

## 22H1 业绩短期承压，静待免税成为第二成长曲线

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年报，2022H1 公司营收 13.8 亿元，同比下降 17.2%，2022H1 归母净利润为-0.6 亿元，同比下降 290.9%；Q2 单季度看，实现营收 8.5 亿元，同比下降 9.2%，归母净利润为 0.2 亿元，同比下降 255.0%。
- **受原材料涨价及下游订单需求减少影响，公司主营业务短期承压。**1) **幕墙工程业务：**受建筑装饰业务订单减少，工程项目进度缓慢影响，2022H1 幕墙工程业务营收 6.3 亿元，同比下降-39.7%，毛利率为 8.5%，同比减少 1.5 个百分点。2) **特种玻璃业务：**受大宗商品涨价影响，2022H1 公司特玻材料业务营收 6 亿元，同比增长 28.8%，毛利率为 5.1%，同比减少 25.5 个百分点。3) **幕墙玻璃制品：**2022H1 公司幕墙玻璃制品业务营收为 1.3 亿元，同比下降 19.5%，毛利率为 19.8%，同比增加 10.3 个百分点。
- **公司毛利率有所下滑，期间费用率保持稳定。**2022H1 公司毛利率、净利率水平受原材料成本上升，市场需求受疫情影响降低等因素影响，毛利率为 8.2%，同比下降 7.6 个百分点；净利率为-5.3%，同比下降 8.6 个百分点。2022H1 公司销售、财务费用率分别为 1.5%、0.9%，分别下降 0.9、0.3 个百分点，管理费用率为 10.3%，同比上升 0.6 个百分点。
- **海控免税拟注入，公司发展迎来新机遇。**公司非公开发行募集资金已于 2022 年 4 月 20 日到账，募集资金净额 5.87 亿元，免税资产注入在即。2022Q1 销售额同比增长 252%，免税购物人数同比增长 360%，免税购物件数同比增长 200%；2022Q2 销售额同比增长约 120%，购买件数同比增长约 155%，免税资产的注入将有望成为公司业绩增长的第二成长曲线。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.67、1.35、1.94 亿元，未来三年归母净利润复合增长率为 22.94%，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、主要原材料价格波动风险、客户及供应商风险、疫情反复风险。

| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 4365.38 | 5056.05 | 5867.64 | 6439.06 |
| 增长率           | -1.26%  | 15.82%  | 16.05%  | 9.74%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 104.25  | 67.22   | 134.76  | 193.72  |
| 增长率           | -30.29% | -35.52% | 100.47% | 43.75%  |
| 每股收益 EPS（元）   | 0.12    | 0.08    | 0.16    | 0.23    |
| 净资产收益率 ROE    | 14.61%  | 9.01%   | 13.98%  | 17.18%  |
| PE            | 90      | 139     | 69      | 48      |
| PB            | 10.39   | 9.47    | 8.43    | 7.33    |

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：duxu@swsc.com.cn  
联系人：宿一赫  
电话：15721449682  
邮箱：suyh@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)      | 8.45       |
| 流通 A 股(亿股)   | 8.04       |
| 52 周内股价区间(元) | 9.45-17.15 |
| 总市值(亿元)      | 95.06      |
| 总资产(亿元)      | 53.81      |
| 每股净资产(元)     | 1.10       |

### 相关研究

## 目 录

|                                  |          |
|----------------------------------|----------|
| <b>1 免税资产拟注入，幕墙巨头转型再出发 .....</b> | <b>1</b> |
| 1.1 布局全面的幕墙巨头，公司迎来发展新机遇 .....    | 1        |
| 1.2 公司业绩短期承压，静待市场需求回暖 .....      | 3        |
| 1.3 公司股权结构清晰稳定，国资占比逐渐提升 .....    | 5        |
| <b>2 海控免税拟注入，公司发展迎来新机遇 .....</b> | <b>6</b> |
| <b>3 盈利预测与估值 .....</b>           | <b>7</b> |
| 3.1 盈利预测 .....                   | 7        |
| 3.2 相对估值 .....                   | 8        |
| <b>4 风险提示 .....</b>              | <b>8</b> |

## 图 目 录

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 图 1：公司发展可分为四个阶段 .....              | 1 |
| 图 2：2022H1 公司特种玻璃业务占比提升明显 .....    | 2 |
| 图 3：公司主要业务营收（单位：亿元） .....          | 3 |
| 图 4：2022H1 公司各项业务毛利率均有所毛利率下滑 ..... | 3 |
| 图 5：公司营业收入水平相对稳定 .....             | 3 |
| 图 6：公司归母净利润短期承压 .....              | 3 |
| 图 7：2022H1 公司以国内业务为主 .....         | 4 |
| 图 8：公司毛利率呈下滑趋势 .....               | 4 |
| 图 9：2022Q1 受营收影响费用率上升 .....        | 4 |
| 图 10：公司研发费用率持续提升 .....             | 5 |
| 图 11：研发人员数量占比逐步提升 .....            | 5 |
| 图 12：公司主要股东持股比例较高，股权结构稳定 .....     | 5 |
| 图 13：海控免税城 .....                   | 6 |
| 图 14：海控免税城二期 .....                 | 6 |
| 图 15：局部疫情后免税消费额出现大幅反弹 .....        | 6 |

## 表 目 录

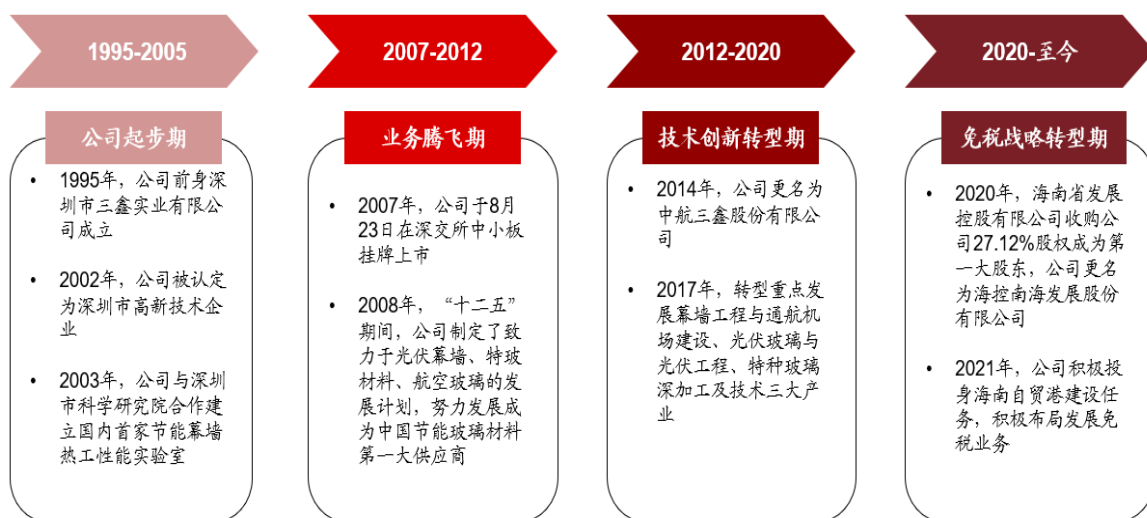
|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 表 1：公司三大主营业务 .....                   | 1 |
| 表 2：分业务收入及毛利率 .....                  | 7 |
| 表 3：可比公司估值（截至 2022 年 8 月 29 日） ..... | 8 |
| 附表：财务预测与估值 .....                     | 9 |

# 1 免税资产拟注入，幕墙巨头转型再出发

## 1.1 布局全面的幕墙巨头，公司迎来发展新机遇

公司为具备完整产业链的幕墙专业企业，拟切入免税赛道。公司前身深圳市三鑫实业有限公司于 1995 年成立；2007 年 8 月 23 日公司在深交所中小板挂牌上市；2014 年贵航集团成为公司第一大股东，公司更名为中航三鑫股份有限公司；2017 年公司寻求突破转型，重点发展幕墙工程与通航机场建设、光伏玻璃与光伏工程、特种玻璃深加工及技术三大产业；2020 年 5 月海南省发展控股有限公司收购 27.1% 股权成为公司第一大股东；2021 年 4 月，公司发布公告，全球消费精品（海南）贸易有限公司的控股权将于未来 3 年内注入公司。


图 1：公司发展可分为四个阶段





资料来源：公司官网，Choice，西南证券整理

目前公司主营业务可分为幕墙与内装工程、光伏玻璃、特种玻璃深加工等三大领域。公司在海南、安徽蚌埠、惠州大亚湾、深圳、珠海、上海、北京、成都等地建立现代化科研生产基地，幕墙业务范围覆盖全国乃至港澳、东南亚、欧美、中东、西亚等国家及地区，是国内知名的幕墙骨干企业。

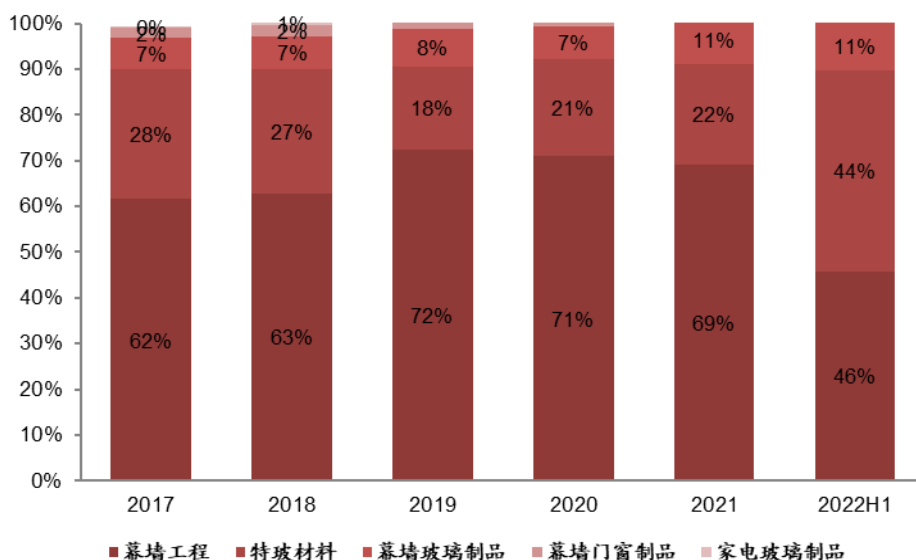
表 1：公司三大主营业务

| 主要业务    | 主要内容  | 经营模式  | 产品图例  |
|---------|---|---|---|
| 幕墙与内装工程 | 幕墙与工程业务主要包含高端幕墙工程的设计、生产、施工、维护服务等，以深圳、北京、上海、珠海为核心区域，重点在政府公建、高层建筑、购物中心等项目进一步深耕。 | 通过公开招标或邀请招标方式进行承接中长期项目及人员外包。承接方式分为业主招标确定总包和分包企业及业主先确定总包再委托总包招标确定分包企业。 |  |

| 主要业务 | 主要内容  | 经营模式                          | 产品图例  |
|------|---|-------------------------------|---|
| 光伏玻璃 | 产品重点为丝印、打孔、双层镀、大尺寸、薄玻璃等高品质、高透玻璃产品等延伸，包含大尺寸型、海洋型、沙漠型、防火型等产品。 | 以销定产                          |  |
| 特种玻璃 | 特种玻璃深加工业务主要包含石英砂矿开采、特种玻璃深加工、特种/普通玻璃生产线设计与工程技术输出等业务。         | 建筑玻璃采取以销定产模式经营，特种玻璃采取招标方式承接项目 |  |

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

**图 2：2022H1 公司特种玻璃业务占比提升明显**

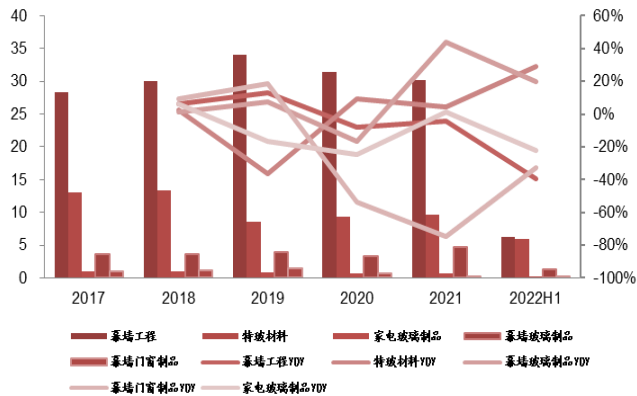


资料来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

- 1) **幕墙工程业务是公司核心业务，受行业需求影响收入端短期承压。**2021 年公司幕墙工程业务营收 30.1 亿元，同比下降 4.1%，毛利率为 9.0%，同比增加 0.4 个百分点；受建筑装饰业务订单减少，工程项目进度缓慢影响，2022H1 幕墙工程业务营收 6.3 亿元，同比下降 39.7%，毛利率为 8.5%，同比减少 1.5 个百分点。
- 2) **受原材料涨价因素影响，特种玻璃业务毛利率下滑明显。**2021 年公司特玻材料业务营收 9.7 亿元，同比增长 4.1%，毛利率为 19.0%，同比减少 21.8 个百分点；受大宗商品涨价影响，2022H1 公司特玻材料业务营收 6 亿元，同比增长 28.8%，毛利率为 5.1%，同比减少 25.5 个百分点。

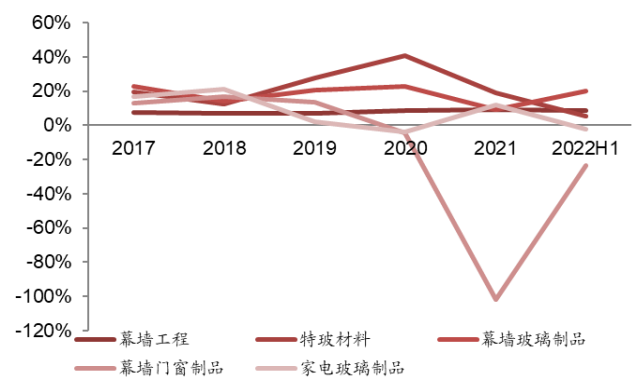
- 3) 幕墙玻璃制品为公司第三大业务, 毛利率回升明显。2021 年公司幕墙玻璃制品业务营收为 3.5 亿元, 同比增长 47.2%, 毛利率为 9.2%, 同比减少 13.8 个百分点; 2022H1 公司幕墙玻璃制品业务营收为 1.3 亿元, 同比下降 19.5%, 毛利率为 19.8%, 同比增加 10.3 个百分点。

图 3: 公司主要业务营收 (单位: 亿元)



数据来源: Choice, 西南证券整理

图 4: 2022H1 公司各项业务毛利率均有所毛利率下滑

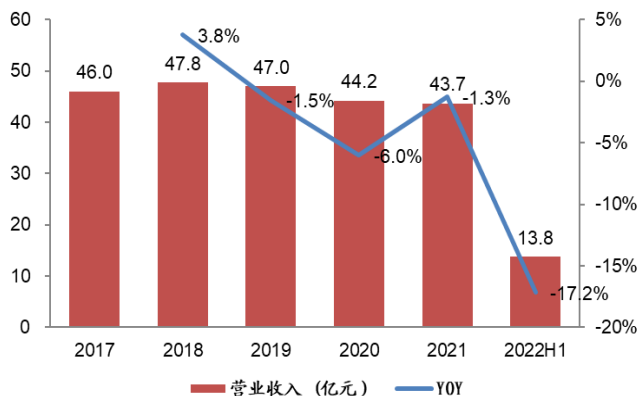


数据来源: Choice, 西南证券整理

## 1.2 公司业绩短期承压, 静待市场需求回暖

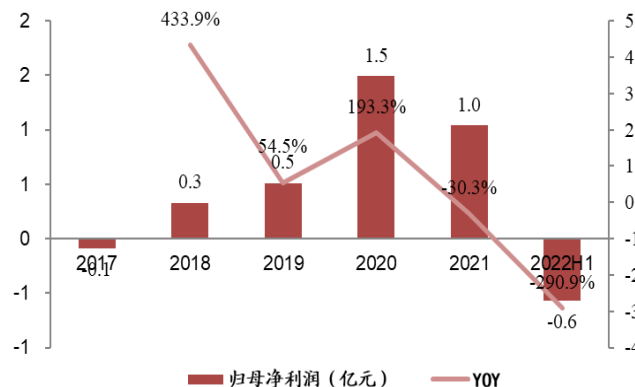
公司业绩受行业需求影响较大, 整体相对稳定。2021 年公司营收为 43.7 亿元, 同比下降 1.3%, 归母净利润为 1.0 亿元, 同比下降 30.3%; 受原材料涨价及业务订单减少影响, 2022H1 公司营收 13.8 亿元, 同比下降 17.2%, 2022H1 归母净利润为 -0.6 亿元, 同比下降 290.9%。随着原材料价格回落, 下游需求恢复, 公司将实现扭亏为盈。

图 5: 公司营业收入水平相对稳定



数据来源: Choice, 西南证券整理

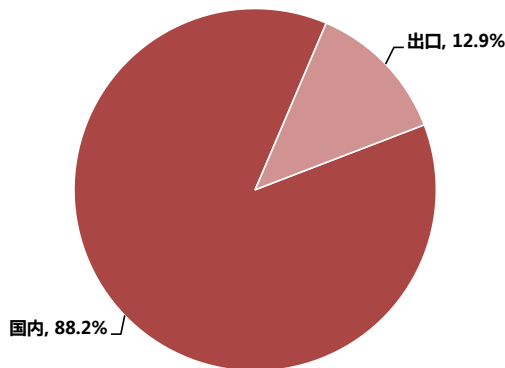
图 6: 公司归母净利润短期承压



数据来源: Choice, 西南证券整理

公司业务以国内为主。2022H1 中国大陆营收为 12.1 亿元, 占比达 88.2%, 国外营收合计为 1.8 亿元, 占比 12.9% (部分地区存在内部抵消 2460 万元, 故合计营收占比超过 100%)。

图 7：2022H1 公司以国内业务为主

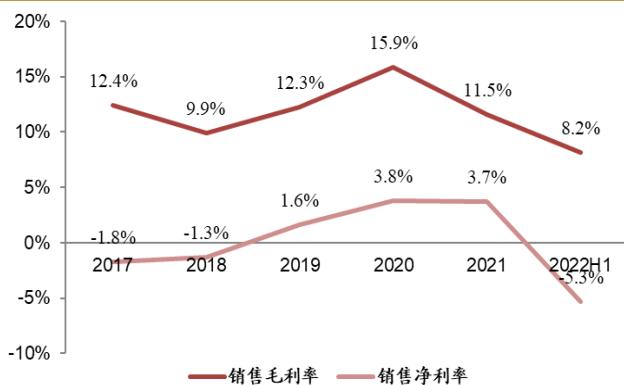


资料来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

幕墙业务受原材料价格影响承压，公司毛利率有所下滑。2021 年，公司毛利率为 11.5%，同比下降 4.3 个百分点；2022H1 公司毛利率为 8.2%，同比下降 7.6 个百分点，为近五年最低点。2021 年公司净利率为 3.7%，同比下降 0.1 个百分点；2022H1 净利率为 -5.3%，同比下降 8.6 个百分点。2022H1 光伏玻璃行业前期产能扩张过快，原材料成本上升，市场需求受疫情影响降低等因素表现相对低迷，导致公司毛利率、净利率水平下滑。

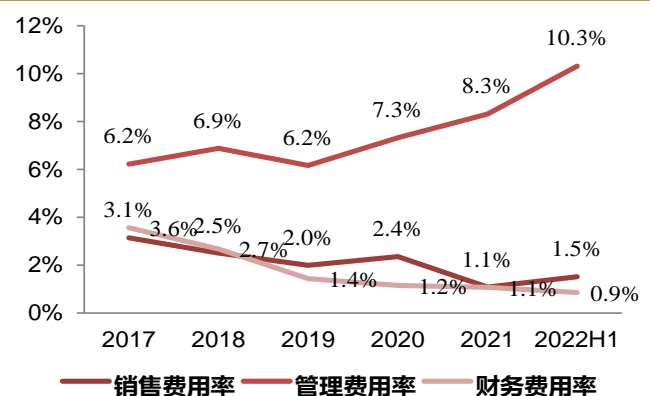
受行业大环境因素影响，公司采用降本增效策略，期间费用率保持稳定。2021 年，公司期间费用率为 10.5%，细分来看，销售、财务费用率分别为 1.1%、1.1%，同比下降 1.3、0.1 个百分点；管理费用率为 5.5%，同比增加 0.9 个百分点；2022H1 公司销售、财务费用率分别为 1.5%、0.9%，分别下降 0.9、0.3 个百分点，管理费用率为 10.3%，同比上升 0.6 个百分点。

图 8：公司毛利率呈下滑趋势



数据来源：Choice，西南证券整理

图 9：2022Q1 受营收影响费用率上升

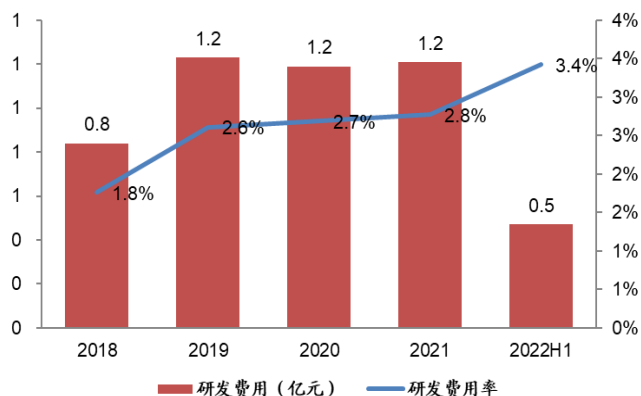


数据来源：Choice，西南证券整理

公司持续深耕幕墙行业，研发费用率持续提升。公司现拥有 5 家国家高新技术企业，2 个省级特种玻璃研发平台，1 个省级博士后工作站。为持续深耕玻璃幕墙行业，提高生产线自动化水平，公司研发费用率持续提升。2021 年公司研发费用为 1.2 亿元，同比增长 1.7%，研发人员数量占比提升至 11.2%；2022H1 公司研发费用率为 3.4%。

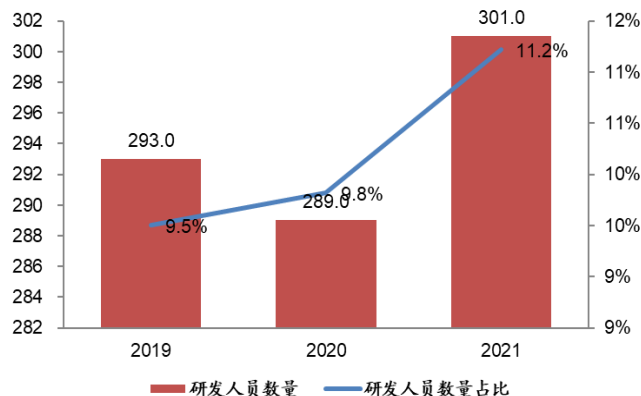


图 10：公司研发费用率持续提升



数据来源：Choice，西南证券整理

图 11：研发人员数量占比逐步提升

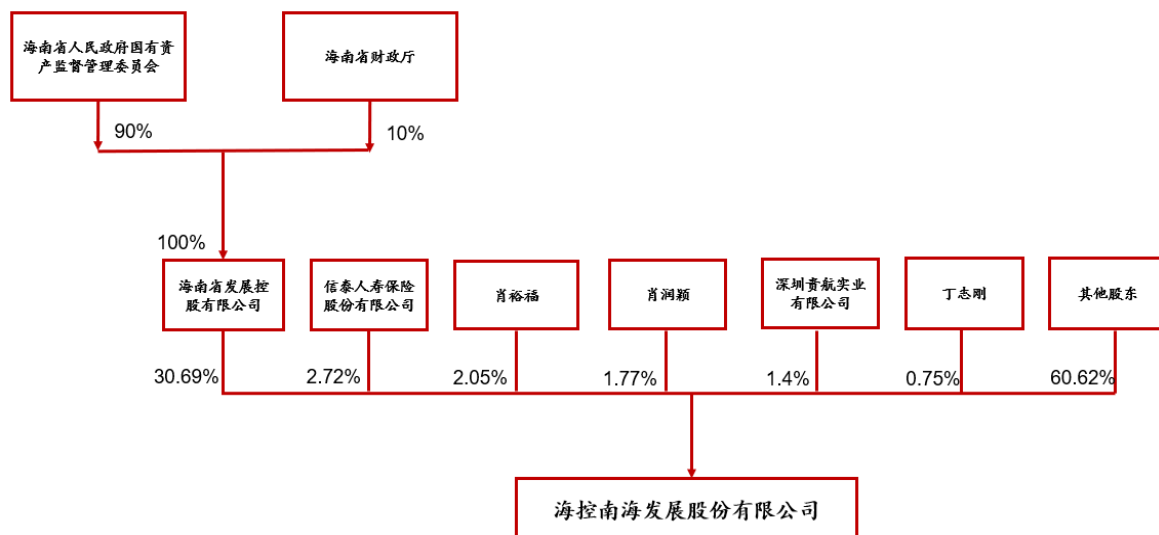


数据来源：Choice，西南证券整理

### 1.3 公司股权结构清晰稳定，国资占比逐渐提升

海南发展股权结构清晰稳定，海南省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人，持股比例为 27.62%。2020 年 5 月海南省发展控股有限公司收购公司 27.12% 股权成为第一大股东，2022 年 4 月海南控股再次收购公司 3.57% 股份，截至目前持有公司 2.6 亿股，持股比例达 30.69%，股权结构相对集中。

图 12：公司主要股东持股比例较高，股权结构稳定



资料来源：公司官网，Wind，西南证券整理



## 2 海控免税拟注入，公司发展迎来新机遇

公司紧跟海南自贸港建设，免税业态注入在即。2021 年 4 月公司披露《关于控股股东支持公司布局及整合免税品经营业务并承诺注入相关资产及业务的公告》，公司第一大股东海南省发展控股有限公司承诺将于 2021 年度非公开发行事项完成后三年内将旗下免税品经营主体全球消费精品(海南)贸易有限公司的控股权注入上市公司，公司将成为海南控股旗下唯一免税牌照持有者，免税资产的注入将有望带动公司整体营收及利润端增长。

海控免税城位于海口市，2022Q1 营收实现较快发展。海控全球精品免税城位于海口日月广场内，与国际旅游零售行业巨头 Dufry、知名电商阿里巴巴等公司合作，积极引进雅诗兰黛、爱马仕、迪奥等超 250 家知名品牌入驻。目前海控全球免税城二期已开业，三期预计于 2022 年 10 月开业，届时将引入更多高奢时尚品牌；2022Q1 销售额同比增长 252%，免税购物人数同比增长 360%，免税购物件数同比增长 200%。

图 13：海控免税城



数据来源：GDF 海控全球精品免税城，西南证券整理

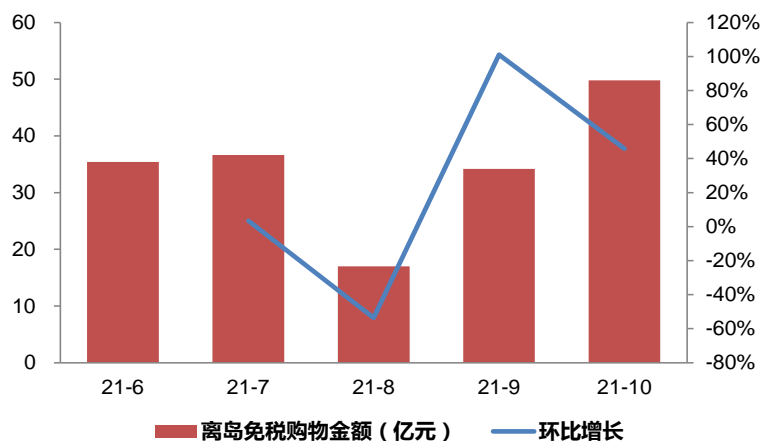
图 14：海控免税城二期



数据来源：GDF 海控全球精品免税城，西南证券整理

疫情影响减弱后离岛免税消费将逐渐恢复。受疫情影响，2022Q2 海控全球精品免税城销售额较一季度相比略有下滑，2022Q2 销售额同比增长约 120%，购买件数同比增长约 155%。2021 年 8 月海南免税市场受到南京疫情影响，海南免税销售额环比下降 46.4%，但在 9 月份免税销售额迅速修复到与 7 月份相当的水平。目前随着三亚疫情逐渐得到控制，免税消费有望在 2022Q4 出现明显反弹。

图 15：局部疫情后免税消费额出现大幅反弹



资料来源：海口海关，西南证券整理

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：三亚疫情逐渐好转，国内疫情得到控制有助于公司下游工程项目需求恢复，公司幕墙工程业务有望得到修复，我们预计 2022-2024 年公司幕墙工程业务订单增速 10%/10%/5%；

假设 2：2021 年年底至今，公司光伏玻璃及特种玻璃上游原材料石英砂价格上涨约 200%，2022H1 公司毛利率水平受到较大影响，现石英砂价格在高位震荡，具备较大回调空间，届时公司特玻材料及幕墙玻璃制品业务毛利率水平将出现明显改善，我们预计 2022-2024 年公司特玻材料业务毛利率为 15%/20%/20%；幕墙玻璃制品业务毛利率为 20%/25%/25%。

假设 3：海控全球精品免税城将在近年内注入公司，由于注入时间未定，暂不考虑该项业务对公司业绩的影响。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年收入拆分预测如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2021A    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|--------|-----|----------|---------|---------|---------|
| 幕墙工程   | 收入  | 3005.32  | 3305.85 | 3636.43 | 3818.26 |
|        | 增速  | -4.17%   | 10.00%  | 10.00%  | 5.00%   |
|        | 毛利率 | 8.96%    | 11.00%  | 11.00%  | 12.00%  |
| 特玻材料   | 收入  | 960.72   | 1345.01 | 1815.76 | 2178.92 |
|        | 增速  | 4.26%    | 40.00%  | 35.00%  | 20.00%  |
|        | 毛利率 | 18.95%   | 15.00%  | 20.00%  | 20.00%  |
| 幕墙玻璃制品 | 收入  | 352.79   | 317.51  | 333.39  | 366.73  |
|        | 增速  | 47.16%   | -10.00% | 5.00%   | 10.00%  |
|        | 毛利率 | 9.18%    | 20.00%  | 25.00%  | 25.00%  |
| 家电玻璃制品 | 收入  | 66.96    | 53.57   | 48.21   | 43.39   |
|        | 增速  | 0.92%    | -20.00% | -10.00% | -10.00% |
|        | 毛利率 | 11.78%   | -2.00%  | 2.00%   | 2.00%   |
| 幕墙门窗制品 | 收入  | 14.50    | 8.70    | 10.44   | 11.48   |
|        | 增速  | -77.04%  | -40.00% | 20.00%  | 10.00%  |
|        | 毛利率 | -101.66% | -25.00% | -20.00% | -20.00% |
| 其他业务   | 收入  | 78.72    | 70.85   | 77.94   | 85.73   |
|        | 增速  | 56.95%   | -10.00% | 10.00%  | 10.00%  |
|        | 毛利率 | 27.91%   | 30.00%  | 20.00%  | 20.00%  |
| 内部抵消   | 收入  | -113.64  | -45.46  | -54.55  | -65.46  |
|        | 增速  | 103.40%  | -60.00% | 20.00%  | 20.00%  |
|        | 毛利率 | -4.11%   | -3.00%  | -3.00%  | -3.00%  |

| 单位：百万元 |     | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 合计     | 收入  | 4365.37 | 5056.03 | 5867.62 | 6439.04 |
|        | 增速  | 78.29%  | 15.82%  | 16.05%  | 9.74%   |
|        | 毛利率 | 11.52%  | 12.82%  | 14.70%  | 15.58%  |

数据来源：Wind, 西南证券

## 3.2 相对估值

目前，A 股上市公司中，与海南发展业务相似的公司主要有江河集团、福莱特、南玻 A 和震安科技。江河集团与福莱特均为主要从事玻璃幕墙制造的公司，南玻 A 主营浮法玻璃和工程玻璃生产与销售，震安科技为建筑隔震产品及整体解决方案供应商。4 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 27.61、17.22、12.51 倍。海南发展为玻璃幕墙制造领域专业企业，各项业务受原材料价格上涨及市场订单数量减少影响，短期承压，未来受益于原材料价格回落、免税资产注入，公司业绩有望进入上升通道，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.67、1.35、1.94 亿元，未来三年归母净利润复合增长率为 22.94%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2022 年 8 月 29 日）

| 证券代码    | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） |      |      |      | PE（倍）        |              |              |              |
|---------|------|-------|--------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|         |      |       | 21A    | 22E  | 23E  | 24E  | 21A          | 22E          | 23E          | 24E          |
| 601886  | 江河集团 | 8.91  | -0.87  | 0.64 | 0.82 | 1.01 | -7.55        | 14.24        | 11.08        | 8.95         |
| 601865  | 福莱特  | 41.88 | 0.99   | 1.35 | 1.88 | 2.41 | 58.68        | 31.80        | 22.82        | 17.74        |
| 000012  | 南玻 A | 6.54  | 0.50   | 0.73 | 0.97 | 1.15 | 19.94        | 8.96         | 6.69         | 5.66         |
| 300257  | 震安科技 | 60.58 | 0.43   | 1.07 | 2.10 | 3.35 | 241.20       | 55.45        | 28.28        | 17.67        |
| 可比公司平均值 |      |       |        |      |      |      | <b>78.07</b> | <b>27.61</b> | <b>17.22</b> | <b>12.51</b> |

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 4 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险；
- 2) 主要原材料价格波动风险；
- 3) 客户及供应商风险；
- 4) 疫情反复风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表 (百万元)       | 2021A         | 2022E          | 2023E         | 2024E         |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 4365.38        | 5056.05        | 5867.64        | 6439.06        | 净利润               | 161.27        | 111.38         | 198.62        | 289.14        |
| 营业成本          | 3861.81        | 4407.78        | 5005.03        | 5435.72        | 折旧与摊销             | 126.75        | 109.44         | 109.44        | 109.44        |
| 营业税金及附加       | 24.98          | 33.12          | 37.67          | 40.87          | 财务费用              | 46.73         | 50.56          | 60.06         | 65.40         |
| 销售费用          | 47.00          | 40.45          | 46.94          | 64.39          | 资产减值损失            | -39.01        | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 管理费用          | 242.42         | 404.48         | 498.75         | 515.12         | 经营营运资本变动          | -247.88       | 908.71         | 264.60        | 149.94        |
| 财务费用          | 46.73          | 50.56          | 60.06          | 65.40          | 其他                | 3.17          | -4.97          | -10.01        | 1.39          |
| 资产减值损失        | -39.01         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>51.03</b>  | <b>1175.12</b> | <b>622.71</b> | <b>615.31</b> |
| 投资收益          | -4.36          | 2.00           | 3.00           | 3.00           | 资本支出              | -66.16        | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | -0.39          | -0.19          | -0.23          | -0.24          | 其他                | 32.00         | 1.81           | 2.77          | 2.76          |
| 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>-34.16</b> | <b>1.81</b>    | <b>2.77</b>   | <b>2.76</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>176.23</b>  | <b>121.46</b>  | <b>221.97</b>  | <b>320.31</b>  | 短期借款              | 288.77        | -859.14        | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | -3.34          | 2.87           | 2.80           | 2.82           | 长期借款              | -7.55         | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>172.89</b>  | <b>124.33</b>  | <b>224.76</b>  | <b>323.13</b>  | 股权融资              | -14.62        | 41.41          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 11.62          | 12.95          | 26.15          | 33.99          | 支付股利              | 0.00          | -20.85         | -13.44        | -26.95        |
| 净利润           | 161.27         | 111.38         | 198.62         | 289.14         | 其他                | -295.57       | -73.95         | -60.06        | -65.40        |
| 少数股东损益        | 57.01          | 44.16          | 63.85          | 95.42          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-28.97</b> | <b>-912.53</b> | <b>-73.50</b> | <b>-92.35</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 104.25         | 67.22          | 134.76         | 193.72         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-15.31</b> | <b>264.40</b>  | <b>551.99</b> | <b>525.72</b> |
|               |                |                |                |                |                   |               |                |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务分析指标            | 2021A         | 2022E          | 2023E         | 2024E         |
| 货币资金          | 826.70         | 1091.10        | 1643.09        | 2168.80        | <b>成长能力</b>       |               |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 990.79         | 1242.86        | 1416.02        | 1547.41        | 销售收入增长率           | -1.26%        | 15.82%         | 16.05%        | 9.74%         |
| 存货            | 177.33         | 207.32         | 243.90         | 260.91         | 营业利润增长率           | -15.27%       | -31.08%        | 82.75%        | 44.31%        |
| 其他流动资产        | 1054.64        | 73.42          | 84.65          | 92.56          | 净利润增长率            | -4.87%        | -30.93%        | 78.32%        | 45.58%        |
| 长期股权投资        | 108.68         | 108.68         | 108.68         | 108.68         | EBITDA 增长率        | -7.50%        | -19.51%        | 39.08%        | 26.49%        |
| 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     | 1201.09        | 1108.56        | 1016.03        | 923.50         | 毛利率               | 11.54%        | 12.82%         | 14.70%        | 15.58%        |
| 无形资产和开发支出     | 124.33         | 108.50         | 92.66          | 76.83          | 三费率               | 7.70%         | 9.80%          | 10.32%        | 10.02%        |
| 其他非流动资产       | 1322.21        | 1321.13        | 1320.05        | 1318.97        | 净利率               | 3.69%         | 2.20%          | 3.38%         | 4.49%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>5805.78</b> | <b>5261.57</b> | <b>5925.08</b> | <b>6497.67</b> | ROE               | 14.61%        | 9.01%          | 13.98%        | 17.18%        |
| 短期借款          | 859.14         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 2.78%         | 2.12%          | 3.35%         | 4.45%         |
| 应付和预收款项       | 2721.66        | 2950.57        | 3407.38        | 3702.25        | ROIC              | -791.44%      | -55.78%        | -27.97%       | -30.38%       |
| 长期借款          | 23.73          | 23.73          | 23.73          | 23.73          | EBITDA/销售收入       | 8.01%         | 5.57%          | 6.67%         | 7.69%         |
| 其他负债          | 1097.69        | 1051.76        | 1073.30        | 1088.83        | <b>营运能力</b>       |               |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>4702.21</b> | <b>4026.06</b> | <b>4504.41</b> | <b>4814.80</b> | 总资产周转率            | 0.75          | 0.91           | 1.05          | 1.04          |
| 股本            | 803.55         | 844.96         | 844.96         | 844.96         | 固定资产周转率           | 3.96          | 4.38           | 5.52          | 6.64          |
| 资本公积          | 430.57         | 430.57         | 430.57         | 430.57         | 应收账款周转率           | 4.89          | 5.45           | 5.27          | 5.20          |
| 留存收益          | -332.86        | -286.49        | -165.17        | 1.60           | 存货周转率             | 22.77         | 21.70          | 21.65         | 21.19         |
| 归属母公司股东权益     | 901.25         | 989.03         | 1110.35        | 1277.12        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 75.77%        | —              | —             | —             |
| 少数股东权益        | 202.32         | 246.47         | 310.32         | 405.74         | <b>资本结构</b>       |               |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1103.57</b> | <b>1235.51</b> | <b>1420.68</b> | <b>1682.86</b> | 资产负债率             | 80.99%        | 76.52%         | 76.02%        | 74.10%        |
| 负债和股东权益合计     | 5805.78        | 5261.57        | 5925.08        | 6497.67        | 带息债务/总负债          | 18.78%        | 0.59%          | 0.53%         | 0.49%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 0.81          | 0.84           | 0.94          | 1.04          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 0.76          | 0.77           | 0.88          | 0.98          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%         | 31.02%         | 9.98%         | 13.91%        |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |               |                |               |               |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.12          | 0.08           | 0.16          | 0.23          |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 1.07          | 1.17           | 1.31          | 1.51          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.06          | 1.39           | 0.74          | 0.73          |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.00          | 0.02           | 0.02          | 0.03          |
|               |                |                |                |                |                   |               |                |               |               |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |                   |               |                |               |               |
| EBITDA        | 349.71         | 281.47         | 391.47         | 495.15         |                   |               |                |               |               |
| PE            | 89.80          | 139.27         | 69.47          | 48.33          |                   |               |                |               |               |
| PB            | 10.39          | 9.47           | 8.43           | 7.33           |                   |               |                |               |               |
| PS            | 2.14           | 1.85           | 1.60           | 1.45           |                   |               |                |               |               |
| EV/EBITDA     | 21.93          | 24.80          | 16.42          | 11.92          |                   |               |                |               |               |
| 股息率           | 0.00%          | 0.22%          | 0.14%          | 0.29%          |                   |               |                |               |               |

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

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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 | 高级销售经理       | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理       | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 高宇乐 | 销售经理         | 13263312271  | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn    |
|    | 薛世宇 | 销售经理         | 18502146429  | 18502146429 | xsy@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 | zymyf@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    |
|    | 来趣儿 | 销售经理         | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理         | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人/销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理         | 17628609919  | 17628609919 | xyx@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   |
|    | 陈慧玲 | 销售经理         | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |