

成熟窄带业务持续拓展，成长业务发展稳健

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年中期报告。2023年上半年，公司实现营收22.6亿元，同比-7.4%；归母净利润0.8亿元，同比+608.1%。23Q2单季度，公司实现营收14亿元，同比+0.8%；归母净利润1.3亿元，同比+58.4%，超出市场预期。
- **通信业务稳健增长，利润水平显著提升。** 收入端，受到剥离赛普乐的影响，上半年公司合并报表营业收入同比减少7.4%，在剔除赛普乐影响后，H1营收同比增长4.5%。剔除调整后营收同比增长的主要原因系公司通信终端新品持续推出，专用通信业务收入稳定增长。利润率方面，23H1公司毛利率同比增加2.5pp，达49.6%，净利率由负转正，达3.4%。毛利率提升的主要原因系公司供应链持续降本、成熟业务规模效应显现以及成长业务逐步成熟，同时，公司采取“步步为盈”战略，控费效果显著。23年上半年，公司四项综合费用率为45.5%，同比下降3.2pp，管理费用和财务费用显著下降，带来净利率的较大提升。
- **海外订单快速增长，国内新赛道持续发力。** 在海外市场，公司重点加强“一带一路”沿线市场拓展，在中东、欧洲、美洲等多个国家和地区开展合作伙伴峰会并发布全球渠道伙伴招募计划，下半年海外业务增长趋势向好。在国内市场，公司产品线持续完善，覆盖领域持续拓展。新推出了H系列终端、TETRA终端、新一代基站以及新公转融合产品，在既有的传统窄带通信领域深耕的同时，持续发力应急指挥、石油化工、警用装备、智慧轨交等商业行业新赛道。在营销方面，公司数字化营销变革持续深入推进，利用数字化营销提升品牌影响力，聚焦公共安全、政务应急、交通、能源、工商业等重点行业，在国内推广“海能达线上商城”，覆盖更多中小型渠道和个人用户，持续打造专用通信合作生态。
- **“2+3+1”战略助力公司长期增长。** “2”指窄带数字产品，构成公司的基本盘业务；“3”指公专融合、4G/5G宽带、智能指调集成等业务，构成公司的成长型业务板块；“1”指语言、图像、数据、视频等全融合解决方案。其中，在卫星互联网领域，公司具有行业领先的技术和设计水平，能够为客户交付卫星通信关键元器件和天线终端。23H1，公司卫星产品在“一带一路”地区深入布局并实现规模销售，同时，公司对低轨卫星通信产业链及相关模组进行调研和技术攻关，原型终端研制工作正在进行。此外，在智能制造领域，公司聚焦新能源及汽车电子、机器人、通信及服务器等行业，为客户提供包括产品研发、物料采购、精工制造、全球物流等高品质一站式EMS服务，打造客户的“专属工厂”。
- **盈利预测与投资建议:** 公司在宽窄带通信均具备较强技术积淀，垂直行业解决方案覆盖广阔，有望持续受益宽窄带通信升级趋势和垂直行业数字化带来的需求增长。预计23-25年EPS分别为0.25元、0.32元、0.41元，参考行业可比公司，给予公司24年25倍PE，对应目标价8元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期、垂直行业专网建设不及预期等风险。

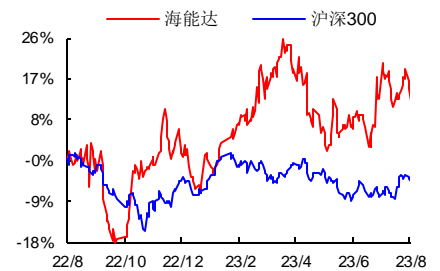
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5652.82	6561.88	7621.31	8856.45
增长率	-1.16%	16.08%	16.15%	16.21%
归属母公司净利润(百万元)	407.48	459.68	586.77	750.51
增长率	161.58%	12.81%	27.65%	27.91%
每股收益EPS(元)	0.22	0.25	0.32	0.41
净资产收益率ROE	6.40%	6.83%	8.05%	9.38%
PE	27	24	19	15
PB	1.78	1.68	1.55	1.41

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
电话: 13524424436
邮箱: yezy@swsc.com.cn
联系人: 曾庆亮
电话: 18070350292
邮箱: zqlyf@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)	18.16
流通A股(亿股)	12.80
52周内股价区间(元)	4.44-6.81
总市值(亿元)	110.60
总资产(亿元)	115.19
每股净资产(元)	3.50

相关研究

目 录

1 专用通信领域领军企业，窄带通信全产业链布局	1
2 业绩持续向好，提效控本构建全球营销网络	5
3 盈利预测与估值	6
3.1 盈利预测	6
3.2 相对估值	7
4 风险提示	7

图 目 录

图 1：股权结构图（截止 2023H1）	2
图 2：公司历年分业务营收占比情况.....	4
图 3：公司历年分业务毛利率情况.....	4
图 4：2019-2023H1 公司主营业务收入变化情况.....	5
图 5：2019-2023H1 公司归母净利润变化情况.....	5
图 6：2019-2023H1 公司毛利率与净利率变化情况.....	5
图 7：2019-2023H1 公司三费变化情况.....	5
图 8：2019-2023H1 公司研发费用变化情况.....	6
图 9：2022 年公司员工学历情况（人,%）.....	6

表 目 录

表 1：公司发展历程.....	1
表 2：高管及核心技术人员背景.....	2
表 3：主要产品基本情况.....	3
表 4：分业务收入及毛利率.....	6
表 5：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 专用通信领域领军企业，窄带通信全产业链布局

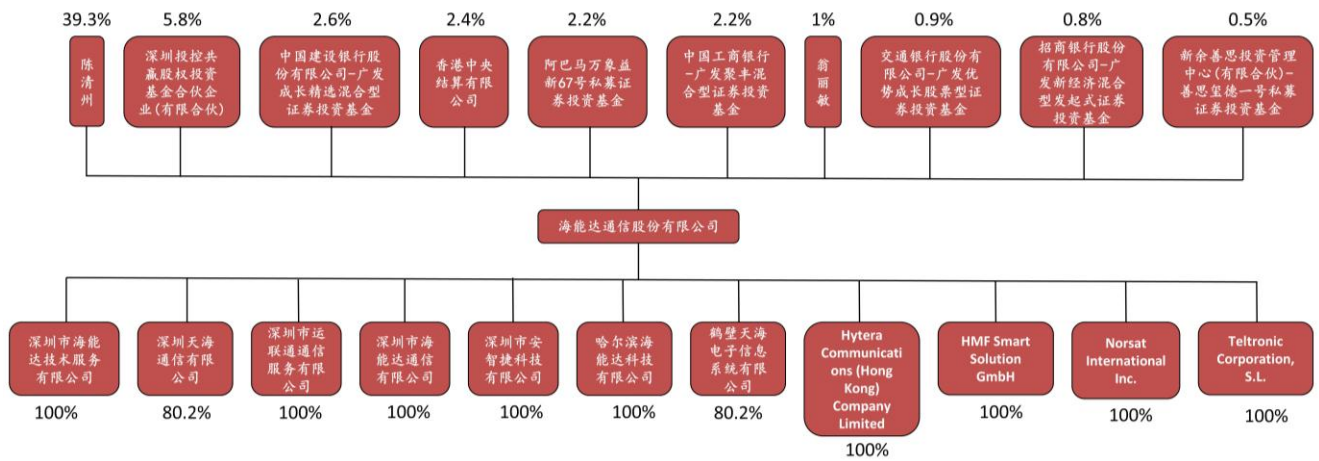
专用通信及解决方案提供商，历久弥新行业积累深厚。海能达前身深圳好易通科技有限公司成立于 1993 年，并于 1995 年推出我国第一款国产对讲机。海能达经过 30 年发展，收购了英国赛普乐集团、加拿大诺赛特公司，在德国、加拿大等国家和地区设立多家子公司，深耕全球专用通信领域，同时将业务领域拓展至公专融合通信产品、卫星通信产品，成为一家全球性专用通信领域产品及解决方案提供商。

表 1：公司发展历程

时间	发展历程
1993	海能达前身——深圳好易通科技有限公司成立
1995	推出我国首款国产品牌对讲机 C160
2000	TC-208/308 被认定为国家科技成果重点推广计划
2001	荣获“深圳科技百强”奖；TC-208/308 荣获深圳市科技进步二等奖
2003	推出 MPT-1327 集群系统，成为中国警用集群系统供应商
2004	研制成功第一台中文显示对讲机 TC3600，技术水平达到全球领先；总部建成国内规模最大的对讲机及无线警用集群的产研基地；海能达第一个海外子公司-美国子公司成立
2005	推出自主研发的 HDC2400TM 数字信令
2006	HYT 对讲机荣获“广东省名牌产品”称号；完成产品 RoHS 的切换，全面达到欧盟 RoHS 环保指令
2007	全球数字集群领域高峰论坛-第 40 届 TETRA 国际技术论坛在公司召开；TC1600 入选《财富》杂志“2007 年度最成功的 25 个产品设计”
2008	被认定为国家级高新技术企业；为全国近 40 个奥运火炬传递城市安保提供可靠的专业无线通讯保障；HYT 与欧洲宇航防务集团安全网络公司成功签署 TETRA 系统及终端 ODM 战略合作协议，首次全面实现 TETRA 系统在中国的本地化研发和生产
2009	收购赛格集团旗下的赛格通信公司，进入轨道交通市场；通过 SEICMM1L3 评估审批
2010	启动全球品牌战略并正式更名为海能达(Hytera)；牵头制订中国首个自主知识产权数字集群标准(PDT)；海能达数字集群通信研发中心在哈尔滨市举行奠基仪式，拟打造亚洲最大的数字化系统产品研发基地
2011	在深交所中小板挂牌上市；荣获“2010 年国家规划布局内重点软件企业”称号；海能达申报的国家科技重大专项一宽带多媒体集群系统(MTS)立项
2012	海能达入选《福布斯》“2012 中国最具潜力上市公司”榜单；迎来欧洲新成员 Hytera Mobilfunk GmbH(原德国罗德施瓦茨 PVR 公司)
2013	中国公安部以海能达承建的大庆市公安局为样板点，正式发布了我国第一个专业无线通信数字集群标准— PDT
2014	海能达再次斩获德国红点设计概念奖；哈尔滨海能达大厦落成，海能达国家重大专项支持项目揭牌
2015	海能达哈尔滨研发中心荣获黑龙江省警用数字集群通信工程技术研究中心认定；荣获“中国最具持续创新力上市公司称号”
2016	发布全球首款“ia”级 TETRA 对讲机，为全球最高防爆等级对讲机终端
2017	收购英国赛普乐集团，加强 TETRA、公共安全及轨道交通的全球竞争力；收购加拿大诺赛特 Norsat 公司，进入卫星通信领域；与西门子签署战略合作协议，打造智能制造标杆典范
2019	荣获中国专利奖、工信部“制造业单项冠军产品”大奖；PTC760 在 CCW2019 获最佳宽窄带融合终端奖
2020	发布 5G 垂直行业应用战略；“精工制坊”智能制造战略正式进入 4.0 阶段；上榜“2020 中国品牌价值 500 强”
2021	发布全新一代 PDT/DMR 产品 H 系列；与四川省公安厅联合成立“警务融合计算实验室”；发布《公专融合白皮书》；获评“高端制造产业最具成长上市公司”
2022	将全资子公司赛普乐 100%股权转让给 SBL 公司

数据来源：公司官网，西南证券整理

实控人稳定，下设多家子公司拓展多地多业务领域。公司实际控制人陈清州先生是海能达前身的创始人，目前持有海能达 39.3%的股份，其妻子翁丽敏女士持有 1%股份，与陈清州先生是一致行动人。海能达在全球各地通过并购、设立等方式拥有多家子公司。深圳市运联通信服务有限公司业务覆盖 800 兆赫无线电集群通信业务，HMF Smart Solution GmbH 主要业务包括电台、电视广播和无线通信设备的制造，Norsat International Inc.主要为基站天线和卫星地面终端产品的研发、生产、销售，并提供通讯解决方案。

图 1：股权结构图（截止 2023H1）


数据来源：公司公告，西南证券整理

高管任职海能达多年，从业经验丰富。董事长陈清州先生曾任泉州市红星无线电厂销售经理，后任威迅电子副总经理，积累了销售及管理经验后创立海能达，伴随海能达成长 30 年。公司董事及总经理蒋叶林先生拥有 15 年通信领域从业经历，并于 2009 年加入海能达。副总经理周炎先生曾任中国移动产品经理及招商证券通信行业高级分析师，对通信行业有深刻见解。公司董事孙鹏飞先生 2003 年加入海能达，兼任我国 PDT 联盟首席科学家、公安部通信标准化委员会委员，积极推进行业标准制定。

表 2：高管及核心技术人员背景

核心技术人员	职务	简历
陈清州	董事长	1984 年-1990 年在福建省泉州市红星无线电厂任销售经理；1990 年-1993 年在福建省威迅电子有限公司任副总经理；1993 年创立深圳市好易通科技有限公司，任董事长兼总经理。现任海能达通信股份有限公司董事长。
蒋叶林	董事、总经理	1994 年-2002 年历任上海贝尔阿尔卡特移动通信系统有限公司工程师、经理、总监；2002 年-2009 年历任上海贝尔有限公司移动核心网业务部总监、移动应用解决方案事业部总经理、核心网方案事业部总经理、新产品引入部负责人、公司副总裁；2009 年加入海能达，历任系统产品线总经理、常务副总经理、董事。
周炎	副总经理、董事会秘书	2008 年-2011 年在中国移动（深圳）有限公司任产品经理；2011 年-2018 年在招商证券研究发展中心历任通信行业高级分析师、联席首席分析师；2018 年 5 月加入海能达，现任海能达通信股份有限公司副总经理、董事会秘书。
孙鹏飞	董事	1997 年 7 月至 2003 年 9 月任哈尔滨侨航通信设备有限公司研究所副所长；2003 年 9 月加入海能达，历任哈尔滨子公司副总经理、总经理、哈尔滨研发中心总经理、公司副总裁、首席技术官等职位，兼任我国 PDT 联盟首席科学家、公安部通信标准化委员会委员、哈尔滨工业大学副教授。

核心技术人员	职务	简历
于平	董事	1999年-至 2018 年就职于中兴通讯股份有限公司，历任工程师、部门经理、IT 中心主任、架构流程部部长、IT 产品线总经理等职务；2019 年加入海能达，现任公司董事。
康继亮	董事、财务总监	2006 年硕士毕业后入职海能达，历任财务专员、资金税务部副部长、税务部部长、财务总监助理、财务副总监。现任海能达通信股份有限公司董事、财务总监。
彭剑锋	董事	现任中国人民大学劳动人事学院教授、博士生导师、北京华夏基石企业管理咨询有限公司董事长、中国人力资源开发研究会常务副会长兼企业人才分会会长、中国企业联合会管理咨询业委员会副主任委员、海能达及建信信托有限责任公司董事，兼任晶科电力科技股份有限公司、稳健医疗用品股份有限公司独立董事。

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

以窄带专网业务为基本盘，业务向公专融合、指挥调度平台、卫星通信领域拓展。专网是为特定区域内用户提供网络信号，帮助其进行组织、指挥、管理。在窄带数字专网产品领域，海能达提供 DMR、PDT、TETRA 制式的数字对讲机、中转台以及数字集群系统等全系列产品线，满足多领域多场景用户通信需求。公专融合是未来专网通信发展趋势，海能达提供 PoC&MCS 公网对讲终端搭配融合多媒体对讲平台，支持全国范围内无距通信。纵向来看，基于公司的专网通信产品，公司提供指挥调度智能集成与应急通信解决方案，满足公共安全、轨道交通、应急通信方面的需求。横向来看，卫星通信能弥补地面通信网络的不足，低轨卫星通信是未来空天地泛在通信的必要环节，2017 年公司收购加拿大 Norsat 公司，持续布局卫星通信领域。

表 3：主要产品基本情况

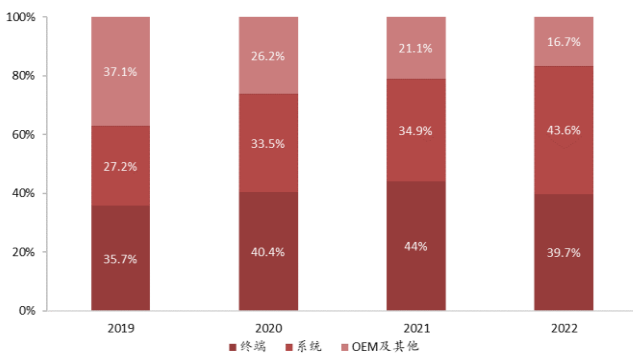
	细分类别	123	简介	图例
窄带数字专网产品	数字对讲机	<ul style="list-style-type: none"> DMR/PDT 数字对讲机 TETRA 数字对讲机 H 系列数字对讲机（新品） 	提供 DMR、PDT、TETRA 制式的手持台、车载台等符合多种行业场景的数字对讲机，支持数字、模拟两种模式。新一代 H 系列对讲机具备超清音频、超强电池、超快响应等特点。	
	中转台与数字集群系统	<ul style="list-style-type: none"> DMR/PDT 中转台与数字集群系统 TETRA 数字集群系统 XPT 增强型虚拟集群系统 	集群系统使得对讲机系统通过有限数量的频率优化语音呼叫或数据流量，最大限度地为一大群用户提供可用资源。	
公专融合产品	PoC&MCS 公网对讲终端	<ul style="list-style-type: none"> 公网对讲机 执法记录仪 多模智能对讲机 	<ul style="list-style-type: none"> 支持全网通 3G/4G/5G/WLAN 通信，无需建网，即可实现全国范围内的无距通信，突破传统对讲机通信距离短的瓶颈 支持通过宽带网络与窄带对讲机通信，实现对窄带覆盖的补盲、延伸，保障关键语音通信，助力用户的跨部门协同工作。 提供包括语音、视频、定位、调度等多种服务，满足公共安全、能源、铁路、电网、交通等垂直行业的需求。 	
	融合多媒体对讲平台	<ul style="list-style-type: none"> Hytera HyTalk 公网对讲平台 Hytera HyTalk Pro 公专融合平台 Hytera HyTalk MC 3GPP 宽带集群平台 Smart MDM 智能移动设备管理系统 		

	细分类别	123	简介	图例
指挥调度智能集成与应急通信解决方案	公共安全领域	<ul style="list-style-type: none"> 日常指挥调度产品 应急指挥调度产品 指挥中心整体解决方案 	<ul style="list-style-type: none"> 为警察、消防、应急、城管、交通、能源等客户提供指挥调度产品与解决方案，实现一站式选型与部署，提升各个业务环节之间的互联互通性。 	
	轨道交通领域	<ul style="list-style-type: none"> 行车调度 维修调度 环控（防灾）调度 	<ul style="list-style-type: none"> 多媒体融合通信平台打通各业务部门不同层级、不同平台、不同网络之间的通信壁垒。 	
	应急通信解决方案	<ul style="list-style-type: none"> E-center 手提现场指挥中心 E-pack 100 数字无线自组网转发台 	提供包括宽带自组网设备、便携式指挥中心设备、调度软件等一整套解决方案，满足在网络盲区、偏远地区以及网络中断环境下的重大节事应急指挥调度需求。	
卫星通信产品及解决方案	<ul style="list-style-type: none"> 噪声放大器 功率放大器 冗余备份控制器 卫星终端 		大多数无线通信传输距离有限，在自然灾害和重大任务保障期间需借助卫星通信。海能达提供噪声放大器（LNA，LNB）、功率放大器（BUC）等卫星通信关键元器件，以及固定式、便携式、车载动中通等卫星通信的整机产品。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

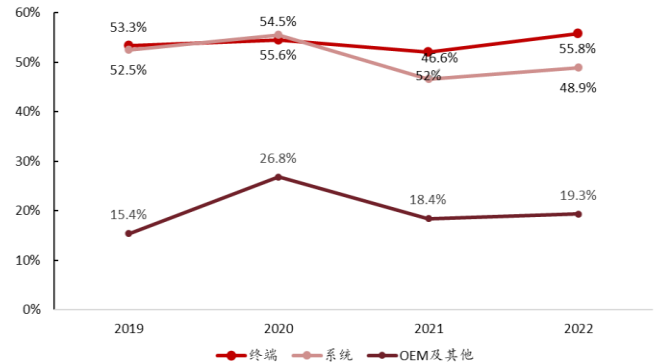
业务结构稳定，产品结构升级毛利率改善。海能达营收来源分为三部分：专网通信、公专融合通信等领域的终端产品、集群系统产品、代工及其他业务收入，其中终端、系统产品毛利较高，过去五年维持在 45% 以上，OEM（代工）及其他业务毛利较低，占比持续减少。2019-2022 年，代工及其他业务占比逐渐下降，而系统产品占比上升，我们认为未来公司业务结构将进一步优化。

图 2：公司历年分业务营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司历年分业务毛利率情况

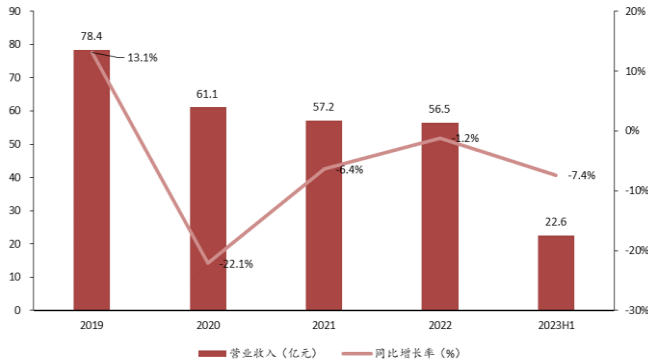


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 业绩持续向好，提效控本构建全球营销网络

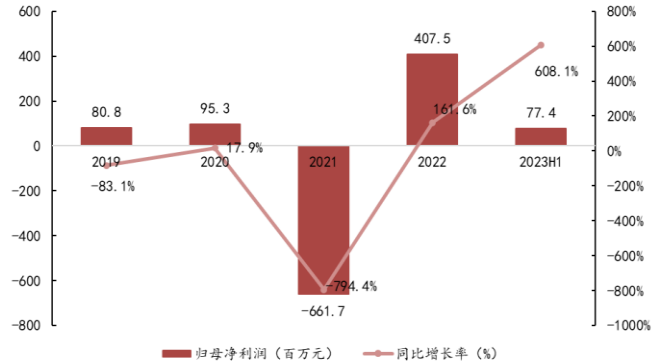
基本面积积极向好，利润回归正增长。2023H1 公司实现营业收入 22.6 亿元，同比下降 7.4%，由于公司去年 7 月出售 Sepura Limited(赛普乐)全部股权，剔除去年赛普乐在合并报表内的收入贡献后，2023H1 收入同比增长 4.5%。2023H1 公司实现归母净利润 0.8 亿元，创增速新高，达 608.1%。海能达以“步步为盈”为指导方针，公司基本面稳步向好。

图 4：2019-2023H1 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

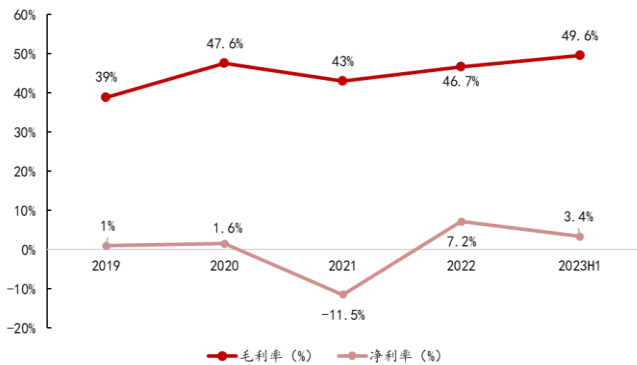
图 5：2019-2023H1 公司归母净利润变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

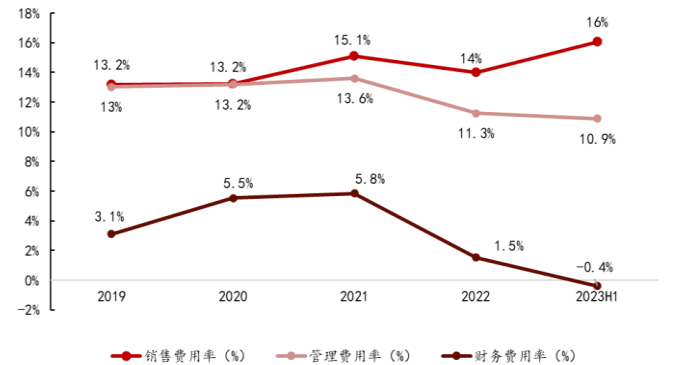
毛利率稳中有升，不断夯实全球营销网络。2023 年上半年公司主营业务毛利率显著提升，带动公司综合毛利率上升，2023H1 毛利率为 49.6%。从费用端来看，公司加大提效控本力度，管理费用率、财务费用率下降明显。2023H1 财务费用率为-0.4%，主要系公司利息支出同比减少，且汇兑收益较去年同期增加 1.5 千万元。公司探索数字营销新模式，从传统专网合作伙伴向外拓展新客户，并在全球进行多层次营销体系布局，2023H1 销售费用率增加 2pp，达 16%。随着公司不断拓宽业务边界，拉动成长型业务销售，未来收入增长可期。

图 6：2019-2023H1 公司毛利率与净利率变化情况



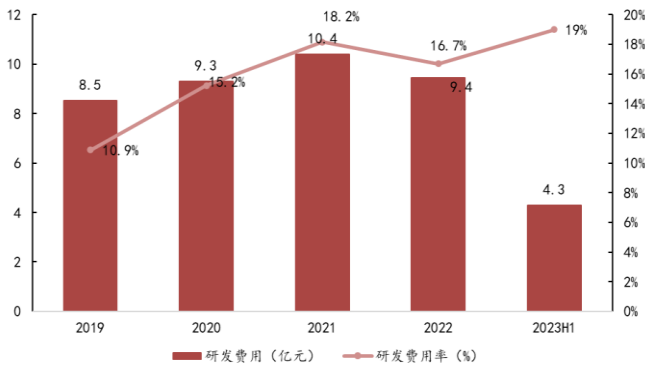
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2019-2023H1 公司三费变化情况

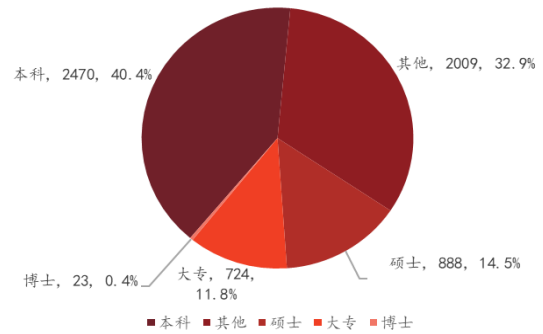


数据来源：公司公告，西南证券整理

依靠强大研发平台快速响应客户需求，员工学历背景优秀，创新成果丰硕。公司研发费用率持续提高，2023H1 研发费用率达 19%。海能达以创新为核心动力，在深圳、哈尔滨、南京、鹤壁、德国巴特明德、西班牙萨拉戈萨、加拿大温哥华等多地建有研发中心，具备国际领先的射频、声学等专业实验室，研发人员占总人数 40%以上，截至 2023H1 累计有 1827 项专利已获授权。从员工学历结构来看，公司拥有大量高学历人才，本科及以上学历占比 55.3%，硕士及以上学历占比 14.9%。

图 8：2019-2023H1 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 9：2022 年公司员工学历情况（人,%）


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：宽窄带终端技术持续迭代，公司新品持续推出。我们假设 23-25 年公司终端业务销售量增速为 15%、15%、15%，单价增速为 2%、2%、2%。同时，公司供应链管理持续优化，规模效应逐步显现，假设 23-25 年公司终端业务毛利率为 57%、59%、59%。

假设 2：公专融合、应急调度等系统级设备需求将持续增长，我们假设 23-25 年公司系统业务销售量增速保持为 15%，单价增速为 2%，毛利率为 50%、52%、52%。

假设 3：OEM 业务中，公司聚焦新能源及汽车电子、机器人、通信及服务器等行业，为客户提供包括产品研发、物料采购、精工制造、全球物流等高品质一站式 EMS 服务，我们假设 OEM 业务未来增速稳定，毛利率分别为 21.3%、19.5%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
终端	收入	2,246.5	2,635.1	3,091.0	3,625.8
	增速	-10.7%	17.3%	17.3%	17.3%
	毛利率	55.8%	57.0%	59.0%	59.0%
系统	收入	2,462.7	2,888.7	3,388.5	3,974.7
	增速	23.5%	17.3%	17.3%	17.3%
	毛利率	48.9%	50.0%	52.0%	52.0%
OEM 及其他	收入	943.6	1,038.0	1,141.8	1,255.9
	增速	-17.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	19.3%	21.3%	19.5%	20.0%
合计	收入	5,652.8	6,561.9	7,621.3	8,856.4

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	-1.2%	16.1%	16.1%	16.2%
	毛利率	46.7%	48.3%	50.0%	50.3%

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取专网通信的三家公司作为可比公司，分别为震有科技、上海瀚讯和佳讯飞鸿，三家公司主营业务均为垂直领域专网通信产品的研发销售，与公司具有可比性。2024 年三家公司的平均 PE 为 24.3 倍，公司采取“2+3+1”战略，具有较高成长空间，我们给予公司 24 年 25 倍 PE，对应目标价为 8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688418.SH	震有科技	16.66	0.18	0.70	1.05	92.56	23.8	15.87
300762.SZ	上海瀚讯	14.35	0.18	0.61	0.78	79.72	23.52	18.40
300213.SZ	佳讯飞鸿	6.15	0.15	0.24	0.31	41.00	25.63	19.84
平均值						71.09	24.32	18.04
002583.SZ	海能达	6.09	0.25	0.32	0.41	24.06	18.85	14.74

数据来源：Wind, 西南证券整理，截止至 2023 年 8 月 9 日

4 风险提示

下游需求不及预期、垂直行业专网建设不及预期等风险。

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	5652.82	6561.88	7621.31	8856.45	净利润	407.06	459.21	586.17	749.74
营业成本	3011.87	3394.51	3813.32	4398.80	折旧与摊销	495.58	569.09	569.09	569.09
营业税金及附加	37.63	41.15	48.78	56.30	财务费用	86.39	128.68	189.39	191.85
销售费用	790.72	853.04	1028.88	1195.62	资产减值损失	-42.75	-40.00	-40.00	-40.00
管理费用	1579.13	1771.71	2057.75	2391.24	经营营运资本变动	-149.82	-946.49	-726.18	-906.90
财务费用	86.39	128.68	189.39	191.85	其他	-173.20	97.10	17.47	252.13
资产减值损失	-42.75	-40.00	-40.00	-40.00	经营活动现金流净额	623.27	267.59	595.94	815.91
投资收益	284.84	3.00	4.00	5.00	资本支出	31.41	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	-1.06	-0.77	-0.74	其他	534.15	85.41	3.23	4.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	565.57	-14.59	-96.77	-95.74
营业利润	356.48	414.71	526.42	666.89	短期借款	-1215.54	19.19	-171.71	-370.63
其他非经营损益	-9.07	-22.80	-26.14	-27.01	长期借款	-359.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	347.41	391.92	500.27	639.87	股权融资	2.59	0.00	0.00	0.00
所得税	-59.65	-67.29	-85.90	-109.87	支付股利	0.00	-28.47	-32.12	-34.17
净利润	407.06	459.21	586.17	749.74	其他	-257.09	-515.05	-189.39	-191.85
少数股东损益	-0.42	-0.47	-0.60	-0.77	筹资活动现金流净额	-1829.61	-524.33	-393.23	-596.65
归属母公司股东净利润	407.48	459.68	586.77	750.51	现金流量净额	-556.02	-271.32	105.94	123.51
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	927.51	656.19	762.13	885.65	成长能力				
应收和预付款项	3411.22	4093.53	4649.69	5427.96	销售收入增长率	-1.16%	16.08%	16.15%	16.21%
存货	1706.69	1911.41	2315.96	2601.36	营业利润增长率	157.28%	16.34%	26.94%	26.68%
其他流动资产	312.78	153.80	178.63	207.58	净利润增长率	162.15%	12.81%	27.65%	27.91%
长期股权投资	30.22	30.22	30.22	30.22	EBITDA 增长率	252.63%	18.55%	15.50%	11.12%
投资性房地产	18.59	18.59	18.59	18.59	获利能力				
固定资产和在建工程	1673.00	1421.56	1170.12	918.67	毛利率	46.72%	48.27%	49.97%	50.33%
无形资产和开发支出	2030.15	1816.62	1603.10	1389.57	三费率	26.77%	41.96%	42.99%	42.67%
其他非流动资产	1399.41	1395.30	1391.18	1387.06	净利率	7.20%	7.00%	7.69%	8.47%
资产总计	11509.57	11497.22	12119.62	12866.66	ROE	6.40%	6.83%	8.05%	9.38%
短期借款	1561.49	1580.68	1408.97	1038.33	ROA	3.54%	3.99%	4.84%	5.83%
应付和预收款项	1704.16	1988.47	2197.44	2547.01	ROIC	7.28%	8.85%	10.98%	12.56%
长期借款	185.86	185.86	185.86	185.86	EBITDA/销售收入	16.60%	16.95%	16.86%	16.12%
其他负债	1696.33	1016.91	1048.01	1100.53	营运能力				
负债合计	5147.84	4771.92	4840.27	4871.74	总资产周转率	0.46	0.57	0.65	0.71
股本	1816.08	1816.08	1816.08	1816.08	固定资产周转率	5.15	7.03	11.17	20.55
资本公积	2834.13	2834.13	2834.13	2834.13	应收账款周转率	1.56	1.64	1.64	1.65
留存收益	1484.92	1916.13	2470.78	3187.12	存货周转率	1.57	1.74	1.75	1.76
归属母公司股东权益	6202.31	6566.34	7120.99	7837.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.78%	—	—	—
少数股东权益	159.43	158.96	158.36	157.59	资本结构				
股东权益合计	6361.74	6725.30	7279.35	7994.92	资产负债率	44.73%	41.50%	39.94%	37.86%
负债和股东权益合计	11509.57	11497.22	12119.62	12866.66	带息债务/总负债	40.92%	44.54%	40.37%	32.50%
					流动比率	1.49	1.75	2.00	2.29
					速动比率	1.09	1.26	1.41	1.63
					股利支付率	0.00%	6.19%	5.47%	4.55%
					每股指标				
					每股收益	0.22	0.25	0.32	0.41
					每股净资产	3.42	3.62	3.92	4.32
					每股经营现金	0.34	0.15	0.33	0.45
					每股股利	0.00	0.02	0.02	0.02
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	938.45	1112.49	1284.90	1427.83					
PE	27.14	24.06	18.85	14.74					
PB	1.78	1.68	1.55	1.41					
PS	1.96	1.69	1.45	1.25					
EV/EBITDA	11.87	9.99	8.43	7.24					
股息率	0.00%	0.26%	0.29%	0.31%					

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 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
