

## Q3 收入增长，盈利持续提升

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年第三季度报告，2023 年前三季度实现营收 4.0 亿元，同比增长 25.1%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 38.4%。Q3 单季度实现营收 1.5 亿元，同比增长 11.6%；实现归母净利润 0.3 亿元，同比增长 8.5%；实现扣非后归母净利润 0.3 亿元，同比增长 9.6%。
- **多元业务协同发展，Q3 收入增长。**Q3 公司单季度收入增速为 11.6%，增速环比 Q2 有所回落。分地区来看，我们认为公司积极拓展海外市场，预期外销依旧保持增长的态势；国内市场方面，随着空调旺季结束以及商用竣工面积增速回落，我们推测公司内销收入有所承压。分业务来看，公司通过差异化竞争，预期公司商用空调业务的份额稳步优化；公司在热泵以及冷冻冷藏领域具备一定的先发优势，我们推测公司销售表现优于行业。
- **盈利能力持续提升。**报告期内，公司综合毛利率为 28.8%，同比提升 5.1pp。其中 Q3 单季度毛利率为 29%，同比提升 1.5pp。我们认为公司毛利率持续优化的原因是：1) 高毛利率的海外业务占比提升；2) 产品结构优化推动外销盈利向好；3) 原材料价格回落，成本优化。费用率方面，公司销售费用率为 3.2%，同比提升 0.7pp；管理费用率为 4.1%，同比提升 1.2pp；财务费用率为 -0.4%，同比提升 0.8pp。综合来看，公司净利率为 15.7%，同比提升 1.5PP。
- **研发持续加码，进一步夯实竞争优势。**经过多年的技术积累和研发投入，公司在产品设计、工艺制造等各环节拥有了自主研发、生产能力和核心技术，实现了涡旋压缩机研发、生产全环节的国产化。公司持续强化研发费用投入，报告期内，公司研发费用率为 4.4%，同比提升 1pp。公司不断升级更新现有产品，并研发新技术和新产品，从而保持技术的先进性和产品的竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为涡轮压缩机龙头企业，细分领域份额持续优化，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.62/2.2/2.95 元，未来是三年归母净利润复合增速为 34.9%，首次覆盖，给予“持有”评级。

- **风险提示：**原材料价格或大幅波动风险；人民币汇率大幅波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	448.07	544.40	699.93	902.20
增长率	17.02%	21.50%	28.57%	28.90%
归属母公司净利润(百万元)	70.37	94.79	128.85	172.85
增长率	44.50%	34.72%	35.93%	34.15%
每股收益 EPS(元)	1.20	1.62	2.20	2.95
净资产收益率 ROE	24.74%	8.49%	10.50%	12.58%
PE	45	34	25	18
PB	11.22	2.86	2.60	2.32

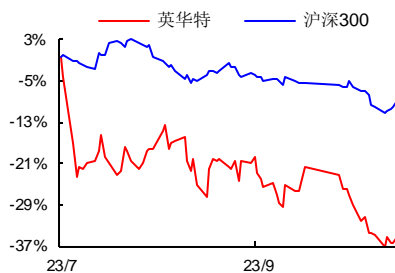
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 夏勤  
执业证号: S1250522080003  
电话: 023-63786049  
邮箱: xiaqin@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)	0.59
流通 A 股(亿股)	0.14
52 周内股价区间(元)	53.8-85.39
总市值(亿元)	32.45
总资产(亿元)	11.36
每股净资产(元)	16.67

### 相关研究

# 1 国产涡旋压缩机龙头，规模效应带来盈利提升

## 1.1 十年潜心研发，终成国产涡旋压缩机龙头

**十年潜心研发，终成国产涡旋压缩机龙头。**英华特于 2011 年成立，专注涡旋压缩机的研发、生产和销售，将热泵和冷冻冷藏市场作为主要目标市场。2013 年公司成为国内第一家实现批量生产并向市场持续稳定供货的内资涡旋压缩机企业，产品线不断丰富。2015 年公司敏锐地捕捉到北方低温采暖的市场需求，针对性地开发出带喷气增焓功能的涡旋式压缩机。2017 年公司产销量首次突破 10 万台，开始构建全系列产品的经销商渠道体系。2019 年产能释放带来规模效应，公司积极提高精细化管理水平，研发中心被认定为“苏州市企业技术中心”。2022 年募投项目“新建年产 50 万台涡旋压缩机项目”完成建设，为未来产能扩张奠定了坚实的基础。经过十多年积累，“英华特 INVOTECH”品牌的涡旋压缩机涵盖热泵、商用空调、冷冻冷藏、电驱动车用四大系列，已成为国内出货量最大的涡旋压缩机国产品牌。公司客户包括格力电器、长虹空调、芬尼克兹、恩布拉科、博格思众、泰康等国内外知名企业。

图 1：公司发展历程

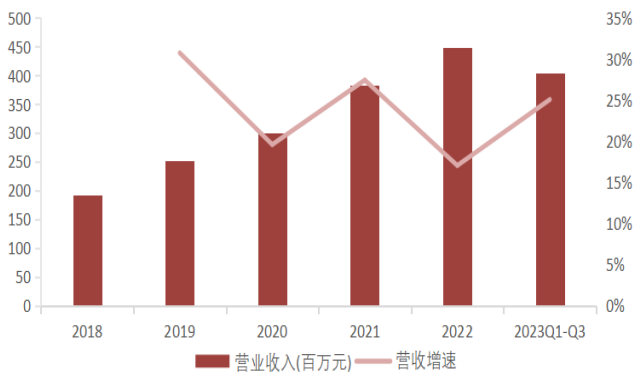


数据来源：公司官网，西南证券整理

## 1.2 营收快速增长，规模效应带来盈利提升

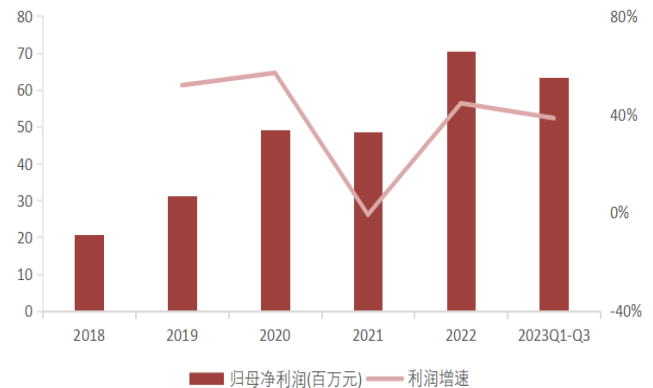
**营收业绩快速增长，五年归母净利润 CAGR 达 35.9%。**2018-2022 年间，公司营收与业绩快速增长，营收 CAGR 达到 23.6%，归母净利润 CAGR 达到 35.9%。2022 年受疫情影响国内商用采暖市场大型项目延后、中小型项目增加，热泵采暖收入规模下降，公司营收规模增速放缓，实现营收 4.48 亿元，同比增长 17%；受益于原材料价格回落，公司盈利能力提升，实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 44.5%。2023 年上半年，尽管宏观经济环境复杂多变，公司积极开拓海外市场，实现营收 2.54 亿元，同比增长 34.6%；归母净利润 0.38 亿元，同比增长 70.3%。2023 年前三季度公司实现营收实现营收 4.0 亿元，同比增长 25.1%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 38.4%。其中 Q3 单季度实现营收 1.5 亿元，同比增长 11.6%；实现归母净利润 0.3 亿元，同比增长 8.5%。

图 2：2018-2023Q1-Q3 公司营收及增速



数据来源：ifind，西南证券整理

图 3：2018-2023Q1-Q3 公司归母净利润及增速

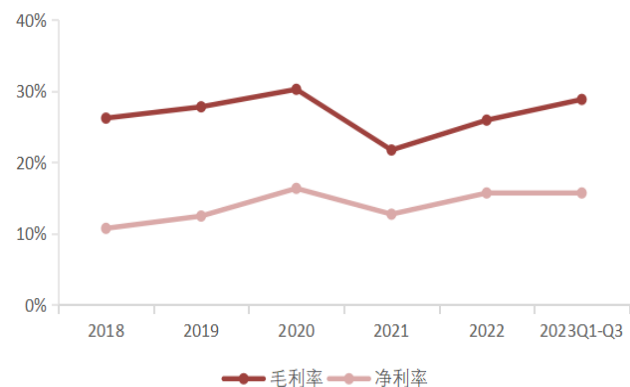


数据来源：ifind，西南证券整理

**盈利能力持续好转。**2018-2022 年公司净利率从 10.7% 提升到 15.7%，盈利整体呈现提升趋势。2021 年原材料价格大幅上涨，公司各产品毛利率普遍下降，主营业务毛利率从 30.3% 下降到 21.7%，同比下降 8.6pp；净利率从 16.4% 下降到 12.7%，同比下降 3.6pp。2022 年，一方面原材料压力缓解，另一方面公司境外销售快速增长，公司主营业务毛利率提升 4.2pp，净利率提升 3pp。2023 年上半年公司下游市场需求旺盛，销售规模的快速增加，原材料采购价格下降及毛利率较高的外销收入占比持续增加，带动公司综合毛利率提升 7.6pp 到 28.8%，净利率提升 3.1pp 到 14.9%。单季度数据来看，2023Q2 公司毛利率为 30%，同比增长 8.4pp，环比增长 4pp；净利率为 17.6%，同比增长 3.3pp，环比增长 8.3pp。

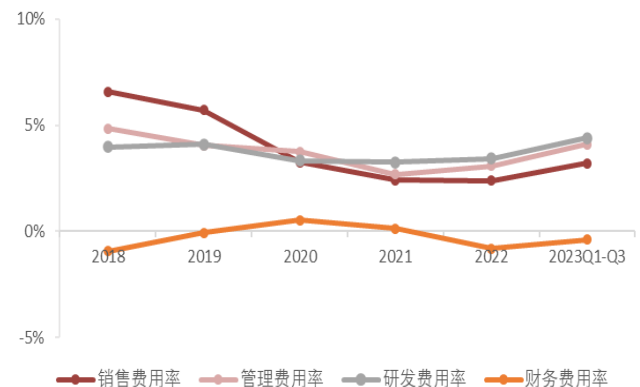
费用率方面，公司整体费用率保持相对稳定。2023 前三季度公司销售费用率为 3.2%，同比提升 0.7pp；管理费用率为 4.1%，同比提升 1.2pp；研发费用率为 4.4%，同比提升 1pp；财务费用率为 -0.4%，同比提升 0.8pp。

图 4：2018-2023Q3 公司盈利能力情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2018-2023Q3 公司费用率情况

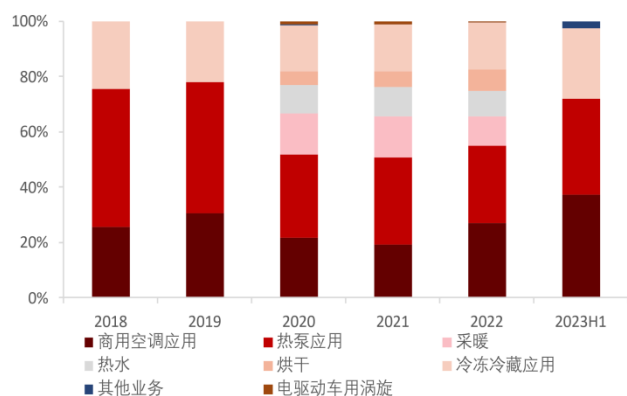


数据来源：公司公告，西南证券整理

**规模效应拉动盈利上行。**分应用领域来看，2023 年上半年公司应用于热泵/商用空调/冷藏冷冻的产品收入分别为 0.87/0.95/0.65 亿元，同比+8.4%/50.6%/46.6%，占公司总营收的 34.4%/37.5%/25.7%。公司实行差异化的市场策略，初期重点开拓外资品牌关注度较低的热泵和冷冻冷藏应用市场，因此初期这两类产品在收入占比较高。随着公司奠定了一定的市场知名度，公司产品应用场景逐渐向商用空调应用和电驱动车用涡旋扩展，近年来在营收

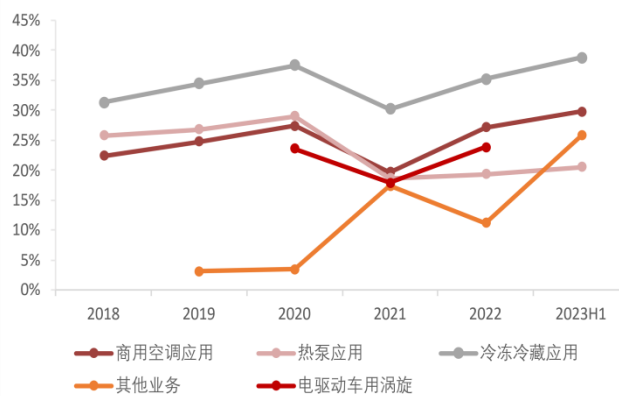
中占比不断提升。2021 年以后商用空调应用毛利率稳步提升，主要原因是商用空调外销较多。电驱动车应用产品目前规模较小，随着后期销售规模的扩大，规模化推动下电驱动车应用产品的盈利有望优化。

图 6：2018-2023H1 公司分应用领域营收



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

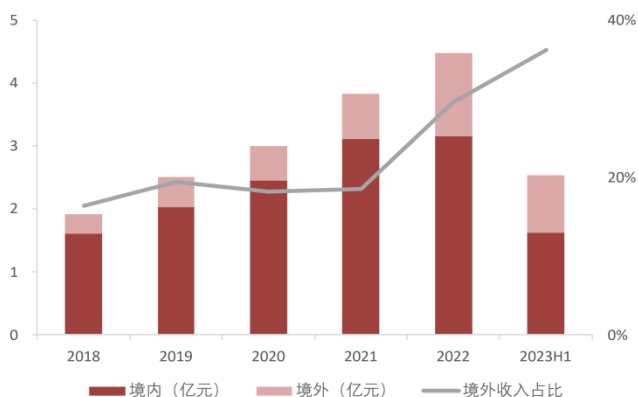
图 7：2018-2023H1 公司分产品毛利润率



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

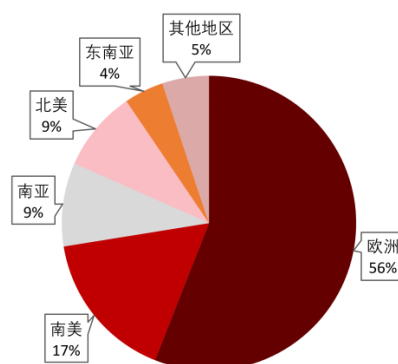
**境外营收近两年快速扩张。**2018-2021 年公司境内销售取得的收入从 1.6 亿元增长到 3.1 亿元；境外销售取得的收入从 0.3 亿元增长到 0.7 亿元，境外营收占比保持稳定，平均为 18.1%。2022 年境外销售收入迅速增加，达到 1.3 亿元，同比增长 86.4%，营收占比达到了 29.6%。2023 年上半年公司境内外销售收入分别为 1.6/0.9 亿元，境外收入占营收比例持续增长，达到 36.2%。具体来看，公司境外销售主要集中在欧洲、南美、南亚、北美和东南亚，2022 年各区域收入占境外收入比例分别为 56%/16.5%/9.2%/8.9%/4.3%/5.1%。欧洲市场是公司境外销售的第一大销售区域，公司对该地区的收入增长趋势与中国对该地区的出口逐年增长的市场格局相匹配。

图 8：2018-2023H1 公司分地区营收



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

图 9：2022 年公司境外销售情况



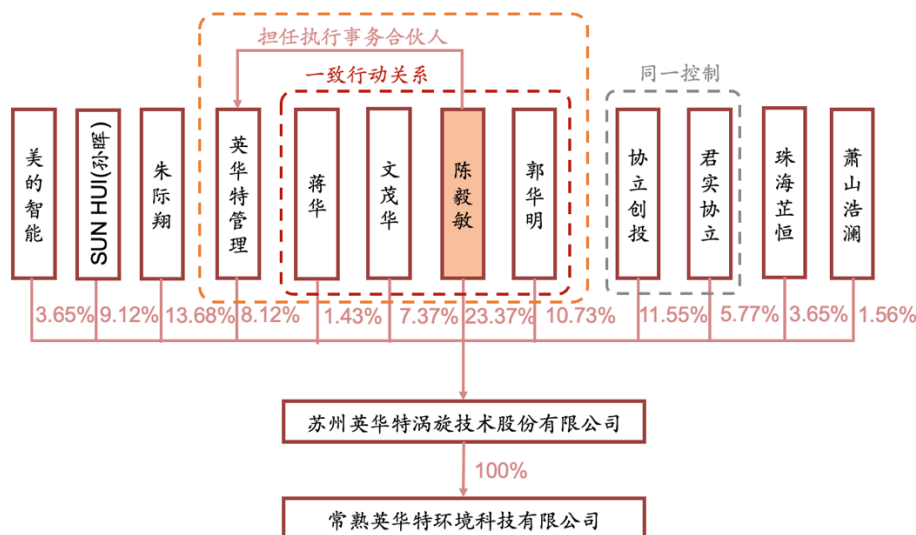
数据来源：招股说明书，西南证券整理

### 1.3 股权结构集中，控制权较为稳定

公司股权结构集中，控制权较为稳定。截至 2023 年 7 月 10 日，公司实际控制人陈毅敏及其一致行动人合计控股 51%，发行后陈毅敏及其一致行动人合计持股比例为 38.3%，

公司实控人及其一致行动人的实际控制权稳定。此外，英华特管理团队合计持股比例为 8.1%，管理层利益与公司利益绑定关系较强。

图 10：公司股权结构图



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

## 2 研发背景深厚，募资扩大产能

高管技术背景深厚，核心高管均有艾默生任职经历。公司的创始人和核心管理团队大多为压缩机以及制冷空调行业中具有资深经验的从业者。大部分高管成员都具备技术背景，并在制冷、机械、建筑等多个领域深耕多年，对涡旋压缩机这一高端技术领域有深刻的理解。核心高管陈毅敏、郭华明、蒋华和何利均具有爱默生任职经历。通过多年的技术和经验积累，高管团队在涡旋压缩机的产品设计、研发、生产和制造方面发挥着重要领导作用。

表 1：公司管理层概况

姓名	职务	简介
陈毅敏	董事长、总经理、 核心技术人员	硕士学历，上海交通大学流体力学专业，入选中华人民共和国科学技术部评选的“创新人才推进计划科技创新创业人才”和中共中央组织部办公厅评选的第四批国家“万人计划”。曾先后任职于艾默生环境优化技术(苏州)研发有限公司研发经理，苏州工业园区管理委员会科技招商中心资深科员，英华特制冷董事、总经理，英华特有限董事、总经理，英华特有限董事长、总经理。英华特董事长、总经理。
郭华明	董事长、总经理、 核心技术人员	硕士学历，华中科技大学机械电子专业，高级工程师，被评为“江苏省科技企业家”。曾先后任职于武汉 461 厂工程师，艾默生环境优化技术(苏州)研发有限公司设计经理，英华特制冷执行董事兼总经理，英华特制冷董事长，英华特有限董事长，任英华特有限董事、副总经理、研发总监，英华特董事、副总经理、研发总监。
蒋华	董事长、副总经理	硕士学历，华中科技大学制冷及低温工程专业。曾先后任职于艾默生环境优化技术(苏州)研发有限公司产品经理，苏州蓝博控制技术有限公司产品经理，英华特制冷监事，英华特有限监事，英华特董事、副总经理。
何利	董事长、副总经理	硕士学历，中山大学工商管理专业。曾先后任职于江汉石油勘察研究设计院任设计工程师，上海加固行建筑材料有限公司任设计主任，艾默生环境优化技术(苏州)有限公司任高级销售代表，英华特有限内市场营销部经理，英华特有限副总经理，英华特董事、副总经理。

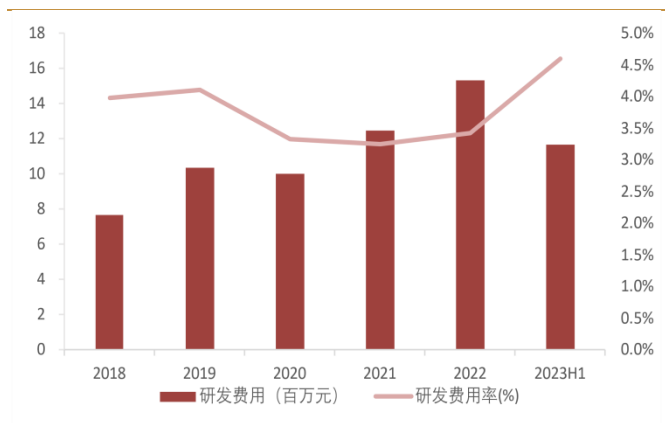


姓名	职务	简介
王珊	董事	本科学历，南京大学国际经济与贸易专业。曾先后任职于南京协立投资管理有限公司分析师、投资经理、先进制造方向投资总监，英华特董事。
朱际翔	董事	硕士学历，华东师范大学世界经济专业。曾先后任职于国泰君安证券有限责任公司研究所研究员、资产管理部经理，银华基金管理有限公司投资部经理，苏州工业园区资产管理有限公司投资部总监，上海新际创业投资有限责任公司执行董事兼总经理，英华特制冷董事，英华特有限董事，英华特董事。
丁国良	独立董事	博士学位，上海交通大学制冷与低温工程专业，二级教授。曾先后任职于上海交通大学制冷与低温工程研究所助教、讲师、副教授，上海交通大学机械与动力工程学院动力与能源工程系主任，英华特独立董事。
陈庆樟	独立董事	博士学位，江苏大学载运工具运用工程专业，教授。曾先后任职于江西农业大学汽车拖拉机教研室讲师，常熟理工学院汽车工程学院教授，英华特独立董事。
孟宇欢	独立董事	本科学历，南京大学会计学专业，中国注册会计师。曾先后任职于苏州立信会计师事务所有限公司项目经理，苏州众勤会计师事务所有限公司经理，苏州众勤会计师事务所有限公司董事、副主任会计师，英华特独立董事。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

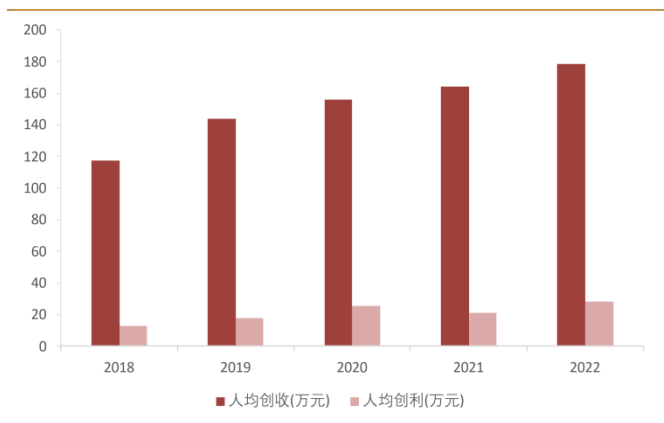
**研发支出持续加码，不断获得新的专利。**公司自成立以来一直坚持自主研发的发展路径，通过多年的积累已经成功建立了自主研发、设计和制造涡旋压缩机的能力，并开发了整个生产流程的技术，从而实现了涡旋压缩机生产体系的国产化。截至 2022 年 12 月 31 日，公司及其子公司已取得境内发明专利 9 项和实用新型专利 37 项，正在申请的境内发明专利 21 项、实用新型专利 6 项和 PCT 专利 2 项。2018-2022 年公司研发费用持续提升，2023 年 H1 公司研发费用达到 1163.67 万元，同比增长 62.3%；研发费用率提升 0.8pp 到 4.6%。2018-2022 年，公司人均创收从 117.23 万元增长到 178.51 万元，人均创利从 12.57 万元增长到 28.03 万元。

图 11：2018-2023H 公司研发费用及费用率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 12：2018-2022 公司人均创收及人均创利



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**差异化竞争抢占市场份额。**2014 年中国涡旋压缩机市场商用空调应用占比超过 90%，热泵和冷冻应用合计不到 10%。空调市场以整机大客户销售为主，行业寡头格局明显。公司确定了差异化市场战略，定位于市场潜力较大的热泵和冷冻应用市场。公司在行业内较早推出烘干专用机概念产品，2014~2015 年连续两年为河南烟草烘干项目提供了超过 4000 台热泵烘干专用压缩机，奠定了在热泵市场的行业基础。随着 2016 年国家大力推进“煤改电”项目，英华特作为国内少数几家拥有完整热泵专用压缩机系列的生产商之一，市场被快速打开，市

场知名度日益提升。公司进一步开拓热泵热水、热泵烘干等细分应用领域的市场需求。依托前期在“煤改电”市场的口碑，公司在其他热泵细分领域的销售也取得了良好的销售业绩。

2013 年 11 月，公司发布侧重冷冻冷藏系列的圣菲系列立式半封涡旋压缩机，冷冻系列产品线不断丰富。近年来，随着涡旋压缩机行业技术不断革新，农产品保鲜库、农作物培育等下游应用场景愈加丰富，由于外资品牌对新兴应用场景的关注度和投入度有限，公司错位竞争，赢得了广阔的市场空间。

**客户资源丰富。**经过多年的经营，公司凭借较高的产品性能、性价比以及优质的售前售后服务积累了良好的品牌知名度和客户资源，与众多客户形成长期稳定的合作关系。公司坚持“经销为主，经销和直销相结合”的销售模式、实施“深耕沿海区域、并积极开拓欧洲、南美、北美等境外市场”的稳健扩张策略。2022 年，公司经销商数量为 86 家。同时，公司积极拓展并积累了包括格力电器在内的大批优质直销客户资源。

**产线成熟，募资支持产能扩张。**公司经过多年的研发积累和行业应用实践，自主研发了一系列满足客户需求及行业发展趋势的核心技术工艺，具备较为成熟的生产技术和设备研发能力。公司掌握的核心技术包括涡旋型线设计技术、高精度涡旋加工技术、涡旋压缩机结构设计技术等。这些技术与产品已较为成熟地应用于公司的生产经营中，大大提升了产品品质与性能。经过长期的经营发展，公司积累了快速需求响应能力，能在短时间内配合有个性化需求的客户完成产品选型，并在较短时间内交货，产品竞争力不断增强。

2020-2022 年，公司产能利用率随市场需求增加已经达到饱和。当前公司已建设完成 2022 年的“新建年产 50 万台涡旋压缩机项目”，预计 2022-2026 年期间将分别新增产能 5、15、30、40、50 万台，2026 年达到最大产能后年预计产量将达到 73 万台。本次 IPO 募投“新建涡旋压缩机及配套零部件的研发、信息化及产业化项目”已获得环评批复，涡旋压缩机配套电机、涡旋零部件的自主化生产。随着“新建年产 50 万台涡旋压缩机项目”产能利用率的提高，公司对配套零部件的需求将大幅增加，自建产能将有助于提升公司成本控制能力和市场响应速度，增强供货稳定性。

**表 2：公司产能利用率情况**

项目	2022 年	2021 年	2020 年
产能(台)	200,000	200,000	200,000
产量(台)	256,693	237,202	193,299
销量(台)	242,870	233,706	187,220
产能利用率	128.35%	118.60%	96.86%
产销率	94.61%	98.53%	96.65%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**表 3：公司募集资金运用计划**

项目	项目总投资（万元）	拟用募集资金投入金额（万元）	项目建设期（年）
新建年产 50 万台涡旋压缩机项目	20,000	17,360	-
新建涡旋压缩机及配套零部件的研发、信息化及产业化项目	30,506	30,506	-
补充流动资金	5,000	5,000	-

数据来源：招股说明书，西南证券整理

### 3 盈利预测与估值

#### 关键假设：

假设 1：热泵市场规模相对较小，成长空间较大，公司深耕热泵市场多年，客户资源丰富，预期公司国内热泵业务表现优于行业。假设 2023-2025 年公司热泵业务订单增速在分别为 8%/20%/20%，订单价格保持相对稳定。

假设 2：随着商用地产销售面积的修复，预期商用空调需求将逐步向好，假设 2023-2025 年国内商用空调市场规模增速在 5%-10%。公司通过差异化产品策略逐步提升终端市场份额。此外，公司积极拓展海外市场，新客订单放量，预期公司应用于商用空调产品销量保持较快增长。

假设 3：公司较早布局冷冻冷藏市场，已经在国内市场积累一定的技术经验。公司积极开拓海外市场，预期公司冷冻冷藏业务有望快速放量。假设 2023-2025 年公司冷冻冷藏订单增速分别为 30%/30%/30%，订单均价保持相对稳定。

假设 4：随着公司产品销量放量增长，公司产能利用率逐步提升，预期公司盈利保持向好趋势。假设 2023-2025 年公司商用空调业务、热泵应用、冷冻冷藏业务的毛利率分别为 30%/31%/32%、20%/21%/22%、38%/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 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入	448.1	544.4	699.9	902.2
yoy	17.0%	21.5%	28.6%	28.9%
营业成本	331.8	389.4	493.7	627.6
毛利率	25.9%	28.5%	29.5%	30.4%
<b>商用空调</b>				
收入	167.9	218.2	294.6	397.7
yoy	54.9%	30.0%	35.0%	35.0%
成本	122.4	152.7	203.3	270.4
毛利率	27.1%	30.0%	31.0%	32.0%
<b>热泵应用</b>				
收入	173.1	187.0	224.4	269.3
yoy	-0.5%	8.0%	20.0%	20.0%
成本	139.7	149.6	177.3	210.0
毛利率	19.3%	20.0%	21.0%	22.0%
<b>冷冻冷藏</b>				
收入	103.9	135.1	175.6	228.3
yoy	10.7%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	67.3	83.8	108.9	141.6
毛利率	35.2%	38.0%	38.0%	38.0%



单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>其他业务</b>				
收入	3.2	4.1	5.3	6.9
yoy		30.0%	30.0%	30.0%
成本	2.5	3.3	4.3	5.6
毛利率	22.3%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 5.4 亿元（+21.5%）、7 亿元（+28.6%）和 9 亿元（+28.9%），归母净利润分别为 0.95 亿元（+34.7%）、1.29 亿元（+35.9%）、1.73 亿元（+34.2%）。

综合考虑业务范围，我们选取行业里主流的两家可比公司三花智控和东亚机械进行参考。2023 年行业平均 PE 为 21 倍。公司作为涡轮压缩机龙头企业，细分领域份额持续优化，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.62/2.2/2.95 元，未来是三年归母净利润复合增速为 34.9%，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002050	三花智控	27.55	0.86	1.06	1.30	32.21	25.98	21.18
301028	东亚机械	10.38	0.54	0.68	0.85	19.09	15.20	12.19
平均值						25.65	20.59	16.68

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）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	448.07	544.40	699.93	902.20	净利润	70.37	94.79	128.85	172.85
营业成本	331.84	389.38	493.68	627.56	折旧与摊销	8.30	6.47	6.47	6.47
营业税金及附加	2.02	2.29	2.92	3.82	财务费用	-3.65	-0.04	-1.71	-2.17
销售费用	10.72	29.94	38.50	49.62	资产减值损失	-0.68	-0.60	-0.60	-0.60
管理费用	13.78	16.33	21.00	27.07	经营营运资本变动	-17.90	-2.47	-3.26	-7.24
财务费用	-3.65	-0.04	-1.71	-2.17	其他	-10.08	-1.12	1.58	-1.11
资产减值损失	-0.68	-0.60	-0.60	-0.60	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>46.36</b>	<b>97.04</b>	<b>131.34</b>	<b>168.20</b>
投资收益	1.88	2.00	2.00	2.00	资本支出	-67.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.11	0.11	0.09	其他	11.19	2.11	2.11	2.09
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>-56.19</b>	<b>2.11</b>	<b>2.11</b>	<b>2.09</b>
<b>营业利润</b>	<b>81.08</b>	<b>109.21</b>	<b>148.25</b>	<b>198.99</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.03	-0.03	-0.02	-0.03	长期借款	16.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>81.05</b>	<b>109.17</b>	<b>148.23</b>	<b>198.96</b>	股权融资	1.83	751.84	0.00	0.00
所得税	10.68	14.38	19.37	26.11	支付股利	-20.00	-14.07	-18.96	-25.77
净利润	70.37	94.79	128.85	172.85	其他	-3.10	-2.16	1.71	2.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-5.27</b>	<b>735.60</b>	<b>-17.25</b>	<b>-23.61</b>
归属母公司股东净利润	70.37	94.79	128.85	172.85	<b>现金流量净额</b>	<b>-13.32</b>	<b>834.75</b>	<b>116.19</b>	<b>146.69</b>
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	87.15	921.90	1038.09	1184.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	61.14	68.26	89.35	115.67	销售收入增长率	17.02%	21.50%	28.57%	28.90%
存货	84.35	98.97	123.49	158.51	营业利润增长率	45.73%	34.68%	35.75%	34.23%
其他流动资产	91.49	87.33	89.42	92.15	净利润增长率	44.50%	34.72%	35.93%	34.15%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.14%	34.87%	32.32%	32.86%
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	148.74	143.46	138.17	132.88	毛利率	25.94%	28.48%	29.47%	30.44%
无形资产和开发支出	10.42	9.29	8.15	7.02	三费率	4.65%	8.49%	8.26%	8.26%
其他非流动资产	6.73	6.68	6.64	6.59	净利率	15.70%	17.41%	18.41%	19.16%
<b>资产总计</b>	<b>490.03</b>	<b>1335.89</b>	<b>1493.31</b>	<b>1697.60</b>	ROE	24.74%	8.49%	10.50%	12.58%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.36%	7.10%	8.63%	10.18%
应付和预收款项	140.55	170.77	218.24	275.37	ROIC	48.83%	51.22%	66.23%	82.48%
长期借款	24.33	24.33	24.33	24.33	EBITDA/销售收入	19.14%	21.24%	21.86%	22.53%
其他负债	40.67	23.76	23.81	23.88	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>205.55</b>	<b>218.86</b>	<b>266.38</b>	<b>323.59</b>	总资产周转率	0.99	0.60	0.49	0.57
股本	43.89	58.52	58.52	58.52	固定资产周转率	7.83	6.79	9.35	12.96
资本公积	102.02	839.22	839.22	839.22	应收账款周转率	8.23	8.19	8.63	8.55
留存收益	138.57	219.29	329.19	476.27	存货周转率	4.73	4.25	4.40	4.40
归属母公司股东权益	284.48	1117.03	1226.93	1374.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.71%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>284.48</b>	<b>1117.03</b>	<b>1226.93</b>	<b>1374.01</b>	资产负债率	41.95%	16.38%	17.84%	19.06%
负债和股东权益合计	490.03	1335.89	1493.31	1697.60	带息债务/总负债	11.84%	11.12%	9.13%	7.52%
					流动比率	2.06	6.88	6.13	5.63
					速动比率	1.52	6.30	5.57	5.05
					股利支付率	28.42%	14.85%	14.71%	14.91%
					<b>每股指标</b>				
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	每股收益	1.20	1.62	2.20	2.95
EBITDA	85.74	115.64	153.01	203.30	每股净资产	4.86	19.09	20.97	23.48
PE	45.36	33.67	24.77	18.46	每股经营现金	0.79	1.66	2.24	2.87
PB	11.22	2.86	2.60	2.32	每股股利	0.34	0.24	0.32	0.44
PS	7.12	5.86	4.56	3.54					
EV/EBITDA	26.20	19.09	13.67	9.57					
股息率	0.63%	0.44%	0.59%	0.81%					

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悉范围内，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

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	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
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	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

	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