

## 轨交非金属扣件龙头，业务多元化发展

### 投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报，2023实现营收6.4亿，同比+5.6%；实现归母净利润0.67亿，同比+0.8%；单2023Q4来看，公司实现营收1.9亿，同比+0.5%，环比+15.3%；实现归母净利润0.13亿，同比-20.2%，环比-38.1%。公司业绩稳中有增，毛利率提升。
- **2023年电子元器件、高分子改性材料业务拉动公司营收增长，轨道非金属扣件业务收入基本持平。**分业务看，2023年公司电子元器件配业务实现营收1.8亿，同比增长12.0%，毛利率为15.0%，同比减少0.88pp；高分子改性材料业务实现营收2.1亿，同比增长9.9%，毛利率为17.0%，同比增加0.99pp；轨道非金属扣件业务实现营收2.5亿，同比微降1.9%。另外，根据公司公告，2023年公司各业务板块订单充足，特别是高铁扣件新增合同金额较2022年增长，端子（牛角型）电容盖板产品保持快速增长，订单持续增多。
- **轨道非金属扣件业务毛利率提升助力公司盈利能力提升，公司费用管控能力强，期间费用率相对稳定。**2023年，公司盈利能力回升，综合毛利率为28.4%，同比增加2.7个百分点，毛利率提升主要系占比较高（39.4%）的轨道非金属扣件业务毛利率同比增加8.7pp至47.0%；净利率为11.9%，同比减少0.2pp；净利润同比下滑主要系公司2023年信用和资产减值较多、母公司及子公司祥丰新材料公司所得税费用增加所致；公司期间费用率为12.8%，同比+0.3pp，其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为1.2%、7.2%、4.8%、-0.4%，分别同比+0.06、+0.9、-0.6、+0.1个百分点。
- **公司系轨道非金属扣件龙头，顺利拓展电子元器件配件和高分子改性材料业务，公司持续稳健发展可期。**中央推动新一轮大规模设备更新，更换维护市场有望逐步带来增长，另外预计“十四五”后三年城轨交通仍处于稳定发展期，公司2023年中报公示已顺利通过高速铁路、客货共线、重载铁路、城轨、护轨等扣件零部件的CRCC认证复评并取得证书，轨道扣件业务有望实现稳定发展。根据《中国电子元器件行业“十四五”发展规划》，预计到2025年，中国的电容器、电位器等十七类电子元器件分支行业的销售总额将达到2.5万亿元；高分子改性塑料产业为新材料产品，属国家战略新兴产业范畴，正经历快速增长，未来几年我国电子元器件、高分子改性材料的市场需求将持续扩大，公司在电子元器件配件行业技术优势突出，与下游龙头企业保持长期稳定合作，高分子改性材料业务拓展顺利，新业务持续拓展有望打开公司行业天花板。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.9、1.1、1.3亿元，EPS分别为0.38、0.45、0.53元，未来三年归母净利润复合增速为24%，当前股价对应PE分别为28、24、20倍，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**铁路投资不及预期风险、原材料价格上涨风险、市场竞争加剧风险。

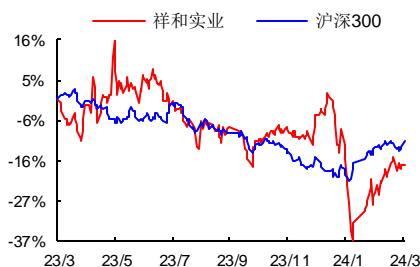
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	640.66	726.84	814.87	914.10
增长率	5.60%	13.45%	12.11%	12.18%
归属母公司净利润（百万元）	67.05	92.08	109.30	129.30
增长率	0.77%	37.32%	18.71%	18.30%
每股收益EPS（元）	0.27	0.38	0.45	0.53
净资产收益率ROE	7.66%	9.41%	10.27%	11.02%
PE	39	28	24	20
PB	2.72	2.51	2.31	2.11

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：tjl@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)	2.46
流通A股(亿股)	2.42
52周内股价区间(元)	8.02-14.95
总市值(亿元)	26.03
总资产(亿元)	12.23
每股净资产(元)	3.90

### 相关研究

## 目 录

<b>1 祥和实业：国内轨交非金属扣件龙头，多产业协同发展</b> .....	<b>1</b>
1.1 参与制定行业标准，三大产业稳定发展.....	1
1.2 业务结构优化，公司营收提升.....	3
1.3 股权集中稳定，企业治理优异.....	4
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>5</b>
2.1 盈利预测.....	5
2.2 相对估值.....	6
<b>3 风险提示</b> .....	<b>7</b>

## 图 目 录

图 1：祥和实业围绕轨道交通装备、电子元器件、新材料产业三大领域谋发展.....	1
图 2：祥和实业产品线丰富，产品种类齐全.....	2
图 3：2023 年，轨道非金属扣件业务占比约 39.4%.....	3
图 4：2023 年，公司轨道非金属扣件业务毛利率提升.....	3
图 5：2023 年，祥和实业实现营收 6.4 亿元.....	3
图 6：2023 年，祥和实业实现归母净利润 0.67 亿元.....	3
图 7：2023 年，祥和实业毛利率略有提升.....	4
图 8：2021 年以来，祥和实业期间费用率相对稳定.....	4
图 9：祥和实业股权结构较为集中，实际控制人为汤友钱家族.....	5

## 表 目 录

表 1：公司分业务收入及毛利率预测.....	6
表 2：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 1 日）.....	6
附表：财务预测与估值.....	8

# 1 祥和实业：国内轨交非金属扣件龙头，多产业协同发展

## 1.1 参与制定行业标准，三大产业稳定发展

祥和实业成立于 1986 年，致力于铁路轨道扣件、电子元器件配件和高分子改性材料的研发、生产及销售。公司以轨道扣件和电子元器件配件为主业，围绕电子元器件、轨道交通装备、新材料产业三大领域谋发展：非金属扣件领域，公司积极参与国家标准起草，其产品种类齐全，已实现包括高速铁路、重载铁路、城市轨道交通在内的全系列 CRCC 认证，突破国际技术垄断，为国内高铁自主化贡献力量。电子元器件配件行业，公司亦是相关标准的牵头起草单位，其产品广泛应用于航天、汽车、智能电子等多个重要领域。高分子改性材料领域，公司相关产品以优异的耐磨性、机械强度和耐热性能而广泛服务于汽车零部件、公路、轨道交通及医疗辅助器材等多个应用领域。公司的发展历程主要分为：

**1) 1986 年-2004 年，公司以铁路轨道扣件非金属类部件业务起家。**1986 年，公司前身“浙江省天台橡胶三厂”成立，主要设计铝电解电容器用橡胶密封塞业务；1990 年，公司参与行业相关标准起草、并或电子部替代进口认真证书；1994 年，获得铁道部授权，向铁路工业领域扩张采用原铁道部技术图纸生产普通铁路轨道扣件非金属类部件。

**2) 2005 年-2019 年，积极承接轨交业务，专注铁路扣件业务。**2005 年，公司成为国内高铁项目非金属类部件的研发企业之一，开始参与原铁道部中国客运专线扣件系统联合研发，承担了“客运专线扣件系统橡胶、尼龙件设计、试制、工艺研究和标准制定”子课题的研发任务；2007 年成功承接重要高铁项目扣件工程；2013 年，公司研发的高速重载铁路扣件投入生产；2017 年，公司上市，缓解资金约束，为企业的发展注入了新的活力和资本；2019 年建立子公司富适扣铁路器材（浙江）有限公司，子公司浙江天台和瑞祥投资有限公司等，展现祥和实业在多元化发展道路上的决心与实力。

**3) 2020 年-至今：在已有基础上，不断探索新的发展空间。**2020 年以来，公司紧紧围绕轨交业务、电子业务、新材料业务继续发力，通过新建投资、外延并购等方式，拓宽产品线，夯实主业，做大公司经营规模，提升公司市场竞争力：2021 年，公司建设弹条等金属部件生产线，进一步拓展铁路业务，由非金属部件供应商向集成供应商转型，形成轨道扣件系统成套供应能力。2022 年，公司再次扩大战略布局，成立天台利合轨道交通设备有限公司；以铁路轨道非金属扣件、电子元器件配件及高分子改性材料为三大支柱产业，做大做强产业。

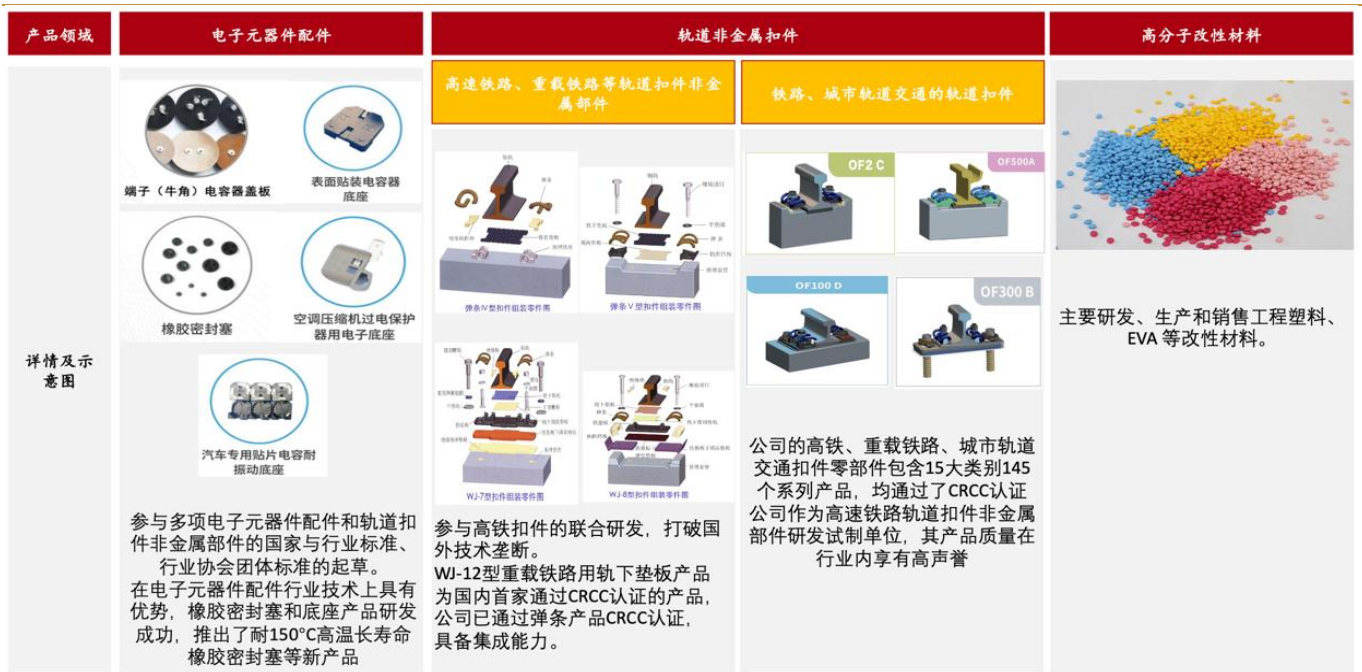
图 1：祥和实业围绕轨道交通装备、电子元器件、新材料产业三大领域谋发展



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司产品线丰富，品种齐全，铁路轨道非金属扣件、电子元器件配件和高分子改性材料三大行业共同发展。1) 轨道非金属扣件：涵盖高速铁路、重载铁路等轨道扣件的非金属部件，主要包括尼龙件、橡胶件、塑料件和 WJ8 铁垫板下弹性垫板等。这些部件在轨道扣件系统中起到了联结钢轨与轨枕的作用、保持轨距稳定并减少振动等功能。2) 电子元器件配件：包含应用于铝电解电容器的橡胶密封塞、端子（牛角型）电容盖板、表面贴装铝电解电容器用底座、汽车专用贴片电容耐振动底座，以及空调压缩机过电保护器用的电子底座等；以上配件在电子产品中用于确保电容器的密封和稳定、及其在电路中的正确功能。3) 高分子改性材料：主要研发、生产和销售的产品包括工程塑料和 EVA 改性材料，在汽车零部件、公路项目、轨道交通、医疗辅助器材等下游应用广泛；工程塑料具有优良耐磨、机械强度、刚性和耐热等性能，EVA 改性颗粒具有质轻、环保、高弹低收缩等优点，均能够提供必要的物理性能以满足各种应用需求。

**图 2：祥和实业产品线丰富，产品种类齐全**



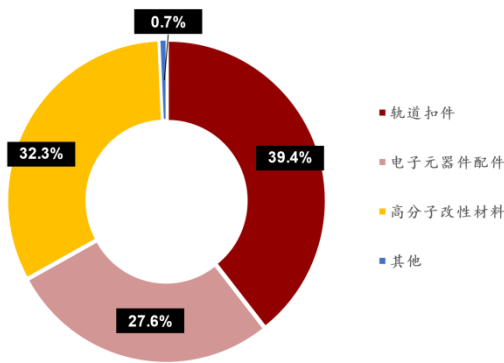
数据来源：祥和实业公告，西南证券整理

1) 轨道非金属扣件业务是公司核心业务，占比约 39.4%，毛利率相对较高。轨道交通非金属扣件通常包括尼龙件、橡胶件、塑料件和 WJ8 铁垫板下弹性垫板等部件。2016-2018 年公司该业务受国内轨交投资上行影响营收持续增长，2019-2021 年受疫情、全国铁路投资不及预期等影响，业绩下滑；2023 年受全国铁路投资增长、既有高铁路线运营增加及城轨交通的新增运营提升而刺激轨交扣件的更换需求恢复，该业务营收企稳。2023 年，公司该业务实现营收 2.5 亿，同比微降 1.9%，该业务毛利率为 47.0%，同比增加 8.7pp。

2) 电子元器件配件业务占比约 27.6%，毛利率在 15%左右。电子元器件配件主要包括橡胶密封塞、端子电容盖板、电容器用底座及各类电容器专用底座和保护器用电子底座等。2020-2023 年公司该业务营收保持增长趋势，2021 年公司通过对橡胶密封塞、底座生产线优化提升，对盖板生产线自动化改造和扩能，设立控股子公司湖南祥和等措施，使电子元器件配件的产能得到较大提升；2023 年，该业务实现营收 1.8 亿，同比增长 12.0%，毛利率为 15.0%，同比减少 0.88pp。

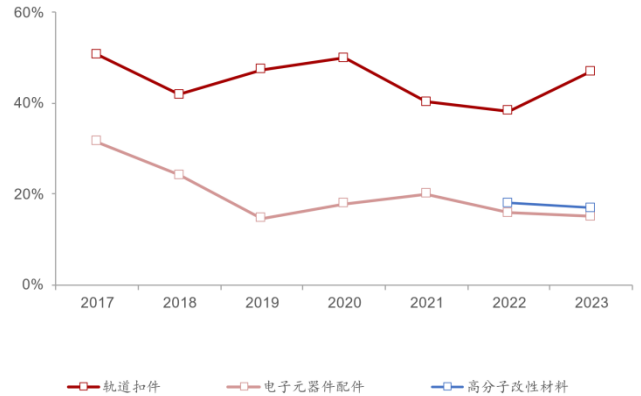
3) 高分子改性材料业务占比约为 32.3%，毛利率 17%左右。高分子改性材料业务包括具有优良耐磨、机械强度、刚性和耐热性的工程塑料，和质轻、环保、高弹性和低收缩的 EVA 改性颗粒。2023 年公司该业务实现营收 2.1 亿，同比增长 9.9%，毛利率为 17.0%，同比增加 0.99pp。

图 3：2023 年，轨道非金属扣件业务占比约 39.4%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2023 年，公司轨道非金属扣件业务毛利率提升

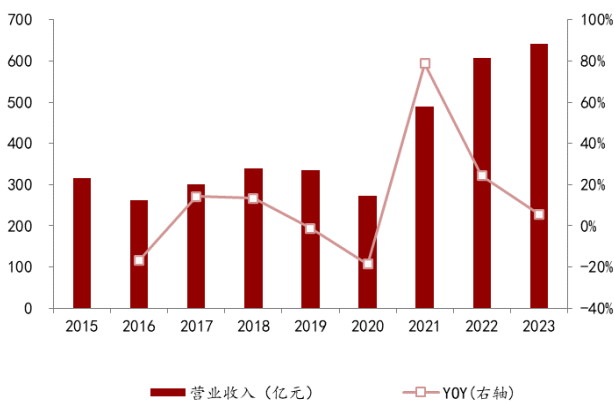


数据来源：wind，西南证券整理

## 1.2 业务结构优化，公司营收提升

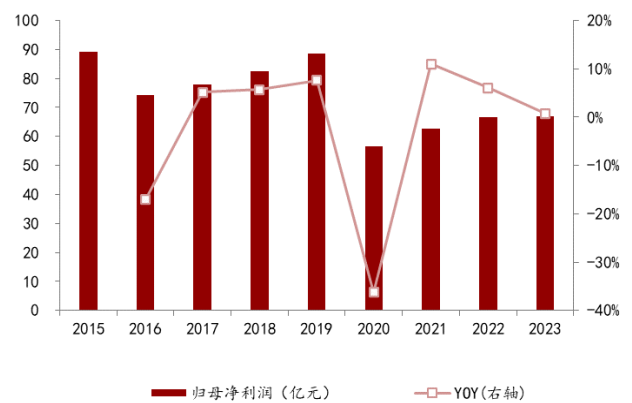
2020 年以来，公司业务结构持续优化，营收规模提升。2020 年受疫情影响，公司铁路扣件业务下滑影响公司业绩；2020-2023 年公司营收由 2.7 亿元提升到 6.4 亿元，其中 2021-2022 年业务增长较快，主要系 2021 年和 2022 年公司轨道扣件、电子元器件配件、高分子改性材料均实现较高增长，2023 年增速放缓主要系轨道扣件业务承压；另外，从归母净利润来看，2023 年公司营收增长 5.6%，净利润为 0.67 亿，同比增长 0.8%，净利润增速低于营收系公司 2023 年费用扣除较多。

图 5：2023 年，祥和实业实现营收 6.4 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2023 年，祥和实业实现归母净利润 0.67 亿元



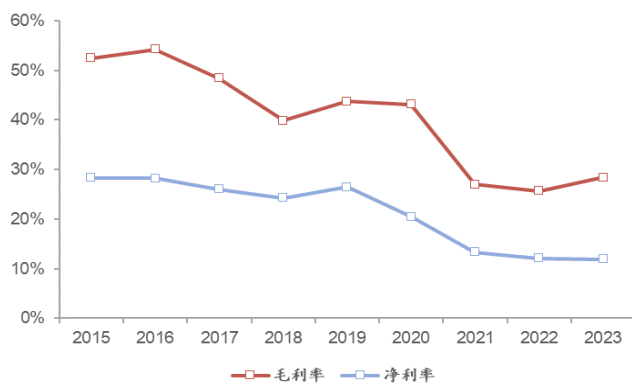
数据来源：Wind，西南证券整理

2023 年，公司综合毛利率、净利率回升。2020 年受疫情和铁路投资下滑影响，公司毛利率相对较高的轨交扣件业务占比下降，公司综合毛利率和净利率承压下降。2023 年公司盈利能力回升，综合毛利率为 28.4%，同比增加 2.7 个百分点，净利率为 11.9%，同比减少

0.2pp; 净利润同比下滑主要系公司 2023 年信用和资产减值较多、母公司及子公司祥丰新材料公司所得税费用增加所致。

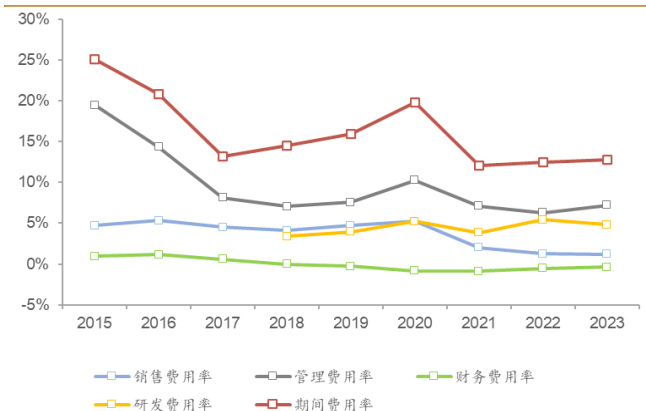
**精益管理下，期间费用率整体呈下降趋势。**2014-2023 年，公司期间费用率从整体从上市前的约 20% 下降到 2023 年的 12.8%，2023 年同比微增加 0.3 个百分点；细分来看，销售、管理、研发、财务费用率分别微 1.2%、7.2%、4.8%、-0.4%，分别同比+0.06、+0.9、-0.6、+0.1 个百分点。整体来看，公司期间费用率降低主要系公司规模效应显现上；另外近些年来公司重视新品研发、研发投入力度大及扩大生产而导致的财务费用上升，2020 年收入下滑，管理、研发等费用偏刚性，导致 2020 年期间费用率明显上涨。

**图 7：2023 年，祥和实业毛利率略有提升**



数据来源：Wind，西南证券整理

**图 8：2021 年以来，祥和实业期间费用率相对稳定**

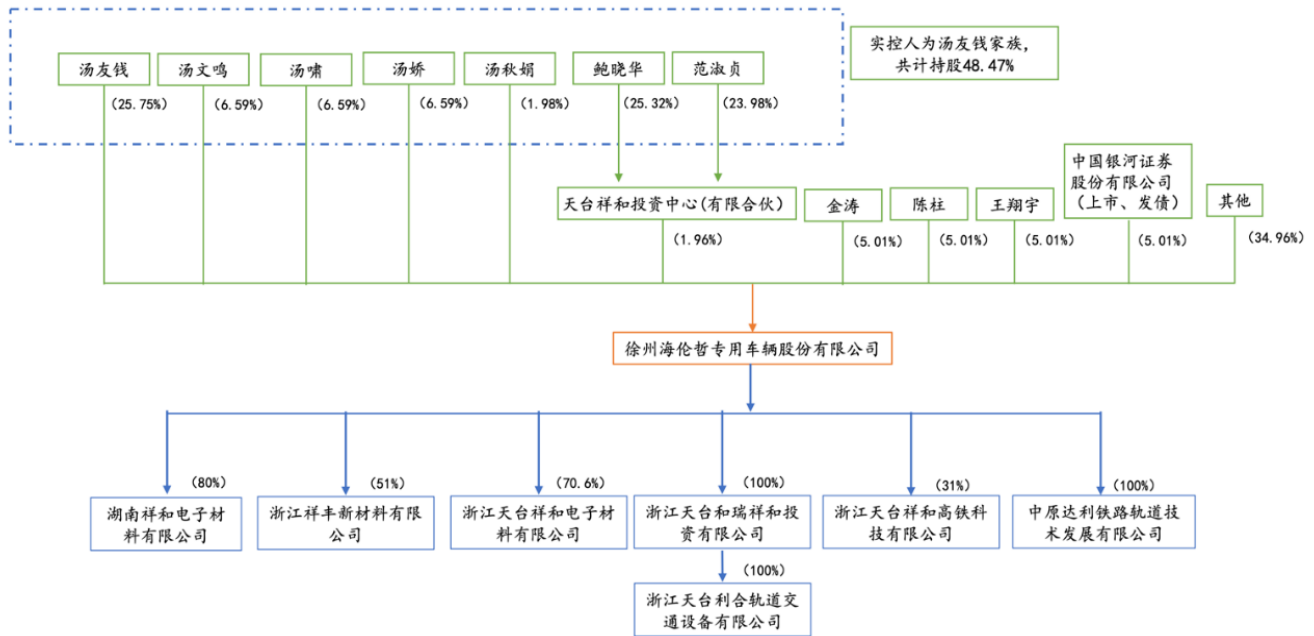


数据来源：Wind，西南证券整理

### 1.3 股权集中稳定，企业治理优异

**祥和实业股权集中稳定，是典型的家族企业。**祥和实业的实际控制人为汤友钱家族，该家族成员通过一致行动的方式共同控制公司；家族成员包括汤友钱及其配偶汤秋娟，他们的子女汤啸、汤文鸣和汤娇，以及汤啸的配偶范淑贞和汤文鸣的配偶鲍晓华，家族成员合计直接或间接地控制公司 48.47% 股权，形成典型的家族企业结构。

**人才任用制度灵活，实行股权激励，企业治理优异。**祥和实业秉持创始人的开明理念，实施灵活的人才任用制度和有效的股权激励机制，公司通过建立完善的高级管理人员选聘、考核、激励与约束机制，确保管理层的专业性和高效运作；董事会下设的薪酬与考核委员会，对高级管理人员的履职情况进行严格考核，保障公司战略目标的实现和长期发展。在股权激励方面，祥和实业不断完善股权激励计划，以提升公司核心团队的凝聚力和激励度，增强员工与企业之间的紧密联系，也激发了员工的工作热情和创新能力和公司的稳健发展和行业地位的巩固提供了坚实保障。

**图 9：祥和实业股权结构较为集中，实际控制人为汤友钱家族**


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：

**1) 假设 1：轨道非金属扣件业务**，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；预计公司 2024-2026 年该板块整体订单增速为 15%、15%、15%。

**2) 假设 2：电子元器件配件板块**，电子元器件制造行业是国家长期重点支持发展的重点产业，根据《中国电子元器件行业“十四五”发展规划》，到 2025 年，中国电容器、电感器等十七类电子元器件分支行业销售总额达到 2.46 万亿元。在政策与数字经济双重刺激下，未来几年我国电子元器件需求量不断增大；公司在电子元器件配件行业技术优势突出，与下游龙头企业保持长期稳定合作，预计 2024-2026 年相关业务订单增速有望在 15%、10%、10%。

**3) 假设 3：高分子改性材料板块**，改性塑料作为新材料产品，属国家战略新兴产业范畴，根据中商产业研究院，我国 2022 年国改性塑料产量同比增长 9% 左右，预计未来几年仍处于增长期；公司有望凭借技术优势持续打开市场；预计 2024-2026 年相关业务订单增速有望在 10%、10%、10%。



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 1：公司分业务收入及毛利率预测**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
轨道扣件非金属类部件	收入	252.41	290.27	333.81	383.89
	增速	-1.89%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	46.97%	47.00%	47.00%	47.00%
电子元件配件	收入	176.63	203.12	223.43	245.77
	增速	12.03%	15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.04%	15.50%	16.00%	16.00%
高分子改性材料	收入	207.17	227.89	250.68	275.74
	增速	9.90%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	16.98%	18.00%	19.00%	20.00%
其他业务	收入	4.45	5.56	6.95	8.69
	增速	37.52%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	36.34%	36.00%	36.00%	36.00%
合计	收入	640.66	726.84	814.88	914.10
	增速	5.60%	13.45%	12.11%	12.18%
	毛利率	28.39%	29.02%	29.79%	30.42%

数据来源：Wind，西南证券

## 2.2 相对估值

祥和实业主业为非金属扣件等，我们选取与公司业务类似或属于同行业的永贵电器、时代新材、海达股份 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2024-2025 年平均 PE 分别为 28、20 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.9、1.1、1.3 亿元，EPS 分别为 0.38、0.45、0.53 元，未来三年归母净利润复合增速为 24%，当前股价对应 PE 分别为 28、24、20 倍，首次覆盖给予“持有”评级。

**表 2：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 1 日）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E
300351.SZ	永贵电器	18.64	0.40	0.40	0.61	51.80	46.88	30.71
600458.SH	时代新材	11.42	0.48	0.85	1.11	19.67	13.37	10.24
300320.SZ	海达股份	6.81	0.23	0.30	0.38	34.57	22.50	18.03
可比公司平均值						<b>35.35</b>	<b>27.58</b>	<b>19.66</b>

数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 风险提示

**1) 铁路投资不及预期风险：**公司轨道扣件业务占收入比例较大，主要服务于铁路专线项目公司，业务受铁路建设投资规模和速度的影响较大；如果因宏观经济形势波动、国家宏观调控政策或产业政策变动导致政府缩减轨道交通投资，可能导致市场需求减少，进而影响公司轨道扣件非金属部件的采购额。

**2) 原材料价格上涨风险：**公司的主要原材料包括改性尼龙、橡胶、聚氨酯组合料、板材、EVA等，这些原材料价格受多种因素影响，如宏观经济、贸易战、供需状况、气候变化及突发事件等。未来原材料价格上升将导致公司生产成本增加，进而影响公司的盈利能力

**3) 市场竞争加剧风险：**公司所在的轨道扣件行业存在一定的准入壁垒，包括生产技术、业务规模、供应资质等，导致市场参与者较少，产品毛利率较高。若未来技术壁垒被打破，市场准入门槛降低，更多有实力的潜在竞争对手进入，将加剧市场竞争，使公司面临毛利率下降的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	640.66	726.84	814.87	914.10	净利润	76.31	102.14	122.21	144.61
营业成本	458.75	515.91	572.10	636.07	折旧与摊销	27.53	22.52	22.52	22.52
营业税金及附加	6.53	7.27	8.15	9.14	财务费用	-2.54	1.80	2.22	3.23
销售费用	7.59	8.72	8.96	10.06	资产减值损失	-3.73	-2.53	-2.76	-2.85
管理费用	46.13	85.77	93.71	100.55	经营营运资本变动	-45.24	23.15	-42.87	-48.32
财务费用	-2.54	1.80	2.22	3.23	其他	7.79	-1.32	2.61	0.65
资产减值损失	-3.73	-2.53	-2.76	-2.85	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>60.11</b>	<b>145.77</b>	<b>103.93</b>	<b>119.85</b>
投资收益	4.45	5.50	5.54	5.35	资本支出	17.92	-10.00	-5.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-92.96	5.50	5.54	5.35
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>-75.03</b>	<b>-4.50</b>	<b>0.54</b>	<b>5.35</b>
<b>营业利润</b>	<b>91.78</b>	<b>115.40</b>	<b>138.04</b>	<b>163.24</b>	短期借款	2.70	-44.53	-25.00	0.00
其他非经营损益	-1.12	-0.63	-0.72	-0.75	长期借款	10.00	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>90.66</b>	<b>114.77</b>	<b>137.32</b>	<b>162.49</b>	股权融资	6.03	0.00	0.00	0.00
所得税	14.35	12.62	15.11	17.87	支付股利	-31.83	-13.41	-18.42	-21.86
净利润	76.31	102.14	122.21	144.61	其他	-0.49	-1.35	-2.22	-3.23
少数股东损益	9.26	10.07	12.91	15.31	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-13.60</b>	<b>-49.29</b>	<b>-35.63</b>	<b>-15.09</b>
归属母公司股东净利润	67.05	92.08	109.30	129.30	<b>现金流量净额</b>	<b>-27.79</b>	<b>91.98</b>	<b>68.84</b>	<b>110.10</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	301.26	393.24	462.08	572.18	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	302.12	347.22	383.62	432.84	销售收入增长率	5.60%	13.45%	12.11%	12.18%
存货	117.92	132.50	145.05	162.46	营业利润增长率	11.27%	25.73%	19.62%	18.26%
其他流动资产	129.26	78.90	79.37	79.90	净利润增长率	3.71%	33.86%	19.65%	18.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	10.70%	19.65%	16.50%	16.11%
投资性房地产	0.09	0.09	0.09	0.09	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	267.40	258.53	244.66	225.79	毛利率	28.39%	29.02%	29.79%	30.42%
无形资产和开发支出	29.39	25.85	22.31	18.77	三费率	7.99%	13.25%	12.87%	12.45%
其他非流动资产	75.66	75.55	75.44	75.33	净利率	11.91%	14.05%	15.00%	15.82%
<b>资产总计</b>	<b>1223.09</b>	<b>1311.87</b>	<b>1412.62</b>	<b>1567.36</b>	ROE	7.66%	9.41%	10.27%	11.02%
短期借款	69.53	25.00	0.00	0.00	ROA	6.24%	7.79%	8.65%	9.23%
应付和预收款项	115.60	147.48	156.21	174.53	ROIC	11.10%	15.45%	18.49%	20.99%
长期借款	10.00	20.00	30.00	40.00	EBITDA/销售收入	18.23%	19.22%	19.98%	20.68%
其他负债	31.82	33.69	36.92	40.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>226.95</b>	<b>226.18</b>	<b>223.13</b>	<b>255.11</b>	总资产周转率	0.54	0.57	0.60	0.61
股本	245.53	245.53	245.53	245.53	固定资产周转率	2.34	2.84	3.44	4.19
资本公积	364.59	364.59	364.59	364.59	应收账款周转率	2.10	2.10	2.10	2.11
留存收益	371.20	449.86	540.75	648.19	存货周转率	3.87	4.12	4.09	4.10
归属母公司股东权益	958.42	1037.91	1128.79	1236.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.56%	—	—	—
少数股东权益	37.72	47.78	60.70	76.01	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>996.14</b>	<b>1085.69</b>	<b>1189.49</b>	<b>1312.24</b>	资产负债率	18.56%	17.24%	15.80%	16.28%
负债和股东权益合计	1223.09	1311.87	1412.62	1567.36	带息债务/总负债	35.04%	19.90%	13.45%	15.68%
					流动比率	4.00	4.71	5.66	5.91
					速动比率	3.44	4.05	4.89	5.14
					股利支付率	47.47%	14.56%	16.85%	16.91%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	116.77	139.72	162.78	188.99	每股收益	0.27	0.38	0.45	0.53
PE	38.82	28.27	23.81	20.13	每股净资产	3.90	4.23	4.60	5.03
PB	2.72	2.51	2.31	2.11	每股经营现金	0.24	0.59	0.42	0.49
PS	4.06	3.58	3.19	2.85	每股股利	0.13	0.05	0.08	0.09
EV/EBITDA	19.11	15.06	12.41	10.16					
股息率	1.22%	0.52%	0.71%	0.84%					

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。

## 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
	卞黎旻	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
	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	
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

---