

轨交龙头，业绩稳步增长

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报, 23年实现2342.6亿, 同比+5.1%; 归母净利润117.1亿, 同比+0.5%; 扣非归母净利润91.1亿, 同比+14.2%。单季度看, 23Q4实现营收644.6亿, 同比+5.8%, 环比+2.9%; 实现归母净利润133.2亿, 同比+163.3%, 环比-87.5%。业绩小幅增长, 毛利率提升。
- 铁路装备业务高增, 新产业稳中有升, 助力公司业绩稳步提升。** 分业务看, 23年公司铁路转装备业务、新产业实现较快增长, 拉动公司营收增长, 铁路装备营收981.9亿, 同比+18.1%, 主要是动车组和客车业务收入大幅度增长, 其中动车组、客车业务营收分别同比+43.4%、+55.7%; 新产业营收806.2亿, 同比+4.6%, 新产业营收增长较快主要系储能设备和高端零部件收入增加。城轨板块及现代服务业务承压, 23年营收分别同比-9.7%、-26.1%。国内外看, 海外业务表现亮眼, 2023年公司国外营收277.33亿, 同比+13.7%, 主要系23年城轨工程及车辆交付增长; 国内营收2065.3亿, 同比+4.01%。
- 业务结构持续优化, 公司毛利率提升。** 23年公司综合毛利率为22.27%, 同比+1.0pp; 净利率为6.22%, 同比-0.2pp, 期间费用率为15.9%, 同比+0.7pp; 毛利率提升主要系公司占比高的铁路装备业务(受益于动车组业务占比)和新产业板块毛利率提升, 铁路装备占比41.9%、毛利率提升0.77pp至22.3%, 新产业占比34.4%、毛利率提升1.51pp至21.3%。
- 铁路投资向上, 受益设备更新政策刺激+动车组五级修放量, 公司增长动力充足。** 中央推动新一轮大规模设备更新, 铁路率先表态到27年基本实现老旧内燃机车淘汰, 截止23年底我国内燃机车存量7800台, 目前老旧(超30年)占比约50%, 公司系国内机车, 加速内燃机车公司有望优先受益。我国动车组07年前后开始招标, 10-11年、13-17年为招标投运高峰期, 根据12-15年左右动车组五级修, 已进入上行关键阶段: 19-21年高级修中五级修占比一直为0%, 22-23年动车组五级修占比提升至8.5%和17%, 24年国铁动车组高级修首次招标五级修占比57%; 从中车新签订单来看, 23M12-24M3中车新签147.8亿动车组高级修合同, 高级修进入放量上行期, 有望持续贡献业绩增量。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润分别为132.7、151.1、168.0亿元, EPS分别为0.46、0.53、0.59元, 未来三年归母净利润复合增速为13%, 当前股价对应PE分别为15、13、12倍, 给予公司2024年18倍PE, 目标价8.28元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 铁路固定资产投资不及预期、海外经营、新产业发展不及预期等风险。

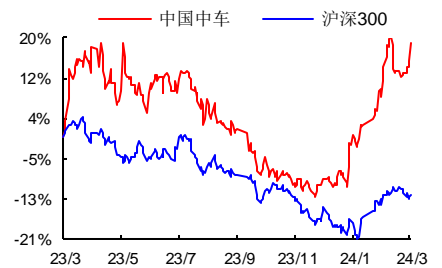
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	2342.62	2531.90	2822.57	3067.69
增长率	5.08%	8.08%	11.48%	8.68%
归属母公司净利润(亿元)	117.12	132.72	151.14	167.99
增长率	0.50%	13.33%	13.88%	11.15%
每股收益EPS(元)	0.41	0.46	0.53	0.59
净资产收益率ROE	7.41%	7.77%	8.24%	8.50%
PE	17	15	13	12
PB	1.22	1.14	1.06	0.99

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)	286.99
流通A股(亿股)	243.28
52周内股价区间(元)	5.05-7.04
总市值(亿元)	1,957.26
总资产(亿元)	4,717.92
每股净资产(元)	5.61

相关研究

目 录

1 中国中车：深耕轨交装备领域，成球全球轨交车辆龙头	1
1.1 轨交装备龙头，业务多元发展.....	1
1.2 业绩稳步提升，盈利能力持续提升.....	4
1.3 公司股权结构稳定，管理层行业经验丰富.....	5
2 盈利预测与估值	7
2.1 盈利预测.....	7
2.2 相对估值.....	8
3 风险提示	8

图 目 录

图 1：2015 年中国中车由中国南车、中国北车合并而成，并在上交所和香港联交所上市.....	1
图 2：中国中车为轨道交通装备龙头，业务版图多元拓展.....	2
图 3：2023 年，铁路装备业务占比 41.9%.....	4
图 4：2023 年，铁路装备、城轨、新产业业务毛利率提升.....	4
图 5：2023 年营收 2342.6 亿，同比+5.1%.....	4
图 6：2023 年归母净利润 117.1 亿，同比+0.5%.....	4
图 7：2023 年国内业务海外业务同比+13.8%.....	5
图 8：2023 年国内新签订单同比+4.2%，海外业务占比 14.0%.....	5
图 9：2018 年以来，综合毛利率、净利率相对稳定.....	5
图 10：2018 年以来，公司期间费用率稳定在 15%左右.....	5
图 11：公司实际控制人国资委持有公司 50.83%的股份.....	6

表 目 录

表 1：公司主要业务包括铁路装备、城轨与城市基础设施、新产业、现代服务、国际业务五大类.....	2
表 2：公司规模庞大，旗下有多家子公司（不完全统计）.....	6
表 3：公司分业务收入及毛利率预测.....	7
表 4：可比公司估值（截至 2024 年 3 月 29 日）.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

1 中国中车：深耕轨交装备领域，成球全球轨交车辆龙头

1.1 轨交装备龙头，业务多元发展

深耕轨道交通装备领域，成就全球轨交车辆龙头。中国中车前身为 1949 年经由国务院同意、国资委批准成立的铁道部厂务局，由中国北车、中国南车于 2015 年合并而成，并在上海证券交易所和香港联交所成功上市；历经 70 余年，公司见证了新中国成立后我国轨道交通及工程机械行业的快速发展，自身也成为了国内与全球的轨交行业引领者；目前是全球规模领先、品种齐全、技术一流的轨道交通装备供应商。公司经营范围广泛，涉及铁路机车车辆、动车组、城市轨道交通车辆、工程机械、各类机电设备、电子设备及零部件等，核心产品包括“复兴号”中国标准智能动车组、高速磁浮系统、城市轨道交通车辆及各类机电设备等等。

图 1：2015 年中国中车由中国南车、中国北车合并而成，并在上交所和香港联交所上市



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

不断拓展车辆产品系列，多元业务协同发展。中国中车主要从事铁路运输装备和工程机械的制造、销售和相关服务，业务范围覆盖高速列车、城市轨道交通车辆、电力机车车辆、工程机械、重型机械、铁路信号与通信设备等多个领域。除了传统的铁路机车、客车、货车、动车组的研发、设计、制造、修理和销售，公司亦积极拓展延伸电动汽车、风力发电设备、汽车配件、船用曲轴和柴油机、大功率半导体元件等产品市场，逐渐形成了以轨道交通装备（铁路装备业务+城轨与城市基础设施业务）为核心、以战略性新兴产业（风电装备、机电、新材料等新业务+现代服务业务）为主体的多元业务架构。

图 2：中国中车为轨道交通装备龙头，业务版图多元拓展


数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

表 1：公司主要业务包括铁路装备、城轨与城市基础设施、新产业、现代服务、国际业务五大类

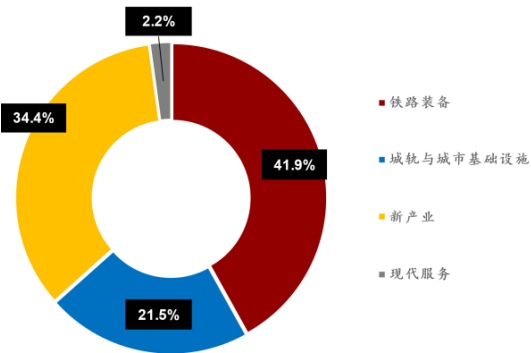
业务类型	主要产品	应用场景	主要核心子公司	
铁路装备业务	机车	涵盖 HXD1/HXD2/HXD3/HXN3/HXN5 等 5 大系列 17 个品种；各类直传动、交流传动电力机车、内燃机车和新能源机车	机车作为牵引动力主要用于干线铁路客运和货运服务；机车产品具有自主知识产权	株机公司、大连机车、大同机车、中车戚墅堰机车等
	动车组	含城际动车组；时速 200km 及以下、时速 200-250km、时速 300-350km 及以上各类电动车组，内燃动车组	用于干线铁路和城际铁路客运服务；以“复兴号”系列动车组产品具有自主知识产权	四方股份、长客股份
	客车	时速 120-160km 座车、卧车、餐车、行李车、发电车、特种车、高原车及双层铁路客车等	用于干线铁路客运服务；产品具有自主知识产权	长客股份、大连机车、株洲机车
	货车	各类铁路敞车、棚车、平车、罐车、漏斗车及其他特种货物运输货车	用于干线铁路或工矿企业货物运输；产品具有自主知识产权	中车齐车集团和中车长江集团
	轨道工程机械	钢轨维护、钢轨焊接探伤、多功能作业、边坡清筛和起重设备 5 大产品系列	产品覆盖牵引、施工、维保、检测、救援等多个作业需求	
城轨与城市基础设施业务	城市轨道交通车辆	地铁车辆、轻轨车辆、市域(通勤)车辆、单轨车、磁浮车及有轨电车、胶轮车、智轨等	用于城市内和市郊通勤客运服务。公司城市轨道交通车辆产品具有自主知识产权	南京浦镇、长客股份、四方股份、株机、大连机车等
	城市轨道交通规划、城市交通工程总包			
新产业业务	机电	牵引电传动与网络控制系统、柴油机、制动系统、冷却与换热系统、列车运控系统、旅客信息系统、供电系统、齿轮传动装置等	与公司干线铁路和城际铁路动车组与机车、城轨车辆等整机产品配套，部分产品以部件方式独立向第三方客户提供	株洲所、四方所为主+永济电机、株洲电机等，株洲所、株洲电机主要为四方股份提供部件，四方所、永济电机主要为长客唐山提供部件；株洲所和四方所是提供部件种类多、数量多的核心供应商

业务类型	主要产品	应用场景	主要核心子公司
新兴产业	风电整机及零部件（风力发电机、叶片、齿轮箱、塔筒、变流器、风电弹性支撑、风电超级电容等）	风电装备产业中风电叶片已进入国内前三；兆瓦级风力发电机出口德国	株洲所为主；山东中车风电、株洲电力机车研究所（风电整机、风电叶片）、
	新材料（减振降噪材料、轻量化材料、芳纶等）	高分子复合材料板块目前已成为全球唯一一家同时为 GE、庞巴迪、阿尔斯通等世界知名机车车辆制造商提供弹性元件的供应商	新疆中车新能源、吐鲁番中车新能源（风电塔筒）、中车北京南口机械（风电齿轮箱）、中车永济电机、中车
	其他：新能源汽车电驱动系统、环保水处理、船舶与海工装备领域、光伏发电、智能装备、重型工程机械及矿山机械、信息及软件产业等多产业整机、部件、零件		株洲电机（风电电机）等
现代服务业务	金融类业务：物流、贸易类业务（主要服务于公司的两大主业）		

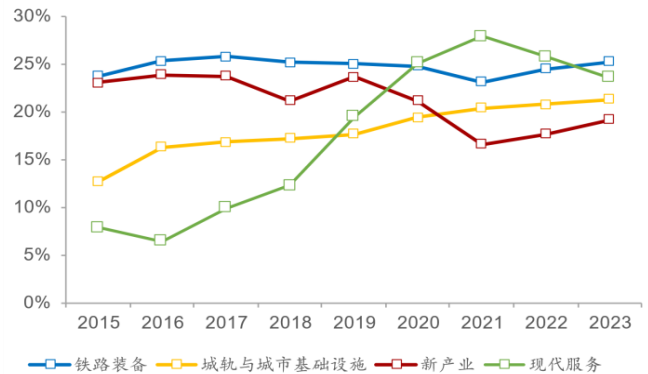
数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司业务结构持续优化，核心业务发展稳定。公司营收以铁路装备、新产业和城轨与城市基础设施业务为主，新产业业务占比不断增加，铁路装备业务占比有所下降。2023 年，铁路装备、城轨与城市基础设施、新产业和现代服务业务占比分别为 41.9%、21.5%、34.4%、2.2%。

- 1) 铁路装备业务为公司核心业务，毛利率稳定在 25%左右。**2018-2022 年，铁路装备业务营收由 1205.7 亿元下降至 831.8 亿元；占公司营收比例由 55%下降至 37.3%。业务下滑主要系国家铁路建设日益成熟和近年来疫情影响。2023 年铁路装备业务营收 981.9 亿元，同比+18.1%，主要系动车组和机车收入增加，其中动车组业务收入 418.3 亿元、同比+43.4%，机车业务收入 279.9 亿元、同比+1.6%，客车业务收入 97.0 亿元、同比+55.7%，货车业务收入 186.8 亿元、同比-7.7%。2018-2023 年铁路装备业务毛利率整体较为稳定，基本稳定在 25%左右。
- 2) 城轨与城市基础设施业务短期承压下滑，毛利率略有提升。**2018-2022 年，城轨与城市基础设施业务营收由 347.6 亿元提升至 557.3 亿元，占公司营收比例由 15.9%提升至 25%。2023 年该板块营收 503.3 亿元，同比下降 9.7%，2018-2023 年，城轨与城市基础设施业务毛利率由 17.2%上升至 21.3%。
- 3) 新产业业务营收稳步增长，毛利率回升。**2018-2023 年，新产业业务营收由 497 亿元提升至 806.2 亿元，占公司营收比例由 22.7%上升至 34.4%，新产业业务营收增长主要系储能设备、通用零部件等产品收入增加。2018-2023 年，新产业业务毛利率先升后降，2023 年毛利率回升，同比+1.5pp。

图 3：2023 年，铁路装备业务占比 41.9%


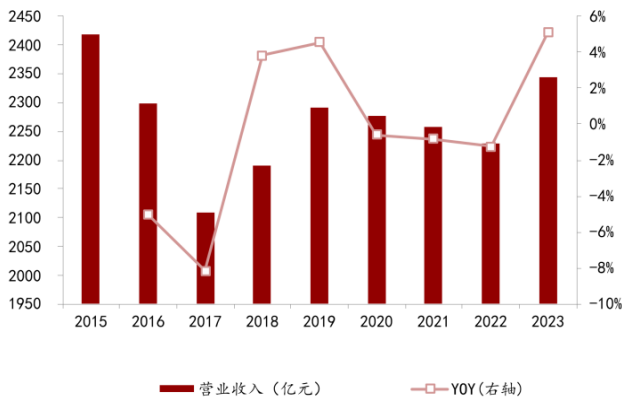
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：2023 年，铁路装备、城轨、新产业业务毛利率提升


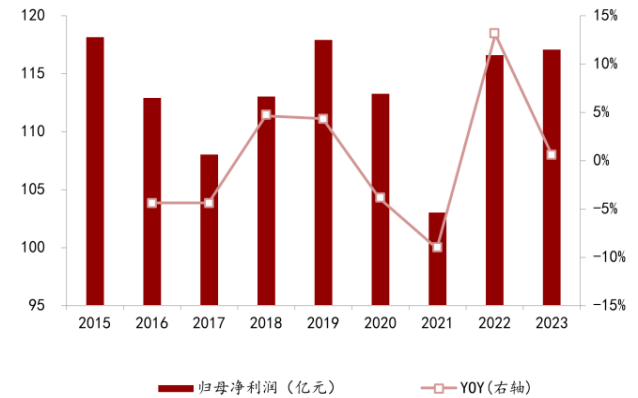
数据来源：Wind, 西南证券整理

1.2 业绩稳步提升，盈利能力持续提升

2022Q4 以来轨交行业需求回暖助推公司业务回升。由于公司营收基数较高，2015 年以来总体营收变化幅度相对较小；2020-2022 年受疫情影响，公司铁路装备市场受影响较大，公司营收小幅下降。2022Q4 以来，受轨交行业需求回暖影响，公司的盈利能力相较 2021 年快速恢复；2023 年公司实现营收 2342.6 亿，同比+5.1%，其中新产业、铁路业务及国际业务实现较快增长；归母净利润 117.1 亿，同比+0.5%，净利润增速低系销售费用+资产处置收益等影响。

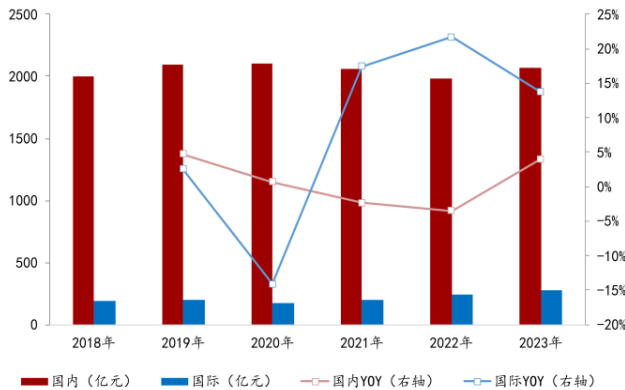
图 5：2023 年营收 2342.6 亿，同比+5.1%


数据来源：Wind, 西南证券整理

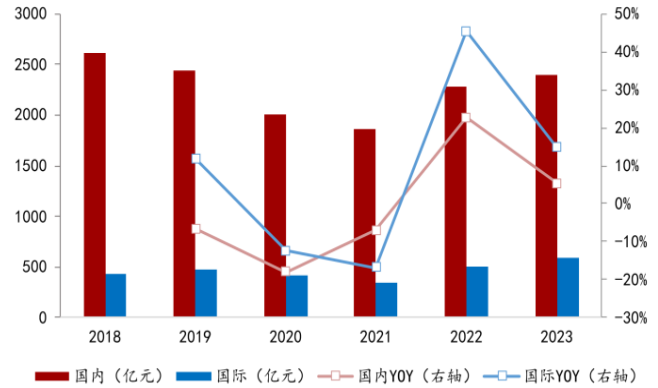
图 6：2023 年归母净利润 117.1 亿，同比+0.5%


数据来源：Wind, 西南证券整理

新签订单和在手订单双增长，国际业务营收增长、占比提升。2018-2023 年，国内业务营收受疫情影响有波动，2023 年营收为 2065.3 亿，同比增长 4.0%，营收占比由 2021 年的 91.2% 下降至 2023 年的 88.1%；国际业务营收由 193.7 亿元上升至 243.8 亿元，占比由 8.8% 上升至 11.8%。截止 2023 年，公司新签订单约 2986 亿元，同比增长 7.0%，其中国内业务新签订单 2402 亿，同比 5.3%，国际业务新签订单约 584 亿元，同比增长 5.3%。2023 年期末在手订单约 2703 亿元，同比增长 8.1%，其中国内在手订单 1576 亿，同比增长 4.2%，国际在手订单约 1127 亿元，同比增长 14.0%。

图 7：2023 年国内业务海外业务同比+13.8%


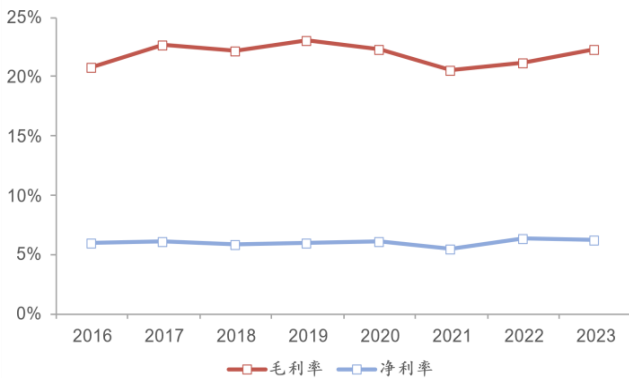
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：2023 年国内新签订单同比+4.2%，海外业务占比 14.0%


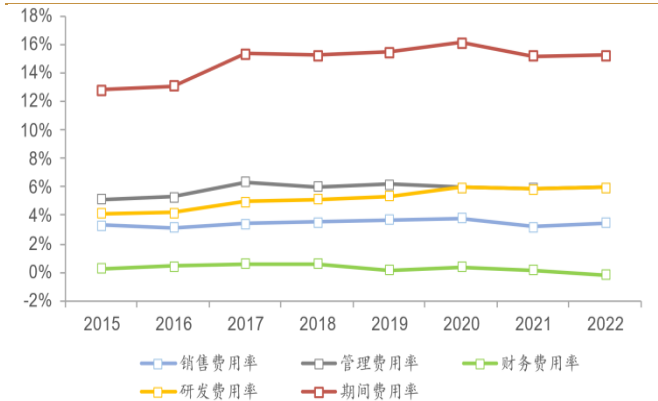
数据来源：Wind, 西南证券整理

综合毛利率、净利率相对稳定，公司盈利能力保持稳定。2018 年以来，公司综合毛利率先降后升，基本稳定在 22% 左右；2018 年以来，公司净利率基本稳定在 6% 左右。2023 年公司综合毛利率为 22.27%，同比+1.05pp；净利率为 6.22%，同比-0.22pp；毛利率提升主要系公司占比高的新产业和铁路装备业务（受益于动车组业务占比）提升毛利率提升，新产业占比 34.4%、毛利率+1.51pp，铁路装备占比 41.9%、毛利率+0.77pp。

精益管理，公司期间费用率稳定在 15% 左右。2018 年以来，公司期间费用率稳定在 15% 左右，2023 年公司期间费用率为 15.9%，同比上升 0.7pp；细分来看，2023 年公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 3.9%、6.0%、-0.1% 和 6.1%；分别同比+0.46pp、-0.05pp、+0.06pp、+0.24pp。

图 9：2018 年以来，综合毛利率、净利率相对稳定


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：2018 年以来，公司期间费用率稳定在 15% 左右


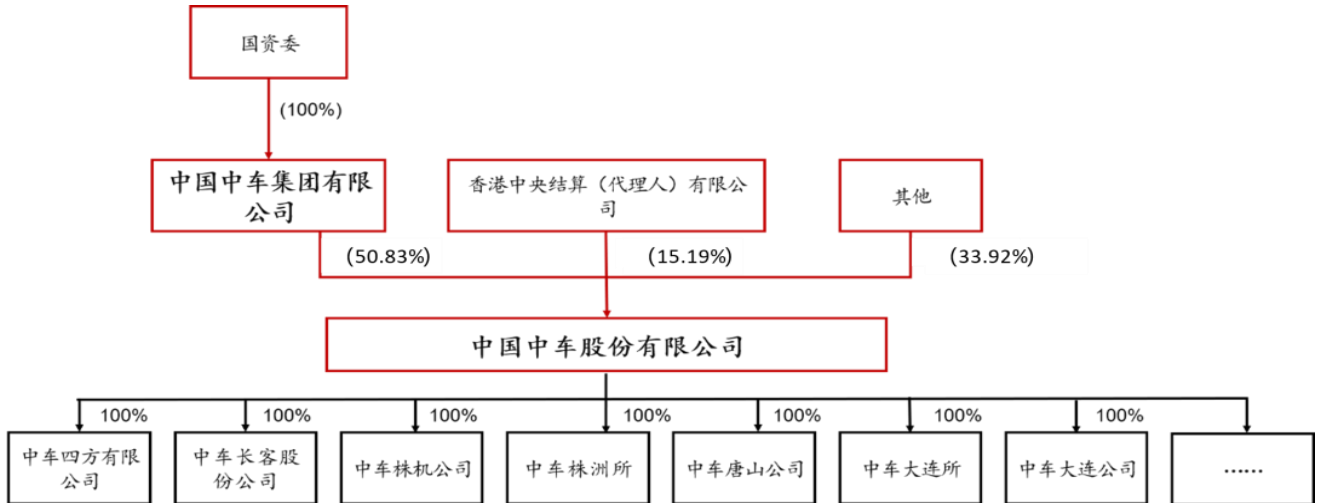
数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 公司股权结构稳定，管理层行业经验丰富

公司股权结构清晰稳定，业务规模大、设立多家子公司。国资委是公司的实际控制人，通过中国中车集团有限公司持有公司 50.83% 的股份，股权结构相对集中。目前公司旗下设有株洲所、株洲机车、中车四方、大连机车、中车浦镇等在内的众多全资子公司与长春客车、时代电气、时代新材等控股子公司。其中，四方股份和长客股份的收入主要来自动车组和城

轨车辆的新造、检修业务，其他方面收入很少；株机主要收入是城轨车辆、电力机车、动车组的新造业务；株洲所的收入主要来自轨道交通车辆核心部件供应、新材料、新能源产业、电子产业等等，相对来说产业布局更广，而且产业多元化，不局限于轨道交通行业。

图 11：公司实际控制人国资委持有公司 50.83% 的股份



数据来源：Wind, 西南证券整理

表 2：公司规模庞大，旗下有多家子公司（不完全统计）

主要子公司	主要业务
四方股份/青岛四方	高速动车组、城际动车组、地铁车辆、现代有轨电车等轨道交通装备（制造销售为主）
四方所	高速列车、城际列车、地铁车辆、现代有轨电车等轨道交通车辆的设计、研发、试验和检测等工作（科研开发为主）
长客股份	铁路客车、动车组和城轨车辆的新造、检修业务
株机公司	城轨车辆、电力机车、动车组的新造业务；电力机车整车出口
株洲所	轨道交通车辆核心部件供应、新材料、新能源产业、电子产业等
大连机车	内燃机车、电力机车、货车等铁路机车车辆的研究和制造
中车唐山	高速动车组、城际动车组、城轨车、磁悬浮、普通客车等轨道交通全谱系产品产销、维修
中车戚墅堰机车	铁路客货运内燃机车的研发、制造和维修
中车戚墅堰所	工业传动和材料工艺
长春轨道客车	涉及轨道客车的研发、制造和销售
中车资阳机车	内燃、电力机车的生产，以及向国内外出口机车
南京浦镇	城市轨道交通车辆的研究、生产和销售
中车齐车集团	核心主业为铁路货车造修；中车齐齐哈尔交通装备有限公司为主体，联合中车齐齐哈尔车辆有限公司、中车沈阳机车车辆有限公司、中车石家庄车辆有限公司、中车北京二七车辆有限公司、中车山东机车车辆有限公司重组整合
中车长江集团	核心主业为货车造修，拓展轨道交通用储能设备
永济电机	2大核心业务：轨道交通和风力发电；2大支柱业务：工程机械装备、工业电驱业务；“N”个新业务：供电系统、船舶电推系统、电力电子器件、实验业务、新能源装备拓展、工业数字化（智能装备）、高端农机电气装备。

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》和《国家综合立体交通网规划纲要》，2025/2035 年全国铁路运营里程预计达 16.5/20 万公里，其中高铁 5/7 万公里，相较 2023 年全国铁路 15.9 万公里、高铁 4.5 万公里运营里程，到 2030 年和 2035 年铁路总里程和高铁里程总体仍有接近 4%/26%、11%/56% 增长空间，未来全国铁路建设稳步推进，相关轨交装备配套服务需求也将持续向上。

假设 1：铁路装备业务，公司该业务板块主要包括动车组、机车、货车、客车等机车车辆的销售和和相关的车辆维保业务，到 2030 年我国铁路线路运行里程整体仍保持增长趋势，预计 2024-2026 年动车、机车、货车、客车等车辆招标保持稳定，考虑到机车加速淘汰等因素，预计该业务车辆销售业务订单、营收有望提升；车辆维修业务订单 2024 年 3 月已经签订约 150 亿，预计维修订单、收入有望提升。根据现有数据预计 2024-2026 年该板块整体营收增速为 15%、19%、14%；随着高铁动车组高级修占比提升，公司该板块毛利率有望稳中有增。

假设 2：城轨与城市基础设施业务主要包括城市轨道交通车辆、城市轨道交通规划设计、城市轨道交通工程总包，其中以城轨车辆销售和车辆车架修业务，其中车辆销售占比 80% 以上；根据中国城市轨道交通协会统计，2023 年新增城轨交通运营线路 884.55 公里，预计“十四五”后两年城轨交通仍处于稳定发展期，预计 2024-2026 年车辆销售营收增速预计为 -2%、3%、-2%（交付数量基本稳定，单车价格小幅下降，营收整体略有下滑）；城轨车辆维修等业务增速为 10%、10%、10%；根据现有数据预计该板块 2024-2026 年营收增速为 0.2%、4.9%、0.8%。毛利率受后市场占比提升有望稳中有增。

假设 3：新产业业务板块下游覆盖风电、新能源汽车、环保、海工装备等众多行业，公司凭借轨交领域全球领先技术持续拓展，各个产业板块均呈现出蓬勃发展的势头，公司有望凭借技术优势提升市占率或持续打开市场；预计 2024-2026 年相关业务订单增速有望在 5%、5%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 3：公司分业务收入及毛利率预测

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
铁路装备	收入	981.90	1127.27	1345.59	1536.28
	增速	18.05%	14.80%	19.37%	14.17%
	毛利率	25.27%	25.11%	25.70%	25.95%
城轨业务	收入	503.33	504.41	529.06	533.14
	增速	-9.68%	0.21%	4.89%	0.77%
	毛利率	21.29%	21.50%	22.00%	22.00%
新产业	收入	806.24	846.55	888.88	933.32
	增速	4.56%	5.00%	5.00%	5.00%

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
	毛利率	19.14%	20.00%	20.00%	20.00%
现代服务及其他	收入	51.12	53.68	59.04	64.95
	增速	-26.13%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	23.53%	24.00%	24.00%	24.00%
合计	收入	2342.62	2531.90	2822.57	3067.69
	增速	5.08%	8.08%	11.48%	8.68%
	毛利率	22.27%	22.66%	23.17%	23.41%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

中国中车系全球轨道交通装备龙头，核心业务从轨交车辆制造和检维修业务逐步拓展至风电、新材料、新能源商用车等领域，现已构建“一核三极多点”的业务布局；我们选取与公司下游同属于轨道交通领域的中国通号、时代电气、思维列控三家公司作为可比公司，3家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 17、15、15 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 132.7、151.1、168.0 亿元，EPS 分别为 0.46、0.53、0.59 元，未来三年归母净利润复合增速为 13%，当前股价对应 PE 分别为 15、13、12 倍；考虑到公司在轨道交通领域的龙头地位，且是国内唯一的动车组整车制造企业，理应享受估值溢价，给予公司 2024 年 18 倍 PE，目标价 8.28 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值（截至 2024 年 3 月 29 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
603508.SH	思维列控	22.03	1.34	1.76	—	16.42	13.14	—
688009.SH	中国通号	5.63	0.36	0.40	0.42	15.45	14.25	13.41
688187.SH	时代电气	47.50	2.39	2.72	2.98	19.88	17.44	15.93
可比公司平均值						17.25	14.94	14.67

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

1) 铁路固定资产投资不及预期风险。公司业务中铁路装备业务占比较高，如果铁路固定资产投资不及预期，将影响高铁营业里程增长和相关机车车辆等铁路设备招标，进而影响对公司铁路装备业务产生不良影响。

2) 海外业务经营风险。当前国际政治经济复杂，国际贸易保护主义抬头，对公司海外订单获取存在影响，如果公司海外业务拓展不及预期，将影响公司的盈利水平。

3) 新产业发展不及预期风险。公司新产业业务目前已经占比超 35%，且该业务布局范围较广，涵盖风电、新材料、新能源商用车、半导体、工业变流器、机电等众多行业，若下游行业景气度下行，或将影响公司新产业业务业绩稳定，进而影响公司业绩。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2342.62	2531.90	2822.57	3067.69	净利润	145.70	2.00	186.90	207.76
营业成本	1821.01	1958.18	2168.45	2349.47	折旧与摊销	72.63	43.34	43.34	43.34
营业税金及附加	17.09	18.99	22.58	27.61	财务费用	-2.12	8.24	14.04	14.36
销售费用	91.85	93.68	103.02	110.44	资产减值损失	-6.07	-6.56	-6.33	-6.36
管理费用	139.59	291.17	324.60	352.78	经营营运资本变动	116.44	169.32	12.27	9.47
财务费用	-2.12	8.24	14.04	14.36	其他	-179.36	195.85	-18.90	-4.05
资产减值损失	-6.07	-6.56	-6.33	-6.36	经营活动现金流净额	147.22	412.18	231.31	264.51
投资收益	12.86	7.86	8.73	9.13	资本支出	-2.33	-30.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	3.92	4.11	4.18	4.11	其他	-109.45	57.57	12.90	13.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-111.77	27.57	-2.10	-1.76
营业利润	160.26	180.17	209.12	232.63	短期借款	-54.98	-56.30	-10.00	-10.00
其他非经营损益	3.47	3.74	3.26	3.46	长期借款	8.89	10.00	10.00	10.00
利润总额	163.73	183.91	212.38	236.09	股权融资	2.15	0.00	0.00	0.00
所得税	18.03	20.23	25.49	28.33	支付股利	0.00	-23.42	-26.54	-30.23
净利润	145.70	163.68	186.90	207.76	其他	-9.72	-48.97	-14.04	-14.36
少数股东损益	28.58	30.96	35.75	39.76	筹资活动现金流净额	-53.67	-118.69	-40.58	-44.59
归属母公司股东净利润	117.12	132.72	151.14	167.99	现金流量净额	-15.41	321.05	188.64	218.16
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	559.30	880.35	1068.99	1287.15	成长能力				
应收和预付款项	1274.12	1285.02	1460.10	1589.39	销售收入增长率	5.08%	8.08%	11.48%	8.68%
存货	668.49	706.42	794.03	857.34	营业利润增长率	0.29%	12.43%	16.07%	11.24%
其他流动资产	643.96	151.35	158.47	164.47	净利润增长率	1.52%	12.34%	14.18%	11.16%
长期股权投资	213.79	213.79	213.79	213.79	EBITDA 增长率	0.10%	0.42%	14.99%	8.94%
投资性房地产	8.22	8.22	8.22	8.22	获利能力				
固定资产和在建工程	648.43	651.25	639.08	626.90	毛利率	22.27%	22.66%	23.17%	23.41%
无形资产和开发支出	177.44	161.55	145.65	129.76	三费率	9.79%	15.53%	15.65%	15.57%
其他非流动资产	524.17	523.90	523.63	523.37	净利率	6.22%	6.46%	6.62%	6.77%
资产总计	4717.92	4581.84	5011.96	5400.39	ROE	7.41%	7.77%	8.24%	8.50%
短期借款	81.30	25.00	15.00	5.00	ROA	3.09%	3.57%	3.73%	3.85%
应付和预收款项	1862.31	1883.23	2119.94	2302.41	ROIC	14.48%	19.64%	26.08%	29.15%
长期借款	69.85	79.85	89.85	99.85	EBITDA/销售收入	9.85%	9.15%	9.44%	9.46%
其他负债	739.22	486.49	519.53	547.98	营运能力				
负债合计	2752.68	2474.56	2744.32	2955.23	总资产周转率	0.51	0.54	0.59	0.59
股本	286.99	286.99	286.99	286.99	固定资产周转率	3.87	4.29	5.02	5.73
资本公积	415.68	415.68	415.68	415.68	应收账款周转率	2.35	2.38	2.47	2.41
留存收益	908.85	1018.15	1142.75	1280.52	存货周转率	2.75	2.82	2.86	2.83
归属母公司股东权益	1609.73	1720.82	1845.42	1983.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.66%	—	—	—
少数股东权益	355.50	386.46	422.21	461.98	资本结构				
股东权益合计	1965.23	2107.28	2267.64	2445.16	资产负债率	58.35%	54.01%	54.76%	54.72%
负债和股东权益合计	4717.92	4581.84	5011.96	5400.39	带息债务/总负债	5.49%	4.24%	3.82%	3.55%
					流动比率	1.26	1.36	1.41	1.46
					速动比率	0.99	1.05	1.09	1.14
					股利支付率	0.00%	17.65%	17.56%	17.99%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	230.77	231.74	266.49	290.32	每股收益	0.41	0.46	0.53	0.59
PE	16.71	14.75	12.95	11.65	每股净资产	5.61	6.00	6.43	6.91
PB	1.22	1.14	1.06	0.99	每股经营现金	0.51	1.44	0.81	0.92
PS	0.84	0.77	0.69	0.64	每股股利	0.00	0.08	0.09	0.11
EV/EBITDA	4.14	2.36	1.34	0.48					
股息率	0.00%	1.20%	1.36%	1.54%					

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

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
