

## 2023年稳健增长，北三加速起量

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报,实现营业收入64.5亿元,同比+14.8%;实现归母净利润7.0亿元,同比+5.2%。
- **四大板块共同驱动,北斗导航业务进入快车道:**  
换装周期+应用拓展,北斗三号产品加速起量。2023年公司北斗导航板块实现营业收入9.4亿元,同比+113.3%,报告期内公司北斗三号相关产品在各应用平台相继获得批量订货。军用领域进入换装周期,需求全面爆发;民用方面北斗在能源、自然资源等行业逐步覆盖。预计未来将维持高速增长。
- **无线通信继续做强,卫星通信前景可期。**2023年公司无线通信板块实现营业收入26.7亿元,同比+3.4%。无线通信为公司的基石业务,处于龙头地位,目前公司短波下一代产品正推广应用,超短波全面取得下一代主型产品研制资格,传统支柱业务继续做强。卫星通信方面,公司已成为手机直连关键零部件供应商之一,汽车直连产品稳步推进,未来有望乘卫星互联网东风构筑新增长点。
- **航空航天板块产、需皆向好。**2023年公司航空航天板块实现营业收入4.2亿元,同比+26.0%。驰达飞机陆续取得大额订单,有效发挥新产业园区的生产能力,业绩增幅显著。摩诃创新模拟仿真业务优势巩固。
- **数智生态发展态势良好。**2023年公司数智生态板块实现营业收入23.4亿元,同比+6.2%。一方面,公司中选中国移动2023-2026年网络综合代维服务20.2亿元合同。另一方面,不断拓展特殊机构用户市场、政企等非运营商客户。
- **公司产品多领域受益低空经济发展。**低空经济在国家政策、技术升级、基础设施等齐发力的支持下,呈现快速发展态势。作为低空产业的重要组成部分,无人机等飞行器、模拟训练以及基于卫星通信系统、北斗导航系统与5G的融合应用场景和产业生态都将拥有广阔的市场空间,公司各项业务从中受益。
- **利润率受多因素影响小幅下滑,期间费用率相对稳定。**2023年公司毛利率下滑2.4pp至32.6%,净利率下滑1.0pp至11.4%。主要受增值税变化、产品结构调整、新建厂房及生产设备折旧影响;费用率方面,2023年公司研发费用率增长0.5pp至14.5%,源于北斗、卫星通信、无人等新业务领域研发投入及新业务拓展费用增加;管理费用率下滑0.1pp至5.3%;销售费用率维持在3.1%;财务费用率下降0.1pp至-0.6%。管理/销售/财务费用率基本稳定。
- **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为0.33元、0.42元、0.53元,对应动态PE分别为35倍、28倍、22倍。看好国防信息化、卫星导航、卫星互联网的赛道成长性,首次覆盖,给予“持有”评级。
- **风险提示:** 无线通信换代进度缓慢的风险;北三放量不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,449	7,596	9,149	11,013
增长率	14.84%	17.78%	20.45%	20.38%
归属母公司净利润(百万元)	703	829	1,046	1,314
增长率	5.21%	17.98%	26.16%	25.55%
每股收益EPS(元)	0.30	0.33	0.42	0.53
净资产收益率ROE	5.46%	6.24%	7.57%	9.07%
PE	43	35	28	22
PB	2	2	2	2

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘倩倩  
执业证号: S1250522070003  
电话: 15001276860  
邮箱: lqqyf@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)	24.82
流通A股(亿股)	23.01
52周内股价区间(元)	8.78-13.78
总市值(亿元)	287.89
总资产(亿元)	194.34
每股净资产(元)	5.18

### 相关研究

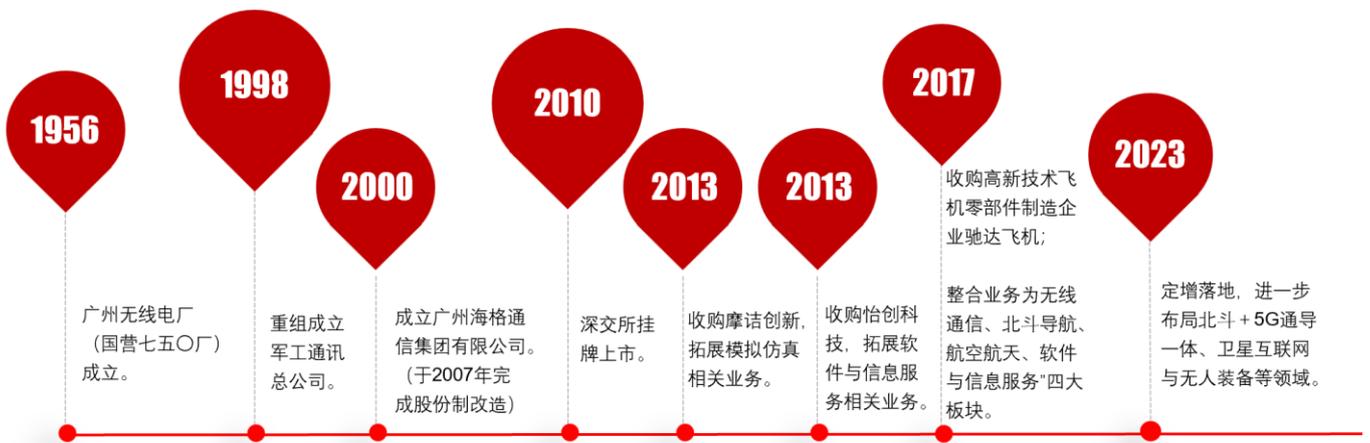
# 1 卫星导航与无线通信领军者，四大板块共同驱动

- 优势领域久久为功，面向未来构筑新动能

起步于舰用，已成为多军兵种通信、导航核心供应商。广州海格通信集团股份有限公司创立于 2000 年 8 月，前身为 1960 年成立的国家第四机械工业部（原国家电子工业部）国营第七五〇厂，2010 年 8 月 A 股上市。公司由原来单一为海军提供舰用短波通信、导航的整机设备厂，发展成为我国军用通信、导航及信息化领域最大的整机和系统供应商之一，是行业内用户覆盖最广、频段覆盖最宽、产品系列最全的重点军工信息化企业之一，同时是在民用领域成为了行业领先的软件和信息服务供应商。

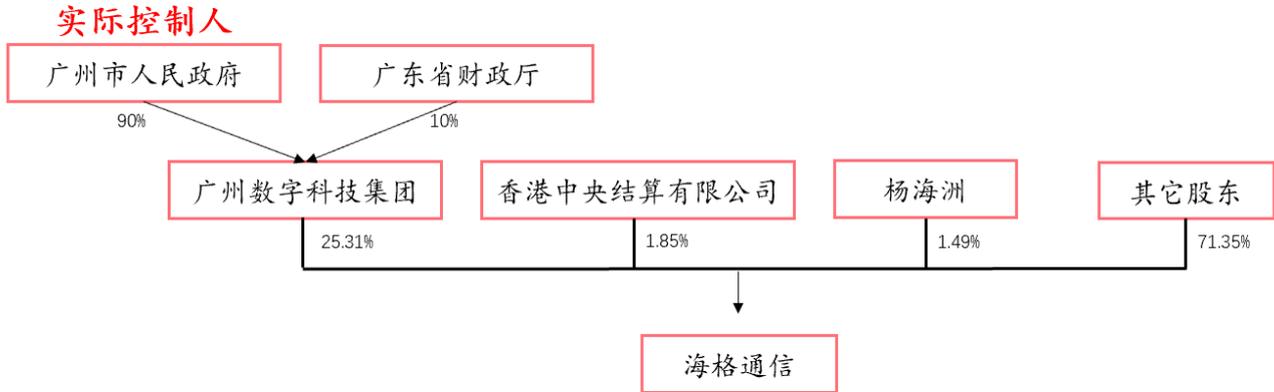
内伸外延，横纵向持续拓展；提前布局，新兴领域抢占先机。公司上市以来先后收购摩诘创新、怡创科技、驰达飞机，成立星航信息、海格天乘等公司，不断进行横向与纵向的业务拓展，并于 2017 年将原十大主要业务整合为“无线通信、北斗导航、航空航天、软件与信息服务（数智生态）”四大板块。2022 年，公司成立海格天乘并投资建设海格天腾产业基地，整合业务资源，持续加大无人系统领域的投入。2023 年，公司发布定向增发预案，募投“北斗+5G”通导融合研发产业化项目、无人信息产业基地项目和天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目，提前布局新兴领域。

图 1：海格通信发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

股权结构稳定，是广州数字科技集团有限公司（原广州无线电集团）控股的广州市国资企业。截至 2023 年年报，公司第一大股东为广州数字科技集团（原广州无线电集团），持股比例约 25.3%，实际控制人为广州市政府。广州国资委的实控地位多年来未发生重大变化，股权结构稳定。

**图 2：海格通信是广州无线电集团控股的广州市国有企业**


数据来源：公司公告，西南证券整理

#### ● 四大板块各放异彩，公司是军用无线通信、卫通卫导等领域领先企业

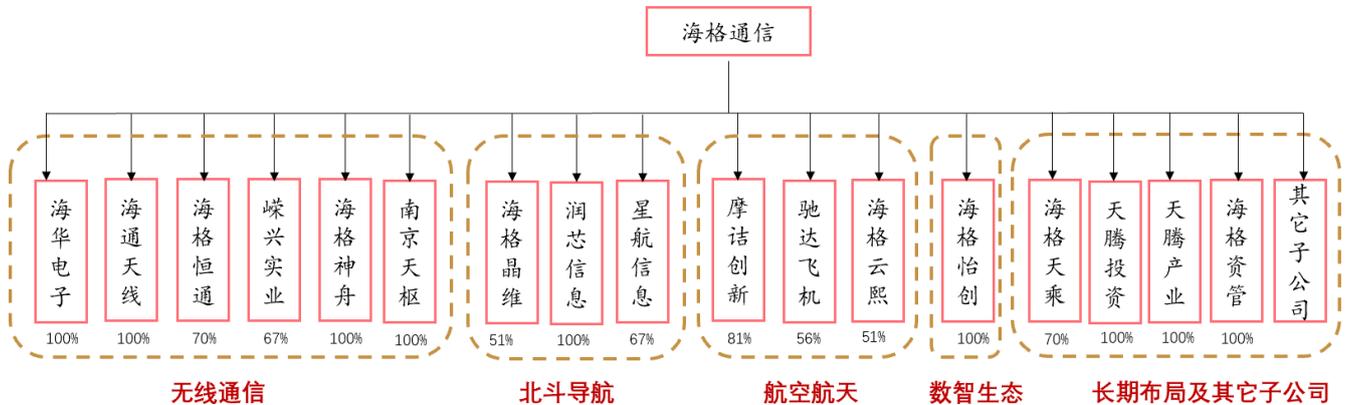
**无线通信：传统优势产品，公司为军用市场无线通信主力供应商之一。**无线通信是公司传统优势业务，产品覆盖短波通信、超短波通信、卫星通信、数字集群、多模智能终端和系统集成等领域，应用范围涵盖手持、背负、固定和各种机动平台，是国内频段覆盖范围最广、设备制式最全的无线通信设备企业之一，客户覆盖多军兵种。此外，目前卫星通信相关业务涵盖在此板块之中，公司是国内拥有全系列天通卫星终端及芯片的主流厂家，未来有望受益于卫星互联网的快速扩容；该业务板块包含海格神州、海华电子、海通天线等子公司。

**卫星导航：北斗三号核心企业，行业领先。**卫星导航领域，公司把控芯片核心环节，具备“芯片→模块→天线→整机→系统及运营服务”全产业链运营服务能力和全自主研发技术水平，全面部署北斗三号终端产品。该业务板块主要由润芯信息、海格北斗、星航信息等子公司组成。在军用市场，目前正处在从北斗二号到北斗三号的换代期，北斗三号大规模换装的相关需求面临一轮爆发性增长。

**数智生态：该板块为公司主要的民品业务来源，海格怡创是主要经营主体，海格怡创主营业务涵盖通信网络规划、网络建设、网络优化、网络维护等通信技术服务，并逐渐扩展到软件与系统集成及高端网络优化业务，主要专注于服务于通信运营商，代维服务年限长，且覆盖区域广。**

**航空航天：公司航空航天主要包括模拟仿真业务、飞机零部件业务和民航通导业务，由子公司摩诃创新、驰达飞机和海格云熙组成。公司是国内机构市场模拟仿真系统领导者之一、是国内获得民航通信导航监视设备使用许可证最多的厂家之一、是国内大型飞机及航空发动机零部件的主流供应商之一。**

图 3：子公司分工明确，聚焦无线通信、北斗导航、航空航天于软件信息四大领域

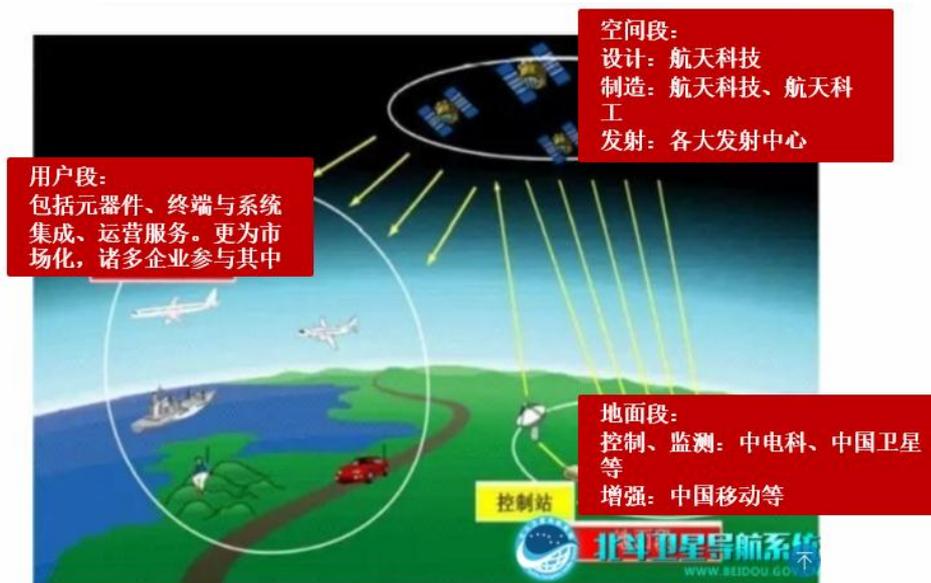


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

## 2 北斗三号军民需求将先后释放，领军企业享赛道红利

空间段与地面段部署基本完成后，北斗产业主要市场需求传导至用户段。北斗系统由空间段、地面段和用户段三部分组成。空间段 30 颗导航卫星，已于 2020 年完成发射与组网。地面段包括主控站、时间同步/注入站和监测站等若干地面站，以及星间链路运行管理设施。用户段包括北斗及兼容其他卫星导航系统的芯片、模块、天线等基础产品，以及终端设备、应用系统与应用服务等。空间段主要由航天科技下属院所主导卫星设计、由航天科技与航天科工下属院所与上市公司制造、由各大发射中心负责发射。地面段由中电科与中国卫星等企事业单位主导。用户段市场化程度较高，参与企业诸多。

图 4：北斗三号需求传导至用户段



数据来源：北斗卫星导航系统官网，西南证券整理

**卫星导航系统在军用领域广泛应用。**北斗模块及终端设备广泛地装备/搭载在单兵、飞机、舰艇与地面平台中，为各军事单位提供精确、实时的定位、监测与导航服务，并逐步与军用通讯结合。此前受制于本土“北斗一号”、“北斗二号”在定位导航能力与范围上的局限性，卫星导航模块与终端设备渗透范围有限。随着北斗三号组网完毕、应用成熟，国内军用市场的卫星导航升级、换装需求将爆发。

● **升级换代需求：导航装备迎来换装周期**

根据中国航天标准化研究所陆静等《美国军用卫星导航用户装备发展现状及趋势》，美军 GPS 用户装备通常每 5-8 年进行一次较大的装备技术升级改造，约 10-15 年进行一次装备换代。我国北斗于 2012 年完成组网，参考美国换装升级周期，未来几年我国大量原装备搭载的卫星导航与终端设备将迎来替换周期。

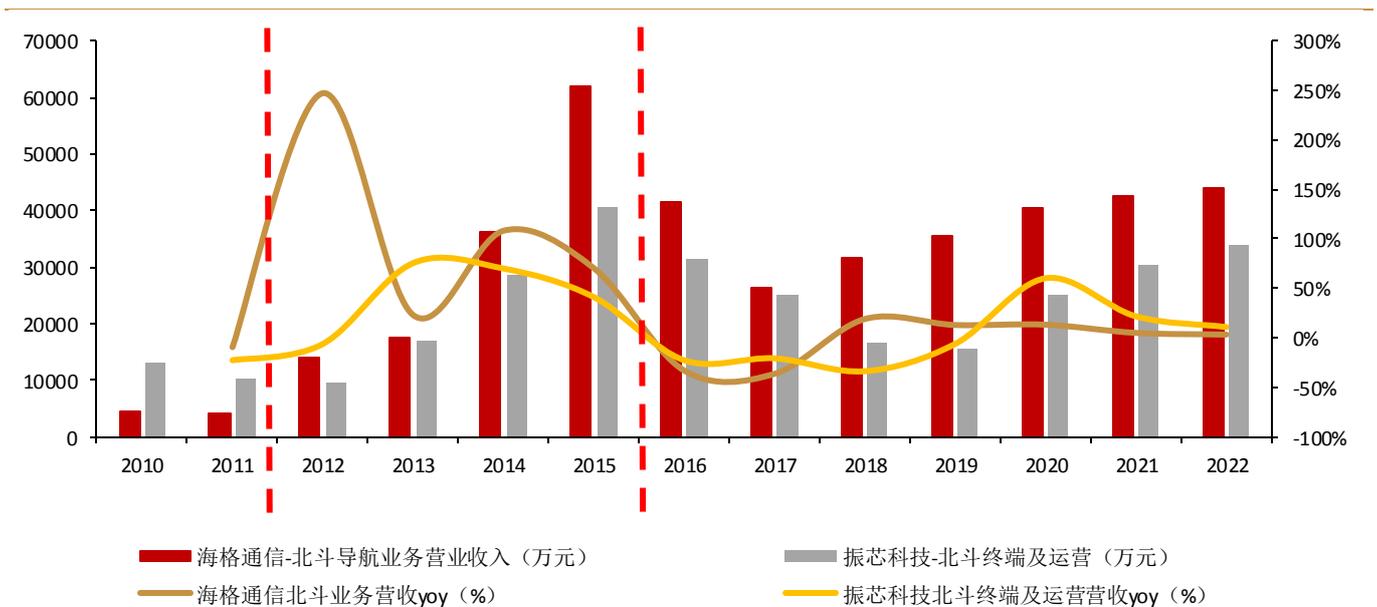
● **增量需求：国防信息化背景下北三渗透率或提高**

国防信息化背景下，北三卫星导航在新一代导弹、军用飞机、军用地面平台的覆盖率将高于 2012 北二组网时的渗透水平，未来将会成为部分先进装备的基础部件，因此北三模块与终端的渗透率与采购量将高于上一代卫星导航系统。

● **十四五中后期北三终端放量后或再次出现北二装备周期下的快速增长态势**

2012 年，北斗二号完成组网，北斗二号在军用特种装备中的应用与配套迅速放量。北二军用产品重要供应商海格通信与振芯科技北斗相关业务实现爆发性增长，海格通信北斗导航业务 2011-2015 销售收入由 0.4 亿元增长至 6.2 亿元，CAGR 约 97.3%，振芯科技北斗终端及运营业务销售收入由 1.0 亿元增长至 4.1 亿元，CAGR 约 41.1%。“十四五”“中调”影响北三需求释放进度，我们预计十四五后期北三相关需求将快速释放，公司北斗业务将重现高速增长态势。

**图 5：北斗二号装配周期拉动下的快速增长或再现**



数据来源: wind, 西南证券整理

民用卫导潜力巨大，应用场景仍在挖掘。卫星导航在交通运输、公安、大众智能手机和穿戴式设备等重点领域已呈现标配化应用态势，且随终端交叉融合的创新与成本下降，应用场景仍在被不断挖掘。

图 6：北斗三号的应用领域与场景

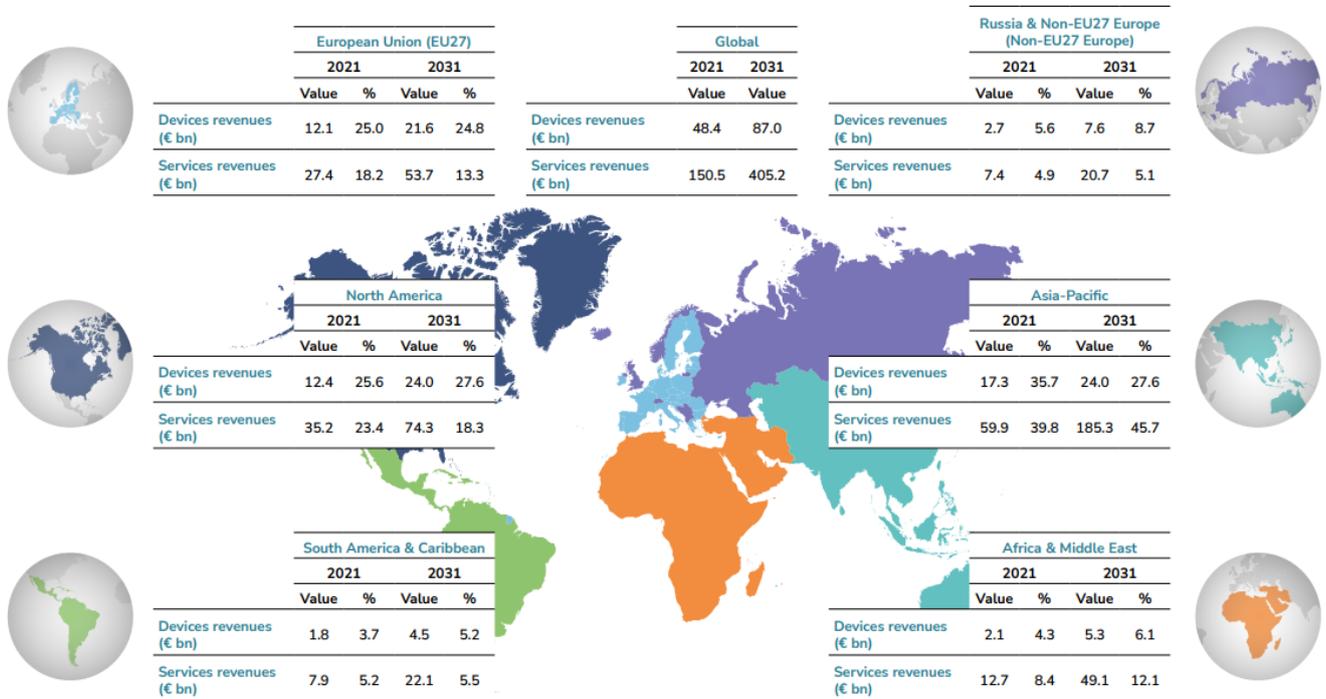


数据来源：中国卫星导航定位协会《2023 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》，西南证券整理

2031 年亚太（中国为主）GNSS 用户段终端设备与运营服务合计收入规模或超万亿，是未来全球最大市场。根据欧盟太空计划署《2022 地球观测与全球导航卫星系统市场报告》的测算，截至 2021 年亚太地区全球导航卫星系统终端设备年收入约 173 亿欧元（约 1357 亿元），预计 2031 年增长至 240 亿欧元（约 1883 亿元），全球占比约 27.6%；2021 年亚太地区全球导航卫星系统服务年收入约 599 亿欧元（约 4701 亿元），预计至 2031 年增长至 1853 亿欧元（约 14543 亿元），全球占比 45.7%，亚太全球卫星导航用户端需求与终端整体市场规模都将持续稳居世界之首。

图 7：全球导航卫星系统需求

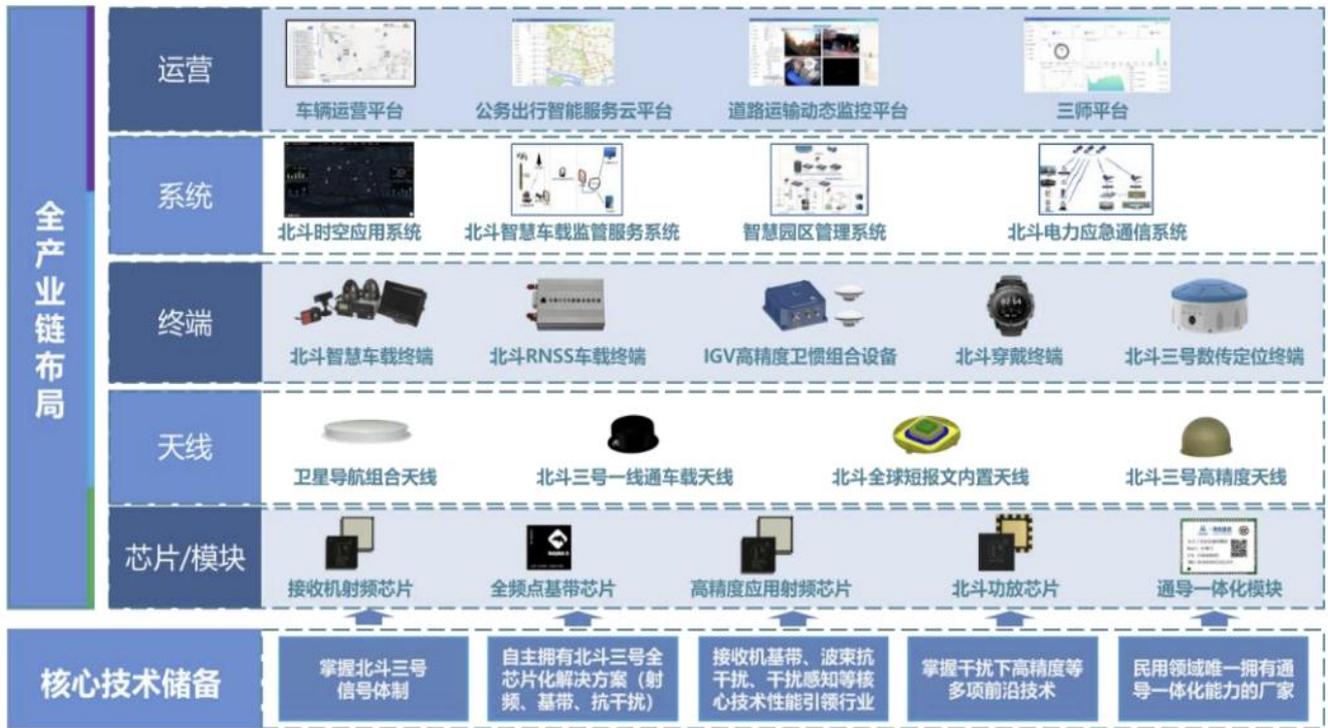
## GNSS demand world map



数据来源：欧盟太空计划署《2022 地球观测与全球导航卫星系统市场报告》，西南证券整理

市场参与者众多，军用市场相对集中。国内卫星导航定位行业参与者众多，从上游到下游应用端，北斗星通、振芯科技、海格通信、华测导航、华力创通、合众思壮等各自占据一定的市场份额，形成了各具特色的竞争格局。军用领域，进入壁垒更高，目前市场相对集中，主要参与者有海格通信、振芯科技等。海格为全产业链布局的龙头企业，公司拥有领先的高精度、高动态、抗干扰、通导一体关键技术自主知识产权，在北斗卫星导航领域实现从芯片到终端全产业链布局，军用方面，公司相关产品已批量应用于车辆、船舶、航空、便携等领域，成功进入多型高端平台，是最核心的供应商之一。民用方面，公司着力推进“北斗+5G”技术融合和关键成果转化，有效布局交通、电力、能源、林业、应急、渔业等行业市场，开辟北斗时空大数据在智慧城市领域的应用。

图 8：公司把握多项核心技术，实现全产业链布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 领先布局“北斗+5G”、无人装备与卫星互联网，长期发展前景明朗

募集资金拟投向“北斗+5G”通导融合、无人系统、卫星互联网等领域，为公司发展注入长期动力。2023 年，公司定增募集资金 18.6 亿元，扣除发行费用后拟用于“北斗+5G”通导融合研发产业化项目、无人信息产业基地项目与天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目。

——**发展通导融合行业应用**：“北斗+5G”通导融合研发产业化项目面向交通、应急、林业、能源等行业用户，加快北斗在民品领域的行业应用。

——**军用无人产业开拓**：无人信息产业基地项目将加码新质作战领域，以无人系统智能化、信息化以及反无人系统为业务核心，打造覆盖陆域、空域、水域等多领域的无人信息产业基地。

——**卫星互联网领域市场先行者**：天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目将推动天基信息服务平台建设，乘卫星互联网东风，进一步开辟卫星通信大市场。公司目前在卫星互联网领域手机直连芯片、地面终端装备等领域具备先入优势，受益国内卫星互联网产业发展。

**表 1：公司 2023 定增募投项目**

项目名称	实施主体	投资总额 (亿元)	募集资金拟投入金额 (亿元)
“北斗+5G” 通导融合研发产业化项目	海格晶维	8.0	8.0
无人信息产业基地项目	海格天腾	20.8	5.0
天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目	海格通信	16.5	5.6
<b>合计</b>		<b>45.3</b>	<b>18.6</b>

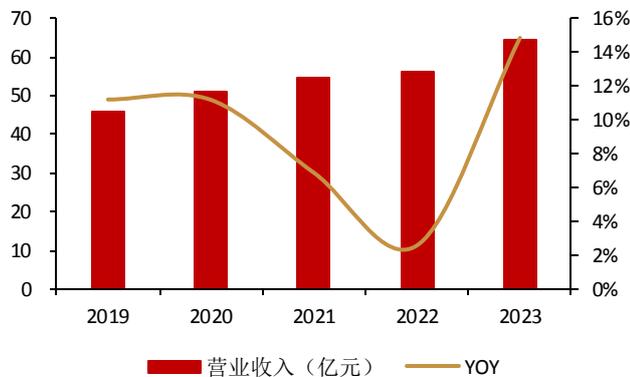
数据来源：公司 2023 定向增发募集说明书，西南证券整理

**定增引入战略投资者，获多个产业资本投资。**2023 年 10 月，公司完成定增募集，除控股股东广州无线电集团及其子公司平云产投外，中国移动全资子公司中移资本、兵器集团旗下北斗七星、航天科技旗下国华卫星、保利防务等多个产业资本参与本次定增。产业资本参与，将为公司带来产业资源，利好业务发展。

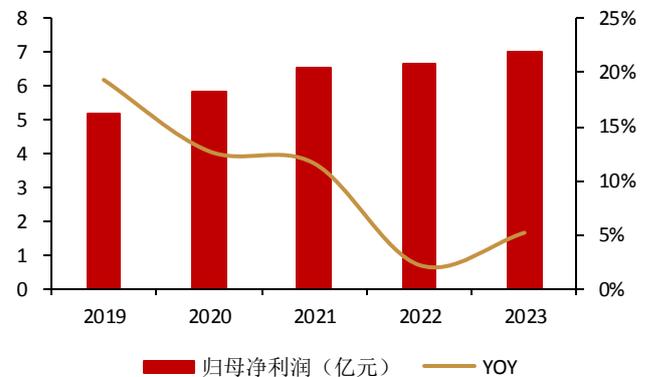
**表 2：发行配售结果**

发行对象名称	获配股数 (股)	获配金额 (元)	限售期 (月)
广州无线电集团有限公司	28,417,121	297,243,085.66	18
广州广电平云产业投资有限公司	17,738,527	185,544,992.42	18
中移资本控股有限责任公司	4,011,659	41,961,953.14	6
上海北斗七星股权投资基金中心 (有限合伙)	14,340,344	149,999,998.24	6
国华卫星应用产业基金 (南京) 合伙企业 (有限合伙)	12,428,298	129,999,997.08	6
佛山保利防务股权投资合伙企业 (有限合伙)	12,428,298	129,999,997.08	6
广州产投私募证券投资基金管理有限公司 (代“广州产投产业升级 1 号私募证券投资基金”)	12,428,298	129,999,997.08	6
兴证全球基金管理有限公司	20,325,047	212,599,991.62	6
中信建投证券股份有限公司	13,062,141	136,629,994.86	6
诺德基金管理有限公司	26,698,852	279,269,991.92	6
财通基金管理有限公司	15,506,692	162,199,998.32	6
<b>合计</b>	<b>177,385,277</b>	<b>1,855,449,997.42</b>	

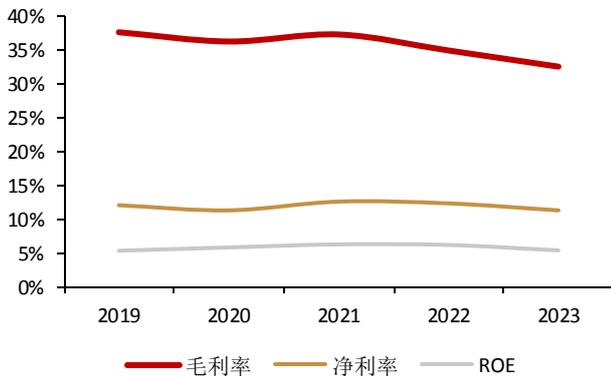
数据来源：公司 2023 定向增发募集说明书，西南证券整理

**图 9：公司营业收入**


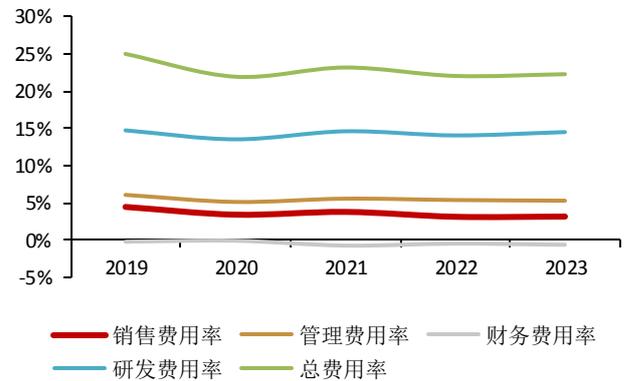
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：公司归母净利润**


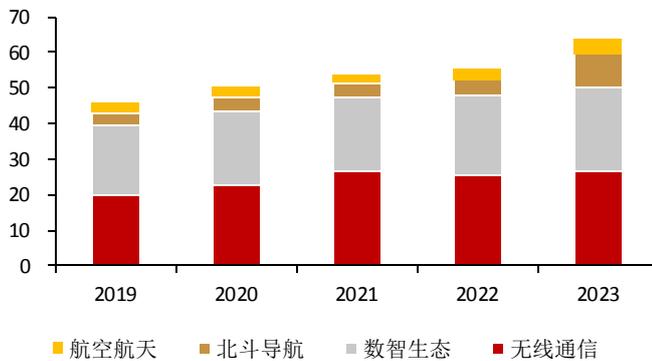
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：公司盈利能力指标**


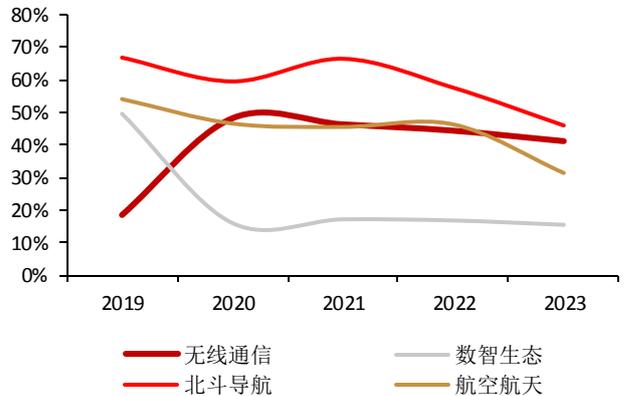
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 12：公司期间费用率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 13：公司分业务收入**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 14：公司分业务毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

1) 无线通信:国防信息化是装备建设的主旋律之一，通信是信息化的中枢，公司在部分军兵种的主型通信终端供应中占有重要位置，未来将受益于信息化装备渗透率提升与通信终端代际替换；此外，我国卫星通信互联网进入加速建设阶段，公司先发优势显著。预计 2024-2026 年无线通信业务收入增速分别为 10.0%、20.0%、20.0%；无线通信板块主要为军品，受到增值税政策与价格压力的影响，预计 2024-2026 年毛利率分别为 41.0%、40.0%、39.0%。

2) 北斗导航:北斗三号产品需求全面爆发，军用市场进入换装周期、民用市场拥有较大的挖掘潜力，公司作为核心供应商将进入增长快车道。预计 2024-2026 年北斗业务收入增速分别为 60.0%、40.0%、35.0%，随产品结构变化，预计毛利率分别为 45.0%、44.0%、43.0%；

3) 航空航天：驰达飞机在手订单充足，产能同步释放，预计维持稳定增长，摩诘创新继续做强。预计 2024-2026 年航空航天业务收入增速分别为 25.0%、25.0%、25.0%，考虑到主机厂对上游价格的压制，预计毛利率分别为 31.0%、30.0%、29.0%；

4) 数智生态：经营稳健，运营商客户订单充足，持续拓展新客户。预计 2024-2026 年数智生态业务收入增速分别为 8.0%、8.0%、8.0%，预计毛利率分别为 15.5%、15.5%、15.5%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
无线通信	收入	2667.44	2934.19	3521.02	4225.23
	增速	3.36%	10.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	41.16%	41.00%	40.00%	39.00%
北斗导航	收入	937.17	1499.47	2099.26	2834.00
	增速	113.27%	60.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	45.97%	45.00%	44.00%	43.00%
航空航天	收入	418.65	523.31	654.14	817.67
	增速	25.98%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	31.39%	31.00%	30.00%	29.00%
数智生态	收入	2340.08	2527.29	2729.47	2947.83
	增速	6.15%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	15.50%	15.50%	15.50%	15.50%
其他	收入	85.70	111.41	144.84	188.29
	增速	46.29%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	92.07%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	收入	6449.04	7595.67	9148.73	11013.01
	增速	14.84%	17.78%	20.45%	20.38%
	毛利率	32.59%	33.33%	33.68%	33.87%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 76.0 亿元、91.5 亿元和 110.1 亿元，同比增长 17.8%、20.5%和 20.4%；归母净利润分别为 8.3 亿元、10.5 亿元和 13.1 亿元，同比增长 18.0%、26.2%和 25.6%；对应动态 PE 分别为 35 倍、28 倍、22 倍。

## 4.2 相对估值

这里选取振芯科技与北斗星通作为可比公司。其中振芯科技为北斗导航和军用集成电路供应商，与海格通信在北斗领域分别占据细分市场，定位有差别；北斗星通聚焦卫星导航产品及系统应用。三者虽在具体产品与市场定位上存在差异，但具有一定可比性。

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 35 倍，行业平均值为 35 倍，与平均估值水平相当，但看好公司所处国防信息化、卫星导航、卫星互联网等多个赛道的成长性、以及公司细分领域优势地位带来的确定性。首次覆盖，给予“持有”评级。

**表 4：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300101.SZ	振芯科技	96.65	17.12	0.13	0.59	0.78	0.67	133	29	22	25
002151.SZ	北斗星通	171.31	31.51	0.31	0.76	1.08	/	106	41	29	/
平均值								120	35	26	/
002465.SZ	海格通信	287.89	11.60	0.30	0.33	0.42	0.53	43	35	28	22

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

无线通信换代进度缓慢的风险；北三放量不及预期的风险。

**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	6,449	7,596	9,149	11,013	净利润	733	864	1,090	1,368
营业成本	4,347	5,064	6,067	7,283	折旧与摊销	187	168	201	212
营业税金及附加	53	62	75	90	财务费用	20	35	34	32
销售费用	202	228	247	275	资产减值损失	115	152	182	216
管理费用	340	393	467	540	经营营运资本变动	-1,269	-791	-1,089	-1,302
财务费用	-42	-43	-35	-28	其他	-55	-21	-25	-30
资产减值损失	-84	-87	-103	-121	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-269</b>	<b>408</b>	<b>393</b>	<b>497</b>
投资收益	17	21	25	30	资本支出	-460	-483	-366	-110
公允价值变动损益	-5	0	0	0	其他	64	21	25	30
其他经营损益	199	228	274	330	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-396</b>	<b>-462</b>	<b>-341</b>	<b>-80</b>
<b>营业利润</b>	<b>710</b>	<b>891</b>	<b>1,124</b>	<b>1,411</b>	短期借款	931	0	0	0
其他非经营损益	2	0	0	0	长期借款	90	-28	-28	-28
<b>利润总额</b>	<b>712</b>	<b>891</b>	<b>1,124</b>	<b>1,411</b>	股权融资	1,844	0	0	0
所得税	-21	27	34	42	支付股利	-368	-431	-550	-700
净利润	733	864	1,090	1,368	其他	-20	0	0	0
少数股东损益	30	35	44	55	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2,478</b>	<b>-459</b>	<b>-578</b>	<b>-728</b>
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>703</b>	<b>829</b>	<b>1,046</b>	<b>1,314</b>	<b>现金流量净额</b>	<b>1,814</b>	<b>-513</b>	<b>-526</b>	<b>-312</b>
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	4,560	4,047	3,520	3,208	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5,779	6,724	8,032	9,603	销售收入增长率	14.84%	17.78%	20.45%	20.38%
存货	1,620	1,798	2,068	2,400	营业利润增长率	-1.35%	25.43%	26.16%	25.55%
其他流动资产	47	47	47	47	净利润增长率	5.21%	17.98%	26.16%	25.55%
长期股权投资	293	293	293	293	EBITDA 增长率	3.15%	13.38%	26.85%	23.70%
投资性房地产	2,031	2,031	2,031	2,031	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1,853	2,233	2,463	2,426	毛利率	32.59%	33.33%	33.68%	33.87%
无形资产和开发支出	308	293	278	263	三费率	7.77%	7.61%	7.41%	7.15%
其他非流动资产	230	230	230	230	净利率	11.37%	11.37%	11.91%	12.42%
资产总计	19,434	20,532	21,980	23,746	ROE	5.46%	6.24%	7.57%	9.07%
短期借款	1,250	1,250	1,250	1,250	ROA	3.62%	4.04%	4.76%	5.53%
应付和预收款项	3,397	3,960	4,745	5,696	ROIC	4.87%	5.33%	6.61%	8.06%
长期借款	220	192	164	136	EBITDA/销售收入	13.90%	13.38%	14.09%	14.48%
其他负债	1,077	1,172	1,290	1,432	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5,944</b>	<b>6,574</b>	<b>7,449</b>	<b>8,514</b>	总资产周转率	0.37	0.38	0.43	0.48
股本	2,482	2,482	2,482	2,482	固定资产周转率	4.33	4.57	4.70	4.94
资本公积	5,592	5,592	5,592	5,592	应收账款周转率	1.47	1.32	1.34	1.36
留存收益	3,856	4,290	4,820	5,466	存货周转率	2.67	2.96	3.14	3.26
归属母公司股东权益	12,867	13,300	13,831	14,476	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	623	657	701	756	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>13,490</b>	<b>13,958</b>	<b>14,532</b>	<b>15,232</b>	资产负债率	30.59%	32.02%	33.89%	35.85%
负债和股东权益合计	19,434	20,532	21,980	23,746	带息债务/总负债	25.22%	22.38%	19.38%	16.62%
					流动比率	2.48	2.34	2.22	2.15
					速动比率	1.99	1.84	1.71	1.63
					股利支付率	52.95%	47.75%	49.32%	50.85%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.30	0.33	0.42	0.53
					每股净资产	5.18	5.36	5.57	5.83
					每股经营现金	-0.11	0.16	0.16	0.20
					每股股利	0.15	0.17	0.22	0.29
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	896	1,016	1,289	1,595					
PE	43	35	28	22					
PB	2	2	2	2					
PS	5	4	3	3					
EV/EBITDA	32	26	21	17					
股息率	1.17%	1.48%	1.93%	2.50%					

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。

## 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	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@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	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

---