

网络运维龙头, AIDC 布局加速

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年三季度报告, 2023年Q1-Q3实现营业收入67.5亿元, 同比增长10.9%。实现归属上市股东净利润4亿元, 同比增长10.1%。其中, Q3单季度实现营收21.6亿元, 同比-2.7%, 环比-6.2%; 归母净利润1.2亿元, 同比-8.8%, 环比-20.7%。
- 通信网络业务趋稳, 能源网络业务高速增长。** 分业务看: 通信网络业务, 2023H1销售收入达20.6亿元, 同比增长7.1%, 公司通信网络业务获得了多项大型项目中标, 市场份额保持领先且持续扩大; 信息网络业务, 2023H1销售收入达15.7亿元, 同比增长5.3%, 公司市场渗透率不断提高, 算力服务保持50%增速, 数字化业务加快恢复; 能源网络业务, 2023H1销售收入达9.7亿元, 同比增长109.7%, 三季度保持100%增长趋势, 新能源管维业务和虚拟电厂业务增长迅速。海外市场方面, 公司把握“东盟自贸区”、“一带一路”等政策契机, 快速推进海外业务发展。
- 毛利率系能源业务占比提升略有下降, 费用管控能力良好。** 2023年H1, 通信网络业务毛利率为20.6%(yoy+0.3pp); 信息网络业务毛利率为18.2%(yoy-0.5pp); 能源网络业务毛利率为15.1%(yoy-2.7pp)。2023H1公司主营业务毛利率为18.6%, 同比下降0.7pp, 主要系公司能源业务高速增长, 公司业务结构变化。近年来, 公司销售费用率和管理费用率持续下降, 2023H1分别为3.3%、2.7%; 公司财务费用率常年维持在低水平, 2023H1为0.4%; 公司持续提升研发投入, 2023Q1-Q3公司研发费用达2.5亿元, 研发费用率为3.6%。
- AI催化, 智算中心和人工智能应用成为企业成长新动力。** 公司智能算力中心已经正式投入使用并持续加大投入, “曲尺”生成式人工智能行业模型开发平台2.0版本实现多模态应用, 公司内部知识库场景模型已经上线, 基于1300亿参数的自研行业大模型底座正在进行内部公测, 三季度公司更新了“基于虚拟化合算力的容器调度平台”、“样本数据管理功能增强”、“成品算法批量上架”等, 目前“曲尺”平台已完成25个通用大模型的调用测试和工具开发, “曲尺”平台3.0已经投入研发。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为1.92元、2.54元、3.18元, 分别对应22、16、13倍PE, 首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 下游客户需求波动、市场竞争加剧、募投项目进展不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8159.35	9341.96	12098.09	15355.06
增长率	23.58%	14.49%	29.50%	26.92%
归属母公司净利润(百万元)	424.13	530.81	701.66	879.51
增长率	20.16%	25.15%	32.19%	25.35%
每股收益EPS(元)	1.53	1.92	2.54	3.18
净资产收益率ROE	9.06%	10.30%	12.13%	13.39%
PE	27	22	16	13
PB	2.63	2.37	2.10	1.83

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.76
流通A股(亿股)	2.05
52周内股价区间(元)	33.17-53.8
总市值(亿元)	110.53
总资产(亿元)	144.54
每股净资产(元)	20.82

相关研究

目 录

1 通信信息网络和能源网络的管维者	1
2 财务分析	4
3 盈利预测与估值	7
3.1 盈利预测	7
3.2 相对估值	7
4 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司历史沿革.....	1
图 2：公司股权结构及子公司.....	2
图 3：公司业务逻辑图.....	3
图 4：公司产品和服务矩阵.....	4
图 5：专业化团队支持三大板块业务快速发展.....	4
图 6：2018 年至 2023Q1-Q3，公司营收持续上升.....	5
图 7：公司归母净利润长期保持上升趋势.....	5
图 8：信息网络和能源网络业务销售占比逐渐扩大.....	6
图 9：通信毛利率持续提升，信息和能源毛利率略有下降.....	6
图 10：2023Q1-Q3 销售费用率和财务费用率均下降.....	6
图 11：2019 至 2023Q1-Q3 研发费用持续上升.....	6

表 目 录

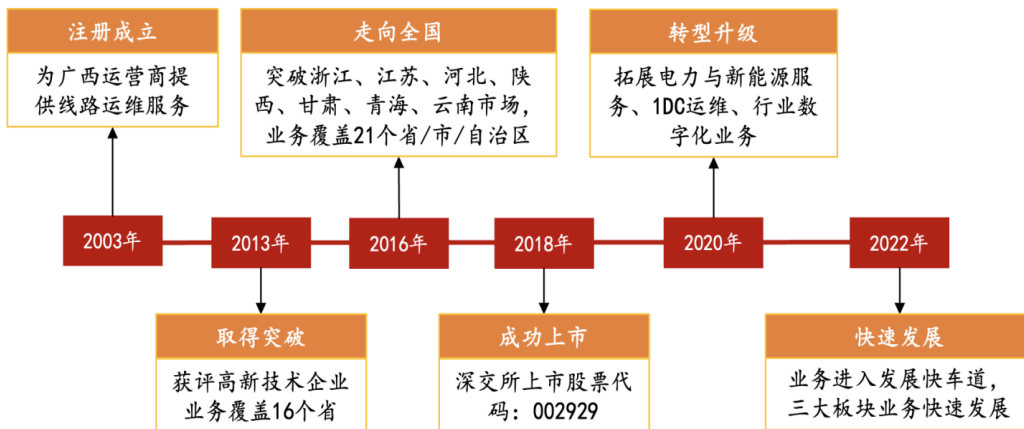
表 1：公司管理层成员情况.....	2
表 2：分业务收入及毛利率.....	7
表 3：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

1 通信信息网络和能源网络的管维者

润建股份有限公司成立于 2003 年，2018 年在深交所上市。在万物互联的时代，公司是通信信息网络与能源网络的智能物业，管维业务涵盖通信网络、信息网络、能源网络三大网络，服务网络覆盖全国 23+个省、超过 200+个地市、1200+个区县。润建股份致力于“做万物互联的管维者，让天下没有难用的网络”，为客户提供软硬件技术服务和数字化解决方案。其中，在通信网络管维领域，公司是中国移动 A 级优秀供应商，中国铁塔五星级的服务商。

目前，公司已在全球设立了 6 大研发基地、15 大研发中心，拥有超过 1000 位专业研发人员，围绕“行业数字化”、“机器替代”、“效率提升”等方向研发了一系列平台和解决方案。强大的创新研发能力使公司能快速响应客户数字化需求，提升公司网络管维能力，提高公司的服务效率，为公司业务发展奠定了基础。公司发展历经三个阶段。润建股份成立于 2003 年，成立初期作为区域通信网络服务提供商，深耕广西和广东区域，提供有线、无线网络管维业务；2012 年改制为股份有限公司之后，迎来了第一个业务快速增长期，商业版图由广西和广东拓展至全国；截至 2016 年，业务覆盖全国 21 个省/市/自治区，并布局了信息网络管维服务；2018 年在深交所上市后，公司积极调整业务及客户结构，从通信网络建维服务商向信息网络与能源网络的管维者升级，业务进入发展快车道，三大板块业务快速发展。

图 1：公司历史沿革

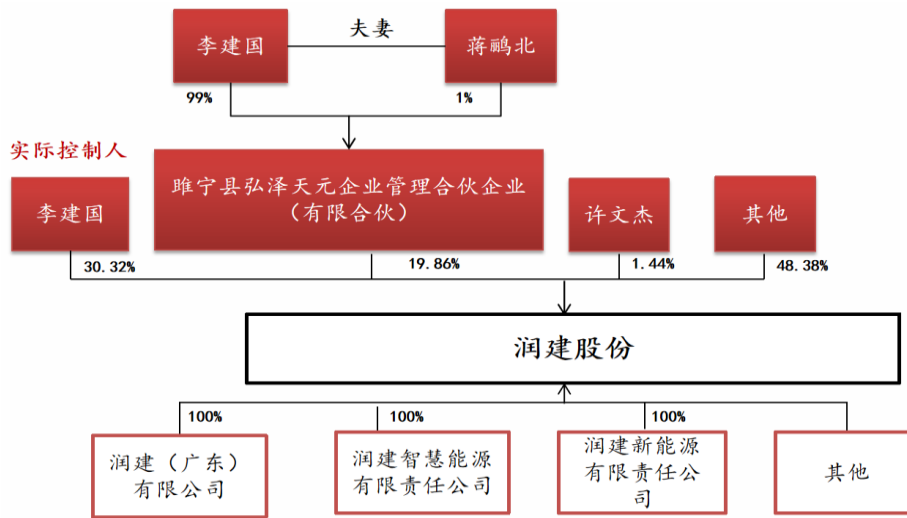


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权清晰，实际控制人为李建国。李建国、睢宁县弘泽天元企业管理合伙企业（有限合伙）为一致行动人，李建国直接持有公司 35.99%的股份，睢宁县弘泽天元企业管理合伙企业（有限合伙）持有公司 22.38%的股份。李建国先生为睢宁县弘泽天元企业管理合伙企业（有限合伙）的有限合伙人，蒋鹂北女士系李建国先生配偶，同时为睢宁县弘泽天元企业管理合伙企业（有限合伙）的普通合伙人。蒋鹂北女士与李建国先生合计持有该合伙企业 100%的合伙份额，共计持有公司 58.37%的股份。

股权激励助力公司留住人才，调动核心人员积极性。公司《2020 年股票期权激励计划》实际授予股票期权数量 2111.8 万份，初始实际授予激励对象 186 人，其中许文杰等 6 名员工为公司高级管理人员，其余 180 名为公司中层及核心骨干人员。根据《2020 年股票期权激励计划实施考核管理办法（修订稿）（更新后）》的规定，激励对象个人层面的考核根据

公司绩效考核相关制度组织实施。根据年度绩效考核结果，激励对象的绩效评价结果划分为优秀、良好、合格、不合格四个档次。若各年度公司层面业绩考核达标，激励对象个人当年实际可行权额度=个人当年计划行权额度×行权比例，激励对象考核当年不能行权的股票期权，由公司注销。如激励对象个人当年考核结果为优秀、良好，行权比例为 100%；如激励对象个人当年考核结果为合格，行权比例为 80%，其余部分由公司注销；如激励对象个人当年考核结果为不合格，则当年行权比例为 0%，当年计划行权股份由公司注销。该激励措施有效调动公司核心人员工作积极性，提升公司竞争力。

图 2：公司股权结构及子公司


数据来源：wind，西南证券整理

公司管理层拥有丰富行业从业经验、技术经验和管理经验。总经理兼副董事长许文杰为高级工程师，曾任广州环信信息有限公司项目经理，润建有限执行董事，总经理；副总经理兼董事周冠宇曾任中国电科第七研究所移动通信网核心网设计工程师，广州杰赛科技股份有限公司通信规划设计院专业总工程师，云计算中心副总工程师兼公司专家，政企事业部总工程师，现任公司董事，副总裁，数字平台研发院院长；副总经理兼董事梁姬、董事会秘书罗剑涛和财务总监黄宇长期从事财务、税务等相关业务，经验丰富。

表 1：公司管理层成员情况

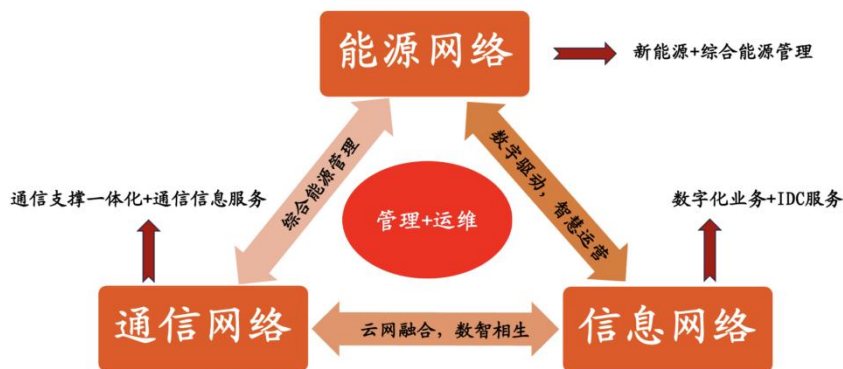
姓名	职位	主要经历
李建国	董事长	本科学历,高级工程师。曾任海南军区守备 121 师战士,桂林陆军学院学员,广州军区第二通信总站军官,广东中人企业(集团)有限公司项目经理,广东中人集团建设有限公司项目经理,广西润建通信发展有限公司(以下简称“润建有限”)执行董事、董事长。
许文杰	总经理, 副董事长	研究生学历, 高级工程师。曾任广州环信信息有限公司项目经理, 润建有限执行董事, 总经理; 现任公司副董事长, 总经理。
梁姬	副总经理	研究生学历。曾任南宁市钢精厂工业会计, 广东中人润建发展有限公司财务经理, 润建有限财务部经理, 审计结算部经理, 财务总监; 现任公司副总经理, 董事。
周冠宇	副总经理	曾任中国电科第七研究所移动通信网核心网设计工程师, 广州杰赛科技股份有限公司通信规划设计院专业总工程师, 云计算中心副总工程师兼公司专家, 政企事业部总工程师, 现任公司董事, 副总裁, 数字平台研发院院长。

姓名	职位	主要经历
罗剑涛	董事会秘书	硕士研究生学历,取得董事会秘书资格证书。历任公司综合部负责人,市场部副总经理、证券与公共事务部总经理、证券事务代表。
黄宇	财务总监	硕士研究生,高级会计师。2007年7月至2016年3月在中国联合网络通信有限公司广西壮族自治区分公司工作,先后担任财务部财务运营室经理,税务管理室经理;2016年4月至今在润建股份有限公司先后担任计划财务部副总经理,计划财务部总经理,现任润建股份有限公司财务总监职务。

数据来源:公司公告,西南证券整理

公司是通信信息网络和能源网络的管维者,是领先的数字化智能运维(AIops)服务商、中国软件百强企业,致力于成为行业领先的人工智能行业模型及算力服务商。公司经过多年沉淀,在“线上数字化平台+线下技术服务”的基础智能服务模式之上,进一步深化技术应用,发布人工智能发展战略,以算力服务、数据服务为基础,通过公司自主研发的“曲尺”生成式人工智能行业模型开发平台,锻造具有核心竞争力的行业模型、产品、解决方案,赋能通信网络、信息网络、能源网络等领域。

图 3: 公司业务逻辑图

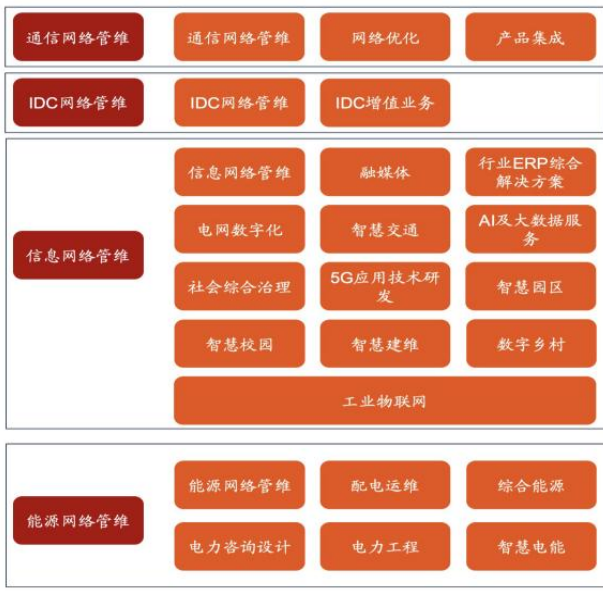


数据来源:公司公告,西南证券整理

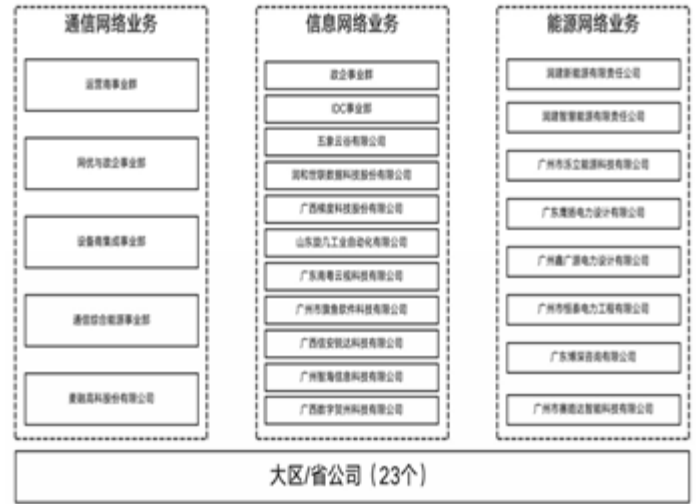
公司服务网点分布广泛的,具备快速响应市场的平台型组织优势。公司的服务网点已经覆盖超过 23 个重点省份、200 个地市、1200 个县区,在各地形成了“技术专家+解决方案专家+客户经理”的服务铁三角。分布广泛的服务网点使公司具备属地管维服务优势,

- 通信网络业务上,各地市场份额持续提高,业务品类持续拓展;
- 信息网络业务的典型应用和产品利用公司各地服务网点快速复制推广;
- 能源网络业务利用深入县区一级的服务网点收集的信息进行区域快速拓展。

各地服务网点实现了业务叠加,资源和人员得到复用,管维效率和经营效率持续提升。公司构建了快速响应市场的平台型组织,由“前台、中台、后台”组成,后台提供战略规划及管理支持,中台提供技术支持和共享资源池,形成核心技术优势,构建专业化和规模化竞争基础;前台组织形式和机制灵活,能快速地响应市场需求、服务客户。公司同时配套了“奋斗、公平、共享”的文化和激励分享机制,形成齐创共享的组织氛围。

图 4：公司产品和服务矩阵


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 5：专业化团队支持三大板块业务快速发展


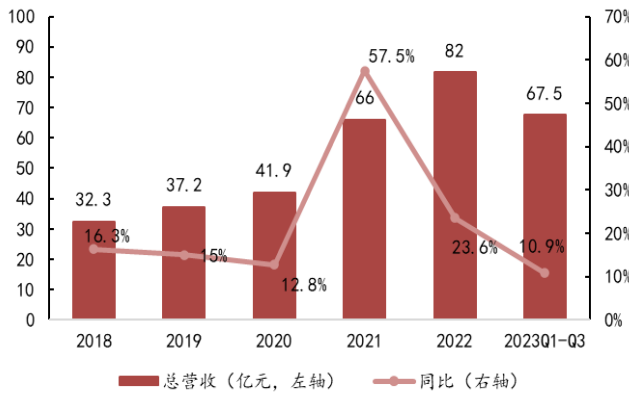
数据来源：公司官网，西南证券整理

2 财务分析

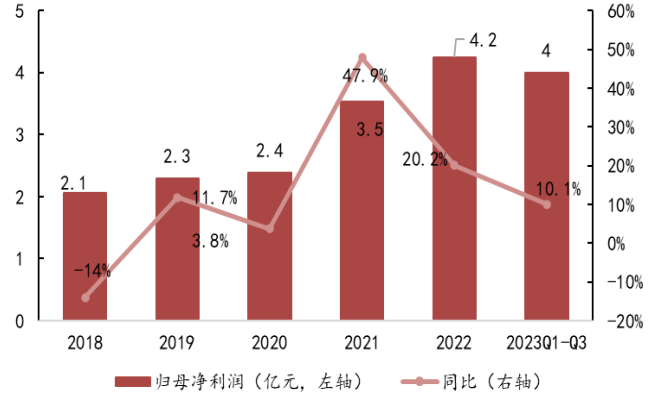
积极应对行业环境变化，营业收入持续上升。2018 至 2022 年间，润建股份营业收入和归母净利润持续增长，4 年间公司营收复合增长率达 26.1%，归母净利润复合增长率达 19.8%。2022 年，公司全力克服公共卫生事件影响，业务快速落地，经营业绩快速增长，实现营业收入 81.6 亿元，同比增长 23.6%。2023Q1-Q3 公司实现营业收入 67.5 亿元，同比增长 10.9%。实现归属上市股东净利润 4 亿元，同比增长 10.1%。分业务看，

- **通信网络业务保持稳定增长态势**，今年以来，公司已经中标了《中国移动 2023 年至 2026 年网络综合代维服务采购项目》、《中国移动 2023 年至 2026 年无线网络优化服务集中采购项目》、《2023-2024 年广东联通综合代维采购项目》等多个项目，中标省份数量、份额、金额持续保持第一，且市场占有率大幅提升，奠定了公司竞争优势，且为公司后续人工智能战略发展打下坚实基础。
- **信息网络业务上，算力服务加大投入，数据服务持续沉淀**，润建股份智能算力中心已经正式投入使用并持续加大投入；算力管维业务和合作伙伴共同落地了中国-东盟超算中心等项目，算力管维智能平台取得客户认可，技术实力处于行业前列。东盟超算中心等项目，算力管维智能平台取得客户认可，技术实力处于行业前列。在数据服务上，公司持续推进数据沉淀、清洗、应用，为行业模型开发奠定基础。“曲尺”生成式人工智能行业模型开发平台 2.0 版本实现多模态应用，公司内部知识库场景模型已经上线，基于 1300 亿参数的自研行业大模型底座，正在进行内部公测，第三季度更新了“基于虚拟化算力的容器调度平台”、“样本数据管理功能增强”、“成品算法批量上架”等，目前“曲尺”平台已完成 25 个通用大模型的调用测试和工具开发，“曲尺”平台 3.0 已经投入研发。

- **能源网络业务上，新能源管维业务上量快，通信综合能源不断渗透**，新能源业务随着新能源电站并网数量提高，新能源管维业务上量速度喜人；虚拟电厂业务持续拓展，公司 RunDoBidder 虚拟电厂数字调度平台获得第六届“绽放杯”5G 应用征集大赛广东区域赛一等奖、全国总决赛优秀奖等奖项；通信综合能源领域，面向运营商的绿能、节能、储能业务渗透率不断提升，为多地运营商提供风光储一体化应用，以及机楼、机房的综合节能改造方案，协助运营商大幅度降低网络运行能耗。
- **海外业务上，把握政策契机，加速业务发展**，公司把握“东盟自贸区”、“一带一路”等政策契机，快速推进海外业务发展，在算力、数字化等领域推进业务落地，在第 20 届中国-东盟博览会召开期间，马来西亚地方政府发展部部长倪可敏、马来西亚国家规划与可持续环境部副秘书长、国家地方政府部门总干事、国家城乡规划部官员等政府要职人员及马来西亚企业代表一行莅临润建股份指导交流，对公司数字化服务能力及中国数智技术“出海”所取得的成果表示充分肯定与认可。

图 6：2018 年至 2023Q1-Q3，公司营收持续上升


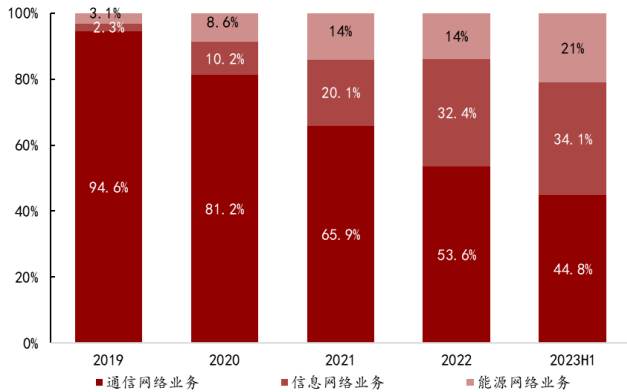
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司归母净利润长期保持上升趋势


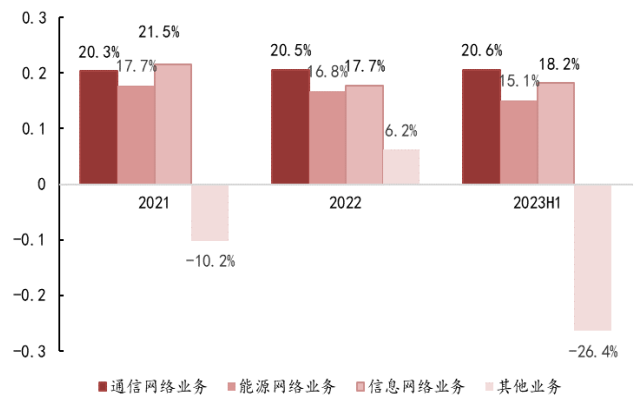
数据来源：公司公告，西南证券整理

信息网络管维业务和能源网络管维业务销售收入占比逐渐扩大。2021 年，通信网络管维业务、信息网络管维业务和能源网络管维业务销售收入占总营收比例分别为 65.9%、20.1%、14%。2023 年上半年，三者销售收入占比分别为 44.8%、34.1%、21%。2023H1 公司实现营业收入 45.9 亿元，同比增长 18.6%。其中通信网络业务销售收入达 20.6 亿元，同比增长 7.1%；信息网络业务销售收入达 15.7 亿元，同比增长 5.3%；能源网络业务销售收入达 9.7 亿元，同比增长 109.7%。

通信网络毛利率持续提升，信息和能源网络毛利率略有下降。2023 年上半年，通信网络业务毛利率为 20.6% (yoy+0.3pp)；信息网络业务毛利率为 18.2% (yoy-0.5pp)；能源网络业务毛利率为 15.1% (yoy-2.7pp)，均系随市场状况正常波动。2023H1 公司主营业务毛利率为 18.6%，同比下降 0.7pp，主要因为公司能源业务高速增长，使得公司业务结构变化所致。

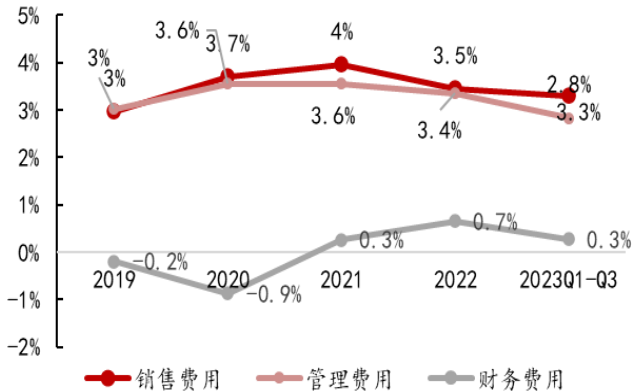
图 8：信息网络和能源网络业务销售占比逐渐扩大


数据来源：公司公告，西南证券整理

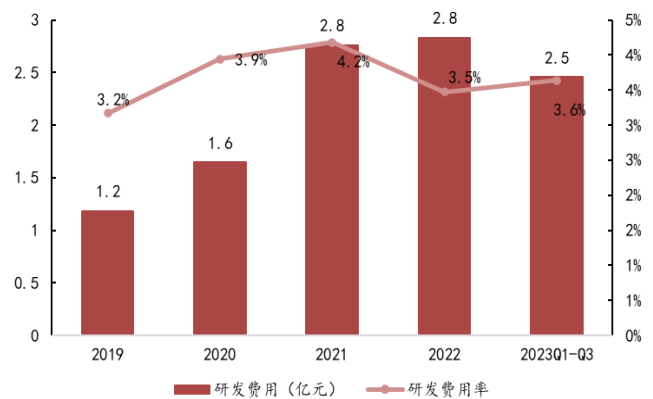
图 9：通信毛利率持续提升，信息和能源毛利率略有下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司费用管控能力良好，研发投入持续上升。近年来，公司销售费用率和管理费用率持续下降，2021 年公司销售费用率和管理费用率分别为 4%、3.6%，2023Q1-Q3 下降至 3.3%、2.8%；公司财务费用率常年维持在低水平，2023Q1-Q3 为 0.3%；公司持续提升研发投入，2018 至 2022 年 4 年间，公司研发费用复合增长率达 26.5%。2023Q1-Q3 公司研发费用达 2.5 亿元，研发费用率为 3.6%。公司近三年研发投入达 8.1 亿。公司持续加大研发投入，第三季度研发费用同比增加 23%，研发费用用于“曲尺”平台、算力平台等开发和应用；在手订单同比和环比都有较大幅度增长，为未来业务拓展打下良好基础。

图 10：2023Q1-Q3 销售费用率和财务费用率均下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：2019 至 2023Q1-Q3 研发费用持续上升


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：公司是通信网络管维领域规模最大的民营企业，为运营商、中国铁塔等客户提供全生命周期一体化管维服务，覆盖 5G 基站、核心网、传输网、接入网等通信基础设施服务及通信综合能源管理服务，其中包括运维、咨询设计、优化、产品集成等全面服务。通信网络管维行业增速稳定，预计公司 23-25 年收入增速稳定在 10%。

假设 2：受益于 AIGC 带来的通信行业景气度上行，公司算力服务主要包括算力租赁业务和算力管维服务。在算力租赁业务上，智能算力中心第一期将为客户提供 2533Pops(Int8) 定点算力或 43Pflops(FP32)单精度浮点算力，后续根据客户需求持续投入；在算力管维服务上，公司将为算力中心、IDC 提供全生命周期一站式服务。23 年因聚焦重点领域发展，收入有所下滑，预计 23-25 年收入增速分别为-15%/20%/25%。

假设 3：公司新能源电站提供从前期开发，到建设、到运维的全生命周期服务。目前已经与地方政府签订多项光伏电站管维合同，发展势头良好，公司目前在手订单充裕，下游需求旺盛，预计 23-25 年仍维持高速增长，收入增速分别为 100%/80%/50%。

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 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
通信网络运维	收入	4375.51	4813.06	5294.37	5823.80
	增速	0.64%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	20.53%	20.63%	20.73%	20.83%
信息网络运维	收入	2640.79	2244.67	2693.61	3367.01
	增速	99.11%	-15.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	17.74%	18.24%	18.74%	19.24%
能源网络运维	收入	1141.18	2282.36	4108.25	6162.37
	增速	23.20%	100.00%	80.00%	50.00%
	毛利率	16.75%	16.75%	16.75%	16.75%
合计	收入	8159.34	9342.0	12098.1	15355.0
	增速	23.58%	14.5%	29.5%	26.9%
	毛利率	19.09%	19.10%	18.93%	18.84%

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取行业中的三家主流公司。23 年可比公司平均 PE 为 48.5 倍，24 年为 36.4 倍。AIGC 催化叠加高附加值产品占比提升，公司经营持续向好。考虑到公司在智算中心领域的先发优势，首次覆盖给予“持有”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
603220.SH	中贝通信	39.96	0.32	0.58	0.73	0.90	123.56	69.03	54.61	44.57
300383.SZ	光环新网	10.05	-0.49	0.29	0.39	0.51	-20.53	34.51	25.73	19.52
300738.SZ	奥飞数据	8.75	0.24	0.21	0.30	0.43	36.49	41.87	28.75	20.59
平均值							-	48.47	36.36	28.22

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

下游客户需求波动、市场竞争加剧、募投项目进展不及预期等风险。

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	8159.35	9341.96	12098.09	15355.06	净利润	403.99	505.61	668.35	837.75
营业成本	6601.38	7557.29	9807.67	12462.00	折旧与摊销	37.92	41.81	41.81	41.81
营业税金及附加	13.12	18.68	24.20	30.71	财务费用	52.63	132.41	122.53	144.39
销售费用	281.25	331.64	429.48	545.10	资产减值损失	-31.42	-31.42	-31.42	-31.42
管理费用	489.44	709.99	919.46	1166.98	经营营运资本变动	-583.27	537.25	-449.20	-472.86
财务费用	52.63	132.41	122.53	144.39	其他	558.52	60.44	152.52	192.28
资产减值损失	-31.42	-31.42	-31.42	-31.42	经营活动现金流净额	438.37	1246.09	504.59	711.94
投资收益	6.12	6.12	6.12	6.12	资本支出	-466.03	-448.79	-448.79	-448.79
公允价值变动损益	-0.54	-0.54	-0.54	-0.54	其他	-759.18	-126.40	-126.40	-126.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1225.21	-575.19	-575.19	-575.19
营业利润	502.31	628.95	831.76	1042.86	短期借款	639.22	-1471.54	531.15	417.88
其他非经营损益	1.14	1.14	1.14	1.14	长期借款	9.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	503.46	630.09	832.90	1044.01	股权融资	100.96	0.00	0.00	0.00
所得税	99.46	124.48	164.55	206.26	支付股利	-45.75	-54.97	-68.80	-90.94
净利润	403.99	505.61	668.35	837.75	其他	-265.96	-126.01	-116.13	-138.00
少数股东损益	-20.14	-25.20	-33.31	-41.76	筹资活动现金流净额	438.43	-1652.52	346.22	188.94
归属母公司股东净利润	424.13	530.81	701.66	879.51	现金流量净额	-346.97	-981.62	275.61	325.70
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	1915.82	934.20	1209.81	1535.51	成长能力				
应收和预付款项	4776.02	4837.98	6486.39	8268.61	销售收入增长率	23.58%	14.49%	29.50%	26.92%
存货	1304.09	1502.51	1971.76	2496.74	营业利润增长率	21.27%	25.21%	32.25%	25.38%
其他流动资产	1971.45	1247.04	1297.21	1356.49	净利润增长率	16.69%	25.15%	32.19%	25.35%
长期股权投资	62.08	62.08	62.08	62.08	EBITDA 增长率	27.57%	35.47%	24.02%	23.39%
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	1012.05	1378.44	1744.82	2111.21	毛利率	19.09%	19.10%	18.93%	18.84%
无形资产和开发支出	272.03	313.44	354.85	396.25	三费率	7.45%	12.57%	12.16%	12.09%
其他非流动资产	1415.42	1546.58	1677.75	1808.91	净利率	4.95%	5.41%	5.52%	5.46%
资产总计	12728.96	11822.27	14804.67	18035.80	ROE	9.06%	10.30%	12.13%	13.39%
短期借款	1582.59	111.06	642.20	1060.09	ROA	3.17%	4.28%	4.51%	4.64%
应付和预收款项	5217.24	5548.82	7351.20	9360.62	ROIC	15.43%	17.80%	19.61%	19.35%
长期借款	10.02	10.02	10.02	10.02	EBITDA/销售收入	7.27%	8.60%	8.23%	8.00%
其他负债	1458.59	1241.21	1290.53	1347.56	营运能力				
负债合计	8268.44	6911.12	9293.96	11778.29	总资产周转率	0.71	0.76	0.91	0.94
股本	232.01	276.32	276.32	276.32	固定资产周转率	27.84	24.36	34.58	48.56
资本公积	1762.80	1718.49	1718.49	1718.49	应收账款周转率	2.02	1.94	2.13	2.08
留存收益	2080.80	2556.64	3189.51	3978.08	存货周转率	5.30	5.30	5.61	5.56
归属母公司股东权益	4339.15	4815.00	5447.86	6236.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.49%	—	—	—
少数股东权益	121.36	96.16	62.84	21.09	资本结构				
股东权益合计	4460.52	4911.15	5510.71	6257.51	资产负债率	64.96%	58.46%	62.78%	65.31%
负债和股东权益合计	12728.96	11822.27	14804.67	18035.80	带息债务/总负债	31.76%	16.70%	18.14%	17.86%
					流动比率	1.39	1.46	1.34	1.28
					速动比率	1.21	1.21	1.10	1.05
					股利支付率	10.79%	10.36%	9.80%	10.34%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	592.87	803.16	996.09	1229.06	每股收益	1.53	1.92	2.54	3.18
PE	26.95	21.53	16.29	12.99	每股净资产	15.70	17.43	19.72	22.57
PB	2.63	2.37	2.10	1.83	每股经营现金	1.59	4.51	1.83	2.58
PS	1.40	1.22	0.94	0.74	每股股利	0.17	0.20	0.25	0.33
EV/EBITDA	14.92	12.52	10.22	8.25					
股息率	0.40%	0.48%	0.60%	0.80%					

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

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
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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	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
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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
	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
