

## 海外业务稳定增长，盈利能力提升

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报和2024Q1业绩, 23年实现营收928.5亿, 同比-1.0%; 归母净利润53.3亿, 同比+23.5%。24Q1公司实现营收241.7亿, 同比+1.2%, 归母净利润16.0亿, 同比+5.1%。海外业务稳定增长, 盈利能力提升。
- **国内工程机械下滑周期影响, 起重机械、土方机械板块承压下滑; 高机、矿机等新业务实现高增长。** 细分产品来看, 23年, 传统板块部分业务受国内工程机械行业下行周期影响, 起重机械板块实现营收211.9亿, 同比-11.2%, 毛利率提升至22.6%, 业务占比为22.8%; 土方机械板块营收225.6亿, 同比-4.6%, 毛利率提升至25.7%, 业务占比为24.3%。新产业实现高质量发展, 高空作业机械实现营收88.8亿, 同比+35.6%, 业务占比为9.6%, 高空作业平台和举升类消防车行业销量第一; 矿业机械实现营收58.6亿, 同比+14.2%, 业务占比为6.3%, 其中新能源矿车增长4倍, 矿挖内销占有率+1.7pp; 其他工程机械及配件等板块实现营收1665.4亿, 同比+25.0%, 占比为17.9%; 混凝土机械营收104.3亿, 同比+9.7%, 毛利率提升至18.1%, 业务占比为11.2%。
- **全球化战略持续推进, 海外市场实现高速增长, 盈利稳步提升。** 2023年公司海外业务实现营收372.2亿, 同比+33.7%, 占比达40.1%, 且受益于海外销售规模增大、产品结构改善, 海外市场毛利率同比提升1.9pp至24.2%, 高于国内的21.2%毛利率3.0pp, 拉动公司盈利能力提升。2023年, 公司综合毛利率为22.4%, 同比+2.2pp, 主要系公司混改后成本管控能力提升、产品结构优化、高毛利海外业务占比提升; 净利率为6.6%, 同比+1.1pp; 期间费用率为15.2%, 同比+1.5pp, 细分来看, 销售、管理、研发、财务费用率分别为7.2%、2.9%、4.3%、0.8%, 主要系报告期内利息收入和汇兑损益的影响, 财务费用率提升1.0pp。2024Q1公司综合毛利率为22.9%, 同比+0.26pp; 净利率为6.5%, 同比+0.11p; 期间费用率为14.9%, 同比+0.32pp。
- **国内需求向上拐点渐近, 公司系工程机械行业龙头, 有望深度受益。** 国内工程机械主要以更新需求驱动, 设备8-10年更新周期, 以挖机为例, 2015年国内挖机销量5.6万台为上轮周期底部, 彼时行业挖机保有量约120万台; 2023年销量约9万台, 行业保有量约190-200万台, 预计24年行业更新需求下滑筑底; 另外考虑到“以旧换新”政策落地, 板块更新周期有望进入修复通道。公司系工程机械国内行业龙头, 产品种类齐全, 包括起重机械、土方机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械、高空作业机械、矿业机械、环卫机械、农业机械、应急救援设备等多个产品, 产品市占率领先; 2023年, 公司产品中汽车起重机、随车起重机、压路机等16类主机位居国内行业第一; 起重机械、移动式起重机、水平定向钻持续保持全球第一, 桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营; 公司龙头地位稳固, 后续随着国内行业呈现回暖势头, 公司业绩有望实现较快增长。
- **盈利预测与投资建议。** 国内工程机械行业更新需求有望触底向好, 公司系国内工厂机械龙头, 有望形成较强业绩支撑。预计公司2024-2026年归母净利润为64.2、81.7、100.4亿元, 对应EPS为0.54、0.69、0.85元, 对应当前股价PE为13、10、8倍, 未来三年归母净利润复合增长率24%; 给予公司2024年17X目标PE, 对应目标价9.18元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观政策变动风险、海外市场发展不确定性风险、汇率波动风险。

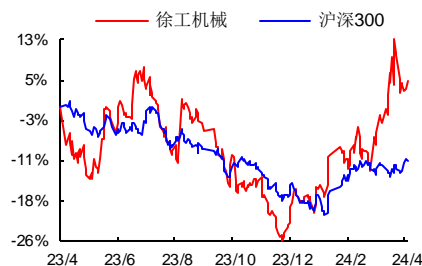
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	928.48	1015.22	1167.00	1343.20
增长率	-1.03%	9.34%	14.95%	15.10%
归属母公司净利润(亿元)	53.26	64.19	81.65	100.37
增长率	23.51%	20.52%	27.18%	22.94%
每股收益EPS(元)	0.45	0.54	0.69	0.85
净资产收益率ROE	9.11%	10.15%	11.62%	12.76%
PE	16	13	10	8
PB	1.48	1.35	1.22	1.08

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)	118.16
流通A股(亿股)	81.20
52周内股价区间(元)	4.96-7.55
总市值(亿元)	830.68
总资产(亿元)	1,645.36
每股净资产(元)	4.89

### 相关研究

## 目 录

<b>1 徐工机械：中国工程机械龙头，混改注入新鲜活力</b> .....	<b>1</b>
1.1 深耕行业 80 余年，成就工程机械行业领军者 .....	1
1.2 新老业务及海外业务齐发力，公司盈利能力稳步增强 .....	3
1.3 徐州国资委控股，混改激发公司活力 .....	4
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>5</b>
2.1 盈利预测 .....	5
2.2 相对估值 .....	6
<b>3 风险提示</b> .....	<b>7</b>

## 图 目 录

图 1：整合集团优质资源，公司发展为工程机械龙头企业.....	1
图 2：公司产品线丰富，覆盖起重机械、筑路机械、土方机械等领域.....	2
图 3：2023 年，起重机械营收占比为 22.8%.....	2
图 4：2023 年，公司起重、土方、混凝土机械毛利率提升.....	2
图 5：2023 年，徐工机械实现营收 928.5 亿，同比-1.0%.....	3
图 6：2023 年，徐工机械实现净利润 53.3 亿，同比+23.7%.....	3
图 7：2023 年，海外业务实现营收 372.2 亿元，同比+33.7%.....	3
图 8：2023 年，国内外业务毛利率均同比实现提升.....	3
图 9：2022 年以来，公司毛利率、净利率提升.....	4
图 10：2023 年以来，公司期间费用率整体相对稳定.....	4
图 11：徐工机械实际控制人为徐州市国资委.....	5

## 表 目 录

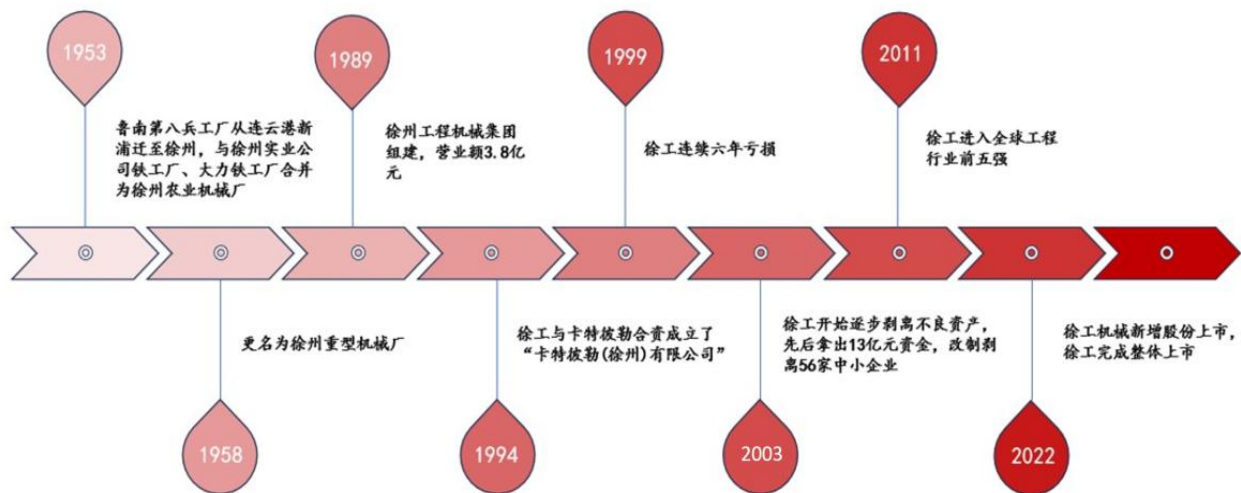
表 1：公司分业务收入及毛利率预测.....	6
表 2：可比公司估值（截止 2024 年 5 月 5 日）.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

# 1 徐工机械：中国工程机械龙头，混改注入新鲜活力

## 1.1 深耕行业 80 余年，成就工程机械行业领军者

整合集团优质资源，公司发展为工程机械龙头企业。徐工集团前身为 1943 年成立的八路军鲁南第八兵工厂；在随后的十年中，工厂历经多次迁移和重组，在 1953 年定居江苏徐州。徐工的前身与新中国的建设开始同步发展；1953 年，开始从事农业机械生产，并在 1957 年开始涉足塔式起重机的制造。1958 年，企业规模已经发展至 2680 人。经过数十年的成长和发展，1980 年代，公司开始引进并消化日本和德国的起重机技术，这一技术转型促使徐工开始批量生产液压汽车起重机。1989 年，以徐州重型机械厂、徐州工程机械制造厂、徐州装载机厂和徐州工程机械研究所为核心，正式组建徐工集团，确立向大吨位起重机市场进军的发展战略。20 世纪 90 年代中期，在徐州市政府的支持下公司进行了大规模的企业重组，提升整体竞争力；1996 年，公司成功在深交所 A 股上市；2020 年，徐工集团向徐工有限无偿划转徐工施维英，且徐工有限完成混改并成功募集资金超 210 亿；2022 年，徐工机械吸收合并徐工有限完成重组上市，整体竞争力提升。

图 1：整合集团优质资源，公司发展为工程机械龙头企业



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

**工程机械行业龙头，产品品类丰富。**公司的工程机械产品种类齐全，包括起重机械、土方机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械、高空作业机械、矿业机械、环卫机械、农业机械、应急救援设备等多个产品，且公司产品市场占有率领先；2023 年，公司产品中汽车起重机、随车起重机、压路机等 16 类主机位居国内行业第一；公司起重机械、移动式起重机、水平定向钻持续保持全球第一，桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营，道路机械、随车起重机、塔式起重机保持全球第三，高空作业平台进位至全球第三，矿山露天挖运设备保持全球第五，挖掘机位居全球第六、国内第二，装载机跃升至全球第二、国内第一。

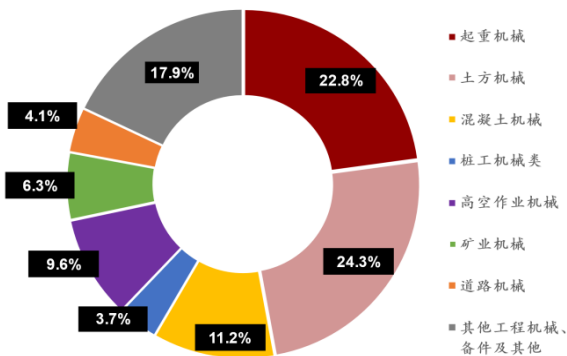
图 2：公司产品线丰富，覆盖起重机械、筑路机械、土方机械等领域

产品领域	筑路机械		起重机械	桩工设备	土方机械	混凝土机械	
	路面设备	压实设备				混凝土泵送设备	混凝土搅拌站
详情及示意图	路面冷再生机	平地机	轮式起重机	 <p>XGH350履带式强夯机产品具有性能强、可靠性高、整机稳定性好、操作简单便捷等特点，广泛应用于国海造田、港口码头建设、机场建设、化工厂、电厂建设、工业园建设、公路、铁路路基等地基处理工程中。</p>	装载机	 <p>由泵体和输送管组成。是一种利用压力，将混凝土沿管道连续输送的机械，主要应用于房建、桥梁及隧道施工。主要分为闸板阀混凝土输送泵和S阀混凝土输送泵。再一种就是将泵体装在汽车底盘上，再装备可伸缩或屈折的布料杆，而组成的泵车。</p>	 <p>混凝土搅拌站主要由搅拌主机、物料称量系统、物料输送系统、物料贮存系统和控制系统等5大系统和其他附属设施组成。由于骨料计量与站骨料计量相比，减少了四个中间环节，并且是垂直下料计量，节约了计量时间，因此大大提高了生产效率。</p>
	拌合站	压路机	塔式起重机		滑移装载机		

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

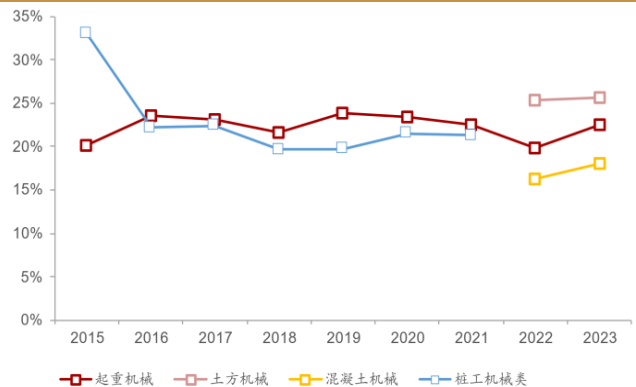
吸收合并徐工有限，产品结构优化。2022 年，公司完成工程机械板块整体上市，实现挖掘机、塔式起重机、混凝土机械、矿业机械等优势资产注入，业务结构改善。2023 年，细分产品来看，传统板块部分业务受国内工程机械行业下行周期影响，公司起重机械板块实现营收 211.9 亿，同比-11.2%，毛利率提升至 22.6%，业务占比为 22.8%，该业务为公司传统优势业务；土方机械板块营收 225.6 亿，同比-4.6%，毛利率提升至 25.7%，业务占比为 24.3%；混凝土机械营收 104.3 亿，同比+9.7%，毛利率提升至 18.1%，业务占比为 11.2%。拓展的新产业实现高质量发展，高空作业机械实现营收 88.8 亿，同比+35.6%，业务占比为 9.6%；矿业机械实现营收 58.6 亿，同比+14.2%，业务占比为 6.3%；其他工程机械及备件等板块实现营收 1665.4 亿，同比+25.0%，占比为 17.9%。

图 3：2023 年，起重机械营收占比为 22.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2023 年，公司起重、土方、混凝土机械毛利率提升

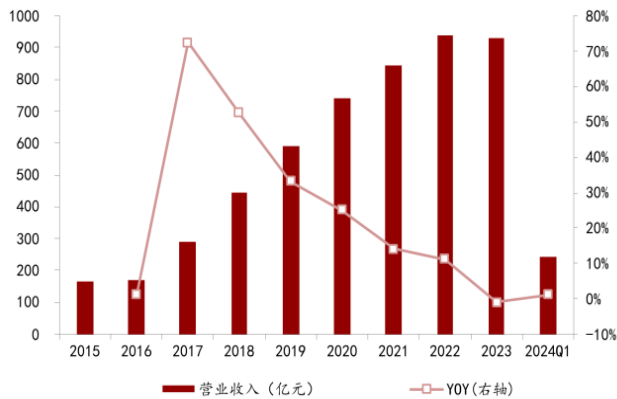


数据来源：Wind，西南证券整理

## 1.2 新老业务及海外业务齐发力，公司盈利能力稳步增强

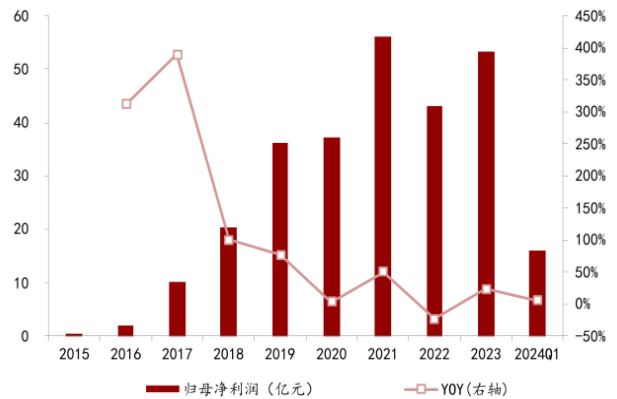
多产业布局+海外市场拓展，近年来公司营收和净利润稳定增长。2012-2016 年受行业下行周期营收，公司营收下滑，2017-2021 年公司业绩呈现持续增长趋势，主要系 2021 年前国内工程机械行业处于上行期间需求增长，2022 年以来公司海外业务拓展顺利贡献增量，且公司产业布局的韧性优势凸显，高空作业机械、矿山机械等新兴产业快速增长。2023 年全年实现营收 928.5 亿，同比-1.0%；实现归母净利润 53.3 亿，同比+23.7%。2024Q1 实现营收 241.7 亿元，同比+1.2%；实现归母净利润 16.0 亿元，同比+5.1%。

图 5：2023 年，徐工机械实现营收 928.5 亿，同比-1.0%



数据来源：Wind，西南证券整理

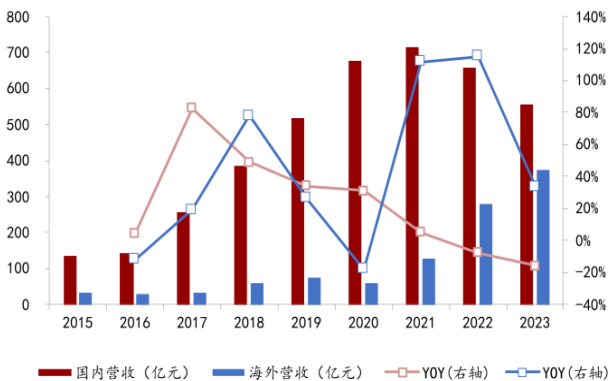
图 6：2023 年，徐工机械实现净利润 53.3 亿，同比+23.7%



数据来源：Wind，西南证券整理

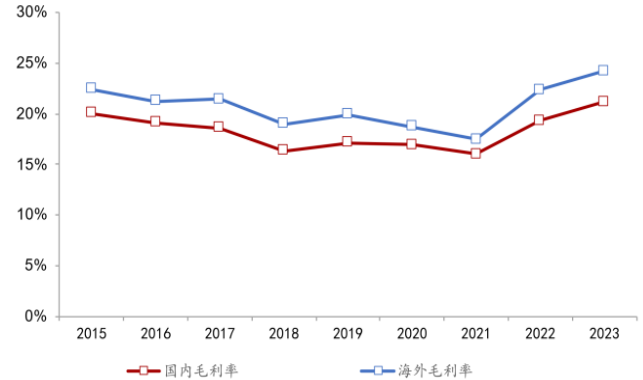
国际业务营收增长、占比提升，拉动公司毛利率提升。2021-2023 年，国内业务营收受行业下行周期影响下滑，由 2021 年的 713.9 亿下滑至 2023 年的 556.3 亿，占比由 2021 年的 91.7% 下滑至 2023 年的 59.9%；海外业务受公司全球化拓展影响实现大幅增长，由 2020 年的 61.1 亿提升至 2023 年的 372.2 亿，占比提升至 40.1%。2023 年公司国内外业务毛利率均实现增长，国内业务毛利率为 21.2%，同比+1.8pp，海外业务毛利率为 24.2%，同比+1.9pp，拉动公司盈利能力提升。

图 7：2023 年，海外业务实现营收 372.2 亿元，同比+33.7%



数据来源：Wind，西南证券整理

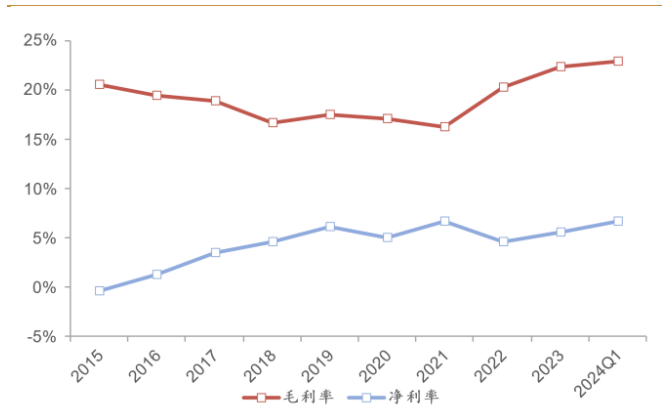
图 8：2023 年，国内外业务毛利率均同比实现提升



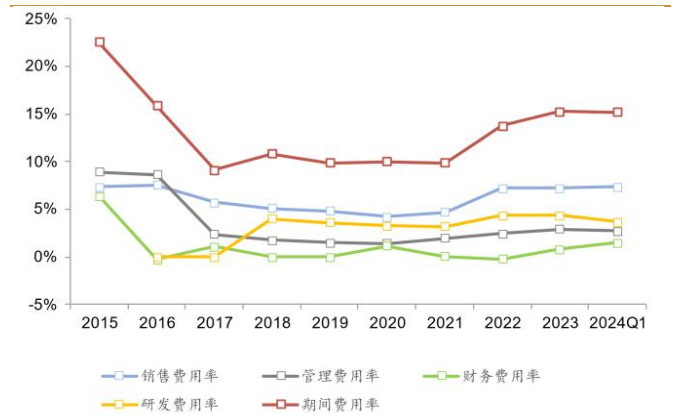
数据来源：Wind，西南证券整理

海外业务占比提升、成本管控能力提升、产品结构改善，近年来，公司盈利能力提升。公司毛利率从 2015 年的 20.5% 下降到 2021 年的 16.2%，2022 年以来毛利率回升，2022-2023 年毛利率分别为 20.2%、22.4%，毛利率回升主要系公司混改后成本管控能力提升、产品结构优化、高毛利海外业务占比提升。公司净利率自 2015 年以来实现反弹，从 2015 年的 -0.38% 上升到 2021 年的 6.70%，2022 年受疫情和汇兑影响小幅下滑，2023 年实现净利率为 6.6%，同比+1.1pp。2024Q1 公司综合毛利率为 22.9%，同比+0.26pp；净利率为 6.5%，同比+0.11pp；盈利能力提升主要系公司高毛利的海外业务占比提升拉动。

2023 年以来，公司精益管理，期间费用率整体相对稳定。2018-2021 年公司期间管理费用率基本在 12-13%，2022 年以来受公司海外业务拓展、收入利息减少等影响，期间费用率增长明显；2022 年期间费用率为 13.8%，同比+4.45pp；2023 年期间费用率为 15.2%，同比+1.5pp；细分来看，销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.2%、2.9%、4.3%、0.8%，主要系报告期内利息收入和汇兑损益的影响，财务费用率提升 1.0pp；2024Q1 公司期间费用率为 14.9%，同比+0.32pp。

**图 9：2022 年以来，公司毛利率、净利率提升**


数据来源：Wind，西南证券整理

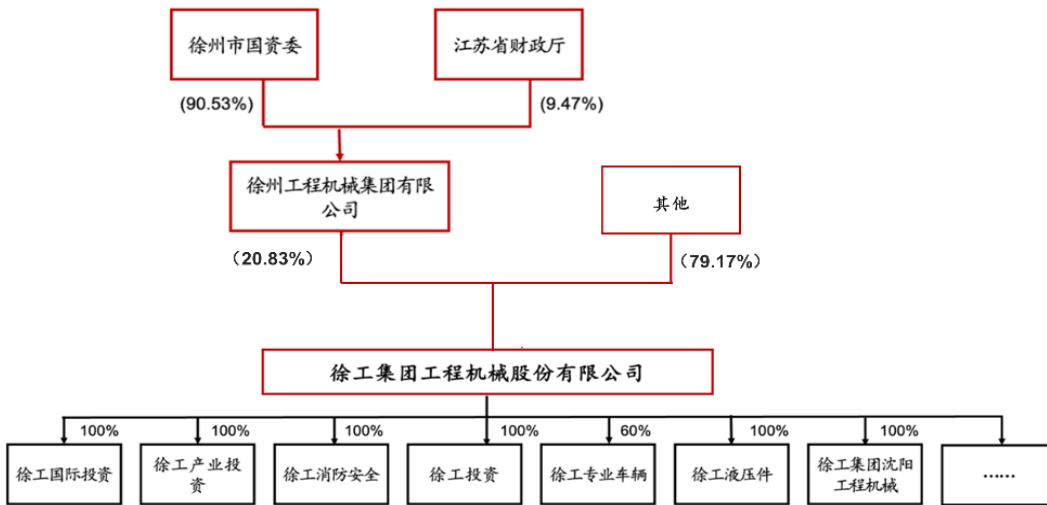
**图 10：2023 年以来，公司期间费用率整体相对稳定**


数据来源：Wind，西南证券整理

### 1.3 徐州国资委控股，混改激发公司活力

徐州市国资委控股，混改等助力公司高质量发展。徐工机械是徐工集团旗下唯一上市公司，徐州国资委通过徐工集团合计持有公司 18.86% 股权，为公司第一大股东；国资委控股有利于增加公司企业背景，优先享用国家政策福利，获得政策倾斜以及资金、项目扶持。2020 年徐工混改方案落地，为徐工打造国企混改样板窗口奠定坚实基础，完善法人治理机制为徐工未来发展主业，围绕产业链不断发展注入更强的动力。2022 年，公司完成重大资交割，反向吸收合并徐工有限，徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械生产配套资产全部注入徐工机械，公司下属工程机械板块实现整体上市，公司综合竞争力及抗风险能力持续提升，盈利能力及持续经营能力有望增强；2023 年公司首次实施股权激励计划，深度绑定公司核心管理层和技术人员，激发公司经营活力。

图 11：徐工机械实际控制人为徐州市国资委



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

#### 关键假设：

**1) 起重机械：**起重机械主要包括工程起重机及建筑起重机，工程以汽车起重机为主，建筑以塔式起重机为主，工程起重机下游与风电、基建、房地产等多个行业相关，相比其他工程机械，起重机产品与地产周期的相关性相对较低。1) 国内：2022-2023 年受房地产行业下行影响，起重机行业销量下滑明显，后续有逐渐企稳回升。2) 国外：得益于国内产业链供应能力韧性及国产品牌在海外市场长期铺垫，目前我国起重机出口持续强劲。公司产品中汽车起重机、随车起重机多品类位居国内行业第一，随车起重机、塔式起重机保持全球第三；预计 2024-2026 年该业务板块整体同比+6%、+18%、+18%。目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率稳中有升。

**2) 土方机械：**1) 国内：国内挖掘机与房地产、基建周期相关性较高，目前行业仍然处于下行筑底阶段，预计 2024 年国内行业有望筑底回升；2) 海外：目前挖掘机海外市场出口销量增速承压，但整体来看国内出口绝对量仍保持较高水平，出口占比持续提升。徐工机械作为行业龙头，挖掘机位居全球第六、国内第二，装载机跃升至全球第二、国内第一；预计 2024-2026 年该业务板块整体同比+8%、+18%、+18%。目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率稳中有升。

**3) 混凝土机械：**混凝土机械主要以混凝土泵车、搅拌运输车为主，与房地产、基建相关性较高。目前受房地产下行周期影响，国内混凝土机械销量大幅下滑，随着国内房地产、基建逐渐进入筑底期，混凝土机械行业整体有望实现回升。公司混凝土机械稳居全球第一阵营，随着工程机械筑底回升周期和海外收入占比提升，预计 2024-2026 年该业务板块整体同



比+8%、+8%、+8%。目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率稳中有升。

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 1：公司分业务收入及毛利率预测**

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
起重机械	收入	211.87	224.77	266.24	315.36
	增速	-11.20%	6.09%	18.45%	18.45%
	毛利率	22.60%	23.00%	24.00%	24.00%
土方机械	收入	225.60	243.99	289.01	342.33
	增速	-4.56%	8.15%	18.45%	18.45%
	毛利率	25.69%	26.00%	27.00%	28.00%
混凝土机械	收入	104.25	112.59	121.60	131.33
	增速	9.72%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	18.05%	19.00%	20.00%	21.00%
桩工机械	收入	34.59	35.63	37.41	39.28
	增速	-55.48%	3.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	20.90%	22.00%	23.00%	24.00%
高空作业机械	收入	88.83	102.16	117.48	135.10
	增速	35.62%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	30.00%	31.00%	32.00%	33.00%
矿业机械	收入	58.61	64.47	70.91	78.01
	增速	14.17%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	22.00%	24.00%	25.00%	26.00%
道路机械	收入	38.18	40.09	44.10	48.51
	增速	-5.37%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.00%	18.00%	20.00%	20.00%
其他业务	收入	166.54	191.52	220.25	253.29
	增速	24.95%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	18.41%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	928.49	1015.23	1167.01	1343.21
	增速	-1.03%	9.34%	14.95%	15.10%
	毛利率	22.38%	22.40%	23.31%	23.91%

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工程机械领域的三一重工、柳工、中联重科 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 17、13、11 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 64.2、81.7、100.4 亿元，对应 EPS 为 0.54、0.69、0.85 元，对应当前股价 PE

为 13、10、8 倍，未来三年归母净利润复合增长率 24%；给予公司 2024 年 17X 目标 PE，对应目标价 9.18 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 2：可比公司估值（截止 2024 年 5 月 5 日）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	16.31	0.81	1.08	1.19	20.11	15.12	13.66
000528.SZ	柳工	10.54	0.66	0.90	1.14	15.92	11.73	9.22
000157.SZ	中联重科	8.51	0.53	0.68	0.83	16.09	12.59	10.31
平均值						<b>17.37</b>	<b>13.15</b>	<b>11.06</b>

数据来源：Wind，西南证券整理；注：可比公司预测为 Wind 一致预期

### 3 风险提示

**1) 宏观政策变动风险。**工程机械行业与基础设施建设和建筑业投资等密切相关，宏观政策和固定资产投资增速的变化，将对公司下游客户需求造成影响，进而影响公司产品销售。

**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) 汇率波动风险。**公司存在一定数量的美元等外币业务，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	928.48	1015.22	1167.00	1343.20	净利润	52.36	63.65	80.79	99.28
营业成本	720.64	787.77	894.97	1022.10	折旧与摊销	39.68	26.69	26.69	26.69
营业税金及附加	4.42	5.08	5.83	6.72	财务费用	7.26	21.89	26.16	30.04
销售费用	67.02	73.10	82.86	95.37	资产减值损失	-6.92	-5.16	-5.43	-5.59
管理费用	27.06	75.13	85.19	96.71	经营营运资本变动	9.05	-81.23	-59.57	-59.69
财务费用	7.26	21.89	26.16	30.04	其他	-65.72	22.52	-8.50	-6.38
资产减值损失	-6.92	-5.16	-5.43	-5.59	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>35.71</b>	<b>48.35</b>	<b>60.13</b>	<b>84.34</b>
投资收益	-0.04	10.59	10.47	10.51	资本支出	-75.89	-40.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	1.79	1.80	1.80	1.80	其他	90.00	39.04	12.27	12.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>14.11</b>	<b>-0.96</b>	<b>-17.73</b>	<b>-17.69</b>
<b>营业利润</b>	<b>56.40</b>	<b>69.81</b>	<b>89.70</b>	<b>110.17</b>	短期借款	-40.72	34.72	31.77	17.34
其他非经营损益	0.37	0.13	0.07	0.14	长期借款	-29.92	-25.00	-20.00	-20.00
<b>利润总额</b>	<b>56.78</b>	<b>69.94</b>	<b>89.77</b>	<b>110.31</b>	股权融资	-3.89	0.00	0.00	0.00
所得税	4.42	6.29	8.98	11.03	支付股利	-17.71	-10.65	-12.84	-16.33
净利润	52.36	63.65	80.79	99.28	其他	14.45	-178.64	-26.16	-30.04
少数股东损益	-0.90	-0.55	-0.85	-1.09	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-77.78</b>	<b>-179.57</b>	<b>-27.23</b>	<b>-49.03</b>
归属母公司股东净利润	53.26	64.19	81.65	100.37	<b>现金流量净额</b>	<b>-29.74</b>	<b>-132.19</b>	<b>15.18</b>	<b>17.62</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	233.71	101.52	116.70	134.32	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	472.58	535.89	622.14	708.75	销售收入增长率	14.86%	9.34%	14.95%	15.10%
存货	323.78	351.26	400.11	457.33	营业利润增长率	10.97%	23.77%	28.49%	22.82%
其他流动资产	80.53	42.85	49.20	56.57	净利润增长率	21.92%	21.55%	26.94%	22.88%
长期股权投资	45.10	45.10	45.10	45.10	EBITDA 增长率	22.42%	14.55%	20.41%	17.08%
投资性房地产	0.05	0.05	0.05	0.05	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	254.33	276.95	289.57	302.19	毛利率	22.38%	22.40%	23.31%	23.91%
无形资产和开发支出	79.94	70.69	61.43	52.17	三费率	10.91%	16.76%	16.64%	16.54%
其他非流动资产	129.92	129.88	129.83	129.79	净利率	5.64%	6.27%	6.92%	7.39%
<b>资产总计</b>	<b>1619.95</b>	<b>1554.18</b>	<b>1714.12</b>	<b>1886.26</b>	ROE	9.11%	10.15%	11.62%	12.76%
短期借款	135.26	169.98	201.75	219.09	ROA	3.23%	4.10%	4.71%	5.26%
应付和预收款项	429.54	496.68	562.74	637.81	ROIC	9.67%	11.83%	13.33%	14.64%
长期借款	125.15	100.15	80.15	60.15	EBITDA/销售收入	11.13%	11.66%	12.21%	12.42%
其他负债	355.12	160.25	174.40	191.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1045.08</b>	<b>927.06</b>	<b>1019.04</b>	<b>1108.23</b>	总资产周转率	0.55	0.64	0.71	0.75
股本	118.16	118.16	118.16	118.16	固定资产周转率	4.48	4.69	5.86	7.39
资本公积	163.95	163.95	163.95	163.95	应收账款周转率	2.17	2.30	2.25	2.27
留存收益	282.23	335.77	404.58	488.62	存货周转率	2.12	2.32	2.37	2.37
归属母公司股东权益	561.45	614.25	683.05	767.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.71%	—	—	—
少数股东权益	13.42	12.87	12.02	10.93	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>574.87</b>	<b>627.12</b>	<b>695.07</b>	<b>778.02</b>	资产负债率	64.51%	59.65%	59.45%	58.75%
负债和股东权益合计	1619.95	1554.18	1714.12	1886.26	带息债务/总负债	26.83%	31.29%	29.62%	27.00%
					流动比率	1.29	1.34	1.35	1.37
					速动比率	0.91	0.88	0.89	0.91
					股利支付率	33.25%	16.59%	15.73%	16.27%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	103.34	118.38	142.54	166.89	每股收益	0.45	0.54	0.69	0.85
PE	15.60	12.94	10.17	8.28	每股净资产	4.75	5.20	5.78	6.49
PB	1.48	1.35	1.22	1.08	每股经营现金	0.30	0.41	0.51	0.71
PS	0.89	0.82	0.71	0.62	每股股利	0.15	0.09	0.11	0.14
EV/EBITDA	8.74	7.51	6.21	5.19					
股息率	2.13%	1.28%	1.55%	1.97%					

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
	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
上海	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
	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
北京	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	cryf@swsc.com.cn

---