

光电子核心芯片供应商，无源有源齐头并进

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年度报告&2024年一季报，2023年实现营收7.5亿元，同比下降16.5%；归母净利润-4754.7万元，同比下降174%。其中，23Q4单季度实现营收2.1亿元，同比下降2.4%，环比增长1.1%；归母净利润-1991万元，同比下降555.9%，环比下降100.7%；24Q1实现营收1.98亿元，同比增长32.85%，归母净利润为844.32万元，实现扭亏。
- 业绩短期承压，不改长期向好趋势。** 从全年来看，公司营收7.5亿元，同比-16.5%，主要系宏观环境、行业发展等综合因素影响以致光芯片及器件、室内光缆和线缆材料等主营业务的相关产品需求减少和部分产品价格降低；归母净利润为-4754.7万元，同比-174%，净利润承压主要受营业收入下降叠加光芯片及器件业务板块净利率大幅下降影响。公司持续加强降本增效，改善资源配置，提升内部管理效率。随着AI大模型和算力需求的爆发，市场对光通信相关产品的需求呈快速增长，光芯片及器件、光纤光缆将迎来新的发展机遇，未来市场前景总体向好，公司仍有较大发展空间。
- 盈利能力短期下滑，费用端控制良好。** 2023年公司综合毛利率为18.6%，同比下降26.1%，主要系公司光芯片及器件相关产品价格的降低、相关毛利率水平显著下降且占比较大。24Q1迎来边际改善，综合毛利率提升至24.1%。费用端管控良好，2023年公司销售/管理费用率分别为3.5%/8.4%，分别同比下降0.3/1.8pp。
- 持续加大研发投入，优化产品研发方向。** 据ICC预测，2019-2024年，中国光芯片厂商销售规模占全球光芯片市场的比例将不断提升，光芯片国产化进度加快。当前800G/1.6T时代已来，硅光技术成为关键技术方向之一，同时ChatGPT、Sora所代表AI技术突破对光芯片发展影响深远，有源器件/模块也向更高速方向发展。公司21/22/23年三年的研发费用率分别为9.79%/8.9%/12.73%，23年研发费用为9602.7万元，同比+19.51%。公司改造优化现有产品及确定新产品研发方向，无源平台逐步向超高折射率差工艺技术过渡，有源平台逐步向光子集成工艺技术过渡，提高芯片集成度。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2024-2026年EPS分别为0.09元、0.17元、0.23元，对应动态PE分别为110倍、58倍、42倍。未来三年归母净利润增速分别为185.49%、91.74%、37.11%。首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 宏观经济及行业波动风险、市场竞争加剧风险、关键技术人才流失风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	754.59	956.59	1215.34	1547.12
增长率	-16.46%	26.77%	27.05%	27.30%
归属母公司净利润(百万元)	-47.55	40.65	77.94	106.86
增长率	-173.95%	185.49%	91.74%	37.11%
每股收益EPS(元)	-0.10	0.09	0.17	0.23
净资产收益率ROE	-4.19%	3.43%	6.21%	7.94%
PE	-94	110	58	42
PB	3.95	3.78	3.57	3.33

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: wind

基础数据

总股本(亿股)	4.59
流通A股(亿股)	4.59
52周内股价区间(元)	6.8-21.34
总市值(亿元)	44.82
总资产(亿元)	15.75
每股净资产(元)	2.63

相关研究

目 录

1 以芯为本，专注创新.....	1
2 财务分析.....	6
3 盈利预测与估值.....	8
3.1 盈利预测.....	8
3.2 相对估值.....	9
4 风险提示.....	9

图 目 录

图 1：仕佳光子历史沿革.....	1
图 2：公司股权结构及子公司.....	2
图 3：业务板块协同发展.....	3
图 4：2023 年公司营收同比减少 16.5%.....	6
图 5：2023 年公司归母净利润同比减少 174%.....	6
图 6：光芯片及器件业务占营收比重大.....	7
图 7：光芯片与器件毛利率明显降低.....	7
图 8：国内市场占比较大.....	7
图 9：2023 年海外市场毛利率大幅下降.....	7
图 10：三项费用率波动下降.....	8
图 11：2023 年研发费同比增长 19.5%.....	8

表 目 录

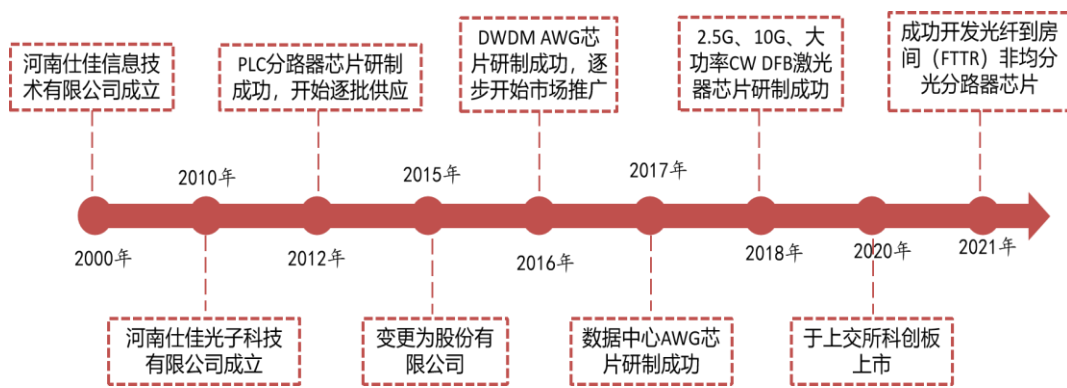
表 1：公司主要产品.....	3
表 2：公司管理层成员情况.....	5
表 3：分业务收入及毛利率.....	9
表 4：可比公司估值.....	9
附表：财务预测与估值.....	10

1 以芯为本，专注创新

河南仕佳光子科技股份有限公司成立于 2010 年，于 2020 年 8 月上交所上市。公司聚焦光通信行业，持续投入研发光芯片及器件，不断强化技术创新、掌握自主芯片的核心技术，是国内先进的光电子核心芯片供应商。公司产品主要应用于骨干网和城域网、光纤到户、数据中心、4G/5G 建设等方面。

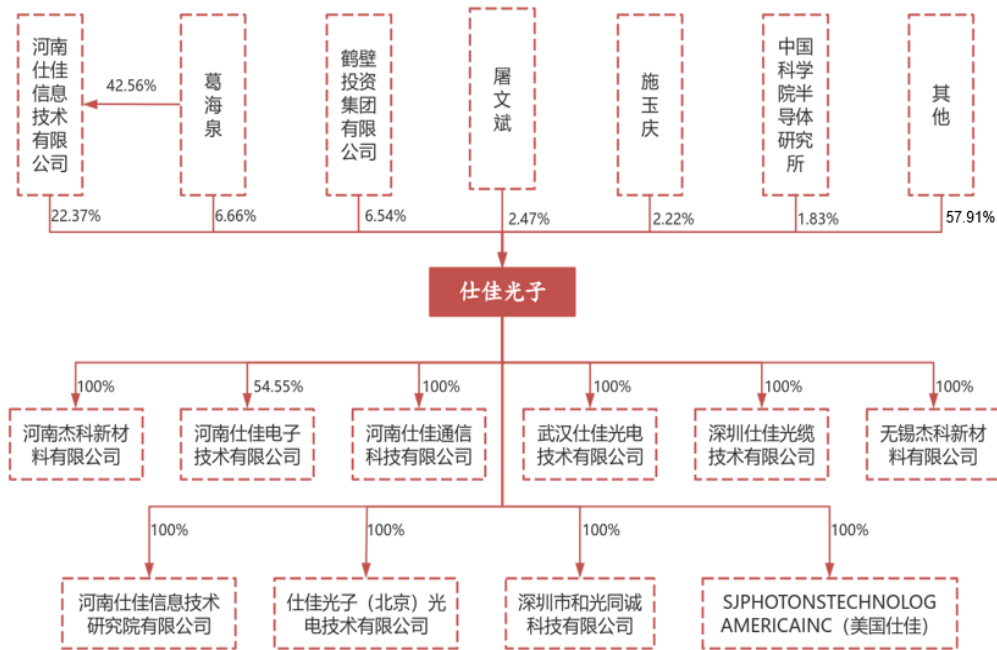
坚持“以芯为本”，专注技术创新。脱胎于河南仕佳信息技术有限公司，河南仕佳光子科技有限公司于 2010 年成立，2015 年变更为股份有限公司，主要业务包括光芯片及器件、室内光缆、线缆材料三大板块。公司秉承“以芯为本”的理念，保持对光芯片及器件的持续研发投入，于 2012 年成功研制出 PLC 分路器芯片，2016 年成功研制出 DWDM AWG 芯片，2017 年成功研制出数据中心 AWG 芯片，在 2018 年成功研制出 2.5G、10G、大功率 CW DFB 激光器芯片。2020 年上交所上市后，公司更是强化技术创新，并于 2021 年成功开发光纤到房间 (FTTR) 非均分光分路器芯片。经过多年的技术研发创新和产业化积累，针对芯片，公司系统建立了覆盖芯片设计、晶圆制造、芯片加工、封装测试的 IDM 全流程业务体系。

图 1：仕佳光子历史沿革



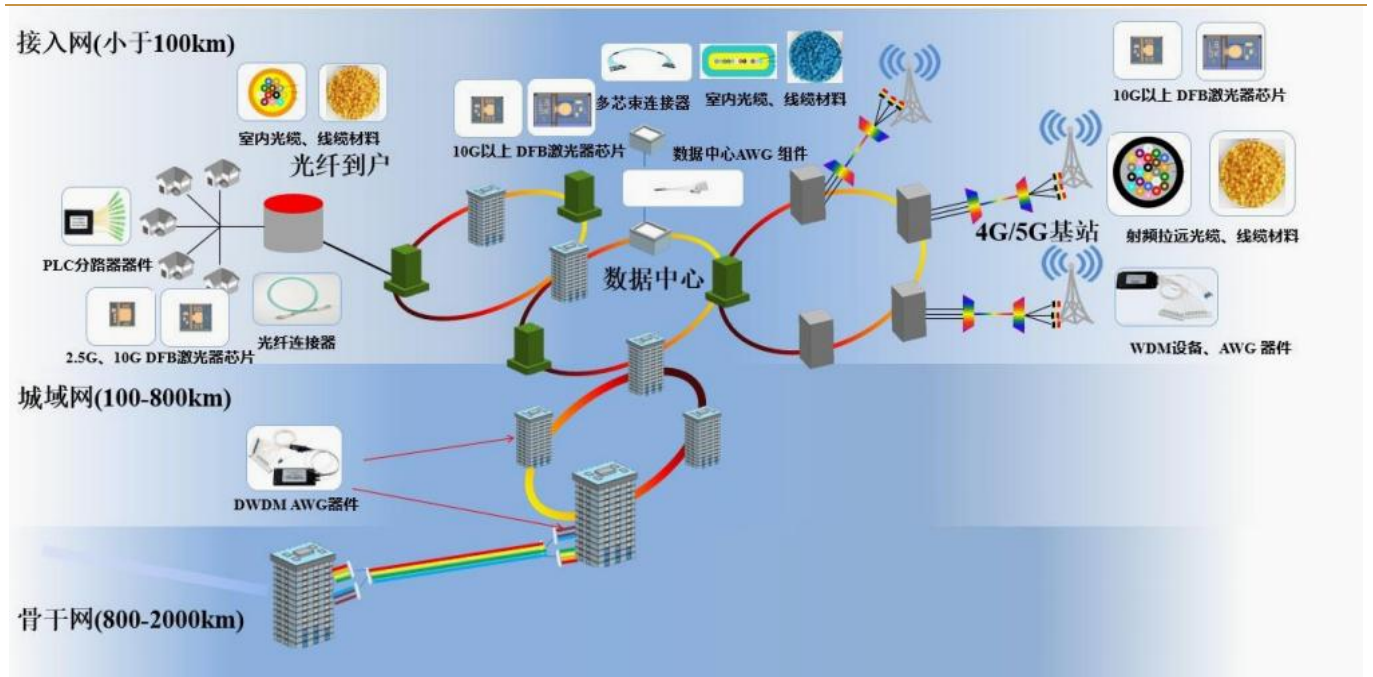
数据来源：公司公告，西南证券整理

葛海泉为公司控股股东及实际控制人。截止 2024 年 Q1，河南仕佳信息技术有限公司为公司第一大股东，占股 22.37%，葛海泉为公司第二大股东，占股 6.66%。同时葛海泉占河南仕佳信息技术有限公司总股本的 42.56%，为公司的实际控制人。此外，公司新进主要股东屠文斌、施玉进，分别占股 2.47%、2.22%。

图 2：公司股权结构及子公司




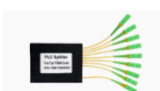



数据来源: wind, 西南证券整理

聚焦光通信行业，业务板块协同发展。公司主营业务为光芯片及器件、室内光缆、线缆材料三大板块，产品主要应用于骨干网和城域网、光纤到户、数据中心、4G/5G 建设等方面。在光通信行业核心的芯片环节，公司系统建立了覆盖芯片设计、晶圆制造、芯片加工、封装测试的 IDM 全流程业务体系，应用于多款光芯片开发，突破一系列关键技术。同时，针对光通信行业应用场景多元化、复杂化的发展趋势，公司凭借在室内光缆领域的多年业务积累，持续整合在“光纤连接器—室内光缆—线缆材料”方面的协同优势，通过不断改进各产品环节的性能指标提升光纤连接器等产品整体竞争力。依托光芯片及器件、室内光缆以及线缆材料协同发展，公司综合实力稳步提升，成功实现了 PLC 分路器芯片和 AWG 芯片的量产。

图 3：业务板块协同发展


数据来源：仕佳光子招股说明书，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	主要应用场景
光芯片与器件			
PLC分路器 芯片	PLC分路器晶圆 (均分/非均分)		FTTH/FTTB/FTTC/FTTR、CATV 系统、PON、光纤通信设备&系统
	PLC分路器芯片 (均分/非均分)		
	均分 PLC分路器器件		
	非均分 PLC分路器器件		FTTR、CATV 系统、光纤通信设备&系统
AWG 芯片	CWDM/LAN WDM AWG 晶圆&芯片		WDM 系统、数据中心、40/100G TOSA/ROSA
	CWDM/LAN WDM AWG 组件		40/100/200/800 Gbps 波分复用光组、数据中心、电信网络
	40/48/60DWDM AWG 晶圆&芯片		DWDM 系统、骨干网/城域网、ROADM、波长路由

产品系列	主要产品	产品展示	主要应用场景
	40/48/60 DWDM AWG 模块		DWDM 系统、骨干网/城域网、ROADM、波长路由
	平行光组件		WDM 系统、数据中心、400G\800G 光模块
DFB 激光器 芯片	2.5GDFB 激光器芯片		PON、FTTX
	10G DFB 激光器芯片		XGS-PON、4G/5G、数据中心
	25G DFB 激光器芯片		25G/50G PON、4G/5G、数据中心
	CW DFB 激光器芯片		硅光光源
	TO		光纤通信、OTDR、4G/5G、TDLAS 气体传感、激光雷达
	TOSA		光纤通信、OTDR、4G/5G、TDLAS 气体传感、激光雷达
	蝶形		光源、TDLAS 气体传感
	窄线宽 DFB 激光器芯片		激光雷达
	传感用 DFB 激光器芯片		水汽传感、甲烷传感
光纤 连接器	单双芯光纤连接器		数据中心网络、局域网和广域网、电信运营商、有线电视网络、监控系统、医疗设备、军事和航空航天、科研领域、工业生产、海底光缆通信、光纤测试设备、AI 智能
	多芯光纤连接器		
	隔离器		光模块、光纤激光器、可调激光器、光纤放大器

产品系列	主要产品	产品展示	主要应用场景
室内光缆与线缆材料			
室内 光缆	设备互联用单双芯光缆		尾纤和跳线、光通信设备机房、光配线架的光连接以及光仪器、设备的光连接
	房屋布线用光缆		室内布线
	射频拉远光缆		通信基站同一站点的 BBU 与 RRU/AAU 的连接
	引入光缆		FTTH 场景的架空或管道引入
	数据中心用光缆		数据中心的高速率数据传播
	隐形光缆		室内房间的隐形布线
线缆 材料	热塑性低烟无卤 阻燃聚烯烃材料		室内光缆、通信线缆、电力电缆
	辐照交联型低烟无卤 阻燃聚烯烃材料		汽车电线、UL 电子电线
	辐照交联型低烟低卤 阻燃聚烯烃材料		汽车电线、UL 电子电线
	特种聚氯乙烯产品		室内光缆用紧包及护套

数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层深耕光通信领域，拥有丰富的通信领域企业管理经验。管理层多名成员为公司核心技术人员，均有光学技术背景并从事相关技术研究开发，保障公司的研发创新能力。同时董事长兼总经理葛海泉、副总经理吕克进、副总经理梅雪等多名高管人员均有丰富的行业从业经历和企业管理经验，有助于保证并提高公司的经营管理效率。

表 2：公司管理层成员情况

姓名	职位	主要经历
葛海泉	董事长, 总经理, 法定代表人, 非独立董事	2001 年起任河南仕佳董事长、总经理; 现任公司董事长、总经理
吕克进	副总经理, 非独立董事	2001 年至 2012 年任河南仕佳销售部客户经理; 2012 年起历任仕佳通信副总经理、总经理; 2017 年起任职于公司。现任公司董事、副总经理
吴远大	副总经理, 董事 (博士)	曾任中国科学院半导体研究所博士后、副研究员、研究员; 2010 年 12 月起在公司兼职担任专家顾问; 2019 年 8 月起至今正式任职于公司。现任公司董事、副总经理
梅雪	副总经理 (硕士)	1985 年 12 月出生, 中共党员, 无境外居留权, 南开大学经济学硕士, 中级经济师、二级企业人力资源管理师, 拥有法律职业资格 A 证、证券、期货、基金、证券投资分析等资格证书。曾任职于中原证券股份有限公司

姓名	职位	主要经历
		司、河南黄河旋风股份有限公司、城发环境股份有限公司、许昌市投资集团有限公司。2023 年 6 月至今，任公司总经理助理
赵艳涛	董事会秘书,财务总监 (学士)	2018 年 4 月至 2020 年 6 月历任河南华夏健康管理有限公司财务总监、执行总裁,2020 年 7 月至 2021 年 6 月历任金冠股份总经理助理、财务总监,2021 年 7 月入职河南仕佳光子科技股份有限公司,现任公司财务总监兼董事会秘书

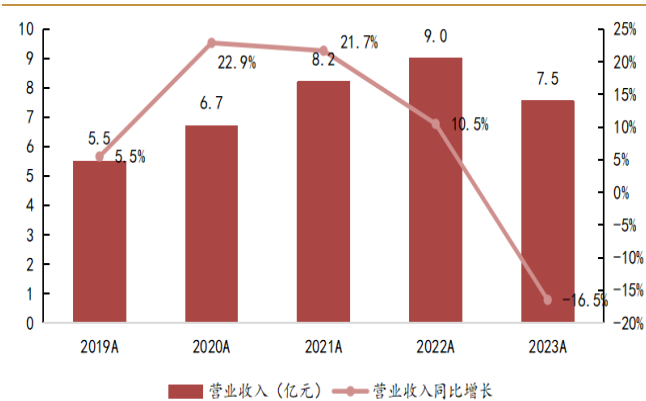
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 财务分析

近年来公司营收整体波动增长，2023 年营收下降。2019-2022 年公司营收从 5.5 亿元波动增长至 9 亿元，主要原因是在全球接入网市场及数据中心建设需求的持续加速和公司在光芯片及器件产品方面的持续投入逐步取得成效的共同作用下，公司光器件及芯片系列产品收入呈持续增长态势，同时公司在研发、营销、生产及管理等方面持续提升，多个产品线营业收入都保持一定增长。但 2023 年受宏观环境、行业发展等综合因素影响，光芯片及器件、室内光缆和线缆材料等主营业务的相关产品需求减少和部分产品价格降低，营业收入下降至 7.5 亿元，同比减少 16.5%。

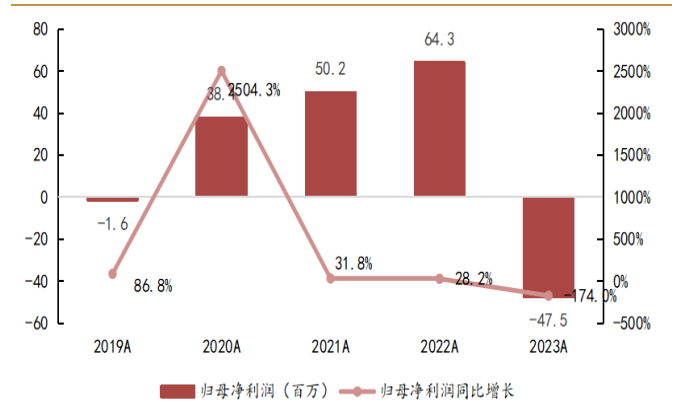
公司净利润出现亏损，2023 年同比减少 174%。2019 年因公司主营业务收入整体毛利率水平不高，同时受管理费用、研发费用增长的影响报告期内公司期间费用大幅增长，出现亏损。2020 年公司成功上市。2020-2022 年公司在光芯片及器件产品方面的持续投入逐步取得成效，毛利率有所提升，管理水平不断提高期间费用占成本比重逐渐下降，公司实现盈利，同时盈利水平不断提高。但 2023 年因营业收入整体减少，同时光芯片及器件业务板块毛利率大幅下降，净利润亏损 4754.67 万元，同比减少 174%。

图 4：2023 年公司营收同比减少 16.5%



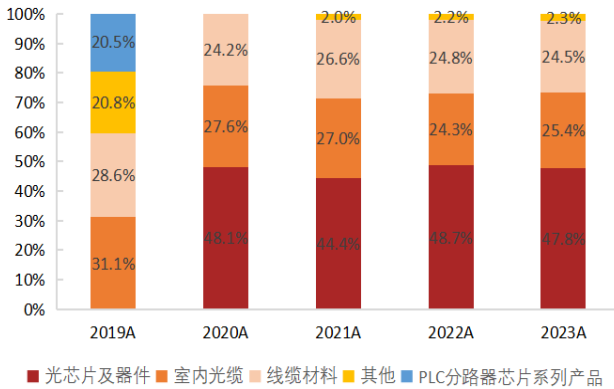
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2023 年公司归母净利润同比减少 174%

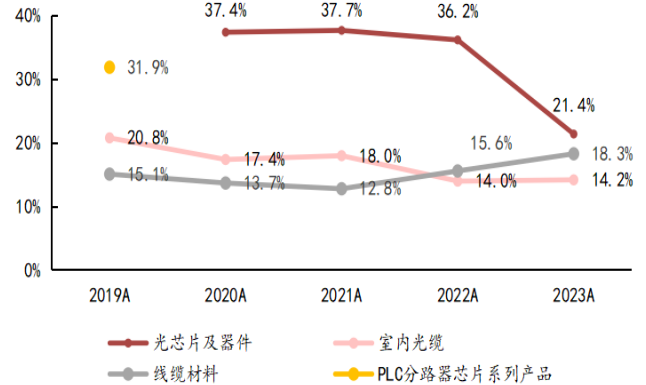


数据来源：公司公告，西南证券整理

光芯片及器件业务占营收比重重大，毛利率水平下降。公司的主营业务以光芯片及器件、线缆材料、室内光缆三大板块为主，其中光芯片及器件营收占比最大且 2020-2023 年比重均在 40% 以上，线缆材料和室内光缆占比较少。整体上，三大业务板块的营收占比相对稳定。毛利率方面，2023 年，受相关产品价格降低的影响光芯片及器件的毛利率水平明显降低，室内光缆毛利率稳定，为 14.2%；受汽车线缆用材料占比增加等产品结构的影响，线缆材料毛利率提高至 18.3%。

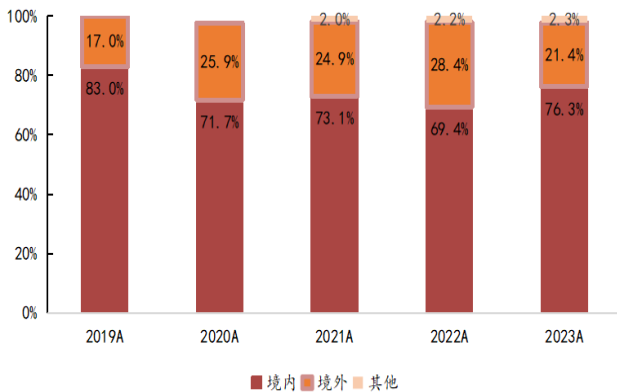
图 6：光芯片及器件业务占营收比重大


数据来源：公司公告，西南证券整理

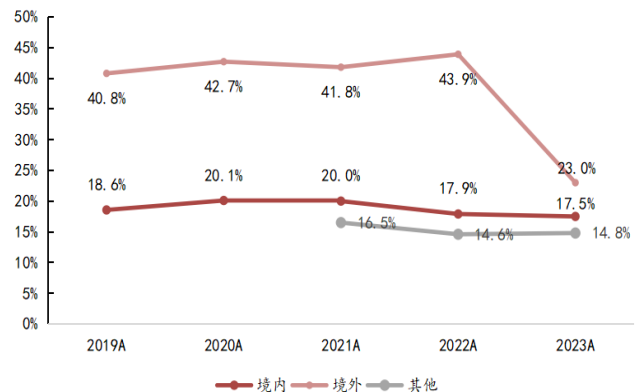
图 7：光芯片与器件毛利率明显降低


数据来源：公司公告，西南证券整理

国内市场为主，2023 年外销毛利率大幅下降。2019-2023 年，国内市场营收占比始终过半，比重却逐渐从 83% 减少至 76.3%，同时毛利率也有一定程度的下降，从 18.6% 降至 17.5%。而海外市场营收占比则是从 17% 波动增加至 21.4%，主要原因系全球数据中心建设及接入网市场需求持续加速，2019-2022 年的海外市场营收毛利率也因此始终维持在较高水平。但 2023 年，因光芯片及器件境外占比较高、下降比例较大，相关业务的毛利率也有明显下降，海外市场营业收入较去年同比下降 37.01%，高于境内下降比例，毛利率也大幅下降至 23%。受益于 AIGC 发展，公司 24Q1 已见边际复苏，同时海外客户进展顺利，未来营收/毛利有望取得新突破。

图 8：国内市场占比较大


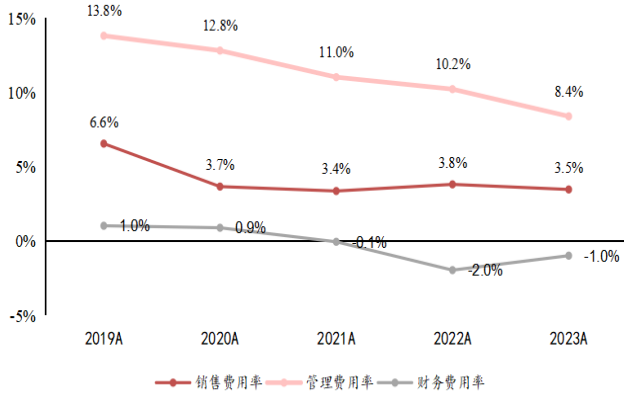
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2023 年海外市场毛利率大幅下降


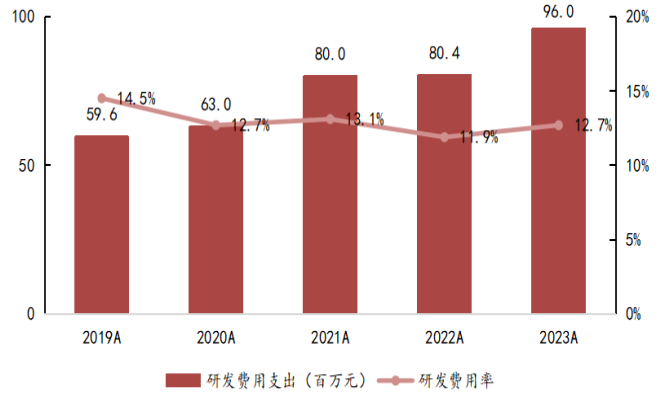
数据来源：公司公告，西南证券整理

三项费用率波动下降，降本增效成果显著。公司持续加强内部降本增效工作，提升公司的运营效率和成本管理的能力，围绕人员效率、生产效率、库存周转效率等方面，制定针对性地提升目标和实施计划，确保公司运营效率持续提升，以此提升公司整体的盈利能力。2020-2022 年公司实现稳定盈利，降本增效成果显著。2019-2023 年，销售费用率从 13.8% 逐步降低至 8.4%，财务费用率则是从 1% 降低至 -1%，虽然为适应企业发展和管理需求，管理相关职工薪酬的增加使得管理费用增加，但管理费用率整体上也从 6.6% 波动降低至 3.5%。

持续投入研发支出,创新成果丰富。2019-2023 年研发费用从 5960.7 万元增长至 9602.7 万元, 研发费用率始终保持在行业较高水平, 2023 年达 12.7%, 同比增加 19.5%。近年来, 公司围绕无源芯片、有源芯片等方面持续进行研发和技术创新, 成果丰富。2023 年内, 在无源芯片及器件方面实现了大批量销售数据中心用 O 波段、4 通道 CWDM AWG 和 LAN WDM AWG 复用器及解复用器组件并在国内外数据中心 100G/200G/400G 光模块中广泛应用、成功开发数据中心 400G/800G 光模块用 AWG 芯片及组件等成果; 在有源芯片及器件方面, 也有开发并批量销售应用于 XGS PON 的抗反射 10G 1270nm DFB 芯片等成果。截止至 2023 年末, 累计获得各类知识产权 266 项, 其中发明专利 44 项, 实用新型专利 183 项, 外观设计专利 11 项, 软件著作权 18 项, 商标 10 项。

图 10: 三项费用率波动下降


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 2023 年研发费同比增长 19.5%


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: 23 年光芯片及器件产品收入下滑, 主要系宏观环境影响, 下游客户需求下降以及部分产品价格下降, 24Q1 已见边际复苏, 海外客户有所进展。受益于 AIGC 发展, 我们预计光芯片及器件产品未来需求高增, 且高速率产品占比提升, 预计 24-26 年收入增速为 30%、30%、30%, 毛利率稳步提升, 分别为 22%、23%、24%。

假设 2: 线缆材料板块, 随着新能源汽车产业的发展, 将为汽车线缆材料带来更多增量空间, 23 年公司汽车线缆材料占比稳步提升, 预计线缆材料产品 24-26 年收入增速为 30%、30%、30%, 毛利率稳步提升, 分别为 19%、19.5%、20%。

假设 3: 室内光缆板块, 在 AI 算力领域, 公司开发出 96-384 芯的大芯数布线光缆, 并获得了 OFNP 安全等级认证; 在 FTTR 应用场景, 公司开发出 4 芯全非金属可直埋光缆和新型多芯中心管式架空光缆, 部分产品已形成小批量销售, 预计室内光缆产品 24-26 年收入增速为 20%、20%、20%, 毛利率稳步提升, 分别为 15%、16%、17%。

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
光芯片及器件板块	收入	360.63	468.82	609.46	792.30
	增速	-17.96%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	21.37%	22.00%	23.00%	24.00%
线缆材料板块	收入	184.88	240.34	312.45	406.18
	增速	-17.39%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	18.28%	19.00%	19.50%	20.00%
室内光缆板块	收入	191.68	230.02	276.02	331.22
	增速	-12.72%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	14.21%	15.00%	16.00%	17.00%
其他业务	收入	17.40	17.40	17.40	17.40
	增速	-14.20%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	14.77%	14.77%	14.77%	14.77%
合计	收入	754.6	956.6	1215.3	1547.1
	增速	-16.46%	26.77%	27.05%	27.30%
	毛利率	18.6%	19.4%	20.4%	21.3%

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取光芯片&光器件行业中的三家主流公司。22年可比公司平均PE为67.44倍，23年为368.1倍。AIGC催化叠加下游市场复苏，公司经营持续向好，预计公司未来三年归母净利润增速分别为185.49%、91.74%、37.11%。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
688498.SH	源杰科技	125.01	1.67	0.23	1.03	1.6	74.77	543.52	121.37	78.13
688048.SH	长光华芯	38.12	0.88	-0.49	0.66	1.16	43.34	-77.80	57.76	32.86
600703.SH	三安光电	11.56	0.14	0.06	0.26	0.38	84.20	192.67	44.46	30.42
平均值							67.44	368.1	74.53	47.14

数据来源：剔除PE值为负的影响，Wind, 西南证券整理

4 风险提示

宏观经济及行业波动风险、市场竞争加剧风险、关键技术人才流失风险等。

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	754.59	956.59	1215.34	1547.12	净利润	-47.55	40.65	77.94	106.86
营业成本	613.93	770.71	967.50	1216.85	折旧与摊销	66.15	63.55	63.55	63.55
营业税金及附加	7.18	7.71	10.38	13.47	财务费用	-7.59	-2.75	-3.65	-4.54
销售费用	26.73	23.91	24.31	30.94	资产减值损失	-25.14	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	489.44	168.07	201.38	256.36	经营营运资本变动	56.43	-12.24	-91.13	-117.96
财务费用	-7.59	-2.75	-3.65	-4.54	其他	36.62	40.80	17.97	29.20
资产减值损失	-25.14	-30.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	78.92	100.00	34.67	47.11
投资收益	4.00	4.00	8.00	10.00	资本支出	24.27	24.00	24.00	24.00
公允价值变动损益	-0.52	-0.52	-0.52	-0.52	其他	30.12	3.48	7.48	9.48
其他经营损益	0.00	21.00	30.00	40.00	投资活动现金流净额	54.39	27.48	31.48	33.48
营业利润	-49.97	43.41	82.90	113.52	短期借款	2.48	-2.48	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-50.35	43.04	82.53	113.15	股权融资	4.70	0.00	0.00	0.00
所得税	-2.80	2.39	4.59	6.29	支付股利	-22.69	9.51	-8.13	-15.59
净利润	-47.55	40.65	77.94	106.86	其他	-20.29	-1.81	3.65	4.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-35.81	5.22	-4.48	-11.04
归属母公司股东净利润	-47.55	40.65	77.94	106.86	现金流量净额	100.72	132.71	61.68	69.54
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	270.06	402.77	464.44	533.98	成长能力				
应收和预付款项	326.09	387.71	493.90	634.48	销售收入增长率	-16.46%	26.77%	27.05%	27.30%
存货	147.48	174.28	230.42	287.70	营业利润增长率	-178.31%	186.88%	90.95%	36.94%
其他流动资产	194.66	163.48	163.90	164.43	净利润增长率	-173.95%	185.49%	91.74%	37.11%
长期股权投资	0.92	0.92	0.92	0.92	EBITDA 增长率	-92.33%	1113.56%	37.03%	20.82%
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	445.61	361.24	276.87	192.50	毛利率	18.64%	19.43%	20.39%	21.35%
无形资产和开发支出	39.36	36.60	33.84	31.08	三费率	11.10%	19.78%	18.27%	18.28%
其他非流动资产	53.00	52.58	52.16	51.74	净利率	-6.30%	4.25%	6.41%	6.91%
资产总计	1477.18	1579.57	1716.45	1896.83	ROE	-4.19%	3.43%	6.21%	7.94%
短期借款	2.48	0.00	0.00	0.00	ROA	-3.22%	2.57%	4.54%	5.63%
应付和预收款项	161.97	210.07	260.21	327.88	ROIC	-6.98%	5.48%	10.95%	14.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	1.14%	10.89%	11.75%	11.15%
其他负债	177.99	184.60	201.52	222.97	营运能力				
负债合计	342.44	394.67	461.74	550.85	总资产周转率	0.49	0.63	0.74	0.86
股本	458.80	458.80	458.80	458.80	固定资产周转率	1.64	2.31	3.44	5.28
资本公积	664.96	664.96	664.96	664.96	应收账款周转率	3.11	3.51	3.64	3.62
留存收益	65.34	115.50	185.31	276.58	存货周转率	3.32	4.63	4.63	4.64
归属母公司股东权益	1134.74	1184.90	1254.71	1345.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	76.11%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1134.74	1184.90	1254.71	1345.98	资产负债率	23.18%	24.99%	26.90%	29.04%
负债和股东权益合计	1477.18	1579.57	1716.45	1896.83	带息债务/总负债	0.72%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.19	4.08	3.94	3.75
					速动比率	3.53	3.45	3.27	3.08
					股利支付率	-47.72%	-23.39%	10.43%	14.59%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	8.59	104.21	142.80	172.53	每股收益	-0.10	0.09	0.17	0.23
PE	-94.28	110.28	57.51	41.95	每股净资产	2.47	2.58	2.73	2.93
PB	3.95	3.78	3.57	3.33	每股经营现金	0.17	0.22	0.08	0.10
PS	5.94	4.69	3.69	2.90	每股股利	0.05	-0.02	0.02	0.03
EV/EBITDA	466.83	37.13	26.66	21.66					
股息率	0.51%	—	0.18%	0.35%					

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	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
