

全球化与产品矩阵共振, 公司增长动能稳健

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年半年度报告。2025年上半年公司实现营业收入3.51亿元, 同比增长34.69%、归母净利润0.67亿元, 同比增长26.07%; 其中, 2025年Q2单季实现营业收入2.02亿元, 同比增长30.46%、归母净利润0.45亿元, 同比增长21.41%。
- **工业物联网、企业网络设备及智能售货控制系统业务共同驱动, 营收快速增长。** 2025H1公司工业物联网收入1.83亿元, 同比增长34.55%, 毛利率57.81%, 同比上升2.27pp。该业务营收快速增长主要受海外需求旺盛与渠道本地化推进驱动, 此外新产品持续放量、Q1美国客户提前备货, 也贡献了营收增量。毛利率方面, 受益于海外高毛利市场占比提升及AI边缘计算、协议栈、LoRaWAN等高附加值产品营收占比提升, 加之自有产能及精益制造推动成本下降, 使得该板块毛利率上升。公司企业网络设备业务2025H1收入0.49亿元, 同比增长41.65%, 毛利率55.51%, 同比下降0.56pp。该板块收入上升系新产品与方案打开增长空间。公司推出云管理网络解决方案, 覆盖各类消费、办公场景, 并同步推出新品, 如边缘路由器、ES620、ES220交换机等, 拓展多场景需求, 带动收入增长。智能售货控制系统业务2025H1收入0.57亿元, 同比增长442.94%、毛利率15.87%, 同比下降17.23pp。该业务相关产品及方案的加速落地、产品平台全球化与品类扩张带来的场景拓展为该板块营收贡献了增量。而目前该业务平台生态建设投入正处于导入期使得该业务毛利率短期承压。
- **数字配电网业务、技术服务及其他业务短期受验收节奏影响。** 报告期内公司数字配电网业务收入0.53亿元, 同比下降21.91%, 毛利率46.54%, 同比上升3.07pp。该业务收入同比下降的原因是电网类项目交付呈周期性集中, 部分项目交付错峰至下半年, 使得H1营收减少。公司2025H1技术服务及其他业务营收0.1亿元, 同比下降19.15%。毛利率为51.74%, 同比下降23.89pp。服务合同以实施、运维为主, 确认受进度驱动, 上半年处于交付验收前期导致确认量偏低, 营收下降。服务类人力驻场投入占比高, 叠加阶段性服务结构变化, 造成毛利率下降。上述业务随着营收规模回升, 预期毛利率也将逐步回稳。
- **全球化营销渠道、产品矩阵双轮驱动。** 公司积极推进海外布局, 重视营销团队打造与渠道建设, 因地制宜推出定制化服务, 持续深耕全球各区域市场。产品方面不断推陈出新, 云平台、AI技术、算法、边缘计算机等产品研发、迭代同步推进, 构建多维度产品矩阵, 带动放量与营收结构优化。
- **研发投入持续、护城河加深。** 公司2025H1研发投入0.29亿元, 同比增长3.89%, 研发费用率8.25%。报告期间公司发布LoRaWAN网关, 云平台等完成多项升级, 引入AI数据分析、自然语言配置等能力, 智能化与服务能力提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年EPS分别为2.45元、3.43元、4.90元, 对应动态PE分别为25倍、18倍、12倍。公司25年规划目标积极, 改革动作持续落地, 看好全年加速成长, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 新品放量与交付节奏不及预期的风险; 价格竞争的风险; 行业发展不及预期的风险; 海外需求与汇率波动的风险、下游资本支出波动的风险等。

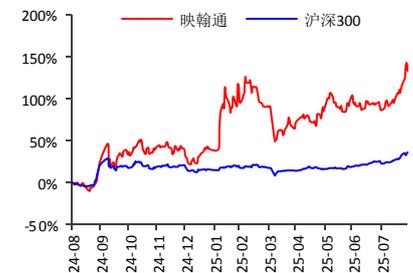
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	611.74	808.42	1073.24	1450.83
增长率	24.00%	32.15%	32.76%	35.18%
归属母公司净利润(百万元)	129.89	180.73	253.36	361.78
增长率	38.25%	39.15%	40.18%	42.79%
每股收益EPS(元)	1.76	2.45	3.43	4.90
净资产收益率ROE	12.52%	15.15%	17.76%	20.48%
PE	19	25	18	12
PB	4.10	3.54	2.97	2.42

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
电话: 13524424436
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.74
流通A股(亿股)	0.74
52周内股价区间(元)	22.11 - 63.99
总市值(亿元)	42.72
总资产(亿元)	13.34
每股净资产(元)	14.97

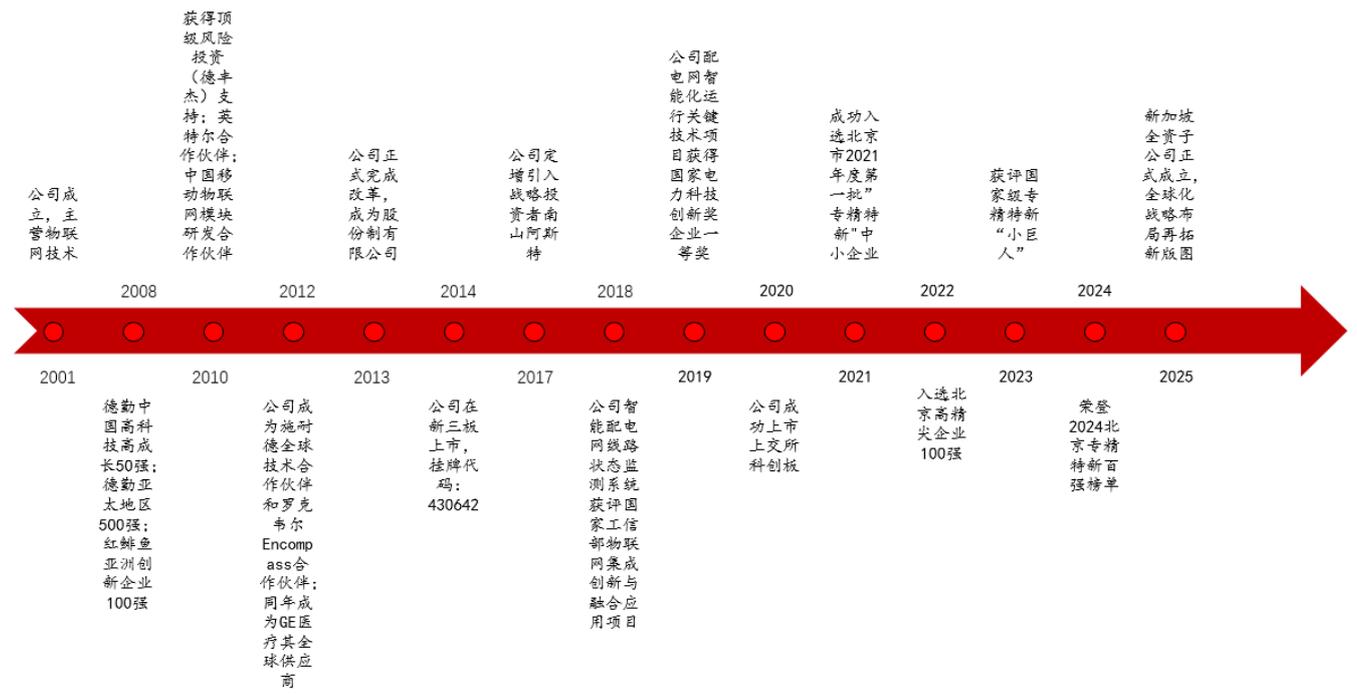
相关研究

1 聚焦人工智能和物联网技术，赋能智能电网及零售行业

公司成立于 2001 年，是一家聚焦工业物联网技术研发与应用的高科技企业，A 股科创板上市（688080）。公司定位为“工业物联网+企业网络”产品与解决方案提供商，围绕工业物联网产品、企业网络产品、数字配电网产品、智能售货控制系统等，面向企业网络、数字能源、工业与楼宇 IoT、智慧商业、车载与运输等重点行业提供通信连接、边缘计算与云端管理能力。

公司的产品体系覆盖工业无线路由器、无线数据终端、AI 边缘计算机、车载网关、边缘路由器、智能 AP、工业以太网交换机等通信设备，并延伸至智能配电网状态监测、智能售货控制系统、AI 智能冰柜、智能车联网等物联网解决方案；在企业网络侧配套“小星云管家”等 SaaS 云管平台，帮助客户构建可视、可管、可控的现代化网络系统。经营层面，公司已搭建“中国+三大区域（美洲/欧洲/亚太）”的全球化运营体系；研发实行需求型与前瞻型并行机制，生产经营以“研发—设计—生产—销售”为核心环节。

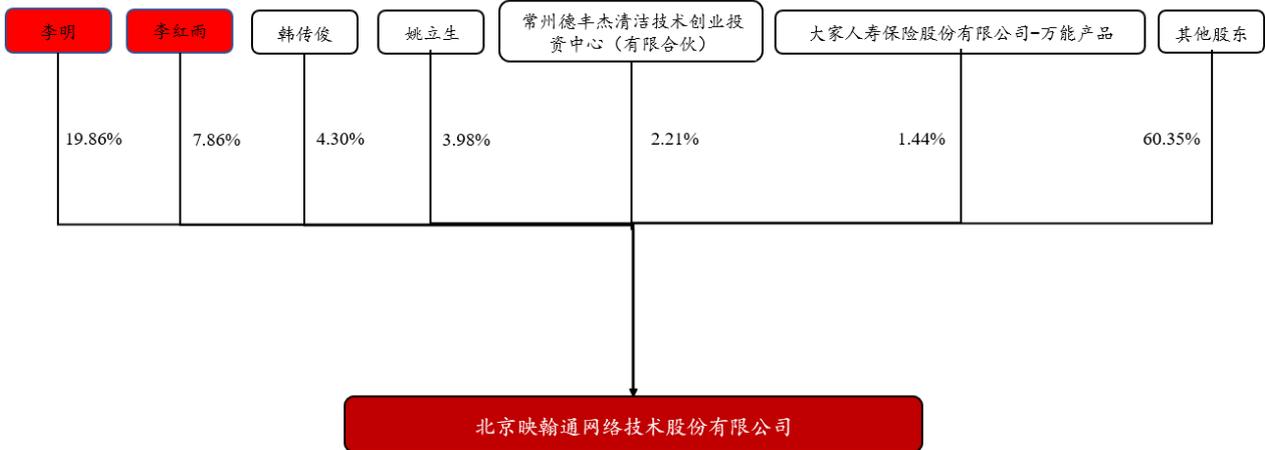
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构以创始团队为核心，基础稳固。截止 2025 年 8 月 29 日，公司第一大股东为李明，持股 19.86%；第二大股东李红雨持股 7.86%，与李明为夫妻关系；核心管理层持股分散且稳定，其中韩传俊持股 4.30%，姚立生持股 3.98%。机构股东方面，常州德丰杰清洁技术创业投资中心(有限合伙)持股 2.21%，大家人寿保险股份有限公司-万能产品持股 1.44% 等。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营业务涵盖企业网络、数字能源、工业与楼宇 IoT、智慧商业、车载与运输五大板块。公司为工业物联网与企业网络产品/方案提供商，主要包括工业物联网产品、企业网络产品、数字配电网产品、智能售货控制系统等，形成“连接设备+边缘计算+云管平台”三位一体的供给体系，业务覆盖企业网络、数字能源、工业与楼宇 IoT、智慧商业、车载与运输这五大核心业务板块，助力客户完成从现场接入、边缘智能到云端可视化运维的全链路数字化升级。

图 3：公司五大业务板块，助力客户全链路数字化升级



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司产品及解决方案覆盖面广，提供多行业全方位服务。在“连接设备”侧，公司产品涵盖工业无线路由器、无线数据终端（DTU）、AI 边缘计算机、车载网关、边缘路由器、智能 AP、工业以太网交换机等；在“解决方案”侧，延伸至智能配电网状态监测系统、智能售货控制系统、AI 智能冰柜、智能车联网系统等，满足多行业场景需求；在“平台”侧，面向全球持续升级小星云管家、DeviceLive、InLink、Device Manager、InConnect 等云管平

台，引入 AI 问答/AI 数据分析/自然语言配置能力，提升可视、可管、可控与服务化水平。同时公司还发布了 LoRaWAN 网关产品线，切入 LPWAN 场景（智慧城市、智能抄表、环境监测等），进一步完善了低功耗广域连接能力。

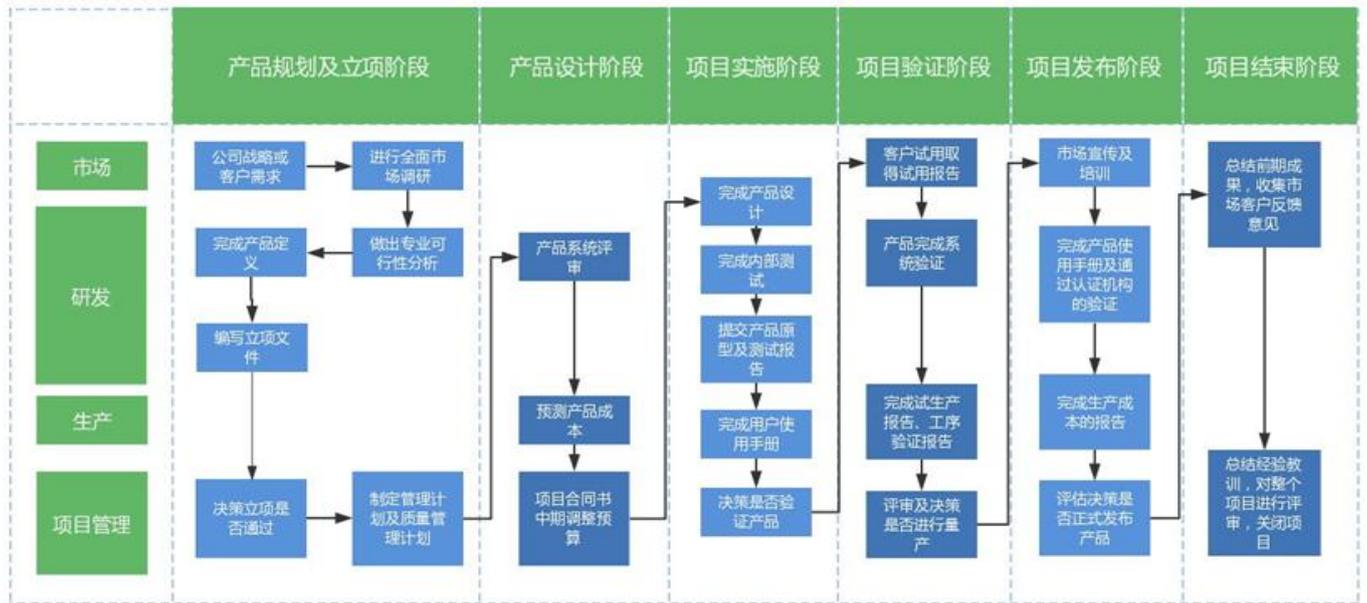
图 4：公司主要业务下属产品体系详情



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

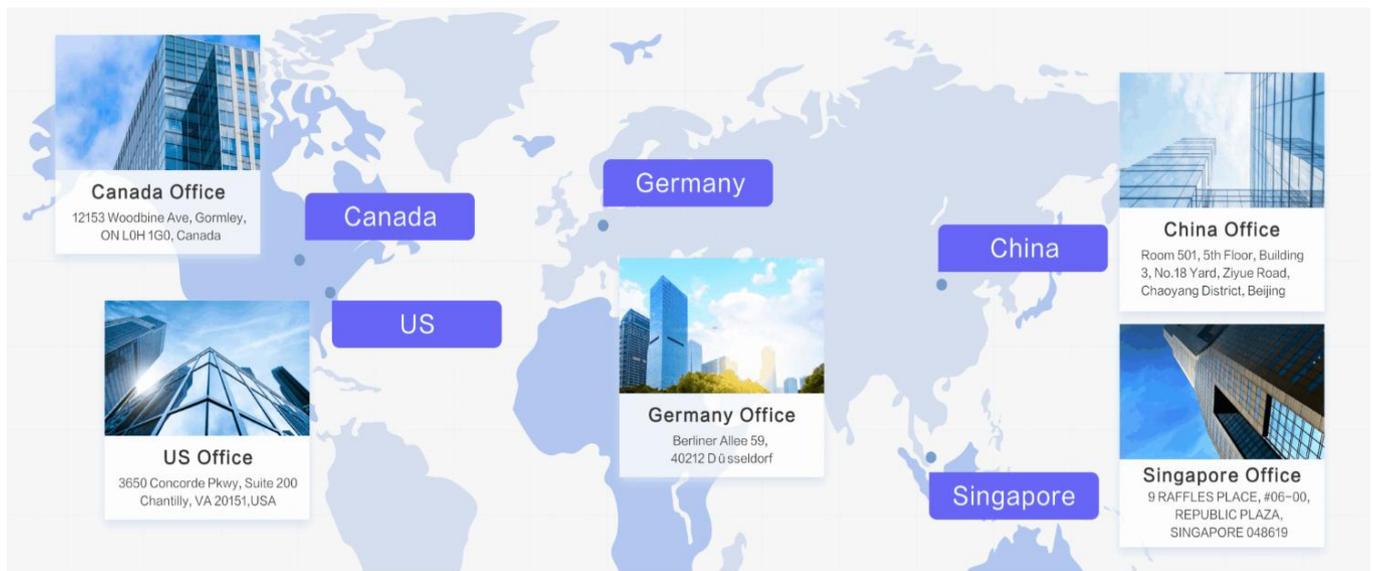
研产销体系完善，深度布局海内外市场。公司以“研发—设计—生产—销售”的经营与研发模式为核心环节，研发实行需求型与前瞻型并行机制，按“立项—设计—实施—验证—发布”流程推动产品迭代与平台升级；在组织与市场侧，公司已搭建“中国+三大区域（美洲/欧洲/亚太）”的全球化运营体系，持续强化本地化服务与渠道能力。公司于 2025 年 5 月成立映翰通新加坡全资子公司，这是继美国、加拿大、德国、泰国等海外分支及供应链落地后，公司全球化进程的又一重要标志。

图 5：公司新产品研发流程



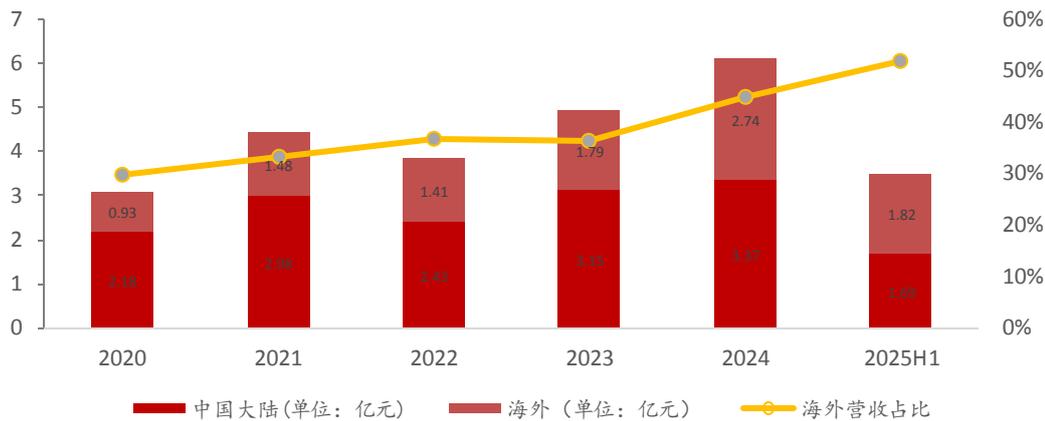
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司全球布局，覆盖北美、欧洲、亚太地区



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

全球布局内外齐进，国内海外营收“两开花”。公司持续打造“中国+三大区域（美洲、欧洲、亚太）”的区域化运营体系，2025H1 海外营收 1.82 亿元，同比增长 55.97%，占营收总额的 51.8%，成为公司重要的增量来源。此外，公司于 2025 年 5 月设立新加坡全资子公司作为亚太战略支点，进一步带动海外业务保持快速增长。国内市场方面，公司在能源电力、工业现场联网与企业网络等场景稳步推进，内需动能延续，2025H1 国内收入 1.69 亿元，同比增长 17.47%，占总收入的 48.2%。公司将稳步推动国内国际业务高质量发展，并通过本地化服务能力与供应链优化夯实增长韧性，促进国内外市场同步扩张。

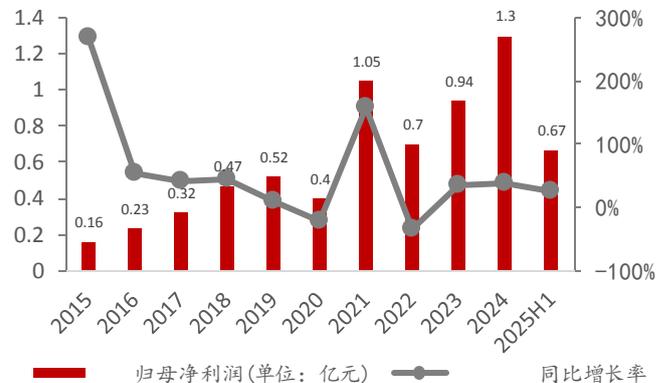
图 7：2020-2025H1 公司国内、海外营收及海外营收占比


数据来源：Wind, 西南证券整理

营业收入虽有波折但总体稳步增长，盈利弹性逐步释放。2020-2024 年，公司营业收入由 3.11 亿元提升至 6.12 亿元，年化复合增速 18.44%。营收的增长主要由公司新产品打开市场空间以及海外营收逐步放量所驱动。归母净利润由 0.4 亿元提升至 1.3 亿元，年化复合增速约 34.3%。利润增速快于收入增速、盈利弹性逐步释放的主要原因为近年来公司新产品营收占比不断上升且利润率爬升较快，带动整体业务结构优化和利润率改善，以及利润率较高的海外市场收入占比不断提升，并在 2025H1 首次超过了国内收入份额。2025 年上半年公司实现营业收入 3.51 亿元，同比上升 34.69%、归母净利润 0.67 亿元，同比增长 26.07%，延续了往年的增长态势，其中国内业务稳步增长，海外市场持续拓展，为公司打开新的上升空间。

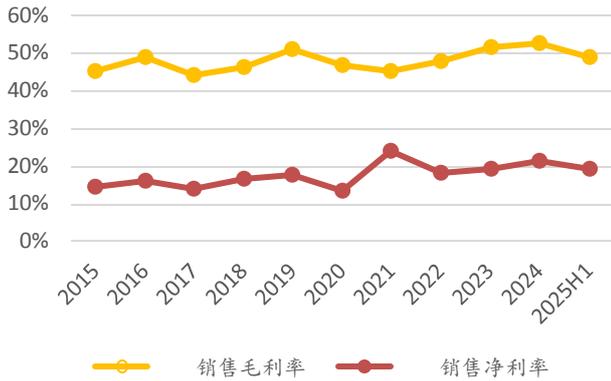
图 8：2015-2025H1 公司营收及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

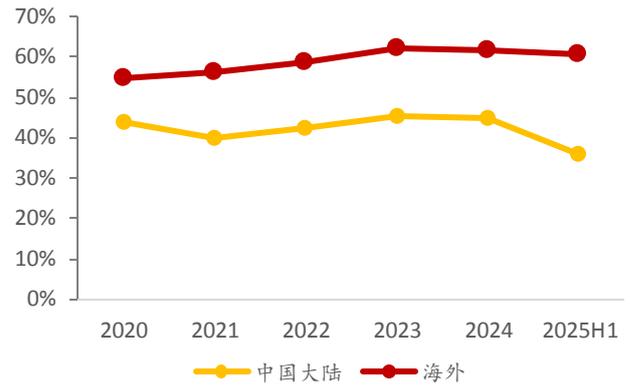
图 9：2015-2025H1 公司归母净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

盈利能力改善，净利率持续抬升。2020 年至 2024 年公司毛利率由 46.86% 上升至 52.48%。净利率由 13.31% 上升至 21.39%。公司在收入持续扩张的同时，利润率整体也保持了上行趋势。营业收入、利润率双双上行的原因一方面是因为公司新产品放量，营收占比不断上升且毛利率、净利率爬升较快，另一方面为公司海外业务毛利率、净利率较国内业务均更高，公司多年来大力拓展海外渠道并取得成效，海外收入占比不断提升，并在 2025H1 首次超越国内业务占比。

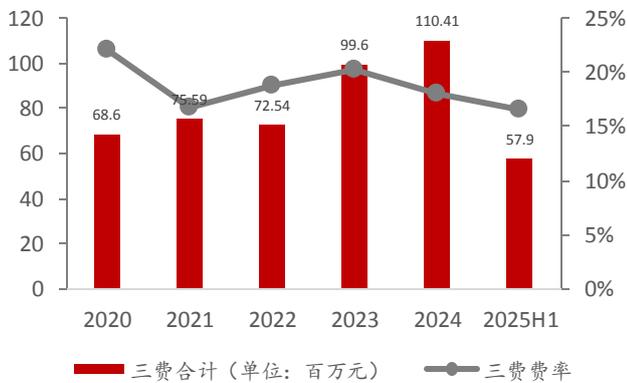
图 10：2015-2025H1 公司销售毛利率及销售净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

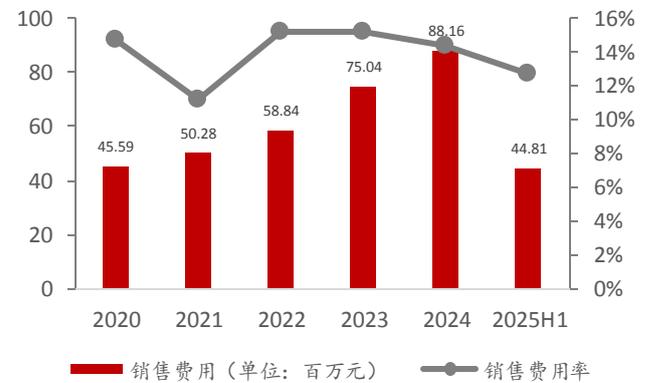
图 11：2020-2025H1 公司中国大陆及海外业务毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

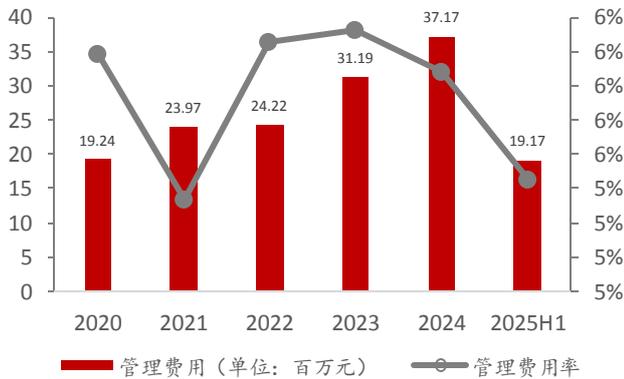
三费率持续下行，规模效应突显。整体来看，三费率（销售费用率 + 管理费用率 + 财务费用率）整体下降，运营效率改善。2020 至 2024 年公司三费率由 22.07% 降至 18.05%，2025H1 进一步下降为 16.47%。这是由于海外渠道与海外本地化运营体系逐步成熟、云管平台提升远程服务效率，带来的销售与管理费率的结构性回落，此外财务费用率长期为负（利息净收入为主），对利润形成了正贡献。具体来看，销售费用率 2020 年到 2024 年由 14.67% 下降至 14.41%，2025H1 进一步降至 12.75%。这是由于海外组织成型与渠道效率提升、规模摊薄的共同作用所致。管理费用率稳定在 6% 左右，2025H1 为 5.45%，同比下降 0.63pp。随着供应链与总部协同的数字化程度提升，固定性管理成本持续摊薄。财务费用率持续为负（2024 年为 -2.44%；2025H1 为 -1.73%），主要系利息净收入等因素对冲财务成本波动，对利润端正向贡献明显。

图 12：2020-2025H1 公司三费及三费率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2020-2025H1 公司销售费用及销售费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

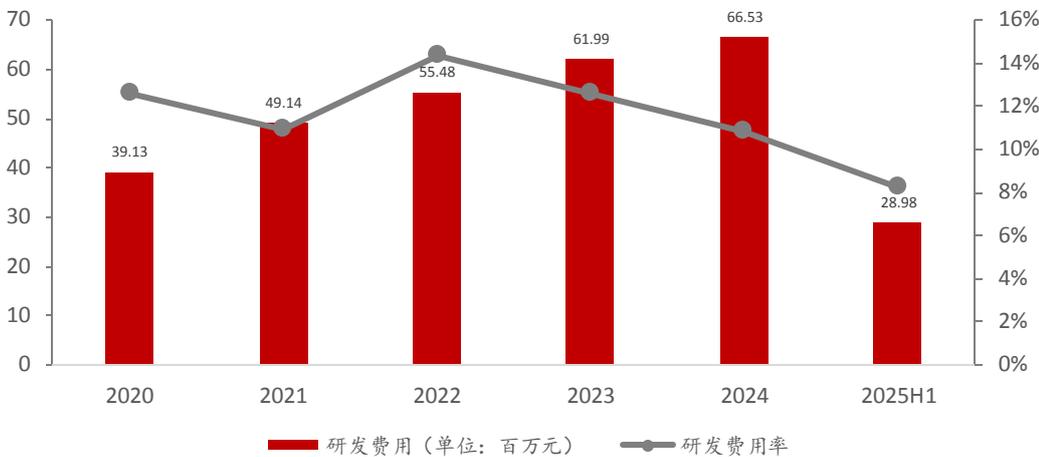
图 14：2020-2025H1 公司管理费用及管理费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 15：2020-2025H1 公司财务费用


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司重视研发，夯实长期能力。2020 至 2024 年，公司研发费用由 0.39 亿元提升至 0.67 亿元，投入规模稳步抬升；2025 年上半年研发费用 0.29 亿元，研发费用率 8.25%。研发投入的增加，主要体现在对工业物联网连接设备（5G/以太工业路由、DTU、车载网关等）、企业网络云管方案（路由/交换/AP+“小星云管家”等 SaaS）、数字配电网监测与智能售电控制系统的持续升级，以及 LoRaWAN 网关、AI 边缘计算机与 InLink/DeviceLive/Device Manager 等云平台的功能迭代与生态完善。坚持高强度、方向聚焦的研发，为公司产品矩阵拓新、海外本地化交付与中长期盈利质量提供了有力支撑。

图 16：2020-2025H1 公司研发费用及研发费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司工业物联网产品受益于海外需求提升及新产品打开局面，销量增长明显，2025-2027 年营收增速分别为 16%、24%、26%；高毛利新产品份额提升带动板块整体毛利率上行，2025-2027 年工业物联网产业整体毛利率分别为 59.0%、60.0%、61.0%。

假设 2：公司智能售货控制系统产业新产品打开局面，海外需求强劲，叠加公司该项业务基数较小，因此初期放量较为明显，而后续放量趋于理性。2025-2027 年营收增速分别为 300%、30%、25%；随着该板块产品营收上涨带动整体业务结构优化、技术不断完善升级，毛利率逐步提升，2025-2027 年智能售货控制系统产业整体毛利率分别为 28.0%、30.0%、32.0%。

假设 3：公司技术服务及其他业务目前仍处于恢复期，营收规模恢复较慢，且相较公司其余业务营收增速较低。2025-2027 年营收增速分别为 5%、8%、9%；公司技术服务及其他业务毛利率长期较为稳定，2025-2027 年其他业务整体毛利率分别为 74.0%、75.0%、75.0%。

假设 4：公司数字配电网产品产业海外需求持续扩张，营收保持增长态势，2025-2027 年营收增速分别为 28%、39%、42%；随着时间推移该板块新产品份额逐步提升，且新产品毛利率爬升较快，而旧产品毛利随时间开始下滑，此消彼长，从整体来看，该板块毛利率维持在较为稳定的水平，2025-2027 年数字配电网产品产业整体毛利率分别为 43.5%、44.5%、45.0%。

假设 5：企业网络业务属于公司的新业务，初期仍处于海内外市场开拓、与客户建立联系与信任的阶段，因此初期营收增长率相对较低，然后开始放量，营收增速保持在相对较高水平上。2025-2027 年营收增速分别为 20%、65%、65%；随着产品放量，公司产品市场份额提升带动板块整体毛利率上行，2025-2027 年公司企业网络业务整体毛利率分别为 56.0%、58.0%、60.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入、增速、营业成本及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	611.7	808.4	1,073.2	1,450.8
	增速	24.0%	32.2%	32.8%	35.2%
	营业成本	290.7	396.5	515.8	681.6
	毛利率	52.5%	51.0%	51.9%	53.0%
工业物联网产品	营业收入	314.0	364.2	451.6	569.0
	增速	10.6%	16.0%	24.0%	26.0%
	营业成本	135.8	149.3	180.6	221.9
	毛利率	56.7%	59.0%	60.0%	61.0%
智能售货控制系统产品	营业收入	28.0	112.0	145.6	182.0
	增速	-46.3%	300.0%	30.0%	25.0%
	营业成本	20.1	80.6	101.9	123.8

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	毛利率	28.1%	28.0%	30.0%	32.0%
技术服务及其他	营业收入	30.1	31.6	34.1	37.2
	增速	-0.1%	5.0%	8.0%	9.0%
	营业成本	7.9	8.2	8.5	9.3
	毛利率	73.8%	74.0%	75.0%	75.0%
数字配电网产品	营业收入	162.6	208.1	289.3	410.8
	增速	27.9%	28.0%	39.0%	42.0%
	营业成本	92.6	117.6	160.6	225.9
	毛利率	43.0%	43.5%	44.5%	45.0%
企业网络产品	营业收入	77.1	92.5	152.6	251.8
	增速	/	20.0%	65.0%	65.0%
	营业成本	34.2	40.7	64.1	100.7
	毛利率	55.7%	56.0%	58.0%	60.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.08 亿元、10.73 亿元和 14.51 亿元，同比增长 32.2%、32.8%和 35.2%；归母净利润分别为 1.81 亿元、2.53 亿元和 3.62 亿元，同比增长 39.15%、40.18%、42.79%；EPS 分别为 2.45 元、3.43 元、4.90 元，对应动态 PE 分别为 25 倍、18 倍、12 倍。

综合考虑业务与场景重合度，我们选取锐捷网络（301165.SZ）、东土科技（300353.SZ）与威胜信息（688100.SH）三家 A 股上市公司作为本次估值与运营对标。锐捷网络深耕企业网络设备与云管理（交换机/路由/AP+云管平台），主要服务园区、连锁门店与分支机构，其“设备+云管 SaaS”的产品与交付模式与公司企业网络条线高度契合。东土科技聚焦工业以太网交换机、工业路由与 TSN 等 OT 联网核心装备，长期服务电力、轨交、能源等高可靠行业，与公司“工业物联网连接设备+边缘计算”在场景与可靠性要求上强耦合，可对比工业级产品线的毛利中枢与交付节奏。威胜信息面向配电网与用能数字化，形成“硬件+平台+软件服务”的一体化方案，与公司“数字配电网”板块在客户对象、项目制交付及平台化延展（SaaS/私有化）方面具有较强可比性。因此，上述三家公司与公司在“产品结构—应用场景—商业模式”层面一一映射。综上所述，可以认为上述三家上市公司与公司具有高可比性。

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)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
301165.SZ	锐捷网络	710.34	89.30	1.01	1.11	1.49	1.80	71.46	80.30	59.90	49.64
300353.SZ	东土科技	141.12	22.95	0.06	0.12	0.21	0.30	182.72	191.90	108.56	77.51
688100.SH	威胜信息	188.61	38.36	1.28	1.54	1.89	2.30	28.22	24.96	20.28	16.68
平均值								94.13	99.05	62.91	47.94
688080.SH	映翰通	42.72	57.85	1.76	2.45	3.43	4.90	18.72	24.64	17.86	11.81

数据来源：Wind, 西南证券整理（股价截至 2025 年 8 月 29 日）

估值与差异说明。从 PE 角度看，公司 2024–2027 年估值分别为 19 倍、25 倍、18 倍、12 倍；核心可比（锐捷网络/东土科技/威胜信息）行业平均值为 94.13 倍、99.05 倍、62.91 倍、47.94 倍，公司处于行业平均以下区间。

差异说明：本组可比公司当期 PE 分散，主要系：①利润周期与分母效应——东土科技当前处于利润低位、EPS 基数较小（24A–25E 为恢复期），导致当期 PE 抬升；随盈利修复，26E–27E PE 自然回落，分散度趋于收敛。②商业模式与毛利结构差异——威胜信息采取“硬件+平台+软件服务”一体化，现金流更平滑、盈利能力更稳定，PE 大致落在 15–30 倍区间；锐捷网络以企业网络设备+云管理为主，周期与竞争强度介于两者之间，PE 多位于 50–80 倍区间。③会计与资本因素——不同公司在研发费用资本化/费用化、股权激励、一次性损益等处理上口径不一，对短期 EPS 与 PE 影响较大。基于以上，为降低极端值对判断的扰动，本文在 2025E 行业平均（均值）之外侧重前瞻年度（26E/27E）PE 作为估值锚，更能反映可比区间的常态水平。

投资判断。结合公司基本面看：①“全球化+本地化服务”双轮驱动，四大区域化运营体系成型，新加坡子公司作为亚太支点，海外营收占比与毛利结构持续优化；②产品矩阵放量（工业物联网、企业网络、智能售货控制系统三线共振），LoRaWAN 网关与 AI 云管平台迭代提升单品价值与交付效率；③三费率下行、财务费用率为负，利润弹性逐步释放；④研发投入高位且方向聚焦（连接设备+边缘计算+云管平台），支撑中期增长可持续。综上所述，可以判断公司具备估值修复空间。审慎起见，首次覆盖给予“持有”评级。

3 风险提示

新品放量与交付节奏不及预期的风险；价格竞争的风险；行业发展不及预期的风险；海外需求与汇率波动的风险；下游资本支出波动的风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	611.74	808.42	1073.24	1450.83	净利润	130.84	183.40	256.68	364.55
营业成本	290.68	396.46	515.75	681.64	折旧与摊销	5.87	5.17	5.28	5.38
营业税金及附加	1.97	2.76	3.59	4.86	财务费用	-14.92	-12.72	-12.68	-13.80
销售费用	88.16	117.12	157.56	212.14	资产减值损失	-5.26	-4.93	3.00	5.00
管理费用	37.17	50.03	66.25	89.40	经营营运资本变动	-32.55	-70.03	-62.45	-90.60
研发费用	66.53	75.00	85.00	98.00	其他	28.77	2.44	-4.75	-5.28
财务费用	-14.92	-12.72	-12.68	-13.80	经营活动现金流净额	112.75	103.33	185.08	265.25
资产减值损失	-5.26	-4.93	3.00	5.00	资本支出	1.65	2.68	2.95	3.40
投资收益	5.20	6.97	6.08	6.53	其他	1.02	5.19	3.02	3.88
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	2.68	7.87	5.97	7.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.01	149.99	0.00	0.00
营业利润	151.49	209.73	294.78	418.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.02	-0.05	-0.09	-0.10	股权融资	13.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	151.48	209.69	294.68	417.94	支付股利	-12.51	-14.69	-21.40	-30.17
所得税	20.64	26.28	38.01	53.40	其他	-20.63	8.93	12.83	13.72
净利润	130.84	183.40	256.68	364.55	筹资活动现金流净额	-19.15	144.22	-8.57	-16.45
少数股东损益	0.95	2.67	3.31	2.77	现金流量净额	101.46	255.43	182.48	256.08
归属母公司股东净利润	129.89	180.73	253.36	361.78					
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	832.05	1087.48	1269.95	1526.03	成长能力				
应收和预付款项	143.23	202.90	259.71	353.44	销售收入增长率	24.00%	32.15%	32.76%	35.18%
存货	171.54	216.96	293.73	387.16	营业利润增长率	44.12%	38.44%	40.55%	41.82%
其他流动资产	16.44	9.03	11.47	16.23	净利润增长率	38.91%	40.18%	39.95%	42.03%
长期股权投资	35.60	35.60	35.60	35.60	EBITDA 增长率	38.00%	41.94%	42.14%	42.54%
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	45.01	39.49	33.65	28.31	毛利率	52.48%	50.96%	51.94%	53.02%
无形资产和开发支出	8.06	5.42	2.78	-0.87	三费率	18.05%	19.10%	19.67%	19.83%
其他非流动资产	40.02	42.69	46.52	49.84	净利率	21.39%	22.69%	23.92%	25.13%
资产总计	1291.95	1640.05	1954.46	2397.40	ROE	12.52%	15.15%	17.76%	20.48%
短期借款	0.01	150.00	150.00	150.00	ROA	10.13%	11.19%	13.14%	15.22%
应付和预收款项	182.27	240.25	316.22	418.50	ROIC	62.61%	70.32%	76.40%	84.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.29%	25.01%	26.78%	28.23%
其他负债	64.52	39.43	42.58	48.86	营运能力				
负债合计	246.80	429.68	508.81	617.37	总资产周转率	0.51	0.55	0.60	0.67
股本	73.85	73.85	73.85	73.85	固定资产周转率	13.34	19.14	29.35	46.83
资本公积	407.20	407.20	407.20	407.20	应收账款周转率	4.72	4.59	4.57	4.66
留存收益	563.06	729.10	961.06	1292.67	存货周转率	1.99	1.95	1.95	1.95
归属母公司股东权益	1042.86	1205.41	1437.38	1768.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	0.94	—	—	—
少数股东权益	2.30	4.96	8.28	11.05	资本结构				
股东权益合计	1045.15	1210.38	1445.66	1780.03	资产负债率	0.19	0.26	0.26	0.26
负债和股东权益合计	1291.95	1640.05	1954.46	2397.40	带息债务/总负债	0.00	0.35	0.29	0.24
					流动比率	4.99	3.65	3.71	3.78
					速动比率	4.26	3.12	3.11	3.14
					股利支付率	0.10	0.08	0.08	0.08
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	142.44	202.18	287.38	409.63	每股收益	1.76	2.45	3.43	4.90
PE	18.72	24.64	17.86	11.81	每股净资产	14.12	16.32	19.46	23.95
PB	4.10	3.54	2.97	2.42	每股经营现金	1.53	1.40	2.51	3.59
PS	6.98	5.28	3.98	2.94	每股股利	0.17	0.20	0.29	0.41
EV/EBITDA	23.93	16.33	10.84	6.97					
股息率	0.00	0.00	0.01	0.01					

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。

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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzl@swsc.com.cn
