



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 03 月 13 日

基础数据

03 月 12 日收盘价（元）	37.50
总市值（亿元）	161.25
总股本（亿股）	4.30

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：姚康

S0190520080007

yaokang@xyzq.com.cn

分析师：张元默

S0190523020002

zhangyuanmo@xyzq.com.cn

唯捷创芯(688153.SH)

国内射频 PA 龙头，Wi-Fi FEM 打开成长空间

投资要点：

- **国内射频 PA 模组龙头公司。**公司主营业务为射频前端芯片的研发、设计和销售，主要产品为射频功率放大器模组，此外，还包括部分射频开关芯片、Wi-Fi 射频前端模组及接收端模组产品，广泛应用于智能手机、平板电脑、无线路由器、智能穿戴设备等具备无线通信功能的各类终端产品，客户主要包括小米、OPPO、vivo 等智能手机品牌公司，以及华勤通讯、龙旗科技、闻泰科技等业内领先的 ODM 厂商，凭借品牌客户的深度及广度构筑了公司牢固的竞争优势与壁垒。
- **射频前端市场稳步增长，射频模组方案持续迭代，公司高端射频模组放量贡献未来主要增长点。**根据 Yole，射频前端市场在 2022 年市场规模超过 192 亿美元，预计 2028 年有望攀升至 269 亿美元，CAGR 达到 5.8%，在移动终端设备设计持续小型化的趋势下，射频前端模组化的趋势日益明显，此外，射频模组方案不断升级，目前 5G Phase7 方案及 Phase5N 方案将向 Phase8 方案过渡。公司具备成熟的 2G 至 5G 射频功率放大器模组产品，L-PAMiF 模组方面，公司新一代低压版本 L-PAMiF 模组在降低客户系统成本方面展现出显著优势，在业内处于领先地位，目前已成功导入多家品牌手机厂商。L-PAMiD 模组方面，2023 年推出的 L-PAMiD 模组产品，自 24H1 以来已成功导入多家品牌客户，并实现了大规模销售。我们预计公司高端射频模组将快速放量，市场份额持续提升。
- **Wi-Fi FEM 在端侧 AI 应用广泛，公司未来有望深度受益。**Wi-Fi 凭借通信距离远、传输速率快、连接快速等优势，成为无线局域网通信中最普及、应用最广的技术。Wi-Fi 技术最初以笔记本电脑、平板电脑、智能手机等消费级终端为主要应用场景，而随着 AI 耳机、AI 眼镜等 AI 终端产品的出货量呈现爆发式增长，用户对 Wi-Fi 和蓝牙信号传输稳定性、覆盖范围的要求日益提高。Wi-Fi FEM 可以有效提升信号质量和稳定性，降低信号干扰和损耗，有望受益端侧 AI 需求爆发。公司 Wi-Fi FEM 在端侧 AI 方向积极布局，目前涵盖了 Wi-Fi 6/6E 和 Wi-Fi 7 射频前端模组，被广泛应用于智能手机、平板电脑、无线路由器、智能穿戴设备等终端产品中。此外，公司预计将于 2025Q2 正式发布并向多种 AI 终端市场推广，包括高端蓝牙耳机、AI 眼镜、智能安防、机器人、游戏手柄、低空飞行器等，有望深度受益端侧 AI 需求爆发。
- **盈利预测：**我们预计公司在 2024-2026 年分别实现营业收入 21.03/25.30/29.32 亿元，同比增长-29.5%/20.3%/15.9%，实现归母净利润-0.24/0.54/0.88 亿元，同比增长-121.1%/-62.2%，对应 2025-2026 年 PE 分别为 297/183X。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；国际贸易环境变化风险等。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2982	2103	2530	2932
同比增长	30.3%	-29.5%	20.3%	15.9%
归母净利润（百万元）	112	-24	54	88
同比增长	110.3%	-121.1%	—	62.2%
毛利率	24.8%	24.8%	25.7%	26.3%
ROE	2.8%	-0.6%	1.4%	2.2%
每股收益（元）	0.26	-0.06	0.13	0.20
市盈率	143.6	—	297.3	183.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

一、国内射频功率放大器龙头

公司主营业务为射频前端芯片的研发、设计和销售，主要产品为射频功率放大器模组，此外，还包括部分射频开关芯片、Wi-Fi 射频前端模组及接收端模组产品，广泛应用于智能手机、平板电脑、无线路由器、智能穿戴设备等具备无线通信功能的各类终端产品。

图1、公司产品部分下游应用情况



数据来源：公司 2023 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年度,公司的射频前端产品应用于小米、OPPO、vivo 等智能手机品牌公司,以及华勤通讯、龙旗科技、闻泰科技等业内领先的 ODM 厂商,与客户建立了长期稳定的服务与合作关系,品牌客户的深度及广度构筑了公司牢固的竞争优势与壁垒。

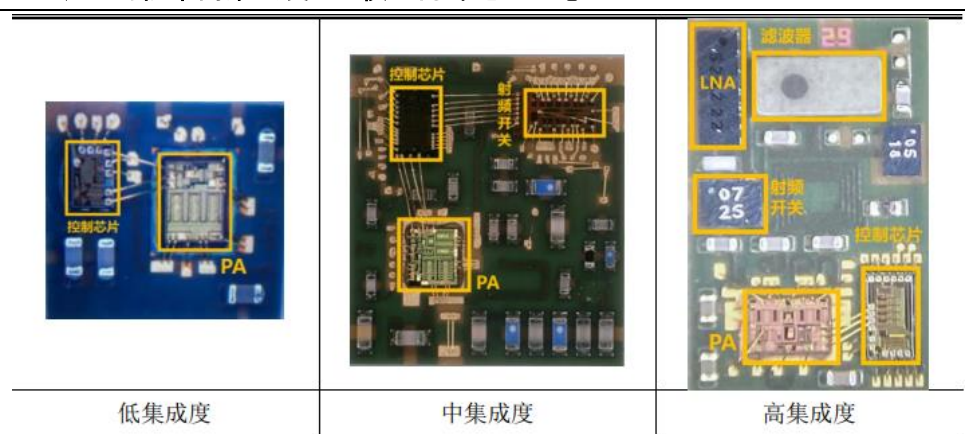
图2、公司部分客户情况



数据来源：公司 2023 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主要产品为射频功率放大器模组,2023 年公司射频功率放大器模组贡献的收入占公司主营业务收入比例为 88.35%,5G 产品营收占射频功率放大器模组的 52.05%。公司射频功率放大器模组的集成度不断提高,已稳步迈入高端领域,产品结构亦由原先以中集成度的射频功率放大器模组产品(如 MMMB 和 TxM 等)为主,转向以高集成度射频功率放大器模组产品(如 L-PAMiD、L-PAMiF 等)为主。

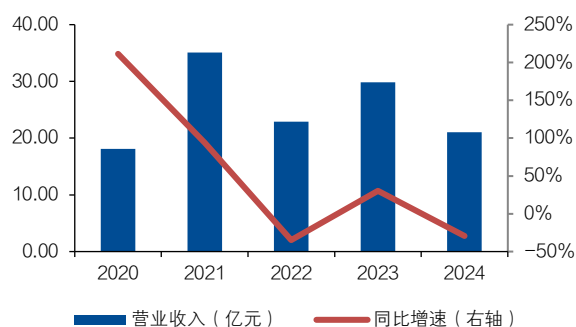
图3、公司低中高集成度 PA 模组内部电路示意图



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

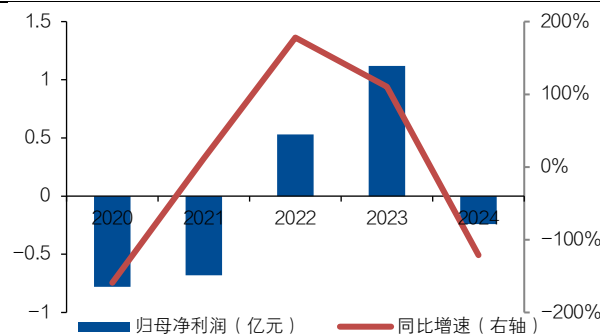
2024 年度，公司实现营收 21.03 亿元，同比下降 29.46%，归母净利润-2372.51 万元，同比下降 121.13%；2024 年射频前端芯片市场竞争态势日益加剧，部分产品面临较大的价格下行压力，进而影响了公司产品的利润空间。同时公司积极探寻新的业务增长点，特别是在车载、AI 端侧和机器人等新兴领域，对 Wi-Fi、5G 及卫星通信等射频前端产品进行深度布局

图4、公司营业收入及同比增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司归母净利润及同比增速



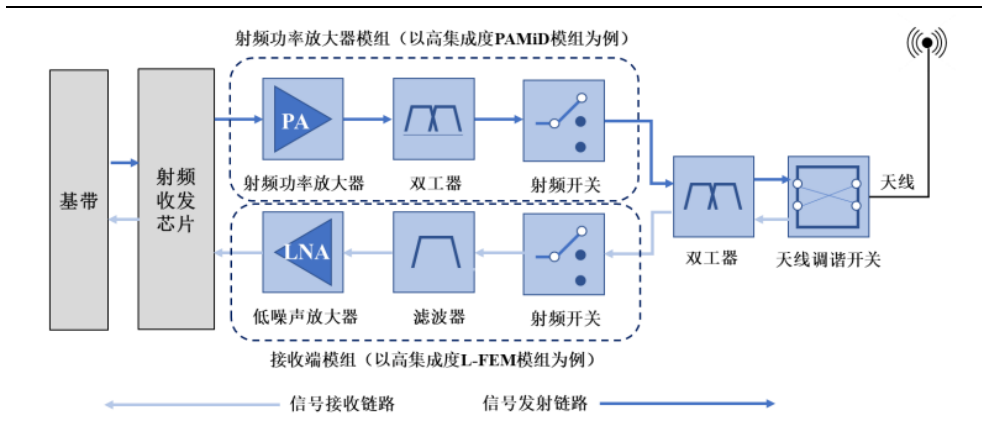
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、国内射频功率放大器龙头

（一）射频前端市场规模持续扩张，海外龙头占据主要市场

射频前端位于射频收发器及天线之间的中间模块，其功能为无线电磁波信号的发送和接收，是移动终端设备实现蜂窝网络连接、Wi-Fi、蓝牙、GPS 等无线通信功能所必需的核心模块。射频前端与基带、射频收发器和天线共同实现无线通信的两个本质功能，即将二进制信号转变为高频率无线电磁波信号并发送，以及接收无线电磁波信号并将其转化为二进制信号。

图6、射频前端简化架构图



数据来源：公司 2024 年半年报，兴业证券经济与金融研究院整理

射频前端主要包括功率放大器、滤波器、低噪声放大器、开关、双/多工器等芯片，各芯片的主要功能如下：

图7、射频前端主要器件构成

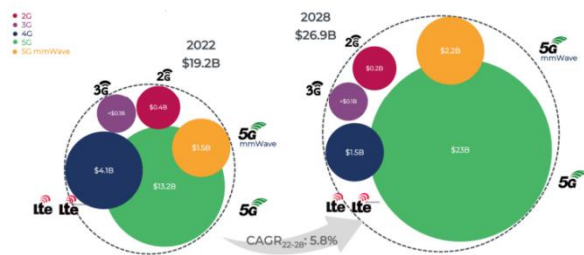
器件	主要功能
功率放大器 (PA)	将发射端的小功率信号转换成大功率信号。
低噪声放大器 (LNA)	将天线接收到的微弱射频信号放大，并减少放大器自身噪声的引入。
开关 (Switch)	将多路射频信号中的任一路或几路通过控制逻辑连通，以实现不同信号路径的切换，包括接收与发射的切换、不同频段间的切换等。
滤波器 (Filter)	通过电容、电感、电阻甚至压电材料等元器件的组合，移除信号中不需要的频率分量，同时保留需要的频率分量，保障信号在特定的频带上传输，消除频带间相互干扰。
双/多工器	滤波器的一种，系由两颗滤波器封装而成，在滤波的同时能够将发射和接收信号隔离，保证信号发射和接收在共用天线时的正常工作。

数据来源：康希通信招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

随着移动设备的多样化，手机、平板电脑和智能穿戴产品的普及，新兴应用领域如移动医疗和智能家居的发展，以及移动终端设备的单机射频前端芯片价值量的提升，全球射频前端市场的规模也在高速增长。在 5G 和物联网的推动下，根据 Yole 报告，射频前端市场在 2022 年市场规模超过 192 亿美元，预计 2028

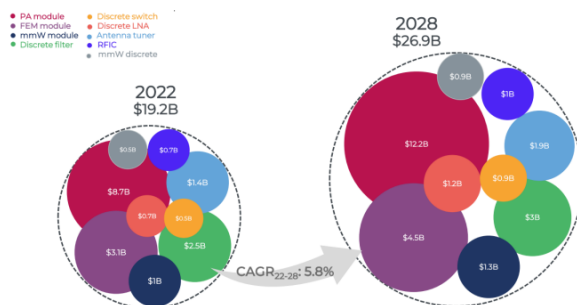
年有望攀升至 269 亿美元，CAGR 达到 5.8%，其中 5G 相关市场将在这一增长过程中占据绝对主导地位。在移动终端设备设计持续小型化的趋势下，射频前端模组化的趋势日益明显，根据 Yole，2028 年射频功率放大器模组有望成为最大的细分市场，市场规模预计将达到 122 亿美元，接收端模组市场规模预计将达到 45 亿美元，分立射频开关和 LNA 市场规模预计将达到 21 亿美元。

图8、2022-2028 年移动终端射频前端市场规模预测：2G-5G



数据来源：Yole，公司 2023 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

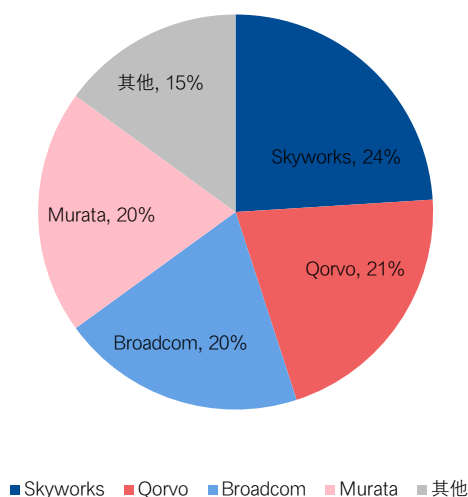
图9、2022-2028 年移动终端射频前端市场规模预测：产品类型



数据来源：Yole，公司 2023 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

从全球射频前端芯片整体市场来看，主要龙头企业为美国的 Skyworks、Qorvo、Broadcom 及日本村田（以滤波器为主）等企业，四家厂商占据约 80% 以上的市场份额。

图10、全球射频前端市场竞争格局

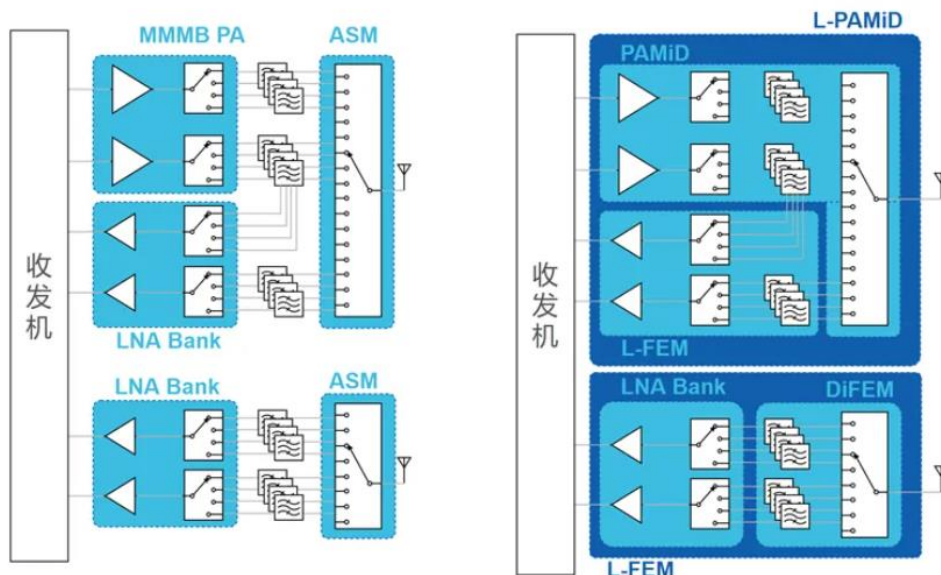


数据来源：Yole，康希通信招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）射频前端模组方案持续迭代，Phase8 有望成为主流

射频前端主要分为模组化方案与分立方案。发射通路中的模组化是指将 PA 与 Switch 及滤波器（或双工器）做集成，构成 PAMiD 等方案；接收通路的模组化是指将接收 LNA 和开关，与接收滤波器集成，构成 L-FEM 等方案。

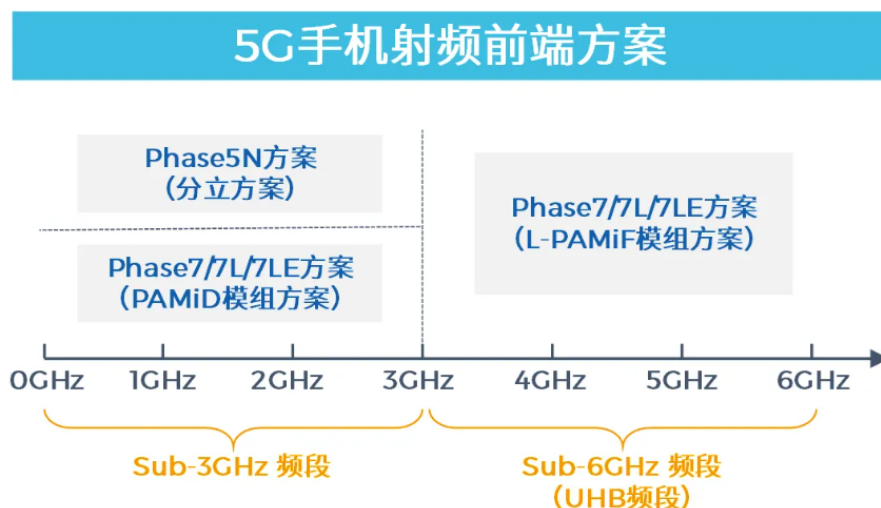
图11、射频前端系统分类



数据来源：慧智微公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

随着 5G 到来之后，手机终端需要支持更多的频段。5G 定义了 3GHz 以上，6GHz 以下的超高频频段，对射频前端性能提出了更高要求。5G 方案主要分为 Phase7 系列方案及 Phase5N 两种方案。两种方案在 Sub-6GHz UHB 新频段部分方案相同，均为 L-PAMiF 集成模组方案；在 Sub-3GHz 频段分别为 PAMiD 模组方案和 Phase5N 分立方案。

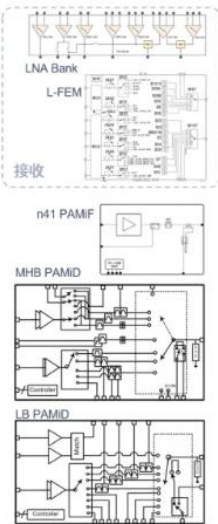
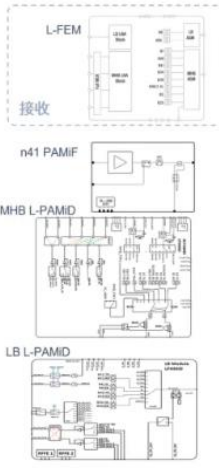
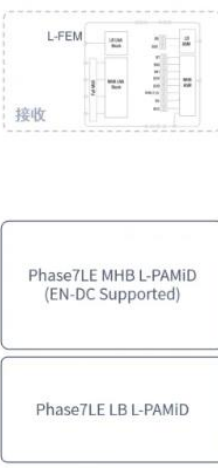
图12、射频前端系统分类



数据来源：慧智微公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

Phase7: Phase7 方案的 Sub-3GHz 部分主要由 Phase6/Phase6L 继承而来。在 5G 新增加的 Sub-6GHz UHB 部分, 重点定义了支持 n77/78/79 频段、集成 SRS 开关的双频高集成模组。Phase7 始终保持 7.6x6.0 mm² 尺寸的 Low Band+GSM, 与 8.6x6.5 mm² 尺寸的 Mid/High Band 的两颗 L-PAMiD 模组芯片方案。

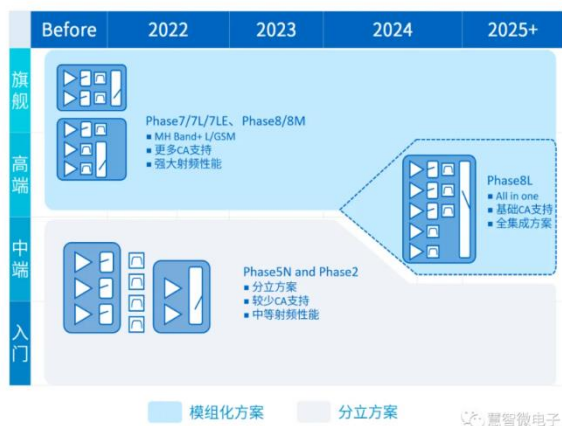
图13、Phase7 系列射频方案介绍

	Phase7	Phase7L	Phase7LE
Sub-3GHz			
说明	- 沿用Phase6定义, 增加NR支持 - 新增L-FEM等定义	PAMiD内增加LNA	MH L-PAMiD增加 EN-DC
尺寸 (仅PAMiD)	8.6x6.5 mm² (MHB) 7.6x6.0 mm² (LB)	8.6x6.5 mm² (MHB) 7.6x6.0 mm² (LB)	8.6x6.5 mm² (MHB) 7.6x6.0 mm² (LB)

数据来源: 慧智微公众号, 兴业证券经济与金融研究院整理

Phase5N 方案: 由于 Phase7 系列方案演进自 4G 时代的 PAMiD 方案, 存在如成本高、冗余功能多、不够简洁劣势, 且 PAMiD 方案只有国际少数头部厂商可提供, 也限制了方案的充分竞争, 进而制约了 5G 方案的大规模商用。在 2019 年至 2020 年初完成 5G 的第一轮部署之后, 国内厂商就开始寻找 Phase7 方案之外的射频前端方案, Phase5N 方案被开发出来。Phase5N 方案是基于 4G Phase2 的方案, 增加 5G NR 支持, 所实现的射频前端方案。

图15、5G 终端射频前端架构演进（sub-3GHz 频段）



数据来源：慧智微公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、Phase8L L-PAMiD 方案与典型分立方案 BOM 对比

Phase8L L-PAMiD方案		分立方案	
BOM	数量	BOM	数量
Phase8L L-PAMiD	1	MMMB PA	1 or 2
		TxM	1
		发射滤波器及双工器	8
		接收滤波器	2
		大功率 4P4T开关	1
		大功率 DPDT开关	2
		大功率 SP4T开关	1
		SP6T开关	1
		SP2T开关	2
		LNA Bank	1
合计	1	合计	20 or 21

数据来源：慧智微公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

公司持续提供高性能的射频前端芯片产品解决方案，通过 10 余年间不断的设计迭代和量产验证，已具备成熟的 2G 至 5G 射频功率放大器模组产品，已成为智能手机射频前端功率放大器领域国内优质的供应商之一。

L-PAMiF 模组：公司新一代低压版本 L-PAMiF 模组在降低客户系统成本方面展现出显著优势，不仅在相同的目标线性功率下实现了业内更低的电流需求，有效降低智能手机的运行功耗，而且其性能在业内处于领先地位，目前已成功导入多家品牌手机厂商，并实现了批量销售。

L-PAMiD 模组：2023 年推出的 L-PAMiD 模组产品，自 24H1 以来已成功导入多家品牌客户，并实现了大规模销售。作为一款具有战略意义的新产品，它不仅为公司带来了可观的营收增长点，打破了国内市场长期以来由国外厂商主导的局面。

（三）Wi-Fi 技术持续升级迭代，Wi-Fi FEM 有望受益端侧 AI 爆发

Wi-Fi 是一种将电子终端设备以无线方式连接的局域网通讯技术，凭借通信距离远、传输速率快、连接快速等优势，成为无线局域网通信中最普及、应用最广的技术。Wi-Fi 技术最初以笔记本电脑、平板电脑、智能手机等消费级终端为主要应用场景，随着智能家居、智慧城市、工业物联网等物联网市场的发展，以及 AR、VR、元宇宙、4K/8K 高清/超高清等新领域的崛起，Wi-Fi 技术的主流地位进一步巩固。

应用场景的拓展及市场需求的增加也促使 Wi-Fi 技术不断升级迭代。目前，市场上的主流产品包括 Wi-Fi 6 和新兴的 Wi-Fi 7 技术，其中 Wi-Fi 6 技术的普及显著提高了家庭及企业的无线网络使用体验。在其基础上，Wi-Fi 7 技术通过更高效

的频谱利用、更先进的调制技术，以及更优化的 MIMO 技术，实现了性能的显著飞跃。

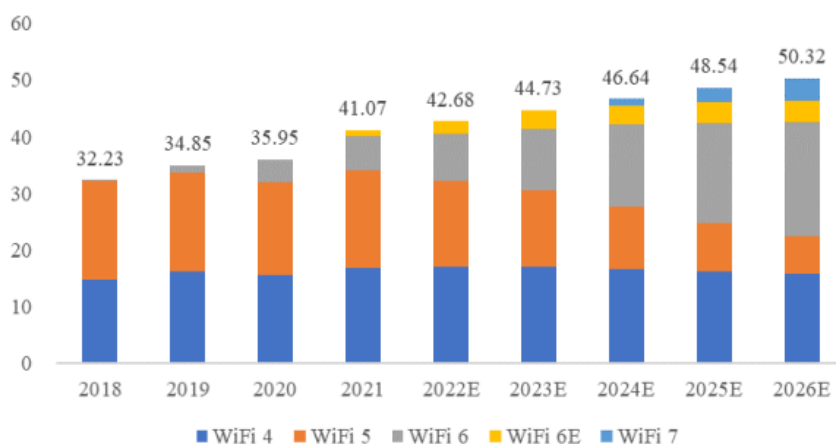
图17、Wi-Fi 协议标准发展历程

IEEE 标准	802.11a (Wi-Fi 1)	802.11b (Wi-Fi 2)	802.11g (Wi-Fi 3)	802.11n (Wi-Fi 4)	802.11ac (Wi-Fi 5)	802.11ax (Wi-Fi 6)	802.11ax (Wi-Fi 6E)	802.11be (Wi-Fi 7)
采纳年份	1999 年	1999 年	2003 年	2009 年	2013 年	2019 年	2021 年	预计 2024 年
工作频段	5 GHz	2.4 GHz	2.4 GHz	2.4/5 GHz	2.4/5 GHz	2.4/5 GHz	2.4/5/6 GHz	2.4/5/6 GHz
理论最大速率	54 Mbps	11 Mbps	54 Mbps	600 Mbps	6.93 Gbps	9.6 Gbps	9.6 Gbps	46.1 Gbps
编码类型	OFDM	DSSS	OFDM、DSSS	OFDM	OFDM	OFDMA	OFDMA	Enhanced OFDMA
MIMO (多输入多输出技术)	-	-	-	MIMO	MU-MIMO 下行	MU-MIMO 上行、下行	MU-MIMO 上行、下行	MU-MIMO 上行、下行
信道宽度	20 MHz	22MHz	20MHz	20/40MHz	20/40/80/160/80+80MHz	20/40/80/160/80+80MHz	20/40/80/160/80+80MHz	20/40/80/160/320MHz
最高调制	64QAM	CCK	64QAM	64QAM	256QAM	1024QAM	1024QAM	4096QAM
天线数目	1×1	1×1	1×1	4×4	8×8	8×8	8×8	16×16

数据来源：康希通信招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

从终端应用上来看，采用 Wi-Fi 6 标准的终端产品出货占比逐步提高。根据 TSR 数据,2021 年 Wi-Fi 6 终端出货共 5.92 亿台，占 Wi-Fi 终端出货比例为 14.43%；预计 2026 年 Wi-Fi 6/6E 终端出货共 23.83 亿台，占 Wi-Fi 终端出货比例为 47.39%。Wi-Fi 7 标准的产品在未来几年也将保持较快的增长。

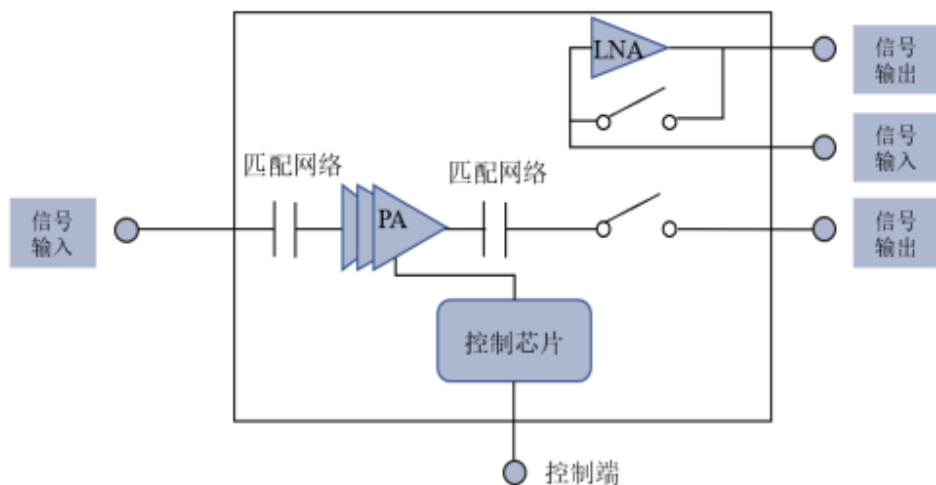
图18、2018-2026 年 Wi-Fi 市场出货量及预测（亿台）



数据来源：TSR，康希通信招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

Wi-Fi 射频前端模组集成了射频功率放大器、LNA、开关以及控制芯片，以导线键合方式集成为模组。

图19、Wi-Fi 射频前端模组的示意图



数据来源：公司 2023 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 Wi-Fi FEM 在端侧 AI 方向积极布局，未来有望受益端侧 AI 爆发。目前公司的 Wi-Fi 产品线涵盖了 Wi-Fi 6/6E 和 Wi-Fi 7 射频前端模组，被广泛应用于智能手机、平板电脑、无线路由器、智能穿戴设备等终端产品中。而随着 AI 耳机、AI 眼镜等 AI 终端产品的出货量呈现爆发式增长，用户对 Wi-Fi 和蓝牙信号传输稳定性、覆盖范围的要求日益提高。公司积极布局针对 AI 端侧应用场景的一系列新产品，例如 Wi-Fi FEM，可以有效提升信号质量和稳定性，降低信号干扰和损耗，从而解决多设备通信时的信号干扰、传输距离偏小等痛点问题。公司预计将于 2025Q2 正式发布并向多种 AI 终端市场端蓝牙耳机、AI 眼镜、智能安防、机器人、游戏手柄、低空飞行器等推广。

Wi-Fi 7 模组实现量产，不断提升市场竞争力。2024 年公司实现了 Wi-Fi 7 模组对路由器和智能手机终端的批量销售，此外，公司正式推出了第二代非线性 Wi-Fi 7 模组产品，并且已进入量产阶段。相较于传统的线性 Wi-Fi 模组，第二代产品在电流需求上显著降低，不仅有助于降低能耗，还能减少设备维护成本，在信号传输方面表现出更低的信号衰减，确保了信号传输的质量和稳定性，在市场中具备较强的竞争力。

三、盈利预测及投资建议

基于上文分析，我们分业务对公司营收及毛利率做出如下预测：

1.射频功率放大器模组：L-PAMiF 方面，公司新一代低压版本 L-PAMiF 模组在降低客户系统成本方面展现出显著优势，而且其性能在业内处于领先地位，已成功导入多家品牌手机厂商，有望进一步扩大终端客户群体，增加市场份额。L-PAMiD 方面，公司 2023 年推出并已成功导入多家品牌客户，实现了大规模销售，预计 L-PAMiD 市场份额将持续增加。Wi-Fi 模组方面，Wi-Fi 7 模组在路由器和智能手机终端实现批量销售，此外，公司推出了第二代非线性 Wi-Fi 7 模组产品，并且已进入量产阶段。鉴于 L-PAMiF、L-PAMiD 及 Wi-Fi 模组新产品不断推出且市场份额持续提升，我们预计射频功率放大器模组在 2024-2026 年实现营收 17.88/21.45/24.67 亿元；毛利率短期或将承压，但此后产品高端化不断推进将对毛利率带来提升，预计 2024-2026 年毛利率分别达到 24.50%/25.50%/26.02%。

2.接收端模组：公司销售的接收端模组产品包括 LNA Bank、L-FEM 及开关等产品，其中 LNA Bank 已经完成了设计优化并实现了迭代更新，第三代产品已正式量产出货，第四代产品也在研发设计中。L-FEM 的成熟产品已步入大规模量产阶段，新一代产品也在研发验证中取得积极进展。作为可与低压版 L-PAMiF 模组搭配使用的接收端产品，其有望在发射端产品的带动下，开发新营收增长点，进一步巩固和提升市场份额。我们预计射频发射端模组对接收端模组起到明显带动作用，预计接收端模组在 2024-2026 年实现营收 2.94/3.53/4.24 亿元，毛利率分别为 25.85%/26.06%/27.12%。

我们预计公司在 2024-2026 年分别实现营业收入 21.03/25.30/29.32 亿元，同比增长-29.5%/20.3%/15.9%，实现归母净利润-0.24/0.54/0.88 亿元，同比增长-121.1%/-/62.2%，对应 2025-2026 年 PE 分别为 297/183X。

四、风险提示

下游需求不及预期风险：公司产品主要应用于智能手机之中，若出现智能手机行业整体出货量下降、下游客户需求减弱可能导致客户对公司产品的采购需求降低从而影响公司盈利水平。

市场竞争加剧风险：目前，全球射频前端市场主要海外厂商主导，且占据了国内射频前端芯片行业的高端产品市场，对国内试图进入中高端产品市场的企业造成极大的竞争压力。此外，近年来国内企业仍在中低端领域充分竞争，以“价格战”为

主要竞争策略的市场环境下，若公司不能进一步向中高端市场实现更大的突破，存在面临国内同业企业竞争加剧，导致公司盈利能力下降的风险

国际贸易环境变化风险：近年来国际贸易摩擦不断升级。鉴于集成电路产业系全球产业链高度分工化合作的行业，产业链在国际贸易摩擦中均不可避免受到一定程度的负面影响。作为集成电路设计企业，公司及公司现有供应商大部分都不同程度的使用了国外的设备或技术，若贸易摩擦进一步加剧，公司的研发设计以及产品供应都可能受到影响。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4335	3896	3983	4148
货币资金	3119	2395	2428	2329
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	509	358	424	490
预付款项	12	8	9	11
存货	652	1068	1011	1166
其他	42	68	110	153
非流动资产	484	731	745	747
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	308	316	323	326
在建工程	0	0	0	0
无形资产	38	33	26	17
商誉	0	0	0	0
其他	139	382	396	403
资产总计	4819	4627	4728	4895
流动负债	748	647	752	847
短期借款	108	148	178	198
应付票据及应付账款	485	378	449	516
其他	155	121	125	133
非流动负债	37	37	39	40
长期借款	0	0	0	0
其他	37	37	39	40
负债合计	785	684	791	887
股本	418	430	430	430
未分配利润	-130	-148	-113	-56
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4035	3943	3937	4008
负债及权益合计	4819	4627	4728	4895

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	112	-24	54	88
折旧和摊销	117	72	75	80
营运资金的变动	447	-467	10	-195
经营活动产生现金流量	744	-401	147	-24
资本支出	-134	-51	-63	-60
长期投资	50	0	-1	0
投资活动产生现金流量	-107	-293	-80	-71
债权融资	-69	40	32	21
股权融资	15	0	0	0
融资活动产生现金流量	-74	-31	-34	-3
现金净变动	572	-724	32	-99

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2982	2103	2530	2932
营业成本	2243	1581	1879	2160
税金及附加	14	13	13	12
销售费用	33	32	35	38
管理费用	147	135	139	161
研发费用	453	467	506	572
财务费用	-75	-90	-67	-61
投资收益	-24	3	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-11	-8	-5
资产减值损失	-52	-30	-3	-1
营业利润	136	-33	57	95
营业外收支	-12	4	3	3
利润总额	124	-29	60	98
所得税	12	-5	6	10
净利润	112	-24	54	88
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	112	-24	54	88
EPS(元)	0.26	-0.06	0.13	0.20

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	30.3%	-29.5%	20.3%	15.9%
营业利润增长率	52.7%	124.1%	—	65.7%
归母净利润增长率	110.3%	121.1%	—	62.2%
盈利能力				
毛利率	24.8%	24.8%	25.7%	26.3%
归母净利率	3.8%	-1.1%	2.1%	3.0%
ROE	2.8%	-0.6%	1.4%	2.2%
偿债能力				
资产负债率	16.3%	14.8%	16.7%	18.1%
流动比率	5.79	6.02	5.30	4.89
速动比率	4.89	4.27	3.81	3.35
营运能力				
资产周转率	65.9%	44.5%	54.1%	60.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.26	-0.06	0.13	0.20
每股经营现金	1.73	-0.93	0.34	-0.06
估值比率(倍)				
PE	143.6	—	297.3	183.3
PB	4.0	4.1	4.1	4.0

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn