

盈利同比增长 52%，海外和新兴业务亮眼

中联重科(000157)

推荐 (首次)

核心观点:

- 投资事件:** 公司披露 23 年年报, 全年实现营收 470.75 亿元, +13.1%yoy, 归母净利润 35.06 亿元, +52.0%yoy, 扣非归母净利润 27.08 亿元, +109.5%yoy。23 年毛利率/归母净利率分别达到 27.5%/17.4%, 同比分别增加 5.7/1.9pct。
- 传统优势板块增速回暖, 新兴板块竞相突破。传统业务:** 2023 年公司起重机械实现收入 192.9 亿元, 同比回归正增长 (+1.6%yoy), 毛利率 31%, 同比提升约 8pct; 混凝土机械实现 86 亿元, 同比增长 1.6%, 毛利率 23%, 同比提升约 2pct。据 CME 数据, 2024 年 3 月挖掘机销量预计为 25000 台左右, 同比 -2.26%左右, 降幅环比明显改善。我们认为在大规模设备更新政策刺激和新质生产力发展要求下, 24 年传统工程机械板块有望迎来筑底反弹。**新兴板块:** 23 年土方机械、高空机械等板块分别取得 66.5 亿元和 57.1 亿元的收入, 同比增速分别 89.3%和 24.2%。土方机械毛利率 28%, 同比提升约 4.5pct; 高空机械毛利率 22.7%, 同比提升约 2pct。土方机械产品中, 中大挖国内市场份额同比实现了翻倍增长。高空作业车跻身行业龙头, 在国内中小客户市场占有率达到了行业第一。我们预计随着海外占比逐步提升, 地产占比下降, 各新兴业务有望进一步削弱周期属性。
- 海外业务强劲增长, 高毛利优化产品结构。第一, 海外贡献快速提升。** 23 年, 公司海外业务实现收入 179 亿元, 同比增长 79%。其中国内出口 154 亿, 同比增长了 95%。海外业务收入占比达到了 38%, 同比提升了 15pct。工程起重机/土方机械/塔机/高机和矿机/农机海外业务规模同比增长了 90%/110%/100+% /100+% /60+%。海外业务高毛利(毛利率水平境外 vs 境内: 32%vs25%)有望优化整体盈利能力。**第二, 海外网点持续布局建设。** 截止 2023 年, 公司在全球 30 多个重点国家设立了一级空管, 在全球主要城市设立各级网点超过 350 个。服务网点增加有望提升公司售后服务水平。**第三, 推行端对端业务模式。** 通过本地化团队, 借助数字化的平台, 直接连接终端客户。
- 保持高分红率, 实现质量回报双提升。** 23 年公司拟 10 股派发现金红利 3.20 元(含税), 合计分红金额超过 27 亿元, 分红率高达约 80%。上市以来, 公司已累计分红超 25 次(不含本次)、分红金额超 235 亿元, 历史整体分红率约 42%, 股息率长时间维持高水平。近 5 年合计股份回购金额达到近 48 亿元。
- 盈利预测与投资建议:** 我们认为: 国内业务上, 随着宏观国家经济持续恢复发展, 基建投资将持续增长, 房地产投资有望改善, 大规模设备更新将促进工程装备更新换代需求释放, 整体行业需求将有小幅增长。海外业务上, 伴随亚非拉等新兴国家工业化和城镇化加速, 沙特印尼等国家采矿业务进一步发展, 欧美等发达国家基础设施更新需求提升, 潜在市场规模庞大。作为工程机械龙头厂商, 随着 24 年加快产业梯队发展, 推动智能制造, 持续降本, 加大海外网点布局力度并补全产品型等, 我们预计公司将保持国内业务稳健发展, 海外业务高增长势头。我们预计公司 2024-2026 年将分别实现归母净利润 44.45 亿元、59.87 亿元、73.44 亿元, 对应 EPS 为 0.51、0.69、0.85 元, 对应 PE 为 16.0 倍、11.9 倍、9.7 倍, 首次覆盖给予推荐评级。
- 风险提示:** 经济复苏不及预期的风险, 政策落地不及预期的风险, 新产品拓展不及预期的风险, 市场竞争加剧的风险。

分析师

鲁佩

☎: 021-20257809

✉: lupei_yj@chinastock.com.cn

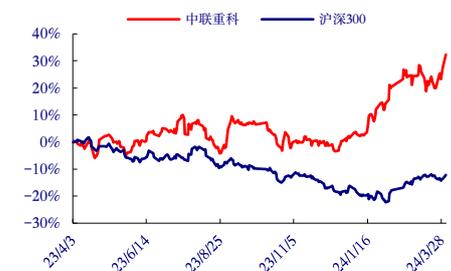
分析师登记编码: S0130521060001

市场数据

2024-04-01

股票代码	000157
A 股收盘价(元)	8.51
上证指数	3,077.38
总股本(万股)	867,799
实际流通 A 股(万股)	707,051
流通 A 股市值(亿元)	602

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河机械】公司点评-中联重科(000157.SZ)核心业务增长、业绩符合预期, 期待新业务发展注入新动力

表1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	47074.85	56917.82	67517.41	77059.85
收入增长率%	13.08	20.91	18.62	14.13
归母净利润(百万元)	3506.01	4445.28	5987.05	7344.12
利润增速%	52.04	26.79	34.68	22.67
毛利率%	27.54	27.78	28.64	29.02
摊薄 EPS(元)	0.40	0.51	0.69	0.85
PE	20.32	16.03	11.90	9.70
PB	1.26	1.21	1.16	1.09
PS	1.51	1.25	1.06	0.92

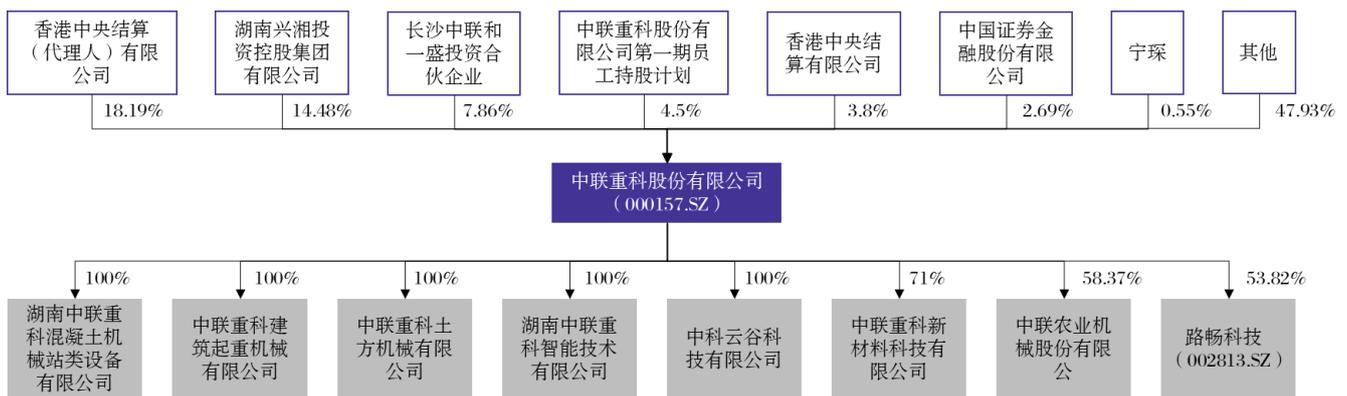
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

一、中联重科：老牌工程机械企业，改革焕发新活力

中国工程机械装备制造龙头企业，技术领先，业务广泛。中联重科成立于 1992 年，于 2000 年和 2010 年分别在 A 股和 H 股上市，是业内首家 A+H 股上市公司。业务主要涵盖工程机械、农业机械+智慧农业、中联新材等板块，在混凝土机械、工程和建筑起重机械、干混砂浆设备等领域均保持市场领先地位。公司有效发明专利数量位居机械设备行业第一，专利综合实力位居工程机械行业第一，已成为行业标准的制定者。其业务布局 100 余个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线，并已打通欧美、澳大利亚等高端市场，国际化和本土化齐头并进。

国企混改样本企业，持续进行员工激励。中联重科是科研院所改制企业，通过自身股份制改造实现 A 股上市、母公司改制实现整体上市、H 股上市实现资本国际化，形成了湖南省国资委、管理团队和骨干员工、战略投资者、国际投资者及其他流通股共同持股的混合所有制产权结构。其于 2017 年发布股权激励计划，以 3.81 亿股权绑定核心骨干员工，2019 年和 2023 年分别发布第一期和第二期核心经营管理层持股方案，回购股票奖励员工，增强凝聚力。

图1：中联重科股权结构



注：统计截至时间：2024/2/21

资料来源：公司官网，Wind，中国银河证券研究院

全球范围内整合资源，协同效应明显。中联重科先后并购了（中国）浦沅集团、英国保路捷公司、意大利 CIFA 公司、德国 M-tec 公司、荷兰 Raxtar 公司、德国 Wilbert 公司，在汽车起重机、非开挖技术、混凝土机械、干混砂浆设备、升降机、塔机制造等领域不断积累技术、储备人才、扩大市场。其 2022 年收购了上市公司路畅科技（主业为汽车电子），目前正持续推进湖南中联重科智能高空作业机械有限公司（中联高机）的分拆上市。

图2：中联重科历史沿革

并购重组，整体改制 (1992-2009年)	海外建厂，跨国并购 (2008-2012年)	战略转型，聚焦核心业务 (2013-2017年)	智造升级，品牌力持续提升 (2018-至今)
<p>1992：中联建设机械产业公司（中联重科前身）成立</p> <p>1994：合并原长沙建机院混凝土机械研究室、机械厂</p> <p>1995：合并原长沙建机院中起公司</p> <p>1996：成立中联专用车辆公司</p> <p>1997：成立中联混凝土机械公司和中联起重公司</p>	<p>2010：H股上市，A股定向增发</p> <p>2012：发行美元债和美元优先票据，于新加坡上市交易；</p> <p>2013：收购德国M-TEC公司（干混砂浆设备品牌）</p> <p>2014：并购全球著名升降机电企业荷兰Raxstar，收购奇瑞重工60%股份，进军农业机械领域；投资设立中联重科集团财务有限公司</p> <p>2016：正式成立中联重科-MAZ合资公司</p>	<p>2017：聚焦核心业务，出售环境产业80%股权</p> <p>2018：成立工业互联网高科技公司中科云谷；收购全球塔机领先制造商德国WILBERT</p> <p>2020：收购德国百年农具品牌拉贝RABE</p>	<p>2022：收购路畅科技</p> <p>2023：发布分拆高机重组上市预案，目前香港联交所已确认可分拆</p>
<p>2000：深交所上市</p> <p>2001-2003：先后收购英国保路捷、湖南机床厂、中标公司，并与建机院、浦沅集团、浦沅有限公司等一同实现了四方重组并购</p> <p>2008：先后收购陕西新黄工、湖南汽车车桥厂、华泰重工、常德信诚液压，并购全球混凝土设备领先企业意大利CIFA公司</p>	<p>2012：国际标准化组织起重技术委员会（ISO/TC96）秘书处正式落户中联重科，与印度Electomech公司合资建厂</p> <p>2013：战略转型，由重点发展工程机械，转型为工程机械、农业机械、环境产业和金融服务等多板块协同发展</p> <p>2017：输出国际标准ISO19720-1</p> <p>2018：战略合作吴恩达教授的AI公司Landing.AI</p>	<p>2019：荣获《人民日报》“中国品牌发展（企业）指数100榜单”第45名；中联重科塔机智能工厂（全球最大塔机智能工厂）在湖南常德开园</p> <p>2020：合作6家企业创新高机租赁商发展机制；与达丰控股战略合作</p> <p>2021：位列全球起重机械制造商第一名；获得联合国官方认可的长期供应商资格</p>	

资料来源：公司官网，Wind，中国银河证券研究院

以**工程机械为核心，拓展农机和材料业务**。中联重科总体战略框架是“装备制造+互联网”、“产业+金融”，稳固工程机械优势板块，加快发展土方、高机潜力业务，加速培育智能农机、智慧农业、建筑新材料等新型业务。

混凝土、工程起重、建筑起重机械是中联重科核心业务，发展历史悠久，市场领先地位稳固。以2023年收入计，混凝土机械和起重机械占比分别18%/41%。未来将进一步平衡规模和效率。

潜力业务土方机械和高空作业机械目前已取得实质性突破，2023年收入占比分别达到14%/12%。土方机械围绕国内、海外两大市场，依托全球领先的“灯塔工厂”，市场份额持续提升，中大型挖掘国内市场份额同比实现翻倍增长，市场份额位居行业前列。高空作业机械迅速跻身行业国产龙头之列，国内市场中小客户市场占有率位居第一，公司正在推进高机业务板块子公司中联高机注入路畅科技，以增强资金实力。

作为国内首家AI农业装备制造企业，中联重科的农业机械业务智能化、数字化、绿色化特征显著。2023年收入占比达到4%，烘干机、小麦机国内市场份额保持数一数二地位。

子公司中联新材的新材料业务是公司的第三大业务方向，工厂建设和渠道商/用户签约快速落地。22年7月30日开工的中联新材湘阴标杆工厂建成后有望成为全国单体最大、自动化程度最高的建筑新材料生产基地。

表2：中联重科主要产品

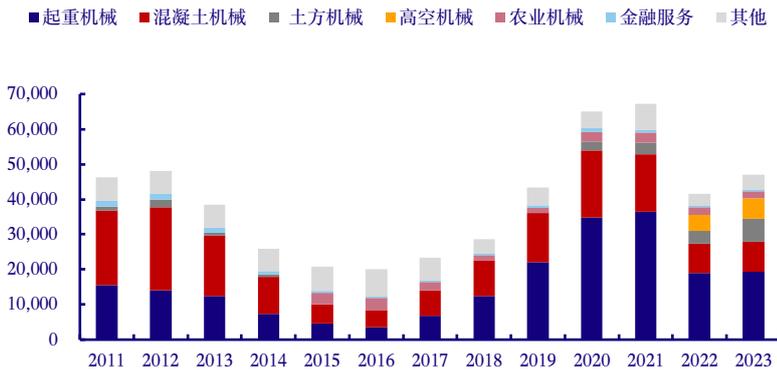
业务	细分	市场地位	产品内容	发展历程	收入占比	
板块	板块				(2023年)	
工程	主导	混凝土		覆盖混凝土泵车、车载泵、拖泵、布料机、搅拌站(楼)、搅拌车、干混砂浆成套设备、机制砂成套设备、湿喷机及隧道成套设备等9大类产品	1993年自行开发出中国第一台成熟的混凝土泵车；2004年诞生中国首部泵车行业标准；2008年，收购意大利CIFA（混凝土机械生产企业），	18%
机械	业务	机械		长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额稳居行业第一，搅拌车市场份额保持行业第二	2008年，收购意大利CIFA（混凝土机械生产企业），	

				M-TEC(德国干混砂浆设备品牌)	
工程起重机械		市场份额行业领先, 25吨及以上汽车起重机销量位居行业第一, 500吨及以上履带起重机位居行业第一, 重庆随车吊工厂建设全面启动	涵盖汽车起重机、履带式起重机、全地面起重机、越野轮胎起重机、随车起重机五大系列, 可用于基础设施建设、高铁、油田、大型港口、核电、风电等施工建设领域	1956年研制出我国第一台塔机; 2003年并购浦沅集团, 发展汽车起重机业务; 2005年实现塔机出口; 2011年买断JOST平头塔系列全套技术;	
建筑起重机械		销售规模稳居全球第一, R代塔机形成市场的规模覆盖	涵盖平头塔式起重机、动臂塔式起重机、施工升降机三大系列	2012年在印度成立“中联-EM”合资公司(主要从事塔式起重机生产运营); 2014年并购全球著名升降机企业荷兰Raxtar, 成立“中联-Raxtar”合资公司(主要从事施工升降机生产运营); 2018年收购全球塔机领先制造商德国Wilbert	41%
土方机械		中大型挖掘机国内市场份额同比实现翻倍增长, 市场份额位居行业前列; 海外销售规模同比增长超过100%	涵盖160马力的履带式推土机、1.5吨至300吨履带式挖掘机、部队列装产品、国内独家生产的履带式装载机等产品		14%
高空机械		高空作业机械迅速跻身行业国产龙头之列, 国内市场中小客户市场占有率位居第一	剪叉、曲臂、直臂、蜘蛛车等80余款产品		12%
农业机械		国内首家AI农业装备制造企业, 2023年烘干机、小麦机国内市场份额保持数一数二地位	包括耕作机械、收获机械、烘干机械、农业机具	2011年成立中联农机	4%
中联新材			包括干粉砂浆建筑材料、建筑装饰材料、涂料、新型路桥材料、气力输送设备、机电设备等	2019年中联新材成立	

其他业务		下属控股子公司中联应 急是工信部首批国家应 急产业重点联系企业	包括消防装备、产品配 件、二手设备、金融服务 业务	金融服务 1%，其他机 械和产品 9%
------	---	---------------------------------------	---------------------------------	---------------------------

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

图3：中联重科收入结构（百万元）



资料来源：公司官网，Wind，中国银河证券研究院

二、公司财务情况：盈利同比增长 52%，海外和新兴业务亮眼

作为工程机械头部企业，公司营收、归母净利润与行业周期呈现高度正相关。

08-12 年：受益于城镇化进程，地产和基建投资增加，工程机械产品（下游主要是地产和基建）需求旺盛，行业进入上行周期，公司业绩快速增长，营收和归母净利润分别达到 2012 年的 481/73 亿元，08-12 五年 CAGR 分别为 40/41%。

13-16 年：由于 10-12 年政策刺激下行业需求提前释放，此轮行业步入去库存周期，叠加基建、房地产投资降温，各产品销量、设备利用率均进入下行期。公司收入降低至 16 年的 200.2 亿元，13-16 年 4 年 CAGR -20%，归母净利润逐年减少并在 16 年出现亏损（-9.3 亿元）。

17-20 年：地产投资增速由 20-30%下行至 5-10%区间，由于新基建及设备更新升级、人工替代、海外拓展等多重因素，工程机械板块回归增长，公司营收和归母净利分别增长至 2020 年的 651 和 73.5 亿元，17-20 年 4 年营收 CAGR 34%，18 年扭亏以来 3 年归母净利润 CAGR 76%。

21-22 年：国内宏观经济增速放缓，新冠疫情、基建投资乏力、房地产泡沫破裂，海外俄乌冲突、中美脱钩，工程机械行业整体承压。公司 22 年营收和归母净利润增速分别下滑至-38%和-63%。

23 年，营收和利润同比增速回正，毛利率和净利率双增。根据挖掘机等工程机械产品更换周期为 7-8 年，大规模设备更新政策刺激和新质生产力发展要求下，工程机械板块有望迎来新一轮筑底反弹。同时部分龙头公司在疫情期间积极开拓海外市场，海外收入占比逐渐提高。**23 全年中联重科实现营收 470.75 亿元，同比增速 13.1%，归母净利润 35.06 亿元，同比增速 52.0%，扣非归母净利润 27.08 亿元，**

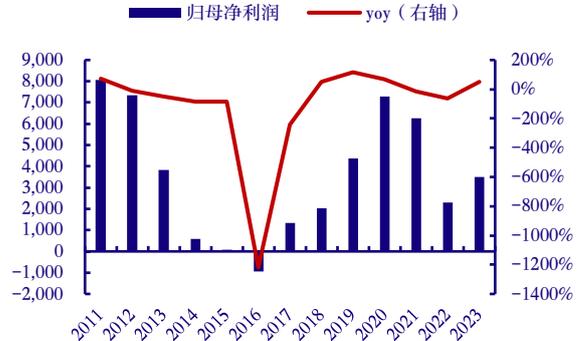
同比增速 109.5%。自 22Q4 以来，毛利率先行逐季提升，随后净利率环比增加，23 年全年毛利率/净利率分别达到 27.5%/7.4%，同比分别增加 5.7/1.9pct。

图4：中联重科营业收入（百万元）和同比增速（右）



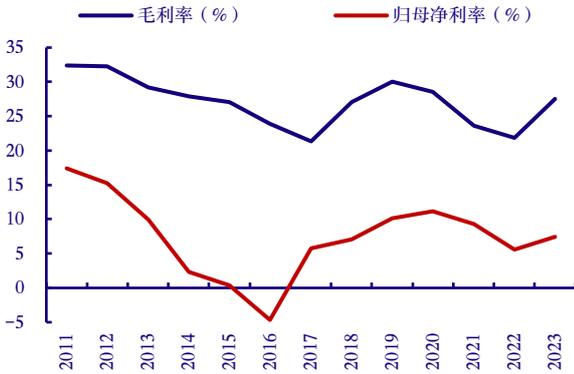
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：中联重科归母净利润（百万元）和同比增速（右）



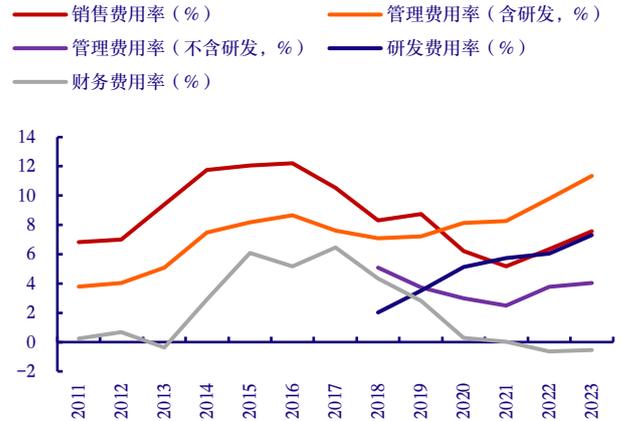
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：中联重科净利率、毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

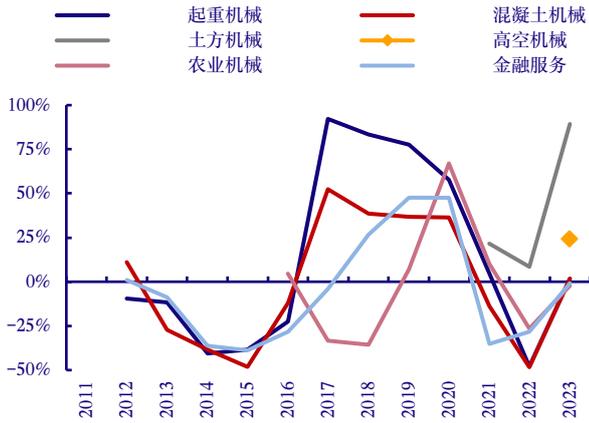
图7：中联重科费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

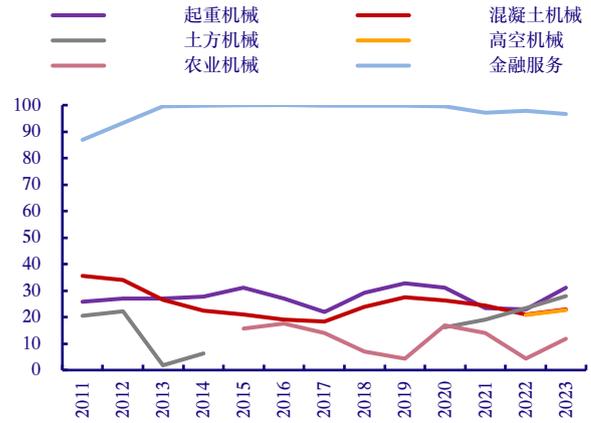
分产品看，传统优势板块增速回暖，新兴板块竞相突破。2023 年公司起重机械实现收入 192.9 亿元，同比回归正增长 (+1.6%yoy)；混凝土机械实现 86 亿元，同比增长 1.6%。土方机械、高空机械等新兴板块竞相突破，分别录得 66.5 亿元和 57.1 亿元的收入，同比增速分别 89.3%和 24.2%。其中土方机械产品中，中大挖国内市场份额同比实现了翻倍增长，特别是在广东、浙江、新疆、湖南、湖北等重点市场，公司中大挖市场份额已经达到了领先地位。高空作业车跻身行业龙头，在国内中小客户市场占有率达到了行业第一。各产品毛利率均较 22 年有所增长，起重机械毛利率 31%，同比提升约 8pct，混凝土机械毛利率 23%，同比提升约 2pct，土方机械毛利率 28%，同比提升约 4.5pct；高空机械毛利率 22.7%，同比提升约 2pct。

图8: 中联重科各产品收入增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图9: 中联重科主要产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

海外业务开始呈现局部突破到全面发力、全面见效的强劲增长。

海外贡献快速提升。23年, 公司海外业务实现收入 179 亿元, 同比增长 79%。其中国内出口 154 亿, 同比增长了 95%。海外业务收入占比达到了 38%, 同比提升了 15 pct。主要产品线的规模在海外重点市场均实现了快速的增长, 如工程起重机、土方机械、塔机海外业务规模同比增长了 90%、110%、100+%, 在中亚、非洲、土耳其、东南亚等地实现了市占率的领先, 高空作业车和矿山机械、农业机械海外收入同比增幅也达到 100+%和 60+%。

海外网点持续布局建设。截止 2023 年, 公司在全球 30 多个重点国家设立了一级空管, 在全球主要城市设立各级网点超过 350 个, 网点建设从区域中心城市下沉到重点城市, 其中中东等国家网点数量同比超过了 100%, 东欧区网点数量增加了 90%。在服务端公司建成了 24 个国家级的备件集散中心, 58 个二级备件库的配送中心, 进一步提升售后备件的响应速度。

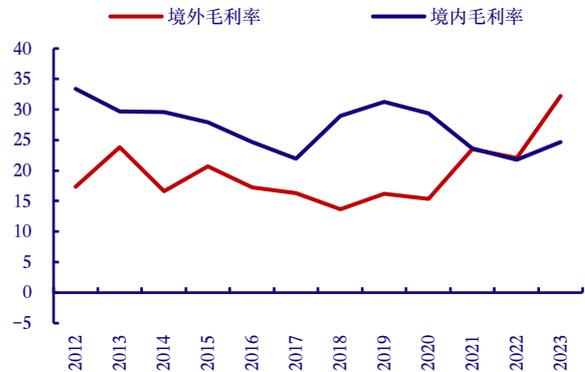
推行端对端业务模式。通过本地化团队, 借助数字化的平台, 业务系统的信息直连共享, 直接连接终端客户, 追踪订单交付、回款进度、质量、服务等市场一线信息, 降低全链条成本, 快速响应产品交付, 有效避免了代理商趋向当前市场利益而忽略客户长期需求的问题。

图10: 中联重科海外营业收入 (百万元) 和同比增速 (右)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图11: 中联重科海外和国内业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

我们认为，24 年公司将保持国内业务稳健发展，海外业务高增长势头。

首先，国内业务上，随着宏观国家经济持续恢复发展，基建投资将持续增长，房地产投资有望改善，大规模设备更新将促进工程装备更新换代需求释放，整体行业需求预计有小幅增长。24 年公司计划通过加快产业梯队发展，推动智能制造，持续降本以及推动新材料新工艺应用和零部件国产化等，实现产品覆盖面和利润率的显著提高。

海外业务上，伴随亚非拉等新兴国家工业化和城镇化加速，沙特印尼等国家采矿业务进一步发展，欧美等发达国家基础设施更新需求提升，潜在市场规模庞大。公司计划 24 年：（1）继续推进网点布局；（2）补全产品型号（如工程起重机领域，24 年计划开发 100 多个海外新型号；高空作业机械领域，计划在海外推出 30 多款新品；推进 MOS 墨西哥生产的美标认证，打开美国市场）；（3）优化境外工厂布局 and 关键配套件供应链发展（提高高机墨西哥工厂产能，新建土耳其轻组基地，提升高机混凝土产品本地化的交付，优化白俄、印度工厂基地）；（4）深化海外业务数字化平台的建设等。作为工程机械领域龙头之一，我们认为公司有望利用产品性能强、质量好、性价比高、交付快的优势，实现市占率和品牌知名度的加速提高。

此外，公司保持高分红率，实现质量回报双提升。23 年年报披露，公司拟 10 股派发现金红利 3.20 元（含税），合计分红金额超过 27 亿元，分红率高达约 80%。自上市以来，中联重科已累计分红超 25 次（不含本次）、分红金额超 235 亿元，历史整体分红率约为 42%，股息率长时间维持高水平。近 5 年公司合计股份回购金额达到近 48 亿元。

三、盈利预测与投资建议

我们认为，国内业务上，随着宏观国家经济持续恢复发展，基建投资将持续增长，房地产投资有望改善，大规模设备更新将促进工程装备更新换代需求释放，整体行业需求将有小幅增长。海外业务上，伴随亚非拉等新兴国家工业化和城镇化加速，沙特印尼等国家采矿业务进一步发展，欧美等发达国家基础设施更新需求提升，潜在市场规模庞大。作为工程机械龙头厂商，随着 24 年加快产业梯队发展，推动智能制造，持续降本，加大海外网点布局力度并补全产品型等，我们预计公司将保持国内业务稳健发展，海外业务高增长势头。我们预计公司 2024-2026 年将分别实现归母净利润 44.45 亿元、59.87 亿元、73.44 亿元，对应 EPS 为 0.51、0.69、0.85 元，对应 PE 为 16.0 倍、11.9 倍、9.7 倍，首次覆盖给予推荐评级。

四、风险提示

经济复苏不及预期的风险，政策落地不及预期的风险，新产品拓展不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	77971.16	84774.49	95481.79	107420.62	营业收入	47074.85	56917.82	67517.41	77059.85
现金	15870.43	33218.95	37458.18	43176.75	营业成本	34109.33	41104.42	48179.77	54699.64
应收账款	24612.19	24481.10	28224.40	31361.11	营业税金及附加	330.14	399.16	473.50	540.42
其它应收款	704.76	537.56	637.66	727.79	营业费用	3557.41	4268.84	5063.81	5779.49
预付账款	2967.15	1849.70	2168.09	2461.48	管理费用	1903.56	1992.12	2363.11	2311.80
存货	22503.50	13646.59	15940.71	18040.96	财务费用	-260.46	263.22	-173.07	-293.24
其他	11313.13	11040.60	11052.74	11652.53	资产减值损失	-90.14	-54.88	-64.33	-73.04
非流动资产	52891.23	52622.24	53254.98	53031.51	公允价值变动收益	-37.01	0.00	0.00	0.00
长期投资	4496.96	4496.96	4496.96	4496.96	投资净收益	-2.20	341.51	337.59	385.30
固定资产	10935.44	14701.80	17324.06	18609.65	营业利润	4152.45	5173.57	6999.92	8606.04
无形资产	5085.07	5685.07	5985.07	6085.07	营业外收入	122.23	145.14	136.73	134.70
其他	32373.76	27738.41	25448.89	23839.83	营业外支出	47.12	61.13	55.57	54.61
资产总计	130862.39	137396.73	148736.76	160452.13	利润总额	4227.56	5257.58	7081.08	8686.13
流动负债	49996.42	55054.25	64091.19	72767.06	所得税	456.64	578.33	778.92	955.47
短期借款	5654.52	6553.19	7633.30	8110.86	净利润	3770.92	4679.24	6302.16	7730.66
应付账款	11214.62	13701.47	16059.92	18233.21	少数股东损益	264.91	233.96	315.11	386.53
其他	33127.28	34799.58	40397.97	46422.98	归属母公司净利润	3506.01	4445.28	5987.05	7344.12
非流动负债	21698.69	20694.61	19689.07	18669.98	EBITDA	5148.31	7075.62	8596.03	10122.87
长期借款	14944.42	13944.42	12944.42	11944.42	EPS (元)	0.40	0.51	0.69	0.85
其他	6754.28	6750.19	6744.66	6725.56					
负债合计	71695.11	75748.86	83780.26	91437.04	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2760.26	2994.22	3309.33	3695.86	营业收入	13.08%	20.91%	18.62%	14.13%
归属母公司股东权益	56407.02	58653.65	61647.17	65319.24	营业利润	74.01%	24.59%	35.30%	22.94%
负债和股东权益	130862.39	137396.73	148736.76	160452.13	归属母公司净利润	52.04%	26.79%	34.68%	22.67%
					毛利率	27.54%	27.78%	28.64%	29.02%
					净利率	7.45%	7.81%	8.87%	9.53%
					ROE	6.22%	7.58%	9.71%	11.24%
					ROIC	4.08%	5.83%	7.01%	8.19%
					资产负债率	54.79%	55.13%	56.33%	56.99%
					净负债比率	11.71%	-17.08%	-22.62%	-30.36%
					流动比率	1.56	1.54	1.49	1.48
					速动比率	0.89	1.11	1.08	1.08
					总资产周转率	0.37	0.42	0.47	0.50
					应收帐款周转率	1.79	2.32	2.56	2.59
					应付帐款周转率	2.81	3.30	3.24	3.19
					每股收益	0.40	0.51	0.69	0.85
					每股经营现金	0.31	2.37	1.04	1.32
					每股净资产	6.50	6.76	7.10	7.53
					P/E	20.32	16.03	11.90	9.70
					P/B	1.26	1.21	1.16	1.09
					EV/EBITDA	12.35	8.58	6.58	4.97
					P/S	1.51	1.25	1.06	0.92

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 10 年，2021 年加入中国银河证券研究院。曾获新财富最佳分析师、IAMAC 最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice 最佳分析师、金翼奖等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn