月相继复园, 上海、佛山项目或将分别于暑期及年内开放。预计伴随出游旺季来临, 叠加杭州亚运会溢出效应, 公司经营业绩有望逐步突破。4 月 1 日至 4 月 26 日, 公司各景区门票收入已恢复至 2019 年的 80% 以上, 五一预订场次也远超 2019 年同期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.7、14.5、18.0 亿元, 对应 EPS 分别为 0.41、0.55、0.69 元。我们给予公司 2023 年 40 倍 PE, 对应目标价为 16.40 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 客流恢复或不及预期、景区经营爬坡或不及预期、新项目进展或不及预期、行业竞争加剧风险、安全事故风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	457.81	2158.94	2723.74	3247.99
增长率	-61.36%	371.57%	26.16%	19.25%
归属母公司净利润(百万元)	9.66	1069.69	1448.72	1800.96
增长率	-96.94%	10975.70%	35.43%	24.31%
每股收益 EPS(元)	0.00	0.41	0.55	0.69
净资产收益率 ROE	-0.22%	12.12%	14.26%	15.33%
PE	3950	36	26	21
PB	5.05	4.38	3.82	3.30

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)	26.15
流通 A 股(亿股)	22.88
52 周内股价区间(元)	10.85-16.86
总市值(亿元)	353.25
总资产(亿元)	97.14
每股净资产(元)	2.92

### 相关研究

## 目 录

<b>1 文化演艺龙头企业，增长潜力亟待释放</b> .....	<b>1</b>
1.1 深耕文化演艺二十余载，异地复制打开成长空间 .....	1
1.2 旗下景区陆续恢复经营，业务复苏弹性充足 .....	4
<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 .....	6
<b>3 风险提示</b> .....	<b>7</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	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 (单位: 亿元; %) .....	4
图 6: 公司主要业务毛利率情况.....	4
图 7: 公司现场演艺业务分景区营收结构.....	5
图 8: 公司现场演艺业务分景区营收情况 (单位: 百万元) .....	5
图 9: 公司毛利率和净利率.....	5
图 10: 公司费用率情况.....	5

## 表 目 录

表 1: 公司存量项目与储备项目一览.....	2
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) .....	6
附表: 财务预测与估值.....	8

# 1 文化演艺龙头企业，增长潜力亟待释放

## 1.1 深耕文化演艺二十余载，异地复制打开成长空间

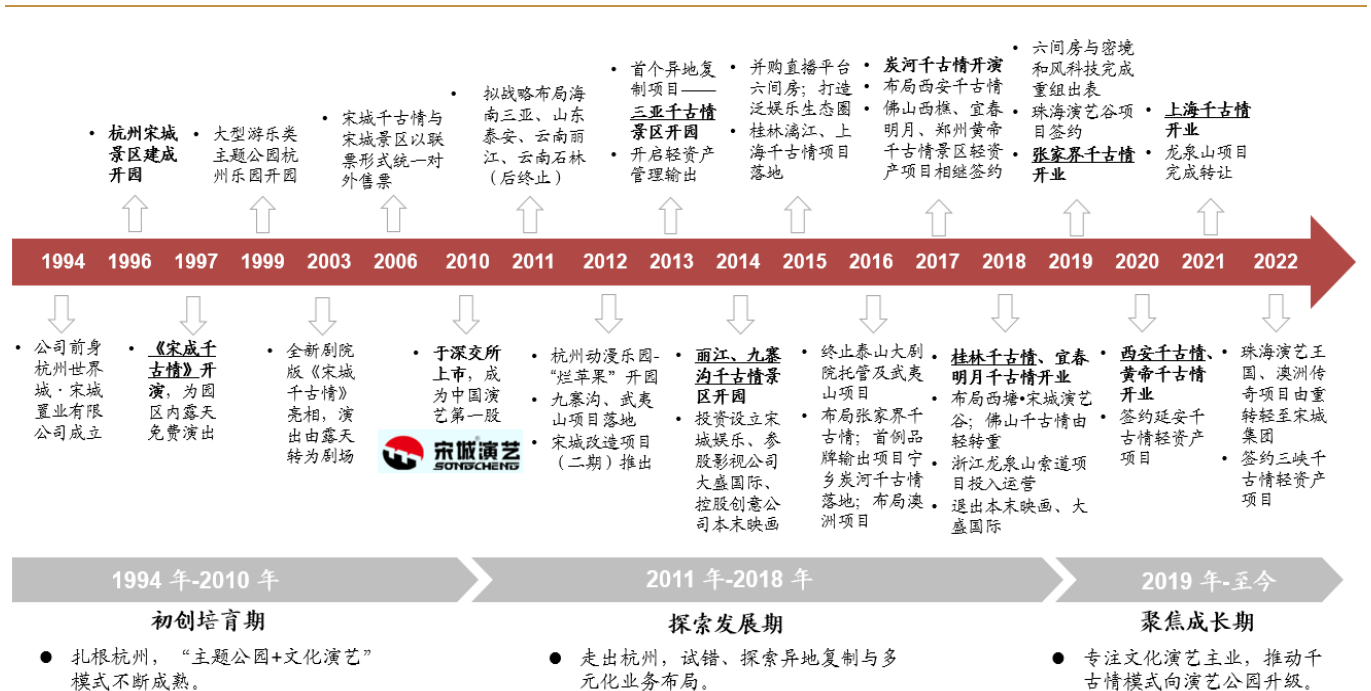
中国演艺行业龙头企业，异地扩张稳步推进。宋城演艺发展股份有限公司前身成立于1994年，2011年登陆上交所，成为中国演艺第一股。公司以创意为起点、演艺为核心、主题公园为载体，凭借“主题公园+文化演艺”的独创经营模式，打造了“宋城”、“千古情”两大核心品牌，并以异地复制+品牌输出模式不断成长为文化演艺行业龙头企业。回顾公司发展历程，可大致分为以下三个阶段：

**第一阶段（1994-2010年）：初创培育期。**公司扎根杭州，推进千古情表演形式从免费露天演艺向景区联票的剧院演艺不断演进，并在此基础上不断打磨千古情演出内容，使千古情演出由景区附属成长为景区核心。“主题公园+文化演艺”模式逐渐走向成熟。

**第二阶段（2011-2018年）：探索发展期。**公司走出杭州，探索异地复制与多元化布局道路。该阶段公司在夯实杭州大本营的同时，着力推进“主题公园+文化演艺”模式的异地扩张，以重资产模式成功孵化三亚、丽江、九寨、桂林千古情项目，并采用轻资产品牌输出方式推动宁乡炭河、宜春明月千古情等项目落地。同时，公司尝试布局泛娱乐生态圈，收购直播平台六间房、投资文娱传媒企业。

**第三阶段（2019年-至今）：聚焦成长期。**在吸取前次扩张经验的基础上，公司开始调整战略布局，专注线下文化演艺主业，剥离互联网演艺、景区索道经营等项目。采用轻重资产并举的扩张战略，并进一步推动千古情模式向演艺公园模式升级。

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

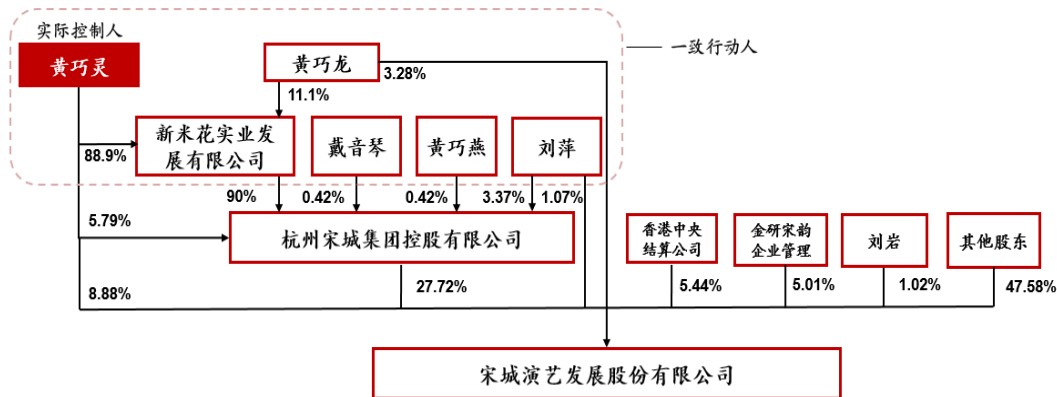
公司拥有已建成的重资产项目 8 个，轻资产项目 3 个，在手项目储备充足。当前，公司业务可分为现场演艺和旅游服务两大板块。现场演艺业务即为公司依托“宋城”、“千古情”品牌开发的“主题公园+文化演艺”服务产品，属公司重资产业务。已建成开业项目包括杭州宋城、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界、西安及上海千古情景区。旅游服务业务包括轻资产输出和网络票务销售。轻资产输出即为公司向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等服务，收取一揽子服务费用及受托经营管理费，已开业运营项目包括炭河古城、宜春明月千古情景区、郑州黄帝千古情景区。网络票务销售业务主要为对公司运营项目的门票、演出票的线上直销、分销及联票、套票销售。当前，公司储备项目充足，重资产项目佛山千古情，预计 2023 年年内开业；轻资产项目三峡千古情预计 2024 年开业。

**表 1：公司存量项目与储备项目一览**

项目类型	名称	项目类型	首次开业时间/项目进度	营业状态	官方票价参考
存量项目	宋城千古情	重资产 (持股 100%)	1997.3	开业	300 元/人
	三亚千古情	重资产 (持股 100%)	2013.9	开业	280 元/人
	丽江千古情	重资产 (持股 100%)	2014.3	开业	280 元/人
	九寨千古情	重资产 (持股 100%)	2014.5	开业	260 元/人
	桂林千古情	重资产 (持股 70%)	2018.8	开业	280 元/人
	张家界千古情	重资产 (持股 100%)	2019.6	开业	278 元/人
	西安千古情	重资产 (持股 80%)	2020.6	开业	278 元/人
	上海千古情	重资产 (持股 88%)	2021.4	预计 2023 暑期复园	399 元/人
	长沙炭河千古情	轻资产	2017.7	开业	160 元/人
	宜春明月千古情		2018.12	开业	140 元/人
	郑州黄帝千古情		2020.9	开业	168 元/人
	储备项目	澳洲传奇王国项目	由重转轻	在建	-
佛山千古情		由轻转重 (持股 100%)	在建	预计 2023 年内开业	-
珠海演艺谷		由重转轻	在建	-	-
西塘演艺谷		重资产	在建	-	-
延安千古情		轻资产	2022 年签约	-	-
三峡千古情		轻资产	2022 年签约	预计 2024.5 开业	-

数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

公司股权结构稳定，黄巧灵先生为实际控制人。2022 年 12 月 5 日，金研宋韵与宋城集团、黄巧灵先生及其一致行动人刘萍女士签署股权转让协议，合计受让宋城集团、黄巧灵、刘萍持有的 5.01% 公司流通股股权。转让完成后，宋城集团持股比例为 27.7%，仍为公司第一大股东，创始人黄巧灵先生为公司实际控制人。黄巧灵先生及其一致行动人直接持有宋城演艺 13.23% 股份，通过杭州宋城集团间接持有 27.72% 股份，合计持股比例达 40.95%。

**图 2：公司股权结构**


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司管理层经验丰富，黄巧灵先生为主创核心。黄巧灵先生作为宋城集团创始人和千古情系列演艺作品主创，已陪伴公司二十余载，对旅游文化演艺事业具有深刻的理解与深厚的行业经验。2021 年，黄巧灵先生辞去董事长职务，维持其他职务不变，仍担任千古情系列及公司演艺作品的总导演、总策划及战略负责人，更利于其专注艺术创作与战略方向把控，助力公司演艺主业长远发展。董事长职务由公司原总裁张娴女士继任，同时，公司其余董事及高管成员均长期任职于公司，业务经验与管理经验充足。

**表 2：公司部分董事及高级管理人员履历**

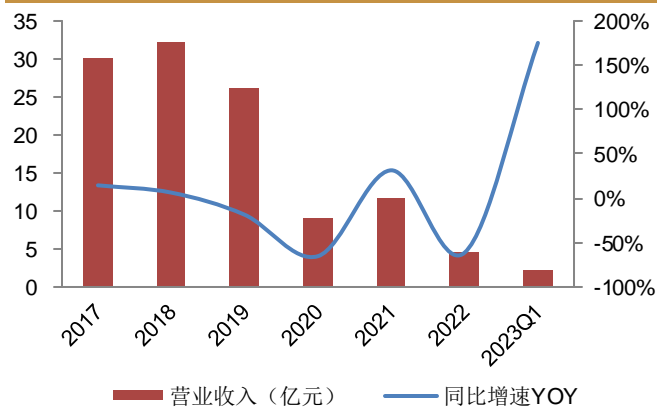
姓名	出生年份	职务	个人履历
黄巧灵	1958	董事	高级经济师，1975 年-1980 年于部队服役，1994 年-1999 年任宋城置业董事长、总裁。自 2000 年 12 月起担任本公司董事。1999 年-2000 年任本公司董事长、总裁；2001 年-2013 年任杭州世界休闲博览园有限公司董事长；2009 年至今任宋城集团董事长；2000 年-2021 年 8 月，担任本公司董事长。
黄巧龙	1960	董事	经济师。1980 年-1982 年于部队服役，2003 年-至 2009 年 11 月历任宋城控股副总裁、董事长。自 2000 年 12 月起担任公司董事。
张娴	1974	董事长	硕士研究生学历，全国宣传文化系统文化名家暨“四个一批”人才。曾任中学英语教师、南湖革命纪念馆副馆长，2000 年加盟宋城集团任宋城控股副总经理，2002 年-2003 年 7 月任宋城旅游管理分公司总经理，2003 年-2007 年任宋城控股副总裁，2007 年-2021 年 8 月历任公司副总裁、执行总裁、总裁；自 2021 年 8 月起任公司董事长，2010 年起担任公司董事。
商玲霞	1975	董事、总裁	本科学历。1997 年入职宋城集团；2003 年-2005 年任宋城旅游管理分公司总经理；2005 年-2008 年任杭州世界休闲博览园有限公司总经理；2008 年-2010 年任第一世界大酒店总经理；2010 年-2021 年历任公司副总裁、常务副总裁，2021 年 8 月起担任公司总裁。2013 年起任公司董事。
张建坤	1964	董事、执行总裁	1994 年-1999 年任宋城置业工程部主管；1999 年-2002 年任杭州华美科技教育投资有限公司工程部经理；2002 年-2004 年任宋城控股工程建设部副总经理；2004 年-2005 年任景观房产副总经理；2005 年-2006 年任宋城控股工程部总经理；2006 年-2009 年任景观房产副总裁；2009 年至今历任公司副总裁、常务副总裁、执行总裁，自 2013 年起担任公司董事。

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 旗下景区陆续恢复经营，业务复苏弹性充足

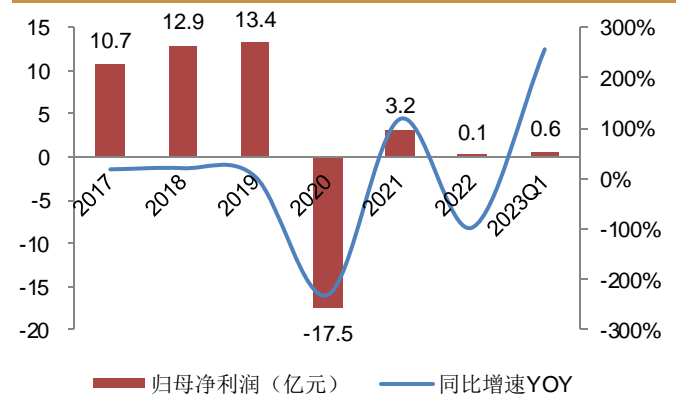
受阶段性闭园影响，公司经营业绩承压。疫情前，公司归母净利润稳步增长。2019 年，六间房与密境和风（花椒直播的运营主体）完成重组，公司持股比例降至 39.53%，实现出表。2020 年，出于对重组后企业花房科技未来经营情况的谨慎性评估，公司计提花房科技长期股权投资减值损失约 18.6 亿元，使得该年度归母净利润大幅减少，短期减值风险集中释放。2022 年，在疫情持续反复下，公司旗下景区多数时间处于闭园状态，经营业绩承压，实现营业收入 4.6 亿元，同比下降 61.4%，归母净利润 0.1 亿元，同比下降 96.94%。23Q1，公司旗下景区陆续恢复运营，实现营收 2.3 亿元，同比增长 174.8%，恢复至 2019 年同期约 27.9%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 256.3%。

图 3：公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

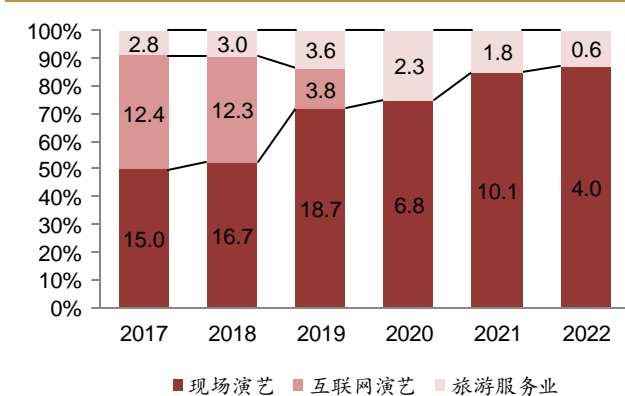
图 4：公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

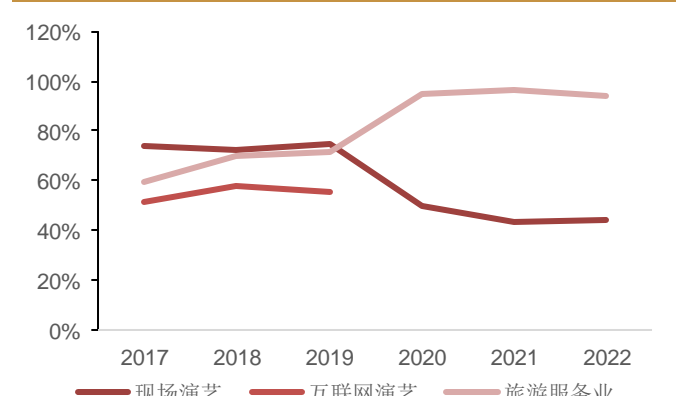
现场演艺业务具备高营收、高毛利优势。1) 从营收结构看：现场演艺业务为公司营收贡献主力。2020 年，互联网演艺业务随着六间房完成出表正式退出公司主营。疫情之下，室内演艺经营受限较大，2022 年，公司现场演艺业务实现营收 4.0 亿元，同比下降 60.4%，占营收比例约 87.0%。旅游服务业务实现营收 0.6 亿元，同比下降 66.7%，占营收比例为 13.0%。2) 从毛利率情况看：疫情前，现场演艺业务为公司毛利率最高的板块，基本保持在 70% 以上的水平。2022 年，公司现场演艺业务毛利率为 43.9%，同比增长 0.7pp；旅游服务业务毛利率为 94.0%，同比下滑 2.4pp。

图 5：公司主要业务收入占总收入比重（单位：亿元；%）



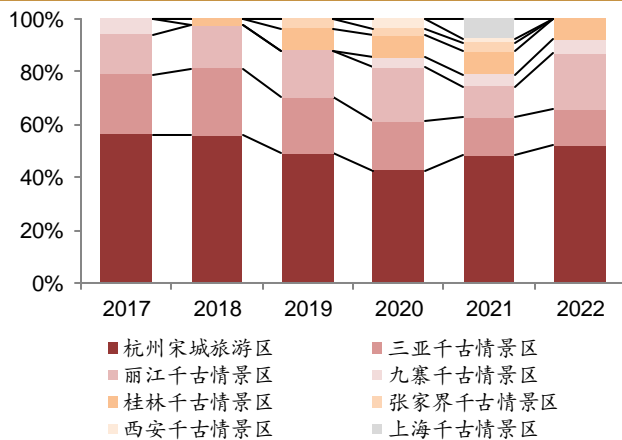
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司主要业务毛利率情况

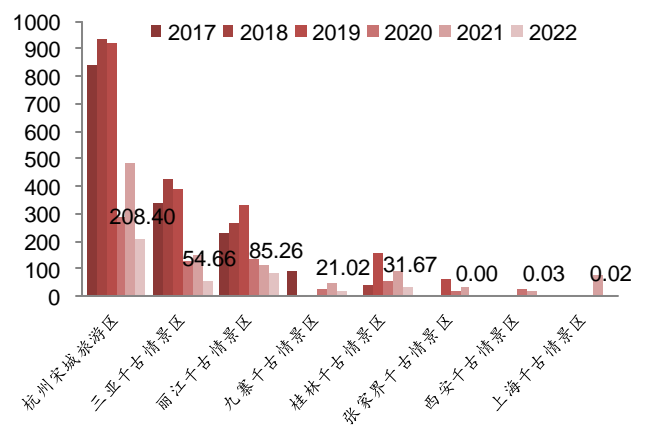


数据来源：Wind，西南证券整理

**杭州大本营支撑营收基本面。**从公司现场演艺业务分景区营收结构看，杭州宋城旅游区支撑近五成营收贡献，三亚、丽江千古情稳健爬坡，九寨千古情景区受 2017 年地震影响于 2018-2019 年闭园重整。疫情期间，公司一方面积极把握各景区复园窗口期开展业务，另一方面立足长远，对演艺内容、硬件配套及路线动向进行迭代升级。2022 年，杭州宋城旅游区以及三亚、丽江、九寨、桂林千古情景区分别实现营收 2.1 亿元、0.5 亿元、0.9 亿元、0.2 亿元、0.3 亿元，占演艺业务比重达 52.0%、13.6%、21.3%、5.2%、7.9%。2023 年，公司三亚、丽江、桂林项目已于率先于春节期间开业运营，杭州、西安、张家界项目 3 月 4 日开园，九寨千古情 3 月 23 日开园，预计上海千古情项目将于暑期开放，实现公司千古情景区全面复园。

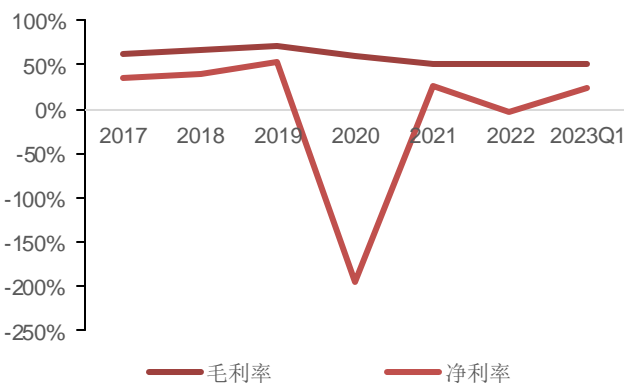
**图 7：公司现场演艺业务分景区营收结构**


数据来源：Wind，西南证券整理

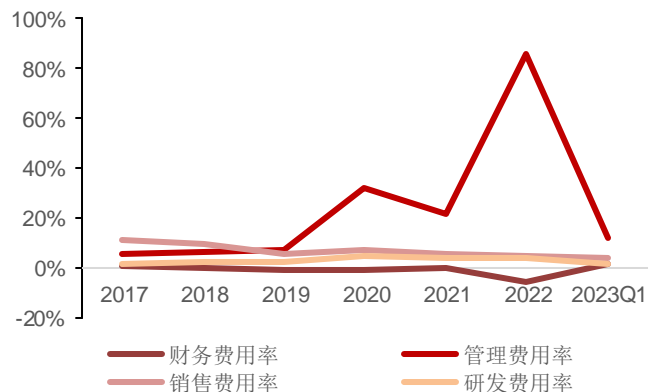
**图 8：公司现场演艺业务分景区营收情况（单位：百万元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

**盈利水平优秀，口径调整后管理费用率增长。**1) **利润率方面：**2017-2019 年，公司毛利率及净利率水平持续提升，2019 年分别达 71.4%、52.3%，盈利水平优秀。2020 年净利率为负主要因计提长投减值所致。2022 年，公司毛利率为 50.1%，同比下降 0.9pp；净利率为 -3.8%，同比下降 28.7pp。23Q1，公司毛利率和净利率分别提升至 51%、24.9%。2) **费用率方面：**公司总体费用控制情况良好。疫情期间，管理费用率增长显著主要因公司将各景区闭园期间的营业成本调整至管理费用所致。2022 年，公司财务费用率/管理费用率/销售费用率/研发费用率分别为 -5.9%/85.6%/4.9%/4.1%，同比 -5.8pp/64.0pp/-0.7pp/0.6pp。

**图 9：公司毛利率和净利率**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 10：公司费用率情况**


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：

现场演艺业务：当前公司旗下 7 大千古情景区均处于营业状态，伴随疫后客流修复及上海、佛山千古情景区陆续开园，预计 2023-2025 年公司现场演艺业务营收同比增长 383.4%、26.6%、18.9%；毛利率为 67.8%、72.8%、74.9%。

旅游服务业务：公司轻资产项目炭河、明月、黄帝千古情已实现营业，伴随延安、三峡千古情项目持续推进，预计公司设计策划营收有望保持增长；网络票务销售持续恢复。预计 2023-2025 年旅游服务业务增速 287.7%、22.3%、22.7%；毛利率为 88.7%、89.1%、89.3%。

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
现场演艺业务	收入	401.1	1938.9	2454.7	2918.0
	增速	-60.3%	383.4%	26.6%	18.9%
	毛利率	43.9%	67.8%	72.8%	74.9%
旅游服务业务	收入	56.8	220.0	269.0	330.0
	增速	-67.6%	287.7%	22.3%	22.7%
	毛利率	94.0%	88.7%	89.1%	89.3%
合计	收入	457.8	2158.9	2723.7	3248.0
	增速	-61.4%	371.6%	26.2%	19.2%
	毛利率	50.1%	69.9%	74.4%	76.3%

数据来源：Wind，西南证券

### 2.2 相对估值

我们选取覆盖景区经营或景区演艺的上市公司黄山旅游、天目湖、丽江股份作为可比公司。三家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 29、24、21 倍。

预计 2023-2025 年，宋城演艺归母净利润分别为人民币 10.7、14.5、18.0 亿元。对应 EPS 分别为 0.41、0.55、0.69 元。公司作为国内旅游演艺龙头企业，疫情期间潜修内功，持续推动剧院扩容、剧目升级。短期内，疫后景区客流修复有望带动公司经营回暖，中长期看，伴随公司异地复制项目爬坡及轻重资产项目陆续落地开园，公司成长空间广阔。给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价为 16.40 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
603136.SH	天目湖	26.56	0.11	0.99	1.22	1.46	249	27	22	18

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002033.SZ	丽江股份	10.35	0.01	0.36	0.43	0.48	1804	28	24	22
可比公司平均值							1027	29	24	21

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) 景区经营爬坡不及预期风险。
- 3) 新项目进展不及预期风险。
- 4) 行业竞争加剧风险。
- 5) 安全事故风险。

**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	457.81	2158.94	2723.74	3247.99	净利润	-17.32	1091.52	1470.78	1828.38
营业成本	228.28	649.49	697.45	768.94	折旧与摊销	358.67	370.35	386.23	400.28
营业税金及附加	27.51	32.38	35.41	38.98	财务费用	-27.20	6.65	1.08	-6.63
销售费用	22.31	118.74	136.19	162.40	资产减值损失	0.00	-5.00	2.00	2.00
管理费用	489.44	183.51	204.28	194.88	经营营运资本变动	-1.91	-138.01	191.55	41.28
财务费用	-27.20	6.65	1.08	-6.63	其他	19.71	-81.41	-98.46	-103.86
资产减值损失	0.00	-5.00	2.00	2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>331.95</b>	<b>1244.09</b>	<b>1953.19</b>	<b>2161.45</b>
投资收益	187.39	90.00	100.00	100.00	资本支出	399.62	-205.00	-205.00	-205.00
公允价值变动损益	-2.49	0.50	-3.00	2.00	其他	-90.44	78.02	96.17	6.71
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>309.18</b>	<b>-126.98</b>	<b>-108.83</b>	<b>-198.29</b>
<b>营业利润</b>	<b>-7.79</b>	<b>1258.67</b>	<b>1746.33</b>	<b>2191.42</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.05	-18.31	-16.00	-14.78	长期借款	-270.00	0.00	50.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-13.84</b>	<b>1240.36</b>	<b>1730.33</b>	<b>2176.65</b>	股权融资	-33.23	0.00	0.00	0.00
所得税	3.48	148.84	259.55	348.26	支付股利	-130.73	-1.45	-160.45	-217.31
净利润	-17.32	1091.52	1470.78	1828.38	其他	238.35	-70.35	48.92	-93.37
少数股东损益	-26.98	21.83	22.06	27.43	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-195.61</b>	<b>-71.80</b>	<b>-61.54</b>	<b>-310.68</b>
归属母公司股东净利润	9.66	1069.69	1448.72	1800.96	<b>现金流量净额</b>	<b>461.65</b>	<b>1045.31</b>	<b>1782.83</b>	<b>1652.49</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	2327.42	3372.73	5155.56	6808.04	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	17.14	100.05	104.21	106.30	销售收入增长率	-61.36%	371.57%	26.16%	19.25%
存货	11.04	12.99	10.46	7.69	营业利润增长率	-102.09%	16248.73%	38.74%	25.49%
其他流动资产	257.01	424.18	386.80	476.27	净利润增长率	-105.72%	6401.03%	34.75%	24.31%
长期股权投资	1757.22	1797.22	1837.22	1877.22	EBITDA 增长率	-55.27%	405.34%	30.44%	21.16%
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	2844.18	2743.36	2628.98	2502.88	毛利率	50.14%	69.92%	74.39%	76.33%
无形资产和开发支出	1007.54	1005.66	1001.66	995.53	三费率	84.53%	14.31%	12.54%	10.80%
其他非流动资产	1198.78	1148.13	1097.28	1046.23	净利率	-3.78%	50.56%	54.00%	56.29%
<b>资产总计</b>	<b>9420.33</b>	<b>10604.31</b>	<b>12222.17</b>	<b>13820.15</b>	ROE	-0.22%	12.12%	14.26%	15.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-0.18%	10.29%	12.03%	13.23%
应付和预收款项	376.11	589.26	789.01	848.27	ROIC	-1.17%	32.81%	44.78%	59.59%
长期借款	0.00	0.00	50.00	50.00	EBITDA/销售收入	70.70%	75.76%	78.34%	79.59%
其他负债	1211.55	1009.48	1067.26	994.91	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1587.67</b>	<b>1598.74</b>	<b>1906.27</b>	<b>1893.18</b>	总资产周转率	0.05	0.22	0.24	0.25
股本	2614.69	2614.69	2614.69	2614.69	固定资产周转率	0.18	0.88	1.12	1.38
资本公积	1216.81	1216.81	1216.81	1216.81	应收账款周转率	256.91	456.72	342.08	369.83
留存收益	3800.51	4868.75	6157.01	7740.66	存货周转率	19.37	54.05	59.48	84.73
归属母公司股东权益	7549.18	8700.25	9988.52	11572.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.61%	—	—	—
少数股东权益	283.49	305.32	327.38	354.81	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7832.66</b>	<b>9005.57</b>	<b>10315.90</b>	<b>11926.97</b>	资产负债率	16.85%	15.08%	15.60%	13.70%
负债和股东权益合计	9420.33	10604.31	12222.17	13820.15	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	2.62%	2.64%
					流动比率	3.07	4.54	5.55	7.35
					速动比率	3.06	4.52	5.54	7.34
					股利支付率	1353.65%	0.14%	11.08%	12.07%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.00	0.41	0.55	0.69
					每股净资产	2.89	3.33	3.82	4.43
					每股经营现金	0.13	0.48	0.75	0.83
					每股股利	0.05	0.00	0.06	0.08
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	323.68	1635.67	2133.64	2585.08					
PE	3949.95	35.66	26.33	21.18					
PB	5.05	4.38	3.82	3.30					
PS	83.33	17.67	14.01	11.75					
EV/EBITDA	109.12	20.88	15.19	11.84					
股息率	0.34%	0.00%	0.42%	0.57%					

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