

2024 年 04 月 08 日

证券研究报告·2023 年年报点评

理邦仪器（300206）医药生物

当前价：10.18 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，开启“创新+平台化+国际化”战略

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年报，23 年实现营收 19.4 亿元（+11.2%），实现归母净利润 2.2 亿元（-5%），实现扣非归母 1.9 亿元（-3.2%）。23 年收入端符合预期，利润端略低于预期。随着后续费用控制的推进，预计 24 年费用率将会有所下降。
- **业绩符合预期，开启“创新+平台化+国际化”战略。**分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 6.4/4.5/4.3/4.1 亿元（+64.2%/-3.8%/+12.9%/-17.3%），单季度归母净利润分别为 1.4/0.7/0.3/-0.2 亿元（+183.4%/-33.9%/-24.2%/-136%）。23Q1 随着国家疫情防控政策的调整，国内市场对于监护仪的需求大幅增长，带来全年内销上升。毛利率提升至 57.4%（+1.1pp），主要系体外诊断产线毛利率提升明显，对综合毛利有拉动作用。此外，规模效应逐步体现，其他业务线板块毛利率也有所轻微提升，盈利能力有所上升。从费用率方面来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.5%/6%/17.9%/-0.7%。销售费用率 23 年增加 2.9pp，系 2023 年加大人员投入，产业布局持续升级。管理费用率-0.7pp。研发费用率+0.9pp。财务费用率+0.5pp，主要系汇率波动所致。整体来看，全年收入端业绩符合预期，利润端略微低于预期，随着后续费用控制的推进，预计 24 年费用率将会有所下降。
- **体外诊断持续高增，新产品逐步落地。**23 年公司多条业务线表现稳健。体外诊断收入约 3.6 亿（+19.8%），病人监护收入约 6.3 亿（+14.8%），超声诊断收入约 2.7 亿（+9.1%），妇幼保健收入约 3.2 亿（+5.5%），心电图机收入约 2.9 亿（+3.3%）。1) 其中体外诊断业务线增速较快，随着后续 i500 全自动血气电解质分析仪的配套试剂 24 年取证，将进一步完善理邦仪器体外诊断产品线。i500 作为一款基于微电极法的湿式血气，可检测血气、电解质、代谢物等参数，后期支持血氧模块拓展。与干式的 i15、i20、各类采血器、POCT 管理软件等一同为客户提供 POCT 血气分析全面解决方案，协助临床医生更全面地对失血、缺氧、中毒等患者进行诊断；2) 病人监护是理邦第一大产品线，销售在 2020 年由于疫情，需求有所透支。23 年正向增长，系需求端有所复苏且 23Q1 随着国家疫情防控政策的调整，带来国内市场对于监护仪的需求大幅增长，全年内销上升；3) 超声诊断产品线理邦仪器涵盖了推车及便携式超声。超声行业增速整体较为稳健，此外受到 23 年医疗反腐的影响以及海外黑白超收入下降，导致业务线增速约 9%。后续随着新品 Acclarix AX9 便携式全数字彩色超声诊断系统的推出，预计超声线增速将稳健提升。
- **与 GH Labs 合作开发人工智能驱动的经济型手持超声设备，提升 AI 医疗水平。**2024 年 3 月，理邦仪器发布公告称与 Global Health Labs, Inc 合作开发一款人工智能驱动的经济型手持超声设备，供中低收入国家的未经超声专业训练的社区级卫生工作者使用，以识别产前、围产期妇女的关键高危妊娠风险，评估胎龄等胎儿健康状况，帮助提升中低收入国家的妇女儿童健康水平。GH Labs 决定根据项目进展分批次向公司资助共计 280 万美元的项目基金，此项目预计将提高公司 AI 超声整体水平，推动海外收入提升。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司未来几年的稳健增长，建议积极关注。
- **风险提示：**汇率波动风险；新产品研发、注册及认证风险；海外业务拓展不及预期风险；市场竞争导致产品价格大幅下降的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1937.99	2231.24	2532.93	2884.10
增长率	11.22%	15.13%	13.52%	13.86%
归属母公司净利润（百万元）	221.30	290.35	339.10	371.34
增长率	-5.02%	31.20%	16.79%	9.51%
每股收益 EPS（元）	0.38	0.50	0.58	0.64
净资产收益率 ROE	11.28%	12.94%	13.50%	13.21%
PE	27	20	17	16
PB	3.01	2.68	2.38	2.12

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

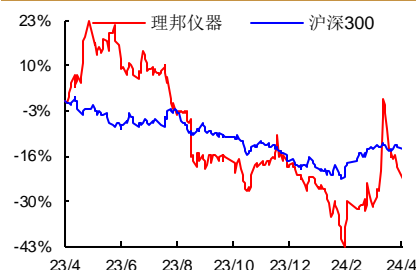
邮箱：duxu@swsc.com.cn

联系人：陈辰

电话：021-68416017

邮箱：chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.82
流通 A 股(亿股)	3.40
52 周内股价区间(元)	7.55-16.26
总市值(亿元)	59.22
总资产(亿元)	22.14
每股净资产(元)	3.38

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 理邦仪器：六大业务板块，多元布局医疗器械	1
1.1 多技术平台构建丰富产品线，助力智慧医疗建设	1
1.2 业务增长稳健，趋势向好	6
2 盈利预测与估值	8
2.1 盈利预测	8
2.2 相对估值	9
3 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司主营业务结构.....	2
图 3：病人监护产品线.....	2
图 4：超声影像产品线.....	3
图 5：妇幼健康产品线.....	4
图 6：体外诊断产品线.....	4
图 7：2023 年公司主营业务结构.....	5
图 8：2018-2023 年主营业务营收分布（百万元）.....	5
图 9：公司股权结构图（截至 2023 年 12 月底）.....	6
图 10：2018-2023 年营业总收入趋势.....	6
图 11：2018-2023 年归母净利润趋势.....	6
图 12：2018-2023 年毛利率和净利率趋势.....	7
图 13：2018-2023 年四费率趋势.....	7
图 14：2018-2023 年研发投入（百万元）及研发费用率.....	7
图 15：2018-2023 年国内国外营收占比趋势.....	8

表 目 录

表 1：公司业务分拆收入预测.....	9
表 2：可比公司估值.....	10
附表：财务预测与估值.....	11

1 理邦仪器：六大业务板块，多元布局医疗器械

1.1 多技术平台构建丰富产品线，助力智慧医疗建设

公司属于医疗器械领域的企业，提供综合的医疗健康产品、解决方案和服务。其业务涵盖病人监护、心电诊断、超声影像、妇幼健康、体外诊断和智慧医疗六个主要领域。公司产品销售遍及全球 170 多个国家和地区。在国内市场，公司的病人监护、妇幼健康和心电诊断产品处于领先地位。超声影像产品采用先进的技术平台，持续提升市场份额。体外诊断产品包括血气生化分析仪和磁敏荧光免疫分析仪，均处于国际领先水平。此外，公司还致力于发展血细胞分析仪、特定蛋白分析仪和分子诊断产品。通过智慧医疗解决方案，公司致力于满足临床需求，实现人、设备和系统之间的高效互动，打破科室间的信息壁垒，为临床决策提供有力支持，助力智慧医院建设。

公司商业发展历史及展望：公司成立于 1995 年，多年来通过积累丰富的技术储备以及渠道的搭建，已为超过 50,000 家医疗机构提供了创新型、高品质的产品和服务。同时，公司在全球设立 4 大研发中心、19 个子公司，产品远销至 170 多个国家和地区。目前在生理信号检测、医用换能器、主控平台、血气电解质、微流控、磁敏荧光免疫、超声影像等方面掌握多项核心技术。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

公司围绕“创新+平台化+国际化”战略核心，深度进行产业布局。公司目前六大业务板块，基于临床需求进行产品创新。

图 2：公司主营业务结构



资料来源：公司官网，西南证券整理

病人监护：急危重症监护+床旁监护+智能生命体征查房方案。公司在监护领域耕耘 18 年，产品销售遍及 170 多个国家和地区，且仅有千分之七的返修率，位居全球领先行业。产品线：1) 急危重症监护方案：随着全球对危急重症领域的投入逐步增加，以及国内医疗新基建的推动，急危重症监护市场迅速扩容。公司凭借自研的监护线核心技术，在高端参数技术领域实现了广泛布局，包括 CO2 监护、麻醉监护、肌松监护、脑电监护和连续心排技术等。此外，公司推出了新一代 iV 系列插件监护仪，融合了多项最新监护技术，具备明显的竞争优势。同时，公司加大了医疗信息化投入，不断提升临床使用体验；2) 床旁监护方案：公司发布了新一代遥测监护仪，并结合原有的监护心电二网合一方案和信息化部署，进一步扩大了在国内外医院市场的覆盖范围。该方案为医院提供更完整的病人数据闭环和更深度的分析评估，形成独特的信息化产品优势；3) 智能生命体征查房方案：通过 iM3 系列生命体征监测仪和信息化解决方案构建的智能查房和点测方案，已经成功接入国际主流医疗信息系统，显著提升了医疗效率。该方案在美国、欧洲等地区市场的占比逐年增长。公司自主研发的血氧、快速血压、血氧算呼吸等算法的准确度在行业中处于领先地位。

图 3：病人监护产品线



资料来源：2023 年年报，西南证券整理

心电诊断：静态/运动心电+动态心电/血压+网络解决方案。公司心电诊断业务涵盖了完整的心电诊断领域。1) 静态心电：静态心电是临床应用最广泛的心脏疾病诊断和筛查方式之一。公司的静态心电产品多年来一直稳居国内市场占有率和出口额的领先地位。经过 20 多年的研发，公司的核心技术和算法在硬件方面实现了业界顶尖的采样精度，在软件方面实现了国外品牌的技术突破。其无网关信息化直连方案已广泛应用于新一代机型，并实现了与多家国际主流信息化供应商的无缝接入；2) 运动心电：运动心电通常用于冠心病的诊断和评估，并且市场份额不断扩大。公司积极布局运动检测相关专业领域和周边设备，旨在打造完整专业的心脏检测和康复综合解决方案；3) 动态心电/血压：公司在国内及海外均有布局，并且市场占有率持续增加。其创新的 SA-20 动态心电血压二合一产品可同时测量 24 小时的动态心电和动态血压，协助观察血压升降与心律失常、心肌缺血之间的因果顺序关系，填补市场空缺，助力提升产品线市场份额；4) 心电网络解决方案：公司自主研发的心电网络解决方案可以统一管理所有心电设备，并支持平台实现数据互通。这为实现数据集中管理提供了便利。

超声影像：推车+便携均有覆盖。理邦灵犀超声综合解决方案目前涵盖产前筛查、心脏测量和心血管测量等领域，分别推出 eAssist (OB)、eHIP、e-LV、e 血流量等新功能，并针对流程进行优化，提升了高级算法的评估与判断。产品线来看：1) 推车式全数字彩色超声诊断系统：主要包含 LX3、LX6、LX9 等系列，其中，LX9 系列作为旗舰机型，采用了全球先进的并行计算引擎和图像处理技术，具备出色的性能和图像质量；2) 便携式全数字彩色超声诊断系统：主要包含 U50、U60、AX3、AX8 及 AX9 等。在新冠肺炎疫情期间，AX8 和 AX3 批量入驻国内多家三甲医院和方舱医院；3) 全数字超声诊断系统：以便携式黑白超声 DUS60 为主，主要销往海外基层医院。展望未来，国内市场公司将重点对 POC 方向及下沉市场进行重点布局。海外市场公司将强化本地化建设，着重引入本地化销售经营团队。

图 4：超声影像产品线



资料来源：2023 年年报，西南证券整理

妇幼健康：围产监护+妇科诊疗+盆底康复。公司在妇幼健康业务领域已经有 20 多年的发展历程，并在胎监和电子阴道镜产品系列方面持续领先。妇幼健康业务已经从围产监护和妇科诊疗应用领域扩展到盆底康复应用领域，并在妇女生殖和母胎医学方面引入了新的技术。1) 围产监护方案：该方案包含多普勒胎心仪和胎儿/母亲监护仪系列产品，提供全孕期胎儿监护服务，包括早孕孕检、孕中晚期胎心监测、围产期子宫肌电监测、胎儿及母亲多参数同步监测以及家庭远程胎监解决方案。F15 系列作为新一代旗舰机型，采用 IQ 解调创新专利技术，突破了传统胎监技术的限制，解决了临床中的瓶颈问题。FECG1/EHG 系列产品则为早产/流产等子宫肌电监测需求提供设备技术方案，并应用于胎儿动态心率与母亲动态心率的计算；2) 妇科诊疗方案：该方案包含阴道镜产品系列和妇科高频电刀系列。阴道镜产品系列在高清成像的基础上引入了 4K 成像技术，并具备扩展网络应用对接功能，为临床提供智

能化、高质量和高性价比的设备。UHD 系列超高清智能电子阴道镜通过全链路 4K 成像技术和多光谱光源技术进一步提升了电子阴道镜的性能。妇科高频电刀系列则应用闭环阻抗实时反馈技术，为妇科门诊的宫颈手术提供准确、顺畅和快速的应用条件；3）盆底康复方案：该方案包括台式盆底电、盆底磁、便携盆底电、家用盆底电和盆底信息化产品。通过近几年的市场布局，盆底业务规模稳步增长，客户总数量和三甲医院客户数量显著增加。新一代生物反馈盆底磁—MP 系列脉冲磁刺激仪的发布将进一步促进盆底磁市场的增长。展望未来，公司将继续加强盆底康复业务的市场投入，扩大现有解决方案的优势，并寻求在泌尿科、肛肠科等其他细分市场的拓展。

图 5：妇幼健康产品线



资料来源：2023 年年报，西南证券整理

体外诊断：产品线以血气分析仪为主。公司的产品线涵盖了高端微流控 POCT 产品、常规检验类产品和分子诊断产品。高端微流控 POCT 产品包括血气生化分析仪系列和磁敏荧光免疫分析仪系列。血气生化分析仪系列包括 i15、i20 和 i500 等型号，具备简单易用、高效快速和常温耗材等特点。磁敏荧光免疫分析仪系列结合了 GMR 高灵敏度和光学检测系统，实现双重检测方法。常规检验类产品主要包括血细胞分析仪系列和特定蛋白免疫分析仪系列。血细胞分析仪系列包括 H30 Pro、H60、H60S CRP&SAA 和即将推出的 H90 系列，满足基层医疗机构和中小型实验室的需求。特定蛋白免疫分析仪采用免疫散射比浊法，可定量检测全血、血清、血浆中的特定蛋白，为疾病诊断提供依据，并具备急诊插入功能和智能系统。此外，公司通过并购整合进入分子诊断领域，并推出了 CL30 全自动核酸检测分析仪作为首款分子诊断产品。该分析仪能检测新冠病毒、甲型流感病毒、乙型流感病毒和呼吸道合胞病毒等参数，并已获得欧盟 CE 认证，国内 NMPA 注册正在进行中。另外，公司还开发了自主生产的采血器系列产品，包括末梢血样采血器和动脉采血器，已获得欧盟 MDR CE 认证，进一步完善了血气分析检测领域的产品布局。

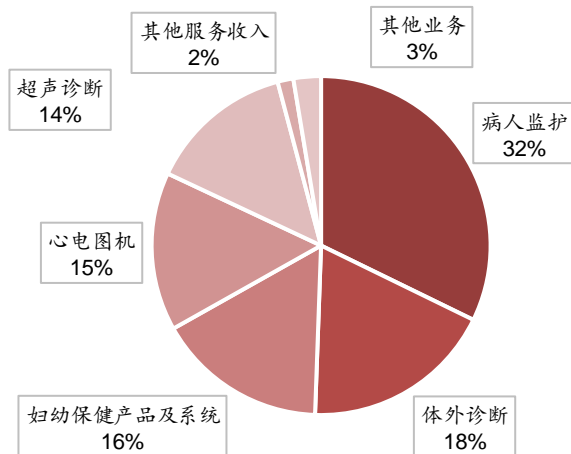
图 6：体外诊断产品线



资料来源：2023 年年报，西南证券整理

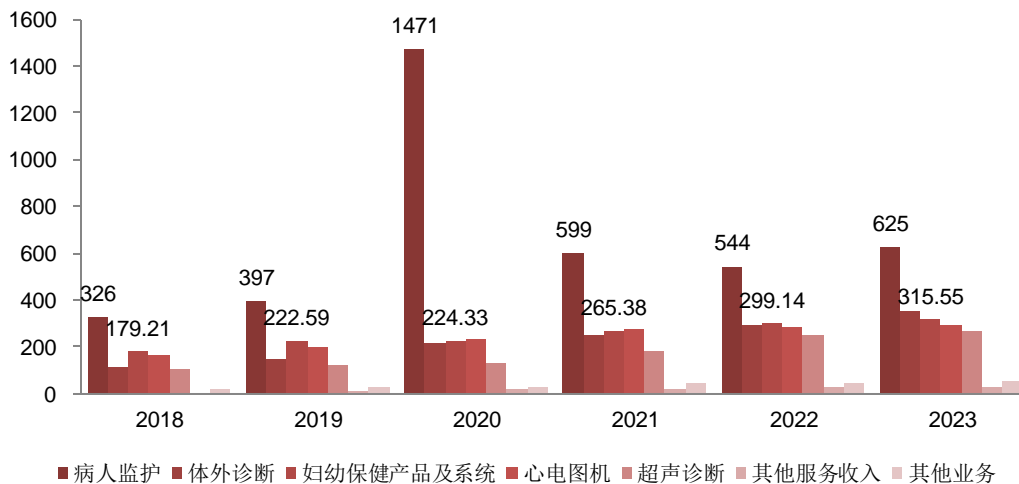
智慧医疗：智慧互联，信息赋能。公司将不断融合云计算、物联网、人工智能、5G 等新型技术及理念，探索远程医疗、互联网医疗信息服务等新型商业模式，形成智慧心网、智慧急救、智慧妇幼、智慧监护、智慧检验的信息化综合解决方案，为全球用户提供更加优质的产品和服务。

图 7：2023 年公司主营业务结构



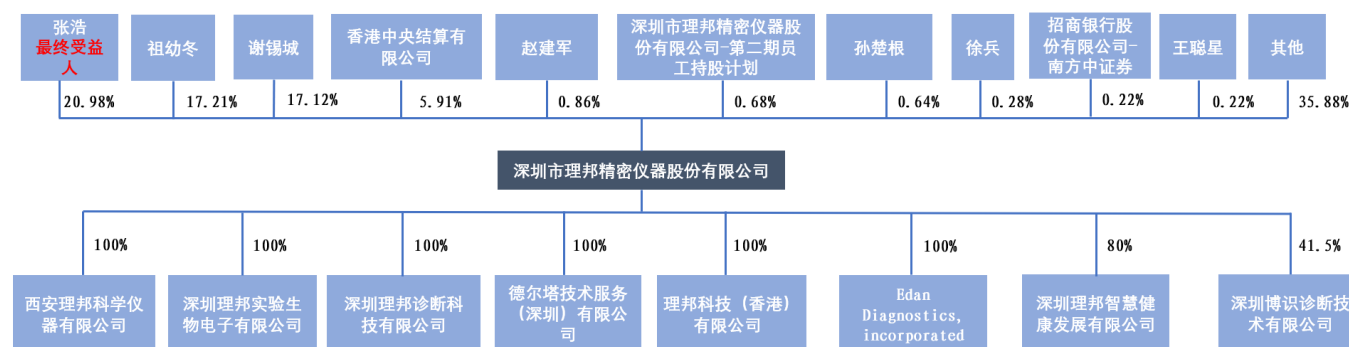
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2018-2023 年主营业务营收分布（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

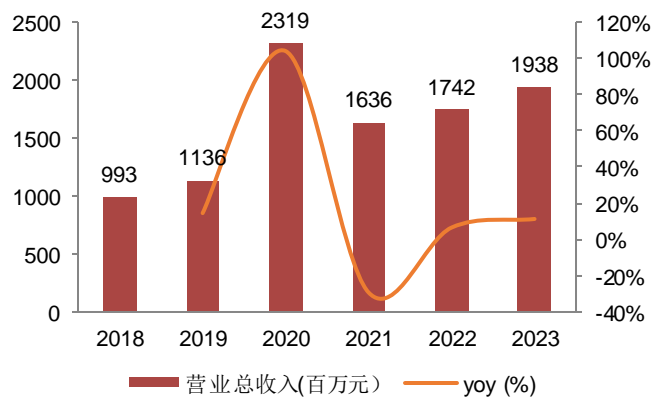
公司股权结构集中，三大股东合计持有公司 55.3% 股份。截至 2023 年 12 月底，公司前三大股东张浩、祖幼冬、谢锡城合计持有公司 55.3% 股份。公司于 2012 年收购理邦实验股权，2015 年收购深圳博识股权。

图 9：公司股权结构图（截至 2023 年 12 月底）


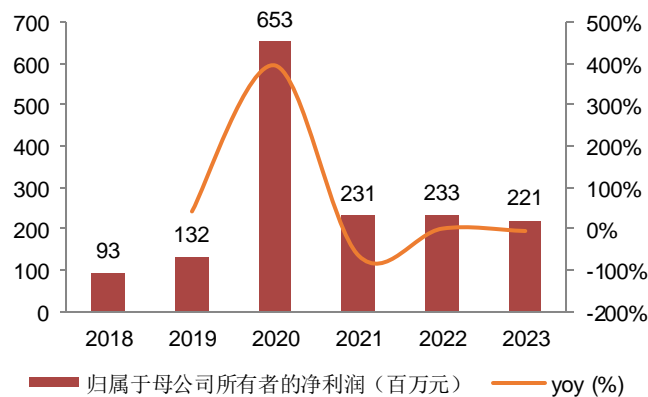
数据来源：Wind 截至 2023/12/31，西南证券整理；注：仅显示持股大于 40% 的子公司

1.2 业务增长稳健，趋势向好

业务增长稳健，趋势向好。2023 年营收为 19.4 亿元，同比增长 11.2%。归母净利润 2.2 亿元，同比减少 5%。2019-2023 年营收 CAGR 14.3%，净利润 CAGR 19%，近 5 年整体来看业绩增长都较为稳健。其中 2020 年新冠时期病人监护线业绩快速放量，对 2020 业绩提振效果显著，以及 23Q1 随着国家疫情防控政策的调整，国内市场对于监护仪的需求再度大幅增长。

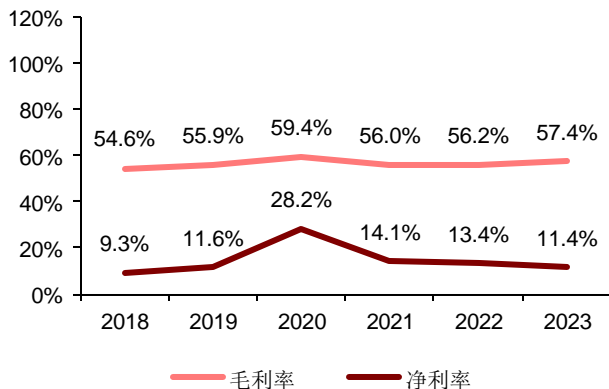
图 10：2018-2023 年营业总收入趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2018-2023 年归母净利润趋势


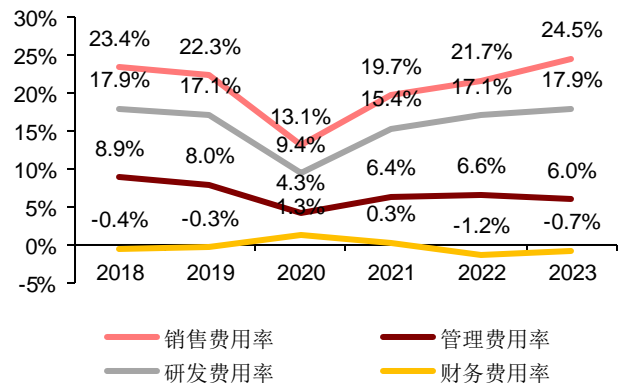
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2018-2023 年毛利率和净利率趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2018-2023 年四费率趋势

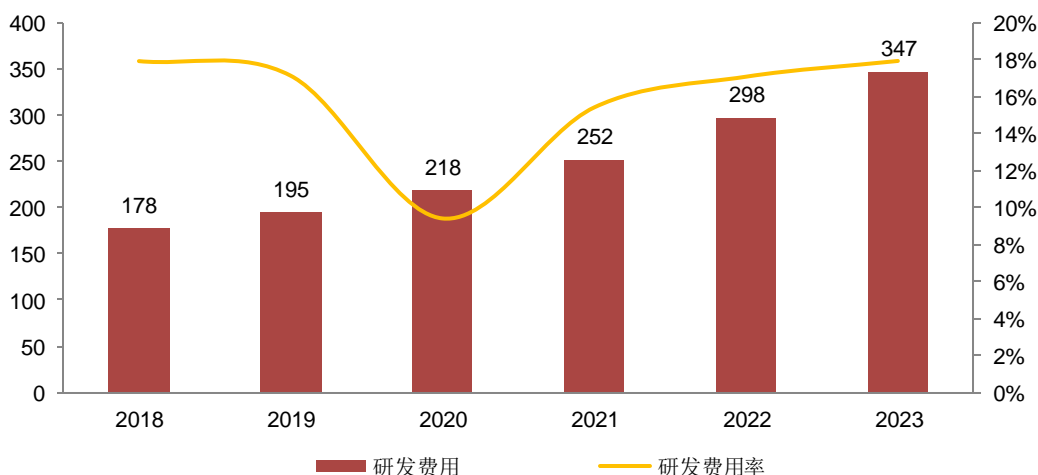


数据来源：Wind，西南证券整理

2023 年费率逐渐攀升，产业持续布局拓展。理邦仪器 2023 年毛利率 57.4%(+1.1pp)，主要系体外诊断产线毛利率提升明显，对综合毛利有拉动作用。此外，规模效应逐步体现，其他业务线板块毛利率也有所轻微提升。关于费率方面，公司持续产业布局业务拓展，四费率 47.7%(+3.5pp)，其中销售费用率提升较为明显(+2.9pp)，系 2023 年加大人员投入，产业布局持续升级。

公司重视研发，技术为第一竞争力。2018-2023 年公司研发投入逐年提高。2023 年，公司大批战略新品先后上市，如 iV 系列监护仪、iT30/50 遥测监护仪、i500 全自动血气电解质分析仪、Acclarix AX9 便携式全数字彩色超声诊断系统、UHD 系列 4K 超高清智能电子阴道镜、MP 系列脉冲磁刺激仪等，产品综合竞争实力不断增强。未来，伴随着公司全球化战略的不断深入，研发创新能力将进一步得到提升。

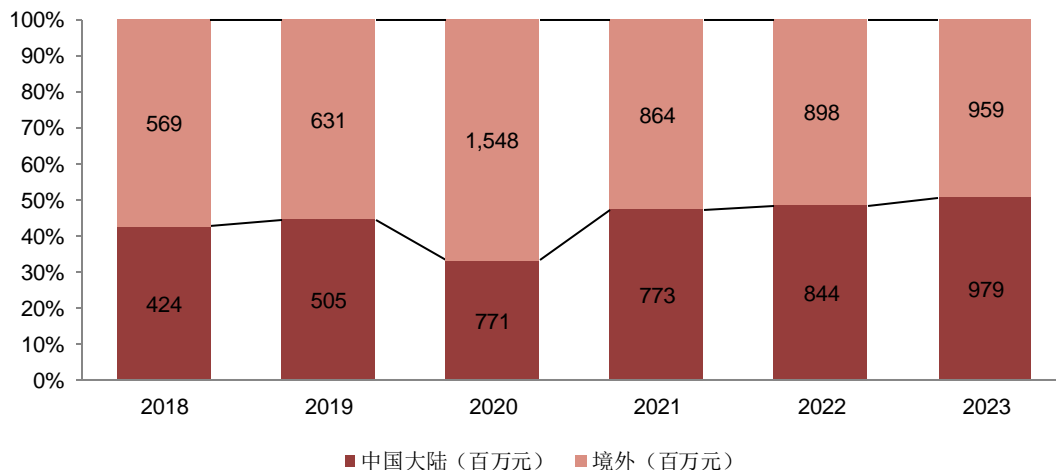
图 14：2018-2023 年研发投入（百万元）及研发费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

境内境外双轮驱动，全球化步伐加快。公司目前海外 2023 年收入占总营收约 50%。公司将加大新兴市场的开拓力度，借助海外子公司和国内办事处的本地化优势持续拓展海外业务。目前，公司海外子公司已扩展至八家，未来将进一步深化营销与销售的本地化战略。公司不仅构建了国际样板医院，更在全球范围内建立了广泛的海外终端关系网络，覆盖非洲、中东、拉美、亚太、欧洲等地区。此外，公司海外员工本土率已达到 28%，为海外市场的长远发展奠定了坚实基础。

图 15：2018-2023 年国内国外营收占比趋势



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

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2024-2026 年公司主营业务的预测如下：

- 1) 心电图机：国内外业务持续拓展，国内 Allink 智慧联诊疗项目装机量持续攀升。因此我们预计 24-26 年销量增速分别为 10%、10%、10%，预计毛利率较为稳定。
- 2) 妇幼保健：公司全球技术领先的产科胎监产品持续市场拓展，获得海内外高端公立用户认可，加之盆底康复系列整体解决方案的持续完善。预计 24-26 年销量增速分别为 10%、10%、10%。预计毛利率较为稳定。
- 3) 体外诊断：公司血气国内市占率约 15%，为国内血气第一品牌。预计 24-26 年销量增速分别为 25%、23%、20%。毛利率预计较为稳定（暂未考虑集采）。
- 4) 超声诊断：23 年黑白超业务有所减少，以及 23 年业务线受医疗反腐影响较大。后续随着多个超声新品上市，全球市场渠道进一步开拓，以及理邦品牌影响力的持续提升，预计 24-26 年销量增速分别为 15%、15%、10%。毛利率预计较为稳定。
- 5) 病人监护：23Q1 由于国家疫情防控政策调整，23 年 1-2 月国内市场对于病人监护仪的需求迅速增加。未来市场增速预计来自设备以旧换新以及医疗新基建，提升等

级对配置带来相应需求。预计 24-26 年销量增速分别为 15%、15%、15%。毛利率预计较为稳定。

表 1：公司业务分拆收入预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
心电图机	营业收入	293	323	323	355
	YOY	3.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	63.2%	63.0%	63.0%	63.0%
妇幼保健产品及系统	营业收入	316	347	382	420
	YOY	5.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	65.5%	65.5%	65.5%	65.5%
体外诊断	营业收入	356	444	547	656
	YOY	19.8%	25.0%	23.0%	20.0%
	毛利率	60.8%	60.5%	60.5%	60.5%
超声诊断	营业收入	269	309	356	391
	YOY	9.1%	15.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	52.4%	52.5%	52.5%	52.5%
病人监护	营业收入	625	718	826	950
	YOY	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%
其他服务收入	营业收入	29	33	38	44
	YOY	9.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	23.8%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务	营业收入	51	56	62	68
	YOY	12.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	36.4%	37.0%	37.0%	37.0%
合计	营业总收入	1,938	2,231	2,533	2,884
	YOY	11.2%	15.1%	13.5%	13.9%
	毛利率	57.4%	57.3%	57.2%	57.2%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业中与理邦仪器业务最为相近的三家公司：迈瑞医疗、祥生医疗、新产业。新产业主要从事研发、生产及销售系列全自动化学发光免疫分析仪器及配套试剂，是国内该领域的领先者；迈瑞生命信息与支持龙头公司，与理邦仪器病人监护和心电图机业务相似度较高；祥生医疗主营业务为超声，与公司业务有较高相似度。3 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 21 倍、17 倍、-倍。考虑到公司未来几年的稳健增长，建议持续关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	276.25	11.56	13.91	-	24	20	-
688358.SH	祥生医疗	30.37	2.02	2.57	-	15	12	-
300832.SZ	新产业	67.59	2.70	3.47	-	25	19	-
平均值						21	17	-

数据来源：Wind，西南证券整理；股价为 2024 年 4 月 8 日收盘价

3 风险提示

- 汇率波动风险；
- 新产品研发、注册及认证风险；
- 海外业务拓展不及预期风险；
- 市场竞争导致产品价格大幅下降的风险。

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	1937.99	2231.24	2532.93	2884.10	净利润	221.56	285.35	335.10	367.34
营业成本	825.92	952.39	1083.63	1234.03	折旧与摊销	48.02	55.37	58.60	62.47
营业税金及附加	20.55	22.31	25.33	28.84	财务费用	-13.98	-5.00	-5.00	-5.00
销售费用	474.89	498.63	548.50	630.77	资产减值损失	-9.11	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	115.97	127.57	153.08	168.39	经营营运资本变动	-127.73	-111.31	-75.67	-86.69
财务费用	-13.98	-5.00	-5.00	-5.00	其他	32.21	1.01	2.15	-0.61
资产减值损失	-9.11	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	150.96	215.41	305.18	327.50
投资收益	0.52	10.00	10.00	10.00	资本支出	-12.77	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-1.75	0.00	0.00	0.00	其他	-35.26	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	60.00	60.00	60.00	投资活动现金流净额	-48.03	-90.00	-90.00	-90.00
营业利润	214.19	295.79	347.89	381.65	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.24	3.00	3.00	3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	221.43	298.79	350.89	384.65	股权融资	10.14	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.13	13.45	15.79	17.31	支付股利	-119.99	-44.26	-58.07	-67.82
净利润	221.56	285.35	335.10	367.34	其他	-17.68	-1.91	5.00	5.00
少数股东损益	0.25	-5.00	-4.00	-4.00	筹资活动现金流净额	-127.54	-46.17	-53.07	-62.82
归属母公司股东净利润	221.30	290.35	339.10	371.34	现金流量净额	-19.14	79.24	162.11	174.69
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	941.71	1020.95	1183.06	1357.75	成长能力				
应收和预付款项	192.31	220.50	251.94	286.79	销售收入增长率	11.22%	15.13%	13.52%	13.86%
存货	400.45	461.58	523.40	597.26	营业利润增长率	-11.74%	38.10%	17.61%	9.70%
其他流动资产	20.92	24.09	27.34	31.13	净利润增长率	-4.78%	28.79%	17.44%	9.62%
长期股权投资	9.96	9.96	9.96	9.96	EBITDA 增长率	-9.01%	39.45%	15.98%	9.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	485.24	552.01	615.55	675.23	毛利率	57.38%	57.32%	57.22%	57.21%
无形资产和开发支出	98.46	77.21	55.96	34.70	三费率	29.77%	27.84%	27.50%	27.54%
其他非流动资产	64.63	63.74	62.85	61.95	净利率	11.43%	12.79%	13.23%	12.74%
资产总计	2213.67	2430.02	2730.05	3054.77	ROE	11.28%	12.94%	13.50%	13.21%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.01%	11.74%	12.27%	12.03%
应付和预收款项	140.07	191.02	214.02	239.22	ROIC	18.44%	22.22%	23.14%	22.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.81%	15.51%	15.85%	15.23%
其他负债	109.73	34.32	34.32	34.32	营运能力				
负债合计	249.80	225.34	248.34	273.54	总资产周转率	0.87	0.96	0.98	1.00
股本	581.72	581.72	581.72	581.72	固定资产周转率	4.19	4.70	4.95	5.15
资本公积	333.87	333.87	333.87	333.87	应收账款周转率	13.90	14.46	14.49	14.39
留存收益	1075.90	1321.99	1603.01	1906.53	存货周转率	1.99	2.21	2.20	2.20
归属母公司股东权益	1965.28	2211.09	2492.12	2795.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.39%	—	—	—
少数股东权益	-1.40	-6.40	-10.40	-14.40	资本结构				
股东权益合计	1963.87	2204.69	2481.72	2781.24	资产负债率	11.28%	9.27%	9.10%	8.95%
负债和股东权益合计	2213.67	2430.02	2730.05	3054.77	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.22	9.04	9.28	9.50
					速动比率	5.36	6.63	6.83	7.00
					股利支付率	54.22%	15.24%	17.12%	18.26%
					每股指标				
					每股收益	0.38	0.50	0.58	0.64
					每股净资产	3.38	3.80	4.28	4.81
					每股经营现金	0.26	0.37	0.52	0.56
					每股股利	0.21	0.08	0.10	0.12
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	248.23	346.16	401.49	439.12					
PE	26.76	20.40	17.46	15.95					
PB	3.01	2.68	2.38	2.12					
PS	3.06	2.65	2.34	2.05					
EV/EBITDA	19.87	14.00	11.66	10.27					
股息率	2.03%	0.75%	0.98%	1.15%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所

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	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	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	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@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
广深	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
	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