

深冷行业领军企业，海外市场竞争力突出

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年中报, 2023H1实现营收9.5亿, 同比+20.5%; 实现归母净利润0.95亿, 同比+70.4%; 实现扣非归母净利润0.90亿, 同比+78.7%。单季度来看, Q2实现营收6.1亿, 同比+24.8%, 环比+79.2%; 实现归母净利润0.60亿, 同比+88.7%, 环比+69.7%。公司新签订单充足, 盈利能力提升。
- 公司市场开拓顺利、新签订单充足; 加强项目交付管理, 海外市场营收高增。** 2023H1公司实现新签订单约26亿(含税), 签订3万等级以上大型空分成套装置6套, 中标国内石化行业4万等级空分成套装置, 打开公司在国内石化大型空分领域新局面; 签订国内首个出口海外大型液化天然气装置的绕管换热器项目。公司重点提升项目交付能力, 宝武清能、曲沃、呼和浩特、中东地区DP项目等国内外多个重要项目顺利推进, 2023H1公司实现海外收入3.7亿, 同比+346.9%, 推动公司营收、利润实现稳定增长。
- 高毛利海外项目确认收入占比提升, 推动公司业绩增长、盈利能力提升。** 2023H1公司毛利率为24.0%, 同比+7.4pp, 净利率为10.0%, 同比+2.9pp; 期间管理费用率为9.0%, 同比+0.5个百分点; 毛利率提升主要系平均毛利率较高的海外收入同比大幅增长, 占比提升至39.1%; 净利率提升幅度小于毛利率主要系2023H1公司计提资产和信用减值比2022H1增加0.26亿。单2023Q2来看, 公司毛利率为25.5%, 同比+9.7pp, 环比+4.0pp; 净利率为9.8%, 同比+3.3pp, 环比-0.6pp; 净利率环比下滑主要系公司2023Q2单季度计提信用和资产减值损失合计约0.38亿。
- 公司为国内空分设备领军企业, 客户资源优质稳定, 装备制造能力不断提升, 有望实现稳定增长。** 公司下游客户包括林德集团、空气产品公司、普莱克斯、盈德气体、意大利达涅利、英国Petrofac等全球知名大型工业气体公司或国际工程公司, 北京市燃气集团、深圳市燃气集团、中国石油、中国海油、宝武集团、中核集团、白银有色、中国冶金科工集团、陕鼓动力、国新能源等国有大中型企业或上市公司, 客户优质且粘性强。公司产品性价比优势明显, 在中东、东南亚、中亚及南美洲等地区的国际市场竞争中有较强的成本优势, 有望持续受益于“一带一路”海外出口。公司募投项目已于2023M1投入试生产, 有效缓解公司产能瓶颈, 子公司嘉兴福斯达对外投资项目目前顺利推进中, 项目建成后将进一步提升公司大型深冷装备制造能力, 提高公司盈利能力。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.5、3.7、4.8亿元, 对应EPS分别为1.59、2.29、2.99元, 对应当前股价PE分别为19、13、10倍, 未来三年归母净利润复合增长率50%; 给予公司2024年20倍目标PE, 六个月目标价45.80元; 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期、产能投产建设不及预期、项目进展不及预期、海外业务经营、汇率波动等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1886.01	2445.17	3169.98	3956.53
增长率	30.39%	29.65%	29.64%	24.81%
归属母公司净利润(百万元)	141.94	254.31	365.79	478.12
增长率	-11.38%	79.17%	43.84%	30.71%
每股收益EPS(元)	0.89	1.59	2.29	2.99
净资产收益率ROE	22.78%	29.96%	31.43%	30.48%
PE	34	19	13	10
PB	7.65	5.62	4.10	3.04

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)	1.60
流通A股(亿股)	0.40
52周内股价区间(元)	24.81-35.76
总市值(亿元)	47.68
总资产(亿元)	36.29
每股净资产(元)	8.47

相关研究

目 录

1 福斯达：深冷技术领军企业，业绩稳定增长	1
1.1 聚焦空分设备业务，深耕深冷领域近 40 载	1
1.2 在手订单充足，公司业绩稳定增长	3
1.3 家族集中控股，股权结构较为稳定	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：深耕深冷行业近 40 年，成就深冷设备领军企业	1
图 2：2022 年，公司空分设备占比 96.5%	2
图 3：公司空分设备毛利率相对比较稳定	2
图 4：2023H1，公司营收同比增长 20.5%	3
图 5：2023H1，公司归母净利润同比增长 70.4%	3
图 6：2023H1，国外收入占比达 39.1%	4
图 7：公司客户资源优质而广泛	4
图 8：2023H1，公司毛利率、净利率提升	5
图 9：近年来，公司期间费用率整体呈下降趋势	5
图 10：公司实控人、一致行动人葛水福、葛浩俊、葛浩华、许桂凤合计持有公司 66.74%股份	5

表 目 录

表 1：福斯达主要产品为空气分离设备、液化天然气装置、绕管式换热器、化工冷箱和液体贮槽等深冷装备	2
表 2：公司分业务收入及毛利率预测	6
表 3：可比公司估值（截至 2023 年 8 月 31 日）	7
附表：财务预测与估值	8

1 福斯达：深冷技术领军企业，业绩稳定增长

1.1 聚焦空分设备业务，深耕深冷领域近 40 载

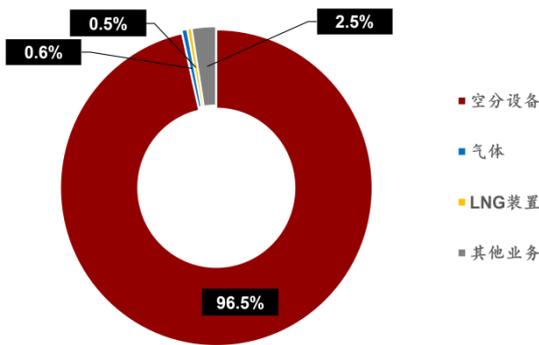
深耕深冷行业近 40 年，成就深冷设备领军企业。1984 年，福斯达前身余杭县气体设备安装维修厂成立，总部位于浙江杭州；1993 年，公司第一套小型空气分离装置投产成功；2004 年，公司开始研发 LNG 装置，业务拓展至液化天然气领域；2005 年，公司在湖州德清开启产能扩张；2006 年，海外市场第一套装置-伊拉克 GOX3000 带氩空分设备正式签订，正式开启公司海外市场布局，此后，公司不断拓展海外市场；2008 年，公司国内首套全国产化 LNG 装置—山东泰安深燃 15 万方/天液化装置投产，国内竞争力不断提升；2020 年，公司为酒泉卫星发射中心提供深冷设备，正式迈入高端深冷设备领域；2021 年，公司作为国产厂商在“一带一路”的最大空分 EPC 项目空分装置（8 万方）顺利试车达产，海外业务得到进一步拓展；2022 年，公司上市，缓解资金和土地约束，开启新一轮产能扩张。

图 1：深耕深冷行业近 40 年，成就深冷设备领军企业

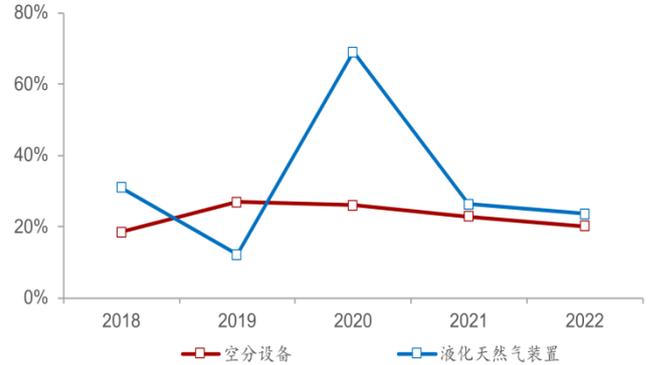


数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

聚焦空分设备主业，公司下游行业广泛。公司业务可以分为设备销售、气体运营。1) 设备销售主要包括空气分离设备(空分设备)、液化天然气装置(LNG 装置)、绕管式换热器、化工冷箱和液体贮槽等深冷装备，其中主要以空气分离设备为主，收入占比在 95% 以上，毛利率相对比较稳定。空气分离设备是生产工业气体的关键设备，工业气体应用领域广泛，因此公司设备下游应用广泛、下游客户行业分布较广，有石化、煤化工、钢铁、有色金属、工业气体、半导体、新材料、轮胎、造纸等各个行业，产品出口到日本、俄罗斯、中东、中南美洲、东南亚、中亚、非洲等众多国家和地区。2023H1，公司在手订单充足，同时加强项目交付管理，公司空分设备销售实现营收 9.3 亿元，同比增长 22.1%。2) 公司依托设备技术优势，逐步开展气体销售业务，2022 年实现气体业务营收 0.11 亿元，营收超过 LNG 装备销售业务，占比约为 0.6%，仍处于培育阶段，毛利率为 3.17%。

图 2：2022 年，公司空分设备占比 96.5%


数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司空分设备毛利率相对比较稳定


数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：福斯达主要产品为空气分离设备、液化天然气装置、绕管式换热器、化工冷箱和液体贮槽等深冷装备

业务	产品	特点	下游行业
空气分离设备	高纯氮设备	1) 10 万等级空分设备	空气分离设备是煤化工、石油化工、冶金、核电、医疗、电子和航空航天等行业广
	全液体空气分离设备	2) 氧气纯度 70-90%的氧流程、99.6%纯氧流程、6N 的电子氧流程，氮气纯度品质 0.1ppmO ₂ (纯度 4N)	
	小型空分装置	3) 正在推进国产化 ppb (纯度 7N) 级电子级氮气	
	中大型空分装置	已逐步掌握稀有气体 He\Ne\Kr\Xe 粗制和精制技术	
液化天然气 (LNG) 装置	氨、氦、氩、氙气体提取设备		
	常规 LNG	1) 规格等级 1×104Nm ³ /d~1000×104Nm ³ /d	用于煤化工、石油化工、医药等行业，可作为工业发电、陶瓷、玻璃、中小城镇生活、调峰的备用气源和车船燃料
	化工尾气 (如裂解气、焦炉气、合成气等)	2) MINI 甲烷回收装置、小型撬块化装置、中型天然气液化装置、大型天然气液化装置	
非常规 LNG (页岩气、煤层气、沼气)	3) 不同原料气特点先后开发出氮循环流程、氮甲烷流程、MRC 流程、C3 - MRC 流程、级联制冷流程等		
绕管式换热器	浮式液化天然气	1) 高压板式换热器实现国内尾气中氮、氧、甲烷净化技术突破	大化肥装置、空气分离、LNG、煤化工、乙烯工程、核工业、石油化工连续重整装置混合进料换热器等领域
	煤化工	2) 绕管式换热器中采用 IFV 汽化器以恒温低温水降低能耗时，解决中间介质管外结冰技术难题	
	大型 LNG	3) 移动式撬块冷箱技术实现热撬块、冷撬块、控制撬块模块化，提升制造及安装效率	
	医用		
化工冷箱	特种等		
	甲烷分离冷箱	在冷箱中逐级分离焦炉气、合成氨尾气、裂解气等含杂气体，去除其中的一氧化碳、氢气、氮气等杂质获得高纯甲烷气体，再经过低温液化工艺，将分离出来的甲烷气体液化成产品 LNG	装精馏塔、换热器、冷凝蒸发器等低温运行设备的保温箱体，下游应用广泛
	乙烯冷箱	乙烯设备低温分离的关键设备之一；制冷剂蒸发降低工艺物流温度，实现低温回收乙烯、提浓氮气、降低甲烷和氢气浓度分子比、提高乙烯回收率	
	液氮洗冷箱	现代合成氨设备主要工艺设备之一；脱除粗氨中的一氧化碳、氢气及甲烷等残留杂质，将氮氢化学计量比例调整到 1:3	
	丙烷脱氢冷箱	丙烷脱氢制丙烯设备使用的低温分离设备	
CO-H ₂ 分离冷箱等	现代煤化工制取醋酸、乙二醇等产品的主要设备之一；合成气在低温下经过多级精馏得到高纯度的 CO 和富氢气		
低温储罐	低温液体罐式容器	储存液氧、液氮、液氩、液化天然气、液化乙烯等介质	液态气体储存设备，下

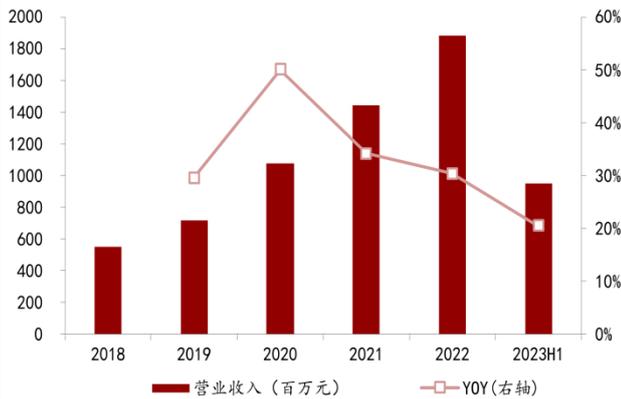
业务	产品	特点	下游行业
	平底低温液体储罐		游应用广泛
	真空绝热低温液体储罐		

数据来源: Wind, 西南证券整理

1.2 在手订单充足, 公司业绩稳定增长

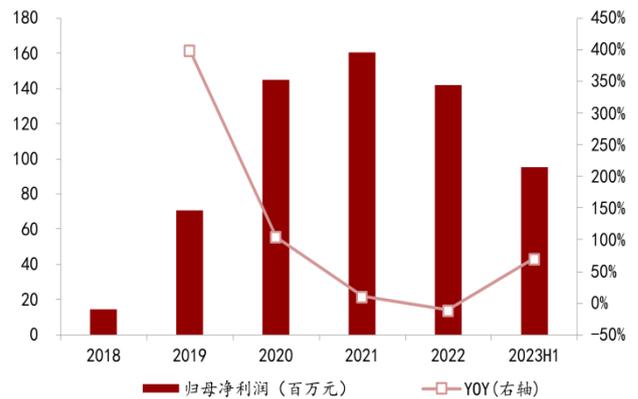
国内外需求旺盛, 在手订单充足, 公司营收、利润实现较快增长。2018-2022 年, 公司营收从 5.5 亿元增长至 18.9 亿元, CAGR 达 35.8%, 主要系行业整体高速增长; 归母净利润从 0.14 亿元增至 1.42 亿元, CAGR 达 77.8%。2023H1, 公司实现营收 9.5 亿元, 同比增长 20.5%, 实现归母净利润 0.95 亿元, 同比增长 70.4%, 净利润增速较高主要系公司高毛利的海外项目确认收入占比提升、利息收入增加等。近年来公司业绩稳定增长主要系国内外需求旺盛, 公司在手订单充足, 2022 年全年签订合同订单约 37.75 亿元, 2023H1 公司新签订单约 26 亿元 (含税), 预计未来随着公司募投项目新建产能不断释放, 业绩有望持续快速提升。

图 4: 2023H1, 公司营收同比增长 20.5%



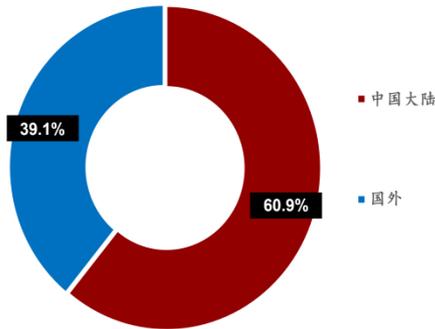
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 2023H1, 公司归母净利润同比增长 70.4%



数据来源: Wind, 西南证券整理

产品性价比优势明显, 客户粘性较强, 公司海外市场拓展顺利。公司大中型空分设备、LNG 装置等产品较国际同行价格偏低, 因此公司产品在国际市场竞争中, 特别是中东、东南亚、中亚及南美洲等地区, 有较强的成本优势; 2023H1 公司实现海外收入 3.7 亿, 同比增长 346.9%, 占比为 39.1%, 而 2022 年底公司海外收入占比为 16.2%。另外, 公司客户优质而广泛, 国际客户包括林德集团、空气产品公司、普莱克斯、盈德气体投资、意大利达涅利集团、英国 Petrofac 等全球知名大型工业气体公司或国际工程公司, 国内客户包括北京市燃气集团、深圳市燃气集团、中国石油、中国海油、宝武集团、中核集团、白银有色、中国冶金科工集团有限公司、陕鼓动力、国新能源等一批国有大中型企业或上市公司。目前公司有望依托“一带一路”战略, 凭借产品成本优势和客户优势, 持续拓展国内外市场。

图 6：2023H1，国外收入占比达 39.1%


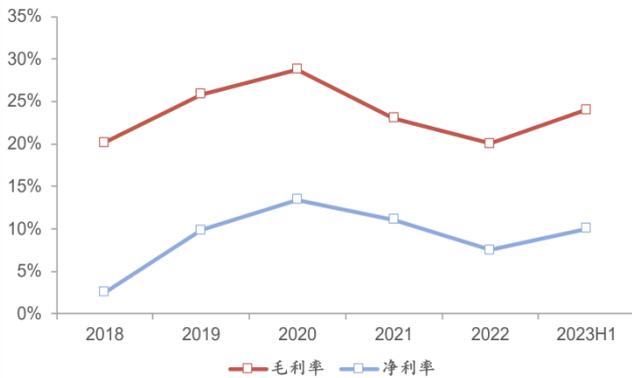
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司客户资源优质而广泛

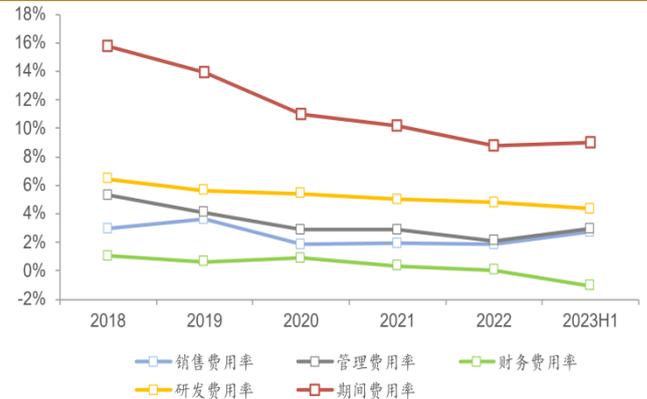

数据来源：Wind，西南证券整理

盈利能力受原材料和项目交付节奏影响较大，2022 年公司盈利能力承压，2023H1 净利率、毛利率提升。2022 年公司综合毛利率为 20.06%，同比下降 2.98 个百分点，净利率为 7.53%，同比下降 3.55 个百分点；毛利率下降主要系原材料价格波动和项目确认节奏影响；而净利率下降幅度小于毛利率主要系公司精益管理，管理费用率逐年下降。2023H1 公司毛利率为 24.0%，同比提升 7.4 个百分点，净利率为 10.0%，同比提升 2.9 个百分点；公司毛利率提升主要系海外项目的平均毛利率较高，2023H1 高毛利率的海外项目收入同比大幅增长，在营业收入中占比提高；净利率提升幅度小于毛利率主要系 2023H1 公司计提资产和信用减值同比 2022H1 增加 0.26 亿。单 2023Q2 来看，公司毛利率为 25.5%，同比提升 9.7 个百分点，环比提升 4.0 个百分点；净利率为 9.8%，同比提升 3.3 个百分点，环比微降 0.6 个百分点；净利率环比下滑主要系公司 2023Q2 单季度计提信用和资产减值损失合计约 0.38 亿。

经营管理效率提升，近年来期间费用率整体呈现下降趋势。2018-2022 年，公司精益管理、规模效应显现，期间费用率持续下降，由 2018 年的 15.7% 下降到 2022 年的 8.8%，2022 年公司期间管理费用率同比下降 1.36 个百分点，细分来看，2022 年公司销售、管理、研发和财务费用率分别为 1.9%、2.1%、4.9%、0.03%，分别同比-0.1、-0.8、-0.2、-0.3 个百分点。2023H1 公司期间管理费用为 9.0%，同比微增 0.5 个百分点，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 2.7%、2.9%、4.3%、-1.1%，分别同比+1.5、+0.5、-0.3、-1.3 个百分点，销售和管理费用增长主要系公司加大市场拓展等，财务费用率下降主要系公司募集资金到位后，财务费用中的利息支出减少，利息收入增加；单 2023Q2 来看，公司期间费用率为 8.0%，同比增加 0.8 个百分点，环比减少 2.7 个百分点。

图 8：2023H1，公司毛利率、净利率提升


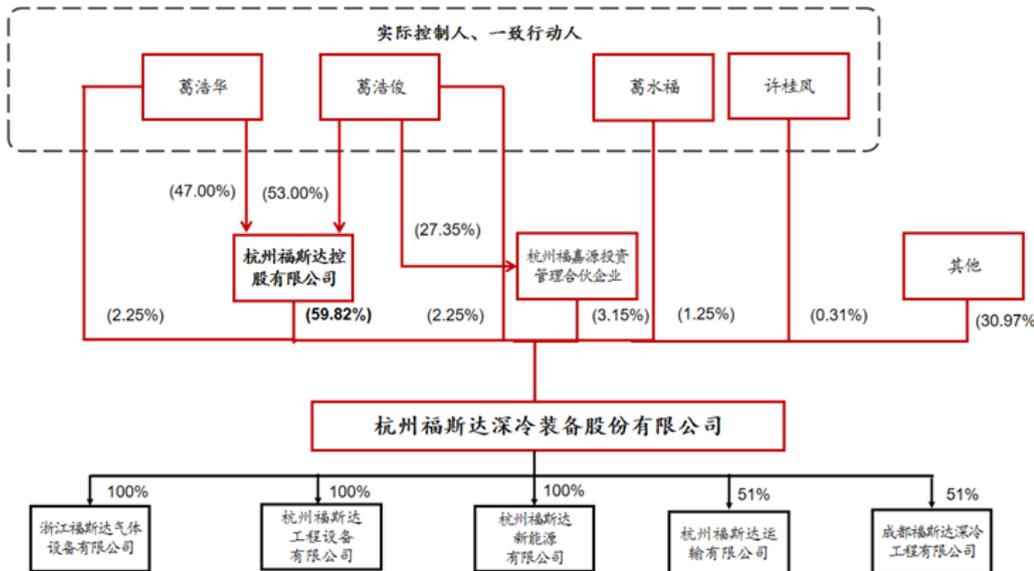
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：近年来，公司期间费用率整体呈下降趋势


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 家族集中控股，股权结构较为稳定

家族控股集中，公司股权结构较为稳定。公司最大股东为杭州福斯达控股有限公司，持股 59.82%；公司实际控制人为葛水福、葛浩俊、葛浩华三人，其中葛浩俊、葛浩华为葛水福之子，许桂凤为葛水福之妻，四人具有一致行动关系；四人分别直接持有公司 1.25%、2.25%、2.25%、0.31%股份，四人通过福斯达控股有限公司以及杭州福嘉源投资管理合伙企业间接持有公司 60.68%股权，合计持有公司 66.74%股权；公司实际控制人股东持股合计比例较高，股权结构整体较为稳定。

图 10：公司实控人、一致行动人葛水福、葛浩俊、葛浩华、许桂凤合计持有公司 66.74%股份


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：

公司业务主要以空分设备为主，占比超 96%，可以应用于天然气、煤化工、石油化工、冶金、工业气体等行业。目前下游行业需求旺盛，叠加“一带一路”政策利好，近年来公司新签订单增多，2022 年公司新签订单达 37.75 亿元，2023H1 新签订单约 26 亿元（含税），目前公司募投项目已经投入试生产，产能有望得到提升，进一步保障公司业绩增长稳定性。预计 2023-2025 年公司空分设备销量增速 30%、30%、25%，毛利率随着公司海外项目占比提升保持小幅提升。

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 2：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
空分设备销售	收入	1819.41	2365.23	3074.80	3843.50
	增速	54.64%	30.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	20.09%	21.00%	22.00%	23.00%
LNG 设备	收入	8.49	11.88	14.86	17.83
	增速	-93.82%	40.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	23.61%	24.00%	25.00%	25.00%
其他业务	收入	58.11	68.06	80.33	95.21
	增速	-56.16%	17.13%	18.03%	18.52%
	毛利率	18.34%	36.46%	37.75%	37.53%
合计	收入	1886.01	2445.18	3169.99	3956.54
	增速	30.40%	29.65%	29.64%	24.81%
	毛利率	20.06%	21.44%	22.41%	23.36%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

福斯达是国内深冷装备领军企业，我们选取与公司同属于工业气体业务领域的杭氧股份、陕鼓动力、中泰股份作为可比公司，3 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 16、13、11 倍。福斯达深耕深冷设备领域，具备技术、客户、市场、产品性价比等多重优势，公司目前在手订单充足，且未来订单获取能力强，有望依托“一带一路”持续拓展海外市场。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.5、3.7、4.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.59、2.29、2.99 元，对应当前股价 PE 分别为 19、13、10 倍，未来三年归母净利润复合增长率 50%；给予公司 2024 年 20 倍目标 PE，六个月目标价 45.80 元；首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：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
002430.SZ	杭氧股份	30.61	1.41	1.76	2.10	21.70	17.43	14.61
601369.SH	陕鼓动力	8.07	0.64	0.78	0.92	12.67	10.40	8.75
300435.SZ	中泰股份	14.25	0.97	1.24	1.49	14.70	11.46	9.54
可比公司平均值						16.36	13.10	10.97

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 下游需求不及预期风险。公司所处行业与下游化工行业、冶金行业发展息息相关，受下游产业波动具有一定的周期性；如果相关应用行业的市场需求减少，将影响公司的经营业绩。

2) 产能建设不及预期风险。公司募集项目旨在大型空分设备建设产能，若相关产能建设工程未能够如期完成，短期内公司不能大幅增加营业收入或提高毛利水平，新增大量相关建设费用可能影响公司利润，给公司的经营业绩带来不利影响。

3) 项目进展不及预期风险。公司的设备交付跟随下游客户整体项目进展，若干下游客户项目建设整体节奏放缓，可能对公司业务造成不利影响。

4) 海外业务经营、汇率波动风险。2023H1 公司实现海外收入 3.7 亿，同比增长 346.9%，占比为 39.1%，海外收入占比较高，未来业绩增长较大程度上与公司海外项目的进展相关，若海外市场项目进展不及预期，或汇率波动较大，将对公司业绩产生不利影响。

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	1886.01	2445.17	3169.98	3956.53	净利润	141.94	254.29	365.75	478.07
营业成本	1507.75	1920.81	2459.49	3032.34	折旧与摊销	22.73	22.24	22.24	22.24
营业税金及附加	7.31	10.81	12.88	16.43	财务费用	0.58	-20.45	-14.54	19.34
销售费用	34.93	48.90	60.23	71.22	资产减值损失	-18.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	40.00	220.07	269.45	316.52	经营营运资本变动	-14.40	-185.83	-101.49	-111.24
财务费用	0.58	-20.45	-14.54	19.34	其他	-111.69	36.29	49.32	57.16
资产减值损失	-18.18	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	20.98	106.54	321.29	465.56
投资收益	3.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-157.77	-150.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-0.79	0.50	0.50	0.50	其他	101.67	0.50	0.50	0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-56.09	-149.50	-99.50	-99.50
营业利润	142.32	265.53	382.97	501.20	短期借款	64.06	-95.93	-60.25	0.00
其他非经营损益	1.84	2.14	2.03	2.03	长期借款	20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	144.16	267.67	385.00	503.23	股权融资	1.44	0.00	0.00	0.00
所得税	2.22	13.38	19.25	25.16	支付股利	-19.20	-28.39	-50.86	-73.16
净利润	141.94	254.29	365.75	478.07	其他	-6.66	19.89	14.54	-19.34
少数股东损益	0.00	-0.03	-0.04	-0.05	筹资活动现金流净额	59.64	-104.42	-96.57	-92.49
归属母公司股东净利润	141.94	254.31	365.79	478.12	现金流量净额	23.08	-147.38	125.21	273.57
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	391.90	244.52	369.73	643.30	成长能力				
应收和预付款项	849.77	1051.61	1358.97	1695.29	销售收入增长率	30.39%	29.65%	29.64%	24.81%
存货	544.46	698.58	896.60	1104.76	营业利润增长率	-16.29%	86.57%	44.23%	30.87%
其他流动资产	736.33	23.56	30.55	38.13	净利润增长率	-11.38%	79.15%	43.84%	30.71%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-16.05%	61.40%	46.14%	38.93%
投资性房地产	31.03	31.03	31.03	31.03	获利能力				
固定资产和在建工程	224.54	209.84	195.13	180.43	毛利率	20.06%	21.44%	22.41%	23.36%
无形资产和开发支出	68.12	210.58	303.04	395.50	三费率	4.00%	10.16%	9.94%	10.29%
其他非流动资产	62.13	62.13	62.13	62.13	净利率	7.53%	10.40%	11.54%	12.08%
资产总计	2908.28	2531.85	3247.19	4150.56	ROE	22.78%	29.96%	31.43%	30.48%
短期借款	156.18	60.25	0.00	0.00	ROA	4.88%	10.04%	11.26%	11.52%
应付和预收款项	1248.62	1466.17	1894.47	2358.48	ROIC	30.72%	34.78%	37.36%	43.27%
长期借款	20.00	20.00	20.00	20.00	EBITDA/销售收入	8.78%	10.93%	12.32%	13.72%
其他负债	860.45	136.64	169.04	203.50	营运能力				
负债合计	2285.25	1683.06	2083.51	2581.98	总资产周转率	0.76	0.90	1.10	1.07
股本	120.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	10.71	11.58	16.14	21.77
资本公积	218.94	178.94	178.94	178.94	应收账款周转率	4.06	3.86	3.92	3.86
留存收益	283.95	509.87	824.80	1229.76	存货周转率	2.90	3.07	3.07	3.02
归属母公司股东权益	623.03	848.81	1163.74	1568.70	销售商品提供劳务收到现金营业收入	77.81%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.03	-0.06	-0.11	资本结构				
股东权益合计	623.03	848.79	1163.68	1568.59	资产负债率	78.58%	66.48%	64.16%	62.21%
负债和股东权益合计	2908.28	2531.85	3247.19	4150.56	带息债务/总负债	7.71%	4.77%	0.96%	0.77%
					流动比率	1.12	1.23	1.30	1.37
					速动比率	0.88	0.80	0.86	0.94
					股利支付率	13.53%	11.16%	13.90%	15.30%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	165.62	267.32	390.67	542.78	每股收益	0.89	1.59	2.29	2.99
PE	33.59	18.75	13.03	9.97	每股净资产	3.89	5.31	7.27	9.80
PB	7.65	5.62	4.10	3.04	每股经营现金	0.13	0.67	2.01	2.91
PS	2.53	1.95	1.50	1.21	每股股利	0.12	0.18	0.32	0.46
EV/EBITDA	19.35	16.64	10.91	7.35					
股息率	0.40%	0.60%	1.07%	1.53%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	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
	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
