

经营业绩亮眼，受益于配网智能化扬帆启航

投资要点

- 事件:** 公司2023年实现营业收入22.3亿元，同比增长11.1%；实现归母净利润5.3亿元，同比增长31.3%；扣非归母净利润4.9亿元，同比增长26.1%。2023年第四季度公司实现营收5.6亿元，同比增长8.8%；实现归母净利润1.8亿元，同比增长54.3%；扣非归母净利润1.3万元，同比增长52.5%。
- 盈利能力持续提升，研发投入维持高位。** 盈利端：2023年公司销售毛利率/净利率分别为40.8%/23.7%，同比增长3.7/3.6pp；单Q4毛利率/净利率分别为41.1%/31.9%，分别环比提升0.6/11.6pp。费用端：公司2023年销售/管理（不含研发）/财务费用率分别为4.7%/1.8%/-1.1%，分别同比增长0.05pp/0.01pp/0.9pp。此外，公司2023年研发费用率为10.2%，同比提升0.3pp，研发投入进一步加大。
- 国内新型电力系统发展为长期确定性趋势，市场空间大，公司数字电网业务快速增长。** 伴随分布式新能源如屋顶光伏、充电桩等并网接入，国内电网投资有望从主干网向智能化配网投资倾斜。根据测算，预计25年国内配电网投资额有望超3300亿元，智能化配电网投资额有望达1000亿元，驱动通信网关、电监测等设备需求放量。2023年，公司电监测终端业务实现收入4.6亿元，同比增长24.6%；通信模块业务实现收入6.6亿元，同比增长20.6%，受益于产品结构优化及规模效应降本，通信模块业务毛利率同比提升14.7pp至41.7%，伴随行业景气度上行有望实现长期稳定发展。
- 海外“电网+智慧城市”一体化解决方案需求广阔，公司业务布局加快。** 亚非拉中经济较落后地区存在大量电力、城市智能化建设改造需求，内资品牌有望凭借渠道积累、“表计+通信方案+终端”的一体化方式加速出海。公司积极参与国家“一带一路”沿线经济发展和能源互联网建设，持续加大对海外市场的研发与销售投入，2023年海外业务毛利率为38.3%，同比提升2.8pp，多区域实现订单0到1的突破，海外业务占比有望持续提升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年营收分别为30.4亿元、38.2亿元、45.6亿元，未来三年归母净利润分别为7/8.9/10.7亿元。公司为国内智能配电网头部企业，充分受益于国内电网数字化转型升级，且海外市场空间广阔，公司积极布局已斩获多区域长期订单，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 国内配电网智能化渗透率不及预期的风险；海外拓展不及预期的风险；汇率波动影响公司海外业务收入的风险；新产品研发不及预期的风险；电网投资不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2225.25	3036.03	3817.05	4555.58
增长率	11.06%	36.44%	25.73%	19.35%
归属母公司净利润(百万元)	525.26	702.99	886.36	1065.64
增长率	31.26%	33.84%	26.08%	20.23%
每股收益EPS(元)	1.05	1.41	1.77	2.13
净资产收益率ROE	17.71%	19.74%	20.58%	20.51%
PE	28	21	17	14
PB	5.02	4.17	3.44	2.85

数据来源: Wind, 西南证券

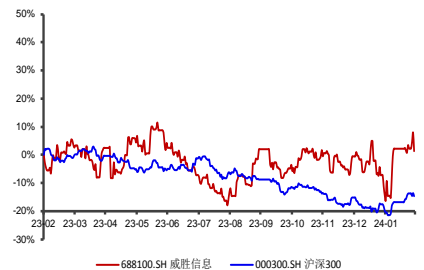
西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
电话: 13524424436
邮箱: yezy@swsc.com.cn

联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.00
流通A股(亿股)	5.00
52周内股价区间(元)	23.01-34.46
总市值(亿元)	147.30
总资产(亿元)	39.18
每股净资产(元)	5.43

相关研究

目 录

1 公司概况：电力物联网领先企业，业绩步入快速增长期	1
2 国内电网投资向配电侧倾斜，海外一体化建设需求正盛	4
2.1 分布式新能源接入驱动配网智能化升级提速	4
2.2 公司完善表计产业链布局，出海进程加快	7
3 盈利预测与估值	11
3.1 盈利预测	11
3.2 相对估值	11
4 风险提示	12

图 目 录

图 1: 威胜信息历史沿革.....	1
图 2: 威胜信息股权架构（截至 2023 年年报）.....	2
图 3: 2019-2023 年公司营业收入 CAGR 为 16.5%.....	3
图 4: 2019-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 24.1%.....	3
图 5: 公司毛利率与净利率趋稳向上.....	4
图 6: 研发费用率维持高位.....	4
图 7: 分布式光伏累计并网规模.....	4
图 8: 我国电动车销量.....	4
图 9: 新型配电系统框架梳理.....	5
图 10: 新型配电系统形态.....	5
图 11: 我国电表招标量及发展历程.....	6
图 12: 电表上游通信模块技术发展历程.....	7
图 13: 公司各业务收入情况（百万元）.....	8
图 14: 公司各业务毛利率情况.....	8
图 15: 2022-2023 年国网电表/集中器中标情况.....	8
图 16: 威胜控股（3393.HK）电能表解决方案收入及毛利率.....	9
图 17: 威胜控股（3393.HK）电能表解决方案客户结构.....	9
图 18: 国内电表通信模块（芯片）主要企业业务收入（百万元）.....	10
图 19: 国内电表通信模块（芯片）主要企业毛利率.....	10
图 20: 公司海外业务收入及毛利率.....	10
图 21: 威胜集团海外布局.....	10

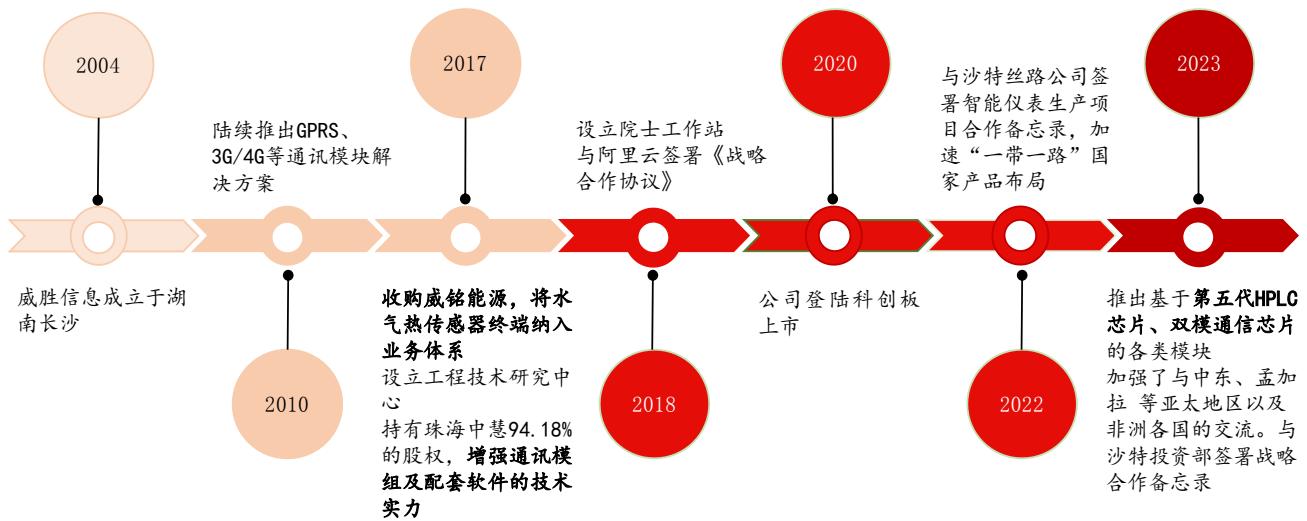
表 目 录

表 1: 公司产品矩阵.....	2
表 2: 国内智能配电网投资额市场空间测算.....	6
表 3: 分业务收入及毛利率.....	11
表 4: 可比公司估值（2024/02/28）.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 公司概况：电力物联网领先企业，业绩步入快速增长长期

公司成立于 2004 年，是领先的能源物联网解决方案提供商。公司于 2017 年并购珠海中慧扩大通信模块、网关等业务规模；收购威铭新能源有限公司拓展水、热、气传感器，公司现已形成网络层、感知层、应用层三大业务版图，实现表计产业链上下游覆盖。近年来，公司加强海外业务拓展，参与埃及、印尼、缅甸、孟加拉的智慧城市建设计划，2023 年海外营收 2.3 亿元，海外业务规模有望实现快速扩张。

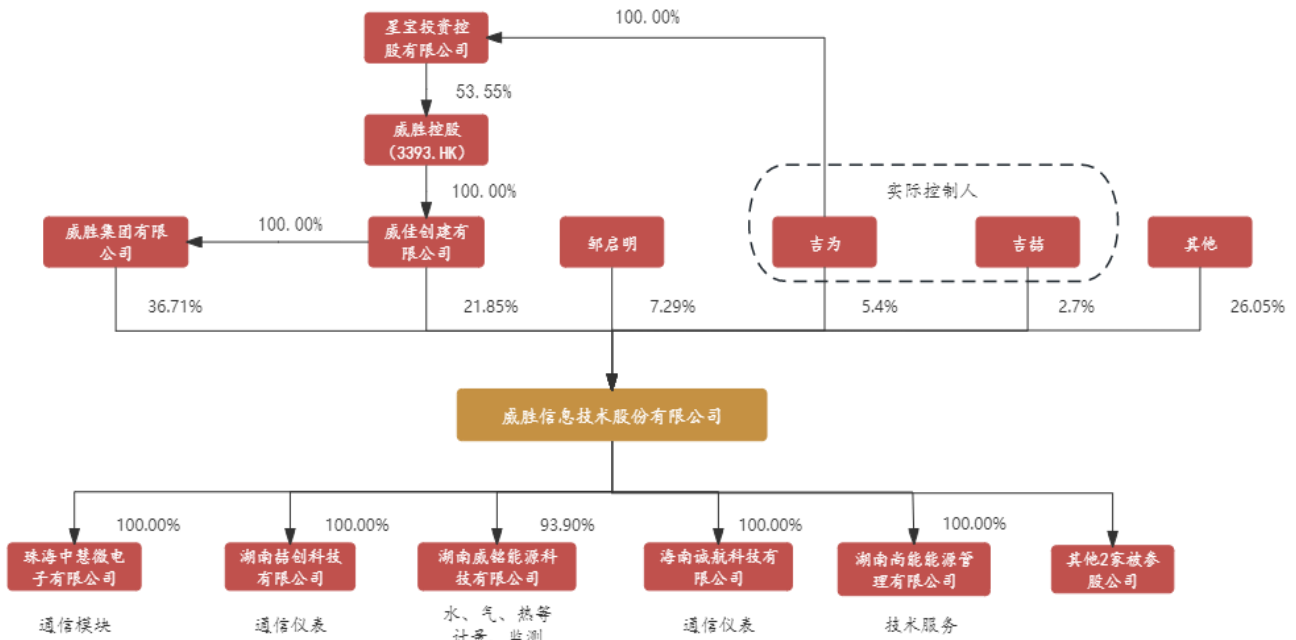
图 1：威胜信息历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权集中，股权结构稳定。公司实际控制人为董事吉为、吉喆，二者为父子关系。吉为先生控股威佳创建有限公司、威胜集团有限公司，二者共计持有公司股份 58.56%，此外吉为先生直接持有公司股份 5.4%，因此吉为合计持股 63.96%，为公司第一大股东。

公司发布 2024 年“提质增效重回报”行动方案，彰显发展信心。1) **回购激励：**公司于 2024 年 2 月发布第一期员工持股计划（草案），本计划拟受让公司回购股份的数量不超过 400 万股，参与对象为公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术、业务骨干等不超过 137 人，占公司当前总股本的 0.8%，购买股份价格为 19.42 元/股，股票来源为此前回购公司的股票，提升员工凝聚力。2) **分红：**公司计划 2023 年每 10 股派发现金红利 4.3 元，同比增长 30%；拟定 2024 年现金分红派息率 40%。

图 2：威胜信息股权架构（截至 2023 年年报）


数据来源：公司官网，西南证券整理

产品矩阵丰富，多领域布局保障可持续发展。公司实现表计产业链全覆盖，上游网络层产品包括通信模块、通信网关，2023 年收入占比分别为 29.6%/32.5%；毛利率分别为 41.7%/45.2%。感知层业务包括电监测终端及水、热、气传感器终端，2023 年收入占比分别为 20.9%/9.9%；毛利率分别为 40.3%/33.1%。同时，公司拥有智慧供应事业管理系统平台，为客户完善系统化解解决方案。

表 1：公司产品矩阵

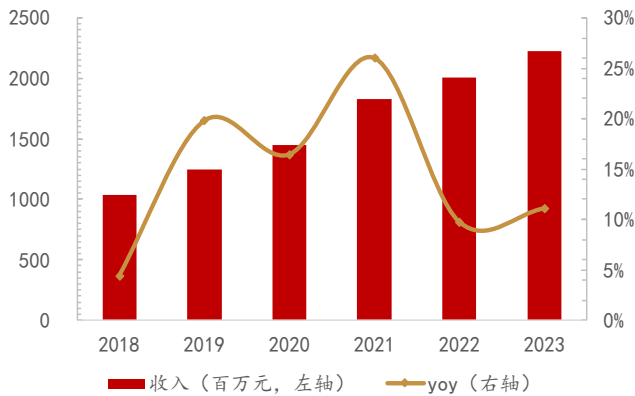
产品大类	产品名称	产品示意图	产品类型	2023 年收入占比	2023 年毛利率
网络层	通信模块		无线通信模块、HPLC 模块、双模模块等	29.6%	41.7%
	通信网关		集采器、集中器等	32.5%	45.2%
感知层	电监测终端		配电监测仪、电压/电流监测仪等	20.9%	40.3%

产品大类	产品名称	产品示意图	产品类型	2023 年收入占比	2023 年毛利率
	水、气、热传感终端		煤气表、水表等	9.9%	33.07%
应用层	智慧供应事业管理系统		EMS 能量管理系统、电能自动化计量系统等	6.66%	25.71%

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

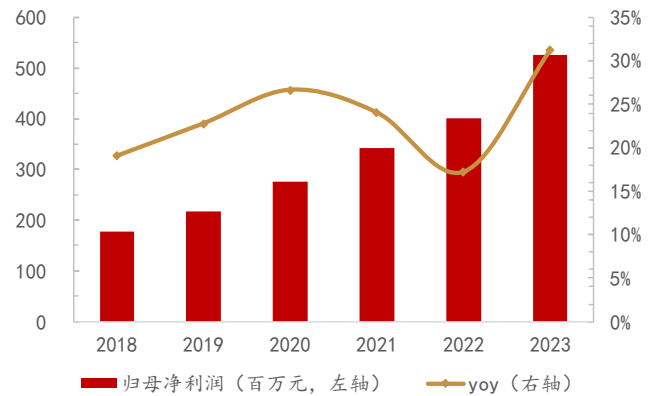
经营状况较好，公司收入利润持续攀升。公司营业收入从 2018 年的 10.4 亿元提升至 2023 年的 22.3 亿元，2019-2023 年的 CAGR 为 16.5%；归母净利润从 2018 年的 1.8 亿元提升至 2023 年的 5.3 亿元，2019-2023 年的 CAGR 为 24.1%。伴随公司业务体量扩大，规模效应凸显，2023 年公司归母净利润同比增长 31.3%，23Q4 归母净利润同比增长 54.3%，业绩步入快速增长期。

图 3：2019-2023 年公司营业收入 CAGR 为 16.5%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2019-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 24.1%

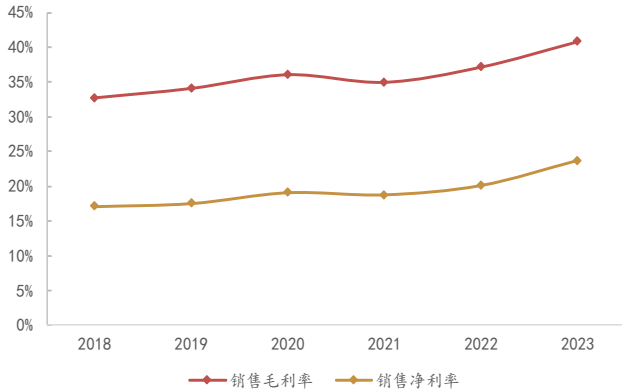


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司毛利率、净利率持续向上，盈利水平向好。2023 年公司实现销售毛利率 40.8%，同比增长 3.7pp；实现销售净利率 23.7%，同比增长 3.6pp，其中公司通信模块业务 2023 年毛利率提升较大，同比提升 14.7pp。

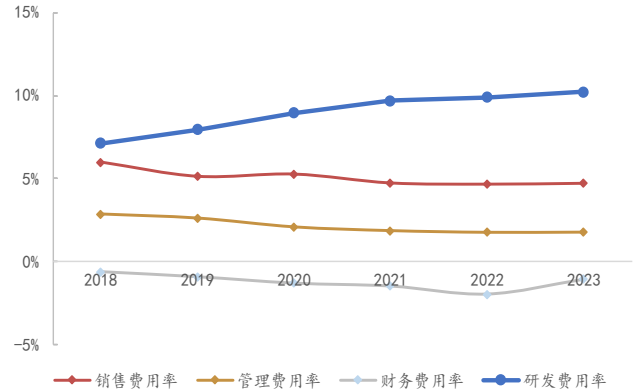
期间费用率整体较为平稳，研发投入持续加大。公司 2023 年销售费用率为 4.7%，同比增长 0.05pp；管理费用率（不含研发）为 1.8%同比增长 0.01pp；财务费用率为 -1.1%，同比增长 0.9pp，主要系美元汇率波动影响汇兑损益带来财务费用增加影响。此外，公司持续加大研发投入，2023 年研发费用率为 10.2%，同比提升 0.3pp，加深产品技术护城河。

图 5：公司毛利率与净利率趋稳向上



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：研发费用率维持高位



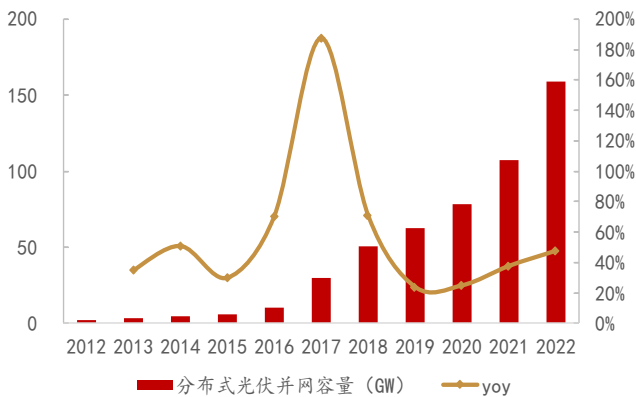
数据来源：公司公告，西南证券整理。注：其中管理费用率不含研发费用

2 国内电网投资向配电侧倾斜，海外一体化建设需求正盛

2.1 分布式新能源接入驱动配网智能化升级提速

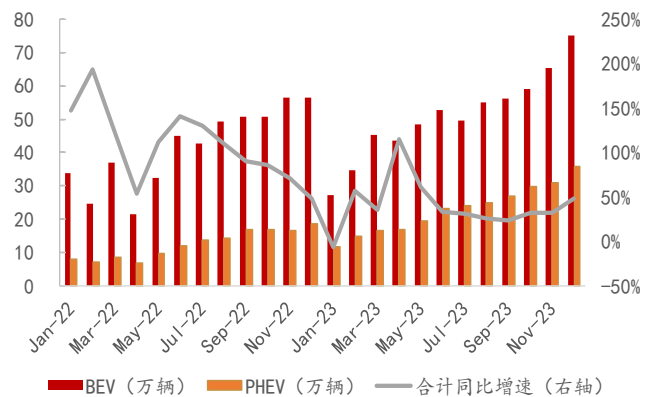
新能源、分布式电源及电动汽车等新型配网元件的出现对现网的承载和调配带来较大压力，对配电网自动化、智能化建设提出了更高要求。至 2022 年，我国分布式光伏并网容量达到 158GW，据国家电网预计 2030 年国网经营区分布式电源装机达到约 290GW，占总装机的 10% 左右。大规模分布式发电接入系统后，将显著影响配电网的潮流分布、电能质量、短路电流大小，进而影响到传统保护元件的故障定位和供电恢复功能，需要加强对配电网的监测与控制，对配网数字化建设提出了更高的要求。

图 7：分布式光伏累计并网规模



数据来源：国家能源局，西南证券整理

图 8：我国电动车销量

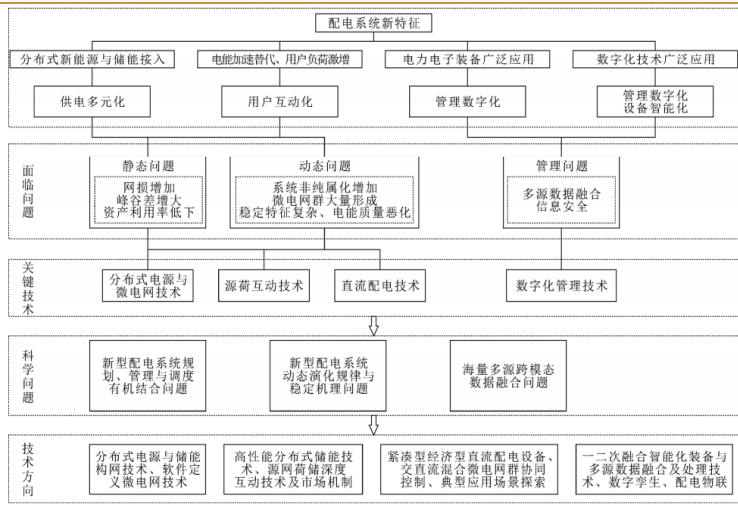


数据来源：乘联会，西南证券整理

新型电力系统下传统配电网面临巨大挑战。分布式电源、分布式储能与新型负荷的大量接入使得配电系统出现供电多元化、用电互动化、电力电子化、装备智能化以及管理数字化等全新形态特征。传统配电网调度方式、运行控制策略、管理手段难以支撑低碳化的新型配电网建设。

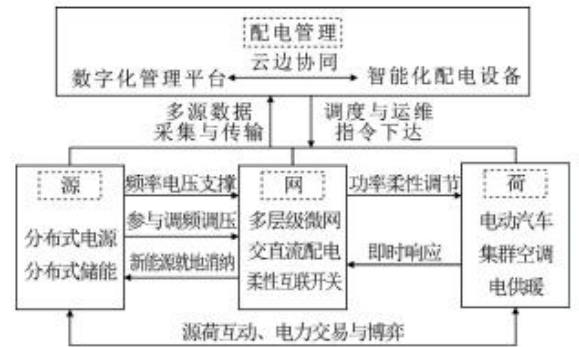
配电网建设改造是建设新型电力系统、推动“双碳”目标实现的重要环节。新型配电网通过接入海量分布式新能源，降低电力生产环节碳排放；借助灵活网架、分布式储能、柔性电力电子设备及多元化的灵活互动方式，充分满足电动汽车等新型负荷用电需求，推动电能加速替代。提升配网、农网供电水平，增强电网服务清洁能源成未来趋势，未来配网占比有望逐步提升。

图 9：新型配电系统框架梳理



数据来源：《新型配电系统形态特征与技术展望》，西南证券整理

图 10：新型配电系统形态



数据来源：《新型配电系统形态特征与技术展望》，西南证券整理

电网投资重点从输电网走向配电网，重视配电网智能化产业链发展机会。电网投资结构性特征突出，配电网的自动化、智能化水平有更大提升空间。伴随配电网智能化水平的提高，二次设备以及一二次融合（环网柜、负荷开关等）投资比例提高有望成为趋势。

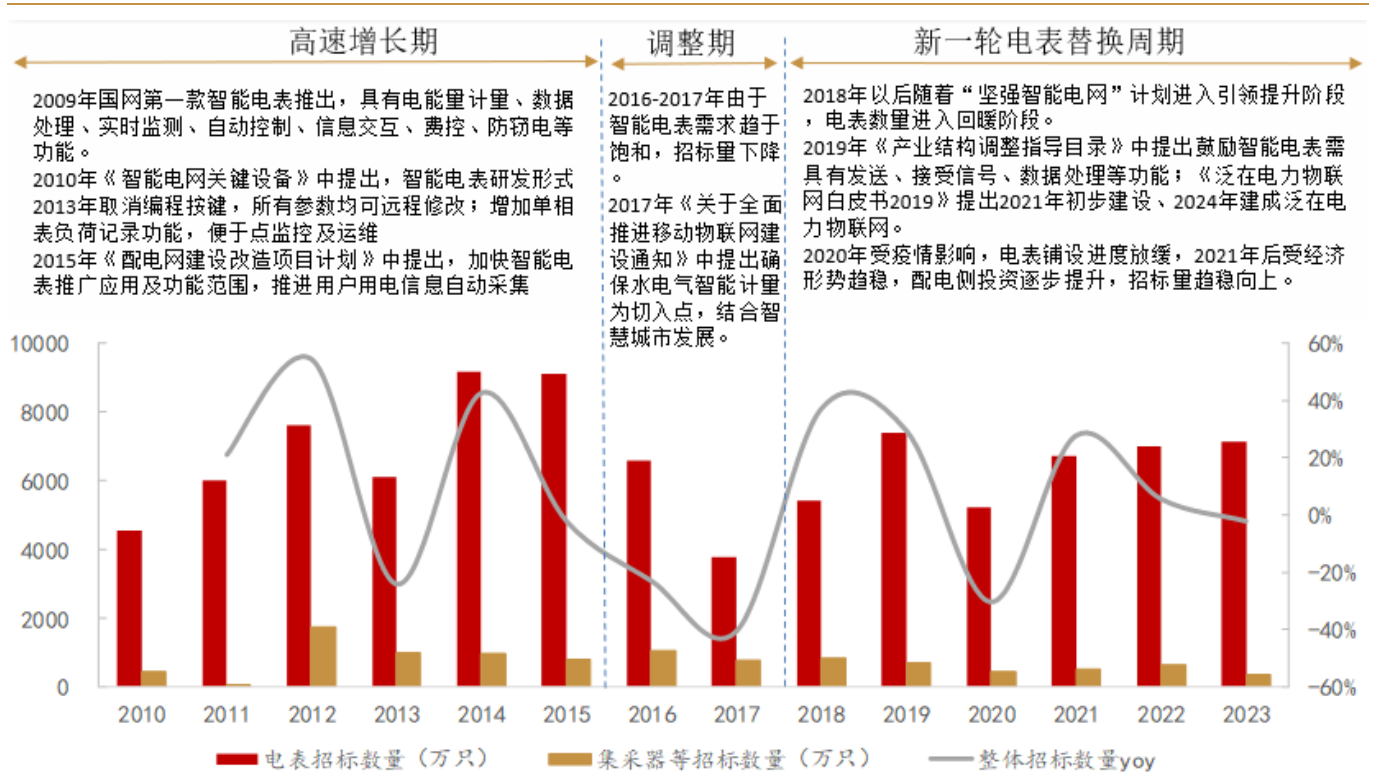
- **假设 1:**“十四五”期间国网计划完成约 2.4 万亿投资，观察前三年情况有望超预期，国家电网预计 2024 年电网投资额有望超 5000 亿元，假设 2024/2025 年电网投资额分别为 5100/5000 亿元。
- **假设 2:**“十四五”期间南网投资约 6700 亿元，对应到 2024-2025 年投资额同比增速年均约 10%。
- **假设 3:** 根据国网规划，“十四五”期间配电网投资额需达到 50%。由于“十四五”前期主干网特高压建设需求迫切，需解决新能源大基地消纳等问题，故配电侧投资比例较弱。伴随近年来特高压相关线路陆续核准开工投运，我们认为后续电网投资有望向配电网倾斜，预计 2024-2025 年配电网投资占比有望分别提升至 45%/50%。
- **假设 4:** 配电网智能化占比从“十三五”的 10%提升至 2021 年的 15%，伴随分布式新能源大规模接入，配用电智能化升价加快，预计 2024-2025 年智能电网规模占比分别为 25%/30%。

表 2：国内智能配电网投资额市场空间测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
国网投资额 (亿元)	4747.8	4853.7	4889.6	4473.0	4605.0	4882.0	5094.0	5275	5100	5000
南网投资额 (亿元)	775.0	817.0	874.0	1060.0	907.0	995.0	1094.5	1375	1512.5	1663.75
配电网投资占比	20%	20%	20%	20%	20%	30%	35%	40%	45%	50%
配电网投资额 (亿元)	1104.6	1134.1	1152.7	1106.6	1102.4	1763.1	2166.0	2660	2975.6	3331.9
配电网智能化投资占比	10%	10%	10%	10%	10%	15%	17%	20%	25%	30%
智能配网投资额 (亿元)	110.5	113.4	115.3	110.7	110.2	264.5	368.2	532	743.9	999.6

数据来源：国家电网，南方电网，金冠股份公司公告，西南证券预测。注：南网23年投资额为预测数据

受益于 5G、物联网、泛在电力网等概念，智能电表持续更新换代。随着我国智能电表行业政策频出、老旧电表更新换代需求、泛在电力物联网等新兴需求等多重因素共振下，我国智能电表将进入高速发展时期。

图 11：我国电表招标量及发展历程


数据来源：国家电网，华经产业研究院，西南证券整理

国内智能电表上游通信模块发展历程：**窄带载波 (NB-PLC) → 双模 (无线模块+窄带载波) → 高速宽带载波 (HPLC) → 双模 (无线模块+HPLC)**。

- **窄带载波**：通信速率慢，自动采集成功率低，成为本地通信的技术问题解决的瓶颈。因此，国网利用电力线通信无需重新布线的优势，重点开发宽带电力线载波通信的应用。
- **高速宽带载波**：是一种利用电力线作为数据传输媒介的通信方式，利用电力线传输数据信息具有极大的便捷性，省去了繁复的工程，还节约了资源成本，同时还能保证电网结构坚固，国网于 2017 年推出该技术。HPLC 已成为智能电网、能源管理、智慧家庭、光伏发电、电动汽车充电等应用的主要通信手段。
- **双模**：是电力线载波通信与微功率无线通信相结合的模式。载波为主，双模为辅，相互协调，自动切换，构成双通道的解决方案。（可解决地理电缆环境中 HPLC 通信效果差、跨变压器的信号串扰等棘手问题，还可实现停电后的定位感知，准确定位到问题点，提高供电可靠性）。

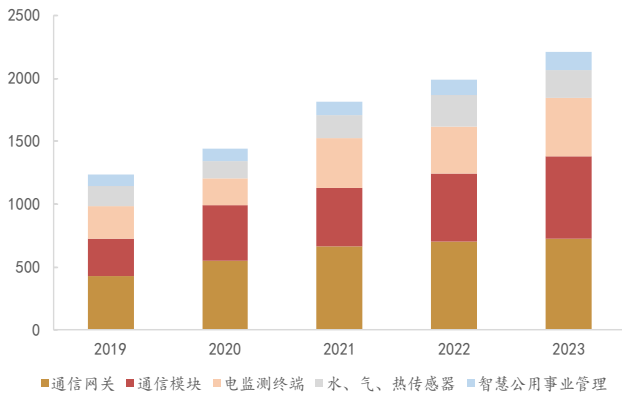
图 12：电表上游通信模块技术发展历程



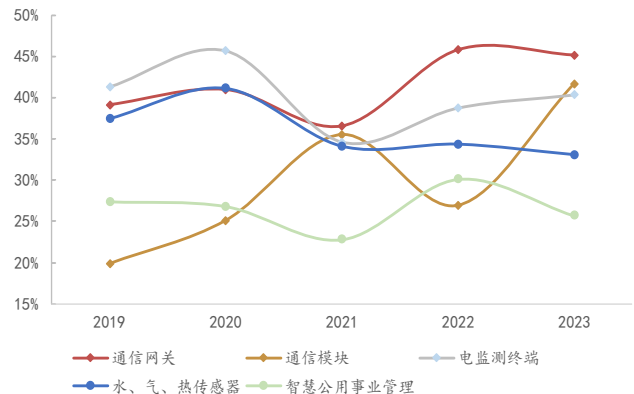
数据来源：国家电网，华经产业研究院，西南证券整理

2.2 公司完善表计产业链布局，出海进程加快

公司产品系列丰富，“数字电网+智慧城市”双轮驱动。公司目前已形成三大业务板块，五大产品系列，产品涵盖表计上游通信模块、中游通信网关、配电侧电监测终端、智慧城市领域水、气、热传感器以及智慧公用事业管理系统。受益于国内电网投资加大，智能化渗透率逐步提升，公司数字电网业务整体实现量利齐升。2023 年，公司电监测终端业务实现收入 4.6 亿元，同比增长 24.6%；通信模块业务实现收入 6.6 亿元，同比增长 20.6%，受益于产品结构优化及规模效应降本，通信模块业务毛利率同比提升 14.7pp 至 41.7%，伴随行业景气度上行有望实现长期稳定发展。

图 13: 公司各业务收入情况 (百万元)


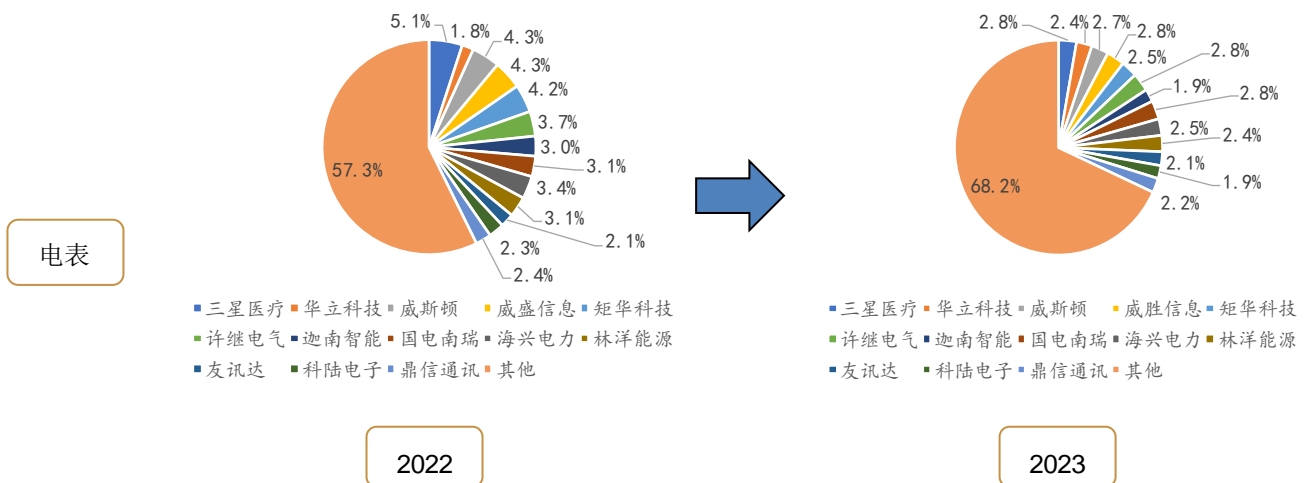
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

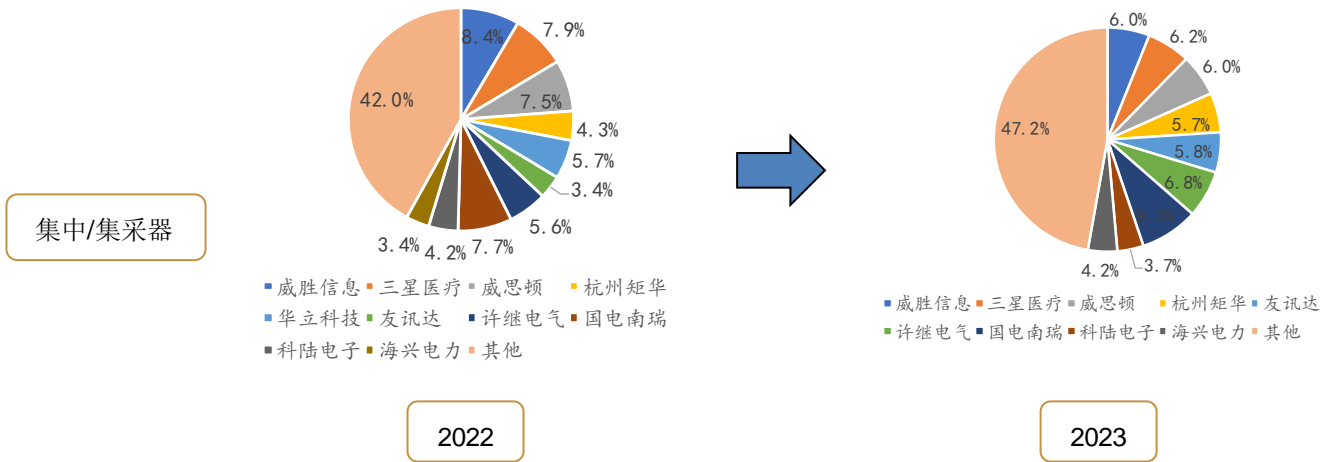
图 14: 公司各业务毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从中标数据看, 2023 年电表市场集中度有所下降。2023 年 11 月国网出台电表限制代工的政策, 由于电表企业固定资产投资较多, 预计未来行业形成两级分化, 加速小企业尾部出清, 集中度有望提升。

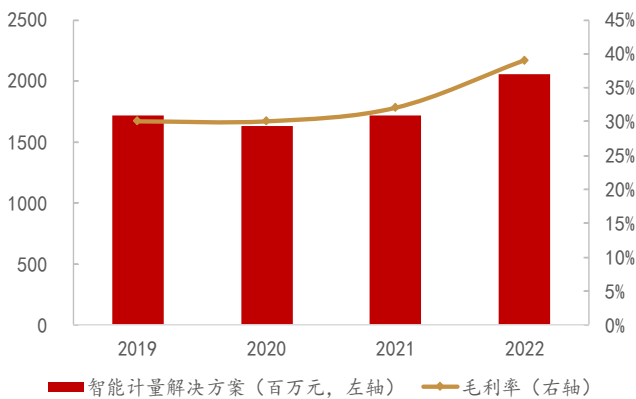
- **国网:** 智能电表 2022 年 CR5 为 21.6%, 2023 年为 13.9%; 集中/采集器 2022 年 CR5 为 37.2%, 2023 年为 33.3%。公司的智能电表相关业务划分在威胜控股 (3393.HK) 中, 2023 年智能电表合计中标约 5.3 亿元, 市占率为 2.8%; 集中/集采器业务合计中标 2.4 亿元, 市占率为 6%。
- **南网:** 威胜在 2023 年南网的两批次招标中合计中标 4.8 亿元, 位居同行第一名, 市占率约 10.5%。

图 15: 2022-2023 年国网电表/集中器中标情况




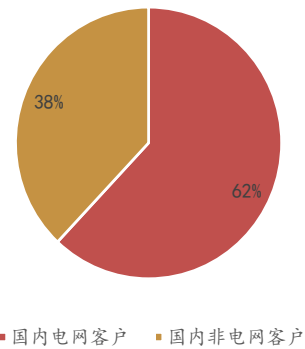
数据来源：国家电网，西南证券整理

图 16：威胜控股 (3393.HK) 电能表解决方案收入及毛利率



数据来源：威胜控股公司公告，西南证券整理。注：暂未披露 2023 年电表收入及毛利率

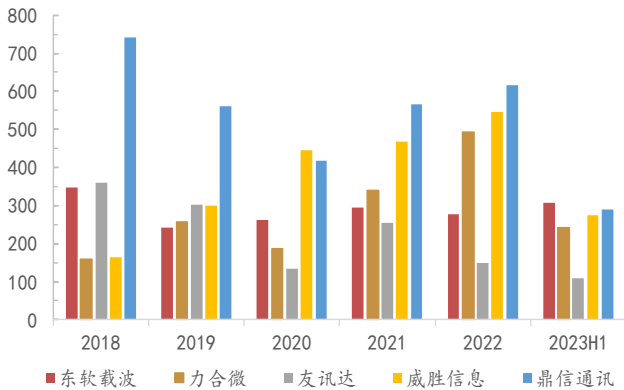
图 17：威胜控股 (3393.HK) 电能表解决方案客户结构



数据来源：威胜控股公司公告，西南证券整理

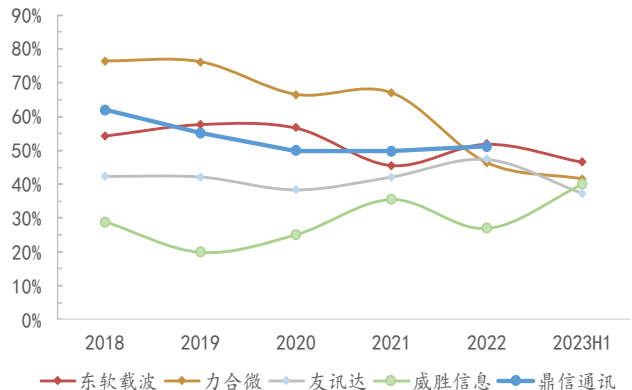
通信模块市场集中度高高于电表，预计市场竞争格局有望维持稳定。国内表计通信模块主要供应商为国网旗下子公司智芯微电子，上市公司中主要有鼎信通讯、威胜信息、力合微、东软载波、友讯达等，受益于配电侧投资比例提升，带动产业链相关企业业绩提振。从毛利率角度看，2023H1 各家业务毛利率在 40% 附近，毛利率波动主要受产品结构影响较大。其中，威胜信息 23H1 毛利率区别于同行显著上升，主要系：1) 23H1 双模启动招标，HPLC 和双模都有交付。2) 终端、模块、以及监控类的传感器在电网端迭代新平台和新产品。3) 公司相较于同行具备出海业务，美元升值对毛利率提升有所贡献。公司 2023 年全年毛利率为 40.8%，盈利趋势向好，竞争力持续提升。

图 18: 国内电表通信模块 (芯片) 主要企业业务收入 (百万元)



数据来源: 各公司公告, 西南证券整理。注: 除威胜信息外均未披露 2023 年年报

图 19: 国内电表通信模块 (芯片) 主要企业毛利率

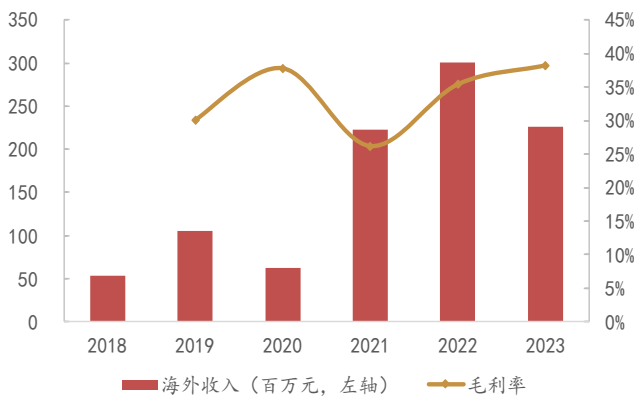


数据来源: 各公司公告, 西南证券整理。注: 力合微为芯片业务毛利率; 除威胜信息外均未披露 2023 年年报

公司海外业务布局加快, 一体化解决方案打开海外空间:

- 2022 年 9 月: 获非洲新增电力 AMI 产品订单, 9 月新增订单 15 万台/套, 3 季度持续收获订单超 50 万台/套。
- 2022 年 12 月: 公司与沙特丝路公司签署沙特威胜信息智能仪表生产项目合作备忘录。
- 2023 年 6 月: 公司与沙特 NTCC 集团就共同推进沙特智慧城市建设, 并在智慧能源及新能源应用、智慧水务、智慧楼宇控制、综合节能工程、通讯技术等方面签署合作备忘录 (MOU)。
- 2023 年 8 月: 1) 公司在西非市场成功获得 4.2 万台超声波水表订单, 成为该国智慧水表改造计划的第一批产品供应商。2) 公司与老挝国家电力公司 EDL 签署了 THESMARTMETERINGPROJECT 项目的系统供货合同, 威胜信息将提供 HES、MDMS、CIS 和 Billing 系统。
- 2023 年 12 月: 1) 公司与孟加拉电力工程公司正式签署了 33kV 变电站 GIS 及自动化系统的供应合同, 合同金额超 5000 万元。威胜信息 2023 年在孟加拉市场共计签订合同金额超 3.1 亿元。2) 公司与沙特 AIC 签署长期供货协议。

图 20: 公司海外业务收入及毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 威胜集团海外布局



数据来源: 公司公众号, 威胜集团推介材料, 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 1：2023 年为电表双模芯片更换元年，国网 5.4 亿只电表有望在未来逐步替换成双模通信模块，存在存量市场替换空间。此外，伴随分布式新能源如光伏、充电桩等并网接入，驱动分支开关的通信模块增量需求提升，公司为国内通信模块头部企业，预计 24-26 年网络层板块中的通信模块业务订单同比增长 40%/30%/20%；通信网关业务同比增长 30%/20%/15%。

假设 2：伴随智能配电网渗透率提升及海外智慧城市建设需求增长，预计 24-26 年感知层板块中的电监测终端业务订单同比增长 30%/30%/20%；水、气、热传感终端订单同比增长 80%/30%/30%。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
网络层	收入	1381.4	1861.6	2326.0	2734.8
	增速	11.0%	34.8%	24.9%	17.6%
	毛利率	43.5%	44.0%	43.9%	43.9%
感知层	收入	685.1	1000.8	1301.1	1612.9
	增速	9.2%	46.1%	30.0%	24.0%
	毛利率	38.0%	38.6%	38.6%	38.5%
应用层	收入	148.3	163.1	179.4	197.4
	增速	22.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	25.7%	26.0%	26.0%	26.0%
其他业务	收入	10.5	10.5	10.5	10.5
	增速	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%
合计	收入	2225.3	3036.0	3817.1	4555.6
	增速	11.1%	36.4%	25.7%	19.3%
	毛利率	40.8%	41.4%	41.4%	41.3%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取行业内 3 家可比公司，2024 年-2025 年可比公司平均 PE 分别为 15、13 倍。公司为国内智能配电网头部企业，充分受益于国内电网数字化转型升级，且海外市场空间广阔，公司积极布局已斩获多区域长期订单。预计未来三年归母净利润同比增速分别为 33.8%/26.1%/20.2%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值（2024/02/28）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A/E	24E	25E	26E	23A/E	24E	25E	26E
688589	力合微	29.50	1.71	2.43	-	-	17.25	12.13	-	-
601567	三星医疗	25.93	1.25	1.56	1.90	-	20.66	16.62	13.65	-
603556	海兴电力	31.60	1.70	2.06	2.50	-	18.62	15.36	12.66	-
平均值							18.84	14.70	13.16	-

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司暂未有 2026 年业绩一致预期

4 风险提示

- 1) 国内配电网智能化渗透率不及预期的风险；
- 2) 海外拓展不及预期的风险；
- 3) 汇率波动影响公司海外业务收入的风险；
- 4) 新产品研发不及预期的风险；
- 5) 电网投资不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2225.25	3036.03	3817.05	4555.58	净利润	526.35	705.21	889.15	1068.80
营业成本	1317.48	1779.00	2237.23	2674.08	折旧与摊销	28.05	52.19	52.19	52.19
营业税金及附加	18.62	26.90	33.56	31.43	财务费用	-24.16	-45.54	-57.26	-68.33
销售费用	105.25	136.62	167.95	195.89	资产减值损失	-5.53	-4.58	-4.73	-4.81
管理费用	39.39	333.96	419.88	501.11	经营营运资本变动	-21.19	-85.50	-261.74	-219.48
财务费用	-24.16	-45.54	-57.26	-68.33	其他	-86.12	71.75	52.13	50.13
资产减值损失	-5.53	-4.58	-4.73	-4.81	经营活动现金流净额	417.40	693.54	669.74	878.49
投资收益	7.76	8.59	8.99	8.65	资本支出	-10.47	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	-14.89	-11.90	-13.64	-13.27	其他	-73.99	0.39	-4.64	-4.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-84.45	-9.61	-14.64	-14.61
营业利润	601.72	806.35	1015.77	1221.60	短期借款	-8.87	100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.24	0.12	0.20	0.18	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	601.97	806.47	1015.98	1221.78	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	75.62	101.26	126.83	152.98	支付股利	-162.43	-105.05	-140.60	-177.27
净利润	526.35	705.21	889.15	1068.80	其他	-134.68	41.81	57.26	68.33
少数股东损益	1.09	2.22	2.78	3.16	筹资活动现金流净额	-305.98	36.76	-83.34	-108.94
归属母公司股东净利润	525.26	702.99	886.36	1065.64	现金流量净额	25.17	720.69	571.75	754.94
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1629.30	2349.99	2921.74	3676.68	成长能力				
应收和预付款项	1379.69	1787.34	2283.38	2729.23	销售收入增长率	11.06%	36.44%	25.73%	19.35%
存货	309.63	414.83	523.79	626.37	营业利润增长率	31.58%	34.01%	25.97%	20.26%
其他流动资产	399.70	267.47	305.41	341.28	净利润增长率	30.85%	33.98%	26.08%	20.21%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	36.09%	34.24%	24.32%	19.27%
投资性房地产	80.15	80.15	80.15	80.15	获利能力				
固定资产和在建工程	269.70	242.40	215.10	187.80	毛利率	40.79%	41.40%	41.39%	41.30%
无形资产和开发支出	70.90	57.23	43.56	29.89	三费率	5.41%	14.00%	13.90%	13.80%
其他非流动资产	118.49	117.28	116.06	114.85	净利率	23.65%	23.23%	23.29%	23.46%
资产总计	4257.56	5316.69	6489.20	7786.25	ROE	17.71%	19.74%	20.58%	20.51%
短期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	ROA	12.36%	13.26%	13.70%	13.73%
应付和预收款项	1137.83	1500.43	1892.58	2267.78	ROIC	41.41%	51.59%	57.92%	59.97%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.22%	26.78%	26.48%	26.46%
其他负债	147.89	144.26	176.06	206.38	营运能力				
负债合计	1285.72	1744.68	2168.64	2574.16	总资产周转率	0.54	0.63	0.65	0.64
股本	500.00	500.00	500.00	500.00	固定资产周转率	8.45	12.09	17.86	25.82
资本公积	1091.62	1091.62	1091.62	1091.62	应收账款周转率	1.65	1.82	1.78	1.72
留存收益	1643.54	2241.48	2987.25	3875.61	存货周转率	4.56	4.89	4.74	4.63
归属母公司股东权益	2936.11	3534.06	4279.82	5168.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.57%	—	—	—
少数股东权益	35.73	37.95	40.73	43.89	资本结构				
股东权益合计	2971.84	3572.00	4320.55	5212.08	资产负债率	30.20%	32.82%	33.42%	33.06%
负债和股东权益合计	4257.56	5316.69	6489.20	7786.25	带息债务/总负债	0.00%	5.73%	4.61%	3.88%
					流动比率	2.94	2.80	2.81	2.89
					速动比率	2.69	2.56	2.57	2.64
					股利支付率	30.92%	14.94%	15.86%	16.64%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	605.61	813.00	1010.70	1205.45	每股收益	1.05	1.41	1.77	2.13
PE	28.04	20.95	16.62	13.82	每股净资产	5.87	7.07	8.56	10.34
PB	5.02	4.17	3.44	2.85	每股经营现金	0.83	1.39	1.34	1.76
PS	6.62	4.85	3.86	3.23	每股股利	0.32	0.21	0.28	0.35
EV/EBITDA	20.87	14.78	11.32	8.87					
股息率	1.10%	0.71%	0.95%	1.20%					

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	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	
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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
