

冰压龙头地位稳固，盈利能力有所提升

投资要点

- 事件：**公司发布2023年年报，2023年公司实现营收128.9亿元，同比下降1.6%，系原材料及配件销售业务减少所致；实现归母净利润3.6亿元，同比增长37.8%；实现扣非净利润3.1亿元，同比增长38.9%。单季度来看，Q4公司实现营收21.6亿元，同比下降32%；实现归母净利润8710.5万元，同比下降26.1%；实现扣非后归母净利润2907.2万元，同比下降64.6%。2023年公司分红率有所下滑，现金分红1.7亿元，业绩分红率达到48%。
- 冰压龙头地位稳固，盈利营收保持稳健。**2023年公司实现冰箱冰柜压缩机产量7368万台，同比增长10%；实现销量7273万台，同比增长8%，近三年年复合增长率9.3%，高于全球行业1.2%的平均增长水平，行业龙头地位稳固。分产品来看，2023年公司冰箱冰柜压缩机实现营收91.5亿元，同比下滑0.5%；原材料及配件业务实现营收27.9亿元，同比下滑15.4%，系疫情影响冲淡所致；智能扫地机实现营收4.9亿元，同比增长203.3%，主要系订单需求增加所致；新能源汽车空调压缩机实现营收2.8亿元，同比增长33.9%，系新产品研发配型成功，订单量增加所致。分区域来看，内外销分别实现营收81.1亿元/47.7亿元，分别同比+0.3%/-4.6%，外销收入下降系海外持续高通胀和地域冲突加剧，海外本土冰箱柜企业开工不足、产销量下降导致需求下降所致。
- 结构调整带动盈利能力提升。**公司2023年毛利率同比提升2.5pp至13.2%，其中冰箱冰柜压缩机/新能源汽车空调压缩机/原材料及配件/智能扫地机/电池毛利率分别为16.3%/9.9%/4.2%/5.7%/27.6%，分别同比+4.2pp/-7.1pp/-2pp/+2.2pp/+8.7pp。公司毛利率的改善主要来自于主业冰箱空调压缩机的结构调整使高附加值的产品占比提高和低毛利业务在营收占比中的减少；费用率方面，2023年公司销售/管理/研发费用率分别为1.6%/3.1%/3.7%，分别同比+0.3pp/+0.7pp/+0.1pp，总体略有上浮；净利率来看，2023年公司净利率同比提升0.9pp至4.1%，盈利能力略有提升。
- 盈利预测与投资建议。**在冰箱压缩机领域，公司在全球市场占有率、品牌影响力均处于行业领先地位，新能源汽车产业布局已见成效，公司品牌影响力持续扩大。预计公司2024-2026年EPS分别为0.69元、0.85元、1.03元，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动、新业务拓展不及预期、结构调整效果不及预期、汇率波动等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12889.01	14541.94	15817.74	17150.78
增长率	-1.58%	12.82%	8.77%	8.43%
归属母公司净利润（百万元）	362.16	477.94	592.18	716.60
增长率	37.83%	31.97%	23.90%	21.01%
每股收益EPS（元）	0.52	0.69	0.85	1.03
净资产收益率ROE	10.23%	12.32%	13.78%	14.93%
PE	14	10	8	7
PB	0.94	0.86	0.78	0.69

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
联系人：方建钊
电话：18428374714
邮箱：fjz@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)	6.96
流通A股(亿股)	6.94
52周内股价区间(元)	4.57-7.24
总市值(亿元)	49.49
总资产(亿元)	139.03
每股净资产(元)	5.49

相关研究

目 录

1 立足优势主业，布局新兴产业	1
1.1 冰压行业龙头，着力发展新能源业务.....	1
1.2 核心业务拉动营收高增，盈利能力稳定.....	2
1.3 地方国企控股，激励政策彰显发展决心.....	5
2 盈利预测与估值	6
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司发展历史.....	1
图 2：2018-2023Q 公司营业收入及增速.....	3
图 3：2018-2023 公司归母净利润及增速.....	3
图 4：2018-2023 公司各业务营收（亿元）.....	3
图 5：2018-2023 压缩机营收占比.....	3
图 6：2018-2023 年公司各业务毛利率水平.....	4
图 7：2018-2023 年公司各业务毛利润情况（亿元）.....	4
图 8：2018-2023 年公司期间费用率.....	4
图 9：2018-2023 年公司毛利率及归母净利率.....	4
图 10：公司股权结构.....	5

表 目 录

表 1：公司主要业务结构.....	2
表 2：公司股权激励考核目标.....	5
表 3：公司股权激励计划执行结果.....	6
表 4：分业务收入及毛利率.....	6
表 5：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 立足优势主业，布局新兴产业

1.1 冰压行业龙头，着力发展新能源业务

长虹华意压缩机股份有限公司于 1990 年在江西省景德镇市设立，1993 年正式投产，1996 年在深圳证券交易所成功上市，是以研发，生产冰箱、冷柜、饮水机、制冰机及除湿机等制冷电器的各类压缩机为主营业务的大型企业。目前在全球拥有四个压缩机生产基地，超 8000 名员工，产销规模超 5600 万台，连续多年稳居全球同行业第一。产品具备高效率、宽电压、多工质、低噪声、高可靠性的特性，性能国际领先，通过了 CCC、VDE、KC、SASO、GOST 和 UL 等认证。凭借覆盖定频与变频的规格齐全的产品系列与声品质、气流脉动、流固耦合等方面的研究成果，公司研制的超高效、变频系列压缩机技术填补了中国空白，打破了国外企业的技术垄断，成为全国最大的环保、节能、高效冰箱压缩机生产、出口企业。

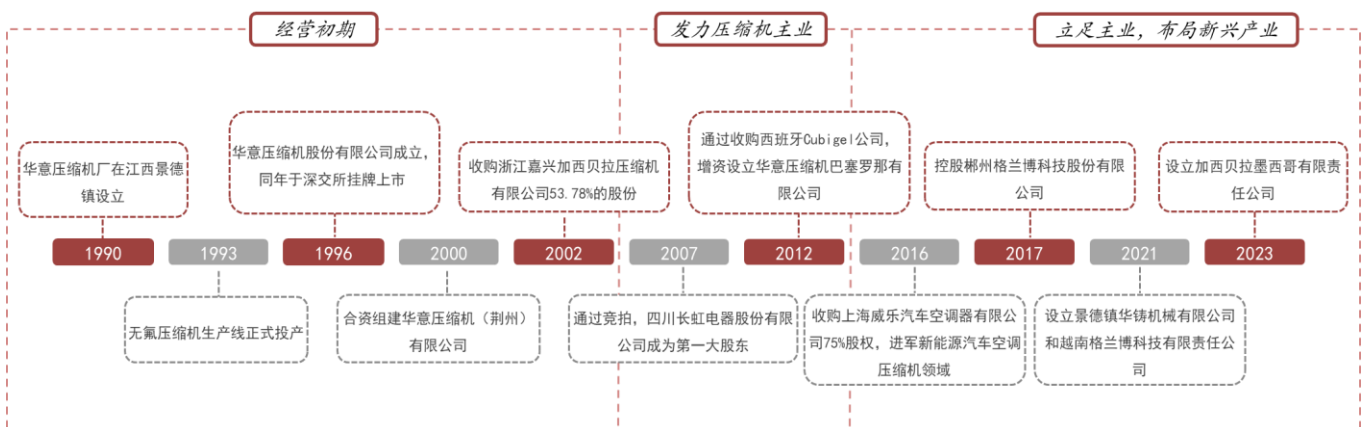
公司自区域性工厂发展至全球性冰箱压缩机行业龙头，主要经历了三个发展阶段：

(1) 经营初期 (1990-2006)：1990 年，华意压缩机厂成立；1993 年，全国第一条年产 100 万台无氟压缩机生产线投产；1996 年，华意压缩机股份有限公司成立，同年于深交所挂牌上市；2000 年，和南光制冷合资组建华意压缩机（荆州）有限公司；2002 年收购浙江嘉兴加西贝拉压缩机 53.8% 股份，扩大生产经营规模。

(2) 发力压缩机主业 (2007-2015)：2007 年，四川长虹成为华意最大股东，着力推动压缩机主业的不断发展和结构性调整；2012 年，通过收购西班牙 Cubigel 公司，成立华意压缩机巴塞罗那有限公司，压缩机业务进军海外市场。2013 年，公司实现产销突破 3400 万台，跃居同行业全球第一名。至 2015 年，公司产销量均达 3800 万台，稳居冰压行业全球第一。

(3) 立足主业，布局新兴产业 (2016 年至今)：2016 年，公司收购上海威乐汽车空调器有限公司 75% 的股份，开始扩展业务板块至新能源汽车空调压缩机领域；2017 年控股郴州格兰博科技股份有限公司，进军智能机器人行业，并在 2021 年设立越南格兰博，布局海外市场。立足优势主业，2023 年设立加西贝拉墨西哥有限责任公司，成为中国冰压行业首个在海外自主建立的制造基地，对接北美高端市场，继续深化压缩机业务在海外市场的渗透。

图 1：公司发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司在做大做强冰箱冰柜压缩机主业的基础上，努力发展新能源汽车空调压缩机等新兴产业。目前主营业务包括各类产品的开发设计、生产制造及市场销售，盈利稳定且持续性强。

- **开发设计：**公司积极跟进行业前沿技术，注重关键技术引领，持续强化提升产品的技术，充分利用国家级企业技术中心、省重点压缩机研究院、杭州研发子公司等技术创新平台，深化应用技术研究，推进新产品设计开发和产品迭代升级，以及创新求变赢得市场核心竞争的能力建设。
- **生产制造：**公司借助物联网、5G、工业智能等先进技术，打通信息流、物流、资金流等链条，实现数据传输、知识共享，提高精细化管理能力，提升生产效率，实现质量管理数字化，在客户端质量数据表现上拉开与竞争对手的差距。
- **市场销售：**公司致力于拓宽销售渠道，与全球多家知名冰箱企业建立并保持了长期、稳定的合作关系。通过过硬的质量打造知名品牌，目前拥有的“HUAYI”（华意）、“JIAXIPERA”（加西贝拉）、“CUBIGEL”（酷冰）均达到一流，并形成品牌效应，分别布局在家用、商用，定频、变频多个领域，形成了多工质、规格齐全的产品系列，满足客户不同需求，美誉度不断提升，品牌价值不断提高。

表 1：公司主要业务结构

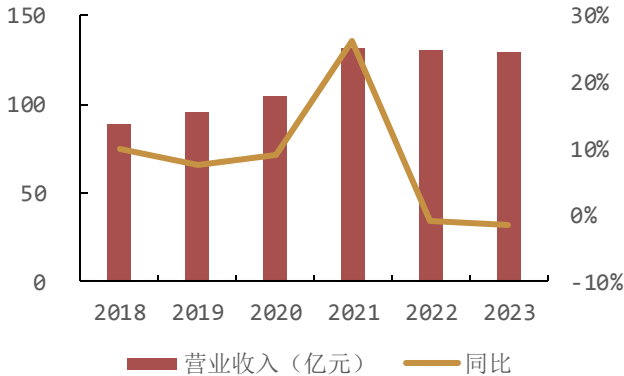
业务	经营主体	公司介绍
冰箱压缩机	长虹华意、华意荆州、华意巴塞罗那、加西贝拉	公司核心业务，主要包括冰箱压缩机、商用压缩机的研发、生产和销售。冰箱压缩机主要用于家用冰箱、冰柜等家用电器；商用压缩机主要用于超市冷冻陈列柜、保鲜柜和机场、写字楼等楼宇的自动售货机等领域。
新能源汽车空调配件	浙江威乐	公司近年来着力拓展的新业务，新能源汽车空调压缩机是新能源汽车空调的核心部件。
智能扫地机器人	格兰博	扫地机器人是家庭服务机器人的主要成员，主要应用于家庭清洁服务。因行业发展不佳于 2023 年被剥离。

数据来源：公司官网，西南证券整理

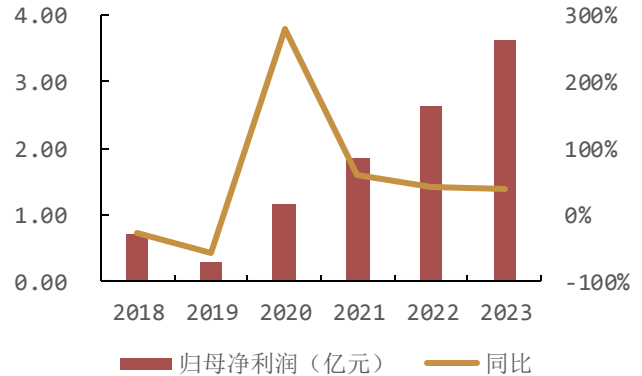
1.2 核心业务拉动营收高增，盈利能力稳定

多产业共同发展，营收与盈利保持稳健。公司聚焦压缩机产业，持续扩大压缩机产销规模，推动技术创新，营收增长平稳。2020 年实现营业收入 104.5 亿元，同比增长 9%；2021 年压缩机产销同比增长超 22% 带动整体营收水平同比高增 26.3% 至 132 亿元；2022 全年实现营业收入 131 亿元，同比下跌 0.8%，系压缩机产销有所收缩，智能扫地机受全球通胀导致的需求走弱影响，致使销量大幅下降，该年新能源产销量分别增长 222.2%、160%，主要系新产品研发配型成功，订单量增加所致。总体而言，2022 年冰压主业表现稳健；2023 年公司实现营业收入 128.9 亿元，同比小幅下滑 1.6%，系原材料及配件销售业务减少所致。

净利润方面，公司增长动力强劲，2019 年实现归母净利润 3062.6 万元，同比下降 57.6%，系冰压行业竞争激烈价格下降及汇率波动、电动汽车政策退坡、子公司华意巴塞罗那集体裁员所致；2020 年实现归母净利润 1.2 亿元，同比高增 278.9%，主要系疫情影响下全球冰箱需求上升，而全球冰柜产能恢复不足订单流向中国所致；2021、2022、2023 年分别实现归母净利润 1.9 亿元、2.6 亿元、3.6 亿元，分别同比增长 59.8%、41.7%、37.8%。

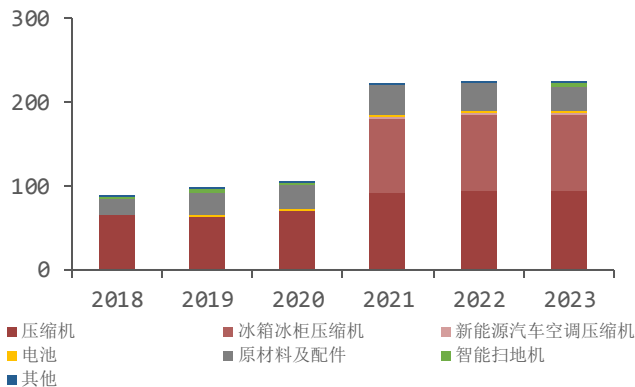
图 2：2018-2023Q 公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

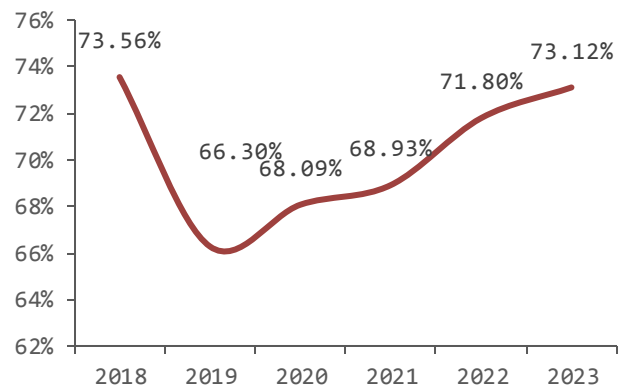
图 3：2018-2023 公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

核心业务带动营收，新增长点逐渐孕育。从营收结构来看，公司主营业务可以分为压缩机（2022 年后细分为冰箱冰柜压缩机与新能源汽车空调压缩机）、原材料及配件、智能扫地机及电池四大板块，其中压缩机是公司最大营收来源，原料及配件业务位居第二，两者合计占公司营业收入超过 95% 的份额。细分来看，冰箱冰柜压缩机业务 2021 年实现营收 90 亿元，营收占比 68.2%；2022 年实现营收 92.0 亿，同比提升 2.1%，营收占比 70.2%，较 2021 年上涨 2pp，2023 年实现营收 91.5 亿，同比下滑 0.5pp，总体保持稳健。新能源汽车空调压缩机业务增长强劲，2021 年实现营收 9331.6 万元，营收占比 0.7%；2022 年实现营收 2.1 亿元，同比增长 121.6%，营收占比 1.6%，同比上涨 0.9pp，2023 年实现营收 2.8 亿，同比高增 33.9%，营收占比 2.2%，同比增长 0.6pp。业务载体的浙江威乐抓住高速增长机会，聚焦资源，加强重点客户开发，全年完成压缩机销量 38 万台，同比增长 62%，远超新能源汽车行业 34% 的增幅，提升市场占有率 1% 以上，成为公司营收新增长点。智能扫地机业务 2021 年实现营收 2 亿元，营收占比 1.5%；2022 年实现营收 1.6 亿，同比下降 18.9%，营收占比 1.2%，同比下降 0.28pp，系全球通胀，市场需求承压导致订单量大幅减少所致，2023 年实现营收 4.9 亿元，同比提升 203.4%，营收占比 3.8%，同比提升 2.6pp。

图 4：2018-2023 公司各业务营收（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

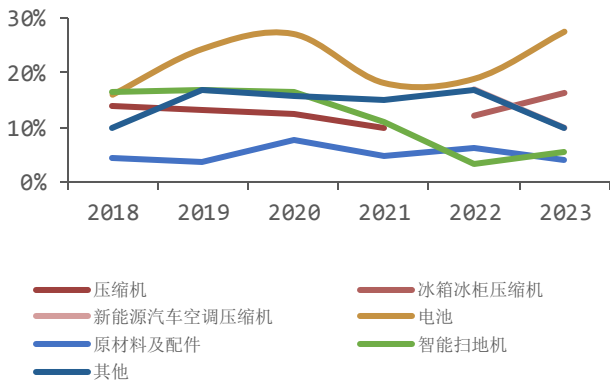
图 5：2018-2023 压缩机营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

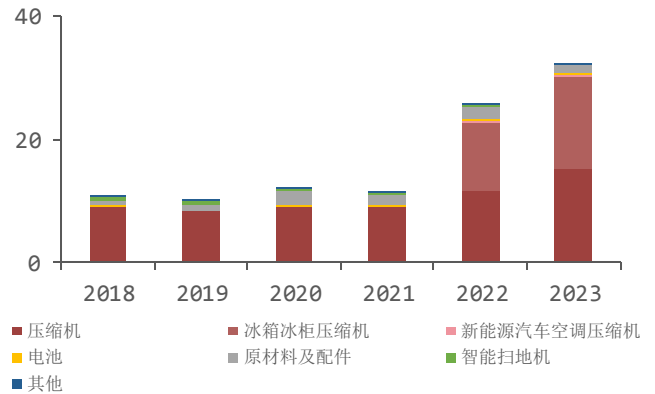
毛利率短期承压，长期结构优化引领增高质量增长。从毛利率来看，公司整体毛利率水平整体稳中有增。2021 年毛利率水平同比下降 2.8pp 至 8.7%，主要原因是受到疫情冲击导致各项业务原材料成本涨幅较大且订单保供艰难。2023 年同比提升 2.5pp 至 13.2%。从长

期看，公司冰压业务持续进行结构优化。2023 年，冰箱压缩机销量 7273 万台，同比增长 8%，其中商用压缩机销量 834 万台，同比增长 14%，变频压缩机销量 1791 万台，同比增长 10%，结构调整效果显著。高附加值的变频和商用压缩机具有更高的毛利率水平，公司产品结构的优化有望持续提升公司毛利率水平。

从毛利润来看，公司压缩机业务为公司毛利润主要贡献来源，2020 年受疫情因素影响，毛利润贡献有所下滑，2023 年贡献毛利润 15.2 亿元，较上年增长 7.3pp 至 89.3%。

图 6：2018-2023 年公司各业务毛利率水平


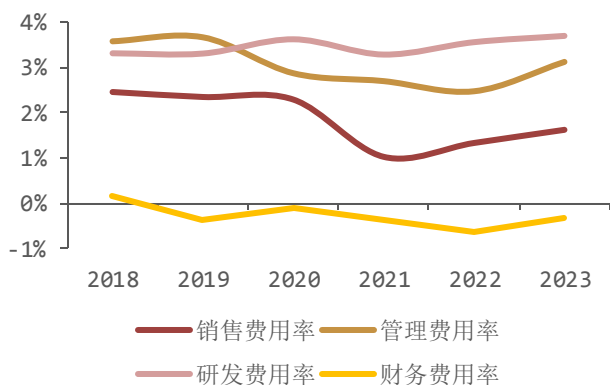
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2018-2023 年公司各业务毛利润情况 (亿元)


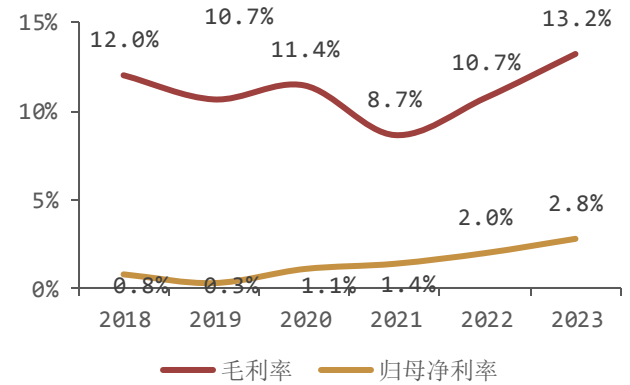
数据来源：公司公告，西南证券整理

营收增长摊薄费用率。公司期间费用率整体保持平稳态势，主要系公司运营情况良好，营收呈上涨态势，从而实现在期间费用表现平稳情况下实现期间费用率的下降。2021 年销售费用率下滑明显，系会计准则改变，将合同履行相关的运输费用重分类至营业成本列报所致。2023 年财务费用发生额较上年增长 49.2%，系本年汇兑收益减少及贴现支出增加所致。其他费用率有所回升，系经营原因各项费用有所上升，营收保持稳健所致。

从归母净利润率水平来看，整体表现为上升态势，公司运营情况良好。一方面为疫情影响冲淡，原材料等重要成本有所下滑；另一方面公司产品结构不断优化，核心竞争力不断提升，不懈培育新的增长点，未来或将持续改善。

图 8：2018-2023 年公司期间费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

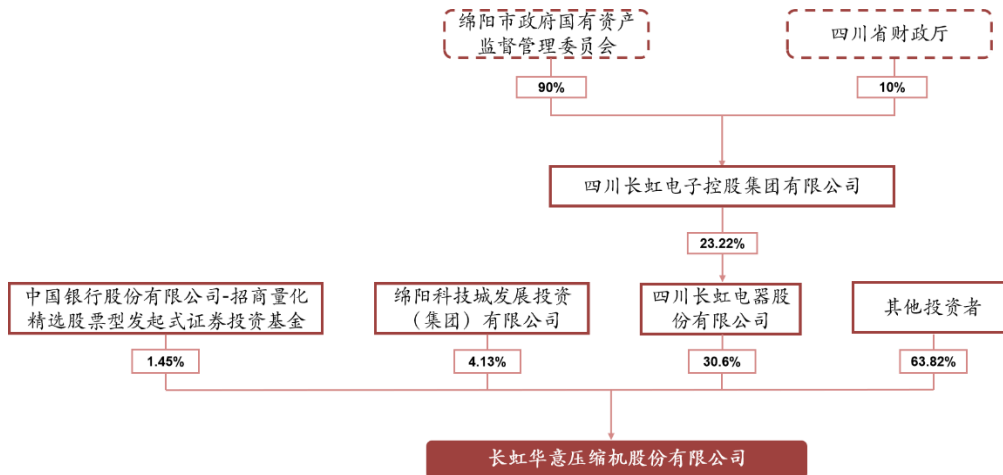
图 9：2018-2023 年公司毛利率及归母净利润率


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 地方国企控股，激励政策彰显发展决心

四川长虹电器股份有限公司控股。四川长虹电气股份有限公司为公司最大股东，持股 30.6%，其 23.2% 的股份为四川长虹电子控股集团有限公司持有。绵阳市政府国有资产监督管理委员会持有四川长虹电子控股集团有限公司 90% 的股权，是长虹华意的实际控制人。其次，绵阳科技城发展投资（集团）有限公司为公司第二大股东，持股 4.1%。

图 10：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

激励激发活力。公司 2022 年 1 月 28 日出台了《长虹华意压缩机股份有限公司十四五业绩激励方案》，提出考核目标包括以 2020 年归母净利润为基数，2021-2025 年度归母净利润复合增长率不低于（含）12% 等条件，达到条件后按公司归母净利润的 10% 提取激励基金，激励基金总金额的 90% 用于分配激励对象，10% 留存作为吸引外部优秀人才及对公司做出特殊贡献奖励的资金来源。激励对象承诺在收到业绩激励基金 3 个月内通过公开市场购买公司股票，股票购买金额由分配的税后激励基金和部分年度基本薪酬决定，且高管 3 年内不可减持，员工 1 年后可减持 50%。通过加深利益绑定，留住人才，激发员工的积极性，提高公司凝聚力和活力。

表 2：公司股权激励考核目标

年份	实际归母净利润 (亿元)	目标归母净利润 (亿元)	实际增长率	是否计提 激励基金
2020	1.16	-	-	-
2021	1.85	1.30	59.8%	是
2022	2.63	1.46	41.7%	是
2023	3.62	1.63	37.8%	是
2024	-	1.83	-	-
2025	-	2.05	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：公司股权激励计划执行结果

激励计划	数量总额	分配金额	激励人数
2021 年计提业绩激励基金	1,850.00 万元	1,665.00 万元	59 人
2022 年计提业绩激励基金	2,627.51 万元	1,968.90 万元	67 人
2023 年计提业绩激励基金	3622.00 万元	3,259.80 万元	-
合计	8,093.51 万元	6,893.70 万元	

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：假设 2024-2026 年公司冰箱冰柜压缩机销量分别同比增长 8%、5%、5%；新能源汽车压缩机销量分别同比增长 50%、40%、30%；智能扫地机销量分别同比增长 20%、15%、15%。

假设 2：假设 2024-2026 年公司冰箱冰柜压缩机均价为 132.1 元、136 元、140.1 元；新能源汽车压缩机均价分别为 750.8 元、773.4 元、796.6 元；智能扫地机均价分别为 636 元、699.6 元、734.6 元。

假设 3：假设 2024-2026 年公司冰箱冰柜压缩机毛利率分别为 16.5%、17%、17.5%；新能源汽车压缩机毛利率分别为 12.5%、13%、13.5%；智能扫地机毛利率分别为 5%、6%、7%。

假设 4：假设 2024-2026 年公司销售费用率分别为 1.7%、1.6%、1.5%。

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 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	12,889.01	14,541.94	15,817.74	17,150.78
	增速	-1.58%	12.82%	8.77%	8.43%
	营业成本	11,185.32	12,562.75	13,595.04	14,657.74
	毛利率	13.22%	13.61%	14.05%	14.54%
冰箱冰柜压缩机	营业收入	9147.386	10373.14	11218.55	12132.86
	增速	-0.53%	13.40%	8.15%	8.15%
	营业成本	7653.692	8,661.57	9,311.39	10,009.61
	毛利率	16.33%	16.50%	17.00%	17.50%
新能源汽车压缩机	营业收入	277.0041	427.97	617.13	826.34
	增速	33.94%	54.50%	44.20%	33.90%
	营业成本	249.4835	374.47	536.91	714.79
	毛利率	9.94%	12.50%	13.00%	13.50%
原材料	营业收入	2,787.12	2870.74	2928.15	2957.43
	增速	-15.4%	3.00%	2.00%	1.00%
	营业成本	2,671.16	2,727.20	2,781.74	2,809.56

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	毛利率	4.16%	5.00%	5.00%	5.00%
智能扫地机	营业收入	492.20	679.24	859.24	1037.53
	增速	203.3%	38.00%	26.50%	20.75%
	营业成本	464.37	645.28	807.68	964.90
	毛利率	5.66%	5.00%	6.00%	7.00%
电池	营业收入	113.54	116.95	119.29	120.48
	增速	-30.7%	3.00%	2.00%	1.00%
	营业成本	82.26	87.71	89.46	90.36
	毛利率	27.55%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	营业收入	71.76	73.91	75.39	76.14
	增速	-2.6%	3.00%	2.00%	1.00%
	营业成本	64.67	66.52	67.85	68.53
	毛利率	9.87%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：Wind, 西南证券

考虑公司主营业务冰箱冰柜压缩机为白电企业上游零部件，我们选择同为白电上游零部件的盾安环境、汉宇集团、华翔股份作为可比公司进行估值，其中盾安环境主营业务为白电电子膨胀阀，汉宇集团为白电排水泵，华翔股份为压缩机。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A（E）	24E	25E	26E	23A（E）	24E	25E	26E
002011.SZ	盾安环境	12.67	0.68	0.87	1.04	-	18.72	14.61	12.22	-
300403.SZ	汉宇集团	8.10	0.36	0.38	0.51	-	22.71	21.14	-	-
603112.SH	华翔股份	12.14	0.91	1.10	1.33	-	13.32	11.06	9.16	-
平均值							18.25	15.60	10.69	18.25

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截止日期 2024.04.02）

在冰箱压缩机领域，公司在全球市场占有率、品牌影响力均处于行业领先地位，新能源汽车产业布局已见成效，公司品牌影响力持续扩大。预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.69 元、0.85 元、1.03 元，首次覆盖给予“持有”评级。

3 风险提示

原材料价格波动、新业务拓展不及预期、结构调整效果不及预期、汇率波动等风险。

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	12889.01	14541.94	15817.74	17150.78	净利润	531.31	701.17	868.77	1051.30
营业成本	11185.32	12562.75	13595.04	14657.74	折旧与摊销	202.74	338.85	366.10	381.36
营业税金及附加	47.30	47.22	53.00	57.79	财务费用	-42.19	-83.47	-124.00	-152.47
销售费用	209.82	247.21	253.08	257.26	资产减值损失	-105.53	0.00	0.00	0.00
管理费用	403.01	1017.94	1107.24	1200.55	经营营运资本变动	-184.22	895.55	137.00	208.49
财务费用	-42.19	-83.47	-124.00	-152.47	其他	462.25	13.03	2.47	-3.48
资产减值损失	-105.53	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	864.36	1865.13	1250.35	1485.20
投资收益	35.04	6.00	6.00	6.00	资本支出	149.40	-400.00	-430.00	0.00
公允价值变动损益	16.10	2.62	2.23	4.67	其他	-180.62	743.28	8.23	10.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-31.23	343.28	-421.77	10.67
营业利润	571.61	758.91	941.60	1140.58	短期借款	-67.26	-1158.67	0.00	0.00
其他非经营损益	8.21	6.28	6.49	6.71	长期借款	139.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	579.83	765.19	948.10	1147.29	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	48.51	64.02	79.32	95.99	支付股利	-139.20	-191.86	-253.20	-313.72
净利润	531.31	701.17	868.77	1051.30	其他	115.41	-110.75	124.00	152.47
少数股东损益	169.16	223.23	276.59	334.70	筹资活动现金流净额	48.85	-1461.28	-129.20	-161.25
归属母公司股东净利润	362.16	477.94	592.18	716.60	现金流量净额	886.33	747.12	699.37	1334.62
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	4471.53	5218.65	5918.03	7252.65	成长能力				
应收和预付款项	2337.20	2397.42	2701.56	2923.86	销售收入增长率	-1.58%	12.82%	8.77%	8.43%
存货	1695.36	1873.36	2035.85	2199.04	营业利润增长率	24.30%	32.77%	24.07%	21.13%
其他流动资产	2006.91	109.12	118.62	128.54	净利润增长率	27.26%	31.97%	23.90%	21.01%
长期股权投资	184.15	184.15	184.15	184.15	EBITDA 增长率	26.11%	38.53%	16.70%	15.69%
投资性房地产	5.62	5.62	5.62	5.62	获利能力				
固定资产和在建工程	1471.21	1516.55	1564.63	1217.46	毛利率	13.22%	13.61%	14.05%	14.54%
无形资产和开发支出	223.15	238.96	254.78	220.59	三费率	4.43%	8.13%	7.82%	7.61%
其他非流动资产	1507.40	1507.40	1507.40	1507.40	净利率	4.12%	4.82%	5.49%	6.13%
资产总计	13902.54	13051.24	14290.64	15639.32	ROE	10.23%	12.32%	13.78%	14.93%
短期借款	1158.67	0.00	0.00	0.00	ROA	3.82%	5.37%	6.08%	6.72%
应付和预收款项	6084.28	6415.02	7018.09	7607.84	ROIC	37.30%	70.11%	133.95%	259.18%
长期借款	309.91	309.91	309.91	309.91	EBITDA/销售收入	5.68%	6.97%	7.48%	7.98%
其他负债	1155.87	636.30	657.04	678.40	营运能力				
负债合计	8708.74	7361.22	7985.05	8596.15	总资产周转率	0.97	1.08	1.16	1.15
股本	696.00	696.00	696.00	696.00	固定资产周转率	8.79	10.54	11.73	14.66
资本公积	1583.11	1583.11	1583.11	1583.11	应收账款周转率	6.28	6.79	6.90	6.76
留存收益	1531.75	1817.82	2156.81	2559.68	存货周转率	6.89	6.98	6.86	6.85
归属母公司股东权益	3823.95	4096.93	4435.91	4838.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.20%	—	—	—
少数股东权益	1369.85	1593.08	1869.67	2204.38	资本结构				
股东权益合计	5193.80	5690.01	6305.59	7043.17	资产负债率	62.64%	56.40%	55.88%	54.96%
负债和股东权益合计	13902.54	13051.24	14290.64	15639.32	带息债务/总负债	16.86%	4.21%	3.88%	3.61%
					流动比率	1.31	1.44	1.48	1.58
					速动比率	1.10	1.16	1.20	1.30
					股利支付率	38.44%	40.14%	42.76%	43.78%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.69	0.85	1.03
					每股净资产	7.46	8.18	9.06	10.12
					每股经营现金	1.24	2.68	1.80	2.13
					每股股利	0.20	0.28	0.36	0.45
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	732.16	1014.29	1183.71	1369.47					
PE	13.51	10.24	8.26	6.83					
PB	0.94	0.86	0.78	0.69					
PS	0.38	0.34	0.31	0.29					
EV/EBITDA	0.75	-1.52	-1.89	-2.61					
股息率	2.84%	3.92%	5.17%	6.41%					

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
