

轨交控制系统龙头，有望深度受益于更新改造

投资要点

- 事件：**公司发布2024年一季报，24Q1营收65.1亿元，同比-13.1%，归母净利润6.04亿元，同比-10.8%；扣非归母净利润5.94亿元，同比-10.3%。24Q1业绩下滑，铁路板块新签订单增长。
- 24Q1公司业绩承压，略低于预期。**24Q1，铁路、城轨、海外、工程总承包业务分别实现营收35.6亿、16.2亿、1.8亿、11.4亿，分别同比-9.7%、-7.2%、-34.9%、-24.6%，整体略低于预期。考虑到23年铁路、城轨、海外、以上板块新签订单均同比+5.0%、+3.9%、+45.2%；24Q1公司合计新签订单113.6亿，同比-17.1%；其中铁路领域或受益于铁路投资上行，新签订单为39.85亿，同比+10.1%；城轨领域15.24亿，同比-55.4%；海外业务13.26亿，基本持平；工程总承包业务45.27亿，同比-15.2%。且公司轨交控制系统业务订单周期较长，通常在2-3年，短期收入下滑或系交付节奏影响。
- 产品毛利率相对较高的铁路领域业务营收增长占比提升，拉动公司综合毛利率提升；**营收下滑而费用支出相对固定，费用率略有提升，净利率相对稳定。24Q1公司综合毛利率为27.4%，同比+4.7pp，毛利率提升主要系公司低毛利的工程业务收缩、高毛利率的铁路领域业务营收增长，占比提升；净利率为10.95%，同比+0.6pp；期间费用率为15.6%，同比+3.8pp；其中，销量、管理、研发、财务费用率分别为2.7%、7.5%、5.8%、-0.4%，同比+0.4pp、+1.3pp、+1.7pp、+0.4pp，公司24Q1营收下滑，但公司业务偏项目制，费用支出相对固定，费用率整体略有提升。
- 公司系轨交控制系统龙头，有望深度受益于轨交线路更新改造。**当前铁路相关设备正处于更替周期，与中央财经委员会会议提出的推动大规模设备更新节奏一致，相关设备更新招标采购有望加速，后续线路改造升级需求（铁路领域高铁线路改造、2G到5G专网改造建设+城轨领域信号系统升级改造）有望加速释放，公司系国内唯一轨交信号通信系统集成设计、装备、施工于一体的企业，2023年公司在高铁弱电集成业务方面市占率超60%，城轨信号系统集成领域市占率超37%，蝉联榜首，后续相关更新改造需求有望为公司业务带来新弹性。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年归母净利润分别为37.2、42.0、45.2亿元，EPS分别为0.35、0.40、0.43元，未来三年归母净利润复合增速为9%，当前股价对应PE分别为15、14、13倍。给予公司2024年25倍PE，目标价8.75元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**铁路固定资产投资不及预期风险、海外经营风险、城轨投资不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	370.87	393.88	422.19	446.40
增长率	-7.79%	6.20%	7.19%	5.73%
归属母公司净利润(亿元)	34.77	37.17	41.96	45.15
增长率	-4.30%	6.90%	12.88%	7.61%
每股收益EPS(元)	0.33	0.35	0.40	0.43
净资产收益率ROE	8.21%	8.57%	8.96%	8.93%
PE	16	15	14	13
PB	1.22	1.22	1.14	1.06

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tjl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	105.90
流通A股(亿股)	86.21
52周内股价区间(元)	4.03-6.37
总市值(亿元)	571.85
总资产(亿元)	29.43
每股净资产(元)	21.38

相关研究

目 录

1 中国通号：深耕轨交装备领域，成就轨交控制系统龙头	1
1.1 专注轨交控制系统，掌握八大核心技术.....	1
1.2 业绩短期承压，抢抓市场订单充足.....	4
1.3 国务院国资委控股，公司股权结构稳定集中.....	6
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	7
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：前身为铁道部通信信号工程公司，2019 在上交所科创板上市.....	1
图 2：中国通号为轨道交通装备龙头，业务版图多元拓展.....	2
图 3：2023 年，公司轨交控制系统占比 78.9%.....	3
图 4：2023 年，公司轨道交通控制系统毛利率上升.....	3
图 5：2023 年，公司铁路业务占比 51.9%.....	3
图 6：2023 年，公司铁路、城轨市场业务毛利率提升.....	3
图 7：2024Q1，公司实现营收 65.1 亿元，同比-13.1%.....	4
图 8：2024Q1，公司实现归母净利润 6.0 亿元，同比-10.8%.....	4
图 9：2024Q1，新增订单额为 113.6 亿元，同比-17.1%.....	5
图 10：2024Q1，铁路领域新增订单额 39.9 亿元，同比+10.1%.....	5
图 11：2021 年以来，综合毛利率、净利率整体提升.....	5
图 12：近年来，公司重视研发等，期间费用率整体提升.....	5
图 13：中国通号为国务院国资委监管的大型中央企业.....	6

表 目 录

表 1：公司分业务收入及毛利率预测.....	7
表 2：可比公司估值（截至 2024 年 5 月 5 日）.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 中国通号：深耕轨交装备领域，成就轨交控制系统龙头

1.1 专注轨交控制系统，掌握八大核心技术

深耕轨道交通控制系统行业，成为国内行业龙头。公司前身是通信信号工程公司，1953 年由中国铁道部设立；1981 年，铁道部正式组建通信信号公司；2000 年，与铁道部脱钩，整体划归中央企业工委管理；2010 年，中国铁路通信信号股份有限公司挂牌成立；2015 年，在香港联合交易所挂牌上市；2017 年，全面完成公司制改制；2019 年，在上海证券交易所科创板首批上市。公司掌握高铁列控系统、自动驾驶系统、城市轨道交通列控系统、城际铁路列控系统、中低速磁悬浮列控系统、货运编组站自动化系统、铁路综合智能运行维护管理系统、综合运输调度指挥系统 8 大技术，是全球领先的轨道交通控制系统提供商。

图 1：前身为铁道部通信信号工程公司，2019 在上交所科创板上市



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

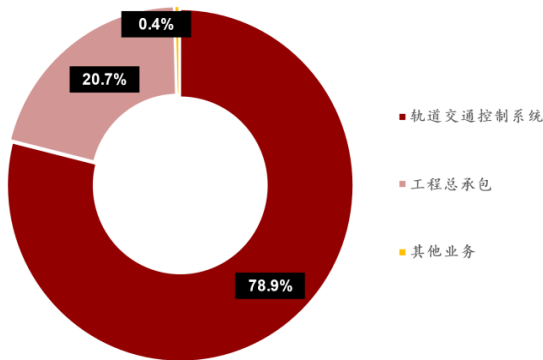
公司主要业务分为轨道交通控制系统和工程总承包两大板块。公司始终专注于轨道交通控制系统技术及其衍生应用的研究与探索，现已形成系统交付、设计集成、设备制造三大轨道交通核心业务。1) 设计集成板块：主要包括提供轨道交通控制系统相关产品的系统集成服务、设计和咨询服务。设备制造板块主要包括生产和销售信号系统、通信信息系统产品等。2) 系统交付板块：包括轨道交通控制系统项目施工、设备安装及为维护服务。3) 工程总承包：该业务以轨道交通总承包为核心，向其他如市政基础设施、房建、产业园区建设等相关领域拓展，逐步建立全产业链运作模式。此外，公司以“坚守主责、创新引领、突出主业、多元协同”为战略导向，亦提供有轨电车、智慧城市、电力电气化及工程总承包等相关产品和服务。从下游应用终端市场来看，公司业务亦可以分为铁路、城轨、海外业务及其他等。

图 2：中国通号为轨道交通装备龙头，业务版图多元拓展

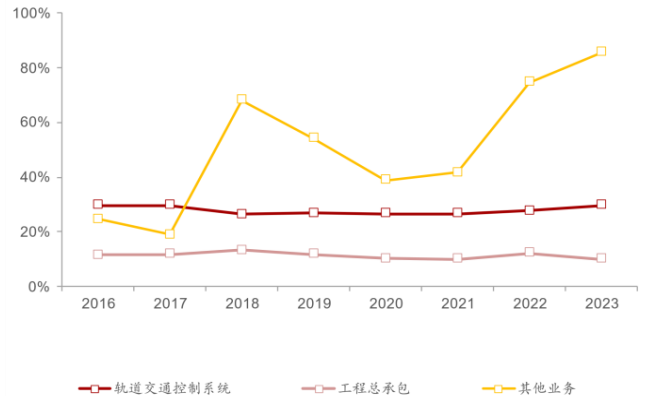

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

从产品看，轨交控制系统为公司核心业务，占比约 79%。公司可以为轨交行业提供包含投融资、设计集成、设备制造、系统交付、配套工程建设及维修维护在内的轨道交通控制系统一体化服务，是国内行业技术谱系最全、系统产品最多的企业，拥有遍布全国的 13 个现代生产基地，覆盖轨道交通控制领域完整的产业链，是全球唯一可提供从投融资到研发设计、装备制造、工程服务与运营维护全产业链一站式服务的企业。

- 1) 轨道交通控制系统营收平稳增长，毛利率较高。2016-2023 年，轨道交通控制系统营收由 237.7 亿元提升至 292.6 亿元，毛利率一直保持在较高水平；2023 年营收 292.6 亿元，同比下降近 5%，占总营收比例为 78.9%；毛利率 29.76%，同比增加 1.96pp。其中，轨道交通控制系统业务中包含系统交付服务、设计集成、设备制造等三大板块，2019-2023 年以来，三大板块占比基本维持稳定，其中系统交付服务占比最高维持在 45-48%；其次是设计集成占比维持在 32-34%；设备制造占比维持在 19-21%。2023 年，系统交付服务业务营收下滑 18.8%，毛利率为 16.4%。
- 2) 工程总承包营收和毛利率均有所下降。2016-2022 年公司该业务营收由 57.5 亿增长到 107.3 亿。2023 年该板块实现营收 76.7 亿，同比下降 28.5%，毛利率为 10.11%，同比下降 2.0.pp。

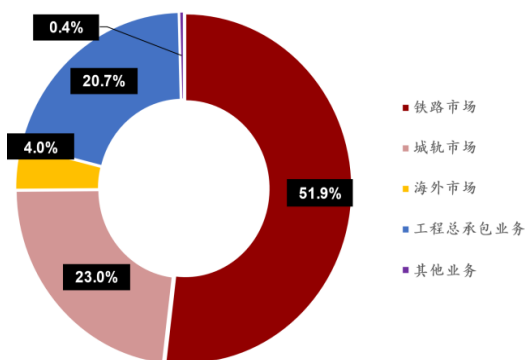
图 3：2023 年，公司轨交控制系统占比 78.9%


数据来源：Wind, 西南证券整理

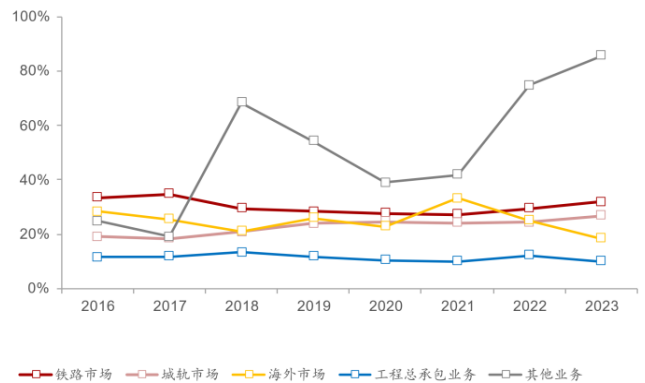
图 4：2023 年，公司轨道交通控制系统毛利率上升


数据来源：Wind, 西南证券整理

从下游终端市场看，铁路市场和城轨市场占比高。公司是我国轨道交通建设的主力军，为国铁集团、18 个铁路局和 40 多个城市以及诸多厂矿企业的轨道交通建设提供产品和服务，口碑享誉全国，是客户最信赖的轨道交通控制系统专家。2023 年，公司铁路市场实现营收 192.5 亿元，同比-0.39%，占营收比例为 51.9%，同比+3.8pp，毛利率为 31.9%，同比+2.4pp，铁路领域公司为我国绝大多数已开通运营的高铁提供核心列控技术和装备；城轨市场实现营收 85.3 亿元，同比-0.63%，占比 23.0%，同比+1.7pp，毛利率为 26.8%，同比+2.4pp，2023 年中国通号在已开标的 33 个城轨信号控制系统项目中，中标 12 个，市场占有率约 37%。海外市场业务实现营收 14.9 亿元，同比-1.11%，占比 4%，毛利率为 18.5%，同比-6.5pp；工程总承包实现营收 76.7 亿元，同比-28.5%，占比 20.7%，同比-6.0pp，毛利率为 10.1%，同比-2.0pp。2024Q1，铁路、城轨、海外、工程总承包业务分别实现营收 35.6 亿、16.2 亿、1.8 亿、11.4 亿，分别同比-9.7%、-7.2%、-34.9%、-24.6%，整体略低于预期；占比分别为 54.7%、24.8%、2.7%、17.6%。

图 5：2023 年，公司铁路业务占比 51.9%


数据来源：Wind, 西南证券整理

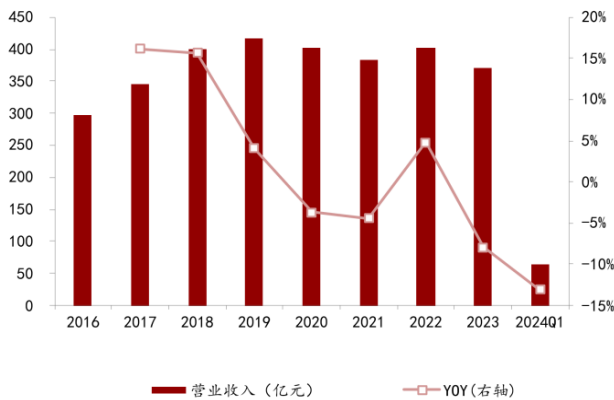
图 6：2023 年，公司铁路、城轨市场业务毛利率提升


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.2 业绩短期承压，抢抓市场订单充足

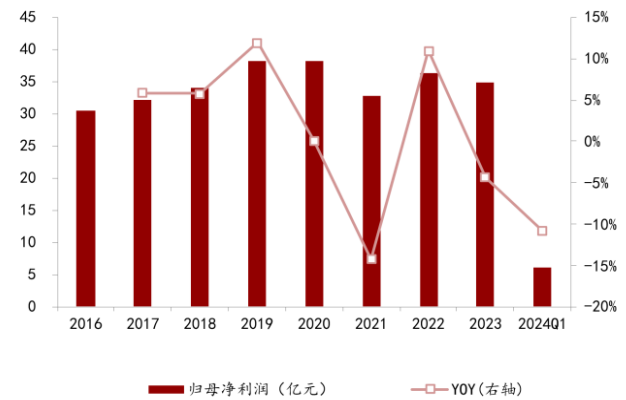
受工程总承包业务收缩下滑影响，23 年及 24Q1 公司业绩承压。2020 年以来，受疫情及国内 2020-2022 年铁路投资下滑影响，公司业绩整体存在波动。2023 年公司营收为 370.0 亿元，同比下降 7.8%；归母净利润为 34.7 亿元，同比下降 4.3%；分业务看，公司业绩下滑主要系工程总承包业务收缩，另外海外市场普遍存在技术标准与产品认证的障碍，不同区域对中国标准的市场认可度存在差异，受此影响海外业绩有所收缩，2023 年公司海外业务同比下滑 1.11%；2024Q1 公司实现营收 65.1 亿元，同比-13.1%，归母净利润 6.04 亿元，同比-10.8%。

图 7：2024Q1，公司实现营收 65.1 亿元，同比-13.1%



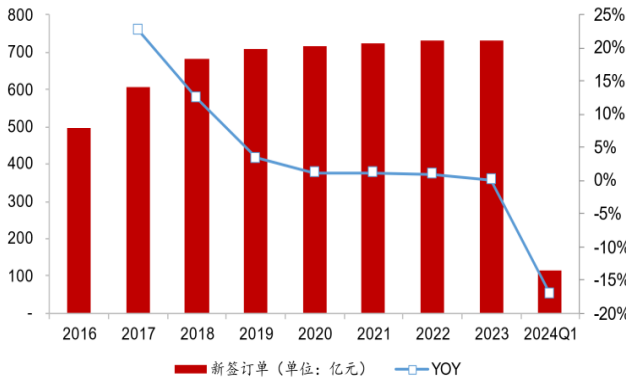
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2024Q1，公司实现归母净利润 6.0 亿元，同比-10.8%

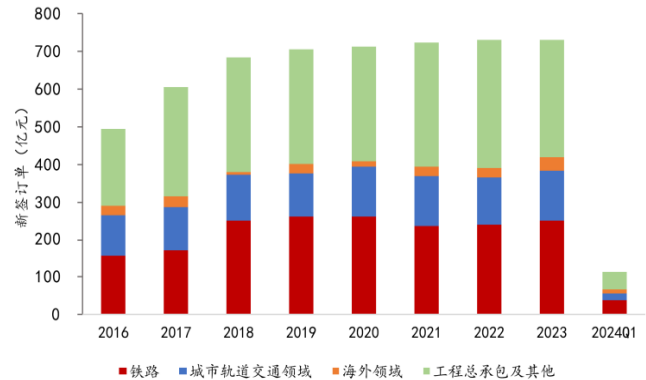


数据来源：Wind，西南证券整理

全力抢抓市场，在手订单充足。2023 年，公司进一步强化经营龙头地位，全年新签合同总额 731.21 亿元，同比增长 0.15%。在手订单充裕；细分来看，订单可分为铁路、城轨、海外、工程总承包及其他领域，2023 年，工程总承包及其他领域 310.9 亿元，同比下降 8.1%；铁路领域 251.12 亿元，同比增长 5.0%；城轨领域 131.8 亿元，同比增长 3.9%；海外领域 37.4 亿元，同比增长 45.2%；截至 2023 年末，公司在手订单 1688.3 亿元，同比+14.5%。24Q1 合计新签订单 113.6 亿，同比-17.1%；其中，铁路领域或受益于铁路投资上行，订单实现增长，新签订单为 39.9 亿，同比+10.1%；城轨领域 15.2 亿，同比-55.4%；海外业务 13.26 亿，基本持平；工程总承包业务 45.3 亿，同比-15.2%。随着轨交设备更新换代带来的下游需求提升，未来公司铁路领域订单有望持续增长，对公司业绩产生积极影响。

图 9：2024Q1，新增订单额为 113.6 亿元，同比-17.1%


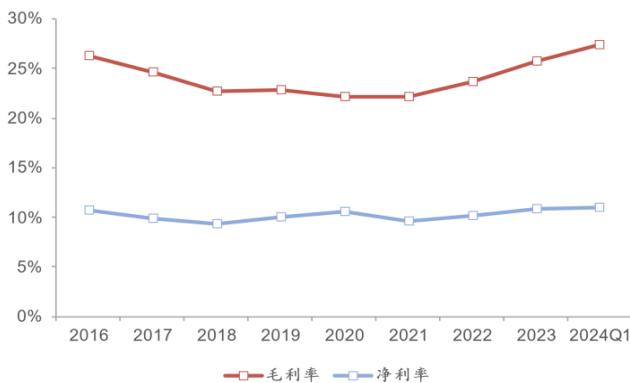
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2024Q1，铁路领域新增订单额 39.9 亿元，同比+10.1%


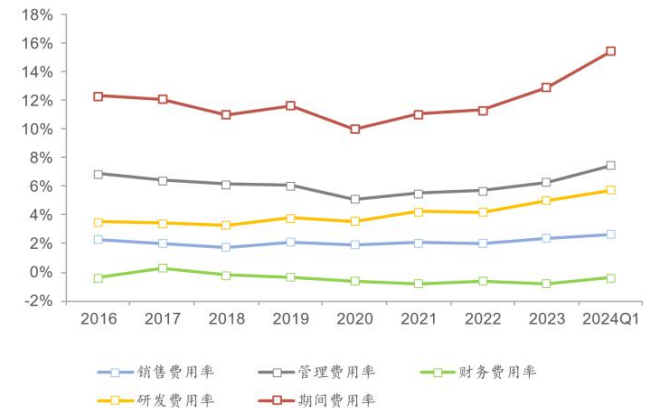
数据来源：Wind，西南证券整理

近年来，公司业务结构优化，盈利能力提升。整体来看，2016-2023 年公司综合毛利率先降后升，基本维持在 22-26%；2023 年公司综合毛利率为 25.9%，同比提升 2.21pp，毛利率提升主要系，公司在项目责任成本管理、工程项目清算、物质集中采购等方面加大力度，推行项目精益化、施工标准化管理，使得业务占比高的铁路板块毛利率提升 2.42pp 至 31.93% 和城轨板块毛利率提升 2.39pp 至 26.83%。2016 年以来，公司净利率基本维持在 9-11%；2023 年净利率为 10.8%，同比提升 0.63pp。2024Q1 公司综合毛利率为 27.4%，同比+4.7pp，毛利率提升主要系公司低毛利的工程业务收缩、高毛利率的铁路领域业务营收增长，占比提升；净利率为 10.95%，同比+0.6pp；

研发等投入加大，近年来公司期间费用整体呈现小幅提升趋势。2016 年以来，公司期间费用率先降后升，2020 年以来，公司加大研发投入和管理投入，期间费用率略有提升。2023 年，公司期间费用率为 12.9%，同比增长 1.6pp；细分来看，公司销售、管理、财务和研发费用率分别为 2.4%、6.3%、-0.8% 和 5.0%；管理费用增长 0.61 个百分点，主要系人工、折旧费及计提的安全生产费用有所增加；研发费用增长 0.82 个百分点，主要系加大研发投入强度和科技攻关力度以提升企业核心竞争力。2024Q1 公司期间费用率为 15.6%，同比+3.8pp；其中，销量、管理、研发、财务费用率分别为 2.7%、7.5%、5.8%、-0.4%，同比+0.4pp、+1.3pp、+1.7pp、+0.4pp，公司 24Q1 营收下滑，但公司业务偏项目制，费用支出相对固定，费用率整体略有提升。

图 11：2021 年以来，综合毛利率、净利率整体提升


数据来源：Wind，西南证券整理

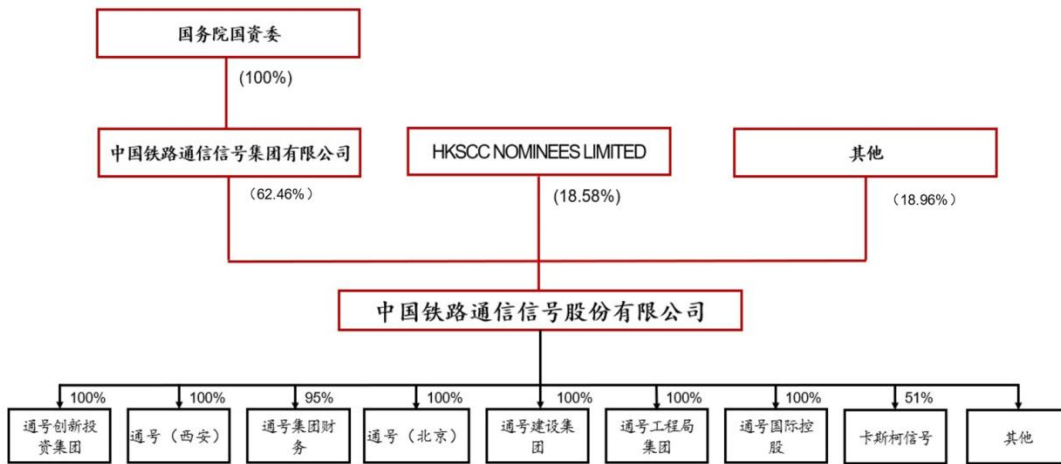
图 12：近年来，公司重视研发等，期间费用率整体提升


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 国务院国资委控股，公司股权结构稳定集中

国务院国资委监管的大型中央企业，股权结构稳定集中。公司实际控制人为国务院国资委，通过中国铁路通信信号集团有限公司间接持有公司 62.46% 的股份。公司在全国各地拥有数目较多的控股子公司，通过完善制度体系建设、管理机构改革、工作机制优化、强化管理机构职责、畅通管理 workflow，实现对子公司生产经营、财务资产等方面的全方位把控；公司管理层及核心技术人员具有卓越学术背景及丰富行业经历，深耕轨交领域多年，轨道交通控制系统领域有着丰富的一线实战经验和行业知识，能够为公司发展提供有力的支持。

图 13：中国通号为国务院国资委监管的大型中央企业



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：轨交控制系统，公司该业务板块主要包括系统交付服务、设计集成、设备制造等三大板块，随着终端市场铁路及城轨设备更新需求释放，预计 2024-2026 年公司以上三大业务订单随着铁路设备更新改造、城轨信号系统升级改造上行，综合来看该板块增速有望为 7.3%、8.5%、6.6%；考虑到设计集成、设备制造业务毛利率相对较高，公司该板块整体毛利率有望稳中有升。

假设 2：工程总承包，2024-2025 年为轨交投资大年，预计 2024-2026 年公司该板块新签订单有望恢复增长，由于公司工程总承包业务交付周期跟轨交建设项目周期相关性高，营收波动平缓，预计 2024-2026 年公司该板块业绩增速为 2%、2%、2%。

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 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
轨交控制系统	收入	292.63	313.88	340.39	362.72
	增速	-0.49%	7.26%	8.45%	6.56%
	毛利率	29.76%	30.52%	31.37%	32.04%
工程总承包	收入	76.74	78.27	79.84	81.43
	增速	-28.48%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	10.11%	11.00%	12.00%	12.00%
其他业务	收入	1.52	1.72	1.96	2.24
	增速	86.61%	13.41%	13.90%	14.37%
	毛利率	85.57%	86.39%	87.37%	88.33%
合计	收入	370.87	393.88	422.19	446.40
	增速	-7.79%	6.20%	7.19%	5.73%
	毛利率	25.93%	26.89%	27.97%	28.66%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

中国通号是国内轨交控制系统龙头，我们选取与公司下游同属于轨道交通通信信号系统的时代电气、佳讯飞鸿、交控科技三家公司作为可比公司，3 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 28、24、19 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 37.2、42.0、45.2 亿元，EPS 分别为 0.35、0.40、0.43 元，未来三年归母净利润复合增速为 9%，当前股价对应 PE 分别为 15、14、13 倍，给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 8.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2024 年 5 月 5 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
688187.SH	时代电气	47.72	2.56	2.97	3.40	18.64	16.06	14.02
688015.SH	交控科技	18.22	0.62	0.69	0.87	29.43	26.29	21.00
300213.SZ	佳讯飞鸿	6.60	0.18	0.23	0.29	37.00	28.31	22.85
可比公司平均值						28.36	23.55	19.29

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 铁路固定资产投资不及预期风险。公司业务中铁路装备业务占比较高，如果铁路固定资产投资不及预期，将影响高铁营业里程增长或更新改造投资招标，进而影响公司业务。

2) 海外业务经营风险。当前国际政治经济复杂，对公司海外订单获取存在影响，如果公司海外业务拓展不及预期，将影响公司的盈利水平。

3) 城轨投资不及预期风险。公司城轨业务目前已经占比超 23%，城轨建设主要依赖于地方政府投资，目前地方政府债务杠杆相对较高，若相关投资不及预期，或将影响城轨相关线路建设或招标需求，进而影响公司业绩。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	370.87	393.88	422.19	446.40	净利润	40.15	2.00	47.98	51.68
营业成本	274.72	287.98	304.11	318.44	折旧与摊销	6.74	8.41	8.41	8.41
营业税金及附加	2.57	2.76	2.96	3.12	财务费用	-3.00	1.50	3.92	5.54
销售费用	8.93	9.06	9.29	9.82	资产减值损失	-0.16	4.00	4.00	4.00
管理费用	23.36	44.90	47.71	50.44	经营营运资本变动	-5.52	311.17	9.74	9.40
财务费用	-3.00	1.50	3.92	5.54	其他	-17.63	28.58	-5.86	-8.99
资产减值损失	-0.16	4.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	20.58	355.66	68.19	70.05
投资收益	1.45	5.56	5.59	5.10	资本支出	-2.64	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-15.59	6.19	5.59	5.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-18.23	1.19	0.59	0.10
营业利润	46.61	49.23	55.79	60.12	短期借款	21.90	15.48	10.00	5.00
其他非经营损益	0.29	0.32	0.32	0.32	长期借款	-3.11	10.00	10.00	10.00
利润总额	46.90	49.56	56.12	60.44	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	6.75	7.14	8.14	8.76	支付股利	-18.00	-6.95	-7.43	-8.39
净利润	40.15	42.42	47.98	51.68	其他	-15.42	-35.21	-3.92	-5.54
少数股东损益	5.38	5.25	6.02	6.53	筹资活动现金流净额	-14.62	-16.69	8.64	1.07
归属母公司股东净利润	34.77	37.17	41.96	45.15	现金流量净额	-12.22	340.17	77.42	71.21
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	225.74	565.91	643.33	714.54	成长能力				
应收和预付款项	265.48	267.47	290.57	307.78	销售收入增长率	-7.79%	6.20%	7.19%	5.73%
存货	32.06	33.62	33.56	36.21	营业利润增长率	-0.92%	5.63%	13.32%	7.76%
其他流动资产	401.81	9.75	10.46	11.06	净利润增长率	-2.09%	5.66%	13.10%	7.71%
长期股权投资	15.32	15.32	15.32	15.32	EBITDA 增长率	-0.79%	17.49%	15.18%	8.73%
投资性房地产	3.35	3.35	3.35	3.35	获利能力				
固定资产和在建工程	55.23	56.21	57.20	58.18	毛利率	25.93%	26.89%	27.97%	28.66%
无形资产和开发支出	30.50	26.16	21.82	17.48	三费率	7.90%	14.08%	14.43%	14.74%
其他非流动资产	160.40	160.34	160.29	160.23	净利率	10.83%	10.77%	11.36%	11.58%
资产总计	1189.90	1138.15	1235.90	1324.16	ROE	8.21%	8.57%	8.96%	8.93%
短期借款	24.52	40.00	50.00	55.00	ROA	3.37%	3.73%	3.88%	3.90%
应付和预收款项	528.28	526.23	561.85	590.41	ROIC	20.77%	176.01%	-37.19%	-37.55%
长期借款	29.80	39.80	49.80	59.80	EBITDA/销售收入	13.57%	15.02%	16.14%	16.59%
其他负债	118.57	37.23	38.81	40.22	营运能力				
负债合计	701.16	643.26	700.46	745.43	总资产周转率	0.31	0.34	0.36	0.35
股本	105.90	105.90	105.90	105.90	固定资产周转率	7.64	8.00	9.34	10.84
资本公积	159.64	159.64	159.64	159.64	应收账款周转率	1.53	1.61	1.66	1.63
留存收益	173.25	203.47	238.00	274.76	存货周转率	9.82	8.75	8.78	8.75
归属母公司股东权益	468.12	469.01	503.54	540.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.40%	—	—	—
少数股东权益	20.63	25.88	31.90	38.43	资本结构				
股东权益合计	488.75	494.89	535.44	578.72	资产负债率	58.93%	56.52%	56.68%	56.29%
负债和股东权益合计	1189.90	1138.15	1235.90	1324.16	带息债务/总负债	7.75%	12.41%	14.25%	15.40%
					流动比率	1.40	1.47	1.52	1.58
					速动比率	1.35	1.42	1.47	1.53
					股利支付率	51.77%	18.71%	17.72%	18.59%
					每股指标				
					每股收益	0.33	0.35	0.40	0.43
					每股净资产	4.42	4.43	4.75	5.10
					每股经营现金	0.19	3.36	0.64	0.66
					每股股利	0.17	0.07	0.07	0.08
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	50.35	59.15	68.13	74.08					
PE	16.45	15.38	13.63	12.67					
PB	1.22	1.22	1.14	1.06					
PS	1.54	1.45	1.35	1.28					
EV/EBITDA	4.67	-1.42	-2.08	-2.67					
股息率	3.15%	1.22%	1.30%	1.47%					

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
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
