

全球缝制设备龙头，收入降幅收窄

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年半年报，2023H1 实现营收 26.9 亿，同比-13.5%；实现归母净利润 2.7 亿，同比-13.2%。单季度看，Q2 实现营收 12.4 亿，同比-3.7%，环比-14.1%；实现归母净利润 1.6 亿，同比+30.9%，环比+41.3%。单 Q2 收入降幅收窄，盈利能力提升。
- **2023H1 行业低迷，公司国内外业务短期承压下滑。**2023H1，据行业协会，行业百家企业工业缝纫机产量 202 万台，同比-16.3%；据海关总署，我国缝制机械产品出口 14.6 亿美元，同比-14.8%；据国家统计局，行业 290 家规模以上缝制机生产企业营收 138 亿元，同比-19.9%；整体看国内下游需求低迷，海外出口承压。2023H1，公司国内业务营收 12.5 亿元，同比减少 10.4%，毛利率为 23.4%，同比-0.7pp；海外业务营收 14.4 亿元，同比下滑 16.1%，毛利率为 32.6%，同比+4.2pp，毛利率增长主要系汇率变动影响。
- **海外汇率波动，公司精简 SKU、强化爆品打造，推动毛利率提升。**2023H1 公司毛利率为 28.4%，同比+1.9pp，毛利率提升主要系美元升值带动公司占比 55% 的海外业务毛利率上行 4.2pp，公司爆品战略带动占比 87% 的工业缝纫机毛利率+2.1pp；净利率为 10.1%，同比-0.2pp；期间费用率为 16.0%，同比+0.8pp，其中，销售、管理、研发和财务费用率分别同比+1.1、+0.2、+0.5、-1.1pp，销售费用率提升主要系公司收入下降而营销人员差旅费等管理、销售费用增加，财务费用率下降主要系利息收入和汇兑收益增加。单 2023Q2 来看，公司毛利率为 30.4%，同比+3.5pp，环比+3.8pp；净利率为 12.8%，同比+3.1pp，环比+4.9pp；期间费用率为 16.0%，同比-2.2pp，环比基本持平。
- **公司系全球缝制设备龙头，外延内生全新布局成套设备解决方案，助力公司市占率再提升。**公司通过收购德国奔马、意大利威比玛、意大利迈卡等公司布局技术要求较高的裁床、自动缝制设备领域，单机（工业单机、裁剪设备）市场份额不断扩大；2021 年，公司推出成套智联解决方案，并标杆大客户取得突破，由单机设备供应商成功向软硬件为一体的成套解决方案服务商转型，公司智能成套业务顺利推进，产品交付、新客户开拓加速进行，中长期增长动力充足。
- **盈利预测与投资建议。**杰克股份系。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.6、7.2、9.8 亿元，EPS 分别为 1.16、1.48、2.01 元，未来三年归母净利润复合增速为 26%，当前股价对应 PE 分别为 18、14、10 倍。给予公司 2024 年 20 倍 PE，六个月目标价 29.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求恢复不及预期、出口及汇率变动、原材料价格波动、海外经营等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5501.66	5980.76	7240.98	9561.00
增长率	-9.12%	8.71%	21.07%	32.04%
归属母公司净利润（百万元）	493.62	564.55	718.88	977.17
增长率	5.84%	14.37%	27.34%	35.93%
每股收益 EPS（元）	1.02	1.16	1.48	2.01
净资产收益率 ROE	11.39%	11.60%	13.14%	15.50%
PE	20	18	14	10
PB	2.33	2.10	1.86	1.61

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：tjl@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)	4.86
流通 A 股(亿股)	4.82
52 周内股价区间(元)	17.72-23.55
总市值(亿元)	99.83
总资产(亿元)	81.74
每股净资产(元)	8.87

相关研究

目 录

1 杰克股份：全球缝制设备龙头，引领行业发展	1
1.1 专注缝制机械领域，成就全球缝制设备龙头	1
1.2 下游需求低迷，公司国内外市场短期承压	3
1.3 股权集中稳定，企业治理优异	5
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测	6
2.2 相对估值	7
3 风险提示	8

图 目 录

图 1：杰克股份内延外生布局缝前、缝中、缝后全产业链设备，打造成套设备解决方案服务商	2
图 2：杰克股份产品线丰富，全面覆盖缝前、缝中、缝后设备	2
图 3：2023H1，公司工业缝纫机占比为 87.4%	3
图 4：近年来，公司细分主营业务毛利率整体均有提升	3
图 5：2023H1，杰克股份实现营收 12.4 亿元	4
图 6：2023H1，杰克股份实现归母净利润 1.4 亿元	4
图 7：2023H1，杰克股份国内外业均有所下滑	4
图 8：2023H1，杰克股份海外业务毛利率同比提升	4
图 9：2020 年以来，杰克股份毛利率整体略有提升	5
图 10：2023H1，杰克股份期间费用率为 16.9%	5
图 11：杰克股份股权结构较为集中，实际控制人为胡彩芳、阮积明、阮福德、阮积祥	6

表 目 录

表 1：公司分业务收入及毛利率预测	7
表 2：可比公司估值（截至 2023 年 8 月 31 日）	7
附表：财务预测与估值	9

1 杰克股份：全球缝制设备龙头，引领行业发展

1.1 专注缝制机械领域，成就全球缝纫设备龙头

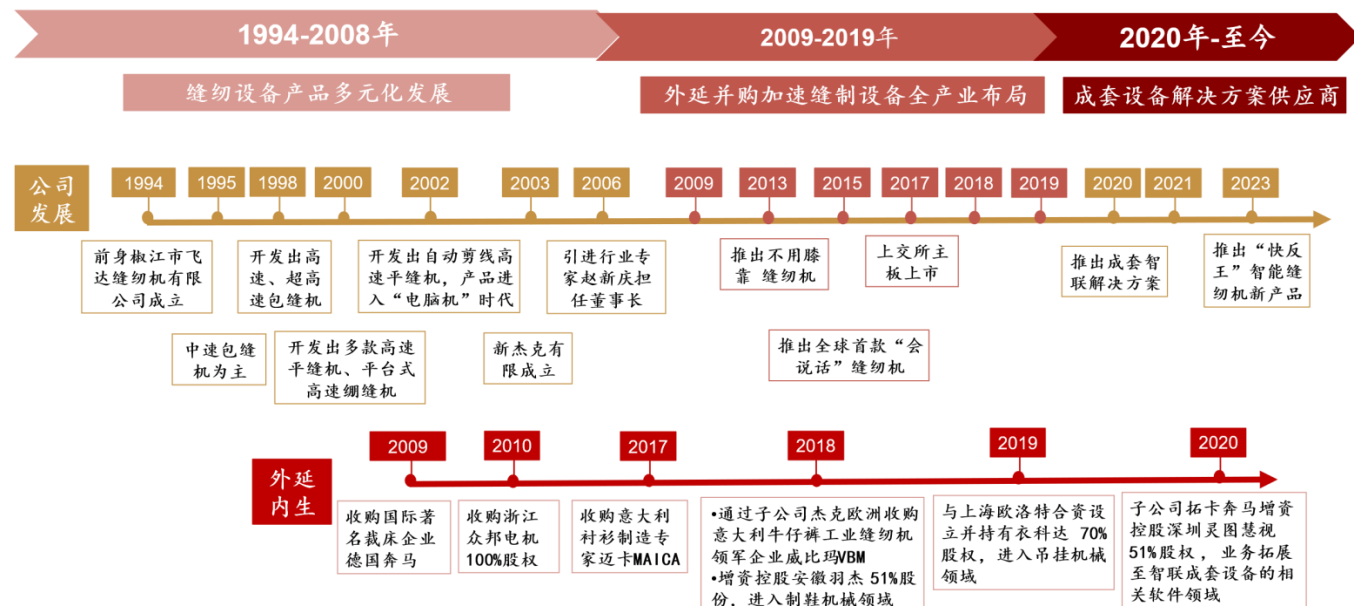
深耕缝制设备行业 30 年，内延外生布局缝前、缝中、缝后全产业链设备，打造成套设备解决方案服务商。经过多年经营和发展，公司已成为缝制设备行业产销规模最大、综合实力最强的全球化企业，覆盖面辅料仓储、智能裁剪、吊挂缝纫、后道分拣、成品仓储等服装智造全流程，拥有 APS、MES、WMS 等软硬件为一体的服装智能制造成套解决方案服务商，产品惠及全球 150 多个国家和地区，服务于服装、鞋业、箱包、家具、皮革、汽车、航空等多个领域。公司发展历程可以分为三个阶段。

1) 1994-2008 年：缝纫设备产品多元化发展阶段。1994 年，杰克股份前身飞达缝纫机成立，成立之初主营缝纫设备和配件；1995 年，公司产品以中速包缝机为主，此时产品多为家庭缝纫机；1998-1999 年，公司开发出高速、超高速包缝机；2000 年，公司陆续开发出多款高速平缝机、平台式高速绷缝机；2002 年，公司开发出自动剪线高速平缝机，产品进入“电脑机”时代，此后随着科技的发展，公司产品的自动化、智能化成都不断提升。

2) 2009-2019 年：外延并购加速缝制设备全产业链布局阶段。2009 年，收购国际著名裁床企业德国奔马，产业链初步延伸至缝前设备，此后杰克股份不断进行外延并购以提升自身技术实力与拓宽业务领域；2010 年，公司收购浙江众邦电机 100% 股权，提升公司电机、电控零部件自给能力；2017 年，公司收购意大利衬衫制造专家迈卡 MAICA，深度布局衬衫自动化设备；2018 年，通过子公司杰克欧洲收购意大利牛仔裤工业缝纫机领军企业威比玛 VBM，拓展牛仔服装自动化设备领域，增资控股安徽羽杰 51% 股份，进入制鞋机械领域，同年公司营收首次超过日系厂商，成为全球行业第一；2019 年，与上海欧洛特合资设立并持有衣科达 70% 股权，进入吊挂机械领域。

3) 2020 年-至今：积极打造成套设备解决方案供应商。此前，公司通过收并购在技术要求较高的裁床、自动缝制设备领域公司通过德国奔马、意大利威比玛等公司打开市场，积累口碑的同时将技术进行国产化拓宽应用领域，同时公司在吸收海外企业先进技术的基础上不断提升公司综合竞争力，逐步向智能成套解决方案服务商奋进。2020 年，子公司拓卡奔马增资控股深圳灵图慧视 51% 股权，业务拓展至智联成套设备的相关软件领域；2021 年，公司推出成套智联解决方案；2023 年，公司推出“快反王”智能缝纫机新产品，能够适应缝制极厚、极薄、极弹等面料。

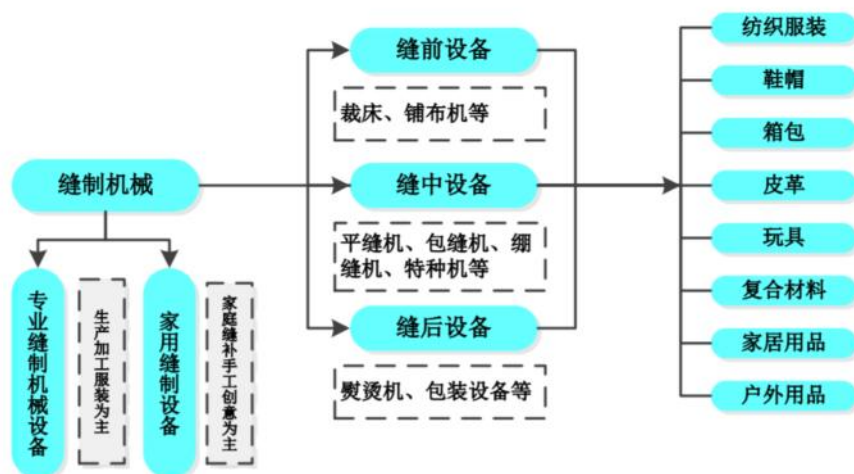
图 1：杰克股份内延外生布局缝前、缝中、缝后全产业链设备，打造成套设备解决方案服务商



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

产品线丰富，全面覆盖缝前、缝中、缝后设备。缝制机械行业是以生产缝纫机为主，裁剪、熨烫及粘合等机械为辅的专业设备制造业，按缝制工序先后分类，缝制设备主要包括三大类：缝前设备、缝中设备和缝后设备。1) 缝前设备：主要包括裁床、铺布机等用于裁剪、铺开布料等缝制前道工序的加工设备。2) 缝中设备：主要包括平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等用于缝制工序的加工设备；3) 缝后设备：主要包括熨烫、包装设备等用于熨烫、包装等服装生产后道工序的机械设备和自动化吊挂、仓储设备等成套解决方案的相关设施；4) 缝制机械零部件，主要有电机、电控、机架台板等缝制设备零部件。缝制机械设备应用领域广泛，除纺织服装行业外，还广泛应用于鞋帽、箱包、皮革、玩具、复合材料、家居用品、户外用品等需要裁剪、缝合和装饰等领域。

图 2：杰克股份产品线丰富，全面覆盖缝前、缝中、缝后设备



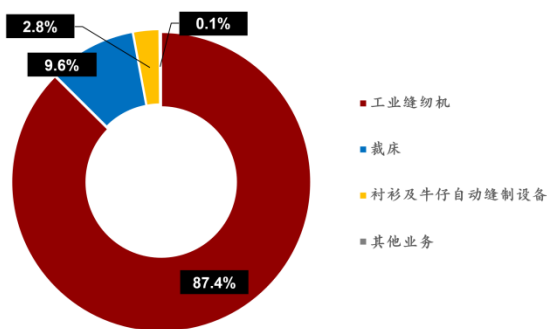
数据来源：杰克股份公告，西南证券整理

1) 工业缝纫机是公司主营业务，占比约 87%，毛利率相对较低。工业缝纫机包括平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等用于缝纫工序的加工设备；2016-2021 年该业务营收持续增长，毛利率下降，2020-2021 年毛利率下降主要系受疫情影响，国内市场销售折扣力度加大；整体占比始终在 80% 以上。2022 年受行业下滑影响，该业务实现营收 47.8 亿，同比减少 10.8%，但同年该业务产品价格提升、产品结构变动，毛利率为 24.8%，同比增加 1.8 个百分点。2023H1，该业务实现营收 23.5 亿，同比减少 14.2%，占比为 87.4%，毛利率为 26.8%，同比增加 2.1 个百分点。

2) 裁床产品单价高，毛利率在 40% 左右。裁床业务来源于公司收购的德国拓卡、奔马，助力公司在缝前设备抢占市场。2016-2022 年公司裁床业务营收整体呈现增长趋势，其中 2020 年受疫情订单、营收下滑较多，毛利率下降，其中 2020-2021 年毛利率下降主要系毛利率相对较低的德国奔马销售占比增加、受疫情影响销量下滑但人工成本和折旧投入较为刚性等；裁床业务毛利率先降后升，但整体由于裁床产品单价高，毛利率在 38-45%。2022 年该业务实现营收 5.7 亿，同比微降 0.6%，毛利率为 40.1%，同比增加 1.3 个百分点，主要系美元兑人民币汇率变动所致。2023H1，该业务实现营收 2.6 亿，同比减少 11.1%，占比为 9.6%，毛利率为 38.6%，同比减少 1.8 个百分点。

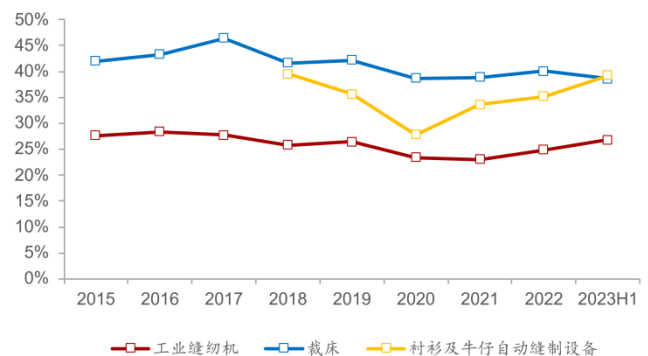
3) 衬衫及牛仔自动缝制设备占比低，市占率持续提升中。衬衫及牛仔自动缝制设备来源于公司 2017 年收购的意大利威比玛，目前该业务占比在 3% 左右，占比仍然较低。2018-2022 年该业务营收由 1.1 亿提升至 1.4 亿，整体占比始终较低，2022 年仅为 3%。2022 年该业务毛利率为 35.2%，同比增加 1.6 个百分点，主要系美元兑人民币汇率变动以及该设备国产替代成本下降。2023H1，该业务实现营收 0.8 亿，同比增长 1.7%，占比为 2.8%，毛利率为 39.2%，同比增加 2.8 个百分点。

图 3：2023H1，公司工业缝纫机占比为 87.4%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：近年来，公司细分主营业务毛利率整体均有提升



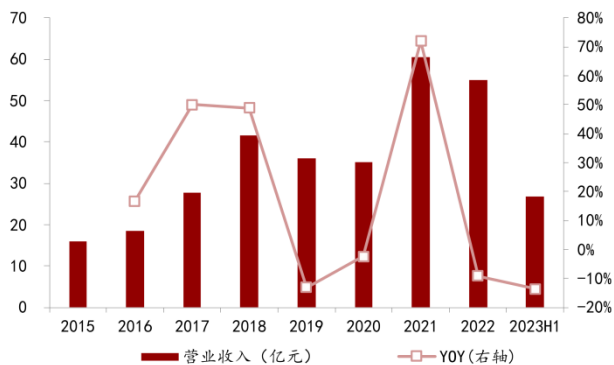
数据来源：wind，西南证券整理

1.2 下游需求低迷，公司国内外市场短期承压

受行业需求变化，公司收入、净利润波动较大，短期承压。2018-2020 年，受中美贸易、缝制行业周期性调整、疫情等多因素影响，公司业绩下滑；2021 年缝制机械行业需求回暖，公司实现营收 60.5 亿，同比增长 71.9%，净利润 4.8 亿，同比增长 51.1%。2022 年俄乌战争、全球性高通胀等因素导致经济下行，公司业绩下滑，实现营收 55.0 亿，同比减少 9.1%，净利润 5.0 亿，同比增长 5.2%，主要系各业务毛利率提升较多，尤其海外业务毛利率增加

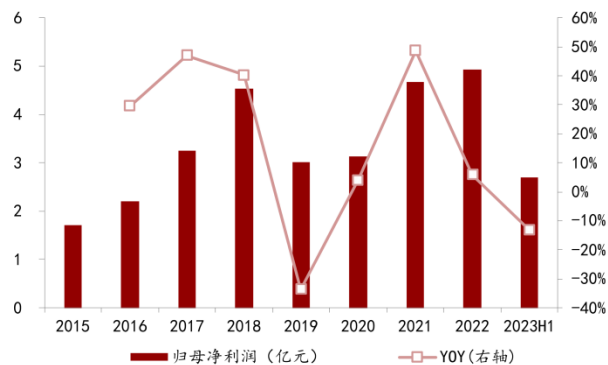
3.6 个百分点。2023H1 公司实现营收 26.9 亿元，同比减少 13.5%，实现归母净利润 2.7 亿元，同比减少 13.6%；公司业绩下滑小于行业，据国家统计局数据显示，2023H1 行业 290 家规模以上缝机生产企业营收 138 亿元，同比减少 19.9%。单 Q2 来看，实现营收 12.4 亿，同比-3.7%，环比-14.1%；实现归母净利润 1.6 亿，同比+30.9%，环比+41.3%。

图 5：2023H1，杰克股份实现营收 12.4 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

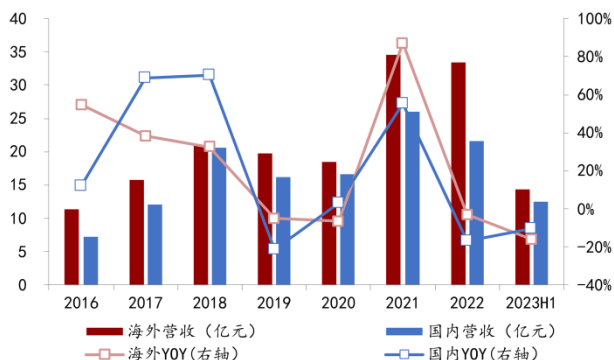
图 6：2023H1，杰克股份实现归母净利润 1.4 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

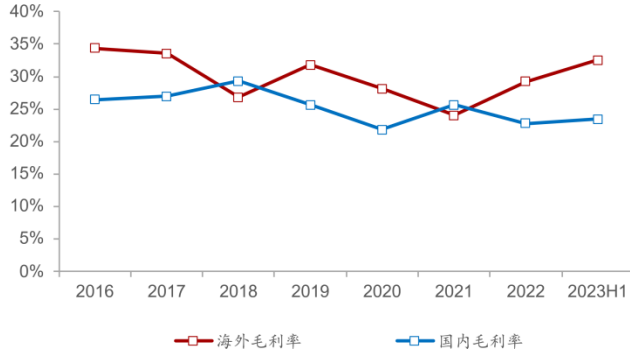
2022H2 以来，下游需求萎缩，公司国内外市场收入承压。2022 年以来，国内外业务均承压，2022 年，公司国内业务营收为 21.5 亿，同比下降 17.0%，收入占比为 39%，毛利率为 22.8%，同比下降 1.9 个百分点，毛利下降主要系产品结构变化及 2022 年降低库存、产品产量下降而成本上涨超过 2021 年价格上涨幅度；海外业务实现营收 33.4 亿，同比微降 3.2%，占比约 61%，毛利率为 29.2%，同比提升 5.2 个百分点，毛利率增长主要系美元对人民币汇率变动以及产品结构影响。2023H1 公司国内业务实现营收 12.5 亿元，同比减少 10.4%，毛利率为 23.4%，同比下滑 0.7 个百分点；海外业务实现营收 14.4 亿元，同比减少 16.1%，毛利率为 32.6%，同比增加 4.2 个百分点。

图 7：2023H1，杰克股份国内外业务均有所下滑



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2023H1，杰克股份海外业务毛利率同比提升



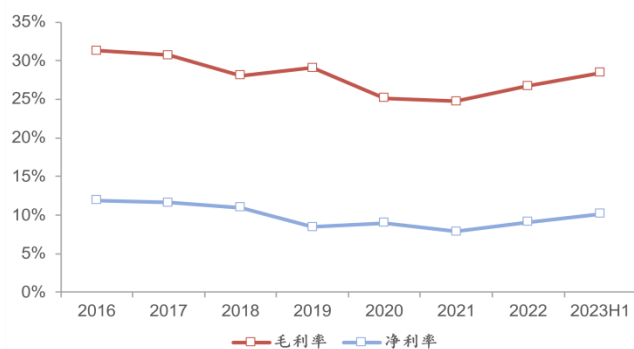
数据来源：Wind，西南证券整理

产品结构变化、价格调整等多因素影响，近年来毛利率、净利率整体回升。2016-2021 年公司综合毛利率由 31.3% 下滑至 24.7%，净利率由 11.9% 下滑至 7.9%，盈利能力下降主要系高毛利的裁床业务占比由 15% 左右下滑至 10% 左右，且裁床产品中较低毛利的奔马产品占比提升。2022 年，公司综合毛利率为 26.7%，同比增加 2.0 个百分点，主要系受益于汇兑、成本变化等，公司各业务毛利率提升；净利率为 9.1%，同比增加 1.2 个百分点。

2023H1 公司毛利率为 28.4%，同比增加 1.9 个百分点，毛利率提升主要系美元升值带动海外业务毛利率提升；净利率为 10.1%，同比微降 0.2 个百分点。

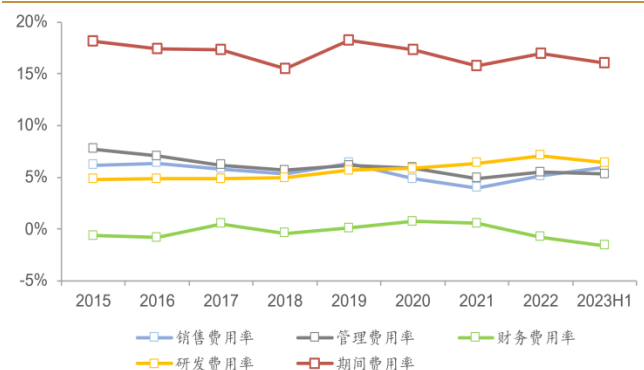
精益管理，期间费用率整体相对稳定。2018-2022 年，公司期间费用率稳定在 15-18%，2022 年期间费用率为 16.9%，同比增加 1.2 个百分点，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 5.1%、5.5%、7.1%和-0.8%，分别同比+1.2、+0.6、+0.7、-1.2 个百分点，整体来看公司期间费用率增长主要系 2021-2022 年受行业变化影响公司销售规模下降，而费用成本偏刚性，导致销售、管理费用率增长，另外公司重视新品研发、研发投入力度大。2023H1 公司期间费用率 16.9%，同比增加 0.8 个百分点，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 5.1%、5.5%、7.1%和-0.8%，分别同比+1.1、+0.2、+0.5、-1.1 个百分点。

图 9：2020 年以来，杰克股份毛利率整体略有提升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2023H1，杰克股份期间费用率为 16.9%



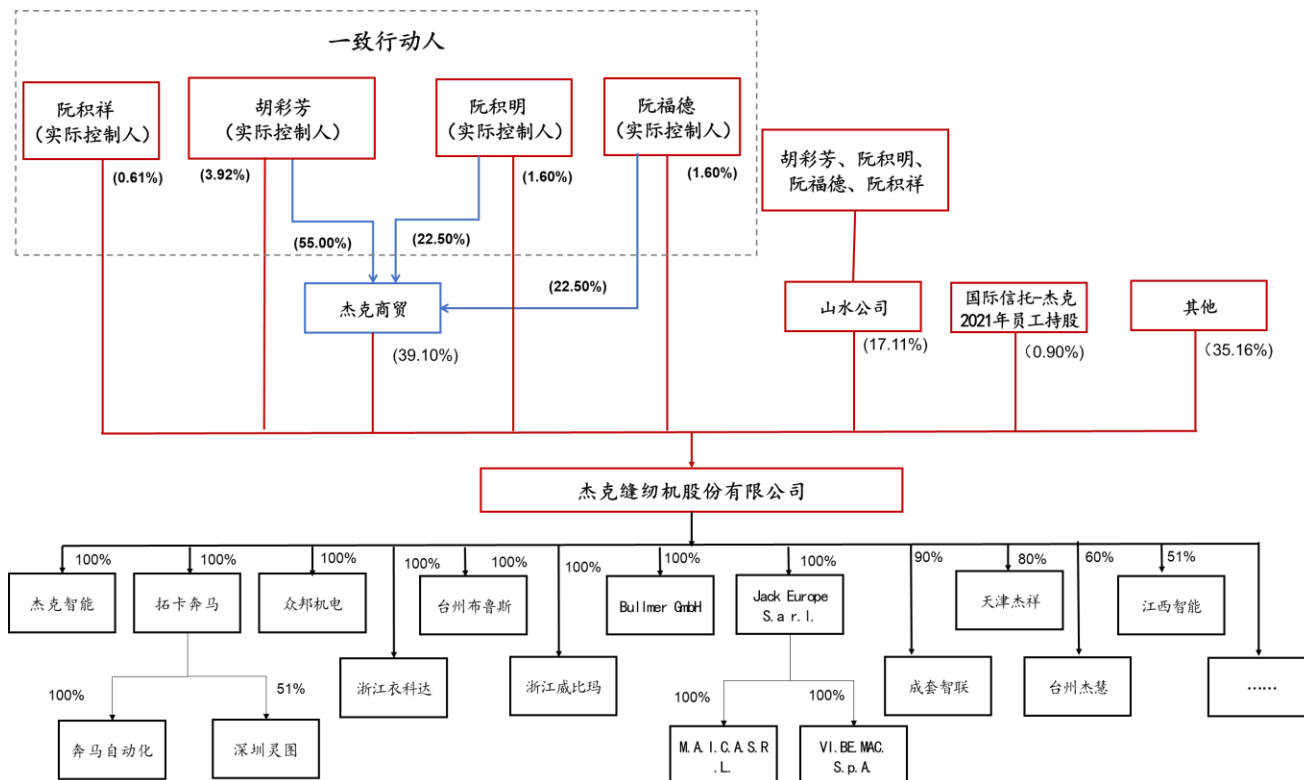
数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 股权集中稳定，企业治理优异

杰克股份股权集中稳定，是典型的家族企业。公司实际控制人为胡彩芳、阮积祥、阮积明、阮福德，四人具有一致行动关系，四人通过直接或间接通过公司前两大股东合计持有公司 63.94%，其中公司前两大股东分别为杰克商贸和山水公司，山水公司 LAKE VILLAGE LIMITED 系公司实际控制人在 BVI 设立的公司。实际控制人中，阮积祥、胡彩芳为夫妻关系，阮积明、阮福德与阮积祥是兄弟关系，属于典型的家族企业。

人才任用制度灵活，多次实行股权激励，企业治理优异。公司创始人理念开明，采用保持灵活的人才任用制度，2013 年聘请赵新庆先生担任公司董事长，赵新庆先生在缝纫机行业有 30 余年工作经验，曾任行业老牌巨头西安标准工业股份有限公司董事长，是缝纫机械行业技术带头人；2017 年，公司实行轮值 CEO 制度，将日常经营决策的权力下放至各职能部门，同时聘请外部专业咨询机构为公司发展助力。杰克股份自上市后每年均出台员工持股或限制性股权激励计划，分别通过员工薪金、自筹资金等方式，对公司高管和员工计划激励，通过员工持股计划及股权激励计划，公司增强了员工与企业之间的关联，激发员工积极性。

图 11：杰克股份股权结构较为集中，实际控制人为胡彩芳、阮积明、阮福德、阮积祥



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：

2022 年以来行业进入下滑周期，2023H1 行业 290 家规模以上缝机生产企业营收 138 亿元，同比减少 19.9%；公司作为缝纫设备行业龙头，短期业绩承压；公司积极提升裁床等产品市占率，叠加本身成套智能设备第二增长曲线开启，在行业需求承压背景下，公司 2023Q2 单季度收入降幅大幅收窄，净利润实现正增长，有望走出行业下滑周期。

1) **工业缝纫机**：该业务为公司核心业务，主要指平缝机、包缝机、绷缝机和特种机等用于缝纫工序的加工设备等；考虑到公司系缝纫机械设备龙头，产品存在结构变化、新产品推出、产品价格提升等情况，预计 2023-2025 年公司该业务设备销量增速分别为 5%、15%、25%；另司的设备有成套设备新产品及“快反王”等新产品，产品价格提升，加上规模效应增强公司该业务综合毛利率略有上升，预计 2023-2025 年该业务毛利率为 26%、27%、27%。

2) **裁床业务**：该业务源于公司收购的德国拓卡、奔马，目前公司在缝前设备市占率持续提升中，预计 2023-2025 年公司该业务设备销量增速分别为 5%、15%、25%；由于裁床

产品单价高，目前公司产品中毛利率相对较低的德国奔马销售占比增加，因此该业务整体毛利率略有下滑，预计 2023-2025 年该业务毛利率为 39%、38%、38%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
工业缝纫机	收入	4780.25	5169.84	6242.58	8193.39
	增速	-10.83%	8.15%	20.75%	31.25%
	毛利率	24.83%	26.00%	27.00%	27.00%
裁床	收入	572.09	630.73	761.61	999.61
	增速	-0.63%	10.25%	20.75%	31.25%
	毛利率	40.08%	39.00%	38.00%	38.00%
衬衫及牛仔 自动缝制设备	收入	144.91	175.35	231.46	361.07
	增速	28.87%	21.00%	32.00%	56.00%
	毛利率	35.16%	39.00%	40.00%	40.00%
其他业务	收入	4.41	4.85	5.33	6.93
	增速	-8.11%	10.00%	10.00%	30.00%
	毛利率	81.25%	75.00%	80.00%	85.00%
合计	收入	5501.66	5980.76	7240.98	9561.00
	增速	-9.12%	8.71%	21.07%	32.04%
	毛利率	26.74%	27.79%	28.61%	28.68%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

杰克股份系全球缝纫设备龙头，下游主要是纺织服装行业，终端市场的需求变化将传导到设备需求。我们选取与公司下游同属于端市场为服装、家的数码印花龙头公司宏华数科，与公司下游同属于消费市场，且海外出口占比较高、下游需求短期承压的机械行业国内线性驱动龙头捷昌驱动作为可比公司；2 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 28、21、15 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.6、7.2、9.8 亿元，EPS 分别为 1.16、1.48、2.01 元，未来三年归母净利润复合增速为 26%，当前股价对应 PE 分别为 18、14、10 倍。给予公司 2024 年 20 倍 PE，六个月目标价 29.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2023 年 8 月 31 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E
688789.SH	宏华数科	89.97	2.74	3.69	4.87	32.90	24.38	18.49
603583.SH	捷昌驱动	17.86	0.80	1.04	1.44	22.23	17.23	12.40
可比公司平均值						27.56	20.81	15.44

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 下游需求恢复不及预期风险。缝制机械行业发展具有一定的周期性和季节性特点，受纺织服装消费需求影响较大，若下游需求持续下滑或恢复不及预期可能使对公司业绩产生不利影响。

2) 出口及汇率变动风险。公司产品主要出口亚洲、南美、欧洲、非洲等地区，2022 年外销收入占比达 61%，若海外市场需求下滑将对公司营业收入产生压力；公司外销产品主要以美元为结算，境外子公司经营以欧元结算，若美元、欧元兑人民币波动较大对公司的盈利水平产生不利影响。

3) 原材料价格波动风险。公司原材料包括外购件、生铁等，公司外购件、生铁等原材料自给率在 70%左右，占比大，若原材料受市场环境影响价格波动较大，将影响公司的盈利水平。

4) 海外经营风险。公司通过收并购在技术要求较高的裁床、自动缝制设备领域公司通过德国奔马、意大利威比玛等公司打开市场，未来业绩增长较大程度上来源于收购的德国拓卡、奔马，若海外市场需求下滑将对公司营业收入产生压力。

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	5501.66	5980.76	7240.98	9561.00	净利润	501.13	564.49	718.81	977.07
营业成本	4030.77	4318.60	5169.22	6818.62	折旧与摊销	231.51	186.44	191.19	195.94
营业税金及附加	33.28	41.87	50.69	66.93	财务费用	-42.98	7.58	34.72	46.62
销售费用	282.01	299.04	347.57	449.37	资产减值损失	-33.14	-46.27	-42.95	-42.42
管理费用	301.80	777.50	926.85	1195.13	经营营运资本变动	319.66	-65.67	-241.30	-358.49
财务费用	-42.98	7.58	34.72	46.62	其他	-91.74	29.06	28.37	102.13
资产减值损失	-33.14	-46.27	-42.95	-42.42	经营活动现金流净额	884.45	675.64	688.84	920.85
投资收益	1.13	10.00	0.00	0.00	资本支出	-457.99	-100.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	9.77	0.00	0.00	0.00	其他	-325.31	148.79	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-783.30	48.79	-80.00	-80.00
营业利润	528.91	592.44	754.89	1026.77	短期借款	655.10	-376.45	-200.00	-300.00
其他非经营损益	-4.40	1.76	1.75	1.73	长期借款	-137.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	524.52	594.20	756.64	1028.49	股权融资	754.37	0.00	0.00	0.00
所得税	23.38	29.71	37.83	51.42	支付股利	-143.84	-98.72	-112.91	-143.78
净利润	501.13	564.49	718.81	977.07	其他	-78.50	-17.43	-34.72	-46.62
少数股东损益	7.52	-0.06	-0.07	-0.10	筹资活动现金流净额	1049.32	-492.60	-347.63	-490.40
归属母公司股东净利润	493.62	564.55	718.88	977.17	现金流量净额	1157.96	231.83	261.21	350.46
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	1901.52	2133.36	2394.56	2745.02	成长能力				
应收和预付款项	1072.81	1093.15	1338.46	1776.94	销售收入增长率	-9.12%	8.71%	21.07%	32.04%
存货	1302.30	1401.47	1721.94	2253.09	营业利润增长率	6.46%	12.01%	27.42%	36.02%
其他流动资产	244.71	98.08	105.99	120.57	净利润增长率	5.16%	12.64%	27.34%	35.93%
长期股权投资	49.05	49.05	49.05	49.05	EBITDA 增长率	3.22%	9.62%	24.71%	29.42%
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	2888.72	2857.09	2805.46	2753.83	毛利率	26.74%	27.79%	28.61%	28.68%
无形资产和开发支出	375.18	320.37	260.80	196.49	三费率	9.83%	18.13%	18.08%	17.69%
其他非流动资产	720.69	720.69	720.69	720.69	净利率	9.11%	9.44%	9.93%	10.22%
资产总计	8554.99	8673.25	9396.96	10615.68	ROE	11.39%	11.60%	13.14%	15.50%
短期借款	1876.45	1500.00	1300.00	1000.00	ROA	5.86%	6.51%	7.65%	9.20%
应付和预收款项	1138.93	1540.91	1777.38	2305.09	ROIC	11.11%	13.54%	17.19%	21.67%
长期借款	228.71	228.71	228.71	228.71	EBITDA/销售收入	13.04%	13.15%	13.55%	13.28%
其他负债	910.08	539.21	620.55	778.27	营运能力				
负债合计	4154.17	3808.84	3926.64	4312.07	总资产周转率	0.68	0.69	0.80	0.96
股本	486.04	486.04	486.04	486.04	固定资产周转率	2.92	2.97	3.85	5.46
资本公积	1335.56	1335.56	1335.56	1335.56	应收账款周转率	5.80	6.04	6.61	6.77
留存收益	2559.92	3025.74	3631.71	4465.10	存货周转率	2.24	3.10	3.27	3.41
归属母公司股东权益	4290.50	4754.16	5360.13	6193.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.18%	—	—	—
少数股东权益	110.32	110.26	110.19	110.09	资本结构				
股东权益合计	4400.82	4864.42	5470.32	6303.61	资产负债率	48.56%	43.91%	41.79%	40.62%
负债和股东权益合计	8554.99	8673.25	9396.96	10615.68	带息债务/总负债	50.68%	45.39%	38.93%	28.49%
					流动比率	1.19	1.37	1.56	1.74
					速动比率	0.85	0.96	1.07	1.17
					股利支付率	29.14%	17.49%	15.71%	14.71%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	717.45	786.47	980.80	1269.33	每股收益	1.02	1.16	1.48	2.01
PE	20.22	17.68	13.89	10.22	每股净资产	8.83	9.78	11.03	12.74
PB	2.33	2.10	1.86	1.61	每股经营现金	1.82	1.39	1.42	1.89
PS	1.81	1.67	1.38	1.04	每股股利	0.30	0.20	0.23	0.30
EV/EBITDA	13.12	11.19	8.50	6.05					
股息率	1.44%	0.99%	1.13%	1.44%					

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
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	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@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
	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	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@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
	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
	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