

海外市场拓展迅速，业绩有望再创新高

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营收 54.2 亿, 同比+18.9%; 实现归母净利润 10.4 亿, 同比+6.1%。Q2 单季度来看, 实现营收 31.4 亿, 同比+14.8%, 环比+37.8%; 实现归母净利润 6.9 亿元, 同比-9.5%, 环比+96.9%。
- **国内市场持续突破, 海外市场实现高速增长。** 2023H1, 公司已完成中油技服 2022 年电驱压裂设备集中租赁项目 A 组大部分设备的验收交付, 包揽中石油 2023Q2 压裂设备带练集中采购项目, 北美电驱压裂设备市场开拓进展顺利。2023H1 公司国内营收为 29.0 亿, 同比-7.6%, 国内业务毛利率为 35.5%, 同比-1.6pp; 海外业务营收 25.2 亿, 同比+77.6%, 收入占比提升至 46.4%, 海外业务毛利率为 35.9%, 同比+7.6pp, 海外业务毛利率大幅提升带动公司综合毛利率上行。
- **综合毛利率提升, 期间费用率增长, 净利率短期承压。** 2023H1 公司毛利率、净利率分别为 35.7%、19.8%, 同比+1.3pp、-2.1pp, 毛利率增长主要系公司海外业务毛利率提升较多。2023H1, 公司期间费用率为 9.2%, 同比+2.2pp, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.0%/4.0%/3.2%/-2.1%, 同比-0.3/+0.1/+0.3/+2.1pp, 财务费用率增长较多主要系当期汇兑收益减少。Q2 单季度毛利率、净利率分别为 36.1%、15.9%, 同比+5.6pp、+3.9pp; 期间费用率为 4.6%, 同比+3.3pp, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.6%/3.6%/3.6%/-5.2%, 同比-1.2/+0.3/+0.6/+3.6pp。
- **“政策+市场”双重利好, 拉动油服行业市场需求, 公司确定性受益。** 2021 年以来, 油价整体回暖, 全球活跃钻机数量持续提升, 从 2021M1 的 1183 台增长至 2023M7 的 1820 台。《“十四五”现代能源体系规划》对我国能源安全保障能力提出更高要求, 非常规油气成为我国“稳油增气”的战略资源。为保障我国能源安全, 2030 年前我国原油年产量有望维持在 2 亿吨, 天然气产量稳步提升, 2050 年达 3500 亿立方米; 我国页岩油、页岩气产量持续提升, 页岩油、页岩气产量从 2002 年的 2 万吨、2 亿立方米增长至 2022 年的 300 万吨、240 亿立方米。公司持续开拓高端油气装备、油气田服务技术、油气工程等领域, 压裂设备在非常规油气开发领域优势明显, 伴随非常规油气开采力度持续增强, 公司有望持续受益。
- **多元化经营显成效, 业务多点开花。** 2023H1, 海工业务板块, 公司自主研发的水下注入头和水下盘管绞车系统成功应用在黄渤海、东海和南海; 清洁能源板块, 天然气设备及工程服务盈利能力大幅提升; 新能源领域, 锂电池负极材料 6.5 万吨一期项目基本建设完成、成功点火试生产, 有望在 2023H2 贡献收入; 环保领域, 依托高端装备制造领先技术, 公司成功研发锂电池资源化循环利用设备并取得订单。2023H1, 公司整体存量订单 90.3 亿元, 新增订单 60.4 亿元, 同比-15.6%, 新增订单下滑主要系环保、油气工程服务板块订单下滑较大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 26.7、31.4、37.0 亿元, 对应 EPS 分别为 2.60、3.05、3.60 元, 对应当前股价 PE 分别为 10、9、7 倍, 未来三年归母净利润复合增速为 18%。公司未来油气装备制造及服务优势巩固, 结合新能源产业线持续开拓, 成长空间广阔, 给予公司 2024 年 14 倍目标 PE, 6 个月目标价 42.70 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 油气价格波动风险、原材料价格上涨风险、新能源项目拓展或不及预期。

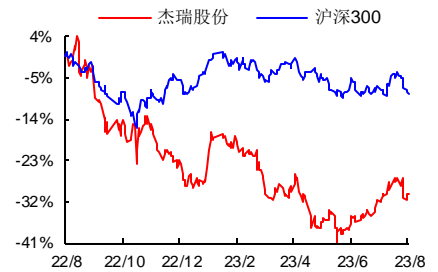
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11409.01	13577.83	16117.73	18795.11
增长率	30.00%	19.01%	18.71%	16.61%
归属母公司净利润(百万元)	2244.95	2671.79	3136.13	3695.82
增长率	41.54%	19.01%	17.38%	17.85%
每股收益 EPS(元)	2.19	2.60	3.05	3.60
净资产收益率 ROE	12.63%	13.23%	13.77%	14.30%
PE	12	10	9	7
PB	1.61	1.41	1.25	1.09

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@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)	10.27
流通 A 股(亿股)	6.92
52 周内股价区间(元)	23.11-41.1
总市值(亿元)	277.17
总资产(亿元)	305.58
每股净资产(元)	17.45

相关研究

目 录

1 杰瑞股份：深耕细作油服行业，持续创新推动业绩增长	1
1.1 民营油服龙头，多元业务齐发展.....	1
1.2 业绩高速增长，精细化管理见成效.....	3
1.3 股权结构清晰稳定，股权激励效果显著.....	5
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	6
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：杰瑞股份深耕油气行业 20 余年，成为国内民营油服龙头	1
图 2：压裂作业主要工作原理	2
图 3：油田固井作业主要原理	2
图 4：2019-2022 年业务收入结构基本维持稳定	3
图 5：公司两大业务板块毛利率维持在较高水平	3
图 6：2023H1 公司营收 54.2 亿元，同比增长 18.9%	4
图 7：2023H1 公司归母净利润 10.4 亿元，同比增长 6.1%	4
图 8：2023H1 公司国内收入 29.0 亿元，国外收入 25.2 亿元	4
图 9：2023H1 公司在手订单充足，新增订单同比略有下降	4
图 10：2023H1 公司毛利率为 35.7%，净利率为 19.8%	5
图 11：2023H1 公司期间费用率 9.17%，同比增长 2.15pp	5
图 12：杰瑞股份股权结构清晰，孙伟杰、王坤晓、刘贞峰为公司实际控制人	5

表 目 录

表 1：公司高端制造产品竞争力强	2
表 2：分业务收入及毛利率	6
表 3：可比公司估值	7
附表：财务预测与估值	8

1 杰瑞股份：深耕细作油服行业，持续创新推动业绩增长

1.1 民营油服龙头，多元业务齐发展

杰瑞股份成立于1999年，总部位于山东烟台，主要业务包括高端装备制造、油气工程及油气田技术服务、环境治理、新能源领域，主要应用于石油天然气的勘探开发、集运输送，环境治理、新能源等领域。自成立以来，公司致力于成为一体化油气装备和技术工程服务提供商，其发展历史可以分为四个阶段：

1) 1999-2006年：自主研发制造奠基期。1999年，公司成立并开始从事进口矿山配件贸易。2000年，公司进军油田行业，从事油田配件销售与设备维修业务，知名度持续扩大。从2002年起，公司成立装备研发部开启自主研发之路。2006年，公司进军油田服务和天然气装备制造领域，产业链进一步延伸。

2) 2007-2013年：国际市场持续扩张期。2007年，公司业务扩展至美国、墨西哥地区，开启全球化发展征程。2008年，美国杰瑞公司成立。2010年，公司在深交所上市，上下游产业链进一步完善，开始布局海外市场。2013年，公司发布压裂新概念，首推“小井场大作业”成套页岩气压裂解决方案，全面进军油气田工程领域。

3) 2014-2020年：以创新变革为核心的多元化发展期。公司以持续创新驱动企业发展，在高端装备、环保、工业协同研发等领域，持续优化产业布局。2014年，公司推出世界首台4500型涡轮压裂车，开启油田涡轮时代，同年建设LNG液化工厂，推动我国页岩气商业化发展。2015年，公司开始拓展环保业务。2019年，公司自主研发全球首套电驱压裂成套设备和页岩气开发解决方案，助力页岩气革命。2020年，公司开启数字化转型新篇章。

4) 2021年-至今：入局新能源，确定双主业。2021年以来，公司持续研发创新，先后推出压裂智能控制系统、涡轮压裂新品，重新定义涡轮压裂新时代，推动我国页岩油气规模开发和产能建设。同年成立杰瑞新能源科技公司进军锂离子电池负极材料领域，确定“油气产业”和“新能源产业”双主业战略。2023年，杰瑞新能源10万吨锂离子电池负极材料一体化项目成功点火试运行。

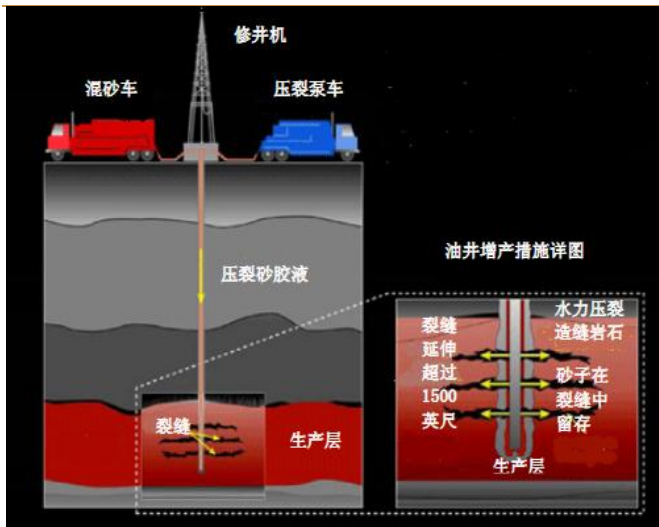
图1：杰瑞股份深耕油气行业20余年，成为国内民营油服龙头



数据来源：公司官网，西南证券整理

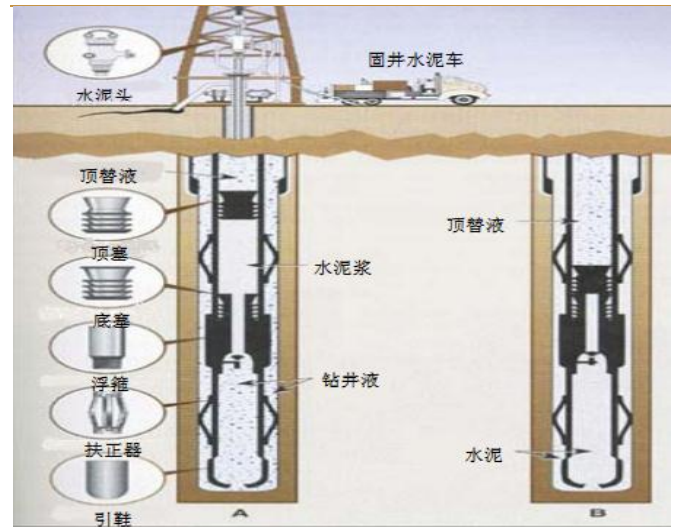
依托油气装备制造及技术服务推动多元化业务共同发展。1) 油气装备制造及技术服务为公司主营业务，主要是为石油天然气公司勘探开发和集输油气提供产品和服务。以油气生产井口为界，井口以下部分完成勘探、钻完井、形成井口为油气田服务，在此过程中涉及油气田设备包括压裂、固井、连接油管等设备，其中以压裂成套设备为主；井口以上部分完成井口形成后的分离、净化及集运输送工程为油气田工程服务，油气工程设备包括形成工程本体的设备模块。2) 维修改造及配件业务是向油气田公司提供后续维修改造和配件，包括高压柱塞泵及配件、高压管汇、井口井控部件及井下工具、螺杆钻具、散热系统、发动机部件等。3) 环保服务是为客户提供油泥处理、污泥减量化、土壤修复等环保服务以及环保设备等一体化解决方案。

图 2：压裂作业主要工作原理



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 3：油田固井作业主要原理



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 1：公司高端制造产品竞争力强

装备	具体产品	业务竞争力	产品图例
油田装备	压裂成套设备	1) 我国唯一向北美提供全套页岩气压裂设备的供应商 2) 世界首套大功率油气田开发涡轮压裂装备 3) 全球首个电驱压裂成套设备及页岩气开发解决方案	
	智控固井设备	1) 世界首台双混合大排量超大功率固井车 2) 世界首套下灰自动化设备	
	智能连续油管设备	1) 中国首台智能电控大管径连续油管设备 2) 中国首套 35 寸大管径连续油管作业撬组	
	柱塞泵	全球柱塞泵提供范围最广	
天然气装备	天然气压缩机组	1) 中国首套通过欧盟 CE 认证高转速大功率压缩机组 2) 中国储气库领域首个进口离心式压缩机组项目 3) 往复式压缩机组最高功率 7467KW，最高出压力可达 62MPa	

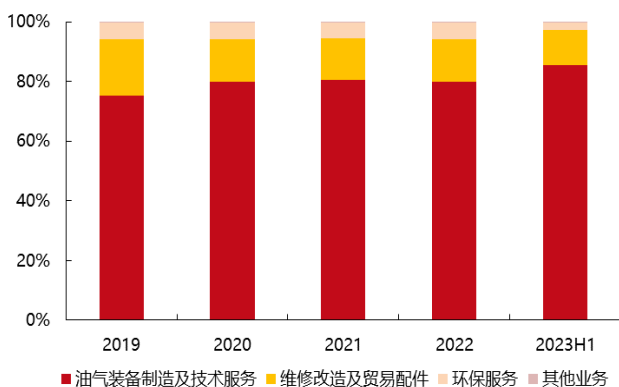
装备	具体产品	业务竞争力	产品图例
	燃气发电设备	1) 燃气发电机组覆盖 0.2MW 至 10.4MW 2) 向中国首个单井高低浓度瓦斯发电项目提供燃气发电机组	

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司业务结构维持稳定。2023H1，油气装备制造及技术服务、维修改造及配件和环保服务业务占比分别为 85.6%、11.5%和 2.5%。

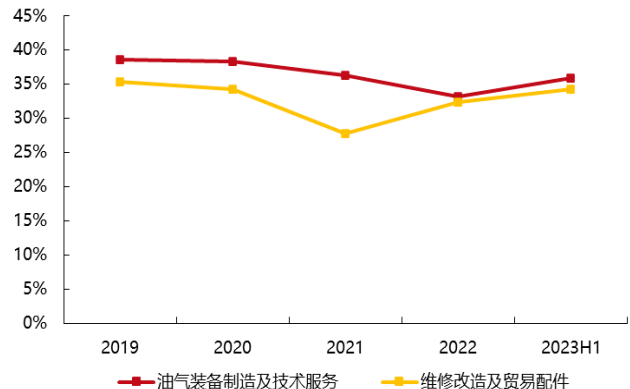
- 1) 油气装备制造及技术服务：**2019-2022 年，油气装备制造及技术服务营收由 52.1 亿元提升至 91.3 亿元，CAGR 为 21%，占公司营收比例由 75.3%提升至 80.0%。2023H1 油气装备及技术服务业务实现营收 46.4 亿元，同比增长 18.0%，毛利率为 35.9%，同比增长 1.3 个百分点。
- 2) 维修改造及贸易配件：**2019-2022 年，维修改造及贸易配件业务营收由 13.1 亿元增长至 16.3 亿元，CAGR 为 8%。2023H1 维修改造及贸易配件业务实现营收 6.3 亿元，同比增长 36.4%，毛利率为 34.2%，同比减少 1.0 个百分点。
- 3) 环保服务：**2019-2022 年，环保服务营收由 3.9 亿元提升至 6.1 亿元，CAGR 为 16%。2023H1 环保服务实现营收 1.4 亿元，同比减少 10.2%。

图 4：2019-2022 年业务收入结构基本维持稳定



数据来源：Wind，西南证券整理

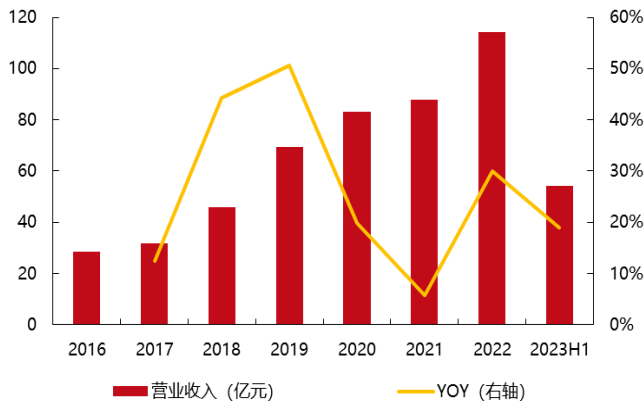
图 5：公司两大业务板块毛利率维持在较高水平



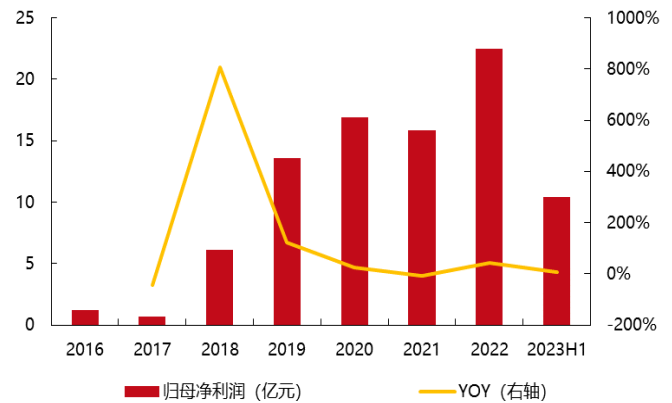
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 业绩高速增长，精细化管理见成效

海外业务持续拓展，公司业绩高速增长。2016-2022 年，公司营收由 28.3 亿元增长至 114.1 亿元，6 年 CAGR 为 26%，归母净利润由 1.2 亿元增长至 22.5 亿元，6 年 CAGR 高达 63%。2023H1 公司实现营收 54.2 亿元，同比增长 18.9%，主要得益于公司海外业务实现大幅增长；实现归母净利润 10.4 亿元，同比增长 6.1%。

图 6：2023H1 公司营收 54.2 亿元，同比增长 18.9%


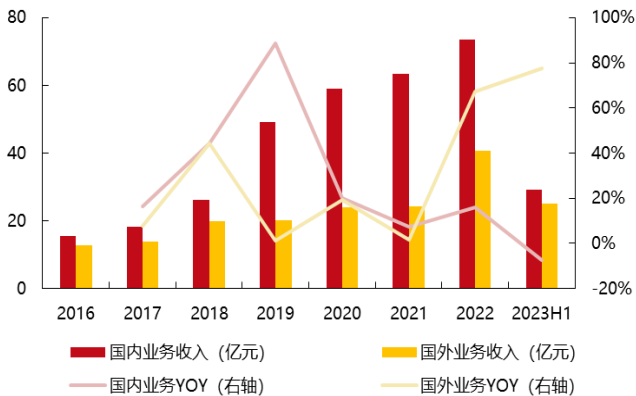
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2023H1 公司归母净利润 10.4 亿元，同比增长 6.1%


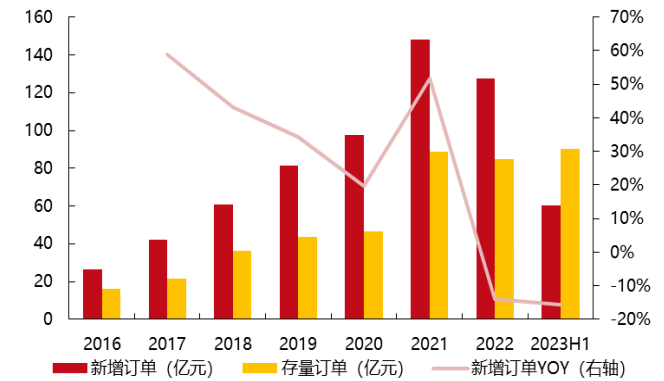
数据来源：Wind，西南证券整理

海外业务布局进展顺利，海外收入增长显著。2016-2022 年，公司国内业务收入从 15.6 亿元增长至 73.5 亿元，国外业务收入从 12.8 亿元增长至 40.6 亿元，其中 2022 年国内、国外业务收入同比分别增长 19.3%、67.3%。2023H1 公司海外战略布局取得显著成效，全球性战略客户开发取得持续突破，国外业务营收达 25.2 亿元，同比增长 77.6%，收入占比提升至 46.4%；实现国内业务营收 29.0 亿元，同比减少 7.6%。

在手订单充足，新增订单整体呈现增长趋势。2016-2022 年新增订单额从 26.6 亿元增长至 127.3 亿元，CAGR 为 30%。2023H1 公司在手订单为 90.3 亿元，未来订单有望得到充分确认，保障业绩增长；新增订单 60.4 亿元，同比减少 15.6%，主要系环保板块和油气工程服务板块订单较去年下滑较大。

图 8：2023H1 公司国内收入 29.0 亿元，国外收入 25.2 亿元


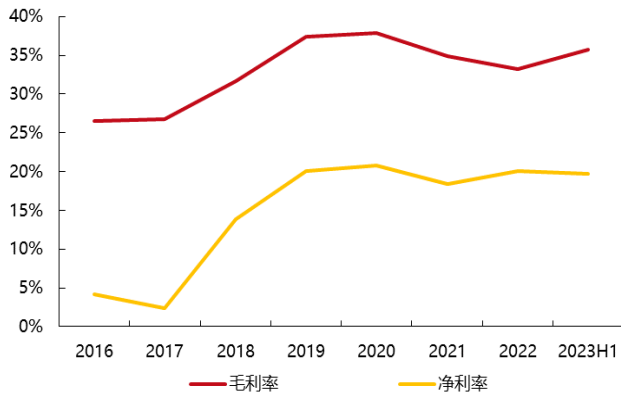
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2023H1 公司在手订单充足，新增订单同比略有下降


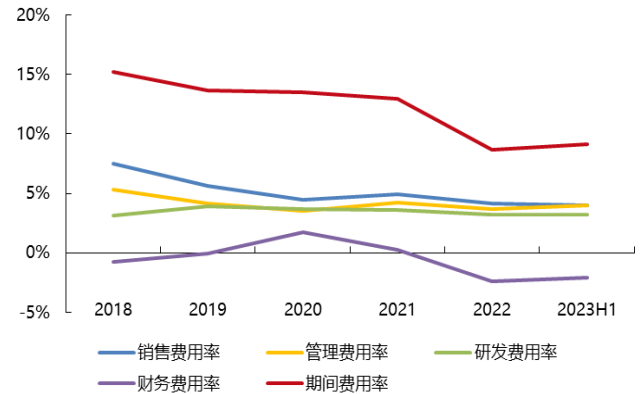
数据来源：Wind，西南证券整理

毛利率、净利率波动上升，盈利能力提升。2016 年以来，公司综合毛利率上下波动较为明显，从 2016 年的 26.5% 增长至 2020 年的 37.9%，再减少至 2022 年的 33.2%。2021 年同比减少 3.0 个百分点，主要系原材料、大宗商品及国际海运价格上涨，导致经营成本增高；2022 年同比减少 1.6 个百分点，主要系业务分包成本大幅提升，同比增长 302.7%，占营业成本比重增长至 10.0%，同比增长 6.7 个百分点；得益于公司海外业务毛利率增长，2023H1 毛利率增长至 35.7%，同比增长 1.3 个百分点，公司净利率整体呈现快速增长趋势，由 2016 年的 4.2% 增长至 2023H1 的 19.8%

精细化管理见成效，整体费用率呈下降趋势。公司通过实施数字化变革，提质降本增效、精细化管理。2017 年以来，公司期间费用率由 15.2% 减少至 2022 年的 8.6%，2022 年同比减少 4.3 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.2%、3.7%、3.2%、-2.4%，同比分别减少 0.8、0.5、0.4、2.6 个百分点，财务费用下降主要系美元、卢布升值，汇兑收益较高。2023H1 公司期间费用率为 9.2%，同比增长 2.2 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.0%、4.0%、3.2%、-2.1%，销售费用率减少 0.3 个百分点，管理、研发、财务费用率分别增加 0.1、0.3、2.1 个百分点，财务费用率增长较多主要系公司同期汇兑收益减少。

图 10：2023H1 公司毛利率为 35.7%，净利率为 19.8%


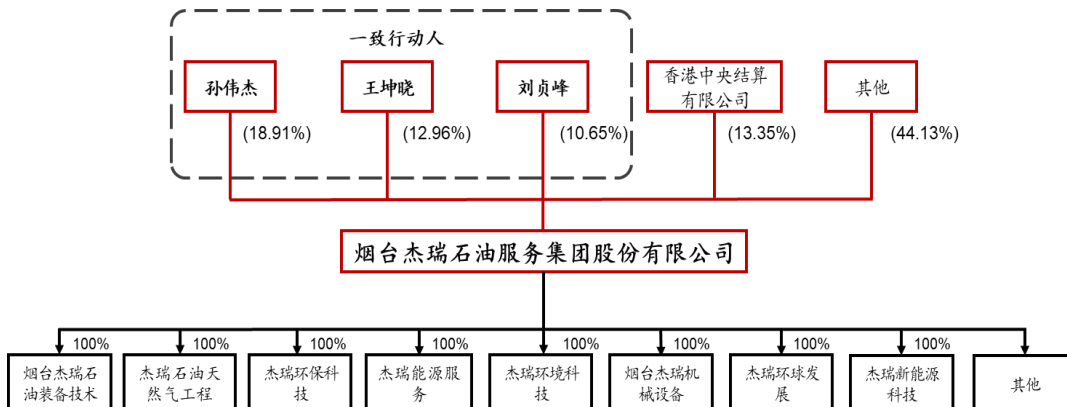
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2023H1 公司期间费用率 9.17%，同比增长 2.15pp


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 股权结构清晰稳定，股权激励效果显著

股权结构清晰稳定，“奋斗者计划”股权激励充分。公司实际控制人为孙伟杰、王坤晓、刘贞峰，三人具有一致行动关系，合计直接持股 42.52%。公司股权结构清晰稳定，决策效率高。自 2015 年起，公司持续推出“奋斗者”员工持股计划，股权激励充分，员工积极性调动充分。公司下设多家子公司，包括石油装备技术、能源服务、环境科技、新能源科技、机械设备公司等。

图 12：杰瑞股份股权结构清晰，孙伟杰、王坤晓、刘贞峰为公司实际控制人


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：

1) 国家能源安全战略背景下，非常规油气资源开发已成为我国“稳油增气”的战略性资源，页岩油气开发力度加强刺激压裂设备需求。电驱压裂新品陆续推出，品牌影响力持续提升。综上两点，预计 2023-2025 年油气装备制造及技术服务业务订单同比增长 18.0%、18.0%、16.0%。

2) 维修改造及贸易配件属于后市场业务，油气行业景气度上升将带来业务增长，预计 2023-2025 年维修改造及贸易配件业务订单同比增长 30.0%、25.0%、20.0%。

基于以上假设，预计公司 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
油气装备制造及技术服务	收入	9130.72	10774.24	12713.61	14747.79
	增速	29.41%	18.00%	18.00%	16.00%
	毛利率	33.11%	34.50%	34.00%	34.00%
维修改造及贸易配件	收入	1631.78	2121.31	2651.64	3181.97
	增速	33.04%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	32.28%	33.00%	33.00%	33.00%
环保服务	收入	612.16	642.77	707.04	813.10
	增速	32.02%	5.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	37.73%	38.00%	38.00%	38.00%
其他业务	收入	34.35	39.50	45.43	52.25
	增速	13.47%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	29.72%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	11409.01	13577.83	16117.73	18795.10
	增速	30.00%	19.01%	18.71%	16.61%
	毛利率	33.23%	34.43%	34.01%	34.01%

数据来源：公司公告，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取 2 家油服行业上市公司作为估值参考，其中中海油服涉及物探、钻完井、测录井、油气生产领域。杰瑞股份产业覆盖钻完井、测录井、油气生产服务、油气设备等领域，各产业协同发展，具备一体化优势。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 26.7 亿元、31.4 亿元、37.0 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 18%，结合公司三年复合增长率及公司民营油服龙头地位，给予 2024 年 14 倍估值，对应目标价 42.70 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600968.SH	海油发展	3.05	0.24	0.29	0.34	0.40	12.12	10.72	9.07	7.58
601808.SH	中海油服	15.28	0.49	0.72	0.88	1.03	33.63	21.32	17.34	14.86
平均值							22.88	16.02	13.21	11.22

数据来源: Wind, 西南证券整理

3 风险提示

油气价格波动风险：油气价格波动会直接影响油气公司资本开支情况，进而影响油服公司订单量及营业收入。

原材料价格上涨风险：公司主要业务包括油气装备制造、贸易配件业务，产品原材料主要包括铜、铁、铝等大宗商品，原材料成本占比保持 60% 以上，原材料价格上涨可能会导致毛利率下降。

新能源项目拓展或不及预期：公司锂离子电池负极材料项目仍处于建设过程中，尚未形成产品投产销售，如果项目实施或订单签订不达预期，可能会对公司未来发展造成影响。

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	11409.01	13577.83	16117.73	18795.11	净利润	2288.04	2719.94	3195.57	3768.94
营业成本	7617.60	8902.61	10635.48	12403.54	折旧与摊销	564.10	273.22	273.22	273.22
营业税金及附加	55.64	88.26	99.93	114.65	财务费用	-273.61	-67.89	-120.88	-187.95
销售费用	473.08	611.00	709.18	808.19	资产减值损失	-44.83	65.63	95.33	94.51
管理费用	418.58	1045.49	1224.95	1428.43	经营营运资本变动	-250.96	-2383.51	-1884.81	-1789.74
财务费用	-273.61	-67.89	-120.88	-187.95	其他	-1274.86	-186.28	-184.88	-55.32
资产减值损失	-44.83	65.63	95.33	94.51	经营活动现金流净额	1007.87	421.11	1373.56	2103.66
投资收益	134.48	150.00	150.00	150.00	资本支出	-1619.11	-200.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	19.04	11.12	12.38	13.07	其他	-2279.29	1197.95	162.38	163.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3898.39	997.95	12.38	13.07
营业利润	2577.41	3093.85	3636.12	4296.80	短期借款	971.61	-182.86	0.00	0.00
其他非经营损益	36.03	32.51	36.95	35.31	长期借款	312.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	2613.45	3126.36	3673.07	4332.11	股权融资	2633.72	0.00	0.00	0.00
所得税	325.41	406.43	477.50	563.17	支付股利	-171.86	-448.99	-534.36	-627.23
净利润	2288.04	2719.94	3195.57	3768.94	其他	-355.12	125.34	120.88	187.95
少数股东损益	43.09	48.14	59.44	73.12	筹资活动现金流净额	3391.12	-506.51	-413.48	-439.28
归属母公司股东净利润	2244.95	2671.79	3136.13	3695.82	现金流量净额	571.12	912.55	972.45	1677.45
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	4033.71	4946.25	5918.71	7596.16	成长能力				
应收和预付款项	8822.96	9990.98	12069.61	14056.04	销售收入增长率	30.00%	19.01%	18.71%	16.61%
存货	4969.67	5845.77	7087.72	8219.68	营业利润增长率	40.64%	20.04%	17.53%	18.17%
其他流动资产	4016.64	2706.27	2825.80	2951.79	净利润增长率	41.96%	18.88%	17.49%	17.94%
长期股权投资	227.25	227.25	227.25	227.25	EBITDA 增长率	26.46%	15.04%	14.83%	15.67%
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	3440.18	3458.98	3427.78	3396.57	毛利率	33.23%	34.43%	34.01%	34.01%
无形资产和开发支出	900.86	809.41	717.96	626.50	三费率	5.42%	11.70%	11.25%	10.90%
其他非流动资产	2814.58	2814.01	2813.44	2812.88	净利率	20.05%	20.03%	19.83%	20.05%
资产总计	29225.83	30798.92	35088.25	39886.86	ROE	12.63%	13.23%	13.77%	14.30%
短期借款	1682.86	1500.00	1500.00	1500.00	ROA	7.83%	8.83%	9.11%	9.45%
应付和预收款项	5831.88	6066.09	7370.75	8697.62	ROIC	19.09%	20.78%	20.55%	21.38%
长期借款	551.77	551.77	551.77	551.77	EBITDA/销售收入	25.14%	24.30%	23.50%	23.31%
其他负债	3037.57	2129.10	2452.57	2782.60	营运能力				
负债合计	11104.08	10246.96	11875.09	13531.99	总资产周转率	0.47	0.45	0.49	0.50
股本	1026.95	1026.95	1026.95	1026.95	固定资产周转率	5.62	6.41	8.32	10.70
资本公积	6288.78	6288.78	6288.78	6288.78	应收账款周转率	2.04	1.98	2.00	1.97
留存收益	10190.83	12413.63	15015.41	18084.00	存货周转率	1.64	1.62	1.63	1.62
归属母公司股东权益	17266.31	19648.37	22250.14	25318.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.06%	—	—	—
少数股东权益	855.44	903.58	963.02	1036.14	资本结构				
股东权益合计	18121.75	20551.95	23213.16	26354.87	资产负债率	37.99%	33.27%	33.84%	33.93%
负债和股东权益合计	29225.83	30798.92	35088.25	39886.86	带息债务/总负债	20.12%	20.02%	17.28%	15.16%
					流动比率	2.17	2.55	2.57	2.62
					速动比率	1.67	1.91	1.92	1.97
					股利支付率	7.66%	16.80%	17.04%	16.97%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	2867.89	3299.19	3788.46	4382.07	每股收益	2.19	2.60	3.05	3.60
PE	12.35	10.37	8.84	7.50	每股净资产	16.81	19.13	21.67	24.65
PB	1.61	1.41	1.25	1.09	每股经营现金	0.98	0.41	1.34	2.05
PS	2.43	2.04	1.72	1.47	每股股利	0.17	0.44	0.52	0.61
EV/EBITDA	7.37	6.05	5.01	3.95					
股息率	0.62%	1.62%	1.93%	2.26%					

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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@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	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
