

中报业绩高增，终检外观设备打开增量空间

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年半年度报告。公司上半年实现收入 8347.1 万元，同比+32.1%，环比+19.6%，实现归母净利润 1928.5 万元，同比+31.1%，环比+33.5%；其中单 Q2 实现收入 4599.4 万元，同比+25.1%，环比+22.7%，实现归母净利润 1305.9 万元，同比+45.8%，环比 109.8%，盈利能力持续提升。
- **公司新品形成销售，打开增量空间。** 23H1 公司营收增长 32.1%，保持增长趋势的主要原因是新产品形成销售。上半年新产品的销售占比为 30%左右。目前公司新应用场景检测设备已开发多款产品，其中最有代表性的产品为终检外观设备。该设备属于 AI 带来的新应用场景，终检外观 AI 大模型实现为客户减人，提升出厂产品品质的目标。截至今年 7 月，已有两家行业头部企业在批量推广使用中，并有多家客户在试用。
- **研发投入增加，增强公司产品竞争优势。** 与行业平均水平相比，公司产品性能指标在行业中处于领先地位，其中识别精度达到漏判率 0.05%，误判率 3%，并且能使下游客户良品率达到 99.7%。23H1 研发费用率为 10.7%，较上年同期+2.1pp，这是为了保证产品的竞争性，公司加大了对研发投入，并增加了 8 名研发人员。综合来看，23H1 公司净利率为 23.1%，毛利率为 43.7%，均与去年基本持平。
- **无人机检测加数据 AI 分析云平台，打开公司第二成长曲线。** 该项目可以将公司业务向下游延伸，也为实现光伏组件、电站全生命周期的检测、运维及管理提供了重要支撑。该项目能够利用无人机实现 EL，大大提高 EL 拍摄的效率，并提供领先于现有市场的解决方案。这将助力公司将盈利模式转变为服务销售盈利，公司可就检测服务、云平台服务和硬件销售进行收费。
- **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 0.4/0.5/0.6 亿元，对应 PE 分别为 16/13/10 倍。公司作为光伏检测行业的头部企业，市占率较高。随着行业智能化推进、公司产品线的不断拓展，无人机检测加数据 AI 分析云平台，打开公司第二成长曲线以及募投项目落地投产，公司业绩有望稳步上升。考虑到不同市场间的流动性差异，给予公司 2024 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 11.68 元，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动、产业政策变化及市场空间下滑风险；应收款项回收风险；存货跌价风险；经营性现金流量为负的风险；主要产品存在市场规模较小的风险；毛利率持续下滑风险；技术及产品研发失败的风险等。

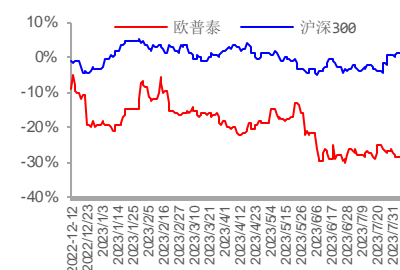
| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 132.95 | 175.26 | 227.90 | 291.06 |
| 增长率 | 6.96% | 31.82% | 30.03% | 27.72% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 29.16 | 37.92 | 48.78 | 61.66 |
| 增长率 | -4.64% | 30.05% | 28.65% | 26.40% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.44 | 0.57 | 0.73 | 0.92 |
| 净资产收益率 ROE | 9.90% | 11.40% | 12.79% | 13.92% |
| PE | 21 | 16 | 13 | 10 |
| PB | 2.09 | 1.85 | 1.62 | 1.39 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: iFinD

基础数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(万股) | 6667.36 |
| 流通 A 股(万股) | 3948.21 |
| 52 周内股价区间(元) | 9.05-23.62 |
| 总市值(亿元) | 6.17 |
| 总资产(亿元) | 3.71 |
| 每股净资产(元) | 4.47 |

相关研究

1 光伏检测行业“排头兵”，国家级专精特新“小巨人”

光伏检测方案的专业设计者，国家级专精特新“小巨人”。公司主要从事光伏检测方案的设计及其配套设备、软件的研发、生产和销售，产品主要包括光伏检测设备、视觉缺陷检测系统和技术服务及配件。公司成立于1999年12月，于2016年在新三板挂牌，于2021年被评为国家级专精特新“小巨人”企业，并于2022年转入北交所成功上市。公司拥有多项国家发明专利和实用新型专利，荣获亚洲光伏产业协会理事单位、上海市高新技术企业等荣誉，全系产品均通过ISO9001质量管理体系认证、CE欧盟认证（进出口）。

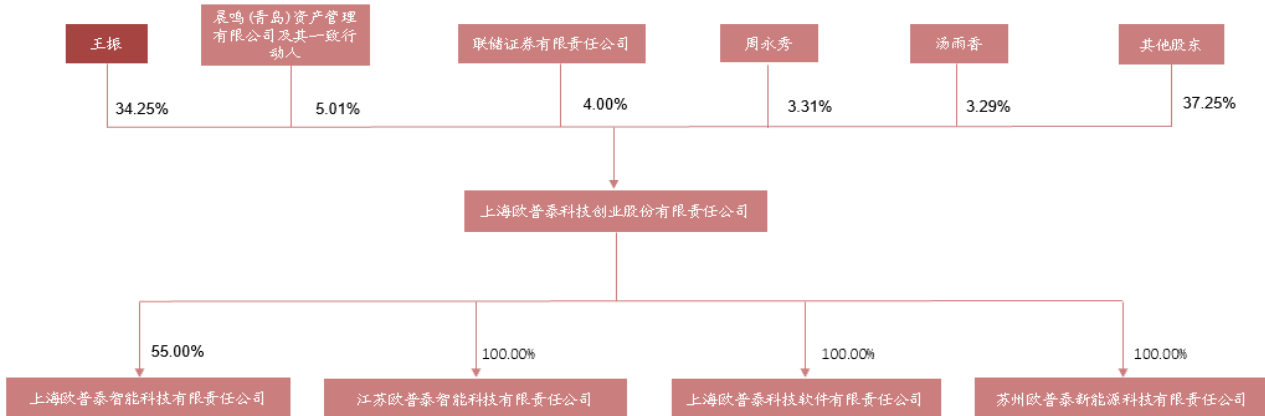
表 1：公司主要产品介绍

| 产品名称 | | 产品介绍 | 产品功效 |
|----------|------------|--|---|
| 光伏检测设备 | 电池片检测设备 | 公司目前生产并销售 电池片 EL 检测设备 。该设备是公司利用电致发光原理开发的一种检测太阳能电池片内部缺陷的检测设备。使用时，客户可将电池片样品正面向上叠放到 在测试盒中进行自动检测 。 | 通过对 EL 检测结果的分析判断， 更好的控制电池片来料的选择和生产过程中的工艺问题 。 |
| | 电池串检测设备 | 公司目前生产并销售 离线电池串检测设备和在线电池串检测设备 ，可同时对电池串 EL 和外观进行检测。 | 能实现对隐裂、虚焊、断栅、脏污等 电池串缺陷的检测，提升光伏组件的生产效率 。 |
| | 光伏组件检测设备 | 公司目前生产并销售 光伏组件 EL 和外观检测设备、便携式组件 EL 检测设备 。光伏组件 EL 和外观检测设备主要用于在光伏组件 生产过程中层压前及层压后 对光伏组件进行缺陷检测；便携式组件 EL 检测设备既能快速 把控产品质量标准 ，又能满足 运维便捷需求 。 | 用于检测光伏组件的 隐裂、碎片、虚焊、黑片、断栅、混档 等各种缺陷。 |
| | 接线盒焊接及检测设备 | 公司目前生产并销售 同时具备接线盒焊接与焊接检测功能 的自动化设备。该设备兼容单分体接线盒及三分体接线盒的焊接及检测功能，焊接模块和检测模块共用一台架构。 | 在焊接的同时完成对接线盒焊接效果的检测，减轻了工人的作业强度，节约时间，减少操作人员， 提高了生产效率和产品质量 。 |
| 视觉缺陷检测系统 | 电池串自动检测系统 | 通过抓取多台电池串检测设备拍摄的电池串图像发送至服务器进行软件自动缺陷识别，输出缺陷产品图片后集中显示并由一位操作人员进行人工复判，从而对电池串图像进行 EL 和外观缺陷检测。 | 帮助串焊工艺操作 减少人力成本 ，实现 组件厂商质检人员精简并提升电池串产品质量 。 |
| | 电池串返修查询系统 | 检测出存在缺陷的不良电池串后，电池串检测设备会将不良电池串归集至带有条码的料盒。返修人员根据该料盒内显示出的不良电池串的检测图像进行返修。 | 可 提高电池串返修的效率与质量 。 |
| | 光伏组件自动检测系统 | 通过抓取多台光伏组件检测设备于层压前及层压后拍摄的组件图像发送至服务器进行软件自动缺陷识别，输出缺陷产品图片后集中显示并由 1-2 位操作人员进行人工复判，从而对光伏组件图像进行 EL 和外观缺陷检测。 | 帮助光伏组件厂商操作 减少人力成本 ，实现 质检人员精简并提升光伏组件产品质量 。 |
| 技术服务及配件 | 技术服务 | 公司为下游客户提供的技术服务主要包括 光伏检测设备升级改造服务和光伏电站现场检测服务 。 | - |
| | 配件 | 公司在与下游客户发生业务往来时可能会出现 少量光伏检测设备配件销售行为 ，例如销售电脑主机、相机、焊头、探针头、步进电机等配件。 | - |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

股权结构较集中，董事长王振为实际控制人。公司实际控制人为王振先生，其直接持有公司 34.3% 的股权。除王万法先生外，公司前五大股东分别为晨鸣(青岛)资产管理有限公司及其一致行动人 (5.0%)、联储证券有限责任公司 (4.0%)、周永秀女士 (3.3%)、汤雨香女士 (3.3%)。

图 1：公司股权结构 (截至 2023 年 8 月 9 日)

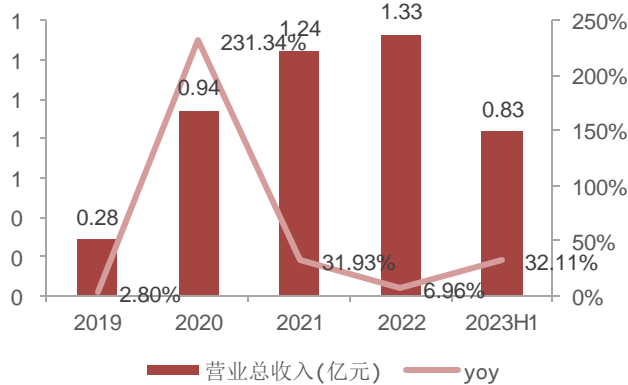


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

收入规模增长迅速，利润端触负反弹。1) **营收端：**2019-2022 年，公司营收从 0.3 亿元增长到 1.3 亿元，期间 CAGR 为 67.2%，其中 2022 年起公司营收步入慢车道，当年营收增速仅为 7.0%。2023 年上半年，产品结构发生变化，新产品的销售占比为 30% 左右，当期实现营收 0.8 亿元，同比增长 32.1%。

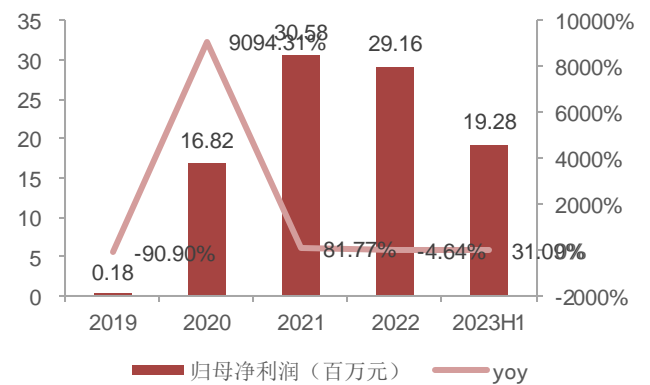
2) **利润端：**2019-2022 年，公司归母净利润从 0.2 百万元增长至 29.2 百万元，期间 CAGR 为 442.2%。其中 2022 年受疫情影响，延长了设备安装调试时间，客服成本增加，同时由于毛利较高的视觉缺陷系统销售较上年同期下降了 30.2%，以及产品竞争和产品的周期性使得老产品的销售价格有一定程度的下调，造成当年归母净利润同减 4.6%。2023 年上半年，因营收增长，当期实现归母净利润 19.3 百万元，同比大幅增长 31.1%。

图 2：2019-2023H1 公司主营业务收入



数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

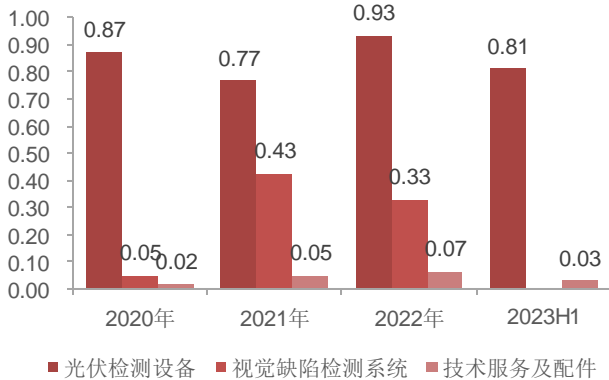
图 3：2019-2023H1 公司归母净利润



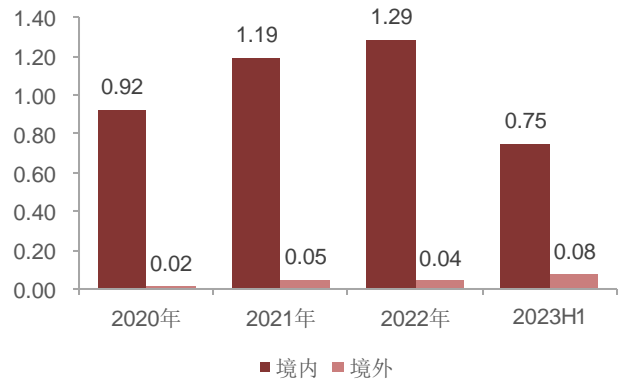
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

光伏检测设备是最主要产品，贡献营收超 95%。2020-2022 年，公司将产品分为“光伏检测设备”、“视觉缺陷系统”以及“配件及改造升级”。2020-2022 年，公司光伏检测设备收入由 8724.3 万元增长至 9338.0 万元，期间 CAGR 达 3.46%；视觉缺陷检测系统营收从 511.8 万元增长至 3299.1 万元，期间 CAGR 高达 153.90%；技术服务及配件营收从 186.3 万元增长到 658.3 万元。2023 年上半年公司不再单独列示视觉缺陷检测系统，这是因为在公司销售产品中视觉缺陷检测系统已集成在光伏检测设备中，故相关收入在 23H1 并入光伏检测设备项目。光伏检测设备在 2023H1 实现收入 0.81 亿元，占总营收的 97.6%，为公司主要收入来源；技术服务及配件项目在 2023H1 实现收入 287.1 万元，收入占比 2.4%。

境内市场贡献超主要收入，境外市场逐步扩容。公司把握国内行业市场机遇，持续优化生产工艺及资源配置，于 2022 年、2023H1 分别实现境内营收 1.3/0.8 亿元，同比分别增长 7.9%/23.8%。其中华北地区 2023H1 收入较去年同期增长 156.8%，主要是新增客户营口金辰收入为 721 万。2023H1 境外收入较去年同期增长 241.4%，主要原因系去年受疫情影响，去年同期对外销售较少。

图 4：2020-2023H1 公司各产品收入（亿元）


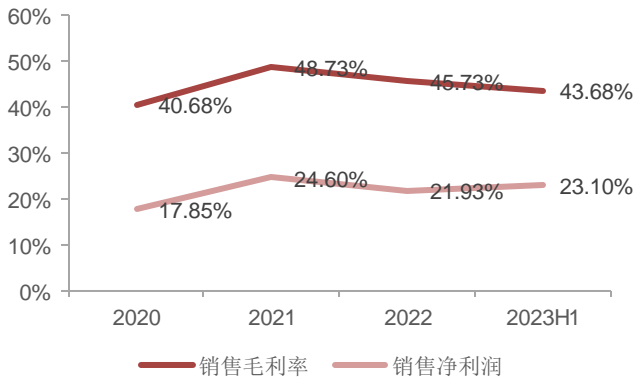
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理（注：2023H1 视觉缺陷检测系统收入并入光伏检测设备项目）

图 5：2020-2023H1 公司境内外收入（亿元）


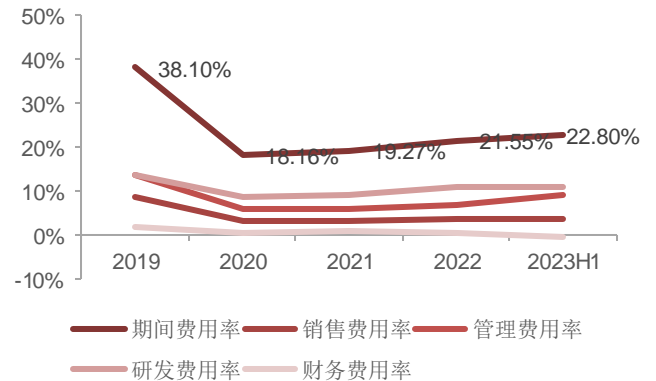
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

盈利能力坚挺，费用随营收规模增加。1) **利润率方面：**由于公司在保证存量的基础上不断加大研发力度，推出新产品，拓展新客户，公司毛利率和净利率整体变化不大，截至 2023H1，公司毛利率为 43.7%，净利率为 23.1%。

2) **费用率方面：**2019-2022 年，公司期间费用率从 38.1% 下降至 22.6%。2023 年上半年，公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.8%/9.0%/-0.7%/10.7%，较去年同期分别 +1.3/+3.1/-1.3/+2.1pp。整体费用增加 5.2pp 至 22.8%。销售及管理费用的增加主要因为公司业务开展，客户基地增加导致客服费用增加，并增加了运营管理和业务人员。此外公司还因搬迁产生了离职赔偿金；财务费用的下滑是由公司货币资金的利息收入带动；研发费用的增加是公司为了保证产品的竞争性，公司加大了对研发投入。

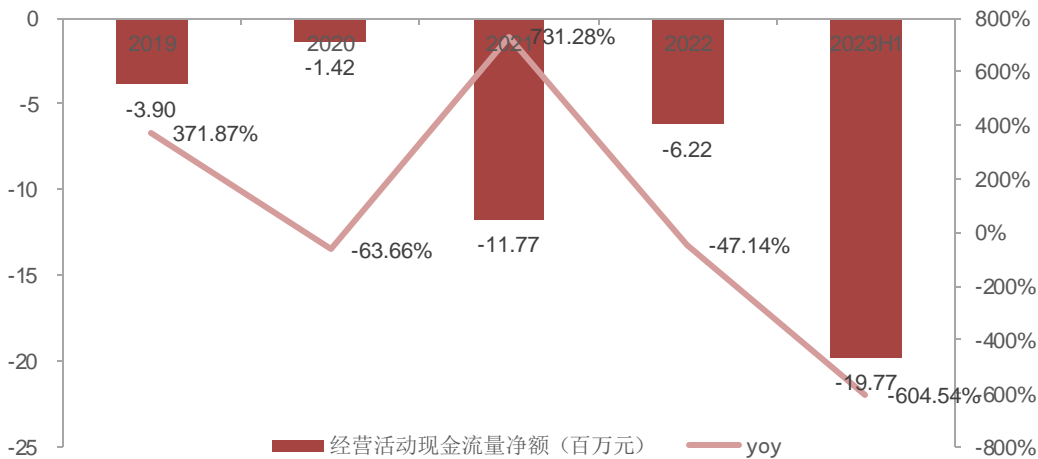
图 6：2019-2023H1 公司毛利率和净利率情况


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

图 7：2019-2023H1 公司费用率情况


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

经营活动现金流长期位于负水平。公司的经营活动和投资活动产生的现金流为负，融资活动产生的现金流为正，这表明公司正处于快速发展阶段。2020年，公司营业收入的大幅度增长，导致经营性现金流入较多，经营活动现金流净额大幅上升至-1.4百万元。2021年，公司营收虽增加，但合同资产较上年同期增加，经营活动现金流下降至-11.8百万元。2022年，因针对采购量大的供应商，适当的延长货款支付的月结方式，公司经营活动现金流增加至-6.2百万元。2023H1，公司经营活动现金流净额为-19.8百万元，同比减少604.5%，主要系公司受上下游结算政策及备货的影响，公司营收增加，但较多客户使用票据结算的方式，票据本身不产生现金流，导致公司现金流入及收现率较低。

图 8：2019-2023H1 公司经营活动现金流情况


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：光伏检测设备价格与光伏行业景气度密切相关，2023 年光伏行业增速保持较高水平，且公司在行业中占有率高，并在新应用场景检测设备方面开发出多款产品。我们预计 2023-2025 年公司光伏检测设备销售单价涨幅增速约为 12%/11%/10%，销量约为 2200/2700/3300 套。

假设 2：光伏产业降本增效需求增强，行业智能化水平不断提升。公司在 2023 年半年报中表示将该业务集成在光伏检测设备中，公司视觉缺陷检测系统业务有望跟随光伏检测业务增长而稳步增长。我们预计 2023-2025 年公司视觉缺陷检测系统销售单价相对稳定，销量约为 2200/2500/2800 套。

假设 3：技术服务及配件项目主要针对前期销售的设备进行升级改造。随着光伏检测方式进一步向自动化、智能化发展，该业务有望稳步小幅增长。我们预计 2023-2025 年技术服务及配件收入分别为 7.2/8.0/8.8 百万元，yoy 分别为 10%/10%/10%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 光伏检测设备 | 收入 | 93.4 | 130.7 | 177.8 | 234.7 |
| | 增速 | 21.9% | 40.0% | 36.0% | 32.0% |
| | 毛利率 | 32.1% | 30.0% | 31.0% | 32.0% |
| 视觉缺陷检测系统 | 收入 | 33.0 | 37.3 | 42.1 | 47.6 |
| | 增速 | -22.6% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| | 毛利率 | 83.3% | 80.0% | 81.0% | 82.0% |
| 技术服务及配件 | 收入 | 6.6 | 7.2 | 8.0 | 8.8 |
| | 增速 | 29.8% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 50.8% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 合计 | 收入 | 133.0 | 175.3 | 227.9 | 291.1 |
| | 增速 | 7.0% | 31.8% | 30.0% | 27.7% |
| | 毛利率 | 45.7% | 41.5% | 40.9% | 40.7% |

数据来源：Wind，西南证券（注：2023H1 公司将视觉缺陷检测系统并入光伏检测设备项目，合并后预计 2023-2025 年光伏检测设备收入分别为 1.7/2.2/2.8 亿元，yoy 分别为 33.0%/30.9%/28.4%，毛利率分别为 41.1%/40.6%/40.4%）

公司主要产品为光伏检测设备、视觉缺陷检测系统和技术服务及配件。作为光伏生产设备的细分市场，公司的主要竞争对手规模均较小且未实现上市，因此选取与公司所处行业相同，且产品应用领域相同或相近的京山轻机、金辰股份、凌云光、矩子科技和天准科技五家上市公司作为可比公司。从 PE 角度看，2023-2025 年，五家公司平均估值为 34.9/24.6/19.2 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1.8/2.3/2.9 亿元，yoy 分别为 31.8%/30.0%/27.7%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 0.4/0.5/0.6 亿元，对应 PE 分别为 16/13/10 倍。公司作为光伏检测行业的头部企业，市占率较高，已积累了丰富的行业经验和良好的客户口碑。随着行业智能化推进、公司产品线的不断拓展，无人机检测为数据云平台，打开公

司第二成长曲线以及募投项目落地投产，公司业绩有望稳步上升。考虑到不同市场间的流动性差异，给予公司 2024 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 11.68 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 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 000821.SZ | 京山轻机 | 18.12 | 0.48 | 0.73 | 0.95 | 1.16 | 33.83 | 24.69 | 19.07 | 15.56 |
| 603396.SH | 金辰股份 | 58.77 | 0.56 | 1.62 | 2.95 | 4.60 | 149.95 | 36.31 | 19.90 | 12.76 |
| 688400.SH | 凌云光 | 25.98 | 0.40 | 0.60 | 0.79 | 0.97 | 63.10 | 43.46 | 32.80 | 26.76 |
| 300802.SZ | 矩子科技 | 20.25 | 0.50 | 0.63 | 0.96 | 1.29 | 37.05 | 33.34 | 23.53 | 17.56 |
| 688003.SH | 天准科技 | 41.18 | 0.78 | 1.13 | 1.50 | 1.78 | 40.45 | 36.57 | 27.68 | 23.21 |
| 平均值 | | | | | | | 64.88 | 34.87 | 24.60 | 19.17 |

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2023 年 8 月 9 日）

3 风险提示

宏观经济波动、产业政策变化及市场空间下滑风险；应收款项回收风险；存货跌价风险；经营性现金流量为负的风险；税收政策变化的风险；主要产品存在市场规模较小的风险；毛利率持续下滑风险；技术及产品研发失败的风险；核心技术泄密风险；技术人才流失风险。

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 | 132.95 | 175.26 | 227.90 | 291.06 | 净利润 | 29.16 | 37.92 | 48.78 | 61.66 |
| 营业成本 | 72.16 | 102.59 | 134.66 | 172.54 | 折旧与摊销 | 2.47 | 2.25 | 2.25 | 14.96 |
| 营业税金及附加 | 0.67 | 1.05 | 1.33 | 2.01 | 财务费用 | 0.59 | 0.11 | -0.19 | -0.12 |
| 销售费用 | 4.77 | 5.94 | 7.87 | 9.99 | 资产减值损失 | -2.66 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 管理费用 | 8.84 | 22.78 | 29.63 | 37.84 | 经营营运资本变动 | -41.62 | 83.88 | -4.10 | -15.85 |
| 财务费用 | 0.59 | 0.11 | -0.19 | -0.12 | 其他 | 5.83 | -2.86 | -0.89 | -0.89 |
| 资产减值损失 | -2.66 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 经营活动现金流净额 | -6.22 | 122.29 | 46.85 | 60.76 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -4.89 | -44.63 | -44.63 | -44.63 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -3.27 | -4.38 | -2.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -8.16 | -49.00 | -46.63 | -44.63 |
| 营业利润 | 31.80 | 41.80 | 53.59 | 67.82 | 短期借款 | -18.00 | -10.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 0.04 | 0.02 | 0.02 | 0.03 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 31.84 | 41.82 | 53.62 | 67.84 | 股权融资 | 132.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 2.68 | 3.89 | 4.83 | 6.18 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 29.16 | 37.92 | 48.78 | 61.66 | 其他 | -2.12 | 11.17 | 10.19 | 5.12 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 112.03 | 1.17 | 10.19 | 5.12 |
| 归属母公司股东净利润 | 29.16 | 37.92 | 48.78 | 61.66 | 现金流量净额 | 97.65 | 74.46 | 10.41 | 21.26 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 164.67 | 239.13 | 249.54 | 270.80 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 58.51 | 74.55 | 90.42 | 118.20 | 销售收入增长率 | 6.96% | 31.82% | 30.03% | 27.72% |
| 存货 | 27.43 | 47.10 | 58.51 | 72.51 | 营业利润增长率 | -7.37% | 31.44% | 28.23% | 26.54% |
| 其他流动资产 | 97.19 | 1.28 | 1.55 | 1.68 | 净利润增长率 | -4.64% | 30.05% | 28.65% | 26.40% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | -4.35% | 26.66% | 26.05% | 48.53% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 6.93 | 49.82 | 92.72 | 122.89 | 毛利率 | 45.73% | 41.47% | 40.91% | 40.72% |
| 无形资产和开发支出 | 2.60 | 2.27 | 1.95 | 1.62 | 三费率 | 10.68% | 16.45% | 16.37% | 16.39% |
| 其他非流动资产 | 7.92 | 13.73 | 15.54 | 15.36 | 净利率 | 21.93% | 21.64% | 21.41% | 21.18% |
| 资产总计 | 365.25 | 427.89 | 510.24 | 603.05 | ROE | 9.90% | 11.40% | 12.79% | 13.92% |
| 短期借款 | 10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 7.98% | 8.86% | 9.56% | 10.22% |
| 应付和预收款项 | 49.22 | 75.21 | 97.99 | 123.28 | ROIC | 23.40% | 30.61% | 40.51% | 37.44% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 26.22% | 25.19% | 24.42% | 28.40% |
| 其他负债 | 11.45 | 20.18 | 30.97 | 36.83 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 70.67 | 95.39 | 128.95 | 160.11 | 总资产周转率 | 0.46 | 0.44 | 0.49 | 0.52 |
| 股本 | 33.58 | 66.67 | 66.67 | 66.67 | 固定资产周转率 | 25.57 | 28.90 | 52.62 | 4.61 |
| 资本公积 | 184.73 | 151.64 | 151.64 | 151.64 | 应收账款周转率 | 2.86 | 2.83 | 2.99 | 3.00 |
| 留存收益 | 76.27 | 114.19 | 162.97 | 224.63 | 存货周转率 | 2.75 | 2.62 | 2.50 | 2.59 |
| 归属母公司股东权益 | 294.58 | 332.50 | 381.28 | 442.95 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 91.50% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 294.58 | 332.50 | 381.28 | 442.95 | 资产负债率 | 19.35% | 22.29% | 25.27% | 26.55% |
| 负债和股东权益合计 | 365.25 | 427.89 | 510.24 | 603.05 | 带息债务/总负债 | 14.15% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 5.03 | 4.59 | 3.91 | 3.60 |
| | | | | | 速动比率 | 4.63 | 3.99 | 3.33 | 3.04 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.44 | 0.57 | 0.73 | 0.92 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.42 | 4.99 | 5.72 | 6.64 |
| | | | | | 每股经营现金 | -0.09 | 1.83 | 0.70 | 0.91 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | |
| EBITDA | 34.86 | 44.15 | 55.65 | 82.66 | | | | | |
| PE | 21.15 | 16.26 | 12.64 | 10.00 | | | | | |
| PB | 2.09 | 1.85 | 1.62 | 1.39 | | | | | |
| PS | 4.64 | 3.52 | 2.71 | 2.12 | | | | | |
| EV/EBITDA | 4.41 | 8.28 | 6.35 | 4.02 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | | | | |

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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 |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 刘中一 | 销售经理 | 19821158911 | 19821158911 | lzhongy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyif@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@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 |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 徐铭婉 | 销售经理 | 15204539291 | 15204539291 | xumw@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 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 |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
