

业绩稳健增长, AI商业化进展领先

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年半年度报告, 实现收入10.0亿元, 同比增长11.0%; 实现归母净利润4244.1万元, 同比增长17.5%; 实现扣非后归母净利润4048.0万元, 同比增长54.0%。
- **四大领域协同发展, 研发设计类及AIoT持续高增长。** 1) 研发设计类: 2024年H1实现收入5134.2万元, 同比增长15.3%, 公司发布的行业首款融入AI技术的PLM产品已入选工信部年度智能制造解决方案挂帅项目。2) 数字化管理类: 实现收入5.5亿元, 同比增长0.2%, 报告期内公司不断提高行业方案复用率, 扩展行业方案数量, 加速产品落地和发展。3) 生产控制类: 实现收入1.3亿元, 同比下滑1.2%, 报告期内公司针对底层软件架构进行改造升级和国产适配, 持续聚焦细分行业优化方案, 交付效率进一步提升。4) AIoT类: 实现收入2.7亿元, 同比增长51.0%, 公司基于雅典娜工业互联网平台数智驱动能力, 重点拓展OT设备产品、软硬融合应用、设备云工业APP及整厂规划等方案与产品, AIoT业务取得突破性成长。
- **中企出海趋势加速, 大陆按省经营初见成效。** 1) 非大陆方面, 2024年H1实现收入5.5亿元, 同比增长14.2%。公司在台湾地区竞争优势稳固, 不断拓展业务边界增加老客复购; 同时积极把握中企出海需求, 已在泰国、越南、马来西亚设立子公司当地经营, 在东南亚地区经销市场成长超过100%, SaaS产品需求逐步攀升。2) 大陆方面, 2024年H1实现收入4.5亿元, 同比增长7.4%。公司持续推动省级单位经营策略, 并成立大客事业部, 通过定制化服务与创新场景共创, 灵活应对下游行业景气度波动。
- **雅典娜数智底座升级迭代, 企业级AI应用落地领先。** 报告期内, 鼎捷雅典娜持续融合微软Azure GPT并引入国内优秀开源大模型能力, 形成如IndepthAI、智能问答、敏捷数据等一系列灵活可组装的平台能力。通用AI应用方面, Chatfile标杆案例持续落地复制, 高管AI数智助力完成内测验证, 成功打造多个beta客户案例。行业AI应用方面, 鼎捷雅典娜已经在装备制造云、零部件云、财务云等开发了近20款支持数智化场景的新应用, 营收较上年同期增长114%。后续公司将坚定“智能+”战略, 继续以雅典娜数智底座为核心, 集成AIGC能力的场景应用将不断推出上线, 进一步打开成长空间。
- **盈利预测与投资建议:** 公司深耕行业40余年, 业务基本盘竞争优势稳固, 伴随下游需求的修复, 前期大陆市场的布局有望进入收获期; 叠加公司积极拥抱AIGC技术浪潮, 商业化落地进展领先, 预计2024-2026年EPS分别为0.67元、0.81元、0.99元, 给予2024年28倍PE, 目标价18.76元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** AI产品研发进展不及预期、下游需求短期波动、行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2227.74	2524.37	2934.32	3415.22
增长率	11.65%	13.32%	16.24%	16.39%
归属母公司净利润(百万元)	150.26	179.97	217.82	265.75
增长率	12.48%	19.78%	21.03%	22.00%
每股收益EPS(元)	0.56	0.67	0.81	0.99
净资产收益率ROE	7.06%	7.99%	8.95%	10.02%
PE	26.90	22.48	18.57	15.22
PB	1.96	1.85	1.71	1.56

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 邓文鑫
执业证号: S1250523070002
电话: 15123996370
邮箱: dwx@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)	2.70
流通A股(亿股)	2.68
52周内股价区间(元)	13.6-28.52
总市值(亿元)	41.94
总资产(亿元)	29.85
每股净资产(元)	7.59

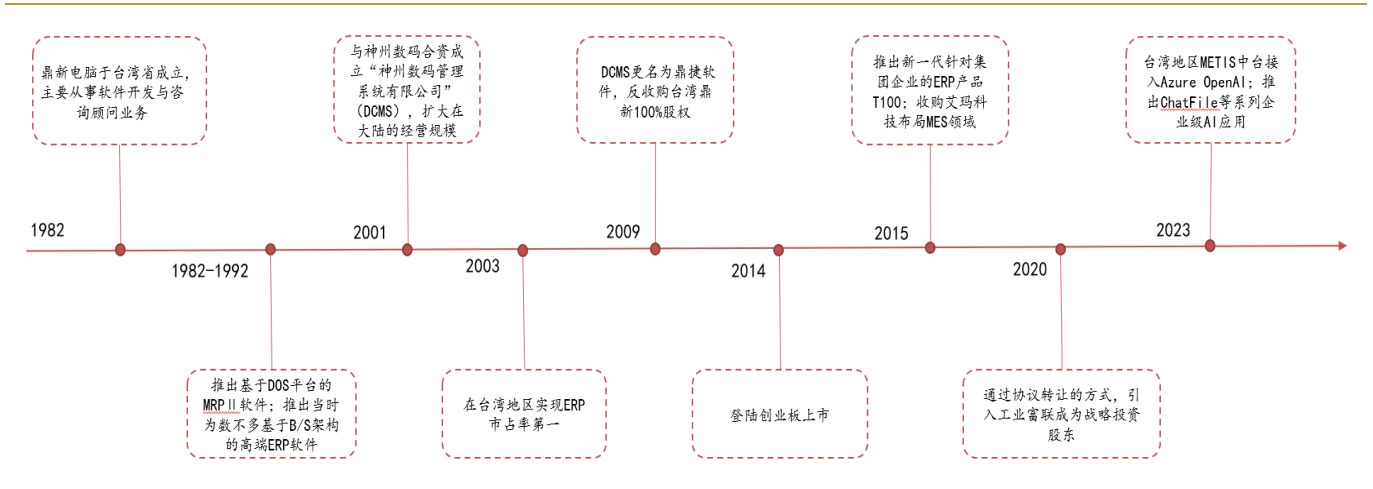
相关研究

1 AIGC 赋能雅典娜中台，企业应用进展加速

鼎捷软件是国内领先的数智化转型与智能制造整合规划方案服务提供商。公司的前身鼎新电脑 1982 年于台湾省成立，借助全球第三次制造业大迁徙的浪潮，旗下 ERP 产品市占率快速提升，占据台湾地区第一的领先地位；进入 21 世纪，顺应第四次制造业大迁徙的浪潮，公司通过与神州数码成立合资企业等方式拓展大陆业务，2008 年从台湾证券市场退市，并于 2014 年登陆深交所创业板上市。

公司历经 40 余年发展深耕，现如今已成为拥有 43 家集团分公司与子公司，33 个国内分支机构的国际化运营集团企业，累积客户超过 50000 家，形成复旦微电子、东富龙、老板电器等众多样板案例。

图 1：公司发展历程



数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

引入工业富联战略投资，加强智能制造协同优势。2020年，公司股东 DC Software 通过协议转让的方式，引入工业富联成为战略投资股东，公司在智能制造与工业互联网的布局得到进一步完善；同时，为维持股权结构稳定，工业富联与公司股东及高管团队 Top Partner Holding、叶子祯、孙蔼彬、新蕊咨询签署了《一致行动人协议》，并于 2023 年 12 月进行了 36 个月的协议续签，保持了公司发展战略和经营管理的连贯性和稳定性。当前工业富联持股比例达到 14.83%，为公司第一大股东，双方将持续推动 IT 与 OT 的创新融合，打造更加成熟的智能工业系统，助力我国制造产业的数字化、智能化转型升级。

图 2：公司主要股东持股比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

长效激励机制建立完善，充分调动团队积极性。上市以来，公司分别于 2016、2017、2021 年先后实施股权激励，激励对象覆盖公司管理层与核心技术骨干等，实现管理层、技术人员与股东利益的高度一致。此外，2022 年 9 月公司发布新一轮员工持股计划，持有的股票总数 420 万股，约占当前公司股本总额的 1.56%；本轮计划额外设立业绩考核要求，以 2021 年营业收入为基数，2022-2026 年收入增长率分别不低于 10%、20%、30%、40%、50%。

业务布局不断延展，形成全栈工业软件产品体系。公司以“智能+”为整体战略，在研发设计、数字化管理、生产控制及 AIoT 四大业务领域为企业提供全方位的产品研发、咨询规划及价值交付服务。同时，公司持续融合 AIGC 等前沿技术，并结合在制造、流通两大领域积累的经验优势，将数据作为主要驱动力量，不断创新优化数智化方案，助力企业实现数智化转型。

图 3：公司产品方案架构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

- 研发设计类：**公司以产品生命周期管理平台（PLM）为核心，持续聚焦电子、半导体、装备制造、汽车零部件等离散型行业，为企业在产品规划、研发、工艺、生产、采购和质量等各部门间构建了协同工作平台用以实现“设计生产一体化”，并通过价值交付从深层次解决企业的研发生产协同管理问题，提高企业整体研发与生产的运作效率，竞争力处于该领域国产软件中的领先水平。
- 数字管理类：**公司以 ERP 产品和解决方案为核心，向外扩充并衍生 ERP II 产品互为补充，构成生态型、一体化解决方案体系，现已推出 T100（面向大型及超大型集团企业）、E10（面向中大型集团企业）和易飞（面向中小型企业）等产品，全面满足企业不同发展阶段的经营管理需求。
- 生产控制类：**公司以制造运营管理系统（MOM）为核心，持续优化制造执行系统（MES）、先进排程系统（APS）、仓储物流管理系统（WMS）、质量管理体系（QMS）及智能制造中台（MMP）等产品，聚焦半导体、机械装备、五金机加、电子组装、汽车零部件及注塑等 6 大优势行业，以行业包的形式深化应用，发展满足行业特性需求的数智工厂解决方案。
- AIoT 类：**公司基于数智驱动的新型工业互联网平台、设备云工业 APP 及 OT 设备产品，聚焦车间自动化与工艺智能化需求制造企业，重点拓展 OT 类方案、设备云工业 APP、软硬融合应用方案及整厂规划（EPC）等方案与产品。

图 4：公司 PLM 系统整体架构



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 5：公司 ERP 产品矩阵



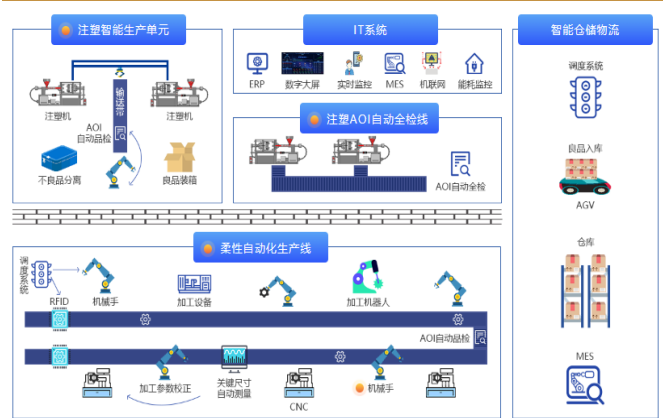
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 6：公司生产控制类系统产品矩阵



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 7：公司 AIoT 解决方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

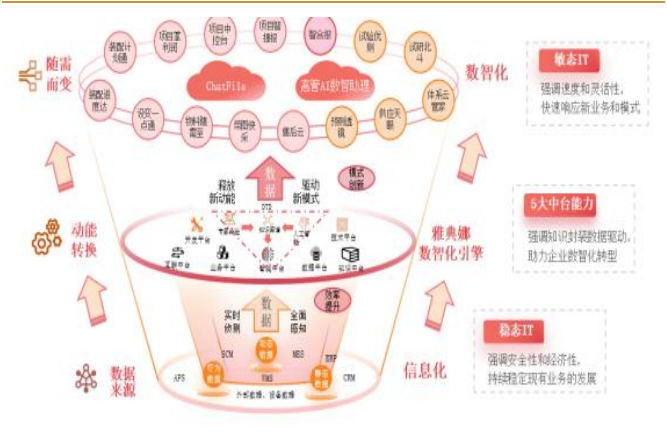
鼎捷雅典娜数智底座升级迭代，拓展 AIGC 应用落地场景。2022 年 8 月，公司推出以数智驱动、知识封装为核心的新型工业互联网平台——鼎捷雅典娜，基于 5 大中台能力，按各行业的特定场景发展云原生应用，针对性地为企业提供数智化场景服务。2023 年 6 月，鼎捷全资子公司鼎新电脑与台湾微软召开合作发布会，宣布鼎捷 Metis 平台（雅典娜在非大陆地区的产品名）结合 Azure OpenAI，在中国台湾地区首个开发出引入 GPT 能力的新型应用。当前，鼎捷雅典娜持续融合微软 Azure GPT 并引入国内优秀开源大模型能力，形成如 IndepthAI、智能问答、敏捷数据等一系列灵活可组装的平台能力，持续推动通用型及行业化 AI 应用落地。

图 8：鼎捷雅典娜平台架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：基于鼎捷雅典娜打造 AI 新应用

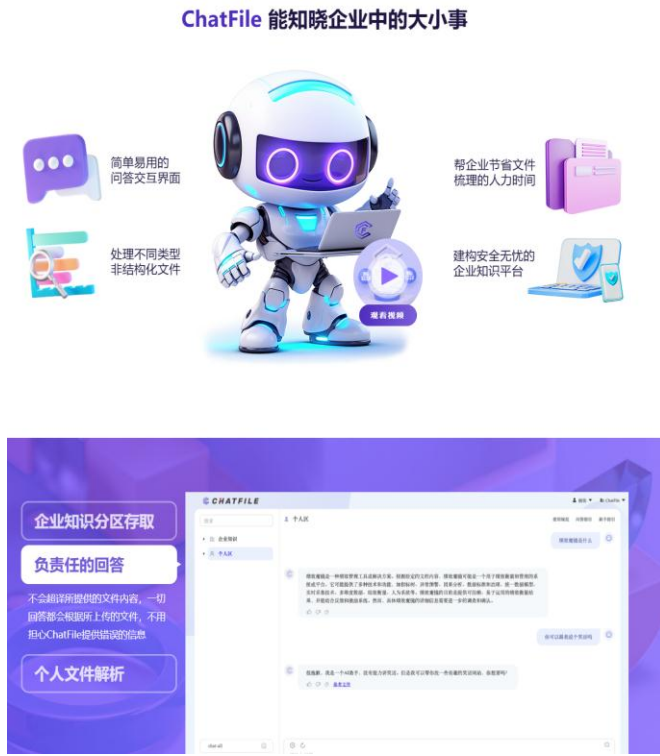


数据来源：公司公告，西南证券整理

通用型 AI 应用： 1) Chatfile 企业级知识机器人：基于雅典娜知识中台，对企业非结构化资料进行集中采集、存储和管理，帮助用户通过语音与输入等互动形式，实现数据搜集、整理汇总、会议协调和项目追踪等应用场景。2) ChatBI 数智参谋：基于雅典娜数据中台，可灵活应用结构化数据，将 ERP、MES、PMS 等业务系统数据库链接打通，帮助企业进行数据分析决策，提供销售预测、生产线调整、产品良品率提升等建议。3) 高管 AI 数智助理：以雅典娜数据中台为底座，结合行业知识图谱、大语言模型及数据引擎，通过自然语言交互的方式实现经营数据时问时答，助力企业高管科学决策和高效管理。截至 2023 年底，公司 Chat 系列应用已在超过 120 家客户上线，其中在中国大陆地区，ChatFile 助力上汽乘用车

等企业搭建基于 AI 大模型的汽车在线问答平台，应用在研发、内部运维、售后等多个场景，有效提升员工工作效率；2024 年 H1，上汽 ChatFile 标杆案例成功复制到中国台湾地区，同时高管 AI 数智助理也打造了多个 beta 客户。

图 10：ChatFile 发挥企业知识的高效价值



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 11：ChatBI 为企业经营决策提供基于数据分析的建议

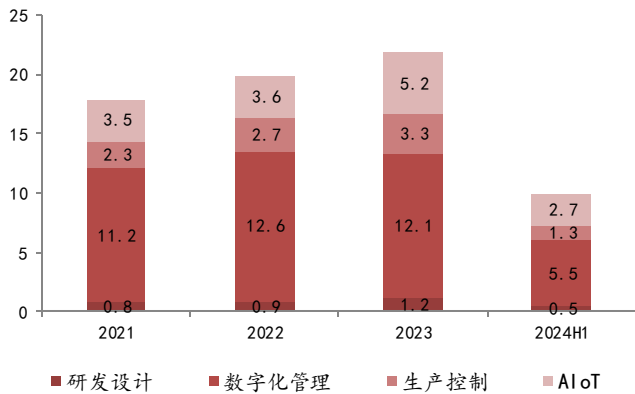


数据来源：公司官网，西南证券整理

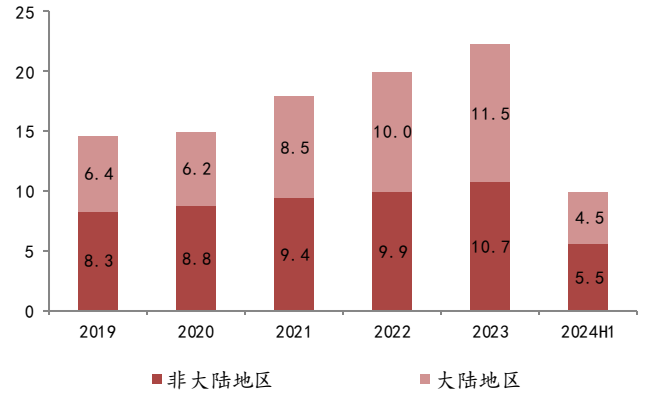
行业化场景应用：鼎捷雅典娜以“数据驱动+生成驱动”为核心，基于各行业属性，与大客户共创共建，在装备制造云、零部件云、财务云等开发了近 20 款支持数智化场景的 AI 新应用。在装备制造云，公司研发的项目智捷报应用可解决企业估价难、过程繁、报价慢等问题，基于 AI 智能算法，非标项目报价周期从 5 天降低至 1 天，成本估算精准度从 80% 上升至 97%；在零部件云，公司研发的供应天眼应用引入三方仓管理解决方案，助力客户实现库存数据的精准与时效提升，通过建立在途跟踪、多方稽核、数据同步等机制，主机厂呆滞库存量减 60%，库存准确率从 70% 提升至 95%。2024H1，行业化场景 AI 应用营收较上年同期成长 114%。

分业务看，四大领域协同发展，研发设计类及 AIoT 持续高增长。1) 研发设计类：2024 年 H1 实现收入 5134.2 万元，同比增长 15.3%，公司发布的行业首款融入 AI 技术的 PLM 产品已入选工信部年度智能制造解决方案挂帅项目。2) 数字化管理类：实现收入 5.5 亿元，同比增长 0.2%，报告期内公司进一步提升研发能力，不断提高行业方案复用率，扩展行业方案数量，加速产品落地和发展。3) 生产控制类：实现收入 1.3 亿元，同比下滑 1.2%，报告期内公司针对底层软件架构进行改造升级和国产适配，持续聚焦细分行业优化方案，交付效率进一步提升。4) AIoT 类：实现收入 2.7 亿元，同比增长 51.0%，公司基于雅典娜工业互联网平台数智驱动能力，重点拓展 OT 设备产品、软硬融合应用、设备云工业 APP 及整厂规划等方案与产品，AIoT 业务取得突破性成长。

分地区看，**中企出海趋势加速，大陆按省经营初见成效。**1) 非大陆方面，2024年H1实现收入5.5亿元，同比增长14.2%。公司在台湾地区竞争优势稳固，不断拓展业务边界增加老客复购；同时积极把握中企出海需求，已在泰国、越南、马来西亚设立子公司当地经营，在东南亚地区经销市场成长超过100%，SaaS产品需求逐步攀升。2) 大陆方面，2024年H1实现收入4.5亿元，同比增7.4%。公司持续推动省级单位经营策略，并成立大客事业部，通过定制化服务与创新场景共创，灵活应对下游行业景气度波动。

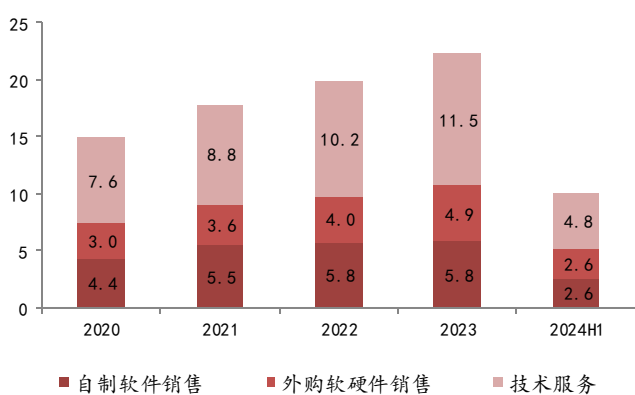
图 12：公司四大业务领域收入情况（亿元）


数据来源：公司官网，西南证券整理

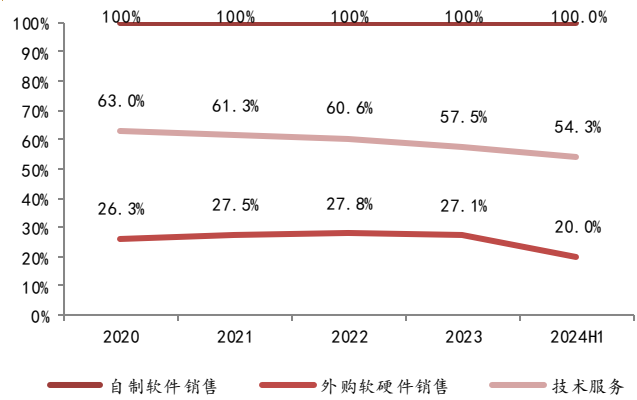
图 13：公司分地区收入情况（亿元）


数据来源：公司官网，西南证券整理

分交付模式看，**公司自研产品占比相对稳定，毛利率为100%**。公司主要分为自制软件销售、外购软硬件销售和技术服务三类交付模式，2020-2024年H1期间，收入占比分别在30%、20%、50%左右，根据不同项目有所波动。三类模式的毛利率亦有所差别，自研产品毛利率为100%，贡献主要毛利来源。外购软硬件产品毛利率稳定在27%左右，24H1由于AIOT业务增长较快，外购比例增加，毛利率有所下滑。技术服务的毛利率常年在60%左右，公司持续主打服务商品的价值交付模式，摆脱传统软件“人天”的工时计费模型，毛利率高于行业平均水平，2023年下滑至57.5%，主要系部分过去计入销售费用的支出重新划归于技术服务的营业成本所致；2024年H1技术服务毛利率为54.3%，同比下滑0.25pp，新口径下毛利率趋于稳定。

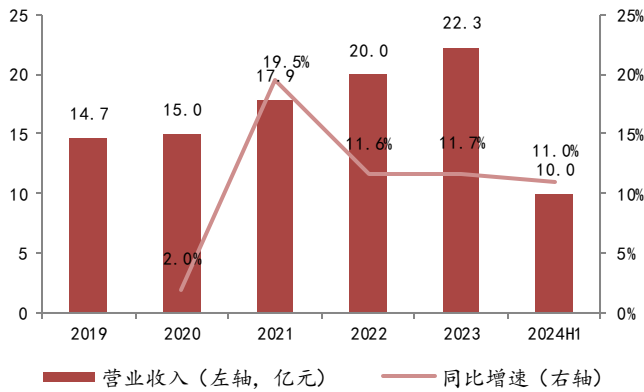
图 14：公司分交付模式收入情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

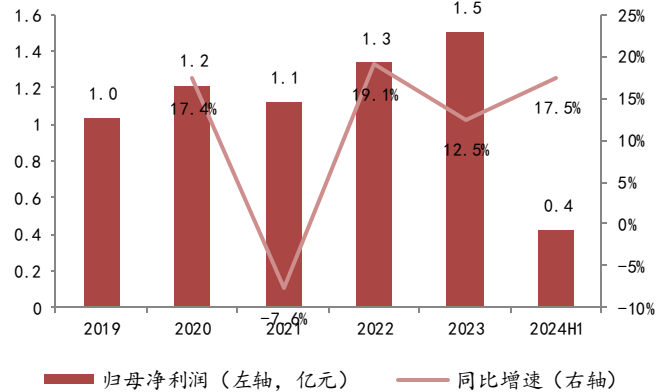
图 15：公司分交付模式毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，公司收入利润稳健增长。公司 2020-2023 年收入 CAGR 达到 11.0%，利润 CAGR 达到 9.8%，整体保持稳健增长；利润增速略低于收入增速，主要系 2021 年、2022 年公司分别推出股权激励计划及员工持股计划，股份支付费用有所增加，且 2021 年起公司为拓展大陆市场业务，员工规模扩张较快所致。2024 年 H1，公司实现收入 10.0 亿元，同比增长 11.0%；实现归母净利润 4244.1 万元，同比增长 17.5%；实现扣非后归母净利润 4048.0 万元，同比增长 54.0%，业绩保持良好上升态势。

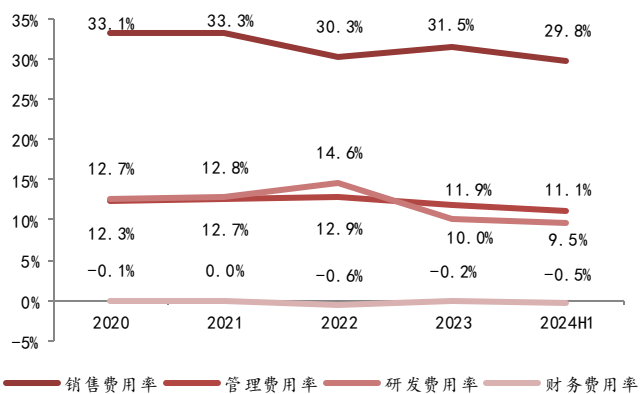
图 16：公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

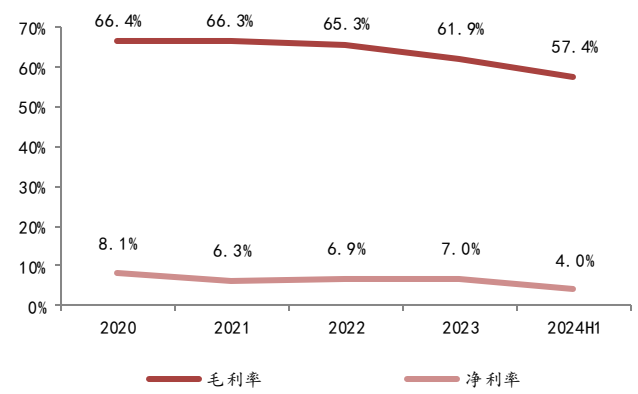
图 17：公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

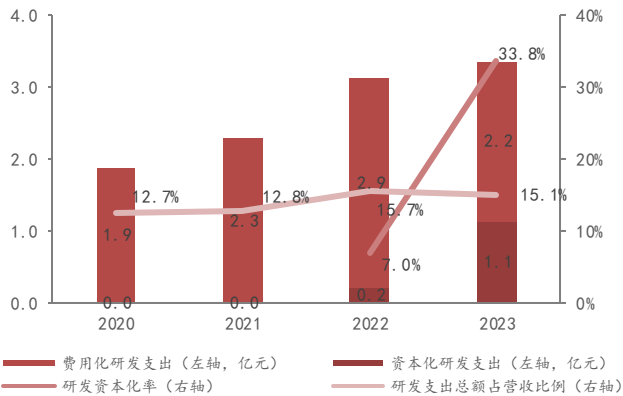
从费用率和利润率来看，1) 费用率端，公司各项费用率保持相对稳定，2024 年开始推进提质增效举措。2023 年公司研发费用率为 10.0%，同比下降 4.61pp，主要系公司 2023 年投入大模型+雅典娜平台开发，研发支出资本化率升至 33.8%。公司自 2022 年以来持续加大研发投入，2023 年研发支出总额占营收比例提升至 15.1%。公司销售费用率常年在 30% 以上，相比同行业部分友商较高，主要系公司客户群体偏中小企业为主，且近年来持续拓展大陆业务，进行销售体系变革所致。2024H1，公司积极推进提质增效举措，研发费用率为 9.5%，同比下降 3.28pp；销售费用率为 29.8%，同比下滑 0.08pp；管理费用率为 11.1%，同比下滑 2.58pp，运营效率明显提升。2) 利润率端，2023 年和 2024 年 H1 公司毛利率有所下滑，主要系毛利较低的外购软硬件销售收入占比有所提升，且部分过去计入销售费用的支出重新划归于技术服务的营业成本所致。我们认为，伴随公司 AIGC 中台产品逐步搭建成熟，叠加公司销售体系变革及人才梯队建设逐步完善，人效或将持续提升，盈利能力有望释放。

图 18：公司 2020 年以来费用率情况


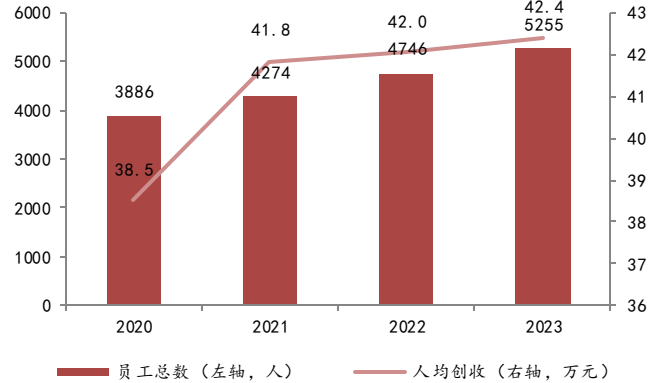
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司 2020 年以来毛利率、净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：公司研发投入力度不断增加


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：公司人效不断提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) **自制软件销售**：公司全面覆盖工业软件四大业务领域，以台湾地区为基本盘，积极拓展大陆及海外市场业务，伴随AIGC的融合提升价值量，以及下游需求的恢复，预计该业务2024-2026年收入增速分别为10%、10%、10%。

2) **外购软硬件销售**：公司基于数智驱动的新型工业互联网平台，重点拓展OT类方案、软硬融合应用方案及整厂规划（EPC）等方案与产品，预计该业务2024-2026年收入增速分别为25%、15%、15%。

3) **技术服务**：公司持续主打服务商品的价值交付模式，摆脱传统软件“人天”的工时计费模型，并借由知识封装将丰富的行业议题融入鼎捷雅典娜平台，后续结合AIGC、知识图谱等新一代技术，为客户提供产品交付+咨询服务的一体化解决方案，预计该业务2024-2026年收入增速分别为10%、20%、20%

4) 伴随公司人才梯队建设逐步完善，员工数量保持稳定，公司各项费用整体稳中有降。

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：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
自制软件销售	收入	583.2	641.5	705.7	776.2
	增速	1.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
外购软硬件销售	收入	492.4	615.5	707.8	814.0
	增速	22.1%	25.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	27.1%	21.0%	22.0%	23.0%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
技术服务	收入	1152.2	1267.4	1520.9	1825.0
	增速	13.5%	10.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	57.5%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	2227.7	2524.4	2934.3	3415.2
	增速	11.7%	13.3%	16.2%	16.4%
	毛利率	61.9%	58.1%	57.9%	57.6%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.2 亿元 (+13.3%)、29.3 亿元 (+16.2%) 和 34.2 亿元 (+16.4%)，归母净利润分别为 1.8 亿元 (+19.8%)、2.2 亿元 (+21.0%)、2.7 亿元 (+22.0%)，EPS 分别为 0.67 元、0.81 元、0.99 元，对应动态 PE 分别为 22 倍、19 倍、15 倍。

2.2 相对估值

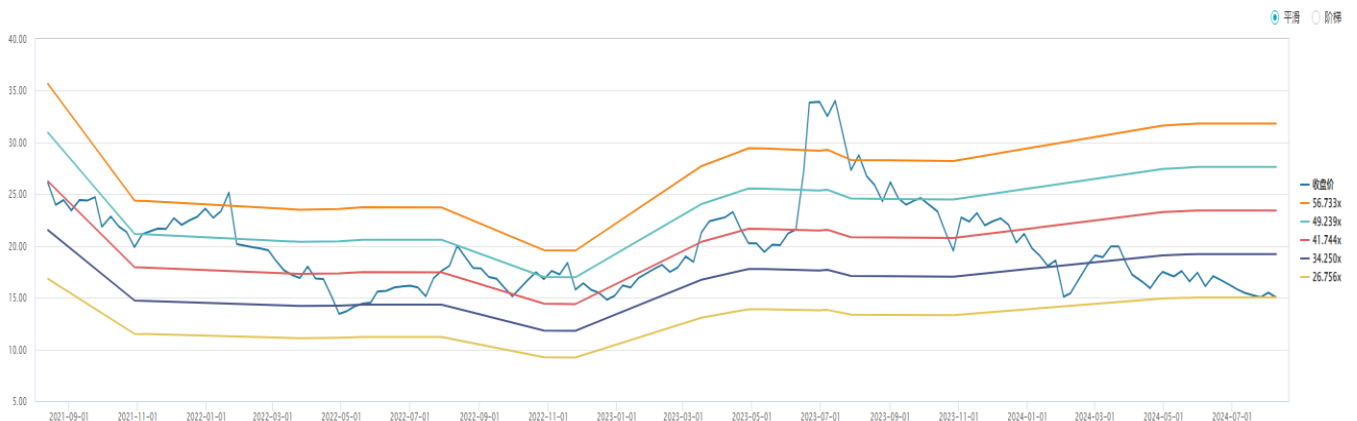
综合考虑业务范围，选取赛意信息、汉得信息、用友网络 3 家可比公司进行估值比较。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300687.SZ	赛意信息	50	12.23	0.62	0.75	0.91	1.11	35	16	13	11
300170.SZ	汉得信息	58	5.88	-0.03	0.20	0.25	0.28	-	29	24	21
600588.SH	用友网络	306	8.94	-0.28	0.05	0.13	0.21	-	189	70	42
平均值								35	78	36	25
300378.SZ	鼎捷软件	40	15.01	0.56	0.67	0.81	0.99	38	22	19	15

数据来源：Wind, 西南证券整理

图 22：公司过去 3 年 PE Band



数据来源：公司官网, 西南证券整理

横向比较看，由于 2023 年下游宏观环境波动，行业内公司 2024 年仍处于业绩修复阶段，可比公司平均估值为 78 倍，有所失真；公司在台湾地区基本盘稳固，叠加大陆地区布局逐步进入收获期，业绩稳中有进，估值水平较可比公司具备性价比优势。

与自身纵向比较，公司 2024 年 PE 为 22 倍，位于过去 3 年底部，伴随公司雅典娜平台+AI 应用的成熟和放量，产品向高附加值、高毛利迭代，收入利润有望加速。给予 2024 年 28 倍 PE，目标价 18.76 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

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	2227.74	2524.37	2934.32	3415.22	净利润	155.14	185.82	224.89	274.38
营业成本	848.65	1056.54	1236.46	1448.01	折旧与摊销	56.92	101.65	122.01	135.58
营业税金及附加	15.36	17.41	20.23	23.55	财务费用	-4.32	-15.50	-17.57	-20.56
销售费用	702.11	782.55	894.97	1024.57	资产减值损失	-0.62	10.00	10.00	10.00
管理与研发费用	466.27	454.39	513.51	580.59	经营营运资本变动	-254.45	-151.81	-68.15	-70.31
财务费用	-4.32	-15.50	-17.57	-20.56	其他	155.52	-20.80	11.43	12.35
资产减值损失	-0.62	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	108.18	109.37	282.61	341.44
投资收益	4.87	10.00	10.00	10.00	资本支出	-136.07	-150.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-249.76	0.00	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	-385.83	-150.00	-150.00	-100.00
营业利润	228.45	228.98	286.72	359.07	短期借款	23.05	-3.05	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	40.14	40.09	40.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	228.44	269.12	326.81	399.15	股权融资	93.82	0.00	0.00	0.00
所得税	73.31	83.31	101.92	124.77	支付股利	-26.70	-33.01	-39.01	-47.08
净利润	155.14	185.82	224.89	274.38	其他	-35.72	-26.27	22.57	25.56
少数股东损益	4.88	5.85	7.08	8.63	筹资活动现金流净额	54.44	-62.32	-16.44	-21.52
归属母公司股东净利润	150.26	179.97	217.82	265.75	现金流量净额	-217.44	-102.95	116.17	219.92
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	873.02	770.06	886.24	1106.15	成长能力				
应收和预付款项	711.69	747.30	885.61	1035.19	销售收入增长率	11.65%	13.32%	16.24%	16.39%
存货	65.62	82.10	96.26	112.92	营业利润增长率	16.00%	0.23%	25.22%	25.23%
其他流动资产	174.28	132.03	159.52	191.13	净利润增长率	12.27%	19.78%	21.03%	22.00%
长期股权投资	118.29	118.29	118.29	118.29	EBITDA 增长率	16.20%	12.13%	24.13%	21.20%
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	732.97	682.80	632.64	582.47	毛利率	61.91%	58.15%	57.86%	57.60%
无形资产和开发支出	332.52	432.71	512.54	528.80	三费率	52.25%	48.39%	47.40%	46.40%
其他非流动资产	260.07	268.39	276.71	285.03	净利率	6.96%	7.36%	7.66%	8.03%
资产总计	3268.46	3233.69	3567.81	3959.99	ROE	7.06%	7.99%	8.95%	10.02%
短期借款	23.05	20.00	20.00	20.00	ROA	4.75%	5.75%	6.30%	6.93%
应付和预收款项	643.68	770.34	907.29	1059.11	ROIC	15.83%	11.12%	12.43%	14.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.62%	12.48%	13.33%	13.88%
其他负债	403.58	116.99	128.29	141.34	营运能力				
负债合计	1070.31	907.33	1055.57	1220.45	总资产周转率	0.73	0.78	0.86	0.91
股本	269.31	269.51	269.51	269.51	固定资产周转率	3.13	3.69	4.64	5.86
资本公积	899.59	899.39	899.39	899.39	应收账款周转率	4.29	4.20	4.45	4.37
留存收益	943.71	1090.67	1269.48	1488.14	存货周转率	14.60	14.08	13.69	13.69
归属母公司股东权益	2067.27	2189.63	2368.44	2587.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.01%	—	—	—
少数股东权益	130.88	136.73	143.80	152.43	资本结构				
股东权益合计	2198.15	2326.35	2512.24	2739.54	资产负债率	32.75%	28.06%	29.59%	30.82%
负债和股东权益合计	3268.46	3233.69	3567.81	3959.99	带息债务/总负债	2.15%	2.20%	1.89%	1.64%
					流动比率	1.82	2.08	2.08	2.15
					速动比率	1.76	1.98	1.98	2.05
					股利支付率	17.77%	18.34%	17.91%	17.72%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	281.04	315.14	391.17	474.10	每股收益	0.56	0.67	0.81	0.99
PE	26.90	22.48	18.57	15.22	每股净资产	7.67	8.12	8.79	9.60
PB	1.96	1.85	1.71	1.56	每股经营现金	0.40	0.41	1.05	1.27
PS	1.82	1.60	1.38	1.18	每股股利	0.10	0.12	0.14	0.17
EV/EBITDA	10.50	9.59	7.40	5.62					
股息率	0.66%	0.82%	0.96%	1.16%					

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
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
	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	zymf@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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
