

# 川仪股份（603100.SH）

## 国内工业自动化仪表龙头，受益下游领域拓展及行业国产替代

**增持**

### 核心观点

**2022 年营业收入同比增长 16.10%，归母净利润同比增长 7.49%。**公司 2022 年实现营收 63.70 亿元，同比增长 16.10%；归母净利润 5.79 亿元，同比增长 7.49%。2023 年一季度实现收入 15.60 亿元，同比增长 16.27%；归母净利润 1.39 亿元，同比增长 28.75%。收入业务稳健增长，主要系公司积极拓展新兴下游领域，工业自动化仪表在石油化工、装备制造、新能源、电力等行业实现较好增长。盈利能力看，2022 年公司毛利率/净利率分别为 34.82%/9.12%，同比变动-0.12/-0.73 个 pct，基本保持稳定。公司是国内综合型工业自动化仪表龙头，2017-2022 年收入/净利润 CAGR 为 15.29%/29.47%，保持稳健较快增长。

**主营工业自动化仪表，加快下游领域拓展。**公司业务包含自动化仪表、复合材料、电子器件、进出口业务四个板块。1) **工业自动化仪表**：2022 年收入 56.04 亿元，同比增长 19.61%，主要系石油化工、装备制造、新能源、电力行业业务增长较快。2) **复合材料业务**：2022 年收入 5.51 亿元，同比降低 10.33%，主要受消费电子行业下行影响，订单减少所致。3) **电子器件业务**：2022 年收入 1.51 亿元，同比增长 11.60%，公司积极拓展市场，合同订单增加。4) **进出口业务**：2022 年收入 0.27 亿元，同比增长 7.02%。公司是国内工业自动化仪表龙头，技术和产品竞争力国内领先，积极拓展新兴领域和中高端市场，有望实现长期稳健较快增长。

**行业市场空间广阔，加快中高端市场国产替代。**工业自动化仪表保障工业生产连续、安全、高效运行，下游覆盖石油化工、冶金、电力、煤炭、轻工建材、公用环保、新能源等领域，市场空间广阔。工业自动控制仪表是充分竞争行业，低端领域国产化率较高，中高端领域由艾默生、西门子、横河、霍尼韦尔等美日欧品牌主导，国产化率较低。公司经过几十年研发投入，产品性能国内领先，部分产品达到国际先进水平，加快提升中高端领域渗透率。

**风险提示：**市场竞争加剧；下游需求不及预期；产能不及预期。

**投资建议：**首次覆盖给予“增持”评级。

公司是国内综合型工业自动化仪表龙头，下游行业广泛且景气度较好。公司在技术和产品竞争力处于国内领先地位，加快拓展新型领域以及提升中高端领域渗透率，未来有望实现长期稳健较快增长。我们看好公司长期成长潜力，预计 2023-2025 年归母净利润为 6.49/7.81/9.48 亿元，EPS 为 1.64/1.98/2.40 元，对应 PE 25/21/17 倍，公司合理估值为 41.07-49.28 元（对应 23 年 PE 为 25-30 倍），首次覆盖给予“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,487	6,370	7,605	8,979	10,442
(+/-%)	29.0%	16.1%	19.4%	18.1%	16.3%
净利润(百万元)	539	579	649	781	948
(+/-%)	41.3%	7.5%	12.1%	20.3%	21.4%
每股收益(元)	1.36	1.47	1.64	1.98	2.40
EBIT Margin	7.5%	7.8%	8.5%	8.9%	9.4%
净资产收益率 (ROE)	17.0%	17.0%	16.9%	17.9%	19.1%
市盈率 (PE)	30.2	28.1	25.1	20.9	17.2
EV/EBITDA	41.9	36.8	29.3	24.7	21.1
市净率 (PB)	5.13	4.78	4.23	3.73	3.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：田丰

0755-81982706

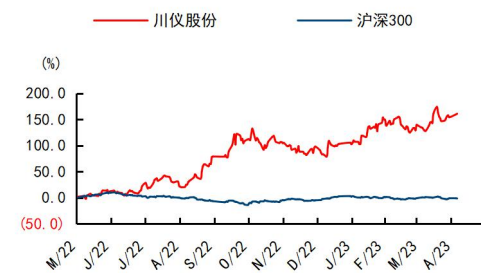
tianfeng1@guosen.com.cn

S0980522100005

#### 基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	41.07 - 49.28 元
收盘价	41.24 元
总市值/流通市值	16290/16129 百万元
52 周最高价/最低价	43.43/13.98 元
近 3 个月日均成交额	95.08 百万元

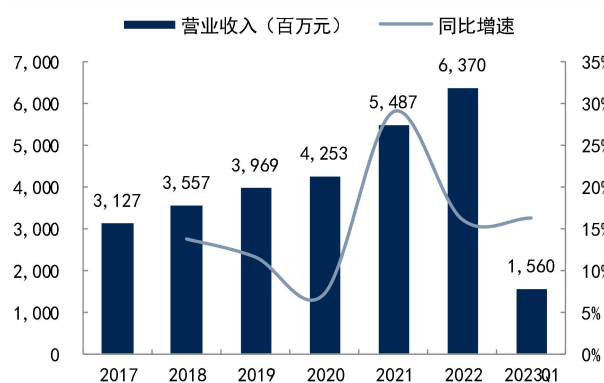
#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

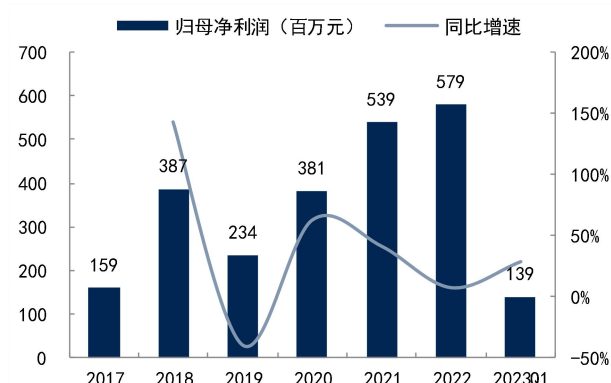
#### 相关研究报告

图1：川仪股份 2023 年一季度营收同比增长 16.27%



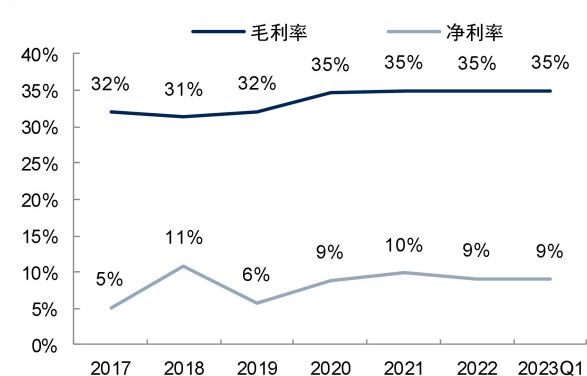
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：川仪股份 2023 年一季度归母净利润同比增长 28.75%



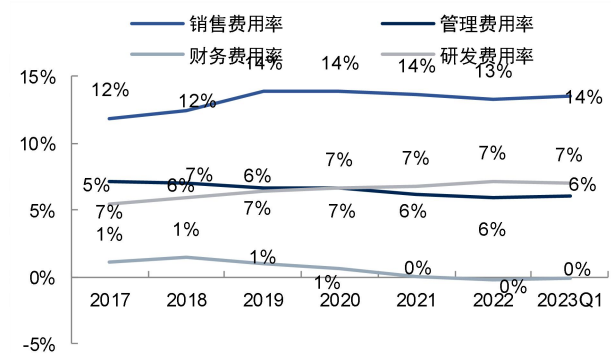
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：川仪股份盈利能力保持稳定



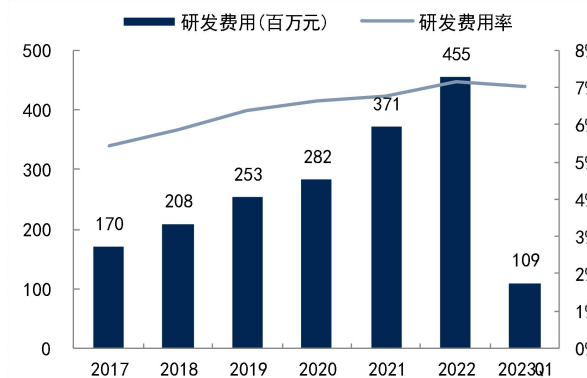
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：川仪股份期间费用率基本稳定



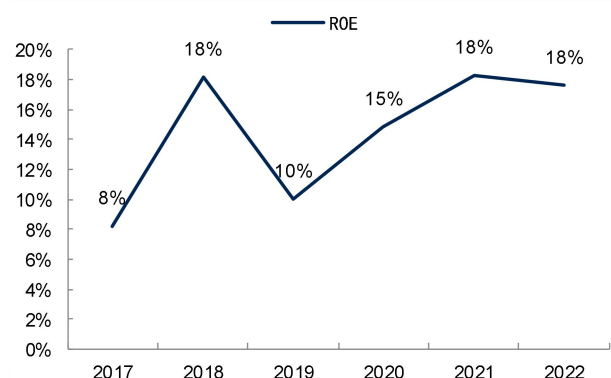
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：川仪股份研发费用持续增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：川仪股份 ROE 持续提升



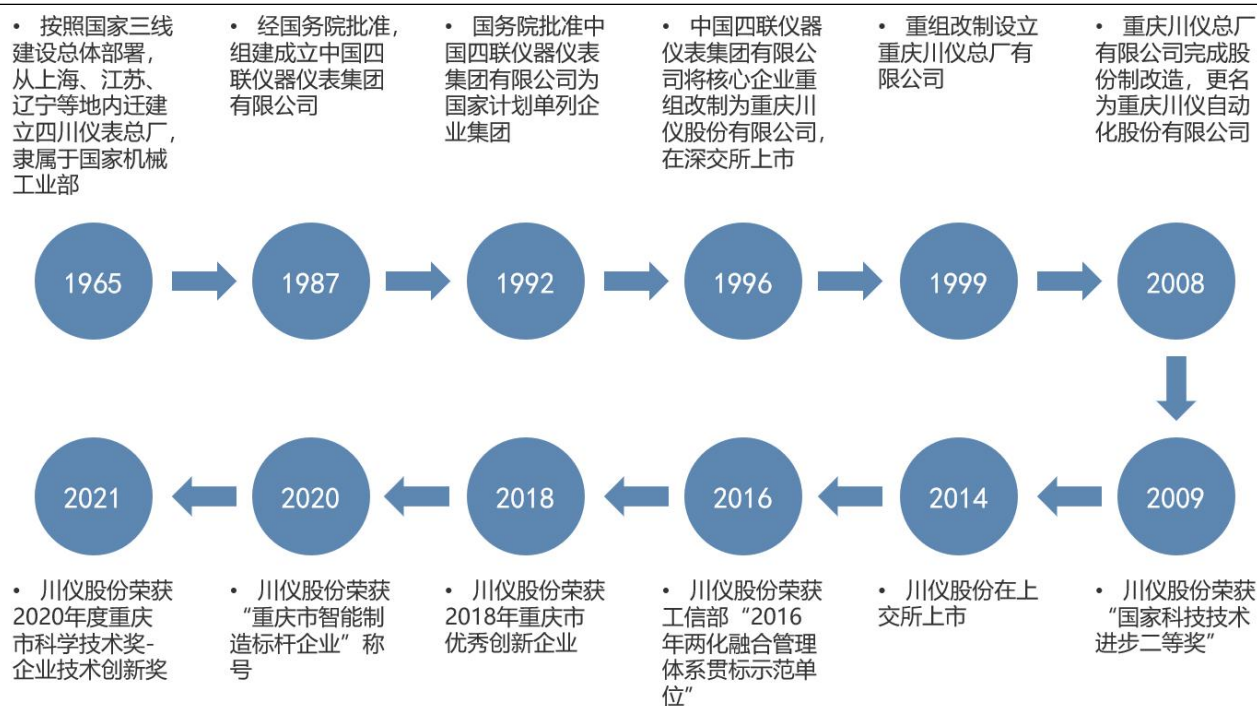
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 国内综合型工业自动化仪表龙头

**国内综合型工业自动化仪表龙头，深耕行业二十年。**川仪股份成立于1999年，前身为四川仪表总厂，深耕工业自动化仪表及控制装置领域二十余年，现已发展成为国内工业自动化仪表行业龙头。公司业务包含自动化仪器仪表、复合材料、电子器件、进出口业务四个板块，覆盖工业自动化仪表及控制装置各大品类，包括过程检测仪表、控制阀、分析仪器、控制系统及装置等单项产品，以及系统集成及总包服务业务，为工业客户提供相关产品和自动化解决方案。

**下游行业覆盖广泛，加快中高端市场国产替代。**工业自动化仪表保障工业生产连续、安全、高效运行，公司产品广泛应用于石油化工、冶金、电力、煤炭、轻工建材、市政公用及环保、新能源等领域，其中流程工业是重点领域。工业自动控制仪表品类多、技术涉及广泛、生产工艺复杂，是充分竞争的技术密集型行业，国内低端领域国产化率较高，中高端领域由艾默生、西门子、横河、霍尼韦尔等美日欧品牌主导，国产化率较低。公司经过几十年研发投入，产品性能国内领先，部分产品达到国际先进水平，正在加快提升中高端领域渗透率。

图7：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**公司主要业务是工业自动化仪器仪表，收入占比在85%以上，其余包括复合材料、电子器件、进出口业务，收入占比较低。具体来看：**

**1) 自动化仪器仪表：**自动化仪表产品主要为智能执行机构、智能变送器、智能调节阀、智能流量仪表、物位仪表、温度仪表、控制设备及装置、分析仪器等各大类单项产品和系统集成及总包服务。

**2) 复合材料：**复合材料业务主要由公司金属功能材料分公司承担，主要产品包括金属复合材料、精密合金材料、贵金属材料及其合金、电触头材料等。

3) **电子器件**：电子器件主要产品包括人工晶体精密元器件，陶瓷、碳化硅等硬脆材料精密元件，仪表部件等，产品以客户定制为主。

4) **进出口业务**：进出口业务由四联进出口承担，该公司主要从事关键技术、设备、零部件、散件和成套设备的进口以及相关产品的出口。

图8：公司自动化仪表产品



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表1：公司自动化仪表产品功能

产品名称	主要功能	主要用户
智能调节阀	接收控制系统的指令, 实现对管道中介质流量的控制及信号反馈	石油、化工、冶金、电力、煤化工、医药、水务、核工业、新能源等
智能执行机构	接收控制系统的指令, 完成对各种直通或旋转类阀门及风门挡板的控制	石油、化工、冶金、电力、煤化工、医药、水务、核工业、新能源等
智能变送器	对被测介质的压力、差压进行检测和信号传输	电力、冶金、化工、煤化工、石油、石化、市政环保、轻工建材、医药、造纸、核工业、新能源等
智能流量仪表	对被测介质的流量进行检测及信号传输	石油、化工、冶金、水务、医药、食品、核工业、新能源
分析仪器	对被测介质的化学特性、组成成份及含量进行在线或离线检测及分析	石油、化工、环保、轻工建材、新能源等
温度仪表	对被测介质的温度进行检测及信号传输	石油、化工、煤化工、医药、纺织印染、轻工建材、核工业等
物位仪表	对被测介质的料位、液位进行检测及信号传输	电力、冶金、化工、煤化工、石油、石化、市政环保、轻工建材、医药、造纸、核工业、新能源、粮油仓储等
控制装置	以控制器和现场设备为基础, 运用自动化控制技术对生产过程进行自动调节和控制	电力、环保、石油化工、煤化工等
电气装置	对高低压电气设备的配电系统进行管理及故障传递	电力、冶金、石油、化工、轻工建材、市政环保、核工业等

资料来源：公司官网，公司招股说明书，国信证券经济研究所整理



## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来 3 年归母净利润 6.49/7.81/9.48 亿元，增速分别为 12%/20%/21%。每股收益分别为 1.64/1.98/2.40 元

**工业自动化仪表：**公司工业自动化仪表产品种类多、技术指标国内领先，全国营销服务网络完善，随着公司加快拓展新兴领域，不断提升中高端市场渗透率，未来有望实现稳健较快增长。预计 2023-2025 年工业自动化仪表营收为 67.25/79.36/92.05 亿元，同比增长 20%/18%/16%。

**复合材料：**公司复合材料业务占比较低，包括金属复合材料、精密合金材料、贵金属材料等，近年来保持稳健增长。预计 2023-2025 年复合材料营收为 6.34/7.60/9.13 亿元，同比增长 15%/20%/20%。

**电子器件：**公司电子器件业务占比较低，包括硬脆材料精密元件和仪表部件等产品的定制业务，保持稳健增长。预计 2023-2025 年电子器件营收为 1.74/2.00/2.30 亿元，同比增长 15%/15%/15%。

表2：川仪股份业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>工业自动化仪表</b>					
收入（亿元）	46.85	56.04	67.25	79.36	92.05
增速	26.12%	19.61%	20%	18%	16%
成本（亿元）	29.78	35.86	43.04	50.79	58.92
毛利（亿元）	17.08	20.18	24.21	28.57	33.14
毛利率（%）	36.45	36.01	36.0%	36.0%	36.0%
<b>复合材料</b>					
收入（亿元）	6.15	5.51	6.34	7.60	9.13
增速	59.53%	-10.33%	15%	20%	20%
成本（亿元）	4.75	4.37	5.01	6.01	7.21
毛利（亿元）	1.39	1.14	1.33	1.60	1.92
毛利率（%）	22.63	20.66	21.0%	21.0%	21.0%
<b>电子器件</b>					
收入（亿元）	1.35	1.51	1.74	2.00	2.30
增速	24.73%	11.60%	15%	15%	15%
成本（亿元）	0.90	0.99	1.15	1.32	1.52
毛利（亿元）	0.46	0.52	0.59	0.68	0.78
毛利率（%）	33.88	34.54	34.0%	34.0%	34.0%
<b>进出口业务</b>					
收入（亿元）	0.25	0.27	0.29	0.30	0.32
增速	-4.94%	7.02%	5%	5%	5%
成本（亿元）	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26
毛利（亿元）	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05
毛利率（%）	15.04	17.31	17.0%	17.0%	17.0%
<b>合计</b>					
总营收（亿元）	54.87	63.70	76.05	89.79	104.42
增速	28.99%	16.10%	19.38%	18.06%	16.30%
营业成本（亿元）	35.70	41.52	49.52	58.47	68.03
毛利率	34.94%	34.82%	34.89%	34.88%	34.85%
毛利（亿元）	19.17	22.18	26.53	31.32	36.39

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收 76.05/89.79/104.42 亿元，同比增长 19.38%/18.06%/16.30%，毛利率分别为 34.89%/34.88%/34.85%，毛利 26.53/31.32/36.39 亿元，同比增长 19.60%/18.04%/16.22%。

## 未来 3 年业绩预测

表3：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5487	6370	7605	8979	10442
营业成本	3570	4152	4952	5847	6803
销售费用	749	845	989	1149	1316
管理费用	339	373	421	487	556
研发费用	371	455	532	620	700
财务费用	(2)	(16)	(15)	(20)	(36)
营业利润	568	627	721	864	1051
利润总额	607	639	728	872	1056
归属于母公司净利润	539	579	649	781	948

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2023-2025 年营收 76.05/89.79/104.42 亿元，同比增长 19.38%/18.06%/16.30%，归母净利润分别为 6.49/7.81/9.48 亿元，同比增长 12.1%/20.3%/21.4%。

## 盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1）乐观假设下，公司 2023-2025 年净利润分别为 6.73/8.42/10.66 亿元，同比增长 16.2%/25.2%/26.5%；2）中性假设下，公司 2023-2025 年净利润分别为 6.49/7.81/9.48 亿元，同比增长 12.1%/20.3%/21.4%；3）悲观假设下，公司 2023-2025 年净利润分别 6.25/7.22/8.40 亿元，同比增长 7.9%/15.5%/16.4%。

表4：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>				
营业收入(百万元)	6,370	7,924	9,751	11,828
(+/-%)	16.1%	24.4%	23.1%	21.3%
净利润(百万元)	579	673	842	1066
(+/-%)	7.5%	16.2%	25.2%	26.5%
<b>中性预测</b>				
营业收入(百万元)	6,370	7,605	8,979	10,442
(+/-%)	16.1%	19.4%	18.1%	16.3%
净利润(百万元)	579	649	781	948
(+/-%)	7.5%	12.1%	20.3%	21.4%
<b>悲观的预测</b>				
营业收入(百万元)	6,370	7,287	8,238	9,169
(+/-%)	16.1%	14.4%	13.1%	11.3%
净利润(百万元)	579	625	722	840
(+/-%)	7.5%	7.9%	15.5%	16.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 41.07-49.28 元, 给予增持评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值: 45.19-51.10 元

公司是国内综合型工业自动化仪表龙头, 下游行业广泛且景气度较好。公司在技术和产品竞争力处于国内领先地位, 加快拓展新型领域以及提升中高端领域渗透率, 未来有望实现长期稳健较快增长。我们预计公司未来收入业绩端保持一定增长, 未来五年估值假设条件见下表:

表5: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	28.99%	16.10%	19.38%	18.06%	16.30%	15.00%	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%
营业成本/营业收入	65.06%	65.18%	65.11%	65.12%	65.15%	65.03%	64.93%	64.83%	64.73%	64.63%
管理费用/营业收入	6.15%	5.83%	5.50%	5.40%	5.30%	5.40%	5.37%	5.36%	5.37%	5.37%
研发费用/营业收入	6.76%	7.14%	7.00%	6.90%	6.70%	6.87%	6.82%	6.80%	6.83%	6.82%
销售费用/销售收入	13.65%	13.26%	13.00%	12.80%	12.60%	12.80%	12.73%	12.71%	12.75%	12.73%
营业税及附加/营业收入	0.87%	0.80%	0.84%	0.84%	0.83%	0.84%	0.83%	0.83%	0.83%	0.83%
所得税税率	11.00%	9.03%	10.56%	10.19%	9.93%	10.23%	10.12%	10.09%	10.14%	10.12%
股利分配比率	25.36%	43.03%	32.13%	33.51%	36.22%	33.95%	34.56%	34.91%	34.47%	34.65%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.7	T	10.56%
无风险利率	2.80%	Ka	8.05%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	0.72
公司股价 (元)	41.24	Ke	8.22%
发行在外股数 (百万)	395	E/(D+E)	96.43%
股票市值 (E, 百万元)	16290	D/(D+E)	3.57%
债务总额 (D, 百万元)	603	WACC	8.10%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	1.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价格区间为 45.19-51.10 元。

### 绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

**表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）**

		WACC 变化				
		7.9%	8.0%	8.10%	8.2%	8.3%
永续 增长 率变 化	1.3%	51.10	50.21	49.35	48.52	47.71
	1.2%	50.58	49.71	48.87	48.05	47.26
	1.1%	50.07	49.22	48.40	47.60	46.82
	1.0%	49.58	48.75	47.94	47.16	46.40
	0.9%	49.10	48.29	47.50	46.73	45.98
	0.8%	48.64	47.84	47.07	46.31	45.58
	0.7%	48.19	47.40	46.65	45.91	45.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 相对估值：41.07-49.28 元

川仪股份是国内综合型工业自动化仪表龙头，产品包括检测仪表、控制阀、分析仪器、控制系统及装置等。我们选择与公司仪表产品具有一定相似性的中控技术和与公司分析仪器产品具有相似性的聚光科技为可比公司，可比公司 2023 年 PE 均值为 49.16 倍，考虑到公司的成长性，给予公司 2023 年 PE 25-30 倍，合理目标价格区间为 41.07-49.28 元。

**表8：可比公司估值表**

公司	投资评级	市值（亿元）	股价（元） 20230505	EPS				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
聚光科技	未评级	103.35	22.84	-0.83	0.46	0.79	1.26		49.65	28.91	18.13
中控技术	未评级	519.23	95.89	1.61	1.97	2.62	3.44	59.56	48.68	36.60	27.88
							平均值	59.56	49.16	32.76	23.00
川仪股份	增持	162.90	41.24	1.47	1.64	1.98	2.40	28.13	25.11	20.86	17.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测 注：未评级公司系 WIND 一致预期

## 投资建议

公司是国内综合型工业自动化仪表龙头，下游行业广泛且景气度较好。公司在技术和产品竞争力处于国内领先地位，加快拓展新型领域以及提升中高端领域渗透率，未来有望实现长期稳健较快增长。我们看好公司长期成长潜力，预计 2023-2025 年归母净利润为 6.49/7.81/9.48 亿元，EPS 为 1.64/1.98/2.40 元，对应 PE 25/21/17 倍，公司合理估值为 41.07-49.28 元（对应 23 年 PE 为 25-30 倍），首次覆盖给予“增持”评级。



## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;
- 2、加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.8%、风险溢价7.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为1%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值方面我们选取了与公司业务相近的公司进行比较,同时考虑公司成长性,对可比公司平均动态PE进行修正,最终给予公司25-30倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设,其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

### 经营风险

**市场竞争加剧风险:**国内自动化仪表及控制装置市场面临充分竞争,一方面外资品牌进入中国市场较早,技术成熟、经验丰富,整体具有领先优势,另一方面部分国内企业通过加强研发、提升产能、投资并购等不断增强自身实力,同时行业良好的发展前景也正吸引更多新的竞争者加入,市场竞争进一步加剧。

**原材料供应及价格波动风险:**宏观形势一定程度上影响公司部分原材料和进口元器件采购价格、供货周期及持续稳定供应,若原材料价格持续上涨、部分进口元器件供货周期大幅延长或不能稳定供货,将对公司采购成本、生产交付等造成较大影响。

**产能不及预期风险。**随着日益增大的市场需求,部分产品产能不足的矛盾仍然存在,公司正加快推进仪器仪表基地蔡家三期等重点项目以扩大产能,但受工程建设、设备采购尤其是部分进口设备采购周期影响,可能导致产能建设速度不能充分满足市场需求,增加在生产组织、质量控制、人员管理、准时交货等方面的困难。若未来下游需求变动或市场开拓未达预期,可能导致产能利用不足,新建项目不能实现预期效益,对盈利水平产生不利影响。

### 技术风险

**高端产品及技术开发不及预期的风险：**高端仪器仪表研发是技术密集型科技活动，国内基础研究、前沿技术研究相对薄弱，如果公司在未来创新活动中不能准确把握行业技术和前沿科技发展趋势，缺少自主可控的核心技术，可能导致产品转型升级放缓，削弱已有的竞争优势。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1814	1498	1527	2106	2511	营业收入	5487	6370	7605	8979	10442
应收款项	964	1228	1698	1771	2135	营业成本	3570	4152	4952	5847	6803
存货净额	1147	1300	1556	1851	2143	营业税金及附加	48	51	64	75	86
其他流动资产	1200	1229	1614	1868	2135	销售费用	749	845	989	1149	1316
<b>流动资产合计</b>	<b>5128</b>	<b>5908</b>	<b>7048</b>	<b>8249</b>	<b>9577</b>	管理费用	339	373	421	487	556
固定资产	658	680	713	724	738	研发费用	371	455	532	620	700
无形资产及其他	62	58	55	53	51	财务费用	(2)	(16)	(15)	(20)	(36)
投资性房地产	424	429	429	429	429	投资收益	106	135	30	25	20
长期股权投资	366	380	404	429	451	资产减值及公允价值变动	40	(66)	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>6638</b>	<b>7454</b>	<b>8650</b>	<b>9884</b>	<b>11245</b>	其他收入	10	49	20	10	5
短期借款及交易性金融负债	224	27	211	147	122	营业利润	568	627	721	864	1051
应付款项	1314	1521	1889	2178	2544	营业外净收支	39	11	7	8	5
其他流动负债	1677	1985	2188	2681	3103	<b>利润总额</b>	<b>607</b>	<b>639</b>	<b>728</b>	<b>872</b>	<b>1056</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3215</b>	<b>3533</b>	<b>4288</b>	<b>5007</b>	<b>5769</b>	所得税费用	67	58	77	89	105
长期借款及应付债券	106	392	392	392	392	少数股东损益	2	2	2	3	3
其他长期负债	123	107	106	100	92	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>539</b>	<b>579</b>	<b>649</b>	<b>781</b>	<b>948</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>230</b>	<b>498</b>	<b>497</b>	<b>492</b>	<b>484</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3445</b>	<b>4032</b>	<b>4785</b>	<b>5498</b>	<b>6253</b>	净利润	539	579	649	781	948
少数股东权益	19	14	16	17	20	资产减值准备	120	(20)	4	1	1
股东权益	3174	3409	3849	4368	4973	折旧摊销	61	59	73	80	86
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6638</b>	<b>7454</b>	<b>8650</b>	<b>9884</b>	<b>11245</b>	公允价值变动损失	(40)	66	(9)	(9)	(9)
						财务费用	(2)	(16)	(15)	(20)	(36)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	558	28	(536)	155	(142)
每股收益	1.36	1.47	1.64	1.98	2.40	其它	(119)	21	(3)	1	1
每股红利	0.35	0.63	0.53	0.66	0.87	<b>经营活动现金流</b>	<b>1118</b>	<b>733</b>	<b>179</b>	<b>1009</b>	<b>885</b>
每股净资产	8.04	8.63	9.74	11.06	12.59	资本开支	0	7	(100)	(80)	(90)
ROIC	12.11%	15.60%	19%	22%	27%	其它投资现金流	(1)	(650)	0	0	0
ROE	16.97%	16.99%	17%	18%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(37)</b>	<b>(657)</b>	<b>(125)</b>	<b>(105)</b>	<b>(111)</b>
毛利率	35%	35%	35%	35%	35%	权益性融资	(1)	42	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	9%	9%	9%	负债净变化	(94)	285	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(137)	(249)	(208)	(262)	(343)
收入增长	29%	16%	19%	18%	16%	其它融资现金流	19	(506)	183	(64)	(26)
净利润增长率	41%	7%	12%	20%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(444)</b>	<b>(392)</b>	<b>(25)</b>	<b>(325)</b>	<b>(369)</b>
资产负债率	52%	54%	56%	56%	56%	<b>现金净变动</b>	<b>637</b>	<b>(316)</b>	<b>29</b>	<b>579</b>	<b>405</b>
股息率	0.8%	1.5%	1.3%	1.6%	2.1%	货币资金的期初余额	1178	1814	1498	1527	2106
P/E	30.2	28.1	25.1	20.9	17.2	货币资金的期末余额	1814	1498	1527	2106	2511
P/B	5.1	4.8	4.2	3.7	3.3	企业自由现金流	0	543	16	875	738
EV/EBITDA	41.9	36.8	29.3	24.7	21.1	权益自由现金流	0	322	213	829	745

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032