

24H1 业绩高增，海外业务及大马力产品放量

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年半年报, 24H1 实现营收 65.1 亿元, 同比+33.8%; 实现归母净利润 4.2 亿元, 同比+38.5%; 单 24Q2 实现营收 34.4 亿元, 同比+38.0%, 环比+12.1%, 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比+58.4%, 环比+1.7%。海外业务及大马力产品放量, 24H1 业绩高增。
- 国内外业务及大马力高附加值产品放量, 公司业绩稳定增长。** 2024H1, 公司海外业务营收 36.2 亿元, 同比+44.4%, 占比同比提升 4.1pp 至 55.7%, 毛利率同比下降 1.9pp 至 22.1%, 海外业务毛利率高于国内, 海外业务营收增长、占比提升持续拉动公司业绩增长、盈利能力提升。2024H1, 公司国内业务实现营收 23.0 亿元, 同比+22.4%, 国内业务营收恢复正增长, 占比下降 3.3pp 至 35.4%, 毛利率下降 1.1pp 至 10.3%; 其他业务实现营收 0.6 亿元, 同比增长 23.0%, 毛利率下降 1.6pp 至 10.1%。分产品看, 上半年公司通过集中优势资源, 对新能源产品、智慧一体化施工解决方案、矿山产品组合解决方案、大马力推土机、大吨位装载机、挖掘机等进行重点传播, 以大马力推土机及电装产品为代表的战略产品持续赢得市场大单, 其中, 2024H1 海外挖掘机产品销售收入同比增长 68.6%, 带动公司业绩高增。
- 费用管控能力强, 盈利能力稳中有升。** 2024H1 公司综合毛利率为 16.8%, 同比-0.76pp; 净利率为 6.5%, 同比+0.2pp; 期间费用率为 8.5%, 同比-2.06pp; 其中, 销售、管理、研发和财务费用率分别为 3.0%、2.5%、3.3%、-0.2%, 分别同比-0.32pp、-1.26pp、-1.06pp、+0.58pp。单 2024Q2 来看, 公司毛利率为 16.7%, 同比+0.33pp; 净利率为 6.2%, 同比+0.78pp; 期间费用率为 7.8%, 同比-0.69pp。
- 深入全球化布局, 持续优化产品结构, 公司高增长可期。** 2024H1, 公司深耕海外市场, 完善海外网络布局, 新增比利时子公司, 重点拓展非洲、欧洲、美洲、东南亚等区域海外经销商 24 家, 其中非洲、欧洲、美洲区域经销商占比提升, 海外竞争力进一步提升。同时, 公司积极深化产品结构调整, 加速向高利润、高附加值的大吨位产品转型, 持续推进大马力推土机销售, 引导客户大马力推土机国产化, 大马力高端产品占比进一步扩大; 推出多款纯电装载机、全新系列智能大马力遥控推土机、智能推土机、智能压路机、昆仑智慧工程管家海外版等智慧施工产品, 深入产品多元化布局, 助力公司业绩高速增长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.4、11.8、14.2 亿元, 对应 EPS 为 0.63、0.78、0.95 元, 对应当前股价 PE 为 10、8、7 倍, 未来三年归母净利润复合增长率 23%; 给予公司 2024 年 14X 目标 PE, 对应目标价 8.82 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(百万元) | 10540.86 | 13151.04 | 15186.00 | 17447.85 |
| 增长率 | 5.43% | 24.76% | 15.47% | 14.89% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 765.42 | 942.76 | 1176.32 | 1420.68 |
| 增长率 | 21.16% | 23.17% | 24.77% | 20.77% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.51 | 0.63 | 0.78 | 0.95 |
| 净资产收益率 ROE | 13.11% | 14.16% | 15.38% | 16.08% |
| PE | 13 | 10 | 8 | 7 |
| PB | 1.74 | 1.52 | 1.31 | 1.13 |

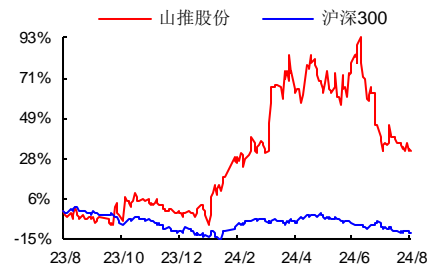
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 张艺蝶
执业证号: S1250524070008
电话: 021-58351893
邮箱: zydyf@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) | 15.00 |
| 流通 A 股(亿股) | 13.08 |
| 52 周内股价区间(元) | 4.6-9.45 |
| 总市值(亿元) | 97.07 |
| 总资产(亿元) | 147.76 |
| 每股净资产(元) | 3.85 |

相关研究

目 录

| | |
|--------------------------------------|----------|
| 1 山推股份：全球推土机领军企业，业绩稳定增长 | 1 |
| 1.1 深耕推土机行业七十余年，国际化战略不断推进..... | 1 |
| 1.2 海外业务收入、占比提升，公司业绩稳定增长..... | 3 |
| 1.3 实际控制人为广西国资委，管理层行业经验丰富..... | 4 |
| 2 盈利预测与估值 | 5 |
| 2.1 盈利预测..... | 5 |
| 2.2 相对估值..... | 6 |
| 3 风险提示 | 6 |

图 目 录

| | |
|---|---|
| 图 1：公司深耕推土机行业 70 余年，不断推进国际化战略..... | 1 |
| 图 2：2024H1，工程机械主机营收占比为 62.4%..... | 2 |
| 图 3：2021 年以来，公司工程机械主机业务毛利率提升..... | 2 |
| 图 4：2024H1，公司实现营收 65.1 亿元，同比+33.8%..... | 3 |
| 图 5：2024H1，公司实现净利润 4.2 亿元，同比+38.5%..... | 3 |
| 图 6：2024H1，海外业务实现营收 36.2 亿元，同比+44.4%..... | 3 |
| 图 7：2024H1，海外业务毛利率为 22.1%..... | 3 |
| 图 8：2024H1，公司毛利率为 16.8%，净利率为 6.5%..... | 4 |
| 图 9：2024H1，公司期间费用率为 8.5%，同比-2.1pp..... | 4 |
| 图 10：实际控制人山东省国资委合计持有山推股份 24.18%股权..... | 5 |

表 目 录

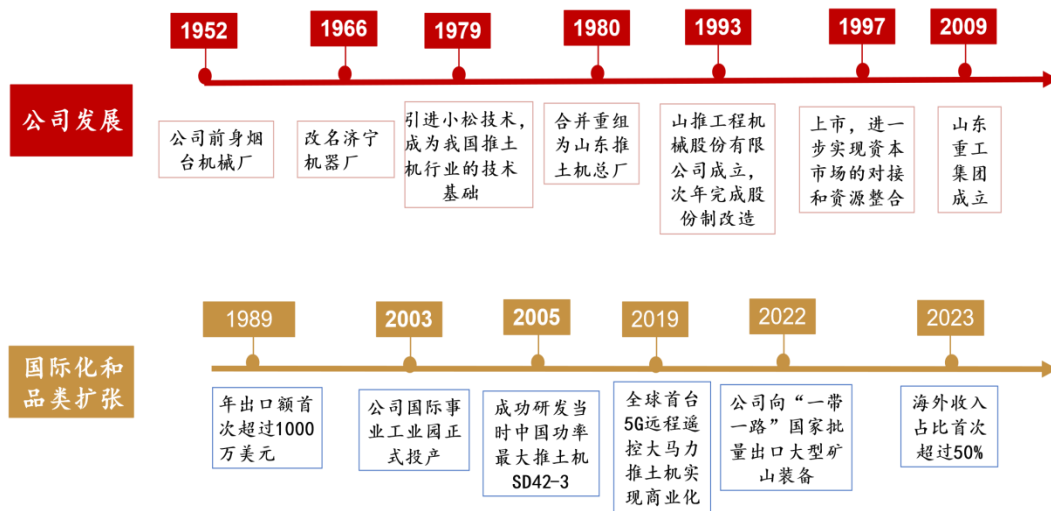
| | |
|---|---|
| 表 1：山推股份主要聚焦推土机等工程机械主机和传动部件等核心配件两大业务..... | 2 |
| 表 2：公司分业务收入及毛利率预测..... | 5 |
| 表 3：可比公司估值（截至 2024 年 8 月 22 日）..... | 6 |
| 附表：财务预测与估值..... | 7 |

1 山推股份：全球推土机领军企业，业绩稳定增长

1.1 深耕推土机行业七十余年，国际化战略不断推进

山推股份深耕推土机行业超七十年，成就全球推土机领军企业。公司前身是创立于 1952 年的烟台机械厂，早期主要从事机械制造；1966 年，烟台机器厂改名济宁机器厂，并于 1979 年在机械工业部组织下引进小松技术，成为我国推土机行业的技术基础；1980 年，济宁动力机械厂、济宁通用机械厂合并重组为山东推土机总厂；1989 年，公司成功打开国际市场，年出口额首次超过 1000 万美元；1993 年，山推工程机械股份有限公司成立，次年完成股份制改造，1997 年上市，进一步实现资本市场的对接和资源整合。2003 年，公司国际事业工业园正式投产，国际化战略不断推进；2005 年，公司成功研发当时中国功率最大的推土机 SD42-3，巩固其行业领先地位；2009 年，山东重工集团成立，公司成为山东重工集团权属子公司；2019 年，全球首台 5G 远程遥控大马力推土机实现商业化，公司不断推进在远程遥控、智能网联、新能源、大马力产品等领域的研究，引领行业前行；2022 年，公司向“一带一路”国家批量出口大型矿山装备，国际化取得显著进展；2023 年，海外收入占比首次超过 50%，全球市场的布局成果凸显。

图 1：公司深耕推土机行业 70 余年，不断推进国际化战略



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

聚焦推土机等工程机械主机和传动部件等核心配件两大业务。公司业务可以分为工程机械主机和配件两大板块：1) 工程机械主机业务板块：主要以推土机、压路机、平地机、摊铺机、铣刨机、混凝土机械、装载机、挖掘机为主，推土机为公司核心产品，产品市场占有率连续多年始终保持 60% 以上，纯电推土机技术水平国际领先；近年来公司亦积极拓展挖掘机、装载机等业务，产品竞争力不断提升。2) 配件产品业务板块：主要包括推土机、挖掘机、装载机、压路机、平地机等产品配件，以履带底盘总成、传动部件等核心零部件产品为主。除整机、配件销售外，公司亦为采矿、道路修筑、道路养护、农林水利、港口码头、采石与混凝土、城市建设、机场、桥梁、环卫等行业客户提供最优智慧施工方案。

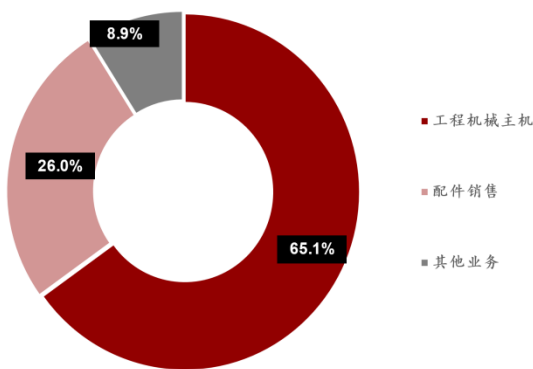
表 1：山推股份主要聚焦推土机等工程机械主机和传动部件等核心配件两大业务

| 主要产品类型 | | 智慧施工方案 | | |
|----------|---------|--------|---------------------|--------|
| 工程机械主机 | 推土机 | 道路修筑 | 采矿 | 港口码头 |
| | 装载机 | | | |
| | 挖掘机 | | | |
| | 推装机 | 道路养护 | 农林水利 | 采石与混凝土 |
| | 矿卡 | | | |
| | 平地机 | | | |
| | 压路机 | 城市建设 | | |
| | 铣刨机 | | | |
| | 摊铺机 | | | |
| | 冷再生机 | 桥梁 | 机场 | 环卫 |
| | 混凝土搅拌设备 | | | |
| | 路面搅拌设备 | | | |
| | 干砂搅拌设备 | 配件 | 底盘件、易损件、油品、保养件、传动件等 | |
| 移动破碎筛分设备 | | | | |

数据来源：公司官网，西南证券整理

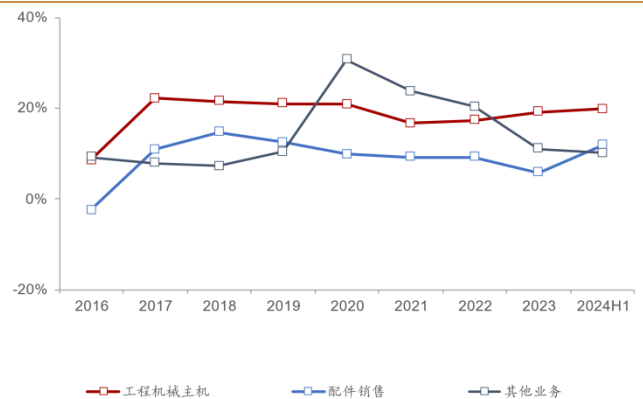
工程机械主机及配件业务营收均实现增长。2024H1，公司工程机械主机产品板块实现营收 42.3 亿元，同比+40.0%，营收占比同比提升 2.7pp 至 65.1%，毛利率同比下降 2.7pp 至 19.7%，毛利率变化主要系公司产品结构变化影响；工程机械配件业务实现营收 16.9 亿元，同比+24.7%，营收占比下降 1.9pp 至 26.0%，毛利率提升 4.2pp 至 11.9%。

图 2：2024H1，工程机械主机营收占比为 62.4%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2021 年以来，公司工程机械主机业务毛利率提升

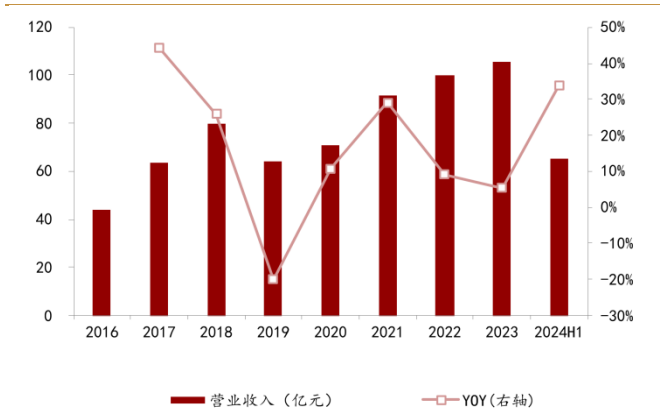


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 海外业务收入、占比提升，公司业绩稳定增长

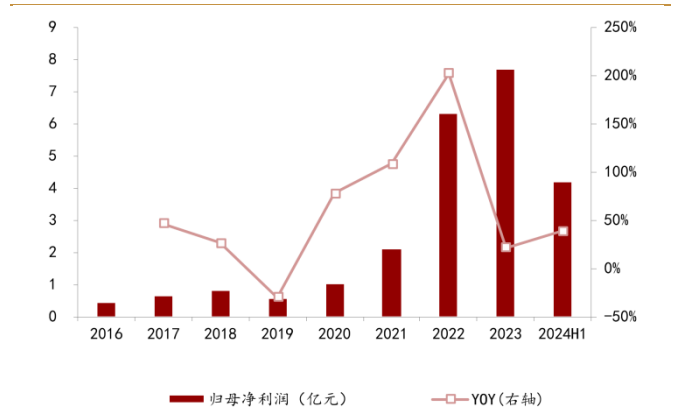
海外收入占比提升、大马力高附加值产品放量，公司业绩实现增长。2019-2023 年公司营收由 64.0 亿元提升至 105.4 亿元，归母净利润由 0.6 亿元提振至 7.7 亿元，业绩实现增长主要系公司积极开拓市场，加快结构调整，战略产品、战略业务得到发展，国内市场产品占有率提升，大马力推土机等高附加值产品放量，海外业务营收、占比均提升。2024H1 实现营收 65.1 亿元，同比+33.8%；实现归母净利润 4.2 亿元，同比+38.5%；单 2024Q2，公司实现营收 34.4 亿元，同比+38.0%，环比+12.1%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比+58.4%，环比+1.7%。

图 4：2024H1，公司实现营收 65.1 亿元，同比+33.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

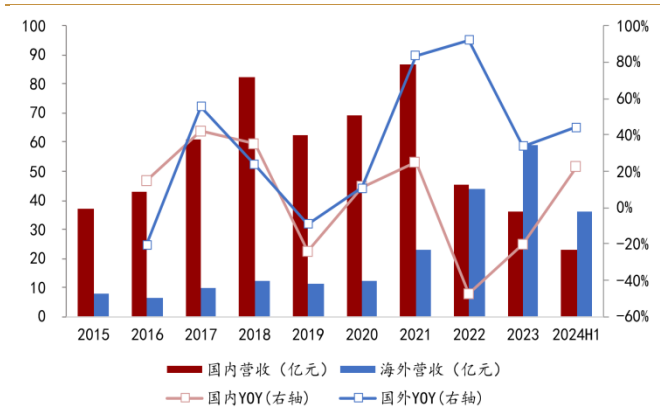
图 5：2024H1，公司实现净利润 4.2 亿元，同比+38.5%



数据来源：Wind，西南证券整理

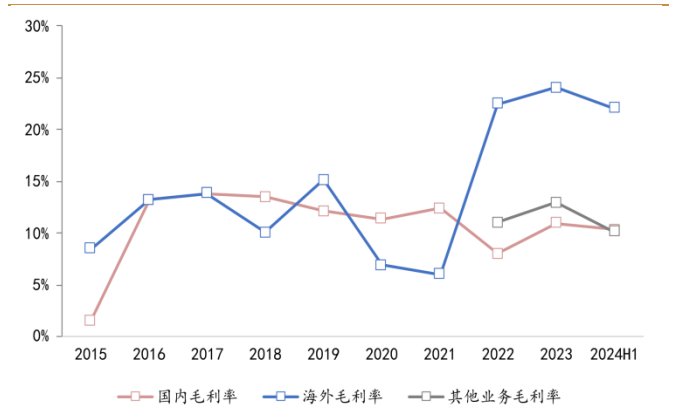
大马力推土机出口需求旺盛，公司海外业务营收增长、占比提升，拉动公司盈利能力提升。2020 年以来，公司海外业务受公司全球化拓展影响实现大幅增长，由 2020 年的 12.4 亿元提升至 2023 年的 58.8 亿元，2023 年占比为 55.8%，海外业务占比首次超 50%。2024H1，公司海外业务实现营收 36.2 亿元，同比+44.4%，占比同比提升 4.1pp 至 55.7%，毛利率同比下降 1.9pp 至 22.1%，海外业务毛利率高于国内，海外业务营收增长、占比提升持续拉动公司业绩增长、盈利能力提升。2024H1，公司国内业务实现营收 23.0 亿元，同比+22.4%，国内业务营收恢复正增长，占比下降 3.3pp 至 35.4%，毛利率下降 1.1pp 至 10.3%；其他业务实现营收 0.6 亿元，同比增长 23.0%，毛利率下降 1.6pp 至 10.1%。

图 6：2024H1，海外业务实现营收 36.2 亿元，同比+44.4%



数据来源：Wind，西南证券整理

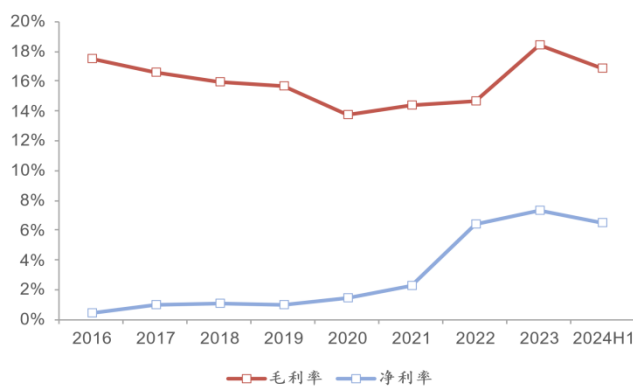
图 7：2024H1，海外业务毛利率为 22.1%



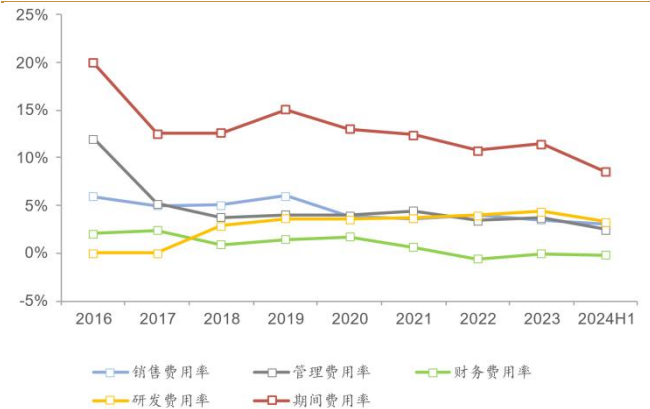
数据来源：Wind，西南证券整理

海外收入占比提升、高毛利大马力推土机占比提升等多因素影响，公司盈利能力提升。2020 年以来，受益于海外业务占比提升等因素营收，公司综合毛利率由 2019 年的 15.7% 提升至 2023 年的 18.4%，净利率由 2019 年的 1.0% 提升至 2023 年的 7.3%。2024H1，公司综合毛利率为 16.8%，同比-0.76pp；净利率为 6.5%，同比+0.2pp；单 2024Q2 来看，公司毛利率为 16.7%，同比+0.33pp；净利率为 6.2%，同比+0.78pp。

精益管理、规模效益凸显，近年来公司期间费用率呈现下降趋势。2019 年以来，公司精益管理、规模效益凸显，期间费用率整体呈现下降趋势。2024H1，公司期间费用率为 8.5%，同比-2.1pp；其中，销售、管理、研发和财务费用率分别为 3.0%、2.5%、3.3%、-0.2%，分别同比-0.32pp、-1.26pp、-1.06pp、+0.58pp；其中，管理费用率下降主要系公司本期计提辞退福利和折旧减少，财务费用率提升主要系公司是汇兑收益减少；单 2024Q2，公司期间费用率为 7.8%，同比-0.7pp。

图 8：2024H1，公司毛利率为 16.8%，净利率为 6.5%


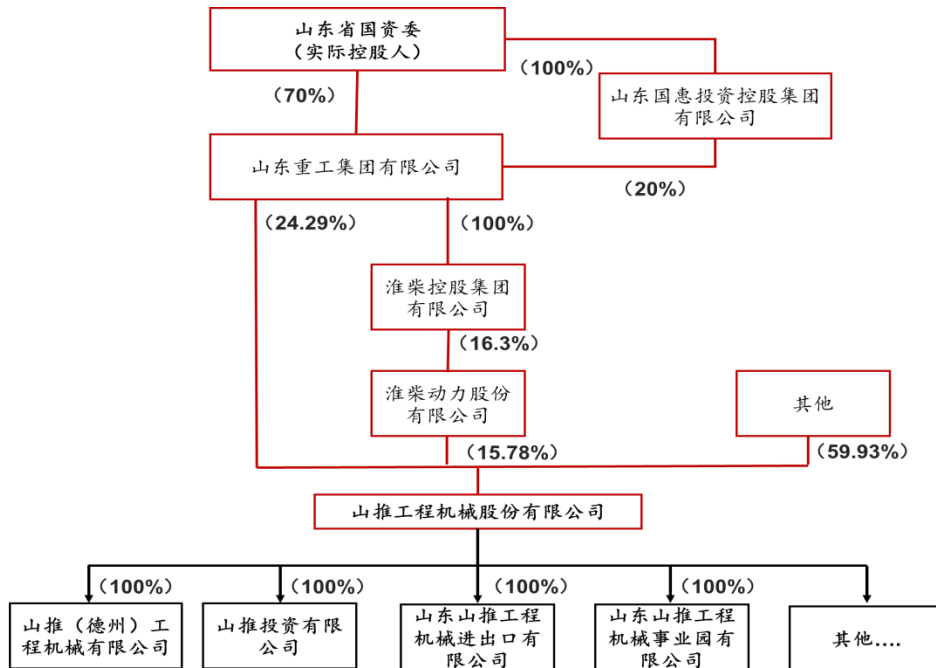
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2024H1，公司期间费用率为 8.5%，同比-2.1pp


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 实际控制人为广西国资委，管理层行业经验丰富

广西国资委控股，管理层行业经验丰富。公司实际控制人为山东省国资委，其通过山东重工集团有限公司等合计持有公司 24.18% 的股权；山东重工集团有限公司是中国领先、在全球具有重要影响力的工业装备跨国集团，主营业务涵盖动力系统、商用车、农业装备、工程机械、智慧物流、海洋交通装备等六大板块，背景底蕴深厚，能够从多方面为公司赋能，支持公司高质量可持续发展。另外，公司管理层多位领导曾任职于山东重工集团、潍柴控股集团、潍柴动力、中国重汽、山重建机、小松山推等机械制造企业，相关生产、经营、管理等行业经验丰富。

图 10：实际控制人山东省国资委合计持有山推股份 24.18%股权


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：

工程机械主机板块：公司该业务板块主要包括推土机、挖掘机、平地机、推土机、装载机工程机械主机产品；考虑到国内工程机械行业 2022-2023 年下行周期影响，相关产品销量下滑明显，2024 年有望逐渐企稳回升；公司海外业务近年来实现增长，目前公司推土机等产品海外需求景气持续；综合考虑 2024-2026 年该业务板块订单增速有望为 33%、18%、17%；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。

配件销售板块：公司该业务板块主要是以履带底盘总成、传动部件等核心零部件产品为主，目前以国内市场销售为主，预计 2024-2026 年该业务板块订单增速有望为 10%、10%、10%，随着公司该业务营收规模不断增长，规模效应有望带动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 2：公司分业务收入及毛利率预测

| 单位：百万元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-----|---------|---------|----------|----------|
| 工程机械主机 | 收入 | 6765.57 | 8998.21 | 10617.89 | 12422.93 |
| | 增速 | 8.78% | 33.00% | 18.00% | 17.00% |
| | 毛利率 | 23.18% | 24.00% | 24.50% | 25.00% |

| 单位：百万元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 配件销售业务 | 收入 | 2749.19 | 3024.11 | 3326.52 | 3659.17 |
| | 增速 | 0.85% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | 8.83% | 9.00% | 9.50% | 10.00% |
| 其他业务 | 收入 | 1026.11 | 1128.72 | 1241.59 | 1365.75 |
| | 增速 | -2.50% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | 12.96% | 13.50% | 13.50% | 13.50% |
| 合计 | 收入 | 10540.86 | 13151.04 | 15186.00 | 17447.85 |
| | 增速 | 5.43% | 24.76% | 15.47% | 14.89% |
| | 毛利率 | 18.44% | 19.65% | 20.31% | 20.95% |

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、中联重科、徐工机械、柳工 4 家公司作为可比公司，4 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 15、11、9 倍。国内工程机械行业更新需求有望触底向好，公司海外业务、大马力推土机、挖掘机等持续发力，有望形成较强业绩支撑，实现高增。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.4、11.8、14.2 亿元，对应 EPS 为 0.63、0.78、0.95 元，对应当前股价 PE 为 10、8、7 倍，未来三年归母净利润复合增长率 23%；给予公司 2024 年 14X 目标 PE，对应目标价 8.82 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2024 年 8 月 22 日）

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | | | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E |
| 600031.SH | 三一重工 | 15.55 | 0.72 | 0.72 | 0.93 | 1.18 | 21.56 | 21.56 | 16.67 | 13.13 |
| 000157.SZ | 中联重科 | 6.38 | 0.43 | 0.52 | 0.67 | 0.82 | 14.84 | 12.17 | 9.49 | 7.75 |
| 000425.SZ | 徐工机械 | 6.52 | 0.57 | 0.57 | 0.72 | 0.92 | 11.42 | 11.42 | 9.05 | 7.13 |
| 000528.SZ | 柳工 | 9.48 | 0.70 | 0.70 | 0.94 | 1.23 | 13.55 | 13.55 | 10.09 | 7.73 |
| 可比公司平均值 | | | | | | | 15.34 | 14.67 | 11.33 | 8.93 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

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海外业务，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 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 10540.86 | 13151.04 | 15186.00 | 17447.85 | 净利润 | 768.49 | 2.00 | 1182.59 | 1428.06 |
| 营业成本 | 8596.83 | 10566.92 | 12100.99 | 13791.83 | 折旧与摊销 | 201.58 | 220.80 | 220.80 | 220.80 |
| 营业税金及附加 | 58.79 | 78.91 | 91.12 | 104.69 | 财务费用 | -4.80 | 100.73 | 129.98 | 162.56 |
| 销售费用 | 365.38 | 460.29 | 516.32 | 593.23 | 资产减值损失 | -63.88 | -110.00 | -110.00 | -110.00 |
| 管理费用 | 389.92 | 1065.23 | 1214.88 | 1395.83 | 经营营运资本变动 | -212.03 | -590.90 | -266.21 | -236.78 |
| 财务费用 | -4.80 | 100.73 | 129.98 | 162.56 | 其他 | -339.91 | 1002.58 | 151.69 | 254.74 |
| 资产减值损失 | -63.88 | -110.00 | -110.00 | -110.00 | 经营活动现金流净额 | 349.45 | 625.22 | 1308.85 | 1719.38 |
| 投资收益 | 45.39 | 35.00 | 35.00 | 35.00 | 资本支出 | 96.34 | -30.00 | -15.00 | -15.00 |
| 公允价值变动损益 | 1.51 | 0.78 | 0.88 | 0.95 | 其他 | 32.10 | 241.56 | 35.88 | 35.95 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 128.44 | 211.56 | 20.88 | 20.95 |
| 营业利润 | 800.38 | 1024.74 | 1278.60 | 1545.68 | 短期借款 | -92.01 | 81.53 | 50.00 | 50.00 |
| 其他非经营损益 | 7.47 | 5.71 | 6.82 | 6.56 | 长期借款 | 50.04 | 50.00 | 30.00 | 30.00 |
| 利润总额 | 807.85 | 1030.45 | 1285.42 | 1552.23 | 股权融资 | 8.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 39.35 | 82.44 | 102.83 | 124.18 | 支付股利 | -114.01 | -153.08 | -188.55 | -235.26 |
| 净利润 | 768.49 | 948.02 | 1182.59 | 1428.06 | 其他 | -334.45 | -165.48 | -129.98 | -162.56 |
| 少数股东损益 | 3.08 | 5.25 | 6.26 | 7.37 | 筹资活动现金流净额 | -482.23 | -187.04 | -238.53 | -317.82 |
| 归属母公司股东净利润 | 765.42 | 942.76 | 1176.32 | 1420.68 | 现金流量净额 | -20.05 | 649.74 | 1091.20 | 1422.51 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 3287.74 | 3937.48 | 5028.69 | 6451.19 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 3903.24 | 4459.10 | 5317.40 | 6096.88 | 销售收入增长率 | 5.43% | 24.76% | 15.47% | 14.89% |
| 存货 | 2170.27 | 2697.45 | 3166.28 | 3573.49 | 营业利润增长率 | 14.48% | 28.03% | 24.77% | 20.89% |
| 其他流动资产 | 830.57 | 339.22 | 368.20 | 400.42 | 净利润增长率 | 20.78% | 23.36% | 24.74% | 20.76% |
| 长期股权投资 | 513.26 | 513.26 | 513.26 | 513.26 | EBITDA 增长率 | 20.92% | 35.01% | 21.03% | 18.39% |
| 投资性房地产 | 499.10 | 499.10 | 499.10 | 499.10 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1537.80 | 1412.45 | 1272.10 | 1131.75 | 毛利率 | 18.44% | 19.65% | 20.31% | 20.95% |
| 无形资产和开发支出 | 423.18 | 357.72 | 292.27 | 226.82 | 三费率 | 7.12% | 12.37% | 12.26% | 12.33% |
| 其他非流动资产 | 261.62 | 261.62 | 261.62 | 261.62 | 净利率 | 7.29% | 7.21% | 7.79% | 8.18% |
| 资产总计 | 13426.80 | 14477.42 | 16718.94 | 19154.54 | ROE | 13.11% | 14.16% | 15.38% | 16.08% |
| 短期借款 | 618.47 | 700.00 | 750.00 | 800.00 | ROA | 5.72% | 6.55% | 7.07% | 7.46% |
| 应付和预收款项 | 5829.93 | 6403.94 | 7523.57 | 8633.65 | ROIC | 26.11% | 33.34% | 36.63% | 42.83% |
| 长期借款 | 50.04 | 100.04 | 130.04 | 160.04 | EBITDA/销售收入 | 9.46% | 10.24% | 10.73% | 11.06% |
| 其他负债 | 1065.55 | 580.24 | 628.08 | 680.82 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 7563.99 | 7784.21 | 9031.69 | 10274.50 | 总资产周转率 | 0.84 | 0.94 | 0.97 | 0.97 |
| 股本 | 1500.86 | 1500.33 | 1500.33 | 1500.33 | 固定资产周转率 | 7.72 | 10.62 | 14.02 | 18.80 |
| 资本公积 | 1547.56 | 1548.09 | 1548.09 | 1548.09 | 应收账款周转率 | 2.90 | 3.16 | 3.13 | 3.08 |
| 留存收益 | 2585.83 | 3375.51 | 4363.28 | 5548.70 | 存货周转率 | 4.63 | 4.21 | 4.08 | 4.07 |
| 归属母公司股东权益 | 5571.00 | 6396.15 | 7383.92 | 8569.34 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 81.89% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 291.81 | 297.06 | 303.32 | 310.70 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 5862.81 | 6693.21 | 7687.25 | 8880.04 | 资产负债率 | 56.34% | 53.77% | 54.02% | 53.64% |
| 负债和股东权益合计 | 13426.80 | 14477.42 | 16718.94 | 19154.54 | 带息债务/总负债 | 8.84% | 10.28% | 9.74% | 9.34% |
| | | | | | 流动比率 | 1.40 | 1.54 | 1.60 | 1.68 |
| | | | | | 速动比率 | 1.10 | 1.18 | 1.24 | 1.31 |
| | | | | | 股利支付率 | 14.90% | 16.24% | 16.03% | 16.56% |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 997.15 | 1346.27 | 1629.38 | 1929.04 | 每股收益 | 0.51 | 0.63 | 0.78 | 0.95 |
| PE | 12.68 | 10.30 | 8.25 | 6.83 | 每股净资产 | 3.71 | 4.26 | 4.92 | 5.71 |
| PB | 1.74 | 1.52 | 1.31 | 1.13 | 每股经营现金 | 0.23 | 0.42 | 0.87 | 1.15 |
| PS | 0.92 | 0.74 | 0.64 | 0.56 | 每股股利 | 0.08 | 0.10 | 0.13 | 0.16 |
| EV/EBITDA | 5.30 | 3.46 | 2.24 | 1.19 | | | | | |
| 股息率 | 1.17% | 1.58% | 1.94% | 2.42% | | | | | |

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 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 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 |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@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 | zymf@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 | ljliong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gonggy@swsc.com.cn |
| | 孙启迪 | 销售经理 | 19946297109 | 19946297109 | sqdi@swsc.com.cn |
| | 蒋宇洁 | 销售经理 | 15905851569 | 15905851569 | jjj@swsc.com.c |
| 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 |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王一菲 | 高级销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 高级销售经理 | 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 |
| | 龚之涵 | 高级销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@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 |
| | 林哲睿 | 销售经理 | 15602268757 | 15602268757 | lzf@swsc.com.cn |
