

# 广日股份 (600894)

证券研究报告  
2024年05月22日

## 受益日立优质资产，股权激励+高分红潜力尽显

### 公司简介：

广日股份是国内电梯制造历史最悠久的企业之一。公司以电梯业务为核心，向上下游产业链延伸。2023年营收企稳，实现营收73.84亿元，同比增5%；2023年实现归母净利润7.62亿元，同比增49%。

广日股份旗下拥有合资参股日立电梯、永大电梯，国有控股广日电梯、怡达快速电梯四大核心品牌。公司既分享了高端电梯市场的成长，也提高了自身经营能力，在中低端市场有着自己的定位。加装、更新及维保有望带动电梯行业发展。根据测算，老旧小区电梯加装每年预计能为电梯市场带来接近45~50亿的市场规模，广州旧改需求量较大，公司作为广州地方国企旗下企业有望获得稳定的订单量。电梯存量更新也将带来更大的空间。根据我们的测算，电梯更新的市场规模2024年达283.30亿元，2026年更是达407.45亿元，2024~2026年复合增长率达20%。此外，根据测算，我国电梯后市场规模（含维保、大修、改造）预计在2024~2026年分别达到1115.4/1192.8/1352.1亿元，市场空间广阔。

公司参股30%日立电梯（中国）有限公司，与日立电梯深度绑定。公司电梯零部件、物流服务初期深度依赖于日立电梯，此后积极拓展新客户。公司与日立中国及下属分公司的关联交易额占公司营收比例在近几年不断下降。日立中国给公司带来的投资收益占公司归母净利润比例较高，公司享受日立中国高质量发展成果。日立中国电梯保有台量充足，业绩有望保持稳定。

2023年，公司电梯整机在下游景气度下降、电梯行业订单整体下滑的情况下，电梯整机板块的订单台量和发运台量实现逆势增长。通过外延及并购，公司在电梯行业扩大市场规模及市占率，此外，公司还扩充产业链及智能装备建设能力，同时通过投资加强产业赋能。

2023年12月公司发布股权激励计划（草案）。业绩考核目标内容较为全面，充分体现了公司对于未来发展的信心与决心，也体现了激励与约束相结合的原则。公司坚持分红策略回馈股东。股东回报规划颁布，公司分红率有望继续提高。

### 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别达8.45亿元、9.58亿元、10.40亿元，同比提升11%、13%、8%，对应估值13、11、11倍。可比公司24年PE估值为15X，给予公司15X估值，对应股价14.70元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；市场竞争加剧；参股公司经营情况不及预期；项目进展不及预期；股权激励方案变更风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,063.67	7,384.32	8,455.01	8,898.93	9,283.07
增长率(%)	(9.05)	4.54	14.50	5.25	4.32
EBITDA(百万元)	841.98	1,258.89	1,056.92	1,148.24	1,203.68
归属母公司净利润(百万元)	512.46	761.70	845.02	958.37	1,039.54
增长率(%)	(20.57)	48.64	10.94	13.41	8.47
EPS(元/股)	0.60	0.89	0.98	1.11	1.21
市盈率(P/E)	21.40	14.39	12.98	11.44	10.55
市净率(P/B)	1.25	1.18	1.14	1.10	1.05
市销率(P/S)	1.55	1.48	1.30	1.23	1.18
EV/EBITDA	1.19	0.52	4.53	3.69	2.78

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.75元
目标价格	14.70元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	859.95
流通A股股本(百万股)	859.95
A股总市值(百万元)	10,964.32
流通A股市值(百万元)	10,964.32
每股净资产(元)	10.76
资产负债率(%)	32.88
一年内最高/最低(元)	13.88/5.61

### 作者

朱晔 分析师  
SAC执业证书编号：S1110522080001  
zhuye@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 公司：国内电梯制造领先企业	4
1.1. 营收稳步增长，2023 年业绩高增	6
2. 电梯及零部件：深度绑定日立，电梯后市场未来可期	8
2.1. 电梯业务：多品牌运营，全方位覆盖市场	8
2.2. 电梯行业：更新带动需求，电梯后市场空间较大	9
2.3. 参股公司：深度绑定日立电梯，分享发展红利	11
3. 我们还要关注广日股份哪些重点？	14
3.1. 2023 年电梯业务逆势而行，智能化发展引领步伐	14
3.2. 股权激励发布，持续高分红策略	15
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	18

## 图表目录

图 1：公司各产品分类	5
图 2：公司三大主营产品营收变化	5
图 3：公司股权分布（截止 2024 年一季报披露）	5
图 4：公司营收变化及增速	6
图 5：公司归母净利润变化及同比	6
图 6：公司毛利率及净利率变化	6
图 7：公司 ROE 及 ROA 变化	6
图 8：公司 2023 年收入按地区划分	7
图 9：公司各产品毛利率	7
图 10：公司各区域毛利率变化	7
图 11：中国电梯行业竞争梯队	8
图 12：中国电梯产量及同比	9
图 13：中国电梯保有量及同比	9
图 14：电梯零部件营收及占比	12
图 15：公司与可比公司电梯零部件毛利率	12
图 16：日立中国与公司关联交易量及占营收比例	13
图 17：电梯零部件及维保中关联交易占比	13
图 18：日立电梯（中国）营收、利润情况及净利润率	14
图 19：日立中国投资收益占归母净利润比例	14
图 20：广日云平台示意图	15
图 21：公司近几年现金分红及股利支付率	17
表 1：公司成立大事记	4
表 2：公司三大核心业务	4

表 3: 电梯加装相关政策梳理 .....	10
表 4: 电梯加装市场规模预计 .....	10
表 5: 电梯更新市场规模 .....	11
表 6: 电梯后市场空间测算 .....	11
表 7: 公司与日立中国业务往来密切的三家子公司 .....	12
表 8: 广日物流与日立电梯（中国）拓展情况 .....	13
表 9: 公司智能化应用场景 .....	15
表 10: 公司股权激励授予方式 .....	16
表 11: 公司股权激励业绩考核目标 .....	16
表 12: 公司差异化现金分红政策 .....	17
表 13: 公司业务拆分 .....	17
表 14: 公司与可比公司估值比较（数据截止 5/21） .....	18

## 1. 公司：国内电梯制造领先企业

广日股份是国内电梯制造历史最悠久的企业之一。公司以电梯业务为核心，向上下游产业链延伸。公司经过近五十年的发展，形成了以电梯整机制造及零部件生产、现代服务业及智能制造装备业三大业务板块为主的产业一体化经营格局，并引入国际化高端合作项目向相关产业领域拓展，成为科技研发实力和市场竞争能力突出的大型企业。

**公司历史悠久。**1956 年公司前身成立；1973 年迎来首台“广州牌”国产电梯的诞生；1984 年第一台“广日”牌 YP 型乘客电梯试制成功；1989 年成为首家获得国家建设部“优质产品”荣誉的电梯企业，2002 年广日股份电梯产量突破 1 万台；2012 年公司借壳广钢股份，在上交所主板成功上市，迎来发展的新时代。

表 1：公司成立大事记

年份	重大事件
1965	公司前身成立
1973	第一台电梯产出安装
1983	引入日立先进技术
1984	第一台“广日”YP 型乘客电梯试制成功
2002	电梯整机产量破万
2012	华东工业园基地奠基
2015	收购松兴电气拓展机器人产业
2016	举牌新筑股份，布局轨交领域
2019	广日股份研究所成立，明确未来发展

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司拥有完整的电梯产业链，可以提供电梯整机及零部件的设计、生产、物流、安装、维修及保养等一体化服务，并利用电梯的技术、工艺及市场资源，根据“技术关联、工艺关联、市场关联”原则，拓展包括智能停车设备、智慧照明、智能焊接自动化集成、轨道交通智能运维装备及服务等业务。

表 2：公司三大核心业务

主要领域	定义	相关应用	主要产品/项目实例
电梯整机及零部件	为客户提供电梯、自动扶梯、自动人行道、电梯零部件等产品。	智能楼宇电梯解决方案 城市轨道交通解决方案	
现代服务业	为客户提供全方位一站式服务，包括电梯维保和运输服务、配送服务、仓储服务、包装服务、流通加工等第三方物流服务。	供应链管理服务提供商 电梯工程装备解决方案 电梯安装、维保解决方案	 <p><b>长沙国际金融中心项目</b></p> <p>长沙国际金融中心，主楼高452米，广日采用D型施工平台为其提供电梯安装服务，为确保施工安全，本项目施工采用创新式分段方式，并顺利完成项目施工。</p>

智能装备制造业 及时调整优化业务结构，拓展智能装备制造与服务，打造未来可持续发展的新动能。

轨交智能检测运维系统  
智能焊接系统  
智慧照明解决方案  
智能停车设备解决方案



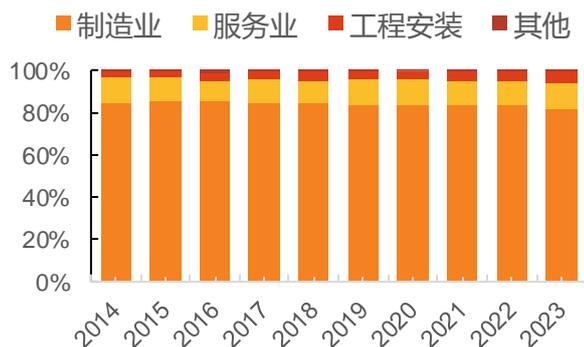
空调机组机器人清洗系统

广日下属企业广日电气研发的空调机组机器人清洗系统，采用机器人开臂全方位自动清洗，能有效清洗空调机组的内外以上区域。该设备目前产品已广泛应用于全国地铁八号线。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

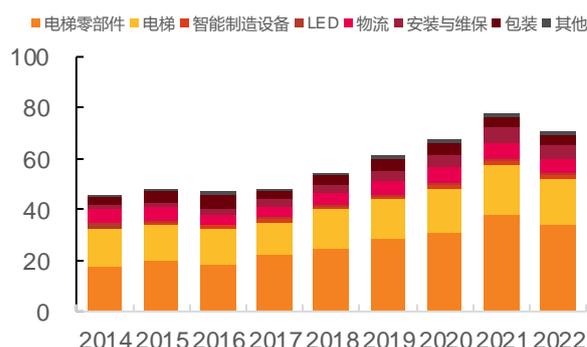
公司制造业、服务业、工程安装业务营收占比相对稳定。其中制造业为公司最主要业务，近几年营收占比一直维持在 80%以上。按产品来看，电梯零部件为公司第一大业务，营收占比从 2014 年的 39%提升至 2022 年的 48%，而电梯整体制造收入则从与电梯零部件较为接近的 32%逐步下降至 2022 年的 25%。2023 年公司对业务归口重新进行了划分，其中物流营收基本持平，电梯业务营收受怡达快速电梯并表影响出现增长，而电梯零部件则出现了营收下滑。

图 1：公司各产品分类



资料来源：WIND，天风证券研究所

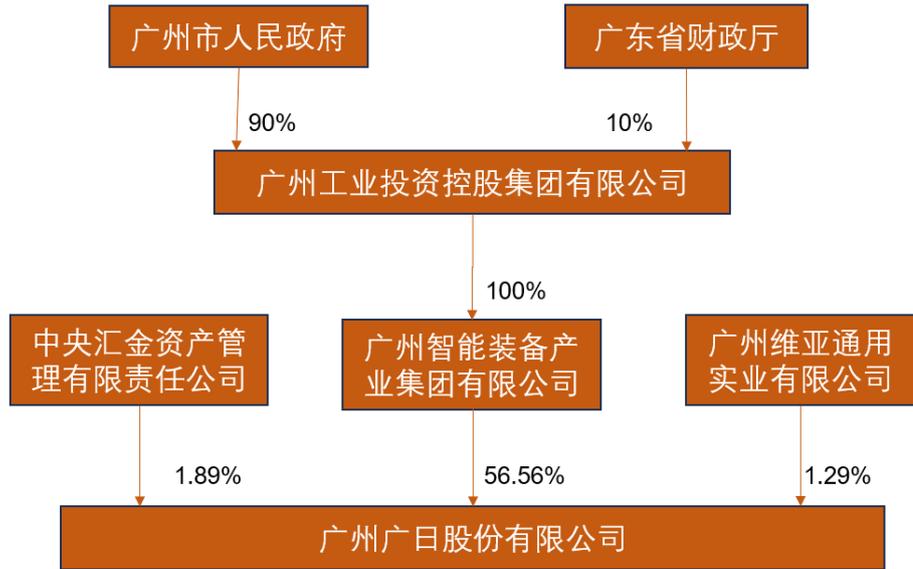
图 2：公司三大主营产品营收变化



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司是一家国有企业，股权结构稳定。公司是广州工业投资控股集团旗下的企业，大股东为广州智能装备产业集团有限公司，持股比例为 56.56%，为广州工控旗下全资子公司。2021 年，广州工业投资控股集团有限公司（下称广州工控）通过广智集团成为上市公司的间接控股股东，间接持有上市公司 56.56%的股份。公司实控人为广州市国资委。

图 3：公司股权分布（截止 2024 年一季度披露）



资料来源：WIND，天风证券研究所

### 1.1. 营收稳步增长，2023 年业绩高增

22 年公司营收及利润出现下降，23 年业绩高增。收入方面，由于公司电梯及电梯零部件营收占比较高，2022 年受下游房地产影响公司业绩出现波动，2023 年营收企稳，实现营收 73.84 亿元，同比增 5%。公司归母净利润则呈波动状，2023 年实现归母净利润 7.62 亿元，同比增 49%。毛利率及净利率近几年保持相对稳定。公司 ROE 及 ROA 在 2015 年后不断降低，近年来在低位相对稳定。

图 4：公司营收变化及增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

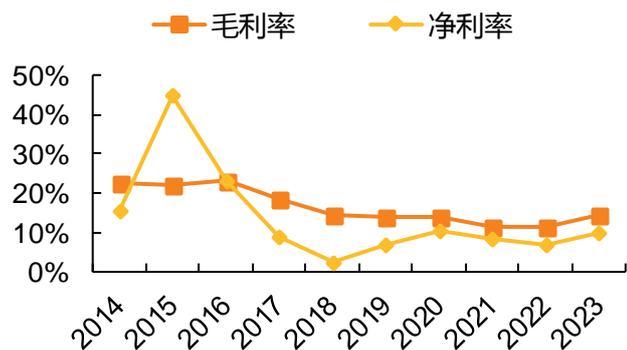
图 5：公司归母净利润变化及同比



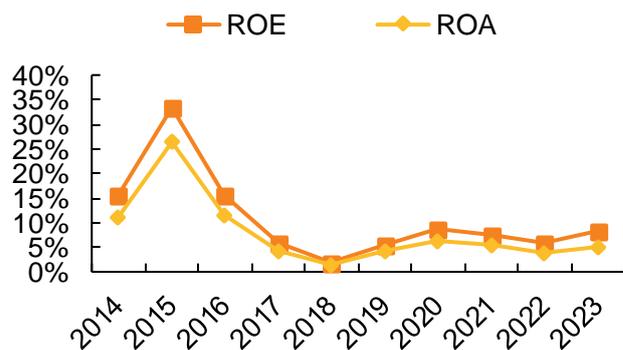
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：公司毛利率及净利率变化

图 7：公司 ROE 及 ROA 变化



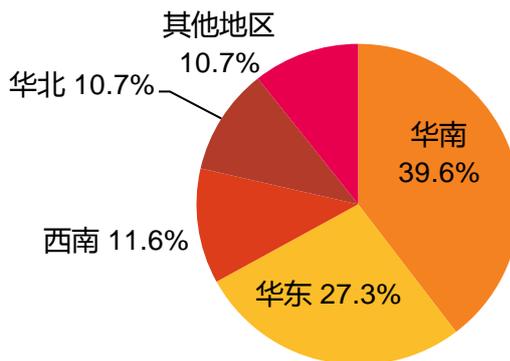
资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

公司以广州为总部，建立了华南、华东、华北、西部基地，形成了辐射全国的四大生产和服务基地。公司具有完整的电梯产业链，已在广东广州、四川德阳建设了电梯整机、零部件及配套服务的数字化产业园，2023 年公司在山东济南投资建设新的数字化产业园，不断完善全国化的产业布局，提升品牌知名度和市场影响力，未来将形成以广州为总部，辐射全国的“1+N”生产基地布局。目前，华南及华东为公司两大重点销售区域。

图 8: 公司 2023 年收入按地区划分

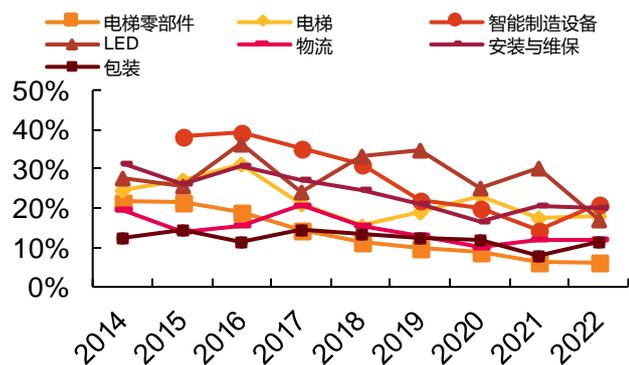


资料来源: WIND, 天风证券研究所

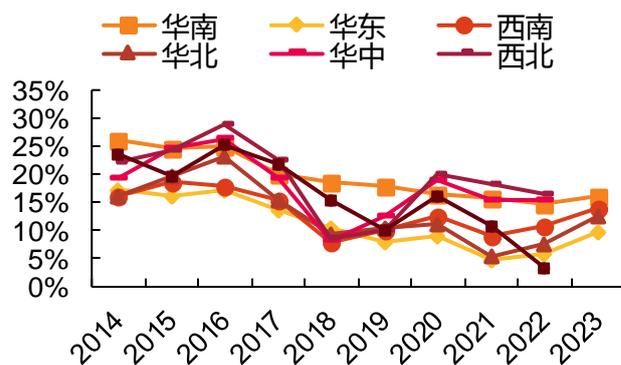
毛利率方面，公司各产品毛利率不同，各地区毛利率也存在差异。近年来，公司电梯零部件业务毛利率偏低，而 LED、安保与维修、智能制造设备、电梯整机毛利率则相对偏高。地区来看，营收占比最高的华南毛利率处于较高水准，而华东地区毛利率则一直偏低。

图 9: 公司各产品毛利率

图 10: 公司各区域毛利率变化



资料来源：WIND，天风证券研究所



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 2. 电梯及零部件：深度绑定日立，电梯后市场未来可期

### 2.1. 电梯业务：多品牌运营，全方位覆盖市场

公司电梯整机及零部件业务，涵盖电梯整机制造、销售和工程服务、电梯零部件制造和物流配送服务，涵盖了整个电梯产业链。广日股份旗下拥有合资参股日立电梯、永大电梯，国有控股广日电梯、怡达快速电梯四大核心品牌。

**公司参股 30%日立电梯（中国）有限公司（后简称“日立中国”），与日立电梯深度绑定。**1989 年，第一台日立电梯进入中国，日立开始在华的电扶梯事业；1995 年，日立电梯（广州）有限公司成立；1997 年，日立电梯（广州）有限公司、日立自动扶梯（广州）有限公司、广州广日电梯有限公司签订合并意向书；1998 年三家公司正式合并，公司更名为广州日立电梯有限公司；2007 年合资公司更名为日立电梯（中国）有限公司。

公司电梯品牌全方位覆盖高中低端产品。综合各品牌在中国市场的研发能力、产品质量、服务水平和顾客满意度等表现，中国电梯行业竞争企业可分为四个梯队，以通力、日立、三菱电梯以及奥的斯为代表的老牌外资电梯企业仍然领衔国内电梯市场，为第一梯队；迅达电梯、东芝电梯、蒂森电梯、富士达电梯等外资品牌位于第二梯队；永大电梯、康力电梯、西奥电梯等本土电梯企业产品发展势头强劲，位于第三梯队；其他国内电梯行业的中小企业位于第四梯队。公司四大品牌分属不同的梯队，既分享了高端电梯市场的成长，也提高了自身经营能力，在中低端市场有着自己的定位。

图 11：中国电梯行业竞争梯队

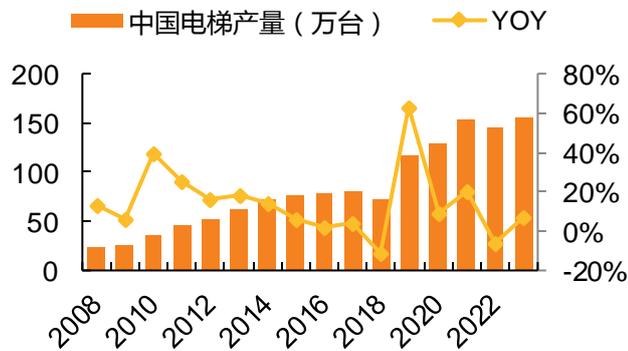


资料来源：瞻研究公众号，天风证券研究所

## 2.2. 电梯行业：更新带动需求，电梯后市场空间较大

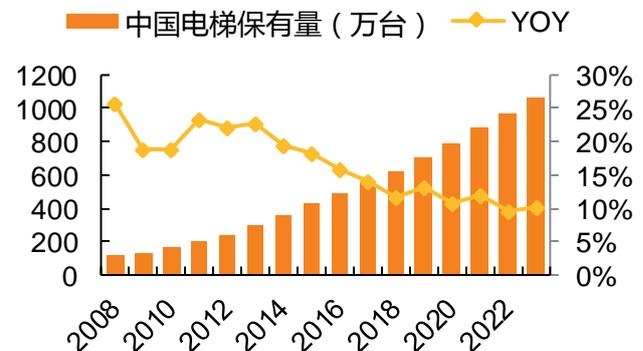
**电梯保有量不断提升。**我国电梯产量呈波折上升的趋势，2019 年增速较高，2019 年~2021 年均处于比较高的水平。2023 年产量恢复增长，同比提升 7%至 155.7 万台，超过 2021 年水平。保有量方面，我国电梯保有量在 2009~2015 年增速较快，随着基数增大，仍能保持 10%以上增速，到 2023 年底我国电梯保有量达到 1063 万台。

图 12：中国电梯产量及同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 13：中国电梯保有量及同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

**房地产或难以支撑后续电梯发展，加装、更新及维保有望带动电梯行业发展。**作为建筑物的衍生需求，房地产是电梯业最重要的下游产业。电梯主要配套于房地产和公共交通领域。根据中研网，房地产占比在 98%以上，是电梯行业最重要的下游领域，住宅类房地产为配套主力，占比约在 66%。进一步从电梯品类来划分，70%以上的垂直电梯主要应用于居民住宅，80% 以上的自动扶梯应用于商场等公共场所。我们认为，随着地产中枢下行，后续房地产或难以带动电梯行业发展。

**电梯加装为电梯行业发展提供新的动力。**老旧小区更新改造一直是城市发展的重要问题，随着我国城市化进程的加速推进，老旧小区中的电梯问题逐渐凸显出来。加装电梯

成为了改善老年人生活品质的重要手段，也是老旧住宅改造的重要内容。2023 年，全国人大通过《中华人民共和国无障碍环境建设法》，其中第 22 条提到，“国家支持城镇老旧小区既有多层住宅加装电梯或者其他无障碍设施，为残疾人、老年人提供便利”。2024 年住房和城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，其中明确提出既有住宅加装电梯的任务，具体提到“结合推进城市更新、老旧小区改造“… …”统筹安排、稳步推进既有住宅加装电梯“… …”鼓励采取平层入户方式加装电梯，实现无障碍通行。”

表 3：电梯加装相关政策梳理

政策名称	发布部门	时间	重点内容
《关于全面推进城镇老旧小区改造工作指导意见》	国务院办公厅	2020	改造内容主要分为基础类、完善类、提升类，加装电梯是完善类之一；“支持小区居民提取住房公积金，用于加装电梯等自住住房改造。”
《“十四五”新型城镇化实施方案》	发改委	2022	重点在老城区推进以老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等“三区一村”改造为主要内容的城市更新改造… …有条件的加装电梯
《中华人民共和国无障碍环境建设法》	全国人大	2023	“国家支持城镇老旧小区既有多层住宅加装电梯或者其他无障碍设施，为残疾人、老年人提供便利”、“县级以上人民政府及其有关部门应当采取措施、创造条件，并发挥社区基层组织作用，推动既有多层住宅加装电梯或者其他无障碍设施。”
2024 年政府工作报告	全国人大	2024	“推动解决老旧小区加装电梯、停车等难题，加强无障碍、适老化设施建设”
《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》	住建部	2024	既有住宅加装电梯。结合推进城市更新、老旧小区改造，适应老龄化需要，坚持政府引导、业主自愿、属地管理、规范安全的原则，综合考虑居民意愿、住宅结构条件、使用功能、安全经济等因素，统筹安排、稳步推进既有住宅加装电梯，工程施工不能对原结构安全产生不利影响。加强新增设井道、疏散通道等相关构筑物的审批和验收，电梯加装前应落实好使用管理、安全维护等责任主体。鼓励采取平层入户方式加装电梯，实现无障碍通行。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

**老旧小区电梯加装提供稳定市场规模。** 住建部部长倪虹表示，2023 年全国新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，加装电梯 3.6 万台。今年目标改造 5 万个老旧小区，假设往后能保持相同的改造节奏，假设每台电梯均价为 14 万元（参照上海机电、康力电梯数据，后续均价逐步降低），则老旧小区电梯加装每年预计能为电梯市场带来接近 45~50 亿的市场规模。广州旧改需求量较大，公司作为广州地方国企旗下企业有望获得稳定的订单量。

表 4：电梯加装市场规模预计

	2023E	2024E	2025E	2026E
老旧小区改造数量（万台）	5.3	5	5	5
加装电梯数（万台）	3.6	3.4	3.4	3.4
电梯单价（万元）	14	13.8	13.6	13.4
电梯加装市场规模（亿元）	50.4	46.92	46.24	45.56

资料来源：康力电梯年报，上海机电年报，中国政府网，上观新闻，天风证券研究所

**电梯存量更新也将带来更大的空间。** 我国大部分电梯报废年限 15~18 年，考虑到 05~08 年以来房地产快速发展带来电梯量提升，国内住宅电梯 2023 年起逐步进入更新周期。2024 年住房和城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，其中首要任务即是住宅老旧电梯更新：“按照《电梯制造与安装安全规范》(GB/T 7588)和《在用电梯安全评估规范》(GB/T 42615)等相关安全技术标准要求，对投入使用时间长、配置

水平低、运行故障率高、安全隐患突出、群众更新意愿强烈的住宅电梯，结合隐患排查或安全风险评估情况进行更新、改造或大修，更新后须满足经济适用、安全耐久、运行平稳、绿色环保和通信畅通等要求。”

**电梯更新市场具有较大的市场规模。**我们假设电梯设备使用 15 年、16 年、17 年、18 年后更换的比例分别为 15%、25%、30%、20%（剩余 10%为改造量）；考虑到目前国内市场尚未进入大规模电梯更新的周期，我们根据保有量变化计算每年电梯新增数量。根据我们的测算，电梯更新的市场规模 2024 年达 283.30 亿元，2026 年更是达 407.45 亿元，2024~2026 年复合增长率达 20%。

表 5：电梯更新市场规模

	2023	2024E	2025E	2026E
电梯更新需求（万台）	13.26	15.92	19.29	23.42
电梯单价（万元）	18.00	17.80	17.60	17.40
电梯更新市场规模（亿元）	238.73	283.30	339.52	407.45

资料来源：康力电梯年报，上海机电年报，WIND，天风证券研究所

**一般电梯后市场分电梯日常维保、改造及大修。**老旧电梯改造，是指采用更换、调整、加装等作业方法，改变原电梯主要受力结构、机构（传动系统）或控制系统，致使电梯性能参数与技术指标发生改变的活动。老旧电梯大修，是指用新的零部件替换原有的零部件，或者对原有零部件进行拆卸、加工、修配，但不改变电梯原性能参数与技术指标的活动。我们做出如下假设：

- 1、考虑到下游房地产市场中枢下行，2024~2026 每年电梯新增量达 3%；
- 2、假设一台电梯每月的正常维保价格为 400 元，则每年需 4800 元维保费用；
- 3、根据《深圳市推进住宅小区老旧电梯更新改造大修办法（征求意见稿）》中的相关补贴规定，假设电梯改造、大修的费用分别为 8 万元、3 万元；假设 0~5 年、6~10 年、11~15 年、15 年以上改造的概率为 0%/3%/5%/10%，大修为每 6 年进行一次。

由此可计算出我国电梯后市场规模（含维保、大修、改造）在 2024~2026 年分别达到 1115.4/1192.8/1352.1 亿元，市场空间广阔。

表 6：电梯后市场空间测算

	2023	2024E	2025E	2026E
0~5 年电梯数量（万台）	401.8	435.2	454.7	482.4
6~10 年电梯数量（万台）	317.4	326.9	349.9	360.6
11~15 年电梯数量（万台）	153.6	185.6	222.9	263.1
15 年以上电梯数量（万台）	91.7	115.3	137.0	162.9
总保有量（万台）	964.5	1,063.0	1,164.5	1,269.0
维保市场空间（亿元）	462.9	510.2	558.9	609.1
大修市场空间（亿元）	328.2	412.6	407.2	478.6
改造市场空间（亿元）	160.2	192.6	226.7	264.4
电梯后市场空间（亿元）	951.4	1,115.4	1,192.8	1,352.1

资料来源：康力电梯年报，上海机电年报，WIND，天风证券研究所

### 2.3. 参股公司：深度绑定日立电梯，分享发展红利

公司参股 30%日立电梯（中国）有限公司，与日立电梯深度绑定。此外，日立电梯（上海）和日立楼宇设备（天津）是日立电梯（中国）下属以电梯制造为主业的两家子公司，广日股份通过直接投资和参股 30%的日立电梯（中国）合计享有上述两家公司各 30%的权益。公司通过与日立电梯在股权方面的合作，分享了其高质量发展的红利，获得了较好的投资收益。同时，公司通过与日立电梯在电梯技术创新、电梯零部件和电梯物流服务等方面的合作提高了自身经营能力，促进了公司业务的发展。

公司电梯零部件、物流服务初期深度依赖于日立中国，此后积极拓展新客户。广日股份与日立中国的业务合作关系主要体现在电梯零部件及物流服务两方面，涵盖广日股份的广日电气、广州塞维拉及广日物流三家子公司。

表 7：公司与日立中国业务往来密切的三家子公司

	公司持股比例	少数股东	经营范围	成立时间
广日电气	70%	安捷通电梯、广州广日电梯工业有限公司	产品涵括电梯零部件、LED 照明、LED 汽车照明和新能源应用等	1998
广州塞维拉	50%	塞拉克热轧型钢有限公司	生产和销售电梯导轨及配件，并从事相关部件的研发和售后服务。	1993
广日物流	75%	高达物流	以运输服务、个性化包装定制服务、仓储服务、配送服务、吊装服务，流通加工、智慧物流解决方案提供、电梯安装拆卸解决方案提供等为核心的一系列产品及服务	1998

资料来源：WIND，广日股份官网，广日电气官网，广日物流官网，天风证券研究所

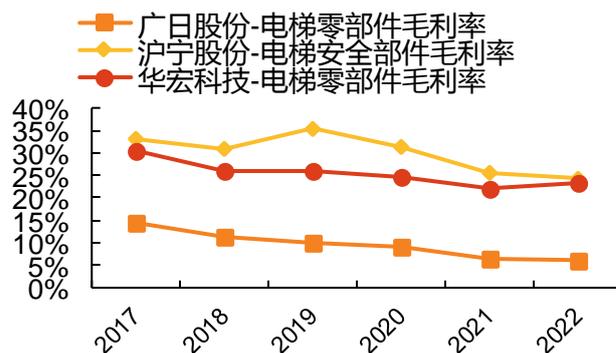
公司电梯零部件营收占比不断提升，毛利率相对较低。广日电气、广州塞维拉与日立中国合作初期，仅依据日立中国提供的订单及技术标准提供相应的电梯零部件，销售金额小、品种少且被动性较大，随着与日立中国合作的深入，凭借着自主研发及合作消化的先进技术、工艺，配合日立中国的新产品开发提供同步的零部件研发及具体产品设计服务，电梯零部件销售金额逐步加大、品种逐渐增多，在日立中国零部件采购中占的比重稳步增加。2014 年至 2022 年，电梯零部件的营收占比不断提升，从 39%提升至接近一半。而毛利率方面，与华宏科技、沪宁股份相似业务进行比较，公司毛利率显著低于可比公司类似业务。考虑到公司电梯零部件大部分供给公司自有品牌及日立中国，较低的价格有助于日立中国在市场上有更多的优势。

图 14：电梯零部件营收及占比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 15：公司与可比公司电梯零部件毛利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

广日物流最初为日立中国提供的物流服务仅限于传统的包装、仓储、配送的服务，在合作过程，广日物流依靠产业链优势，凭借对电梯制造的深刻理解、自身信息技术研发的投入、快速的响应及优质的服务质量，目前已嵌入到日立中国的生产过程中，为日立电梯（中国）提供精细化到工位至工位的全流程物流服务。

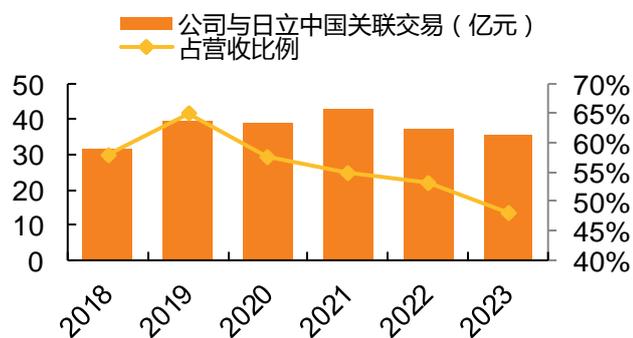
表 8：广日物流与日立电梯（中国）拓展情况

时间	提供的物流服务种类
1998 年	成品运输、成品起重装卸（包括电梯吊装）
2004 年	增加原材料、成品仓储服务及以现代化的信息系统为平台的仓储管理服务
2005 年	增加原材料代采购及成品的包装服务
2008 年	增加精细化至工位间的配送服务及供应商管理库存（VMI）服务

资料来源：《重大资产置换及向特定对象发行股份购买资产暨关联交易报告书》（修订稿），天风证券研究所

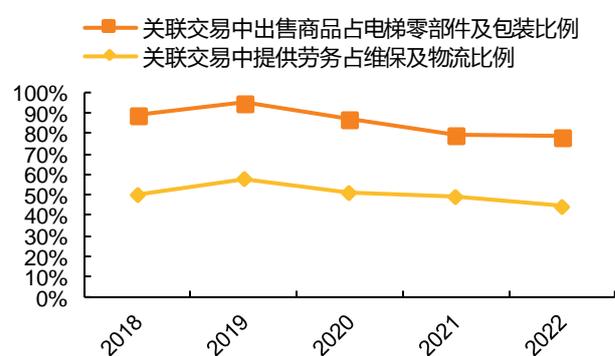
公司与日立中国及下属分公司的关联交易额占公司营收比例在近几年不断下降。2019 年至 2023 年，日立中国关联交易占营收比例从 65%下降至 48%，降低至一半以下。而分产品看，电梯零部件及包装 2022 年接近 80%来自于日立及其下属分公司，而维保及物流占比 22 年达 45%。2024 年公司发布公告预计日立电梯（中国）及其下属企业合计关联交易金额达 51.54 亿元。

图 16：日立中国与公司关联交易量及占营收比例



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 17：电梯零部件及维保中关联交易占比

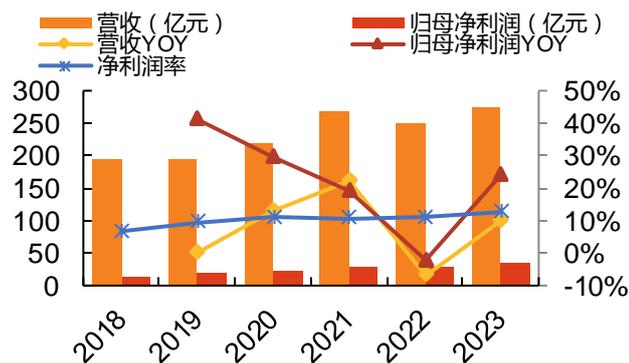


资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司与日立中国的关联交易量有望长期稳定。日立中国的生产标准高于国家或行业标准，故日立中国对电梯零部件及物流服务提供商的审核严格且周期较长，并与供应商在物料采购、库存管理、生产信息上实现资源共享和标准互通，因此更换电梯零部件及物流服务提供商将对其经营影响较大，且转换成本较高。2012 年起广日电气、广州塞维拉生产的零部件便已通过日立的严格的认证体系，以保持双方长期稳定的合作。

日立中国近几年利润率不断提升，日立中国给公司带来的投资收益占公司归母净利润比例较高，享受日立中国高质量发展成果。营收方面，2020 及 2021 年增速较快，而 2022 年则受宏观大环境影响放缓。与此同时，公司的净利润率不断提升，净利润表现优于收入表现，近几年净利润率保持稳定在 10%以上。参股日立中国所带来投资收益占公司归母净利润比例较高，在 2020 年最低点也到了 66%。

图 18：日立电梯（中国）营收、利润情况及净利润率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 19：日立中国投资收益占归母净利润比例



资料来源：公司年报，天风证券研究所

日立中国保有台量充足，或有利于公司电梯后市场端发力。2024 年 1 月 29 日，日立电梯公众号公布 2023 年度的数据：签梯台量超 13 万台，发货台量 12 万台，全国在保台量超 73 万台，行业占有率处于领先地位。维保市场空间广阔，有望维持公司业绩稳定。

### 3. 我们还要关注广日股份哪些重点？

#### 3.1. 2023 年电梯业务逆势而行，智能化发展引领步伐

2023 年，公司电梯整机在下游景气度下降、电梯行业订单整体下滑的情况下，电梯整机板块的订单台量和发运台量实现逆势增长。电梯订单同比增长 45.8%，电梯发运台量同比增长 39.7%。此外，百强房企新增合作 5 家；经销商总量同比增长 13%。公司在轨道交通业务上持续发力，先后中标南京地铁 6 号线、3 号线三期、长春地铁 2 号线东延、济南地铁 4 号线一期、集大原高铁等项目，金额约 5.4 亿元。电梯零部件方面，新增了日立电梯、上海永大电梯、三洋电梯等客户新业务；电梯物流方面，成功开拓了天合光能、巧林钢结构以及东方电气等国央企新客户。

数字化产业园项目即将投产，公司完善主业全国性布局。2023 年华东数字化产业园项目顺利开工。项目总投资约 7.4 亿元，在山东省济南市投资建设华东数字化产业园，达产年将实现年产 18,000 台垂直电梯整机、2,000 台自动扶梯整机及其配套产业数字化研发制造基地。项目已于 2023 年 9 月底开工建设，实现当年签约、当年开工建设，计划于 2024 年 9 月实现项目一期投产。

通过外延及并购，公司扩大市场规模及市占率。2023 年，公司协同国发广日基金成功完成与怡达快速电梯的股权合作，实施“广日电梯”与“怡达快速电梯”国有控股双品牌策略。广日电梯的优势区域市场为华南地区，而怡达快速电梯则深耕电梯产业较为发达的华东地区，双方携手合作能满足差异化市场需求，形成区域互补、资源互补，完善打造电梯整机全国化产业布局，较快提升电梯业务规模与市场占有。此次收购推动公司产品满足差异化市场需求，助力公司打造全国化产业布局，提升品牌影响力和市场竞争力。2023 年怡达快速电梯实现逆势增长，订单和发运台量同比分别增长 9.6%和 11.6%。

同样，通过外延及并购，公司扩充自己产业链及智能装备建设能力；同时通过投资加强

**产业赋能。**2015 年，广日股份收购松兴电气 40% 股权。次年，松兴电气在新三板挂牌。目前，松兴电气重点推进焊接工业机器人和轨交智能检测运维系统业务集成，相关产品已广泛应用于广州地铁、香港地铁、中车集团、广汽集团、沃尔沃汽车等知名企业。2022 年 8 月，广日股份与广州工控下属资本运作平台——工控资本合作设立规模为 8 亿元的工控广日产业基金，主要投资方向为广日股份十四五规划相关的上下游产业链，包括以电梯为主的高端智能装备、（新能源）汽车零部件、智能停车、智慧照明、工业机器人及互联网等战略新兴领域的拟 IPO、战略配售等优质项目。此外，广日股份还与国发并购基金及广州科创国发产业基金合作设立规模为 10 亿元的国发广日产业基金。

**公司不断增加服务要素在投入和产出中的比重。**公司建立了 7×24 小时远程监控电梯运行状态的广日云平台，2023 年末已累计接入电梯设备约 4.6 万台，遍及全国。相关智能技术已实施产品服务转化，为白云机场、广州地铁提供包含智能电梯扶梯产品定制生产及智能运维服务等内容的整体数字化解决方案。

图 20：广日云平台示意图



资料来源：广州工控官网，天风证券研究所

**在智能化方面，公司主要从智能楼宇、智能园区、智能轨交三个数字化场景聚焦。**2022 年，广日股份数字化研发项目共立项 21 项，包括数字化工厂、智慧园区、智能电梯核心控制系统、工业机器人高精度机器视觉等。

表 9：公司智能化应用场景

智能化项目	应用场景
智慧照明	自研具有市场竞争力的智慧路灯/隧道灯、景观灯、工矿灯、大功率驱动电源等产品，并具备提供智慧灯杆成套解决方案的能力。通过智能交互车灯技术研发和应用提供数字化智能车灯。
智能停车设备	已推出垂直升降类（PCS）、平面移动类（PPY）、升降横移类（PSH）、简易升降类（PJS）等四大类机械式停车设备产品，为市场提供一站式智能车库解决方案，其中自动化产品技术处于行业领先地位。
智慧轨交	已完成动车车身表面、底部、轮对智能检测，动车车轴杆件、继电器智能检修及空调系统智能清洗等技术及装备的开发，智能检测系统已在上海虹桥动车所及广州东动车所中试运行，动车轮对车轴及杆件智能检修设备在广州地铁试行，动车组车底检测、继电器检测、空调清洗等系统已交付香港地铁使用。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 3.2. 股权激励发布，持续高分红策略

2023 年 12 月公司发布股权激励计划（草案）。激励计划拟授予激励对象的权益总计为 2,579.00 万份，约占激励计划草案公告日公司股本总额 85,994.6895 万股的 3.00%。新一轮股权激励方案将提振公司信心、促进运营改善。激励计划拟授予激励对象的股票期权为 1,160.55 万份，约占激励计划草案公告日公司股本总额 85,994.6895 万股的 1.35%；激励计划拟授予激励对象的限制性股票为 1,418.45 万股，约占激励计划草案公告日公司股本总额 85,994.6895 万股的 1.65%。激励计划授予的股票期权的行权价格为 7.40 元/份，限制性股票的授予价格为 4.44 元/股。

表 10：公司股权激励授予方式

授予方式		
股票期权	数量	1160.55 万份
	占比	1.35%
	行权价格	7.4
限制性股票	数量	1418.45 万份
	限制性股票占比	1.65
	授予价格	4.44

资料来源：《广州广日股份有限公司 2023 年股票期权与限制性股票激励计划（草案）》，天风证券研究所

**股权激励计划业绩考核目标内容较为全面。**此次股权激励计划的业绩指标为归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长率、扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率、总资产周转率、电梯销量增长率及研发投入占营业收入比例共五项，形成了一个完善的指标体系。本次设置上述业绩考核指标是公司综合考量了宏观经济环境、行业发展状况、市场竞争情况以及公司未来的发展规划等相关因素，并考虑了目标实现的挑战性和对公司员工的激励效果所确定，充分体现了公司对于未来发展的信心与决心，也体现了激励与约束相结合的原则。（“扣非后的净资产收益率”是指经审计的扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率，但“扣非后净利润”与“扣非后净资产收益率”均以剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据）

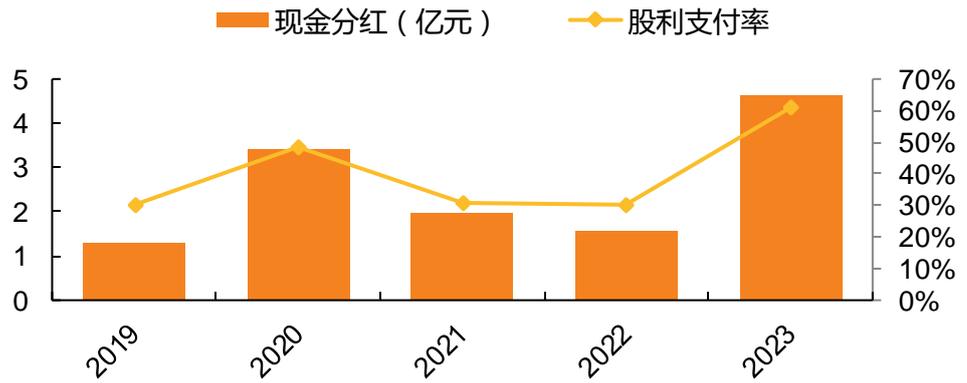
表 11：公司股权激励业绩考核目标

行权/解除限售期	业绩考核目标
第一个行权期/解除限售期	以 2020 年-2022 年三年扣非后净利润平均值为基数，2024 年扣非后净利润增长率不低于 12.82%，且不低于同行业均值；2024 年扣非后的净资产收益率不低于 7.18%，且不低于同行业均值；2024 年总资产周转率不低于 0.63；以 2020 年-2022 年三年电梯销量平均值为基数，2024 年电梯销量增长率不低于 50%；2024 年研发投入占营业收入比例不低于 3.5%。
第二个行权期/解除限售期	以 2020 年-2022 年三年扣非后净利润平均值为基数，2025 年扣非后净利润增长率不低于 23.00%，且不低于同行业均值；2025 年扣非后的净资产收益率不低于 7.49%，且不低于同行业均值；2025 年总资产周转率不低于 0.64；以 2020 年-2022 年三年电梯销量平均值为基数，2025 年电梯销量增长率不低于 65%；2025 年研发投入占营业收入比例不低于 3.5%。
第三个行权期/解除限售期	以 2020 年-2022 年三年扣非后净利润平均值为基数，2026 年扣非后净利润增长率不低于 36.91%，且不低于同行业均值；2026 年扣非后的净资产收益率不低于 7.66%，且不低于同行业均值；2026 年总资产周转率不低于 0.65；以 2020 年-2022 年三年电梯销量平均值为基数，2026 年电梯销量增长率不低于 80%；2026 年研发投入占营业收入比例不低于 3.5%。

资料来源：《广州广日股份有限公司 2023 年股票期权与限制性股票激励计划（草案）》，天风证券研究所

**坚持分红策略回馈股东。**公司借壳上市以来货币资金充裕，而现金分红则较为慷慨，股利支付率常年保持在 30%左右。2023 年公司向全体股东每 10 股派送现金红利 5.40 元（含税），共分配现金红利 4.64 亿元（含税），股利支付率提升至 60.97%。

图 21：公司近几年现金分红及股利支付率



资料来源：WIND，天风证券研究所

**股东回报规划颁布，公司分红率有望继续提高。**2024 年 4 月，公司颁布《未来三年股东回报规划（2024-2026 年）》，其中表示在当年盈利且满足正常生产经营资金需求的情况下，公司每年应当采取现金方式分配股利，2024-2026 年度现金分配的股利应满足“每年以现金形式分配的利润（包括中期已分配的现金红利）不少于当年实现的合并报告归属母公司所有者净利润的 60%”的条件。此外，董事会可根据行业特点、发展阶段等因素提出差异化的现金分红政策。

表 12：公司差异化现金分红政策

影响因素	现金分红最低比例
公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排	80%
公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排	40%
公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排	20%

资料来源：《广州广日股份有限公司未来三年股东回报规划（2024-2026 年）》，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

将公司收入按照业务划分为电梯业务、电梯零部件业务、物流业务及其主营业务。

- 1) 电梯业务：我们预计电梯整体业务增速较为平缓，而维保增速则相对较快。我们预计 24-26 年电梯业务收入分别同比增长 27%/8%/6%；
- 2) 电梯零部件业务：尽管公司零部件大部分供给日立电梯，但受整体大环境影响整体增速仍然有限；公司通过增加零部件种类和下游客户可以相对对冲下游需求压力。我们预计 24-26 年公司电梯零部件业务收入分别同比增长 5%/3%/3%；
- 3) 物流：我们预计 24-26 年公司收入分别同比增长 3%/3%/3%。

表 13：公司业务拆分

		2023	2024E	2025E	2026E
电梯业务	营收 (亿元)	31.75	40.45	43.55	46.00
	YOY	32.12%	27.4%	7.7%	5.6%
	毛利率	23.25%	23.50%	23.70%	23.80%
电梯零部件	营收 (亿元)	34.41	36.25	37.43	38.65

	YOY	-8.82%	5.4%	3.2%	3.3%
	毛利率	6.81%	6.70%	6.60%	6.50%
	营收 (亿元)	5.39	5.55	5.72	5.89
物流	YOY	1.20%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	11.99%	11.50%	11.20%	11.20%
其他主营业	营收 (亿元)	2.29	2.29	2.29	2.29
务	毛利率	11%	11%	11%	11%
	营收 (亿元)	73.84	84.55	88.99	92.83
合计	YOY	5%	14%	5%	4%
	毛利率	14.39%	15.17%	15.37%	15.47%

资料来源:《广州广日股份有限公司 2023 年股票期权与限制性股票激励计划 (草案)》, 天风证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别达 8.45 亿元、9.58 亿元、10.40 亿元, 同比提升 11%、13%、8%, 对应估值 13、11、11 倍。可比公司 24 年 PE 估值为 15X, 给予公司 15X 估值, 对应股价 14.70 元。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 14: 公司与可比公司估值比较 (数据截止 5/21)

	公司	PB(LF)	PE		
			2024E	2025E	2026E
002367.SZ	康力电梯	1.72	14.9	16.9	16.8
002645.SZ	华宏科技	1.50	14.2	13.0	
601727.SH	上海机电	1.00	13.4	10.8	9.6
002960.SZ	青鸟消防	1.93	15.5	12.8	10.8
	平均值	1.54	14.5	13.4	12.4
600894.SH	广日股份	1.18	13.3	11.9	11.0

资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

### 1) 下游需求不及预期;

若受房地产、基建等下游影响需求出现较大程度收缩, 公司产品销售或一定程度受到影响。

### 2) 市场竞争加剧;

行业竞争大幅加剧或导致公司产品销量不及预期。

### 3) 参股公司经营情况不及预期

公司参股公司日立电梯若营收及业绩出现波动, 将会对公司业绩产生影响。

### 4) 项目进展不及预期。

公司在建产业园存在项目进展低于预期的风险。

5) 股权激励方案变更风险

公司 2023 年股票期权与限制性股票激励计划相关事宜目前为草案，需提交公司股东大会审议通过后方可实施，存在变更风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,983.73	5,285.87	5,775.38	6,281.70	7,109.32
应收票据及应收账款	1,799.94	2,098.78	2,128.72	2,320.74	2,320.79
预付账款	43.10	71.21	58.49	77.70	64.20
存货	1,126.95	1,079.40	1,311.41	1,491.80	1,559.73
其他	150.63	197.45	279.11	329.02	290.40
<b>流动资产合计</b>	<b>7,104.34</b>	<b>8,732.72</b>	<b>9,553.12</b>	<b>10,500.96</b>	<b>11,344.44</b>
长期股权投资	3,479.89	3,150.60	3,150.60	3,150.60	3,150.60
固定资产	974.64	1,269.57	1,127.67	985.77	843.88
在建工程	199.13	39.58	39.58	39.58	39.58
无形资产	173.33	378.88	349.55	320.22	290.88
其他	816.27	1,013.74	1,030.68	1,074.22	1,124.22
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,643.26</b>	<b>5,852.37</b>	<b>5,698.08</b>	<b>5,570.39</b>	<b>5,449.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,853.28</b>	<b>14,701.33</b>	<b>15,251.20</b>	<b>16,071.35</b>	<b>16,793.60</b>
短期借款	65.02	47.48	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	2,395.19	2,852.46	3,124.57	3,151.28	3,387.71
其他	402.19	834.79	1,946.38	2,362.91	2,441.75
<b>流动负债合计</b>	<b>2,862.41</b>	<b>3,734.73</b>	<b>5,120.96</b>	<b>5,564.18</b>	<b>5,879.47</b>
长期借款	0.00	7.97	7.00	7.00	7.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	81.71	164.95	150.00	150.00	150.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>81.71</b>	<b>172.92</b>	<b>157.00</b>	<b>157.00</b>	<b>157.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,935.76</b>	<b>5,057.10</b>	<b>5,277.96</b>	<b>5,721.18</b>	<b>6,036.47</b>
少数股东权益	176.88	384.37	377.42	369.53	360.98
股本	859.95	859.95	859.95	859.95	859.95
资本公积	2,482.73	2,394.97	2,394.97	2,394.97	2,394.97
留存收益	5,363.06	5,970.34	6,308.35	6,691.70	7,107.52
其他	34.90	34.60	32.57	34.02	33.73
<b>股东权益合计</b>	<b>8,917.52</b>	<b>9,644.22</b>	<b>9,973.25</b>	<b>10,350.17</b>	<b>10,757.14</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,853.28</b>	<b>14,701.33</b>	<b>15,251.20</b>	<b>16,071.35</b>	<b>16,793.60</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	501.86	721.29	845.02	958.37	1,039.54
折旧摊销	120.92	159.59	171.23	171.23	171.23
财务费用	6.02	4.82	(121.38)	(132.65)	(147.83)
投资损失	(649.42)	(789.51)	(821.97)	(894.57)	(939.30)
营运资金变动	337.43	400.77	(13.65)	(41.83)	249.42
其它	8.57	(47.72)	(17.38)	(19.72)	(21.39)
<b>经营活动现金流</b>	<b>325.40</b>	<b>449.23</b>	<b>41.87</b>	<b>40.84</b>	<b>351.68</b>
资本支出	440.89	243.49	14.95	0.00	0.00
长期投资	228.29	(329.29)	0.00	0.00	0.00
其他	(482.09)	1,115.55	807.02	894.57	939.30
<b>投资活动现金流</b>	<b>187.09</b>	<b>1,029.75</b>	<b>821.97</b>	<b>894.57</b>	<b>939.30</b>
债权融资	62.43	104.96	124.28	132.65	147.83
股权融资	(140.94)	(88.07)	(498.61)	(561.74)	(611.19)
其他	(150.77)	(194.10)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(229.28)</b>	<b>(177.21)</b>	<b>(374.33)</b>	<b>(429.08)</b>	<b>(463.35)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>283.21</b>	<b>1,301.78</b>	<b>489.51</b>	<b>506.32</b>	<b>827.62</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>7,063.67</b>	<b>7,384.32</b>	<b>8,455.01</b>	<b>8,898.93</b>	<b>9,283.07</b>
营业成本	6,240.03	6,321.52	7,172.44	7,531.02	7,846.79
营业税金及附加	31.24	36.15	41.40	43.57	45.45
销售费用	162.24	257.59	294.94	310.42	323.82
管理费用	454.65	522.78	598.58	630.01	657.21
研发费用	249.90	291.65	333.94	351.47	366.64
财务费用	(74.59)	(97.40)	(121.38)	(132.65)	(147.83)
资产/信用减值损失	(45.96)	(173.66)	(120.00)	(110.00)	(100.00)
公允价值变动收益	(110.45)	3.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	649.42	789.51	821.97	894.57	939.30
其他	(1,000.17)	(1,292.99)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>507.35</b>	<b>725.57</b>	<b>837.07</b>	<b>949.66</b>	<b>1,030.29</b>
营业外收入	4.47	8.14	6.03	6.03	6.03
营业外支出	1.52	4.07	3.75	3.75	3.75
<b>利润总额</b>	<b>510.30</b>	<b>729.64</b>	<b>839.35</b>	<b>951.95</b>	<b>1,032.57</b>
所得税	8.44	8.35	11.72	13.29	14.41
<b>净利润</b>	<b>501.86</b>	<b>721.29</b>	<b>827.64</b>	<b>938.66</b>	<b>1,018.16</b>
少数股东损益	(10.60)	(40.41)	(17.38)	(19.72)	(21.39)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>512.46</b>	<b>761.70</b>	<b>845.02</b>	<b>958.37</b>	<b>1,039.54</b>
每股收益(元)	0.60	0.89	0.98	1.11	1.21

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-9.05%	4.54%	14.50%	5.25%	4.32%
营业利润	-21.95%	43.01%	15.37%	13.45%	8.49%
归属于母公司净利润	-20.57%	48.64%	10.94%	13.41%	8.47%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.66%	14.39%	15.17%	15.37%	15.47%
净利率	7.25%	10.32%	9.99%	10.77%	11.20%
ROE	5.86%	8.23%	8.81%	9.60%	10.00%
ROIC	10.26%	14.80%	19.61%	23.53%	26.76%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.62%	34.40%	34.61%	35.60%	35.95%
净负债率	-43.81%	-53.94%	-57.04%	-59.85%	-65.28%
流动比率	1.87	1.81	1.87	1.89	1.93
速动比率	1.58	1.59	1.61	1.62	1.66
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.29	3.79	4.00	4.00	4.00
存货周转率	5.67	6.69	7.07	6.35	6.08
总资产周转率	0.56	0.54	0.56	0.57	0.56
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.60	0.89	0.98	1.11	1.21
每股经营现金流	0.38	0.52	0.05	0.05	0.41
每股净资产	10.16	10.77	11.16	11.61	12.09
<b>估值比率</b>					
市盈率	21.40	14.39	12.98	11.44	10.55
市净率	1.25	1.18	1.14	1.10	1.05
EV/EBITDA	1.19	0.52	4.53	3.69	2.78
EV/EBIT	1.37	0.59	5.41	4.33	3.24

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com