

2023年04月07日

证券研究报告·2022 年年报点评

震有科技 (688418) 通信设备

持有 (首次)

当前价: 16.85 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 通信设备领先供应商，低轨卫星组网迎增量

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告, 22 年全年公司实现营收 5.3 亿元, 同比增长 14.7%; 实现归母净利润-2.2 亿元。其中 Q4 单季度实现营收 1.7 亿元, 同比减少 13.5%; 实现归母净利润-1.3 亿元。
- **营收与经营现金流回暖, 市场与研发高投入导致亏损。** 公司在海内外市场持续开拓, 22 年全年公司营收同比增长 14.7%, 实现正增长。同时 Q4 单季度实现经营性现金流 6830 万元, 全年为-6504.1 万元, 较 21 年-2.3 亿元大幅改善。公司归母净利润为负, 原因系公司保持了较大的研发和销售投入以持续提升产品竞争力和市场地位, 以及客户回款周期延长导致信用减值增加, 22 年全年公司四项综合费用率为 67.4%, 较去年增加 2pp。毛利率方面, 公司全年实现毛利率 38.6%, 较去年降低 9.5pp。
- **公司具备稀缺的 5G 核心网组网能力, 10G PON 设备助力接入网增长。** 公网通信行业行业集中度高、参与玩家少, 能够提供 5G 核心网+基站端到端解决方案的企业比较稀缺, 主要有华为、中兴、爱立信、诺基亚、震有科技等企业。公司核心网与接入网具备高性价比与定制化程度高的优点, 已在“一带一路”沿线国家获取部分市场份额。同时, 公司是少数能够提供全系列 10GPON 产品的厂家之一, 10GPON 产品已供货中国广电。未来受益“一带一路”国家光进铜退, 及国内 FTTx 与千兆光网项目推进, 公司核心与接入网业务将持续增长。
- **深耕细分行业专网市场, 应急与能源业务有望放量。** 专网通信行业具有对定制化、安全性、可靠性有较高要求, 公司深耕专网市场, 已完成语音、视频、数据融合的统一指挥调度平台的建设, 聚焦智慧应急、智慧园区、智慧矿山、智慧城市等领域。国务院 22 年发布《“十四五”国家应急体系规划》, 对安全生产提出相应要求, 专网调度平台是保障生产安全的重要基础设施, 公司有望受益。
- **公司在卫星组网领域具备领先案例, 将受益我国低轨卫星星座建设。** 中国星网集团已向 ITU 提交 1.3 万颗低轨卫星备案, 未来星地组网需求广阔。公司是我国首个卫星通信系统“天通一号”核心网的唯一供应商, 具备领先的案例经验。未来低轨卫星星座发射以及地面站组网推进, 公司卫星互联网营收具备高弹性。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 23-25 年营收分别为 8.9 亿元、12.3 亿元、16.9 亿元, 归母净利润分别为 0.2 亿、1.2 亿、2.1 亿元, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 海内外运营商网络投资不及预期; 国际局势震荡等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	532.47	888.03	1225.81	1690.77
增长率	14.68%	66.78%	38.04%	37.93%
归属母公司净利润 (百万元)	-215.33	23.33	117.96	211.22
增长率	-112.09%	110.83%	405.62%	79.06%
每股收益 EPS (元)	-1.11	0.12	0.61	1.09
净资产收益率 ROE	-22.38%	2.31%	0.49%	15.94%
PE	-15	140	28	15
PB	3.55	3.38	3.02	2.54

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

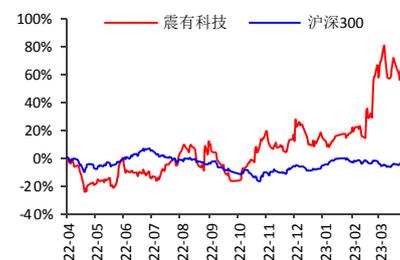
分析师: 高宇洋

执业证号: S1250520110001

电话: 021-58351839

邮箱: gyy@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)	1.94
流通 A 股(亿股)	1.33
52 周内股价区间(元)	7.7-19.8
总市值(亿元)	32.95
总资产(亿元)	15.99
每股净资产(元)	5.91

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 核心技术自主可控，公网与专网双领域共振 .....	1
2 财务分析 .....	6
3 盈利预测与估值 .....	7
3.1 盈利预测 .....	7
3.2 相对估值 .....	8
4 风险提示 .....	9

## 图 目 录

图 1：公司股权结构情况（截止 2022 年年报） .....	2
图 2：公司历年分业务营收占比情况（百万元） .....	4
图 3：公司历年分业务毛利率情况 .....	4
图 4：Starlink 部分信关站设置示意图（红点） .....	5
图 5：低轨卫星网络的 3 种工作模式 .....	5
图 6：2017-2022 公司主营业务收入变化情况 .....	6
图 7：2017-2022 公司归母净利润变化情况 .....	6
图 8：2017-2022 公司毛利率与净利率变化情况 .....	6
图 9：2017-2022 公司三费变化情况 .....	6
图 10：2017-2022 公司研发费用变化情况 .....	7
图 11：2022 年公司员工结构情况 .....	7

## 表 目 录

表 1：公司发展历程 .....	1
表 2：公司高管与核心技术团队 .....	2
表 3：主要产品基本情况 .....	3
表 4：“十四五”国家应急体系规划主要指标 .....	4
表 5：公司细分领域专网客户拓展情况 .....	5
表 6：分业务收入及毛利率 .....	7
表 7：可比公司估值 .....	8
附表：财务预测与估值 .....	10

## 1 核心技术自主可控，公网与专网双领域共振

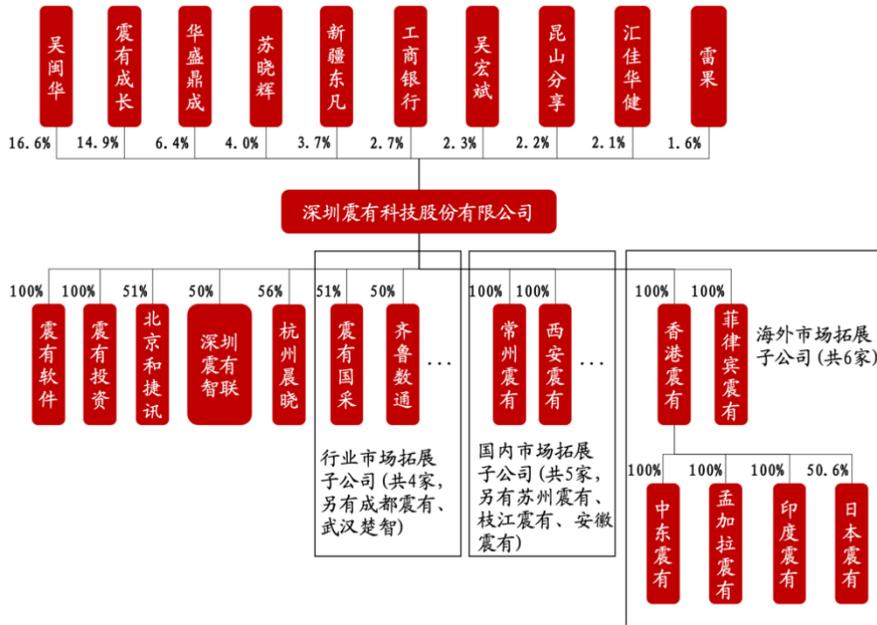
深耕通信系统领域十八年，核心技术自主可控的国家级高新技术企业。公司成立于 2005 年，原名深圳市双馨科技有限公司，后更名深圳市震有科技有限公司，2015 年完成股份制改造，2020 年 7 月成功登陆科创板。成立 18 年间，公司专注通信领域，致力于为电信运营商、政府、电力、煤矿等领域企业提供高质量通信系统设备，公司已实现核心网与接入网的完全国产化，可搭载国产芯片，采用自主研发的语音编解码技术。

**表 1：公司发展历程**

时间	发展历程
2005	深圳市双馨科技有限公司成立
2006	更名深圳市震有科技有限公司，主要从事企业网软交换系统的研发、设计和销售
2008	发布自研国产化软交换 NC5200，实现将小灵通从公网移植到煤矿井下专网
2010	成功将垃圾短信拦截设备应用于中国移动核心网
2012	发布光传输交换一体化产品 NC5200D/E，为边防、电力等行业提供新一代光电多业务综合接入解决方案
2013	收购 UTStarcom 的 NGN 产品线，进军海外市场
2015	完成股份制改造，更名“深圳震有科技股份有限公司”
2016	承建印度电信 (BSNL) 全国信令网、IMS 核心网和 500 万线接入网项目
2017	承接 UTStarcom 的 BSNL 二期网络建设项目
2018	承接 BSNL 三期接入网建设项目以及日本软银 (Softbank) 的 IP 通信网络升级改造项目
2019	承接吐鲁番智慧城市运营中心建设、中国电信天通项目核心网建设等项目
2020	成功登陆科创板
2021	承建 5 省厅数字应急项目、孟加拉电信核心网项目
2022	中标马来西亚电信核心网项目

数据来源：公司官网，西南证券整理

**股权结构集中，下设多家子公司精细分工。**董事长吴闽华是公司实际控制人，持股 16.6%。公司形成了合理的内部分工：一方面，公司在国内外设立常州震有、菲律宾震有等市场拓展子公司，负责不同区域的市场开发及售后服务；另一方面，公司设立了震有国采、齐鲁数通等行业拓展子公司，负责核心网设备和应急指挥系统等其他开发项目，协助母公司不断丰富产品线，提供更多元化的通信服务。

**图 1：公司股权结构情况（截止 2022 年年报）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**高管具有专业背景深厚，行业经验丰富。**董事长吴闰华毕业于中国科学技术大学少年班，曾在华为、尚阳科技等多家科技公司任职，拥有技术与管理复合经历。公司核心高管与技术人员大部分出身自华为技术有限公司，深耕通信领域二十余年，具有丰富的产品研发经验。

**表 2：公司高管与核心技术团队**

核心技术人员	职务	简历
吴闰华	董事长	研究生学历，毕业于中国科学技术大学少年班、电磁场与微波技术专业。曾先后就职于华为、尚阳、沃其丰等科技公司，拥有超过二十年的丰富从业经验
姜坤	董事、核心技术人员	本科学历，毕业于西安交通大学计算机科学与技术专业。前华为技术有限公司工程师、尚阳科技（中国）有限公司高级工程师，在技术领域从业二十余年，研发经验丰富
杜旭峰	副总经理、核心技术人员	本科学历，毕业于华南理工大学通信工程专业。历任 TCL、华为、UTStarcom 核心技术人员，深耕通信领域超过二十年，相关产品研发能力优秀
张广胜	资深产品经理	研究生学历，毕业于南京理工大学控制理论与控制工程专业。历任华为软件开发工程师、UTStarcom 工程师，具有丰富的软件开发从业经验

数据来源：公司公告，西南证券整理

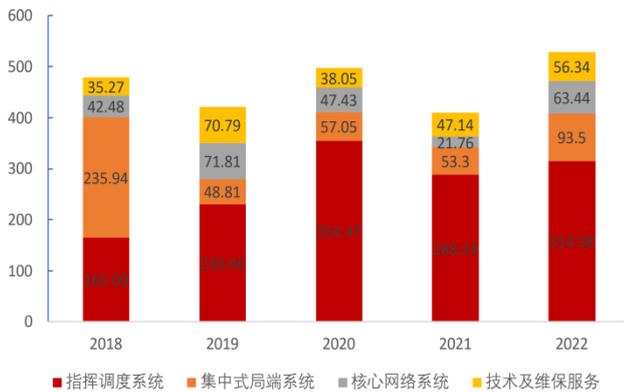
**通信领域全覆盖，主营业务分为四大板块。**公司产品涵盖公网和专网通信领域的核心层、汇聚层及接入层等各个网络层次，主要分为核心网络系统，集中式局端系统，指挥调度系统以及技术与维保服务四大板块。核心网络系统产品线面向电信运营商，主要以 mSwitch 系列产品为核心，采用网络功能虚拟化（NFV）架构，可灵活应用于运营商云计算平台。集中式局端系统产品线面向汇聚层和接入层网络，主要以综合业务接入网关（MSAN）系列产品和无源光网络接入（PON）系列产品为核心，为用户提供多种端口，满足各类业务接入需求。指挥调度系统产品线面向专网通信市场，采用“基础通信+行业应用”的模式，在智慧城市、煤矿生产调度等多种场景中有广泛的应用。

**表 3：主要产品基本情况**

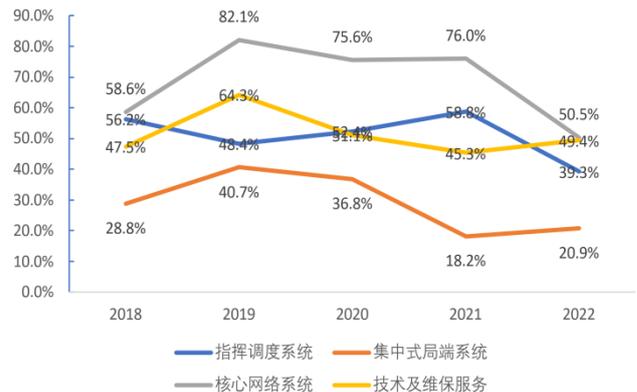
产品类别	产品名称	产品图例	产品介绍
核心网络系统	UTEx-CSCF 核心呼叫控制单元		IMS 解决方案的核心部件, 提供呼叫控制和连接管理功能, 支持 VoLTE 特性
	UTEx-BMCF 边界网关控制单元		支持固定/移动的接入, 将呼叫在 IMS 网络和公共电话网络之间进行路由, 同时为呼叫选择合适的媒体网关
	iUMG 媒体网关		提供 IMS 网络和公共电话/移动网络的媒体互通功能
	SGSN/GGSN 3G 数据域单元		电信运营高级高可靠性 3G 核心网分组域系统, 为用户提供数据域上网业务
	HSS 4G 用户认证管理系统		电信运营高级高可靠性归属签约用户系统, 提供用户 4G 相关签约数据及位置信息管理
	4G 核心网 EPC		基于高性能的 NFV 虚拟化平台开发, 电信运营高级高可靠性 4G 无线核心网系统, 为运营商和行业用户提供无线用户管理和上网业务
集中式局端系统	B1205/B1205E/B1205F MSAN 多业务综合接入		支持双主控、双电源备份方式, 支持对 IP 语音网内其他设备的管理, 提供 IMS/NGN 语音接入、ADSL/ADSL2/ADSL+ 等多种宽带接入
	iAN8000 MSAN 多业务综合接入		支持双主控、双电源备份方式, 支持现有 POTS/BR1/PRI 用户接入, 支持 PSTN 网、NGN/软交换网之间的业务多路由, 实现从窄带或宽带接入向 NGN/IMS 网络平滑演进
	GX3500/ GX3500E GPON 无源光网络接入		提供 GPON/XGPON/XGS-PON 接入, 通过光/电以太网接口与 IP 核心网相连, 支持数据、语音、视频三种业务, 提供不间断转发、优雅重启、环网保护等多种高可靠技术
	GX3108G GPON 无源光网络接入		面向融合业务网络的盒式电信级光接入 GPONOLT, 提供 8 个下行 GPON 口, 4 个上行 GE 光口和 2 个万兆 SFP+ 端口, 支持不同类型 ONU 的混和组网
指挥调度系统	NC5200 系列 核心软交换调度机		高性能、电信级的一体化多业务软交换设备。采用模块化设计, 具有丰富的硬件接口类型, 支持有线/无线用户接入, 拥有可视化图形调度界面
	VDG2000 视频融合网关		多功能高清视频融合会议网关, 高度集成 MCU、注册、穿透、会议管理、设备管理、SIP 中继、WebRTC、GK&H.460 服务于一体
	EDT 系列 多媒体调度台		系列产品覆盖便携式, 手提式, 低功耗等多种使用场景, 提供可视化图形调度界面, 调度用户状态一目了然, 便于进行准确决策和快速指挥
	LBS-U2000P 便携应急指挥箱		一款便携式移动指挥调度平台, 体积小、容量大、支持单兵携行或车辆运输至目的地, 可就地高速展开工作; 将电话交换、视频会议、语音对讲、等功能集成到一体化箱内
	LBS-U2000 便携融合通信指挥箱		提供基于 COFDM 技术和 MESH 多跳自组网技术的音视频全双工通话、集群通信、多媒体调度、GIS 调度等功能

数据来源: 公司公告, 公司官网, 西南证券整理

公司指挥调度系统收入占六成，核心网系统毛利率高。22年公司指挥调度系统营收3.1亿元，在总营收中占比最大，为59.2%，核心网和集中式局端共占总营收的29.5%，占比较21年有所提升。由于通信设备解决方案包括了硬件和软件系统，因此软件部分占比较高的核心网和指挥调度系统拥有更高的毛利率，22年公司核心网和指挥调度系统毛利率有所下滑的原因系本年度硬件出货占比提升，原材料成本增长。

**图 2：公司历年分业务营收占比情况（百万元）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 3：公司历年分业务毛利率情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

应急“十四五”对安全生产提出确定要求，指挥调度专网需求高增。国务院在2022年发布《“十四五”国家应急体系规划》，提出到25年我国应急科技信息化水平和综合保障能力要大幅提升，到35年全面实现依法应急、科学应急、智慧应急，形成共建共治共享的应急管理新格局。规划要求1) 县级以上应急管理部门行政执法装备配备达标率达到80%；2) 重点发展应急管理与指挥调度平台、应急通信产品、应急广播系统、灾害现场信息获取产品等新型应急指挥通信和感知产品；3) 推动应急管理专用网、电子政务外网和外部互联网融合试点。近三年，我国公共安全财政支出总额均在1.4万亿元左右，保持稳定。总体来看，“十四五”期间我国公共安全和公共事业指挥调度专网将继续高速发展。

**表 4：“十四五”国家应急体系规划主要指标**

指标	预期值	属性
生产安全事故死亡人数	下降 15%	约束性
重特大生产安全事故起数	下降 20%	约束性
单位国内生产总值生产安全事故死亡率	下降 33%	约束性
工矿商贸就业人员十万人生产安全事故死亡率	下降 20%	约束性
年均每百万人口因自然灾害死亡率	<1	预期性
年均每十万人受灾人次	<15000	预期性
年均因自然灾害直接经济损失占国内生产总值比例	<1%	预期性

数据来源：中国政府网, 西南证券整理

专网解决方案经验丰富，深耕细分市场覆盖客户不断拓展。公司在政府应急、化工园区、智慧矿山等领域的解决方案具有大量成功案例：公司政府应急系统已被5个省级管理厅、3个省会城市级、30余个地市级、50余个区县级的应急管理部门采用，典型服务案例包括70周年阅兵、22北京冬奥等；化工园区方面，公司与特变电工化学工程集团、永荣控股集团、信发集团等企业建设通信项目；矿山方面，公司自煤矿通信起家，服务于国家能源集

团（及旗下神东煤炭、乌海能源、神华宁夏煤业集团等）、中煤能源、陕西煤业化工集团、山东能源、晋能控股集团、山西焦煤集团、河南能化等煤炭企业，并推出了煤矿综合管控平台、矿用 5G 无线通信系统、煤矿智慧化矿山整体解决方案，行业竞争力持续提升。

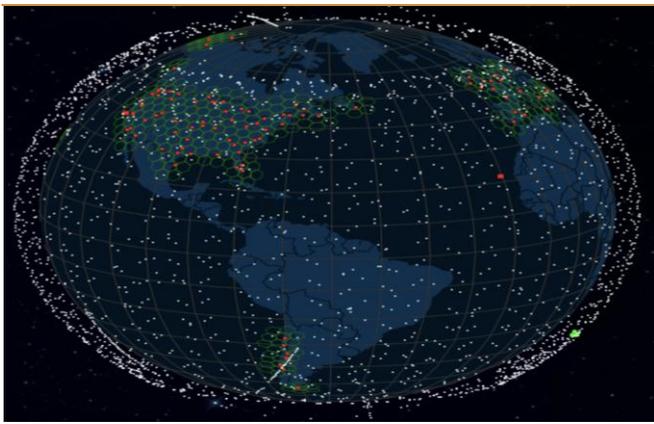
**表 5：公司细分领域专网客户拓展情况**

细分领域	业务拓展情况
政府应急	公司分别为山西、广东、河南、陕西、湖北等多个省级应急管理厅进行数字化升级，应急系统已被 5 个省级管理厅、3 个省、3 个地级市、30 余个地市级、50 余个区县级的应急管理部门采用。
智慧园区	与特变电工合作应急调度指挥中心二期项目，为中国化学工程集团、永荣控股集团、信发集团等建设通信系统。
智慧矿山	服务于国家能源集团（及旗下神东煤炭、乌海能源、神华宁夏煤业集团等）、中煤能源、陕西煤业化工集团、山东能源、晋能控股集团、山西焦煤集团、河南能化等煤炭企业，推出煤矿综合管控平台，矿用 5G 无线通信系统，煤矿智慧化矿山整体解决方案。

数据来源：公司公告，西南证券整理

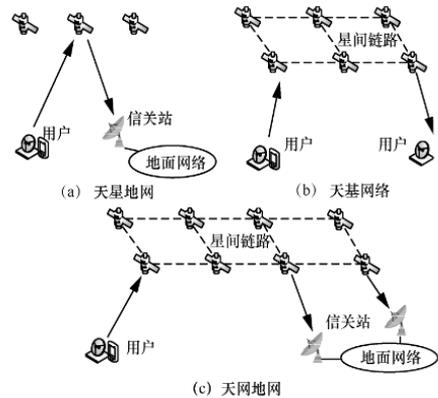
公司在卫星核心网领域具备领先案例，有望受益低轨卫星建设。公司是我国首个卫星移动通信系统“天通一号”核心网的唯一供应商，负责了卫星核心网以及卫星物联网的定制开发工作。“天通一号”01 星已于 2016 年 8 月 6 日成功发射，公司是国内少数具备卫星组网能力，且具备核心网组网案例的企业。星网公司在 20 年向国际电联申请了 1.3 万颗低轨卫星频谱资源，按照相关里程碑规定，需要在 7 年内完成发射。随着我国低轨卫星星座建设加速，星上及地面信关站的星地组网具有较大需求空间，公司有望受益。

**图 4：Starlink 部分信关站设置示意图（红点）**



数据来源：satellitemap，西南证券整理

**图 5：低轨卫星网络的 3 种工作模式**



数据来源《低轨巨型星座网络：组网技术与研究现状》，西南证券整理

## 2 财务分析

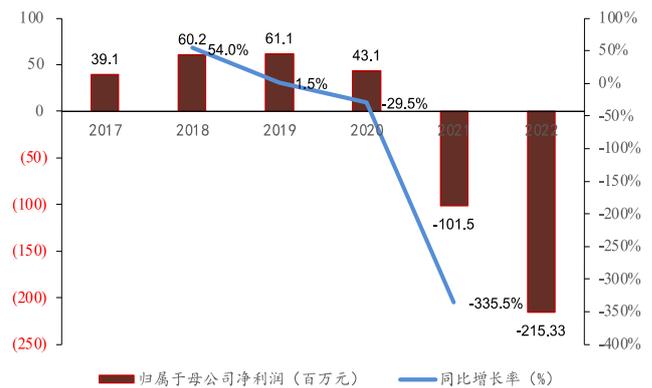
**利润短期承压，营收逐渐回暖。**受往年疫情和国际形势影响，公司海外订单增长放缓，但公司持续大力拓展海内外新市场，22 年各产品线营收均有所增长，全年公司实现营收 5.3 亿元，同比增长 14.7%，市场开拓已见成效。同时，公司为保持市场地位以及产品竞争力，在研发与市场方面持续投入，以及国际形势动荡导致客户回款周期延长，计提较多信用减值，故 22 年公司利润亏损扩大，全年实现归母净利润-2.2 亿元。

图 6：2017-2022 公司主营业务收入变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

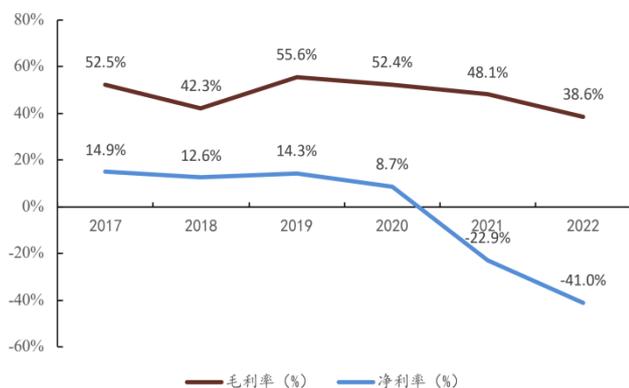
图 7：2017-2022 公司归母净利润变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

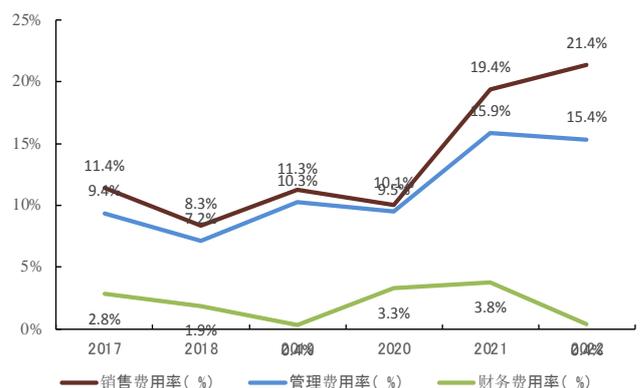
**硬件销售增长影响毛利率，综合费用率维持基本稳定。**2022 年公司实现毛利率 38.6%，较去年减少 9.5pp，主要原因系 22 年公司各产品线销售硬件产品较多，硬件产品相较于软件产品成本较高，毛利率较低。费用方面，公司加大了海内外市场的开拓力度以维护市场地位，故销售费用有所增长，同时受益于美元升值，公司汇兑收益增长，财务费用率有所减少。2022 年公司销售费用率为 21.4%，同比增加 2pp；管理费用率为 15.4%，同比基本持平；财务费用率为 0.4%，同比减少 3.4pp，综合来看，三项综合费用率基本维持稳定。

图 8：2017-2022 公司毛利率与净利率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2017-2022 公司三费变化情况

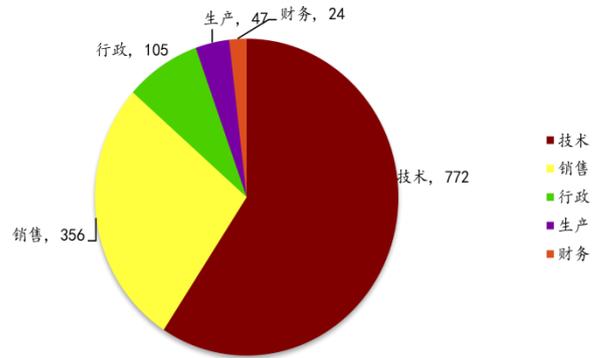


数据来源：公司公告，西南证券整理

**注重研发投入，研发费用率稳步上升。**公司经营模式是典型的“哑铃式”，十分注重价值链上的“战略环节”，逐年加大研发费用投入。此外，截止 2022 年，公司研发技术人员增至 772 人，研发人员占比为 59.2%。截至 2022 年 12 月 31 日，公司申请专利 713 项（其中发明专利 632 项）、软件著作权 394 项。

**图 10：2017-2022 公司研发费用变化情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：2022 年公司员工结构情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公网领域，公司受益一带一路国家市场“光进铜退”，以及国内千兆光网建设推进，假设运营商公网市场招标稳定增长，同时公司加大海内外市场开拓力度，公网订单规模恢复到疫情前水平。预计公司 2023、2024、2025 年集中式局端系统和核心网络系统的增速分别为 60%、30%、30%，其中集中式局端系统硬件占比较高，毛利率较低，分别为 25%、30%、30%，核心网络系统毛利率为 55%、60%、65%。

假设 2：专网领域，受益应急“十四五”对于安全生产的需求增长，应急指挥调度系统市场规模扩大。公司深耕矿山、园区等领域，在细分领域具备较强竞争优势，其中，发改委 2 月 2 日发布《煤矿安全改造中央预算内投资专项管理办法》，向单个煤炭项目补助最高 3 千万元以提升煤矿开采本安水平，实施周期为 23-25 年，未来三年煤矿智能化将加速推进。假设 23/24/25 年我国煤矿数量为 4100、4100、4000 座，煤矿数字应急平台渗透率逐年提升，叠加 3 年左右的井下通信设备更替周期，预计公司煤矿细分领域专网营收将快速增长。综合公司在智慧园区、智慧城市、智慧应急等细分领域订单增长，预计 23/24/25 年公司指挥调度系统收入增速分别为 77.4%、42.9%、42.3%，毛利率分别为 47%、44.4%、43.2%。

假设 3：按照行业惯例，每笔项目合同均会签订一定数额的技术与维保服务，随着公司订单规模增长，预计公司技术与维保服务收入增速为 30%、30%、30%，毛利率为 48.6%、47.8%、48.6%。

**表 6：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
指挥调度系统	收入	315.0	558.7	798.1	1135.4
	增速	9.28%	77.36%	42.86%	42.26%
	成本	191.3	295.9	443.4	644.9

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	毛利率	39.3%	47.0%	44.4%	43.2%
集中式局端系统	收入	93.5	149.6	194.5	252.8
	增速	75.40%	60.00%	30.00%	30.00%
	成本	74.0	112.2	136.1	177.0
	毛利率	20.9%	25.0%	30.0%	30.0%
核心网络系统	收入	63.4	101.5	131.9	171.5
	增速	191.50%	60.00%	30.00%	30.00%
	成本	31.4	45.7	52.8	60.0
	毛利率	50.5%	55.0%	60.0%	65.0%
技术及维保	收入	56.3	73.2	95.2	123.8
	增速	19.51%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本	28.5	37.6	49.7	63.6
	毛利率	49.4%	48.6%	47.8%	48.6%
其他	收入	4.22	5.06	6.07	7.29
	增速	-92.17%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	2.14	3.89	4.36	4.84
	毛利率	49.4%	23.0%	28.2%	33.5%
合计	收入	532.5	888.0	1225.8	1690.8
	增速	14.7%	66.8%	38.0%	37.9%
	成本	327.3	495.3	686.4	950.4
	毛利率	38.5%	44.2%	44.0%	43.8%

数据来源：Wind, 西南证券

### 3.2 相对估值

我们选取通信设备行业中的三家主流公司，其中烽火通信、锐捷网络向国内外公网与专网市场提供通信产品，数字政通专注于细分领域的专网市场，均与公司具备可比性。2023 年三家公司平均 PE 为 45.11 倍。考虑到公司公网专网协同发展，卫星互联网组网领域具备竞争优势，首次覆盖给予“持有”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			22A/E	23E	24E	22A/E	23E	24E
600498.SH	烽火通信	20.53	0.27	0.37	0.52	76.04	55.49	39.48
300075.SZ	数字政通	26.37	0.53	0.68	0.85	49.75	38.78	31.02
301165.SZ	锐捷网络	54.60	0.98	1.33	1.79	55.71	41.05	30.50
平均值						60.50	45.11	33.67
688418.SH	震有科技	16.85	-1.11	0.12	0.61	-15.18	140.42	27.62

数据来源：Wind, 西南证券整理，截至 2023 年 4 月 7 日

## 4 风险提示

海内外运营商网络投资不及预期；国际局势震荡等风险。

**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	532.47	888.03	1225.81	1690.77	净利润	-218.06	23.63	119.45	213.89
营业成本	326.71	495.28	686.41	950.43	折旧与摊销	28.35	22.86	22.86	22.86
营业税金及附加	2.37	4.53	5.99	8.38	财务费用	2.03	16.72	14.52	13.71
销售费用	113.71	106.56	110.32	152.17	资产减值损失	-15.31	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	243.12	248.65	294.19	355.06	经营营运资本变动	62.87	-59.64	-39.90	-152.57
财务费用	2.03	16.72	14.52	13.71	其他	75.09	13.23	1.38	14.46
资产减值损失	-15.31	-5.00	-5.00	-5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-65.04</b>	<b>11.80</b>	<b>113.31</b>	<b>107.36</b>
投资收益	0.96	3.00	4.00	5.00	资本支出	-132.85	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.22	0.18	0.16	其他	75.54	-23.80	13.19	2.16
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>-57.30</b>	<b>-43.80</b>	<b>-6.81</b>	<b>-17.84</b>
<b>营业利润</b>	<b>-225.38</b>	<b>24.51</b>	<b>123.56</b>	<b>221.19</b>	短期借款	58.48	-59.79	-55.76	-19.01
其他非经营损益	-0.06	-0.08	-0.06	-0.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-225.44</b>	<b>24.42</b>	<b>123.50</b>	<b>221.13</b>	股权融资	1.43	0.00	0.00	0.00
所得税	-7.38	0.80	4.04	7.24	支付股利	0.00	22.56	-2.44	-10.30
净利润	-218.06	23.63	119.45	213.89	其他	0.99	-57.59	-14.52	-13.71
少数股东损益	-2.73	0.30	1.50	2.68	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>60.91</b>	<b>-94.81</b>	<b>-72.72</b>	<b>-43.02</b>
归属母公司股东净利润	-215.33	23.33	117.96	211.22	<b>现金流量净额</b>	<b>-62.94</b>	<b>-126.81</b>	<b>33.78</b>	<b>46.50</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	215.61	88.80	122.58	169.08	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	638.32	786.22	954.13	1237.17	销售收入增长率	14.68%	66.78%	38.04%	37.93%
存货	394.89	385.01	409.85	470.48	营业利润增长率	-101.64%	110.87%	404.13%	79.02%
其他流动资产	51.45	45.52	43.55	56.24	净利润增长率	-105.16%	110.83%	405.62%	79.06%
长期股权投资	0.96	0.96	0.96	0.96	EBITDA 增长率	-142.91%	132.87%	151.10%	60.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	47.89	39.89	31.89	23.90	毛利率	38.64%	44.23%	44.00%	43.79%
无形资产和开发支出	162.68	168.99	175.30	181.60	三费率	37.10%	41.88%	34.18%	30.81%
其他非流动资产	110.66	109.49	108.31	107.14	净利率	-40.95%	2.66%	9.74%	12.65%
<b>资产总计</b>	<b>1622.47</b>	<b>1624.89</b>	<b>1846.58</b>	<b>2246.57</b>	ROE	-22.38%	2.31%	10.49%	15.94%
短期借款	195.38	135.59	79.83	60.82	ROA	-13.44%	1.45%	6.47%	9.52%
应付和预收款项	246.12	381.03	532.38	731.78	ROIC	-23.70%	4.03%	12.52%	19.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-36.62%	7.22%	13.13%	15.25%
其他负债	206.66	86.72	95.81	111.82	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>648.16</b>	<b>603.34</b>	<b>708.02</b>	<b>904.42</b>	总资产周转率	0.33	0.55	0.71	0.83
股本	193.61	193.61	193.61	193.61	固定资产周转率	16.80	30.24	57.36	126.44
资本公积	860.05	860.05	860.05	860.05	应收账款周转率	0.94	1.52	1.81	2.03
留存收益	-123.19	-77.30	38.22	239.13	存货周转率	0.99	1.25	1.70	2.14
归属母公司股东权益	919.32	966.26	1081.78	1282.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	129.49%	—	—	—
少数股东权益	54.99	55.28	56.78	59.46	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>974.31</b>	<b>1021.55</b>	<b>1138.56</b>	<b>1342.15</b>	资产负债率	39.95%	37.13%	38.34%	40.26%
负债和股东权益合计	1622.47	1624.89	1846.58	2246.57	带息债务/总负债	30.14%	22.47%	11.28%	6.72%
					流动比率	2.21	2.40	2.36	2.29
					速动比率	1.54	1.69	1.73	1.73
					股利支付率	0.00%	-96.72%	2.07%	4.88%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-1.11	0.12	0.61	1.09
					每股净资产	4.75	4.99	5.59	6.63
					每股经营现金	-0.34	0.06	0.59	0.55
					每股股利	0.00	-0.12	0.01	0.05
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	-195.01	64.09	160.94	257.76					
PE	-15.15	139.84	27.66	15.45					
PB	3.55	3.38	3.02	2.54					
PS	6.13	3.67	2.66	1.93					
EV/EBITDA	-16.33	49.66	19.28	11.77					
股息率	0.00%	—	0.07%	0.32%					

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