

业绩拐点显现，新品持续放量

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年度报告及2024年一季度报告。2023年全年，公司实现营业收入3.7亿元，同比增长27.3%，实现归母净利润-1亿元。24年第一季度，公司实现营收0.9亿元，同比增长34.4%；实现归母净利润-0.1亿元。
- 下游需求转暖，业绩拐点显现。** 23年Q4、24Q1单季度公司营收分别同比增长52.2%、34.4%，归母净利润均实现减亏，主要原因系23年下半年智能手机市场需求逐渐回暖，库存水位降低复苏势头迅猛，以及公司持续推进份额提升战略以及募投产能释放。23年全年公司MEMS声学传感器/压力传感器/惯性传感器销售量分别实现了43.7%、192.3%、39.9%的增长，随着全球经济回暖以及下游库存水位下降，需求有望保持增长态势。
- 毛利率环比向上，费用控制良好。** 23年传感器行业竞争较为激烈，因此公司整体毛利率较历史高位有所下滑，全年实现毛利率16.8%，24Q1实现毛利率22.1%。但随着23年下半年消费电子市场需求回暖以及公司高毛利率产品销售占比提升，公司毛利率有所回暖，23Q3、Q4单季度公司毛利率分别环比增长1.6pp、9.8pp，回升趋势明显。费用方面，23年公司四项综合费用率为39.1%，同比下降1.6pp，其中研发费用率20.9%，同比下降2.9pp。截至2023年底，公司共拥有境内外发明专利93项、实用新型专利300项，在保证持续的研发投入的同时，展现了较好的费用控制能力。
- 新产品推广成效显著，有望成为新增长点。** 公司各类MEMS传感器新品持续取得客户端突破：微压差传感器方面，公司将积累的MEMS微压差传感器技术在电子雾化器产品中推广运用，在大烟雾量、高安全性、新法规合规性产品领域，公司特有的数字化产品具有传统产品难以实现的优势，实现向品牌客户大批量出货；气压计方面，公司开发的用于可穿戴和运动产品市场的防水气压计类产品，在智能手表市场已获得国内头部客户认可并建立良好的合作关系，实现批量出货，并逐步往其他客户及ODM市场推广；加速度计方面，公司持续优化加速度计芯片工艺，加速度计芯片良率提升，产品在下游客户中取得了良好的进展，出货量进一步得到提升。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2024-2026年EPS分别为-0.16元、0.84元、1.79元，对应PE分别为-229倍、45倍、21倍。公司是国内少数掌握多品类MEMS芯片设计和制造工艺能力的企业，随着新品放量以及募投产能释放，未来业绩有望取得进一步增长，参考可比公司估值，首次覆盖给予公司“持有”评级。
- 风险提示:** 新品研发不及预期、下游需求疲软、产品推广不及预期等风险。

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 372.66 | 510.61 | 660.11 | 884.38 |
| 增长率 | 27.34% | 37.02% | 29.28% | 33.97% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -101.85 | -9.17 | 47.14 | 100.29 |
| 增长率 | -85.40% | 91.00% | 614.27% | 112.75% |
| 每股收益EPS(元) | -1.82 | -0.16 | 0.84 | 1.79 |
| 净资产收益率ROE | -9.61% | -0.86% | 4.23% | 8.29% |
| PE | -21 | -229 | 45 | 21 |
| PB | 1.97 | 1.95 | 1.87 | 1.72 |

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
联系人: 曾庆亮
邮箱: zqlyf@swsc.com.cn
联系人: 马嘉程
电话: 18721609525
邮箱: mjch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 0.56 |
| 流通A股(亿股) | 0.54 |
| 52周内股价区间(元) | 28.06-72.77 |
| 总市值(亿元) | 21.00 |
| 总资产(亿元) | 11.62 |
| 每股净资产(元) | 20.63 |

相关研究

目 录

| | |
|------------------------------|---|
| 1 MEMS 产业拓荒者，多维打造全产业链布局..... | 1 |
| 2 财务分析..... | 4 |
| 3 盈利预测与估值..... | 6 |
| 4 风险提示..... | 7 |

图 目 录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：公司股权结构情况（截至 2024 年 Q1） | 2 |
| 图 2：公司历年主营业务结构变化 | 4 |
| 图 3：公司分业务毛利率变化情况 | 4 |
| 图 4：公司历年营收变化情况 | 4 |
| 图 5：公司历年归母净利润变化情况 | 4 |
| 图 6：公司 2018 至 2024Q1 毛利率和净利率变化 | 5 |
| 图 7：公司 2018 至 2024Q1 三费变化 | 5 |
| 图 8：公司历年研发费用及研发费用率情况 | 5 |
| 图 9：公司技术员工占比情况 | 5 |

表 目 录

| | |
|----------------------|---|
| 表 1：公司发展历程 | 1 |
| 表 2：公司核心技术团队背景 | 2 |
| 表 3：公司核心产品简介 | 2 |
| 表 4：分业务收入及毛利率 | 6 |
| 表 5：可比公司估值 | 7 |
| 附表：财务预测与估值 | 8 |

1 MEMS 产业拓荒者，多维打造全产业链布局

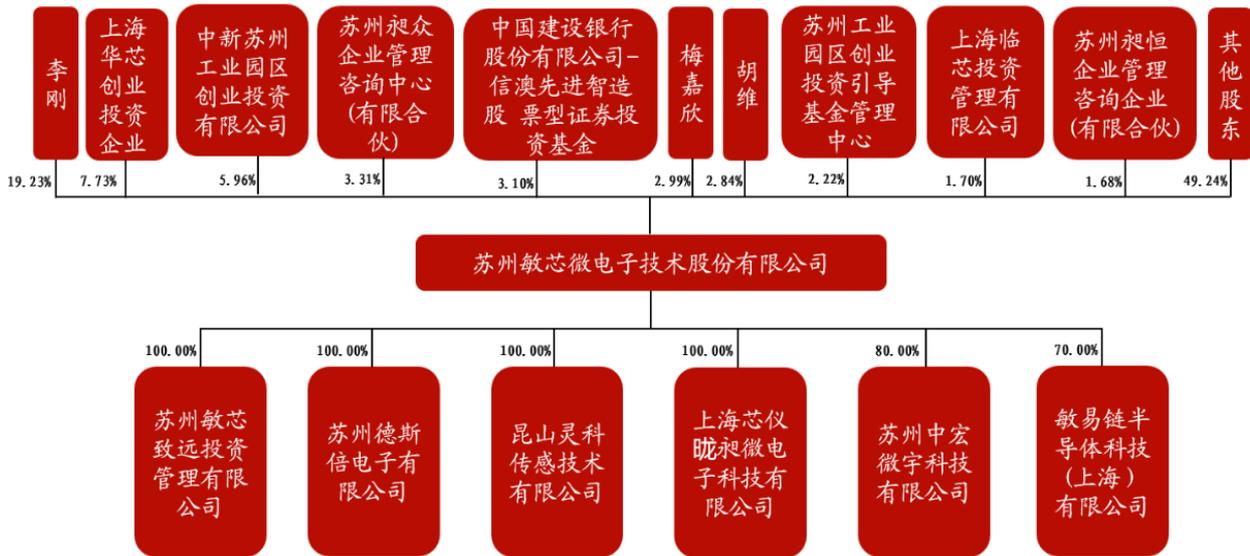
全球领先的 MEMS 传感器制造商，推动中国 MEMS 产业链构建。苏州敏芯微电子技术股份有限公司创立于 2007 年，2020 年 8 月登陆上海证券交易所科创板，为 MEMS 芯片第一股，是目前中国少数掌握多品类 MEMS 芯片设计和制造工艺能力的企业。目前下设 4 家子公司，致力于成为全球领先的 MEMS 解决方案提供者。

表 1：公司发展历程

| 时间 | 发展历程 |
|------|--|
| 2007 | 苏州敏芯微电子技术有限公司于苏州工业园区成立。 |
| 2008 | 利用苏州纳米所的 4 寸中试线进行产品和工艺开发，技术进一步成型，MEMS 生产工艺逐渐成熟 |
| 2009 | 与中芯国际成都厂（成芯）共同开发基于 8 寸线的 MEMS 量产工艺，“算是中芯最早的国内 MEMS 客户”，实现从 4 寸线到 8 寸线的跨越 |
| 2010 | 敏芯参与国家“02 专项” |
| 2011 | 在华润上华（CSMC）实现第一代的 6 寸产品的量产，并提交客户验证 |
| 2012 | MEMS 产品在中国本土的供应链上进行大规模量产，对中国 MEMS 产业具有里程碑意义 |
| 2014 | 由于敏芯在 MEMS 领域突出的研发能力，协同参与完成国家 863 计划“CMOS-MEMS 集成麦克风”项目 |
| 2015 | 更名为“苏州敏芯微电子技术股份有限公司”。同年，完成省级科技创新与成果转化专项“新型 MEMS 数字声学传感器的研发及产业化” |
| 2016 | 加速度计研发成功开始销售 |
| 2017 | MEMS 麦克风出货量攀升至全球第五。同年，完成省级专项“低功耗 IIS 数字输出 MEMS 声学传感器的研发及产业化” |
| 2018 | 全资子公司昆山灵科传感技术有限公司成立 |
| 2019 | 全资子公司苏州德斯信电子有限公司成立。 |
| 2020 | 成功在上海证券交易所科创板挂牌上市。 |
| 2021 | 敏芯股份研发生产大楼封顶，将在 2022 年投入启用 |
| 2022 | 敏芯股份声学传感器项目荣获吴文俊人工智能科学技术奖 |

数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，下设多家子公司扩展业务布局。截至 2024 年 Q1，公司三大股东分别为李刚（持股 19.2%）、上海华芯（持股 7.7%）、中新苏州（持股 6%）。其中李刚、胡维、梅嘉欣、苏州昶众和苏州昶恒为一致行动人。公司下设多家子公司，主要从事负责 ASIC 芯片设计、汽车前装的压力传感器及模组、惯性传感器模组等业务，在产业链多点布局，增强供应链自主可控。

图 1：公司股权结构情况（截至 2024 年 Q1）


数据来源：iFind, 西南证券整理

核心管理团队专业背景深厚，以专业引领行业。公司的高级管理层专业背景深厚、技术实力过硬。公司董事长兼总经理李刚博士是集成微型硅麦克风 post-CMOS 集成工艺的发明者，各副总经理也具有丰富的研发经历与行业经验，三位核心技术人员的从业经历超过 10 年。公司重视研发人员培养，建立了专业技术强、创新实力高的技术团队，保持公司的行业领导地位。

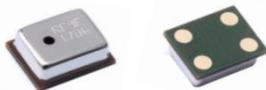
表 2：公司核心技术团队背景

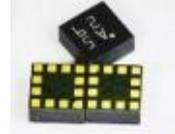
| 核心技术人员 | 职务 | 背景 |
|--------|---------|--|
| 李刚 | 董事长、总经理 | 博士研究生学历，毕业于香港科技大学微电子技术专业，具有多年 MEMS 行业研发与管理经验，是多项 MEMS 专利的核心发明人，于 2007 年 9 月获得苏州工业园区“首届科技领军人才”称号。 |
| 胡维 | 副总经理 | 毕业于北京大学微电子学专业，负责主导 MEMS 传感器芯片的设计与制造工艺的研发。 |
| 梅嘉欣 | 副总经理 | 毕业于南京大学微电子学与固体电子学专业，负责主导 MEMS 传感器的封装和测试工艺的研发。 |

数据来源：公司公告, 西南证券整理

聚焦 MEMS 传感器赛道，产品矩阵丰富。公司目前主要产品线包括 MEMS 声学传感器、MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器。作为国内唯一掌握多品类 MEMS 芯片设计和制造工艺能力的上市公司，公司以消费电子行业为主导（如手机等便携设备、电子烟、VR 设备、智能家居等）、积极布局并开拓汽车、工业控制和医疗等下游市场，不断丰富传感器产品类型，同时尝试参与智慧城市中物联网相关解决方案。

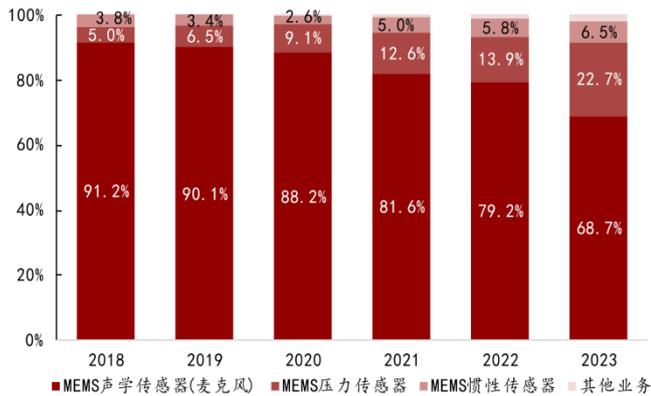
表 3：公司核心产品简介

| 产品类别 | 产品门类 | 产品图例 | 应用领域 |
|---------------------|--------|---|------------|
| MEMS 麦克风 (声学传感器) | 智能手机系列 |  | 智能手机、平板电脑等 |

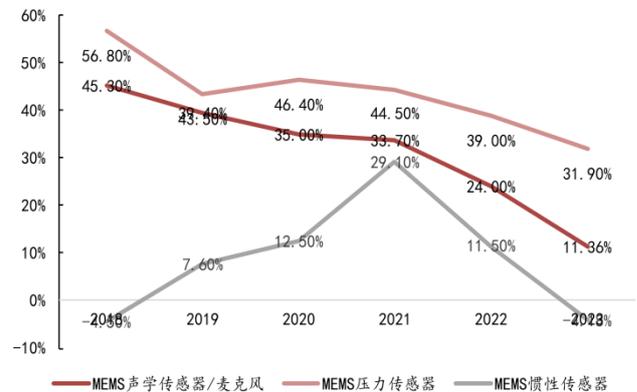
| 产品类别 | 产品门类 | 产品图例 | 应用领域 |
|---------------|-----------------|---|--|
| | 笔记本电脑系列 |  | 笔记本电脑等 |
| | 智能家居系列 |  | 智能音箱、智能遥控器、智能电视等 |
| | 可穿戴设备系列 |  | 耳机、手表、手环等 |
| MEMS 压力传感器 | 胎压计系列 |  | 手持式数字胎压计 |
| | 高度计系列 |  | 智能手机等消费电子产品 |
| | 血压计系列 |  | 电子血压计 |
| | 汽车及工业系列 |  | 汽车后装进气歧管压力传感器、汽车后装机油压力传感器模块和汽车燃油泵传感器模块等汽车及工业类压力传感器 |
| MEMS 惯性传感器 | 三轴加速度计系列 |  | 智能手机、可穿戴设备等消费电子产品和行车记录仪等 |
| | WLCSP 加速度计系列 |  | 可穿戴设备等对产品微型化要求高的消费电子设备 |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

主营产品结构优化，压力传感器、惯性传感器占比稳步上升。从主营业务收入的构成来看，主力产品 MEMS 声学传感器收入占比自 2018 年起呈现小幅下降趋势，2023 年下跌至 68.7%。原因系受欧美通货膨胀等宏观因素影响，加上行业价格竞争加剧，使得公司产品的销售价格承受较大的压力。公司压力传感器占比逐年提升，得益于非消费类市场中汽车压力传感器市场的增速窗口。此外公司积极扩展新市场和新产品，预期公司将在新应用场景下获得收入增长新动力。

图 2：公司历年主营业务结构变化


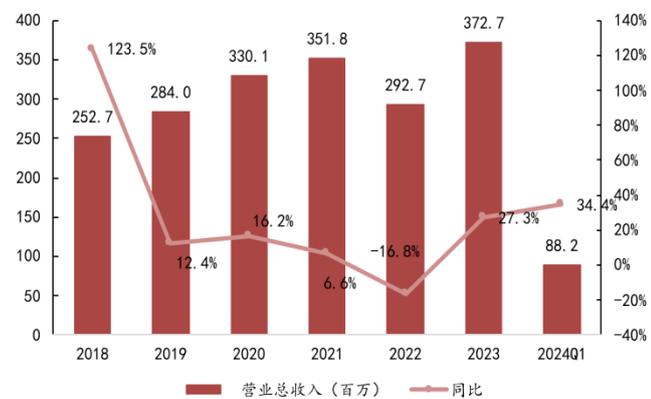
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 3：公司分业务毛利率变化情况


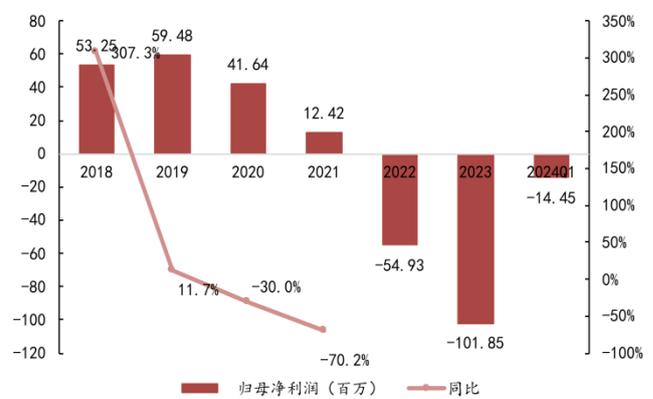
数据来源：iFinD，西南证券整理

2 财务分析

业绩拐点已现，盈利能力有望提升。2023 年公司营收同比上升 27.3%，主要系下半年智能手机市场需求逐渐回暖，复苏势头发展迅速，以及公司新产品研发和市场推广取得成效，募投项目产能释放等因素综合推动。2023 年持续亏损主要原因系受国内外消费类电子市场疲软的影响，产品需求减少，行业竞争加剧，从而销售价格下降导致毛利率下降所致，等待下游需求恢复业绩有望继续回暖。

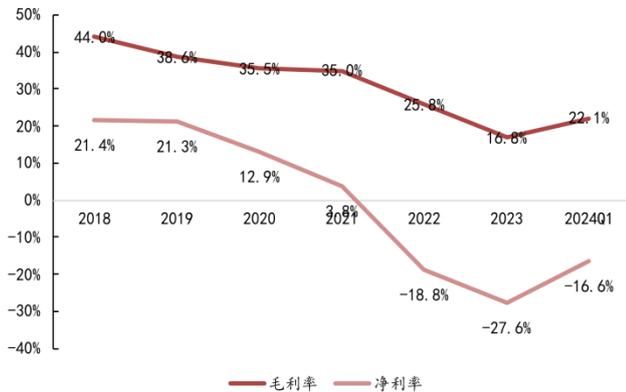
图 4：公司历年营收变化情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

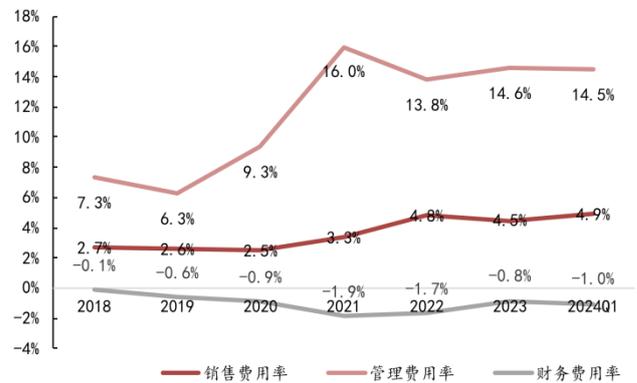
图 5：公司历年归母净利润变化情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

毛利率拐点向上，费用控制良好。2023 年公司毛利率为 16.8%，24Q1 回升至 22.1%；净利率方面，23 年公司净利率为 -32.1%，24Q1 回升至 -16.6%。公司毛利率较 23 年上半年均有较大幅度改善，2023 年第三季度、第四季度产品毛利率环比分别增长 1.6pp、9.8pp，主要原因系消费类市场需求的逐渐回暖以及公司高毛利新产品的逐渐起量。费用端来看，2023 年公司各项费用都基本保持稳定，随着公司收入增长，规模效应有望进一步显现。

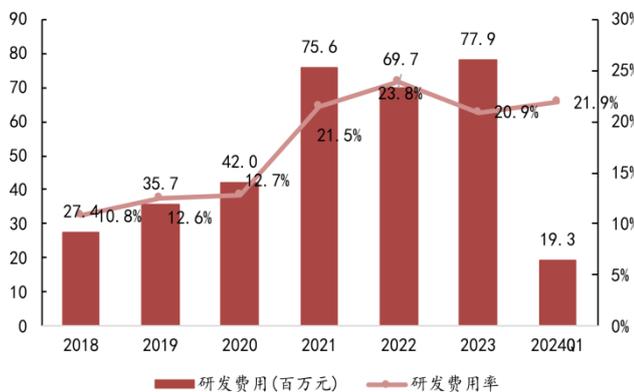
图 6：公司 2018 至 2024Q1 毛利率和净利率变化


数据来源：iFind, 西南证券整理

图 7：公司 2018 至 2024Q1 三费变化


数据来源：iFind, 西南证券整理

技术人员增长，研发投入增加。公司研发费用和技术人员数量呈现上升趋势，近三年来研发费用率稳定在 20% 之上，研发人员比例超过 30%。2023 年，公司研发投入 7790.7 万元，研发费用率为 20.9%，技术人员增加 12 人至 187 人。公司注重研发投入与视研发人员的培养，建立了学历高、专业背景深厚、创新能力强的研发团队，具有强大自主研发及创新优势。

图 8：公司历年研发费用及研发费用率情况


数据来源：iFind, 西南证券整理

图 9：公司技术员工占比情况


数据来源：iFind, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：全球消费电子库存水位持续下降，MEMS 传感器需求及销量预计将持续增长，假设公司 MEMS 声学传感器销量在 2024-2026 年复合增速为 33.3%，单价随着销量增长将有所下降，假设复合增速为-3.4%。毛利率随着规模效应增长而逐步回暖，预计未来 3 年毛利率分别为 17.9%、24.5%、28.2%。

假设 2：公司压力传感器广泛应用于消费电子、汽车电子及工业电子领域，随着经济回暖，下游需求有望进一步释放。假设 24-26 年 MEMS 压力传感器销量增速分别为 40%、30%、30%，单价随着产品迭代有所提升，假设复合增速为 8.3%，毛利率随规模效应放大而有所提升。

假设 3：公司惯性传感器应用于微型化消费电子领域，目前销售规模较小，随着公司产品良率增长有望在下游客户取得份额提升，假设 24-26 年 MEMS 惯性传感器销量复合增速为 33.3%，单价维持 5% 的年增，毛利率逐步回归到 15% 左右的正常水平。

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 4：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-----|---------|--------|--------|--------|
| MEMS 声学传感器 | 收入 | 256.1 | 340.5 | 420.6 | 546.7 |
| | 增速 | 10.41% | 33.00% | 23.50% | 30.00% |
| | 毛利率 | 11.4% | 17.9% | 24.5% | 28.2% |
| MEMS 压力传感器 | 收入 | 84.4 | 124.1 | 177.5 | 253.8 |
| | 增速 | 107.19% | 47.00% | 43.00% | 43.00% |
| | 毛利率 | 31.9% | 39.5% | 41.3% | 43.2% |
| MEMS 惯性传感器 | 收入 | 24.2 | 35.6 | 48.6 | 66.3 |
| | 增速 | 43.74% | 47.00% | 36.50% | 36.50% |
| | 毛利率 | -4.2% | 12.0% | 13.2% | 14.4% |
| 其他 | 收入 | 8.0 | 10.3 | 13.5 | 17.5 |
| | 增速 | 153.50% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| | 毛利率 | 96.0% | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
| 合计 | 收入 | 372.7 | 510.6 | 660.1 | 884.4 |
| | 增速 | 27.3% | 37.0% | 29.3% | 34.0% |
| | 毛利率 | 16.8% | 23.6% | 28.9% | 32.1% |

数据来源：Wind，西南证券

公司主营 MEMS 传感器，市场上可比公司较少，我们选取 3 家产品品类类似的标的作为可比公司，分别为赛微电子、纳芯微和芯动联科。三家公司 24 年平均 PE 为 55 倍，25 年平均 PE 为 49 倍，首次覆盖给予公司“持有”评级。

表 5：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | PE（倍） | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|-------|-------|-------|
| | | | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E |
| 300456.SZ | 赛微电子 | 18.10 | 0.35 | 0.48 | 0.73 | 51.71 | 37.71 | 24.79 |
| 688052.SH | 纳芯微 | 96.31 | -0.21 | 1.44 | 1.71 | - | 66.88 | 56.32 |
| 688582.SH | 芯动联科 | 33.30 | 0.58 | 0.81 | 1.08 | 57.41 | 41.11 | 30.83 |
| 平均值 | | | | | | 54.56 | 48.57 | 37.31 |

数据来源：Wind，西南证券整理（截止至 2024.4.30）

4 风险提示

新品研发不及预期、下游需求疲软、产品推广不及预期等风险。

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 | 372.66 | 510.61 | 660.11 | 884.38 | 净利润 | -102.80 | -9.25 | 47.58 | 101.23 |
| 营业成本 | 310.02 | 390.02 | 469.12 | 600.42 | 折旧与摊销 | 45.24 | 57.32 | 57.32 | 57.32 |
| 营业税金及附加 | 3.02 | 3.25 | 4.58 | 5.97 | 财务费用 | -3.13 | 0.76 | -5.63 | -8.10 |
| 销售费用 | 16.69 | 20.42 | 26.40 | 26.53 | 资产减值损失 | -23.04 | -20.00 | -20.00 | -25.00 |
| 管理费用 | 66.20 | 137.87 | 151.83 | 203.41 | 经营营运资本变动 | 4.26 | -93.92 | -8.56 | -109.29 |
| 财务费用 | -3.13 | 0.76 | -5.63 | -8.10 | 其他 | 69.88 | 12.09 | 1.69 | 7.11 |
| 资产减值损失 | -23.04 | -20.00 | -20.00 | -25.00 | 经营活动现金流净额 | -9.59 | -53.00 | 72.40 | 23.27 |
| 投资收益 | 3.27 | 15.00 | 15.00 | 20.00 | 资本支出 | -6.02 | -15.00 | -10.00 | -5.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.24 | 0.12 | 0.14 | 0.15 | 其他 | -155.76 | 8.87 | 17.23 | 19.46 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -161.78 | -6.13 | 7.23 | 14.46 |
| 营业利润 | -94.34 | -6.58 | 48.95 | 101.30 | 短期借款 | 9.91 | 0.09 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -5.52 | -2.41 | -2.73 | -2.96 | 长期借款 | 19.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | -99.86 | -8.99 | 46.22 | 98.34 | 股权融资 | 125.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 2.94 | 0.26 | -1.36 | -2.89 | 支付股利 | 0.00 | 16.07 | 1.21 | -5.60 |
| 净利润 | -102.80 | -9.25 | 47.58 | 101.23 | 其他 | -4.24 | -3.76 | 5.63 | 8.10 |
| 少数股东损益 | -0.95 | -0.09 | 0.44 | 0.94 | 筹资活动现金流净额 | 150.81 | 12.40 | 6.84 | 2.50 |
| 归属母公司股东净利润 | -101.85 | -9.17 | 47.14 | 100.29 | 现金流量净额 | -20.41 | -46.73 | 86.47 | 40.23 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 245.94 | 199.21 | 285.68 | 325.90 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 56.38 | 70.12 | 92.40 | 120.24 | 销售收入增长率 | 27.34% | 37.02% | 29.28% | 33.97% |
| 存货 | 173.70 | 287.44 | 305.98 | 420.02 | 营业利润增长率 | -79.75% | 93.02% | 843.67% | 106.94% |
| 其他流动资产 | 184.52 | 182.07 | 181.62 | 184.76 | 净利润增长率 | -86.83% | 91.00% | 614.27% | 112.75% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | -69.77% | 198.61% | 95.42% | 49.57% |
| 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 | 382.91 | 330.08 | 277.26 | 224.43 | 毛利率 | 16.81% | 23.62% | 28.93% | 32.11% |
| 无形资产和开发支出 | 25.25 | 38.00 | 45.74 | 48.49 | 三费率 | 18.24% | 31.15% | 26.15% | 25.08% |
| 其他非流动资产 | 156.82 | 154.58 | 152.34 | 150.11 | 净利率 | -27.59% | -1.81% | 7.21% | 11.45% |
| 资产总计 | 1225.52 | 1261.51 | 1341.02 | 1473.96 | ROE | -9.61% | -0.86% | 4.23% | 8.29% |
| 短期借款 | 9.91 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | ROA | -8.39% | -0.73% | 3.55% | 6.87% |
| 应付和预收款项 | 79.73 | 121.53 | 149.49 | 184.20 | ROIC | -17.30% | -0.97% | 6.96% | 14.30% |
| 长期借款 | 19.60 | 19.60 | 19.60 | 19.60 | EBITDA/销售收入 | -14.01% | 10.09% | 15.25% | 17.02% |
| 其他负债 | 46.02 | 33.30 | 36.05 | 38.65 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 155.26 | 184.42 | 215.15 | 252.45 | 总资产周转率 | 0.31 | 0.41 | 0.51 | 0.63 |
| 股本 | 55.89 | 55.89 | 55.89 | 55.89 | 固定资产周转率 | 1.06 | 1.52 | 2.32 | 3.83 |
| 资本公积 | 1019.82 | 1019.82 | 1019.82 | 1019.82 | 应收账款周转率 | 10.70 | 10.75 | 10.62 | 10.71 |
| 留存收益 | -4.06 | 2.84 | 51.19 | 145.89 | 存货周转率 | 1.64 | 1.67 | 1.56 | 1.64 |
| 归属母公司股东权益 | 1068.69 | 1075.59 | 1123.94 | 1218.64 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 107.05% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 1.58 | 1.49 | 1.93 | 2.87 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1070.27 | 1077.08 | 1125.88 | 1221.51 | 资产负债率 | 12.67% | 14.62% | 16.04% | 17.13% |
| 负债和股东权益合计 | 1225.52 | 1261.51 | 1341.02 | 1473.96 | 带息债务/总负债 | 19.01% | 16.05% | 13.76% | 11.73% |
| | | | | | 流动比率 | 5.81 | 5.17 | 4.99 | 4.98 |
| | | | | | 速动比率 | 4.28 | 3.16 | 3.22 | 2.99 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 175.30% | -2.57% | 5.58% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | -1.82 | -0.16 | 0.84 | 1.79 |
| | | | | | 每股净资产 | 19.12 | 19.25 | 20.11 | 21.81 |
| | | | | | 每股经营现金 | -0.17 | -0.95 | 1.30 | 0.42 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | -0.29 | -0.02 | 0.10 |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | |
| EBITDA | -52.23 | 51.50 | 100.64 | 150.52 | | | | | |
| PE | -20.62 | -229.12 | 44.55 | 20.94 | | | | | |
| PB | 1.97 | 1.95 | 1.87 | 1.72 | | | | | |
| PS | 5.64 | 4.11 | 3.18 | 2.37 | | | | | |
| EV/EBITDA | -30.29 | 31.45 | 15.26 | 9.93 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | — | — | 0.27% | | | | | |

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。

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 |
