

业绩符合预期，算力业务加速发展

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年度报告&2024 一季度报告, 2023 年实现营收 24.5 亿元, 同比增长 20.7%; 归母净利润 1878.8 万元, 同比增长 23.7%; 扣非归母净利润 86.4 万元, 同比增长 100.8%。其中, Q4 单季度实现营收 10.8 亿元, 同比增长 32.0%, 环比增长 91.2%; 归母净利润 4899.7 万元, 同比增长 175.5%, 环比增长 515.8%; 扣非归母净利润 4242.9 万元, 同比增长 150.7%, 环比增长 449.7%。2024Q1 实现营收 8.1 亿元, 同比增长 215.3%, 实现归母净利润 2220.2 万元, 同比扭亏为盈。
- **算力业务成为新增长点, 业绩符合预期。** 2023 年公司实现营收 24.5 亿元, 同比增长 20.7%, 归母净利润 1878.8 万元, 同比增长 23.7%, 主要系算力业务大幅增长。分市场来看, 公司信通市场营收占比达 56.1%, 智算市场达 43.5%, 其中智算营收大幅增长主要系智算业务中服务器销售及 IDC 业务的大幅增长。公司算力建设与租赁方面紧跟国家“东数西算”战略布局先后与宁淮、庆阳政府展开合作, 在两地推动自持算力项目建设, 算力设备销售方面锚定国产 GPU 行业领先的设备厂商“沐曦”, 并成为其 GPU 产品特定行业总代理商。
- **盈利能力逐步向好, 费用端管控良好。** 2023 年公司综合毛利率为 8%, 同比下降 0.3pp, 综合净利率为-0.4%, 同比增长 2.9pp, 主要系公司智算业务实现大幅增长。费用端控制良好, 2023 年公司销售/管理/财务费用率分别为 1.0%/3.5%/1.0%, 分别同比下降 0.7/0.6/0.5pp, 其中销售费用变动主要系子公司桑锐电子销售费用的减少。2024Q1 公司的销售/管理/财务费用分别为 0.5%/2.2%/0.5%, 同比减少 1.4/4.7/2.6pp。
- **坚定布局算力业务, 积极探索 AI 发展机遇。** 公司坚定布局算力业务, “新一代通信设备生产、研发基地及云计算中心建设”在广州市白云区启动, 紧跟国家“东数西算”战略布局, 在与兰州科文旅签订《战略合作框架协议》的基础上, 同多方共同签署《战略合作协议》, 为我国“东数西算”的枢纽节点项目提供一体化算力建设服务。此外, 公司在生成式 AI 兴起的时代背景之下携手行业优质企业共同探索发展机遇, 布局生成式 AI 赛道, 为公司经营绩效和行业地位的提升赋能, 下属子公司已推出集文生文、文生图等 AI 功能于一体的 APP “灵犀妙笔 AI”, 并积极对外投资进一步丰富 AI 领域生态布局。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.7 元、1.05 元、1.54 元, 对应动态 PE 分别为 44 倍、30 倍、20 倍。给予公司 2024 年 54 倍 PE, 对应目标价 37.8 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 客户集中风险、市场竞争加剧带来的利润降低风险、配套性技术开发风险等。

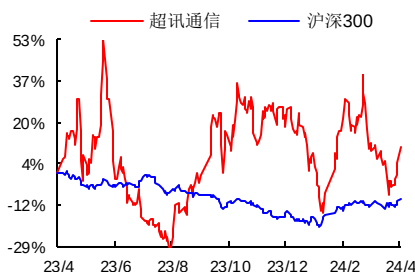
指标\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2444.98	3364.35	4584.78	6191.45
增长率	20.69%	37.60%	36.28%	35.04%
归属母公司净利润 (百万元)	18.79	111.09	164.83	243.35
增长率	23.69%	491.29%	48.37%	47.64%
每股收益 EPS (元)	0.12	0.70	1.05	1.54
净资产收益率 ROE	-2.66%	29.73%	31.66%	32.99%
PE	262	44	30	20
PB	16.69	12.24	9.04	6.52

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)	1.58
流通 A 股(亿股)	1.57
52 周内股价区间(元)	21.28-45.89
总市值(亿元)	52.12
总资产(亿元)	22.89
每股净资产(元)	2.01

相关研究

目 录

1 智算+信通，拥抱算力新时代	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：超讯通信历史沿革	1
图 2：公司股权结构及子公司	2
图 3：公司主要业务	2
图 4：2024Q1 公司营收同比增长 215.3%	6
图 5：2024Q1 年公司归母净利润同比增长 211.3%	6
图 6：主营业务面向信通、智算市场	6
图 7：2023 年智算毛利率水平达 6.3%	6
图 8：三项费用率均下降	7
图 9：2024Q1 研发费用达 1289.7 万元	7

表 目 录

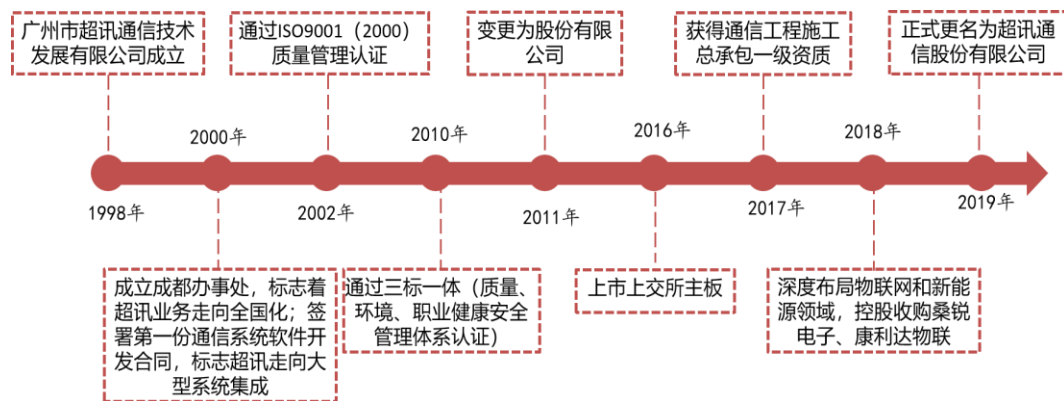
表 1：公司主要产品与服务	3
表 2：公司管理层成员情况	5
表 3：分业务收入及毛利率	7
表 4：可比公司估值	8
附表：财务预测与估值	9

1 智算+信通，拥抱算力新时代

超讯通信股份有限公司成立于 1998 年，于 2016 年 7 月上交所上市。公司作为国内最早进入通信信息技术服务领域的企业之一，现已成长为高新技术企业和综合型通信技术服务企业，是国内全专业通信技术服务商、全行业物联网解决方案提供商、全领域新能源服务商、全生态智能硬件制造商。公司在通信网络建设、维护、优化服务、通信软硬件开发等领域保持竞争优势，并深度布局物联网、新能源、边缘计算、云计算、AI 等领域，致力于为社会进步提供通信设备生产及管理平台全套解决方案。

积极转型，拥抱算力时代。公司前身为广州市超讯通信技术发展有限公司，2011 年变更为股份有限公司，2016 年于上交所上市，2019 年正式更名为超讯通信股份有限公司。公司于 2000 年成立成都办事处，标志着公司的业务走向全国，同年签署第一份通信系统软件开发合同，标志公司走向大型系统集成。先后于 2002 年和 2010 年通过了 ISO9001（2000）质量管理认证和三标一体（质量、环境、职业健康安全管理体系认证），充分反映了公司的业务水平。2016 年上市后，公司于 2017 年获得通信工程施工总承包一级资质，并于 2018 年深度布局物联网和新能源领域。2023 年，公司重新划分业务板块，明确聚焦“智算+信通”两大板块，并进行了“算力+数据+AI+物联网+ICT+新能源”六大业务生态布局，主动拥抱算力时代。

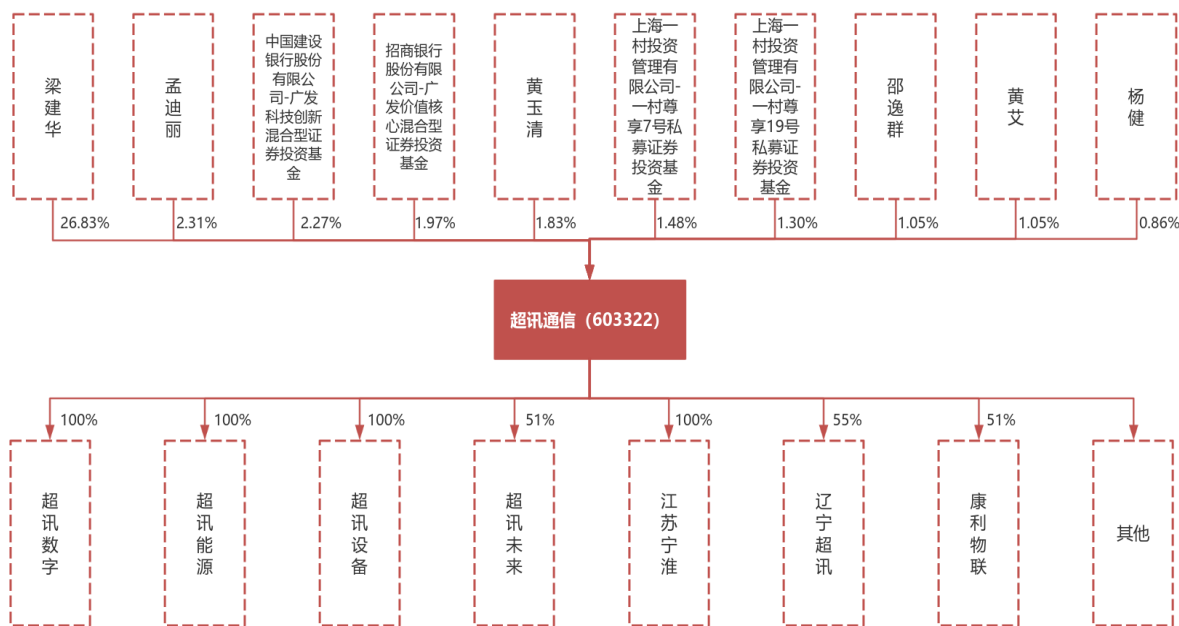
图 1：超讯通信历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

梁建华为公司控股股东及实际控制人。公司第一大股东为梁建华，控股 26.83%，同时也为公司实际控制人，股权结构相对集中。此外主要股东中，广发科技创新混合型证券投资基金、广发价值核心混合型证券投资基金、黄玉清、一村尊享 7 号私募证券投资基金，分别控股 2.27%、1.97%、1.83%、1.48%。

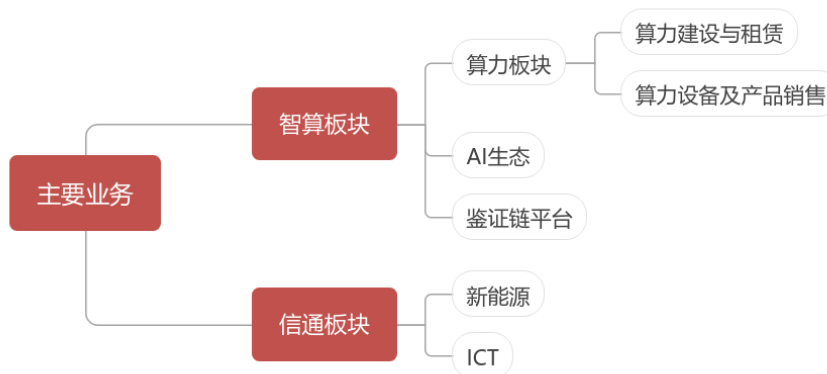
图 2：公司股权结构及子公司



数据来源: wind, 西南证券整理

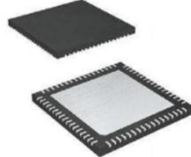
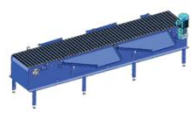
智算+通信，业务板块大调整。作为新一代信息技术产业的优势企业，公司凭借二十多年的行业积累，聚焦“智算+信通”两大板块，“算力+数据+AI+物联网+ICT+新能源”六大业务生态布局，不断拓展合作伙伴关系，努力提升数据业务规模，主动拥抱算力时代。其中，算力板块主要包括算力建设与租赁、算力设备及产品销售，新能源领域已涵盖充电桩、光伏等业务模块，ICT板块中主要涵盖物联网及 ICT 集成两大业务，其中物联网板块主要有公共事业、智慧城市及智慧物流三大方向；ICT 集成方面，公司则是在智慧城市需求端提供一揽子服务，并重点围绕“东数西算”的行业机会进行布局，为战略合作伙伴或其他 IDC 业主方提供数据中心规划设计、设备采购、机房建设、后续运营及维护等解决方案和服务。

图 3：公司主要业务



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

表 1：公司主要产品与服务

产品系列		主要产品及服务	产品展示	主要内容
通讯技术 全专业服务		通信工程服务		为运营商提供全面工程服务,包括集客家宽工程、一体化无线工程、核心网工程、传输工程、室内覆盖及 IDC 系统工程等;同时积极参与市政、地铁、智慧灯杆、电力传输、广电传输等工程建设
		通信代维服务		提供各类品牌移动通信设备及网络的维护,包括运营商综合代维(含基站设备、传输、集客家、室分及 WLAN、驻地网等一体化维护)、铁塔综合代维(含基站电源、空调、动环、机房、铁塔构配件等一体化维护)
		网络优化服务		无线网络优化、核心网络优化、无线网络规划设计、无线网络信号测试与评估、双频网络的优化、长期网络优化代维工作等
		物联网维护服务		提供市面各种终端的维护工作,如快递箱、充电桩、智慧魔方、智慧灯杆等的维护
全生态 智能硬件 制造	芯片	全频段 NB-IoT 芯片		基于 3GPP R13/R14 版本,是一款窄带物联网通信芯片,支持 NB-IoT 全频段,集成 32 位国产中央处理器内核、NB-IoT 基带及射频、多种外设接口和安全内核等,具有低功耗、低成本、高集成度等优点
	通信 模组	NB-IoT 系列		采用标准 NB-IoT 协议设计,支持网络的全频段工作,具有超低功耗和良好的温度特性,适用于各种严苛的工作环境,广泛应用于 M2M 物联网领域,如智慧停车、智能抄表、智慧城市、智能安防、货物追踪、农业与环境监控等多个领域
	基站	5G 小基站、NB-IoT 小基站、LTE 企业级小基站		小型低功率 5G 基站,通过 IP 传输网络接入 5G 核心网,可快速提供 5G 信号的覆盖,为用户带来更好的 5G 业务体验
	智能 表具	无线远传水表、燃气表、电表采集器、智能电表		计量费率和时段:可设置尖、峰、平、谷等四种费率,一天可设 14 个时段,最小时段间隔为 15 分钟;数据存储冻结:有功电量和电能数据可以保存 10 年,包含定时冻结、瞬时冻结、周期冻结等;事件记录:记录掉电、编程、校时、拉闸等事件;通讯功能:主要通讯方式为 RS485 通讯、红外通讯、支持可插拔式物联网模块
	智能物流 与制造 终端	智慧直线分拣系统、物流运输定位追踪器、便携式蓝牙电子秤、三围体积测量头		高使用性的智能分拣系统;运输过程全程监控;外形尺寸小巧,便于携带,称重数据精准;通过单相机或多相机组合方案,支持从小尺寸到大物尺寸的大范围测量覆盖
	消防 终端	智能烟雾报警器、智能消防栓、智能压力传感器		结合 NB-IoT 通信模块的烟雾探测报警器;采用 NB-IoT 模块,通过智能消防栓监测器对消防栓用水、撞倒、漏损等进行监控;内置全网通 NB-IoT 模组,实现消防设施的远程智能化管理和实时监控

产品系列		主要产品及服务	产品展示	主要内容
	智慧门禁	小云智能-人脸识别智能门禁设备 智能门禁系统 智能门禁解决方案		是一款多模态交互人脸识别无线联网智慧门禁设备，全新模具外观设计，集人脸识别开门、手机远程开门、可视对讲开门、动态密码开门、呼叫物业开门、刷卡开门、手机 NFC 开门等多种开门方式，采用深度神经网络人脸识别算法，识别速度更快、识别效果更好，智能 ISP 算法，环境适应性更强，适应强光、逆光等各种场景
全行业物联网解决方案		智慧水务、智慧燃气、智慧能耗、智慧消防、智慧路灯、电梯安全监控、智能空调控制、智慧物流解决方案、智慧制造解决方案、智慧零售解决方案、智慧农业解决方案		通过 AI、大数据、云计算等信息化手段，为客户在城市交通、安防、能耗医疗等方面提供智慧化建设方案，促使城市“生产·生活·生态”高度整合，实现城市的智慧运营；为民生领域提供物联网综合解决方案；为客户打造透明化、全生命周期的货物物流监管系统，降低人工成本，提高运营管理效率
全领域新能源服务		光伏		在光照较好的通信基站上，提供 6kwp~13kwp 光伏基站的设计、勘察、并网接入、工程建设等全流程的光伏服务，为基站实现节能减排效果
		储能应用		集中新能源产业链优势，整合铁锂电池和动力梯次电池、BMS、EMS 等系统，推出多种储能解决方案，致力于解决发电、用户侧、电网侧需求，参与构成智慧电网，支撑关键负载，改善电能质量，提高电网柔韧性
		智能电源系统		研发整套基于微型几张的电源备电产品，为通信网络，金融机构，教育医疗企业等提供备电服务方案
		充电桩智慧共享服务平台		面向新能源车主提供汽车充电服务，面向充电站企业提供充电站统一运营、结算、运维服务，通过兼容接入市面上众多品牌的多样化充电设备，建立一套统一的新能源汽车充电服务平台，为广大车主提供高效、便捷的充电服务和友好的充电体验

数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层实业积累丰富，有丰富企业经营管理经验。公司董事长梁建华历任邮电部广州通信设备厂工程师、广东邮电技术研究院工程师等岗位，2014 年至今任公司董事会董事长，总经理钟海辉等人均有丰富的基层实业经历与企业管理经验，同时副董事长张俊、副总经理王清涛等人有着企业经营投资经验丰厚，有助于提高公司经营管理效率。

表 2：公司管理层成员情况

姓名	职位	主要经历
梁建华	董事长,法定代表人,非独立董事(学士)	高级工程师,广州市天河区第九届人大代表、常委,广州市软件协会会长。1992 年至 1995 年任邮电部广州通信设备厂工程师;1995 年至 1998 年任广东邮电技术研究院工程师;1998 年至 2011 年历任公司执行董事、总经理、首席执行官(CEO);2011 年至 2014 年任公司董事长兼总经理;2014 年至今任公司董事会董事长。
钟海辉	总经理,非独立董事(学士)	高级工程师。1998 年至 2011 年历任公司项目经理、通信技术部门经理、副总经理、执行董事兼总经理;2011 年至 2016 年任公司董事会董事;2016 年至今任公司董事兼副总经理。
张俊	副董事长,非独立董事(学士)	曾任中国移动通信集团广东有限公司广州分公司政企客户部总经理、市场部总经理、中国移动通信集团广东有限公司市场部副总经理;2017 年至 2020 年历任公司副总经理、董事兼副总经理;2020 年 12 月至今任公司董事兼总经理
王清涛	副总经理(博士)	2008 年 7 月至 2022 年 7 月,先后就职于第一创业证券股份有限公司、国海证券股份有限公司、华创证券有限责任公司,历任研究所研究员、证券投资部投资经理,投行销售交易部负责人。2022 年 7 月至 2023 年 8 月先后担任博敏电子股份有限公司董事长助理兼战略研究总监、奥士康科技股份有限公司证券投资部总监;2023 年 9 月份至今任公司副总经理
徐竹	副总经理(学士)	2009 年至 2020 年江苏鹰伟生物科技有限公司任公司副总经理;2020 年至今任超讯未来智慧科技有限公司总经理。
卢沛民	董事会秘书(学士)	2016 年 3 月至 2016 年 10 月就职于华泰期货有限公司华南一部;2017 年 1 月至 2018 年 5 月任公司证券投资部助理;2018 年 5 月至今任公司证券事务代表;2022 年 1 月起兼任上海桑锐电子科技股份有限公司董事会秘书;2023 年 8 月至今任公司董事会秘书。卢沛民先生于 2018 年 1 月参加上海证券交易所组织的董事会秘书任职资格培训,并取得董事会秘书资格证书。
胡红月	财务总监(学士)	中国注册会计师、中级会计师、中国注册税务师。2014 年 3 月至 2016 年 2 月就职于广东大华仁盛科技集团有限公司财务部;2016 年 4 月至 2018 年 3 月任公司广西分公司财务;2018 年 4 月至 2020 年 3 月任公司财务部主管;2020 年 4 月至 2023 年 8 月任公司财务部部长;2023 年 8 月至今任公司财务总监。

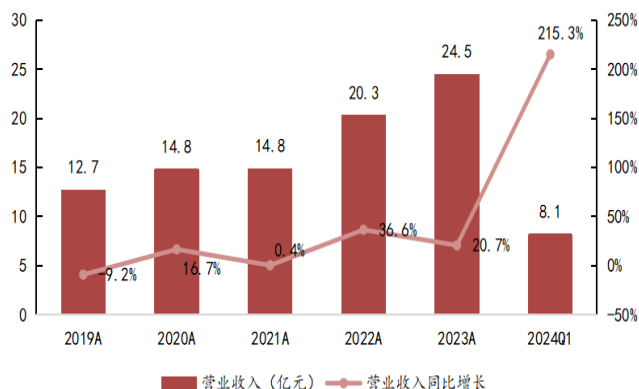
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 财务分析

公司营收持续增长，2024Q1 同比增长 215.3%。2019-2023 年公司营收持续增长，从 12.7 亿元稳步发展至 24.5 亿元,年复合增长率达 17.9%,其中 2023 年营收同比增长 20.7%，主要系公司实现了算力业务的大幅增长，算力建设与租赁方面紧跟国家“东数西算”战略布局先后与宁淮、庆阳政府展开合作，在两地推动自持算力项目建设，算力设备销售方面锚定国产 GPU 行业领先的设备厂商“沐曦”并成为其“沐曦”品牌 GPU 产品特定行业总代理商。2024Q1 公司实现营收 8.1 亿元，同比增长 215.3%。

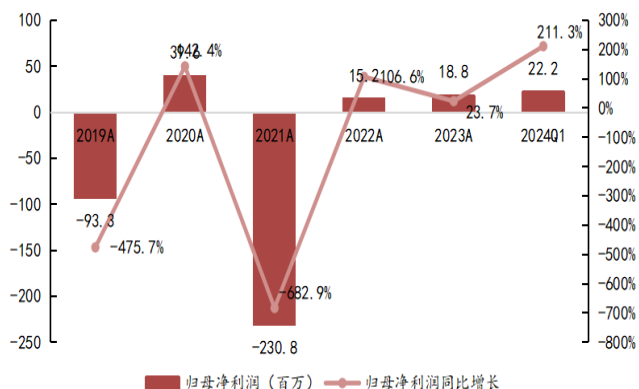
公司净利润保持增长态势，2023 年同比增长 23.7%。受宏观经济和市场环境影响，公司 2019-2021 年的归母净利润波动明显。自 2022 年开始，公司全面保障稳定运营，从业务转型、市场开拓、人才建设、技术研发等方面发力，实现了归母净利润的扭亏增盈。2023 年，业务转型初见成效，算力业务大幅增长，归母净利润保持增长态势，实现归母净利润 1878.8 万元,同比增长 23.7%。2024Q1 公司实现归母净利润 2220.2 万元,同比增长 211.3%。

图 4：2024Q1 公司营收同比增长 215.3%



数据来源：公司公告，西南证券整理

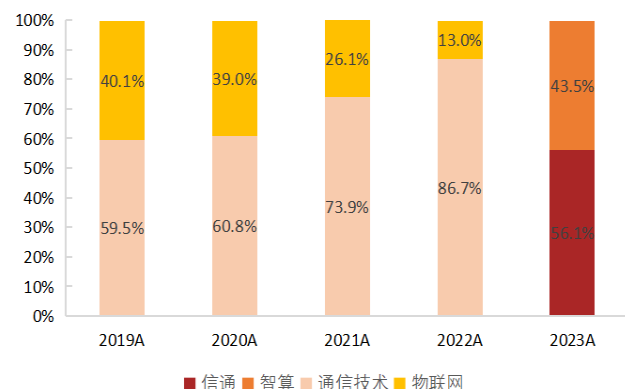
图 5：2024Q1 年公司归母净利润同比增长 211.3%



数据来源：公司公告，西南证券整理

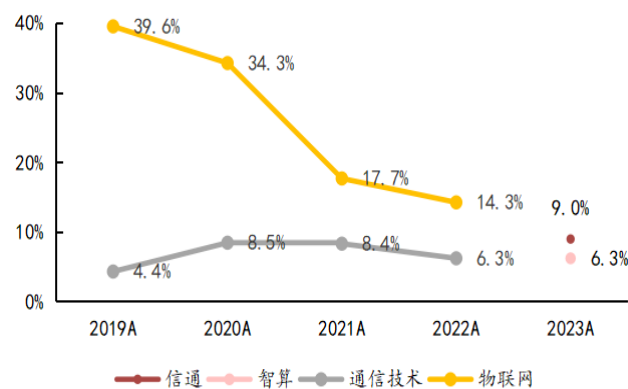
智算营收大幅度增长，毛利率有所提高。2023 年公司业务转型初见成效，业务类型发生较大变动并重新划分业务板块，主营业务主要面向信通市场和智算市场。2023 年，信通销售收入达 13.7 亿元，同比减少 6.9%，毛利率为 9.0%，同比减少 0.4pp，相对稳健；智算销售收入达 10.6 亿元，同比增长 94.4%，毛利率为 6.3%，同比增加 2.0pp，主要系实现了智算业务中服务器销售及 IDC 业务的大幅增长。

图 6：主营业务面向信通、智算市场



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2023 年智算毛利率水平达 6.3%

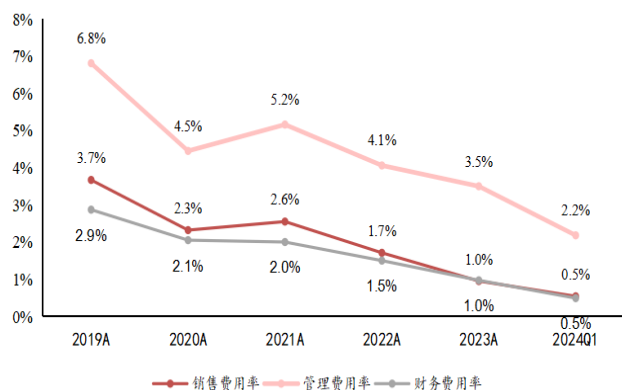


数据来源：公司公告，西南证券整理

费用端管控良好，三项费用率均下降。2023 年销售费用达 2211.3 万元，销售费用率为 1.0%，同比减少 0.7pp，主要系子公司桑锐电子销售费用的减少。管理/财务费用率分别为 3.5%/1.0%，分别同比减少 0.6/0.5pp。公司费用端管控良好，降本增效成果显著。2024Q1 公司的销售/管理/财务费用分别为 0.5%/2.2%/0.5%，同比减少 1.4/4.7/2.6pp。

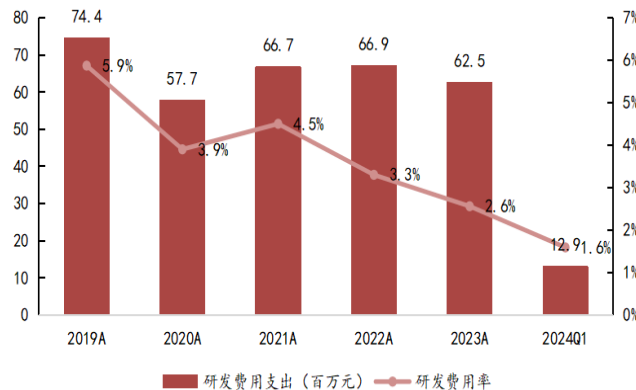
注重创新，保持研发投入水平。截止 2023 年末，公司研发人员的数量达 338 名，研发人员数量占公司总人数的比例高达 43%。2023 年公司研发费用支出达 6248.3 万元，研发费用率达 2.6%。公司将继续坚持科技创新与自主研发、培育的战略，顺应新一代信息技术的发展趋势，加强对关键技术产品的研发支持和规模化应用，以市场和用户需求为导向，研发高品质、高性价比的产品，增强产品竞争力。2024Q1 研发费用投入达 1289.7 万元，同比下降 13.4%。

图 8：三项费用率均下降



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2024Q1 研发费用达 1289.7 万元



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：AIGC 浪潮下，公司进行算力深度布局。算力租赁方面，公司与奥飞数据顺利签订算力建设服务合同，同时公司先后与宁淮、庆阳政府展开合作，在两地推动自持算力项目建设；算力设备销售方面，公司深度绑定“沐曦”，成为“沐曦”品牌 GPU 产品特定行业总代理商。我们预计随着算力板块蓬勃发展，24-26 年收入增速为 80%、60%、50%，毛利率稳步提升，分别为 8.25%、10.25%、12.25%。

假设 2：通服业务方面，公司参股从事能源技术研发、换电设施销售等业务的美桩能源。美桩能源旗下湖南特斯联在湖南长沙投资已建成充电桩场站，且该充电桩场站已于今年 3 月初正式投入运营；光伏业务方面，公司在国内签订了广州花都花城大厦分布式光伏发电项目和狮岭镇长雄一街 1 号分布式光伏项目合同，在海外与老挝 AB 路桥在老挝万象签订了老挝中南部七省光伏开发合作协议。预计通服业务 24-26 年收入增速为 5%、5%、5%，毛利率基本稳定在 7.76%。

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
算力	收入	1062.83	1913.09	3060.95	4591.43
	增速	94.38%	80.00%	60.00%	50.00%
	毛利率	6.25%	8.25%	10.25%	12.25%
通服	收入	990.19	1039.70	1091.68	1146.27
	增速	5.34%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%
ICT 产品	收入	381.04	400.09	420.10	441.10

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	增速	-10.66%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	12.31%	12.31%	12.31%	12.31%
其他	收入	10.91	11.46	12.03	12.63
	增速	67.73%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	55.09%	55.09%	55.09%	55.09%
合计	收入	2445.0	3364.3	4584.8	6191.4
	增速	20.7%	37.6%	36.3%	35.0%
	毛利率	8.0%	8.7%	10.0%	11.5%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取通信网络运维行业中的三家主流公司。23 年可比公司平均 PE 为 58 倍，24 年为 38 倍。AIGC 催化叠加下游市场繁荣，公司经营持续向好，预计未来三年公司营收复合增长率为 36.3%，业绩复合增长率为 134.9%。我们给予公司 2024 年 54 倍 PE，对应目标价 37.8 元，首次覆盖给予“买入”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
润建股份	002929	35.86	1.57	2.59	3.35	-	22.84	13.85	10.70	-
中贝通信	603220	31.06	0.43	0.76	0.93	-	72.23	40.87	33.40	-
奥飞数据	300738	11.82	0.15	0.20	0.30	0.40	78.80	59.10	39.40	29.55
平均值							57.96	37.94	27.83	29.55

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

客户集中风险、市场竞争加剧带来的利润降低风险、配套性技术开发风险等。

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	2444.98	3364.35	4584.78	6191.45	净利润	-8.84	138.87	206.04	304.19
营业成本	2248.76	3070.24	4127.90	5478.67	折旧与摊销	9.70	7.64	7.64	7.64
营业税金及附加	7.64	10.51	14.33	19.35	财务费用	23.69	30.39	40.66	48.13
销售费用	23.11	31.80	43.34	58.53	资产减值损失	-7.52	-80.00	-80.00	-80.00
管理费用	489.44	185.04	252.16	371.49	经营营运资本变动	108.79	-212.01	-128.34	-54.35
财务费用	23.69	30.39	40.66	48.13	其他	-123.57	57.12	44.20	47.25
资产减值损失	-7.52	-80.00	-80.00	-80.00	经营活动现金流净额	2.26	-57.99	90.21	272.86
投资收益	7.65	15.00	18.00	20.00	资本支出	47.97	-47.00	-47.00	-47.00
公允价值变动损益	11.66	13.32	14.37	13.57	其他	3.83	51.51	32.37	33.57
其他经营损益	0.00	20.00	20.00	20.00	投资活动现金流净额	51.80	4.51	-14.63	-13.43
营业利润	-31.52	164.69	238.76	348.86	短期借款	54.45	226.09	109.35	-17.66
其他非经营损益	-2.18	-2.18	-2.18	-2.18	长期借款	-109.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	-33.69	162.51	236.58	346.68	股权融资	40.69	0.00	0.00	0.00
所得税	-24.86	23.65	30.54	42.49	支付股利	0.00	-3.76	-22.22	-32.97
净利润	-8.84	138.87	206.04	304.19	其他	-165.76	-44.33	-40.66	-48.13
少数股东损益	-27.63	27.77	41.21	60.84	筹资活动现金流净额	-180.16	178.00	46.47	-98.76
归属母公司股东净利润	18.79	111.09	164.83	243.35	现金流量净额	-126.11	124.52	122.04	160.67
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	211.91	336.44	458.48	619.15	成长能力				
应收和预付款项	1098.23	1709.21	2283.65	2988.99	销售收入增长率	20.69%	37.60%	36.28%	35.04%
存货	140.85	186.87	256.56	340.35	营业利润增长率	46.89%	622.54%	44.97%	46.11%
其他流动资产	158.42	62.54	85.23	115.10	净利润增长率	86.39%	1671.27%	48.37%	47.64%
长期股权投资	12.67	12.67	12.67	12.67	EBITDA 增长率	115.20%	10729%	41.60%	40.96%
投资性房地产	0.10	0.10	0.10	0.10	获利能力				
固定资产和在建工程	7.45	4.50	1.54	-1.41	毛利率	8.03%	8.74%	9.97%	11.51%
无形资产和开发支出	33.26	75.62	117.98	160.34	三费率	5.42%	7.35%	7.33%	7.72%
其他非流动资产	523.93	523.88	523.83	523.78	净利率	-0.36%	4.13%	4.49%	4.91%
资产总计	2186.82	2911.83	3740.03	4759.06	ROE	-2.66%	29.73%	31.66%	32.99%
短期借款	185.24	411.32	520.67	503.01	ROA	-0.40%	4.77%	5.51%	6.39%
应付和预收款项	977.85	1728.79	2204.91	2895.15	ROIC	-1.35%	60.36%	41.13%	40.26%
长期借款	102.91	102.91	102.91	102.91	EBITDA/销售收入	0.08%	6.03%	6.26%	6.54%
其他负债	588.88	201.76	260.67	335.90	营运能力				
负债合计	1854.88	2444.78	3089.16	3836.96	总资产周转率	1.13	1.32	1.38	1.46
股本	157.61	157.61	157.61	157.61	固定资产周转率	131.71	586.19	1646.36	-36473.55
资本公积	213.66	213.66	213.66	213.66	应收账款周转率	3.57	3.97	3.58	3.73
留存收益	-75.75	31.58	174.20	384.58	存货周转率	18.14	18.43	18.31	18.21
归属母公司股东权益	295.36	402.69	545.31	755.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	137.94%	—	—	—
少数股东权益	36.59	64.36	105.57	166.41	资本结构				
股东权益合计	331.94	467.05	650.87	922.10	资产负债率	84.82%	83.96%	82.60%	80.62%
负债和股东权益合计	2186.82	2911.83	3740.03	4759.06	带息债务/总负债	15.53%	21.03%	20.19%	15.79%
					流动比率	0.94	0.99	1.04	1.10
					速动比率	0.85	0.91	0.96	1.01
					股利支付率	0.00%	3.38%	13.48%	13.55%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	1.87	202.72	287.06	404.63	每股收益	0.12	0.70	1.05	1.54
PE	262.32	44.36	29.90	20.25	每股净资产	1.87	2.56	3.46	4.79
PB	16.69	12.24	9.04	6.52	每股经营现金	0.01	-0.37	0.57	1.73
PS	2.02	1.46	1.07	0.80	每股股利	0.00	0.02	0.14	0.21
EV/EBITDA	2401.08	22.60	15.92	10.85					
股息率	0.00%	0.08%	0.45%	0.67%					

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	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
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	xy@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