

汽车复苏推主业增长, 联运能力筑竞争壁垒

投资要点

- **事件:** 长久物流公布 2022 年年度报告。报告期内, 公司实现营业收入 39.6 亿元, 同比-12.1%, 主因疫情影响业务开展和俄乌冲突致使中欧班列停运; 实现归母净利润 0.2 亿元, 同比-79.1%, 主因中欧班列停运后公司国际货运班列相关补贴大幅下滑。分业务来看, 整车运输、整车配套、国际业务、新能源业务营业收入分别为 30.5、6.7、1.8 和 0.1 亿元, 其中国际业务和新能源业务毛利率较高, 分别为 15.7%和 13.9%。
- **业务网络多元, 龙头地位稳固。**长久物流目前在全国重点省市设立 18 个省公司, 业务范围覆盖欧洲、非洲、美洲及东南亚地区。公司充分发挥第三方物流的比较优势, 搭建了更加开放的客户及运力整合平台, 根据 2022 年中国物流企业 50 强排名, 公司维持国内第三方汽车物流企业龙头地位。
- **汽车复苏提国内运输需求, 出口高增促国际运输发展。**疫情放开后居民出行意愿逐渐恢复, 促进了汽车销量的复苏态势, 2023 年 3 月汽车销量同比 9.7%, 预计汽车销量将稳步增长; 汽车市场在消费复苏和降价潮的支撑下复苏态势可期, 有望带动国内整车运输需求增加。出口量增速反弹, 2023 年 3 月同比增速 113.4%, 但运力与出口需求匹配性不足, 有望为国际业务带来较大增长空间。
- **数字化、联运力和国际化构成了公司核心竞争力。**数字化: 继续加大对研发的投入, 建设整车运输系统大融合, 对外实现供应链信息化数据大支撑; 联运力: 公司多年来深耕于汽车物流行业, 具备公路、铁路、水路多式联运的运输执行能力; 国际化: 积极拓展国际铁水网络, 发挥国内外联动优势。
- **业绩开始改善, 盈利能力逐渐修复。**受疫情冲击和中欧班列停运影响, 公司营运和盈利能力下滑, 净营业周期持续升至 2022 年 Q3 的 81.5 天, 公司 ROE 呈现趋势性下滑。随着疫情放开后经济逐渐修复, 2022 年公司净营业周期降至 75.4 天, ROE 修复至 0.8%, 压力缓解后盈利能力将逐渐改善。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为公司营收将受益于汽车销售复苏, 国际业务和新能源业务也会高速增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.9、1.1、1.3 亿元, EPS 为 0.17、0.20、0.22 元, 对应的 PE 为 54、45、40 倍。可比公司 PB-LF 均值为 2.2, 公司 PB 估值为 2.1。首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 汽车销售复苏不及预期、俄乌冲突超预期、内部管理等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3957.61	4710.15	5447.70	6160.45
增长率	-12.11%	19.02%	15.66%	13.08%
归属母公司净利润(百万元)	17.97	92.68	111.13	125.26
增长率	-79.14%	415.85%	19.90%	12.72%
每股收益 EPS(元)	0.03	0.17	0.20	0.22
净资产收益率 ROE	1.31%	4.42%	6.12%	7.91%
PE	276	54	45	40
PB	2.08	2.05	2.22	2.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光怿
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)	5.60
流通 A 股(亿股)	5.60
52 周内股价区间(元)	7.33-11.11
总市值(亿元)	49.59
总资产(亿元)	54.94
每股净资产(元)	3.84

相关研究

目 录

1 国内独立第三方汽车物流企业领导者.....	1
2 汽车复苏提国内运输需求，出口高增促国际运输发展.....	3
3 数字化、联运力和国际化构成了公司核心竞争力.....	5
4 业绩开始改善，盈利能力逐渐修复.....	7
5 盈利预测及估值.....	8
6 风险提示.....	9

图 目 录

图 1: 长久物流发展历程.....	1
图 2: 长久物流业务网络.....	1
图 3: 2022 年长久物流收入构成.....	2
图 4: 2022 年长久物流毛利构成.....	2
图 5: 长久物流主要股权结构.....	2
图 6: 网约车订单总量.....	3
图 7: 国内汽车单月销量及同比增速.....	3
图 8: 新能源车上游材料价格.....	3
图 9: 经销商库存预警指数.....	3
图 10: 汽车出口量及同比增速.....	4
图 11: 中国汽车船运力份额（截至 2022 年底）.....	4
图 12: 长久物流 TMS 系统.....	5
图 13: 公司发挥多式联运的案例——一汽马自达发运图.....	6
图 14: 公司基于客户资源打造的全国仓干配一体化网络.....	6
图 15: 长久物流营业收入.....	7
图 16: 长久物流归母净利润.....	7
图 17: 长久物流应收账款周期和净营业周期.....	8
图 18: 长久物流 ROE（加权）.....	8

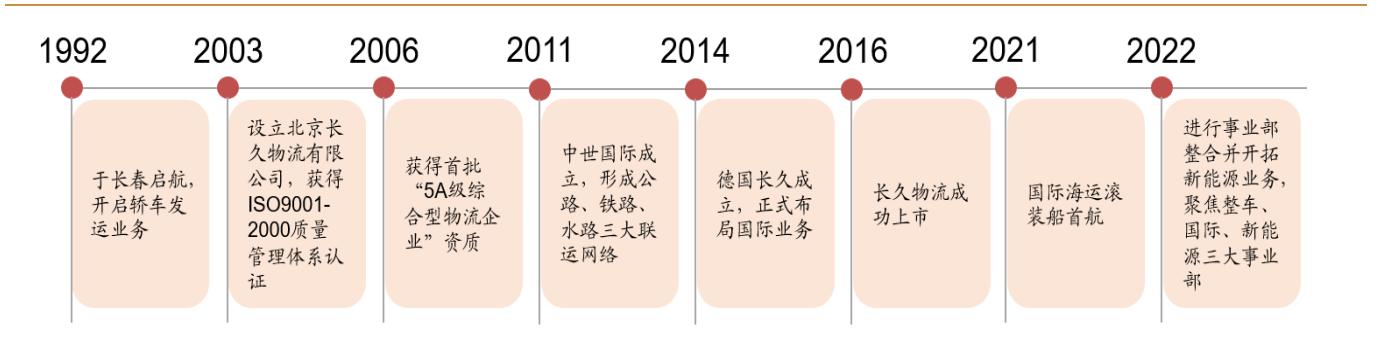
表 目 录

表 1: 2021 年中国对“一带一路”主要国家汽车出口情况.....	4
表 2: 收入成本预测.....	8
表 3: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值.....	10

1 国内独立第三方汽车物流企业领导者

国内首家上市的第三方汽车物流企业。长久物流（下称“公司”）是第一家在上交所主板上市的第三方汽车物流企业，是一家为汽车行业提供综合物流解决方案的现代服务企业。公司致力于通过服务体系标准化、信息化的提升，服务网络完善度、覆盖度的拓展以及智慧物流解决方案的创新，不断提升综合物流服务质量。公司通过 ISO9001 并被中国物流与采购联合会授予“中国物流杰出企业”，被中国国际物流节组委会、物流时代周刊杂志社评为“中国最具社会责任物流企业”称号。

图 1：长久物流发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

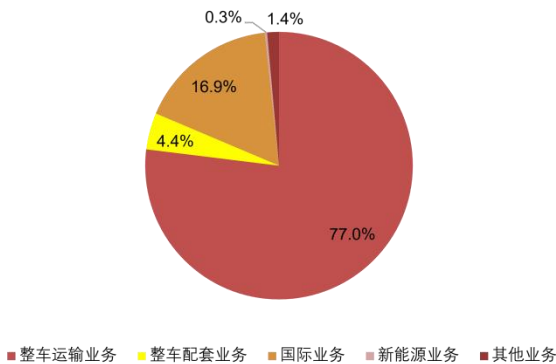
业务网络多元，龙头地位稳固。长久物流目前在全国重点省市设立 18 个省公司，在国际业务方面已完成长久国际、德国长久、波兰长久、香港长久、俄罗斯长久等国际业务主体，以及中世国际、哈欧国际、久格航运、久洋船务、世久国际、ADAMPOL S.A.等重要联营及合营企业设立，业务范围覆盖中国、欧洲、俄罗斯（含远东）、中东、东南亚、中亚、美洲、非洲。公司充分发挥第三方物流的比较优势，搭建了更加开放的客户及运力整合平台，根据中国物流与采购联合会目前发布的 2022 年中国物流企业 50 强排名，公司维持国内第三方汽车物流企业龙头地位。

图 2：长久物流业务网络

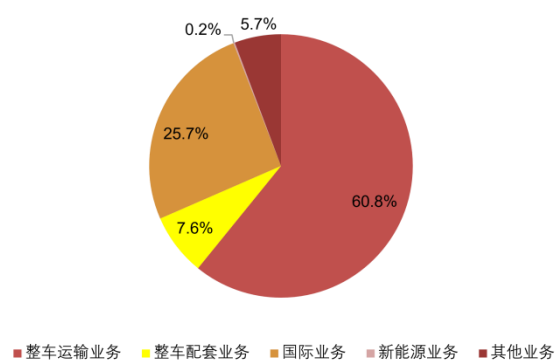


数据来源：公司官网，西南证券整理

整车运输为公司核心业务，整车配套和国际业务具备高毛利率。对应组织结构调整后的三大事业部，公司对主营业务产品进行重新划分。公司以整车运输业务为核心，可为客户提供整车运输、整车仓储、零部件物流及汽车供应链金融等多方面的综合物流服务。根据公司2022年年报，报告期内公司实现营业收入39.6亿元，整车运输、整车配套、国际业务、新能源业务分别贡献收入30.5、1.8、6.7、0.1亿元，占比分别为77.0%、4.4%、17.0%、0.3%；主营业务整车运输量达292.2万台，其中乘用车运输281.7万台、商用车运输10.5万台。2022年公司实现毛利3.6亿元，整车运输、整车配套、国际业务、新能源业务分别贡献毛利2.2、0.3、0.9、0.01亿元，其中整车配套和国际业务毛利率较高，分别为15.7%和13.8%。

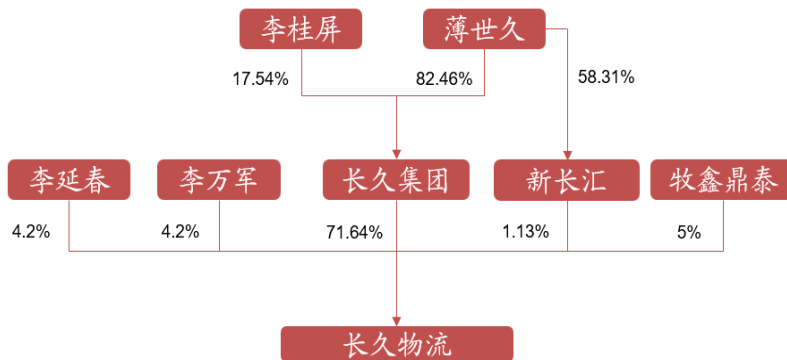
图 3：2022 年长久物流收入构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2022 年长久物流毛利构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东为长久集团，实际控制人为薄世久、李桂屏夫妇。截至目前，公司控股股东吉林省长久实业集团有限公司持有公司71.6%的股份，公司实际控制人薄世久、李桂屏夫妇合计持有控股股东长久集团100%的股份；此外，公司实际控制人之一的薄世久先生还持有新疆新长汇股权投资管理有限公司58.3%的股份，而新长汇持有公司1.1%的股份，因此薄世久、李桂屏夫妇合计持有公司72.2%的股份。

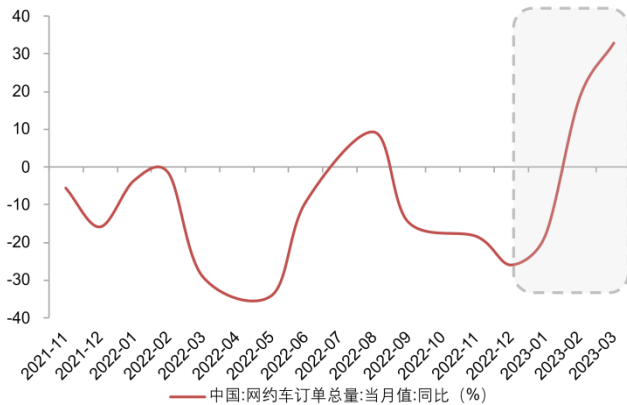
图 5：长久物流主要股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 汽车复苏提国内运输需求，出口高增促国际运输发展

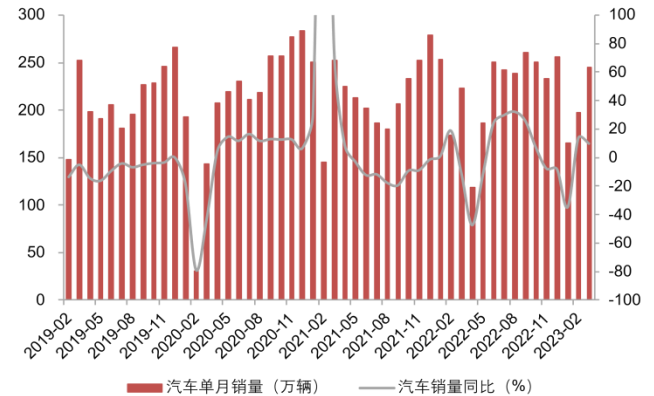
疫后居民出行恢复，汽车销量呈现复苏态势。受疫情冲击影响，公路、铁路、民航运输累计值相比于 2019 年同期大幅下滑，其中公路运输受影响程度最大，截止 2022 年底，公路运输累计值同比 2019 年仅为 27.3%。疫情放开后，居民出行逐渐恢复。从网约车订单单来看，网约车订单总量同比从 2022 年 12 月的 -26.0% 迅速上升至 2023 年 3 月的 32.9%，疫情放开后居民出行意愿逐渐恢复，预期客运总量将逐渐恢复至 2019 年水平。居民出行恢复也促进了汽车销量的复苏态势，2023 年 3 月汽车销量同比 9.7%，疫情放开后汽车销量将稳步增长。

图 6：网约车订单总量



数据来源: Wind, 西南证券整理

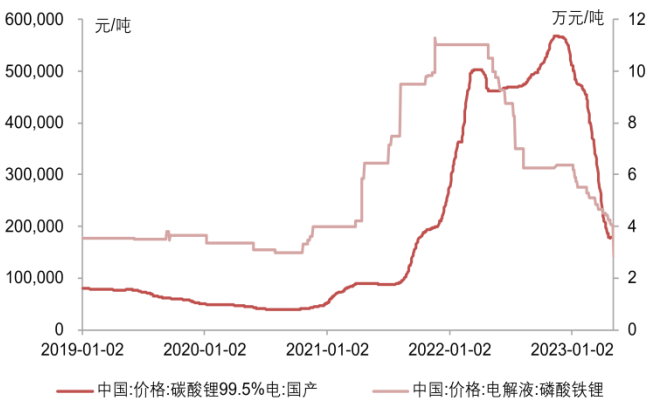
图 7：国内汽车单月销量及同比增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

汽车降价潮持续演绎，价格低位利好汽车销售。今年以来汽车市场降价明显，新能源方面由于上游材料价格持续下滑，造车成本不断降低，特斯拉率先开启新能源车降价，问界、小鹏等多家车企随后也加入价格战；燃油车方面库存压力较大，今年 3 月库存预警指数达 62.4，4 月库存预警指数 60.4，处于往年同期高位，库存消耗表现低于预期，出于清库压力和应对新能源车竞争，部分燃油车型大幅降价促进清库。汽车市场在消费复苏和降价潮的支撑下复苏态势可期，有望带动国内整车运输需求增加。

图 8：新能源车上游材料价格



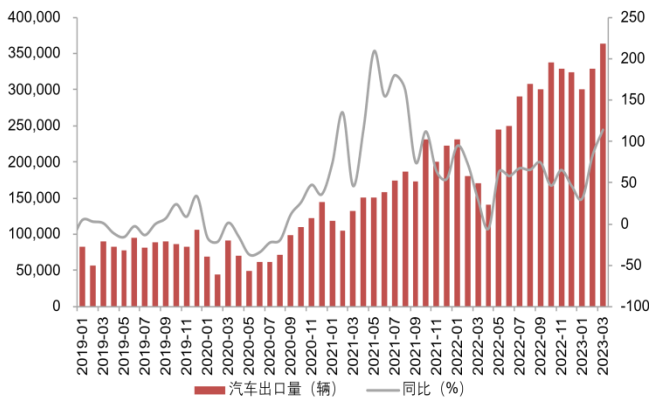
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9：经销商库存预警指数

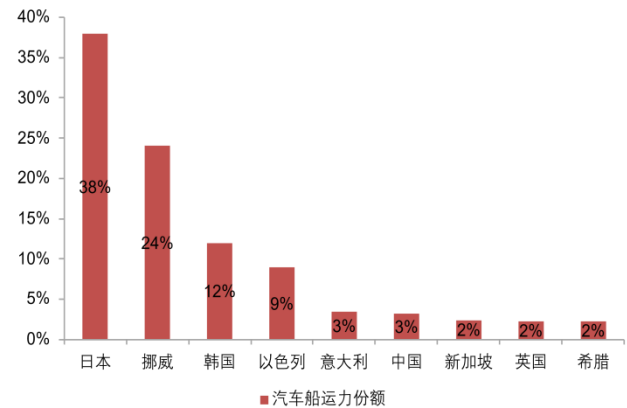


数据来源: Wind, 西南证券整理

汽车出口持续高增刺激国际运输需求，运力相对不足促进滚装市场发展。自主品牌竞争力的增长有效带动了汽车出口，汽车出口同比增速自 2020 年 6 月开始迅速增长至 2021 年 5 月的 208.4%，2022 年汽车出口量同比 55.1%；疫情放开后出口量增速反弹，2023 年 3 月同比增速 113.4%，汽车出口恢复高速增长。但从运力来看，中国滚装船运力仅占全球的 3%，运力与出口需求增长匹配性不足，有望为滚装船市场带来较大增长空间。

图 10：汽车出口量及同比增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：中国汽车船运力份额（截至 2022 年底）


数据来源：Clarkson，西南证券整理

对“一带一路”沿线国家出口高速增长，中欧班列运输市场潜力大。从出口增速来看，我国对“一带一路”沿线国家汽车出口显著增长，2021 年中国对沿线主要国家出口量同比增长 93.8%，出口额增长 100.8%。而在中国汽车船运力紧张背景下，中欧班列有望承担部分运力需求，市场潜力大。

表 1：2021 年中国对“一带一路”主要国家汽车出口情况

序号	国家	出口量/万辆	增长	出口额/亿美元	增长
1	沙特阿拉伯	13.3	35.4%	18.4	22.6%
2	俄罗斯	12.2	183.8%	19.8	183.7%
3	埃及	8.8	44.9%	6.8	54.5%
4	越南	5.8	57.5%	12.8	143.8%
5	泰国	4.9	1108.5%	2.1	211.8%
6	菲律宾	4.7	61.1%	9.2	59.2%
7	厄瓜多尔	4.6	136.1%	4.8	150.6%
8	马来西亚	4.5	17.4%	4.4	11.4%
9	巴基斯坦	4.4	363.2%	5.0	270.1%
10	白俄罗斯	3.4	64.2%	2.9	69.4%
11	南非	3.2	119.8%	4.2	109.0%
12	阿拉伯联合酋长国	2.5	155.4%	4.6	137.8%
13	意大利	2.1	273.2%	2.2	233.0%
14	斯洛文尼亚	1.8	260714.3%	4.9	896037.7%
15	科威特	1.8	76.7%	2.7	92.5%
16	尼日利亚	1.7	70.6%	5.0	156.1%

序号	国家	出口量/万辆	增长	出口额/亿美元	增长
17	乌兹别克斯坦	1.6	100.2%	3.6	40.7%
18	新西兰	1.6	248.1%	3.3	389.3%
19	玻利维亚	1.5	55.2%	1.5	88.8%
20	加纳	1.2	30.5%	2.1	121.0%
前 20 位合计		85.4	93.8%	120.2	100.8%

数据来源：中汽协，西南证券整理

3 数字化、联运力和国际化构成了公司核心竞争力

科技赋能物流，加强数字化平台建设。公司致力于科技赋能物流发展，报告期内继续加大对研发的投入，建设整车运输系统大融合，对外实现供应链信息化数据大支撑。截止 2022 年 12 月，公司完成了整车运输管理平台建设，集成了长久 TMS 运输管理系统、自营车系统、车务管理系统、安全管理系统、运输 APP 和智能调度等 10 余个系统；平台加强新技术应用和推进业务自动化，覆盖订单解析自动化处理、运力循环管控、计划调度分配、在途监控、车辆运抵交付等关键环节，由系统识别非审核类流程，实现无人操作自动流转，与上下游供应链系统协同，实现汽车物流供应链全流程数字化管理，进一步提升运营效率和客户服务质量，标志长久物流具备自主研发复杂系统的能力。

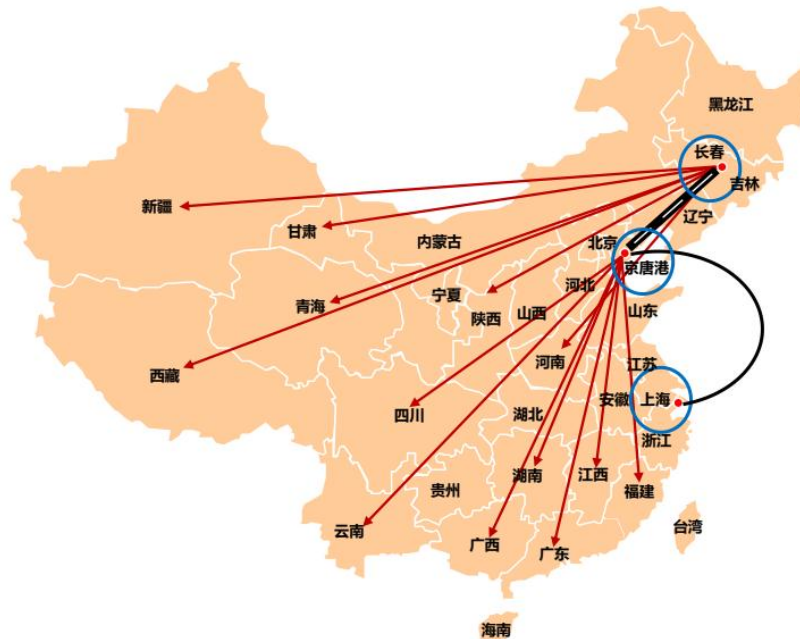
图 12：长久物流 TMS 系统



数据来源：公司官网，西南证券整理

多式联运经验丰富，资源协调能力强。公司多年来深耕于汽车物流行业，公路运输经验丰富，同时拥有十余年水运和铁路运输业务的操作管理经验，具备公路、铁路、水路多式联运的运输执行能力，并可以通过对不同运输方式的有效结合，保证运力的同时有效控制成本。截至目前公司累计水运可调度滚装船 10 艘，包括 3 艘江船和 7 艘海船，其中国际远洋滚装船 1 艘，并自有中置轴轿运车 2450 余台。

图 13：公司发挥多式联运的案例——一汽马自达发运图



数据来源：公司招股书，西南证券整理

客户覆盖主流车企，协同效应凸显。公司具有全国广泛的优质客户资源，全国主要的汽车企业集团或其下属企业均为公司的客户。公司与多个传统乘用车汽车生产销售企业建立了稳固的合作关系，同时也积极拓展了理想汽车、特斯拉等新势力品牌。此外，在商用汽车领域，一汽解放、中国重汽、陕西重汽等商用车汽车生产销售企业也是公司重要的合作伙伴。丰富的多元化客户资源，为公司的全国仓干配一体化网络建设打下坚实的基础，增强物流网络效应，建立物流网络领先优势。

图 14：公司基于客户资源打造的全国仓干配一体化网络



数据来源：公司招股书，西南证券整理

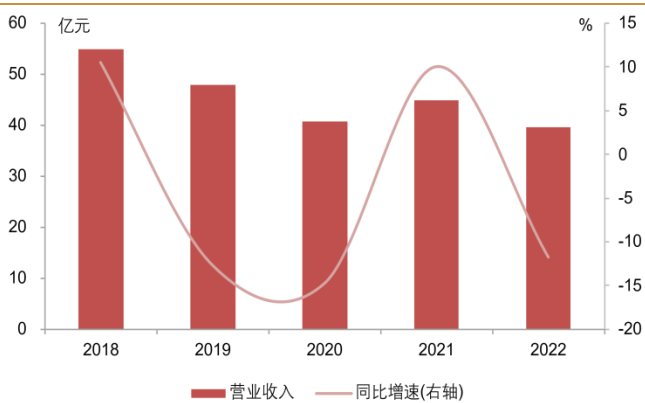
拓展国际铁水网络，发挥国内外联动优势。铁运方面，公司积极响应国家“一带一路”建设，以哈欧班列为基础，建立了覆盖欧洲及中亚地区的业务网络。陆运方面，公司孙公司波兰长久于 2021 年完成收购波兰汽车物流企业 ADAMPOL S.A 30% 股权，为公司的国际运营网络搭建和国产汽车厂商走向国际市场的大战略提供有力的支持。水运方面，公司于 2020 年通过子公司久洋船务购买了国际海运滚装船“久洋吉”号并投入运营，同时公司还通过收购江苏世创 49% 股权加强与格罗唯视深度合作，进一步提升客户服务质量，扩大市场空间，公司国际业务网络已覆盖欧洲、非洲、美洲及东南亚地区。

新能源事业研发先行，打下实体产业基础。公司新能源事业部优先完成了研发团队的组建，并积极与中国电力科学研究院有限公司等研究机构合作，开展退役动力电池诊断技术、储运技术、整包梯次利用技术研发，以及面向弱电网地区的光储一体化产品和解决方案研发。研发先行的举措为汽车退役动力电池从诊断、储运到梯次利用完整再利用链条提供技术支持，为下一步投入实体产业打下坚实基础。

4 业绩开始改善，盈利能力逐渐修复

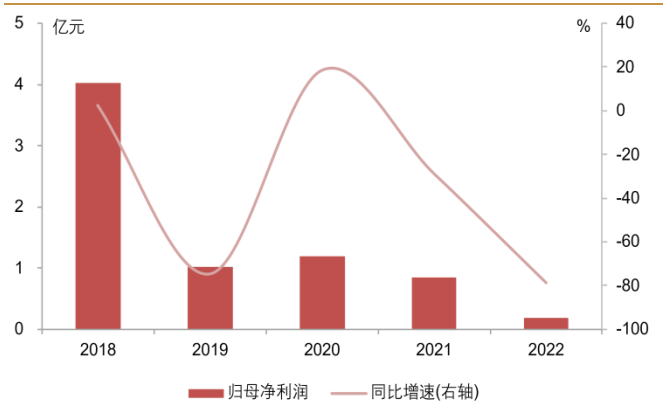
疫情影响叠加俄乌冲突导致业绩受到明显压制，防控放开后盈利显著改善。疫情对于居民消费和交通运输形成了极大影响，俄乌冲突导致中欧班列运行停摆，受此影响 2022 年公司实现营收 39.6 亿元，同比-12.1%。2022 年公司实现归母净利润 0.2 亿元，较 2021 年下降 0.7 亿元，同比-79.1%，主因当期中欧班列停运导致公司国际货运班列相关补贴大幅下滑；2021 年相关补贴为 1.6 亿元，过去五年相关补贴平均值为 1.3 亿元，而报告期内相关补贴仅为 0.2 亿元，相比去年和近五年均值均有较大差距。分季度来看，2022 年 Q1-Q4 收入分别为 9.3、9.1、9.8、11.3 亿元，归母净利润分别为 39.0、21.8、241.9、1494.0 万元，呈现逐步修复态势；疫情防控政策放开后盈利显著改善，2023 年 Q1 实现归母净利润 1296.3 万元，同比达+3220.3%。

图 15：长久物流营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

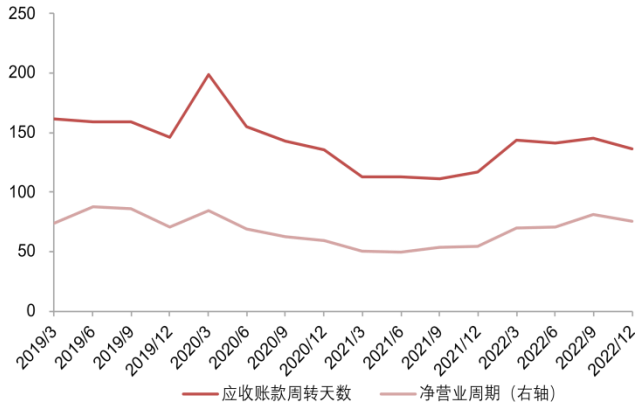
图 16：长久物流归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

受疫情和中欧班列停运影响，公司营运和盈利能力下滑，压力缓解后逐渐修复。国内疫情多点爆发影响国民收入，汽车消费较为低迷，疫情防控下运输受限，同时地缘冲突导致中欧班列停运，受此影响公司营运能力明显下滑，应收账款周转天数持续上升至 2022 年 Q3 的 145.7 天，净营业周期也持续升至 2022 年 Q3 的 81.5 天。营运能力下降导致收入端明显减少，公司 ROE 呈现趋势性下滑。随着疫情放开后经济逐渐修复，2022 年应收账款周转天

数和净营业周期分别降至 136.5 天和 75.4 天, ROE 修复至 0.8%, 压力缓解后盈利能力将逐渐改善。

图 17: 长久物流应收账款周期和净营业周期


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 长久物流 ROE (加权)


数据来源: Wind, 西南证券整理

5 盈利预测及估值

关键假设:

公司主要经营整车运输, 疫情放开后汽车销售的复苏将带动整车运输需求增长, 预计 2023-2025 年整车运输业务的运输量同比为 +12%、+10%、+9%, 单车收入同比为 +6%、+4.5%、+3.2%, 得到整车运输业务营业收入同比为 +18.7%、+15%、+12.5%; 预计 2023-2025 年整车运输业务毛利率为 9%、8.8%、8.4%。

基于此, 公司收入和成本预测如下表:

表 2: 收入成本预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入 (百万元)	3957.6	4710.1	5447.7	6160.4
	YoY	-12.1%	19.0%	15.7%	13.1%
	营业成本 (百万元)	3596.1	4231.5	4894.7	5513.8
	毛利率	9.1%	10.2%	10.2%	10.5%
整车运输业务	营业收入 (百万元)	3045.6	3615.7	4156.2	4675.3
	YoY	-16.0%	18.7%	15.0%	12.5%
	运输量 (万辆)	292.2	327.3	360.0	392.4
	YoY	-6.4%	12.0%	10.0%	9.0%
	单车收入 (百元/辆)	10.4	11.0	11.5	11.9
	YOY	-10.2%	6.0%	4.5%	3.2%
	营业成本 (百万元)	2825.6	3290.3	3790.5	4282.5
毛利率	7.2%	9.0%	8.8%	8.4%	
其他业务	营业收入 (百万元)	912.1	1094.5	1291.5	1485.2
	YOY	5.7%	20.0%	18.0%	15.0%

		2022A	2023E	2024E	2025E
	营业成本（百万元）	770.5	941.2	1104.2	1231.2
	毛利率	15.5%	14.0%	14.5%	17.1%

数据来源：西南证券

我们看好公司整车运输，认为公司运输需求将受益于汽车销售复苏而增加，国际业务和新能源业务也会高速增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.9、1.1、1.3 亿元，EPS 分别为 0.17、0.20、0.22 元，对应的 PE 为 54、45、40 倍。

我们认为困境反转下采用 PB 估值更为合适。根据公司业务我们选取三羊马、中铁特货、西上海作为可比公司，2023 年 5 月 7 日可比公司 PB-LF 均值为 2.2 倍，公司 PB 估值为 2.1 倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

公司	代码	股价（元）	每股净资产（元）	市净率 LF
			2023/5/7	2023/5/7
三羊马	001317.SZ	35.71	10.05	3.6
中铁特货	001213.SZ	4.95	4.15	1.2
西上海	605151.SH	17.32	9.76	1.8
可比公司均值				2.2

数据来源：西南证券；注：数据截至 2023 年 5 月 7 日

6 风险提示

汽车销售复苏不及预期、俄乌冲突超预期、内部管理等风险。

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	3957.61	4710.15	5447.70	6160.45	净利润	33.74	116.95	152.52	182.99
营业成本	3596.14	4231.51	4894.69	5513.76	折旧与摊销	104.39	109.96	118.54	128.83
营业税金及附加	23.49	27.95	32.33	36.56	财务费用	68.02	75.88	83.52	99.71
销售费用	80.10	95.33	110.26	124.68	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	203.82	230.99	264.83	306.29	经营营运资本变动	-183.09	50.28	-221.53	-229.55
财务费用	68.02	75.88	83.52	99.71	其他	10.94	-16.58	0.25	2.48
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	34.00	336.48	133.30	184.46
投资收益	21.35	7.11	12.41	13.62	资本支出	-184.96	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-0.41	0.00	0.00	0.00	其他	42.51	23.29	28.60	29.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-142.45	-176.71	-171.40	-170.19
营业利润	-11.81	55.58	74.48	93.07	短期借款	86.14	31.78	562.35	588.26
其他非经营损益	29.77	32.37	32.77	31.64	长期借款	11.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	17.96	87.96	107.25	124.71	股权融资	-4.46	0.00	0.00	0.00
所得税	-15.78	-28.99	-45.27	-58.28	支付股利	-277.87	-58.57	-302.13	-362.27
净利润	33.74	116.95	152.52	182.99	其他	12.13	-38.49	-111.48	-133.34
少数股东损益	15.78	24.26	41.39	57.73	筹资活动现金流净额	-172.11	-65.28	148.74	92.65
归属母公司股东净利润	17.97	92.68	111.13	125.26	现金流量净额	-273.01	94.49	110.63	106.91
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	612.04	706.52	817.15	924.07	成长能力				
应收和预付款项	1859.12	2032.17	2381.19	2747.43	销售收入增长率	-12.11%	19.02%	15.66%	13.08%
存货	57.04	27.84	40.88	56.59	营业利润增长率	-113.16%	570.79%	34.01%	24.96%
其他流动资产	115.78	117.87	128.58	141.95	净利润增长率	-65.92%	246.56%	30.42%	19.98%
长期股权投资	418.43	418.43	418.43	418.43	EBITDA 增长率	-36.04%	50.33%	14.55%	16.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1088.35	1197.62	1298.32	1388.72	毛利率	9.13%	10.16%	10.15%	10.50%
无形资产和开发支出	549.92	531.25	512.59	493.92	三费率	8.89%	8.54%	8.42%	8.61%
其他非流动资产	724.08	707.32	690.57	673.82	净利率	0.85%	2.48%	2.80%	2.97%
资产总计	5424.75	5739.03	6287.72	6844.94	ROE	1.31%	4.42%	6.12%	7.91%
短期借款	1030.78	1062.56	1624.91	2213.17	ROA	0.62%	2.04%	2.43%	2.67%
应付和预收款项	686.06	878.96	985.07	1102.69	ROIC	3.47%	5.31%	6.25%	7.05%
长期借款	42.22	42.22	42.22	42.22	EBITDA/销售收入	4.06%	5.13%	5.08%	5.22%
其他负债	1082.59	1111.48	1143.82	1173.55	营运能力				
负债合计	2841.64	3095.22	3796.02	4531.62	总资产周转率	0.72	0.84	0.91	0.94
股本	560.35	560.35	560.35	560.35	固定资产周转率	4.20	4.46	4.93	5.26
资本公积	371.00	371.00	371.00	371.00	应收账款周转率	2.54	2.84	2.91	2.83
留存收益	1255.37	1289.49	1098.49	861.48	存货周转率	105.82	99.71	142.47	113.14
归属母公司股东权益	2388.12	2424.57	2231.06	1994.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.82%	—	—	—
少数股东权益	194.99	219.25	260.64	318.36	资本结构				
股东权益合计	2583.10	2643.82	2491.70	2313.31	资产负债率	52.38%	53.93%	60.37%	66.20%
负债和股东权益合计	5424.75	5739.03	6287.72	6844.94	带息债务/总负债	59.51%	55.66%	60.20%	63.41%
					流动比率	1.23	1.19	1.07	0.99
					速动比率	1.21	1.18	1.06	0.98
					股利支付率	1546.56%	63.19%	271.87%	289.20%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	160.60	241.43	276.55	321.61	每股收益	0.03	0.17	0.20	0.22
PE	276.01	53.51	44.62	39.59	每股净资产	4.26	4.33	3.98	3.56
PB	2.08	2.05	2.22	2.49	每股经营现金	0.06	0.60	0.24	0.33
PS	1.25	1.05	0.91	0.80	每股股利	0.50	0.10	0.54	0.65
EV/EBITDA	33.64	22.41	21.24	19.76					
股息率	5.60%	1.18%	6.09%	7.31%					

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。

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	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	cyrif@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