

## 经营效率提升，盈利能力加速改善

### 投资要点

- 事件:**公司发布2023年三季报，2023年前三季度实现营收61.3亿元，同比增长12.3%；实现归母净利润8785.7万元，同比增长82.6%。Q3单季度来看，实现营业收入18.6亿元，同比减少3.7%，环比减少20.1%；实现归母净利润2288.1万元，同比增长148.1%，环比减少41.7%。
- 业绩增长主要受益于油服行业景气向上，Q3毛利率提升明显。**2023年以来，国际原油价格维持在相对高位，国内油公司加大油气勘探开发资本支出，油服行业持续回暖，石油机械设备需求旺盛。其中2023H1，中石化资本支出为746.7亿元，同比增长15.5%，公司背靠中石化，紧跟页岩油和超深层油气开发等重点项目，积极开拓市场，2023年前三季度业绩实现显著增长。毛利率方面，2023年前三季度，公司综合毛利率为14.7%，同比增加0.8个百分点；Q3单季度为16.7%，同比增加3.9个百分点，环比增加2.3个百分点。
- 期间费用率略有上升，净利率维持相对稳定。**2023年前三季度，公司期间费用率为12.6%，同比增加0.3个百分点；Q3单季度为15.1%，同比增加2.7个百分点，环比增加3.2个百分点。2023年前三季度，净利率为1.7%，同比增加0.6个百分点；Q3单季度净利率为1.5%，同比增加0.8个百分点，环比减少0.4个百分点。净利率同比提升主要系毛利率大幅提高，环比微降主要系Q3销售费用率增长较多。
- 依托油气装备制造优势，驶入氢能装备制造新赛道。**公司积极开拓加氢、制氢等领域市场，发展氢能装备产业，依托超高压结构技术、超高硬材料技术、超高能控制技术、超高精制造技术为核心的科技创新体系，大力加强氢能装备基础应用研究，系统构建研发体系，重点开展氢气压缩机、加氢站成套装备、制氢成套装备、氢能智能管控与安全系统等产品研发。2023年7月中石化授牌公司为“中国石化氢能装备制造基地”。2023年8月14日，公司研制的质子交换膜电解水(PEM)制氢及燃料电池设备系统正式产氢，标志着公司在制氢领域取得突破，成为同时具备制氢、加氢装备研制能力的国内少数企业之一。公司积极布局氢能产业，有望打造未来增长的第二极。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.1、1.7、2.3亿元，对应EPS为0.12、0.18、0.24元，对应当前股价PE为56、37、27倍，未来三年归母净利润复合增速为64%，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示:**油价波动风险、汇率变动风险、氢能业务拓展不及预期的风险。

### 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)     | 9.56     |
| 流通A股(亿股)    | 9.03     |
| 52周内股价区间(元) | 5.7-7.72 |
| 总市值(亿元)     | 62.41    |
| 总资产(亿元)     | 99.16    |
| 每股净资产(元)    | 3.19     |

### 相关研究

| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E    |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 7751.91 | 8784.16 | 9805.13 | 10692.01 |
| 增长率           | 11.51%  | 13.32%  | 11.62%  | 9.05%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 51.58   | 110.93  | 170.70  | 228.55   |
| 增长率           | 15.82%  | 115.07% | 53.89%  | 33.89%   |
| 每股收益EPS(元)    | 0.05    | 0.12    | 0.18    | 0.24     |
| 净资产收益率ROE     | 2.22%   | 4.00%   | 5.60%   | 6.91%    |
| PE            | 121     | 56      | 37      | 27       |
| PB            | 2.15    | 2.09    | 2.00    | 1.88     |

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 1 石化机械：老牌油服设备龙头企业，盈利能力逐渐恢复..... | 1 |
| 1.1 国内油气装备领军企业，积极布局氢能产业.....    | 1 |
| 1.2 费用管控能力提升，净利率持续修复 .....      | 3 |
| 1.3 中石化下属国有企业，下设多家子公司.....      | 4 |
| 2 盈利预测与估值.....                  | 5 |
| 2.1 盈利预测.....                   | 5 |
| 2.2 相对估值.....                   | 5 |
| 3 风险提示 .....                    | 6 |

## 图 目 录

|  |   |
|--|---|
| 图 1: 油气装备领域“国之重器”，持续加码氢能产业布局.....              | 1 |
| 图 2: 公司三大业务板块营收合计占比约 90%.....                  | 2 |
| 图 3: 石油机械设备、钻头及钻具业务毛利率维持在较高水平.....             | 2 |
| 图 4: 2023Q1-Q3 公司营收 61.3 亿元，同比增长 12.3%.....    | 3 |
| 图 5: 2023Q1-Q3 公司归母净利润 0.9 亿元，同比增长 82.9%.....  | 3 |
| 图 6: 2023Q1-Q3 公司国内营收 38.4 亿元，海外营收 4.2 亿元..... | 3 |
| 图 7: 2021 年以来，公司海外业务毛利率提升明显.....               | 3 |
| 图 8: 2023Q1-Q3，公司净利率开始回暖.....                  | 4 |
| 图 9: 公司期间费用率呈现下降趋势.....                        | 4 |
| 图 10: 公司背靠中石化，实际控制人为国资委.....                   | 4 |

## 表 目 录

|  |   |
|--|---|
| 表 1: 公司各业务板块产品丰富 .....                 | 1 |
| 表 2: 分业务收入及毛利率 .....                   | 5 |
| 表 3: 可比公司估值（截至 2023 年 10 月 18 日） ..... | 5 |
| 附表：财务预测与估值 .....                       | 7 |

# 1 石化机械：老牌油服设备龙头企业，盈利能力逐渐恢复

## 1.1 国内油气装备领军企业，积极布局氢能产业

国内油服行业领军企业，依托油气设备制造优势，加快布局氢能产业。2012年底，江汉石油机械制造板块重组整合为石化机械，2015年7月在深交所整体上市。公司是中国石化唯一的油气技术装备研发、制造、技术服务企业，主营业务包括各类油气开发装备装置，以及钻头、钻具、管汇、阀门、井下工具、仪器仪表的研制、销售与检测运维服务，主导产品涵盖石油工程、油气开发、油气集输三大领域，覆盖陆地和海洋油气田，具体包括石油钻机、固井设备、压裂设备、修井机、连续油管作业设备、带压作业设备、钻头钻具、井下工具、油气输送钢管、天然气压缩机、油田环保装备、高压流体控制产品，可为石油工程作业提供装备一体化解决方案，以及石油石化装备检测、天然气增压、设备运维服务等。2020年，公司切入氢能装备领域并不断实现突破。2023年，公司已具备为用户提供标准化加氢站解决方案和制氢加氢一体化解决方案能力，被中石化授牌命名为“中国石化氢能装备制造基地”。

图1：油气装备领域“国之重器”，持续加码氢能产业布局



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

主导产品涵盖钻采装备、钻完井工具、集输装备三大领域，覆盖陆地和海洋油气田。1) 油气钻采装备、钻头钻具、井下工具，主要用于油气勘探开发工程作业；2) 海洋工程装备主要用于海洋油气资源勘探、开采、储运等工程作业；3) 油气集输钢管主要用于输送石油、成品油、天然气，也可用于城市管网建设；4) 天然气压缩机主要用于地穴等储气库注气、试气试采气回收、井口气收集处理等；5) 氢能装备主要用于制氢、加氢及输氢。

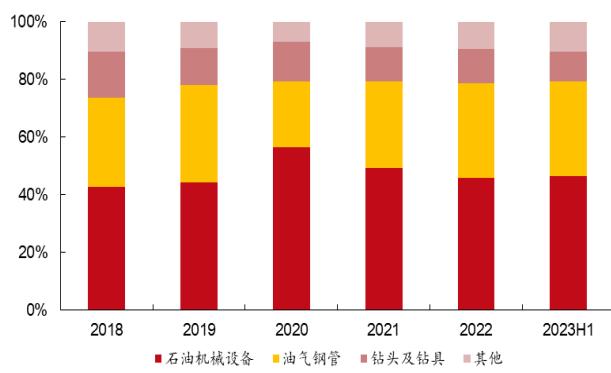
表1：公司各业务板块产品丰富

| 产品及业务  | 产品描述                             | 图例  |
|--------|----------------------------------|---|
| 钻井工程装备 | 主要产品包括钻机、固井设备、修井设备、钻头、钻具、辅助破岩工具等 |  |

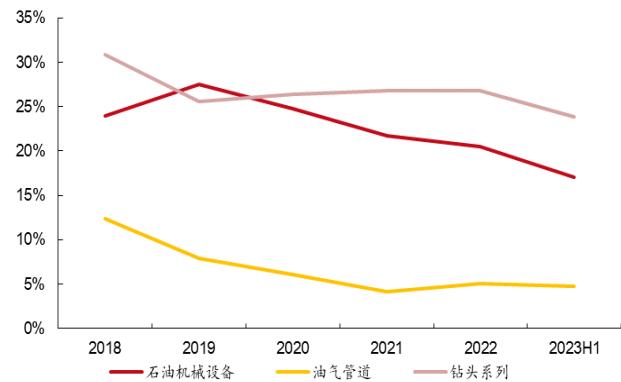
| 产品及业务     | 产品描述  | 图例  |
|-----------|---|---|
| 采油(气)工程装备 | 主要产品包括压裂装备、连续管作业装备、带压作业装备、高压流体控制产品、油田井下工具等                                  |  |
| 集输装备      | 主要产品包括压缩机、油气输送钢管、井口装置等  |  |
| 海洋油气装备    | 主要产品包括海洋固定式平台钻机和修井机、海洋固井压裂设备、海洋管汇、海洋压缩机、海洋钻头等                               |  |
| 环保装备      | 聚焦压裂返排液、钻井泥浆、采油废水等废弃物，升级完善现有油基泥浆处理等环保产品，完成含油钻屑热机械处理产品系列化开发，持续攻关钻屑密闭正压输送成套设备 |  |
| 氢能装备      | 主要用于制氢、加氢及输氢，产品包括压缩机、加氢机等   |  |

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务可分为石油机械设备、油气钢管、钻头及钻具三大板块，三大业务板块营收合计占比约 90%。石油机械设备为公司核心业务，2023H1，公司石油机械设备营收占比为 46.3%，同比增加 3.4 个百分点，毛利率为 17.0%，同比减少 1.9 个百分点，毛利率下降主要系市场竞争激烈，设备价格下降；油气钢管业务营收占比为 33.1%，毛利率为 4.7%，同比增加 0.4 个百分点；钻头及钻具营收占比为 10.2%，毛利率为 23.9%，同比增加 1.2 个百分点。公司在油气领域持续突破关键核心技术，不断提升核心竞争力，未来各业务板块毛利率有望得到提升。

**图 2：公司三大业务板块营收合计占比约 90%**


数据来源：Wind，西南证券整理

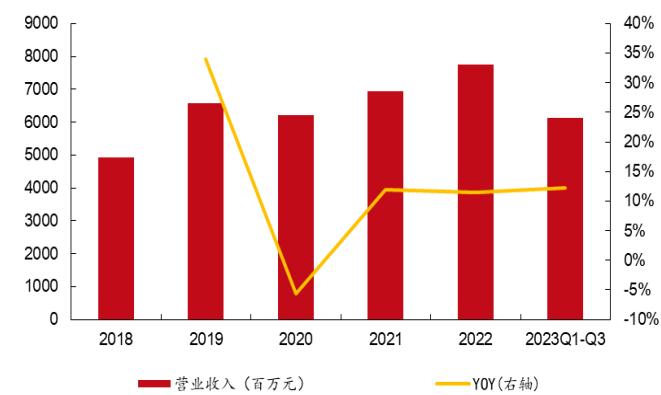
**图 3：石油机械设备、钻头及钻具业务毛利率维持在较高水平**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 1.2 费用管控能力提升，净利率持续修复

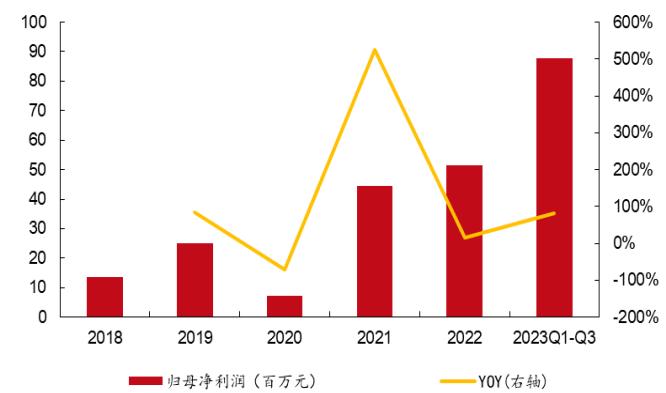
疫情影响消退，业绩回归增长基调。2020年，受疫情影响全球原油需求疲软，国际油价同比大幅下跌，国际石油公司业绩大幅下滑、持续削减上游勘探开发投资，油气装备行业发展受阻，导致公司业绩出现负增长。2021年以来，疫情影响逐渐消退，公司业绩回归增长基调。2023Q1-Q3，公司实现营收61.3亿元，同比增长12.3%，实现归母净利润0.9亿元，同比增长82.9%，业绩增长显著主要得益于国际油价平稳运行，国内油气增储上产“七年行动计划”持续推进，公司紧跟页岩油和超深层油气开发等重点项目，积极开拓市场。

图4：2023Q1-Q3公司营收61.3亿元，同比增长12.3%



数据来源：Wind，西南证券整理

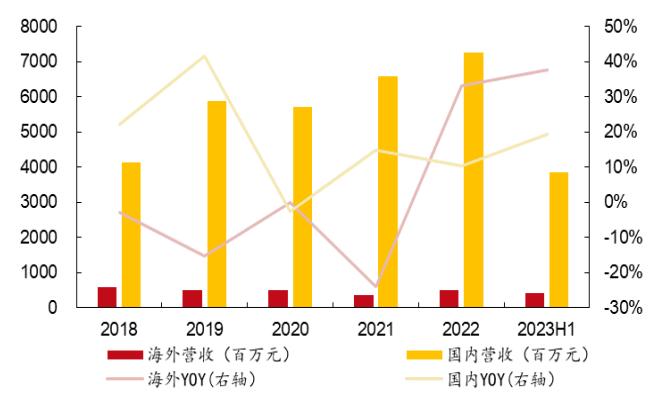
图5：2023Q1-Q3公司归母净利润0.9亿元，同比增长82.9%



数据来源：Wind，西南证券整理

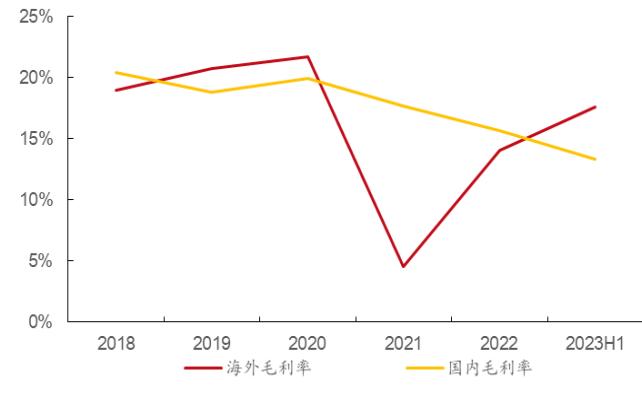
公司业务以国内市场为主，同时着力拓展国际热点市场。从收入结构来看，国内市场为公司主要收入来源，且增速较为稳定；2022年以来，公司积极拓展国际市场，海外收入增速显著。其中2023H1，公司国内业务营收38.4亿元，同比增长19.4%，占比为90.1%；海外业务营收4.2亿元，同比增长37.8%。从毛利率来看，海外业务毛利率整体略高于国内，2021年海外业务毛利率下滑明显主要系受疫情影响。2023H1，公司国内业务毛利率为13.4%，同比减少1.4个百分点，海外业务毛利率为17.6%，同比增加6.6个百分点，随着公司对海外业务进行持续调整，海外业务毛利率仍存在提升空间。

图6：2023Q1-Q3公司国内营收38.4亿元，海外营收4.2亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

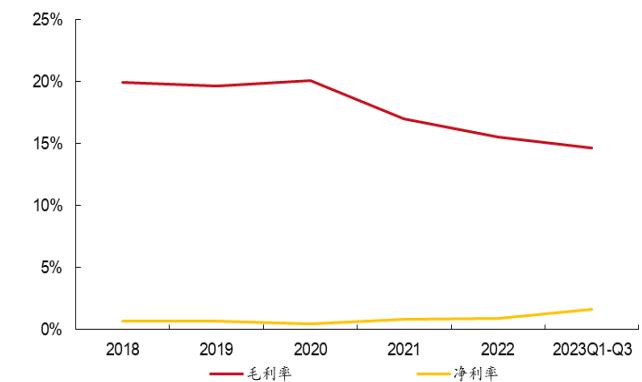
图7：2021年以来，公司海外业务毛利率提升明显



数据来源：Wind，西南证券整理

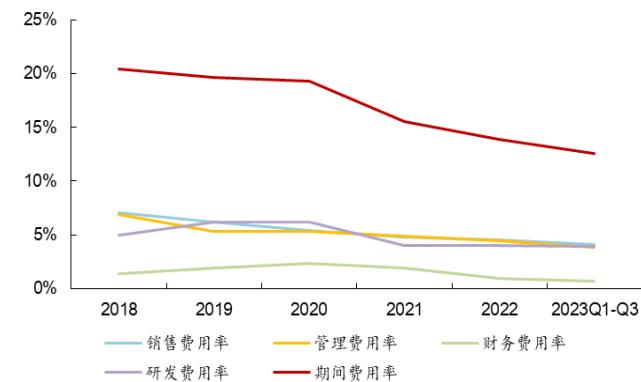
费用管控能力提升，净利率开始回暖。2021年以来，公司综合毛利率整体呈现下滑趋势，但净利率逐步提升，净利率提升得益于公司费用管控能力增强。2023Q1-Q3，公司综合毛利率为14.7%，同比增加0.8个百分点，净利率为1.7%，同比增加0.6个百分点。销售、管理费用率持续降低，带动期间费用率下行。2018年至2022年，公司销售费用率从7.1%下降至4.5%，管理费用率从6.9%下降至3.8%。2023Q1-Q3，公司期间费用率为12.6%，同比增加0.3个百分点。我们预计随着公司持续深化改革，盈利能力有望得到进一步提升。

图8：2023Q1-Q3，公司净利率开始回暖



数据来源：Wind，西南证券整理

图9：公司期间费用率呈现下降趋势

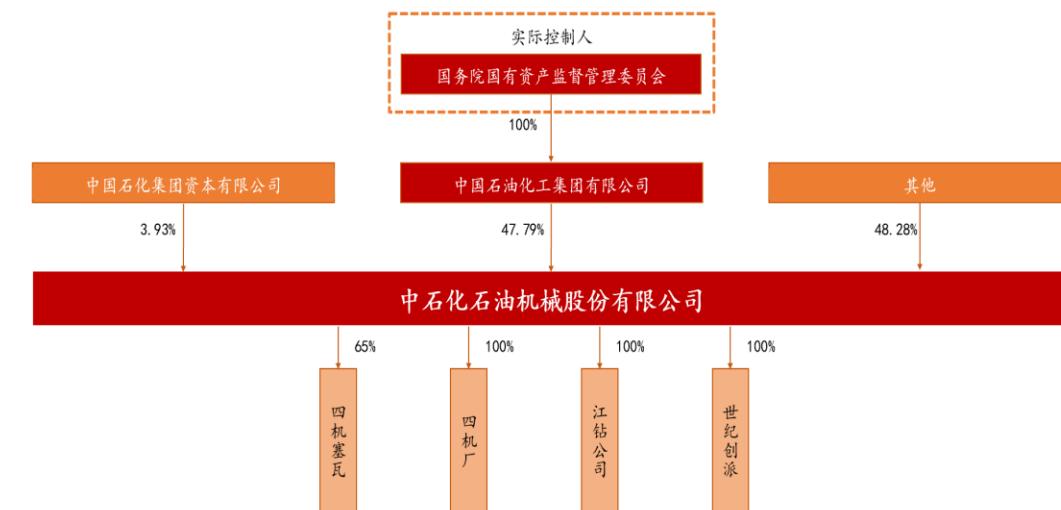


数据来源：Wind，西南证券整理

### 1.3 中石化下属国有企业，下设多家子公司

中石化集团控股，实际控制人为国资委。公司属于国有企业，国务院国资委为公司实际控制人，中石化拥有公司47.79%的股权。公司现辖国际公司、四机公司、江钻公司、沙市钢管分公司、四机赛瓦公司、三机分公司、天然气项目部、世纪派创公司和机械研究院9家单位。

图10：公司背靠中石化，实际控制人为国资委



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

关键假设：

2023年以来，国际油价高位运行，油服行业景气度持续回升，叠加我国油气增储上产“七年行动计划”持续推进，石油机械设备、油气钢管、钻头等产品需求量增加，预计2023-2025年公司石油机械设备订单同比增长18.0%、15.0%、10.0%；油气钢管订单同比增长3.0%、3.0%、3.0%，单位售价同比增长5.0%、4.0%、3.0%；钻头及钻具订单同比增长3.0%、5.0%、5.0%，单位售价同比增长1.0%、1.5%、2.0%。

基于以上假设，预计公司2023-2025年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 |     | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E    |
|--------|-----|---------|---------|---------|----------|
| 石油机械设备 | 收入  | 3559.07 | 4199.70 | 4829.66 | 5312.62  |
|        | 增速  | 4.29%   | 18.00%  | 15.00%  | 10.00%   |
|        | 毛利率 | 20.45%  | 18.00%  | 18.30%  | 18.50%   |
| 油气钢管   | 收入  | 2544.17 | 2751.52 | 2947.43 | 3126.93  |
|        | 增速  | 22.06%  | 8.15%   | 7.12%   | 6.09%    |
|        | 毛利率 | 5.05%   | 5.50%   | 6.00%   | 6.20%    |
| 钻头及钻具  | 收入  | 910.90  | 947.61  | 1009.91 | 1081.62  |
|        | 增速  | 9.28%   | 4.03%   | 6.58%   | 7.10%    |
|        | 毛利率 | 26.80%  | 26.50%  | 26.80%  | 27.00%   |
| 其他     | 收入  | 737.77  | 885.32  | 1018.12 | 1170.84  |
|        | 增速  | 18.83%  | 20.00%  | 15.00%  | 15.00%   |
|        | 毛利率 | 14.13%  | 18.00%  | 18.00%  | 18.00%   |
| 合计     | 收入  | 7751.91 | 8784.16 | 9805.12 | 10692.01 |
|        | 增速  | 11.51%  | 13.32%  | 11.62%  | 9.05%    |
|        | 毛利率 | 15.54%  | 15.00%  | 15.45%  | 15.71%   |

数据来源：公司公告，西南证券

### 2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取3家油服行业上市公司作为估值参考，分别为海油工程、杰瑞股份、中海油服。预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.1亿元、1.7亿元、2.3亿元，未来三年归母净利润复合增长率64%，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值（截至2023年10月18日）

| 证券代码      | 可比公司 | 股价(元) | EPS(元) |      |      |      | PE(倍) |       |       |      |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|------|
|           |      |       | 22A    | 23E  | 24E  | 25E  | 22A   | 23E   | 24E   | 25E  |
| 600583.SH | 海油工程 | 6.31  | 0.33   | 0.48 | 0.60 | 0.72 | 18.38 | 12.96 | 10.39 | 8.64 |
| 002353.SZ | 杰瑞股份 | 30.53 | 2.19   | 2.54 | 3.03 | 3.57 | 12.77 | 11.99 | 10.06 | 8.53 |

| 证券代码      | 可比公司 | 股价(元) | EPS(元) |      |      |      | PE(倍) |              |              |              |              |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|           |      |       | 22A    | 23E  | 24E  | 25E  | 22A   | 23E          | 24E          | 25E          |              |
| 601808.SH | 中海油服 | 15.92 | 0.49   | 0.69 | 0.87 | 1.01 | 33.63 | 22.80        | 18.34        | 15.64        |              |
| 平均值       |      |       |        |      |      |      |       | <b>21.59</b> | <b>15.92</b> | <b>12.93</b> | <b>10.94</b> |

数据来源: iFind, 西南证券整理

### 3 风险提示

**油价波动的风险。**公司营业收入主要来自于上游油气勘探开发企业,若国际油价出现较大波动,可能使得国内外上游行业勘探开发需求震荡,从而对上市公司生产经营造成影响。

**汇率变动风险:**随着公司海外业务规模持续扩大,外币收入增加,汇率波动可能对公司损益产生一定影响。

**氢能业务拓展不及预期的风险:**氢能业务作为公司新兴业务,公司耗费较多资金进行布局,氢能业务拓展不及预期可能对上市公司生产经营造成影响。

**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               | 7751.91        | 8784.16        | 9805.13         | 10692.01        | 净利润               | 67.67        | 125.93       | 185.70       | 243.55       |
| 营业成本               | 6547.14        | 7466.40        | 8290.53         | 9012.52         | 折旧与摊销             | 214.86       | 199.62       | 199.62       | 199.62       |
| 营业税金及附加            | 45.73          | 43.92          | 49.03           | 53.46           | 财务费用              | 74.64        | 87.85        | 98.03        | 106.93       |
| 销售费用               | 348.59         | 368.93         | 406.91          | 438.37          | 资产减值损失            | -39.17       | 23.00        | 18.00        | 13.00        |
| 管理费用               | 341.98         | 693.95         | 774.61          | 833.98          | 经营营运资本变动          | 174.10       | -224.67      | -430.91      | -300.78      |
| 财务费用               | 74.64          | 87.85          | 98.03           | 106.93          | 其他                | -14.97       | -11.98       | -84.67       | 35.93        |
| 资产减值损失             | -39.17         | 23.00          | 18.00           | 13.00           | 经营活动现金流量净额        | 477.13       | 199.76       | -14.24       | 298.24       |
| 投资收益               | 8.44           | 5.00           | 5.00            | 5.00            | 资本支出              | -34.73       | -30.00       | -30.00       | -30.00       |
| 公允价值变动损益           | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 其他                | -110.90      | 36.55        | 5.00         | 5.00         |
| 其他经营损益             | 0.00           | 25.00          | 25.00           | 25.00           | 投资活动现金流量净额        | -145.63      | 6.55         | -25.00       | -25.00       |
| <b>营业利润</b>        | <b>76.33</b>   | <b>130.10</b>  | <b>198.02</b>   | <b>263.76</b>   | 短期借款              | 94.48        | -126.51      | 261.54       | -43.49       |
| 其他非经营损益            | -0.09          | 13.00          | 13.00           | 13.00           | 长期借款              | -400.00      | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>利润总额</b>        | <b>76.24</b>   | <b>143.10</b>  | <b>211.02</b>   | <b>276.76</b>   | 股权融资              | 994.86       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 所得税                | 8.57           | 17.17          | 25.32           | 33.21           | 支付股利              | 0.00         | -10.32       | -22.19       | -34.14       |
| <b>净利润</b>         | <b>67.67</b>   | <b>125.93</b>  | <b>185.70</b>   | <b>243.55</b>   | 其他                | -117.03      | -157.87      | -98.03       | -106.93      |
| 少数股东损益             | 16.09          | 15.00          | 15.00           | 15.00           | 筹资活动现金流量净额        | 572.32       | -294.70      | 141.33       | -184.55      |
| 归属母公司股东净利润         | 51.58          | 110.93         | 170.70          | 228.55          | <b>现金流量净额</b>     | 913.67       | -88.39       | 102.10       | 88.69        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022A</b>   | <b>2023E</b>   | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>财务分析指标</b>     | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 货币资金               | 966.81         | 878.42         | 980.51          | 1069.20         | <b>成长能力</b>       |              |              |              |              |
| 应收和预付款项            | 2781.35        | 2927.53        | 3310.72         | 3628.83         | 销售收入增长率           | 11.51%       | 13.32%       | 11.62%       | 9.05%        |
| 存货                 | 3622.45        | 4153.44        | 4698.38         | 5067.23         | 营业利润增长率           | 77.53%       | 70.44%       | 52.21%       | 33.19%       |
| 其他流动资产             | 626.40         | 39.25          | 43.81           | 47.77           | 净利润增长率            | 13.04%       | 86.09%       | 47.47%       | 31.15%       |
| 长期股权投资             | 33.95          | 33.95          | 33.95           | 33.95           | EBITDA 增长率        | -0.29%       | 14.14%       | 18.70%       | 15.06%       |
| 投资性房地产             | 32.10          | 32.10          | 32.10           | 32.10           | <b>获利能力</b>       |              |              |              |              |
| 固定资产和在建工程          | 1625.67        | 1475.43        | 1325.18         | 1174.93         | 毛利率               | 15.54%       | 15.00%       | 15.45%       | 15.71%       |
| 无形资产和开发支出          | 85.78          | 69.09          | 52.40           | 35.71           | 三费率               | 9.87%        | 13.10%       | 13.05%       | 12.90%       |
| 其他非流动资产            | 166.76         | 164.08         | 161.39          | 158.71          | 净利润率              | 0.87%        | 1.43%        | 1.89%        | 2.28%        |
| <b>资产总计</b>        | <b>9941.28</b> | <b>9773.28</b> | <b>10638.45</b> | <b>11248.44</b> | ROE               | 2.22%        | 4.00%        | 5.60%        | 6.91%        |
| 短期借款               | 2398.90        | 2272.38        | 2533.93         | 2490.44         | ROA               | 0.68%        | 1.29%        | 1.75%        | 2.17%        |
| 应付和预收款项            | 3709.93        | 4130.87        | 4558.56         | 4991.75         | ROIC              | 2.61%        | 3.73%        | 4.79%        | 5.69%        |
| 长期借款               | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 4.72%        | 4.75%        | 5.06%        | 5.33%        |
| 其他负债               | 778.63         | 219.19         | 231.61          | 242.49          | <b>营运能力</b>       |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>        | <b>6887.45</b> | <b>6622.44</b> | <b>7324.10</b>  | <b>7724.69</b>  | 总资产周转率            | 0.86         | 0.89         | 0.96         | 0.98         |
| 股本                 | 941.00         | 955.67         | 955.67          | 955.67          | 固定资产周转率           | 5.01         | 6.04         | 7.70         | 9.77         |
| 资本公积               | 1642.27        | 1627.60        | 1627.60         | 1627.60         | 应收账款周转率           | 3.73         | 3.73         | 3.77         | 3.70         |
| 留存收益               | 295.16         | 395.77         | 544.28          | 738.69          | 存货周转率             | 1.78         | 1.88         | 1.86         | 1.84         |
| 归属母公司股东权益          | 2897.02        | 2979.04        | 3127.55         | 3321.96         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 95.53%       | —            | —            | —            |
| 少数股东权益             | 156.80         | 171.80         | 186.80          | 201.80          | <b>资本结构</b>       |              |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b>      | <b>3053.82</b> | <b>3150.84</b> | <b>3314.35</b>  | <b>3523.76</b>  | 资产负债率             | 69.28%       | 67.76%       | 68.85%       | 68.67%       |
| 负债和股东权益合计          | 9941.28        | 9773.28        | 10638.45        | 11248.44        | 带息债务/总负债          | 34.83%       | 34.31%       | 34.60%       | 32.24%       |
| <b>业绩和估值指标</b>     | <b>2022A</b>   | <b>2023E</b>   | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | 流动比率              | 1.18         | 1.23         | 1.25         | 1.29         |
| EBITDA             | 365.83         | 417.57         | 495.67          | 570.30          | 速动比率              | 0.65         | 0.59         | 0.60         | 0.62         |
| PE                 | 120.99         | 56.26          | 36.56           | 27.31           | 股利支付率             | 0.00%        | 9.30%        | 13.00%       | 14.94%       |
| PB                 | 2.15           | 2.09           | 2.00            | 1.88            | <b>每股指标</b>       |              |              |              |              |
| PS                 | 0.81           | 0.71           | 0.64            | 0.58            | 每股收益              | 0.05         | 0.12         | 0.18         | 0.24         |
| EV/EBITDA          | 20.21          | 17.72          | 15.25           | 13.02           | 每股净资产             | 3.03         | 3.12         | 3.27         | 3.48         |
| 股息率                | 0.00%          | 0.17%          | 0.36%           | 0.55%           | 每股经营现金            | 0.50         | 0.21         | -0.01        | 0.31         |
|                    |                |                |                 |                 | 每股股利              | 0.00         | 0.01         | 0.02         | 0.04         |

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。

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

公司评级 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

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

行业评级 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。

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      |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyrf@swsc.com.cn     |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyf@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 | cyyyf@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      |
| 北京 | 阙钰  | 销售经理       | 17275202601  | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn      |
|    | 魏晓阳 | 销售经理       | 15026480118  | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn   |
|    | 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      |

|    |     |         |             |             |                      |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| 广深 | 王宇飞 | 销售经理    | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn  |
|    | 路漫天 | 销售经理    | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn    |
|    | 马冰竹 | 销售经理    | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 郑龑  | 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  |
|    | 张文峰 | 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 | cryf@swsc.com.cn     |