

2025年03月04日

证券研究报告·公司研究报告

EDA集团控股(2505.HK) 交通运输

当前价: 2.89 港元

目标价: —— 港元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 海外仓龙头营收高增，打造 AI+物流领航集团

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 依托技术优势快速有效地搭建了全球物流网络，截至 2024 年 6 月 30 日，公司在美国、加拿大、英国、德国和澳大利亚承包了 56 个海外仓库，横跨全球三大洲及 40 多个城市；2) 美对中小额包裹免税政策反复，海外仓模式优势明显，海外仓模式下提前储存的商品可以实现本地化配送，配送时间可控，相关需求将迎来新一轮增长。3) 公司营收保持高速增长，公司为出口电商提供一站式端到端解决方案，相关业务也将随着整体行业的发展而增长，2023 年营收同比增长 70.6%，为 12.1 亿元，2024 年上半年同比增长 61.6% 为 7.5 亿元。
- 公司是中国海外仓上市第一股。** 为跨境电商客户提供一站式端到端解决方案涵盖头程国际货运服务以及尾程履约服务。2023 年头程国际货运服务收入为 2.6 亿元，占比为 21.5%，2023 年尾程履约服务收入为 9.5 亿元，占比为 78.5%。依托技术优势快速有效地搭建了全球物流网络，截至 2024 年 6 月 30 日，公司在美国、加拿大、英国、德国和澳大利亚运营了 56 个海外仓库，横跨全球三大洲及 40 多个城市。
- 美对中小额包裹免税政策反复，海外仓模式优势明显。** 海外仓为消费者提供更快且可预测的交货时间，市场规模逐步增加，后续有望超越直邮模式成为主要的跨境物流方式。自 2017 年至 2022 年，采用海外仓模式的 B2C 出口电商物流服务市场规模由 401 亿元增加至 1771 亿元，复合年增长率为 34.6%，据弗若斯特沙利文预计到 2027 年将达到 3486 亿元。
- 随出口电商的发展，公司营收保持高速增长。** 2023 年营收同比增长 70.6%，为 12.1 亿元，2024 年上半年同比增长 61.6% 为 7.5 亿元。从具体的业务来看，增长主要来自尾程履约服务量的增长，2023 年尾程履约服务订单量同比增长 95.9% 为 600 万单，2024 年上半年订单量进一步增长 58.3% 为 380 万单，对应营收为 6.3 亿元，同比增长 67.2%。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.2、0.33、0.5 元、我们认为公司未来海外仓业务将随着我国跨境电商共同成长，未来海外仓布局进一步拓展，公司市场份额有望提升，首次覆盖，建议投资者持续关注。
- 风险提示:** 宏观经济环境风险、关税政策风险、物流成本上涨风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1209.30	1773.10	2414.86	3179.10
增长率	70.65%	46.62%	36.19%	31.65%
归属母公司净利润(百万元)	69.40	88.13	145.57	219.80
增长率	91.23%	26.98%	65.19%	50.99%
每股收益 EPS	0.16	0.20	0.33	0.50
净资产收益率	21.42%	21.90%	27.32%	30.09%
PE	16.84	13.26	8.03	5.32

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 胡光怿  
执业证号: S1250522070002  
电话: 021-58351859  
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn  
联系人: 杨蕊  
电话: 021-58351985  
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	2.2-8.24
3 个月平均成交量(百万)	0.61
流通股数(亿)	4.43
市值(亿)	12.80

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 中国海外仓上市第一股，打造“AI+物流”领航集团.....	1
2 美对中小额包裹免税政策反复，海外仓模式优势明显.....	4
3 公司营收保持高速增长，毛利率略有下降.....	8
4 盈利预测及估值.....	11
5 风险提示.....	12

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司业务模式.....	2
图 3: 公司营业收入-按业务 (百万元) .....	2
图 4: 公司全球物流网络.....	3
图 5: 公司股权结构 (2024.06.30) .....	4
图 6: 中国进出口情况 .....	4
图 7: 中国跨境电商进出口情况 (亿元) .....	4
图 8: 中国跨境电商出口与进口比例.....	5
图 9: 中国跨境电商进出口占比 .....	5
图 10: 中国 B2C 出口电商市场 GMV .....	5
图 11: 跨境电商-直邮模式示例 .....	6
图 12: 跨境电商-海外仓模式示例.....	6
图 13: B2C 出口电商物流服务市场规模 (十亿元) .....	7
图 14: 2023 年中国跨境电商主要出口目的地.....	7
图 15: 公司营业收入情况.....	8
图 16: 公司头程业务收入情况 (亿元) .....	8
图 17: 公司尾程收入情况 (亿元) .....	8
图 18: 公司工作量情况.....	8
图 19: 公司毛利润情况.....	9
图 20: 公司分业务毛利率情况.....	9
图 21: 公司成本情况 (亿元) .....	9
图 22: 2023 年公司成本构成项目 .....	9
图 23: 公司期间费用率情况.....	10
图 24: 公司净利润情况.....	10
图 25: 公司资产负债率情况.....	10

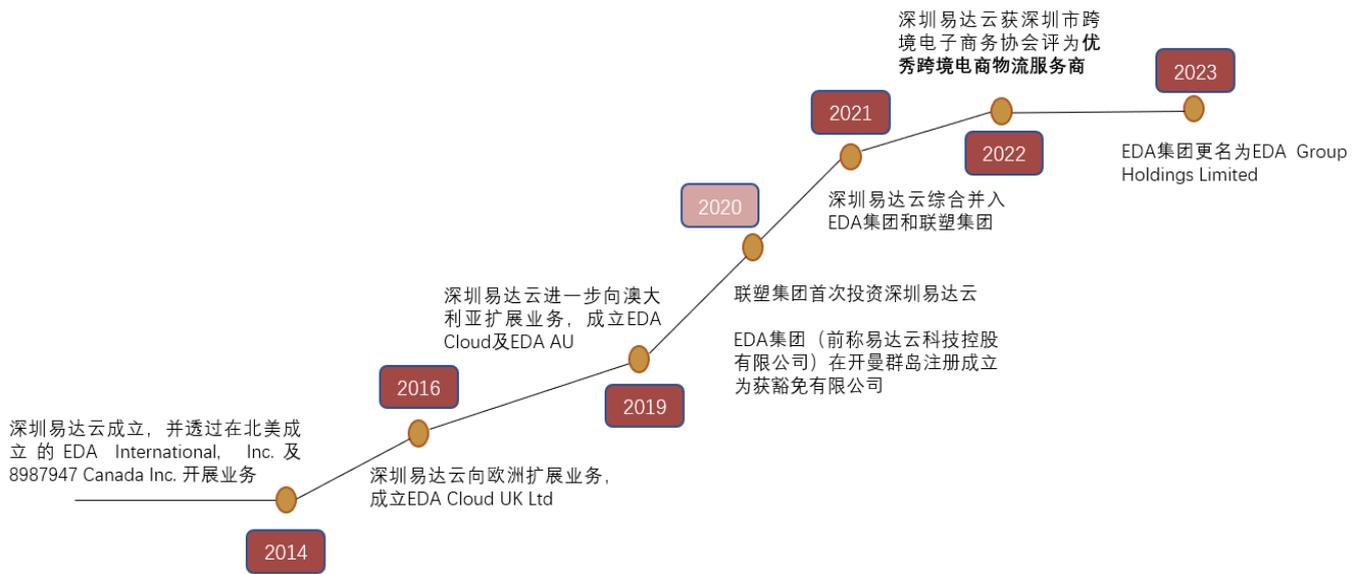
## 表 目 录

表 1: 公司海外仓库面积表 (截至 2024 年 5 月) .....	3
表 2: 公司分业务收入 .....	11
表 3: 可比公司估值.....	11
附: 财务报表.....	13

# 1 中国海外仓上市第一股，打造“AI+物流”领航集团

易达云集团是电商卖家客户的一站式端到端供应链解决方案供货商。EDA 集团自成立以来专注于跨境电商服务，公司通过多年全球海外仓布局，依托自主研发的 SaaS 平台，打通端到端国际物流运输服务，为中国快速增长的 B2C 出口电商行业赋能。公司在 2014 年设立深圳总部，同年开始筹集美西仓、加东仓，后续十年间公司继续扩大海外仓规模，逐步打开海外市场，成立了多家子公司，2024 年 5 月成功在港交所挂牌上市。2025 年 2 月，EDA 集团发布《2025 年战略指引》，正式宣布将战略目标升级为“成为新时代领先的全球人工智能物流技术服务集团”，通过打造一个全面的全球物流自动化平台，构建跨境电商行业垂直大模型，利用大模型优化海外仓的仓储布局，提高空间利用率，降低仓储成本。

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

公司提供的 B2C 出口电商供应链解决方案涵盖中国 B2C 出口电商行业产品物流的各个方面和履约全周期的每个阶段。公司主要采用海外仓模式，使电商卖家客户得以将他们的产品从中国运输至公司的海外仓库作为售前存货，消除了交付及价格波动等不确定因素，为终端消费者实现高效及时配送。作为供应链解决方案的一部分，公司还提供增值服务，如产品退货处理及库存处置，以此减少客户需要完成的处理工作量。

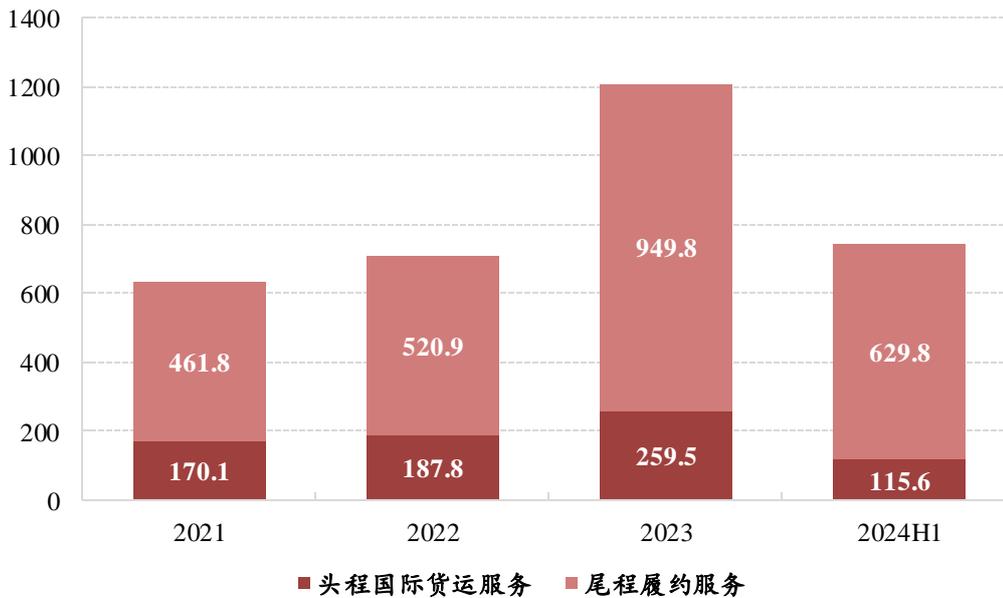
具体来看，一站式端到端解决方案涵盖头程国际货运服务以及尾程履约服务。头程国际货运服务主要是为客户将货物从国内指定地点运送到海外指定地点，2023 年头程国际货运服务收入为 2.6 亿元，占比为 21.5%；尾程履约服务则包括提供从海外港口到终端客户指定的海外目的地的一站式物流服务，包含海外仓储等，2023 年尾程履约服务收入为 9.5 亿元，占比为 78.5%。

图 2：公司业务模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

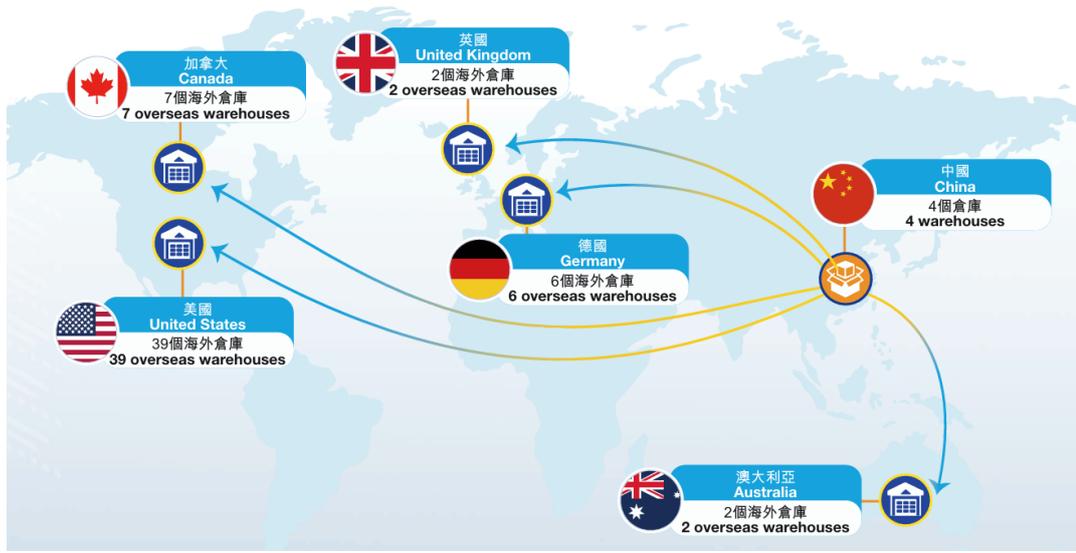
图 3：公司营业收入-按业务（百万元）



数据来源：招股说明书，wind，西南证券整理

依托技术优势快速有效地搭建了全球物流网络。公司与大量精心挑选的第三方物流服务供应商合作，包括超过 60 家第三方仓储服务供应商、300 家国际货运代理服务供应商、海运及空运承运商和 80 家当地尾程履约服务供应商。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在美国、加拿大、英国、德国和澳大利亚运营了 56 个海外仓库，横跨全球三大洲及 40 多个城市，海外仓库中有 46 个是加盟仓，除海外仓储外，公司在广州、深圳、上海、青岛订约 4 个仓储设施作为头程国际货运的临时库存点。

图 4：公司全球物流网络



数据来源：公司公告，西南证券整理

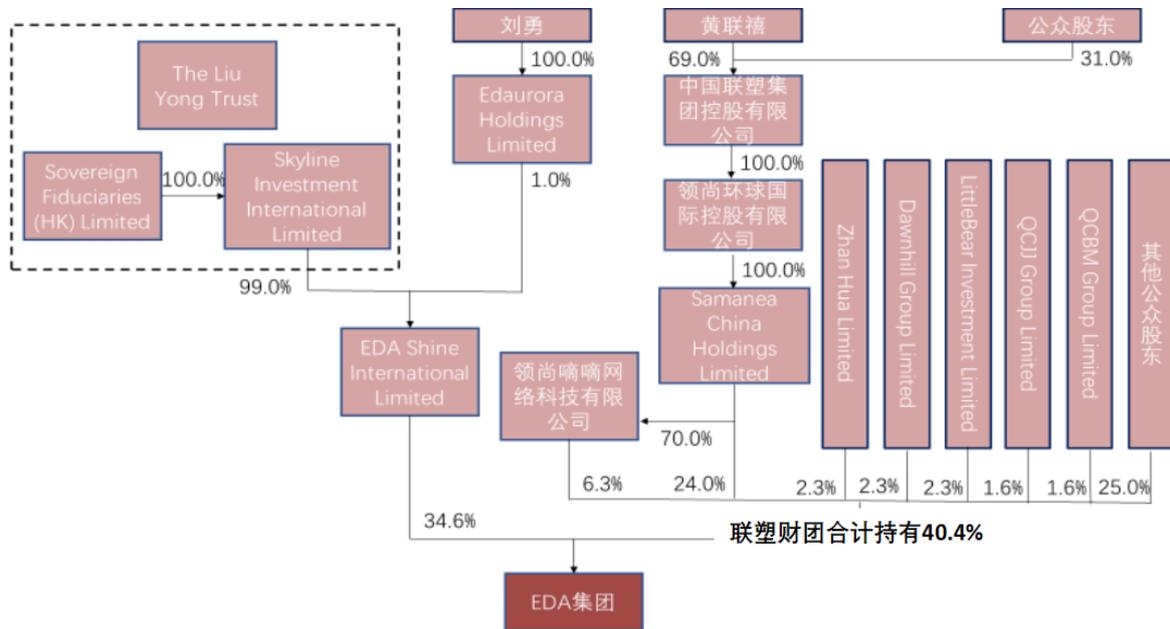
表 1：公司海外仓库面积表（截至 2024 年 5 月）

仓库位置		总建筑面积（不含加盟仓）（单位：平方米）
美国	东海岸	28750.4
	西海岸	25351.3
	中部地区	11594.2
英国		20877.0
加拿大		6052.6
澳大利亚		2451.4
德国		33858.0
总计		128934.9

数据来源：招股说明书，西南证券整理

联塑集团是公司控股股东，与其一致行动人合计持有公司股份 40.4%。2014 年公司成立之初，主要运营子公司深圳易达云由董事及控股股东刘勇与两名独立第三方成立。联塑集团早前已经建立其供应链服务平台业务，为进一步向海外市场渗透，联塑开始于 2020 年投资深圳易达云，于 2021 年获得控制权。截至到 2024 年 6 月 30 日，刘勇持有公司 34.6% 的股权，联塑与其一致行动人持有公司（联塑财团）合计 40.4% 股权。

图 5：公司股权结构 (2024.06.30)

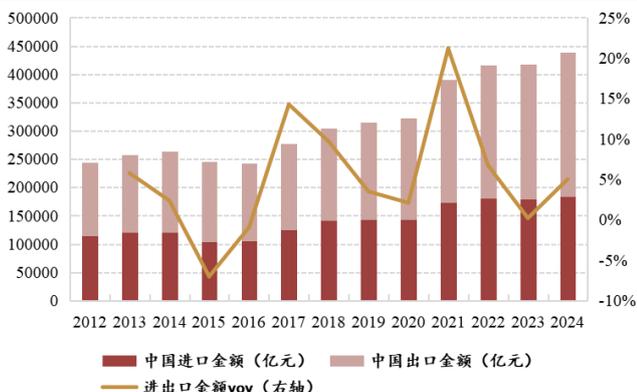


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 美对中小额包裹免税政策反复，海外仓模式优势明显

中国外贸规模再创新高，我国跨境电商市场快速增长。根据海关总署发布的数据，2024 年我国货物贸易进出口总值为 43.9 万亿元，同比增长 5%，其中我国出口规模为 25.5 万亿元，同比增长 7.1%，进口规模为 18.4 万亿元，同比增长 2.3%。随着跨境支付系统进一步完善，以及疫情后全球消费者逐步养成网上消费的习惯，我国跨境电商市场快速发展，跨境电商占我国货物贸易进出口比重从 2018 年的 3.5% 增长到 2024 年上半年的 5.9%。具体来看，我国跨境电商以出口为主，2024 年上半年我国跨境电商进出口总额为 12463 亿元，同比增长 13%，其中出口金额为 9799 亿元，同比增长 18.7%；进口金额为 2664 亿元，同比下降 3.9%，出口/进口金额进一步增加到 3.7。

图 6：中国进出口情况

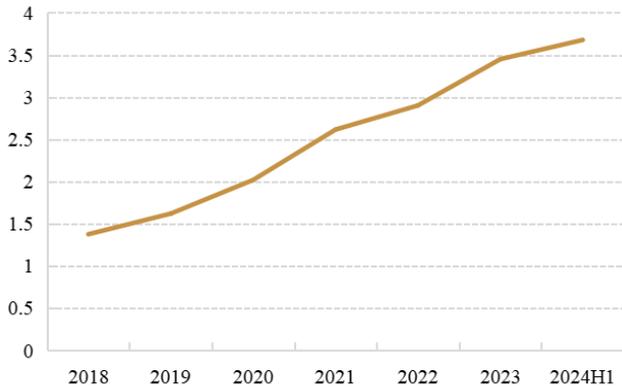


数据来源：Wind，西南证券整理

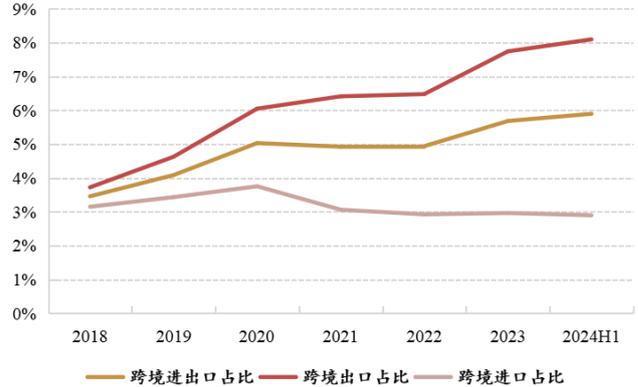
图 7：中国跨境电商进出口情况 (亿元)



数据来源：海关总署，西南证券整理

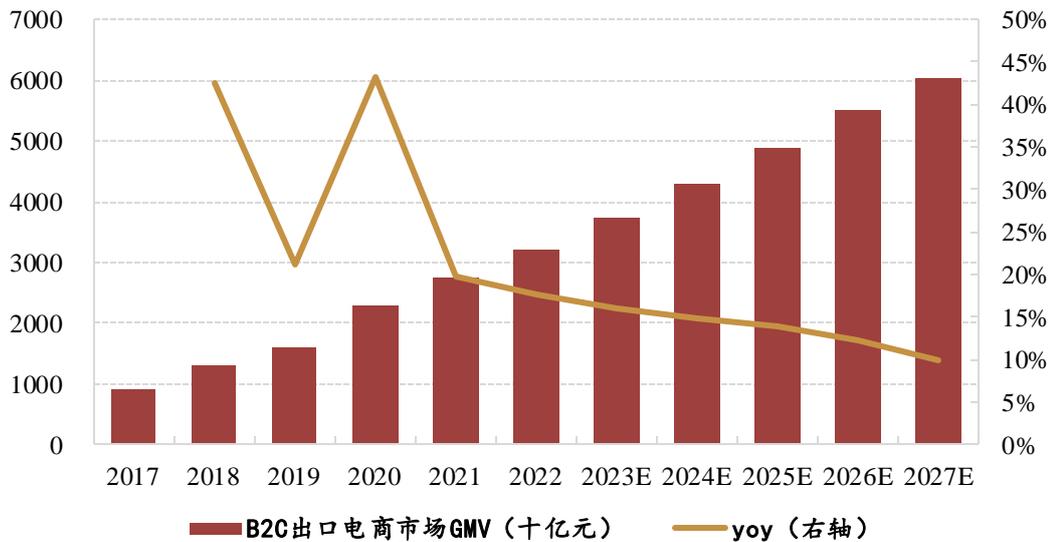
**图 8：中国跨境电商出口与进口比例**


数据来源：海关总署，西南证券整理

**图 9：中国跨境电商进出口占比**


数据来源：Wind，海关总署，西南证券整理

受益于全球经济持续增长，国际贸易合作加强，中国 B2C 出口电商市场 GMV 增加。B2C 出口电商即企业与个人消费者之间的跨境电子商务活动，中国 B2C 出口电商市场增长迅速，从 2017 年 9245 亿元，增长到 2022 年 32253 亿元，年复合增长率为 28.4%，据弗若斯特沙利文预测，中国 B2C 出口电商市场 GMV 有望在 2027 年达到 60494 亿元。

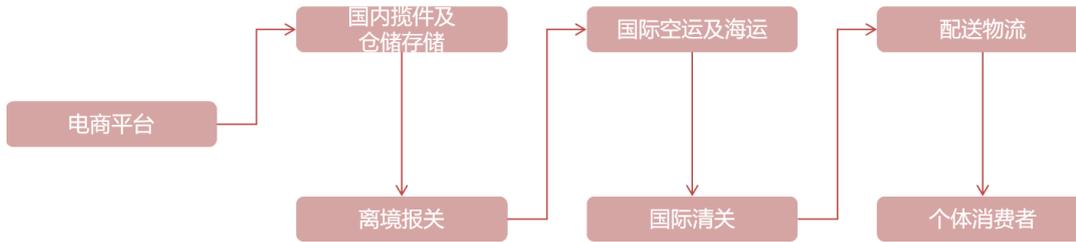
**图 10：中国 B2C 出口电商市场 GMV**


数据来源：公司招股说明书，中咨公司，弗若斯特沙利文，西南证券整理

跨境电商的商品运输一般运输方式主要有直邮以及海外仓模式。

直邮模式作为传统的跨境运输方式，电商卖家将国内仓库中的货物在离境报关后，通过海运或者国际空运，运送到买家所在国，经过清关之后，再通过当地配送物流到买家手中。由于直邮货物一般不涉及海外仓储，卖家不需要承担海外库存风险，同时可以灵活管理国内的库存，然而中间跨境运输以及国际清关时间可能会受到天气、排班、以及当地政策影响，其中时效存在不确定性。

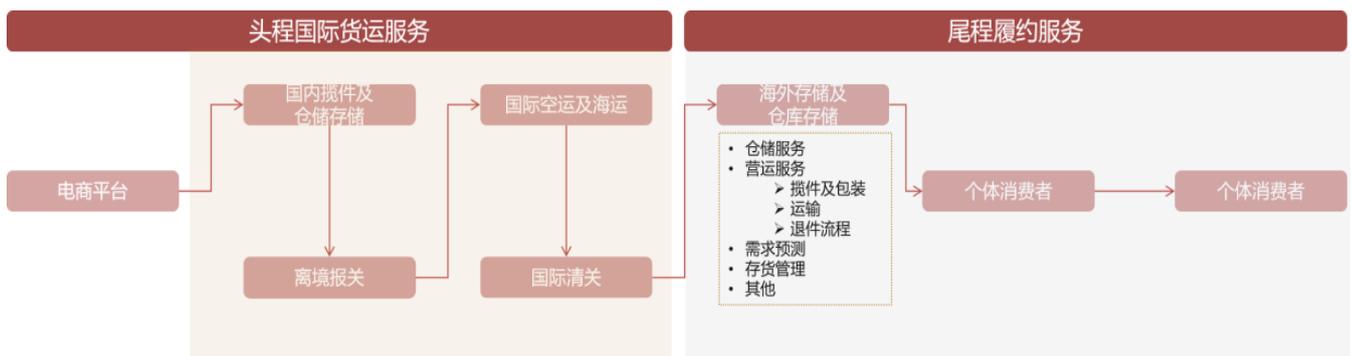
图 11：跨境电商-直邮模式示例



数据来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，西南证券整理

海外仓模式是在直邮模式的基础上将供应链条划分为两部分，分别为“头程”国际货运服务以及“尾程”履约服务。海外仓模式下，电商卖家需要提前将货物运输到买家所在国的海外仓库作为备货，等待当地买家下单后，再从海外仓直接发货，由于后半程运输配送不涉及跨境，一般而言运输比较稳定，时效可控。

图 12：跨境电商-海外仓模式示例

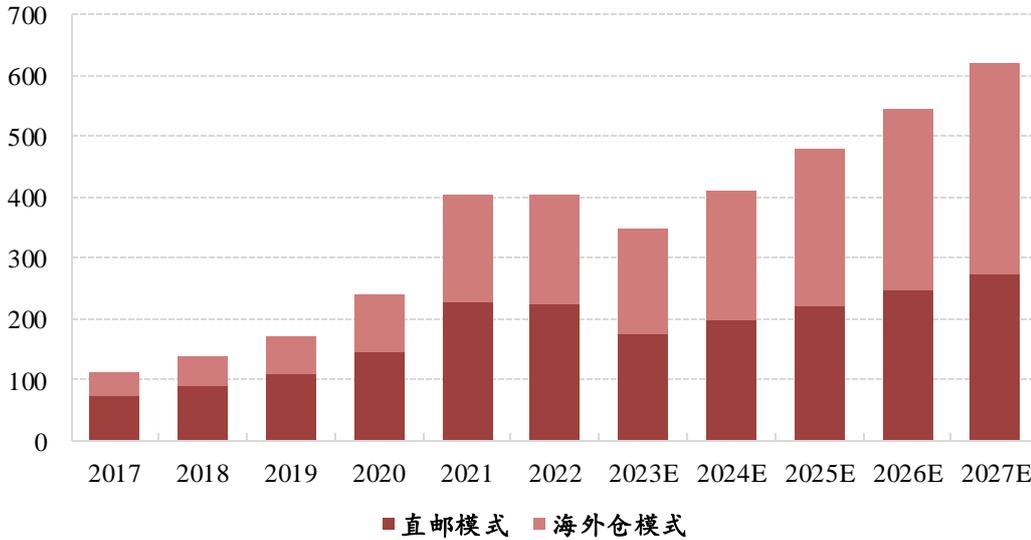


数据来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，西南证券整理

随着我国跨境电商的兴起，相关的物流服务市场规模也逐步增加。B2C 出口电商物流服务市场规模增长迅速，由 2017 年的 1136 亿元增加至 2022 年的 4024 亿元，复合年增长率为 28.8%。2019 年至 2020 年，疫情爆发推动线上购物的需求，相应物流服务随之大增。据弗若斯特沙利文预测，到 2027 年市场规模预计将达到 6213 亿元。

海外仓为消费者提供更快且可预测的交货时间，市场规模逐步增加，后续有望超越直邮模式成为主要的跨境物流方式。自 2017 年至 2022 年，采用海外仓模式的 B2C 出口电商物流服务市场规模由 401 亿元增加至 1771 亿元，复合年增长率为 34.6%，预计到 2027 年将达到 3486 亿元。

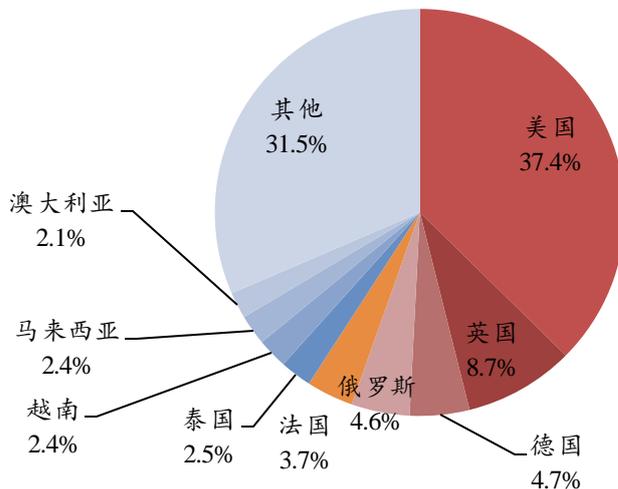
图 13: B2C 出口电商物流服务市场规模 (十亿元)



数据来源: 公司招股说明书, Drewry, 国际民航组织航空运输报告, Freightos FBX, 上海出口集装箱运价指数, 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

美国是我国跨境电商的主要目的地。根据海关总署统计的数据来看, 我国 2023 年跨境电商出口当中, 美国占比 37.4%、英国/德国/俄罗斯/法国分别占比 8.7%/4.7%/4.6%/3.7%。2024 年上半年, 跨境电商出口当中, 美国占比为 34.2%, 美国作为我国主要的跨境电商出口国, 其对我国出口货物相关的政策将在很大程度上影响我国的跨境电商市场发展。

图 14: 2023 年中国跨境电商主要出口目的地



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

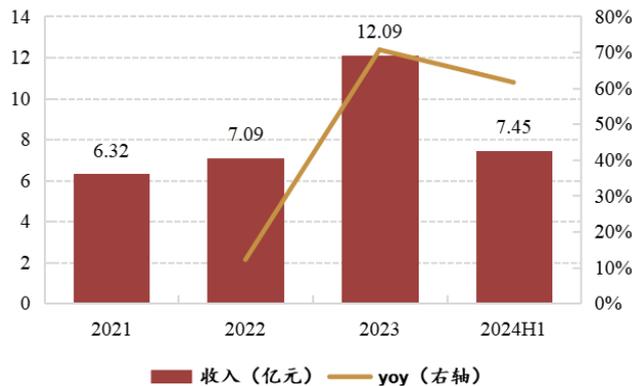
美国对中国小额包裹免税政策反复, 海外仓模式优势明显。随着跨境电商近年来的高速发展, 进入美国的申请“最低限度”关税豁免的货物数量出现指数级增长, 美国海关和边境保护局的数据显示, 在 2024 财年, “最低限度”货物数量上升至超过 13.6 亿件。美国总统特朗普于 2025 年 2 月 1 日签署行政命令, 自 2 月 4 日起对所有中国商品加征 10% 的进口关

税，包括价值低于 800 美元的直邮小包货物也不再享有关税豁免权。行政命令签署后，由于当地海关包裹快速堆积，随即在 2 月 7 日，美国总统特朗普于暂停了取消对中国低于 800 美元的小额包裹“最低限度”关税豁免政策。我们认为对小额包裹“最低限度”关税豁免政策取消与否除了影响我国商品出口成本外，对于直邮等方式运输的包裹而言，清关时效不确定性更强，影响消费者购物体验，海外仓模式下提前储存的商品可以实现本地化配送，配送时间可控，相关需求将迎来新一轮增长。

### 3 公司营收保持高速增长，毛利率略有下降

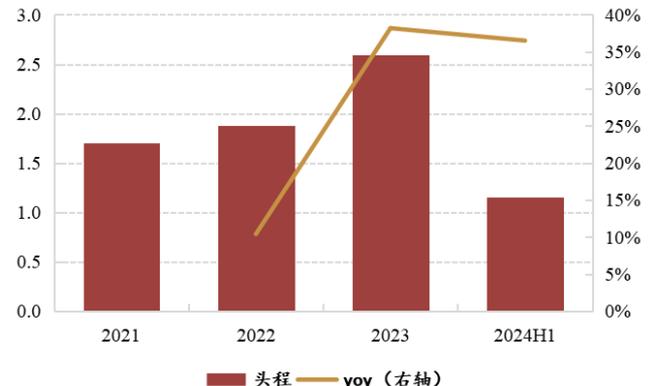
随出口电商的发展，公司营收保持高速增长。近几年跨境电商发展势头迅猛，未来也将随着全球电商生态建设逐步完善保持高景气，公司为出口电商提供一站式端到端解决方案，相关业务也将随着整体行业的发展而增长，从公司营收来看 2023 年同比增长 70.6%，为 12.1 亿元，2024 年上半年同比增长 61.6% 为 7.5 亿元。从具体的业务来看，增长主要来自尾程履约服务量的增长，2023 年尾程履约服务订单量同比增长 95.9% 为 600 万单，对应营业收入增长 82.3% 为 9.5 亿元，2024 年上半年订单量进一步增长 58.3% 为 380 万单，对应营收为 6.3 亿元，同比增长 67.2%，我们认为随着出口电商的进一步发展，海外仓需求量将持续增长。

图 15：公司营业收入情况



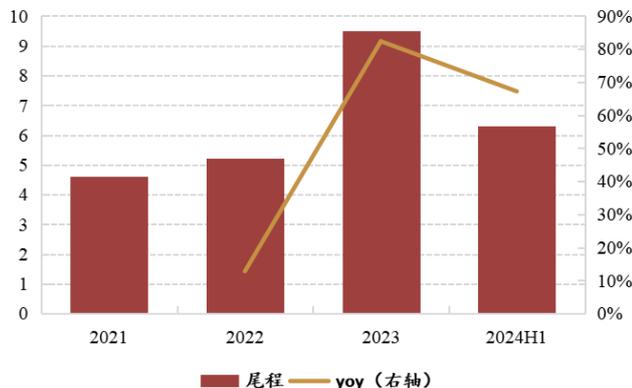
数据来源：wind，西南证券整理

图 16：公司头程业务收入情况（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 17：公司尾程收入情况（亿元）



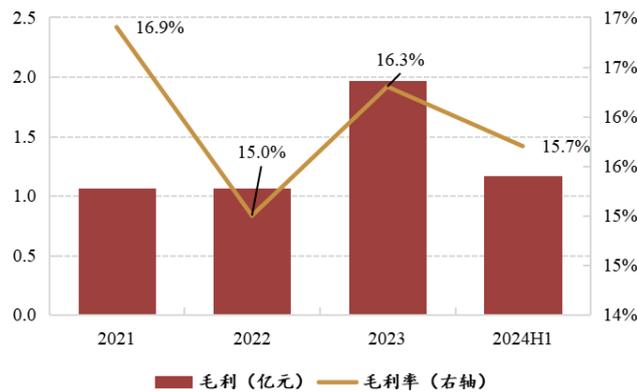
数据来源：wind，西南证券整理

图 18：公司工作量情况

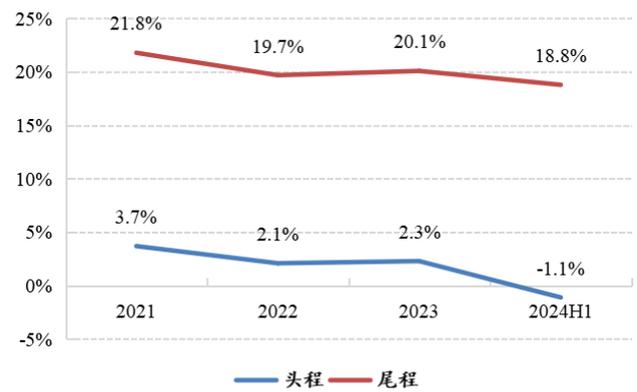


数据来源：wind，西南证券整理

毛利润呈现稳步上升趋势，毛利率略有下降。公司毛利润随公司营收规模增加呈增长趋势，毛利率受成本端影响略有波动，2023 年公司实现毛利润 2 亿元，同比增长 85.1%，毛利率为 16.3%，2024 年上半年实现毛利润 1.2 亿元，同比增长 39.3%，毛利率为 15.7%。具体来看不同业务的毛利率情况，头程服务市场竞争比较充分，该业务盈利能力相对较低，公司毛利率在 2% 左右，2024 年上半年由于海运价格持续上涨，同时空运小包业务亏损加大，头程业务毛利率下降至 -1.1%，尾程服务与客户保持深入合作关系，整体毛利率相对稳定，2023 年毛利率为 20.1%，但 2024 年上半年受到海外仓人工成本上涨、租金成本上涨等原因，毛利率下降至 18.8%。

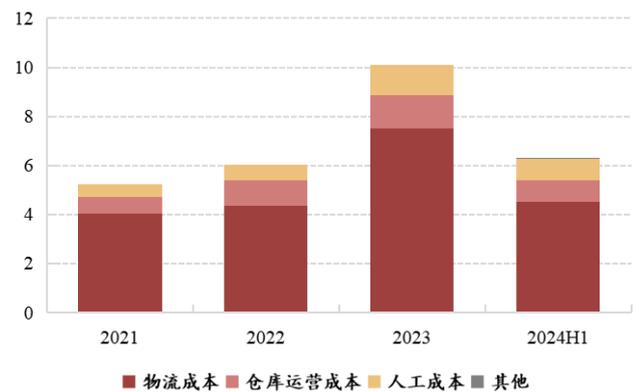
**图 19：公司毛利润情况**


数据来源：wind，西南证券整理

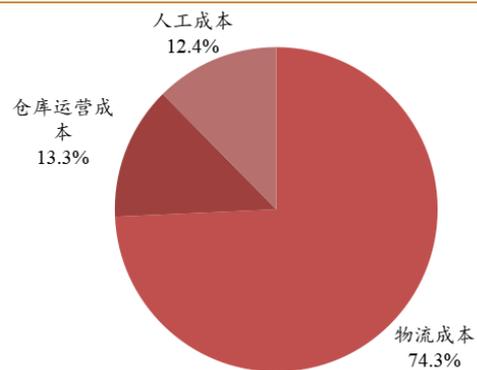
**图 20：公司分业务毛利率情况**


数据来源：wind，西南证券整理

公司销售成本主要包括物流成本、仓库运营成本、人工成本等。公司依赖于国际货运代理服务供应商、海运承运商、空运承运商以及海外当地的物流服务供应商，2023 年公司销售成本中 74.3% 为物流成本、13.3% 为仓库运营成本、12.4% 为人工成本，我们认为未来公司增加的服务量能够增强公司与以上供应商的议价能力，成本有下降的空间。

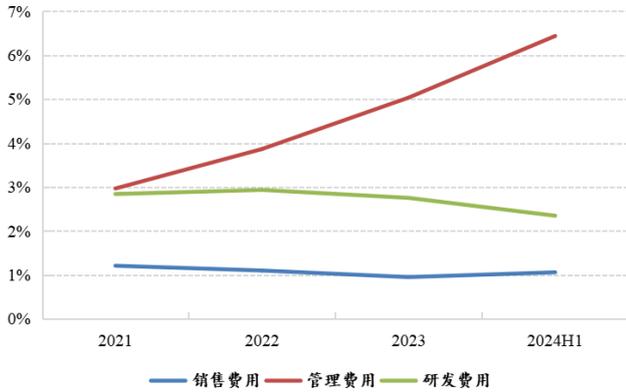
**图 21：公司成本情况（亿元）**


数据来源：wind，西南证券整理

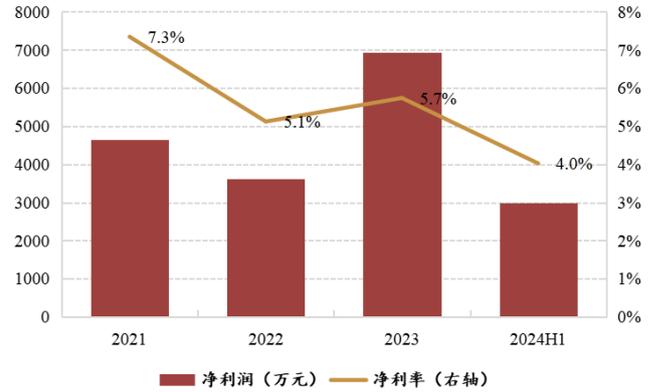
**图 22：2023 年公司成本构成项目**


数据来源：wind，西南证券整理

净利率受毛利率影响波动。公司销售费用率以及研发费用率相较稳定，管理费用率上升主要是 2024 年公司上市产生相关开支，未来管理费用率有望下降，2024 年上半年净利率为 4%，净利润为 2995.8 万元，去除非常规影响因素来看，公司净利润为 5659.2 万元，同比增长 42.1%。2024 年上半年公司每股派发股息 0.035 港币，股利支付率为 46.35%。

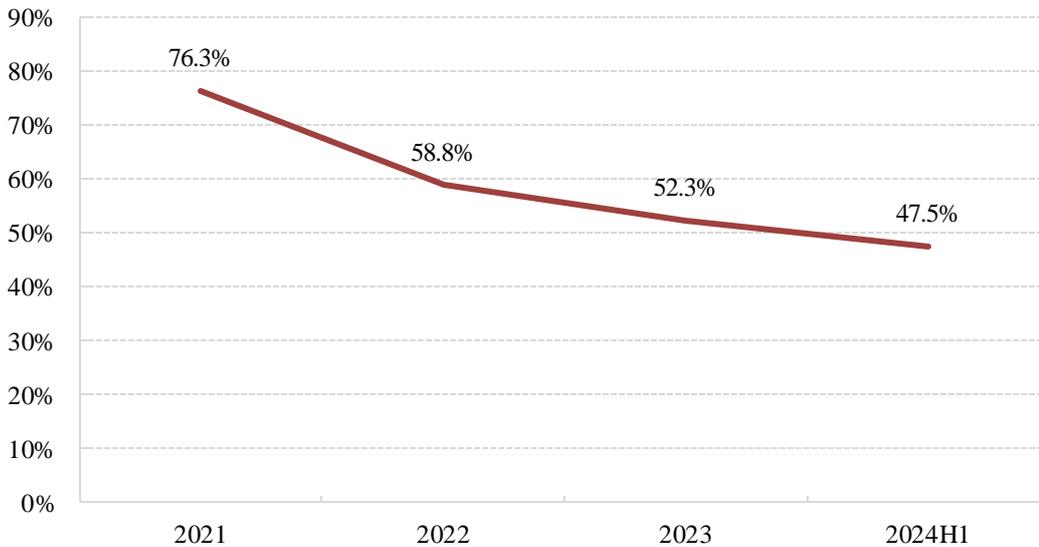
**图 23：公司期间费用率情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 24：公司净利润情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

**公司资产负债率逐步下降。**整体来看公司资产负债率持续下降，经营情况良好，2023 年公司资产负债率为 52.3%，2024 年上半年进一步下降为 47.5%。截至 2024 年 6 月 30 日，公司现金及银行存款为 3.2 亿元，加上尚未使用的银行融资额度，公司未来拥有足够的营运资金用于经营以及业务发展。

**图 25：公司资产负债率情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 4 盈利预测及估值

### 关键假设：

1) 我们认为随着跨境供应链解决方案中，海外仓模式下提前储存的商品可以实现本地化配送，配送时间可控，相关需求将迎来新一轮增长，预计 2024-2026 年公司主营业务中尾程交付予终端客户的订单数量同比增长 45%、40%、35%，业务拓展前期我们假设每笔订单单价不发生重大变化，2024-2026 年均为 165 元/笔，对应 2024-2026 年尾程履约服务收入同比增长 51.2%、40%、35%；头程国际货运业务占比降低，我们预计 2024-2026 年头程业务营收同比增长 30%、20%、15%。

2) 头程业务市场充分竞争，我们预计 2024-2026 年该业务毛利率分别为 -1%、1%、1%；尾程业务毛利总体来看保持相对稳定，但我们预计未来随着海外当地人力成本以及仓库租赁成本增加，预计 2024-2026 年毛利率分别为 17.5%、17.5%、17.5%。

表 2：公司分业务收入

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
头程国际货运				
收入	259.5	337.4	404.8	465.6
yoy	38.2%	30.0%	20.0%	15.0%
毛利率	2.3%	-1.0%	1.0%	1.0%
尾程履约				
收入	949.8	1435.7	2010.0	2713.5
yoy	82.3%	51.2%	40.0%	35.0%
毛利率	20.1%	17.5%	17.5%	17.5%
<b>营业总收入</b>	<b>1209.3</b>	<b>1773.1</b>	<b>2414.9</b>	<b>3179.1</b>
yoy	70.6%	46.6%	36.2%	31.6%
<b>营业成本</b>	<b>1012.2</b>	<b>1525.2</b>	<b>2059.1</b>	<b>2699.6</b>
毛利率	16.3%	14.0%	14.7%	15.1%

数据来源：wind, 西南证券

我们预计公司 2024-2026 年营收为 17.7、24.1、31.8 亿元，归母净利润为 0.88、1.46、2.2 亿元，EPS 为 0.20、0.33、0.50 元。

表 3：可比公司估值

公司	代码	股价 (元/港元)	每股净收益 (元/港元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
嘉诚国际	603535.SH	12.65	0.7	0.59	0.71	0.85	18	21	18	15
东方嘉盛	002889.SZ	23.00	0.59	0.84	1.08	1.37	39	27	21	17
乐歌股份	300729.SZ	16.26	2.03	1.2	1.42	1.65	8	14	11	10
可比公司估值							22	21	17	14
EDA 集团控股	2505.HK	2.86	0.17	0.22	0.36	0.54	17	13	8	5

数据来源：wind, 西南证券整理 注：股价截至 2025-02-28，汇率为 1 港币=0.9222 人民币，EDA 集团数据对应单位为港元，其余对应单位为元

考虑到公司主营业务涉及到跨境电商以及海外仓储，我们选取和公司业务较为相近的三家公司，涉及仓储物流业、以及海外仓，可比公司 2025 年平均 PE 为 17 倍，我们认为公司未来海外仓业务将随着我国跨境电商共同成长，未来海外仓布局进一步拓展，公司市场份额有望提升，未来通过 AI 和大模型技术，进一步优化海外仓仓储布局，提高空间利用率，降低仓储成本，利润率有提升空间，首次覆盖，建议投资者持续关注。

## 5 风险提示

宏观经济环境风险、关税政策风险、物流成本上涨风险等。

**附：财务报表**

资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	211.43	407.81	555.42	731.19	营业额	1209.30	1773.10	2414.86	3179.10
应收账款	142.43	192.49	262.16	345.13	销售成本	1012.20	1525.21	2059.06	2699.57
预付款项、按金及其他应收款项	45.55	103.57	141.06	185.70	销售费用	11.47	18.14	23.81	31.93
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	94.24	113.48	144.89	178.03
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	10.45	11.46	14.84	9.99
其他流动资产	23.37	45.77	62.34	82.06	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动资产总计</b>	<b>422.78</b>	<b>749.64</b>	<b>1020.98</b>	<b>1344.09</b>	投资收益	-0.23	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	1.00	2.00
固定资产	5.38	4.54	3.70	2.85	营业利润	76.83	99.11	165.52	251.37
在建工程	0.00	0.00	0.67	1.83	其他非经营损益	3.60	3.02	3.02	3.02
无形资产	166.38	138.65	111.20	84.11	税前利润	80.42	102.12	168.53	254.38
长期待摊费用	0.00	0.00	0.50	1.00	所得税	11.02	13.99	22.96	34.59
其他非流动资产	84.46	84.46	85.41	87.26	税后利润	69.40	88.13	145.57	219.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>256.22</b>	<b>227.65</b>	<b>201.47</b>	<b>177.05</b>	归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>679.00</b>	<b>977.29</b>	<b>1222.45</b>	<b>1521.14</b>	归属于母公司股东利润	69.40	88.13	145.57	219.80
短期借款	52.32	109.88	100.26	52.81	EBITDA	135.77	142.16	212.54	294.79
应付账款	127.88	174.62	235.74	309.07	NOPLAT	75.32	95.42	154.91	224.09
其他流动负债	76.19	176.21	239.37	314.67	EPS(元)	0.16	0.20	0.33	0.50
<b>流动负债合计</b>	<b>256.39</b>	<b>460.71</b>	<b>575.37</b>	<b>676.54</b>					
长期借款	0.10	15.68	15.68	15.68	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他非流动负债	98.47	98.47	98.47	98.47	<b>成长能力</b>				
<b>非流动负债合计</b>	<b>98.57</b>	<b>114.15</b>	<b>114.15</b>	<b>114.15</b>	营收额增长率	70.6%	46.6%	36.2%	31.6%
<b>负债合计</b>	<b>354.96</b>	<b>574.86</b>	<b>689.52</b>	<b>790.69</b>	EBIT 增长率	76.0%	25.0%	61.4%	44.2%
股本	0.02	31.28	31.28	31.28	EBITDA 增长率	42.0%	4.7%	49.5%	38.7%
留存收益	0.00	78.39	207.88	403.40	税后利润增长率	91.2%	27.0%	65.2%	51.0%
归属于母公司股东权益	324.04	402.44	532.93	730.44	<b>盈利能力</b>				
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	16.3%	14.0%	14.7%	15.1%
<b>权益合计</b>	<b>324.04</b>	<b>402.44</b>	<b>532.93</b>	<b>730.44</b>	净利率	5.7%	5.0%	6.0%	6.9%
<b>负债和权益合计</b>	<b>679.00</b>	<b>977.29</b>	<b>1222.45</b>	<b>1521.14</b>	ROE	21.4%	21.9%	27.3%	30.1%
					ROA	10.2%	9.0%	11.9%	14.4%
					ROIC	27.8%	25.3%	29.3%	34.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>估值倍数</b>				
税后经营利润	66.50	85.52	141.97	215.19	P/E	16.84	13.26	8.03	5.32
折旧与摊销	44.89	28.57	29.17	30.42	P/S	0.97	0.66	0.48	0.37
财务费用	10.45	11.46	14.84	9.99	P/B	3.61	2.90	2.19	1.60
其他经营资金	-16.05	16.29	0.56	1.29	股息率	0.02	0.01	0.01	0.02
<b>经营性现金净流量</b>	<b>105.79</b>	<b>141.85</b>	<b>186.54</b>	<b>256.90</b>	EV/EBIT	0.58	1.83	1.08	0.57
投资性现金净流量	39.64	2.60	1.60	0.60	EV/EBITDA	0.39	1.46	0.93	0.51
筹资性现金净流量	-37.46	51.94	-40.53	-81.72	EV/NOPLAT	0.70	2.18	1.28	0.67
<b>现金流量净额</b>	<b>107.97</b>	<b>196.39</b>	<b>147.61</b>	<b>175.77</b>					

数据来源：公司公告，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。

## 西南证券研究院

### 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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@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	gongyy@swsc.com.cn
北京	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
	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	资深销售经理	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
	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
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@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	lzh@swsc.com.cn

---