

## 新能源汽车布局持续推进, 提供业绩增长动能

### 投资要点

- 事件:** 海晨股份公布2022年度报告和2023年一季度报告。2022年公司实现营业收入18亿元, 同比增长22.7%, 实现归母净利润3.6亿元, 同比增长15.8%; 2023年一季度公司实现营业收入4.5亿元, 同比增长24.8%, 归母净利润0.6亿元, 同比下降34.8%。**分产品来看,** 2022年公司货运代理实现营业收入9.4亿元, 同比增长20.8%, 毛利率为26.5%, 同比上涨3pp; 公司仓储业务营收7.9亿元, 同比增长30.6%, 毛利率为23.7%, 同比下降12.9pp。**分行业来看,** 2022年公司在电子信息行业营收为14.3亿元, 同比增长9.7%, 实现毛利润3.7亿元, 毛利率为25.6%, 同比降低4pp。公司在新能源汽车行业2019-2022营收处于高速增长状态, 营收占比从0.8%提升到17%, 未来可期。
- 我国物流行业具有广阔的提质增效空间, 一体化供应链物流发展成大势所趋。** 我国社会物流费用占GDP占比总体呈下降趋势, 2022年中国物流成本17.8万亿元, 占GDP比重14.7%, 但仍远高于欧美发达国家的水平, 反映我国物流效率还有较大提升空间。对标美国来看(8%), 未来中国的物流成本约有万亿级下降空间, 现代供应链行业市场前景广阔。
- 新能源汽车制造及相关生产性物流服务高速增长, 为供应链物流市场提供新的增长点。** 2020-2022年, 我国新能源汽车产量分别为126.8、353.3、704.1万辆, 销量分别为132.4、350.7、687.2万辆。自2021年以来, 新能源汽车产销量实现了飞跃式增长, 2021/22产量同比增长178.8%、99.3%; 销量同比增长164.9%、96%。随着我国“双碳”政策的不断推进, 未来新能源汽车仍有较大的增长空间, 新能源汽车制造业等先进制造业供应链物流服务市场有待进一步开拓。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年营业收入分别为23、28.9和35.2亿元, 归母净利润分别为4.1、5.2和6.3亿元, EPS分别为1.79、2.26、2.72元, 结合可比公司的估值和未來海晨股份的业务发展, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 国际贸易环境风险、新市场开拓受阻风险、下游需求低迷风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1800.36	2304.07	2888.12	3516.43
增长率	22.67%	27.98%	25.35%	21.76%
归属母公司净利润(百万元)	358.19	412.53	520.98	627.65
增长率	15.81%	15.17%	26.29%	20.47%
每股收益EPS(元)	1.55	1.79	2.26	2.72
净资产收益率ROE	13.43%	13.78%	15.17%	15.85%
PE	15	13	10	9
PB	2.07	1.84	1.60	1.39

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽  
执业证号: S1250522070002  
电话: 021-58352190  
邮箱: hgyyf@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)	2.31
流通A股(亿股)	1.07
52周内股价区间(元)	20.24-34.52
总市值(亿元)	53.45
总资产(亿元)	26.57
每股净资产(元)	15.58

### 相关研究

## 目 录

1 国内制造业领域供应链综合物流龙头.....	1
2 供应链物流市场前景广阔，两大细分赛道景气突出.....	3
3 数智化布局持续推进，业绩增长动能强劲.....	5
4 盈利预测及估值.....	7
4.1 盈利预测.....	7
4.2 相对估值.....	8
5 风险提示.....	8

## 图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司一体化供应链物流服务.....	1
图 3：公司主营业务收入（分产品）.....	2
图 4：公司主营业务收入（分行业）.....	2
图 5：公司股东情况.....	3
图 6：我国社会物流费用及占 GDP 比重.....	3
图 7：规模以上工业企业利润总额（万亿元）.....	4
图 8：工业物流总额及占比（社会物流总额：工业品，choice）.....	4
图 9：计算机、通信及其他电子设备规模以上工业企业利润总额.....	5
图 10：新能源汽车销量.....	5
图 11：新能源汽车产量.....	5
图 12：公司营业收入情况.....	6
图 13：公司毛利情况.....	6
图 14：运输业务营收及费用情况.....	6
图 15：运输业务毛利率情况.....	6
图 16：公司电子信息、新能源企业行业营收情况.....	7
图 17：公司四费率情况.....	7
图 18：公司归母净利情况.....	7

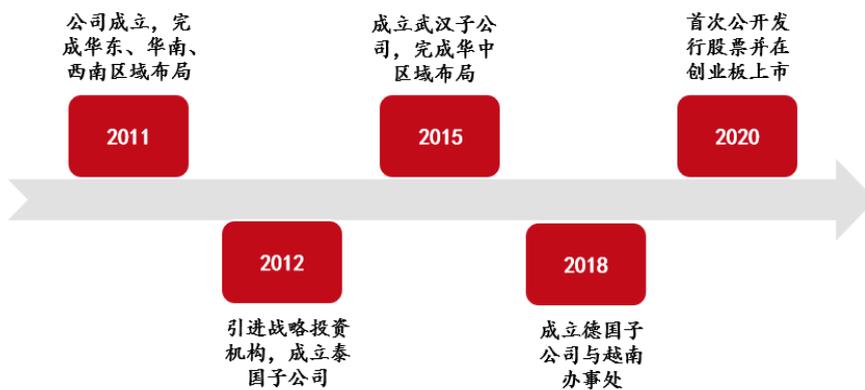
## 表 目 录

表 1：公司募集资金承诺项目情况（万元）.....	2
表 2：物流行业发展相关政策.....	4
表 3：分业务收入及毛利率.....	8
表 4：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

# 1 国内制造业领域供应链综合物流龙头

海晨股份是国内制造业领域供应链综合物流龙头企业。公司于 2011 年成立，完成华东、华南、西南区域布局，随后几年逐步布局华中、海外，公司于 2020 年在创业板上市，是消费类电子行业供应链解决方案的运营商和管理者，主要为全球科技制造企业提供集运输、仓储、关务和其他增值服务为一体的综合物流解决方案。公司坚持“以技术驱动和信息集成为核心，充分发挥科技、本土、整合、敏捷、成本五大优势”的经营发展战略，充分发挥 4PL 营运平台的巨大优势，现已与 2200 余家知名客户达成合作，其产品服务覆盖江苏、上海、广东、香港等省份，并在泰国、越南、德国等国际市场中展露锋芒。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

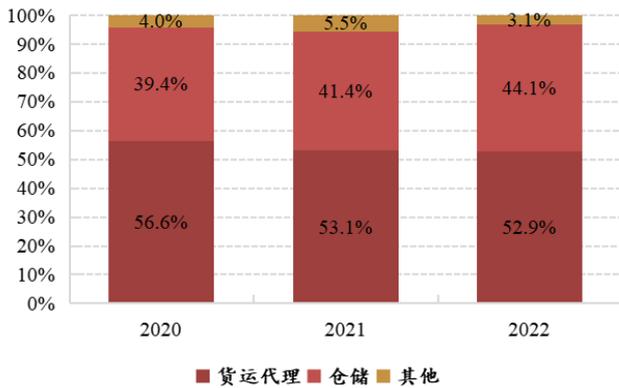
公司提供一体化供应链物流服务，贯穿于生产前、中、后的所有环节。生产前，公司凭借成熟的干线运输网络、丰富的境外料件仓库与完善的口岸通关服务，为各类厂商提供货物运输与接驳、仓储等增值服务；生产中，公司通过 VMI（供应商库存管理）仓储、入厂物流/Kitting to Line（工单配料）、Milk-Run（循环取货）、成品下线管理等综合性仓储服务，为客户提供全业务一站式生产支持；生产后，公司利用丰富的物流管理经验与多年构建的华东—华南—西南骨干运输网络，为客户提供成品出口集拼解决方案与快速、精准、安全的运输服务。

图 2：公司一体化供应链物流服务

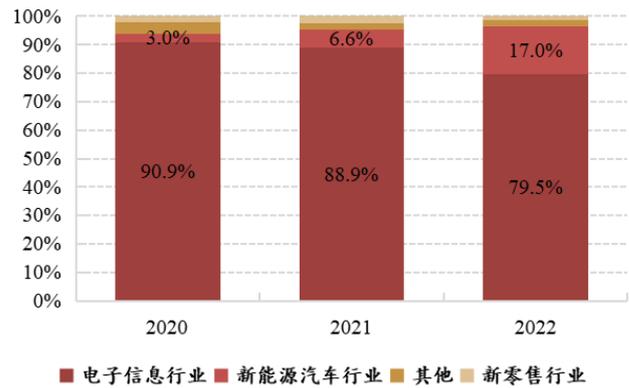


数据来源：公司公告，西南证券整理

综合物流服务业务为公司贡献了大部分的营收和利润。公司综合物流产品主要包括陆路运输、智能仓储、关务代理、园区服务和国际货代等业务，2022 年营收占比高达 96.9%，公司供应链物流服务涉及电子信息、新能源汽车与新零售等行业。其中，电子信息业是公司业务的主要客户，2022 年其为电子信息企业提供服务实现营收占比为 79.5%。同时公司也在努力拓展新能源汽车等新兴市场，取得了快速增长，2022 年新能源汽车业营收占比为 17%，较 2021 年增长 10.4%。

**图 3：公司主营业务收入（分产品）**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：公司主营业务收入（分行业）**


数据来源：Wind，西南证券整理

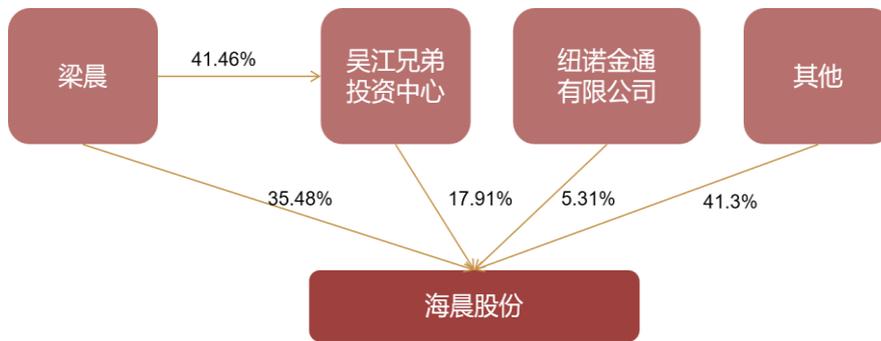
公司注重技术创新，利用募集资金大力发展智能新基建。2022 年，公司利用募投资金投资于合肥智慧物流项目、南方智能仓库项目、深圳研发中心项目与新建自动化仓库项目。公司的智能新基建项目将实现数字化管理和机器换人带来的能耗节约与效率提升，从而赋能公司的业务发展，提升公司的品牌效应。

**表 1：公司募集资金承诺项目情况（万元）**

承诺投资项目和超募资金投向	募集资金承诺投资总额	调整后投资总额 (1)	本报告期投入金额	截至期末累计投入金额 (2)	截至期末投资进度 (3) = (2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期
<b>承诺投资项目</b>						
新建自动化仓库项目	12,900	12,900	2,082	9,714	75.30%	2022/3/15
合肥智慧物流基地一期建设项目	25,857	25,857	11,418	18,518	71.62%	2023/8/18
深圳研发中心项目	14,829	14,829	0	0	0.00%	2023/8/18
<b>超募资金投向</b>						
南方智能仓库技改项目（一期）		20,317	1,759	1,759	8.66%	2024/3/14

数据来源：公司公告，西南证券整理

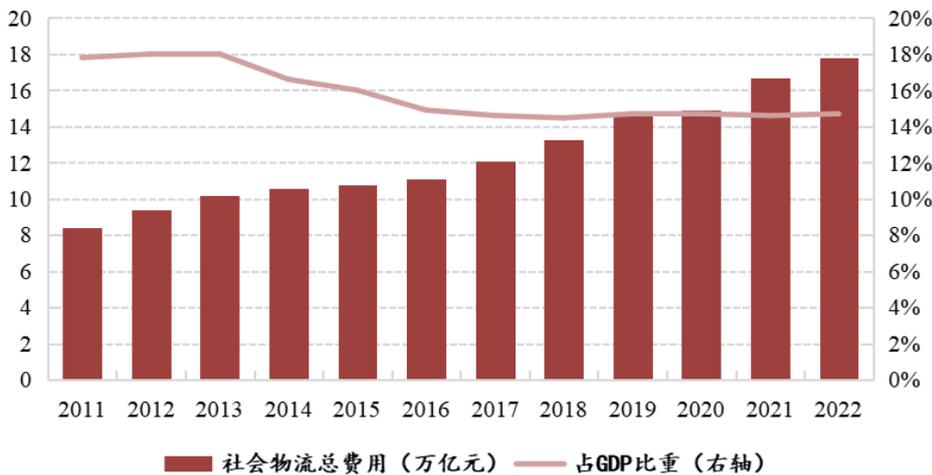
公司具备较高的股权集中度与完善的股权激励措施。梁晨作为公司创始人，直接持股比例为 35.5%，为公司的实际控制人；员工持股平台吴江兄弟投资中心持股 17.9%，持股比例接近两成，有助于员工与企业绑定利益；纽诺金通有限公司持股公司 5.3%。公司前三大股东持股比例达 58.7%，股权集中度较高。

**图 5：公司股东情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 供应链物流市场前景广阔，两大细分赛道景气突出

我国物流行业具有广阔的提质增效空间，一体化供应链物流发展成大势所趋。我国社会物流费用占 GDP 占比总体呈下降趋势，但仍远高于欧美发达国家的水平，反映我国物流效率还有较大提升空间。2022 年中国物流成本 17.8 万亿元，占 GDP 比重 14.7%。对标美国来看（8%），若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效，未来中国的物流成本约有万亿级下降空间。在这样的背景下，作为物流行业发展的高阶形式，致力于优化效率、助力企业实现降本增效的现代供应链行业市场前景广阔。

**图 6：我国社会物流费用及占 GDP 比重**


数据来源：Wind，西南证券整理

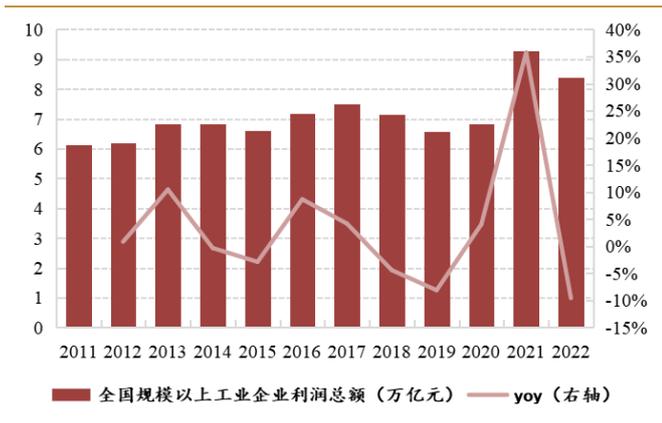
**政策支持，物流行业具备向好的外部环境。**2020 年 6 月，国家发改委颁布《关于进一步降低物流成本的实施意见》，明确提出要通过一系列措施降低物流行业的要素成本、税费成本、信息成本、联运成本等，为我国物流的转型发展描绘了蓝图；2022 年 12 月，国务院印发《“十四五”现代物流发展规划》，我国物流行业迎来第一个五年规划。

**表 2：物流行业发展相关政策**

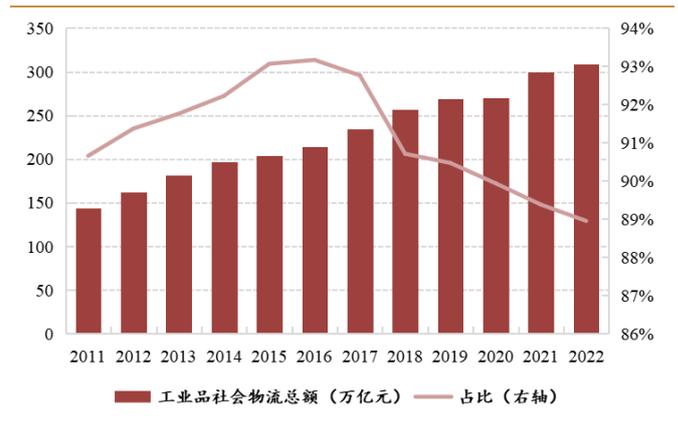
时间	政策名称	主要内容
2022 年 12 月	《“十四五”现代物流发展规划》	到 2025 年，基本建成供需适配、内外联通、安全高效、智慧绿色的现代物流体系。
2021 年 1 月	《交通运输部关于服务构建新发展格局的指导意见》	提出“完善综合交通网络，扩大循环规模”、“构建现代物流体系，提高循环效率”、“推进更高水平对外开放，保障循环安畅”等指导意见。
2020 年 9 月	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》	到 2025 年，物流业在促进实体经济降本增效、供应链协同、制造业高质量发展等方面作用显著增强。
2020 年 6 月	《关于进一步降低物流成本的实施意见》	提出要通过一系列措施降低物流行业的制度成本、要素成本、税费成本、信息成本、联运成本、综合成本，提升物流效率，加快恢复生产生活秩序。

数据来源：国务院，西南证券整理

物流业和制造业密切相关，制造业的高速发展将为物流业带来重要机遇。2022 年，我国规模以上工业企业实现利润总额 8.4 万亿元，而工业物流是我国社会物流总额最核心的组成部分，近五年占比均超过 85%，制造业的发展将为工业物流带来巨大需求，从而为物流行业发展持续注入活力。

**图 7：规模以上工业企业利润总额（万亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 8：工业物流总额及占比（社会物流总额：工业品，choice）**


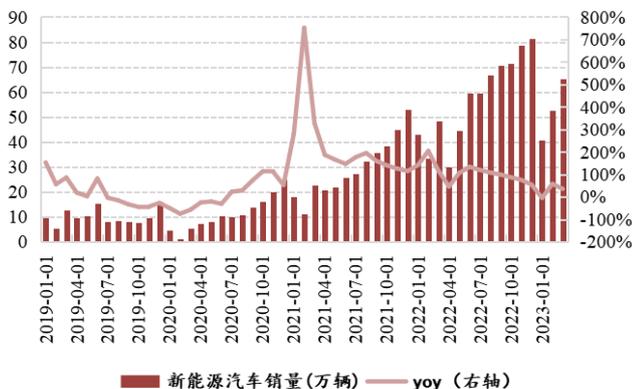
数据来源：Wind，西南证券整理

我国高质量发展、智能制造和两化融合等政策的推动下，制造业生产性物流行业依然存在巨大的发展机遇。2022 年全球经济滞胀预期上升，外贸压力加大，美国对我国抑制围堵加大，在贸易、半导体、能源技术、技术标准、人才培养等领域制定排他性政策，推动产业链转出中国；国内受疫情影响，需求转弱使得制造业投资增速放缓。2022 年，计算机、通信及其他电子设备规模以上工业企业利润总额为 7389.5 亿元，同比下降 10.8%。然而在全球人工智能、大数据、数字孪生技术进步的背景下，以及我国高质量发展、智能制造和两化融合等政策的推动下，制造业生产性物流行业依然存在巨大的发展机遇。

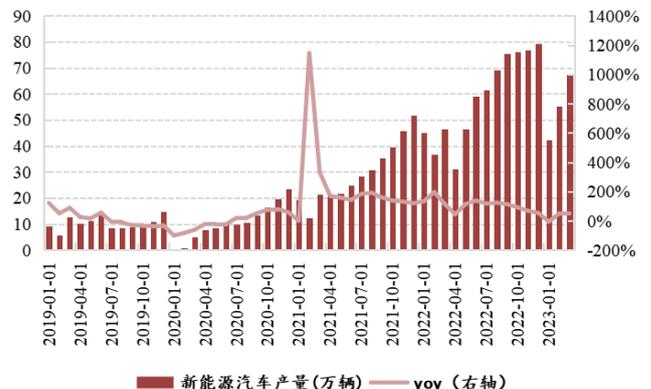
**图 9：计算机、通信及其他电子设备规模以上工业企业利润总额**


数据来源：Wind, 西南证券整理

新能源汽车制造及相关生产性物流服务高速增长，为供应链物流市场提供新的增长点。2020-2022 年，我国新能源汽车产量分别为 126.8、353.3、704.1 万辆，销量分别为 132.4、350.7、687.2 万辆。自 2021 年以来，新能源汽车产销量实现了飞跃式增长，2021/22 产量同比增长 178.8%、99.3%；销量同比增长 164.9%、96%。随着我国“双碳”政策的不断推进，未来新能源汽车仍有较大的增长空间，新能源汽车制造业等先进制造业供应链物流服务市场有待进一步开拓。

**图 10：新能源汽车销量**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 11：新能源汽车产量**


数据来源：Wind, 西南证券整理

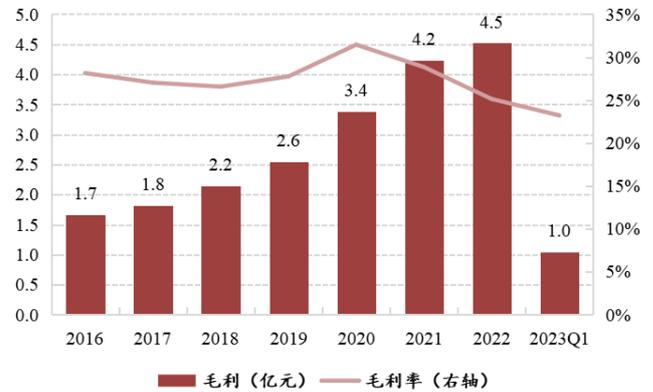
### 3 数智化布局持续推进，业绩增长动能强劲

公司业务与制造业生产活动深度融合，营收增长保持中高速。公司聚焦制造业供应链物流服务运输业务，凭借较高的服务质量，公司积累了 2600 多家优质客户，其中合作超过 5 年以上客户占比超过 50%，2022 年面对内外压力，公司实现了从生产性物流服务到精准数字化赋能的业务升级，营收逆势增长，全年公司实现营收 18 亿元，同比增长 22.7%，三年营收复合增速达到 29.5%。2022 年受深圳新项目亏损影响，公司毛利率下降 3.7pp 为 25.1%，剔除新项目影响后毛利率下降 2.1pp 为 26.8%。

23 年一季度，受到南方基地新项目以及新能源板块收入增加影响，公司营收同比增长 24.8% 为 4.5 亿元，营业成本同步增加，同时增长幅度大于营业收入，综合影响下，实现毛利 1 亿元，毛利率为 23.2%，较 22 年下降 1.9pp。

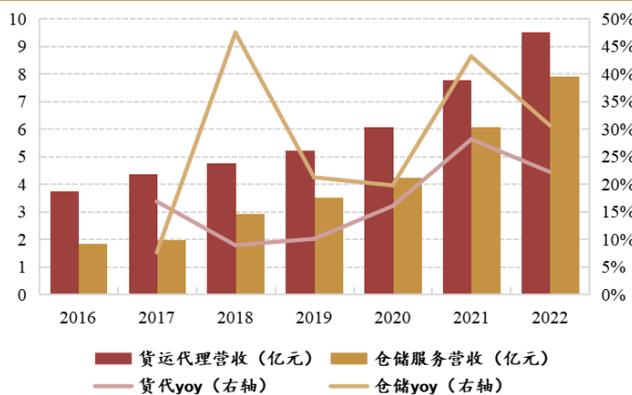
**图 12：公司营业收入情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

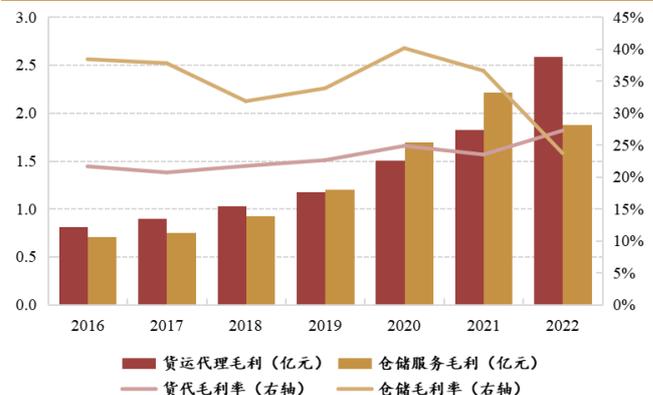
**图 13：公司毛利情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

分产品来看，货运代理业务营收增速增长，毛利率保持稳定。营收方面，2022 年公司货运代理实现营收 9.4 亿元，同比增长 20.8%，毛利率为 26.5%，同比上涨 3pp。仓储业务成长空间广阔，2022 年，公司仓储业务营收 7.9 亿元，同比增长 30.6%，仓储业务成本为 6.1 亿元，同比增长 57.1%，增长主要系劳务外包薪酬增加以及仓储业务量增加所致，综合影响下，仓储业务毛利率为 23.7%，同比下降 12.9pp。

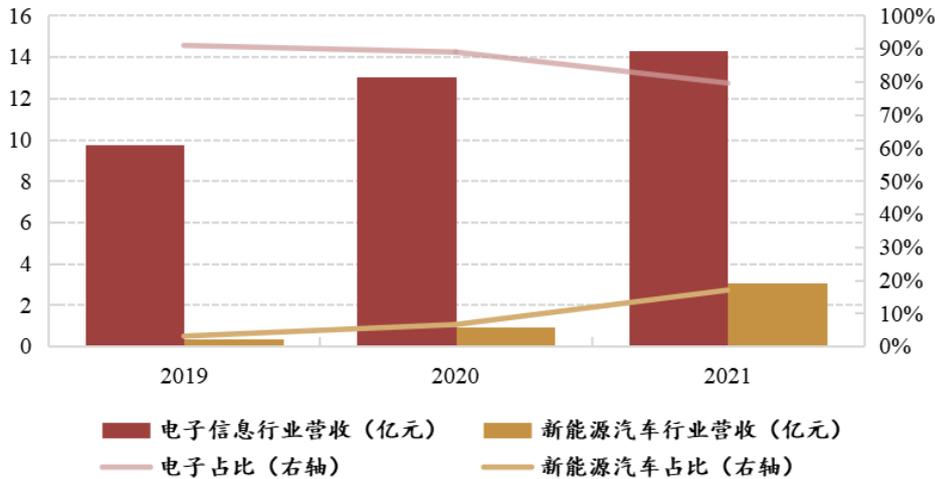
**图 14：运输业务营收及费用情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 15：运输业务毛利率情况**


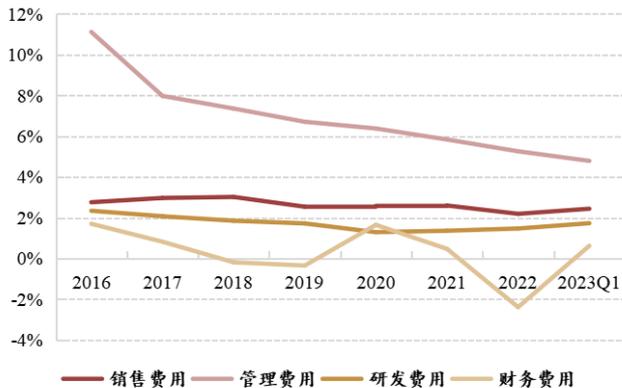
数据来源：Wind，西南证券整理

分行业来看，电子信息赛道是公司营收的核心赛道，约为公司贡献九成营收。2022 年，公司在电子信息行业营收为 14.3 亿元，同比增长 9.7%，实现毛利润 3.7 亿元，毛利率为 25.6%，同比降低 4pp。同时公司凭借丰富的供应链物流经验切入新能源汽车行业，公司在该行业 2019-2022 营收处于高速增长状态，营收占比也从 0.8% 提升到 17%，未来可期。

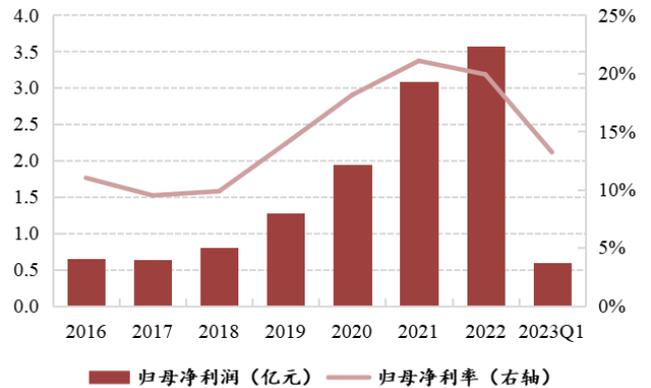
**图 16：公司电子信息、新能源企业行业营收情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

公司注重研发投入，科学技术的投入将是公司发展的主旋律。2022 年，公司研发费用为 2655 万元，同比增加 33%，占比为 1.5%；公司研发投入与研发人员数量也是逐年增长，且增长速度大于同期收入增速。基于专业人才优势，公司能够快速地对客户的业务需求进行分解，提供专业化的方案。公司其他费用控制较好，2022 年公司四费率合计为 6.5%，同比下降 3.7pp，综合影响下公司实现归母净利润 3.6 亿元，净利率为 19.9%。

**图 17：公司四费率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 18：公司归母净利润情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 4 盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：随着公司业务向不同行业开展，将服务范围进一步延伸，预计公司 2023/24/25 年货运量同比增长 23%、22%、20%；

假设 2: 随着公司的智慧仓储项目完成, 预计 2023/24/25 年公司仓储业务量同比增长 30%、25%、20%。

基于以上关键假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

**表 3: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
货运代理	收入	952.2	1194.6	1486.6	1819.6
	增速	22.2%	25.5%	24.4%	22.4%
	毛利率	27.2%	27.5%	27.0%	26.5%
仓储服务	收入	793.1	1051.6	1340.8	1633.1
	增速	30.6%	32.6%	27.5%	21.8%
	毛利率	23.69%	29.00%	30.00%	30.50%
其他	收入	55.1	57.9	60.8	63.8
	增速	-31.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	9.4%	20.0%	15.0%	10.0%
合计	收入	1800.4	2304.1	2888.1	3516.4
	增速	22.7%	28.0%	25.3%	21.8%
	毛利率	25.1%	28.0%	28.1%	28.1%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 23、28.9 和 35.2 亿元, 归母净利润分别为 4.1、5.2 和 6.3 亿元, EPS 分别为 1.79、2.26 和 2.72 元, 对应 PE 分别为 13、10 和 9 倍。

## 4.2 相对估值

我们选取了行业中与海晨股份业务相近的密尔克卫等作为可比公司, 2023 年可比公司的 PE 为 20 倍。结合可比公司的估值和目前海晨股份未来的业务发展, 首次覆盖给予“持有”评级。

**表 4: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603713.SH	密尔克卫	100.11	3.68	4.94	6.46	8.22	27	20	15	12
300240.SZ	飞力达	5.98	0.29	-	-	-	21	-	-	-
300350.SZ	华鹏飞	4.29	-0.12	-	-	-	-	-	-	-
300873.SZ	海晨股份	23.18	1.55	1.79	2.26	2.72	15	13	10	9

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

国际贸易环境风险、新市场开拓受阻风险、下游需求低迷风险等。

**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	1800.36	2304.07	2888.12	3516.43	净利润	369.40	425.43	537.28	647.28
营业成本	1347.88	1659.02	2075.39	2529.79	折旧与摊销	34.65	34.57	36.82	39.07
营业税金及附加	6.31	8.07	10.12	12.32	财务费用	-43.00	-8.92	-20.65	-28.58
销售费用	39.51	50.57	63.39	77.18	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	94.74	121.25	151.98	185.05	经营营运资本变动	-90.09	-1.11	-51.46	-50.75
财务费用	-43.00	-8.92	-20.65	-28.58	其他	67.34	-33.30	-27.28	-30.22
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>338.29</b>	<b>416.68</b>	<b>474.71</b>	<b>576.80</b>
投资收益	22.57	30.00	30.00	30.00	资本支出	-163.13	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	-0.35	1.43	1.43	1.28	其他	-65.91	31.43	31.43	31.28
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>-229.04</b>	<b>-48.57</b>	<b>-48.57</b>	<b>-48.72</b>
<b>营业利润</b>	<b>447.88</b>	<b>505.51</b>	<b>639.31</b>	<b>771.95</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.76	4.17	4.20	4.16	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>445.13</b>	<b>509.69</b>	<b>643.51</b>	<b>776.11</b>	股权融资	325.07	0.00	0.00	0.00
所得税	75.73	84.25	106.24	128.83	支付股利	-60.00	-71.64	-82.51	-104.20
净利润	369.40	425.43	537.28	647.28	其他	-98.38	-121.61	20.65	28.58
少数股东损益	11.20	12.90	16.30	19.63	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>166.69</b>	<b>-193.25</b>	<b>-61.85</b>	<b>-75.62</b>
归属母公司股东净利润	358.19	412.53	520.98	627.65	<b>现金流量净额</b>	<b>334.33</b>	<b>174.86</b>	<b>364.29</b>	<b>452.46</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	1063.09	1237.95	1602.24	2054.70	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	690.84	747.53	964.10	1192.00	销售收入增长率	22.67%	27.98%	25.35%	21.76%
存货	7.90	9.72	10.16	13.82	营业利润增长率	17.92%	12.87%	26.47%	20.75%
其他流动资产	668.13	672.73	678.07	683.82	净利润增长率	14.56%	15.17%	26.29%	20.47%
长期股权投资	14.86	14.86	14.86	14.86	EBITDA 增长率	4.63%	20.85%	23.40%	19.37%
投资性房地产	41.11	41.11	41.11	41.11	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	579.20	599.75	618.05	634.10	毛利率	25.13%	28.00%	28.14%	28.06%
无形资产和开发支出	145.86	171.83	197.80	223.77	三费率	5.07%	7.07%	6.74%	6.64%
其他非流动资产	502.84	501.74	500.65	499.56	净利率	20.52%	18.46%	18.60%	18.41%
<b>资产总计</b>	<b>3713.81</b>	<b>3997.21</b>	<b>4627.03</b>	<b>5357.73</b>	ROE	13.43%	13.78%	15.17%	15.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.95%	10.64%	11.61%	12.08%
应付和预收款项	566.84	627.16	799.40	983.97	ROIC	44.93%	49.90%	54.05%	55.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.41%	23.05%	22.70%	22.25%
其他负债	397.18	283.43	286.23	289.28	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>964.03</b>	<b>910.59</b>	<b>1085.63</b>	<b>1273.25</b>	总资产周转率	0.57	0.60	0.67	0.70
股本	230.60	230.60	230.60	230.60	固定资产周转率	4.75	5.50	6.58	7.71
资本公积	1310.92	1310.92	1310.92	1310.92	应收账款周转率	3.57	3.42	3.59	3.48
留存收益	1134.76	1475.66	1914.13	2437.58	存货周转率	167.85	188.38	189.75	187.56
归属母公司股东权益	2643.18	2967.12	3405.60	3929.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.52%	—	—	—
少数股东权益	106.60	119.50	135.80	155.43	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2749.78</b>	<b>3086.63</b>	<b>3541.40</b>	<b>4084.48</b>	资产负债率	25.96%	22.78%	23.46%	23.76%
负债和股东权益合计	3713.81	3997.21	4627.03	5357.73	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.51	4.18	4.00	3.94
					速动比率	3.50	4.16	3.99	3.93
					股利支付率	16.75%	17.37%	15.84%	16.60%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	439.53	531.16	655.48	782.45	每股收益	1.55	1.79	2.26	2.72
PE	15.25	13.24	10.48	8.70	每股净资产	11.46	12.87	14.77	17.04
PB	2.07	1.84	1.60	1.39	每股经营现金	1.47	1.81	2.06	2.50
PS	3.03	2.37	1.89	1.55	每股股利	0.26	0.31	0.36	0.45
EV/EBITDA	7.38	5.56	3.95	2.73					
股息率	1.10%	1.31%	1.51%	1.91%					

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

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.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