

千斤顶出海龙头，守正创新走向更高峰

■ 证券研究报告

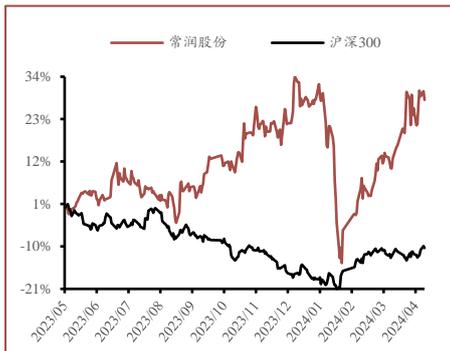
投资评级:增持(首次)

基本数据

2024-04-30

收盘价(元)	27.24
流通股本(亿股)	0.46
每股净资产(元)	13.43
总股本(亿股)	1.13

最近12月市场表现



分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001
yujian@ctsec.com

联系人 谷亦清

guyiq01@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **千斤顶出海龙头，布局 OEM+AM 双市场。**公司具有 40 多年千斤顶出海经营历史，OEM 业务与多家头部车厂达成稳定合作；AM 市场拥有“BIG RED”、“BLACK JACK”等龙头品牌，业务以欧美地区为主，未来拓展新品类有望贡献新增量。
- ❖ **行业β：汽车后市场增速稳健，品牌与供应链能力为竞争关键。**全球汽车保有量增加，带来汽车后市场（AM）规模增长持续，售后服务市场规模增速有望稳步提升，据美国航空航天局预计 2022-2025 年 GAGR 为 4.0%。海外汽配渠道呈垄断竞争格局，头部连锁渠道份额稳定，进驻门槛较高，看重供应商质量；尾部中小渠道体份额占比近 50%，格局分散，管理难度较大，需要供应商拥有高知名度品牌及本土化销售能力。
- ❖ **公司α：“品牌+渠道”优势显著，出海平台可复用。**品牌端，自有品牌+渠道定制品牌组成的品牌矩阵，满足不同渠道及多层级用户需求；渠道端，通过设立海外子公司进行本土化运营，全面覆盖大型商超+连锁汽修店+中小代理商店铺，全球布局三万家以上门店，品牌与产品推广能力强；供应链端，公司建设全球产能+海外仓，提供高效的客户服务与库存运营保障。
- ❖ **增量：资源平台化、品类多元化，箱柜业务及跨境电商快速拓展。**1) 公司 2019 年重新规划跨境电商业务、搭建运营团队，2022 年跨境电商收入近 2 亿元，已有 9 大品牌全网推广，品牌及供应链优势助力下有望高速增长。2) 公司以品牌渠道为基础打造平台，并以先外购贸易后供应链整合的方式，持续围绕汽修保养场景发掘新品类。目前公司新拓展工具箱柜业务，与汽修维保品类为互补产品，并于 2023 年收购普克科技进一步纵向协同，2024 年全面渠道铺货，我们预计增速有望达 50%。
- ❖ **投资建议：**公司依托资源深厚的出海平台，拓品类、拓线上战略，有望带动公司营收、利润增长超预期。我们看好公司的长期发展，预计公司 2024-2026 年营业收入 33.62/39.71/46.39 亿元，归母净利 2.83/3.32/4.01 亿元，对应 PE 为 11/9/8 X，首次覆盖，予以“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新品类拓展不及预期，原材料价格波动风险，全球汽车产销量增速放缓，境外销售/汇率波动风险

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2762	2752	3362	3971	4639
收入增长率(%)	-9.60	-0.38	22.18	18.12	16.81
归母净利润(百万元)	173	210	283	332	401
净利润增长率(%)	21.90	21.20	34.86	17.36	20.78
EPS(元/股)	1.74	1.89	2.51	2.95	3.56
PE	17.36	14.25	10.85	9.25	7.66
ROE(%)	13.47	14.23	17.33	17.71	18.52
PB	1.87	2.06	1.88	1.64	1.42

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（2024 年 4 月 30 日收盘价）

内容目录

1	千斤顶龙头，深度布局海外市场.....	5
1.1	行业领跑者，先发打造国际龙头品牌.....	5
1.2	股权结构集中，员工激励充分.....	5
1.3	收入增速拐点已现，毛利率稳中有升.....	6
2	OEM 市场份额稳定，AM 市场迎来新增长.....	8
2.1	OEM 市场：行业发展成熟，认证严格难替代.....	8
2.2	AM 市场：市场增速稳健，渠道结构呈垄断竞争.....	10
2.2.1	伴随汽车行业发展，市场规模稳定增长.....	10
2.2.2	行业依赖用户服务，渠道集中度较低.....	11
2.2.3	渠道结构复杂，供应商能力要求高.....	12
3	“通润”系品牌影响力大，渠道优势显著.....	13
3.1	品牌矩阵丰富，长期积累影响力.....	13
3.2	渠道体系完善，涵盖连锁&中小渠道.....	15
3.3	制造端优势突出，全球供应链覆盖.....	16
4	未来增量：渠道资源平台化，经营品类多元化.....	18
4.1	拓渠道：增设专业团队，亚马逊业务高速发展.....	18
4.2	拓品类：收购普克科技，开辟工具箱柜新产品.....	20
5	盈利预测与估值.....	22
6	风险提示.....	24

图表目录

图 1.	深耕千斤顶行业，持续完善全球供应链布局.....	5
图 2.	公司实控人控股 58.02%，股权结构稳定（截至 2024 年 3 月 31 日）.....	5
图 3.	公司营收&利润维持稳健增长，主营业务两大板块共同发力.....	7
图 4.	2023 年公司营收增速呈修复态势.....	7
图 5.	2023 年公司净利润受渠道去库影响.....	7
图 6.	公司分品类营收及增速变化（左轴：亿元）.....	7
图 7.	公司毛利率水平稳中有升.....	8
图 8.	海内外市场并驾齐驱.....	8

图 9. 可比公司营收增速对比.....	8
图 10. 可比公司毛利率对比 (%)	8
图 11. 剪式螺旋千斤顶 (左) 和普通螺旋千斤顶 (右) 示意图.....	9
图 12. 全球汽车产销量 (万辆) 相对稳定, 2021 年以来增速向好.....	9
图 13. 美国 AM 市场规模预计稳定上升.....	10
图 14. 美国公路车辆行驶里程整体呈上升态势/万亿英里.....	10
图 15. 全球汽车保有量持续增长.....	10
图 16. 美国轻型车辆平均车龄持续上升.....	10
图 17. AM 市场渠道主要分为独家授权经销商与 IAM 两类.....	11
图 18. 美国 AM 市场 DIY 与 DIFY 模式销售额/亿美元.....	11
图 19. 2023 年专业服务占据美国 AM 市场价值的 29%.....	11
图 20. SQP 验厂标准流程复杂、要求较高.....	12
图 21. 2022 年美国 AM 市场前十大零售商开店情况 (个)	13
图 22. 美国 AM 市场前十大零售商市占率.....	13
图 23. 公司 AM 品牌矩阵丰富, 产品选择空间大.....	13
图 24. 公司 BigRed 品牌千斤顶在亚马逊 Best Sellers Top5 中占据 3 位.....	14
图 25. 公司 BIG RED 千斤顶入驻 AutoZone.....	15
图 26. 公司 BIG RED 箱柜入驻 AutoZone.....	15
图 27. 公司渠道体系完善, 覆盖连锁渠道+中小代理商.....	16
图 28. 公司 AM 产品全覆盖, 品类选择多.....	17
图 29. 公司产品满足各国标准, 获得必要认证.....	17
图 30. 公司在北美、欧洲、中东等地均有仓储物流设置.....	18
图 31. 公司跨境电商业务起步较早, 目前实现全网络推广.....	19
图 32. “TORIN”品牌亚马逊店铺主页.....	19
图 33. “BIG RED”品牌亚马逊店铺主页.....	19
图 34. 公司跨境电商业务发展优势突出.....	20
图 35. 公司工具箱柜产品具有强互补性、用途多样.....	21
图 36. 普克科技产品种类丰富、选择性多.....	21
表 1. 公司管理层行业经验丰富, 团队合作稳定 (截至 2024 年 3 月)	6
表 2. 公司股权激励目标合理, 业绩达成可期.....	6
表 3. 公司 OEM 市场主要客户遍布全球.....	10
表 4. 美国汽配维保市场四大连锁巨头 (截止 2023H1, 亿美元)	12

表 5. 公司品牌体系完善，设立时间较早，拥有较高知名度.....	14
表 6. AM 市场的供应商之间的竞争因素	15
表 7. 公司主要产品矩阵丰富，满足汽车维保市场需求.....	16
表 8. 未来三年收入预测（百万元）	23
表 9. 可比公司估值对比表.....	24

1 千斤顶龙头，深度布局海外市场

1.1 行业领跑者，先发打造国际龙头品牌

公司深耕千斤顶行业 40 余年，成为千斤顶出口龙头品牌：

定位出口贸易，打造龙头品牌。1974 年，公司前身常熟千斤顶厂由中国外贸部和中国机械部批准成立，成立之初即定位出口。1993 年，子公司 TORIN JACKS 在美国洛杉矶成立，公司海外品牌初步形成。2012-2014 年，公司从 OEM 市场的行业领导者，逐步进军专业汽车维修与 4S 店大型汽车维修市场。

积累大量优质 OEM 客户与线下商超渠道资源，并逐步拓宽新品类。公司与知名厂商福特汽车、通用汽车、大众集团等建立 OEM 长期合作关系。2023 年公司收购普克科技拓展 AM 市场箱柜业务，未来有望持续借助平台效应拓展新增长极。

图1.深耕千斤顶行业，持续完善全球供应链布局

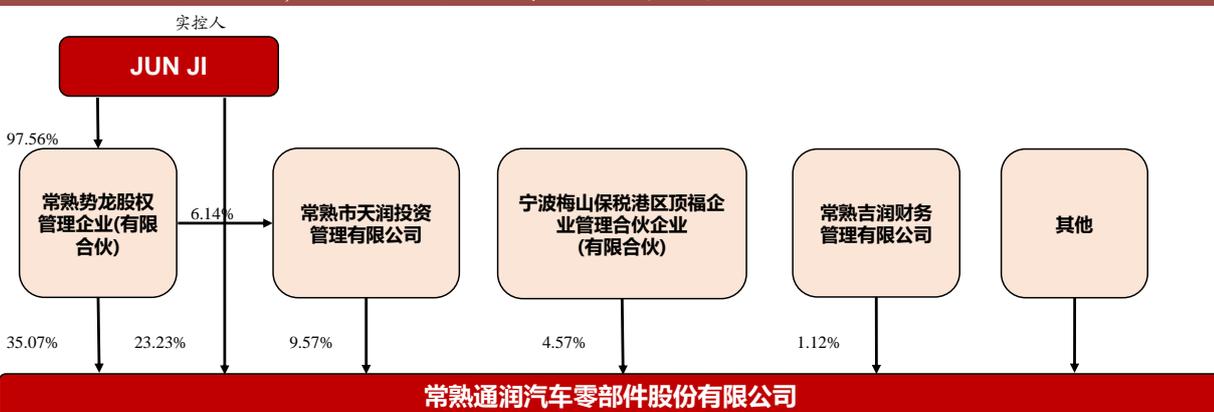


数据来源：公司官网，公司公告，Wind，财通证券研究所

1.2 股权结构集中，员工激励充分

公司股权结构较为集中。集体企业背景造就公司归属清晰、权能完整、内部流程高效顺畅、专利技术保护严格，截至 2024 年 3 月 31 日，实控人 JUN JI（季俊）控制公司 58.02% 的股份。

图2.公司实控人控股 58.02%，股权结构稳定（截至 2024 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，Wind，财通证券研究所

管理层行业经验丰富，团队合作稳定。公司管理层有丰富的的工作经验，大部分在公司就职时间较长，并持有公司股份。稳定且高效的管理团队不仅提高了决策效率，也为公司创新和快速适应市场变化提供了强有力的支持。

表1.公司管理层行业经验丰富，团队合作稳定（截至 2024 年 3 月）

姓名	职务	年龄	持股	履历
JUN JI	董事长、总经理	59	直接：23.23% 间接：34.59%	美国国籍，中专学历，高级经济师，2002 年公司成立起任职，销售及管理经验丰富，伴随公司成长
陈江	副总经理、董事	52	0.09%	本科学历，中国重型机械工业协会千斤顶分会秘书长，2004 年进入公司，负责公司质量管理，经验丰富
李雪军	副总经理	52	0.04%	大专学历，2004 年进入公司，负责公司内审工作
沈民	副总经理	47	0.04%	本科学历，2004 年进入公司，现任公司技术总监，技术水平过硬
祝伟	副总经理、董事	52	0.13%	中专学历，中国重型机械工业协会千斤顶分会理事长，2004 年进入公司，现任公司生产总监，同时管理部分子公司
王雄平	财务总监、董事	42	0.07%	本科学历，2018 年进入公司，历任立信会计师事务所(特殊普通合伙)高级经理，现任公司财务总监，财务背景出身、经验丰富
周可舒	董事会秘书	49	0.04%	本科学历，2009 年进入公司，历任公司财务总监、董事、战略规划部主任、副总经理等职务，现任公司董秘

数据来源：公司公告，财通证券研究所

发布股权激励助力未来增长，考核目标兼顾收入及利润。2023 年，公司发布新一轮股权激励计划，向公司任职的董事、高管、其他核心管理人员及技术人员 48 人首次授予 155 万股限制性股票，首次授予占比 80%，授予价格为 10.85 元/股，股票来源为定向增发。本轮激励人均成本达 46 万元，激励强度可观，业绩考核期为 2023-2026 年，考核目标为满足营业收入或净利润要求之一，公司目标设置具有一定挑战性，有望激励核心人员积极进行业务拓展。

表2.公司股权激励目标合理，业绩达成可期

考核年度	业绩考核目标	同比增速
2023 年	满足以下两个目标之一：1、2023 年营业收入不低于 318,000 万元。 2、2023 年净利润不低于 20,600 万元。	营收：15.12% 净利润：14.73%
2024 年	满足以下两个目标之一：1、2024 年营业收入不低于 375,000 万元。 2、2024 年净利润不低于 24,200 万元。	营收：17.92% 净利润：17.48%
2025 年	满足以下两个目标之一：1、2025 年营业收入不低于 455,000 万元。 2、2025 年净利润不低于 29,500 万元。	营收：21.33% 净利润：21.90%
2026 年	满足以下两个目标之一：1、2026 年营业收入不低于 578,000 万元。 2、2026 年净利润不低于 37,500 万元。	营收：27.03% 净利润：27.12%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

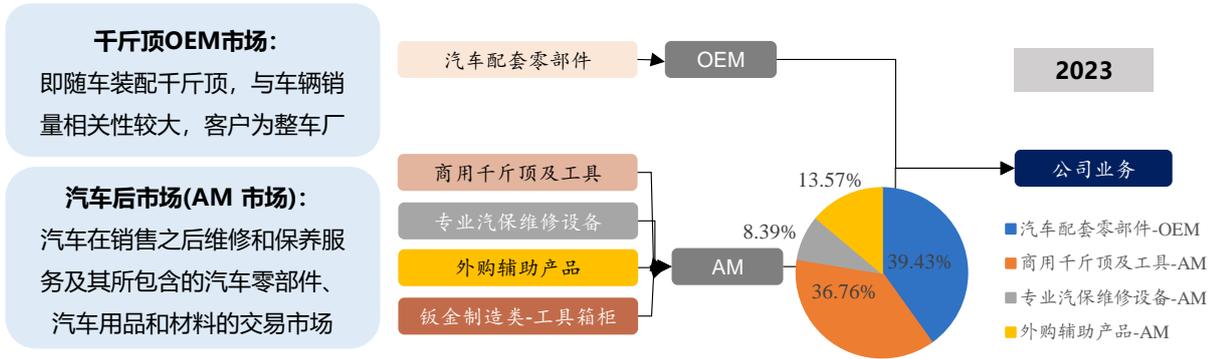
1.3 收入增速拐点已现，毛利率稳中有升

公司业务覆盖 OEM 及 AM 两类细分市场：

公司 OEM 市场主要服务于头部车厂客户，长期合作，增速稳健。公司 OEM 业务增速与客户生产制造规划及订单节奏相关，2023 收入占比 39.4

AM 汽车后市场，为未来核心增量。汽车后市场（AM）类产品主要服务于售后使用环节，公司通过海外各类商超渠道及经销商触达 C 端客户，为公司业务核心发力点，营收常年占比约 60%，后续新产品引入有望再添新动力。

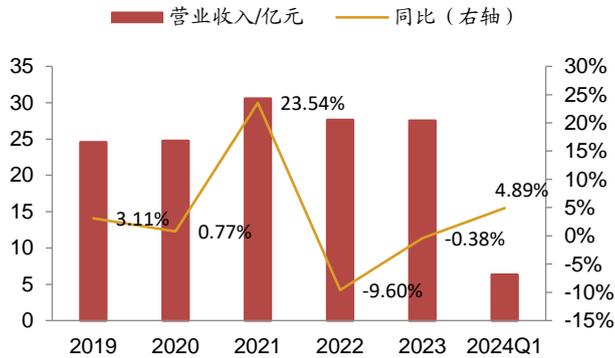
图3.公司营收&利润维持稳健增长，主营业务两大板块共同发力



数据来源：公司公告，财通证券研究所

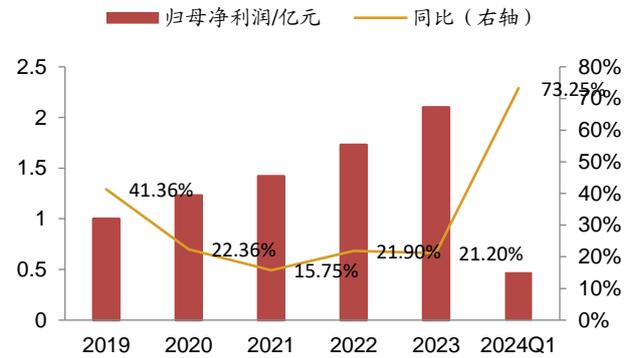
公司收入同时受 OEM 汽车制造订单及 AM 市场需求影响。其中，OEM 市场整体增速平稳，2020 年及 2022 年受疫情供应链中断影响增速下跌，2023 年有望修复。AM 市场销量在 2020-2021 年受欧美 DIY 消费热潮影响增速显著提升，2022 年伴随需求减弱及渠道去库收入下滑，2024 年渠道补库开启，订单有望持续提升，2024Q1 收入增速已转正。

图4.2023 年公司营收增速呈修复态势



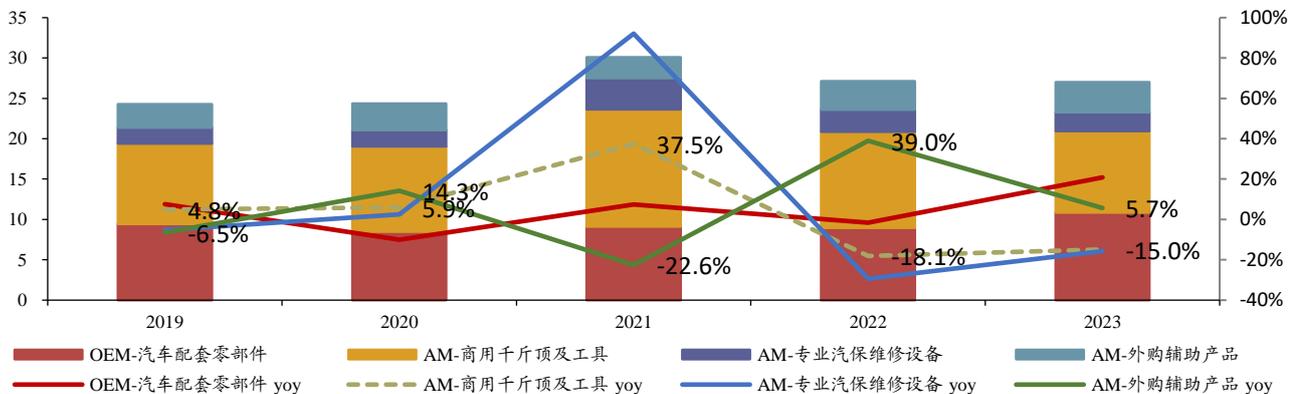
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图5. 2023 年公司净利润受渠道去库影响



数据来源：公司公告，财通证券研究所

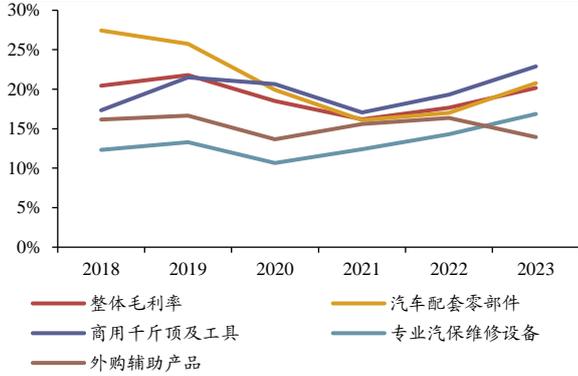
图6.公司分品类营收及增速变化（左轴：亿元）



数据来源：公司公告，wind，财通证券研究所

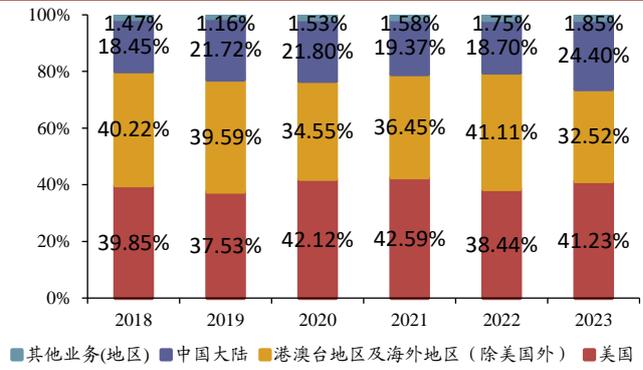
聚焦海外市场，毛利率水平稳中有升。公司 80% 营收来自海外，其中 AM 市场主要以海外为主，系海外发达国家汽车保有量多、车龄大、维保需求较高。公司毛利率 2020 年显著下降系会计准则调整，2020 年至今整体较为平稳，其中 2021 年毛利率下滑预计主要系原材料及海运价格高增所致。

图7.公司毛利率水平稳中有升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

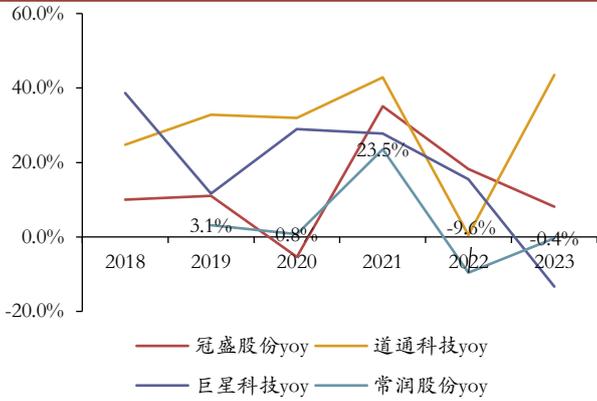
图8.海内外市场并驾齐驱



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2022 年去库存为行业主旋律，公司毛利率相对平稳。可比公司业务均为建筑或汽修工具，以欧美为主要市场，并通过美国线下连锁渠道进行销售，因此 2023 年受海外消费能力下降及渠道去库影响，均出现了不同程度的增速下降，伴随 2024 年渠道补库订单回暖，公司营收增速拐点已现。由于可比公司产品技术含量及商业模式不同，故毛利率水平差异较大，整体来看公司毛利率从 2021 年起稳中有升。

图9.可比公司营收增速对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

图10.可比公司毛利率对比 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

2 OEM 市场份额稳定，AM 市场迎来新增长

2.1 OEM 市场：行业发展成熟，认证严格难替代

汽车配套零部件与汽车产销量息息相关，供应商替代难度大。公司在 OEM 市场的主要产品为随车装配千斤顶，基本为“一车一配”、与汽车产销量息息相关。一

一般乘用车配备剪式螺旋千斤顶，SUV、皮卡则配备普通螺旋千斤顶。随车装配千斤顶产品的供应商认证流程严格、复杂，认证通过后一般为长期合作，具有一定的供应商替代难度。

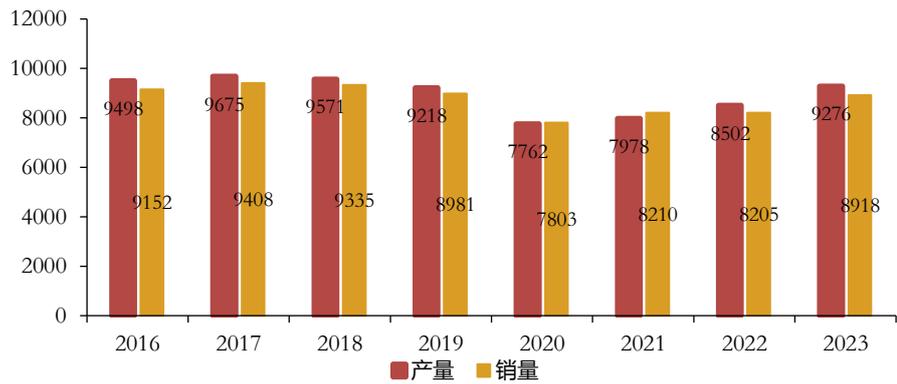
图11.剪式螺旋千斤顶（左）和普通螺旋千斤顶（右）示意图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

汽车行业已进入成熟阶段，整体增速平稳，疫情后迎来修复性增长。根据 OICA 统计，2023 年预估销量 8918 万台，同比增长约 8.69%。

图12.全球汽车产销量（万辆）相对稳定，2021 年以来增速向好



数据来源：OICA，乘联会，财通证券研究所

公司深耕 OEM 市场，客户遍布全球，且合作品类不断扩大，同时在新能源市场上加深合作：

与国内外客户均建立长期合作关系，客户关系稳定。公司作为一级供应商与海外知名整车制造商福特汽车、通用汽车、大众集团、雷诺、日产等建立了长期合作。在国内 OEM 市场，公司的市场占有率居于行业前列，超过 35%，长期合作的整车厂包括上汽、北汽、广汽、重汽、比亚迪、吉利、长城和奇瑞等。

不断扩展合作领域，合作品类逐渐增加。公司积极拓展客户合作，合作品类从汽车配套千斤顶拓展到了驻车制动器、拉索、备胎升降器、拖车钩、补胎液套装等；合作领域从传统燃油车拓展到了新能源车。

表3.公司 OEM 市场主要客户遍布全球

	公司主要客户	合作品类	公司市占率
国际	福特汽车、通用汽车、大众集团、雷诺、日产等	汽车配套千斤顶、驻车制动器、拉索、备胎升降器、拖车钩、补胎液套装等	20% (全球)
国内	上汽、北汽、广汽、重汽、比亚迪、吉利、长城和奇瑞等		>35%

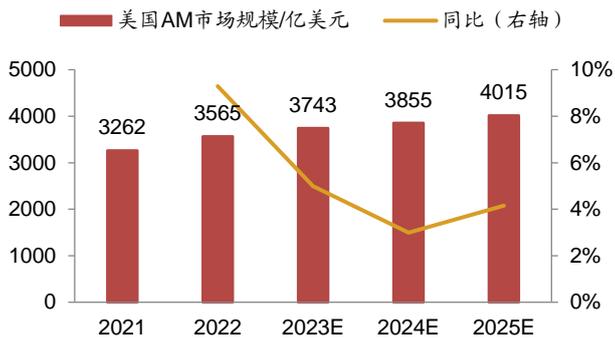
数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2 AM 市场：市场增速稳健，渠道结构呈垄断竞争

2.2.1 伴随汽车行业发展，市场规模稳定增长

汽车行驶里程提升，带动 AM 市场稳步增长。AM 市场即“After Market”汽车售后维修服务市场，与汽车运行总公里数直接相关，美国作为全球汽车保有量最高的国家，为全球最大的 AM 市场；同时，其平均车龄持续增长，用户基础持续扩大，据美国航空航天局预计，至 2025 年美国汽车 AM 市场规模将达 4015 亿美元，2022-2025 年预计 GAGR 达 4.0%。

图13.美国 AM 市场规模预计稳定上升



数据来源：美国航空航天局，财通证券研究所

图14.美国公路车辆行驶里程整体呈上升态势/万亿英里



数据来源：Statista，财通证券研究所

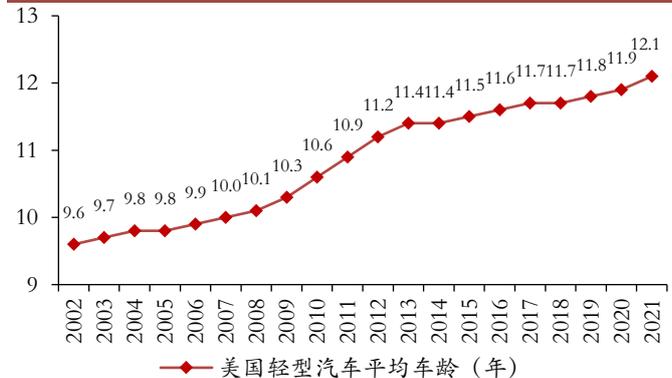
全球汽车保有量稳步提升，美国平均车龄不断增长，贡献 AM 市场增长动力。AM 市场除与汽车行驶里程相关外，同样受汽车保有量及平均车龄的影响，伴随全球汽车保有量持续提升，以及美国地区车龄持续增加，AM 市场增长驱动明显。

图15.全球汽车保有量持续增长



数据来源：OY Research，前瞻产业研究院，财通证券研究所

图16.美国轻型车辆平均车龄持续上升



数据来源：Statista，财通证券研究所

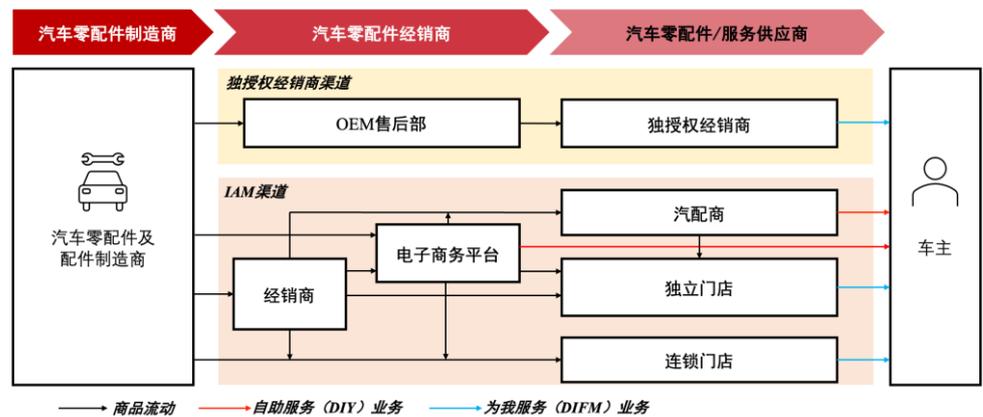
2.2.2 行业依赖用户服务，渠道集中度较低

AM市场以汽车售后保修期外的维修保养需求为主，有DIY/DIFM两类服务模式：

- (1) 汽车厂商独授权的经销商：独家渠道，覆盖约20%的售后保修需求；
- (2) 汽配商、独立门店、连锁门店等IAM渠道，覆盖占比约70%的保修期外需求。车主可以选择两种服务模式：DIY（Do It Yourself）模式，车主自行购买产品后自行维修，更具性价比；DIFM（Do It for Me）模式，车主自行购买产品后由修理服务商提供专业化服务。

公司AM市场主要覆盖IAM渠道，并进一步通过DIY/DIFM方式触达消费者。

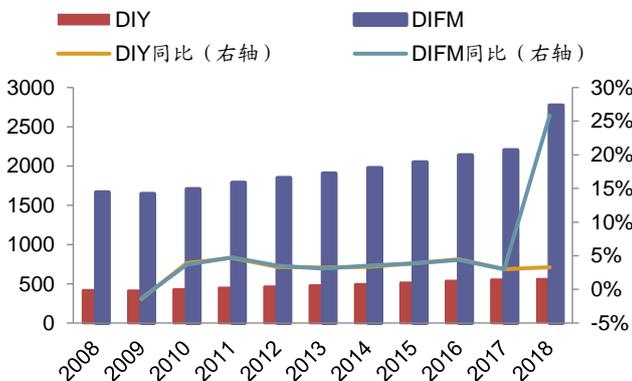
图17.AM市场渠道主要分为独家授权经销商与IAM两类



数据来源：途虎养车公司公告，财通证券研究所

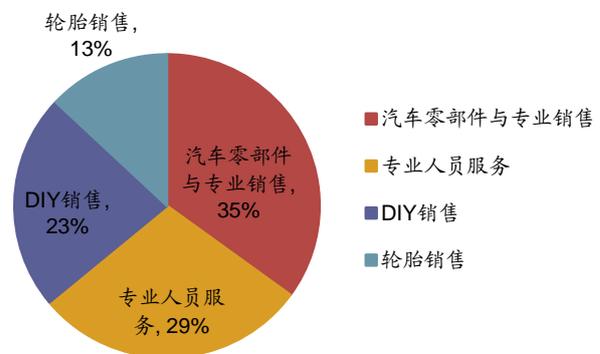
美国AM市场细分中，DIFM销售额与电子零售渠道市场规模远大于DIY，且DIFM模式增速领先，行业服务的重要性持续凸显。DIFM市场规模与销售额呈现上升趋势，2008-2018年CAGR为5.22%，高于DIY市场CAGR 3.16%。市场预计未来仍以DIFM为主。

图18.美国AM市场DIY与DIFY模式销售额/亿美元



数据来源：Statista，财通证券研究所

图19.2023年专业服务占据美国AM市场价值的29%



数据来源：ACA，财通证券研究所

2.2.3 渠道结构复杂，供应商能力要求高

汽修行业重服务的特征致使分销渠道较为分散，结构较为复杂，呈垄断竞争格局：

美国前 10 大汽配零售商市占率约 50%，其中前四大汽配零售连锁巨头份额约占 30%。美国汽修连锁四大巨头 AutoZone，Advance AutoParts (AAP)，O'Reilly 以及 NAPA 在美国售后市占率加总约 30%。其中 AutoZone 以 DIY 模式为主（仅销售产品不提供修理服务），AAP、O'Reilly 及 NAPA 则为 DIY&DIFM 模式并行，其中 NAPA 通过汽修店加盟方式快速拓展 DIFM 业务。

表4.美国汽配维保市场四大连锁巨头（截止 2023H1，亿美元）

公司	最新总店数	2023H1 营收规模	基本情况
AutoZone	7140	76.7	创立于 1970 年，总部位于田纳西，1987 年更名为 AutoZone，公司所有店铺均为自营，以 DIY 模式为主，经营汽车配件、维修器件等，同时也提供汽车信贷服务、销售汽车诊断和修理软件。
AAP	5109	61	创立于 1932 年，总部位于北卡罗来纳州，以汽车零部件为主营产品的大型零售商，提供原始设备制造商 (OEM) 和自有品牌汽车零件，配件，电池和维护项目，服务于 DIY 客户和维修厂 B 端客户。
O' Reilly	6027	77.8	创立于 1957 年，1993 年在美国纳斯达克上市，同时经营 DIY 业务和 DIFY 业务。
NAPA	6000+	-	创立于 1925 年，Genuine Parts 旗下维修连锁/配件零售品牌合作社，在整个北美地区分销汽车替换零件、配件和服务项目。目前全美有超 6000 家店，并有 15,000 个 NAPA AutoCare 维修设施正在运营，提供车辆保养和维修服务。

数据来源：汽车服务世界，前瞻产业研究院，财通证券研究所

大型连锁渠道对供应商质量要求高，验证流程复杂，进入难度较大。SQP (Supplier Quality Practices) 验厂标准是由美国汽车工业协会制定，确保汽车零部件供应商在质量管理、生产过程控制和员工福利等方面的合规性。该标准包括一系列详细的评估指标，涵盖了供应商质量管理、生产过程控制、员工福利和环境等方面。一般 85 分通过，每次验证仅一年有效期、通过难度较高。以 AutoZone 为例，采用 SQP 验厂标准对供应商进行审核：

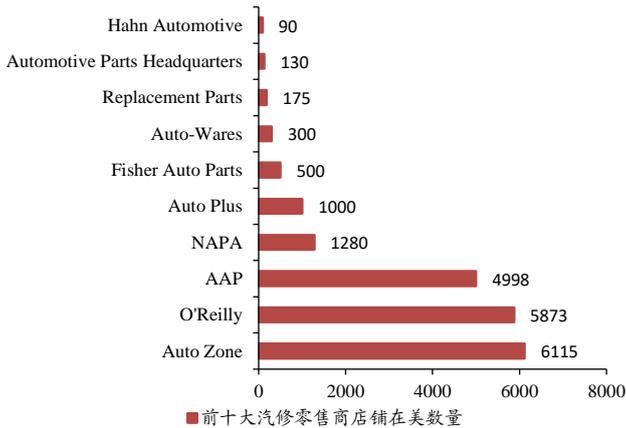
图 20.SQP 验厂标准流程复杂、要求较高



数据来源：美国汽车工业协会，财通证券研究所

尾部中小渠道亦为汽车 AM 市场的重要组成部分，占据近 50% 市场份额，格局分散、维护成本高，对供应商的品牌能力要求更为突出。中小渠道一般包括全国性、地区性的各类批发商、汽车经销商；同时还有修理店、洗车店、大众商品商店、五金商店、中小超市、五金店、药店、便利店、家居商店、其他汽车化学品&配件商店等构成，此类中小渠道入驻的难度较小，但数量众多、情况复杂，对供应商的本土化的销售能力存在一定挑战；同时，由于中小渠道的规模效应相对较弱，因此对品牌知名度会有更高要求，以追求更高的溢价和销售返利。

图21. 2022年美国AM市场前十大零售商开店情况(个)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图22. 美国AM市场前十大零售商的市占率



数据来源：ACA，财通证券研究所

3 “通润”系品牌影响力大，渠道优势显著

3.1 品牌矩阵丰富，长期积累影响力

AM 产品全品类供货，品牌体系完整。由于海外需求和客群分层细化，因此公司根据消费群体定位和渠道采取多品牌矩阵方式经营，其中包含自有品牌和渠道定制品牌。

图23. 公司AM品牌矩阵丰富，产品选择空间大



数据来源：公司官网，财通证券研究所

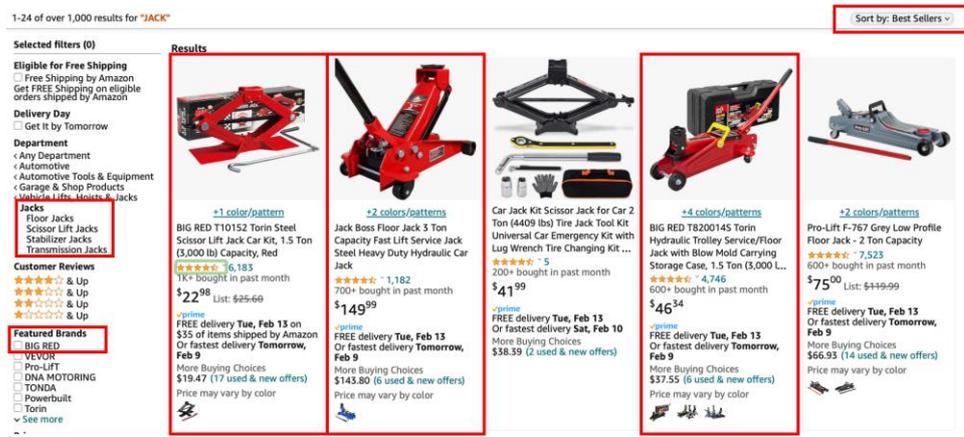
表5.公司品牌体系完善，设立时间较早，拥有较高知名度

品牌	商标	是否自有	定位	基本情况
BIG RED		自有品牌	中端千斤顶及汽修设备，占比约50%	BIG RED 品牌成立于1960年，是美国知名的汽车维修保养服务商。(https://torin-jack.com)
BLACK JACK		沃尔玛定制品牌	中端千斤顶及汽修设备	Black Jack 致力于提供具有成本效益的汽车维修工具和配件，为用户提供经济选择。(https://torinjacks.com)
TCE		自有品牌	优质 TCE 汽车升降机、汽车设备和汽车配件	TCE 品牌成立于1954年，是世界上最大的专业汽车维修设备制造商。(https://www.tcelifts.com/company/)
YELLOW JACKET		自有品牌	高档次品牌，用料更好，工业化设计更时尚	YELLOW JACKET 提供多样化的高性能车辆起重工具，简化了车辆维护流程。(https://torinjacks.com)
ROAD DAWG		渠道品牌	高端箱柜	Road DAWG 为车辆提供方便、实用的配件和工具，在舒适性和安全性的情况下增强驾驶体验。(https://torinjacks.com)

数据来源：公司官网，财通证券研究所

自主品牌知名度高、影响力大。公司自主品牌“BIG RED”、“BLACK JACK”、“TCE”、“YELLOW JACKET”、“ROAD DAWG”等已在国内外市场享有较高的知名度，产品品牌影响力在全球范围内不断扩大。以亚马逊与沃尔玛为例，公司品牌在最佳销售排序中均占据第一位。

图24.公司 BigRed 品牌千斤顶在亚马逊 Best Sellers Top5 中占据3位



数据来源：亚马逊官网，财通证券研究所

3.2 渠道体系完善，涵盖连锁&中小渠道

AM 市场对上游行业供应商的技术能力、多品类供应能力、生产能力、响应能力等提出了较高要求。

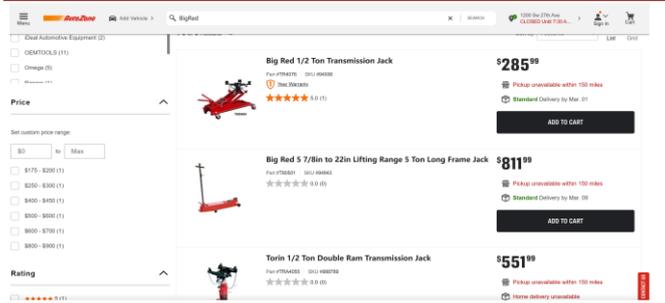
表6. AM 市场的供应商之间的竞争因素

主要竞争	
生产能力	供应商生产周期和产品交付时间短，供货及时
产品品质	产品使用时间长，安全性能高
价格优势	要求供应商规模化生产，以较低的成本保证价格上具备良好的竞争力
车型覆盖率	要求供应商具备全品类生产能力，能够满足市场上各种车型的维修需求、产品具有多功能适配性
渠道覆盖面	供应商形成全球营销网络、或者在单一区域内深度挖掘客户，形成规模效应
仓储能力	供应商在全球关键区域设立仓储，保证以最快速度满足客户需求，同时维持库存成本、资金占用成本、运费成本的均衡
品牌认知	口碑良好、知名度高的供应商更有竞争力

数据来源：公司公告，财通证券研究所

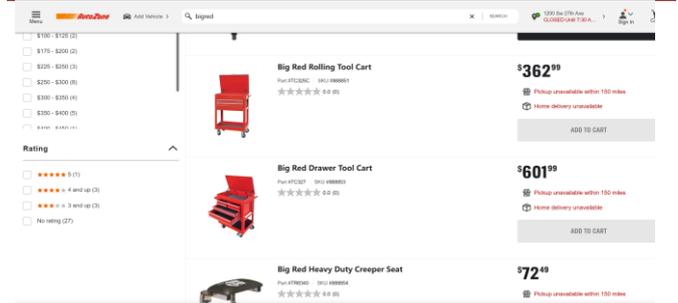
公司与 AutoZone、O'reilly 等头部汽配店已有较长时间合作。以 AutoZone 为例，公司在售品类包括千斤顶与工具箱柜等，主要品牌为自有“BIG RED”品牌。

图25. 公司 BIG RED 千斤顶入驻 AutoZone



数据来源：AutoZone 官网，财通证券研究所

图26. 公司 BIG RED 箱柜入驻 AutoZone



数据来源：AutoZone 官网，财通证券研究所

渠道网络完善、全球超3万家销售公司产品，具备较强的全球销售能力。公司在汽车后市场及整车配套市场均具有较强的比较优势，享有较高的市场占有率。在全球 100 多个国家或地区陆续建立了销售渠道网络，覆盖众多充满潜力的市场。在全球范围内，有三万家以上的大型商超、汽车汽配连锁店同时销售公司的产品：

- (1) **大型商超：**在 AM 最成熟的美国市场，公司是国内少数能够直接向北美大型零售商销售产品的企业，客户包括 Walmart、Costco、Lowe’s 等大型连锁商超。同时，公司亦借助互联网电商平台，积极拓展多元化的销售渠道，公司在京东、天猫、Amazon 等第三方电商平台均开设品牌网店。
- (2) **汽车汽配连锁店：**在大型汽车汽配连锁店渠道，公司凭借高质量、高性价比的产品，对客户定制化需求的满足以及售后服务的快速响应能力，实现了较高的客户满意度，直接面向欧美大型零售商销售产品，客户

包括 Autozone (超过 7000 家门店)、AAP (超过 5000 家门店)、Oreilly (超过 6000 家门店) 等大型汽车修配连锁店。

(3) **专业市场中小代理商**: 中小代理商为地方性或单店模式的汽配店, 公司海外运营经验丰富, 在中小代理商的关系维护及品类拓展方面具有较大先发优势; 同时公司自有品牌 BigRed 市场影响力强, 有望利用品牌声誉快速拓展新品类。相比连锁渠道, 中小渠道新品上市流程快, 公司进行集中供应链管理后, 预计整体货量可观。

图27.公司渠道体系完善, 覆盖连锁渠道+中小代理商



数据来源: 沃尔玛官网, 财通证券研究所

3.3 制造端优势突出, 全球供应链覆盖

公司产品主要分为 4 大系列, 产品矩阵丰富满足多种需求。公司产品包括商用千斤顶及工具、随车配套零部件、专业汽保维修设备以及外购辅助产品, 分别覆盖消费级 AM 市场、OEM 市场、专业级 AM 市场。

表7.公司主要产品矩阵丰富, 满足汽车维修市场需求

产品系列	产品说明	市场	模块
商用千斤顶及工具	通常为居家对家庭车辆进行维修、维护和保养时使用的千斤顶类举升设备及相关工具, 主要包括立式、卧式千斤顶等多个系列和产品。	AM	汽车维修及配件
随车配套零部件	1、各大整车厂随车配备的千斤顶举升设备, 主要包括剪式螺旋千斤顶、普通螺旋千斤顶及立式油压千斤顶等多个系列和产品。2、拖钩、手刹、油箱扎带等其他随车配套零部件。	OEM	底盘零部件
专业汽保维修设备	面向汽保维修客户(比如汽修店)的各类起重举升设备, 主要包括专业卧式千斤顶、专业立式千斤顶、举升机、运送顶、压机、分离顶等多个系列和产品。	AM	汽车维修及配件
外购辅助产品	主要指与各类千斤顶等举升设备配套使用的产品, 以及汽车相关的其他产品, 主要包括工具箱柜等。	AM	汽车维修及配件

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

产品全覆盖、规格型号齐全，适应不同消费场景。公司秉承“全球销售网络+中国制造资源”的发展理念，针对境内外整车配套市场及汽车后市场开展经营活动深度销售。目前公司已经形成成熟的生产、研发体系，产品技术先进、质量稳定、性能良好，且规格型号齐全，能够满足汽车维修保养全方位的举升需求。

图28.公司 AM 产品全覆盖，品类选择多



数据来源：公司官网，财通证券研究所

销售全球市场，满足各国标准。AM 市场订单呈多品种、多批次的特点，供应商需要保证产品始终满足各国相关质量标准。公司产品质量良好，达到了包括美国 ASME、英国 BS、澳大利亚 AS 等各主要出口国的技术标准要求。

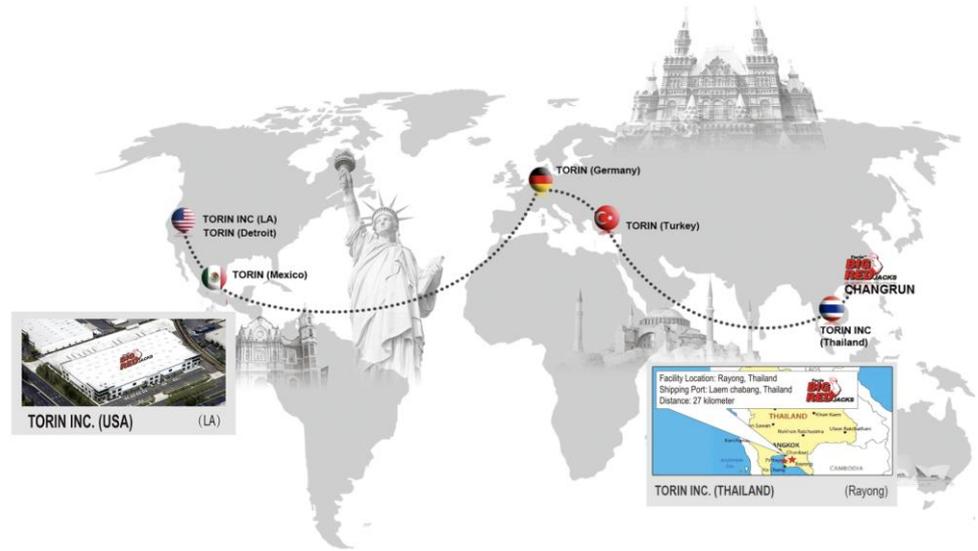
图29.公司产品满足各国标准，获得必要认证



数据来源：公司官网，财通证券研究所

全球物流供应链建设，东南亚基地承担新需求。公司仓储系统广泛分布欧美国家，高效满足海外客户需求。2023 年公司进一步拓展泰国生产基地项目，建成后将用于生产商用汽车维修设备、剪顶类器具、千斤顶零部件等汽车配套，有望进一步替换国内产能。

图30.公司在北美、欧洲、中东等地均有仓储物流设置



数据来源：公司官网，财通证券研究所

4 未来增量：渠道资源平台化，经营品类多元化

公司以自身在千斤顶市场所具备的品牌、渠道、供应链资源为基础，持续通过贸易方式拓展新品类，开启新的“贸-工-技”循环：

扩品类：先外购贸易、后供应链整合，持续围绕汽修保养场景发掘新品类。例如，公司新拓展工具箱柜业务，与汽修维保品类为互补产品，收购普克科技进一步纵向协同。

扩渠道：提升中小渠道覆盖强度，重新规划跨境电商业务。线下渠道方面，公司有望进一步拓展中小渠道，驱动新品快速上架；线上渠道方面，公司在巩固亚马逊 1P 模式基础上，积极布局 3P 模式，加速跨境电商业务发展。

4.1 拓渠道：增设专业团队，亚马逊业务高速发展

跨境电商起步早，全网跨境运营能力强。公司早于 2010 年启动跨境电商业务，通过阿里巴巴国际站开展 B2B 出口、以及 Amazon VC 业务。2019 年起，跨境 B2C 业务市场火热，公司紧抓商机、重新规划电商业务。首先开启了北美电商平台的运营：线上目前共有 9 大品牌实现全网络推广，并且线上线下品牌产品可以互推；其次，在亚马逊经营上，公司新设专业团队管理，极大提高了跨境运营能力。

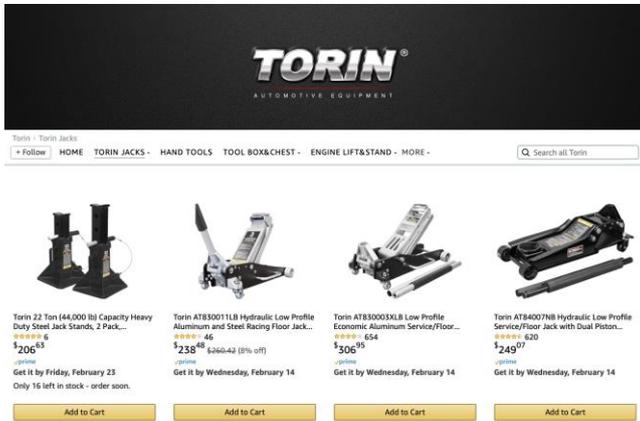
图31.公司跨境电商业务起步较早，目前实现全网络推广



数据来源：公司官网，财通证券研究所

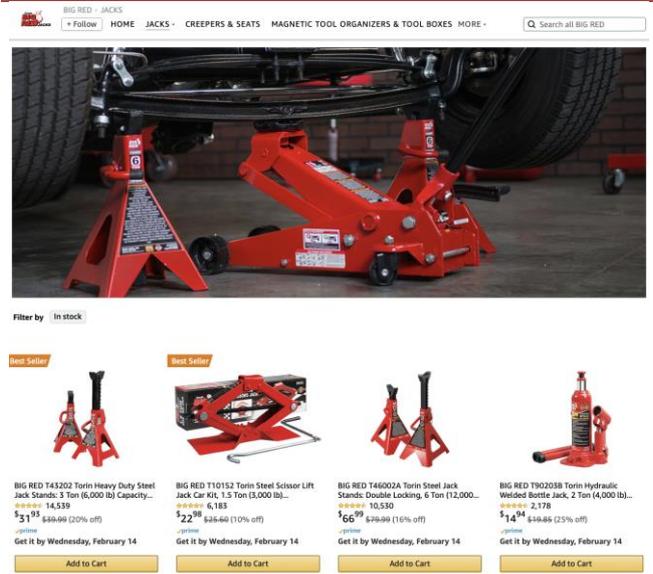
公司在主要平台均实现了品牌推广，品牌网店主页如下：

图32. “TORIN” 品牌亚马逊店铺主页



数据来源：亚马逊官网，财通证券研究所

图33. “BIG RED” 品牌亚马逊店铺主页



数据来源：亚马逊官网，财通证券研究所

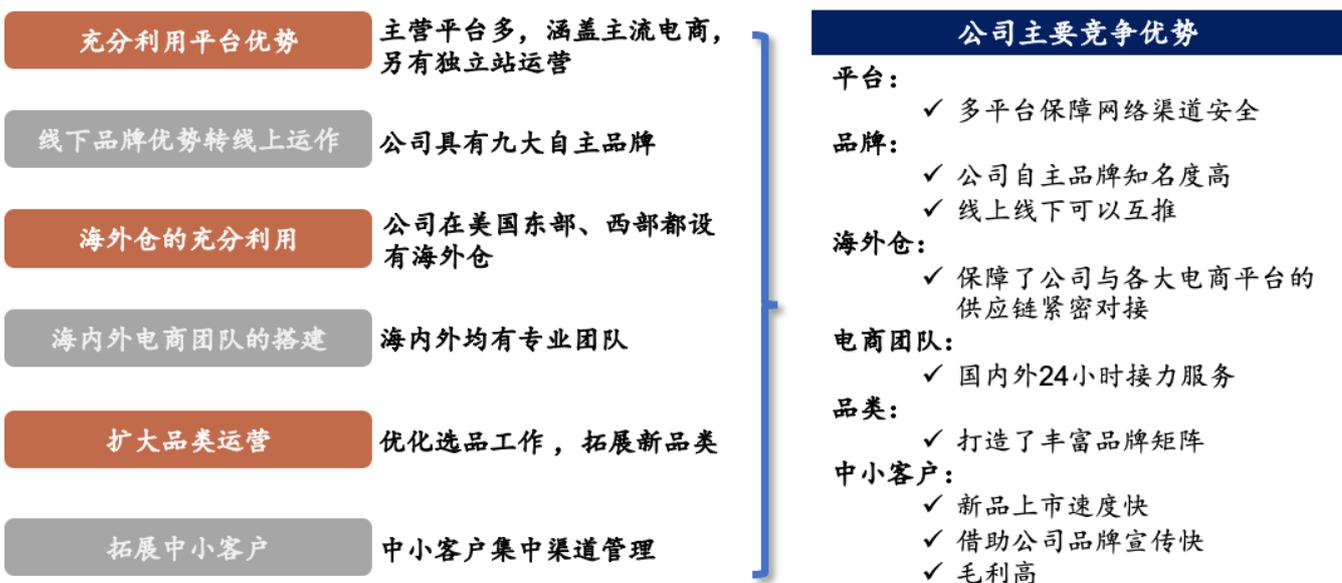
跨境电商的各项举措持续发力，预期保持快速增长。公司从平台、运营团队、海外仓、品牌多方面着力建设，重点投入布局发展跨境电商业务，2022 年公司跨境电商业务实现营业收入 1.96 亿元，同比增长达 55.29%，品牌及供应链优势助力下有望高速增长。

公司发展跨境电商业务优势众多，充分调动现有资源：

- 充分利用历史经验优势：**公司此前拥有 Amazon VC、Walmart DSV 等自营账户，相比普通企业卖家账户拥有更多的资源和权限；目前新拓展第三方卖家业务，主要运营电商平台有 Amazon、Walmart、Ebay、The Home depot、Lows、AAP、Torin 独立站等。
- 线下品牌优势转线上：**公司在海内外线下历年来运营多个自主品牌，其中 Big Red、Torin、TCE、Black Jack 在海外都具有较高的知名度；线上有九大品牌同时运营，并实现了线上线下一互推。

- (3) **现有海外仓的充分利用**：公司在美国东部、西部都设有海外仓，特别是在洛杉矶面积近 10 万平方英尺的海外仓；公司采用了智能自动化仓储模式，同时配备远程操控系统，国内员工可以随时对产品进出库、订单处理、物流运输等环节实现远程控制。
- (4) **海内外电商团队的搭建**：国内外团队协同运营，实现 24 小时接力服务各大电商平台。
- (5) **扩大品类运营**：公司优化选品工作，针对各个电商平台与公司独立站的特点，围绕汽车用品、家庭工具等大类，扩大与公司主力产品周边相关的产品系列。
- (6) **拓展中小客户**：中小客户集中渠道管理后，整体的货量也非常可观，可以做统一的一盘库存进行管理；借助公司自有品牌优势，将公司品牌带到更广泛的渠道。

图34.公司跨境电商业务发展优势突出

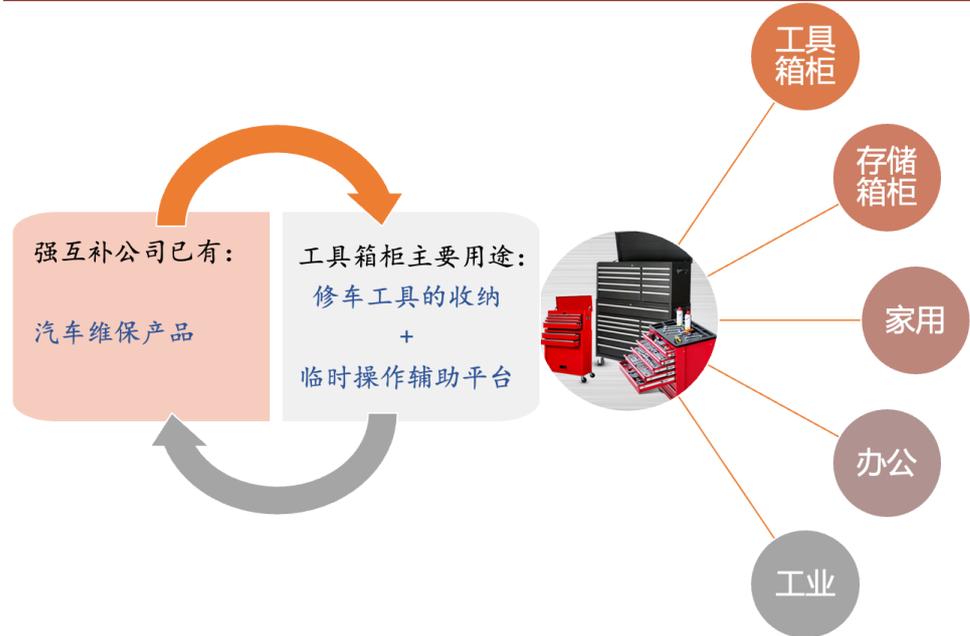


数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.2 拓品类：收购普克科技，开辟工具箱柜新产品

工具箱柜为公司互补型差异化产品，开售后预期具备较强吸引力。工具箱柜作为公司主要的外购辅助产品，在诸多领域有丰富的应用场景与广阔的市场空间。公司持续投入技术力量开展工具箱柜、存储箱柜的产品开发，并推进普克科技新车间厂房施工建设，为工具箱柜、存储箱柜与配套工具业务发展打好基础。

图35. 公司工具箱柜产品具有强互补性、用途多样



数据来源：公司公告，财通证券研究所

收购普克科技，积极扩张工具箱柜新品类，开启“贸-工-技”新循环。普克科技此前与公司长期进行 ODM 合作，主要产品有：钢制箱柜系列、多功能组合柜、专业配套工具的目光。公司于 2023 年 3 月以 4420 万元现金方式收购普克科技 52% 股份，普克科技在 2021 年及 2022 年前三季度产生的营业收入分别为 0.91/0.68 亿元，净利率分别为 9.7%/7.4%。

公司未来将对供应链进行纵向整合，有望进一步拓宽公司箱柜品类矩阵，强化供给优势，同时公司优势渠道资源能更好的推广普克产品。

图36.普克科技产品种类丰富、选择性多



数据来源：普克科技官网，财通证券研究所

公司以工具箱柜作为新增量的优势在于：

品牌渠道可以复用：工具箱柜具备与公司维保产品强互补特性，两者消费场景、用户群体、购买渠道高度相似。借助公司已经搭建好的线上平台、跨境电商、汽

车门店等渠道，加上公司已经形成的品牌效应，工具箱柜产品在品牌、渠道上均有先发优势。

新品类增量空间大：目前有三万家以上的大型商超、汽车修配连锁店同时销售公司的产品。新品上市后辅助相应市场推广，产品定价相对更偏性价比，存在一定价格优势，与市场现有产品形成差异化，预期销售空间较大。

5 盈利预测与估值

● OEM 市场

2023 年公司汽车配套零部件营收 10.85 亿元，千斤顶作为常规随车工具，主要供应整车配套市场，市场需求主要取决于全球汽车产销量及公司跟进的项目产量规划。疫后全球汽车制造业回暖，叠加公司持续拓展潜在客户，并在现有客户中拓品类，我们预计 24-26 年增幅为 17.16%/9.89%/7.06%，对应营收 12.71/13.97/14.96 亿元，毛利率在 2024 年有望持续受益汇率优化，预计分别达 21.0%/20.5%/20.5%。

● AM 市场

商用千斤顶及工具业务：2023 年公司商用千斤顶营收 10.11 亿元，22H2-23H1 千斤顶业务受渠道去库影响增速下滑，三季度起增速显著回暖，23H2 增速达 11%。2024-2026 年，考虑到线下渠道补库及公司线上跨境电商拓展，增幅预计可达到 20.4%/13.1%/9.1%，对应营收 12.17/13.77/15.02 亿元，24-26 年毛利率预计为 23.0%/22.5%/23.0%。

公司专业汽保维修设备业务：2023 年公司专业汽保维修设备营收 2.31 亿元，该业务基数较低，仍处于市场拓展阶段，24-26 年增幅预计 10%/15%/15%，对应营收 2.54/2.92/3.36 亿元，毛利率为 17.0%/17.5%/18.0%。

● 外购辅助业务

外购辅助工具业务：2023 年公司外购辅助工具营收 3.73 亿元，同比增长 5.8%。

其中，收购普克科技的工具箱柜业务 2023 年预计营收超 1 亿元。新品上市伴随市场推广，2024-2026 年我们预计增速为 55%/50%/40%，对应营收 1.82/2.72/3.81 亿元。

除普克业务外，公司也有部分外购箱柜及汽修工具等同场景产品销售，未来该项目有望持续培育新品类，成为公司业务增长引擎。

整体来看公司外购辅助业务 2024-2026 年收入有望达 3.84/5.77/8.65 亿元，新拓展业务毛利率预计为 16.5%/17.5%/18.5%，逐步增长主要系预计收入规模持续扩大，成本费用摊薄贡献。

综上，预计公司 2024-2026 年可实现营业收入 33.62/39.71/46.39 亿元，同比增长为 22.18%/18.12%/16.81%，预计毛利率分别为 20.97%/20.64%/20.93%，归母净利润 2.83/3.32/4.01 亿元，同比增长 34.86%/17.36%/20.78%。

表8.未来三年收入预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	3,055.74	2,762.27	2,751.66	3,361.98	3,971.18	4,638.70
yoy	23.54%	-9.60%	-0.38%	22.18%	18.12%	16.81%
毛利率	16.19%	17.65%	20.16%	20.97%	20.64%	20.93%
一、OEM 市场（汽配零件）	912.56	897.80	1,085.06	1,271.26	1,396.99	1,495.61
yoy	7.35%	-1.62%	20.86%	17.16%	9.89%	7.06%
收入占比	29.86%	32.50%	39.43%	37.81%	35.18%	32.24%
毛利率	16.09%	17.01%	20.79%	21.00%	20.50%	20.50%
二、AM 市场（现有品类）	2,094.80	1,816.10	1,615.71	2,037.28	2,518.09	3,084.17
yoy	32.11%	-13.30%	-11.03%	26.09%	23.60%	22.48%
收入占比	68.55%	65.75%	58.72%	60.60%	63.41%	66.49%
1.1 商用千斤顶及工具收入	1,451.99	1,188.70	1,011.40	1,217.32	1,377.03	1,502.07
yoy	37.53%	-18.13%	-14.92%	20.36%	13.12%	9.08%
收入占比	47.52%	43.03%	36.76%	36.21%	34.68%	32.38%
毛利率	17.06%	19.32%	22.89%	23.00%	22.50%	23.00%
1.2 专业汽修维修设备收入	254.35	274.39	230.89	253.98	292.08	335.89
yoy	25.87%	7.88%	-15.85%	10%	15%	15%
收入占比	8.32%	9.93%	8.39%	7.55%	7.35%	7.24%
毛利率	12.39%	14.31%	16.87%	17.00%	17.50%	18.00%
三、AM 市场（拓展品类）	388.46	353.01	373.42	565.98	848.97	1,246.22
yoy	18.49%	-9.13%	5.78%	51.57%	50.00%	46.79%
收入占比	12.71%	12.78%	13.57%	16.83%	21.38%	26.87%
毛利率	15.59%	16.35%	13.95%	16.50%	17.50%	18.50%
2.1 已收购产能-工具箱柜				181.64	272.47	381.45
yoy				55%	50%	40%
收入占比				5.40%	6.86%	8.22%
2.2 外购辅助产品				384.34	576.51	864.76
yoy				50%	50%	50%
收入占比				11.43%	14.52%	18.64%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

可比公司选取冠盛股份、道通科技、巨星科技三家。其中，公司与冠盛股份同为主营业务汽车维修后市场零部件；道通科技为全球汽车后市场细分综合检测领域龙头企业之一，与公司在市场类型及行业地位方面类似；公司与巨星科技同为拥有覆盖全球的销售渠道、主要客户为欧美大型商超、欧美专业汽配连锁等的细分

品类出海龙头企业，2024-2026年可比公司平均PE分别为17/14/12X，公司当前PE低于平均水平。

表9.可比公司估值对比表

证券代码	股票简称	股价 元	市值 亿元	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
605088.SH	冠盛股份	25.16	42.80	1.73	1.94	2.32	2.77	14.54	13.00	10.86	9.08
688208.SH	道通科技	26.90	121.55	0.40	1.12	1.47	1.81	67.25	24.08	18.35	14.83
002444.SZ	巨星科技	25.36	304.95	1.42	1.69	2.00	2.33	17.91	15.01	12.68	10.89
	平均值							-	17.36	13.97	11.60
603201.SH	常润股份	27.24	30.74	1.89	2.51	2.95	3.56	14.25	10.85	9.25	7.66

数据来源：Wind，财通证券研究所（4月30日收盘价，可比公司预测数据来源于wind一致预期）

6 风险提示

- 1) **新品类拓展不及预期**: 公司虽具备品牌与渠道优势，但海外消费环境仍受诸多宏观因素影响，若消费需求大幅下降，公司新品类拓展或受影响；
- 2) **原材料价格波动风险**: 公司的主要原材料为钢材等大宗金属材料，直接材料占公司主营业务成本的比例较高。若未来钢材价格持续上涨，公司向下游客户谈判提升产品价格需要一定的时间，公司经营业绩将受到不利影响；
- 3) **全球汽车产销量增速放缓**: 若全球经济陷入低迷，可能导致全球汽车保有量增速放缓甚至呈现负增长，从而影响汽车后市场的整体需求情况，进而可能会对公司经营情况产生负面影响；
- 4) **境外销售/汇率波动风险**: 公司出口美国的销售收入占主营业务收入比例近年来超过40%，且主要采用美元进行结算。若未来中美贸易摩擦进一步加剧，则可能对公司经营业绩造成不利影响；若人民币短期内出现大幅升值，而公司未能采取有效措施减少汇兑损失，可能对公司经营业绩产生不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2762.27	2751.66	3361.98	3971.18	4638.70	成长性					
减:营业成本	2274.76	2196.98	2657.04	3151.56	3667.84	营业收入增长率	-9.6%	-0.4%	22.2%	18.1%	16.8%
营业税费	53.84	62.67	62.56	75.64	87.67	营业利润增长率	28.1%	18.7%	34.4%	18.6%	20.2%
销售费用	79.55	81.19	102.98	120.85	134.99	净利润增长率	21.9%	21.2%	34.9%	17.4%	20.8%
管理费用	92.61	104.18	123.85	138.02	154.58	EBITDA 增长率	5.2%	22.8%	34.7%	16.5%	17.9%
研发费用	36.50	25.22	29.58	32.67	37.61	EBIT 增长率	6.9%	24.5%	39.1%	16.9%	19.1%
财务费用	-13.99	-0.27	10.34	5.93	2.54	NOPLAT 增长率	2.6%	26.0%	40.0%	16.0%	19.6%
资产减值损失	-13.50	-9.76	-12.92	-14.88	-17.07	投资资本增长率	58.7%	22.1%	5.8%	9.6%	11.9%
加:公允价值变动收益	0.13	0.05	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	108.9%	15.4%	10.9%	14.9%	15.6%
投资和汇兑收益	-3.70	1.34	-0.17	-1.55	0.00	利润率					
营业利润	233.17	276.75	372.07	441.16	530.08	毛利率	17.6%	20.2%	21.0%	20.6%	20.9%
加:营业外净收支	0.39	4.15	0.00	0.00	0.00	营业利润率	8.4%	10.1%	11.1%	11.1%	11.4%
利润总额	233.56	280.90	372.07	441.16	530.08	净利率	6.5%	7.9%	8.7%	8.6%	8.9%
减:所得税	54.01	62.42	80.73	98.36	116.72	EBITDA/营业收入	9.5%	11.7%	12.8%	12.7%	12.8%
净利润	173.29	210.03	283.26	332.42	401.49	EBIT/营业收入	8.0%	10.0%	11.4%	11.3%	11.5%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	688.65	638.98	905.14	1098.69	1341.63	固定资产周转天数	44	46	38	32	27
交易性金融资产	44.55	183.96	183.96	183.96	183.96	流动营业资本周转天数	39	52	55	39	34
应收账款	501.54	601.49	565.11	641.07	774.21	流动资产周转天数	206	244	229	224	224
应收票据	18.74	16.03	18.68	24.42	27.55	应收账款周转天数	72	72	62	55	55
预付账款	5.59	8.32	9.30	10.40	12.47	存货周转天数	77	70	64	61	59
存货	421.35	438.69	503.73	567.50	637.76	总资产周转天数	274	327	308	292	282
其他流动资产	16.74	16.94	17.44	17.94	18.44	投资资本周转天数	169	232	215	196	186
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.5%	14.2%	17.3%	17.7%	18.5%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.6%	7.7%	9.3%	9.8%	10.4%
投资性房地产	5.64	6.94	6.94	6.94	6.94	ROIC	10.6%	11.0%	14.5%	15.4%	16.4%
固定资产	345.43	352.32	348.15	349.46	346.61	费用率					
在建工程	49.61	144.07	147.49	155.24	157.13	销售费用率	2.9%	3.0%	3.1%	3.0%	2.9%
无形资产	115.47	116.68	111.68	102.93	91.93	管理费用率	3.4%	3.8%	3.7%	3.5%	3.3%
其他非流动资产	4.99	13.31	14.35	14.35	14.35	财务费用率	-0.5%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%
资产总额	2284.32	2718.15	3042.19	3407.05	3864.51	三费/营业收入	5.7%	6.7%	7.1%	6.7%	6.3%
短期债务	68.00	182.57	132.57	82.57	52.57	偿债能力					
应付账款	446.77	529.07	701.16	831.66	967.90	资产负债率	42.1%	43.8%	44.3%	42.8%	41.8%
应付票据	77.33	82.47	114.82	130.29	160.62	负权益比	72.6%	77.9%	79.5%	75.0%	71.7%
其他流动负债	21.87	9.82	4.82	3.82	2.82	流动比率	1.90	2.13	2.11	2.20	2.28
长期借款	0.00	198.00	198.00	198.00	198.00	速动比率	1.42	1.63	1.62	1.70	1.79
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	17.33	26.61	22.86	29.85	39.37
负债总额	960.99	1190.38	1347.22	1459.87	1614.40	分红指标					
少数股东权益	37.14	52.18	60.26	70.63	82.51	DPS(元)	0.42	0.65	0.75	0.88	1.07
股本	79.49	112.84	112.84	112.84	112.84	分红比率	0.19	0.35	0.30	0.30	0.30
留存收益	685.03	861.68	1027.97	1269.80	1560.86	股息收益率	1.4%	2.4%	2.8%	3.2%	3.9%
股东权益	1323.33	1527.77	1694.98	1947.18	2250.11	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	1.74	1.89	2.51	2.95	3.56
净利润	173.29	210.03	283.26	332.42	401.49	BVPS(元)	16.18	13.08	14.49	16.63	19.21
加:折旧和摊销	40.49	45.85	49.59	56.04	60.43	PE(X)	17.4	14.2	10.9	9.2	7.7
资产减值准备	11.75	18.39	17.47	20.09	23.39	PB(X)	1.9	2.1	1.9	1.6	1.4
公允价值变动损失	-0.13	-0.05	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-15.44	1.87	16.73	14.98	13.53	P/S	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7
投资收益	3.70	-1.34	0.17	1.55	0.00	EV/EBITDA	7.6	8.8	5.9	4.5	3.4
少数股东损益	6.26	8.44	8.09	10.37	11.87	CAGR(%)					
营运资金的变动	1.83	-112.08	146.11	-15.44	-52.33	PEG	0.8	0.7	0.3	0.5	0.4
经营活动产生现金流量	222.44	172.29	513.29	417.90	458.37	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-148.29	-348.19	-51.63	-63.79	-56.47	REP					
融资活动产生现金流量	445.01	65.46	-163.51	-169.71	-168.97						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。