

国内机车 LKJ 列控龙头，业绩重回增长趋势

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营收 10.7 亿元 (+0.3%), 归母净利润实现 3.5 亿元 (-10.1%)。其中 2022 年 Q4 单季度实现营收 4.5 亿元 (同比 +23.0%, 环比 +118.2%), 实现归母净利润 1.5 亿元 (同比 +23.3%, 环比 +114.1%)。公司业绩重回增长趋势, Q4 单季度高速增长超预期。
- **LKJ 列控业务和机车安防业务稳定增长, 高铁业务短期承压明显。** 2022 年, LKJ 列控业务实现营收 5.8 亿元, 同比增长 34.8%, 毛利率 57.5%, 同比下降 4.1pp, 收入增长主要系进入更新期的列控系统数量持续增加, 毛利率下降主要系 LKJ 系统产品结构变化; 机车安防业务实现营收 2.0 亿元, 同比增长 33.1%, 毛利率 66.2%, 同比提升 9.3pp, 盈利能力提升主要系 6A、CMD 系统进入更新期, LSP 新产品进入加速推广期, 其中 2022 年 LSP 新签合同近 2 亿元, 实现收入约 1.3 亿元; 高铁运维监测业务收入 2.51 亿元, 同比减少 43.8%, 主要系疫情影响高铁客运量大幅下滑, 铁路系统设备采购减少。
- **产品结构变化, 综合毛利率微降; 研发投入增加, 净利率承压。** 2022 年公司综合毛利率 60.6%, 同比下降 0.4pp, 净利率 34.0%, 同比下降 3.1pp, 毛利率下降主要系占比高的 LKJ 列控业务毛利率下降、高毛利的高铁运维监测业务占比下降至 23.5%。2022 年公司期间费用率为 24.6%, 同比增加 5.2pp, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 5.6%、9.3%、13.3%、-3.6%, 同比增加 0.6、0.7、2.5、1.4pp; 主要系公司加大研发投入、闲置资金大额存单利息减少。
- **公司系 LKJ 列控龙头, 核心业务增长弹性大。** 疫情期间列车招标和设备更新受阻, 2023-2025 年动车组和机车年均招标有望在 300 组/500 台以上; 列控设备更新周期 6-8 年, 2020 年已进入更换期, 受疫情影响进程放缓, 2023 年存量更新需求加速释放, 预计现存 3.7 万套 LKJ 列控系统总空间约 90-120 亿元。公司列控系统市占率第一, 2022 年市占率超 50%, 业务占比为 54.5%; 公司第四代 LKJ-15S 列控系统进入批量推广期, 2022 年收入约 0.6 亿元, 随着 2023 年列车设备采购加速, 核心 LKJ 列控业务具备高弹性。
- **轨交行业基本面改善趋势明确, 公司机车安防和高铁运维监测业务确定性受益。** 前期疫情影响铁路投资放缓, 新增及更新需求受压, 2022 年年底以来铁路客运量显著增长。国铁集团年度目标、路局招标和列车班次运量相互印证, 2023 年轨交行业基本面改善趋势明确。公司是高铁 DMS 系统、EOAs 系统唯一供应商, 具备先发优势; 机车安防产品 6A 显示终端(市占率 30-35%)、CMD 系统(市占率 30-35%)和 LSP 系统(市占率超 50%)市占率高; 机车安防车载设备和高铁运行监测设备逐步达更新年限, 随着产品更新或升级需求加速释放, 有望助力公司业务向高铁、铁路大数据监测等领域延伸, 打造业绩新增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.6 亿元、5.6 亿元、6.4 亿元, 对应 EPS 分别为 1.21、1.47、1.68 元, 对应当前股价 PE 分别为 14、12、10 倍, 未来三年归母净利润复合增长率 23%。给予公司 2023 年 20X 目标 PE, 六个月目标价 24.20 元; 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 基建投资大幅下滑、行业政策变化风险, 新产品推广不力风险。

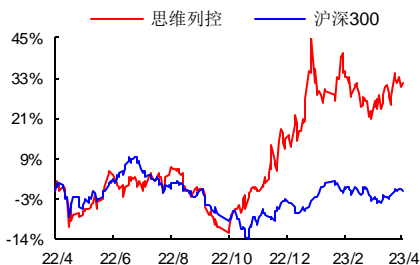
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1067.17	1314.94	1531.42	1724.73
增长率	0.25%	23.22%	16.46%	12.62%
归属母公司净利润(百万元)	346.38	460.18	559.49	642.06
增长率	-10.15%	32.86%	21.58%	14.76%
每股收益 EPS(元)	0.91	1.21	1.47	1.68
净资产收益率 ROE	8.17%	9.49%	10.53%	10.98%
PE	19	14	12	10
PB	1.49	1.36	1.24	1.12

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)	3.81
流通 A 股(亿股)	3.81
52 周内股价区间(元)	11.3-19.94
总市值(亿元)	64.74
总资产(亿元)	46.30
每股净资产(元)	15.46

相关研究

目 录

1 思维列控：LKJ 列控龙头，业绩重回增长趋势	1
1.1 LKJ 列控龙头，机车安防+高铁运维监测多领域布局.....	1
1.2 收入重回增长趋势，毛利率保持在 60%以上.....	3
1.3 高层集中持股，股权结构较为稳定.....	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	7

图 目 录

图 1：思维列控系 LKJ 系统寡头供应商，收购蓝信积极扩展高铁监测业务.....	1
图 2：公司主营业务为列控系统、安全防护、运行监测三大类型.....	2
图 3：2022 年，公司 LKJ 列控系统占比为 54.5%.....	3
图 4：近年来，公司主营业务毛利率均保持在 60%左右.....	3
图 5：2022 年，思维列控实现营收 10.7 亿元.....	3
图 6：2022 年，思维列控实现归母净利润 3.5 亿元.....	3
图 7：2022 年，思维列控毛利率保持相对稳定.....	4
图 8：2022 年，思维列控期间费用率略有提升.....	4
图 9：思维列控股权结构较为集中.....	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（截至 2023 年 4 月 11 日）.....	6
附表：财务预测与估值.....	8

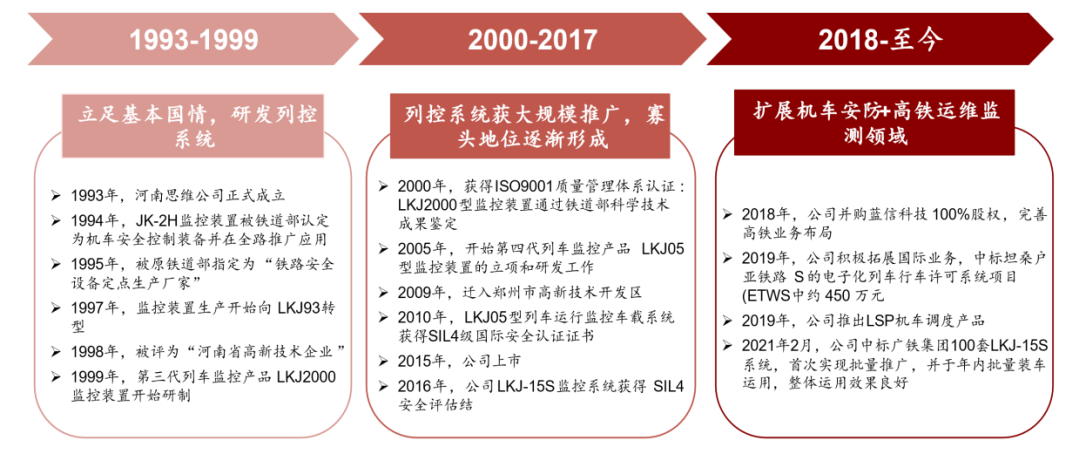
1 思维列控：LKJ 列控龙头，业绩重回增长趋势

1.1 LKJ 列控龙头，机车安防+高铁运维监测多领域布局

思维列控是国内机车 LKJ 列控龙头，深入布局机车安防、高铁运维监测等领域。思维列控成立于 1998 年，总部位于河南郑州，公司业务涉及普速铁路和高速铁路两大领域，主要包括列车运行控制、铁路安全防护、高速铁路运行监测与信息管理等三大业务。公司全面参与我国列车运行控制系统的自主研发及技术推广，是 LKJ 专项技术的持有者，同时也是多项行业标准制定的重要参与者，凭借安全、可靠、适用的产品品质以及较强的自主创新实力，在我国铁路行车安全系统领域处于优势地位；公司的发展历史可分为四个阶段。

- 1) **1993-1999 年：立足基本国情，研发出适应我国铁路运输和管理体制特点的 LKJ 列控系统。**公司先后研制出 JK-2H 机车运行监控记录器、LKJ-93 型监控装置等产品；1994 年，JK-2H 系列设备通过铁道部认定，在全路推广应用；1995 年，LKJ-93 系列设备通过铁道部技术鉴定，在全路大规模推广；1999 年，公司开始第三代列车监控产品 LKJ2000 型监控装置的研制。LKJ 系列列车运行控制系统为保障我国铁路行车安全做出了重要贡献，大大减少了上世纪 90 年代列车冒进信号事故发生的次数。
- 2) **2000-2017 年：大规模推广列控系统，公司寡头地位逐渐形成。**2000 年底，LKJ2000 系列列控装置完成研制工作，并于 2004 年开始大规模推广应用；2005 年，公司启动第四代列车监控产品-LKJ05 型监控装置的立项和研发工作，此后我国机车列控系统主要以 LKJ2000 系列为主，LKJ2000 系列成为我国铁路安全机车设备信息化的基础。2015 年公司上市，成为列控领域首家 A 股上市公司。
- 3) **2018 年-至今：扩展业务范围，发展壮大机车安防+高铁运维监测领域。**2018 年，为落实公司高铁业务战略，2018 年至 2019 年初公司实施重大资产重组，以 24 亿元收购我国高铁信息化领域的核心供应商——蓝信科技 100% 股权；2019 年，公司推出 LSP 机车调度产品，不断助力公司业务向高铁、铁路大数据等领域延伸，打造业绩新增长点；2021 年，公司第四代列控产品 LKJ-15S 系统首次在广铁实现批量推广。

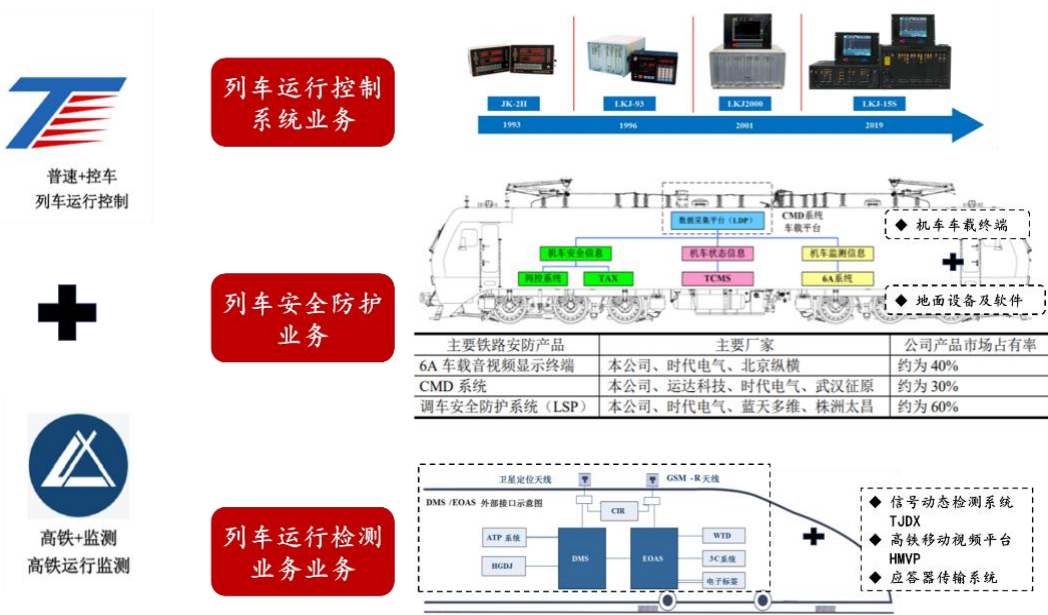
图 1：思维列控系 LKJ 系统寡头供应商，收购蓝信积极扩展高铁监测业务



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

专注铁路交通信号系统列控系统开发，积极拓展机车安防、高铁运维监测业务领域。1) LJK 列控系列业务：公司研制的 LKJ-93、LKJ2000 及 LKJ-15S 型等 LKJ 列控系统凭借其控制精度高、产品适用线路条件广、可扩展能力强、技术成熟、质量稳定及产品性价比高等优点成为我国列控系统的主力，产品市场占有率保持上升趋势。2) 铁路安全防护业务：分为涉及机车车载终端、地面设备及软件、大数据分析等三类应用，包含机车车载安全防护系统（6A）、机车远程监测与诊断系统（CMD）、动车段（所）安全防护系统、本务机车调车安全防护系统（LSP）、轨道车调车作业安全控制系统（GDK）等铁路安防产品。3) 高速铁路列车运行监测业务：该业务包括信号动态检测系统（TJDX）、列控动态监测系统（DMS）、司机操控信息分析系统（EOAS）、高铁移动视频平台（HMVP）及应答器传输系统等。

图 2：公司主营业务为列控系统、安全防护、运行监测三大类型



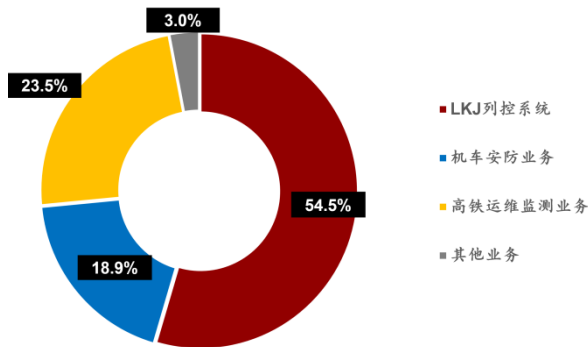
数据来源：思维列控公告，西南证券整理

1) LKJ 列车运行控制系统营收稳中有升，毛利率水平高。公司 LKJ 列控系统市占率超 51%，2022 年该业务实现营收 5.8 亿元，同比增长 34.8%，收入占比上升至 54.4%。列车运行控制业务受铁路行业环境变化影响较大，LKJ 列控系统的更新周期约为 6-8 年，我国现行主流 LKJ 列控设备主要是 2003 年前后批量推广的 LKJ2000 系列，2020 年已经进入更换周期，但受疫情影响，列车使用率低、更新进程受阻产品更新换代速度明显放缓，导致该业务在 2021-2022 年需求下滑；2023 年以来，铁路局大规模恢复列车开行，设备更新需求有望加速释放，该业务相较于疫情期间的低谷，增长弹性较大。

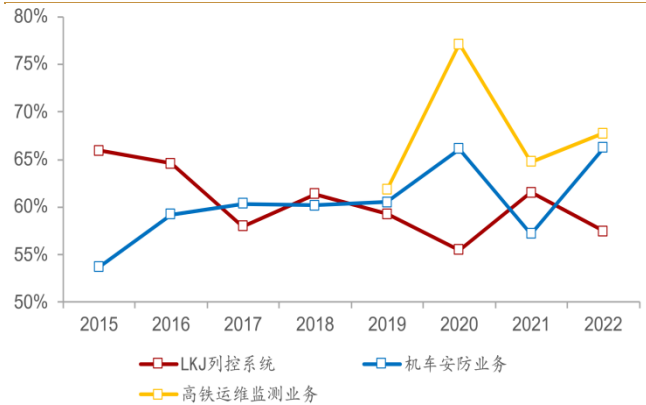
2) 铁路安全防护系统业绩提升明显，毛利率水平高。列车安防业务 6A 和 CMD 两大产品市占率 30-35%，新产品 LSP 产品市占率 50% 左右，市占率相对稳定；2022 年该业务营收 2.0 亿元，同比增长 33.1%，收入占比提升至 18.9%，毛利率 66.2%，同比提升 9.3 个百分点，盈利能力提升主要系公司 6A、CMD 系统进入产品更新和升级换代期，LSP 新产品进入加速推广期，2022 年新签 LSP 合同近 2 亿元，LSP 实现收入约 1.3 亿元。

3) 高速铁路列车运行监测系统收入短期承压，毛利率稳中有升。蓝信科技的高铁运维监测是唯一供应商，2021-2022 年受疫情影响属于业绩低谷期。高铁运维监测业务收入 2.51

亿元，同比减少 43.8%，毛利率 67.7%，同比增加 3.0 个百分点，占比由 2021 年的 42.0% 减少到 23.5%，收入下滑主要系疫情影响高铁客运量大幅下滑，铁路系统设备采购减少。2008 年以来，我国动车组保有量快速增长，近十年来平均每年新增动车组超 300 标准组，动车组保有量从 2008 年末的 176 列增加至 2021 年末的 4153 标准组；一般情况下，列车运行监测 DMS 系统、EOAS 系统等监测系统的更新换代周期为 10 年；目前，除列控系统进入更新周期外，我国动车组 DMS 系统也已逐步达到更新年限，产品升级换代需求有待释放。

图 3：2022 年，公司 LKJ 列控系统占比为 54.5%


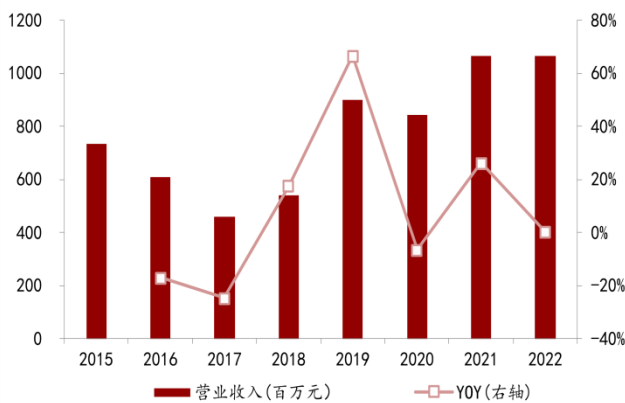
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：近年来，公司主营业务毛利率均保持在 60%左右


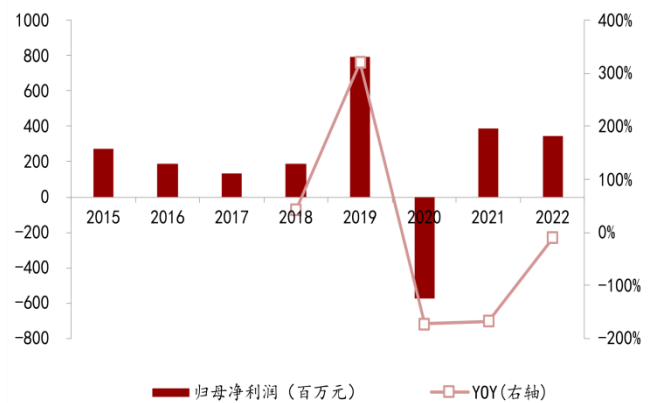
数据来源：Wind, 西南证券整理

1.2 收入重回增长趋势，毛利率保持在 60%以上

受疫情影响业绩、铁路客运量下降，公司收入承压；净利润受收购蓝信科技影响波动较大。2020 年，受疫情影响公司业绩下滑，实现净利润-5.7 亿元，主要系商誉减值等因素影响；2021 年实现营收 10.6 亿元，同比增长 26.2%，实现归母净利润 3.9 亿元，扭亏为盈；2022 年公司实现营收 10.7 亿元，同比增长 0.3%，实现归母净利润为 3.5 亿元，同比减少 10.1%；2021-2022 年业绩重回增长趋势主要受益于公司核心产品 LKJ 列控系统市占率创新高，调车安全防护系统等新产品实现批量推广等。单 2022Q4 来看，公司实现营收 4.5 亿元，同比增长 23.0%，环比增长 118.2%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 23.3%，环比增长 114.2%，重回增长趋势。

图 5：2022 年，思维列控实现营收 10.7 亿元


数据来源：Wind, 西南证券整理

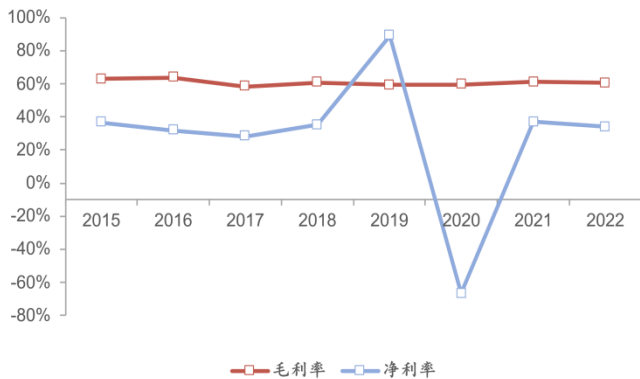
图 6：2022 年，思维列控实现归母净利润 3.5 亿元


数据来源：Wind, 西南证券整理

毛利率保持稳定，净利率波动较大，未来具备较大提升空间。公司毛利率长期相对稳定，2016-2021 年公司毛利率稳定在 60%左右；2019 年以来净利润出现较大波动，2019-2020 年净利率波动较大，主要系受疫情影响 2020 年高铁客运量持续大幅下降、国铁集团投资规划和招投标安排放缓，公司计提蓝信科技商誉减值；排除收购蓝信科技的影响，净利率稳定在 35%左右。2022 年公司综合毛利率为 60.6%，同比微降 0.4 个百分点，主要系占比高的 LKJ 系统产品结构变化导致毛利率下降、高毛利的高铁运维监测业务收入下滑；2022 年公司净利率为 34.0%，同比下降 3.1 个百分点，主要系公司加大研发投入和市场营销力度，导致研发费用、销售费用增长，短期内拉低公司净利润水平。

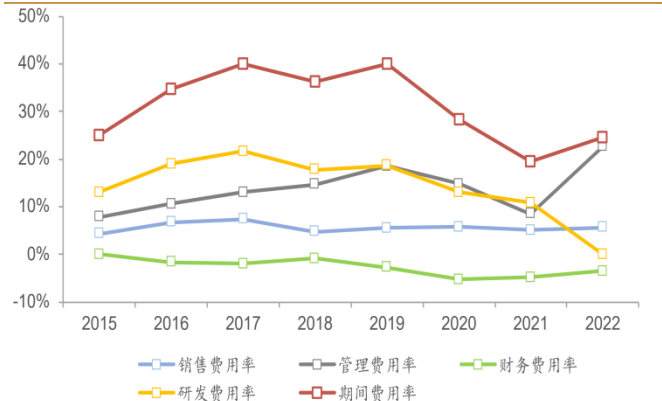
重视新品研发推广，2022 年公司期间费用率略有提升。2016-2021 年，公司期间费用率由 34.6%下降至 19.5%，主要系公司疫情期间公司享受社保减免政策、研发人工费下降及公司 LKJ-15S、LSP 调车安全防护系统等重大研发项目进入推广完善阶段，与此前相比研发投入大幅减少。2022 年公司期间费用率为 24.6%，同比增加 5.2 个百分点；细分来看，销售、管理、研发和财务费用率分别为 5.6%、9.3%、13.3%、-3.6%，分别同比增加 0.6、0.7、2.5、1.4 个百分点；整体来看公司期间费用率增长主要系公司研发和销售人数增加、加大研发材料投入和闲置资金大额存单利息减少。

图 7：2022 年，思维列控毛利率保持相对稳定



数据来源：Wind, 西南证券整理

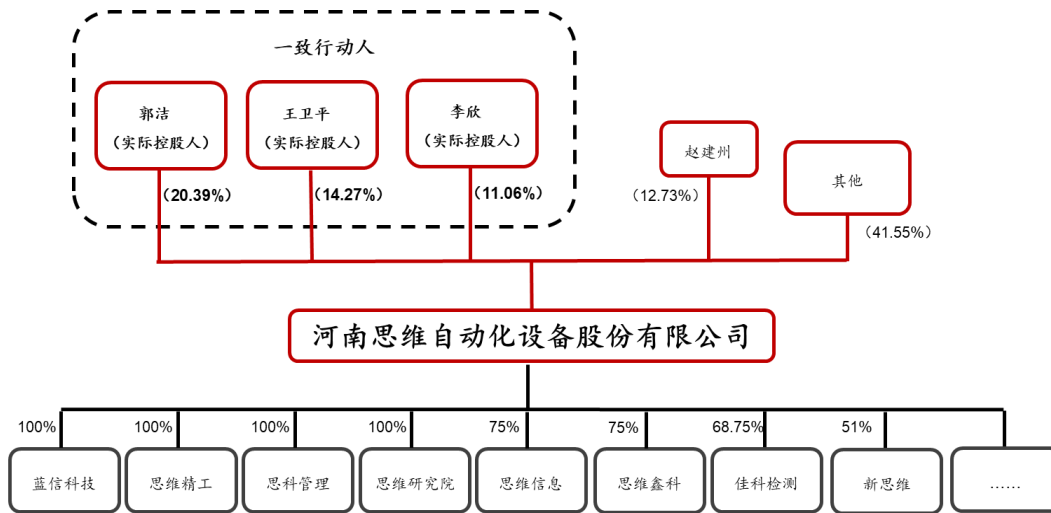
图 8：2022 年，思维列控期间费用率略有提升



数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 高层集中持股，股权结构较为稳定

公司创始人团队控股，股权结构较为集中。公司董事长李欣、董事王卫平和郭洁为公司的实际控制人，且三人具有一致行动关系；三人通过直接和间接共合计持有公司 45.72% 股权，一致行动人持有股权比例较高，董事长李欣为公司第四大股东持股 11.06%，郭洁为公司最大股东直接持股 20.39%，王卫平为公司第二大股东直接持股 14.27%；公司第三大股东赵建州直接持股 12.73% 系公司董事高管，且兼任子公司蓝信科技董事长和总经理。目前公司高层集中持股，且股权结构较为集中，有利于公司实控人把握公司的生产经营决策，且公司高管均为技术出身能为公司新产品技术迭代提供强力支持。

图 9：思维列控股权结构较为集中


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) LKJ 列控业务：受益于系统更新换代需求和疫情管控放松背景下的铁路客运量回暖，公司作为业内的领军企业有望实现该业务的持续稳定增长，我们预计 2023-2025 年各路局相关 LKJ 列控系统招标同比增速分别为 25%、15%和 15%。

2) 机车安防业务：公司列车安防业务三大产品 6A、CMD 及 LSP 系统市占率在 30-50%，市占率相对稳定，未来需求主要来源于各路局产品替换和升级迭代需求，考虑到 2022 年疫情影响，预计公司 2023-2025 年该业务订单增速分别为 30%、25%、15%。

3) 高铁运维监测业务：2022 年以前，受疫情影响，列车使用率低，部分列车处于入库封存状态，相关设备更新进程受阻，该业务处于低谷；2023 年以来，各路局加开高铁班次，客运量恢复明显，预计公司 2023-2025 年该业务订单增速分别为 50%、40%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
LKJ 列控业务	收入	582.44	715.09	821.17	888.47
	增速	34.76%	22.77%	14.84%	8.20%
	毛利率	57.47%	57.77%	58.76%	58.85%
机车安防业务	收入	202.45	240.01	274.31	307.81
	增速	33.13%	18.55%	14.29%	12.21%
	毛利率	66.24%	66.00%	66.00%	66.00%
高铁运维监测业务	收入	251.40	325.87	398.58	487.34
	增速	-43.80%	29.62%	22.31%	22.27%
	毛利率	67.74%	68.00%	68.00%	68.00%
其他业务	收入	30.88	33.97	37.36	41.10
	增速	-6.07%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	23.45%	23.00%	23.00%	23.00%
合计	收入	1067.17	1314.94	1531.42	1724.73
	增速	0.25%	23.22%	16.46%	12.62%
	毛利率	60.57%	60.91%	61.59%	61.86%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取和公司业务类似的时代电气、交控科技、中国中车 3 家公司作为可比公司，其中，时代电气与公司同为 LKJ 列控系统供应商；交控科技为城轨信号系统领军企业，与公司业务较为相似；中国中车与思维列控同属于轨道交通行业，属于轨交装备行业龙头。3 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 19、17、11 倍。

思维列控是 LKJ 列控龙头，2023 年轨交行业基本面改善趋势明确，公司核心 LKJ 列控业务毛利率高，市占率高，有望形成较强业绩支撑；机车安防车载设备和高铁运行监测业务，设备逐步达更新年限，产品升级换代需求有待释放，有望助力公司打造业绩新增长点。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.6 亿元、5.6 亿元、6.4 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 23%。结合公司三年复合增长率及公司龙头地位，理应享受估值溢价；给予公司 2023 年 20X 目标 PE，六个月目标价 24.20 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2023 年 4 月 11 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E
601766.SH	中国中车	6.75	0.40	0.46	0.52	17.02	14.59	12.89
688015.SH	交控科技	23.58	1.53	1.88	2.24	15.40	12.51	10.52
688187.SH	时代电气	50.54	1.98	2.25	2.60	25.49	22.41	19.47
可比公司平均值						19.30	16.50	10.52

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

1) 基建投资大幅下滑。轨道交通景气度与国家铁路、城轨固定投资额相关，如果未来投资额不及预期，将会影响标的公司短期的市场需求和新增订单。

2) 行业政策变化风险。轨道交通信号列控系统、机车安防系统等的发展与国家出台的标准、政策或规范高度相关，未来如果国家出台限制轨道交通行业发展的不利政策，市场需求可能会发生变化，从而对标的公司的经营状况和盈利能力产生重大影响。

3) 新产品研发推广不力风险。国内轨道交通行业市场竞争相对激烈，如公司出现技术研发延误、未能迎合市场需求、未能紧贴技术趋势、研发成果未达预期等情况，或公司新产品推广受阻，公司的盈利水平和发展将受到不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1067.17	1314.94	1531.42	1724.73	净利润	362.26	460.14	559.43	642.00
营业成本	420.83	514.05	588.23	657.84	折旧与摊销	48.64	23.77	23.77	23.77
营业税金及附加	14.50	18.47	21.15	23.89	财务费用	-37.85	-45.11	-52.73	-59.72
销售费用	59.84	63.12	68.91	74.16	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	99.06	289.29	321.60	353.57	经营营运资本变动	-111.31	-101.03	-187.56	-145.21
财务费用	-37.85	-45.11	-52.73	-59.72	其他	-34.81	0.38	-29.03	-30.93
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	226.94	338.15	313.89	429.91
投资收益	6.99	30.00	30.00	30.00	资本支出	-23.67	-18.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.50	0.50	0.50	其他	48.94	30.50	30.50	30.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	25.26	12.50	15.50	15.50
营业利润	398.31	505.64	614.75	705.48	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.45	0.01	0.01	0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	397.86	505.65	614.76	705.49	股权融资	3.76	0.00	0.00	0.00
所得税	35.60	45.51	55.33	63.49	支付股利	-231.04	-69.28	-92.04	-111.90
净利润	362.26	460.14	559.43	642.00	其他	-6.18	66.71	52.73	59.72
少数股东损益	15.88	-0.05	-0.06	-0.06	筹资活动现金流净额	-233.46	-2.57	-39.31	-52.18
归属母公司股东净利润	346.38	460.18	559.49	642.06	现金流量净额	18.74	348.08	290.08	393.23
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1444.75	1792.83	2082.91	2476.14	成长能力				
应收和预付款项	798.41	891.27	1071.33	1207.33	销售收入增长率	0.25%	23.22%	16.46%	12.62%
存货	343.89	420.07	478.69	536.57	营业利润增长率	-13.94%	26.95%	21.58%	14.76%
其他流动资产	196.04	87.38	88.59	89.68	净利润增长率	-8.12%	27.02%	21.58%	14.76%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-10.98%	18.38%	20.96%	14.29%
投资性房地产	198.23	198.23	198.23	198.23	获利能力				
固定资产和在建工程	304.92	306.46	305.01	303.55	毛利率	60.57%	60.91%	61.59%	61.86%
无形资产和开发支出	1468.30	1461.00	1453.71	1446.41	三费率	11.34%	23.37%	22.06%	21.34%
其他非流动资产	40.59	40.57	40.55	40.53	净利率	33.95%	34.99%	36.53%	37.22%
资产总计	4795.12	5197.81	5719.01	6298.44	ROE	8.17%	9.49%	10.53%	10.98%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.55%	8.85%	9.78%	10.19%
应付和预收款项	255.94	299.89	347.25	390.51	ROIC	12.20%	14.85%	17.24%	18.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.34%	36.83%	38.25%	38.82%
其他负债	104.28	50.56	57.02	63.08	营运能力				
负债合计	360.23	350.46	404.27	453.59	总资产周转率	0.23	0.26	0.28	0.29
股本	381.27	381.27	381.27	381.27	固定资产周转率	5.33	7.29	9.35	11.71
资本公积	2326.83	2326.83	2326.83	2326.83	应收账款周转率	1.55	1.74	1.73	1.68
留存收益	1661.33	2052.23	2519.69	3049.85	存货周转率	1.29	1.35	1.31	1.29
归属母公司股东权益	4347.84	4760.34	5227.79	5757.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.59%	—	—	—
少数股东权益	87.06	87.02	86.96	86.90	资本结构				
股东权益合计	4434.90	4847.35	5314.75	5844.85	资产负债率	7.51%	6.74%	7.07%	7.20%
负债和股东权益合计	4795.12	5197.81	5719.01	6298.44	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.85	9.26	9.34	9.62
					速动比率	6.88	8.04	8.14	8.43
					股利支付率	66.70%	15.05%	16.45%	17.43%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	409.10	484.29	585.80	669.54	每股收益	0.91	1.21	1.47	1.68
PE	18.69	14.07	11.57	10.08	每股净资产	11.40	12.49	13.71	15.10
PB	1.49	1.36	1.24	1.12	每股经营现金	0.60	0.89	0.82	1.13
PS	6.07	4.92	4.23	3.75	每股股利	0.61	0.18	0.24	0.29
EV/EBITDA	10.55	8.19	6.28	4.90					
股息率	3.57%	1.07%	1.42%	1.73%					

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、复制和发布。如引用须注明出处为“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东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@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