

疫情消散产能爬坡，业绩有望触底回升

投资要点

- **事件:** 深圳机场发布 2023 年一季报。2023Q1 公司实现营业收入 9.1 亿元，同比+40%；实现归母净亏损 1.1 亿元，同比减亏 1.9 亿元。收入和盈利同比大幅增长主因公司旅客吞吐量和航班起降架次的迅速恢复，本期公司旅客吞吐量同比增长 166.1%，航班起降架次同比增长 69.9%。
- **疫情出行限制基本取消，居民需求迅速恢复。**与疫情挂钩的出行限制基本取消，居民出行的意愿有望得到加强。随着宏观经济形势稳中向好，航空运输市场出现快速恢复，今年以来民航客运量回升明显，相比疫前 2019 年的恢复程度由 1 月的 74.5%持续上升至 3 月的 85.4%，预计民航客运市场将恢复至较高水平。
- **公司积极拓展国际业务，国际旅客占比提升。**深圳机场积极布局国际化战略，经过多年努力，国际航点布局逐渐铺开。深圳机场积极拓展海外航线，此前国际线旅客占比持续增加，国际旅客占比从 2014 年 3.4%上升到 2019 年的 9.9%；疫情因素消散后，预计深圳机场国际航班旅客占比会延续疫前趋势。
- **收入端开始修复成本端压力缓释，业绩有望触底回升。**2022 年卫星厅投产下成本端承压+疫情冲击下营收收缩压缩公司盈利空间，而当期单季营收大幅增长 40.0%，成本同比增速大幅下降至 -1.5%，毛利率转正至 1.0%；盈利亏损收窄，2023 年 Q1 归母净利润同比减亏 1.9 亿元。长期来看，卫星厅投产扩充经营面积、免税业务重新招标、国际化战略进展顺利均支撑公司业绩筑底反弹。
- **新一轮免税合同落地，扣点率调整至 24%-30%。**2023 年 1 月，深免以综合得分第一中标深机 T3 进出境免税店经营权，深圳机场与其签署了 T3 航站楼进出境免税店项目租赁合同。相较于 17 年的协议，新协议的保底租金单价 3,280 元/平方米/月和提成比例 24%-30%均有所下调，下调扣点率有利于为免税运营商进行促销活动提供了空间，增加免税销售额。
- **盈利预测与投资建议。**我们看好居民出行修复下公司业务的触底回升，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.8 亿元、4.1 亿元、6.2 亿元，EPS 分别为 0.04 元、0.20 元、0.30 元。选取 PB 作为公司相对估值的关键指标，我们认为公司 2023 年 PB 将会回升至行业平均水平，给予公司 2023 年 1.7 倍的 PB 估值，对应目标价 8.92 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济风险、居民出行意愿恢复或不及预期等。

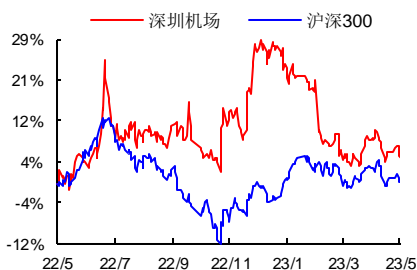
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2671.18	3985.81	4650.25	5150.88
增长率	-19.19%	49.22%	16.67%	10.77%
归属母公司净利润 (百万元)	-1142.68	77.78	411.95	616.69
增长率	-3217.98%	106.81%	429.65%	49.70%
每股收益 EPS (元)	-0.56	0.04	0.20	0.30
净资产收益率 ROE	-10.55%	0.74%	3.76%	5.38%
PE	-13	191	36	24
PB	1.39	1.38	1.33	1.28

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光悒
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)	20.51
流通 A 股(亿股)	20.51
52 周内股价区间(元)	6.14-7.95
总市值(亿元)	148.68
总资产(亿元)	263.34
每股净资产(元)	5.65

相关研究

目 录

1 国内首家实行企业化运作的现代化大型国际空港.....	1
2 航空运输市场出现恢复态势，公司积极拓展国际化业务.....	2
3 收入端开始修复成本端压力缓解，业绩有望触底回升.....	5
4 盈利预测与估值.....	8
4.1 盈利预测.....	8
4.2 相对估值.....	8
5 风险提示.....	9

图 目 录

图 1: 深圳机场俯瞰图	1
图 2: 公司 2008 年以来旅客吞吐量	2
图 3: 公司 2008 年以来货邮吞吐量	2
图 4: 公司股东情况	2
图 5: 子公司情况	2
图 6: 民航客运量（年）及增速	3
图 7: 民航客运量（月）及增速	3
图 8: 深圳机场主要国际航班分布	4
图 9: 深圳机场国际旅客量	5
图 10: 国际旅客占比对比	5
图 11: 2022Q1 以来深圳机场单季营业收入及同比增速	5
图 12: 2022Q1 以来深圳机场单季归母净利润及同比增速	5
图 13: 2018 年以来深圳机场收入及其增速	6
图 14: 2018 年以来深圳机场收入构成	6
图 15: 2018 年以来深圳机场成本构成情况	6
图 16: 2022 年 Q1 以来深圳机场营业成本及毛利率	6
图 17: 2021 年 Q1 以来深圳机场三费情况	7
图 18: 2021 年 Q1 以来深圳机场净利率与 ROE	7

表 目 录

表 1: 出行相关的政策梳理	2
表 2: 深圳机场建成国际化枢纽相关的政策梳理	3
表 3: 深圳机场 T3 航站楼进出境免税招标情况	7
表 4: 收入成本预测	8
表 5: 可比公司估值	9
附表: 财务预测与估值	1

1 国内首家实行企业化运作的现代化大型国际空港

深圳机场是深圳宝安国际机场的管理公司，由地方政府首次筹建、实施属地化运营，是全国民航最早实现市场化、企业化运营管理的机场之一。深圳机场于 1991 年正式通航，并于 1998 年 4 月 20 日在深圳证券交易所上市。通航 30 年来，深圳机场立足于航空主业，兼营航空物流业务和航空增值业务，是集海、陆、空、铁联运为一体的现代化大型国际空港。

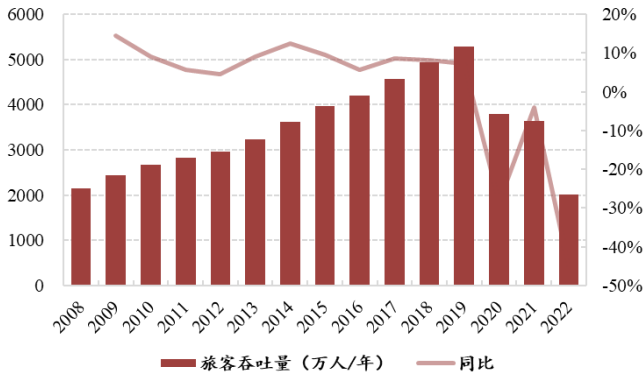
图 1：深圳机场俯瞰图



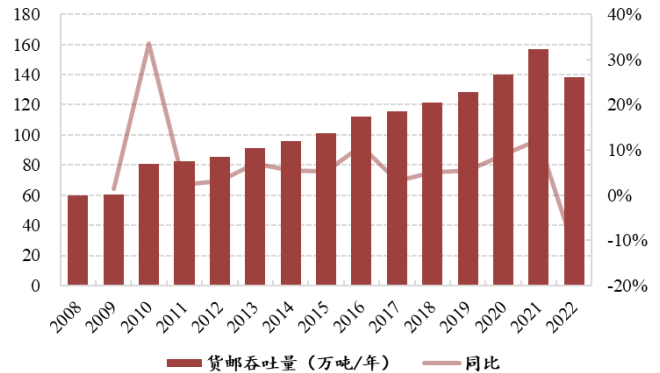
数据来源：百度图片，西南证券整理

公司是全球领先的现代化大型国际空港。深圳机场总占地面积 28.3 平方千米，终端规划三条跑道、三个航站区、一个卫星厅，满足远期旅客吞吐量 1 亿人次。目前已拥有两条远距离平行跑道，能够满足所有民航机型起降。第三跑道、东航站区（T1）和北航站区（T2）处于在建中，公司终端规划有望在未来顺利实现，运力规模将得到进一步提升。

公司客运货运业务持续保持快速增长，跻身全球市场前列。深圳机场通航 30 年来，航空客、货运业务持续保持快速增长。客运方面，深圳机场的旅客吞吐量增长速度较快，疫情前十年 CAGR 为 7.1%。2020 年，受疫情影响，全球航空业发展陷入困境。深圳机场的客运业务受到一定冲击，旅客年吞吐量从 2019 年的 5293 万人次减少为 2020 年的 3792 万人次，环比为 -28.4%。相比于客运业务，深圳机场的货运业务更具韧性，2020 年货运年吞吐量为 140 万吨，环比为 9.0%，仍保持稳定增长，直至 2022 年才首次出现负增长。

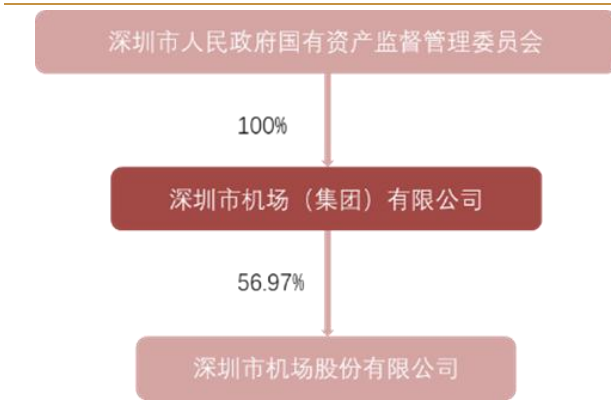
图 2：公司 2008 年以来旅客吞吐量


数据来源：公司公告，西南证券整理

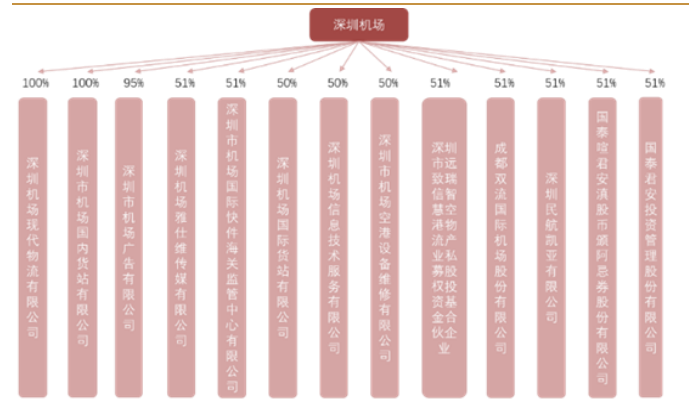
图 3：公司 2008 年以来货邮吞吐量


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东为深圳市机场（集团）有限公司，实际控制人为深圳市国资委。截至目前，深圳市机场集团有限公司持股比例为 56.97%，是深圳机场的第一大股东。深圳市国资委持有深圳市机场集团有限公司 100% 股份，为深圳机场的实际控制人。旗下有深圳现代物流公司、深圳机场广告有限公司等子公司涵盖物流运输、广告等业务。

图 4：公司股东情况


数据来源：天眼查，西南证券整理

图 5：子公司情况


数据来源：天眼查，西南证券整理

2 航空运输市场出现恢复态势，公司积极拓展国际化业务

国务院出台联防联控机制取消出行限制，航空客运需求有望恢复。目前国内疫情逐渐好转，2022 年 12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布十条进一步优化落实疫情防控的措施，放松了与疫情相关的出行限制和管控措施，全国生产生活逐步恢复政策。随着新颁布的“二十条”、“新十条”、“乙类乙管”政策逐步落实，全国与疫情挂钩的出行限制基本取消，人们出行限制减少，出行的意愿得到加强，国内/国际航空业客运需求有望复苏。

表 1：出行相关的政策梳理

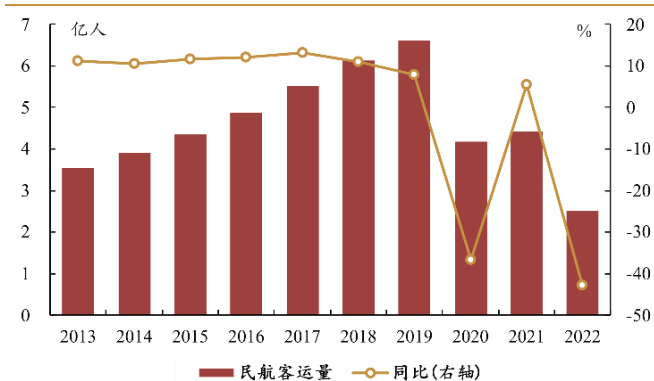
时间	政策	政策主要内容简介
2022.12.07	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（联防联控机制综发〔2022〕113 号）	不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检
2022.12.26	《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”	对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再划定高

时间	政策	政策主要内容简介
	总体方案的通知》（联防联控机制综发〔2022〕144号）	低风险区；检测策略调整为“愿检尽检”；不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施；有序恢复中国公民出境旅游
2022.12.27	《关于中外人员往来暂行措施的通知》	来华人员在行前48小时进行核酸检测，结果阴性者可来华，无需向我驻外使领馆申请健康码
2022.12.28	《关于恢复国际客运航班工作方案的的通知》	取消对国际客运航班实施“五个一”和“一国一策”等调控措施；取消“四指定、四固定、两集中”等防控要求；取消入境航班75%客座率限制；取消入境航班涉及机场相关入境保障人员、国内和国际机组闭环管理、入境核酸检测和入境隔离等措施

数据来源：国务院官网，西南证券整理

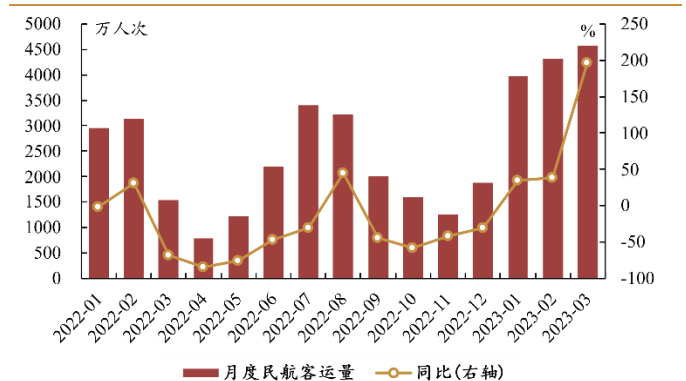
民航业客运量受疫情冲击影响较大，预计2023年将恢复。2022年新冠疫情对民航业影响的深度和持续性超出预期，2022年全年行业完成客运量2.52亿人次，同比下降43%，为2019年客运量的38%。虽然民航业经受了疫情反复冲击，但航空公司、机场和空管等行业主体仍表现出坚强韧性。随着疫情防控政策放开，宏观经济形势稳中向好，航空运输市场已出现快速恢复态势，2023年以来民航客运量回升明显，同比疫前2019年的恢复程度由1月的74.5%持续上升至3月的85.4%，预计民航客运市场需求将恢复至较高水平。

图6：民航客运量（年）及增速



数据来源：交通运输部，西南证券整理

图7：民航客运量（月）及增速



数据来源：交通运输部，西南证券整理

政策接连出台，深圳机场国际化水平持续提升。“十二五”规划将深圳机场的定位提升至区域枢纽，“十三五”规划将深圳机场的定位进一步提升至“国际航空枢纽”，《粤港澳大湾区发展规划纲要》指出深圳机场在推进大湾区机场错位发展和良性互动中的重要作用，需提升深圳机场国际枢纽竞争力，《深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》要求深圳机场进一步加快建设高质量、高水平国际航空枢纽，“十四五”提出引进国内外知名航空公司进驻深圳机场，强化与海外枢纽中转与联运协作。多项政策给予深圳机加强国际化综合交通枢纽建设高度支持，深圳机场面临重要历史机遇。

表2：深圳机场建成国际化枢纽相关的政策梳理

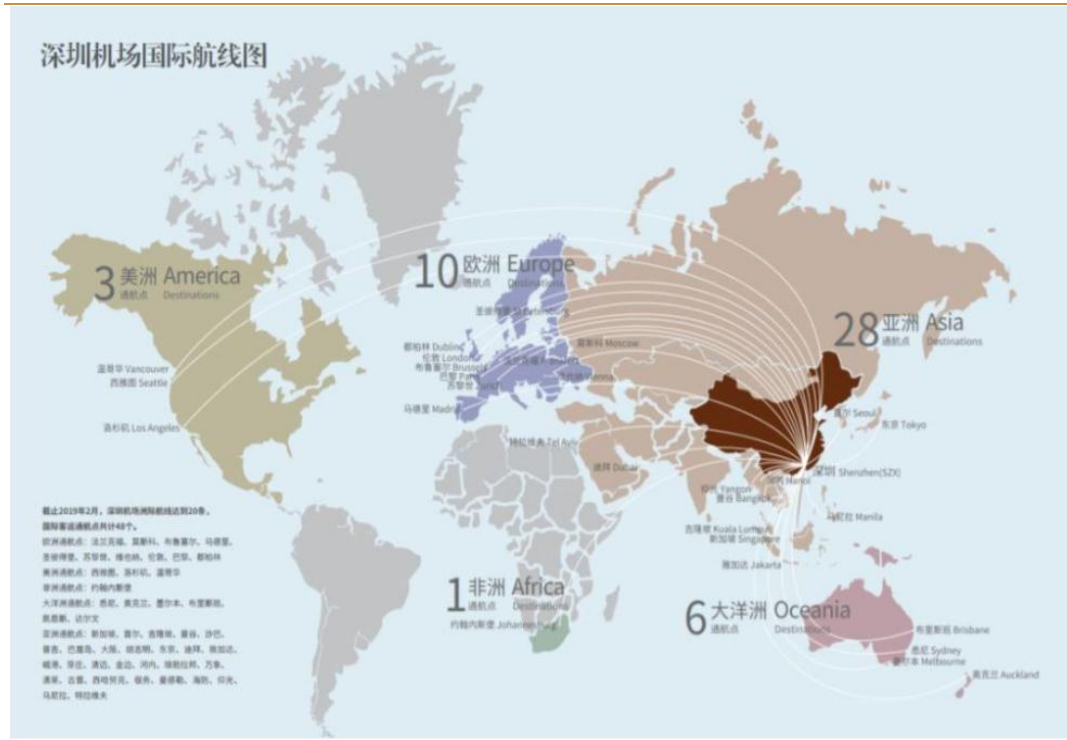
时间	政策	政策主要内容简介
2011.11.07	《深圳市人民政府办公厅关于印发深圳市“十二五”规划纲要实施方案的通知》（深府办〔2012〕1号）	到2015年，港口集装箱吞吐量达2800万标准箱，机场旅客吞吐量达3500万人次；加快广深港客运专线、厦深铁路、沿江高速、南坪快速二三期、坪盐通道、大铲湾二期等重大基础设施建设，确保机场二跑道投入使用

时间	政策	政策主要内容简介
2016.04.02	《深圳市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	提升深圳机场国际枢纽功能，加快机场综合性集疏运体系建设，深化珠三角机场合作，开辟直通国际枢纽城市航线航班，加快建设国际航空枢纽
2019.02.18	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	巩固提升香港国际航空枢纽地位，提升广州和深圳机场国际枢纽竞争力，增强澳门、珠海等机场功能，推进大湾区机场错位发展和良性互动
2019.08.09	《深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》	深圳机场集团根据先行示范区意见，提出要进一步加快高质量、高水平国际航空枢纽建设，发挥好机场在城市发展中的“动力源”作用
2022.03.03	《深圳市人民政府办公厅关于印发深圳市综合交通“十四五”规划的通知》（深府办〔2022〕1号）	提升深圳机场福永码头联程联运服务水平；提升深圳机场国际枢纽能级，构建高品质创新型国际航空枢纽；持续推动深圳机场扩容升级，加快推进机场群基础设施建设；引进国内外知名航空公司进驻深圳机场，强化与海外枢纽中转与联运协作；完善深圳机场轨道集疏运网络

数据来源：国务院官网，西南证券整理

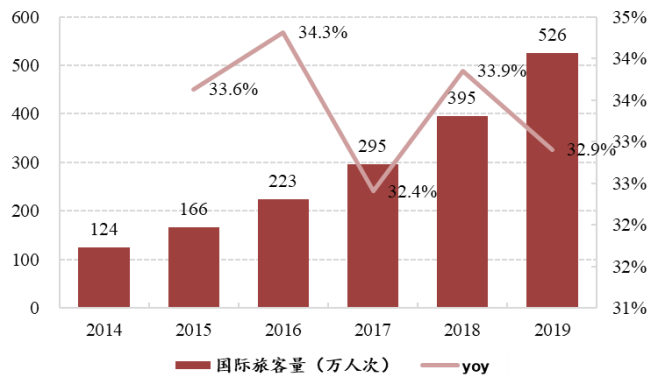
积极布局国际化战略，国际航点布局逐渐铺开。深圳机场始终以建设高品质创新型国际航空枢纽和高水平空港型国家物流枢纽为目标，积极布局国际化战略。2018年底，深圳机场新增伦敦、巴黎、苏黎世、维也纳等15个国际客运通航城市。2019年全力加速国际业务拓展，国际客运通航城市实现60城。2020年受疫情影响，国际化战略速度变缓，规划在具备条件下力争恢复或拓展5条以上国际客运航线，后续疫情多点散发持续影响国际化进程。2023年以来国际航线逐渐恢复，深圳机场已恢复拓展深圳至伦敦、巴厘岛、河内、沙巴、普吉、马尼拉、台北等7条国际及地区客运航线

图 8：深圳机场主要国际航班分布

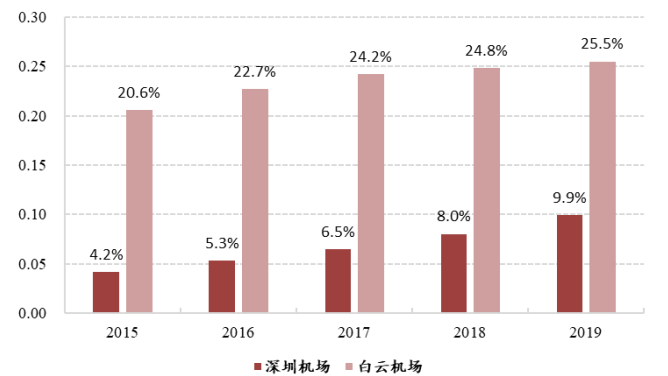


数据来源：公司公告，西南证券整理

深圳机场积极拓展海外航线，国际线旅客占比增加。深圳机场国际旅客吞吐量（不含地区）于2014年仅为124万人次，2019年达到526万人次，CAGR达33.5%。白云机场国际旅客占比较高，2019年达到25.5%，深圳机场的国际旅客占比较低，2019年仅有9.9%，仍具有较大的增长空间。从历年情况来看，深圳机场的国际旅客占比逐年攀升，从2014年3.4%上升到2019年的9.9%，由于国际航空性业务相较于国内航空性业务单价较高，且国际旅客流量达到千万级别有助于公司大型免税店获得高额免税扣点，积极拓展国际业务有望帮助提升公司的盈利能力。疫情因素消散后，预计深圳机场国际航班旅客占比会延续疫前趋势。

图 9：深圳机场国际旅客量


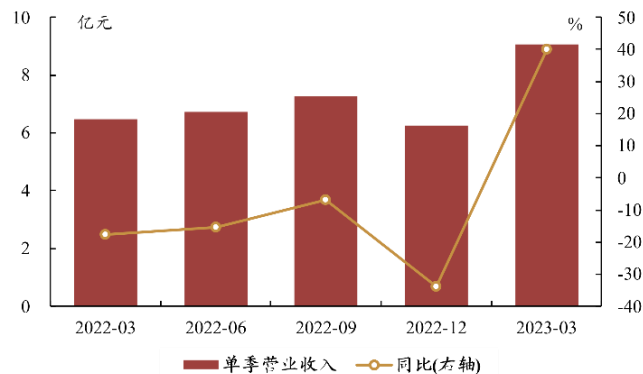
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：国际旅客占比对比


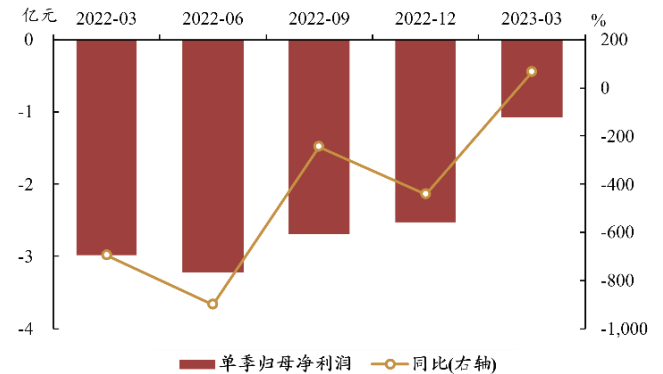
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 收入端开始修复成本端压力缓解，业绩有望触底回升

营业收入明显改善，盈利亏损持续收窄。疫情管控放松后，居民出行意愿持续恢复，带动公司业务量修复，2023年Q1公司旅客吞吐量同比增加166.1%，航班起降架次同比增加69.9%；公司营业收入大幅增长，2023年Q1公司实现营业收入9.1亿元，同比由2022年Q4的-34.0%显著增加至当期的40.0%。2022年卫星厅投产下成本端承压+疫情冲击下营收端收缩压缩公司盈利空间，当期营收大幅增长支撑盈利亏损收窄，2023年Q1公司实现归母净利润-1.1亿元，同比减亏1.9亿元。

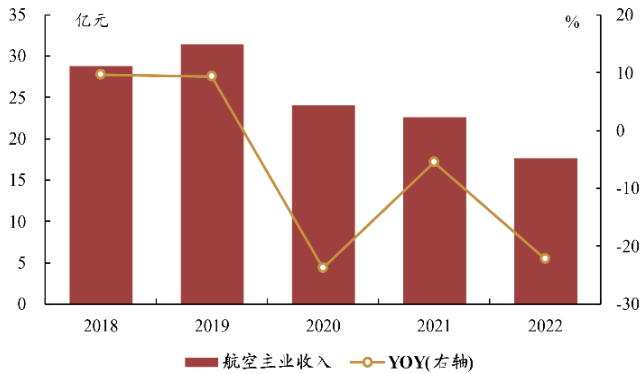
图 11：2022Q1 以来深圳机场单季营业收入及同比增速


数据来源：Wind，西南证券整理

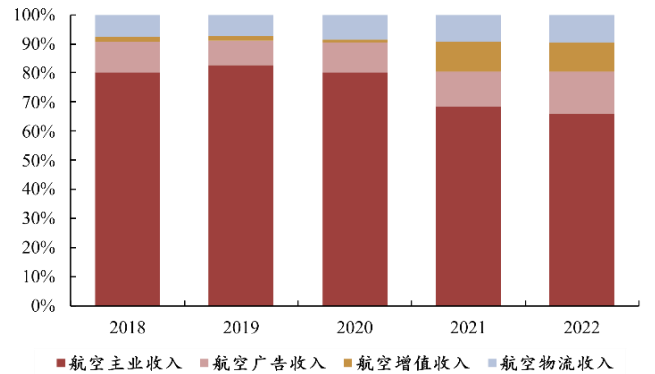
图 12：2022Q1 以来深圳机场单季归母净利润及同比增速


数据来源：Wind，西南证券整理

公司航空性收入下降，增值服务占比提升。2019 年后公司航空主业收入呈现趋势性下行，由 2019 年的 31.5 亿元持续下降至 2022 年的 17.6 亿元。从收入构成来看，航空广告收入与航空物流收入占比较为稳定，2022 年占比分别为 14.5% 和 9.6%；航空主业收入占比下滑明显，由 2019 年的 82.7% 下降至 2022 年的 65.9%，航空增值收入占比则由 2019 年的 1.4% 迅速提升至 2022 年的 10%，原因系来自于高品质完成 T3 航站楼网点和卫星厅网点的招商，租赁收入大幅增加。

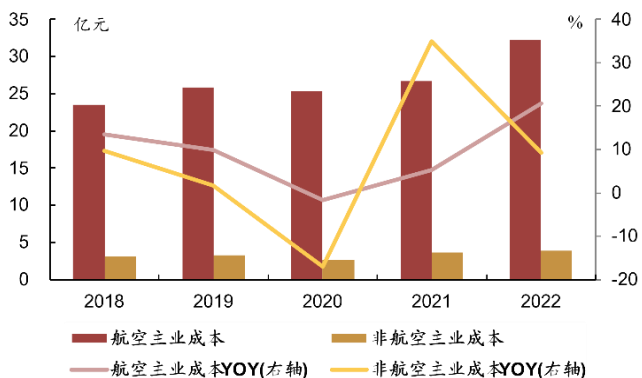
图 13：2018 年以来深圳机场收入及其增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

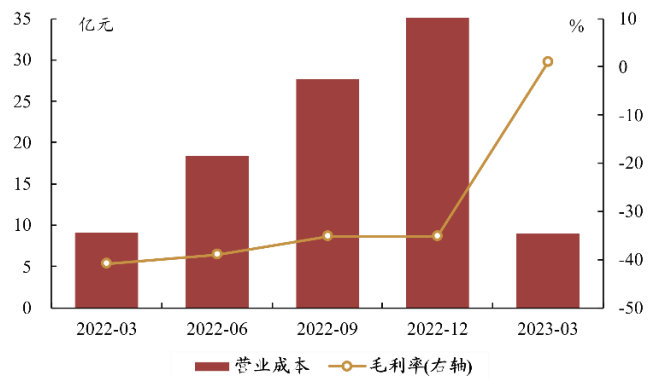
图 14：2018 年以来深圳机场收入构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

卫星厅产能爬坡致使成本端短期承压，2023 年 Q1 开始缓解。2022 年深圳机场的航空主业成本为 32.2 亿元，同比增加 20.5%，非航空主业成本为 3.9 亿，同比增加 9.2%，主营业务成本上升主要系卫星厅投入运营后，相关运营成本及折旧费用显著增加所致。从毛利率水平来看，2022 年 Q1-Q4 单季营业成本持续攀升，且疫情多点散发严重影响居民出行和公司收入，致使公司毛利率均大幅为负（-40.9%、-38.9%、-35.2%、-35.2%）；2023 年 Q1 在收入修复和成本压力缓解下，毛利率开始转正，达 1.0%。

图 15：2018 年以来深圳机场成本构成情况


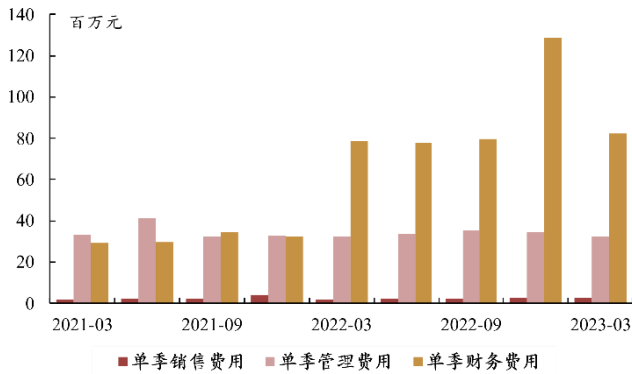
数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2022 年 Q1 以来深圳机场营业成本及毛利率


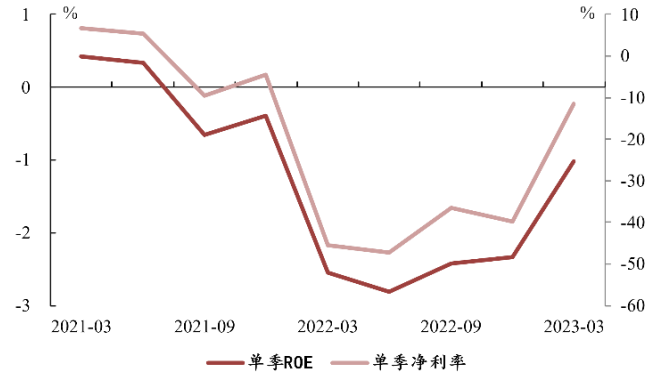
数据来源：Wind，西南证券整理

财务费用拖累业绩，预计将筑底反弹。2022 年公司销售费用/管理费用/财务费用分别为 953.0/13653.4/36471.1 万元，同比-11.9%/-2.3%/+189.8%，费用端的提升主要来着于财务费用的大幅提升，主因专项债借款利息和租赁负债计提利息陡增。财务费用拖累盈利能力，公司净利率和 ROE 显著下降，2022 年公司净利率和 ROE 分别为-42.2%和-10.1%。收入表现不佳、成本费用持续承压导致企业利润大幅度下滑，但从单季表现来看，公司盈利能力已

逐渐修复；2023年Q1公司ROE升至-1.01%，净利率升至-11.6%。从长期来看，出行政策的取消、卫星厅投产扩充经营面积、免税业务重新招标、国际化战略进展顺利均表明公司业绩有望筑底反弹。

图 17：2021 年 Q1 以来深圳机场三费情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 18：2021 年 Q1 以来深圳机场净利率与 ROE


数据来源：Wind, 西南证券整理

新一轮免税合同落地，扣点率调整至 24%-30%。2023 年 1 月，深免以综合得分第一中标深机 T3 进出境免税店经营权，深圳机场与其签署了 T3 航站楼进出境免税店项目租赁合同。原协议下，月保底租金单价约 1 万元/平方米，提成比例 35%。新协议下，月保底租金单价均为 3,280 元/平方米/月，月营业额提成比例分别为 30%和 24%，保底租金单价和提成比例有所下调。免税业务有望放量，竞争力进一步加强。免税店租金比例的下降为免税运营商进行促销活动提供了空间，有利于免税销售额的增加。卫星厅于 2021 年 12 月投产后，免税经营面积会得到一定程度的扩充，有利于免税业务的持续扩张。

表 3：深圳机场 T3 航站楼进出境免税招标情况

深圳机场 T3 航站楼进出境免税招标情况				
主要条款	位置	深圳机场航站楼国际到达禁区内 2R-01-01、2R-02-01 号商业网点		
	面积 (平方米)	T3 航站楼进境与出境免税店面积共计 2,195.73 平方米，其中 T3 航站楼进境免税店面积共计 377 平方米，包含 2 个经营网点；出境免税店面积共计 1,818.73 平方米，包含 6 个经营网点		
	租赁期限	3+2 年，自 2022 年 12 月 1 日起至 2027 年 11 月 30 日		
	① 保底租金	保底租金 (元/平/月)	年保底租金 (万元)	
		3,280	8642	
	② 销售额提取百分比	24%-30%		
③ 保底租金调整机制	① 至深圳机场国际及地区客流量恢复至 2019 年水平的首年，保底租金单价不递增，并按照月客流量恢复情况动态调整，当月客流恢复至 50%以上即可获得 100%的保底租金；② 自次年年起，保底租金单价按照上一年度客流量变动比例的 80%进行调整；			

数据来源：公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

疫情管控放开后居民出行意愿加强，预计 2023 年公司飞机起降架次将会恢复至疫前的 90%左右，我们预计 2023-2025 年公司起降架次同比为 55%、15%、12%；单架次收入在需求迅速修复下将会回升，我们预计 2023-2025 年公司单架次收入同比为 6%、2%、-2.5%；2022 年航空主业毛利率受收入下滑和成本承压影响大幅为负，随着收入端修复和成本端压力缓解，公司航空主业毛利率将逐渐修复至疫前水平，预计 2023-2025 年航空主业毛利率为 -2%、8%、12%。

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 4：收入成本预测

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入	2671.2	3985.8	4650.3	5150.9
	YOY	-19.2%	49.2%	16.7%	10.8%
	毛利率	-35.2%	13.6%	22.0%	25.5%
航空主业	收入	1761.6	2894.3	3395.0	3707.4
	YOY	-22.2%	64.3%	17.3%	9.2%
	起降架次（万架）	23.6	36.6	42.1	47.1
	YOY	-25.8%	55.0%	15.0%	12.0%
	单架次收入（百元/架）	74.6	79.1	80.7	78.7
	YOY	4.8%	6.0%	2.0%	-2.5%
非航业务	毛利率	-82.7%	-2.0%	8.0%	12.0%
	收入	909.6	1091.5	1255.2	1443.5
	YOY	-12.5%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	56.9%	55.0%	60.0%	60.0%

数据来源：西南证券

我们看好居民出行修复下公司业务的触底回升，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.8 亿元、4.1 亿元、6.2 亿元，EPS 分别为 0.04 元、0.20 元、0.30 元，对应 PE 分别为 191x、36x、24x。

4.2 相对估值

根据公司的主营业务，我们选取白云机场和厦门空港作为可比公司；困境反转下 PB 估值更为合适，因此我们选取 PB 作为公司相对估值的关键指标，2023 年可比公司 PB 平均值为 1.65 倍。深圳机场是全国起降架次第二、旅客吞吐量第三的机场，疫后居民出行意愿修复将带动公司业绩触底回升，我们认为公司 2023 年 PB 将会回升至行业平均水平，给予公司 2023 年 1.7 倍 PB 估值，对应目标价 8.92 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

可比公司	证券代码	股价（元）	BPS（元）				PB（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
白云机场	600004.SH	14.57	7.26	7.55	8.24	9.05	2.0	1.9	1.8	1.6
厦门空港	600897.SH	19.47	12.83	14.26	15.53	-	1.5	1.4	1.3	-
平均值							1.8	1.7	1.5	1.6
深圳机场	000089.SZ	7.26	5.21	5.39	5.58	5.83	1.4	1.3	1.3	1.2

数据来源：Wind，西南证券整理；注：数据截至 2023 年 5 月 10 日

5 风险提示

宏观经济风险、居民出行意愿恢复或不及预期等。

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	2671.18	3985.81	4650.25	5150.88	净利润	-1128.26	79.37	420.36	629.27
营业成本	3610.86	3443.38	3625.52	3839.90	折旧与摊销	948.35	700.05	700.05	700.05
营业税金及附加	27.28	40.70	47.49	52.60	财务费用	364.71	197.91	202.38	178.20
销售费用	9.53	12.94	15.64	17.47	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	136.53	184.39	216.46	247.11	经营营运资本变动	398.39	-1812.82	108.92	-32.40
财务费用	364.71	197.91	202.38	178.20	其他	-279.87	-9.99	-9.99	-9.99
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	303.32	-845.48	1421.72	1465.13
投资收益	7.54	9.99	9.99	9.99	资本支出	551.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	23.67	0.00	0.00	0.00	其他	-1608.12	1176.87	-148.22	-200.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1056.45	1176.87	-148.22	-200.95
营业利润	-1416.01	116.48	552.75	825.59	短期借款	0.00	1920.21	-719.45	-732.68
其他非经营损益	-20.03	-13.50	-12.57	-13.03	长期借款	-164.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1436.03	102.98	540.18	812.56	股权融资	-1.52	0.00	0.00	0.00
所得税	-307.77	23.61	119.82	183.29	支付股利	-61.52	0.00	-19.44	-102.99
净利润	-1128.26	79.37	420.36	629.27	其他	-209.68	-500.47	-202.38	-178.20
少数股东损益	14.42	1.59	8.41	12.59	筹资活动现金流净额	-437.21	1419.74	-941.28	-1013.86
归属母公司股东净利润	-1142.68	77.78	411.95	616.69	现金流量净额	-1188.32	1751.13	332.22	250.31
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	241.77	1992.90	2325.13	2575.44	成长能力				
应收和预付款项	471.33	594.61	732.37	830.82	销售收入增长率	-19.19%	49.22%	16.67%	10.77%
存货	5.77	7.93	8.40	9.04	营业利润增长率	-12398.19%	108.23%	374.54%	49.36%
其他流动资产	1663.26	909.53	955.57	1254.53	净利润增长率	-5515.84%	107.03%	429.65%	49.70%
长期股权投资	702.39	702.39	702.39	702.39	EBITDA 增长率	-116.61%	1085.45%	43.45%	17.09%
投资性房地产	85.68	85.68	85.68	85.68	获利能力				
固定资产和在建工程	13394.99	12713.71	12032.43	11351.15	毛利率	-35.18%	13.61%	22.04%	25.45%
无形资产和开发支出	300.30	281.53	262.76	243.99	三费率	19.12%	9.92%	9.34%	8.60%
其他非流动资产	8262.31	8262.31	8262.31	8262.31	净利率	-42.24%	1.99%	9.04%	12.22%
资产总计	25127.79	25550.59	25367.03	25315.34	ROE	-10.55%	0.74%	3.76%	5.38%
短期借款	0.00	1920.21	1200.76	468.08	ROA	-4.49%	0.31%	1.66%	2.49%
应付和预收款项	355.05	354.35	390.97	429.91	ROIC	-12.93%	3.69%	8.15%	11.50%
长期借款	4274.29	4274.29	4274.29	4274.29	EBITDA/销售收入	-3.85%	25.45%	31.29%	33.08%
其他负债	9803.10	8227.02	8325.38	8441.14	营运能力				
负债合计	14432.43	14775.87	14191.39	13613.42	总资产周转率	0.10	0.16	0.18	0.20
股本	2050.77	2050.77	2050.77	2050.77	固定资产周转率	0.20	0.31	0.38	0.45
资本公积	2789.34	2789.34	2789.34	2789.34	应收账款周转率	5.31	7.63	7.14	6.72
留存收益	5843.30	5921.07	6313.58	6827.28	存货周转率	544.35	502.78	444.20	440.42
归属母公司股东权益	10683.40	10761.18	11153.69	11667.39	销售商品提供劳务收到现金营业收入	108.56%	—	—	—
少数股东权益	11.95	13.54	21.94	34.53	资本结构				
股东权益合计	10695.35	10774.72	11175.63	11701.92	资产负债率	57.44%	57.83%	55.94%	53.78%
负债和股东权益合计	25127.79	25550.59	25367.03	25315.34	带息债务/总负债	29.62%	41.92%	38.58%	34.84%
					流动比率	0.63	0.85	1.13	1.57
					速动比率	0.63	0.85	1.13	1.57
					股利支付率	-5.38%	0.00%	4.72%	16.70%
					每股指标				
					每股收益	-0.56	0.04	0.20	0.30
					每股净资产	5.21	5.25	5.44	5.69
					每股经营现金	0.15	-0.41	0.69	0.71
					每股股利	0.03	0.00	0.01	0.05
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	-102.94	1014.44	1455.18	1703.84					
PE	-13.03	191.42	36.14	24.14					
PB	1.39	1.38	1.33	1.28					
PS	5.57	3.74	3.20	2.89					
EV/EBITDA	-90.15	9.95	6.11	4.51					
股息率	0.41%	0.00%	0.13%	0.69%					

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	cyyf@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	