

布局北京核心商圈，分红比例大幅提升

投资要点

- 业务收入稳健增长，分红比例大超预期。**公司为综合性高档商务服务企业，国贸中心位于北京 CBD 核心地段，资产优质，经营稳健。2023 年中国国贸实现收入 39.5 亿元，同比增长 14.9%，2018-2023 年 CAGR 为 4.5%；毛利率同比增加 1.5pp 至 58.0%；归母净利润 12.6 亿元，同比增长 12.8%，2018-2023 年 CAGR 达 10.2%；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 13 元（含税），年度公司现金分红和特别现金分红占比分别为 64% 和 40%，合计现金分红占比为 104%。2023 年公司物业租赁及管理板块实现收入 33.8 亿元，同比增长 6.8%，毛利率 66.4%；其中写字楼增长 1.4% 至 15.6 亿 商城增长 10.0% 至 12.8 亿，公寓增长 15.5% 至 18.3 亿。公司酒店经营板块实现收入 5.7 亿元，同比增长 107.4%。
- 物业租金和出租率总体稳定，抗周期韧性较强。**国贸写字楼业务表现良好，2023 年租金收入同比增长 1.4%，出租率基本与疫情前持平，2023 年写字楼平均租金同比增长 1.8% 至 638 元/平方米/月，出租率微降 0.4pp 至 95.9%。商城出租率维持高位，平均租金回升，商城平均租金增长 10.4% 至 1279 元/平方米/月，出租率微降 0.6pp 至 98.2%。升级后的国贸公寓出租率快速提升，收入大幅增长，公寓平均租金下降 1.6% 至 370 元/平方米/月，出租率提高 12.6pp 至 85.9%。酒店业务随着商旅活动的恢复，营业收入同比增长 107.4%，毛利率快速回升至 8.1%，超过疫情前水平。整体业绩向好，抗周期韧性较强。
- 成本管控有效，财务情况稳健。**公司费用率不断优化，2018-2023 年销售、管理及财务费用率总计从 10.0% 降至 6.3%，毛利率和净利率分别从 51.6% 和 24.5% 提升至 58.0% 和 31.9%。现金流充足，2023 年经营性净现金流净额同比增长 5.2% 至 19.2 亿元，公司长期借款同比下降 31% 至 11.4 亿元。2018 年以来，资产负债率呈下降趋势，年末资产负债率降至 24.7%；现金流量利息保障倍数由 9.5 持续增至 27.0，公司财务状况不断改善。2018-2023 年公司平均融资成本由 4.8% 降至 3.6%，公司国央企优势明显。
- 盈利预测与投资建议：**预计未来三年归母净利润复合增长率为 7.6%，考虑公司资产位置优越具备稀缺性，经营持续向好，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示：**经济增速放缓、物业出租不及预期、办公楼供给增加等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3953.76	4236.22	4484.24	4708.46
增长率	14.86%	7.14%	5.85%	5.00%
归属母公司净利润(百万元)	1259.20	1372.81	1475.57	1570.41
增长率	12.84%	9.02%	7.49%	6.43%
每股收益EPS(元)	1.25	1.36	1.46	1.56
净资产收益率 ROE	12.99%	13.31%	13.45%	13.48%
PE	18.7	17.1	15.9	15.0
PB	2.42	2.28	2.14	2.02

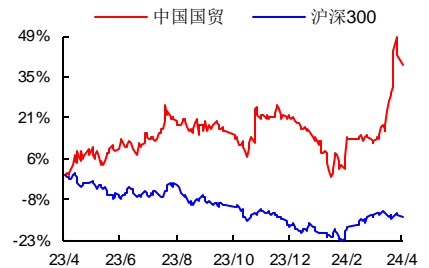
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

分析师: 刘洋
执业证号: S1250523070005
电话: 18019200867
邮箱: ly21@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)	10.07
流通 A 股(亿股)	10.07
52 周内股价区间(元)	16.69-25.02
总市值(亿元)	235.20
总资产(亿元)	128.81
每股净资产(元)	9.63

相关研究

目 录

1 坐拥核心区域优质资产，经营稳健分红比例高.....	1
2 地理位置优越，经营业态多元.....	5
3 盈利预测与估值.....	9
3.1 盈利预测.....	9
3.2 相对估值.....	9
4 风险提示.....	9

图 目 录

图 1: 公司资产建筑群	1
图 2: 公司发展历史	1
图 3: 公司股权结构稳定	2
图 4: 2018 年以来公司员工人数逐步精简 (人)	2
图 5: 2023 年公司人均创收为 204 万元	2
图 6: 2023 年公司营业收入 39.5 亿元, 同比+14.9%	3
图 7: 2023 年公司归母净利润 12.6 亿元, 同比+12.8%	3
图 8: 公司营业成本构成 (亿元)	3
图 9: 公司折旧摊销费用	3
图 10: 公司费用率	4
图 11: 公司毛利率与净利率	4
图 12: 公司经营性现金流净额	4
图 13: 公司资产负债率	4
图 14: 公司长期借款、公司债券	5
图 15: 公司平均融资成本	5
图 16: 公司分业态营收 (亿元)	6
图 17: 2023 年公司各业态营收占比	6
图 18: 写字楼营收 (亿元)	6
图 19: 写字楼平均租金及出租率	6
图 20: 2023 年三期写字楼平均租金变化 (元/平方米/月)	7
图 21: 国贸写字楼内重点全球 500 强企业排名	7
图 22: 商城营收 (亿元)	7
图 23: 商城平均租金及出租率	7
图 24: 公寓平均租金及出租率	8
图 25: 国贸公寓内景图	8
图 26: 酒店营收 (亿元)	8
图 27: 2023 年公司酒店经营毛利率为 8.1%	8

表 目 录

表 1: 公司各业态构成	5
表 2: 分业务收入及毛利率	9
表 3: 可比公司估值	9
附表: 财务预测与估值	10

1 坐拥核心区域优质资产，经营稳健分红比例高

中国国贸是国内首个城市商业综合体，聚集写字楼、商场、酒店、公寓等业务板块。中国国际贸易中心股份有限公司于 1985 年注册成立，是经国务院批准成立的大型中外合资企业，是目前中国乃至全球规模最大、功能最齐全的综合性和高档商务服务企业之一。国贸中心位于中国（北京）自由贸易试验区国际商务服务片区北京商务中心区核心地段，占地面积 17 公顷，总建筑面积 112 万平方米，公司主要从事写字楼、商城、公寓等投资性物业的出租和管理以及酒店经营等。

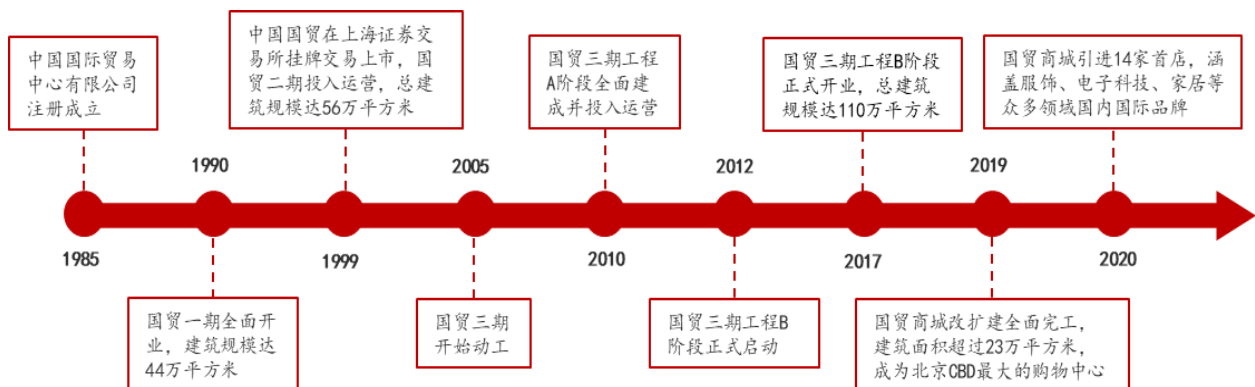
图 1：公司资产建筑群



数据来源：公司官网，西南证券整理

国贸主要工程分三阶段建设，形成极具活力的经济商圈。**第一阶段：**1990 年 8 月 30 日，总投资额为 5.2 亿美元、建筑规模 42 万平方米的国贸一期全面开业。**第二阶段：**1999 年，国贸二期建成投入运营，国贸中心总建筑面积达到 56 万平方米，服务设施和管理水平得到进一步提升，同年国贸有限公司独家发起设立的中国国际贸易中心股份有限公司在上海证券交易所挂牌交易上市。**第三阶段：**2010 年 8 月国贸三期 A 阶段、2017 年 4 月国贸三期 B 阶段全面建成并投入运营，国贸中心步入新的发展阶段。近四十年的建设与发展过程中，以国贸中心为中心的 CBD 地区，已经形成了一个极具活力的经济商圈，辐射带动了周边经济的快速发展，不断强化了国贸中心的品牌价值，在首都北京缔造了一座全球瞩目的“城中之城”。

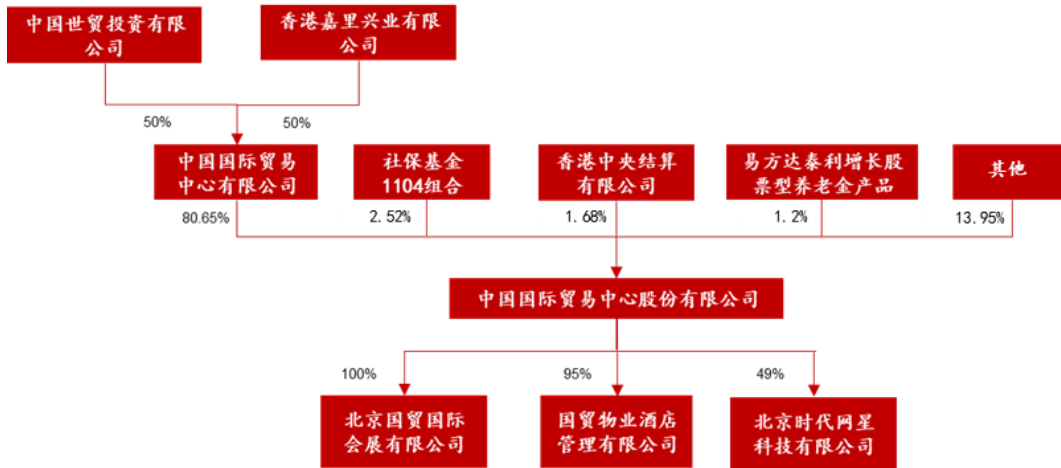
图 2：公司发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

中外合资经营，股权集中度高。截至 2023 年末，公司实控人为中国国际贸易中心有限公司，持股比例约 80.65%。控股股东中国国际贸易中心有限公司为中外合资企业，中外合资双方分别为中国世贸投资有限公司和嘉里兴业有限公司，双方权益各占 50%，控股结构简单。公司股权集中度较高，其余以基金和个人股东为主，架构清晰，稳定性强。

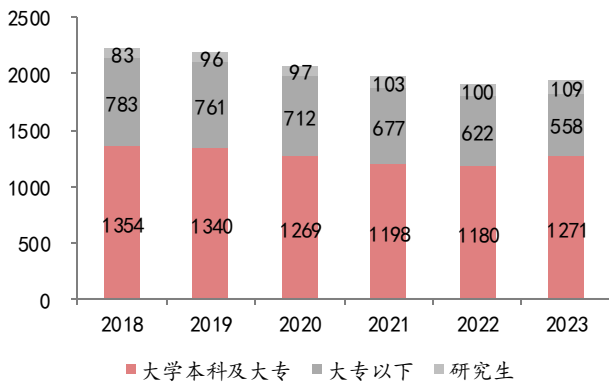
图 3：公司股权结构稳定



数据来源：Wind，西南证券整理

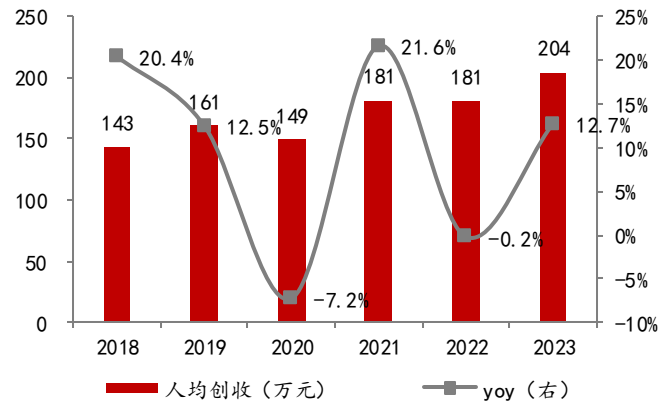
员工人数不断精简，促进公司人才队伍优化。公司高度重视加强内部制度建设和人才队伍建设，近年来在职员工总人数绝对数减少并稳定，内部结构不断精简。2023 年在职员工总数 1938 人，同比微增 1.9%，其中大学本科及大专占总员工比例 65.6%；研究生占比 5.6%，自 2018 年以来提升了 1.8%，员工受教育程度不断提升。2023 年公司人均创收为 204 万元，整体来看近 6 年公司人均创收呈提升态势。

图 4：2018 年以来公司员工人数逐步精简（人）



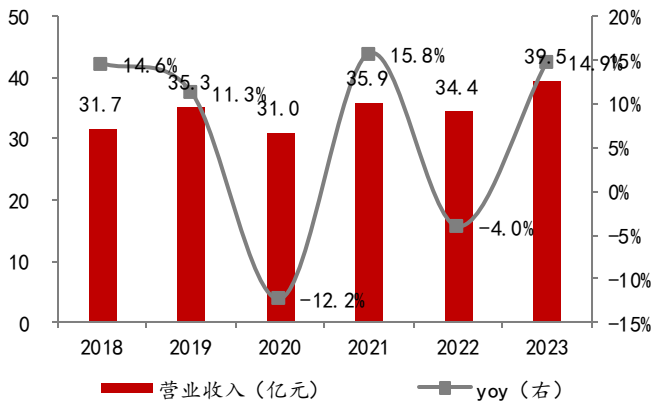
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2023 年公司人均创收为 204 万元

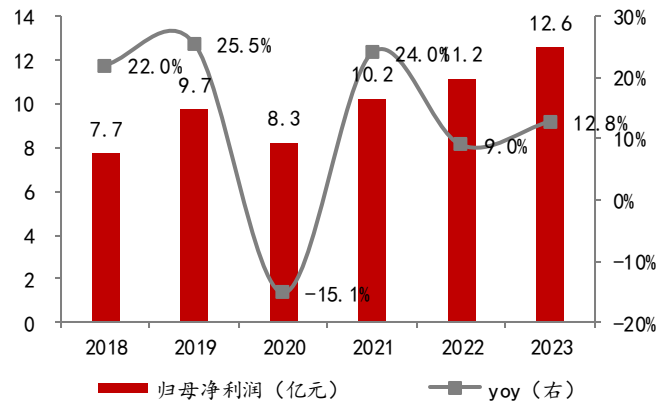


数据来源：公司公告，西南证券整理

营业收入由降转增，归母净利润稳步增长。2023 年公司实现营业收入 39.5 亿元，同比增长 14.9%，2018-2023 年 CAGR 为 4.5%。2023 年公司实现归母净利润 12.6 亿元，同比增长 12.8%，2018-2023 年 CAGR 达 10.2%。2023 年股利高达 13.0 亿元，分红比例增至 104.0%，每 10 股派息数为 13 元，充分考虑对投资者的回报。公司的利润分配保持连续性和稳定性，同时兼顾公司的长远利益、全体股东的整体利益及公司的可持续发展。

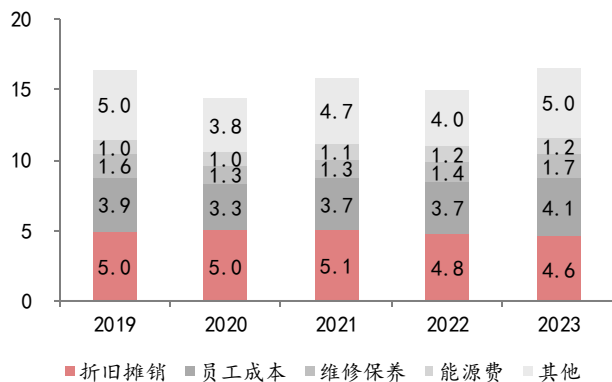
图 6：2023 年公司营业收入 39.5 亿元，同比+14.9%


数据来源：Wind, 西南证券整理

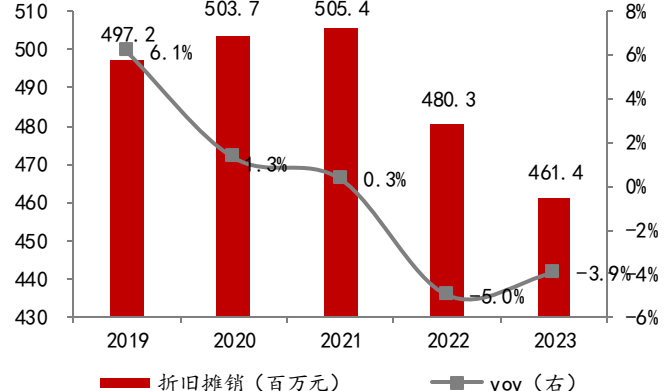
图 7：2023 年公司归母净利润 12.6 亿元，同比+12.8%


数据来源：Wind, 西南证券整理

折旧摊销同比下降，成本管控见效明显。2018-2023 年公司折旧摊销和员工成本占比超出 50%，为公司成本的主要来源。2018 年以来公司折旧摊销成本相对稳定，2023 年折旧摊销成本同比下降 3.9%，降至 4.6 亿元，公司资本布局基本完成，资本支出维稳。在职员工总人数由 2018 年 2220 人降至 2023 年 1938 人，劳务外包支付的报酬总额合计达 2.5 亿元，优化员工数量，加强内部激励体系建设，成本管控见效明显。

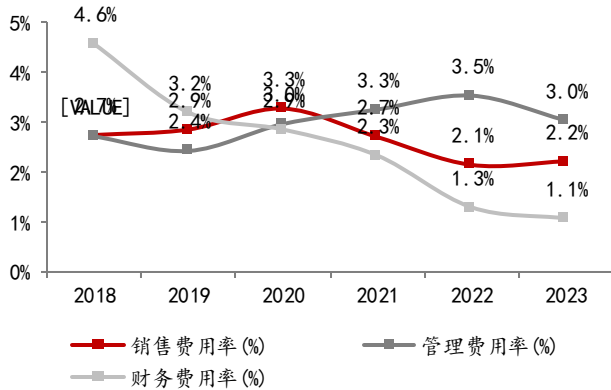
图 8：公司营业成本构成（亿元）


数据来源：Wind, 西南证券整理

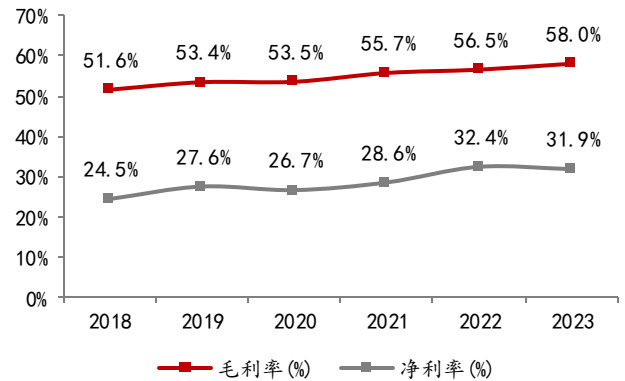
图 9：公司折旧摊销费用


数据来源：Wind, 西南证券整理

费用率优化明显，盈利能力持续增强。公司销售和财务费用率均呈现明显优化，2023 年公司管理和财务费用率分别降至 3.0% 和 1.1%，销售费用率小幅上升至 2.2%。整体来看，公司三项费用率总计由 2018 年的 10.0% 降至 2023 年的 6.3%，优化明显。在公司成本端人员优化、费用率下降，收入端平均租金提升下，公司毛利率和净利率持续走高，分别由 2018 年的 51.6% 和 24.5% 增至 2023 年的 58.0% 和 31.9%，企业盈利能力提升，经营效益稳步改善。

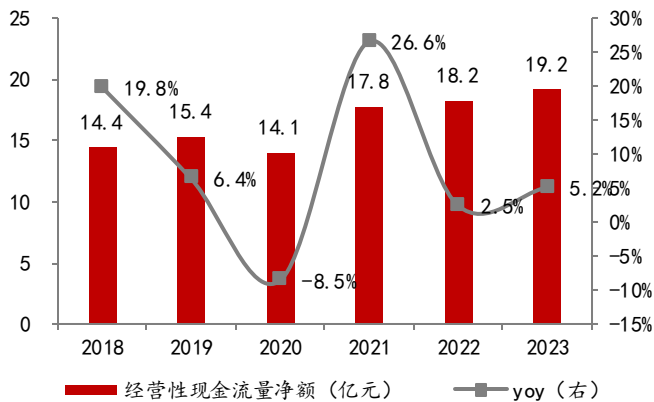
图 10: 公司费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

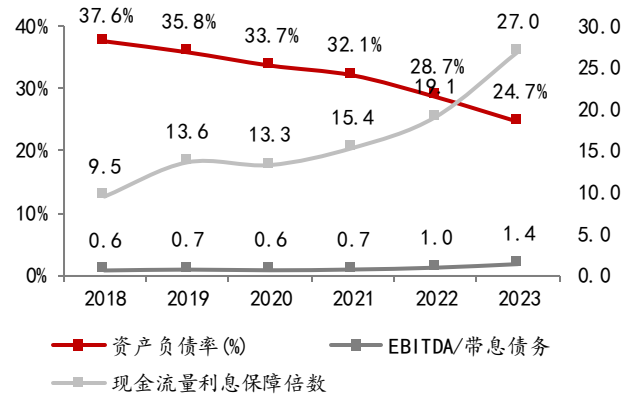
图 11: 公司毛利率与净利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

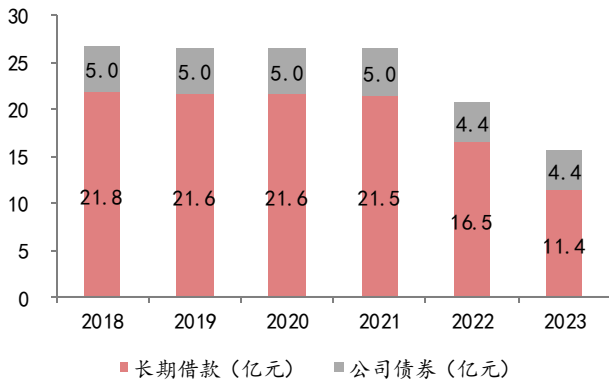
公司现金流充足，融资成本持续下降。2023 年公司经营性净现金流净额为 19.2 亿元，同比增长 5.2%，现金流较为充足。2023 年公司长期借款降至 11.4 亿元，同比下降 31%，主要是偿还了银行长期借款本金 5.1 亿元；债券余额 4.4 亿元，维持上年度余额不变。2018 年以来，资产负债率呈下降趋势，截至 2023 年末资产负债率降至 24.7%；现金流量利息保障倍数由 9.5 持续增至 27.0，公司财务状况不断改善。2018-2023 年公司平均融资成本由 4.8% 降至 3.6%，公司国央企优势明显。

图 12: 公司经营性现金流净额


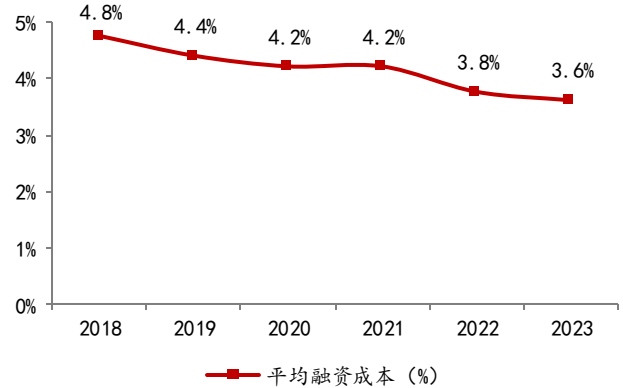
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 公司资产负债率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14：公司长期借款、公司债券


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 15：公司平均融资成本


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 地理位置优越，经营业态多元

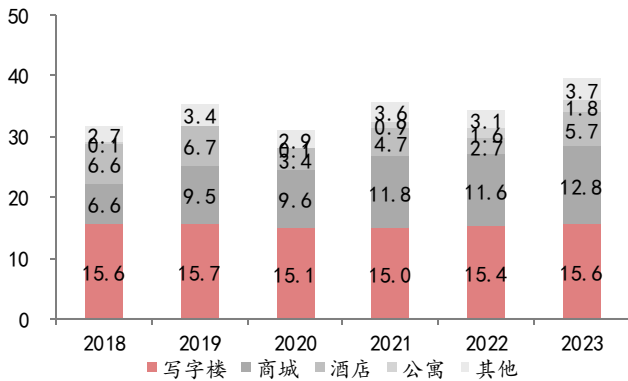
布局北京核心区域，区位优势显著。公司地处北京东长安街延长线与东三环路交界处，与天安门广场近在咫尺，距首都机场只有 25 分钟车程，地理位置优越。其拥有的主体建筑群位于北京核心 CBD 区域，运营资产区位优势独特，竞争力显著。其中，国贸写字楼是北京市顶尖甲级写字楼，拥有完善的商务配套设施、应用了先进的环保节能技术，是全球 500 强企业、金融机构、能源公司和律师事务所在京办公的首选地；国贸商城是北京首批引进品牌专卖店的高档综合购物中心之一；国贸公寓和酒店装修先进，周边交通便利。受益于北京核心商圈的聚集效应，公司资产拥有较强的韧性和抗风险能力，空置率相对较低，平均租金水平稳定。

表 1：公司各业态构成

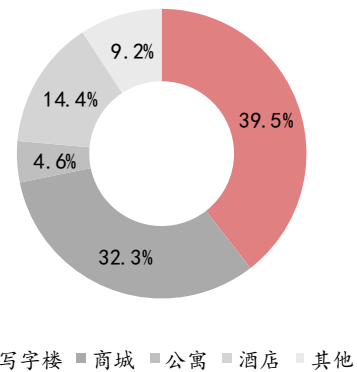
业态		出租建筑面积	构成
写字楼		35.6 万平方米	超甲级写字楼，由国贸大厦 A 座、国贸大厦 B 座、国贸写字楼 1 座、国贸写字楼 2 座和国贸西楼组成
商城		18.0 万平方米	国贸商城；其中店铺总数近 430 家
酒店	国贸大酒店	-	包括 278 间客房和套房，客房面积均大于 55 平方米
	新国贸饭店	-	包括 450 间客房和套房、全日餐厅、精酿鲜啤吧、多功能厅及 3500 平方米的健身中心等
	中国大饭店	-	包括 584 间客房及套房以及 69 间公寓
公寓		8.0 万平方米	国贸公寓共有 412 套客房，涵盖开敞单间至豪华四居室多种精细设计房型；国贸世纪公寓拥有一居室到四居室优雅户型 378 套

数据来源：公司公告, 西南证券整理

公司经营业态多样，写字楼和购物中心的租金收入为主要收入来源。2023 年公司写字楼和商城收入占比分别为 39.5% 和 32.3%，酒店和公寓收入占比分别为 14.4% 和 4.6%，对营收贡献较小。2018-2023 年，写字楼营收基本稳定在 15.5 亿元，商城营收则大幅增长，由 6.6 亿元增至 12.8 亿元，带动公司整体营业收入的上涨。同时由于公司开发较早，获取土地成本较低，具有一定的成本优势。

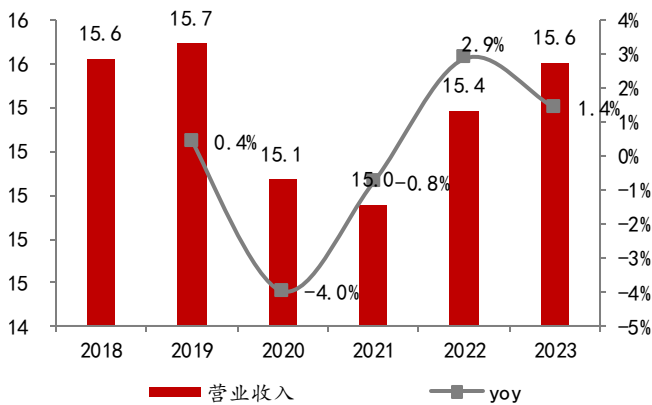
图 16: 公司分业态营收 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

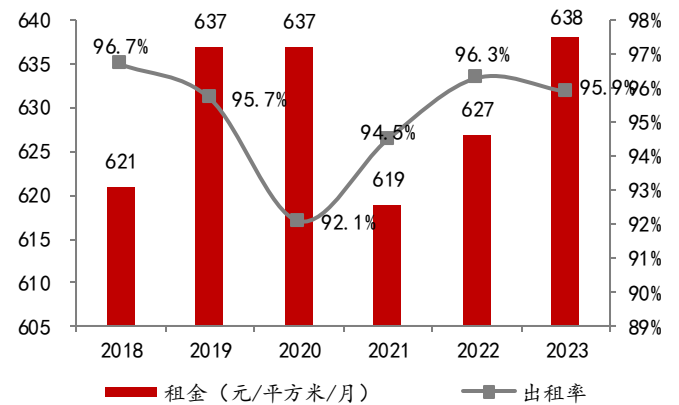
图 17: 2023 年公司各业态营收占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

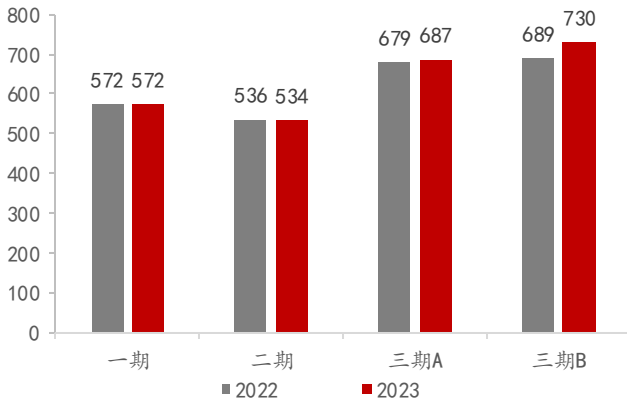
写字楼营收好转, 需求出现反弹。国贸写字楼是北京备受瞩目的超甲级写字楼, 由国贸大厦 A 座、国贸大厦 B 座、国贸写字楼 1 座、国贸写字楼 2 座和国贸西楼组成, 总建筑面积 39.3 万平方米, 成为 CBD 区域内超大规模写字楼群。写字楼具有独特的地段和品牌优势, 面向跨国公司、金融企业、科技公司等高端客户群体, 沙特阿美公司、埃克森美孚、苹果、皇家壳牌石油等 33 家世界 500 强企业入驻, 具备较强支付能力, 为公司租金及出租率提供支撑。2023 年公司写字楼租金收入 15.6 亿元, 同比增长 1.4%。受疫情管控影响, 写字楼出租率有所下降, 但整体抗风险韧性能力较强, 截至 2023 年末达到 95.9%, 基本与疫情前持平。租金的变动趋势与出租率相似, 2023 年租金回弹至 638 元/平方米/月, 其中一期、二期、三期 A 和三期 B 的平均租金分别为 572、534、687 和 730 元/平方米/月, 三期写字楼平均租金高于上年同期, 随着消费市场逐步回暖, 写字楼市场整体向好。

图 18: 写字楼营收 (亿元)


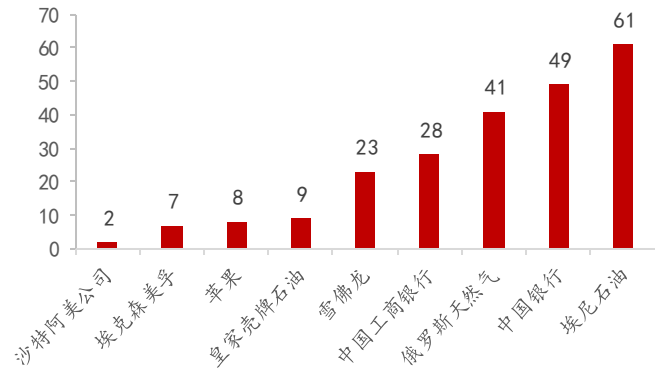
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 19: 写字楼平均租金及出租率


数据来源: Wind, 西南证券整理

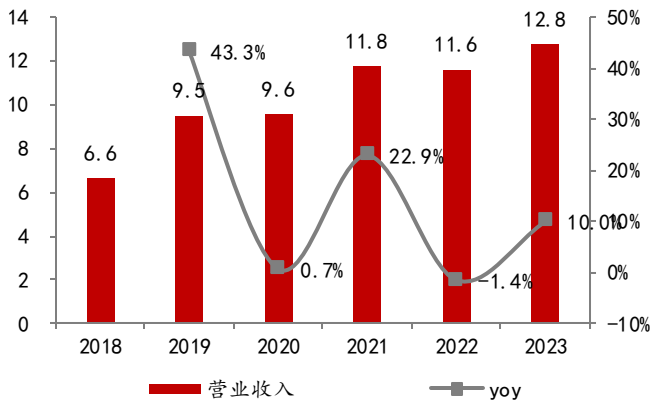
图 20：2023 年三期写字楼平均租金变化（元/平方米/月）


数据来源：Wind，西南证券整理

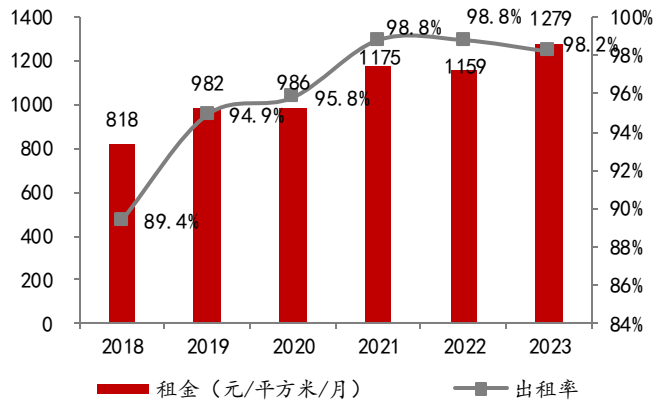
图 21：国贸写字楼内重点全球 500 强企业排名


数据来源：Wind，西南证券整理

商城出租率维持高位，平均租金回升。国贸商城是北京知名的高档综合购物中心之一，总面积达 23 万平方米。2020-2023 年商城出租率水平整体维稳，保持在 95% 以上。2018-2023 年，商城的平均租金平稳增长，2023 年提升至 1279 元/平方米/月，主要是新租及续租租金提高和按照商城租户营业额的一定比例收取的提成租金收入增加。国贸商城国际国内品牌商铺丰富，囊括 430 家商户，涵盖国际精品、潮流服饰、休闲娱乐、特色餐饮、运动健康和儿童等品类，消费体验多元化，后疫情时代线下实体消费需求的恢复以及北京市多项促销举措的刺激下，商城客流量反弹，会进一步带来商业物业市场需求及租金水平的回升。

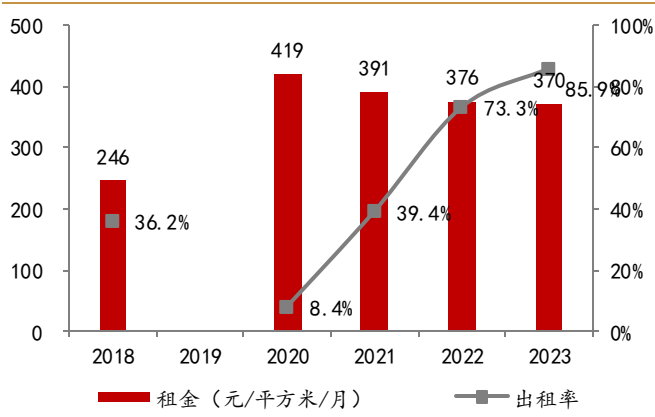
图 22：商城营收（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：商城平均租金及出租率


数据来源：Wind，西南证券整理

升级后的公寓出租率快速提升，带动收入大幅增长。自 2018 年 4 月公寓停业进行装修改造、2020 年 9 月重新投入运营，全新升级后的国贸公寓共有 412 套客房，涵盖开敞单间至豪华四居室多种精细设计房型，出租率快速提升，由 2021 年的 39.4% 增至 2023 年的 85.9%，公寓收入也由 2021 年的 0.9 亿元同比增长 108.9% 至 2023 年的 1.8 亿元。升级后的国贸公寓平均租金大幅提升，从 2018 年 246 增至 2020 年 419 元/平方米/月，近年受疫情影响有所回落，2023 年平均租金为 370 元/平方米/月，租金回落速度减缓。随着经济复苏和发展，预计人员的流动性进一步加大，从而将带动服务式公寓租赁需求的进一步增长。

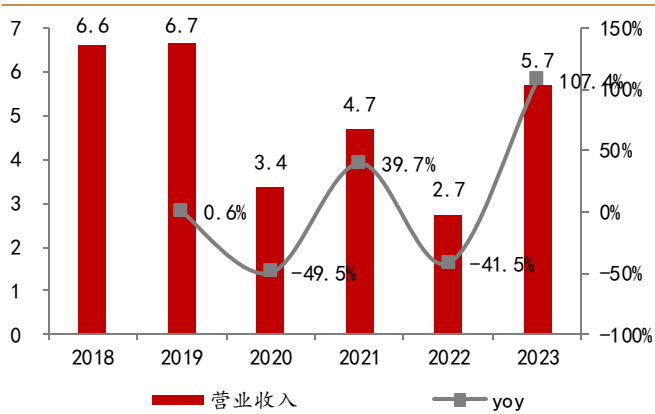
图 24：公寓平均租金及出租率


数据来源：Wind, 西南证券整理

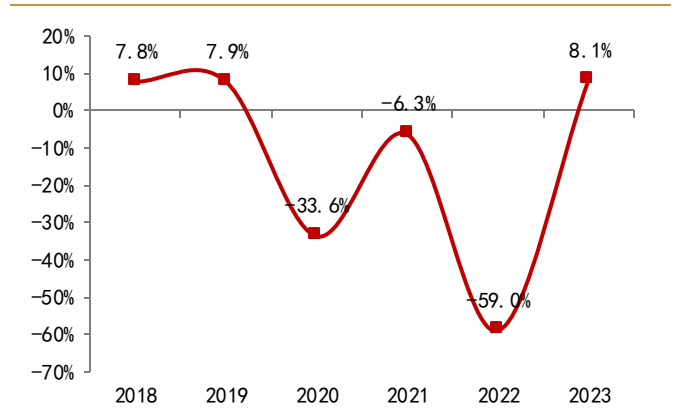
图 25：国贸公寓内景图


数据来源：公司官网, 西南证券整理

酒店经营有望持续修复。公司经营国贸大酒店、新国贸饭店、中国大饭店等三家酒店，其中国贸大酒店聘请世界知名的香格里拉酒店集团管理，是一家高档豪华五星级酒店，拥有 278 间客房和套房；新国贸饭店定位为时尚都市酒店，拥有 450 间客房；中国大饭店拥有北京面积最大的会议场地，包括可容纳 2000 人的会议厅、800 座位的大宴会厅和一系列多功能厅，拥有 584 间客房及套房以及 69 间公寓。2023 年商旅活动、会展及旅游消费逐步回归常态，促进酒店行业快速复苏，公司酒店业务营业收入为 5.7 亿元，同比增长 107.4%，毛利率快速回升至 8.1%，超过疫情前水平，修复明显。

图 26：酒店营收 (亿元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 27：2023 年公司酒店经营毛利率为 8.1%


数据来源：公司官网, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着国内经济复苏，商业地产经营修复，预计 2024-2026 年公司物业租赁及管理收入增速分别为 7%/6%/5%。

假设 2：随着市场回暖，酒店经营增长动力充足，预计 2024-2026 年公司酒店经营增速分别为 8%/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 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
物业租赁及管理	收入	3384.76	3621.7	3839.0	4030.9
	增速	6.8%	7.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	66.4%	66.5%	66.5%	66.5%
酒店经营	收入	569.00	614.5	645.2	677.5
	增速	107.4%	8.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	8.1%	8.5%	8.6%	8.7%
合计	收入	3953.8	4236.2	4484.2	4708.5
	增速	14.9%	7.1%	5.9%	5.0%
	毛利率	58.0%	58.1%	58.2%	58.2%

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 相对估值

选取张江高科、浦东金桥、新世界发展、恒隆地产作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 14.9 倍。考虑公司资产位置优越具备稀缺性，经营持续向好，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600895.SH	张江高科	19.12	0.61	0.74	0.86	0.92	31.3	25.8	22.2	20.8
600639.SH	浦东金桥	11.23	1.62	1.27	1.64	-	6.9	8.8	6.8	-
0017.HK	新世界发展	7.90	0.39	0.47	0.6	0.75	20.3	16.8	13.2	10.5
0101.HK	恒隆地产	7.46	0.88	0.94	1.02	1.1	8.5	7.9	7.3	6.8
平均值							16.8	14.9	12.4	12.7

数据来源：Wind, 西南证券整理（截至 2024.4.8, 收盘价为人民币计价）

4 风险提示

经济增速放缓、物业出租不及预期、办公楼供给增加等风险。

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	3953.76	4236.22	4484.24	4708.46	净利润	1260.10	1373.77	1476.60	1571.51
营业成本	1660.07	1775.55	1875.82	1968.93	折旧与摊销	471.62	74.44	75.27	76.53
营业税金及附加	384.30	381.26	381.16	376.68	财务费用	42.23	42.42	42.76	42.83
销售费用	87.50	88.96	91.93	94.17	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	119.90	127.09	134.53	141.25	经营营运资本变动	127.83	94.02	72.54	69.40
财务费用	42.23	42.42	42.76	42.83	其他	16.89	-2.55	-3.05	-3.02
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1918.66	1582.11	1664.13	1757.25
投资收益	3.76	3.00	3.00	3.00	资本支出	89.82	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-154.66	-2.00	-2.00	-2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-64.84	-202.00	-202.00	-202.00
营业利润	1672.50	1823.93	1961.05	2087.59	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.76	7.76	7.76	7.76	长期借款	-550.00	-200.00	-200.00	-200.00
利润总额	1680.26	1831.69	1968.80	2095.35	股权融资	0.60	0.00	0.00	0.00
所得税	420.16	457.92	492.20	523.84	支付股利	0.00	-755.52	-823.68	-885.34
净利润	1260.10	1373.77	1476.60	1571.51	其他	-740.44	-39.96	-43.99	-42.22
少数股东损益	0.90	0.96	1.03	1.10	筹资活动现金流净额	-1289.83	-995.48	-1067.68	-1127.56
归属母公司股东净利润	1259.20	1372.81	1475.57	1570.41	现金流量净额	563.62	384.62	394.46	427.69
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	4088.66	4473.28	4867.74	5295.43	成长能力				
应收和预付款项	293.14	289.23	306.17	321.51	销售收入增长率	14.86%	7.14%	5.85%	5.00%
存货	32.29	35.51	37.52	39.38	营业利润增长率	21.02%	9.05%	7.52%	6.45%
其他流动资产	10.07	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	12.83%	9.02%	7.49%	6.43%
长期股权投资	29.42	29.42	29.42	29.42	EBITDA 增长率	13.97%	-11.23%	7.13%	6.15%
投资性房地产	6276.42	6276.42	6276.42	6276.42	获利能力				
固定资产和在建工程	1473.90	1529.84	1584.96	1638.82	毛利率	58.01%	58.09%	58.17%	58.18%
无形资产和开发支出	448.31	522.25	596.19	670.13	三费率	6.31%	6.10%	6.00%	5.91%
其他非流动资产	228.94	229.61	230.28	230.95	净利率	31.87%	32.43%	32.93%	33.38%
资产总计	12881.14	13385.57	13928.69	14502.05	ROE	12.99%	13.31%	13.45%	13.48%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.78%	10.26%	10.60%	10.84%
应付和预收款项	368.18	397.65	418.90	440.29	ROIC	82.09%	90.57%	91.54%	91.61%
长期借款	1085.00	885.00	685.00	485.00	EBITDA/销售收入	55.30%	45.81%	46.36%	46.87%
其他负债	1723.97	1780.68	1849.64	1915.43	营运能力				
负债合计	3177.15	3063.33	2953.54	2840.73	总资产周转率	0.31	0.32	0.33	0.33
股本	1007.28	1007.28	1007.28	1007.28	固定资产周转率	2.60	2.90	3.10	3.26
资本公积	1873.59	1873.59	1873.59	1873.59	应收账款周转率	12.41	16.54	17.14	17.07
留存收益	6819.29	7436.57	8088.46	8773.53	存货周转率	51.54	52.38	51.37	51.21
归属母公司股东权益	9700.16	10317.44	10969.33	11654.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.89%	—	—	—
少数股东权益	3.83	4.79	5.82	6.92	资本结构				
股东权益合计	9703.98	10322.23	10975.15	11661.32	资产负债率	24.67%	22.89%	21.20%	19.59%
负债和股东权益合计	12881.14	13385.57	13928.69	14502.05	带息债务/总负债	34.15%	28.89%	23.19%	17.07%
					流动比率	2.15	2.24	2.34	2.44
					速动比率	2.14	2.22	2.32	2.42
					股利支付率	0.00%	55.03%	55.82%	56.38%
					每股指标				
					每股收益	1.25	1.36	1.46	1.56
					每股净资产	9.63	10.24	10.89	11.57
					每股经营现金	1.90	1.57	1.65	1.74
					每股股利	0.00	0.75	0.82	0.88
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	2186.34	1940.80	2079.08	2206.95					
PE	18.7	17.1	15.9	15.0					
PB	2.42	2.28	2.14	2.02					
PS	5.60	5.23	4.94	4.70					
EV/EBITDA	0.31	0.04	-0.25	-0.52					
股息率	3.01%	3.41%	3.72%	4.00%					

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。

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
