

业绩快速增长，5G富信及国际业务持续放量

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23.6亿元,同比+42.3%;归母净利润0.4亿元,同比+758.4%。23Q2单季度,公司实现营收13.3亿元,同比+37.2%;归母净利润0.3亿元,同比-33.3%。
- 5G富媒体消息、国际云通信业务量飙升,业绩显著提高。**收入端,2023上半年传统短信业务基本盘稳固,新业务及国际业务增长迅猛,其中5G富媒体消息业务量、收入分别同比增长136%、155.8%,国际云通信业务量、收入分别同比增长274%、325%。成本方面,公司降本增效,费用支出控制良好。23年上半年公司四项综合费用率为8.4%,同比下降3.2pp。
- 新业务增长曲线陡峭,海外市场前景广阔。**公司把握5G消息升级机遇,5G富媒体消息产品在企业客户中认可度不断提高,将逐步从导入期进入规模化发展阶段,2023年一季度5G富媒体消息业务量接近40亿条,同比增长227.5%。此外,5G富媒体消息产品毛利率较高,2023年上半年对公司毛利贡献额达30%。AIM消息方面,截止2022年底该产品已覆盖8亿手机终端,同时公司就5G消息回落解决方案与三大运营商达成合作,目前正顺利推进。公司已建成视频短信、AIM消息等富信平台,成功从由短信渠道商转变为具备自主核心技术的竞争壁垒的5G消息服务提供商。未来随着AIM消息等新业务将持续上涨,公司中长期发展动力充足。国际云通信业务方面,公司一方面帮助国内/国外企业触达国外/国内客户,另一方面基于现有技术平台优势,向国际运营商提供短信、富信平台。目前国际云通信业务处于起步阶段,凭借公司国际富信平台的技术优势,随着企业出海规模增大、公司对澳洲、非洲、美洲、东南亚等市场的不断拓展,未来国际云通信业务潜力巨大。
- 政策频出、AI赋能,5G消息乘势而上。**国家政策方面,2023年7月工信部发布《关于加强端网协同助力5G消息规模发展的通知》,提到从“增量终端支持”和“存量终端升级”两方面推动5G消息规模发展,要求新申请进网许可的5G手机需支持5G消息,鼓励现有手机升级从而支持5G消息。2023年4月,工信部、文旅部联合印发《关于加强5G+智慧旅游协同创新发展的通知》,提到“推动5G新通话、5G消息、5G全景直播等新型业务与智慧旅游目的地营销融合发展”,将促进5G消息应用场景的扩大。公司把握人工智能发展机遇,推动AI与云通信服务深度结合。2023年梦网科技已和华为盘古大模型达成合作,完成与ChatGPT 4.0的接入。公司致力推进大数据、算力、AIGC与云通信服务结合,产品升级短信价值量或大幅提升。
- 盈利预测与投资建议:**预计23-25年公司EPS分别为0.26元、0.42元、0.57元,对应PE分别为56倍、35倍、25倍,首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:**下游需求不及预期、5G消息推进不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4157.44	5467.22	6686.03	7672.57
增长率	30.93%	31.50%	22.29%	14.76%
归属母公司净利润(百万元)	-722.07	210.81	337.08	466.35
增长率	-203.25%	129.20%	59.90%	38.35%
每股收益EPS(元)	-0.89	0.26	0.42	0.57
净资产收益率ROE	-21.66%	5.95%	8.69%	10.74%
PE	-16	56	35	25
PB	3.45	3.26	2.98	2.67

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

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	8.12
流通A股(亿股)	6.92
52周内股价区间(元)	9.56-17.93
总市值(亿元)	117.30
总资产(亿元)	60.51
每股净资产(元)	4.29

相关研究

目 录

1 “消息云、国际云、元宇宙”三位一体企业云通信服务商	1
2 优化产品拓展市场，长足发展动力充足	4
3 盈利预测与估值	6
3.1 盈利预测	6
3.2 相对估值	6
4 风险提示	7

图 目 录

图 1：股权结构图	2
图 2：2020-2023H1 公司主营业务收入变化情况.....	4
图 3：2020-2023H1 公司归母净利润变化情况.....	4
图 4：2020-2023H1 公司毛利率与净利率变化情况.....	5
图 5：2020-2023H1 公司三费变化情况	5
图 6：2020-2023H1 公司研发费用变化情况	5
图 7：2022 年公司员工结构情况	5

表 目 录

表 1：公司发展历程.....	1
表 2：高管及核心技术人员技术背景深厚.....	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 “消息云、国际云、元宇宙”三位一体企业云通信服务商

专注移动通信服务，构建 5G 沟通新生态。梦网科技成立于 2001 年，成立二十多年，推出了 EMP 企业移动信息平台、成长通、梦网视频云、梦网云播、富信通等云通信产品。2015 年梦网科技通过与荣信股份资产重组在深交所上市，主营业务变为电力电子设备制造与移动互联网云通信双主业。随着 5G 应用领域拓展，云通信行业规模提升，公司陆续剥离传统电力电子业务，聚焦企业云通信服务，打造了新型富媒体信息服务形态，目前已成为领先的云通信服务商。

表 1：公司发展历程

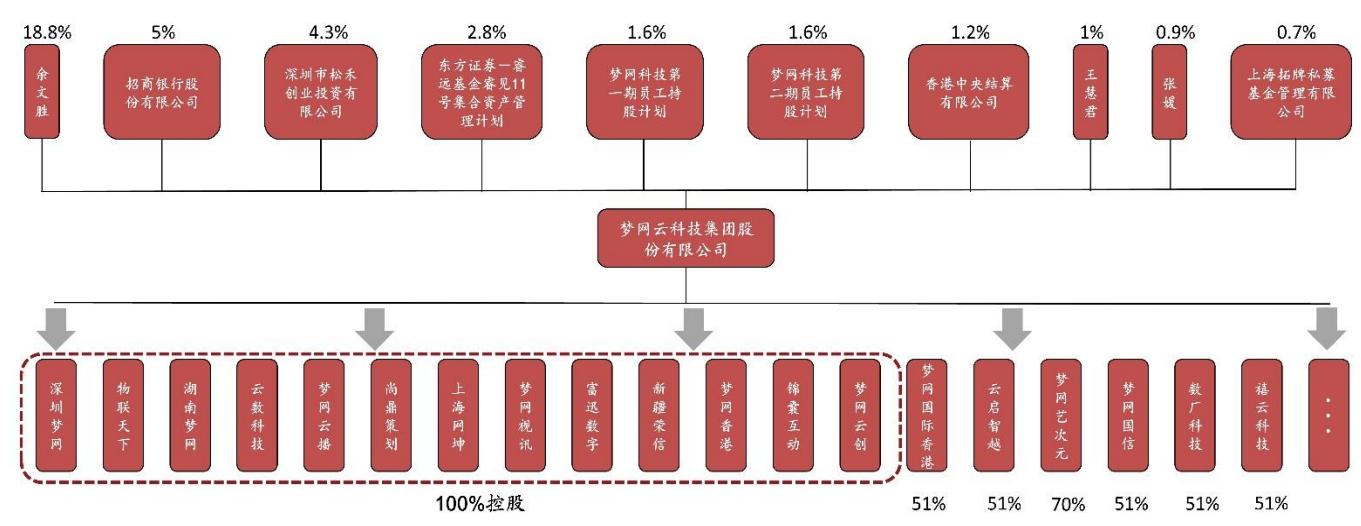
时间	发展历程
2001	梦网科技成立，推出企信通商务版软件系统和短信平台接入业务。
2002	企信通手机版系列软件上线。
2003	推出企信通商情版软件。
2004	立项研发阳光通家校互联系统。
2006	获得全网 SP 许可证；推出国内最先进的协同教育平台。
2007	客馨通奥运版面市；通过深圳市高新技术企业认定。
2008	调整商务运营模式；加强与运营商合作联合运营；国资委下属国内最大的投资机构——创新投资加入。
2009	通过国家高新技术企业认定；天图创投和松禾资本加入梦网科技。
2010	企业商务助理 ADC 产品在广东移动成功上线运营；推出移动卫士物联网智能终端监控产品。
2011	推出 EMP 企业移动信息平台产品，开启消息云服务搭建；通过 ISO9001 质量管理体系认证。
2012	推出 EMP 企业移动信息平台托管版、成长通。
2013	荣获中国移动集团政企客户一级代理商证书；中国最大金融基金——上海金融发展投资基金入股梦网科技。
2014	梦网科技完成股份制改革。
2015	通过与荣信股份进行资产重组顺利上市；智能流量平台上线；与鞍山市政府签署战略合作框架协议。
2016	“荣信股份”更名为“梦网荣信”；设立全资子公司“梦网数流”。
2017	“梦网荣信”更名为“梦网集团”；全资收购深圳百科信息技术有限公司；成立梦网国际（香港）有限公司；发布梦网视频云、梦网云播。
2018	成立区块链事业部；推出富信通 1.0，升级消息云业态。
2019	当选短信工作委员会常务副主任单位；四度蝉联“中国互联网企业 100 强”榜单；与阿里云签署战略合作协议。
2020	发布“天慧·5G 消息平台”；联合华为推出“华为服务号”；登榜“2020 年中国互联网综合实力百强”。
2021	推出“AMI 智能消息”；与高新投集团签署战略合作协议；荣获第四届“绽放杯”5G 消息专题赛一等奖及多项行业大奖。
2022	与中移互联网/电信信元/联通在线签订 5G 消息回落解决方案技术服务合同；与华为云签署 KooMessage 合作；与 QILAA 国际集团、AMT 公司达成战略合作。
2023	与华为签署盘古大模型合作协议；荣获“2023 数字化创新优秀解决方案”奖项；被评为华为终端云“优秀合作伙伴”。

数据来源：公司官网，西南证券整理

股权激励绑定公司核心人员，下设多家子公司延伸服务触角。公司第一大股东余文胜先生是梦网科技创始人，持有公司 18.8% 的股份。上海拓牌私募基金管理有限公司—拓牌鼎汇 3 号、4 号私募证券投资基金管理与余文胜先生构成一致行动人关系，合计持有公司 19.2% 的股份。梦网科技第 5、6 大股东均为员工持股计划平台，公司不断健全长效激励机制，通过股权激励计划吸引和留住优秀人才，助力公司长远发展。截止 2023 年上半年，公司在深圳、上海、新疆、香港等地设立 25 家子公司，有利于拓展业务范围及服务区域，促进公司做大

做强。2022年公司在印尼设立孙公司 PT BRISNETS INTERNATIONAL TECHNOLOGY，间接持股 51%，拓展国际业务。

图 1：股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

高管具备多年行业经历，管理能力过硬。董事长余文胜先生曾在通信行业工作多年，创立珠海亚强电子有限公司并占领国内近 90% 的铁路寻呼台市场，兼具行业知识和管理经验。副董事长、总裁徐刚先生曾在中国移动工作近 20 年，后担任上市游戏公司 CEO，董事、副总裁杭国强先生拥有超过 20 年的电信行业和移动互联网行业的从业经历，二人在通信、互联网方面有丰富经验。

表 2：高管及核心技术人员技术背景深厚

姓名	职务	简历
余文胜	董事长	曾就读于清华大学 EMBA 总裁班，1992 年在悉尼 KIRBY 公司从事电机自动化研究及设计工作；1994 年在美国协和集团电信研究院从事软件设计工作；1997 年创办珠海亚强电子有限公司，开发系列寻呼软件和各种型号的无线设备，占有国内近 90% 的铁路寻呼台市场。2001 年，创办梦网科技，目前担任公司董事长及梦网科技多家子公司高管。
徐刚	副董事长 总裁	博士学历，1996-2012 年在中国移动广东公司工作；2012-2015 年在中国移动集团担任市场部副总经理；2015-2016 年在香港上市公司“百奥家庭互动”担任 CEO。2019 年 4 月入职梦网科技，目前兼任快快利华（北京）网络科技有限公司副董事长。
田飞冲	董事 副总裁	2001 年创办珠海市丹米尔商贸发展有限公司，担任公司经理。2004 年加入深圳梦网，担任总经理助理，现任公司副总裁兼营销事业群总经理。2016 年 4 月至今任梦网科技董事、高级副总裁。目前兼任上海迈蓝数据服务有限公司董事。
杭国强	董事 副总裁	曾长期任职于中国移动互联网基地、深圳移动等单位，拥有超过 20 年的电信行业和移动互联网行业的从业经历；2015 年起担任中移创新产业基金董事、总经理，从事通信及科技产业股权投资工作；2019 年 9 月至今任梦网科技董事及高级副总裁。兼任梦网科技子公司梦网云臻、启数科技、数厂科技高管、广州邢帅教育科技有限公司董事。

数据来源：公司公告，西南证券整理

专注云通信服务，竞争优势显著。梦网科技在2019-2020年陆续剥离电子电力业务，聚焦大型富媒体云通信平台业务，目前公司产品包括消息云、国际云通信、元宇宙三类。消息云和国际云通信均为短信服务，企业可借助该服务进行产品宣传、活动通知、客户联系、会员管理等活动。梦网科技基于多年的技术积累和终端服务领域经验，打造了公司的拳头产品——AIM消息（5G 阅信），支持展示视频、语音、图片、文字等多种媒体元素，具备APP、小程序调用、快捷支付等应用交互能力，为企业客户提供了强大的业务服务平台，截止2022年底已覆盖超8亿台终端设备。元宇宙业务方面，梦网科技成立了元宇宙工程实验室，打造沉浸式的下一代互联网入口。

表 3：主要产品基本情况

产品	细分类别	简介	图例
消息云	云短信	<ul style="list-style-type: none"> 跨平台短信通知发送服务。 以分发系统和资源配置系统进行多点部署，主力通道+备份通道确保短信顺畅发送，以三网合一专属通道和多通道智能路由技术实现快速处理和高到达率。 	
	视频短信	<ul style="list-style-type: none"> 是云短信的升级产品。 视频短信集成文字、短链、图片、语音、视频、二维码等多媒体消息内容，为用户呈现丰富、直观、多元化的视觉展示效果。 	
	AIM消息（5G 阅信）	<ul style="list-style-type: none"> 通过运营商通道下发带有特殊标识的文本短信到手机终端，终端自动解析识别标识及 URL 后向厂商发起富媒体资源请求，将文本信息升级为富媒体内容。 梦网打造出客户侧私有化数据和 AI 平台，基于此客户可完成数据挖掘、客户画像、精准分发等一揽子业务。 	
	RCS 5G 消息（Chatbot消息）	<ul style="list-style-type: none"> 基于 GSMA-UP2.4 标准构建，引入 MaaP（Messaging as a Platform）消息形态，以“RCS+Platform+Chatbot（聊天机器人）”的方式，使用户无需下载 APP 或关注订阅号，即可在消息窗口内完成搜索、支付等一站式业务体验。 	
	统一消息中心（UMC）	<ul style="list-style-type: none"> 整合了短信、5G 富媒体消息（视频短信、AIM 消息、RCS 5G 消息）、微信、邮件等消息渠道，提供统一 API 接口，支持一个接口对接所有企业业务系统。 可根据不同业务场景选择不同消息渠道分发，实现多种消息之间相互转换、互联互通、多网合一、多方发送的智能融合通讯。 	
	短信服务号	<ul style="list-style-type: none"> 将传统短信列表页改造升级为服务号消息列表页，企业可快速灵活地进行企业 logo 加 V 展示、品牌信息植入以及自定义短信服务号菜单等。 为企业打造的全链路、高触达、低成本的新型服务及营销门户。 	

产品	细分类别	简介	图例
国际 云通信	国际云 短信	<ul style="list-style-type: none"> 满足出海企业的用户和海外企业双向触达，信息交换需求。 发送“验证码短信、通知短信、营销短信、身份验证、订单通知、物流提醒、活动告知、客户拉新、广告推广”等信息。 	
	国际云 RBM	<ul style="list-style-type: none"> 可发送多媒体消息内容，包含视频、音频、图片、二维码、链接、文本等丰富多样的内容。 实现便捷精准沟通、增益降本的效果。 	
元宇宙	—	<ul style="list-style-type: none"> 以边缘计算为算力基础，以数字孪生、3D 渲染引擎、传感器网络和 AIGC 为内容来源，以超低延时的视频编码为通信基础，打造沉浸式的下一代互联网入口 	

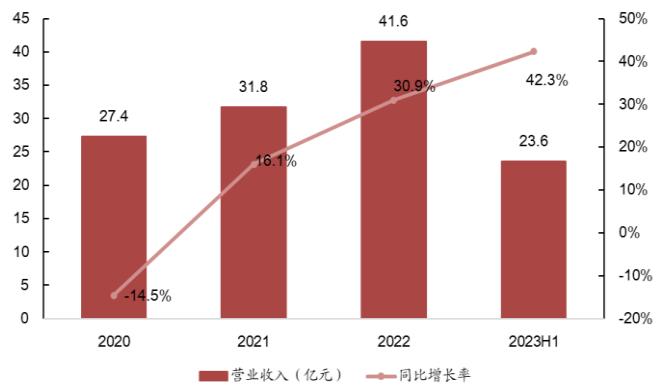
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 优化产品拓展市场，长足发展动力充足

专注云通信业务，不利因素逐步消除。公司营收边际持续上行，2020 年营收同比下降 14.5% 主要系公司剥离电力电子业务，该业务 2019 年占公司总营收的 14%。2021-2022 年公司归母净利润较低，主要系对子公司计提减值准备，同时拓展 5G 富信新业务，成本费用均有所增长。

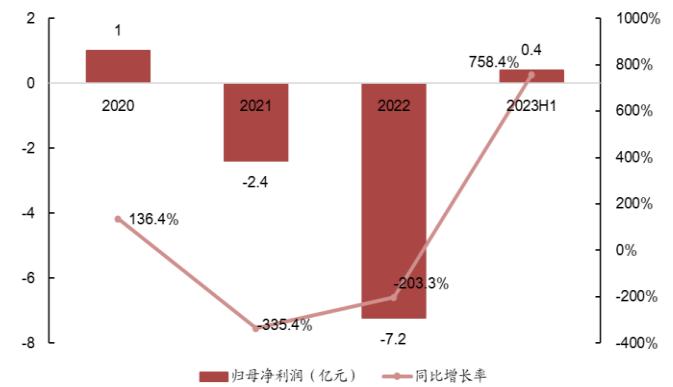
基本盘稳固，新业务提供业绩增长新动能。随着 5G 富媒体消息、国际云通信产品成长迅速，营收持续增长。2023 年上半年年，公司实现营业收入 23.6 亿元，同比增长 42.3%，实现归母净利润 0.4 亿元，同比增长 758.4%。其中 5G 富媒体消息业务（包括视频短信、AIM 消息、RCS 5G 消息业务）收入同比增长 155.8%，国际云通信业务收入同比增长 325%。未来，公司将推进 5G 富媒体消息产品在行业内的复制，进入规模化发展阶段，同时公司加速国际业务布局，在东南亚、北美、欧洲设立公司，公司业绩有望迎来快速增长。

图 2：2020-2023H1 公司主营业务收入变化情况



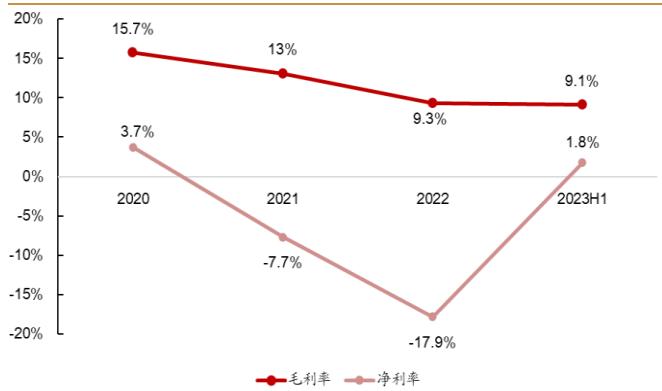
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2020-2023H1 公司归母净利润变化情况

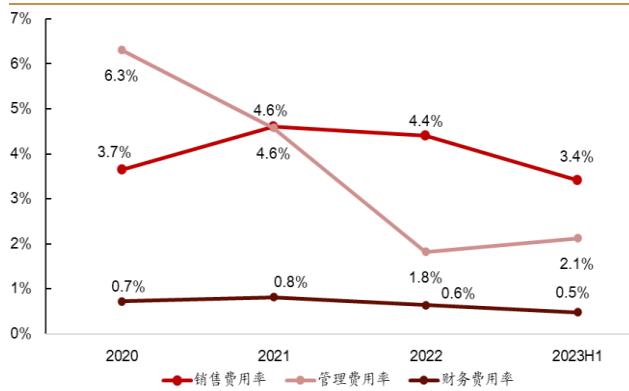


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率企稳有望反弹，费用管控良好。2020-2022年，由于运营商提高云短信定价，云短信业务市场竞争加剧，公司云短信毛利率承压，进而使得整体毛利率下滑。2023年上半年，公司整体毛利率为9.1%，较去年同期下降0.1%，降幅基本企稳。随着公司提升5G富媒体消息等高毛利率业务比重，未来毛利率有望反弹。2022年净利率较低主要系对子公司计提大量商誉、资产减值准备，2023年上半年公司净利率为1.8%，较去年实现大幅增长。费用率方面，销售费用率、财务费用率、管理费用率均呈下降趋势，2023年上半年分别为3.4%、0.5%、2.1%，较去年同期分别下降1pp、0.5pp、0.1pp。2020-2022年管理费用率大幅下降，主要系公司员工持股计划未能达到解锁条件，存在费用冲回。

图4：2020-2023H1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

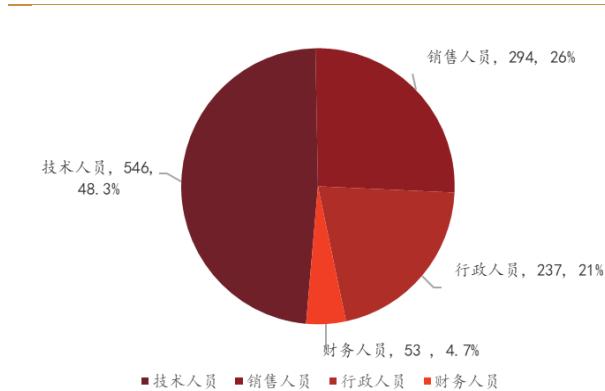
图5：2020-2023H1公司三费变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

研发实力行业前列，助推梦网科技高质量发展。公司研发费用保持较高水平，2023年上半年研发费用率为2.4%。从员工结构来看，2022年，公司技术人员为546人，占比达48.3%，其中核心技术人员（研发人员）为451人，占总人数的39.9%。公司推出了梦网天慧5G富媒体消息平台、梦网智能消息平台、智能网关云平台、梦网综合监控平台、M-BOSS综合管理云平台、Nova高速信息平台、UMC统一消息中心等产品，目前各平台已完成建设逐渐走向成熟，未来研发费用率将保持在合理水平。研究成果方面，截止2023年上半年共获得151项专利、141项计算机软件著作权。梦网科技依赖公司强大的研发团队及技术实力，研发成果丰硕，为公司未来发展提供了强有力的支撑。

图6：2020-2023H1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7：2022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：据工信部，2022 年我国移动短信业务量为 18748 亿条，同比增长 6.4%。短信服务是移动互联网的重要支撑，企业短信发送量稳定增长，假设 23-25 年我国移动短信业务量（含 5G 消息）增速保持在 5%，公司传统短信业务量 23-25 年复合增速为 2.9%，单价保持稳定。

假设 2：7 月，工信部发布《关于加强端网协同助力 5G 消息规模发展的通知》（征求意见稿），明确自该通知发布后的 6 个月后手机生产企业新申请进网许可的 5G 手机需支持 5G 消息，5G 消息渗透率有望快速提升，假设 23-25 年 5G 消息在移动短信市场中的渗透率分别为 3%、5%、7%。

假设 3：公司系 5G 富媒体消息龙头企业，与三大运营商有深入合作，将较大受益 5G 消息的爆发增长。假设公司 5G 消息业务量 23-25 年复合增速为 81.2%，单价保持稳定。预计公司 23-25 年云通信服务业务收入（含传统短信和 5G 消息）增速分别为 33%、23%、15%，毛利率随着 5G 消息收入占比提升而上升，分别为 16%、17%、18%。

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
云通信服务业	收入	3887.1	5169.9	6358.9	7312.8
	增速	35.26%	33.00%	23.00%	15.00%
	毛利率	9.8%	16.0%	17.0%	18.0%
其他云业务	收入	270.3	297.4	327.1	359.8
	增速	-8.66%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
合计	收入	4157.4	5467.2	6686.0	7672.6
	增速	30.9%	31.5%	22.3%	14.8%
	毛利率	9.3%	15.3%	16.3%	17.3%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取提供 5G 信息服务的三家公司作为可比公司，分别为彩讯股份、神州泰岳和科蓝软件。2024 年三家公司的平均 PE 为 33.24 倍，公司 2024 年 PE 为 34.69 倍，首次覆盖给予“持有”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
300634.SZ	彩讯股份	20.91	0.81	0.90	1.15	25.81	23.23	18.18
300002.SZ	神州泰岳	9.54	0.37	0.44	0.54	25.78	21.68	17.67
300663.SZ	科蓝软件	13.70	0.12	0.25	0.48	114.17	54.80	28.54
平均值						55.25	33.24	21.46
002123.SZ	梦网科技	14.57	0.26	0.42	0.57	56.04	34.69	25.56

数据来源: Wind, 西南证券整理, 截止至 2023 年 8 月 28 日

4 风险提示

下游需求不及预期、5G 消息推进不及预期等风险。

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	4157.44	5467.22	6686.03	7672.57	净利润	-741.99	216.62	346.38	479.21
营业成本	3769.24	4632.61	5596.83	6347.28	折旧与摊销	47.12	102.62	102.62	102.62
营业税金及附加	3.44	4.47	5.49	6.29	财务费用	26.80	73.25	67.32	66.25
销售费用	183.30	244.60	297.68	342.16	资产减值损失	-741.01	-50.00	-30.00	-30.00
管理费用	210.89	328.03	401.16	460.35	经营营运资本变动	88.00	-881.11	-561.34	-501.82
财务费用	26.80	73.25	67.32	66.25	其他	1368.57	238.77	175.68	144.16
资产减值损失	-741.01	-50.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	47.49	-299.85	100.66	260.41
投资收益	-7.67	-10.00	3.00	3.00	资本支出	641.61	-2.00	-2.00	-2.00
公允价值变动损益	-6.79	-6.96	-5.44	-6.17	其他	-1022.92	-19.58	-1.57	-3.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-381.31	-21.58	-3.57	-5.46
营业利润	-737.74	217.30	345.10	477.07	短期借款	746.83	-484.19	92.11	-90.05
其他非经营损益	0.30	-2.01	-0.84	-0.80	长期借款	25.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	-737.44	215.30	344.26	476.27	股权融资	-39.99	0.00	0.00	0.00
所得税	4.55	-1.33	-2.12	-2.94	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-741.99	216.62	346.38	479.21	其他	-190.25	-76.40	-67.32	-66.25
少数股东损益	-19.92	5.81	9.30	12.86	筹资活动现金流净额	542.51	-560.59	24.79	-156.29
归属母公司股东净利润	-722.07	210.81	337.08	466.35	现金流量净额	209.83	-882.02	121.88	98.65
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	1428.75	546.72	668.60	767.26	成长能力				
应收和预付款项	1999.17	3026.96	3515.79	4057.58	销售收入增长率	30.93%	31.50%	22.29%	14.76%
存货	0.00	3.10	19.55	19.63	营业利润增长率	-219.55%	129.46%	58.81%	38.24%
其他流动资产	124.71	146.12	163.45	178.47	净利润增长率	-204.24%	129.20%	59.90%	38.35%
长期股权投资	184.21	184.21	184.21	184.21	EBITDA 增长率	-343.41%	159.23%	31.00%	25.41%
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	348.45	294.12	239.79	185.45	毛利率	9.34%	15.27%	16.29%	17.27%
无形资产和开发支出	1836.38	1792.19	1747.99	1703.80	三费率	6.88%	11.81%	11.46%	11.32%
其他非流动资产	364.12	362.03	359.94	357.84	净利润率	-17.85%	3.96%	5.18%	6.25%
资产总计	6285.77	6355.44	6899.31	7454.24	ROE	-21.66%	5.95%	8.69%	10.74%
短期借款	1901.18	1416.99	1509.10	1419.05	ROA	-11.80%	3.41%	5.02%	6.43%
应付和预收款项	495.34	841.79	923.39	1047.91	ROIC	-16.93%	6.80%	8.48%	10.30%
长期借款	204.92	204.92	204.92	204.92	EBITDA/销售收入	-15.97%	7.19%	7.70%	8.42%
其他负债	259.43	253.36	277.15	318.39	营运能力				
负债合计	2860.87	2717.06	2914.56	2990.27	总资产周转率	0.66	0.86	1.01	1.07
股本	802.20	811.76	811.76	811.76	固定资产周转率	16.43	17.02	25.05	36.09
资本公积	2432.43	2432.43	2432.43	2432.43	应收账款周转率	2.14	2.26	2.15	2.10
留存收益	307.84	518.65	855.73	1322.08	存货周转率	157.67	346.29	231.72	253.57
归属母公司股东权益	3425.04	3632.70	3969.78	4436.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.31%	—	—	—
少数股东权益	-0.13	5.68	14.98	27.84	资本结构				
股东权益合计	3424.91	3638.38	3984.76	4463.97	资产负债率	45.51%	42.75%	42.24%	40.12%
负债和股东权益合计	6285.77	6355.44	6899.31	7454.24	带息债务/总负债	73.62%	59.69%	58.81%	54.31%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	1.35	1.49	1.62	1.81
EBITDA	-663.81	393.16	515.04	645.93	速动比率	1.35	1.49	1.61	1.81
PE	-16.38	56.10	35.09	25.36	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	3.45	3.26	2.98	2.67	每股指标				
PS	2.84	2.16	1.77	1.54	每股收益	-0.89	0.26	0.42	0.57
EV/EBITDA	-18.02	31.43	23.93	18.79	每股净资产	4.22	4.48	4.89	5.46
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.06	-0.37	0.12	0.32
					每股股利	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。

	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
公司评级	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
	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
行业评级	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。

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	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@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	cyyyf@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
	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
广深	郑龑	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
	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	cryrf@swsc.com.cn