

AI带来新增量, 业绩持续修复

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报, 2023年实现收入115.42亿元, 同比+1.9%; 实现归母净利润4.01亿元, 同比-27.26%; 扣非归母净利润为3.51亿元, 同比-29.17%; 其中单Q4实现收入35.91亿元, 同比-5.99%, 实现归母净利润1.22亿元, 同比+233.02%, 扣非归母净利润为0.99亿元, 同比+374.6%。
- 业绩短期承压, 网络设备、云桌面市占率领先。** 2023年公司实现归母净利润4.01亿元, 同比-27.26%, 短期内业绩承压主要系下游需求低迷叠加公司经营规模扩大, 管理费用有所上升, 研发投入增加。分业务来看, 2023年公司网络设备/网络安全/云桌面产品分别实现收入84/8.6/7.6亿元, 分别同比变动-0.87%/-1.29%/+2.71%。依托持续研发和市场拓展, 公司在交换机、无线产品、云桌面等多个领域保持市场前列。据IDC数据统计, 2023年公司园区交换机市场占有率在国内教育、流通行业排名第一; 数据中心交换机市场占有率在国内互联网行业排名第二; WLAN产品市场占有率在国内互联网、教育、通信、服务行业排名第一。
- AIGC带来新需求, 盈利能力有望提升。** 从利润端来看, 2023年公司综合毛利率为38.94%, 同比-0.72%, 基本保持稳定, 随着AIGC带来的算力激增, 高速率交换机出货占比提高, 公司未来盈利能力有望稳步提升。费用率方面, 2023年公司销售费用率/研发费用率/管理费用率分别为15.35%/18.94%/4.9%, 分别同比变动-0.47/+0.91/0.77pp, 主要系公司经营规模扩大, 支出增长。公司研发创新成果显著, 截止2023年末公司拥有专利1412项, 其中发明专利1326项, 期内新增专利151项。
- 深化产品创新, 加速市场开拓。** 面向下一代AI云服务智算中心网络建设, 公司发布了AI-FlexiForce智算中心网络解决方案, 具备全场景适用、负载均衡、微秒级硬件自愈等多种独特优势, 带宽利用率达97%、可支持大规模三级组网, 助力用户打造集约高效的智算中心。在高端数据中心交换机领域, 推出业界首台支持LPO的51.2T数据中心交换机, 以及采用直驱系统设计的800G交换机技术方案, 实现高性能、低成本、低能耗, 推动AI高性能计算集群的规模应用; 实现下一代TH5交换机产品量产交付, 助力客户成为全球首家AIGC集群商业化落地厂家。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.91元、1.19元、1.43元, 对应动态PE分别为42倍、32倍、27倍。考虑到AIGC带来的高速交换机占比增长, 看好全年加速成长, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期、市场竞争加剧、上游原材料涨价等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11541.57	14640.04	18026.41	21486.66
增长率	1.90%	26.85%	23.13%	19.20%
归属母公司净利润(百万元)	401.20	516.03	674.31	810.00
增长率	-27.05%	28.62%	30.67%	20.12%
每股收益EPS(元)	0.71	0.91	1.19	1.43
净资产收益率ROE	9.36%	10.94%	12.75%	13.58%
PE	54	42	32	27
PB	5.10	4.63	4.13	3.67

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)	5.68
流通A股(亿股)	0.68
52周内股价区间(元)	25.55-68.7
总市值(亿元)	218.64
总资产(亿元)	83.64
每股净资产(元)	7.54

相关研究

目 录

1 深耕数字通信二十载，坚持研发推陈出新.....	1
2 财务分析.....	5
3 盈利预测与估值.....	7
3.1 盈利预测.....	7
3.2 相对估值.....	8
4 风险提示.....	8

图 目 录

图 1：锐捷网络历史沿革.....	1
图 2：公司股权结构及子公司.....	2
图 3：产品体系结构清晰.....	2
图 4：2023 公司营收同比增长 1.9%.....	5
图 5：2023 公司归母净利润同比下降 27.3%.....	5
图 6：网络设备为营业收入主要构成部分.....	6
图 7：2019-2023 年主要产品毛利率水平平均趋于稳定.....	6
图 8：2019-2023 销售费用率逐年下降.....	7
图 9：2019-2023 研发费用持续上升.....	7

表 目 录

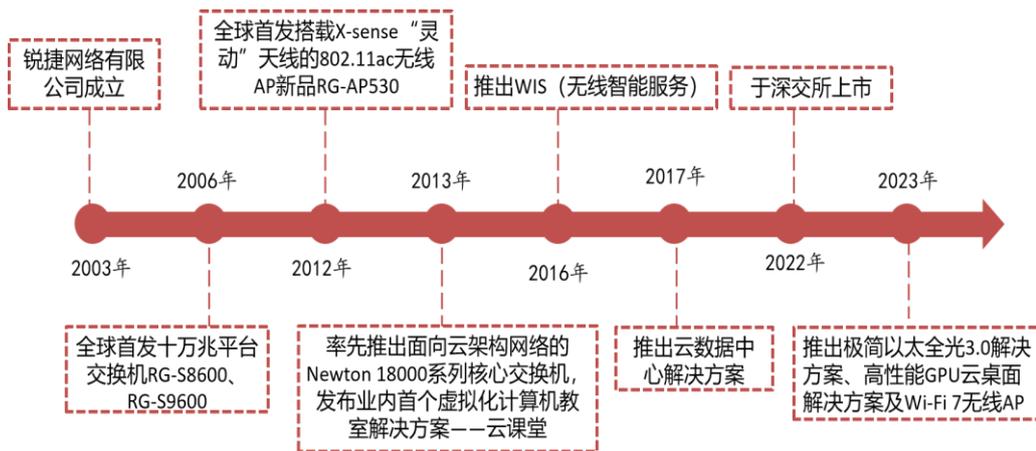
表 1：公司主要产品.....	3
表 2：公司管理层成员情况.....	5
表 3：分业务收入及毛利率.....	7
表 4：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

1 深耕数字通信二十载，坚持研发推陈出新

锐捷网络股份有限公司成立于 2003 年，于 2022 年 11 月深交所上市。公司是行业领先的 ICT 基础设施及行业解决方案提供商，致力于将技术与场景应用充分融合，贴近用户进行产品方案设计和创新，成果已广泛应用于政府、运营商、金融、教育、医疗、互联网、能源、交通、商业、制造业等行业信息化建设领域，助力各行业客户实现数字化转型和价值升级，主要产品包括网络设备、网络安全产品、云桌面整体解决方案等。

专注数字通信领域，坚持研发推陈出新。公司前身为福建星网锐捷网络有限公司，2016 年变更为股份有限公司。公司扎根行业，深入场景进行解决方案设计和创新，2006 年全球首发十万兆平台交换机 RG-S8600、RG-S9600，2012 年全球首发搭载 X-sense “灵动”天线的 802.11ac 无线 AP 新品 RG-AP530，2013 年率先推出面向云架构网络的 Newton 18000 系列核心交换机，发布业内首个虚拟化计算机教室解决方案——云课堂，2016 年推出 WIS（无线智能服务），2017 年推出云数据中心解决方案。2022 年 11 月于深交所上市后，进一步加强技术研发，于 2023 年推出极简以太全光 3.0 解决方案、高性能 GPU 云桌面解决方案以及 Wi-Fi 7 无线 AP。

图 1：锐捷网络历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

福建星网锐捷通讯股份有限公司为公司控股股东，电子信息集团为间接控股股东。公司控股股东为福建星网锐捷通讯股份有限公司，截止 2023 年末，直接控股比例为 44.88%。福建省电子信息网络截止 2023 年末占星网锐捷总股本的比例 26.07%，为星网锐捷的控股股东、公司的间接控股股东。锐进咨询为第二大股东，截止 2023 年末，占股 43.12%。公司的股权结构集中。

图 2：公司股权结构及子公司


数据来源：wind，西南证券整理

产品体系结构清晰，主要领域均具有市场领先优势。公司的主营业务为网络设备、网络安全产品及云桌面解决方案的研发、设计和销售，主要产品包括网络设备（交换机、路由器、无线产品等）、网络安全产品（安全网关、下一代防火墙、安全态势感知及身份管理产品等）、云桌面整体解决方案等。根据 IDC 数据统计，2019-2021 年，锐捷网络在中国以太网交换机市场占有率连续 3 年排名第三；2021 年中国企业级 WLAN 市场占有率排名第三，其中 Wi-Fi 6 产品出货量 2019 年-2021 年连续 3 年排名第一；2015-2020 年连续 6 年中国企业级终端 VDI 市场占有率排名第一，2021 年中国本地计算 IDV 云桌面市场占有率第一。

图 3：产品体系结构清晰


数据来源：锐捷网络招股说明书，西南证券整理

表 1：公司主要产品

产品系列		主要产品	产品展示	主要用途
网络设备				
交换机	数据中心交换机	核心交换机		部署在数据中心核心层, 用于数据中心接入交换机间的连通以及数据中心接入交换机与上层网络的连通
		接入交换机		部署于数据中心接入层, 用于数据中心各种类型的服务器接入
	园区与城域网交换机	核心交换机		机主要用于大学校园网及企业内部网的核心层
		汇聚交换机		位于接入层和核心层之间, 将接入节点统一出口, 同时也进行转发及选路
		接入交换机		为网络中直接面向用户连接或访问网络的部分, 直接与终端联系
	SMB 交换机			负责承载中小企业的数据网、监控网、无线网的接入回传, 并直接连接中小企业的电脑、监控摄像头、无线 AP 以及各种 IP 终端
路由器	核心路由器			在网络中转发数据包给计算机主机, 为数据分组选路和转发
	汇聚路由器			将中型组织的局域网汇接到广域网的路由器
	接入路由器			是将小微型组织的局域网汇接到广域网的路由器
	移动路由器			将局域网通过移动网络接入广域网
	路由器应用软件			面向各种企业/机构提供路由器的管理服务
无线产品	无线接入点产品	放装型无线接入点		针对通用场景, 主要承载 PC、手机等常用无线终端的接入, 为办公、教学、娱乐等业务提供高性能无线通信服务
		场景化部署无线接入点		针对特殊场景, 可提供灵活便捷的安装方式及高可靠的无线连接, 满足特殊场景的工作环境和质量要求
		SMB 无线接入点		面向小型办公、酒店、公寓、别墅等室内 Wi-Fi 覆盖场景
	管理产品	无线控制器		对整个网络的多台无线接入点进行统一管理、配置和信号优化, 并对整个网络中的各类无线终端进行安全认证和接入控制, 对无线数据流进行加解密处理和漫游路径调度

产品系列	主要产品	产品展示	主要用途
	无线管理与应用系统 (WIS)		与无线控制器、无线接入点等网络设备进行数据交互，一方面提供友好的用户界面，协助客户
网络安全产品			
硬件安全产品	安全网关		提供局域网用户访问互联网的安全保护和访问优化等功能
	SMB 安全网关		主要面向中小企业客户，其集路由器、流控、负载均衡、防火墙、行为管理、VPN 设备功能于一身
	下一代防火墙		将不同的网络区域进行安全隔离
	检测审计安全		提供各类安全智能检测技术以发现安全问题（也可同时提供防御技术），并满足安全及政策审计的功能要求
软件安全产品	安全态势感知		以安全大数据为基础，从全局视角提升对安全威胁的发现识别、理解分析、响应处置
	身份管理产品		包括身份源和安全准入两个品类，身份源系统主要用于教育行业，安全准入系统主用于教育、企业、医疗、政府、金融等行业，保障网络安全
云桌面整体解决方案			
	云服务器		在 VDI (含 vAPP、vGPU) 技术架构中，云服务器负责提供算力、存储空间以及相关的管理功能；而在 IDV、TCI 技术架构中，云服务器通常只负责管理功能
	云终端		为云桌面解决方案中用户直接可见的部分
	云桌面软件		根据功能可分为平台和应用两大类：云桌面平台作为基础平台，负责资源池化、资源按需分配、用户管理、终端管理、桌面管理、安全管理等多种功能；云桌面应用软件为结合云桌面虚拟化特性与用户业务需求产生的业务应用软件

数据来源：锐捷网络招股说明书，西南证券整理

管理层均有基层经历，产业经验积累深厚。管理层多名成员均有丰富的基层工作经验，对数字通信产品的生产、销售、研发等环节了解深入。公司管理及业务团队保持稳定，自 2003 年开始至今，由黄奕豪担任公司董事长，刘忠东担任公司董事、总经理，刘弘瑜历任公司副总经理、财务负责人。

表 2：公司管理层成员情况

姓名	职位	主要经历
黄奕豪	董事长, 法定代表人, 董事 (学士)	高级工程师。1983 年至 1988 年, 任福建省电子计算机研究所技术人员。1988 年至 2002 年, 历任福建实达电脑集团股份有限公司开发部主管、副总裁、电子制造事业部总经理、高级副总裁。2002 年至今, 任星网锐捷董事长。2003 年至今, 任公司董事长。
刘忠东	总经理, 董事 (博士)	工程师。1990 年至 1999 年, 历任福建实达电脑集团股份有限公司销售员、北京分公司总经理、打印机事业部总经理、代理产品事业部总经理。2000 年至 2018 年, 历任星网锐捷市场部总监、副总经理。2003 年至今, 任公司董事、总经理。2020 年至今, 任北京新起管理技术有限公司执行董事、经理。
刘弘瑜	副总经理, 财务负责人 (硕士)	工程师。1993 年至 1995 年, 任北京市三环毛纺针织集团公司第三毛条厂第一车间主任。1995 年至 2000 年, 任北京市埃姆毛纺有限公司设备科专员。2001 年至 2003 年, 任星网锐捷网络营销部经理。2003 年至今, 历任公司副总经理、财务负责人。
姚斌	董事会秘书 (硕士)	高级工程师。曾任济南金钟电子衡器股份有限公司(现更名为山东金钟科技集团股份有限公司)技术员、工程师、车间副主任、设备动力部长、董事, 积成电子股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书。2023 年 2 月至今, 任职于公司证券事务部。

数据来源：公司公告，西南证券整理

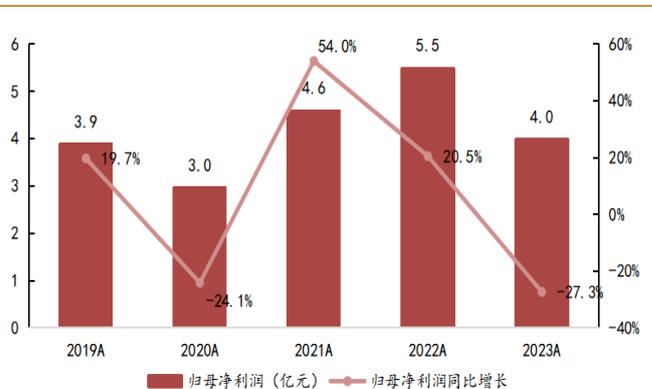
2 财务分析

公司营收持续增长，2023 年同比增长 1.9%。近五年来，锐捷网络营业收入稳步增长。2019-2023 年营业收入从 52.2 亿元上升至 115.4 亿元，2023 年同比增长 1.9%。2020 年及 2021 年公司网络设备产品中的数据中心交换机在运营商及互联网企业市场得到规模应用，销售收入增长明显，2022 年持续的产品创新也有效带动了公司主要产品的业务发展。2023 年公司营业收入稳定发展。

公司归母净利润波动变化，2023 年同比下降 27.3%。2019-2020 年，教育、医疗、制造业、商业等行业客户办公及生产经营等受新冠疫情影响，导致公司主要面向上述行业客户的销售受到一定影响，销售收入占比下降，同时该类产品的毛利率水平相对较高以至公司归母净利润整体减少至 3 亿元。2021-2022 年，随着数据中心对交换机带宽需求的增长，客户对高端机型的采购需求增加，同时受新产品推出、中高端产品占比增加等多因素影响，净利润增长至 5.5 亿元。2023 年公司营业收入稳定，但随着经营规模扩大，人工等管理费用有所上升，研发投入增加，公司归母净利润减少至 4 亿元。

图 4：2023 公司营收同比增长 1.9%


数据来源：公司公告，西南证券整理

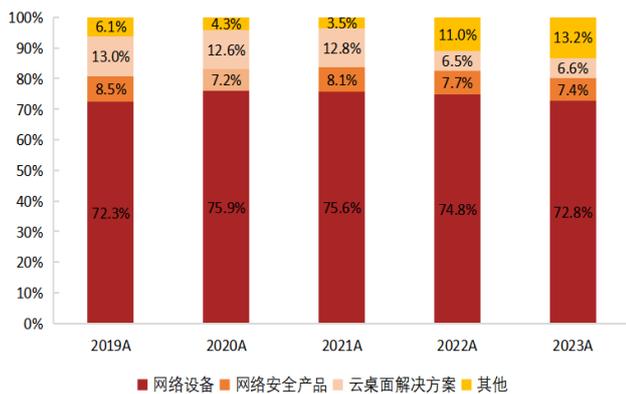
图 5：2023 公司归母净利润同比下降 27.3%


数据来源：公司公告，西南证券整理

网络设备、网络安全产品收入占比稳定，云桌面解决方案收入占比下降。近五年，网络设备稳定构成近 3/4 的整体营业收入，其中交换机是公司最主要的产品，2019-2021 年交换机的销售收入占公司主营业务收入比例分别为 51.1%、58.3%、54.2%。网络安全产品的销售收入也稳定构成 7%~8% 的营业收入。2019-2023 年云桌面解决方案的销售收入在稳步增长，但是增速要缓于整体营业收入的增速，因此综合下来在营业收入内的占比反而减小。

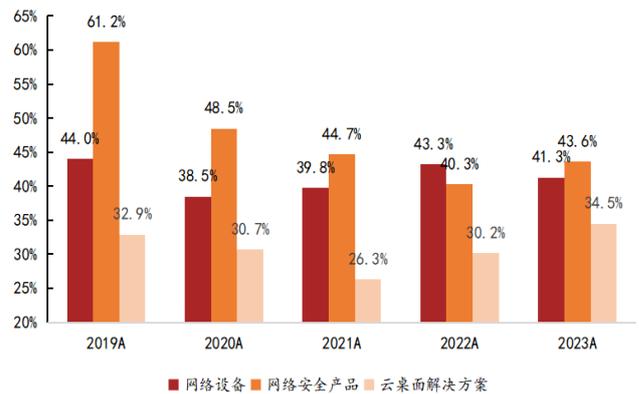
网络设备毛利率波动回升，网络安全产品毛利率逐渐下降并趋于稳定。近年来公司针对价格敏感度较高、但市场规模和潜力较大的小微企业市场推出了高性价比的交换机、无线、安全网关等系列产品，虽然提升了整体营业收入但也在一定程度上影响了整体毛利率水平。2022 年公司数据中心交换机中毛利率较高的 25G 以上新品类 TOR 交换机收入占比上升，推动数据中心交换机毛利率较 2021 年有明显提升，2023 年稳定在该毛利率水平并达 41.3%。而网络安全产品因为 2020 年公司针对小微企业、商户及别墅无线上网等场景推出 EW 系列产品的采购数量及占比迅速上升，同时该系列产品采购单价较低，相关毛利率水平显著下降，2020-2023 年相关毛利率稳定，2023 年达 43.6%。2019-2023 年云桌面解决方案的毛利率波动增长，从 32.9% 发展至 34.5%，相较于其他两类主要产品仍有较大发展空间。

图 6：网络设备为营业收入主要构成部分



数据来源：公司公告，西南证券整理

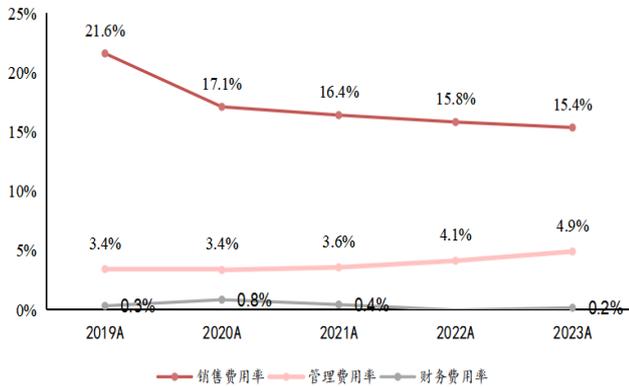
图 7：2019-2023 年主要产品毛利率水平平均趋于稳定



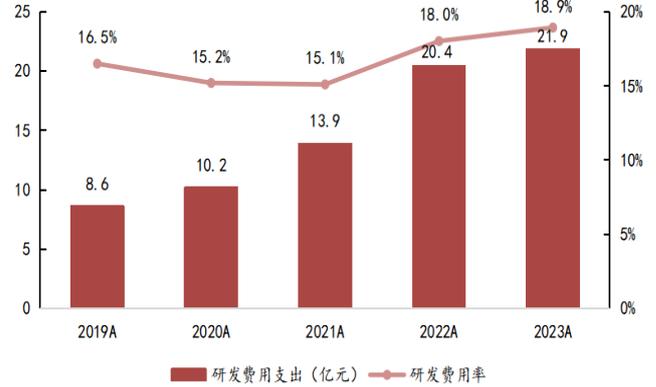
数据来源：公司公告，西南证券整理

费用管控能力良好，销售费用率逐渐下降。针对不同行业和规模客户，公司采取以渠道销售为主、直销为辅的销售模式。2019-2023 年，因公司受疫情影响公司差旅业务费和市场推广费占营业收入的比例下降及公司直销模式收入占比有较大幅度提升，销售费用率从 21.6% 逐渐降低至 15.4%。因公司扩大经营规模致人工等费用增长及推动管理改进、相应管理咨询费增长，近年来管理费用率缓步提高，2019-2023 年从 3.4% 逐步增长至 4.9%。财务费用率有一定波动但占比微小，2023 年的财务费用率增长主要受期内土耳其里拉汇率下跌形成汇兑损失影响。

研发投入持续上升。注重创新，深度投入研发，研发人员比例高达 50% 以上。2019-2023 年，研发费用从 8.6 亿元逐步增长至 21.9 亿元，2023 年同比增加 7%。公司研发创新成果显著，截止 2023 年末公司拥有专利 1412 项，其中发明专利 1326 项，期内新增专利 151 项。

图 8：2019-2023 销售费用率逐年下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2019-2023 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：公司网络设备业务又可以细分为交换机、无线产品及路由器产品，其中交换机业务占比近 80%，为网络设备业务的核心产品。受益于 AIGC 发展叠加大下游市场需求复苏，我们预计数据中心交换机发展势头强劲，预计 24-26 年网络设备收入增速为 30%、25%、20%，毛利率维持在 41%。

假设 2：随着国内网安市场持续扩容，下游 SMB 客户安全需求回暖，公司网安产品有望回归稳步增长轨道，预计网络安全产品 24-26 年收入增速为 25%、20%、15%，毛利率基本稳定在 43%。

假设 3：公司云桌面解决方案技术领先，连续多年在教育、医疗细分赛道市占率居前。2014-2022 年在中国云课堂解决方案市占率排名第一，2020-2022 年中国医疗云桌面市占率排名第一。预计 24-26 年收入增速稳定在 2.7%，毛利率稳定在 35%。

基于以上假设，我们预测公司 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
网络设备	收入	8401.62	10922.11	13652.63	16383.16
	增速	-0.87%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	41.33%	41.33%	41.33%	41.33%
网络安全产品	收入	855.35	1069.19	1283.03	1475.48
	增速	-1.29%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	43.58%	43.58%	43.58%	43.58%
云桌面解决方案	收入	757.01	777.52	798.59	820.23
	增速	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	毛利率	34.48%	34.48%	34.48%	34.48%
其他	收入	1527.59	1871.23	2292.16	2807.79
	增速	22.50%	22.50%	22.50%	22.50%
	毛利率	25.43%	25.43%	25.43%	25.43%
合计	收入	11541.57	14640.04	18026.41	21486.66
	增速	1.90%	26.85%	23.13%	19.20%
	毛利率	38.94%	39.10%	39.16%	39.15%

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取网络设备行业中的三家主流公司。23 年可比公司平均 PE 为 28 倍，24 年为 21 倍。AIGC 催化叠加下游市场稳健增长，公司经营持续向好，未来三年公司营收复合增长率为 23.02%，业绩复合增长率为 26.39%，显著优于行业。我们给予公司 2024 年 45 倍 PE，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	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
000938.SZ	紫光股份	21.71	0.75	0.79	0.98	1.17	28.77	27.43	22.11	18.49
300768.SZ	迪普科技	11.92	0.23	0.28	0.42	0.54	51.25	43.03	28.53	21.91
000063.SZ	中兴通讯	27.99	1.71	1.95	2.26	2.56	16.41	14.35	12.38	10.93
平均值							32.14	28.27	21.01	17.11

数据来源：Wind, 西南证券整理

4 风险提示

下游需求不及预期、市场竞争加剧、上游原材料涨价等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11541.57	14640.04	18026.41	21486.66	净利润	401.20	516.03	674.31	810.00
营业成本	7046.85	8916.04	10966.38	13075.65	折旧与摊销	127.01	94.23	94.23	94.23
营业税金及附加	49.28	62.51	76.97	91.74	财务费用	18.60	65.16	88.78	116.23
销售费用	1771.77	2049.61	2523.70	3008.13	资产减值损失	-30.77	0.00	0.00	0.00
管理费用	489.44	3220.81	3965.81	4727.06	经营营运资本变动	-181.45	-336.53	-539.96	-400.17
财务费用	18.60	65.16	88.78	116.23	其他	533.96	36.36	-13.48	17.55
资产减值损失	-30.77	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	868.56	375.25	303.89	637.85
投资收益	-0.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-140.04	-140.01	-140.01	-140.01
公允价值变动损益	-0.96	-0.82	-0.59	-0.73	其他	-263.75	-0.82	-0.59	-0.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-403.79	-140.83	-140.60	-140.74
营业利润	141.23	325.10	404.19	467.12	短期借款	111.55	7.96	0.00	0.00
其他非经营损益	14.07	14.07	14.07	14.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	155.30	339.17	418.26	481.19	股权融资	44.57	0.00	0.00	0.00
所得税	-245.89	-176.86	-256.05	-328.82	支付股利	0.00	-80.24	-103.21	-134.86
净利润	401.20	516.03	674.31	810.00	其他	-1279.20	171.58	311.22	383.77
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1123.08	99.30	208.02	248.91
归属母公司股东净利润	401.20	516.03	674.31	810.00	现金流量净额	-660.78	333.72	371.31	746.02
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2298.27	2631.99	3003.30	3749.32	成长能力				
应收和预付款项	1414.08	1428.50	1817.63	2220.37	销售收入增长率	1.90%	26.85%	23.13%	19.20%
存货	2874.50	3612.34	4471.33	5324.52	营业利润增长率	-66.18%	130.19%	24.33%	15.57%
其他流动资产	46.07	40.87	50.32	59.98	净利润增长率	-27.05%	28.62%	30.67%	20.12%
长期股权投资	15.03	15.03	15.03	15.03	EBITDA 增长率	-43.72%	68.90%	21.20%	15.39%
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	512.14	570.68	629.21	687.74	毛利率	38.94%	39.10%	39.16%	39.15%
无形资产和开发支出	119.10	114.55	109.99	105.44	三费率	20.42%	36.45%	36.49%	36.54%
其他非流动资产	1085.10	1076.90	1068.70	1060.50	净利率	3.48%	3.52%	3.74%	3.77%
资产总计	8364.29	9490.86	11165.51	13222.91	ROE	9.36%	10.94%	12.75%	13.58%
短期借款	692.04	700.00	700.00	700.00	ROA	4.80%	5.44%	6.04%	6.13%
应付和预收款项	2532.84	3265.89	3895.88	4702.47	ROIC	15.36%	18.51%	19.80%	20.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	2.49%	3.31%	3.26%	3.15%
其他负债	854.64	807.07	1280.63	1856.29	营运能力				
负债合计	4079.52	4772.96	5876.51	7258.76	总资产周转率	1.41	1.64	1.75	1.76
股本	568.18	568.18	568.18	568.18	固定资产周转率	23.73	32.40	48.67	74.38
资本公积	2244.25	2244.25	2244.25	2244.25	应收账款周转率	11.44	11.00	11.92	11.41
留存收益	1469.67	1905.46	2476.57	3151.71	存货周转率	2.34	2.74	2.70	2.67
归属母公司股东权益	4284.77	4717.89	5289.00	5964.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.37%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4284.77	4717.89	5289.00	5964.14	资产负债率	48.77%	50.29%	52.63%	54.90%
负债和股东权益合计	8364.29	9490.86	11165.51	13222.91	带息债务/总负债	16.96%	20.95%	23.82%	26.18%
					流动比率	1.70	1.68	1.64	1.61
					速动比率	0.97	0.89	0.86	0.85
					股利支付率	0.00%	15.55%	15.31%	16.65%
					每股指标				
					每股收益	0.71	0.91	1.19	1.43
					每股净资产	7.54	8.30	9.31	10.50
					每股经营现金	1.53	0.66	0.53	1.12
					每股股利	0.00	0.14	0.18	0.24
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	286.85	484.49	587.20	677.58					
PE	54.50	42.37	32.42	26.99					
PB	5.10	4.63	4.13	3.67					
PS	1.89	1.49	1.21	1.02					
EV/EBITDA	67.33	39.69	32.80	28.06					
股息率	0.00%	0.37%	0.47%	0.62%					

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
	卞黎旸	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	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	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
