

## 业绩增长稳健, 汽车和可穿戴业务注入增长动能

### 投资要点

- 业绩总结:** 2022年全年, 公司实现营收2140.3亿元, 同比增长39.0%; 归母净利润91.6亿元, 同比增长29.6%; 扣非净利润84.4亿元, 同比增长40.3%。23Q1, 公司实现营收499.4亿元, 同比增长20.1%; 归母净利润20.2亿元, 同比增长11.9%; 扣非归母净利润17.7亿元, 同比增长16.2%。
- 业绩实现稳健增长, 费用端管控效果良好。** 报告期内, 在宏观经济低迷, 行业需求疲软等压力下, 公司在手机组装、Top module和汽车电子等业务的带动下, 业绩仍实现稳健增长。1) 分业务来看, 2022年, 消费电子类/通讯类/电脑类/汽车类/连接器及其他业务分别实现营业收入1796.7/128.3/112.8/61.5/41.0亿元, 分别同比增长33.4%/292.5%/43.6%/48.4%/1.4%。2) 利润率方面, 2022年公司毛利率和净利率分别为10.0%/4.9%, 同比保持较为稳定的状态; 3) 费用方面, 公司费用端管控效果良好。2022年, 公司销售/管理/研发费用率分别为0.4%/2.4%/4.0%, 均实现同比小幅下降; 其中, 公司研发费用为84.5亿元, 同比增长27.2%。
- 汽车开辟增长新曲线, 新业务有望为消费电子板块持续成长注入动能。** 汽车业务板块, 公司依托强大的智能制造平台, 充分利用在消费电子和通信领域积累的技术实力、客户资源、资源协同效应, 实现向汽车电子领域的跨界赋能。公司积极拓展自身产品矩阵, 主要产品包括高/低压线束、充电枪、汽车连接器、智能座舱域控制器、液晶仪表、AR HUD、DMS等, 下游市场需求强劲, 带动公司该业务板块高速增长。此外, 公司同奇瑞集团合作搭建整车ODM平台, 协同赋能有助于公司实现汽车零部件Tier1领导厂商的中长期目标。汽车精密零部件国产替代空间广阔, 随着公司汽车业务不断放量, 该业务或将为公司开辟长期增长曲线。消费电子业务板块, 公司通过外延的方式成功导入A客户声学产品和iPhone组装供应链, 助力公司深化其在消费电子精密制造的龙头地位; 此外, 公司在XR领域持续布局, 基于公司同A客户在整机组装、精密零组件、模组等业务上的深度合作基础, 未来A客户MR产品的发布和放量或为公司消费电子业务带来新的增量空间。我们预计, 在A客户MR业务和Top module业务的带动下, 公司消费电子业务板块有望持续稳健增长。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司23-25年归母净利润分别约为120/156/187亿元, 未来三年归母净利润复合增速有望达26%。考虑到公司作为精密制造平台型龙头企业的突出优势, 汽车和XR等相关业务放量有望开启新的增长曲线, 我们给予公司一定的估值溢价, 给予公司2023年20倍PE估值, 对应目标价33.6元, 首次覆盖予以“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧、下游需求恢复不及预期、产品研发迭代不达预期等风险。

| 指标/年度        | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(亿元)     | 2140.28 | 2727.24 | 3314.09 | 3863.09 |
| 增长率          | 39.03%  | 27.42%  | 21.52%  | 16.57%  |
| 归属母公司净利润(亿元) | 91.63   | 119.83  | 155.82  | 186.51  |
| 增长率          | 29.60%  | 30.77%  | 30.04%  | 19.70%  |
| 每股收益EPS(元)   | 1.29    | 1.68    | 2.19    | 2.62    |
| 净资产收益率ROE    | 17.85%  | 19.74%  | 21.00%  | 20.70%  |
| PE           | 21      | 16      | 12      | 10      |
| PB           | 4.15    | 3.46    | 2.79    | 2.27    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
执业证号: S1250521050001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

分析师: 徐一丹  
执业证号: S1250522090002  
电话: 021-58351908  
邮箱: xyd@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)     | 71.30      |
| 流通A股(亿股)    | 71.19      |
| 52周内股价区间(元) | 25.15-38.7 |
| 总市值(亿元)     | 1,881.71   |
| 总资产(亿元)     | 1,255.10   |
| 每股净资产(元)    | 5.19       |

### 相关研究

## 1 公司是国内精密制造行业平台型龙头企业

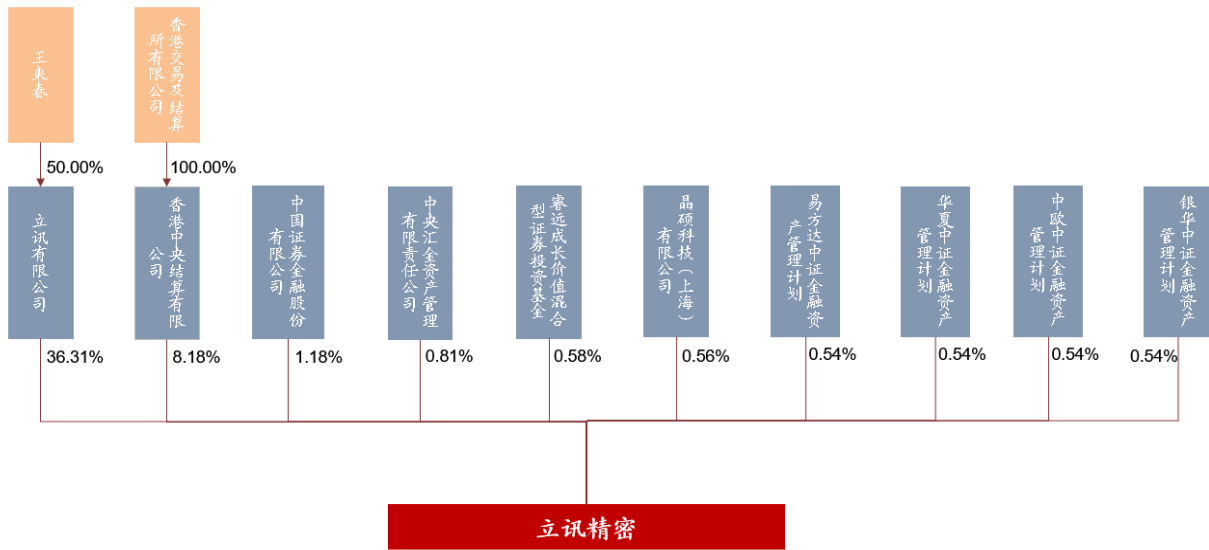
立讯精密成立于 2004 年，于 2010 年在深交所上市。公司是国内精密制造行业平台型龙头企业，早期以电脑连接器业务起家，多年来通过内生和外延的方式，从零件、模组到系统的垂直整合，现已实现在不同应用场景下产品线的多元化布局。目前公司产品广泛应用于消费电子、汽车、通讯、医疗产业等领域。

**表 1：公司主要产品线介绍**

| 业务板块 |   | 相关产品   |
|------|---|--|
| 消费电子 | 稳步有序丰富产品矩阵,业务主要涉及组装和零部件,产品涵盖声学、智能生活、智能终端、计算机配件等   | 声学产品: TWS 耳机<br>智能生活类: Wifi 可便携式路由、5G CPE<br>智能终端类: 可穿戴手表手环、AR/VR/MR<br>计算机配件类: Deck 扩充坞<br>智能触控笔、视频会议设备、各类零售 PC/NB/手机品牌的有线与无线高瓦数快充配件等 |
| 汽车   | 在汽车产业电气化、智能化、网联化的趋势下针对汽车板块进行长期性规划布局,将产品线布局延申至舱内、舱外多品类产品线,现已覆盖汽车线束、连接器、智能网联、智能座舱及新能源动力系统等核心零部件 | 线束: 整车线束、特种线束、充电枪<br>连接器: 低压连接器、高压连接器、高速连接器等<br>新能源: PDU、BDU、逆变器<br>智能网联: 路测单元、车载通讯单元、智能天线等<br>智能驾舱: 多媒体仪表、信息娱乐系统、无线充电、电源网络隔离器等        |
| 通信   | 基于数据与通信的产品应用场景,围绕数据中心的应用及发展趋势逐步丰富自身产品系列,包括电连接、光链接、射频通信、热管理等产品系列,进一步提升产品覆盖率                    | 电连接: 高速电连接器及线缆<br>光连接: AOC 和光模块<br>射频通信: 基站天线、基站滤波器、塔顶放大器等<br>热管理: 热管、VC、冷板、轴流风扇等  |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

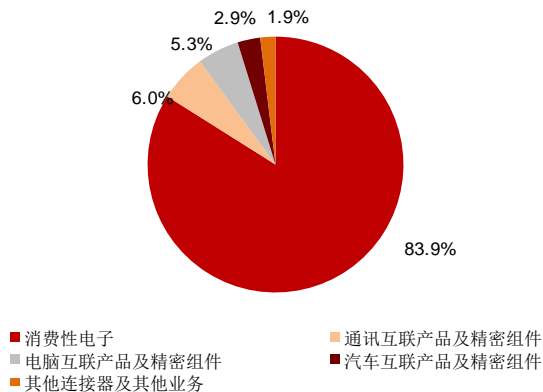
**公司股权结构相对集中、稳定。**公司实际控制人为王来春、王来胜; 其中, 董事长王来春通过立讯有限公司间接持有公司 19.2% 的股权。公司前五大股东分别为立讯有限公司 (38.3%)、香港中央结算有限公司 (8.2%)、中国证券金融股份有限公司 (1.2%)、中央汇金资产管理有限责任公司 (0.8%)、睿远成长价值混合型证券投资基金 (0.6%)。公司有多个控股子公司, 包括立铠精密科技 (盐城) 有限公司、昆山联滔电子有限公司、立讯精密有限公司、协讯电子 (吉安) 有限公司等。

**图 1：公司股权结构图**


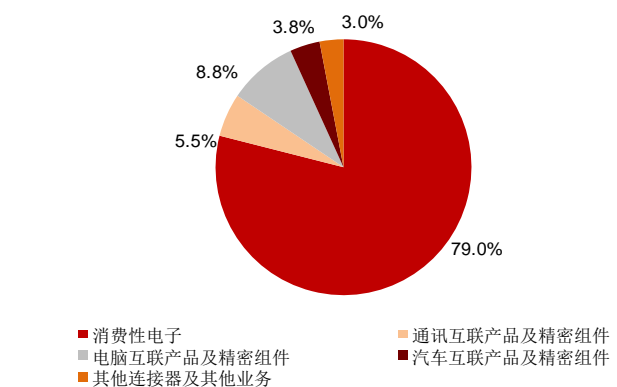
数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023Q1

**公司的主营业务主要包括：**消费性电子、通讯互联产品及精密组件、电脑互联产品及精密组件、汽车互联产品及精密组件、其他连接器及其他业务，具体而言：

**从营收结构来看，**2022 年，消费性电子业务实现营业收入 1796.7 亿元，同比增长 33.4%，贡献 83.95% 的收入，为公司主要收入来源；通讯互联产品及精密组件业务/电脑互联产品及精密组件业务/汽车互联产品及精密组件业务分别实现营业收入 128.3/112.8/61.5 亿元，分别同比+292.6%/+43.6%/+48.4%，分别占收入比重约 6.0%/5.3%/3.8%；其他连接器及其他业务实现营业收入 41.0 亿元，同比增长 1.5%，收入占比 3.0%。**从毛利结构来看，**2022 年，消费性电子业务贡献毛利 207.0 亿元，毛利占比 79.0%，毛利率为 11.5%；通讯互联产品及精密组件业务/电脑互联产品及精密组件业务/汽车互联产品及精密组件业务分别贡献毛利 14.3/22.9/9.9 亿元，毛利分别占比 5.5%/8.8%/3.8%，毛利率分别为 11.1%/20.3%/16.1%；其他连接器及其他业务贡献毛利 7.8 亿元，毛利占比 3.0%，毛利率为 19.1%。

**图 2：公司 2022 年主营业务结构**


数据来源：Wind，西南证券整理

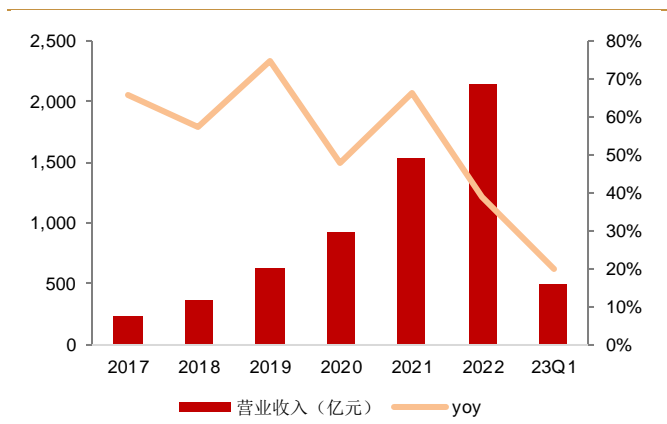
**图 3：公司 2022 年主营业务毛利占比**


数据来源：Wind，西南证券整理

**持续拓展产品矩阵，业绩持续稳健增长。**1) **营收端：**2017-2022 年，公司营业收入持续稳健增长，从 228.3 亿元增至 2140.3 亿元，期间年复合增长率为 56.5%；其中，2022 年公司营业收入同比增长 39.0%，主要以为公司持续拓展业务线，在消费电子领域产品上实现突破，汽车业务需求强劲助力公司业绩高增。2023Q1，公司实现营收 499.4 亿元，同比增长 20.1%。

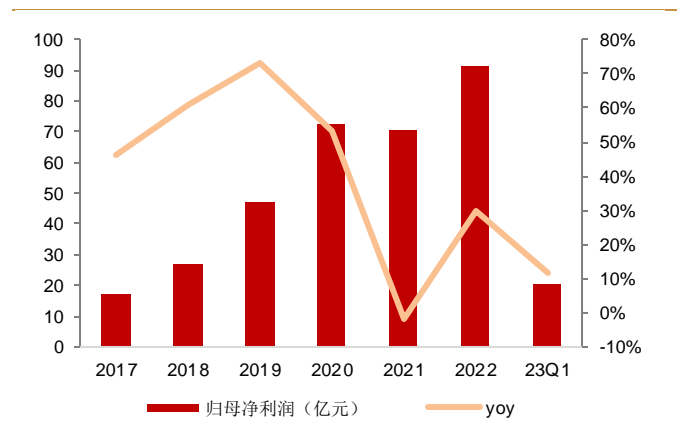
2) **利润端：**2017-2022 年，公司归母净利润由 16.9 亿元增长至 91.6 亿元，期间年复合增长率为 40.2%；其中，2022 年公司归母净利润同比增长 29.6%。23Q1 公司实现归母净利润 20.2 亿元，同比增长 11.9%。公司在 2023 年半年度业绩预告表示，预计 23H1 实现归母净利润 41.6-45.4 亿元，同比增长 10.0%-20.0%；实现扣非净利润 37.7-42.1 亿元，同比增长 11.0%-24.3%。

**图 4：公司 2017-2023Q1 营业收入及增速**



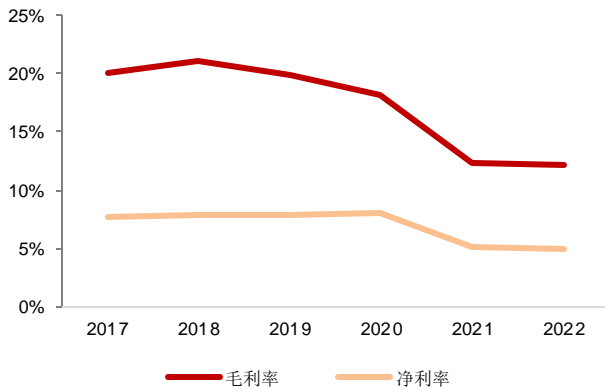
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 5：公司 2017-2023Q1 归母净利润及增速**

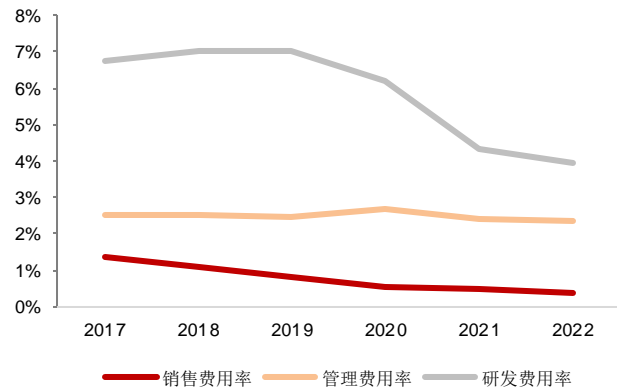


数据来源：Wind，西南证券整理

**盈利水平相对稳定，费用端管控效果良好。**1) **利润率方面：**2017-2022 年公司毛利率整体呈下滑态势，其中 2022 年毛利率约为 10%，相较于 2021 年同比下滑 2.2pp；同期，公司净利率相对较为稳定，其中 2022 年净利率约为 4.9%，较 2021 年微幅下降 0.2pp。23Q1，公司毛利率和净利率分别为 10.0%/4.2%，分别同比-1.0pp/0.8pp，整体保持平稳状态。2) **费用率方面：**公司费用端控制效果良好，2022 年，公司销售/管理/研发费用率分别为 0.4%/2.4%/4.0%，同比下滑 0.1pp/0.3pp/0.4pp，均较上一年有所收窄；其中，公司研发费用为 84.5 亿元，同比增长 27.2%。23Q1，公司销售费用率为 0.4%，同比下降 0.1pp；管理费用率为 1.7%，同比下降 0.3pp；研发费用率为 3.9%，同比下降 0.2pp；公司持续加大研发投入，Q1 研发费用为 19.5 亿元，同比增长 15.3%。

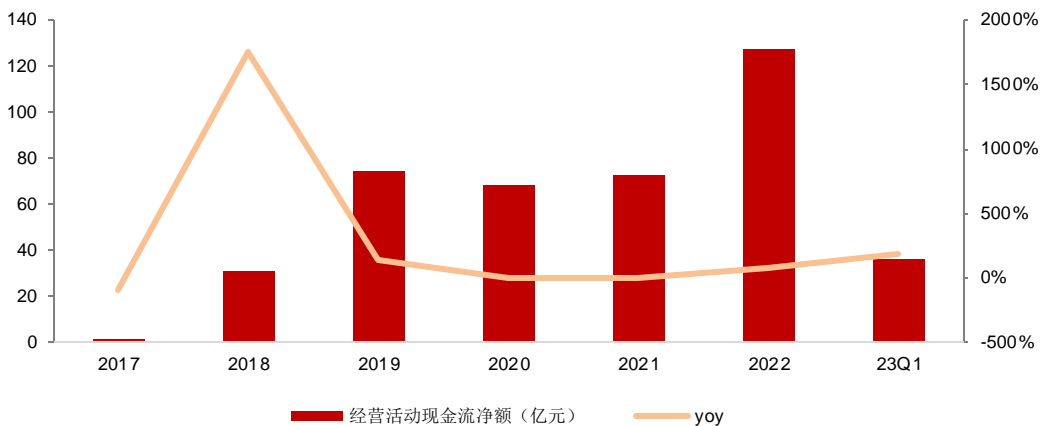
**图 6：公司 2017-2022 年毛利率和净利率情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 7：公司 2017-2022 年费用率情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**经营活动现金流增长情况可观。**2017-2022 年，公司经营活动现金流净额整体呈上升趋势，2022 年经营活动现金净额为 127.3 亿元，相较去年同比增长 74.7%；23Q1，公司经营活动现金流净额为 36.1 亿元，同比增长 182.6%。我们预计未来随着公司技术实力及盈利能力的提升，公司经营活动现金流净情况有望持续保持健康水平。

**图 8：公司 2017-2023Q1 经营活动现金流情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：消费性电子。**公司发力在 XR 领域进行拓展和布局，基于公司和 A 客户多年的深度合作与绑定，未来随着其 MR 产品的推出与迭代，公司有望持续受益。考虑到公司在 Top Module、整机组装等业务的成长性，我们预计公司 2023-2025 年该业务销量增速分别为 15%/13%/10%，价格逐年同比上涨 10%/7%/5%，毛利率分别为 12%/12%/12%。

**假设 2：通讯互联产品及精密组件。**公司通讯领域产品布局多元，主要包括基站天线、滤波器以及整机、高速连接、光连接、热管理和工业连接等，此外公司向服务器整机组装业务拓展。我们预计 2023-2025 年公司该业务销量增速分别为 25%/18%/15%，价格逐年同比上涨 10%/5%/5%，毛利率分别为 12%/13%/13%。

**假设 3：汽车互联产品及精密组件。**公司与奇瑞成立合资子公司，Tier1 业务成为公司重点发展方向，未来将专注于 Tier 1 核心零部件市场。在汽车“四化”的带动下，我们预计公司 2023-2025 年公司该业务销量增速分别为 35%/25%/20%，价格逐年同比上涨 8%/8%/8%，毛利率分别为 17%/17%/17%。

**假设 4：电脑互联产品及精密组件。**考虑到全球 PC 市场增速整体放缓，我们预计公司 2023-2025 年公司该业务销量增速分别为 10%/10%/10%，价格分别逐年同比上涨 10%/9%/8%，毛利率分别为 21%/22%/22%。

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 2：分业务收入及毛利率**

| 单位：亿元       |     | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 消费性电子       | 收入  | 1796.7 | 2272.8 | 2748.0 | 3174.0 |
|             | 增速  | 33.4%  | 26.5%  | 20.9%  | 15.5%  |
|             | 毛利率 | 11.5%  | 12.0%  | 12.0%  | 12.0%  |
| 通讯互联产品及精密组件 | 收入  | 128.3  | 176.5  | 218.7  | 264.0  |
|             | 增速  | 292.6% | 37.5%  | 23.9%  | 20.8%  |
|             | 毛利率 | 11.1%  | 12.0%  | 13.0%  | 13.0%  |
| 汽车互联产品及精密组件 | 收入  | 61.5   | 89.7   | 121.0  | 156.9  |
|             | 增速  | 48.4%  | 45.8%  | 35.0%  | 29.6%  |
|             | 毛利率 | 16.1%  | 17.0%  | 17.0%  | 17.0%  |
| 电脑互联产品及精密组件 | 收入  | 112.8  | 136.5  | 163.7  | 194.4  |
|             | 增速  | 43.6%  | 21.0%  | 19.9%  | 18.8%  |
|             | 毛利率 | 20.3%  | 21.0%  | 22.0%  | 22.0%  |
| 其他连接器及其他业务  | 收入  | 41.0   | 51.8   | 62.7   | 73.8   |
|             | 增速  | 1.4%   | 26.5%  | 21.0%  | 17.7%  |
|             | 毛利率 | 19.1%  | 20.0%  | 21.0%  | 22.0%  |
| 合计          | 收入  | 2140.3 | 2727.2 | 3314.1 | 3863.1 |
|             | 增速  | 39.0%  | 27.4%  | 21.5%  | 16.6%  |
|             | 毛利率 | 12.2%  | 12.8%  | 12.9%  | 13.0%  |

数据来源：Wind, 西南证券

我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 2727.2 亿元（+27.4%）、3314.1 元（+21.5%）和 3863.1 元（+16.6），归母净利润分别为 119.8 亿元（+30.8）、155.8 亿元（+30.0%）、186.5 亿元（+19.7%），EPS 分别为 1.68 元、2.19 元、2.62 元，对应 PE 分别为 16、12、10 倍。

我们选取了歌尔股份、东山精密及鹏鼎控股作为可比公司；根据 Wind 一致预期，2023 年 3 家公司平均 PE 为 15 倍。考虑到公司作为精密制造平台型龙头企业的突出优势，汽车和 XR 等相关业务放量有望开启新的增长曲线，我们给予公司一定的估值溢价，给予公司 2023 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 33.6 元，首次覆盖予以“买入”评级。

**表 3：可比公司估值**

| 证券代码      | 可比公司 | 总市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | EPS (元) |      |      |      | PE (倍) |     |     |     |
|-----------|------|-------------|-----------|---------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|
|           |      |             |           | 22A     | 23E  | 24E  | 25E  | 22A    | 23E | 24E | 25E |
| 002241.SZ | 歌尔股份 | 597.9       | 17.48     | 0.51    | 0.8  | 1.07 | 1.26 | 33     | 22  | 16  | 14  |
| 002384.SZ | 东山精密 | 406.6       | 23.78     | 1.38    | 1.76 | 2.24 | 2.80 | 18     | 14  | 11  | 8   |
| 002938.SZ | 鹏鼎控股 | 547.3       | 23.58     | 2.16    | 2.29 | 2.66 | 2.88 | 13     | 10  | 9   | 8   |
| 平均值       |      |             |           |         |      |      |      | 21     | 15  | 12  | 10  |

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023/5/9

### 3 风险提示

行业竞争加剧、下游需求恢复不及预期、产品研发迭代不达预期等风险。

**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          | 214028.39        | 272724.14        | 331408.50        | 386309.39        | 净利润               | 10490.68         | 13718.67        | 17839.40        | 21353.38         |
| 营业成本          | 187928.88        | 237905.86        | 288614.64        | 336221.52        | 折旧与摊销             | 7800.09          | 3256.17         | 3256.17         | 3256.17          |
| 营业税金及附加       | 476.33           | 541.15           | 644.19           | 2665.53          | 财务费用              | 882.72           | 2060.96         | 1968.30         | 1825.42          |
| 销售费用          | 831.40           | 1230.57          | 1460.22          | 1682.19          | 资产减值损失            | -846.82          | 0.00            | 0.00            | 0.00             |
| 管理费用          | 5075.67          | 16363.45         | 19884.51         | 21247.02         | 经营营运资本变动          | -5498.25         | 564.68          | -2508.64        | -1847.45         |
| 财务费用          | 882.72           | 2060.96          | 1968.30          | 1825.42          | 其他                | -100.80          | 209.00          | -107.02         | 88.99            |
| 资产减值损失        | -846.82          | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>12727.61</b>  | <b>19809.48</b> | <b>20448.22</b> | <b>24676.51</b>  |
| 投资收益          | 998.28           | 30.00            | 30.00            | 30.00            | 资本支出              | -10366.25        | -6500.00        | -5400.00        | -3840.00         |
| 公允价值变动损益      | 13.63            | -51.06           | -18.72           | -34.89           | 其他                | -2960.12         | -21.06          | 11.28           | -4.89            |
| 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>-13326.37</b> | <b>-6521.06</b> | <b>-5388.72</b> | <b>-3844.89</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>11154.49</b>  | <b>14601.08</b>  | <b>18847.92</b>  | <b>22662.83</b>  | 短期借款              | 2992.26          | 923.49          | -4826.24        | -10399.74        |
| 其他非经营损益       | 3.51             | -13.84           | -10.63           | -8.13            | 长期借款              | 4180.22          | 0.00            | 0.00            | 0.00             |
| <b>利润总额</b>   | <b>11157.99</b>  | <b>14587.24</b>  | <b>18837.29</b>  | <b>22654.69</b>  | 股权融资              | 982.35           | 0.00            | 0.00            | 0.00             |
| 所得税           | 667.32           | 868.57           | 997.89           | 1301.32          | 支付股利              | -779.27          | -1832.62        | -2396.52        | -3116.37         |
| 净利润           | 10490.68         | 13718.67         | 17839.40         | 21353.38         | 其他                | 780.68           | -4474.09        | -1968.30        | -1825.42         |
| 少数股东损益        | 1327.57          | 1736.07          | 2257.54          | 2702.22          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>8156.25</b>   | <b>-5383.22</b> | <b>-9191.07</b> | <b>-15341.53</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 9163.10          | 11982.60         | 15581.86         | 18651.16         | <b>现金流量净额</b>     | <b>8390.88</b>   | <b>7905.20</b>  | <b>5868.44</b>  | <b>5490.09</b>   |
|               |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                 |                 |                  |
| 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          | 19367.21         | 27272.41         | 33140.85         | 38630.94         | <b>成长能力</b>       |                  |                 |                 |                  |
| 应收和预付款项       | 28010.82         | 44827.76         | 53637.74         | 60848.18         | 销售收入增长率           | 39.03%           | 27.42%          | 21.52%          | 16.57%           |
| 存货            | 37363.33         | 41624.37         | 51043.04         | 59885.24         | 营业利润增长率           | 36.57%           | 30.90%          | 29.09%          | 20.24%           |
| 其他流动资产        | 3550.47          | 4153.04          | 4755.49          | 5319.10          | 净利润增长率            | 34.14%           | 30.77%          | 30.04%          | 19.70%           |
| 长期股权投资        | 2000.01          | 2000.01          | 2000.01          | 2000.01          | EBITDA 增长率        | 42.61%           | 0.41%           | 20.86%          | 15.25%           |
| 投资性房地产        | 92.78            | 92.78            | 92.78            | 92.78            | <b>获利能力</b>       |                  |                 |                 |                  |
| 固定资产和在建工程     | 46721.40         | 44351.00         | 41880.59         | 39350.19         | 毛利率               | 12.19%           | 12.77%          | 12.91%          | 12.97%           |
| 无形资产和开发支出     | 4425.73          | 10121.06         | 14816.38         | 18011.70         | 三费率               | 3.17%            | 7.21%           | 7.03%           | 6.41%            |
| 其他非流动资产       | 6852.56          | 6771.47          | 6690.38          | 6609.29          | 净利率               | 4.90%            | 5.03%           | 5.38%           | 5.53%            |
| <b>资产总计</b>   | <b>148384.32</b> | <b>181213.90</b> | <b>208057.26</b> | <b>230747.43</b> | ROE               | 17.85%           | 19.74%          | 21.00%          | 20.70%           |
| 短期借款          | 14911.90         | 15835.39         | 11009.15         | 609.41           | ROA               | 7.07%            | 7.57%           | 8.57%           | 9.25%            |
| 应付和预收款项       | 53511.06         | 75256.13         | 90275.57         | 103995.05        | ROIC              | 16.38%           | 18.75%          | 21.16%          | 22.53%           |
| 长期借款          | 9205.31          | 9205.31          | 9205.31          | 9205.31          | EBITDA/销售收入       | 9.27%            | 7.30%           | 7.26%           | 7.18%            |
| 其他负债          | 11972.18         | 11428.02         | 12635.30         | 13768.73         | <b>营运能力</b>       |                  |                 |                 |                  |
| <b>负债合计</b>   | <b>89600.45</b>  | <b>111724.86</b> | <b>123125.33</b> | <b>127578.50</b> | 总资产周转率            | 1.59             | 1.65            | 1.70            | 1.76             |
| 股本            | 7099.91          | 7130.39          | 7130.39          | 7130.39          | 固定资产周转率           | 5.48             | 6.40            | 8.34            | 10.48            |
| 资本公积          | 3652.63          | 3622.14          | 3622.14          | 3622.14          | 应收账款周转率           | 7.39             | 7.97            | 7.14            | 7.16             |
| 留存收益          | 33409.49         | 43559.47         | 56744.81         | 72279.60         | 存货周转率             | 6.41             | 6.01            | 6.22            | 6.06             |
| 归属母公司股东权益     | 45342.90         | 54312.00         | 67497.35         | 83032.13         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 108.08%          | —               | —               | —                |
| 少数股东权益        | 13440.97         | 15177.04         | 17434.58         | 20136.80         | <b>资本结构</b>       |                  |                 |                 |                  |
| <b>股东权益合计</b> | <b>58783.87</b>  | <b>69489.04</b>  | <b>84931.92</b>  | <b>103168.93</b> | 资产负债率             | 60.38%           | 61.65%          | 59.18%          | 55.29%           |
| 负债和股东权益合计     | 148384.32        | 181213.90        | 208057.26        | 230747.43        | 带息债务/总负债          | 29.92%           | 24.82%          | 18.60%          | 9.80%            |
|               |                  |                  |                  |                  | 流动比率              | 1.18             | 1.22            | 1.32            | 1.46             |
|               |                  |                  |                  |                  | 速动比率              | 0.68             | 0.79            | 0.85            | 0.93             |
|               |                  |                  |                  |                  | 股利支付率             | 8.50%            | 15.29%          | 15.38%          | 16.71%           |
| 业绩和估值指标       | 2022A            | 2023E            | 2024E            | 2025E            | <b>每股指标</b>       |                  |                 |                 |                  |
| EBITDA        | 19837.30         | 19918.22         | 24072.40         | 27744.42         | 每股收益              | 1.29             | 1.68            | 2.19            | 2.62             |
| PE            | 20.54            | 15.70            | 12.08            | 10.09            | 每股净资产             | 6.36             | 7.62            | 9.47            | 11.64            |
| PB            | 4.15             | 3.46             | 2.79             | 2.27             | 每股经营现金            | 1.78             | 2.78            | 2.87            | 3.46             |
| PS            | 0.88             | 0.69             | 0.57             | 0.49             | 每股股利              | 0.11             | 0.26            | 0.34            | 0.44             |
| EV/EBITDA     | 9.50             | 9.08             | 7.07             | 5.56             |                   |                  |                 |                 |                  |
| 股息率           | 0.41%            | 0.97%            | 1.27%            | 1.66%            |                   |                  |                 |                 |                  |

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。

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.cn  |
|     | 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  |