

## 业绩符合预期，海外市场大有可为

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年度报告，2023 年实现营收 26.8 亿元，同比增长 19.8%；归母净利润 4.5 亿元，同比增长 24.3%；扣非归母净利润 3.7 亿元，同比增长 31.1%。其中，Q4 单季度实现营收 8.5 亿元，同比增长 8.4%，环比增长 38.2%；归母净利润 1.7 亿元，同比增长 18.4%，环比增长 55.6%；扣非归母净利润 1.2 亿元，同比下降 3.1%，环比增长 25.3%。
- **营收稳定增长，海外市场大有可为。**从全年来看，公司营收 26.8 亿元，同比 19.8%，主要系公司积极拓展行业应用、打造公司品牌影响力、大力开拓海外市场；归母净利润为 4.5 亿元，同比 24.3%，主要系营收增长及公司降本控费综合影响。分地区来看，国内市场营销 19.6 亿元，同比增长 12%；海外市场营收 7.2 亿元，同比增长 47.5%。公司已在海外建立了强大的经销商网络，可以向海外市场推广高精度定位导航智能装备和系统应用及解决方案，海外市场仍有广阔空间。分板块来看，资源与公共事业实现收入 11.3 亿元，同比+41.3%，农机自动驾驶业务快速增长；建筑与基建实现收入 9.7 亿元，同比+5.3%，高精度接收机智能装备在国际市场保持快速增长；地理空间信息业务实现收入 4.3 亿元，同比+0.7%；机器人与无人驾驶业务实现收入 1.6 亿元，同比+61.6%。
- **盈利水平有所提升，降本控费成果初现。**2023 年公司综合毛利率为 57.8%，同比增加 1.1%；主要系公司积极采取采购、研发等综合降本策略、优化产品设计并自研核心元器件。降本控费有一定成果，2023 年公司销售/管理费用率分别为 19.7%/7.4%，分别同比下降 1.2/10.8pp。
- **坚持创新驱动发展，持续投入研发。**公司始终以高精度定位技术为核心，经过多年的研发投入和探索，已经形成有技术壁垒的核心算法能力。公司坚持创新驱动发展，重视技术研发，重点布局了 GNSS 芯片、OEM 板卡、天线等核心基础部件，进一步提升了高精度 GNSS 算法、组合导航、SWAS 广域增强、精密定轨等核心技术优势，强化技术实力、夯实技术壁垒。同时也注重研发体系规划和建设，在优势知识密集区域吸引人才团队，已在国内建立上海、武汉、南京及北京四个研发基地，海外有英国研发基地，充分发挥地区的院校人才优势，逐步强化公司在高精度定位导航领域的核心竞争力。2023 年公司研发投入 14.6 亿元，同比增长 14.7%，研发费用率达 17.3%，处于行业较高水平。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.04 元、1.39 元、1.88 元，对应动态 PE 分别为 26 倍、19 倍、14 倍，未来三年归母净利润复合增速为 31.7%。我们给予公司 2024 年 35 倍 PE，对应目标价 36.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游市场需求不及预期、自动驾驶发展不及预期、行业竞争加剧、海外市场开拓不及预期等风险。

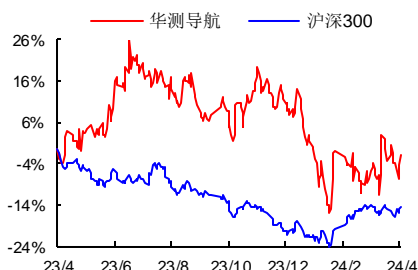
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2678.34	3358.56	4296.15	5601.31
增长率	19.77%	25.40%	27.92%	30.38%
归属母公司净利润（百万元）	449.14	567.65	755.56	1025.88
增长率	24.38%	26.39%	33.10%	35.78%
每股收益 EPS（元）	0.82	1.04	1.39	1.88
净资产收益率 ROE	14.58%	16.38%	18.93%	21.79%
PE	32	26	19	14
PB	4.85	4.30	3.72	3.14

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)	5.45
流通 A 股(亿股)	4.47
52 周内股价区间(元)	22.96-34.29
总市值(亿元)	145.73
总资产(亿元)	44.12
每股净资产(元)	5.52

### 相关研究

## 目 录

1 一个核心、两个平台、三大应用.....	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：华测导航历史沿革.....	1
图 2：公司股权结构及子公司.....	2
图 3：业务结构清晰.....	2
图 4：2023 公司营收 26.8 亿元.....	5
图 5：2023 年公司归母净利润同比增长 24.3%.....	5
图 6：系统解决方案占比逐年增长.....	6
图 7：2023 年系统应用及解决方案毛利率为 60.6%.....	6
图 8：海外市场占比逐渐增加.....	6
图 9：外销毛利率呈增长态势.....	6
图 10：2023 年销售费用率和财务费用率均下降.....	7
图 11：研发费用投入持续增长.....	7

## 表 目 录

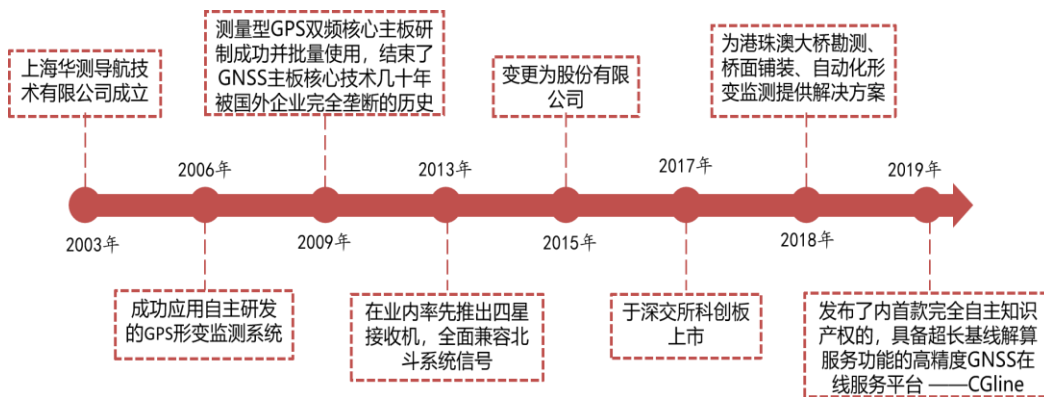
表 1：公司主要产品.....	3
表 2：公司管理层成员情况.....	4
表 3：分业务收入及毛利率.....	8
表 4：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

## 1 一个核心、两个平台、三大应用

上海华测导航技术股份有限公司成立于 2003 年，于 2017 年 3 月深交所上市。公司是高精度卫星导航定位产业的领先企业，是国内少数能够为客户提供丰富的高精度卫星导航定位应用解决方案的企业之一。公司专注于高精度导航定位技术的研发、制造及产业化推广，不断拓展多行业应用，为各行业客户提供高精度定位装备和系统应用及解决方案，是中国高精度时空信息产业的企业引领者。公司的主要产品及解决方案已广泛应用于建筑与基建、地理空间信息、资源与公共事业、机器人与无人驾驶等板块，深入自然资源、建筑施工、交通、水利、电力、农业、教育、环保等行业，并进入智慧城市、自动驾驶、人工智能等新兴领域。

**专注高精度导航定位技术。**公司前身为上海华测导航技术有限公司，2015 年变更为股份有限公司。自成立以来，公司始终聚焦于高精度导航定位应用相关的核心技术及其产品的开发、制造、集成和产业化，积极研发，2006 年成功应用自主研发的 GPS 形变监测系统，2009 年测量型 GPS 双频核心主板研制成功并批量使用，结束了 GNSS 主板核心技术几十年被国外企业完全垄断的历史，2013 年在业内率先推出四星接收机，全面兼容北斗系统信号。2017 年深交所上市后，公司进一步加强研发投入与开拓业务范围，2018 年为港珠澳大桥勘测、桥面铺装、自动化形变监测提供解决方案，2019 年更是发布了国内首款完全自主知识产权的，具备超长基线解算服务功能的高精度 GNSS 在线服务平台——CGline。经过多年积累，公司围绕“一个核心、两个平台、三大应用”实施布局，专注高精度导航定位核心技术，持续打造高精度定位芯片技术平台和全球星地一体增强网络服务平台，应用方向包括导航定位授时、地理空间信息、封闭和半封闭场景的自动驾驶等。

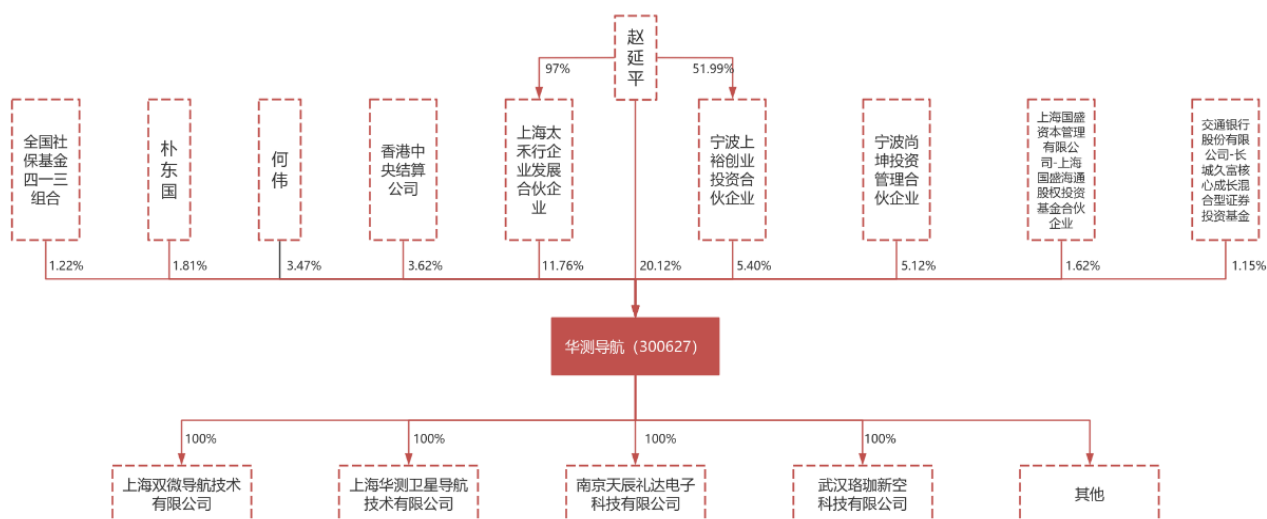
图 1：华测导航历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

**股权结构清晰，赵延平为公司控股股东及实际控制人。**赵延平为公司第一大股东占股 20.12%，同时还分别控股公司第二大股东上海太禾行企业发展合伙企业总股本的 97%及第三大股东宁波上裕创业投资合伙企业总股本的 51.99%，为公司的实际控制人。公司第四大股东宁波尚坤投资管理合伙企业仅占股 5.12%。整体股权结构清晰。

图 2：公司股权结构及子公司



数据来源：wind，西南证券整理

**业务结构清晰。**公司长期专注于高精度卫星导航定位产业，始终以高精度定位技术为核心，主要产品或服务以高精度定位导航智能装备和系统应用及解决方案为主，逐步构建软件 and 平台服务能力。产品应用领域目前所涉及的建筑与基建、地理空间信息、资源与公共事业、机器人与自动驾驶四大板块均为千亿、万亿元体量的全球市场，市场前景可观。

图 3：业务结构清晰



数据来源：公司年报，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
高精度定位装备			
高精度 GNSS 接收机	X10 GNSS 接收机		兼容北斗、GPS、GLONASS 和 Galileo 四大系统卫星信号，采用差分定位技术，可提供亚米级至毫米级的定位服务，已广泛应用于大地测量、工程测量等测量、测绘活动中
	X91 GNSS 接收机		
GIS 数据采集器	LT500GIS 数据采集器		属于空间位置信息数据采集器之一，主要应用于地理信息系统建设、调查、监管、执法、巡检、移动办公等场景，
	LT40GIS 数据采集器		
系统应用及解决方案			
位移监测系统	地质灾害监测预警系统		以高精度卫星导航定位技术为基础，可以支持高精度长基线解算、自动加载精密星历、GNSS 多频率自动组合等功能，并融合了多传感器、多平台技术，具有很强的兼容性和可扩展性，主要应用于地质灾害多发区（如滑坡区、沉降区、露天矿、尾矿）、特殊建筑物（如大坝、高层建筑、桥梁等）形变安全监测及预警等方面。
	桥梁健康监测系统		
	自动化检测预警系统		

数据来源：公司公告，西南证券整理

**管理层学术积累深厚，研发优势显著。**公司董事长赵延平为浙江大学光电与科学仪器系激光专业毕业,北京大学光华管理学院 EMBA 硕士学位，现还担任中国工程教育专业认证协会认证专家、中国地理信息产业协会副会长等社会职务，且有丰富的基层实业经验。多名管理层成员同样有专业学术背景，为领域内资深人士，有力保证研发领域的领先优势。



**表 2：公司管理层成员情况**

姓名	职位	主要经历
赵延平	董事长,法定代表人,非独立董事（硕士）	浙江大学光电与科学仪器系激光专业毕业,北京大学光华管理学院 EMBA 硕士学位。1991 年 9 月至 1993 年 2 月任北京光学仪器厂技术员;1993 年 2 月至 1994 年 6 月任北京东方科学仪器进出口公司业务经理;1994 年 6 月至 1996 年 12 月任北京麦格通讯设备技术有限公司副总经理;1997 年 3 月至 1998 年 10 月,前往美国工作和学习;1998 年 12 月至 2007 年 12 月任北京天拓基业科技发展有限公司总经理;2003 年 9 月创建上海华测导航技术有限公司,历任监事、执行董事;2015 年 1 月至今任华测导航董事长。目前还担任中国工程教育专业认证协会认证专家、中国地理信息产业协会副会长、上海市测绘学会副理事长、上海卫星导航定位产业技术创新战略联盟副理事长、中国卫星导航定位协会理事、中国测绘地理信息学会理事等社会职务
朴东国	总经理,非独立董事（学士）	毕业于浙江大学光电与科学仪器系光学仪器专业,本科学历。1991 年 8 月至 1992 年 7 月任杭州电视机厂技术员,1992 年 7 月至 1993 年 1 月任韩国大宇欧利安电气有限公司技术员,1993 年 4 月至 1999 年 4 月任西湖电子集团韩国分公司贸易代表,1999 年 5 月至 2013 年 8 月任职于数源科技股份有限公司,历任上海营销中心负责人、副总经理、董事,2006 年 9 月至 2012 年 4 月任浙江数源贸易有限公司董事长、总经理,2003 年 9 月至 2013 年 9 月任西湖电子集团有限公司副董事长、副总经理,2012 年 4 月至 2013 年 9 月任数源移动通信设备有限公司董事长。2013 年 8 月加入上海华测导航技术有限公司(以下简称“华测有限”),担任总经理。2015 年 1 月至 2017 年 8 月任华测导航董事会秘书,2015 年 1 月至今任华测导航董事、总经理。
王向忠	副总经理,非独立董事	毕业于华北矿业高等专科学校地籍测量与土地管理专业,大专学历。2001 年 7 月至 2002 年 9 月任北京中翰仪器有限公司销售工程师;2002 年 9 月至 2004 年 7 月任北京天拓基业科技发展有限公司销售机构经理;2004 年 7 月至 2007 年 5 月任北京华测伟业科技有限公司副总经理。2007 年 5 月加入华测有限,历任销售总监、副总经理。2015 年 1 月至今任华测导航董事、副总经理。
杨云	副总经理（学士）	本科学历。2008 年 11 月加入华测有限,历任人力行政部总监,制造部副总监等职务。2017 年 8 月至 2021 年 10 月任华测导航董事会秘书,2017 年 8 月至今任华测导航副总经理。
袁本银	副总经理,非独立董事（硕士）	毕业于东南大学大地测量学与测量工程专业,硕士学位。2010 年至 2013 年就职于广州中海达卫星导航技术股份有限公司;2013 年入职华测导航,历任研发工程师、软件部经理、产品总监、研发总监;2020 年 12 月至今任公司董事、副总经理。长期负责卫星导航软硬件开发与研发管理工作,致力于北斗高精度核心技术研发与产业化应用,研究方向包括北斗地基增强系统、北斗性能提升与广域分米级增强技术及应用、北斗/GNSS 精准空间信息服务集成系统关键技术及产业应用等。2019 年获国家科学技术进步二等奖,2017 年获得上海市科学技术二等奖,2020 年获评上海市青浦区领军人才。目前已发表高水平论文 10 余篇,发明专利 10 余项。
孙梦婷	副总经理,董事会秘书（双硕士）	获得德国慕尼黑工业大学与武汉大学双硕士学位,研究生学历。2016 年 7 月加入华测导航,就职于总经办。2017 年 2 月至 2018 年 8 月任华测导航证券事务代表;2018 年 8 月至 2019 年 5 月任恺英网络资深投资者关系;2019 年 11 月至 2021 年 10 月任华测导航投资总监;2021 年 10 月至今任华测导航副总经理及董事会秘书。
姜春生	副总经理（学士）	毕业于北京林业大学资源环境与城乡规划管理专业,本科学历,2006 年 9 月至 2008 年 12 月任北京浩宇天地科技有限公司市场经理;2009 年 1 月入职华测有限,历任办事处经理,事业部副总监、总经理,产品线总经理;2021 年 2 月至今,任公司营销中心主任。
高占武	财务总监（学士）	中南民族大学会计学本科毕业,初级会计师。2009 年 7 月至 2010 年 7 月,担任上海奔腾企业集团有限公司会计,2010 年 8 月至 2014 年 4 月,担任上海奔腾电器销售有限公司财务副经理;2014 年 4 月加入华测导航,历任公司会计、财务经理。2016 年 10 月至今任华测导航财务总监。

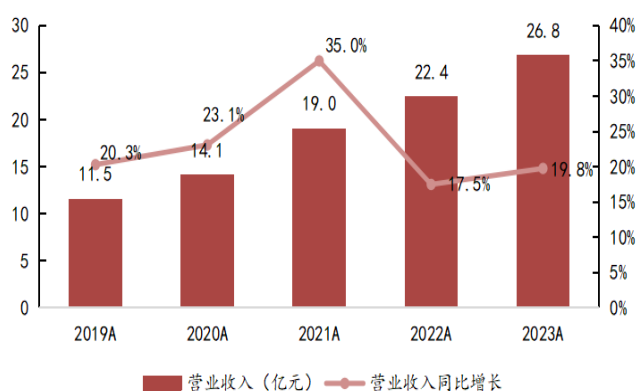
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 财务分析

公司营收呈稳定增长态势，2023 年增速达 19.8%。自 2019 年起，公司拓展地理空间产业市场，打造公司品牌影响力，借力资本市场实现外延增长的同时，积极应对宏观环境的不确定性及时调整经营策略、市场拓展策略，公大力开拓海外市场，实现营业收入的有效增长。2019-2023 年，公司营收持续增长，自 11.5 亿元增长至 26.8 亿元，2023 年同比增长 19.8%。

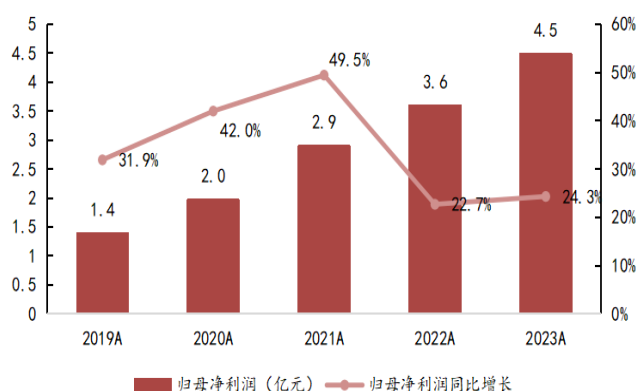
公司净利润不断增长，盈利水平显著提升。公司通过坚定不移地专注高精度定位领域业务布局、坚定不移地持续提升自身经营能力实现了良好的业绩增长，同时积极实施降本、控费、提质、增效，不断优化组织，综合影响下公司的盈利能力不断提高。2019-2023 年公司的归母净利润从 1.4 亿元稳步增长至 4.5 亿元，2023 年同比增长 24.3%。

图 4：2023 公司营收 26.8 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

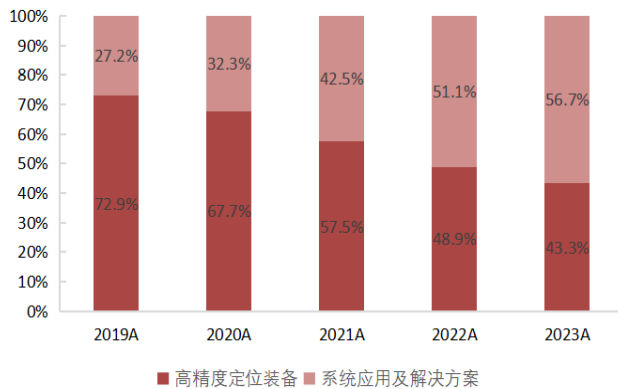
图 5：2023 年公司归母净利润同比增长 24.3%



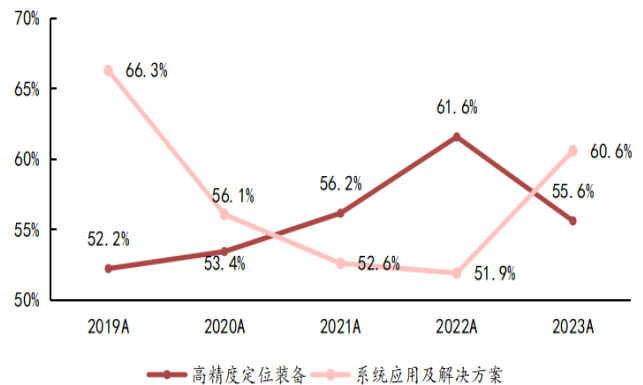
数据来源：公司公告，西南证券整理

系统应用及解决方案占比反超，毛利率水平显著提升。公司在专注高精度导航定位技术的同时，不断拓展多行业领域，持续探索和深耕高精度定位技术所应用的有持续增长潜力的朝阳行业，逐渐构建软件与平台服务功能。随着高精度定位技术不断成熟以及与通信、云计算、物联网等技术的融合落地，越来越多的行业应用需要高精度定位导航及其相关技术、解决方案来替代传统作业。公司营收中系统及解决方案的营收占比也在逐年增加，2019-2023 年占比从 27.2% 提升至 56.7%，已然反超高精度定位装置。同时，公司积极采取采购、研发等综合降本策略，优化产品设计，自研核心元器件，显著提升毛利率水平。2023 年高精度定位装置的毛利率水平为 55.6%，同比下降 1.0%，当整体盈利水平仍较高。



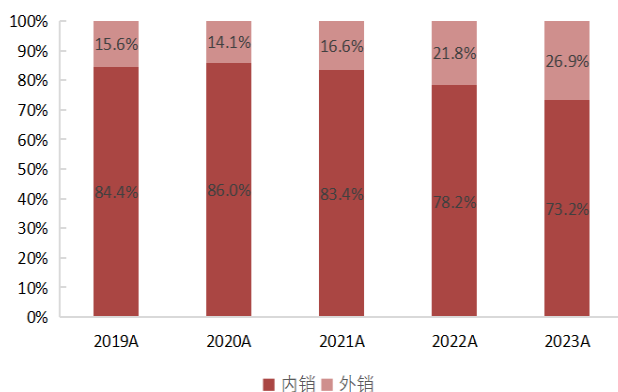
**图 6：系统解决方案占比逐年增长**


数据来源：公司公告，西南证券整理

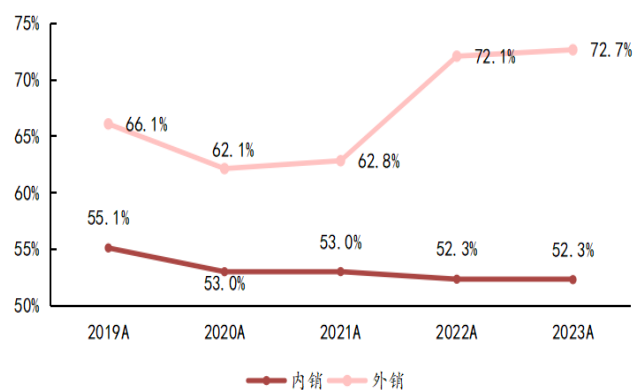
**图 7：2023 年系统应用及解决方案毛利率为 60.6%**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**拓展全球市场，外销占比逐渐增加。**公司产品主要面向国内市场，建立了直销与经销并重的国内营销体系，内销营收占比超七成，毛利率水平也稳定在较高水平。同时，对于巨大的海外市场，公司近年来积极实施全球市场拓展战略，积极寻求海外业务的发展机会，成果颇丰。公司海外业务持续快速增长，已经在海外建立了强大的经销商网络，可以向海外市场推广高精度定位导航智能装备和系统应用及解决方案，2023 年外销营收占比也增长至 26.9%，同比增长 47.5%，毛利率水平也有显著提升，2023 年达 72.7%。

**图 8：海外市场占比逐渐增加**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：外销毛利率呈增长态势**


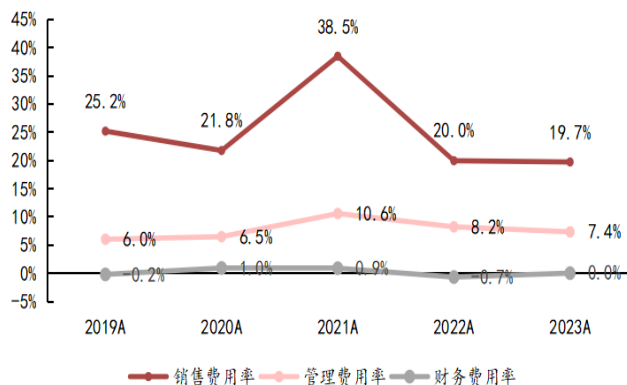
数据来源：公司公告，西南证券整理

**降本控费取得一定成果。**为应对宏观环境不确定性，公司积极降本、控费、提质、增效，已取得一定成果。为维护、发展国内营销体系及海外经销商网络，公司的销售费用率水平相对较高。2023 年公司进一步细化经营管理，有效控制费用支出，销售费用率为 19.7%，同比变动-0.23pp。同时公司管理体系也日渐成熟，股权激励摊销降低，管理费用率为 7.4%，同比变动-0.89pp。

**坚持走创新驱动发展道路，高度重视科研。**公司始终以高精度定位技术为核心，持续研发投入以提升高精度 RTK、PPP、组合导航、多源融合定位等核心算法能力，逐步打造和完善高精度定位芯片技术平台、全球星地一体增强网络服务平台，提高公司的技术壁垒，产品以高精度定位导航智能装备和系统应用及解决方案为主，逐步构建软件和平台服务能力。2023 年公司投入研发费用达 4.6 亿元，研发费用率达 17.3%，同比增长 14.7%，处于行业

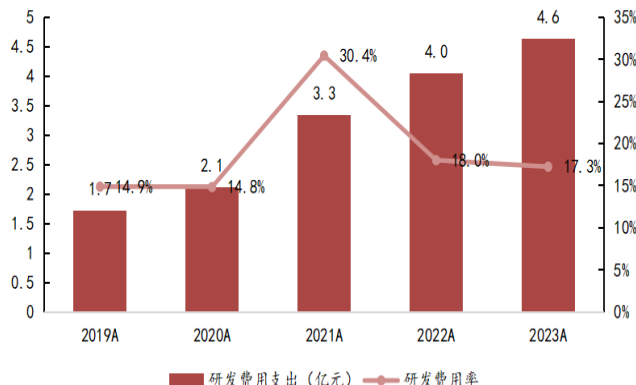
较高水平。截止到 2023 年末，公司已申请 900 余项知识产权，其中专利 700 余项，发明专利 400 余项，拥有已授权自主知识产权 700 余项，其中专利 400 余项，发明专利百余项，知识产权处于行业前列，形成了一定的领先优势，为公司的长远发展奠定了坚实的技术基础。

图 10：2023 年销售费用率和财务费用率均下降



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：研发费用投入持续增长



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：建筑与基建板块，考虑到市场较为成熟，假设 24-26 板块收入增速稳定在 5%，公司 GNSS 等导航产品较为领先，毛利率分别为 65.57%、66.57%、67.57%。

假设 2：地理空间信息板块，公司为测绘测量工作客户提供高效方案。在实景三维相关规划及无人机、无人船市场发展驱动下，业绩有望实现较快增长，预计 24-26 年营收同比增速为 20%、20%、20%，随着产品自研成本有望降低，毛利率有望提升为 48.5%、49.5%、50.5%。

假设 3：资源与公共事业板块，随着农机自动驾驶产品的快速推广以及普适型地质灾害监测方案的持续推进，假设 24-26 年板块收入增长 40%、40%、40%，对应毛利率稳步提升，分别为 65.57%、66.57%、67.57%。

假设 4：机器人与无人驾驶板块，受益于自动驾驶带来的高精度导航定位设备市场空间广阔以及公司定点有序推进，假设销量 24-26 年同比增长 60%、60%、60%，毛利率逐步提升为 48.55%、49.55%、50.55%。

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
建筑与基建	收入	965.90	1014.20	1064.90	1118.15
	增速	5.29%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	64.57%	65.57%	66.57%	67.57%
地理空间信息	收入	425.09	510.11	612.13	734.56
	增速	0.73%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	47.50%	48.50%	49.50%	50.50%
资源与公共事业	收入	1127.50	1578.50	2209.90	3093.86
	增速	41.29%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	64.57%	65.57%	66.57%	67.57%
机器人与无人驾驶	收入	159.85	255.76	409.22	654.75
	增速	61.64%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	47.55%	48.55%	49.55%	50.55%
合计	收入	2678.3	3358.6	4296.2	5601.3
	增速	19.77%	25.40%	27.92%	30.38%
	毛利率	60.84%	61.68%	62.52%	63.34%

数据来源：Wind，西南证券

## 3.2 相对估值

我们选取高精度导航行业中的三家主流公司，2022 年三家公司平均 PE 为 57.63 倍，2023 年平均 PE 为 109.83 倍。考虑到公司在高精度导航中的龙头地位，叠加下游应用领域多点开花，在灾害监测、农机驾驶、无人机、无人船等领域收获颇丰，在乘用车自动驾驶领域即将迎来业绩爆发期，增长动力强劲。我们给予公司 2024 年 35 倍 PE，对应目标价 36.4 元，首次覆盖给予“买入”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
002151	北斗星通	28.11	0.28	0.3	0.76	1.08	99.16	106.61	36.91	25.99
300101	振芯科技	14.55	0.54	0.13	0.59	0.78	45.72	177.52	24.76	18.72
002465	海格通信	10.88	0.29	0.28	0.35	0.45	28	45.36	30.71	24.09
平均值							57.63	109.83	30.79	22.93

数据来源：Wind，西南证券整理

## 4 风险提示

下游市场需求不及预期、自动驾驶发展不及预期、行业竞争加剧、海外市场开拓不及预期等风险。

**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	2678.34	3358.56	4296.15	5601.31	净利润	443.70	560.77	746.40	1013.45
营业成本	1131.11	1286.96	1610.34	2053.33	折旧与摊销	104.04	171.19	171.19	171.19
营业税金及附加	14.97	22.35	28.47	35.23	财务费用	-1.13	4.34	2.55	-0.08
销售费用	528.83	663.14	848.26	1105.96	资产减值损失	-13.98	-8.00	-9.00	-10.00
管理费用	489.44	839.64	1074.04	1400.33	经营营运资本变动	-266.43	-416.89	-332.34	-508.72
财务费用	-1.13	4.34	2.55	-0.08	其他	179.14	6.64	12.77	32.01
资产减值损失	-13.98	-8.00	-9.00	-10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>445.35</b>	<b>318.06</b>	<b>591.58</b>	<b>697.85</b>
投资收益	17.36	17.00	17.00	17.00	资本支出	-35.07	-35.00	-35.00	-35.00
公允价值变动损益	9.46	9.46	9.46	9.46	其他	-193.13	13.29	49.61	22.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-228.20</b>	<b>-21.71</b>	<b>14.61</b>	<b>-12.43</b>
<b>营业利润</b>	<b>455.91</b>	<b>576.60</b>	<b>767.95</b>	<b>1043.00</b>	短期借款	1.72	-0.82	0.00	0.00
其他非经营损益	1.17	1.08	0.95	1.00	长期借款	-19.21	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>457.08</b>	<b>577.68</b>	<b>768.91</b>	<b>1044.01</b>	股权融资	157.31	0.00	0.00	0.00
所得税	13.38	16.91	22.50	30.56	支付股利	-145.36	-180.79	-228.49	-304.13
净利润	443.70	560.77	746.40	1013.45	其他	-57.32	-9.88	-2.55	0.08
少数股东损益	-5.44	-6.88	-9.15	-12.43	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-62.85</b>	<b>-191.49</b>	<b>-231.05</b>	<b>-304.05</b>
归属母公司股东净利润	449.14	567.65	755.56	1025.88	<b>现金流量净额</b>	<b>157.44</b>	<b>104.86</b>	<b>375.14</b>	<b>381.37</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	1232.72	1337.58	1712.72	2094.09	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	945.98	1258.68	1568.43	2060.86	销售收入增长率	19.77%	25.40%	27.92%	30.38%
存货	486.03	552.99	691.95	882.30	营业利润增长率	30.56%	26.47%	33.19%	35.82%
其他流动资产	706.15	705.60	796.06	922.90	净利润增长率	23.11%	26.39%	33.10%	35.78%
长期股权投资	65.92	65.92	65.92	65.92	EBITDA 增长率	36.00%	34.59%	25.20%	28.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	597.32	490.06	382.79	275.53	毛利率	57.77%	61.68%	62.52%	63.34%
无形资产和开发支出	197.47	168.79	140.11	111.44	三费率	27.06%	44.87%	44.80%	44.74%
其他非流动资产	180.46	180.21	179.96	179.71	净利率	16.57%	16.70%	17.37%	18.09%
<b>资产总计</b>	<b>4412.05</b>	<b>4759.83</b>	<b>5537.94</b>	<b>6592.74</b>	ROE	14.58%	16.38%	18.93%	21.79%
短期借款	116.82	116.00	116.00	116.00	ROA	10.06%	11.78%	13.48%	15.37%
应付和预收款项	652.07	778.94	977.89	1239.47	ROIC	27.87%	29.99%	34.43%	40.02%
长期借款	119.00	119.00	119.00	119.00	EBITDA/销售收入	20.86%	22.39%	21.92%	21.68%
其他负债	480.56	321.84	383.09	466.99	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1368.45</b>	<b>1335.77</b>	<b>1595.97</b>	<b>1941.46</b>	总资产周转率	0.64	0.73	0.83	0.92
股本	543.72	544.98	544.98	544.98	固定资产周转率	4.40	6.38	11.19	23.18
资本公积	1158.16	1156.90	1156.90	1156.90	应收账款周转率	3.15	3.27	3.27	3.32
留存收益	1318.94	1705.79	2232.85	2954.60	存货周转率	2.46	2.48	2.59	2.61
归属母公司股东权益	3003.92	3391.25	3918.31	4640.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.03%	—	—	—
少数股东权益	39.69	32.81	23.65	11.22	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3043.60</b>	<b>3424.05</b>	<b>3941.96</b>	<b>4651.28</b>	资产负债率	31.02%	28.06%	28.82%	29.45%
负债和股东权益合计	4412.05	4759.83	5537.94	6592.74	带息债务/总负债	17.23%	17.59%	14.72%	12.10%
					流动比率	2.88	3.39	3.41	3.42
					速动比率	2.46	2.90	2.91	2.91
					股利支付率	32.36%	31.85%	30.24%	29.65%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	558.82	752.13	941.70	1214.12	每股收益	0.82	1.04	1.39	1.88
PE	32.45	25.67	19.29	14.21	每股净资产	5.51	6.22	7.19	8.51
PB	4.85	4.30	3.72	3.14	每股经营现金	0.82	0.58	1.09	1.28
PS	5.44	4.34	3.39	2.60	每股股利	0.27	0.33	0.42	0.56
EV/EBITDA	23.32	17.18	13.35	10.04					
股息率	1.00%	1.24%	1.57%	2.09%					

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
	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
广深	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
	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