

## 持续混改激发内生活力，产业探索打开外部空间

### 投资要点

- **事件:**物产中大公布2022年年度报告。公司实现营收5765.5亿元,同比+2.5%,实现毛利138.4亿元、归母净利润39.1亿元。分产品来看,供应链集成服务、高端实业、金融分别贡献收入5437.1亿元、201.3亿元和80.3亿元,占比分别为94.3%、3.5%和1.4%,同比+2.2%、+1.7%、+34.0%。
- **国资背景支持业务发展,持续混改激发公司活力。**地方国资背景为公司提供了强大的信用背书,使得公司拥有更强的融资能力、更低的融资成本和更多客户信任,支撑业务快速发展。同时,公司自2003年以来持续进行混改,现在已进入到动态持股的3.0版本,经营管理水平不断完善,有效激发了公司活力。
- **政策红利助力行业发展,国内市场发展空间巨大。**全国统一大市场政策利好大宗商品供应链企业,稳外贸政策助力稳经济稳产业链供应链。近五年,大宗商品供应链市场规模稳定在40-50万亿元左右,中国大宗供应链CR4市场占有率快速提升至4.8%,但距发达国家大宗供应链CR4市场占有率还有较大差距。
- **打造利益共赢的产业生态,加快产业组织者转型探索。**公司依托强大的资源组织、网络渠道、品牌运营等专业优势,依托“五化”联通“四流”,形成利益相关方共生共赢的产业生态圈。公司根据自身的资源禀赋和转型升级方向,陆续布局电线电缆、热电联产等高端制造行业,同时朝着产业生态组织者的愿景加快探索,主动布局医疗健康、环保公用等公共服务行业。
- **营运能力带动盈利提升,分红率高利好股东回报。**公司聚焦主业、规划“一体两翼”经营模式后成长性向好,2017-2022年归母净利润CAGR为11.8%;盈利稳健增长的原因来自于营运能力的不断改善,2015-2022年公司净营业天数从38.5降至21.8,减少43.2%;得益于公司出色的盈利能力,公司2015-2022年的平均现金分红率达到39.3%。
- **盈利预测与投资建议。**我们看好公司供应链集成服务,公司利润也会因为高端实业的深入布局而得以提升。预计公司2023-2025年归母净利润分别为48.7、55.9、58.9亿元,EPS分别为0.94、1.08、1.13元,对应的PE为6、5、5倍。可比公司2023年PE均值为7倍,我们给予公司7倍的PE估值,对应目标价6.58元。首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**大宗商品价格波动风险、期货市场操作风险、实业投资风险等。

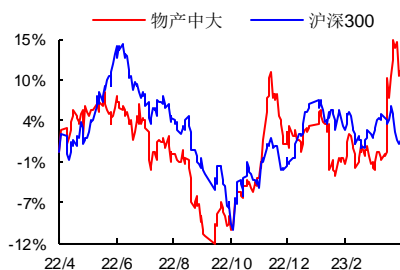
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	576548.68	667171.65	738165.28	801544.96
增长率	2.49%	15.72%	10.64%	8.59%
归属母公司净利润(百万元)	3911.13	4872.05	5590.14	5891.43
增长率	-1.85%	24.57%	14.74%	5.39%
每股收益EPS(元)	0.75	0.94	1.08	1.13
净资产收益率ROE	13.16%	14.04%	14.25%	13.39%
PE	7	6	5	5
PB	0.84	0.76	0.68	0.62

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡光怿  
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)	51.95
流通A股(亿股)	50.62
52周内股价区间(元)	4.07-5.67
总市值(亿元)	283.12
总资产(亿元)	1,633.87
每股净资产(元)	5.69

### 相关研究

## 目 录

1 国内供应链集成服务引领者.....	1
2 政策红利助力行业发展，国内市场发展空间巨大.....	2
3 打造利益共赢的产业生态，加快产业组织者转型探索.....	3
4 营运能力带动盈利能力提升，分红率高利好股东回报.....	6
5 盈利预测及估值.....	7
6 风险提示.....	8

## 图 目 录

图 1: 物产中大发展历程.....	1
图 2: 物产中大主要股权结构.....	1
图 3: 物产中大营业收入.....	2
图 4: 物产中大毛利构成.....	2
图 5: 国内大宗供应链市场规模和 CR4 市占率.....	3
图 6: 物产中大营业收入和市占率.....	3
图 7: 物产中大平台化运营模式.....	4
图 8: 物产中大金属供应链集成服务.....	4
图 9: 物产中大业态发展阶段.....	4
图 10: 物产中大实业.....	5
图 11: 物产健康.....	5
图 12: 2017-2022 年物产中大营业收入.....	6
图 13: 2017-2022 年物产中大归母净利润.....	6
图 14: 2015-2022 年物产中大存货周转天数和净营业周期.....	6
图 15: 2015-2022 年物产中大期间费用率.....	6
图 16: 2015-2022 年物产中大现金分红.....	7
图 17: 物产中大 ROE (加权).....	7

## 表 目 录

表 1: 2022 年供应链相关政策.....	2
表 2: 物产中大近期发行债券.....	5
表 3: 供应链集成服务业务预测.....	7
表 4: 收入成本预测.....	8
表 5: 可比公司估值.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

## 1 国内供应链集成服务引领者

**扎根改革开放历史，引领供应链集成服务发展。**物产中大（下称“公司”）是浙江省省属特大型国有控股上市公司，公司发展深深根植于浙江改革开放的历史，其前身为浙江省物资局，1996 年改制为集团公司，2007 年经浙江省人民政府批准，浙江中大集团的国有股权整体无偿划拨给浙江物产集团，2015 年完成混合所有制改革并实现整体上市。公司是中国供应链集成服务引领者，是中国具有影响力的大宗商品供应链集成服务商之一。公司 2014 年成为全国首家双 AAA 主体信用评级的地方流通企业，2016 年入选国务院国资委《国企改革 12 样本》，2017 年荣登全国流通业上市公司竞争力排行榜首、荣获“四个强省”十大领军企业称号，2021 年成为首批全国供应链创新与应用示范企业。公司已连续 12 年位列世界 500 强，根据《财富》2022 年 8 月 3 日公布的最新结果，2022 年排名提升至 120 位。

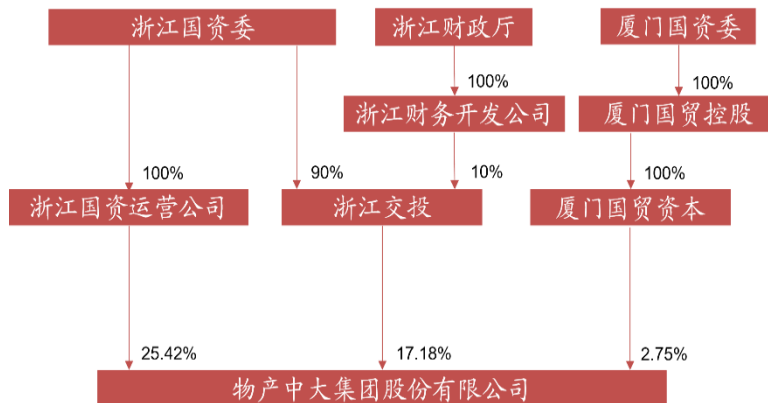
图 1：物产中大发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

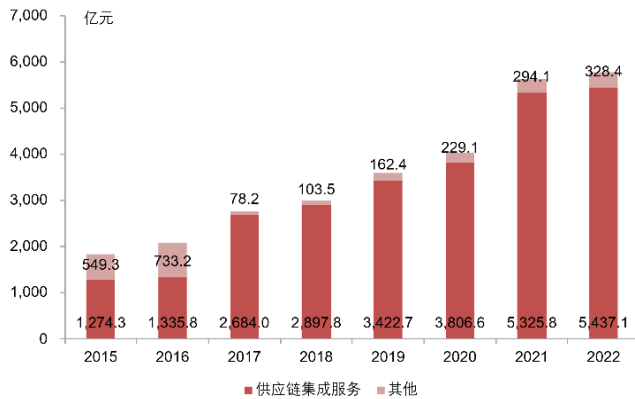
**国资背景支持业务发展，持续混改激发公司活力。**公司的实际控制人为浙江省国资委，浙江省国资委通过持股浙江省国有资本有限公司和浙江省交通投资集团有限公司，共计持有公司 40.9% 的股份。此外，厦门国资合计持有公司 3% 的股份。地方国资背景为公司提供了强大的信用背书，使得公司拥有更强的融资能力、更低的融资成本和更多客户信任，支撑业务快速发展。同时，公司自 2003 年以来持续进行混改，不断完善经营管理水平，有效激发公司活力。公司混改已从 2003 年人人持股的 1.0 版本、2014 年骨干持股的 2.0 版本，进入到动态持股的 3.0 版本，全力打造市场化机制，动态调整股权结构。

图 2：物产中大主要股权结构

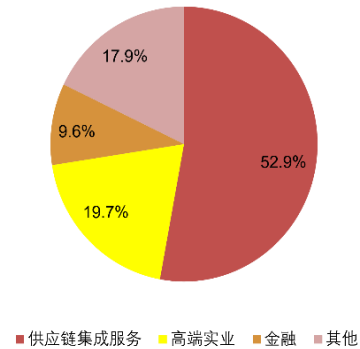


数据来源：公司公告，西南证券整理

主业为供应链集成业务，高端实业和金融服务毛利率可观。在多元业务组合下公司业绩增长稳健，2015-2022 年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 20.6%、18.9%。2022 年公司实现营收 5765.5 亿元，同比+2.5%，实现毛利 138.4 亿元、归母净利润 39.1 亿元。从收入结构来看，供应链集成服务、高端实业、金融分别贡献收入 5437.1 亿元、201.3 亿元和 80.3 亿元，占比分别为 94.3%、3.5%和 1.4%。从毛利贡献来看，供应链集成服务、高端实业、金融分别贡献毛利 88.8 亿元、27.2 亿元和 13.3 亿元，占比分别为 52.9%、19.7%和 9.6%，其中高端实业和金融服务毛利率分别为 13.5%和 16.5%，有效支撑了公司整体毛利率水平。公司“一体两翼”的业务结构逐渐完善，围绕产业生态不断前行。

**图 3：物产中大营业收入**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：物产中大毛利构成**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 政策红利助力行业发展，国内市场发展空间巨大

**政策红利助力行业发展。**近年来，政策持续发力提高产业链供应链韧性和安全水平，加大力度稳链强链。2022 年 1 月，《“十四五”现代流通体系建设规划》正式发布，提出“培育壮大现代流通企业，提升现代流通治理水平，全面形成现代流通发展新优势，提高流通效率，降低流通成本”。2022 年 4 月，《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》正式发布，全国统一大市场的建设是落实双循环战略的重要举措，对未来大宗商品市场的持续健康发展形成了制度保障，有助于大宗商品供应链企业进一步做大。2022 年 5 月，国务院办公厅发布《关于推动外贸保稳提质的意见》，保障外贸领域生产流通稳定，加大外贸企业财税金融支持力度，进一步帮助外贸企业抓订单、拓市场，稳定外贸产业链供应链。

**表 1：2022 年供应链相关政策**

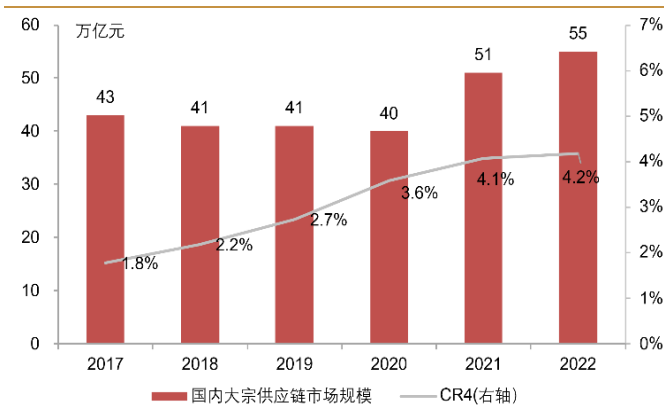
发布时间	会议/文件名称	重点内容
2022 年 1 月	《“十四五”现代流通体系建设规划》	坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹推进现代流通体系硬件和软件建设， <b>培育壮大现代流通企业，提升现代流通治理水平，全面形成现代流通发展新优势，提高流通效率，降低流通成本</b> ，为构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局提供有力支撑。
2022 年 4 月	《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》	构建新发展格局的关键在于经济循环的畅通无阻，需要进一步提高生产率、激发市场活力、 <b>促进产业链供应链转型升级</b> 、加大开放力度，畅通国内大循环、国内国际双循环，全面推动我国市场由大到强转变。
2022 年 5 月	《关于推动外贸保稳提质的意见》	保障外贸领域生产流通稳定，加大外贸企业财税金融支持力度，进一步帮助外贸企业抓

发布时间	会议/文件名称	重点内容
		订单、拓市场， <b>稳定外贸产业链供应链。</b>

数据来源：国务院，发改委，西南证券整理

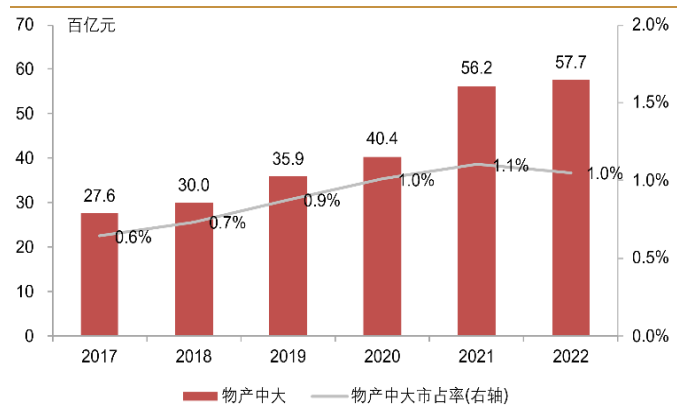
**大宗供应链市场发展空间巨大。**我国制造业产值占全球的比重连续多年稳居世界第一，国内对大宗供应链服务的需求庞大。近年来大宗商品供应链市场规模稳定在 40-50 万亿元左右，中国大宗供应链 CR4 市场体量由 2017 年的 8000 亿元左右增长至 2022 年的 2.3 万亿元，对应市占率由 1.8% 快速提升至 4.2%，但与发达国家大宗供应链 CR4 市占率还有较大差距；中国大宗供应链 CR4 销售净利率平均 0.6% 左右，与海外头部大宗供应链企业 2.0% 以上的销售净利率水平相比还有巨大的发展空间。

**图 5：国内大宗供应链市场规模和 CR4 市占率**



数据来源：厦门象屿公告，西南证券整理

**图 6：物产中大营业收入和市占率**



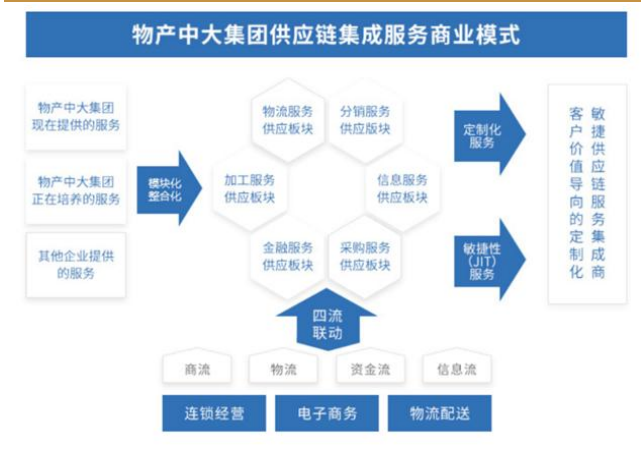
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 打造利益共赢的产业生态，加快产业组织者转型探索

**公司打造利益共赢的产业生态圈，增强供应链集成服务能力。**公司依托强大的资源组织、网络渠道、品牌运营等专业优势，通过集购分销、配供配送、增值服务、期现结合、“大平台+小前端”等集成化平台化运营模式，联动商流、物流、资金流、信息流，为上下游供应链提供原材料采购、加工、分销、出口、物流、金融、信息等高效率的供应链集成服务。公司推进供应链集成服务模式数字化改造提升，围绕金属、能源、化工、汽车等主要品种，形成以物联网、大数据、云计算等现代信息技术为支撑、以客户需求为驱动、以智慧供应链上下游企业利益相关方共生共赢为特征的产业生态圈。公司金属、能源、化工、汽车服务等核心业务营业规模均位列全国前列，报告期内销售钢材 6002.1 万吨、铁矿砂 4165.3 万吨、煤炭 5321.7 万吨，化工 1223.0 万吨，元通汽车跻身 2022 年中国汽车经销商集团百强第六名。

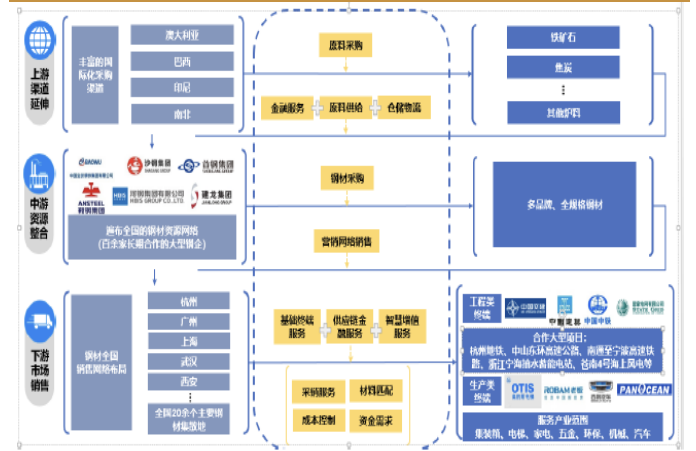


图 7：物产中大平台化运营模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

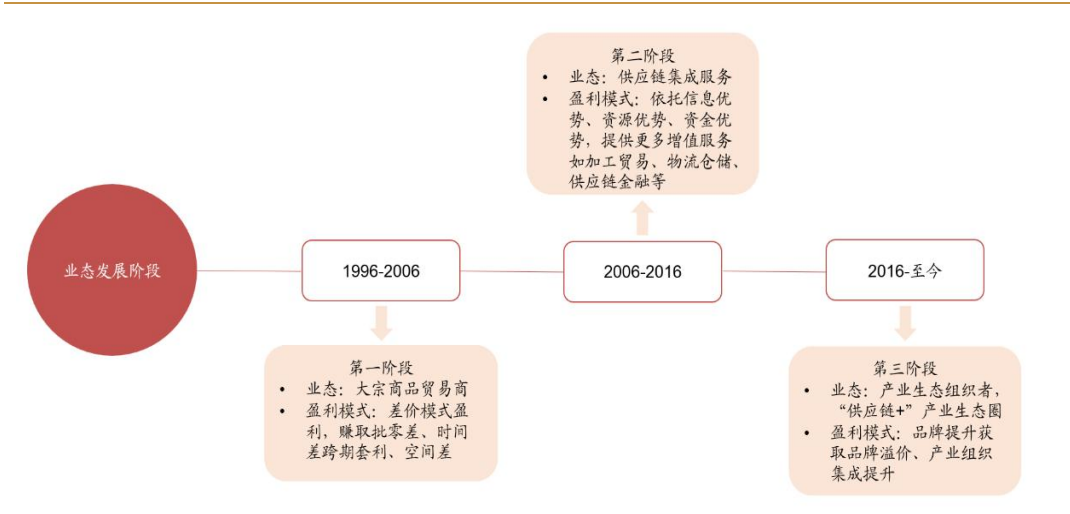
图 8：物产中大金属供应链集成服务



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司持续创新商业模式，不断实现业态转变。公司较早从赚取买卖差价的传统贸易商转型为供应链集成服务商，并致力于成为产业生态组织者，构建具有独特竞争优势的“供应链+”产业生态体系，使得公司经营规模和效益在同行业可比上市公司中处于相对领先位置。公司在商业模式转变中实现“五化”（平台化、集成化、智能化、国际化、金融化），联动“四流”（商流、物流、资金流、信息流），构建起产融互动业务格局，形成了较强的客户粘性及流量变现能力。

图 9：物产中大业态发展阶段



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司不断优化管理体制机制，激发内生活力。公司长期坚持管理改革创新，经营管理体系既科学又高效且具有创新态度，并入选《国企改革 12 样本》企业。早在 90 年代末，主要子公司层面就实施了工会持股，2015 年集团实现整体上市后，公司通过员工持股、“二次混改”持续完善成员公司和上市公司双重员工持股结构，激发员工活力，通过分拆上市、存量资产战略重组培育专业化经营发展能力，治理体系更加现代化、运行管理更加规范化。

国企背景支持下公司资源获取能力强，具备较大的资金优势。公司作为浙江省国资平台，具备传统的金融优势；作为世界 500 强企业、上市公司、国有企业，拥有市场美誉度和良好

的政企关系，具备强大的国内外资源优化配置的能力。公司金融板块各成员各具特色，发展迅速，目前已涵盖了融资租赁、期货、财务公司、平台交易、资产管理、典当、保险代理等领域的金融服务平台功能架构，旗下十余家金融企业，主要包括物产融租、中大期货、财务公司、中大金石、中大投资、浙油中心等。公司作为全国首家获得中诚信和大公国际双 AAA 信用评级的地方流通企业，年授信总额约 1160 亿元，国资背景+资金集中管理使公司整体综合融资成本低于社会平均融资成本。从公司近期发行的债券来看，超短融发行时的票面利率都在 3% 以下，2022 年 8 月发行的 6 个月的超短融票面利率甚至为 1.6%，普通 3 年期中票发行时的利率大多都在 3.5% 以下，最低为 2.71%。

**表 2：物产中大近期发行债券**

证券简称	发行日期	证券类别	债项/主体评级	发行期限(年)	票面利率(发行时)%	发行规模(亿元)
22 物产中大 MTN003	2022/9/6	中票	--/AAA	3.0000	2.71	15
22 物产中大 MTN002	2022/4/18	中票	--/AAA	3.0000	3.19	15
22 物产中大 MTN001	2022/2/22	中票	AAA/AAA	3.0000	3.20	20
21 物产中大 MTN002	2021/8/25	中票	AAA/AAA	3.0000	4.20	20
21 物产中大 MTN001	2021/7/23	中票	AAA/AAA	3.0000	3.35	15
23 物产中大 SCP004	2023/3/30	超短融	--/AAA	0.4932	2.40	15
23 物产中大 SCP003	2023/2/22	超短融	--/AAA	0.4932	2.60	20
23 物产中大 SCP002	2023/2/8	超短融	--/AAA	0.2466	2.25	20
23 物产中大 SCP001	2023/1/12	超短融	--/AAA	0.4932	2.41	15
22 物产中大 SCP006	2022/8/17	超短融	--/AAA	0.4932	1.60	20

数据来源：Wind，西南证券整理

**公司布局高端制造行业，加快向产业生态组织者的转型。**公司根据自身的资源禀赋和转型升级方向，陆续布局电线电缆、热电联产、轮胎制造、医药制药等高端制造行业，努力打造具有独特竞争优势的细分领域行业冠军；目前公司共有高新技术企业 12 家，浙江省科技型中小企业 12 家，国家级科改示范企业 1 家，拥有发明专利 93 项，并于 2022 年 6 月正式完成了对金轮股份的并购。公司朝着产业生态组织者的愿景加快探索，依托良好商誉资信和政企合作优势，主动布局医疗健康、环保公用等公共服务行业；其中医疗健康已布局综合医院与养老产业，医院床位数约 2000 张，养老网点床位数 1677 张。

**图 10：物产中大实业**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 11：物产健康**


数据来源：公司官网，西南证券整理



## 4 营运能力带动盈利能力提升，分红率高利好股东回报

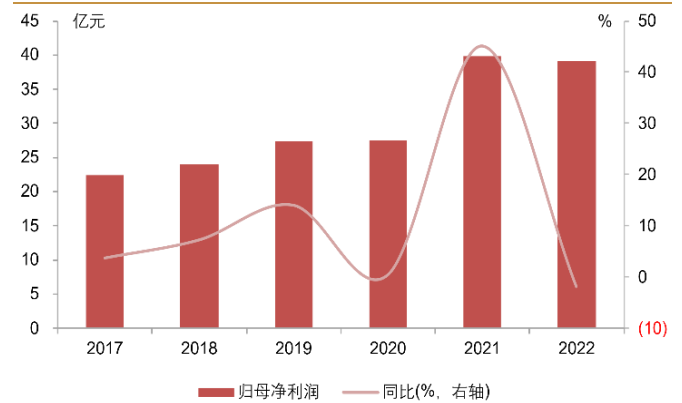
收入盈利能力稳健增长，高端制造业务毛利率表现出色。2017 年公司聚焦主业、规划“一体两翼”经营模式后成长性向好，2017-2022 年公司收入和盈利均实现稳健增长，营业收入由 2017 年的 2766.2 亿元增长至 2022 年的 5765.5 亿元，CAGR 为 15.8%，归母净利润由 2017 年的 22.3 亿元增长至 2022 年的 39.1 亿元，CAGR 为 11.8%。其中高端实业实现营业收入 201.3 亿元，实现毛利 27.2 亿元，毛利率达 13.5% 表现出色。

图 12：2017-2022 年物产中大营业收入



数据来源：Wind, 西南证券整理

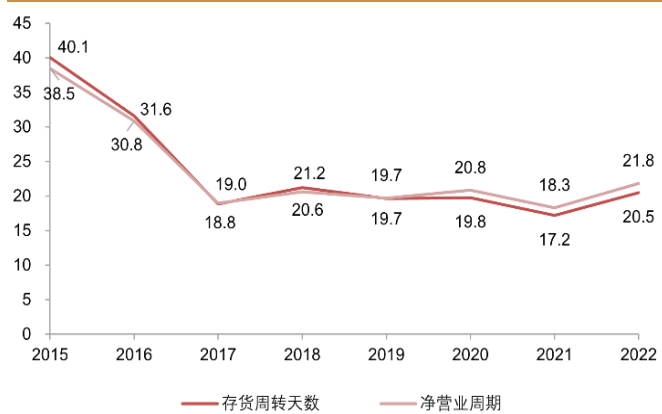
图 13：2017-2022 年物产中大归母净利润



数据来源：Wind, 西南证券整理

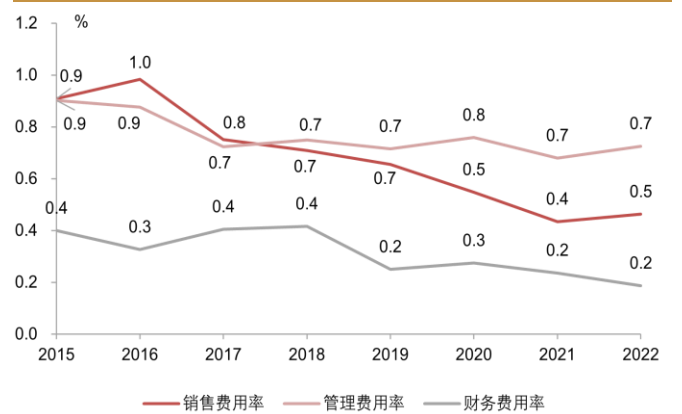
营业能力不断改善，期间费用率稳步下行。盈利能力稳健增长的原因来自于营运能力的不断改善，公司存货周转天数从 40.1 降至 20.5，减少 48.8%，净营业天数从 38.5 降至 21.8，减少 43.2%，公司资产的运用效率显著提高。从三费来看，公司管理能力持续优化，期间费用率稳步下行，实现成长的同时也对成本进行了有效管控。

图 14：2015-2022 年物产中大存货周转天数和净营业周期



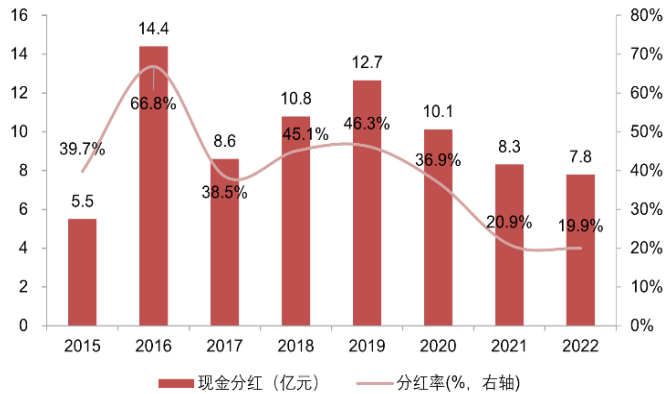
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 15：2015-2022 年物产中大期间费用率

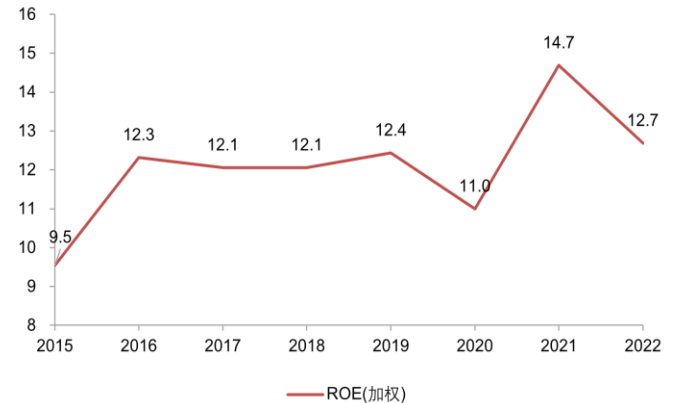


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司分红率高，股东回报率较好。得益于公司持续的混改推动和出色的盈利能力，公司 2015-2022 年的平均现金分红率达到 39.3%，2016 最高为 66.8%，2022 年最低为 19.9%。从盈利能力来看，2015-2022 年公司 ROE 呈现趋势性上行态势，由 2015 年的 9.5% 持续上升至 2021 年的 14.7%，2022 年 ROE 下降至 12.7%，整体来看股东回报率较好。

**图 16: 2015-2022 年物产中大现金分红**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 17: 物产中大 ROE (加权)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 盈利预测及估值

### 关键假设:

我们认为随着国内经济复苏,公司供应链集成服务增速将有所改善,预计 2023-2025 年大宗供应链集成服务实物量同比为 18.0%、8.1%、6.8%,单吨收入同比为-2.0%、2.0%、1.5%,得到 2023-2025 年大宗供应链集成服务营业收入同比为 15.0%、10.0%、8.0%;预计 2023-2025 年供应链集成服务整体毛利率为 1.6%、1.55%、1.5%。

**表 3: 供应链集成服务业务预测**

供应链集成服务		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入 (百万元)	543,708.0	625,264.2	687,790.6	742,813.9
	YOY	2.1%	15.0%	10.0%	8.0%
大宗供应链	营业收入 (百万元)	502,253.0	580,805.4	640,407.6	694,214.7
	YOY	-	15.6%	10.3%	8.4%
	实物量 (万吨)	17,637.6	20,812.3	22,498.1	24,028.0
	YOY	-	18.0%	8.1%	6.8%
	单吨收入 (百元/吨)	28.5	27.9	28.5	28.9
	YOY	-	-2.0%	2.0%	1.5%
其他供应链	营业收入 (百万元)	41,455.0	44,458.8	47,383.0	48,599.2
	YOY	-	7.2%	6.6%	2.6%

数据来源: 西南证券

基于以上假设,我们预测公司收入和成本如下表:

**表 4：收入成本预测**

		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入 (百万元)	576,548.68	667,171.65	738,165.28	801,544.96
	YOY	2.49%	15.72%	10.64%	8.59%
	营业成本 (百万元)	562,707.91	651,153.45	720,701.19	782,465.04
	毛利率	2.40%	2.40%	2.37%	2.38%
供应链集成服务	营业收入 (百万元)	543,708.00	625,264.20	687,790.62	742,813.87
	YOY	2.10%	15.00%	10.00%	8.00%
	营业成本 (百万元)	534,829.00	615,259.97	677,129.87	731,671.66
	毛利率	1.63%	1.60%	1.55%	1.50%
其他业务	营业收入 (百万元)	32,840.68	41,907.45	50,374.66	58,731.09
	YOY	9.62%	27.61%	20.20%	16.59%
	营业成本 (百万元)	27,878.91	35,893.48	43,571.32	50,793.38
	毛利率	15.11%	14.35%	13.51%	13.52%

数据来源：西南证券

我们看好公司供应链集成服务，公司利润率也会因为高端实业的深入布局而得以提升。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 48.7、55.9、58.9 亿元，EPS 分别为 0.94、1.08、1.13 元，对应的 PE 为 6、5、5 倍。

**表 5：可比公司估值**

公司	代码	股价	EPS (元)				市盈率			
		(元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
厦门国贸	600755.SH	9.11	1.63	1.54	1.75	1.99	4.38	5.92	5.19	4.57
厦门象屿	600057.SH	10.66	1.17	1.44	1.73	2.04	8.78	7.42	6.16	5.23
可比公司估值							7	7	6	5
物产中大	600704.SH	5.45	0.75	0.94	1.08	1.13	7	6	5	5

数据来源：Wind，西南证券整理

根据公司主营业务选取厦门国贸和厦门象屿作为可比公司，可比公司 2023 年 PE 均值为 7 倍。我们给予公司 2023 年 7 倍的 PE 估值，对应目标价 6.58 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6 风险提示

大宗商品价格波动风险、期货市场操作风险、实业投资风险等。

**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	576548.68	667171.65	738165.28	801544.96	净利润	6052.31	7308.00	8419.77	8900.87
营业成本	562707.91	651153.45	720701.19	782465.04	折旧与摊销	1596.61	1467.33	1549.12	1612.18
营业税金及附加	518.41	545.72	609.34	679.34	财务费用	1076.20	1245.70	1265.68	1334.94
销售费用	2667.54	3212.48	3391.21	3750.14	资产减值损失	-799.21	-954.07	-1038.12	-930.47
管理费用	3446.11	4107.10	4417.97	4840.85	经营营运资本变动	-9262.57	-13879.41	-2460.90	-4513.60
财务费用	1076.20	1245.70	1265.68	1334.94	其他	-804.20	580.22	-585.06	-840.84
资产减值损失	-799.21	-954.07	-1038.12	-930.47	<b>经营活动现金流净额</b>	-2140.86	-4232.24	7150.49	5563.09
投资收益	2682.18	1595.13	1812.98	2030.09	资本支出	-4480.99	-1000.00	-800.00	-600.00
公允价值变动损益	-218.03	-78.85	126.07	-56.94	其他	4015.23	1233.86	2237.50	2531.31
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>	-465.77	233.86	1437.50	1931.31
<b>营业利润</b>	7593.10	9377.54	10757.05	11378.28	短期借款	4532.13	4122.78	-4016.93	-2880.74
其他非经营损益	172.49	100.50	120.12	122.31	长期借款	172.51	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	7765.59	9478.04	10877.18	11500.59	股权融资	252.34	0.00	0.00	0.00
所得税	1713.28	2170.04	2457.41	2599.71	支付股利	-831.18	-1190.36	-1379.56	-1552.90
净利润	6052.31	7308.00	8419.77	8900.87	其他	-5945.24	-996.80	-1061.68	-1159.36
少数股东损益	2141.18	2435.95	2829.63	3009.44	<b>筹资活动现金流净额</b>	-1819.44	1935.62	-6458.17	-5593.00
归属母公司股东净利润	3911.13	4872.05	5590.14	5891.43	<b>现金流量净额</b>	-4348.12	-2062.76	2129.81	1901.39
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	22077.91	20015.15	22144.96	24046.35	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	34079.12	36687.36	40095.28	45007.98	销售收入增长率	2.49%	15.72%	10.64%	8.59%
存货	34978.19	38148.01	41883.00	46712.02	营业利润增长率	2.76%	23.50%	14.71%	5.78%
其他流动资产	10802.72	10070.47	10926.98	11283.30	净利润增长率	4.97%	20.75%	15.21%	5.71%
长期股权投资	3212.60	3212.60	3212.60	3212.60	EBITDA 增长率	2.30%	17.77%	12.25%	5.55%
投资性房地产	3017.43	3017.43	3017.43	3017.43	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	12966.27	12800.43	12352.80	11642.10	毛利率	2.40%	2.40%	2.37%	2.38%
无形资产和开发支出	7627.89	7381.05	7134.21	6887.37	三费率	1.25%	1.28%	1.23%	1.24%
其他非流动资产	16288.76	15951.82	15457.58	15127.11	净利率	1.05%	1.10%	1.14%	1.11%
<b>资产总计</b>	145050.88	147284.32	156224.84	166936.27	ROE	13.16%	14.04%	14.25%	13.39%
短期借款	17098.07	21220.85	17203.92	14323.17	ROA	4.17%	4.96%	5.39%	5.33%
应付和预收款项	34794.74	38495.64	42353.38	46612.04	ROIC	18.42%	15.96%	15.41%	15.22%
长期借款	2656.77	2656.77	2656.77	2656.77	EBITDA/销售收入	1.78%	1.81%	1.84%	1.79%
其他负债	44520.07	32845.88	34918.66	36884.12	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	99069.65	95219.15	97132.73	100476.11	总资产周转率	4.20	4.56	4.86	4.96
股本	5194.87	5194.87	5194.87	5194.87	固定资产周转率	57.49	59.57	65.41	72.86
资本公积	8240.33	8240.33	8240.33	8240.33	应收账款周转率	37.71	38.88	39.06	38.37
留存收益	17778.50	21460.19	25670.77	30009.30	存货周转率	17.24	17.65	17.73	17.45
归属母公司股东权益	33743.03	37391.02	41588.33	45946.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.54%	—	—	—
少数股东权益	12238.20	14674.15	17503.77	20513.22	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	45981.23	52065.17	59092.11	66460.16	资产负债率	68.30%	64.65%	62.17%	60.19%
负债和股东权益合计	145050.88	147284.32	156224.84	166936.27	带息债务/总负债	26.83%	32.24%	27.47%	23.69%
					流动比率	1.18	1.27	1.37	1.46
					速动比率	0.77	0.81	0.87	0.92
					股利支付率	21.25%	24.43%	24.68%	26.36%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	10265.91	12090.57	13571.85	14325.40	每股收益	0.75	0.94	1.08	1.13
PE	7.24	5.81	5.06	4.81	每股净资产	6.50	7.20	8.01	8.84
PB	0.84	0.76	0.68	0.62	每股经营现金	-0.41	-0.81	1.38	1.07
PS	0.05	0.04	0.04	0.04	每股股利	0.16	0.23	0.27	0.30
EV/EBITDA	0.67	1.04	0.50	0.18					
股息率	2.94%	4.20%	4.87%	5.48%					

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.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