

## 业绩短期承压, AI推动需求回暖

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年度报告&2024年一季度报告, 2023年实现营收60.6亿元, 同比下降12.3%; 归母净利润6.2亿元, 同比增长1.8%; 扣非归母净利润5.6亿元, 同比增长3.5%。2024Q1单季度实现营收12.9亿元, 同比增长1.8%, 环比增长0.4%; 归母净利润7743.2万元, 同比下降24.2%, 环比下降4.0%; 扣非归母净利润7331.6万元, 同比下降5.2%, 环比下降0.7%。
- 业绩短期承压, 不改长期向好趋势。** 分产品来看, 公司传输类产品营收同比下降8.55%, 占比达55.18%, 毛利率同比下降0.78pp; 数据与接入产品营收同比下降17.01%, 占比达43.95%, 毛利率同比下降2.39pp。据行业内市场研究机构Omdia的最新的统计数据, 2022Q4—2023Q3周期内, 公司在全球光器件市场的占有率为6.3%, 全球排名第四。细分市场方面, 公司在电信传送网、数据中心、接入网三个细分市场的排名分别为全球第4、5、3名。公司已在骨干网400G升级及5G-A、25G/50G PON的逐步引入商用、人工智能集群对400G/800G/1.6T/3.2T高速连接的需求、智能汽车和卫星通信应用的光器件需求等方面进行了布局, 有望成为未来业绩增长的重要驱动力。
- 盈利能力略有下滑, 费用端控制良好。** 2023年公司实现归母净利润6.2亿元, 同比增长1.8%; 2024Q1实现归母净利润7743.2万元, 同比下降24.2%。公司实行降本增效, 费用管理能力良好。2023年公司销售/管理/财务费用率分别为2.2%/1.9%/-2.6%, 同比下降0.2/0/0.8pp。2024Q1销售/管理/财务费用率分别为3.3%/3.0%/-2.0%, 分别同比变化1.5/0.9/-1.1pp, 主要系股权激励摊销成本以及开拓市场加大资源投入及汇率波动所致。
- 数通市场前景可观, AI推动需求回暖。** 根据Yole预测, 全球光模块市场整体规模将从2020年的96亿美元增长到2026年的209亿美元。其中数据通信市场规模占比将由55.2%提升到2026年的77.2%, 成为光模块市场增长的主要驱动力。数通市场上, AIGC为云计算提供新的增长引擎, 对AIGC的投资热潮又将对以太网光模块需求产生积极影响, 据Lightcounting, 2021-2022年AI光模块需求占以太网光模块的比例为15%—20%, 2023年提升到33%, 到2024年和2025年将进一步提升到53%和60%。公司在市场竞争中密切关注数据中心产品迭代, 在客户引入新技术和新产品阶段做好提前布局, 公司的海外数通市场有望取得较大突破并实现业绩的显著增长。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2024-2026年EPS分别为0.98元、1.26元、1.63元, 对应动态PE分别为39倍、30倍、23倍。首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 需求不及预期风险, 光电芯片供应链风险, 市场竞争加剧风险, 汇率波动风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6060.94	7915.63	10120.42	12503.53
增长率	-12.31%	30.60%	27.85%	23.55%
归属母公司净利润(百万元)	619.33	779.13	998.13	1297.34
增长率	1.80%	25.80%	28.11%	29.98%
每股收益EPS(元)	0.78	0.98	1.26	1.63
净资产收益率ROE	7.34%	8.58%	10.05%	11.77%
PE	49	39	30	23
PB	3.57	3.31	3.03	2.73

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)	7.94
流通A股(亿股)	7.56
52周内股价区间(元)	20.24-44.36
总市值(亿元)	301.16
总资产(亿元)	120.27
每股净资产(元)	10.76

### 相关研究

## 目 录

1 深耕光器件领域，持续开拓新产品 .....	1
2 财务分析 .....	4
3 盈利预测与估值 .....	6
3.1 盈利预测 .....	6
3.2 相对估值 .....	7
4 风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1：光迅科技历史沿革.....	1
图 2：公司股权结构及子公司.....	2
图 3：2024Q1 公司营收同比增长 1.8%.....	4
图 4：2024Q1 年公司归母净利润同比减少 24.2%.....	4
图 5：传输业务仍为主体业务.....	5
图 6：公司毛利率稳定.....	5
图 7：国内市场占比较大.....	5
图 8：毛利率水平基本稳定.....	5
图 9：2024Q1 费用水平波动较大.....	6
图 10：2024Q1 研发费用达 1.5 亿元.....	6

## 表 目 录

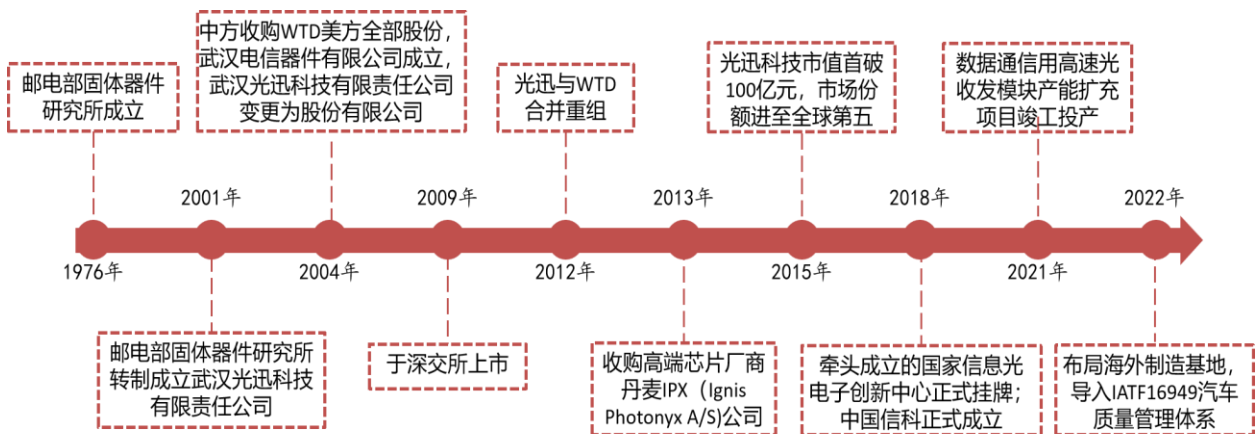
表 1：公司主要产品.....	2
表 2：公司管理层成员情况.....	3
表 3：分业务收入及毛利率.....	6
表 4：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

## 1 深耕光器件领域，持续开拓新产品

武汉光迅科技股份有限公司成立于 2001 年，于 2009 年 8 月上市深交所科创板，成为国内首家上市的通信光电子器件公司。公司是全球领先的光电器件及模块厂商，是一家有能力对有源和无源芯片、光集成器件进行系统性、战略性研究开发的高新技术企业，专门从事光电芯片、器件、模块及子系统产品研发、生产、销售及技术服务。根据行业内市场研究机构 omdia 的最新的统计数据，2022Q4—2023Q3 时间周期内，公司在全球光器件市场的占有率为 6.3%，全球排名第四。细分市场方面，公司在电信传送网、数据中心、接入网三个细分市场的排名分别为全球第 4、5、3 名。

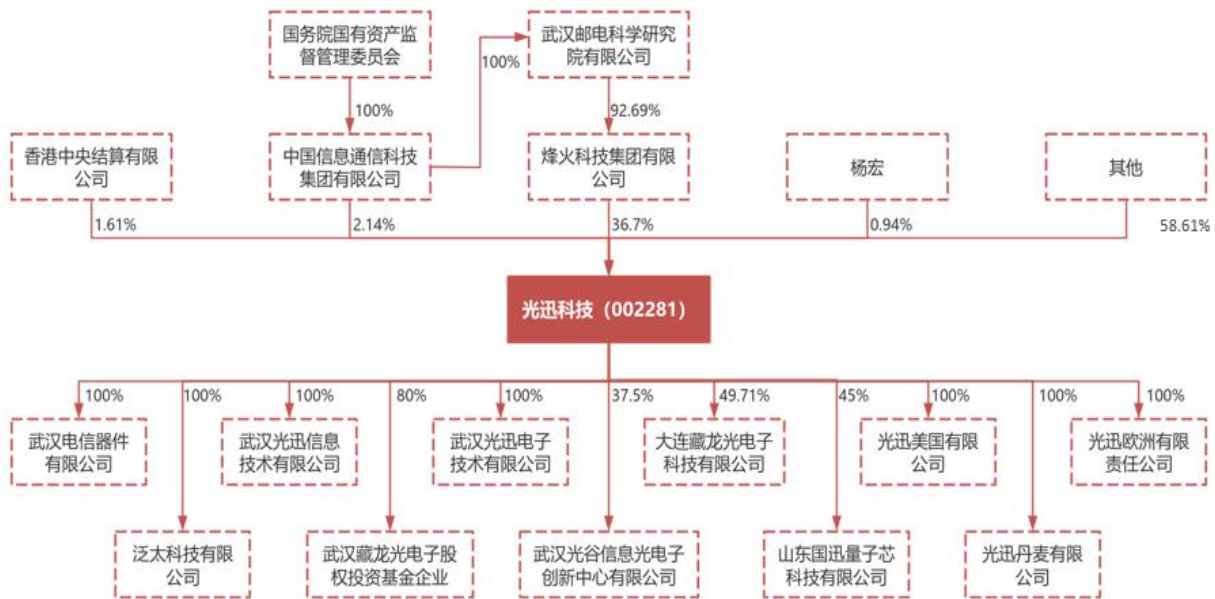
**立足光器件领域，积极拓展新市场。**公司是由 1976 年成立的邮电部固体器件研究所 2001 年改制而来，2004 年变更为股份有限公司，2009 年上市深交所。2012 年 12 月，光迅科技和武汉电信器件有限公司（WTD）重组合并，推动企业在产业规模、技术研发等方面的快速发展；2013 年，公司收购丹麦 IPX 公司（丹麦 IPX 芯片公司专注于 Si/SiO<sub>2</sub> 材料系的波导芯片，主要产品是阵列波导光栅（AWG）等无源光器件产品），切入核心芯片技术，进军高端无源芯片市场；2018 年，牵头成立的国家信息光电子创新中心正式挂牌，同年，中国信科正式成立；2022 年，导入 IATF16949 汽车质量管理体系，为新领域的产品拓展打下基础。

图 1：光迅科技历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

**国资控股背景，股权结构较为集中。**公司第一大股东为烽火通信，控股比例高达 36.7%，股权结构较为集中；公司具有国资背景，实际控制人国资委依次通过中国信科集团、武汉邮电科学研究院、烽火通信间接控股公司。烽火通信是我国通信设备科研生产核心骨干企业，主要产品包括无线通信系统、搜救定位通信系统、音频综合管理系统、信息系统、电声与噪声控制系统、卫星通信导航设备、通信导航天线等，广泛应用于国民经济各个领域，并远销三十多个国家和地区。武汉邮电科学研究院是集光电器件、光纤光缆、光通信系统和网络于一体的通信高技术企业。中国信科集团于 2018 年正式开始运营，由武汉邮电科学研究院和电信科学技术研究院联合重组形成。中国信科集团拥有核心知识产权，是移动通信国际标准的主要提出者之一。公司股东在信息通信领域具有权威地位，为公司提升行业竞争力提供了有力支撑。

**图 2：公司股权结构及子公司**


数据来源：wind，西南证券整理

**产品多元化，积极丰富产品种类。**公司主要产品有光电子器件、模块和子系统产品等。按应用领域可分为传输类产品、接入类产品、数据通信类产品。公司传输类产品可以提供光传送网端到端的整体解决方案，包括传输光收发模块、光纤放大器、光无源器件、智能光器件等；接入类产品支持固网接入和无线接入应用；数据通信产品则主要用于数据中心、企业网、存储网等领域，包括光电器件、模块、板卡、AOC 产品。此外，公司在 10G、100G、400G 长跨距、光线路保护、分光放大以及传感类方面也有解决方案。公司积极丰富产品种类，探索其它新兴行业产品的种类拓展，部分产品例如数据中心 800G 高速产品、固网接入 combo PON 系列产品、400G DCO 系列产品等均取得较好进展，未来将持续提供满足市场和客户需求的新产品。

**表 1：公司主要产品**

产品系列		主要产品	产品展示	主要用途
传输类产品	传输光模块	100G、400G 等速率光模块		提供光传送网端到端的整体解决方案
	光纤放大器	掺铒光纤放大器、拉曼放大器和混合光放大器		
	光无源器件	AWG (阵列波导光栅)、VMUX (光功率可调波分复用器)、WDM (波分复用器)、VOA (可调光衰减器)、OPM (光性能监测功能模块) 等		
接入类产品	固网接入	GPON OLT/ONU、10GPON (10G EPON、10G GPON、10G Combo PON) 的 BOSA 和光收发模块等		支持固网接入和无线接入应用

产品系列	主要产品	产品展示	主要用途
无线接入	4GLTE 和 5G 网络用 CPR/eCPRI 的各种 10G、25G、50G、100G 灰光和彩光光收发模块		
数据通信产品	包括 10G、25G、50G 光收发模块，100G QSFP28 和 AOC（有源光缆），200G、400G、800G QSFP DD /OSFP，16G/32G/64G FC 光模块产品		主要用于数据中心、企业网、存储网等领域

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司核心团队专业、学历背景深厚，且拥有丰富的通信领域企业管理经验。董事长技术背景出身，有丰富的实业经历和企业管理经验。总经理兼董事胡强高、副总经理徐勇、副总经理卜勤练等多位高管人员均有丰富的行业从业经验，有助于保证公司的经营管理效率。核心高管层大多为相关技术背景出身，保证了公司的技术研发、快速创新能力。为建立长效约束机制，公司适时推行股权激励计划，持续提升核心骨干的薪酬水平和市场竞争力。公司薪酬分配遵循按劳分配，效率优先，兼顾外部竞争力和内部公平性的原则，以激励员工努力工作，吸引和留住人才。

**表 2：公司管理层成员情况**

姓名	职位	主要经历
黄宣泽	董事长,法定代表人,非独立董事（硕士）	正高级工程师,华中科技大学物理电子学专业硕士,本科毕业于华中理工大学光电子技术专业。现任武汉光迅科技股份有限公司董事长、党委书记。曾任武汉光迅科技股份有限公司总经理、副总经理,武汉邮电科学研究院光纤光缆部技术人员,邮电部固体器件研究所研究室技术人员、副主任、主任等职务
胡强高	总经理,董事（博士）	正高级工程师,华中科技大学光学工程专业博士,华中科技大学电子学与光电学硕士,本科毕业于华中科技大学物理电子学与光电子学专业。现任武汉光迅科技股份有限公司董事、总经理。曾任邮电部固体器件研究所研究室副主任、光迅科技产品开发二部经理、技术总监、总经理助理、副总经理等职务
徐勇	副总经理（硕士）	正高级工程师,华中理工大学材料工程专业硕士,本科毕业于大连铁道学院材料工程系金相专业。现任武汉光迅科技股份有限公司副总经理。曾任武汉电信器件有限公司经理、总经理助理、副总经理等职务。
卜勤练	副总经理（硕士）	正高级工程师,华中科技大学光学工程专业硕士,本科毕业于山东大学光电子技术专业。现任武汉光迅科技股份有限公司副总经理。曾任武汉邮电科学研究院固体器件研究所工程师,武汉光迅科技股份有限公司产品制造一部副经理、经理,传输产品业务部副总经理、总经理等职务。
张军	副总经理（硕士）	正高级工程师,西安交通大学机械电子工程专业硕士,本科毕业于西安交通大学机械工程及自动化专业。现任武汉光迅科技股份有限公司副总经理、工会主席。曾任武汉电信器件有限公司工程师、产品经理,武汉光迅科技股份有限公司 FTTH 产品线经理,数据与接入产品业务部副总经理、总经理等职务。
余圆	副总经理（硕士）	经济师。2007 年 6 月毕业于武汉大学经济与管理学院企业管理专业。现任烽火通信科技股份有限公司网络产出线副总裁。曾任烽火通信科技股份有限公司系统设备制造部计划部计划员、副经理,生产管理部经理,系统设备制造部副总经理,网络产出线交付管理部总经理,系统设备制造部总经理等职务。
何宗涛	副总经理（学士）	高级工程师。2000 年 6 月毕业于天津大学电子与信息技术专业。现任武汉光迅科技股份有限公司国内营销部总经理。曾任武汉邮电科学研究院固体器件研究所销售一部销售工程师;武汉光迅科技有限责任公司销售一部深圳办事处主任;武汉光迅科技股份有限公司国内销售部副经理、经理,国内销售二部经理,国内营销部副总经理,营销部副总经理、总经理等职务。
刘家胜	副总经理（硕士）	正高级工程师。2001 年 6 月毕业于吉林大学电子材料与元器件专业,华中科技大学光学工程专业在职硕士。现任武汉光迅科技股份有限公司传输产品业务部总经理。曾任武汉光迅科技有限责任公司销售一部销售工程师,上海办事处主任;武汉光迅科技股份有限公司上海办事处主任,市场支持部副经理,产品制造五部副经

姓名	职位	主要经历
		理、经理,子系统产品业务部副总经理、总经理等职务。
向明	董事会秘书,财务总监 (学士)	高级会计师,中国注册会计师协会非执业会员,国际内部注册审计师,现任武汉光迅科技股份有限公司财务总监。曾任武汉虹信通信技术有限公司财务部副总经理、武汉邮电科学研究院高级主管等职务。

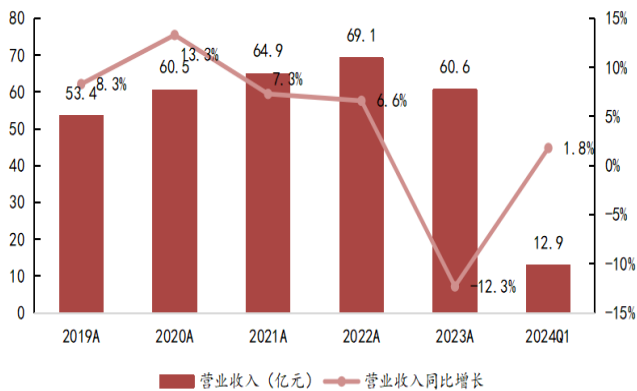
数据来源:公司公告,西南证券整理

## 2 财务分析

**业绩短期承压,不改长期向好趋势。**2019-2022年,公司营业收入持续稳定增长,复合增长率为 9.0%,2022 年公司营收达 69.1 亿元。2023 年,公司实现营收 60.6 亿元,同比下降 12.3%。公司的主要业绩驱动因素是行业市场容量的增长和机会点新产品的贡献,业绩变化符合行业发展状况。2024Q1 公司实现营收 12.9 亿元,同比增长 1.9%。未来市场前景总体向好,公司发展空间很大,公司已在骨干网 400G 升级及 5G-A、25G/50G PON 的逐步引入商用、人工智能集群对 400G/800G/1.6T/3.2T 高速连接的需求、智能汽车和卫星通信应用的光器件需求等方面进行了布局,有望成为未来业绩增长的驱动力。公司将持续加强战略规划和布局,努力提升市场、研发和运营效率,通过关键技术人才掌握关键核心技术、开拓更大的市场空间。

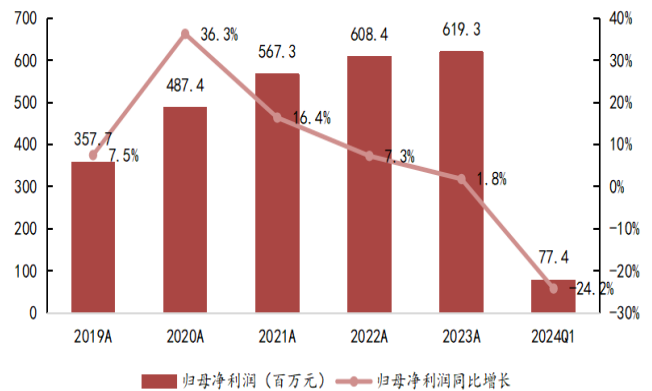
**2024Q1 归母净利润同比下降,业绩短期承压。**公司归母净利润在 2019-2023 年间持续增长,2023 年公司归属于母公司的净利润达 6.2 亿元,4 年间复合增长率达 14.7%。2024Q1 公司实现归母净利润 774.3 万元,同比下降 24.2%。公司的主要优势在于产品覆盖全面,拥有从芯片、器件、模块到子系统的垂直集成能力,拥有光芯片、耦合封装、硬件、软件、测试、结构和可靠性七大技术平台,支撑公司有源器件和模块、无源器件和模块产品。

图 3: 2024Q1 公司营收同比增长 1.8%



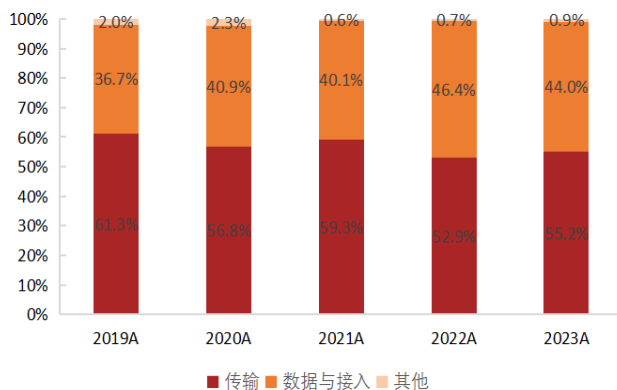
数据来源:公司公告,西南证券整理

图 4: 2024Q1 年公司归母净利润同比减少 24.2%

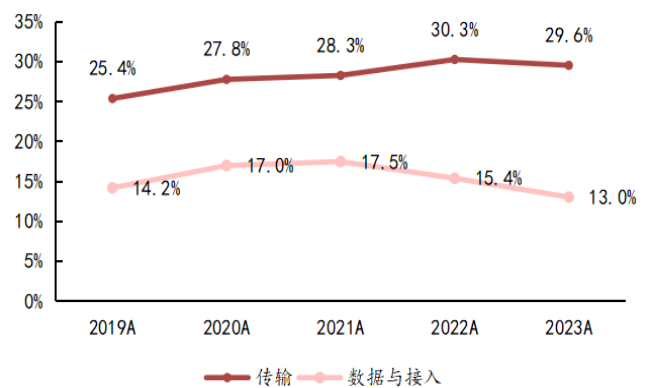


数据来源:公司公告,西南证券整理

**公司主营业务坚挺,毛利率稳定。**公司产品主要应用于电信光通信网络和数据中心网络,可分为传输类产品、接入类产品和数据中心类产品。近年来,传输类产品与数据和接入类产品销售占比和毛利率均维持稳定。2023 年,传输类产品的销售占比为 55.2%,毛利率为 29.6%;接入和数据类产品销售占比为 44.0%,毛利率为 13.0%。

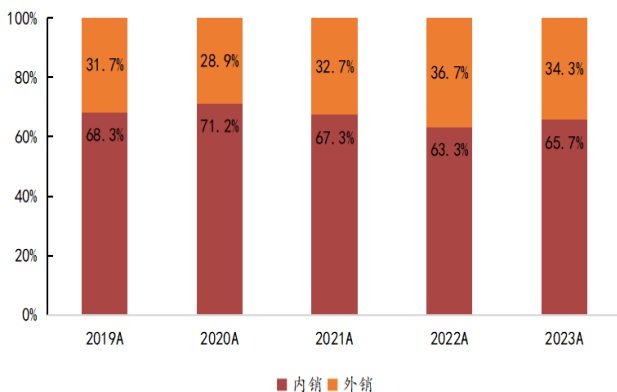
**图 5：传输业务仍为主体业务**


数据来源：公司公告，西南证券整理

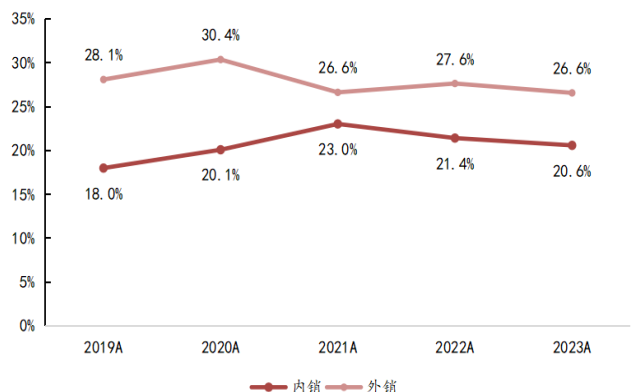
**图 6：公司毛利率稳定**


数据来源：公司公告，西南证券整理

内销为主，外销为辅，海外市场有望成为新的业绩增长点。2019-2023 年内销和外销的销售占比以及毛利率水平均维持稳定。2023 年，内销占比 65.7%，毛利率为 20.6%；外销占比为 34.3%，毛利率为 26.6%。公司现阶段较大的劣势是在数据中心领域的海外市场未形成好的先发优势。在市场竞争中需要密切关注数据中心产品迭代，在客户引入新技术和新产品阶段能做好提前布局，一旦公司的海外数通市场取得突破，未来公司业绩将会有很大提高。

**图 7：国内市场占比较大**


数据来源：公司公告，西南证券整理

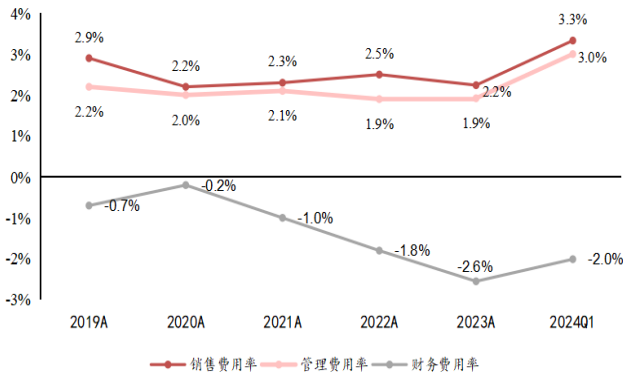
**图 8：毛利率水平基本稳定**


数据来源：公司公告，西南证券整理

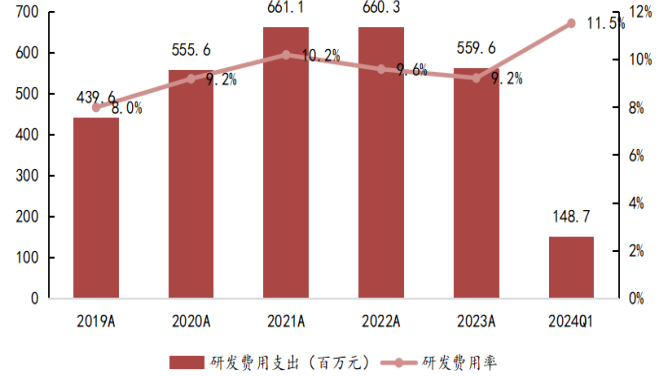
公司费用管控能力良好，2024Q1 费用水平波动较大。2019-2023 年间，销售费用率维持在 2.5% 上下，2023 年销售费用率为 2.2%，销售费用为 1.4 亿元，同比下降 21.1%；近几年，管理费用率保持在 2% 左右，2023 年管理费用率为 1.9%，销售费用为 1.2 亿元，同比下降 12.1%；财务费用均为负数，2023 年财务费用率为 -2.6%，同比下降 25.1%。2024Q1 销售/管理费用率分别为 3.3%/3%，分别同比增长 1.5pp/0.9pp，主要系股权激励摊销成本以及开拓市场，加大资源投入所致；财务费用率为 -2.0%，同比下降 1.1pp，主要系汇率波动所致。

积极投入研发，研发费用率持续保持高水平。公司时刻关注行业发展趋势和市场需求变化，不断加强自主研发和技术创新能力，应对技术更新换代带来的风险。2019-2023 年间，公司研发费用复合增长率达 8.1%。2023 年公司研发费用为 5.6 亿元。2024Q1，公司研发费用为 1.5 亿元，研发费用率为 11.5%，持续维持高水平。



**图 9：2024Q1 费用水平波动较大**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：2024Q1 研发费用达 1.5 亿元**


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：传输板块，考虑到 5G 建设较为平缓，公司产品市占率较为稳定，假设 24-26 年业务增速分别为 15%、15%、15%，对应毛利率稳定在 30%。

假设 2：接入和数据板块，考虑到 10G PON 建设新周期开启，50G PON 即将上量；AI 催化下，海内外数据中心开启新一轮更新迭代，公司数通产品逐步打开成长空间，预计 2024-2026 年相应收入增速分别为 50%、40%和 30%，毛利率稳步提升分别为 15%、17%和 19%。

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
传输	收入	3344.23	3845.86	4422.74	5086.16
	增速	-8.55%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	29.6%	30.0%	30.0%	30.0%
接入和数据	收入	2663.63	3995.45	5593.62	7271.71
	增速	-17.01%	50.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	13.0%	15.0%	17.0%	19.0%
其他	收入	53.09	74.33	104.06	145.68
	增速	41.16%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	67.4%	68.4%	69.4%	70.4%
合计	收入	6061.0	7915.6	10120.4	12503.5
	增速	-12.2%	30.6%	27.9%	23.5%
	毛利率	22.6%	22.8%	23.2%	24.1%

数据来源：Wind，西南证券

## 3.2 相对估值

我们选取光模块行业中的三家主流公司，2023 年三家公司平均 PE 为 64 倍，2024 年平均 PE 为 36 倍。考虑到公司受益于 AI 爆发，数通光模块起量在即。首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

可比公司	证券代码	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
新易盛	300502.SZ	83.80	0.97	1.94	2.79	4.11	86.39	43.20	30.04	20.39
中际旭创	300308.SZ	184.86	2.71	5.96	7.92	10.31	68.21	31.02	23.34	17.93
华工科技	000988.SZ	33.52	0.90	1.00	1.31	1.62	37.24	33.52	25.59	20.69
平均值							<b>63.95</b>	<b>35.91</b>	<b>26.32</b>	<b>19.67</b>

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

下游需求不及预期风险、光电芯片供应链风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险等。

**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	6060.94	7915.63	10120.42	12503.53	净利润	619.13	778.88	997.81	1296.93
营业成本	4689.29	6110.16	7768.29	9490.68	折旧与摊销	302.58	186.42	186.42	186.42
营业税金及附加	23.87	27.70	35.42	43.76	财务费用	-154.26	-21.53	-33.33	-44.55
销售费用	135.60	174.14	222.65	275.08	资产减值损失	-138.04	-150.00	-150.00	-150.00
管理费用	489.44	943.54	1206.35	1490.42	经营营运资本变动	181.24	-287.61	-639.81	-689.85
财务费用	-154.26	-21.53	-33.33	-44.55	其他	239.52	306.17	21.58	216.71
资产减值损失	-138.04	-150.00	-150.00	-150.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1050.17</b>	<b>812.34</b>	<b>382.67</b>	<b>815.66</b>
投资收益	1.03	0.00	0.00	0.00	资本支出	-558.99	-558.00	-558.00	-558.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-274.65	1004.09	0.00	0.00
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>-833.65</b>	<b>446.09</b>	<b>-558.00</b>	<b>-558.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>656.89</b>	<b>831.60</b>	<b>1071.03</b>	<b>1398.14</b>	短期借款	-0.50	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.20	20.20	20.20	20.20	长期借款	-196.78	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>677.09</b>	<b>851.80</b>	<b>1091.23</b>	<b>1418.34</b>	股权融资	1735.80	0.00	0.00	0.00
所得税	57.96	72.92	93.41	121.41	支付股利	-136.21	-123.87	-155.83	-199.63
净利润	619.13	778.88	997.81	1296.93	其他	-69.15	-207.66	33.33	44.55
少数股东损益	-0.20	-0.25	-0.32	-0.41	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1333.16</b>	<b>-331.53</b>	<b>-122.50</b>	<b>-155.08</b>
归属母公司股东净利润	619.33	779.13	998.13	1297.34	<b>现金流量净额</b>	<b>1569.44</b>	<b>926.91</b>	<b>-297.83</b>	<b>102.58</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	3735.80	4662.71	4364.88	4467.46	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2528.35	2934.03	3820.22	4771.92	销售收入增长率	-12.31%	30.60%	27.85%	23.55%
存货	1886.27	2304.12	3122.81	3765.41	营业利润增长率	-4.25%	26.60%	28.79%	30.54%
其他流动资产	1137.39	25.16	32.17	39.75	净利润增长率	0.90%	25.80%	28.11%	29.98%
长期股权投资	56.96	56.96	56.96	56.96	EBITDA 增长率	-6.70%	23.75%	22.84%	25.81%
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	1774.68	2208.07	2641.45	3074.84	毛利率	22.63%	22.81%	23.24%	24.10%
无形资产和开发支出	365.24	305.91	246.59	187.27	三费率	1.62%	13.85%	13.79%	13.76%
其他非流动资产	543.16	540.68	538.19	535.71	净利率	10.22%	9.84%	9.86%	10.37%
<b>资产总计</b>	<b>12027.85</b>	<b>13037.64</b>	<b>14823.28</b>	<b>16899.32</b>	ROE	7.34%	8.58%	10.05%	11.77%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.15%	5.97%	6.73%	7.67%
应付和预收款项	2403.77	3009.77	3851.18	4723.72	ROIC	11.50%	16.26%	17.00%	17.99%
长期借款	261.32	261.32	261.32	261.32	EBITDA/销售收入	13.29%	12.59%	12.10%	12.32%
其他负债	930.09	683.43	785.67	891.87	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3595.18</b>	<b>3954.52</b>	<b>4898.16</b>	<b>5876.90</b>	总资产周转率	0.55	0.63	0.73	0.79
股本	794.20	794.20	794.20	794.20	固定资产周转率	4.76	6.59	9.41	13.14
资本公积	4237.24	4237.24	4237.24	4237.24	应收账款周转率	3.33	3.70	3.87	3.74
留存收益	3626.44	4281.70	5124.01	6221.72	存货周转率	2.06	2.81	2.78	2.73
归属母公司股东权益	8440.43	9091.13	9933.44	11031.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.73%	—	—	—
少数股东权益	-7.76	-8.01	-8.32	-8.74	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8432.67</b>	<b>9083.13</b>	<b>9925.12</b>	<b>11022.42</b>	资产负债率	29.89%	30.33%	33.04%	34.78%
负债和股东权益合计	12027.85	13037.64	14823.28	16899.32	带息债务/总负债	7.27%	6.61%	5.33%	4.45%
					流动比率	3.07	2.93	2.62	2.46
					速动比率	2.45	2.25	1.90	1.75
					股利支付率	21.99%	15.90%	15.61%	15.39%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	805.22	996.49	1224.12	1540.01	每股收益	0.78	0.98	1.26	1.63
PE	48.63	38.65	30.17	23.21	每股净资产	10.63	11.45	12.51	13.89
PB	3.57	3.31	3.03	2.73	每股经营现金	1.32	1.02	0.48	1.03
PS	4.97	3.80	2.98	2.41	每股股利	0.17	0.16	0.20	0.25
EV/EBITDA	32.72	25.29	20.83	16.49					
股息率	0.45%	0.41%	0.52%	0.66%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“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
	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

---