

工业阀门龙头，受益于下游行业高景气

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报，2023年实现营收55.4亿，同比+36.6%；归母净利润7.2亿，同比+54.9%。单2023Q4实现营收13.0亿，同比+18.0%，环比-28.2%；归母净利润1.33亿，同比+12.6%，环比-47.1%。公司业务大幅增长，盈利能力显著提升。
- 下游多行业拓展顺利，国内外业务双增长。** 除传统的石油天然气能源项目，公司在LNG、精细化工、核电、造船等市场领域快速扩大，亦在海洋风电、氢能、地热、生物能、太阳能和碳捕捉等清洁能源开发项目中积极拓展，业绩实现高速增长。23年公司海外业务实现营收30.3亿，同比+27.4%，占比达54.6%，毛利率为32.0%，同比+5.9pp，毛利率提升主要系海外LNG、氢能等行业占比高；国内市场实现营收24.5亿，同比+48.2%，占比提升至44.1%，毛利率为31.3%，同比-5.02pp，毛利率下滑主要系国内传统行业竞争加剧。另细分产品来看，工业阀门板块营收同比+35.9%，其中闸阀、截止阀、球阀、蝶阀、油气开采设备、安全阀等产品销量同比分别+20%、+24%、+30%、+64%、+22%、+26%，拉动业绩增长。
- 下游行业结构优化、规模效应显现，公司各产品线毛利率提升，盈利能力提升。** 23年公司综合毛利率为31.4%，同比+0.81pp，净利率为13.24%，同比+1.56pp；期间管理费用率为13.8%，同比-1.4pp；毛利率提升主要系公司细分下游结构变化（氢能、油气、LNG等行业及油气开采设备毛利率高）+成本管控良好，工业阀门板块毛利率+0.7pp至31.5%，零件板块毛利率+18.5pp至58.4%，锻件板块毛利率+12.1pp至-3.7%，铸件板块毛利率同比+53.2pp至57.9%。
- 下游多行业高景气，公司为工业阀门龙头，高增长可期。** 23年以来，公司下游油气开发、LNG、造船海工、FPSO等核心行业景气度高，公司内部深化工艺研究，外部拓宽客户，有望保持业绩高增。从产品来看，公司覆盖球阀、蝶阀、闸阀、截止阀、止回阀、调节阀、API6A阀及管汇撬装、水下阀、安全阀和核电阀等十大系列产品，致力于为客户提供全套工业阀门的解决方案；23年实现高压硬密封紧急切断球、偏心半球阀、丁二醇装置用超高压截止阀、大口径高温/超低温蝶阀、液氢阀门等突破，打破海外垄断，产品竞争力持续提升。从下游拓展来看，公司持续深化国内外客户覆盖，在与传统的石油天然气能源项目的SHELL、TOTAL、中石油、中石化等全球能源行业巨头继续开展深度合作的同时，也在天然气、炼油、化工、船舶海工、电厂、长输管线及新能源等行业不断扩大市场渗透，业务拓展顺利。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润为8.4、9.6、10.6亿元，对应EPS为1.11、1.26、1.40元，当前股价对应PE为16、14、12倍，未来三年归母净利润复合增长率14%，给予公司2024年18倍PE，对应目标价19.98元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 下游行业景气下行、海外市场发展不确定性、原材料成本上行等风险。

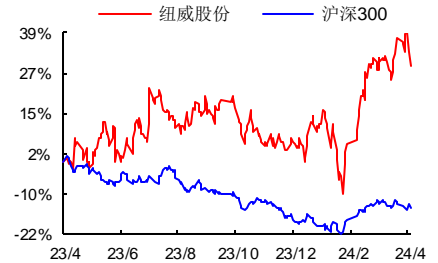
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5544.46	6713.10	7795.63	8793.55
增长率	36.59%	21.08%	16.13%	12.80%
归属母公司净利润(百万元)	721.80	842.04	958.04	1061.05
增长率	54.85%	16.66%	13.78%	10.75%
每股收益EPS(元)	0.95	1.11	1.26	1.40
净资产收益率ROE	19.20%	19.07%	18.39%	17.45%
PE	18	16	14	12
PB	3.50	2.98	2.53	2.16

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)	7.60
流通A股(亿股)	7.49
52周内股价区间(元)	11.65-17.95
总市值(亿元)	126.60
总资产(亿元)	78.79
每股净资产(元)	4.92

相关研究

目 录

1 纽威股份：工业阀门领军企业，下游多领域拓展	1
1.1 深耕工业阀门领域，成为全套阀门解决方案供应商.....	1
1.2 业绩稳步增长，盈利能力保持稳定.....	4
1.3 实际控制人持股比例高，股权结构集中稳定.....	6
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：纽威股份已是国内头部阀门制造商，全产业链布局成熟完备.....	1
图 2：2023 年，公司工业阀门业务营收占比为 92.4%.....	3
图 3：2023 年，公司各产品线毛利率提升.....	3
图 4：2023 年，公司实现营收 55.4 亿，同比+36.6%.....	4
图 5：2023 年，公司实现净利润 7.2 亿，同比+54.9%.....	4
图 6：2023 年，海外业务实现营收 30.3 亿元.....	5
图 7：2023 年，海外业务毛利率实现提升.....	5
图 8：2023 年，毛利率、净利率整体回升.....	5
图 9：2018 年以来公司期间费用率整体呈现下降趋势.....	5
图 10：实际控制人王保庆、席超、陆斌、程章文合计持有公司 58.96%股权.....	6

表 目 录

表 1：公司主营中高端阀门，产品系列分为闸阀、截止阀等十大类.....	2
表 2：公司产品下游覆盖领域广阔.....	4
表 3：公司主要子公司（不完全统计）.....	6
表 4：公司分业务收入及毛利率预测.....	7
表 5：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 16 日）.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

1 纽威股份：工业阀门领军企业，下游多领域拓展

1.1 深耕工业阀门领域，成为全套阀门解决方案供应商

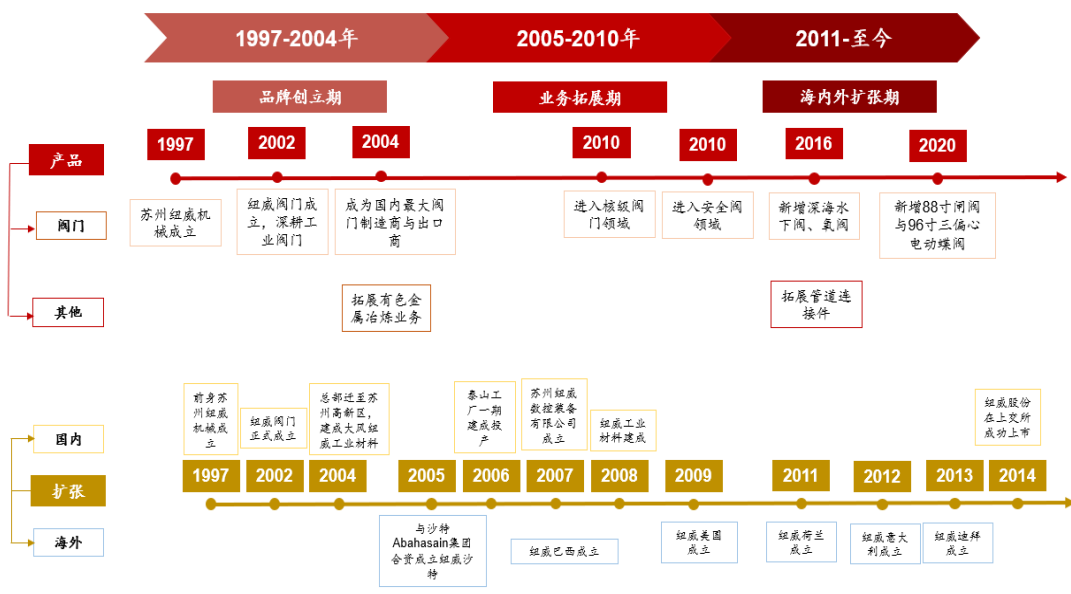
纽威股份致力于阀门产业，目前已是国内头部阀门制造商，全产业链布局成熟完备。公司成立于 2009 年，前身为 1997 年成立的苏州纽威机械。公司主营阀门的设计、制造和销售，是国内综合实力领先的工业阀门供应商，成立以来始终致力于为客户提供全套工业阀门解决方案，为石油天然气、化工、电力等行业提供覆盖全行业系列的产品。公司营业收入在国内企业中连续多年排名第一，作为工业阀门领域的领军企业，公司的发展可分为三个阶段。

1) 1997-2004 年：深耕工业阀门领域，打造自主品牌。1997 年，公司前身苏州纽威机械成立。2002 年，纽威阀门成立，致力于工业阀门的生产和研发，同年纽威铸造在苏州白洋湾厂建成。2004 年，公司总部迁至苏州高新区，并在大丰通商建成大风纽威工业材料，主营业务为有色金属冶炼等。同年，公司销售突破 5000 万美元，成为中国最大的阀门制造商与出口商。

2) 2005-2010 年：多地部署工厂，业绩持续增长。2005 年，公司与沙特 Abahasain 集团合资成立纽威沙特，该子公司集制造、销售等功能为一体的阀门集成供应基地，标志公司全球战略的开始。2006 年，公司年销售额突破 1 亿美元，同年泰山工厂一期建成投产。2007-2009 年，公司相继在巴西、苏州、美国设立子公司。2010 年，公司获得国家核安全局设计、制造许可证，标志着公司进入核阀门领域。

3) 2011-至今：业务范围持续拓展，国内外同步扩张。2011 年，公司收购吴江东吴机械有限公司，产品范围延伸至安全阀。2016 年，公司收购主营业务为管道连接件的青岛泰信管路系统有限公司，同年产品领域新增深海水下阀与氧阀。2016 年，公司获得国内首个出口欧洲的核级阀门订单，并成立海外事业部。2017-2019 年，公司相继在国内溧阳、苏州建立子公司，海外在西非、越南建立子公司。2020-2022 年，公司产品领域新增 88 寸闸阀与 96 寸三偏心电动蝶阀，纽威流体控制有限公司正式投产运行。

图 1：纽威股份已是国内头部阀门制造商，全产业链布局成熟完备



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司坚持技术创新，产品业务品类丰富。公司主营中高端阀门，覆盖闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀、调节阀、氧气阀、水下阀、超低温阀门和电站阀十大系列，规格型号达到 5000 多种。在保持传统优势行业强大竞争力的同时，公司近年来也在不断拓展深海阀门、核电阀门等新型高端阀门领域，这些领域收入占比快速提升，减少了公司对单一领域的依赖。

表 1：公司主营中高端阀门，产品系列分为闸阀、截止阀等十大类

产品	主要功能	代表样品图示					
闸阀	启闭件闸板，闸板的运动方向与流体方向相垂直，闸阀只能作全开和全关，不能作调节和节流。通过闸座和闸板接触进行密封，通常密封面会堆焊金属材料以增加耐磨性	平行闸板 闸阀		平板 闸阀		撑开式 平板 闸阀	
截止阀	强制密封式阀门，在阀门关闭时，必须向阀瓣施加压力，以强制密封面不泄漏	轴流式 止回阀		双瓣式 止回阀			
止回阀	指启闭件为圆形阀瓣并靠自身重量及介质压力产生动作来阻断介质倒流的一种阀门。属自动阀类，阀瓣运动方式分为升降式和旋启式	超低温 截止阀					
球阀	启闭件（球体）由阀杆带动，并绕球阀轴线作旋转运动的阀门；亦可用于流体调节与控制，特别适用于含纤维、微小固体颗粒等的介质	浮动球阀		固定 球阀		双球 球阀	
蝶阀	结构简单的调节阀，可用于低压管道介质的开关控制的蝶阀是指关闭件（阀瓣或蝶板）为圆盘，围绕阀轴旋转来达到开启与关闭的一种阀	中线蝶阀		双偏心 蝶阀		三偏心 蝶阀	
调节阀	由两个主要的组合件构成：阀体组合件和执行机构组合件。通过接受调节控制单元输出的控制信号，借助动力操作去改变流体流量	单座 调节阀		V 型 调节阀		套筒 调节阀	
氧气阀	使用时通过减压阀使气体压力降至实验所需范围，再经过其它控制阀门细调，使气体输入使用系统						
水下阀	一般应用于海洋油气水下生产系统中流体输送。水下阀门长期工作于深水及超深水工况，使用寿命一般超过 20 年	水下 球阀		水下 球阀			

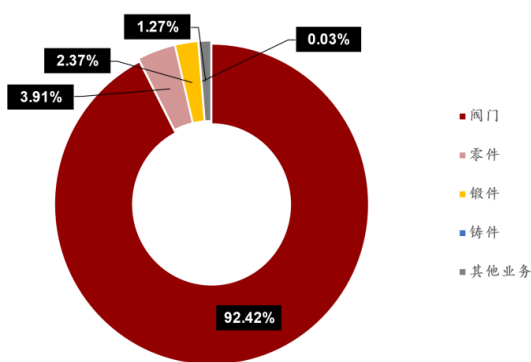
产品	主要功能	代表样品图示			
超低温阀门	适用于-196℃的低温工况	超低温阀门		超低温截止阀	超低温止回阀 
电站阀	公司核级闸阀产品可提供核安全 2、3 级，核规范 2、3 级，抗震类别 I 类；常规电站阀包含球阀、蝶阀等	核电阀		常规电站阀	

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

1) 公司核心业务工业阀门稳定发展，保持高毛利水平。纽威股份是国内工业阀门领军企业，十大系列产品覆盖工业各流程，同时是全套阀门解决方案供应商。2018-2023 年公司阀门营收由 26.2 亿元上升至 51.2 亿元，毛利率基本在 30%-35% 之间波动。2023 年该业务营收同比增长 35.9%，营收占比为 92.4%，营收的持续增长主要系公司不断完善营销体系建设，拓展阀门下游，除传统的石油天然气能源项目，在 LNG、精细化工、核电等市场领域快速扩大，亦在海洋风电、氢能、地热、生物能、太阳能和碳捕捉等清洁能源开发项目中积极拓展，阀门销量保持持续增长。

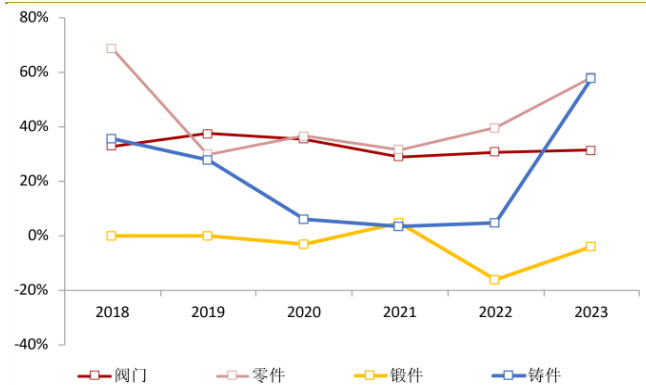
2) 零件、锻件、铸件等业务占比低，毛利率波动较大。公司的零件、铸件、锻件业务板块占比较低，2023 年零件板块实现营收 2.2 亿，同比+23.1%，毛利率提升 18.53pp 至 58.4%，占比为 3.9%；锻件板块实现营收 1.3 亿，同比+68.0%，毛利率提升 12.14pp 至-3.68%，占比为 2.3%；铸件板块实现营收 0.02 亿，同比+19.7%，毛利率同比提升 53.17pp 至 57.89%，占比为 0.03%。

图 2：2023 年，公司工业阀门业务营收占比为 92.4%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2023 年，公司各产品线毛利率提升



数据来源：Wind，西南证券整理

主营中高端阀门产品，下游行业覆盖广泛。公司产品广泛应用于石油天然气开采与运输、炼化与化工、船舶海工、煤化工、空分、核电、电力、矿业等领域，并且在多个领域取得了较好的应用业绩。同时公司具备为石油天然气、化工、电力等行业提供基本覆盖全行业系列产品组合的能力，是行业内较少的全套阀门解决方案供应商。

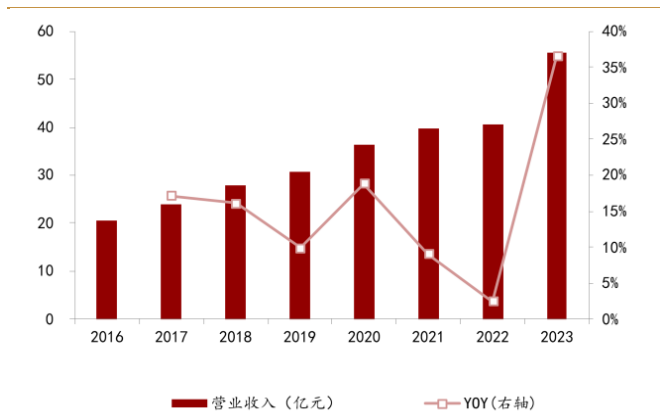
表 2：公司产品下游覆盖领域广阔

下游产业	适用产品	代表项目
陆地勘探&生产	石油天然气上游领域的 API6A 阀门、井口装置；烃类流体收集	PTTEP F12 GAS DEVELOPMENT PROJECT (泰国)
深海开采	水下闸阀和球球阀	中海油文昌 9-2/9-3/10-3 气田群项目
液化天然气	超低温闸阀、截止阀、止回阀、球阀、蝶阀及调节阀	新奥 LNG 接收站项目 (中国); QGC QCLNG (澳大利亚)
油气管线输送	降低管路压损的管线阀门, 如固定球阀、平板闸阀、全开式止回阀等	中油物装-中俄东线天然气管道项目
电力	公司生产的电力行业阀门已获得防火、低泄露、SIL、等证书, 能够满足电力行业客户的各类需求	Southern Power Generation SdnBhdTrack 4A (马来西亚)
核电	不同核安全等级要求的闸、截、止、球、蝶阀门	法电 NNB 辛克立角 C 项目 (英国); 中广核防城港核电项目 (中国); 中广核台山核电站项目 (中国)
矿业	硬密封球阀、偏心蝶阀、角阀、刀闸阀、特材阀门等	QSTEC 多晶硅厂项目 (卡塔尔); 阿尔塔维拉氧化铝精炼厂全球铝项目 (阿联酋)

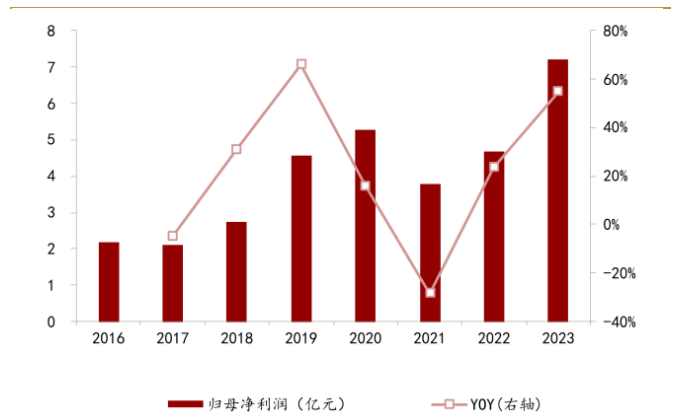
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 业绩稳步增长，盈利能力保持稳定

下游景气助力业绩增长，公司营收和归母净利润双增。2016-2023 年公司营收与净利润呈现持续增长趋势，营收由 20.5 亿元增长至 55.4 亿元，CAGR 为 15.3%；归母净利润由 2.2 亿元增长至 7.2 亿元，CAGR 为 18.5%；营收增长主要系公司产品的下游领域规模不断扩张，同时公司应对市场快速更新迭代的需求、主动进行业务扩张，深耕工业阀门市场，积极拓展新兴领域，销量保持增长。详细来看，2023 年公司营收同比增长 36.6%，归母净利润同比增长 54.9%，主要系公司积极拓展下游，细分闸阀、截止阀、球阀、蝶阀、油气开采设备、安全阀等产品销量同比分别+20%、+24%、+30%、+64%、+22%、+26%，拉动公司营收提升。

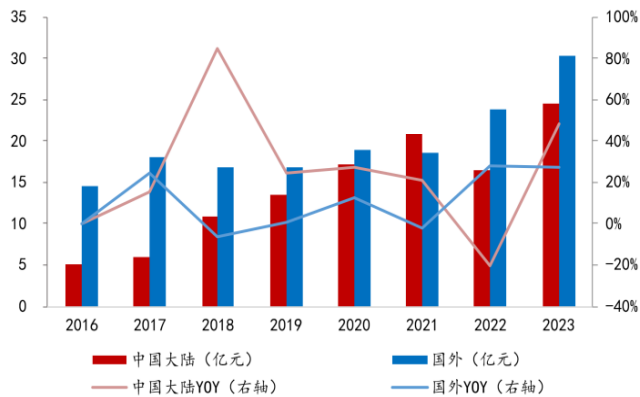
图 4：2023 年，公司实现营收 55.4 亿，同比+36.6%


数据来源：Wind，西南证券整理

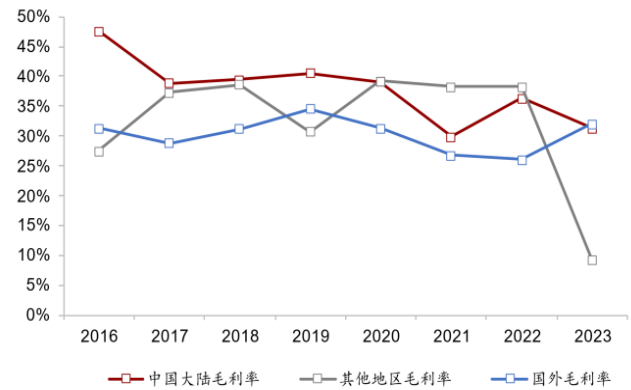
图 5：2023 年，公司实现净利润 7.2 亿，同比+54.9%


数据来源：Wind，西南证券整理

公司下游多行业拓展顺利，国内外营收均实现增长。2022 年以来，公司深化与国内外高端用户的共同发展，公司国内外业务拓展顺利，除了传统的石油天然气能源项目，公司产品在 LNG、精细化工、核电等市场领域快速扩大，同时，产品还被使用到海洋风电、氢能、地热、生物能、太阳能和碳捕捉等清洁能源开发项目中。2023 年公司海外业务实现营收 30.3 亿，同比+27.4%，占比达 54.6%，毛利率为 32.0%，同比+5.9pp，毛利率提升主要系海外 LNG、氢能等行业占比高；国内市场实现营收 24.5 亿，同比+48.2%，占比提升至 44.1%，毛利率为 31.3%，同比-5.02pp，毛利率下滑主要系国内传统行业竞争加剧。

图 6：2023 年，海外业务实现营收 30.3 亿元


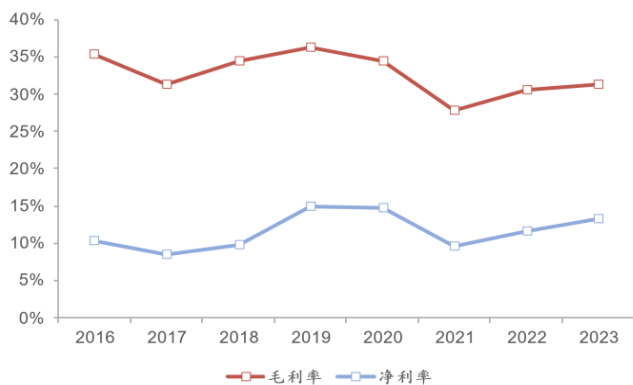
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2023 年，海外业务毛利率实现提升


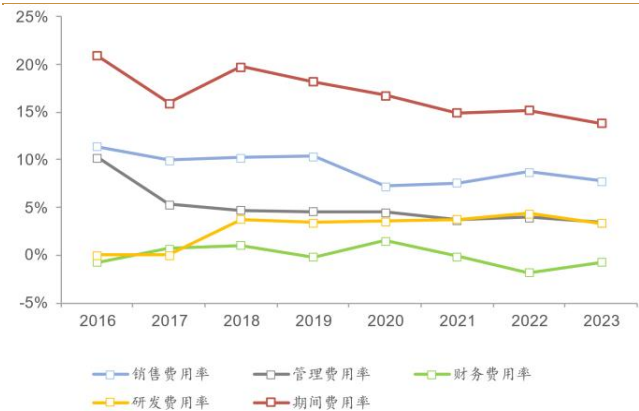
数据来源：Wind，西南证券整理

公司毛利率保持 30%-32% 左右，净利率整体有提升。2017-2022 年公司毛利率由 31.3% 略降至 30.5%，净利率由 8.5% 增长至 11.7%；2023 年公司综合毛利率为 31.4%，同比+0.81pp，净利率为 13.24%，同比+1.56pp；盈利能力提升主要系公司持续对现有产品进行升级，聚焦中高端，产品结构改变，各产品线毛利率增长。

期间费用控制良好，费用率稳定下降。公司坚持降本增效与费用管理，期间费用率降低成效明显。2017-2023 年，公司的期间费用率整体呈现下降趋势；2023 年公司期间费用率为 13.8%，同比下降 1.4 个百分点。细分来看，2023 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.8%、3.4%、3.4%、-0.7%，同比分别-1.0、-0.6、-1.0、+1.1 个百分点。

图 8：2023 年，毛利率、净利率整体回升


数据来源：Wind，西南证券整理

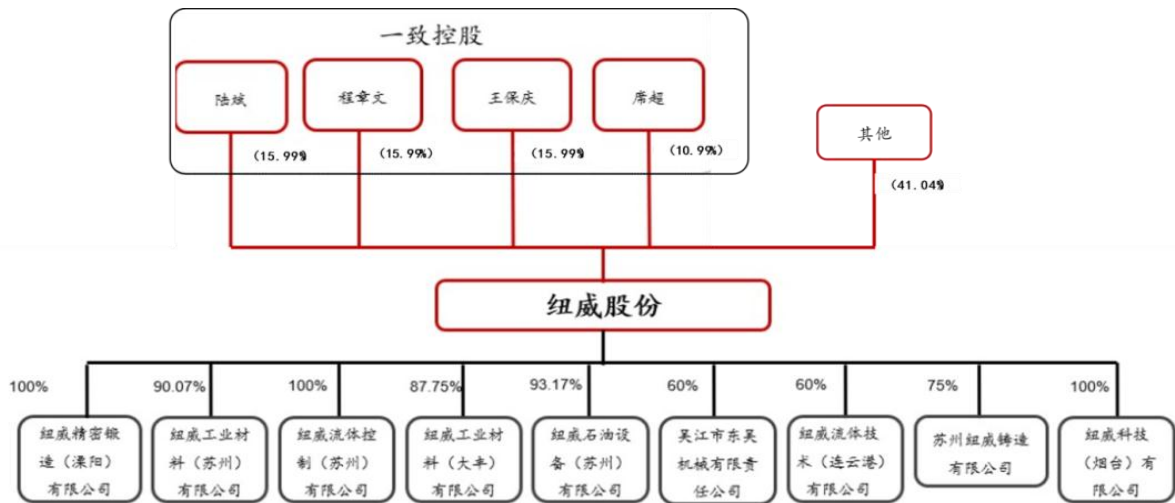
图 9：2018 年以来公司期间费用率整体呈现下降趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 实际控制人持股比例高，股权结构集中稳定

公司股权集中稳定，实际控制人持股比例高。公司实际控制人为 4 位创始人王保庆、席超、陆斌、程章文，合计持有公司 58.96% 股权；4 位实际控制人目前仍分别在公司担任董事长、总经理、副总经理等职位，并在公司上市后多次增持股票，彰显发展信心。另外公司参控十余家子公司，其中，7 家子公司从事锻件、铸件和阀门制造业务，8 家子公司从事销售业务，1 家从事投资业务。

图 10：实际控制人王保庆、席超、陆斌、程章文合计持有公司 58.96% 股权



数据来源：wind，西南证券整理

表 3：公司主要子公司（不完全统计）

主要子公司	成立	主营业务
纽威工业材料（苏州）有限公司	2005	生产各类铸件、锻件，加工阀门系列产品及零件等，销售自产产品，并提供相应的技术和售后服务
纽威工业材料（大丰）有限公司	2006	黑色金属铸造；有色金属铸造；金属表面处理及热处理加工；淬火加工；机械零件、零部件加工
吴江市东吴机械有限责任公司	1998	阀门、工具、机械零件生产、销售并提供相关售后服务
苏州合创检测服务有限公司	2020	特种设备检验检测服务
纽威石油设备（苏州）有限公司	2003	石油钻采专用设备制造；深海石油钻探设备制造；通用设备制造
纽威精密锻造（溧阳）有限公司	2017	锻件制品制造及加工、销售；阀门铸件制造、加工与销售；金属材料、金属零部件的销售
纽威流体控制（苏州）有限公司	2018	流体控制设备、工业阀门（含石油、化工及天然气用低功率气动控制阀）及管线控制设备

数据来源：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：

1) 工业阀门板块：公司阀门产品主要“以销定产”，且公司主要通过参下游终端用户的建设工程项目招标取得阀门采购订单，产品跟随项目具备较大差异性，偏定制化；目前公司深耕传统的石化行业的同时，LNG、氢能、光伏等行业的占比持续提升，且下游行业高景气，考虑公司 2023 年订单高增长，部分订单 2024 年交付，预计 2024-2026 年该业务板块营收整体增速有望为 21%、16%、12%；随着公司毛利率高的 LNG\氢能、海洋工程等阀门产品占比提升，预计该板块毛利率稳中有升。

2) 零件板块：零件业务主要是指提供轴承、齿轮等环锻件，预计 2024-2026 年板块业务增速有望稳定在 20%、20%、20%；该板块 2021-2023 年毛利率变动较大，预计 2024-2026 年毛利率相对稳定。

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：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
工业阀门板块	收入	5124.31	6219.09	7214.52	8109.68
	增速	35.91%	21.36%	16.01%	12.41%
	毛利率	31.46%	32.00%	32.00%	32.00%
零件板块	收入	216.65	259.98	311.98	374.37
	增速	23.05%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	58.27%	40.00%	40.00%	40.00%
铸件板块	收入	131.35	151.05	173.71	199.77
	增速	68.03%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	-3.68%	2.00%	2.00%	2.00%
锻件板块	收入	1.52	1.75	2.01	2.31
	增速	19.69%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	57.89%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	收入	70.63	81.22	93.41	107.42
	增速	112.48%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	9.34%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	5544.46	6713.10	7795.63	8793.55
	增速	36.59%	21.08%	16.13%	12.80%
	毛利率	31.40%	31.37%	31.39%	31.39%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取和公司同属于阀门或流程工业自动化控制领域的中密控股、江苏神通、中控技术 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 18、15、14 倍。公司为国内工业阀门龙头，下游覆盖领域广泛，且在手订单高，国内外业务双发力，有望形成较强业绩支撑；预计公司 2024-2026 年归母净利润为 8.4、9.6、10.6 亿元，对应 EPS 为 1.11、1.26、1.40 元，当前股价对应 PE 为 16、14、12 倍，未来三年归母净利润复合增长率 14%，给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 19.98 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 16 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300470.SZ	中密控股	30.22	1.71	2.05	2.44	—	17.65	14.75	12.39	—
002438.SZ	江苏神通	10.19	0.56	0.74	0.96	0.96	18.07	13.85	10.64	10.64
688777.SH	中控技术	44.42	1.44	1.69	2.14	2.55	30.85	26.31	20.74	17.44
可比公司平均值							22.19	18.30	14.59	14.04

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 下游行业景气下行。公司阀门产品需求主要跟下游行业的资本开支密切相关，若下游行业景气度下行，相关资本开支缩减，将影响公司阀门产品的需求，进而影响公司的经营情况。

2) 海外市场发展不确定性风险。公司国际化稳步发展，国际市场发展、国外经济增长仍存在不确定性，若市场竞争加剧或海外市场需求下滑，可能对公司销售规模和效益产生影响。

3) 原材料成本上行风险。公司阀门产品的成本构成中，直接材料成本占比约 75-80%，占比高，若原价料价格波动较大，将会影响公司的经营情况。

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	5544.46	6713.10	7795.63	8793.55	净利润	734.16	856.65	974.55	1079.41
营业成本	3803.49	4607.42	5348.87	6033.39	折旧与摊销	161.39	126.36	126.36	126.36
营业税金及附加	39.31	53.70	70.16	87.94	财务费用	-41.20	82.32	106.72	127.11
销售费用	432.96	523.62	608.06	685.90	资产减值损失	-24.30	-80.00	-80.00	-80.00
管理费用	189.00	456.49	522.31	589.17	经营营运资本变动	-194.08	-480.52	-392.66	-394.14
财务费用	-41.20	82.32	106.72	127.11	其他	1.04	251.06	141.50	203.70
资产减值损失	-24.30	-80.00	-80.00	-80.00	经营活动现金流净额	637.00	755.87	876.46	1062.43
投资收益	-81.71	-79.10	-78.81	-78.56	资本支出	72.42	-30.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	2.36	1.58	1.70	1.77	其他	-321.45	-77.52	-77.12	-76.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-249.02	-107.52	-92.12	-91.79
营业利润	825.67	992.03	1142.39	1273.26	短期借款	-37.13	-136.27	-100.00	-100.00
其他非经营损益	23.30	4.08	4.14	4.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	848.97	996.11	1146.53	1277.40	股权融资	107.23	0.00	0.00	0.00
所得税	114.81	139.46	171.98	198.00	支付股利	-269.66	-144.36	-168.41	-191.61
净利润	734.16	856.65	974.55	1079.41	其他	153.33	-625.74	-106.72	-127.11
少数股东损益	12.36	14.61	16.52	18.35	筹资活动现金流净额	-46.22	-906.37	-375.12	-418.71
归属母公司股东净利润	721.80	842.04	958.04	1061.05	现金流量净额	347.53	-258.02	409.22	551.92
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	1168.28	910.26	1319.48	1871.40	成长能力				
应收和预付款项	2319.78	2969.16	3433.77	3845.75	销售收入增长率	36.59%	21.08%	16.13%	12.80%
存货	2253.36	2677.98	3166.92	3556.24	营业利润增长率	51.05%	20.15%	15.16%	11.46%
其他流动资产	442.36	253.14	264.89	275.71	净利润增长率	54.78%	16.68%	13.76%	10.76%
长期股权投资	11.60	11.60	11.60	11.60	EBITDA 增长率	53.19%	26.94%	14.56%	11.00%
投资性房地产	4.95	4.95	4.95	4.95	获利能力				
固定资产和在建工程	1353.40	1279.08	1189.76	1100.43	毛利率	31.40%	31.37%	31.39%	31.39%
无形资产和开发支出	150.78	128.75	106.72	84.68	三费率	10.47%	15.83%	15.87%	15.95%
其他非流动资产	174.08	174.08	174.08	174.08	净利率	13.24%	12.76%	12.50%	12.27%
资产总计	7878.59	8409.01	9672.15	10924.84	ROE	19.20%	19.07%	18.39%	17.45%
短期借款	636.27	500.00	400.00	300.00	ROA	9.32%	10.19%	10.08%	9.88%
应付和预收款项	2106.22	2667.56	3114.50	3477.78	ROIC	17.84%	22.11%	23.16%	23.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.06%	17.89%	17.64%	17.36%
其他负债	1312.42	748.84	858.90	960.51	营运能力				
负债合计	4054.91	3916.40	4373.40	4738.28	总资产周转率	0.75	0.82	0.86	0.85
股本	760.39	760.39	760.39	760.39	固定资产周转率	4.18	5.19	6.55	8.10
资本公积	914.11	914.11	914.11	914.11	应收账款周转率	2.62	2.56	2.45	2.43
留存收益	2105.97	2803.66	3593.28	4462.73	存货周转率	1.71	1.85	1.81	1.79
归属母公司股东权益	3740.81	4395.13	5184.75	6054.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.86%	—	—	—
少数股东权益	82.87	97.48	114.00	132.35	资本结构				
股东权益合计	3823.68	4492.61	5298.75	6186.55	资产负债率	51.47%	46.57%	45.22%	43.37%
负债和股东权益合计	7878.59	8409.01	9672.15	10924.84	带息债务/总负债	15.69%	12.77%	9.15%	6.33%
					流动比率	1.55	1.77	1.90	2.04
					速动比率	0.99	1.07	1.16	1.28
					股利支付率	37.36%	17.14%	17.58%	18.06%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	945.85	1200.70	1375.47	1526.72	每股收益	0.95	1.11	1.26	1.40
PE	18.15	15.56	13.68	12.35	每股净资产	4.92	5.78	6.82	7.96
PB	3.50	2.98	2.53	2.16	每股经营现金	0.84	0.99	1.15	1.40
PS	2.36	1.95	1.68	1.49	每股股利	0.35	0.19	0.22	0.25
EV/EBITDA	13.43	10.26	8.59	7.31					
股息率	2.06%	1.10%	1.29%	1.46%					

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
