

# 亚士创能 (603378)

证券研究报告  
2024年11月19日

## “大零售”扬帆起航，有望开启新一轮成长

### 行业首提“大零售”概念，品牌矩阵+全品类双重驱动

在经历从零售到新零售的探索后，亚士创能在2024中国国际涂料博览会暨第二十二届中国国际涂料展览会商首次提出大零售概念，大零售以“大”字为核心，紧紧围绕“品牌”、“品类”、“渠道”三个方面建立核心竞争力。据贝壳研究院，当前我国家装建材市场规模或超过四万亿，其中存量需求占比超过60%，我们认为随着新建周期逐步触底，存量市场将带来新的增长动能，公司有望依托“大零售”战略不断提升自身市占率，中长期仍具备较好的成长性。我们预计公司24-26年归母净利润为0.5/1.4/1.8亿元，若后续地产需求有所改善，则我们认为公司业绩仍具备较好的增长基础，参考可比公司，给予公司24年2.3倍PB，对应目标价9.43元，维持“买入”评级。

### 品牌：携手RPM，打造多层次品牌矩阵

亚士大零售在坚持“亚士”主品牌调性和“一家公司，全面涂装解决方案”品牌定位的前提下，构建以“亚士”主品牌为核心，以其他定位高端或经济性的多个零售品牌为有效补充的亚士大零售品牌矩阵，其中在高端品牌方面，公司携手全球第五大涂料与化工集团RPM，引进国际顶尖消费者品牌Rust-Oleum，当前高端涂料市场正处于快速发展期，但行业格局仍然较为分散，亚士通过和Rust-Oleum的合作，一方面可借助其再配方研发方面的优势以及在产品色彩效果、环保性能等方面的优势快速提升产品力，另一方面，又可借助亚士在国内市场深耕多年多积累的渠道优势快速打开市场。

### 品类：推出“七位一体”的产品与服务体系，重构零售模式

亚士大零售以“全品”能力为基础，推出七位一体的体系化、结构化的产品与服务体系，一方面依托自身涂料、防水、保温节能材料、砂粉等产能布局，另一方面通过与RPM合作，针对高端市场消费特点（如年轻消费者DIY需求等）引入其以自喷漆、修补漆、密封胶等为代表的产品，进一步增加产品品类。我们认为“全品类产品与服务体系”的打造，其优势在于一是可以最大程度满足不同顾客的选择需求，加强消费粘性；二是能够最大程度发挥渠道作用，实现降本增效；三是可以最大程度提升各种商家获客能力与客单量等渠道运营效率，提升客单价，从而有望进一步增强盈利能力。

### 渠道：以“市代”为核心，建立坐商加行商的销售渠道模式

亚士主品牌大零售将以地级市为业务单位，并长期坚定“市代”为核心的大商路线，发展和培育“亿商”，通过以“市代”为核心合作伙伴，逐步建立、完善、深耕分销、装企、中小B等多渠道。我们认为“市代制”模式一方面通过将经销商的利益与公司深度绑定，增强经销商粘性，降低渠道流失的风险，另一方面打破了传统工程经销商和零售经销商的界限，实现多场景、多品类、多区域的全面下沉，进而推动公司大零售业务规模与效益的提升。公司计划3年内落地300家地级市“市代大商”，10年布局3000家大零售专卖店，并构建起10万+销售网点和100万+工长触达网络，实现300亿级营收规模。当前亚士大零售已在上海、江苏、浙江、安徽、江西、福建、湖南、广东、云南、贵州等省份核心城市成功落地，我们继续看好公司渠道扩张带来的中长期成长性。

**风险提示：**经销商数量增长不及预期、需求增长不及预期、行业竞争加剧。

### 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 行业    | 建筑材料/装修建材 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格  | 6.9元      |
| 目标价格  | 9.43元     |

### 基本数据

|             |            |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股)  | 428.60     |
| 流通A股股本(百万股) | 428.60     |
| A股总市值(百万元)  | 2,957.32   |
| 流通A股市值(百万元) | 2,957.32   |
| 每股净资产(元)    | 3.86       |
| 资产负债率(%)    | 74.94      |
| 一年内最高/最低(元) | 10.40/4.75 |

### 作者

|  |     |
|--|-----|
| 鲍荣富  | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110520120003<br>baorongfu@tfzq.com   |     |
| 王涛   | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110521010001<br>wangtao@tfzq.com     |     |
| 林晓龙  | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110523050002<br>linxiaolong@tfzq.com |     |

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《亚士创能-季报点评:Q3 涂料板块业绩承压，防水板块增长亮眼》  
2024-11-06
- 《亚士创能-半年报点评:防水板块持续扩张，期待地产边际改善》  
2024-09-01
- 《亚士创能-年报点评报告:盈利能力延续承压，期待24年困境反转》  
2024-04-30

| 财务数据和估值       | 2022     | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 3,107.70 | 3,110.39 | 2,778.74 | 2,874.28 | 3,265.06 |
| 增长率(%)        | (34.09)  | 0.09     | (10.66)  | 3.44     | 13.60    |
| EBITDA(百万元)   | 497.89   | 558.11   | 287.31   | 406.04   | 435.39   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 105.73   | 60.18    | 48.86    | 143.98   | 181.86   |
| 增长率(%)        | (119.44) | (43.09)  | (18.81)  | 194.71   | 26.31    |
| EPS(元/股)      | 0.25     | 0.14     | 0.11     | 0.34     | 0.42     |
| 市盈率(P/E)      | 27.97    | 49.14    | 60.53    | 20.54    | 16.26    |
| 市净率(P/B)      | 1.71     | 1.70     | 1.68     | 1.58     | 1.48     |
| 市销率(P/S)      | 0.95     | 0.95     | 1.06     | 1.03     | 0.91     |
| EV/EBITDA     | 11.67    | 7.62     | 13.25    | 9.93     | 8.77     |

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 亚士大零售：零售业务创新之举，品牌矩阵+全品类双重驱动.....  | 4  |
| 1.1. 品牌：携手 RPM，打造多层次品牌矩阵.....        | 4  |
| 1.2. 品类：推出“七位一体”的产品与服务体系，重构零售模式..... | 7  |
| 1.3. 渠道：以“市代”为核心，建立坐商加行商的销售渠道模式..... | 8  |
| 2. 盈利预测与投资建议.....                    | 10 |
| 3. 风险提示.....                         | 10 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：2021-2024 年房地产开发企业 500 强首选涂料供应商品牌 10 强..... | 4  |
| 图 2：2005-2023 财年 RPM 营业收入及同比增速.....             | 5  |
| 图 3：2005-2023 财年 RPM 归母净利润及同比增速.....            | 5  |
| 图 4：RPM 各板块收入占比（横轴年份为财年）.....                   | 5  |
| 图 5：RPM 旗下消费者集团品牌.....                          | 6  |
| 图 6：2019-2023 年我国艺术漆行业市场规模.....                 | 6  |
| 图 7：亚士创能“七位一体”产品体系.....                         | 8  |
| 图 8：亚士创能各业务收入占比.....                            | 8  |
| 图 9：亚士创能各业务毛利占比.....                            | 8  |
| 图 10：亚士创能“7+1”门店支持与赋能.....                      | 9  |
| 图 11：亚士创能“大零售”渠道网络加速扩张.....                     | 9  |
| 表 1：可比公司估值表.....                                | 10 |

## 1. 亚士大零售：零售业务创新之举，品牌矩阵+全品类双重驱动

在经历从零售到新零售的探索后，亚士创能在 2024 中国国际涂料博览会暨第二十二届中国国际涂料展览会商首次提出大零售概念，大零售以“大”字为核心，紧紧围绕“品牌”、“品类”、“渠道”三个方面建立核心竞争力，在品牌方面，计划构建以“亚士”主品牌为核心，以其他定位高端或经济性的多个零售品牌为有效补充的亚士大零售品牌矩阵，通过与全球涂料龙头 RPM 合作有望快速打开高端市场；在品类方面，以“全品”能力为基础，推出七位一体的体系化、结构化的产品与服务体系；在渠道方面，通过以“市代”为核心合作伙伴，逐步建立、完善、深耕分销、装企、中小 B 等多渠道。9 月 2 日亚士钟爱节现场，亚士创能携手全球消费者品牌 RUST-OLEUM 进行了品牌战略合作发布，9 月 22 日，亚士大零售第一批（12 家）“一商一亿一百年”的终生制百年伙伴签约仪式举行，目前亚士大零售已落地上海、江苏、浙江、安徽、江西、福建、湖南、广东、云南、贵州等省份的核心城市。当前我国家装建材市场规模或超过四万亿，其中存量需求占比超过 60%，我们认为随着新建周期逐步触底，存量市场将带来新的增长动能，公司有望依托“大零售”战略不断提升自身市占率，中长期仍具备较好的成长性。

### 1.1. 品牌：携手 RPM，打造多层次品牌矩阵

亚士创能作为国产涂企龙头，品牌力持续保持领先。中央政治局会议提到，要结合人民群众对优质住房的新期待、优化增量住房、促进房地产高质量发展等，政策首次聚焦新房的优质产品。随着下游逐渐由新建市场转为存量市场，在存量市场中，相比于 B 端客户，小 b 及 C 端消费者的专业性相对不足，因此 C 端品牌效应较 B 端会更强。我们认为未来消费建材的行业集中度会进一步提升，而头部上市公司已与二三线企业差距逐渐拉开，参考中房优采平台正式发布的地产首选供应商的排名，过去五年来看，在地产开发企业 500 强首选涂料供应商品牌榜中，亚士创能连续多年位列前三，为零售端品牌力的孵化奠定了坚实的基础。

图 1：2021-2024 年房地产开发企业 500 强首选涂料供应商品牌 10 强

| 2024 年 |       |       | 2022 年 |       |       | 2021 年 |       |       |
|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 排序     | 品牌名称  | 品牌首选率 | 排序     | 品牌名称  | 品牌首选率 | 排序     | 品牌名称  | 品牌首选率 |
| 1      | 立邦    | 21%   | 1      | 立邦    | 18%   | 1      | 立邦    | 19%   |
| 2      | 三棵树   | 20%   | 2      | 三棵树   | 17%   | 2      | 三棵树   | 18%   |
| 3      | 亚士漆   | 11%   | 3      | 亚士漆   | 9%    | 3      | 亚士漆   | 12%   |
| 4      | 富思特   | 10%   | 3      | 富思特   | 9%    | 4      | 富思特   | 9%    |
| 4      | 固克节能  | 10%   | 3      | 固克节能  | 9%    | 4      | 固克节能  | 9%    |
| 5      | 嘉宝莉   | 9%    | 3      | 德爱威   | 9%    | 4      | 嘉宝莉   | 9%    |
| 5      | 美涂士   | 9%    | 4      | 嘉宝莉   | 8%    | 5      | 美涂士   | 5%    |
| 5      | 久诺    | 9%    | 5      | 美涂士   | 6%    | 5      | 德爱威   | 5%    |
| 6      | 德爱威   | 8%    | 6      | 巴德士   | 4%    | 6      | 巴德士   | 4%    |
| 6      | 巴德士   | 8%    | 7      | 久诺    | 3%    | 7      | 久诺    | 3%    |
| 7      | 多乐士专业 | 6%    | 8      | 多乐士专业 | 2%    | 8      | 经典    | 2%    |
| 8      | PPG   | 3%    | 9      | 华润漆   | 1%    | 8      | 传化漆   | 2%    |
| 9      | 北新涂料  | 3%    | 10     | 经典    | 1%    | 9      | 华润漆   | 1%    |
| 10     | 紫荆花   | 2%    |        |       |       | 10     | 多乐士专业 | 1%    |

资料来源：优采平台公众号、天风证券研究所

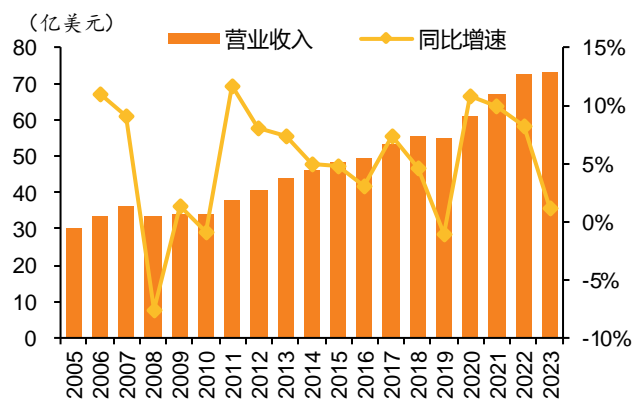
注：2023 年仅公布排名，未公布品牌首选率，故未列示 2023 年信息

亚士大零售在坚持“亚士”主品牌调性和“一家公司 全面涂装解决方案”品牌定位的前

提下，构建以“亚士”主品牌为核心，以其他定位高端或经济性的多个零售品牌为有效补充的亚士大零售品牌矩阵，以此来承接消费分层和场景细分下的个性化需求，实现对不同家居场景需求和不同层次客户需求的深度全覆盖。

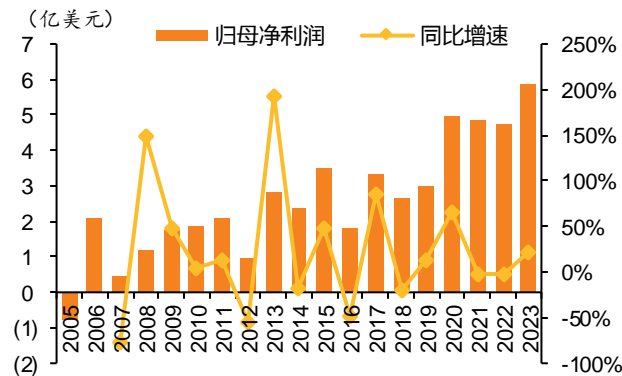
在高端品牌方面，公司通过合作引进国际顶尖消费者品牌 Rust-Oleum，Rust-Oleum 是美国 RPM 集团消费者品牌集团旗下的国际顶尖消费者品牌。RPM 集团是美国前三、全球第五大涂料与化工集团，2023 财年 RPM 公司实现营业收入 73.35 亿美元，同比增长 1.1%，实现归母净利润 5.86 亿美元，同比增长 23%，2013-2023 年十年间公司营业收入复合增速达到 5.3%，归母净利润复合增速达到 7.5%，保持着持续且稳定的增长。

图 2：2005-2023 财年 RPM 营业收入及同比增速



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

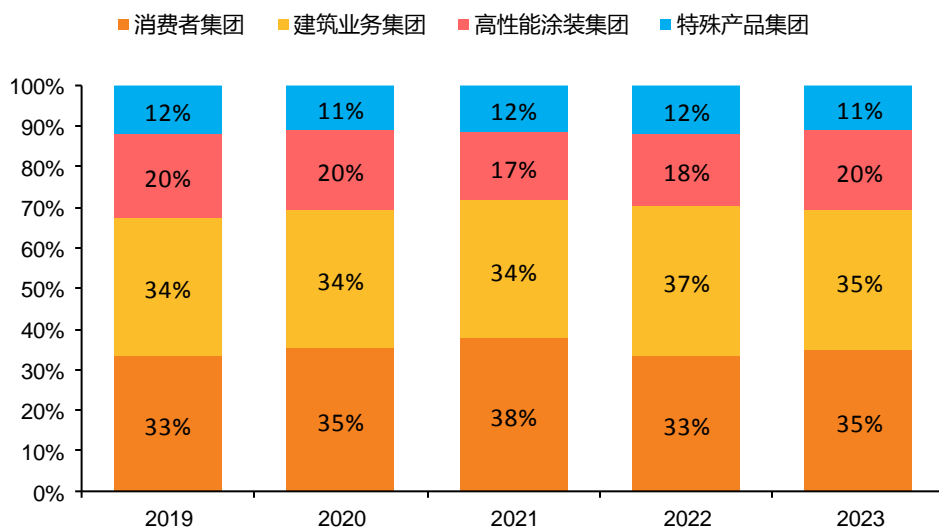
图 3：2005-2023 财年 RPM 归母净利润及同比增速



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

RPM 业务包括消费者集团、建筑业务集团、高性能涂装集团和特殊产品集团四个板块。2023 年公司消费者集团实现营业收入 25 亿美元，占公司总收入比重达 35%，是公司的核心板块，且消费者集团也是美国涂装零售及 DIY 市场最大公司之一，总部位于芝加哥，产品遍布 HOME DEPOT（家得宝），ACE，WALMART（沃尔玛）等大卖场及专业型社区五金门店。Rust-Oleum 成立于 1921 年，于 1994 年被 RPM 收购，目前已成为 RPM 旗下最大的消费者品牌，拥有 13 个北美供应链和物流中心，8.8 万+经销网点和销售渠道，在北美消费者知名度达 97% 以上。除此之外，消费者集团旗下还拥有众多百年品牌，如 160 年历史的 DAP、175 年历史的 ZINSSER。

图 4：RPM 各板块收入占比（横轴年份为财年）



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所



图 5：RPM 旗下消费者集团品牌



资料来源：RPM 官网、天风证券研究所

涂料高端市场近几年快速增长，未来发展空间仍然较大。随着社会消费主体的更迭以及消费意识、消费业态的转变，使得涂料的需求结构也发生了变化，传统乳胶漆销量持续下滑，但具有个性化、有质感的艺术漆、意境漆等高端涂料在逆势增长，总体呈现出需求升级的趋势，主要驱动因素有以下几点：1) 基数创新和产品发展。艺术漆、意境漆不断引入新的基数和材料，如金属漆、仿石漆、荧光漆等，能够满足消费者对多样化和高质量装饰效果的追求；2) 消费者偏好变化。消费者对于家居装饰的审美要求日益提高，他们更倾向于选择具有个性化、环保和高品质特点的艺术漆产品。3) 环保和可持续发展：环保意识的提升促使艺术漆行业加大对环保材料和生产工艺的投入，推动更多环保型涂料产品的开发和应用。据涂料经产业研究中心统计 23 年以艺术漆为代表的高端涂料市场需求突破 80 亿，占整个涂料需求比例不到 10%，未来增长空间仍然较大。

图 6：2015-2022 年我国艺术漆行业市场规模



资料来源：广东省涂料与油墨行业协会公众号、天风证券研究所

当前高端市场的行业格局仍然较为分散，大多被外资品牌占据，而国产品牌整体的产品研发能力、品牌价值正逐步缩小与外资品牌的差距。亚士通过和 Rust-Oleum 的合作，一方面可借助其在配方研发方面的优势以及在产品色彩效果、环保性能等方面的优势快速提升产品力，另一方面，又可借助亚士在国内市场深耕多年多积累的渠道优势快速打开市场。而高端产品定价较普通乳胶漆更高，也有望带动公司整体盈利能力进一步增强。除了高端品牌之外，亚士大零售品牌矩阵中，也包含其他定位经济型的多个零售品牌作为有效补充，

经济型品牌主要为收并购而来的区域性品牌，主要是为了发挥其区域性供应链和满足低端消费者需求，并将通过资源、管理、数字化等赋能进一步扩大市场规模与品牌影响力。

## 1.2. 品类：推出“七位一体”的产品与服务体系，重构零售模式

我们此前报告《政策春风频吹，重视地产链困境反转机遇》（发布日期 2024-05-27）中曾计算 2024 年我国家装建材市场规模将达到 4.08 万亿元，2025 年将达到 4.68 万亿，同比增长 15%，24/25 年二手房家装建材需求占总家装建材需求比重分别为 60%/64%。在家装硬装流程依次为拆除工程、水电工程、泥瓦工程、土木工程、油漆工程、安装工程等步骤，其中每一项工程均涉及多种建筑材料使用，而另一方面，改造部位在整个工程中涉及的步骤越早，则对应整个改造链越长，用到的装修材料品种则越多，因此在改造市场，产品矩阵更丰富，能提供一体化解决方案的企业竞争力将会进一步放大。亚士创能遵循“行业专业化，领域多元化”构建了横向加纵向协同的业务包，形成了涂保防一体化的 B 端业务模式。在零售端，亚士大零售以“全品”能力为基础，推出七位一体的体系化、结构化的产品与服务体系，开创多品类工程产品零售化，扩展商业边际，重构零售模式。

**依托自身产能布局，同时引入 RPM 代表性产能进一步增加产品品类。**七位一体是指包括亚士意境漆、亚士乳胶漆、亚士工程涂料零售化产品、亚士防水材料零售化产品、亚士保温节能材料零售化产品、亚士水泥基与石膏基的砂粉与腻子、亚士家居新材料在内的体系化、结构化的产品以及焕新与修缮的“7 星+”服务体系，实现产品与服务的无缝衔接与深度融合。公司通过与 RPM 的合作，在引进国际顶尖消费者品牌时，针对高端市场消费特点针对性引入产品，特别是根据年轻消费者 DIY 需求引进以自喷漆、修补漆、密封胶等为代表的产品，进一步增加产品品类。

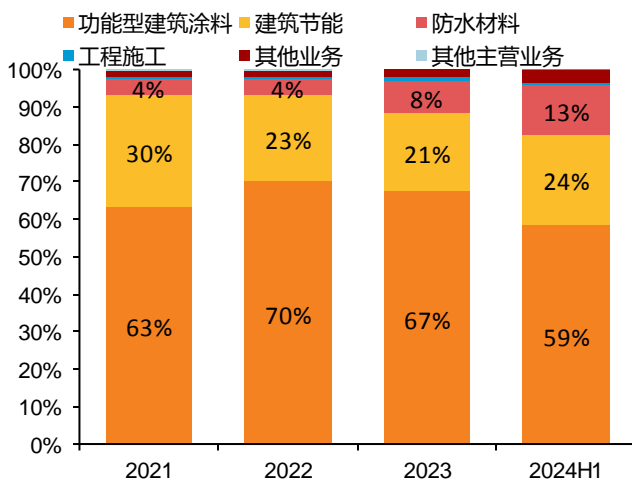
图 7：亚士创能“七位一体”产品体系



资料来源：亚士创能公众号、天风证券研究所

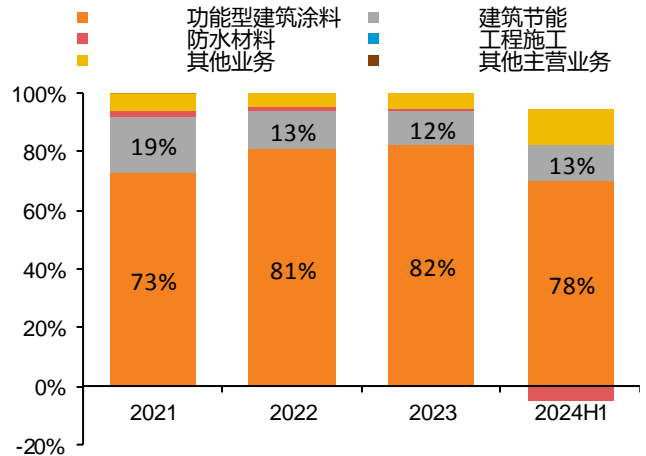
从过去三年收入结构来看，公司涂料业务占比维持在 60-70%左右，仍是最主要的产品，建筑节能相关的保温板以及保温装饰板占比在 20-30%，防水业务由前几年的占比 4%提升至 24 年上半年的 13%，整体体现出多元化的发展趋势。我们认为“全品类产品与服务体系”的打造，其优势在于一是可以最大程度满足不同顾客的选择需求，加强消费粘性；二是在于能够最大程度发挥渠道作用，实现降本增效；三是可以最大程度提升各种商家获客能力与客单量等渠道运营效率，提升客单价，从而进一步增强盈利能力。

图 8：亚士创能各业务收入占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：亚士创能各业务毛利占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 1.3. 渠道：以“市代”为核心，建立坐商加行商的销售渠道模式

亚士主品牌大零售将以地级市为业务单位，并长期坚定“市代”为核心的大商路线，通过以“市代”为核心合作伙伴，逐步建立、完善、深耕分销、装企、中小 B 等多渠道。通过“市代制”模式，一方面可以通过公司和经销商相互赋能，将经销商的利益与公司深度绑定，提升经销商对于公司的黏性和归属感，控制并降低渠道流失的风险，另一方面打破了传统工程经销商和零售经销商的界限，实现多场景、多品类、多区域的全面下沉，进而推动公司大零售业务规模与效益的提升。



图 10：亚士创能“7+1”门店支持与赋能



资料来源：亚士创能公众号、天风证券研究所

**中长期计划发展 300 家核心市代，实现 300 亿营收。**公司 10 年布局 3000 家大零售专卖店，并构建起 10 万+销售网点和 100 万+工长触达网络，实现 300 亿级营收规模。随着房地产市场粗放式的发展时代已经结束，新建需求见顶回落，过去由大 B 地产商占主导的市场需求结构已发生改变，在存量市场中，以 C 端消费者、家装公司、工装公司、工商业业主等小而散的需求为主导。从公司收入结构来看，2019 年之前公司以直销业务为主，占比在 90%以上，到 2023 年直销占比已降至 20%以下。当前亚士大零售已在上海、江苏、浙江、安徽、江西、福建、湖南、广东、云南、贵州等省份核心城市成功落地，我们继续看好公司渠道扩张带来的中长期成长性。

图 11：亚士创能“大零售”渠道网络加速扩张



资料来源：亚士创能公众号、天风证券研究所

## 2. 盈利预测与投资建议

当前行业内集中度仍然较低，我们认为公司有望依托渠道变革与风险防控，不断提升自身市占率。维持公司 24-26 年归母净利润预测为 0.5/1.4/1.8 亿元，若后续地产需求有所改善，则我们认为公司业绩仍具备较好的增长基础，参考可比公司，给予公司 24 年 2.3 倍 PB，对应目标价 9.43 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

| 证券代码      | 证券名称 | 总市值<br>(亿元) | 当前价格<br>(元) | BPS (元) |       |       |       | PB (倍) |      |       |       |
|-----------|------|-------------|-------------|---------|-------|-------|-------|--------|------|-------|-------|
|           |      |             |             | 2022    | 2023  | 2024E | 2025E | 2022   | 2023 | 2024E | 2025E |
| 002271.SZ | 东方雨虹 | 13.91       | 338.9       | 10.64   | 11.27 | 11.64 | 11.64 | 1.3    | 1.2  | 1.2   | 1.2   |
| 603737.SH | 三棵树  | 44.75       | 235.8       | 6.04    | 4.64  | 5.50  | 5.50  | 7.4    | 9.6  | 8.1   | 8.1   |
| 300737.SZ | 科顺股份 | 5.40        | 59.9        | 4.76    | 4.33  | 4.68  | 4.68  | 1.1    | 1.2  | 1.2   | 1.2   |
| 000786.SZ | 北新建材 | 29.38       | 496.4       | 12.40   | 13.83 | 15.56 | 15.56 | 2.4    | 2.1  | 1.9   | 1.9   |
|           | 平均值  |             |             |         |       |       |       | 3.1    | 3.6  | 3.1   | 3.1   |
| 603378.SH | 亚士创能 | 6.90        | 29.6        | 4.03    | 4.06  | 4.10  | 4.35  | 1.7    | 1.7  | 1.7   | 1.6   |

注：数据截至 20241118 收盘，除亚士创能为天风预测外，其余公司 24 年 BPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 3. 风险提示

**经销商数量增长不及预期：**亚士创能作为行业内领先的建筑涂料和节能保温材料供应商，其经销商数量的增长对于公司的市场覆盖和销售业绩至关重要。然而，若经销商数量增长不及预期，可能会带来一定风险。

**需求增长不及预期：**若市场需求增长不及预期的风险，可能导致业绩增长放缓。需关注市场动态，适时调整策略以应对。

**行业竞争加剧：**随着市场参与者增多，产品同质化严重，竞争压力加大。原材料价格波动和品牌保护问题亦不容忽视，需加强创新和差异化竞争策略。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)        | 2022            | 2023            | 2024E           | 2025E           | 2026E           | 利润表(百万元)         | 2022          | 2023         | 2024E        | 2025E         | 2026E         |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 货币资金              | 298.18          | 469.00          | 833.62          | 862.28          | 979.52          | 营业收入             | 3,107.70      | 3,110.39     | 2,778.74     | 2,874.28      | 3,265.06      |
| 应收票据及应收账款         | 2,117.55        | 1,806.57        | 1,280.92        | 954.63          | 1,222.08        | 营业成本             | 2,100.88      | 2,161.21     | 2,014.82     | 2,078.69      | 2,356.69      |
| 预付账款              | 36.12           | 35.56           | 12.29           | 46.50           | 20.43           | 营业税金及附加          | 35.01         | 33.89        | 30.28        | 31.32         | 35.58         |
| 存货                | 217.58          | 203.28          | 132.52          | 213.93          | 178.86          | 销售费用             | 458.01        | 352.94       | 389.02       | 330.54        | 408.13        |
| 其他                | 244.13          | 224.65          | 191.99          | 169.23          | 188.48          | 管理费用             | 156.53        | 151.64       | 138.94       | 129.34        | 130.60        |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>2,913.55</b> | <b>2,739.05</b> | <b>2,451.34</b> | <b>2,246.57</b> | <b>2,589.36</b> | 研发费用             | 98.14         | 94.63        | 77.80        | 71.86         | 76.73         |
| 长期股权投资            | 0.68            | 0.69            | 0.69            | 0.69            | 0.69            | 财务费用             | 96.56         | 110.91       | 83.36        | 71.86         | 65.30         |
| 固定资产              | 1,447.72        | 1,775.92        | 2,006.38        | 2,150.60        | 2,094.75        | 资产/信用减值损失        | (139.49)      | (218.04)     | (115.56)     | (34.31)       | (23.27)       |
| 在建工程              | 724.82          | 443.24          | 565.95          | 459.57          | 447.65          | 公允价值变动收益         | 14.30         | 0.72         | 0.00         | 0.00          | 0.00          |
| 无形资产              | 529.66          | 455.87          | 448.33          | 440.80          | 433.26          | 投资净收益            | 3.38          | (0.39)       | (0.50)       | (0.50)        | (0.50)        |
| 其他                | 955.16          | 976.75          | 953.57          | 957.07          | 960.12          | 其他               | 177.28        | 378.67       | (122.47)     | (33.00)       | (33.00)       |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>3,658.05</b> | <b>3,652.48</b> | <b>3,974.92</b> | <b>4,008.72</b> | <b>3,936.48</b> | <b>营业利润</b>      | <b>107.09</b> | <b>44.22</b> | <b>50.92</b> | <b>158.86</b> | <b>201.26</b> |
| <b>资产总计</b>       | <b>6,583.26</b> | <b>6,405.16</b> | <b>6,426.26</b> | <b>6,255.29</b> | <b>6,525.84</b> | 营业外收入            | 1.06          | 5.76         | 5.15         | 5.33          | 6.05          |
| 短期借款              | 1,198.54        | 1,076.58        | 1,598.88        | 1,752.81        | 1,850.92        | 营业外支出            | 4.88          | 1.46         | 0.56         | 0.57          | 0.65          |
| 应付票据及应付账款         | 1,622.67        | 1,952.93        | 1,293.17        | 785.52          | 785.61          | <b>利润总额</b>      | <b>103.27</b> | <b>48.52</b> | <b>55.52</b> | <b>163.62</b> | <b>206.66</b> |
| 其他                | 1,137.08        | 884.82          | 815.19          | 847.53          | 1,105.72        | 所得税              | (2.46)        | (11.65)      | 6.66         | 19.63         | 24.80         |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>3,958.29</b> | <b>3,914.33</b> | <b>3,707.24</b> | <b>3,385.86</b> | <b>3,742.25</b> | <b>净利润</b>       | <b>105.73</b> | <b>60.18</b> | <b>48.86</b> | <b>143.98</b> | <b>181.86</b> |
| 长期借款              | 576.87          | 543.48          | 729.04          | 790.01          | 581.28          | 少数股东损益           | 0.00          | 0.00         | 0.00         | 0.00          | 0.00          |
| 应付债券              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>105.73</b> | <b>60.18</b> | <b>48.86</b> | <b>143.98</b> | <b>181.86</b> |
| 其他                | 251.38          | 156.03          | 232.39          | 213.27          | 200.56          | 每股收益(元)          | 0.25          | 0.14         | 0.11         | 0.34          | 0.42          |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>828.26</b>   | <b>699.51</b>   | <b>961.43</b>   | <b>1,003.28</b> | <b>781.84</b>   |                  |               |              |              |               |               |
| <b>负债合计</b>       | <b>4,857.70</b> | <b>4,665.82</b> | <b>4,668.67</b> | <b>4,389.14</b> | <b>4,524.09</b> | <b>主要财务比率</b>    | <b>2022</b>   | <b>2023</b>  | <b>2024E</b> | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  |
| 少数股东权益            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>成长能力</b>      |               |              |              |               |               |
| 股本                | 431.74          | 430.03          | 428.60          | 428.60          | 428.60          | 营业收入             | -34.09%       | 0.09%        | -10.66%      | 3.44%         | 13.60%        |
| 资本公积              | 751.16          | 727.65          | 719.72          | 719.72          | 719.72          | 营业利润             | -115.32%      | -58.71%      | 15.17%       | 211.97%       | 26.69%        |
| 留存收益              | 384.81          | 412.65          | 451.52          | 556.29          | 690.66          | 归属于母公司净利润        | -119.44%      | -43.09%      | -18.81%      | 194.71%       | 26.31%        |
| 其他                | 157.85          | 169.02          | 157.75          | 161.54          | 162.77          | <b>获利能力</b>      |               |              |              |               |               |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>1,725.56</b> | <b>1,739.34</b> | <b>1,757.59</b> | <b>1,866.15</b> | <b>2,001.74</b> | 毛利率              | 32.40%        | 30.52%       | 27.49%       | 27.68%        | 27.82%        |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>6,583.26</b> | <b>6,405.16</b> | <b>6,426.26</b> | <b>6,255.29</b> | <b>6,525.84</b> | 净利率              | 3.40%         | 1.93%        | 1.76%        | 5.01%         | 5.57%         |
|                   |                 |                 |                 |                 |                 | ROE              | 6.13%         | 3.46%        | 2.78%        | 7.72%         | 9.09%         |
|                   |                 |                 |                 |                 |                 | ROIC             | 15.57%        | 7.51%        | 5.02%        | 7.79%         | 7.97%         |
|                   |                 |                 |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |              |              |               |               |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2022</b>     | <b>2023</b>     | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>    | 资产负债率            | 73.79%        | 72.84%       | 72.65%       | 70.17%        | 69.33%        |
| 净利润               | 105.73          | 60.18           | 48.86           | 143.98          | 181.86          | 净负债率             | 103.72%       | 91.36%       | 102.55%      | 108.96%       | 90.87%        |
| 折旧摊销              | 100.58          | 140.31          | 154.38          | 169.70          | 175.29          | 流动比率             | 0.73          | 0.69         | 0.66         | 0.66          | 0.69          |
| 财务费用              | 93.02           | 104.22          | 83.36           | 71.86           | 65.30           | 速动比率             | 0.67          | 0.64         | 0.63         | 0.60          | 0.64          |
| 投资损失              | (3.38)          | 0.39            | 0.50            | 0.50            | 0.50            | <b>营运能力</b>      |               |              |              |               |               |
| 营运资金变动            | (49.51)         | (214.67)        | 114.12          | (309.30)        | 3.51            | 应收账款周转率          | 1.38          | 1.59         | 1.80         | 2.57          | 3.00          |
| 其它                | 77.84           | 347.20          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 存货周转率            | 12.26         | 14.78        | 16.55        | 16.59         | 16.63         |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>324.27</b>   | <b>437.63</b>   | <b>401.22</b>   | <b>76.73</b>    | <b>426.47</b>   | 总资产周转率           | 0.45          | 0.48         | 0.43         | 0.45          | 0.51          |
| 资本支出              | 730.98          | 204.31          | 423.64          | 219.12          | 112.70          | <b>每股指标(元)</b>   |               |              |              |               |               |
| 长期投资              | (2.60)          | 0.01            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 每股收益             | 0.25          | 0.14         | 0.11         | 0.34          | 0.42          |
| 其他                | (1,124.09)      | (421.07)        | (924.14)        | (419.62)        | (213.20)        | 每股经营现金流          | 0.76          | 1.02         | 0.94         | 0.18          | 1.00          |
| <b>投资活动现金流</b>    | <b>(395.71)</b> | <b>(216.74)</b> | <b>(500.50)</b> | <b>(200.50)</b> | <b>(100.50)</b> | 每股净资产            | 4.03          | 4.06         | 4.10         | 4.35          | 4.67          |
| 债权融资              | 374.95          | (140.69)        | 494.51          | 187.85          | (162.47)        | <b>估值比率</b>      |               |              |              |               |               |
| 股权融资              | (32.56)         | (32.53)         | (30.61)         | (35.42)         | (46.27)         | 市盈率              | 27.97         | 49.14        | 60.53        | 20.54         | 16.26         |
| 其他                | (704.27)        | (67.35)         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 市净率              | 1.71          | 1.70         | 1.68         | 1.58          | 1.48          |
| <b>筹资活动现金流</b>    | <b>(361.88)</b> | <b>(240.56)</b> | <b>463.91</b>   | <b>152.43</b>   | <b>(208.73)</b> | EV/EBITDA        | 11.67         | 7.62         | 13.25        | 9.93          | 8.77          |
| 汇率变动影响            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EV/EBIT          | 14.48         | 10.07        | 28.63        | 17.07         | 14.67         |
| <b>现金净增加额</b>     | <b>(433.32)</b> | <b>(19.68)</b>  | <b>364.63</b>   | <b>28.66</b>    | <b>117.24</b>   |                  |               |              |              |               |               |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | A 栋 23 层 2301 房          | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 邮编：570102                | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 电话：(0898)-65365390       | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |