

## 市场开拓见成效, 五要素运营提升核心竞争力

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 全年实现营业收入 9.8 亿元, 同比+1.8%, 实现归属股东净利润 0.8 亿元, 同比-11.4%, 摊薄 EPS 0.21 元。
- **景观设计收入增速快, 研发支出及信用减值拖累净利润。** 公司全年实现营业收入 9.8 亿元, 同比+1.8%, 实现归属股东净利润 0.8 亿元, 同比-11.4%, 归母净利润降低主要系公司业务精细化要求提高, 2022 年加大了研发的力度, 研发支出同比增加 2612.4 万元, 以及信用减值损失同比多提 2619.7 万元所致。分业务来看, 公司建筑施工业务规模增速放缓, 收入 92927.5 万元, 同比降低 0.5%; 景观设计业务收入 4303.8 万元, 同比大幅上升 49.5%; 苗木与建材销售业务收入 297.3 万元, 同比下降 62.1%, 其他业务收入 75.3 万元, 同比下降 30.2%。
- **加大资金回笼力度, 现金流改善。** 2022 年公司实现毛利润 31436.1 万元, 同比上升 13.5%, 毛利率 32.2%, 同比+3.3pp, 净利率 8.1%, 同比-0.8pp。分业务来看, 工程业务毛利率 32.1%, 同比+3.5pp; 景观设计毛利率 34.7%, 同比-5.3pp; 苗木销售毛利率 15.3%, 同比+10.1pp。销售期间费用率 14.1%, 同比+3.0pp, 主要系管理费用同比增加 529.9 万元所致。经营活动产生的现金流量净额 -6473.4 万元, 同比增加 54.6%, 主要系 2022 年在项目回款金额增幅大于供应商付款金额增幅所致。计提资产及信用减值损失 7377.6 亿元, 同比多提 1667.5 万元。收现比、付现比分别 86.3%、69.6%。
- **大力开拓中小城市, 订单创历史新高。** 2022 年, 公司全年中标和新签工程及设计项目合同额近 20 亿元, 创历史新高。公司大力开拓中小城市目标市场, 先后与安徽太湖县人民政府、云南元江县人民政府、湖北咸宁市咸安区人民政府签订战略合作协议。业务由江苏省扩展至安徽、广西、广东、云南、陕西、河南、湖北等省外 10 多个城市。随着公司在当地的品牌影响力逐渐提升, 逐步对周边地区形成辐射效应, 为公司稳定的业绩提升打造良好基础。
- **践行“公园城市”理念, 打造一城一景, 经营模式呈现良性发展趋势。** 公司践行“公园城市”理念, 于 2014 年提出“水、路、绿、景、城”五位一体的城市生态环境整体提升模式, 此模式摒弃了城市建设碎片化的弊端, 可以系统的改善城市生态环境, 提升城市形象, 改变原来千城一面的现象, 挖掘文化, 打造一城一景。此模式在推广过程中受到中小城市的管理者的普遍好评, 并在云南香格里拉、维西县、元江县、安徽泗县、湖北云梦县等地得到成功落地实施。这种经营模式的建立帮助公司提高竞争力、拓展市场范围、提升盈利能力和公司业绩, 公司也因此投入更多的资源来发展设计、加大研发创新以及优化提升施工能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润为 92.2 百万元, 110.1 百万元, 125.8 百万元。同行业可比公司 2023 年平均估值 22 倍, 给予公司 2023 年 24 倍 PE, 对应目标价 20.88 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险、投资不及预期风险、市场开拓不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	976.04	1029.48	1135.07	1251.62
增长率	1.84%	5.48%	10.26%	10.27%
归属母公司净利润(百万元)	75.20	92.17	110.07	125.80
增长率	-11.40%	22.57%	19.42%	14.29%
每股收益EPS(元)	0.71	0.87	1.04	1.19
净资产收益率 ROE	7.08%	7.92%	8.75%	9.15%
PE	23	19	16	14
PB	1.56	1.45	1.34	1.23

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春  
执业证号: S1250517090004  
电话: 021-58351883  
邮箱: yyc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

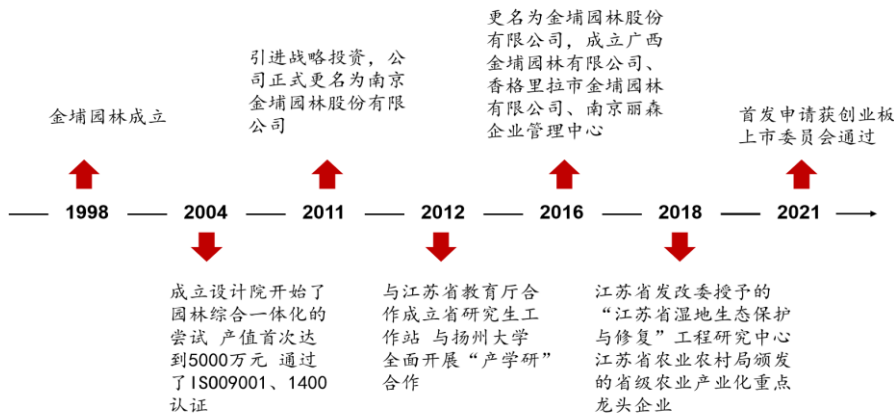
总股本(亿股)	1.06
流通 A 股(亿股)	0.71
52 周内股价区间(元)	15.72-34.15
总市值(亿元)	17.95
总资产(亿元)	24.05
每股净资产(元)	10.04

### 相关研究

## 1 公司概况：新发综合性园林服务商

金埔园林股份有限公司创立于 1998 年 6 月，总部位于江苏省南京市，于 2021 年首发申请获创业板上市。公司目前注册资本 10560 万元人民币，员工 400 余人，是一家以公园城市建设为核心，创建“水、路、绿、景、城”五位一体的运营模式，服务于城乡建设绿色发展、实现碳中和、建设美丽中国，提供研发、设计、施工与运营全产业链服务的上市企业。经过二十余年的探索与发展，公司拥有南京金埔设计集团有限公司、江西金埔、安徽金埔和珠海金埔等独立法人全资子公司，并在泗县、淮安、云南、和钦州等地设立了分公司。

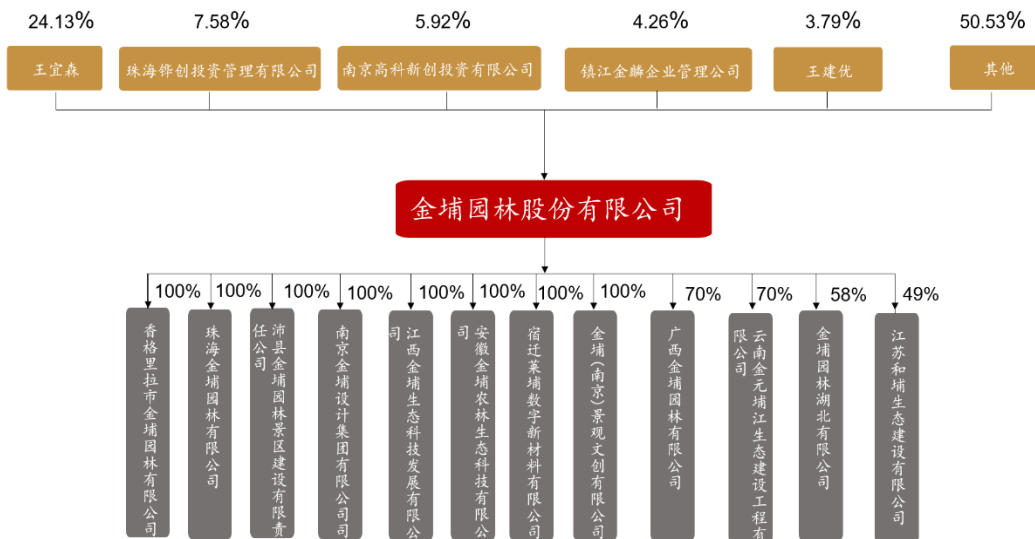
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

**公司股权集中。**公司的股权较为集中，其中王宜森直接持股 24.1%，为公司实际控制人，第二大股东为珠海铎创投资管理有限公司，持股比例 7.6%。上市以来公司大股东持股情况未发生较大变动。

图 2：公司股权架构



数据来源：同花顺，西南证券整理

**人才引进战略优势明显，已形成优秀的园林工程项目人才队伍。**公司从人才引进、培养与激励等方面入手，保障公司拥有比较优秀的园林工程项目人才。截至 2022 年 6 月 30 日，公司本科以上学历占公司员工总人数的 66%，技术人员占比近年来有较大提升。

**技术创新具有优势。**作为江苏省民营科技企业，公司拥有专业研发团队和核心技术，一直以来专注于生态提升与景观建设技术的研发及其实际应用，掌握了相关领域核心技术。截至 2022 年 6 月，公司取得的专利有 65 项，其中报告期内新增授权实用新型专利 9 项。

**凭借高水平的研发、规划设计和施工能力打响品牌战略。**公司规划设计建造了一系列设计优美、品质精良的园林景观项目并多次获奖。报告期内，公司已在园林环境建设行业中建立了良好的口碑，形成了品牌优势。

**形成设计施工一体化经营模式，具备较强的综合竞争力。**公司形成了一套较为成熟完善的业务流程，在满足客户需求和降低成本等方面具备天然优势。

**公司文化建筑领域竞争对手少。**古典园林建设和古建筑修复领域对企业资质、人员及经验均有较高要求，行业准入门槛高，行业竞争对手较少。公司在资质、人员、经验方面均有优势。

## 2 业务分析：工程施工业务为营收增长引擎

**主营业务聚焦建设工程施工、景观设计和苗木销售三大模块。**从营收来看，公司建设工程施工 2022 年创营收 9.3 亿元，占比 95.2%，景观设计实现营收 4304 万元，占比 4.4%。从盈利情况来看，2022 年，建设工程施工毛利为 29629 万元，占比 94.3%，毛利率 31.9%，景观设计毛利 1715 万元，占比 5.5%，毛利率 39.9%，建设工程施工业务为公司营收重要增长引擎。近年来，金埔园林积极探索从传统园林景观服务企业到生态环境提升一体化综合运营商的升级，不断拓展苗木销售、园林绿化等业务，目前已经形成了集园林景观设计、园林绿化工程施工、绿化养护、仿古建筑施工及花卉苗木销售于一体的综合性园林服务。

**立足江苏、拓展全国，已初步形成跨区域经营模式。**公司近年来采取立足江苏、拓展全国的业务发展模式，目前业务已经拓展至西南、华南、西北等区域。公司已形成跨区域经营模式，具备了跨区经营的优势。随着公司跨区域业务拓展的不断推进，将为公司业绩的持续增长奠定良好的基础。

**华东区域：**2022 年实现营收 41059 万元，占比 42.1%。主要受益于安徽泗县的业务，包含泗县城区 11 条道路的绿化提升、泗县清水湾公园、泗县县政府景观绿化等。

**西南区域：**2022 年实现营收 39756 万元，占比 40.7%。2015 年 6 月，金埔园林与香格里拉市人民政府签订了“香格里拉城市生态环境整体提升项目合作框架”协议书，计划用五年的时间，以还原藏文化为原则，打造国际性、高原生态旅游城市，为世人奉献一个属于世界的香格里拉。目前香格里拉一期工程（包括龙潭湖公园、城市道路景点景观绿化提升）已完成建设。

**华南区域：**2022 年实现营收 6407 万元，占比 6.6%。2022 年度公司业务向华中地区拓展。

**图 3：公司业务地域分布**


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司积极深入布局水生态治理、矿山修复以及盐碱地治理项目，涉及生态修复大行业、提升公司的综合实力和品牌效应。为贯彻国务院常务会议提出的部署推进基建补短板的要求，发改委以及各地政府陆续加快了基建领域审批以及投资，环保基建、民生基建，以及特色小镇、文旅配套设施等作为传统基建的新兴细分子行业，代表着基建“补短板”的重要结构性方向。报告期内，公司承接执行了金乡县 2020 年城区部分道路节点提升项目、富山工业园智造小镇生活中心—S1 住宅项目室外配套工程、雄安新区榕悦公园二期工程景观绿化一标段施工等项目，积极响应国家战略，进一步把握市场业务机遇，加速公司业务发展。

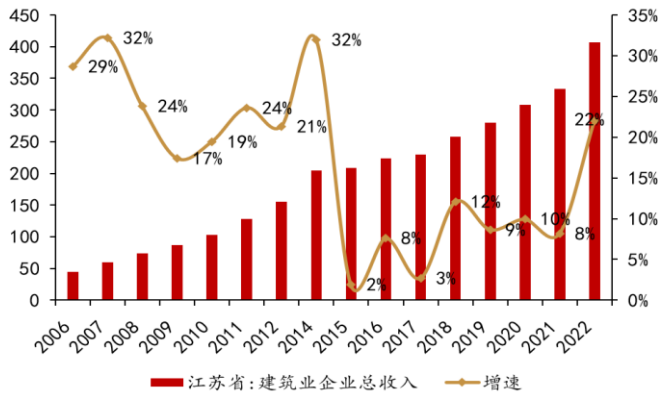
**表 1：2022-2023 年公司中标项目**

日期	项目名称	金额（万元）
2023-01-19	香格里拉市(公园、广场)园林绿化管养市场化项目	390.7
2023-01-03	宿豫区泰山河、牡丹江河北延、贺兰山河、黑龙江河四条河道景观设计项目	152
2022-12-16	宿迁国家高新技术产业开发区江山大道、陆庄路等五条道路景观提升工程设计项目	230
2022-08-02	宿迁生态化工科技产业园景观提升工程(二期)设计、施工总承包(EPC)项目	4563.4
2022-07-23	维西傈僳族自治县城市增绿补绿工程项目总承包(EPC)	9194
2022-07-18	如东县住房和城乡建设局如泰运河郊野公园规划方案设计项目	128
2022-07-06	灵璧县磬云山国家地质公园优质旅游提升 EPC 项目	--
2022-06-29	[沛]沛县园林服务中心 427 省道绿化(2021 年城市重点项目)	38.5
2022-06-24	泗县城区道路及广场公园绿化维护项目第一包	240
2022-06-24	宿豫区中运河风光带(三号桥至五号桥段)景观提升及五台山路道路绿化工程设计	198.8
2022-05-24	富山工业园智造小镇生活中心-S1 住宅项目室外配套工程中标公示	3908.8
2022-04-14	灌云县临港产业区内绿化养护服务项目	791.1
2022-04-12	蒿坪乡村振兴草莓童话小镇项目(EPC)	--

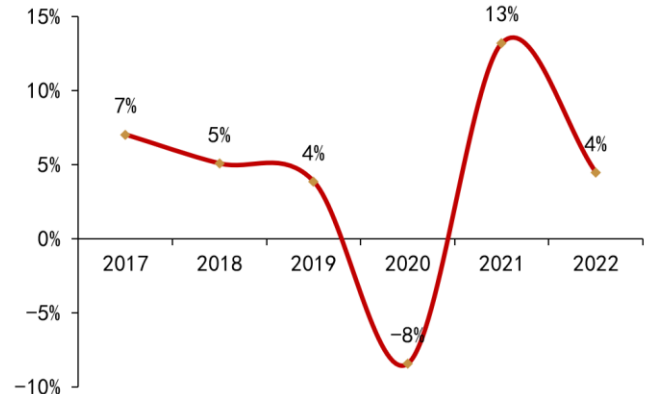
数据来源：公司公告，西南证券整理

总体而言，未来数年江苏建筑工程需求蛋糕有望持续扩容，公司将受益于地域优势。2022 年，江苏建筑业总产值首次超过 4 万亿元，达到 40660 亿元，以绝对优势继续领跑全国。签订合同额 58050 亿元，同比增长 7.5%，其中本年新签合同 34603 亿元，同比增长 16.2%，

房屋施工面积 267407 万平方米，同比增长 4.7%，生产主要指标同步增长，协调性较好。全省建筑业总产值增速较前三季度提高 3.5 个百分点，增速快于全国平均水平 0.3 个百分点。得益于国家“长三角一体化”发展战略布局，长三角三省一市签署了建筑业一体化高质量发展战略协作框架协议，江苏省外埠市场有望进一步拓展。

**图 4：2001-2022 江苏省建筑业总收入（百亿）及增速**


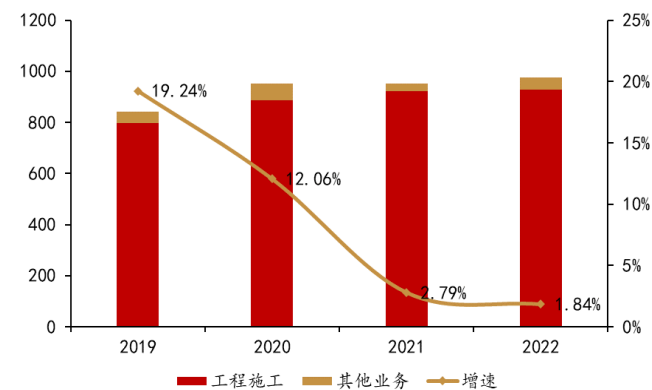
数据来源：同花顺，西南证券整理

**图 5：2017-2022 江苏省固定资产投资完成额（累计同比）**


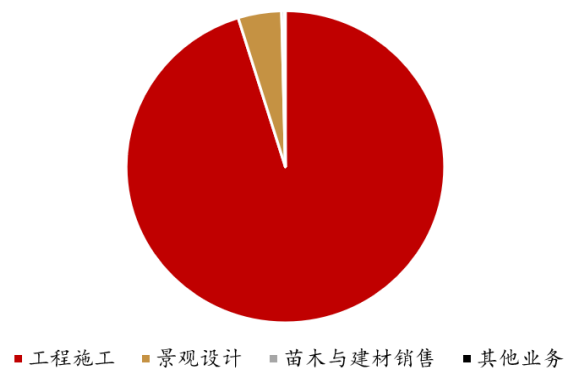
数据来源：wind，西南证券整理

### 3 财务分析：经营行业靠前，期待 23 年业绩提速

23 年以来经济活力提升，项目投资稳步推进，业绩有望提速。2019-2022 各季度营收保持稳定增长，2022 实现营收 9.8 亿元，同比增长 1.8%，增速较 2021 年放缓 1 个百分点。近三年受疫情及地产下行影响，工程项目减少，公司营收增速放缓，进入 2023 年后，经济活力提升，项目投资稳步推进，公司 2022 年年中标和新签工程及设计项目合同额近 20 亿元，创历史新高，23 年业绩有望提速。

**图 6：2019-2022 年公司各业务板块营收（百万）及增速**


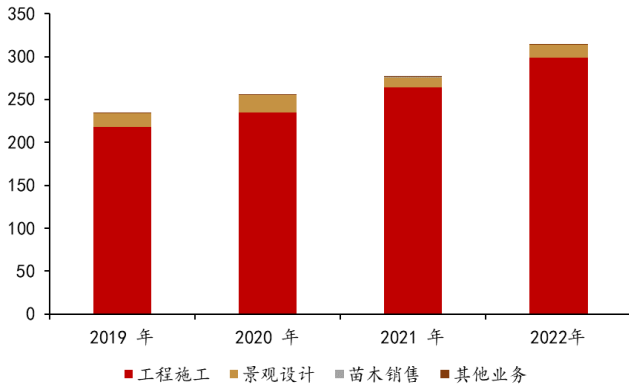
数据来源：公司年报，招股说明书，西南证券整理

**图 7：2022 年公司拆分业务结构**


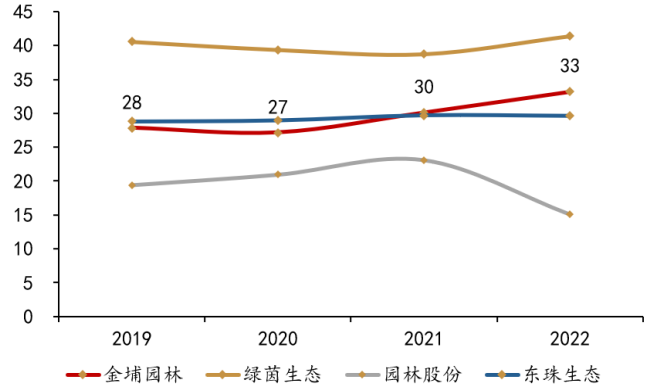
数据来源：同花顺，西南证券整理

工程施工贡献九成毛利，毛利率处于行业靠前位置。公司 2022 年工程施工实现毛利 3.0 亿元，占毛利总值 94.2%，毛利占比维持九成以上。上市以来公司毛利率/净利率中枢保持 33%/10%左右，在行业中处于靠前位置。



**图 8：2019-2022 公司各业务板块毛利（百万）**


数据来源：同花顺，西南证券整理

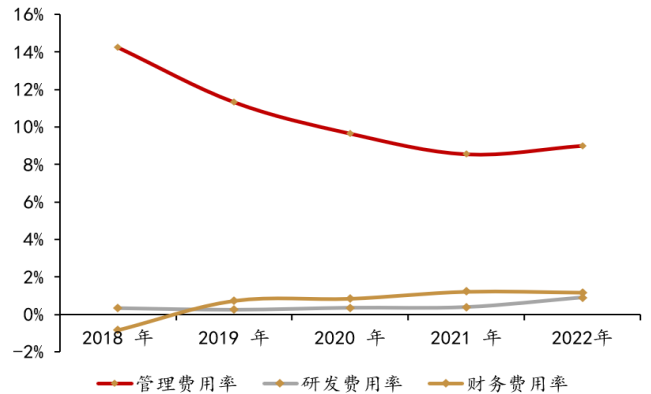
**图 9：2019-2022 公司及可比公司毛利率（%）**


数据来源：同花顺，公司年报，西南证券整理

**费用率控制得当，加大研发投入，提高主业技术含量。**公司近五年期间费用率整体走低，2022 年期间费用率 14.1%，同比+3.0pp，其中管理、财务、研发费用率同比分别+3pp/-0.1pp/+2.7pp。2022 年公司加强研发队伍建设、加强研发投入，研发支出同比增加 2612.4 万元。

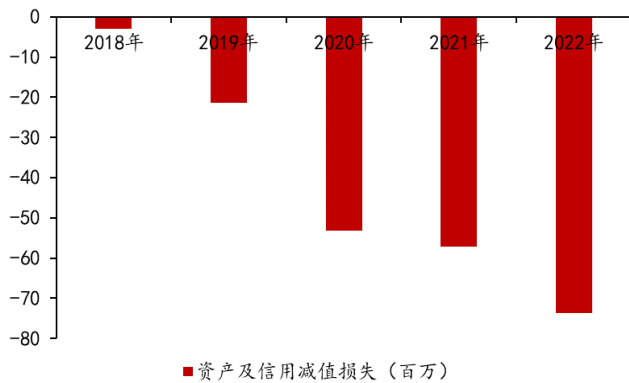
**图 10：2018-2022 公司期间费用（百万元）及期间费用率**


数据来源：同花顺，西南证券整理

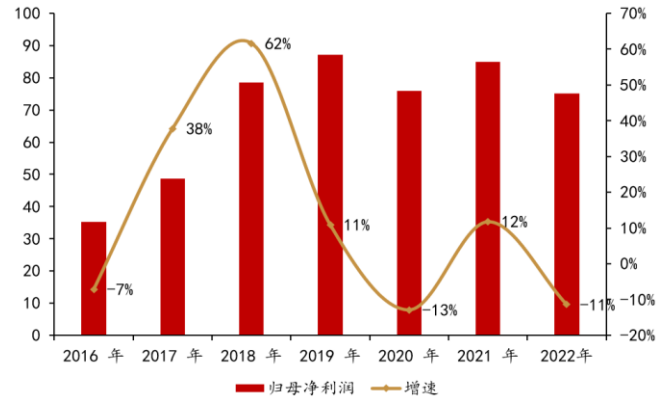
**图 11：2018-2022 公司费用率情况**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**2022 年研发支出及信用减值拖累净利润。**2018 年公司归母净利润同比增长 62%，2020 年同比下降 13.0%，20 年净利润下降较多主要系上一年竣工验收的项目较多，一次性确认了较大金额的应收账款，导致 2020 年信用减值损失计提较多，当期净利润下降。2022 年实现归属股东净利润 0.8 亿元，同比-11.4%，归母净利润降低主要系公司业务精细化要求提高，2022 年加大了研发的力度，研发支出同比增加 2612.4 万元，以及信用减值损失同比多提 2619.7 万元所致。

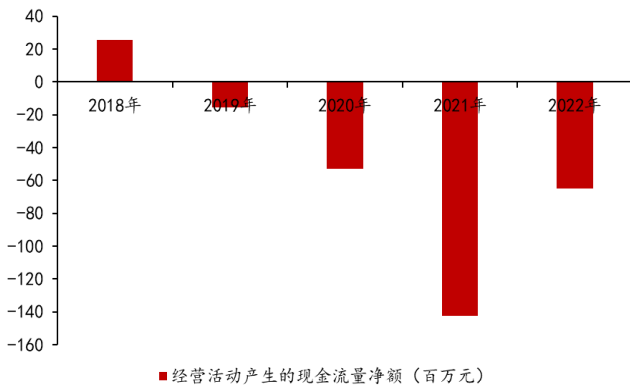
**图 12：2019-2022 公司资产及信用减值损失（百万）**


数据来源：同花顺，公司年报，西南证券整理

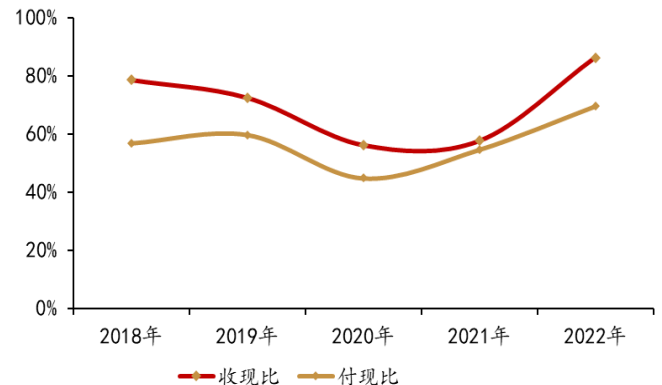
**图 13：2016-2022 归母净利润（百万）及增速**


数据来源：同花顺，西南证券整理

**2022 年加大资金回笼力度，现金流改善。**2021 年公司经营活动产生的现金流量净额 -1.43 亿元，原因是公司主要客户为政府或其所属的基础设施建设主体，受疫情影响，公司启动与甲方结算的时点较晚，导致全年的回款金额下降所致。2022 年公司针对现金流净额偏低情况积极拓展回款方式更优的项目，加强与客户的沟通，客户回款和供应商付款基本同步，现金流净额有大幅回升。2022 年收现比、付现比分别 86.3%、69.6%。

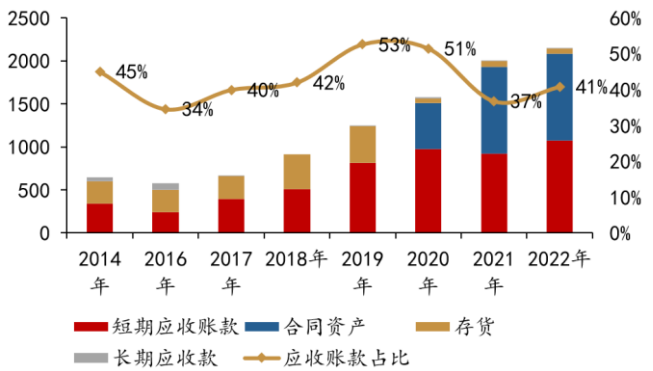
**图 14：2014-2022 公司经营活动现金流净额**


数据来源：同花顺，西南证券整理

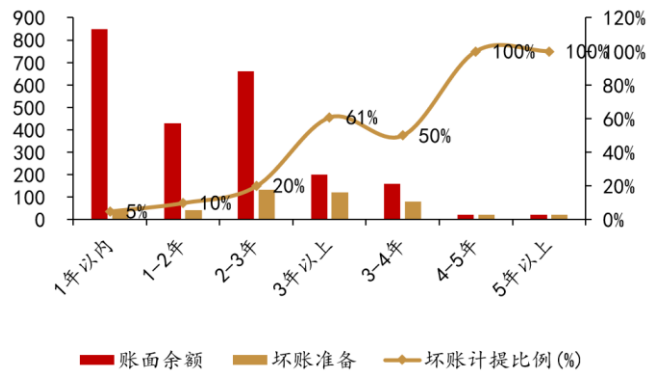
**图 15：2018-2022 收现比及付现比**


数据来源：同花顺，公司年报，西南证券整理

**应收账款计提充分，风险可控。**2022 年公司应收账款余额 10.7 亿元，占总资产比例为 41%，较去年的 37% 略有上升。截止 2022 年末，公司合同资产科目余额为 10.0 亿，占总资产比例为 38.0%，公司应收账款占合同资产比例稳定。从坏账计提来看，3 年以上应收账款坏账计提比例 61%，5 年以上计提 100%，坏账计提较为充分。

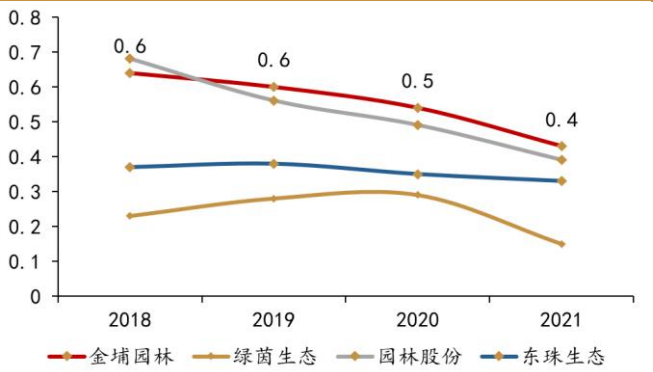
**图 16: 公司应收账款占比较高 (万元)**


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

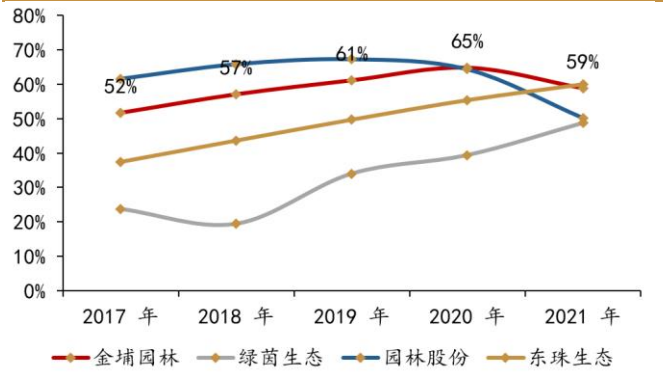
**图 17: 公司应收账款账龄稳定**


数据来源: 同花顺, 西南证券整理

**总资产周转率高于同业, 经营效率高。**从总资产周转率看, 金埔园林 2019-2021 年周转速度均高于可比公司, 2021 年公司总资产周转率为 0.4。公司资产负债率与可比公司相比偏高, 2021 年为 58.8%, 园林股份和东珠生态分别为 50.1%/60.0%。总结而言, 建设工程投资业务周期较长周转较慢, 但是公司资产周转显著快于同业, 经营效率高。

**图 18: 2017-2021 公司及可比公司总资产周转率 (次)**


数据来源: 同花顺, 西南证券整理

**图 19: 2017-2021 公司资产负债比率 (%)**


数据来源: 同花顺, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设:

**假设 1:** 近三年受疫情及地产下行影响, 工程项目减少, 公司工程业务增速放缓, 进入 2023 年后, 经济活力提升, 项目投资稳步推进, 公司 2022 年年中标和新签工程及设计项目合同额近 20 亿元, 创历史新高, 工程业务有望提速, 预计 2023-2025 工程业务增速 5%、10%、10%, 毛利率 26%、26%、27%;

**假设 2:** 公司发展战略为挖掘文化, 打造一城一景, 改变原来千城一面的现象, 公司也因此投入较多的资源来发展设计业务、加大研发创新。预计 2023-2025 景观设计业务增速保持平稳增长, 增速为 15%、15%、15%, 毛利率维持 30%;

**假设 3:** 苗木种植及后续养护提升了公司一体化经营能力、优化成本, 苗木销售是公司三大经营分部之一。预计 2023-2025 苗木销售业务增速保持平稳增长, 增速为 15%、15%、15%, 毛利率为 18%、19%、20%。



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：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
工程业务	收入	929.3	975.73	1073.31	1180.64
	增速	0.59%	5.00%	10.00%	10.00%
	成本	633.0	722.04	794.25	861.87
	毛利率	31.9%	26.0%	26.0%	27.0%
景观设计	收入	43.0	49.5	56.9	65.5
	增速	49.4%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	25.9	34.6	39.8	45.8
	毛利率	39.9%	30.0%	30.0%	30.0%
苗木销售	收入	3.0	3.4	3.9	4.5
	增速	-36.7%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	2.4	2.8	3.2	3.6
	毛利率	18.5%	18.0%	19.0%	20.0%
其他	收入	0.76	0.80	0.90	1.00
	增速	-29.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	0.40	0.60	0.60	0.50
	毛利率	47.4%	30.0%	30.0%	50.0%
合计	收入	976.0	1029.5	1135.1	1251.6
	增速	1.8%	5.5%	10.3%	10.3%
	成本	661.7	760.1	837.9	911.8
	毛利率	32.2%	26.2%	26.2%	27.2%

数据来源：Wind，西南证券

同行业可比公司 2023 年平均估值 22 倍，给予公司 2023 年 24 倍 PE，对应目标价 20.88 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 3：可比公司估值**

代码	证券简称	股价 (2023/4/25)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603359.SH	东珠生态	9.83	0.84	1.17	—	11.65	8.41	—
001267.SZ	汇绿生态	5.64	0.18	0.20	—	32.16	27.68	—
平均值						21.91	18.05	—

数据来源：wind，西南证券整理

## 5 风险提示

宏观经济下行风险、投资不及预期风险、市场开拓不及预期风险。

**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	976.04	1029.48	1135.07	1251.62	净利润	79.17	95.51	114.66	130.81
营业成本	661.68	760.07	837.92	911.80	折旧与摊销	3.75	2.93	3.32	3.77
营业税金及附加	6.12	6.48	6.76	7.73	财务费用	11.06	8.59	11.06	10.58
销售费用	0.00	1.03	1.14	1.25	资产减值损失	1.52	-3.24	-0.86	-2.05
研发管理费用	126.47	133.39	137.34	158.60	经营营运资本变动	-236.44	1133.78	-15.52	-41.82
财务费用	11.06	8.59	11.06	10.58	其他	76.20	-28.38	37.00	34.87
资产减值损失	1.52	-3.24	-0.86	-2.05	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-64.73</b>	<b>1209.19</b>	<b>149.65</b>	<b>136.15</b>
投资收益	-0.72	-0.21	-0.30	-0.41	资本支出	-12.34	-13.00	-11.00	-12.00
公允价值变动损益	0.00	0.04	0.05	0.06	其他	103.07	-30.39	-13.97	-16.49
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>90.73</b>	<b>-43.39</b>	<b>-24.97</b>	<b>-28.49</b>
<b>营业利润</b>	<b>97.04</b>	<b>116.50</b>	<b>139.76</b>	<b>159.26</b>	短期借款	44.39	53.23	40.00	40.00
其他非经营损益	-1.30	-1.00	-1.09	-1.07	长期借款	-4.01	2.00	0.50	0.50
<b>利润总额</b>	<b>95.75</b>	<b>115.50</b>	<b>138.66</b>	<b>158.20</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	16.58	20.00	24.01	27.39	支付股利	-10.56	-7.37	-10.54	-11.99
净利润	79.17	95.51	114.66	130.81	其他	-20.95	-2.71	-11.36	-12.30
少数股东损益	3.97	3.33	4.58	5.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>8.87</b>	<b>45.16</b>	<b>18.61</b>	<b>16.21</b>
归属母公司股东净利润	75.20	92.17	110.07	125.80	<b>现金流量净额</b>	<b>34.86</b>	<b>1210.96</b>	<b>143.29</b>	<b>123.87</b>
资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	245.76	1456.72	1600.01	1723.88	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1120.76	1118.50	1241.03	1376.71	销售收入增长率	1.84%	5.48%	10.26%	10.27%
存货	63.27	72.68	80.13	87.19	营业利润增长率	-11.54%	20.05%	19.96%	13.96%
其他流动资产	1022.10	28.36	26.15	24.93	净利润增长率	-7.13%	20.63%	20.05%	14.09%
长期股权投资	20.62	20.62	20.62	20.62	EBITDA 增长率	-10.44%	14.46%	20.39%	12.64%
投资性房地产	5.09	5.86	5.60	5.69	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	26.49	37.16	45.45	54.29	毛利率	32.21%	26.17%	26.18%	27.15%
无形资产和开发支出	1.80	1.37	0.95	0.52	三费率	14.09%	13.89%	13.17%	13.62%
其他非流动资产	137.63	156.39	172.85	190.46	净利率	8.11%	9.28%	10.10%	10.45%
<b>资产总计</b>	<b>2643.52</b>	<b>2897.65</b>	<b>3192.78</b>	<b>3484.29</b>	ROE	7.08%	7.92%	8.75%	9.15%
短期借款	246.77	300.00	340.00	380.00	ROA	2.99%	3.30%	3.59%	3.75%
应付和预收款项	1155.06	1288.86	1433.30	1558.22	ROIC	9.24%	20.26%	-369.43%	-701.19%
长期借款	6.01	8.01	8.51	9.01	EBITDA/销售收入	11.46%	12.44%	13.58%	13.87%
其他负债	117.70	94.47	100.66	107.91	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1525.53</b>	<b>1691.34</b>	<b>1882.48</b>	<b>2055.15</b>	总资产周转率	0.38	0.37	0.37	0.37
股本	105.60	105.60	105.60	105.60	固定资产周转率	50.67	38.47	34.63	31.41
资本公积	485.12	485.12	485.12	485.12	应收账款周转率	0.79	0.77	0.81	0.80
留存收益	512.45	597.26	696.79	810.61	存货周转率	10.07	11.18	10.97	10.90
归属母公司股东权益	1103.29	1188.28	1287.69	1401.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.34%	—	—	—
少数股东权益	14.69	18.03	22.61	27.62	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1117.98</b>	<b>1206.31</b>	<b>1310.30</b>	<b>1429.15</b>	资产负债率	57.71%	58.37%	58.96%	58.98%
负债和股东权益合计	2643.52	2897.65	3192.78	3484.29	带息债务/总负债	16.57%	18.21%	18.51%	18.93%
					流动比率	1.61	1.59	1.57	1.57
					速动比率	1.57	1.55	1.53	1.53
					股利支付率	14.04%	8.00%	9.57%	9.53%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.71	0.87	1.04	1.19
					每股净资产	10.45	11.25	12.19	13.27
					每股经营现金	-0.61	11.45	1.42	1.29
					每股股利	0.10	0.07	0.10	0.11
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	111.85	128.02	154.13	173.61					
PE	22.88	18.66	15.63	13.67					
PB	1.56	1.45	1.34	1.23					
PS	1.76	1.67	1.52	1.37					
EV/EBITDA	14.14	3.21	1.89	1.09					
股息率	0.61%	0.43%	0.61%	0.70%					

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
卞黎旸	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