

## 指挥调度行业领军企业，业绩拐点显现

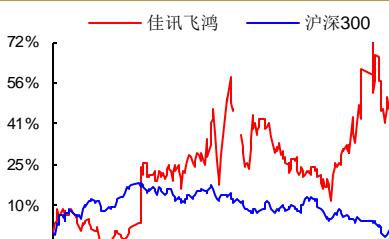
### 投资要点

- 推荐逻辑：**1) 铁路5G-R实验频率批复，现有15.5万公里铁路调度系统有望迎来更新，公司深耕铁路领域二十余载，有望受益升级增量。2) 23年国防经费预计同比增长7.2%；到十四五末我国海关信息化程度要求达100%，公司在政企和国防指挥调度领域具备优势，有望受益信息化需求增长。3) 随着5G、AI、卫星互联网等新技术的成熟，指挥调度系统集成功能不断增加，有望带来价值量和利润水平的持续增长。
- 铁路5G-R实验频率批复，铁路通信系统将迎升级。**10月9日，工信部批复基于5G的铁路新一代移动通信系统5G-R试验频率，支持开展5G-R系统外场技术实验。目前我国铁路系统是基于2G的GSM-R系统，在通信带宽和应用承载能力上存在不足，5G-R升级具有较大需求。国铁《数字铁路规划》提出，到27年铁路数字化水平大幅提升，重点领域实现智能化；到35年铁路数字化转型全面完成。铁路智能化对数据传输需求将大幅提升，进一步推动5G-R的建设节奏。公司自1995年以来便深耕铁路调度领域，与客户建立了牢固的互信。公司已完成了基于5G-R的指挥调度产品及解决方案的研发，并布局了智能化新品研发，有望受益我国15余万公里铁路调度系统向5G-R升级的需求增量。
- 下游行业信息化渗透率提升，公司具备竞争优势。**国防领域，据国防部，23年我国国防支出预算为1.6亿元，同比增长7.2%，军用通信装备更新换代以及新应用拓展将带来调度系统需求，公司系我国军事通信装备的主要供应商之一，占有较高市场份额，有望受益国防信息化的需求增长。政府领域，据《“十四五”海关发展规划》，到2025年我国海关业务信息化应用覆盖率达到100%。此外，智慧政府、智慧机场、智慧能源等领域的信息化需求提升，公司有望受益。
- 研发拓品积极，新技术带来新机遇。**公司由指挥调度系统出发，目前拥有六类产品品类，涵盖云平台、软件系统以及终端硬件，下游覆盖交通、国防、政府、航空航天、能源等多个领域。公司研发了大数据“飞鸿数”平台、智能视觉“飞鸿安视”平台、私有云“飞鸿云”平台、物联网“飞鸿物联”平台等多个基础平台及应用平台，形成了具有智能感知、智能传输、智慧决策、智慧分析能力的“智慧指挥调度全产业链”系列产品和解决方案。随着公司在信息化领域的持续投入，5G、AI、云计算、卫星互联网等领域有望给公司带来全新机遇。
- 盈利预测与投资建议：**公司深耕指挥调度领域，随着下游信息化需求增长，预计23-25年公司EPS分别为0.16元、0.24元、0.33元，参考可比公司估值以及铁路行业5G-R迭代增量，给予公司24年37倍PE，对应目标价8.88元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**铁路信息化投资不及预期、5G-R建设不及预期、政府及国防领域信息化支出不及预期等风险。

### 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  
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)	5.94
流通A股(亿股)	5.51
52周内股价区间(元)	4.76-8.57
总市值(亿元)	43.34
总资产(亿元)	30.28
每股净资产(元)	3.74

### 相关研究

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1144.95	1261.81	1452.94	1685.87
增长率	10.88%	10.21%	15.15%	16.03%
归属母公司净利润(百万元)	62.32	94.73	141.50	193.93
增长率	-47.17%	52.00%	49.38%	37.05%
每股收益EPS(元)	0.10	0.16	0.24	0.33
净资产收益率ROE	2.73%	3.96%	5.63%	7.26%
PE	70	46	31	22
PB	1.94	1.85	1.76	1.65

数据来源：Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 指挥调度领军企业，下游垂类领域深度覆盖 .....	1
2 收入规模稳健，利润拐点向上 .....	5
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: 公司股权结构示意图 (截至 23Q3) .....	2
图 2: 公司主营产品结构情况 .....	4
图 3: 公司分行业收入结构情况 (百万元) .....	4
图 4: 公司营业收入稳健增长 .....	5
图 5: 公司归母净利润拐点显现 .....	5
图 6: 公司毛利率净利率企稳回升 .....	5
图 7: 公司费用率持续优化 .....	5

## 表 目 录

表 1: 佳讯飞鸿发展大事记 .....	1
表 2: 公司部分高管简介 .....	2
表 3: 公司主营产品概况 .....	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 指挥调度领军企业，下游垂类领域深度覆盖

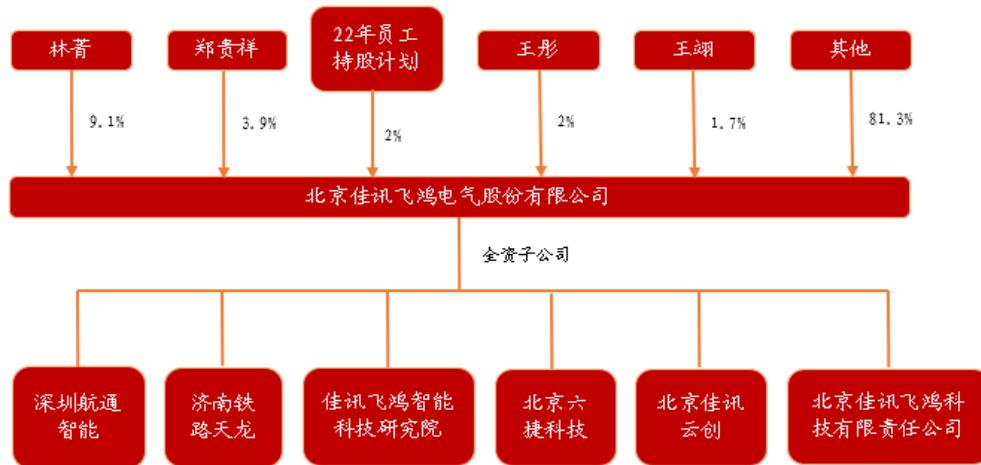
深耕行业二十八载，指挥调度领军企业。1995年，北京佳讯飞鸿电器股份有限公司成立，并在同年11月凭借自主研发的“FH9000智能人工话务系统”拿下铁路兰新复线订单，正式进入铁路领域。2005年，公司进入航天领域，为“神舟六号”载人航天飞船提供通信保障。2014年，公司中标武汉海关监控指挥中心建设项目，突破政府海关市场。目前，公司产品已在交通、国防、政府等行业建立了较好的竞争优势，是我国指挥调度领军企业。

表1：佳讯飞鸿发展大事记

时间	事件
1995年	佳讯飞鸿成立；自主研发的第一个产品“FH9000智能人工话务系统”获原铁道部科技进步奖，并签订“佳讯飞鸿第一单”——铁路兰新复线“FH9000智能人工话务系统”，佳讯飞鸿正式进入铁路领域
2000年	“FH98数字专用通信系统”被列入北京市火炬计划项目，并获得“北京市科学技术进步奖”，在太焦线、广深线、哈大线等多条重要线路投入应用
2004年	支持GSM-R铁路无线调度技术的新产品“FH98-G数字调度通信系统”和“FH-V088应急通信系统”成功中标青藏铁路项目。2006年7月1日，青藏铁路全线通车，标志着佳讯飞鸿产品的技术性能指标达到了新的高度
2005年	为“神舟六号”载人航天飞船的成功发射提供通信保障，佳讯飞鸿的产品和服务由此进入航天领域。从此，为“长征”“嫦娥”“天问”“天和”“天舟”“神舟”系列的每一次载人航天、运载火箭及空间站发射提供通信保障
2008年	为北京奥运会安保指挥中心提供多媒体调度指挥通信保障
2009年	为国庆60周年大阅兵提供指挥通信保障，之后为反法西斯战争胜利70周年阅兵、建军90周年朱日和阅兵、人民海军70周年大阅兵、建国70周年大阅兵等国家级重大活动提供指挥通信保障
2014年	携手华为推出eLTE集群调度解决方案，成功应用于基于4G通信调度指挥的重载铁路——朔黄铁路全线；成功中标武汉海关监控指挥中心建设项目，标志着佳讯飞鸿在海关市场实现了历史突破；成立北京佳讯飞鸿技术有限公司和北京飞鸿云际科技有限公司两家子公司，并全资收购深圳市航通智能技术股份有限公司；成功注资北京臻迪科技有限公司，切入无人机领域；参股北京捷思锐科技有限公司，在指挥调度领域实现强强联合
2015年	子公司飞鸿云际成功中标武汉铁路局“电务多媒体维修管理系统”项目，此次中标迈出了佳讯飞鸿“打造智慧指挥调度全产业链”，逐步实现“大数据资源战略”目标的重要一步
2020年	佳讯飞鸿与百度智能云签署战略合作协议，双方将就轨道交通等领域内人工智能、云计算、大数据、物联网等技术与应用创新开展深度和全面合作，整合双方优势资源，为行业智能化赋能；由北京交通大学、佳讯飞鸿智能科技研究院共同筹建的“宽带移动信息通信铁路行业重点实验室”获得国家铁路局认定
2021年	“中国铁路出海”重要战略工程中老铁路正式通车，佳讯飞鸿以智慧指挥调度通信前沿技术，助力中老铁路实现运营后的运维标准化、智能化应用
2022年	2022年1月，佳讯飞鸿及佳讯飞鸿智能科技研究院共同开发的“基于自主可控的卫星与通信技术城市应急协同指挥系统研制”项目荣获“2021年度CICC科学技术进步奖”三等奖；佳讯飞鸿携手战略合作伙伴华为技术有限公司成功签约莫桑比克CFM铁路南线LTE-R综合调度通信系统项目，公司在海外项目上实现又一重大突破

数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，实控人及一致行动人持股13%。公司前三大股东分别为实控人林菁（9.1%）、其一致行动人郑贵祥（3.9%）以及员工持股平台（2%）。公司下设多家子公司负责垂类市场开拓，其中航通智能专注通关领域信息化建设，在智慧海关等领域具备竞争优势；济南铁路天龙系山东省“专精特新”企业，其道岔缺口监测系统获得了中铁济南局科学技术一等奖；六捷科技系北京市专精特新小巨人企业，致力于轨道无线通信技术的研发销售。

**图 1：公司股权结构示意图（截至 23Q3）**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**管理层结构稳定，技术积淀深厚。**公司董事长林菁系北京航空航天大学学士、对外经贸大学硕士，具备专业技术背景。董事会成员均具备深厚的行业和技术背景，曾就职于中国联通、中铁集团等企业，行业积淀深厚。

**表 2：公司部分高管简介**

姓名	职务	简介
林菁	董事长,董事	北京航空航天大学自动控制学士学位、对外经济贸易大学MBA 硕士学位。曾任职于北京雪花集团、汇佳国际数据系统有限公司。1995年至今任职于本公司，现任本公司董事长,总经理；臻云智能（北京）投资管理有限公司董事，华青融天（北京）软件股份有限公司董事，北京臻云智能创业投资有限公司董事，九号有限公司独立董事。
李力	董事	北京邮电大学通信工程专业学士、北京大学经济研究中心EMBA、美国福坦莫大学MBA。历任中国光大国际投资公司国信科技有限公司副总经理、中国联通云南省公司主持工作、ITELWEB公司（中华区）总经理、北京银科博星科技有限公司总经理。2016年至今任职本公司；北京飞鸿云际科技有限公司董事，护航科技股份有限公司董事，西安因联信息科技有限公司董事长。
莫小玲	董事	教授级高级工程师。毕业于北方交通大学（现北京交通大学）铁道有线通信专业，同年进入中铁第四勘察设计院集团有限公司工作，历任通号处处长等职务。曾兼任武汉市投资和工程咨询协会副会长、中国铁道学会自动化委员会第六届委员、湖北省铁道学会电务委员会主任委员、湖北省通信学会（武汉通信学会）理事、湖北铁路集团有限公司董事。
许鸿斌	独立董事	中国人民解放军通信指挥学院博士研究生。曾先后担任沈阳军区通信训练大队副处长，沈阳军区第一通信总站作训参谋、股长，沈阳军区通信部训练处参谋、通信处参谋、副处长、处长，网管中心主任，沈阳军区司令部信息化部副部长，于2015年退休。现任本公司独立董事。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**主营指挥调度系统，内生外延多个产品品类。**公司核心产品为指挥调度系统，凭借优异的产品性能，已广泛覆盖铁路、城轨、海关、航天、国防等领域。目前，公司产品品类可分为智慧平台、智慧安全、指挥调度、智慧运维、智慧联接和智慧终端六大品类，实现了融合通信能力的全覆盖。

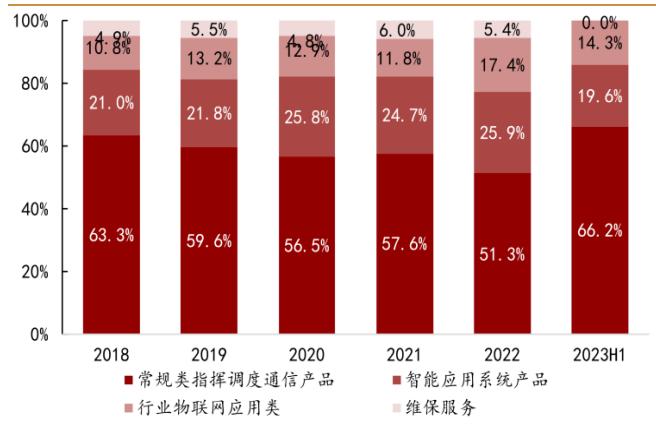
**表 3：公司主营产品概况**

产品大类	产品子类	简介
智慧平台	飞鸿融合调度通信平台	遵循 3GPP 标准, 以宽带通信/IPv6/云基础设施/北斗技术为基础, 基于 IMS-R 控制核心, 实现固移融合、公专合一、位置感知、多业务联动的富媒体调度通信平台, 提供高质量的宽带语音、超高清视频、数据消息等全方位的通信信息支撑。平台支持数据专网、4G/5G、卫星通信、集群、电台、PSTN 等异构网络, 将语音、视频、消息、数据、位置等信息融为一体。
	飞鸿视频云平台	飞鸿视频云平台采用容器技术以及微服务架构, 通过建设业务中台对既有视频监控系统整合, 实现对前端所有产生的视频、图片、录音录像等数据信息的汇聚, 解决大企业客户多专业部门各自建设视频系统, 无法实现资源共享、数据关联和集中管理的问题。
	“飞鸿云”云计算平台	飞鸿云平台是佳讯飞鸿自主研发的私有云计算平台, 构建在主流的 Openstack 开放云技术架构之上, 能够提供面向轨道交通应用的安全可靠、弹性扩展、便捷部署、统一运维的专业私有云产品及一站式解决方案, 帮助轨道交通企业在向云升级的过程中, 完成从 IT 基础架构设计、产品配置、工程建设、上云迁移、运维支持全过程的完整交付。
智慧安全	北斗安全防护穿戴设备	北斗安全防护穿戴设备, 是基于北斗 RTK 定位技术的智能穿戴设备, 能够实时获取人员定位信息, 精确到股道级别, 当列车接近时能直接通知施工人员, 避免事故发生。
	IMS8000 综合视频监控系统	视频核心节点、视频区域节点、视频接入节点支持视频云计算、视频云存储技术, 实现对计算资源、存储资源、网络资源的统一利用与统一管理。
	IAS8000 视频周界入侵报警系统	IAS8000 视频周界入侵报警系统根据铁路线路监控条件及治安维护特点, 采用多光谱摄像机集群联动技术, 实现全天候条件下覆盖整个监控区域的实时目标识别、预警。
	IMS6000 防灾安全监控系统	基于物联感知、边缘计算、继电控制、大数据等技术, 针对危及行车运行安全的风、雨、雪、地震等自然灾害和公跨铁桥梁落物、隧道口落石等突发限限事件等进行监测、预警、报警, 为调度指挥人员提供限速、停运、维修、抢险等处置依据。
	周界安全防范报警系统	对重点区域封闭管理、安全保卫工作中的一种技术防范措施, 要求对翻越和破坏围界的行为及时发出报警和警告, 以达到及时处置和防范的目的, 确保区域安全。
指挥调度	MDS6800 多媒体调度通信系统	基于 3GPP mission critical 系列标准协议, 以企业数据专网、LTE、4G/5G 等全 IP 网络为承载, 提供数据融合、过程可视、智能辅助的统一专用调度通信应用。系统具有一键视频直通、视频组会、优先排队、录音录像等多媒体指挥调度功能以及强大的交换和网络融合能力, 实现对多种通信手段和业务的统一指挥与调度。
	MCS6800 无线宽带集群通信系统	基于业界领先的 3GPP LTE 和 5G 技术, 可为客户提供高性能、弹性和安全的关键任务移动宽带通信服务, 包括语音、视频、数据及行业特定业务等的集群通信。
	MDS3400 调度通信系统	基于 TDM+IP 双平面的独特架构设计, 支持办公电话、调度电话及 IP 多媒体等业务接入, 满足专网用户调度通信需求, 同时对技术演进进行平滑升级, 保证专用通信高安全可靠性。
	ETS3600 隧道应急电话系统	能够在长大隧道内发生突发情况时提供语音业务及数据传输, 隧道内人员均可在第一时间使用隧道应急电话发起报警, 一键直通车站值班员、中心调度员。
	eFH-V088 应急通信系统	应急各阶段提供指挥中心、应急现场的音视频通信支持。
智慧运维	隧道机电及照明设备监控系统	用于铁路隧道防灾救援疏散及照明等机电设备的远程监控, 实现对防灾通风、正常照明、应急照明、疏散指示、消防泵、防护门等机电设备的综合监控、故障报警及调度管理。
	智能云卡口系统	通过安装在海关监管场所卡口通道的电子地磅、集装箱箱号识别、电子车牌识别、电子栏杆、安全智能锁等各类智能化采集控制设备, 对进出海关监管场所的运输工具及其货物等监管对象进行信息自动采集和控制, 通过后台数据库对其进行合法性验核、逻辑性判断, 实现智能化监控管理的设备集成和应用管理系统。

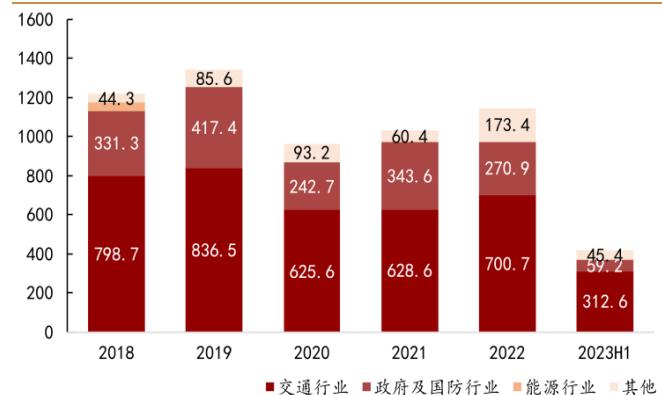
产品大类	产品子类	简介
	道岔缺口监测系统	系统通过直拍缺口，实现了对 S700K、ZD6、ZY(J)系列、ZDJ9 转辙机缺口的实时视频监测，功能全面、安装方便。同时，具有现场显示监测数值、组网灵活等特点，电务维护管理人员在室内能够直观地看到各转辙机的缺口图片、扳动视频、过车视频等实时工作状态。
	道岔外锁闭装置自动加油器	系统能够自动定时或人工远程控制为道岔外锁闭装置加油，保持道岔外锁闭装置钩锁组件良好的润滑状态，减少和避免因润滑不良。
智慧联接	GSM-R 电路域监测系统	是 GSM-R 网络可视化系统的组成部分，通过监测 GSM-R 网络内部 Abis、A、PRI 接口，借助监测数据综合分析发现网络潜在问题，支持 GSM-R 网络日常运维，可快速定位故障点。
	TAU260 5G 车载接入设备	面向轨道交通行业专业车载 TAU 设备，设备采用先进的 5G 技术，利用 5G 的大带宽、低时延和多连接的技术优势，可以为列车信号业务、PIS 视频业务、CCTV 视频监控业务和多媒体集群调度业务等车载业务提供安全可靠的车地无线传输通道。
	边缘视频接入智能网关	边缘视频网关是基于超强计算平台研发，针对不同的行业应用特点进行算法定制，具有支持多协议接入，自动警情判断，主动报警，视频 AI 分析，云边协同，远程管理等能力，可广泛适用于智慧安防、行为分析、物流安检、车辆识别、门禁识别、及工业视觉缺陷检测等领域。
智慧终端	智能调度指挥终端系列产品	将 IP 调度电话、公务办公电话、自动电话等多种调度指挥业务高度集成，配合飞鸿融合调度平台，实现可视指挥、集群通信、会议会商、视频监控、即时消息以及智能调度员等功能。
	RT 轨道式智能巡检机器人	代替人工对各行业通信、信号、大数据信息机房等实现巡检作业与管理，提供自主巡检作业、远程故障指导、人员识别及行动跟踪、智能读取设备状态、大数据分析辅助运维等功能，提升巡检工作效率、优化巡检策略及应急响应处置，提高运管水平。

数据来源：公司官网，西南证券整理

**指挥调度产品为主，交通行业收入稳定。**从产品结构来看，公司收入 50-60% 左右来自于指挥调度系统的销售，值得注意的是，公司向物联网应用产品延伸产业触角，该子版块收入占比持续提升。从分行业收入来看，交通行业收入随着我国铁路新建里程增长而稳定增长，政府和国防行业板块收入有望在未来贡献增量弹性。

**图 2：公司主营产品结构情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 3：公司分行业收入结构情况 (百万元)**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 收入规模稳健，利润拐点向上

**收入端稳健增长，利润拐点显现。**收入端公司受益于下游铁路、政府等行业对于指挥调度系统的需求增长，收入处于稳健上升趋势，23年前三季度公司实现营收 6.8 亿元，同比增长 8.2%。利润方面，在疫情后公司费用水平持续优化，产品结构持续改善，利润增长拐点已现，23前三季度实现归母净利润 0.3 亿元，同比增长 32.4%，未来利润水平有望持续提升。

图 4：公司营业收入稳健增长



数据来源：Wind，西南证券整理

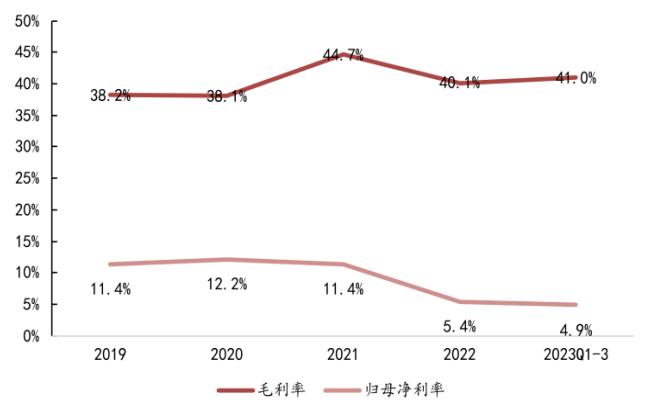
图 5：公司归母净利润拐点显现



数据来源：Wind，西南证券整理

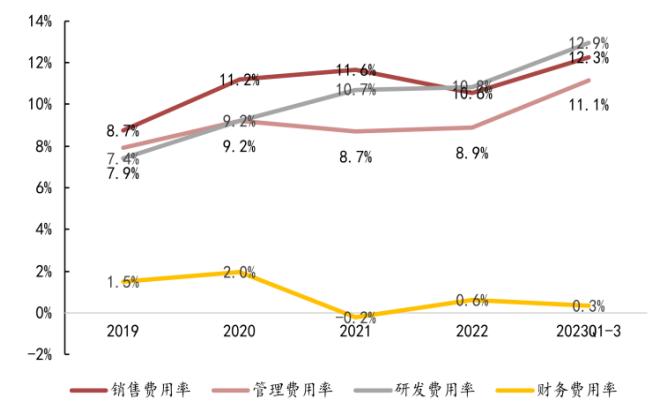
**公司毛利率企稳回升，费用水平逐步优化。**23年前三季度，公司实现毛利率 41%、净利率 4.9%，主要系产品结构变化带来了毛利率水平回升。费用方面，公司 23年前三季度四项综合费用率为 36.7%，同比减少 3.8pp，全年费用水平有望得到持续优化。

图 6：公司毛利率净利率企稳回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司费用率持续优化



数据来源：Wind，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“十四五”现代综合交通运输体系发展规划，到 2025 年我国铁路营运里程预计将达到 16.5 万公里。据国铁 22 年公报，截至 2022 年我国铁路营业里程为 15.5 万公里，我们预计 23/24/25 年我国铁路新建里程均为 3500 公里以达成“十四五”规划目标。预计 23-25 年公司铁路指挥调度系统折合每公里单价维持年 5% 的稳定增幅，毛利率随着产品升级回升至 48%、49%、50%。

假设 2：我国国防支出维持稳健，据国防部，23 年我国国防支出预算为 1.6 亿元，同比增长 7.2%。据《“十四五”海关发展规划》，到 2025 年我国海关业务信息化应用覆盖率将达到 100%。公司指挥调度系统在国防和海关等领域具备竞争优势，项目订单有望持续增长，预计 23/24/25 年公司政府及国防业务收入维持 20% 增长，毛利率随着技术迭代升级分别提升至 42%、43%、44%。

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
交通行业	收入	700.7	676.7	724.8	778.3
	增速	11.47%	-3.42%	7.11%	7.38%
	毛利率	46.4%	48.0%	49.0%	50.0%
政府及国防	收入	270.9	325.1	390.1	468.1
	增速	-21.17%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	40.1%	42.0%	43.0%	44.0%
其他	收入	173.4	260.0	338.0	439.4
	增速	187.10%	50.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	15.2%	15.0%	16.0%	17.0%
合计	收入	1145.0	1261.8	1452.9	1685.9
	增速	10.9%	10.2%	15.1%	16.0%
	毛利率	40.2%	39.7%	39.7%	39.7%

数据来源：Wind, 西南证券

#### 3.2 相对估值

我们选取专网通信及指挥调度系统行业中的三家主流公司，分别是震有科技、上海瀚讯和海格通信，2024 年三家公司平均 PE 为 34.5 倍。考虑到公司深耕铁路调度领域，铁路行业具有较高行业壁垒，且 5G-R 技术迭代推进，我们给予公司 2024 年 37 倍 PE，目标价 8.88 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)		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E
688418.SH	震有科技	24.77	0.19	0.61	0.97	130.37	40.61	25.54
300762.SZ	上海瀚讯	18.86	0.39	0.57	0.88	48.36	33.09	21.43
002465.SZ	海格通信	12.20	0.34	0.41	0.51	35.88	29.76	23.92
平均值						71.54	34.49	23.63
300213.SZ	佳讯飞鸿	7.30	0.16	0.24	0.33	45.63	30.42	22.12

数据来源: Wind, 西南证券整理, 截至 2023 年 10 月 30 日

## 4 风险提示

铁路信息化投资不及预期、5G-R 建设不及预期、政府及国防领域信息化支出不及预期等风险。

**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	1144.95	1261.81	1452.94	1685.87	净利润	61.02	92.75	138.55	189.89
营业成本	685.36	761.45	875.96	1016.04	折旧与摊销	38.13	65.82	65.82	65.82
营业税金及附加	9.30	10.86	12.27	14.33	财务费用	6.87	12.62	14.53	16.86
销售费用	120.81	138.80	145.29	151.73	资产减值损失	-6.73	11.00	15.00	25.00
管理费用	243.12	239.74	261.53	286.60	经营营运资本变动	-24.98	-174.94	-192.80	-230.31
财务费用	6.87	12.62	14.53	16.86	其他	56.04	-8.75	21.90	14.64
资产减值损失	-6.73	11.00	15.00	25.00	经营活动现金流量净额	130.35	-1.50	62.99	81.89
投资收益	4.52	3.00	5.00	5.00	资本支出	-27.07	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	-4.00	-4.27	-3.47	其他	24.11	-13.67	4.95	0.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-2.96	-33.67	-15.05	-19.87
<b>营业利润</b>	<b>55.19</b>	<b>86.33</b>	<b>129.09</b>	<b>176.85</b>	短期借款	-107.93	-49.32	0.00	0.00
其他非经营损益	1.69	0.13	0.07	0.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>56.88</b>	<b>86.46</b>	<b>129.16</b>	<b>177.01</b>	股权融资	-39.68	0.00	0.00	0.00
所得税	-4.14	-6.29	-9.39	-12.87	支付股利	-29.09	-14.84	-22.96	-34.20
<b>净利润</b>	<b>61.02</b>	<b>92.75</b>	<b>138.55</b>	<b>189.89</b>	其他	3.45	8.70	-14.53	-16.86
少数股东损益	-1.30	-1.97	-2.95	-4.04	筹资活动现金流量净额	-173.26	-55.46	-37.49	-51.05
归属母公司股东净利润	62.32	94.73	141.50	193.93	<b>现金流量净额</b>	<b>-45.76</b>	<b>-90.63</b>	<b>10.45</b>	<b>10.96</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
货币资金	498.45	407.82	418.27	429.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1233.35	1381.73	1587.71	1840.01	销售收入增长率	10.88%	10.21%	15.15%	16.03%
存货	193.69	229.77	264.02	303.65	营业利润增长率	-56.29%	56.43%	49.53%	37.00%
其他流动资产	48.63	39.71	36.55	39.26	净利润增长率	-48.39%	52.00%	49.38%	37.05%
长期股权投资	55.03	55.03	55.03	55.03	EBITDA 增长率	-38.87%	64.45%	27.11%	23.92%
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	161.79	132.83	103.87	74.92	毛利率	40.14%	39.65%	39.71%	39.73%
无形资产和开发支出	626.82	609.96	593.10	576.24	三费率	20.01%	31.00%	29.00%	27.00%
其他非流动资产	217.03	217.03	217.03	217.03	净利润率	5.33%	7.35%	9.54%	11.26%
<b>资产总计</b>	<b>3034.79</b>	<b>3073.89</b>	<b>3275.59</b>	<b>3535.36</b>	ROE	2.73%	3.96%	5.63%	7.26%
短期借款	199.32	150.00	150.00	150.00	ROA	2.01%	3.02%	4.23%	5.37%
应付和预收款项	453.66	488.24	566.77	657.90	ROIC	3.75%	5.77%	7.81%	9.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.75%	13.06%	14.41%	15.39%
其他负债	145.13	91.08	98.66	111.61	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>798.11</b>	<b>729.31</b>	<b>815.43</b>	<b>919.51</b>	总资产周转率	0.38	0.41	0.46	0.50
股本	593.72	593.72	593.72	593.72	固定资产周转率	6.92	8.57	12.28	18.86
资本公积	711.56	711.56	711.56	711.56	应收账款周转率	0.94	0.94	0.96	0.96
留存收益	964.50	1044.39	1162.93	1322.66	存货周转率	3.53	3.57	3.51	3.56
归属母公司股东权益	2232.63	2342.50	2461.03	2620.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.13%	—	—	—
少数股东权益	4.05	2.07	-0.88	-4.92	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2236.68</b>	<b>2344.57</b>	<b>2460.16</b>	<b>2615.85</b>	资产负债率	26.30%	23.73%	24.89%	26.01%
负债和股东权益合计	3034.79	3073.89	3275.59	3535.36	带息债务/总负债	24.97%	20.57%	18.40%	16.31%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	流动比率	2.56	2.93	2.92	2.92
EBITDA	100.19	164.77	209.44	259.52	速动比率	2.30	2.60	2.59	2.58
PE	69.55	45.75	30.63	22.35	股利支付率	46.68%	15.66%	16.23%	17.63%
PB	1.94	1.85	1.76	1.65	<b>每股指标</b>				
PS	3.79	3.43	2.98	2.57	每股收益	0.10	0.16	0.24	0.33
EV/EBITDA	37.99	23.22	18.24	14.67	每股净资产	3.76	3.95	4.15	4.41
股息率	0.67%	0.34%	0.53%	0.79%	每股经营现金	0.22	0.00	0.11	0.14
					每股股利	0.05	0.02	0.04	0.06

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。

### 本报告

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
	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
北京	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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

广深	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	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	cryf@swsc.com.cn