

信维通信 (300136)

海外卫星计划加速，公司业务有望受益成长

买入 (维持)

2024年04月03日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

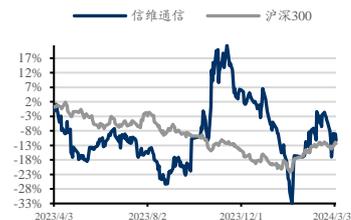
证券分析师 周高鼎

执业证书: S0600523030003

zhoug@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	7,581	8,590	7,718	8,705	11,535
同比	18.58%	13.30%	-10.15%	12.79%	32.51%
归母净利润 (百万元)	505.10	648.39	550.99	769.19	1,298.32
同比	-48.06%	28.37%	-15.02%	39.60%	68.79%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.52	0.67	0.57	0.79	1.34
P/E (现价&最新摊薄)	36.59	28.50	33.54	24.03	14.23

股价走势



投资要点

- 星舰三飞成功，第四次任务有望验证回收技术:** 2024年3月14日，星舰进行第三次试飞成功，但未实现回收。马斯克于21时40分在X平台发文，向星舰团队表达祝贺，称星舰“已达到环绕速度”。星舰总共经历三次试飞，四飞将成为拐点验证回收技术。在2023年4月20日的首次试飞中，星舰成功验证了火箭结构的合理性，在升空约四分钟后在39km高度爆炸解体，发射失败；2023年11月18日，第二次试飞失败，火箭升空3分钟后爆炸，飞到14.8万米高度；2024年3月14日，星舰第三次试飞成功，验证星舰部署卫星的核心能力，但未实现回收。根据SpaceX总裁格温·肖特维尔，2024年5月3日，星舰预计进行第四次试飞，并验证回收复用能力。
- 受益于全球卫星网络覆盖，接收器渗透率提高:** 星链计划的卫星部署在近地轨道上提供覆盖全球网络。卫星通信对功率需求大，星链地面接收器是信号传输中必需品。星链地面接收器的发射功率可达2.44W，而手机直连卫星的最大发射功率在23~26dbm (0.2~0.4W)之间。更多的卫星进入轨道提高了全球互联网覆盖的能力和更多数据传输带宽，每颗Starlink V2mini卫星提供80Gbps的速率。更高的带宽可容纳更多的地面接收设备，地面接收器渗透率提高。2023年12月，星链已拥有超过230万活跃用户。
- 星链发射降低成本，加速推进星链计划:** 星舰核心的快速复用能力降低载荷成本和时间成本。采用“油罐”太空补充燃料，“油罐”单次可携带最多100吨燃料。选用液氧甲烷未燃料降低燃料成本。星舰运载能力超过其他超重型运载火箭，大幅降低单位运输成本。星舰的LEO有效载荷可达150t~200t。较高的LEO有效载荷和极低的发射间隔使星舰能有效加速星链卫星数量增加，加速推进星链计划。星舰的单位运输成本比猎鹰9号降低超过9成，最短发射间隔约为1小时。
- 星链摒弃光纤光缆，实现更高性价比通信方案:** 由于星链空间-地面-用户连接的特点，星链可以省去铺设光纤光缆的成本，比5G人均成本更低。根据基站总建设成本，信号覆盖半径和人口密度等数据，可以估测三类网络服务的单位建设成本(人均成本)。星链的人均成本为48元/人、5G基站的人均成本为4063元/人、4G基站的人均成本为25元/人。
- 盈利预测与投资评级:** 由于2023年公司部分业务收到份额下降影响，我们下调公司23-24年每股收益至0.57/0.79元，预计2025年EPS为1.34元，公司为消费电子射频和结构件器件龙头厂商，未来公司连接器有望随着Starlink接收器放量，且公司估值低于可比公司24年平均30倍PE估值，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 卫星发射不及预期、技术研发稳定性变化、市场化机制不及预期、业务拓展不及预期。

市场数据

收盘价(元)	19.66
一年最低/最高价	14.45/28.09
市净率(倍)	2.70
流通A股市值(百万元)	16,208.84
总市值(百万元)	19,022.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.29
资产负债率(% ,LF)	45.05
总股本(百万股)	967.57
流通A股(百万股)	824.46

相关研究

《信维通信(300136): 国内消费电子泛射频龙头，卫星业务打开第二成长曲线》

2023-12-16

《信维通信(300136): 无线充电和5G产品稳步发展，业绩符合预期》

2020-10-29

内容目录

1. 星舰成功完成第三次飞行，第四次任务有望验证回收技术	4
2. 卫星网络覆盖全球，接收器渗透率提高	5
2.1. 用户、地面、空间三位一体，地面接收器不可或缺	5
2.2. Starlink 综合网络服务优势明显，超越传统卫星和 5G	6
2.3. 卫星数量增加带动地面接收器和用户规模快速增长	6
3. 星链发射降低成本，加速推进星链计划	8
3.1. 回收复用、燃料补给等技术降低成本	8
3.2. 运力提升成本降低，助推星链计划快速实现	8
4. 星链摒弃光纤光缆，实现更高性价比通信方案	10
5. 盈利预测和投资评级	11
6. 风险提示	12

图表目录

图 1: 星舰试飞直播图.....	4
图 2: 三次星舰试飞情况对比.....	4
图 3: 卫星和无线生态系统.....	5
图 4: 星舰信号传输原理.....	5
图 5: 星链与传统卫星延迟比较.....	6
图 6: 星链速率与 4G/5G 基站比较.....	6
图 7: 卫星数量和单颗卫星带宽共同决定最终网络质量.....	7
图 8: 星链全球可用范围.....	7
图 9: Starlink 用户增长情况.....	7
图 10: 星舰与超重型运载火箭参数对比.....	8
图 11: 星舰与现役小型火箭参数对比.....	9
图 12: 4G、5G 和星链接收器的人均成本计算过程.....	10
图 13: 4G、5G 基站和星链接收器的成本对比.....	10
图 14: 4G、5G 基站和星链接收器的建设密度对比.....	10

1. 星舰成功完成第三次飞行，第四次任务有望验证回收技术

2024年3月14日，星舰进行第三次试飞成功，但未实现回收。测试完成大部分既定发射目标实现入轨，但未能实现一级超重助推 B10 回收和二级星舰 SN28 降落海面。此次发射全程所有发动机正常工作，约 2 分 40 秒时一二级正常分离；后续一级超重助推 B10 顺利完成掉头和发动机关机，但软着陆点火减速失败，未实现回收；二级星舰 SN28 成功入轨，顺利完成开关载荷舱门、储箱推进剂转移测试，但二次点火测试被放弃，随后在重入大气层时失联。马斯克于 21 时 40 分在 X 平台发文，向星舰团队表达祝贺，称星舰“已达到环绕速度”。

星舰总共经历三次试飞，四飞将成为拐点验证回收技术。在 2023 年 4 月 20 日的首次试飞中，星舰成功验证了火箭结构的合理性，在升空约四分钟后在 39km 高度爆炸解体，发射失败；2023 年 11 月 18 日，第二次试飞失败，火箭升空 3 分钟后爆炸，飞到 14.8 万米高度；2024 年 3 月 14 日，星链第三次试飞成功，验证星舰部署卫星的核心能力，但未实现回收。根据 SpaceX 总裁格温·肖特维尔，2024 年 5 月 3 日，星舰预计进行第四次试飞，并验证回收复用能力。

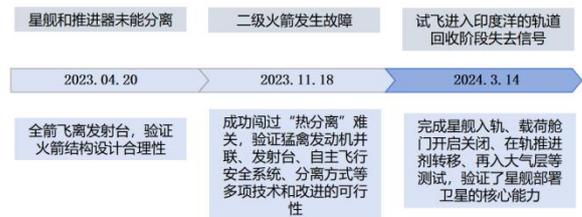
星舰三飞成功，商业航天迎“Sora 时刻”本次试飞达成主要目标，标志着商业航天产业的“Sora 时刻”已来，或将催化我国产业发展，建议关注卫星互联网空间段、地面段与用户段产业链投资机遇。

图1: 星舰试飞直播图



数据来源: SpaceX 社交账号、东吴证券研究所

图2: 三次星舰试飞情况对比



数据来源: 中国能源网、IT 之家、澎湃新闻、东吴证券研究所

2. 卫星网络覆盖全球，接收器渗透率提高

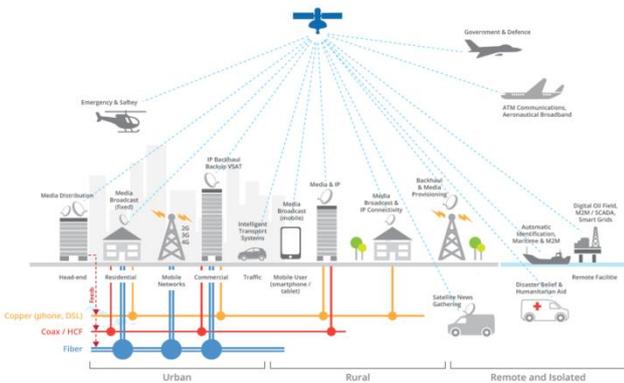
2.1. 用户、地面、空间三位一体，地面接收器不可或缺

星链计划提供覆盖全球的卫星互联网接入服务。星链计划的卫星部署在近地轨道上，借由远远超过传统卫星互联网的性能以及不受地面基础设施限制的全球网络，星链可以为网络服务不可靠、费用昂贵或未接入网络的地区提供高速互联网接入。

星链传输信号由三大部分组成：用户终端、地面网关站和空间卫星。在传输信息时，采用 Ku、Ka、V 频段，用户终端向卫星输入后向上行信号，经由卫星的透明转发或星间链路传输，卫星向地面站发射后向下行信号。地面站收到后向下行信号后，过程发生反转。地面站将处理过的信息通过前向上行信号发射至卫星，再由卫星通过前向下行信号回到用户终端。

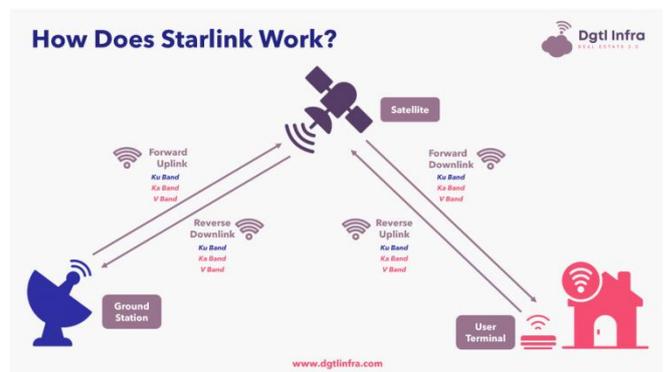
在此过程中，卫星同时向网关站和用户终端发送和接收数据，为双向宽带服务提供便利；地面站通过光纤连接数据中心以接入互联网和处理信号；用户终端通过电子相控阵转向，保证与卫星的稳定连接。

图3：卫星和无线生态系统



数据来源：DgtlInfra、东吴证券研究所

图4：星舰信号传输原理



数据来源：DgtlInfra、东吴证券研究所

卫星通信对功率需求大，星链地面接收器是信号传输中必需品。设备连接路由器后必须连接地面接收器，传输进接收器进行信号放大和转换后才能够实现与卫星的灵敏接入。经过接收器内阵列信号处理后的主瓣波束的有效功率可以达到单个孔径耦合贴片天线的 3500 倍。星链地面接收器的发射功率可达 2.44W，而手机直连卫星的最大发射功率在 23~26dbm (0.2~0.4W) 之间。

2.2. Starlink 综合网络服务优势明显，超越传统卫星和 5G

低轨道卫星网络降低信号传输延迟。 受益于批量化卫星制造、火箭重复利用、一箭多星发射等领先技术，Starlink 互联网星座成为新一轮低轨卫星浪潮的佼佼者。星链的近地卫星距离地面的终端收发器仅 550km，相比传统卫星，星链的低轨道卫星更接近地球。因此，卫星和用户终端、地面网关的传输距离大幅降低，在光速不变的前提下，传输速率增加，信息传输的延迟降低。传统的大地测量卫星距离地面 36000km，信息传输延迟 240ms，而星链将信号传输延迟降低至 20ms。同时，星链在全球范围内的传输中可以依靠卫星间通信，而光纤依靠地面线路受限于地形，在长距离传输中星链比传统光纤具有很强的速度优势。

动态卫星调整提供稳定的互联网连接。 为了保持与地面接收器的连接，卫星会根据需要动态调整自己的位置。由于星链卫星处于低轨道，它们会相对较快地移动（27000km/h）。同时，地面接收器也会自动跟踪和切换到最佳的卫星，以确保稳定的互联网连接。星链在全球的服务可用性高达 99%，而传统的 4G、5G 通讯稳定性受制于信号强度和基站分布等因素。

Starlink 的高速网络覆盖带来 90%地球面积市场。 截至 2020 年，全球超 70%地理空间未实现互联网覆盖。由于土地使用限制(例如国家公园)、地形限制(例如山脉、沙漠和其他地形)以及地球的广袤，电信行业一直难以用传统的蜂窝技术覆盖这些区域。这些区域都会成为星链的潜在市场。

图5: 星链与传统卫星延迟比较

	传播方式	优势	延迟
星链	地面、空间	跨区域传播、全球可用、低延迟	20ms
传统卫星	地面、空间		240ms
光纤	地面	近距离传播	取决于地形和距离

数据来源：腾讯科技、LOGISTICS CLUSTER、东吴证券研究所

图6: 星链速率与 4G\5G 基站比较

	覆盖范围	下载速度	上传速度	延迟	使用场景
星链	低轨卫星网络覆盖全球	301Mbps	13.89Mbps	20-99ms	家庭、商业、移动中
4G	受地面基站位置影响	29.91Mbps	12.5Mbps	30-100ms	移动设备
5G	受地面基站位置影响	304.8Mbps	49.6Mbps	10ms	移动设备、物联网、自动驾驶等

注：4G、5G的传输速度和延迟也会受到基站分布影响

数据来源：澎湃新闻、快科技、东吴证券研究所

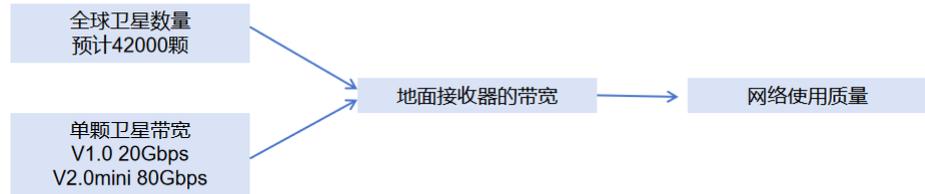
2.3. 卫星数量增加带动地面接收器和用户规模快速增长

Starlink 卫星网正处于快速构建中，卫星数量边际增速将大幅增加。 截至 2024 年 3 月，已有近 6000 颗星链卫星在轨运行，SpaceX 计划星链卫星最终形态有 42,000 颗卫

星。卫星数量边际增速将大幅增加，星舰的 LEO 有效运输载荷是现役猎鹰 9 号的 7~11 倍，可以承载 180 多颗 V2mini。

卫星增加，地面接收器渗透率提升。更多的卫星进入轨道提高了全球互联网覆盖的能力和更多数据传输带宽。每颗 StarlinkV2mini 卫星提供 80Gbps 的速率，星舰单次发射使星链带宽增加约 14Tbps。更高的带宽可容纳更多的地面接收设备。

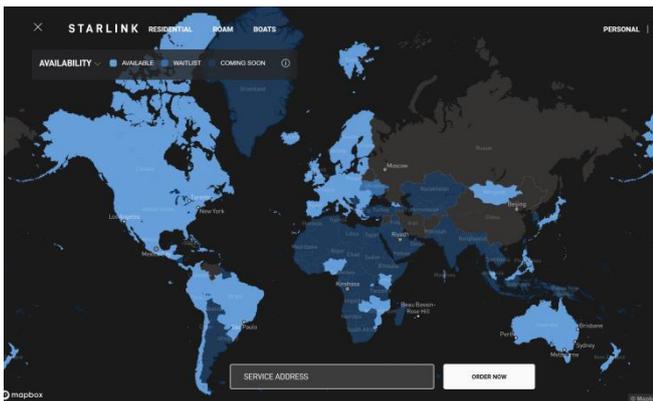
图7：卫星数量和单颗卫星带宽共同决定最终网络质量



数据来源：Starlinkinsider、Starwalk、东吴证券研究所

截至 2023 年 9 月，Starlink 的服务已经覆盖全球七大洲六十多个国家可用。用户数方面，Starlink 于 2022 年 12 月宣布其用户数量超过 100 万，并在不到一年的时间实现翻倍增长，于 2023 年 12 月宣布拥有超过 230 万活跃用户。

图8：星链全球可用范围



数据来源：Starlink 官网、东吴证券研究所

图9：Starlink 用户增长情况



数据来源：Starlinkinsider、东吴证券研究所

3. 星链发射降低成本，加速推进星链计划

3.1. 回收复用、燃料补给等技术降低成本

星舰的核心在于快速复用能力，同时降低载荷成本和时间成本。星舰的快速复用能力旨在实现飞船和超重型助推器的完全可重复利用。星舰可重复使用降低了时间成本，发射频率的硬件限制减少。通过使用“筷子”机械臂抓取星舰，就可以去除“着陆腿”，省去运回火箭整修厂检查、整修、翻新的过程，缩短周转时间。从星舰开始返回地球计算，超重助推器能在6分钟内完成返回，30分钟内重新加注，并在第一次发射后约1小时准备好再次发射。而2020~2024年2月，猎鹰9号的重复飞行最短间隔时间为27天。

星舰的燃料成本降低。去往火星前，近地轨道上的星舰可以利用“油罐”（星际飞船）补充多达100吨的燃料。实现“油罐”的再利用能力后，运输燃料的费用几乎可忽略不计。

星舰的燃料采用液氧甲烷，单次发射消耗5000吨推进剂。对可重复使用火箭而言，液氧甲烷推进剂具备天然优势，它在燃烧过程中几乎不会产生发动机积碳，且成本更低。星舰采用全程燃烧循环技术，燃料成本降低至50万美元。

3.2. 运力提升成本降低，助推星链计划快速实现

旨在实现完全可复用运输系统，运载能力超群。根据SpaceX官网，星舰（Starship）是一种完全可重复使用的重型运载火箭系统，运载能力远超于其他体量相近的超重型运载火箭。星舰运输到近地轨道的有效载荷可达150t~200t，是新格伦LEO有效载荷的3倍多，是SpaceLaunchSystem的1.15倍。SpaceLaunchSystem没有回收功能，新格伦的回收功能逊于星舰。

图10: 星舰与超重型运载火箭参数对比

	星舰	猎鹰重型	新格伦	Space Launch System Block1
原产地	美国	美国	美国	美国
制造商	SpaceX	SpaceX	Blue Origin	Aerojet Rocketdyne, Northrop Grumman, Boeing, United Launch Alliance
直径	9m	12.2m	7m	-
高度	121m	70m	98m	98m
有效载荷	完全回收LEO运载150t，一次性使用LEO运载250t	LEO 63.8 吨	GTO 13 吨，LEO 45 吨	LEO 95吨
单次发射成本	-	9700万美元	-	>20亿美元
成本/有效载荷	<200美元/千克	1520美元/千克	-	约22100美元/千克
回收	1h内快速复用	侧助推器芯体可回收	一级可重复使用25次	不可回收
进度	在研，2024年3月第3次试飞	现役	在研，尚未试飞	现役

数据来源：SpaceX 官网、BlueOrigin 官网、36Kr、腾讯网、澎湃新闻、东吴证券研究所

图11: 星舰与现役小型火箭参数对比

	星舰	电子号	长征8号	Falcon 9 Block 5
原产地	美国	美国	中国	美国
制造商	SpaceX	Rocket Lab	中国运载火箭技术研究院	SpaceX
直径	9m	1.2m	3m	3.7m
高度	121m	18m	50.3m	70m
有效载荷	完全回收LEO运载150t, 一次性使用LEO运载250t	LEO 300 kg	SSO 5 吨	LEO 22.8吨
单次发射成本	-	500万美元	-	5000万美元
成本/有效载荷	<200美元/千克	17000美元/千克	-	2000美元/千克
回收	1h内快速复用	可回收第一级	不可回收	部分可回收
进度	在研, 2024年3月第3次试飞	现役	现役	现役

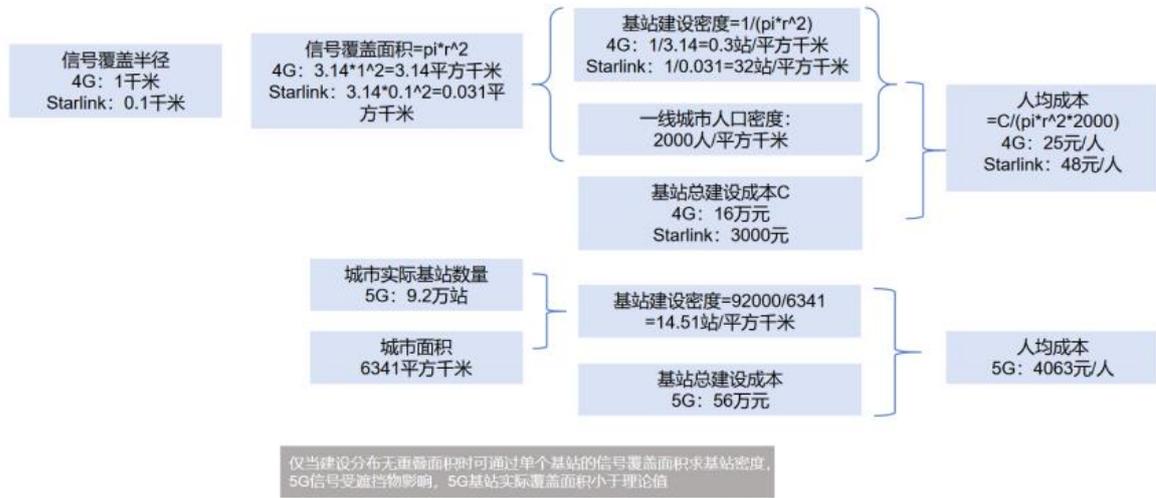
数据来源: SpaceX 官网、澎湃新闻、科创网、中国运载火箭技术研究院、东吴证券研究所

星舰单位运输成本将大幅降低。据马斯克, 未来星舰每千克的有效载荷的发射成本可能降至 10 美元。星舰采取各方面降本使单次发射成本降低。星舰的有效载荷又受益于其体量达到 150t (完全回收, LEO)。星舰的成本比现役的猎鹰 9 号 3000 美元每千克的单位运输成本降低超过 9 成。

星舰的研发能有效加速卫星数量增加。星舰能够实现大规模、高频率、低成本地发射星链卫星, 从几个方面加速卫星数量增加: 1: LEO 有效运输载荷高, 2: 星舰的最短发射间隔极低。星舰最短发射间隔为 1 小时, 而现役猎鹰 9 号的历史最短发射间隔是 27 天 (2020~2024 年 2 月)。

4. 星链摒弃光纤光缆，实现更高性价比通信方案

图12: 4G、5G 和星链接收器的人均成本计算过程



数据来源: 东吴证券研究所绘制

根据基站总建设成本, 信号覆盖半径和人口密度等数据, 可以估测三类网络服务的单位建设成本(人均成本)。

4G 基站的单位建设成本为 25.48 元/人。4G 信号的传播受地面建筑物遮挡影响较小, 因此通过信号覆盖半径估测得单站的信号覆盖面积后, 可以直接估测 4G 基站的建设密度为 0.32 站/平方千米, 无需考虑因基站信号受遮挡而实际信号覆盖面积小于理论值的情况。

星链接收器的人均成本为 48 元/人, 估测思路与 4G 基站相似。

5G 基站的人均成本为 4063 元/人。5G 的成本估算方式略有不同, 采用了全国 5G 基站建设密度和占比第一的城市的 5G 基站建设密度。5G 使用实际建设密度代替理论估算是因为 5G 信号采用的 Sub-6GHz 和毫米波频段都会再经历遮挡物时出现衰减, 5G 基站实际应用中的有效覆盖面积远小于理论值。

图13: 4G、5G 基站和星链接收器的成本对比

	总建设成本(元/站)	信号覆盖半径(千米)	单位建设成本(元/人)
4G 基站	160000	1	25.48
5G 基站	560000	0.1	4062.77
星链	3000	0.1	47.77

数据来源: Starlink 官网, 东吴证券研究所

图14: 4G、5G 基站和星链接收器的建设密度对比

	密度(站/平方千米)
4G 基站	0.32
5G 基站	14.51
星链	31.85

数据来源: Starlinkinsider, 东吴证券研究所

5. 盈利预测和投资评级

盈利预测:

我们预计公司收入在 2024 年的大幅度增长来自于消费电子端的新款结构件导入，以及卫星互联网业务中的连接器供应，两个业务具备高质量的盈利能力，使得公司在收入利润端快速放量。

1.消费电子业务：受益于北美大客户产业链中天线、结构件等多料号的导入、渗透率的提升，有利于公司提升该领域市占率。同时公司横向拓展国内安卓品牌手机用户，从旗舰机逐步下沉，提升客户内部的渗透率，有望带来业务新增量。因此我们预计公司消费电子业务稳步向上，预计该部分业务 23-25 年增长率分别为-13%/9%/10%。

2.卫星互联网业务：美国基站数量较少，毫米波覆盖能力差，为卫星通讯留足了发展空间。卫星通讯行业自星链商用以来，用户数量高速增长。信维通信是地面接收器连接器的供应商龙头，占据了先发优势。因此我们预计公司该业务随着用户渗透率提升而高速增长，预计该业务 2023-2025 年收入增速为 87%/66%/217%。

表1: 信维通信盈利预测 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
消费电子	8273	7158	7774	8583
yoy	9%	-13%	9%	10%
毛利率%	21%	21%	22%	22%
星网业务	300	560	931	2952
yoy		87%	66%	217%
毛利率%	28%	40%	40%	42%
总收入	8590	7718	8705	11535
YOY	13%	-10%	13%	33%
毛利率%	22%	23%	24%	27%

数据来源：wind，东吴证券研究所

我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 0.57、0.79、1.34 元，选取精密件与结构件厂商顺络电子；以及射频龙头卓胜微做为可比公司，公司估值低于可比公司 24 年平均 30 倍 PE 估值，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值 (截至 2024 年 4 月 3 日)

代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002138.SZ	顺络电子	212	4	7	9	49	31	23
300782.SZ	卓胜微	531	11	11	14	50	49	38
	均值						40	30
300136.SZ	信维通信	185	6	6	8	29	34	24

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 顺络电子为 wind 一致预测, 卓胜微、信维通信为东吴研究所预测

6. 风险提示

卫星发射不及预期: 卫星发射可能受制造、场地等物理条件限制, 存在发射进度不及预期的风险。

技术研发稳定性变化: 卫星产业属于高技术、高风险、高投入的特殊行业, 技术难度高、资金投入大以及研制周期长, 存在无法突破技术瓶颈而遭遇研制失败的风险。

市场化机制不及预期: 卫星下游应用开发的商业逻辑无法充分验证的风险。

业务拓展不及预期: 产业链不断完善后, 存在供应商增多下游市场竞争加剧的风险。

信维通信三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,107	8,088	9,599	11,814	营业总收入	8,590	7,718	8,705	11,535
货币资金及交易性金融资产	1,779	3,176	4,138	4,853	营业成本(含金融类)	6,716	5,956	6,647	8,415
经营性应收款项	2,473	2,285	2,577	3,414	税金及附加	38	39	44	58
存货	2,371	2,151	2,400	3,039	销售费用	57	77	87	115
合同资产	0	0	0	0	管理费用	360	347	392	542
其他流动资产	484	476	484	507	研发费用	640	633	696	1,038
非流动资产	5,087	5,083	4,933	4,782	财务费用	89	45	66	76
长期股权投资	559	559	559	559	加:其他收益	51	77	87	115
固定资产及使用权资产	2,632	2,482	2,331	2,181	投资净收益	122	31	35	46
在建工程	238	238	238	238	公允价值变动	31	0	0	0
无形资产	299	299	299	299	减值损失	(181)	(115)	(52)	(52)
商誉	545	545	545	545	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	304	304	304	304	营业利润	715	614	844	1,401
其他非流动资产	509	656	656	656	营业外净收支	(33)	(34)	(34)	(34)
资产总计	12,194	13,171	14,532	16,596	利润总额	681	580	810	1,367
流动负债	4,770	4,092	4,332	4,946	减:所得税	24	29	40	68
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,396	2,032	2,032	2,032	净利润	657	551	769	1,298
经营性应付款项	1,991	1,754	1,957	2,478	减:少数股东损益	9	0	0	0
合同负债	32	15	17	23	归属母公司净利润	648	551	769	1,298
其他流动负债	350	291	325	413	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.67	0.57	0.79	1.34
非流动负债	773	1,832	2,132	2,232	EBIT	665	625	876	1,442
长期借款	617	1,167	1,467	1,567	EBITDA	1,315	775	1,026	1,593
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.81	22.82	23.65	27.05
租赁负债	84	84	84	84	归母净利率(%)	7.55	7.14	8.84	11.26
其他非流动负债	73	582	582	582	收入增长率(%)	13.30	(10.15)	12.79	32.51
负债合计	5,544	5,925	6,464	7,179	归母净利润增长率(%)	28.37	(15.02)	39.60	68.79
归属母公司股东权益	6,583	7,178	7,999	9,350					
少数股东权益	68	68	68	68					
所有者权益合计	6,651	7,246	8,067	9,418					
负债和股东权益	12,194	13,171	14,532	16,596					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,193	971	726	679	每股净资产(元)	6.80	7.42	8.27	9.66
投资活动现金流	(602)	(141)	1	12	最新发行在外股份(百万股)	968	968	968	968
筹资活动现金流	(696)	591	234	24	ROIC(%)	6.66	5.85	7.50	11.07
现金净增加额	(44)	1,397	961	716	ROE-摊薄(%)	9.85	7.68	9.62	13.89
折旧和摊销	650	150	150	150	资产负债率(%)	45.46	44.98	44.48	43.25
资本开支	(706)	(42)	(34)	(34)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.50	33.54	24.03	14.23
营运资本变动	(367)	103	(311)	(885)	P/B(现价)	2.81	2.57	2.31	1.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>