

## 订单延续高景气，盈利能力显著改善

### 投资要点

- 业绩摘要:** 2022年上半年公司实现营收4.6亿元，同比+109.5%；实现归母净利润0.9亿元，同比+162.2%；实现扣非净利润0.8亿元，同比+161.1%。单季度来看，2022Q2公司实现营收2.7亿元，同比+97.1%；实现归母净利润0.5亿元，同比+153.5%；实现扣非后归母净利润0.5亿元，同比+165.2%。上半年公司海外大客户订单持续高增，盈利改善如期兑现，收入业绩均表现亮眼。
- 原材料价格回落叠加汇兑收益增加，盈利能力显著提升。** 报告期内，公司整体毛利率为29.9%，同比+0.5pp；其中不锈钢真空保温器皿毛利率为29.5%，同比+1.3pp。毛利率提升主要由于1) 2021年底公司对主要大客户提价；2) 钢材等主要原材料3月以来价格下行约20%。分区域来看，公司外销/内销毛利率分别为29.8%/31%，同比+3.5pp/-12.7pp，外销毛利率改善明显。费用率方面，上半年公司总费用率为6.9%，同比-6.9pp，主要由于财务费用下降。其中财务费用率为-3.6%，同比-4.2pp，主要由于人民币汇率波动，公司汇兑收益增加；销售费用率为1.7%，同比-0.8pp，随着销售规模扩大，销售费用投放效率优化；管理费用率为4.9%，同比+0.2pp；研发费用率为3.5%，同比-2pp。综合来看，公司净利率为18.9%，同比+3.8pp，盈利能力显著提升。单季度数据来看，2022Q2毛利率为31.9%，同比+3.8pp；净利率为19.5%，同比+4.3pp，二季度净利率环比提升。展望下半年来看，原材料价格下行及汇兑收益仍将增厚公司利润，净利率有望保持高位。2022年上半年公司经营性现金流净额为0.5亿，同比+214.8%；应收款项1.1亿，同比+49.8%；期末公司预收账款(合同负债)0.1亿元，同比-62.7%。
- 受益于海外大客户订单放量，外销收入保持高增长。** 分地区看，2022H1公司外销/内销分别实现营收4.3/0.3亿元，同比+139.1%/-30.3%。外销保持翻倍以上增长，主要由于海外户外保温杯需求高增，以及保温杯使用场景多元化、新品迭代快速、人均保有量持续提升。受益于海外旺盛的终端需求，公司下游大客户PMI订单放量高速增长，Takeya、S'well、ETS、MiiR等客户订单增长稳健。目前来看公司在手订单依然充足，订单排产至年底，预计下半年仍将处于满负荷生产状态。
- 产能储备充足，预计年底至明年初逐步释放。** 公司年产1000万只(实际可达产1600万只)不锈钢真空保温杯募投项目仍在建设中，预计22Q4逐渐开始试生产，2023年H1产能爬坡至50%，全年可新增800万只+产能。随着新产能逐渐投放，公司接单能力有望进一步提升，其余潜在客户如lululemon等订单有望持续落地；同时公司可将大部分生产工序通过自有产能生产，盈利能力仍有提升空间。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司未来3年归母净利润复合增速55.9%，2022-2024年EPS分别为1.82元、2.50元、3.12元，对应PE分别为18倍、13倍、10倍。考虑到公司未来订单仍保持高增长，募投项目产能逐渐释放，给予2023年17倍估值，对应目标价42.5元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；国内外疫情反复的风险，产能释放不及预期的风险。

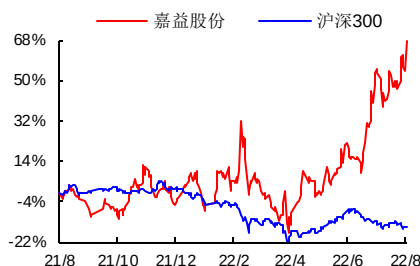
| 指标/年度         | 2021A  | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 585.63 | 960.49  | 1250.20 | 1543.71 |
| 增长率           | 64.69% | 64.01%  | 30.16%  | 23.48%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 82.17  | 181.55  | 250.47  | 311.65  |
| 增长率           | 26.73% | 120.94% | 37.96%  | 24.43%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.82   | 1.82    | 2.50    | 3.12    |
| 净资产收益率ROE     | 13.48% | 23.17%  | 24.73%  | 24.10%  |
| PE            | 40     | 18      | 13      | 10      |
| PB            | 5.38   | 4.18    | 3.23    | 2.53    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 赵兰亭  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhlt@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)     | 1.00        |
| 流通A股(亿股)    | 0.25        |
| 52周内股价区间(元) | 17.14-34.45 |
| 总市值(亿元)     | 34.45       |
| 总资产(亿元)     | 7.13        |
| 每股净资产(元)    | 5.85        |

### 相关研究

## 1 大客户放量高增，保温杯龙头制造商壁垒凸显

公司成立于 2004 年，主要工厂设立在浙江金华武义，专注于不同材质的杯类和食品类容器的研发、生产和销售，具体包括不锈钢真空保温杯器皿和非真空器皿两类产品。公司业务模式以 OEM/ODM 业务模式为主，自有品牌为辅，市场集中于北美地区，占比 80% 以上，剩下 20% 在欧洲、东亚、韩国、日本、菲律宾、越南、澳大利亚和新西兰等。在拓展国际市场业务的基础上，通过自创和收购的方式，加强自主品牌的开发和宣传力度，公司已拥有 miGo、ONE2GO 等多个自主品牌，在扩大公司产品市场覆盖面的同时产生良好的品牌协同效应。

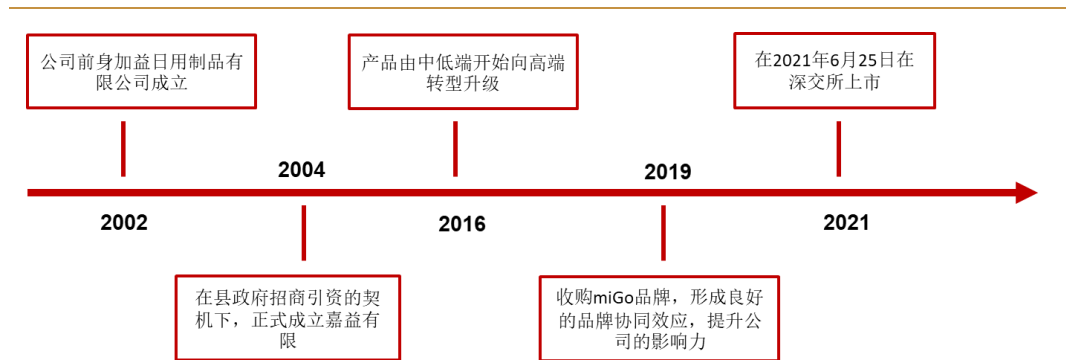
图 1：公司产品示意图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司于 2004 年成立，起初经营产品为中低端保温器皿，在 2016 年以中高端客户跨界进入保温杯行业为契机进行产品的转型升级，与主要客户包括 PMI、Takeya 等建立了良好的合作关系。2019 年开始收购 miGo 品牌后，公司开始发展自有品牌，以提高国内市场的品牌知名度和市场影响力。公司 2021 年 6 月 25 日公司在深交所上市。

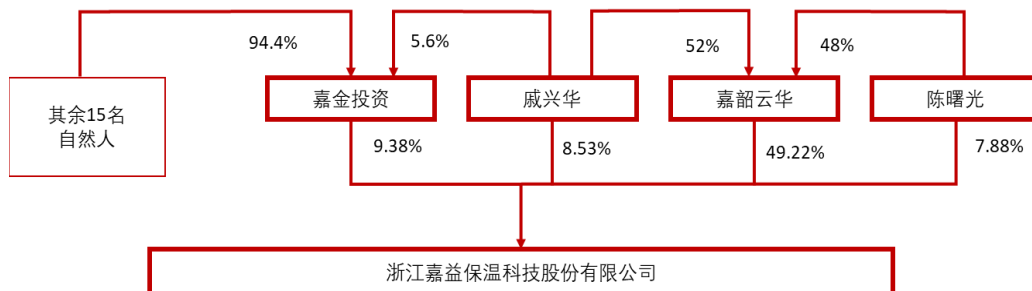
图 2：发展历程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**实控人持股比例高，股权结构集中。**公司股东戚兴华、陈曙光为夫妻关系，分别直接持有公司 8.53%和 7.88%的股份；嘉韶云华为戚兴华、陈曙光共同控制的企业，持有公司 49.22%的股份；嘉金投资为戚兴华控制的有限合伙，持有公司 9.38%的股份。戚兴华、陈曙光合计控制公司总股本的 75.01%，为公司实际控制人，股权集中度较高。

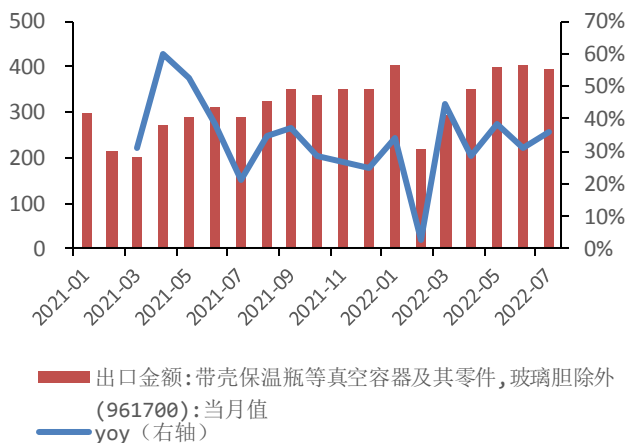
**图 3：股权结构图**



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

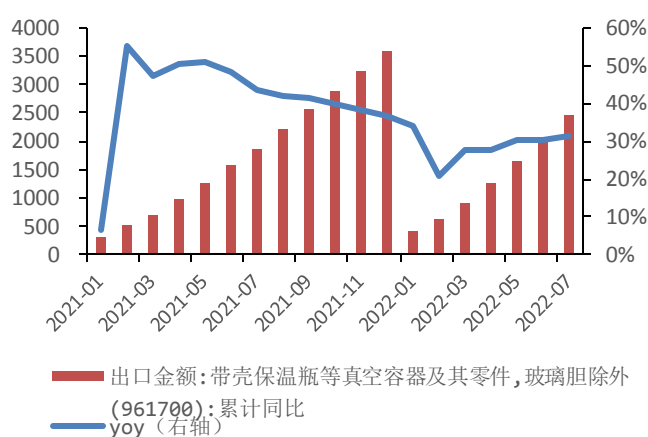
**海外疫后消费复苏景气持续，保温杯出口需求旺盛。**从出口数据来看，中国保温杯出口规模持续扩大，2021 年累计出口规模接近 36 亿美元，累计同比增长 36.7%，受益于海外各国疫后需求修复，2021 年中国保温杯出口金额达到历史较高水平。2022 年 1-5 月，中国保温杯累计出口规模 12.6 亿美元，累计同比增长 30.3%，进入 2022 年中国出口的保温杯金额仍保持较高增速。随着海外暑期旺季到来，叠加户外出行等消费趋势催化，保温杯出口需求有望保持较高景气度。

**图 4：带壳保温杯单月出口金额（百万美元）及增速**



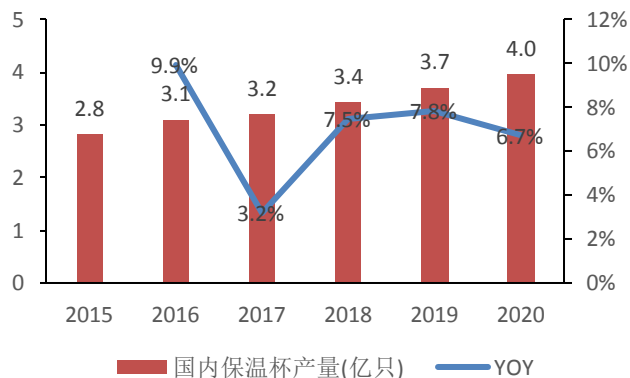
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 5：带壳保温杯月度累计出口金额（百万元）及增速**

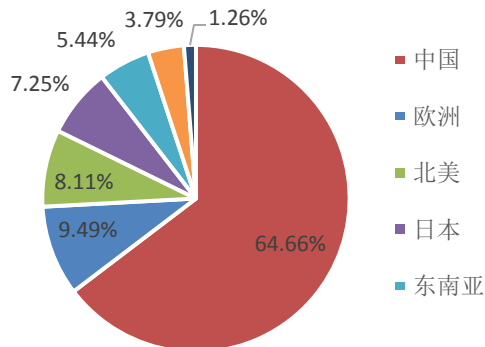


数据来源：Wind，西南证券整理

**国内产业链集群完善，生产产能集中于武义和永康。**中国保温杯制造的产业链集中，由于劳动力成本、土地成本较低，全球超过 60%的保温杯是中国制造，中国已成为全球不锈钢真空保温器皿的制造中心，在这其中 90%的生产份额都集中在武义和永康。2015-2020 年中国保温杯产量从 2.8 亿只增长至 4 亿只，复合增速 7%，增长稳健。

**图 6：中国保温杯产量及增速**


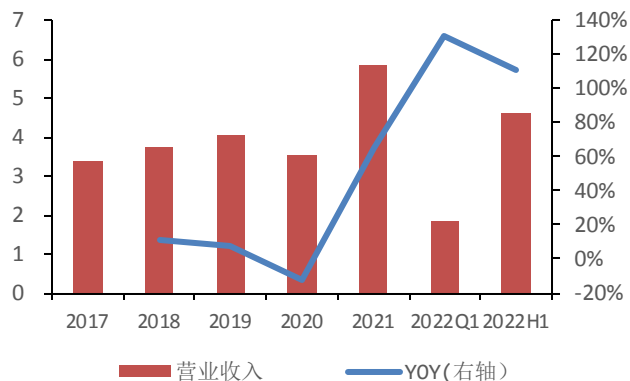
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**图 7：2018 年全球不锈钢真空保温器皿产量市场份额**


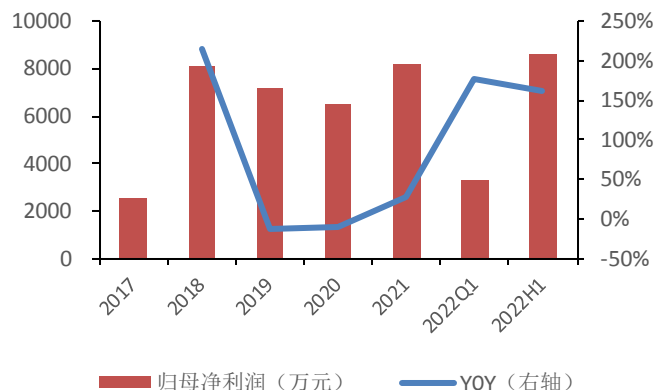
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

下游大客户订单快速放量，2022H1 年收入高增 111%。得益于公司与大客户 PMI 的合作不断加深，以及海外保温杯需求释放，2021 年公司收入迸发式增长，实现营业收入 5.9 亿元，同比增长 64.7%。2022 年初以来客户订单需求依然旺盛，产能满负荷生产，2022 年 H1 公司营业收入 4.6 亿元，同比增长 111%。

盈利能力波动主要受原材料价格及汇率影响，2022H1 盈利能力有所修复。2019-2020 年公司净利润波动受原材料、全球运力紧张、汇率等因素影响。2021 年随着需求放量，21 年归母净利润达到 8217.1 万元，同比增长 26.7%。2022H1 归母净利润达到 8637.6 万元，同比增长 162.2%。

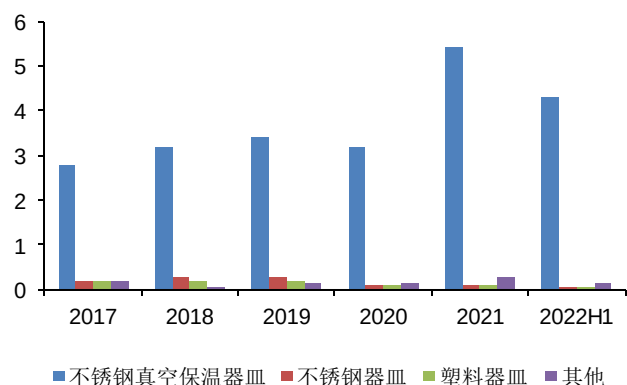
**图 8：公司营收及增速（亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

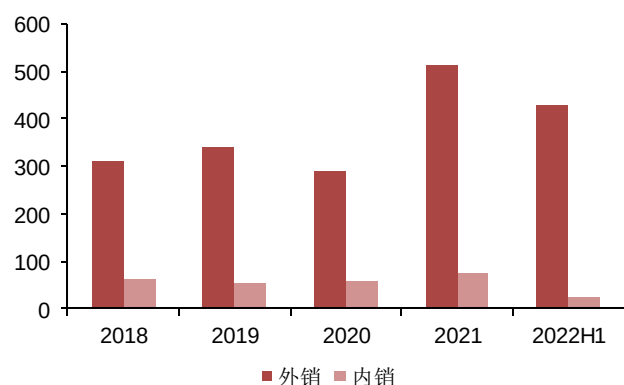
**图 9：公司归母净利润及增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

公司收入以不锈钢真空保温器皿 ODM/OEM 模式外销为主。从产品来看，公司主要收入来源为不锈钢真空保温器皿的生产，2021 年收入占比达到 92.6%。其他产品主要为不锈钢器皿、玻璃器皿等，收入占比逐渐下降。分区域来看，公司产品以外销为主，其中境外销售地区主要包括美国、日本等。未来公司将根据现有产能安排，优先保持海外大客户订单的稳定供应，同时积极稳妥地推进国内营销渠道的布局与提升，逐步优化公司客户结构，在与原有大客户保持战略合作的基础上，积极拓展自主品牌业务市场。

**图 10：2017-2022H1 公司各品类收入（亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 11：2018-2022H1 公司收入按区域拆分**


数据来源：Wind，西南证券整理

公司客户结构较集中，2021 年 PMI 快速放量后，第一大客户 PMI 收入占比达到 51.3%，前五大客户占比 87.2%。公司主要大客户概况如下：

**PMI (Pacific Market International)**：贸易商，总部位于西雅图，旗下有斯坦利和阿拉丁等品牌和自有设计品牌。PMI 在 2019 年销售额超过 3 亿美元，并且 2020 年开始拥有星巴克北美门店杯壶产品开发、管理的 7 年经营权，促进产品销售的主观动力增强，2021 年 PMI 对公司订单快速增长。此外，2021 年 PMI 在南美市场开始放量，主推产品以啤酒杯和红酒杯为主，市场范围扩张。

**Takeya**：成立于 1961 年，作为日本知名知名品牌商，销售区域遍及美国、日本、欧洲、澳大利亚等国家和地区。

**ETS**：成立于 1985 年，作为美国知名品牌商，在业内增长最快的 10 家促销公司之一，主要从事美国礼赠品私人定制业务，是北美促销水杯供应商和设计创新领导者。

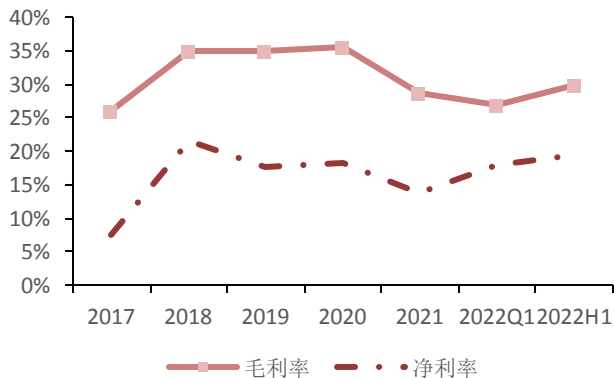
**表 1：主要大客户收入及占比（亿元）**

| 客户名称    | 2020     |        | 2021     |        |
|---------|----------|--------|----------|--------|
|         | 销售收入（万元） | 占收入比例  | 销售收入（万元） | 占收入比例  |
| PMI     | 12587.8  | 35.4%  | 30061.2  | 51.33% |
| Takeya  | 7017.9   | 19.74% |          |        |
| ETS     | 5341.8   | 15.02% |          |        |
| S'well  | 2062.9   | 5.8%   |          |        |
| Jordane | 1886.8   | 5.31%  |          |        |
| 前五大客户合计 | 28897.2  | 81.27% | 51093.3  | 87.25% |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

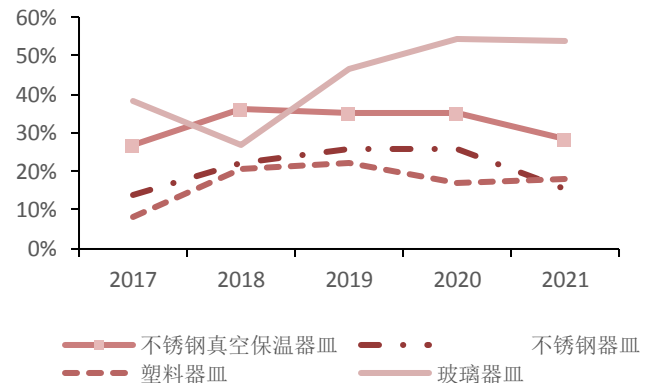
毛利率波动主要受汇率、原材料价格影响，全年毛利率有望较快修复。公司毛利率在 21 年同比下降 7pp 至 28.7%，主要由于 21 年 9 月份之前人民币对美元汇率持续保持上行，此外由于收入准则调整，货代代理费和运费从销售费用调整至营业成本，影响毛利率约 2pp。随着人民币贬值构成积极因素，原材料成本回落，公司有小幅提价，2022H1 毛利率为 29.9%，毛利率快速修复。

图 12: 2017-2022H1 公司毛利率/净利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

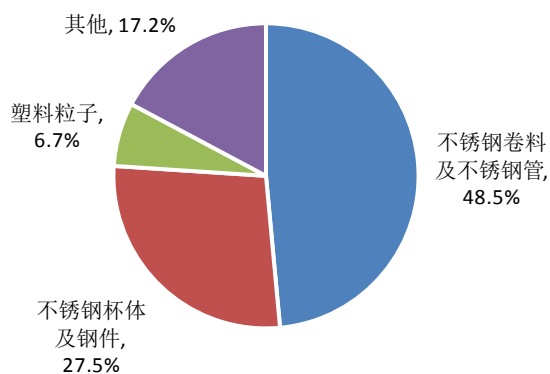
图 13: 2017-2021 年公司分产品毛利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

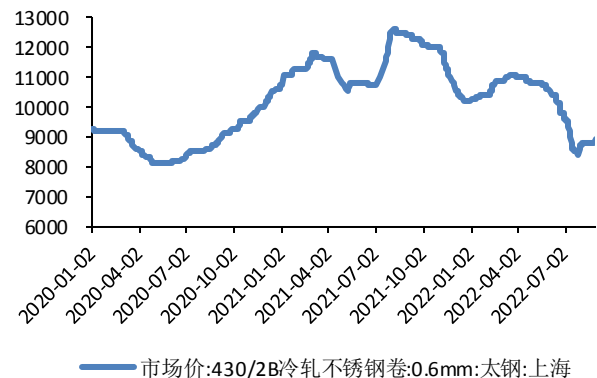
公司主要原材料为不锈钢、塑料粒子、五金零配件、橡胶零配件等，其中不锈钢卷材及零件采购成本占总采购金额的 76%，直接材料/直接人工/制造费用分别占生产成本比例 59.4%/20.9%/19.3%。2020 年下半年开始钢材价格呈上涨趋势，2021 年年初至 21Q3 高点涨幅约 17%。21 年 10 月以来不锈钢价格已逐渐回落，以 0.6mm 冷轧不锈钢卷为例，目前在吨价在 8800 元左右，较 3 月高点回落 2300 元/吨，价格明显下行。

图 14: 2020 年公司各原材料占比



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 15: 钢材价格走势 (元/吨)

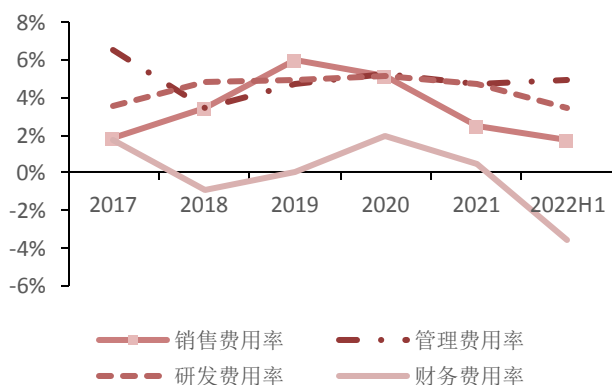


数据来源: Wind, 西南证券整理

**控费能力强, 汇兑损失减少。**2021 年费用率整体下降, 降本控费成效较好, 主要由于公司重点发展 OEM 业务, 收缩自主品牌投放和运营费用; 管理/研发/财务费用率分别为 4.7%/4.7%/0.5%, 分别下降 0.6pp/下降 0.5pp/下降 1.5pp, 2022H1 受益于人民币贬值, 公司汇兑收益大幅增加, 增厚公司利润。

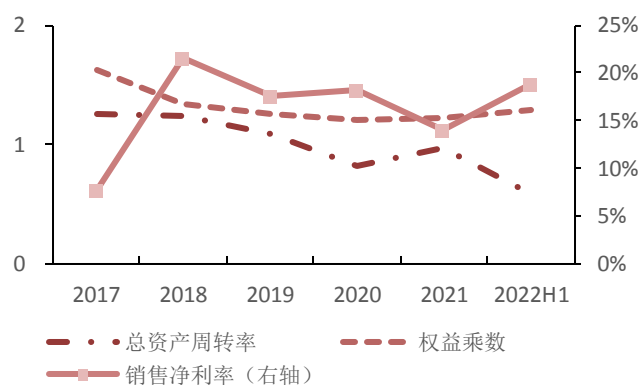
**资产周转率提升, ROE 有望改善。**2018-2021 公司 ROE 有所下降, 2021 年公司 ROE 为 16.4%, 主要由于上市融资所有者权益增大及成本上涨对净利率有所压制。2021 年权益乘数 1.2, 资产负债结构处于合理区间; 总资产周转率 0.97, 由于订单旺盛、产能利用率大幅提升, 资产周转率上行, 随着公司订单释放及成本压力缓解, ROE 有上行空间。

图 16：2017-2022H1 年公司各项费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：2017-2022H1 公司 ROE 拆分



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：提价落地叠加不锈钢价格回落，产品毛利率改善，2022-2024 年分别为 31.5%、33.6%、33.8%；

假设 2：营销费用投放效率提升，2022-2024 年销售费用率分别为 2.5%、2.3%、2.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

| 百万元           | 2021A  | 2022E  | 2023E    | 2024E    |
|---------------|--------|--------|----------|----------|
| <b>合计</b>     |        |        |          |          |
| 营业收入          | 585.63 | 960.49 | 1,250.20 | 1,543.71 |
| yoy           | 64.7%  | 64.0%  | 30.2%    | 23.5%    |
| 营业成本          | 417.36 | 657.94 | 830.13   | 1,021.94 |
| 毛利率           | 28.7%  | 31.5%  | 33.6%    | 33.8%    |
| <b>PMI</b>    |        |        |          |          |
| 收入            | 300.61 | 601.22 | 817.66   | 1,038.43 |
| yoy           | 189%   | 100%   | 36%      | 27%      |
| <b>Takeya</b> |        |        |          |          |
| 收入            | 107.41 | 134.26 | 161.12   | 190.12   |
| yoy           | 53%    | 25%    | 20%      | 18%      |
| <b>ETS</b>    |        |        |          |          |
| 收入            | 25.09  | 28.85  | 32.32    | 35.55    |
| yoy           | -53%   | 15%    | 12%      | 10%      |
| <b>swell</b>  |        |        |          |          |
| 收入            | 55.08  | 74.36  | 92.95    | 111.54   |
| yoy           | 167%   | 35%    | 25%      | 20%      |

| 百万元 | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----|-------|--------|--------|--------|
| 其他  |       |        |        |        |
| 收入  | 97.44 | 121.80 | 146.16 | 168.08 |
| yoy | -9%   | 25%    | 20%    | 15%    |

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取保温杯制造商哈尔斯、小家电制造商苏泊尔为可比公司, 考虑到公司未来订单仍保持高增长, 募投项目产能逐渐释放, 给予 2023 年 17 倍估值, 对应目标价 42.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 3: 可比公司一致性预期

| 证券代码      | 证券简称 | 股价    | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 002615.SZ | 哈尔斯  | 7.04  | 0.46  | 0.55  | 0.68  | 15.29 | 12.72 | 10.36 |
| 002032.SZ | 苏泊尔  | 44.97 | 2.76  | 3.14  | 3.54  | 16.32 | 14.31 | 12.72 |
| 平均值       |      |       |       |       |       | 15.81 | 13.51 | 11.54 |

数据来源: Wind, 西南证券整理

**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          | 585.63        | 960.49        | 1250.20        | 1543.71        | 净利润               | 81.53          | 180.14        | 248.52        | 309.22        |
| 营业成本          | 417.36        | 657.94        | 830.13         | 1021.94        | 折旧与摊销             | 16.96          | 18.06         | 23.01         | 27.13         |
| 营业税金及附加       | 2.36          | 5.76          | 6.25           | 6.17           | 财务费用              | 3.12           | -29.81        | -7.54         | -6.53         |
| 销售费用          | 14.58         | 24.01         | 28.75          | 38.59          | 资产减值损失            | -6.27          | -15.00        | -5.00         | -5.00         |
| 管理费用          | 27.40         | 81.64         | 105.02         | 126.58         | 经营营运资本变动          | -3.43          | -73.79        | -40.74        | -45.94        |
| 财务费用          | 3.12          | -29.81        | -7.54          | -6.53          | 其他                | 3.76           | 19.76         | 2.90          | 2.45          |
| 资产减值损失        | -6.27         | -15.00        | -5.00          | -5.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>95.68</b>   | <b>99.35</b>  | <b>221.14</b> | <b>281.33</b> |
| 投资收益          | 5.69          | 2.00          | 3.00           | 4.00           | 资本支出              | -125.41        | -90.00        | -70.00        | -50.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.31          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 其他                | -6.37          | -1.00         | 0.00          | 1.00          |
| 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>-131.78</b> | <b>-91.00</b> | <b>-70.00</b> | <b>-49.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>93.89</b>  | <b>207.95</b> | <b>285.59</b>  | <b>355.95</b>  | 短期借款              | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | -0.85         | -0.38         | -0.60          | -0.49          | 长期借款              | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>93.05</b>  | <b>207.57</b> | <b>284.99</b>  | <b>355.46</b>  | 股权融资              | 156.05         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 11.52         | 27.44         | 36.47          | 46.23          | 支付股利              | -20.00         | -8.22         | -21.18        | -31.31        |
| 净利润           | 81.53         | 180.14        | 248.52         | 309.22         | 其他                | 3.05           | 30.62         | 7.54          | 6.53          |
| 少数股东损益        | -0.64         | -1.42         | -1.95          | -2.43          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>139.09</b>  | <b>22.41</b>  | <b>-13.64</b> | <b>-24.78</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 82.17         | 181.55        | 250.47         | 311.65         | <b>现金流量净额</b>     | <b>100.30</b>  | <b>30.76</b>  | <b>137.50</b> | <b>207.55</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          | 273.58        | 304.34        | 441.84         | 649.40         | <b>成长能力</b>       |                |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 81.67         | 141.77        | 176.77         | 223.74         | 销售收入增长率           | 64.69%         | 64.01%        | 30.16%        | 23.48%        |
| 存货            | 112.72        | 179.42        | 227.24         | 280.03         | 营业利润增长率           | 25.73%         | 121.48%       | 37.33%        | 24.64%        |
| 其他流动资产        | 49.91         | 49.91         | 49.91          | 49.91          | 净利润增长率            | 26.79%         | 120.94%       | 37.96%        | 24.43%        |
| 长期股权投资        | 1.14          | 1.14          | 1.14           | 1.14           | EBITDA 增长率        | 17.15%         | 72.15%        | 53.45%        | 25.08%        |
| 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     | 159.67        | 237.32        | 290.02         | 318.59         | 毛利率               | 28.73%         | 31.50%        | 33.60%        | 33.80%        |
| 无形资产和开发支出     | 47.91         | 42.61         | 37.32          | 32.02          | 三费率               | 7.70%          | 7.90%         | 10.10%        | 10.28%        |
| 其他非流动资产       | 10.52         | 13.11         | 15.70          | 18.29          | 净利率               | 13.92%         | 18.75%        | 19.88%        | 20.03%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>737.12</b> | <b>969.63</b> | <b>1239.94</b> | <b>1573.12</b> | ROE               | 13.48%         | 23.17%        | 24.73%        | 24.10%        |
| 短期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | ROA               | 11.06%         | 18.58%        | 20.04%        | 19.66%        |
| 应付和预收款项       | 107.79        | 185.52        | 227.99         | 282.69         | ROIC              | 22.22%         | 26.86%        | 30.75%        | 31.88%        |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 19.46%         | 20.43%        | 24.08%        | 24.39%        |
| 其他负债          | 24.64         | 6.49          | 7.01           | 7.58           | <b>营运能力</b>       |                |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>132.43</b> | <b>192.02</b> | <b>234.99</b>  | <b>290.27</b>  | 总资产周转率            | 0.97           | 1.13          | 1.13          | 1.10          |
| 股本            | 100.00        | 100.00        | 100.00         | 100.00         | 固定资产周转率           | 6.08           | 6.94          | 6.06          | 6.04          |
| 资本公积          | 213.73        | 213.73        | 213.73         | 213.73         | 应收账款周转率           | 9.29           | 10.34         | 9.03          | 8.98          |
| 留存收益          | 291.60        | 464.93        | 694.22         | 974.56         | 存货周转率             | 4.71           | 4.43          | 4.04          | 4.00          |
| 归属母公司股东权益     | 604.34        | 778.67        | 1007.96        | 1288.30        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 104.59%        | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.35          | -1.07         | -3.02          | -5.45          | <b>资本结构</b>       |                |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>604.69</b> | <b>777.61</b> | <b>1004.94</b> | <b>1282.86</b> | 资产负债率             | 17.97%         | 19.80%        | 18.95%        | 18.45%        |
| 负债和股东权益合计     | 737.12        | 969.63        | 1239.94        | 1573.12        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|               |               |               |                |                | 流动比率              | 4.05           | 3.60          | 3.89          | 4.21          |
|               |               |               |                |                | 速动比率              | 3.17           | 2.65          | 2.90          | 3.23          |
|               |               |               |                |                | 股利支付率             | 24.34%         | 4.53%         | 8.46%         | 10.05%        |
|               |               |               |                |                | <b>每股指标</b>       |                |               |               |               |
|               |               |               |                |                | 每股收益              | 0.82           | 1.82          | 2.50          | 3.12          |
|               |               |               |                |                | 每股净资产             | 6.04           | 7.79          | 10.08         | 12.88         |
|               |               |               |                |                | 每股经营现金            | 0.96           | 0.99          | 2.21          | 2.81          |
|               |               |               |                |                | 每股股利              | 0.20           | 0.08          | 0.21          | 0.31          |
|               |               |               |                |                |                   |                |               |               |               |
| 业绩和估值指标       | 2021A         | 2022E         | 2023E          | 2024E          |                   |                |               |               |               |
| EBITDA        | 113.97        | 196.19        | 301.05         | 376.55         |                   |                |               |               |               |
| PE            | 39.59         | 17.92         | 12.99          | 10.44          |                   |                |               |               |               |
| PB            | 5.38          | 4.18          | 3.23           | 2.53           |                   |                |               |               |               |
| PS            | 5.55          | 3.39          | 2.60           | 2.11           |                   |                |               |               |               |
| EV/EBITDA     | 25.65         | 14.73         | 9.13           | 6.74           |                   |                |               |               |               |
| 股息率           | 0.61%         | 0.25%         | 0.65%          | 0.96%          |                   |                |               |               |               |

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 | cyrlyf@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 | xyy@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 | cyrlyf@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      |