

超算云业务强劲, 亏损同比收窄

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报, 实现收入5.0亿元, 同比+58.5%, 归母净利润-8050.0万元, 同比+29.5%, 扣非归母净利润-8684.1万元, 同比+24.9%。公司主营业务收入较去年有较大增长, 主要由于超算云服务的快速增长贡献。
- **营收增长迅速, 亏损逐步收窄。** 2023年, 公司实现收入5.0亿元, 同比+58.5%, 主要系公司行业云与AI云收入增长拉动, 其中包括智谱华章、深势科技、智源研究院、中科闻歌等在内的AIGC客户带来了大额的收入增长。2023年公司归母净利润为-8050.0万元, 同比+29.5%, 相比2022年的-11448.7万元, 亏损明显收窄。
- **产品销售结构变化, 行业云、AI云占比快速提升。** 2020-2023年行业云CAGR达138.3%, AI云CAGR达253.1%。通用超算云占超算云服务收入的占比从2020年的87.5%下降至2023年的41.2%。2023年通用超算云/行业云/AI云分别占超算云业务收入的41.2%/31.9%/26.9%, 相较2022年分别-19.4pp/+4.0pp/+15.4pp。
- **盈利能力短期承压, 费用率持续摊薄。** 2020年-2023年, 公司毛利率从43.0%降至25.6%, 主要原因是随着2021年和2022年公司超算设备固定资产持续增加, 折旧成本上升, 自有算力资源利用率有所下降, 毛利率也相应下滑。总体来看, 2023年公司期间费用率降低至42.6%, 较2022年下降21.2pp, 期间费用率持续下降主要为公司收入保持高速增长, 规模效应显现所致。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润分别为-35.7/38.4/111.9百万元, 对应PS分别为3/2/2倍。公司作为北交所稀缺算力标的, 是国内超算云领域龙头, 在行业内具有经验、技术以及先发优势。随着中国超算云市场渗透率不断提高, 公司扩大市场份额, 在不同下游领域内新客户快速增长, 老客户稳定复购, 资源利用率维持在合理水平, 公司业绩将呈现高增长趋势。综合考虑上述原因, 我们给予公司2024年4倍PS估值, 对应股价49.43元, 给予“持有”投资评级, 建议关注。
- **风险提示:** 尚未盈利及持续亏损风险、固定资产不断增加导致成本上升风险、毛利率波动风险、系统故障风险、流动性风险、业务开拓风险、业务成长不确定性风险和退市风险。

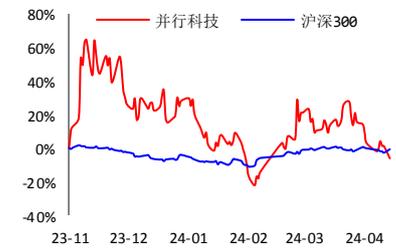
| 指标年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 495.67 | 719.60 | 963.39 | 1264.99 |
| 增长率 | 58.47% | 45.18% | 33.88% | 31.31% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -80.50 | -35.68 | 38.40 | 111.85 |
| 增长率 | 29.69% | 55.68% | 207.63% | 191.29% |
| 每股收益EPS(元) | -1.38 | -0.61 | 0.66 | 1.92 |
| 净资产收益率ROE | -22.41% | -5.78% | 5.79% | 14.59% |
| PS | 4.84 | 3.33 | 2.49 | 1.90 |
| PB | 7.13 | 3.95 | 3.68 | 3.17 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: ifind

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股) | 5823.00 |
| 流通A股(万股) | 2498.56 |
| 52周内股价区间(元) | 34.30-72.20 |
| 总市值(亿元) | 23.99 |
| 总资产(亿元) | 11.35 |
| 每股净资产(元) | 5.78 |

相关研究

1. 并行科技(839493): 超算云服务和算力运营服务龙头, 下游需求驱动业绩稳增 (2023-10-23)

1 国内超算云服务龙头，全方位服务超算云客户

国内领先的超算云服务和算力运营服务提供商，公司创新研发实力强劲。公司主要服务包括并行通用超算云、并行行业云、并行 AI 云等，同时也为用户提供超算软件及技术服务、超算云系统集成、超算会议及其他服务，打造超算云服务生态闭环，全方位服务用户。为支撑自身业务的开展，公司拥有包括大规模分布式超算集群运行数据采集与分析技术、应用全生命周期监控与分析技术、多地域跨网络跨集群的算力资源智能调度技术等全部核心技术，其中部分技术为公司特有技术，具有较强的独特性及较为显著的技术突破。另外，公司还是国家级高新技术企业、北京市“专精特新”中小企业、中关村高新技术企业。

深耕行业多年，在超算云行业具有较高的市场地位。公司成立于 2007 年，在其他业内同类型公司多数仍处于起步阶段时，公司已经过多年发展，在业务规模、技术能力、行业人才培养等方面均保持行业较高水平。根据弗若斯特沙利文数据，按 2021 年度收入规模排名，公司系中国第一大独立超算服务商及中国第一大通用超算云服务商；按 2019 至 2021 年收入增速排名，公司亦是超算云业务增速最快的头部企业；公司目前拥有约 65 万个超算云计算核心，具备成熟且强大的技术服务能力，与阿里云、华为云等头部企业处在同一梯队。

表 1：公司主要产品类型

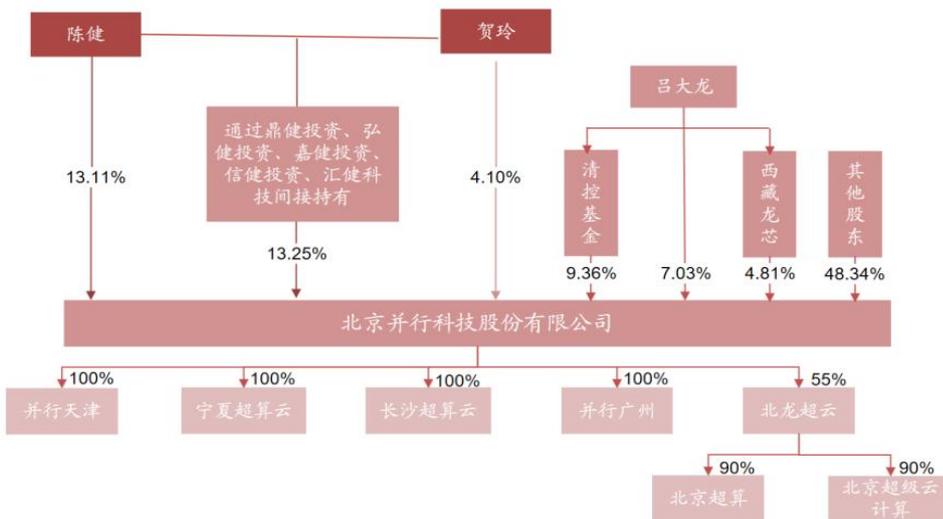
| 产品分类 | | 侧重点 | 服务内容及主要客户 |
|-----------|----------|---|---|
| 超算云服务 | 并行通用云 | CPU 算力资源 为主，侧重于提供无定制化服务，以标准 PaaS 产品满足用户基础算力需求。 | 该服务包括超级计算机可使用机时、存储资源、高速数据传输及为保障用户顺利使用而提供的应用程序部署、程序调试协助等技术服务。 面向物理、化学、材料、航天、航空、力学、气象、海洋、能源、汽车、生物等各领域广大计算用户。 |
| | 并行行业云 | 以 CPU 及 GPU 算力资源 为主。侧重于提供面向行业或应用场景的解决方案。 | 面向在 超算云上构建业务系统的行业客户 ，提供专线链路、安全的专有超算云基础设施，提供高性价比资源；提供多模式 API、异步消息队列、智能区域调度等 PaaS 平台级开发接口，快速满足文件管理、数据传输、作业调度和作业监控等业务需求。 可针对不同行业客户痛点定制专门解决方案，如 气象海洋超算云解决方案、生命科学行业云解决方案、高端制造行业云解决方案、企业级 HPC 超算云解决方案、院校级 HPC 超算云解决方案 等。 |
| | 并行 AI 云 | GPU 算力资源 为主，侧重于满足各种基于深度学习的训练和推理应用场景。 | 并行 AI 云通过云主机和并行 AI 超算云裸金属集群两大形态供给资源，满足人工智能场景和高性能计算场景中对灵活性和规模化等多样化需求，提供包括多种型号的算力资源。面向 高校、科研院所、行业 等在 AI 深度学习和科学计算等有 GPU 算力资源需求的用户。 |
| 超算云系统集成 | | - | 公司为存在自建数据中心等需求的客户，提供基于高性能计算、人工智能计算的“设计、建设、管理、运维、运营”全生命周期的软硬件产品和服务，主要包括架构设计、设备选型、平台建设等整体解决方案。 |
| 超算软件与技术服务 | 超算软件销售服务 | - | Paramon 应用运行特征收集器 广泛应用于高性能计算、云计算、大数据领域，一秒一刷新全面收集集群处理器、内存、网络、存储、进程、作业、License、能耗等数据，生成 para 应用运行特征数据文件。 Paratune 应用运行特征分析器 用于分析由 Paramon 生成的 para 应用运行特征数据文件，精准显示应用运行过程中的特征，为各类大规模集群应用建立大数据支撑平台，帮助用户完成应用集群构建、应用程序优化等工作。 ParaCloud 并行应用服务平台 是专为 HPC 系统构建的基于 HPC 硬件层与应用软件层之 |

| 产品分类 | 侧重点 | 服务内容及主要客户 |
|-----------|-----|---|
| | | 间的集成平台, 旨在 HPC 混合云的基础上提供统一的用户管理、设备管理、应用管理、统计管理、计费管理、云端接入等功能。 |
| 技术服务 | - | 高性能计算全栈式运维服务: 针对不同用户不同层次的运维服务需求, 为用户提供开发运维、在线运维、巡检运维和驻场运维服务。方案集合了线上和线下模式, 可为用户提供 7×24 小时全时段运维服务。 其他技术服务: 系统环境搭建的技术咨询服务、系统设计、系统搭建实施、系统优化测试、技能培训服务等内容。 |
| 超算会议及其他服务 | - | 公司已连续协办多届全国高性能计算学术年会 (HPC China) 并承办全国并行应用挑战赛 (PAC) 及各类国内超算领域竞赛、培训等。公司下设会议活动事业部专门从事超算会议及其他服务的组织、筹划、开展, 主要内容包括超算会议服务、超算培训服务等。 |

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

董事长夫妇为实控人, 重大股东有清华系背景。陈健、贺玲夫妇为公司的共同实际控制人。截至 2023 年 12 月 31 日, 陈健直接持有公司 13.1% 的股权, 贺玲直接持有公司 4.1% 的股权, 并通过鼎健投资、弘健投资、嘉健投资、信健投资、汇健科技间接控制并行科技 13.2% 的股权, 合计通过间接或直接的方式控制公司 30.5% 的股权。公司前十大股东中除了陈健、贺玲夫妇以及陈健执行事务合伙人并持股的鼎健投资、嘉健投资和弘健投资之外, 还有吕大龙先生及其实际控制的东西藏龙芯、银杏华清、清控基金之私募基金管理人清控银杏创业投资管理 (北京) 有限公司, 还有北京兴健。陈健先生、吕大龙先生以及北京兴健的执行事务合伙人邵志强先生均有清华大学学术背景或在清华大学内任职。

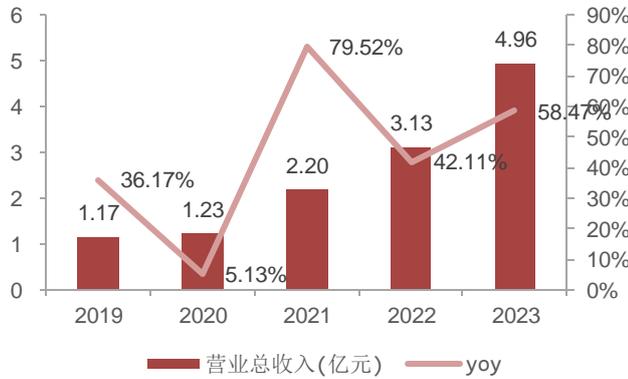
图 1: 公司股权结构图 (截至 2023 年 12 月 31 日)



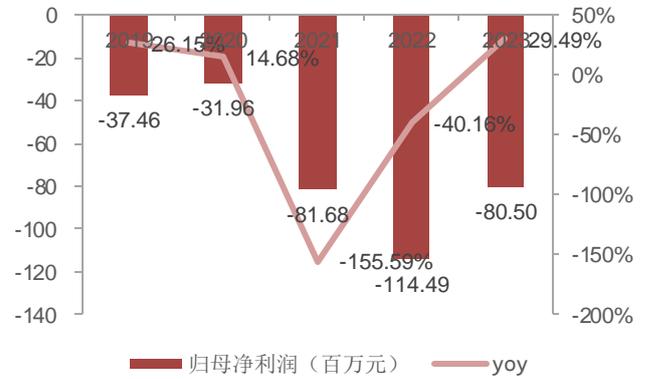
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

营收增长迅速, 亏损逐步收窄。2019-2023 年, 公司营业收入由 1.2 亿元增长至 4.1 亿元, 年化复合增长率为 43.6%。公司主要面向高等院校、科研院所及企业客户提供超算云服务等相关业务, 随着我国科研经费的投入力度加大与下游用户课题研究开展需求的增加, 再加上公司不断增加销售费用投入提高超算云服务渗透率, 公司收入呈现快速增长趋势。2023 年, 公司实现收入 5.0 亿元, 同比+58.5%, 主要系公司行业云与 AI 云收入增长拉动, 其中

包括智谱华章、深势科技、智源研究院、中科闻歌等在内的 AIGC 客户带来了大额的收入增长。2023 年公司归母净利润为 -8050.0 万元，同比+29.5%，相比 2022 年的 -11448.7 万元，亏损明显收窄，这得益于公司收入规模快速增长，各费用得到有效控制。

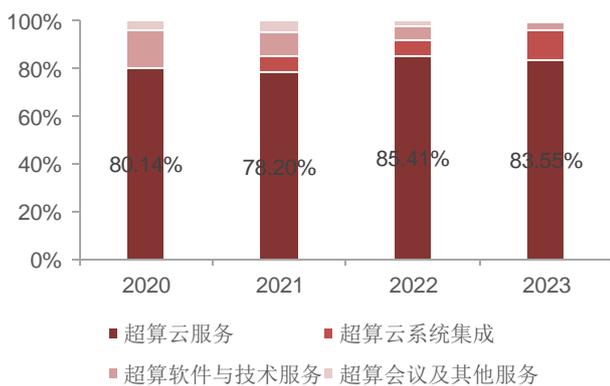
图 2：2019-2023 公司营业总收入


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

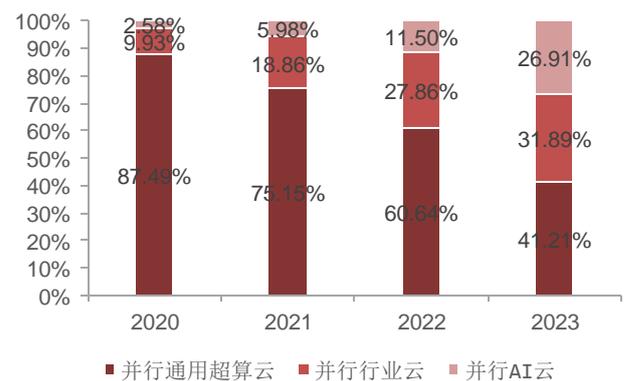
图 3：2019-2023 公司归母净利润


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

超算云服务是公司收入主要来源，行业云和 AI 云占比快速提升。从 2020 年-2023 年，公司经营战略不断向超算云服务聚焦，超算云服务收入从 9825.4 万元增长至 4.1 亿元，对应收入占比维持在 80%左右，已成为公司主营业务收入的核心来源。超算云服务可分为通用超算云、行业云和 AI 云三类。其中行业云和 AI 云业务增速较快，占比快速提升。2020-2023 年行业云 CAGR 达 138.3%，AI 云 CAGR 达 253.1%。通用超算云占超算云服务收入的占比从 2020 年的 87.5%下降至 2023 年的 41.2%。2023 年通用超算云/行业云/AI 云分别占超算云业务收入的 41.2%/31.9%/26.9%，相较 2022 年分别-19.4pp/+4.0pp/+15.4pp。在公司经营战略向超算云服务聚焦及下游需求存在固有波动的背景下，超算云系统集成收入和超算软件与技术收入呈现一定波动。另外，公司超算会议及其他服务收入占比基本稳定。

图 4：2020-2023 公司分产品收入占比


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

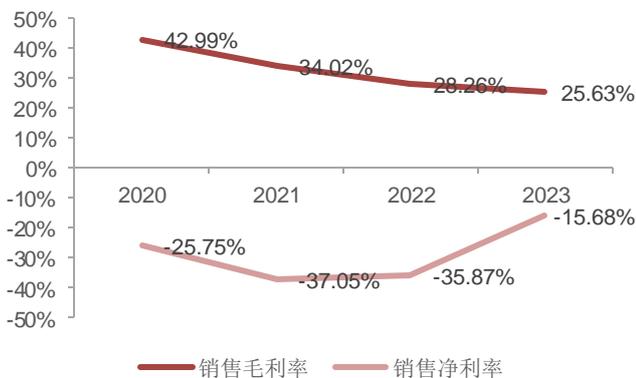
图 5：2020-2023 超算云服务收入按产品拆分占比


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

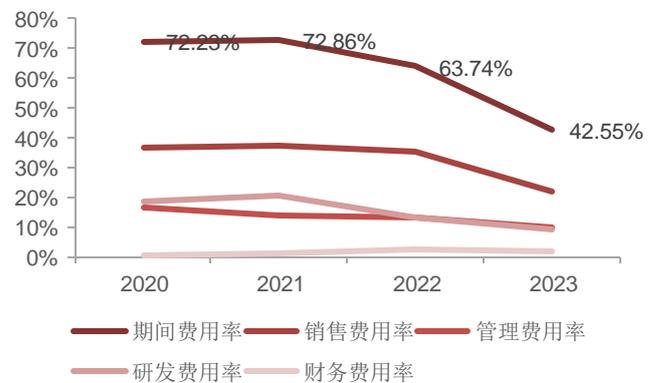
盈利能力短期承压，费用率持续摊薄。1) **利润率方面：**2020 年-2023 年，公司毛利率从 43.0%降至 25.6%，主要原因是随着 2021 年和 2022 年公司超算设备固定资产持续增加，折旧成本上升，自有算力资源利用率有所下降，毛利率也相应下滑。分产品来看，2023 年通用云、行业云与 AI 云各自的毛利率分别为 31.7%/30.5%/15.8%，较 2022 年分别

-0.8pp/+7.5pp/4.8pp。通用云和行业云毛利率明显高于 AI 云是因为通用云和行业云所使用的算力资源池以自有算力为主，而 AI 云以外购算力为主。自有算力资源相比外购第三方算力资源更具成本优势，且随着规模效应提升以及折旧成本逐渐摊薄，自有算力资源在未来有望带来更高的毛利率水平。

2) 费用率方面:2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.8%/9.9%/8.8%/2.0%，较去年同期均有明显下降，分别下降 13.1pp/3.1pp/4.4pp/0.6pp。其中销售费用率占比较高，主要原因是公司处于高速发展阶段，在市场推广方面存在较高投入。总体来看，2023 年公司期间费用率降低至 42.6%，较 2022 年下降 21.2pp，期间费用率持续下降主要为公司收入保持高速增长，规模效应显现所致。

图 6：2020-2023 公司毛利率和净利率情况


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

图 7：2020-2023 公司费用率情况


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1: 未来公司超算云业务仍然为核心业务。随着公司市场渗透率逐步提升，行业云与 AI 云业务客户持续拓展，公司超算云业务营收有望快速增长。我们预计 2024-2026 年，通用超算云增速约为 13.1%/12.6%/12.1%，行业云增速约为 60.5%/53.9%/45.6%，AI 云增速约为 107.0%/44.5%/37.2%。另外随着公司自建资源带来规模效应，各产品毛利率有望提升，我们预计 2024-2026 年通用超算云毛利率约为 33.0%/35.0%/35.0%，行业云毛利率约为 38.0%/40.0%/42.0%，AI 云毛利率约为 15.8%/20.0%/20.0%。

假设 2: 超算云系统集成、超算软件及技术服务、超算会议及其他服务均为超算云服务的生态业务，收入占比相对较小，主要目的系全方位满足用户需求、提高用户体验等。随着公司业务规模逐步扩大，非云业务有望在未来有小幅稳定增长。我们预计 2024-2026 年，各业务收入增速约为 3%/3%/3%，超算云系统集成毛利率约为 9.0%/9.0%/9.0%，超算软件及技术服务毛利率约为 40.0%/40.0%/40.0%，超算会议及其他业务毛利率约为 11.0%/11.0%/11.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入及成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|--------|-------|-------|--------|
| 超算云服务 | 收入 | 414.1 | 635.6 | 876.9 | 1175.9 |
| | 增速 | 55.0% | 53.5% | 38.0% | 34.1% |
| | 成本 | 302.2 | 455.0 | 603.6 | 799.7 |
| | 毛利率 | 27.0% | 28.4% | 31.2% | 32.0% |
| 超算云系统集成 | 收入 | 60.7 | 62.5 | 64.4 | 66.3 |
| | 增速 | 191.3% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| | 成本 | 55.1 | 56.9 | 58.6 | 60.3 |
| | 毛利率 | 9.2% | 9.0% | 9.0% | 9.0% |
| 超算软件与技术服务 | 收入 | 16.0 | 16.4 | 16.9 | 17.4 |
| | 增速 | -1.1% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| | 成本 | 5.8 | 9.9 | 10.2 | 10.5 |
| | 毛利率 | 63.9% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 超算会议及其他服务 | 收入 | 4.9 | 5.1 | 5.2 | 5.4 |
| | 增速 | -43.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| | 成本 | 5.6 | 4.5 | 4.7 | 4.8 |
| | 毛利率 | -14.2% | 11.0% | 11.0% | 11.0% |
| 合计 | 收入 | 495.7 | 719.6 | 963.4 | 1265.0 |
| | 增速 | 58.5% | 45.2% | 33.9% | 31.3% |
| | 成本 | 368.6 | 526.2 | 677.0 | 875.3 |
| | 毛利率 | 25.6% | 26.9% | 29.7% | 30.8% |

数据来源：Wind, 西南证券

目前，暂无与公司从事同类主营业务的可比境内上市公司。从所处行业、经营范围及应用领域等角度出发，同时结合信息的可获得性，我们选取了四家家算力产业链的上市公司润泽科技、奥飞数据、恒为科技及思特奇作为可比公司。润泽科技与奥飞数据作为公司算力资源服务领域的可比公司，恒为科技作为公司第三方 AI 算力运维服务领域的可比公司，思特奇作为公司算力资源调度及运营领域的可比公司。从 PS 角度看，2024-2026 年四家公司平均估值为 8/6/4 倍。

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 7.2/9.6/12.7 亿元，yoy 分别为 45.2%/33.9%/31.3%；预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 -35.7/38.4/111.9 百万元，对应 PS 分别为 3/2/2 倍。公司作为北交所稀缺算力标的，是国内超算云领域龙头，在行业内具有经验、技术以及先发优势。随着中国超算云市场渗透率不断提高，公司扩大市场份额，在不同下游领域内新客户快速增长，老客户稳定复购，资源利用率维持在合理水平，公司业绩将呈现高增长趋势。综合考虑上述原因，我们给予公司 2024 年 4 倍 PS 估值，对应股价 49.43 元，给予“持有”投资评级，建议关注。

表 3：可比公司估值

| 证券代码 | 公司简称 | 总市值 亿元 | 股价 元 | EPS | | | | PS | | | |
|-----------|------|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 300442.SZ | 润泽科技 | 482.11 | 28.02 | 1.02 | 1.42 | 2.04 | 2.43 | 11.08 | 8.04 | 5.82 | 4.48 |
| 300738.SZ | 奥飞数据 | 92.14 | 9.55 | 0.15 | 0.25 | 0.36 | 0.51 | 6.90 | 4.84 | 3.88 | 3.13 |
| 603496.SH | 恒为科技 | 81.04 | 25.31 | 0.25 | 0.63 | 0.92 | 1.33 | 10.51 | 5.75 | 4.32 | 3.40 |
| 300608.SZ | 思特奇 | 35.44 | 10.70 | 0.07 | 0.24 | 0.46 | - | 4.07 | 4.16 | 3.30 | - |
| 平均值 | | | | | | | | 10.39 | 8.03 | 5.74 | 4.37 |
| 839493.BJ | 并行科技 | 23.99 | 41.20 | -1.38 | -0.61 | 0.66 | 1.92 | 4.84 | 3.33 | 2.49 | 1.90 |

数据来源：iFinD，西南证券整理（截至 2024 年 4 月 23 日）注：可比公司数据来自同花顺一致预期，并行科技来自西南证券盈利预测；因思特奇没有 2026 年一致预期，因此 2026E 的平均 EPS 和平均 PS 基于其他三家可比公司计算。

3 风险提示

尚未盈利及持续亏损风险、固定资产不断增加导致成本上升风险、毛利率波动风险、系统故障风险、流动性风险、业务开拓风险、业务成长不确定性风险和退市风险。

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 | 495.67 | 719.60 | 963.39 | 1264.99 | 净利润 | -77.71 | -35.68 | 38.40 | 111.85 |
| 营业成本 | 368.62 | 526.21 | 677.02 | 875.30 | 折旧与摊销 | 85.18 | 27.97 | 30.97 | 33.35 |
| 营业税金及附加 | 1.22 | 2.02 | 2.59 | 3.45 | 财务费用 | 7.44 | 15.22 | 13.80 | 14.61 |
| 销售费用 | 113.76 | 115.14 | 134.87 | 151.80 | 资产减值损失 | 0.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 47.88 | 96.43 | 96.34 | 107.52 | 经营营运资本变动 | 8.11 | -424.47 | -25.04 | -45.45 |
| 财务费用 | 7.44 | 15.22 | 13.80 | 14.61 | 其他 | 38.07 | 0.32 | 2.16 | -0.73 |
| 资产减值损失 | 0.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 61.25 | -416.63 | 60.30 | 113.62 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -58.88 | -50.00 | -50.00 | -50.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -152.84 | -4.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -211.73 | -54.00 | -50.00 | -50.00 |
| 营业利润 | -77.35 | -35.41 | 38.76 | 112.31 | 短期借款 | 156.00 | -157.84 | 55.75 | -11.17 |
| 其他非经营损益 | -0.45 | -0.30 | -0.32 | -0.34 | 长期借款 | -3.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | -77.80 | -35.72 | 38.44 | 111.97 | 股权融资 | 295.50 | 290.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | -0.09 | -0.04 | 0.04 | 0.13 | 支付股利 | 0.00 | 16.10 | 7.14 | -7.68 |
| 净利润 | -77.71 | -35.68 | 38.40 | 111.85 | 其他 | -20.07 | -15.56 | -48.80 | -14.61 |
| 少数股东损益 | 2.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 428.43 | 132.70 | 14.08 | -33.46 |
| 归属母公司股东净利润 | -80.50 | -35.68 | 38.40 | 111.85 | 现金流量净额 | 277.96 | -337.93 | 24.38 | 30.16 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 409.89 | 71.96 | 96.34 | 126.50 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 54.44 | 97.79 | 121.42 | 162.61 | 销售收入增长率 | 58.47% | 45.18% | 33.88% | 31.31% |
| 存货 | 87.24 | 124.54 | 158.23 | 206.16 | 营业利润增长率 | 31.06% | 54.22% | 209.45% | 189.75% |
| 其他流动资产 | 59.84 | 84.51 | 113.55 | 148.92 | 净利润增长率 | 30.74% | 54.09% | 207.63% | 191.29% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 139.96% | -49.00% | 973.08% | 91.85% |
| 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 | 313.14 | 336.43 | 357.35 | 375.90 | 毛利率 | 25.63% | 26.87% | 29.73% | 30.81% |
| 无形资产和开发支出 | 12.21 | 10.97 | 9.73 | 8.50 | 三费率 | 34.11% | 31.52% | 25.43% | 21.66% |
| 其他非流动资产 | 197.79 | 206.76 | 206.10 | 205.45 | 净利率 | -15.68% | -4.96% | 3.99% | 8.84% |
| 资产总计 | 1134.54 | 932.96 | 1062.74 | 1234.04 | ROE | -22.41% | -5.78% | 5.79% | 14.59% |
| 短期借款 | 183.00 | 25.16 | 80.92 | 69.75 | ROA | -6.85% | -3.82% | 3.61% | 9.06% |
| 应付和预收款项 | 130.61 | 229.99 | 291.84 | 367.96 | ROIC | 152.33% | -8.51% | 10.31% | 21.50% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 3.08% | 1.08% | 8.67% | 12.67% |
| 其他负债 | 474.22 | 60.67 | 27.31 | 29.49 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 787.83 | 315.82 | 400.06 | 467.20 | 总资产周转率 | 0.53 | 0.70 | 0.97 | 1.10 |
| 股本 | 58.23 | 68.23 | 68.23 | 68.23 | 固定资产周转率 | 1.74 | 2.22 | 2.78 | 3.45 |
| 资本公积 | 752.97 | 1032.97 | 1032.97 | 1032.97 | 应收账款周转率 | 11.67 | 12.19 | 11.43 | 11.46 |
| 留存收益 | -474.65 | -494.22 | -448.69 | -344.52 | 存货周转率 | 4.53 | 4.97 | 4.75 | 4.76 |
| 归属母公司股东权益 | 336.55 | 606.97 | 652.50 | 756.67 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 113.99% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 10.17 | 10.17 | 10.17 | 10.17 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 346.72 | 617.14 | 662.67 | 766.84 | 资产负债率 | 69.44% | 33.85% | 37.64% | 37.86% |
| 负债和股东权益合计 | 1134.54 | 932.96 | 1062.74 | 1234.04 | 带息债务/总负债 | 23.23% | 7.97% | 20.23% | 14.93% |
| | | | | | 流动比率 | 0.81 | 1.28 | 1.29 | 1.44 |
| | | | | | 速动比率 | 0.69 | 0.86 | 0.87 | 0.98 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 45.13% | -18.58% | 6.87% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | -1.38 | -0.61 | 0.66 | 1.92 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.78 | 10.42 | 11.21 | 12.99 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.05 | -7.15 | 1.04 | 1.95 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | -0.28 | -0.12 | 0.13 |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | |
| EBITDA | 15.27 | 7.78 | 83.54 | 160.27 | | | | | |
| PE | -29.80 | -67.25 | 62.48 | 21.45 | | | | | |
| PB | 7.13 | 3.95 | 3.68 | 3.17 | | | | | |
| PS | 4.84 | 3.33 | 2.49 | 1.90 | | | | | |
| EV/EBITDA | 131.08 | 333.69 | 31.05 | 15.93 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | — | — | 0.32% | | | | | |

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 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| | 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 |
| 上海 | 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 |
| | 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 |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| | 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 |
| 北京 | 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 |
