

专注 SoC+技术领先，多点布局静待绽放

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，上半年实现收入 13.4 亿元，同比+25.8%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比+35.4%。
- **下游多领域需求回暖，收入盈利能力改善。**1) 营收端：公司 25H1 营业收入同比增长 25.8%，主要是公司积极推进下游产品落地，扫地机器人、智能汽车电子、智能视觉等主要细分领域营业收入同比实现较快增长。2) 利润端：公司 25H1 归母净利润同比增长 35.4%，主要是因为公司销量提升规模效应带动利润率提升，高价值量产品量产并落地，收入增速快于费用增速。公司毛利率进一步改善，毛利率为 33.0%，同比提升 0.1pp；净利率为 12.1%，同比提升 0.9pp。3) 费用端：25H1 公司期间费用率较上年同期同比缩窄，销售费用率为 1.7%，同比下降 0.5pp；管理费用率为 2.1%，同比下降 0.5pp；研发费用率为 20.6%，同比下降 4.3pp，研发投入同比增长 4.3%，主要因为公司重视研发、聚焦智能终端应用处理器芯片的技术迭代。
- **打造高技术平台算法体系，针对设计完善细分领域。**公司积极打造序列化的通用异构计算平台，推动多领域全面智能化。报告期内，公司在已量产平台如 A527, A537 和 A733 上持续打磨各类应用产品，优化系统调度算法，提升场景性能、功耗表现；同时，公司 T527V 车载产品进入试产、高端八核平台芯片 A733 实现量产，公司的高端产品和平台进一步走向成熟。此外，公司已开始研究下一代更高性能 SoC 架构，以满足未来更高计算性能的需求。
- **深入完善 AI 算法及应用落地，推动各领域产品导入放量。**在机器人领域，公司实现了 MR536 在扫地机产品上的大规模量产、发布了新一代控制型机器人芯片 MR153，MR153 可更好地支持红外传感器、陀螺仪、超声波、线激光和 ToF 等传感器。在智慧视觉领域，公司完成新一代智慧安防芯片 V861 的回样与验证。在智能解码显示领域，公司完成第二代智能投影 H723 系列芯片的试产、面向超微型投影的 H135 系列芯片的量产、新一代智能电视芯片 TV323 的样品验证。此外，公司交付了视频防抖算法，助力搭载 V821 的 AI 眼镜产品量产，也为多款 AI 玩具适配多种语言大模型 API。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年公司归母净利润 3.5/4.9/6.7 亿元。给予公司 2026 年 105 倍 PE，对应目标价 63 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险加剧风险；技术研发遭遇瓶颈的风险；晶圆材料价格波动的风险；汇率波动的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,288	3,008	3,770	4,460
增长率	36.76%	31.45%	25.36%	18.28%
归属母公司净利润 (百万元)	167	352	494	666
增长率	626.15%	111.34%	40.11%	34.88%
每股收益 EPS (元)	0.26	0.43	0.60	0.81
净资产收益率 ROE	5.57%	11.73%	6.30%	21.75%
PE	149.08	117.47	83.85	62.16
PB	8.20	13.78	13.67	13.52

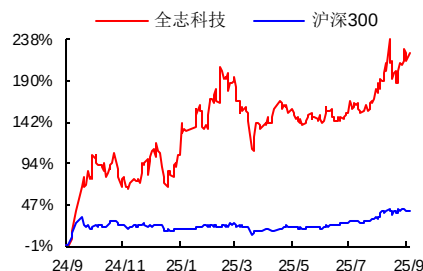
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

分析师: 徐一丹
执业证号: S1250522090002
电话: 021-58351908
邮箱: xyd@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)	8.25
流通 A 股(亿股)	6.76
52 周内股价区间(元)	20.1-62.35
总市值(亿元)	413.97
总资产(亿元)	37.12
每股净资产(元)	3.67

相关研究

1 技术领先的 SoC 研发商，深耕市场完善产业布局

1.1 平板入行转型多元化赛道，高性能平台完善细分领域

全志科技成立于 2007 年，总部位于中国珠海，是卓越的智能应用处理器 SoC、高性能模拟器件和无线互联芯片设计厂商。公司在提供超高清视频编解码、高性能 CPU/GPU/NPU 多核整合、先进工艺高集成度、超低功耗、全栈集成平台等方面的解决方案与服务上具备市场突出竞争力，产品广泛适用于工业控制、智慧汽车、智慧家电、机器人、智慧安防、网络机顶盒、智能硬件、平板电脑、电源模拟器件、无线通信模组、智能物联网等多个产品领域。公司发展主要分为三个阶段：

- 1) 发展初期（2007 年-2014 年）：公司最初以平板电脑芯片起家，借助下游平板电脑市场的高速增长，2012-2013 连续两年成为全球安卓平板电脑处理器市场销量第一。
- 2) 发展转型期（2015 年-2019 年）：随着平板电脑市场逐渐见顶，行业竞争加剧，公司开始进行从平板到多元化的探索，提出未来大方向的 MANS 战略（多媒体 Multimedia、模拟 Analog、网络 Network、服务 Service）路线，全面拥抱大视频战略。积极布局智能家居、便携设备、车载电子、智慧工业、安防等领域。
- 3) AI 时代发展期（2020 年至今）：公司积极布局深耕 AI 时代的发展市场，公司先后发布智能语音芯片、车规级 AI 智能驾舱处理器、AI 机器人处理器、AIoT 智能通用芯片、工业级高性能 AI 芯片、智能视觉领域处理器等。当前，全志科技以 SOC+大视频+产品包的策略持续进行技术领域的迭代精进。

图 1：公司主要发展历程



数据来源：公司官网，CSDN，与非网，西南证券整理

公司积极打造序列化的通用异构计算平台，以推动各领域的全面智能化。面对当前人工智能的快速发展，大模型在性能和算力需求上的快速进步加快了在各行各业端侧 AI 的应用深入。面对当前各个下游领域对高算力、异构算力、高能效需求的增长，公司积极投入，持续打造高性能通用异构计算平台，升级核心技术完善细分领域产品系列。当前公司产品主要在智能应用终端处理器芯片、智能电源管理芯片、无线通信产品、信号链芯片四大板块中分为 10 个系列，智能终端应用处理器芯片线较为丰富：

- 1) A 系列：该系列主要是面向消费级智能终端的高性价比核心处理平台，主要专注低功耗、多媒体性能、成本优势等领域，覆盖从入门到中高端的多元化需求。该系列主要应用于平板电脑、教育平板、Chromebook、支付设备、游戏机、电子书等。
- 2) T 系列：该系列主要面向工业与汽车领域的高性能、高可靠性智能处理平台，专注复杂场景下的多任务处理、AI 算力集成及工业级稳定性，主要应用于智能座舱、辅助驾驶、智慧工业、行业智能、智能电网等领域。
- 3) R 系列：该系列主要面向智能语音和物联网领域的芯片平台，广泛应用于智能音箱、智能家居控制、智能家电、扫地机、割草机、服务机器人、四足机器人等产品。
- 4) V 系列：该系列主要面向智能视觉领域的芯片平台，广泛应用于智能安防摄像机、低功耗电池摄像机、多目枪球摄像头、智能门锁、行车记录仪、运动相机、智能扫描笔及泛视觉 AI 产品等。

表 1：公司主要产品及下游应用领域

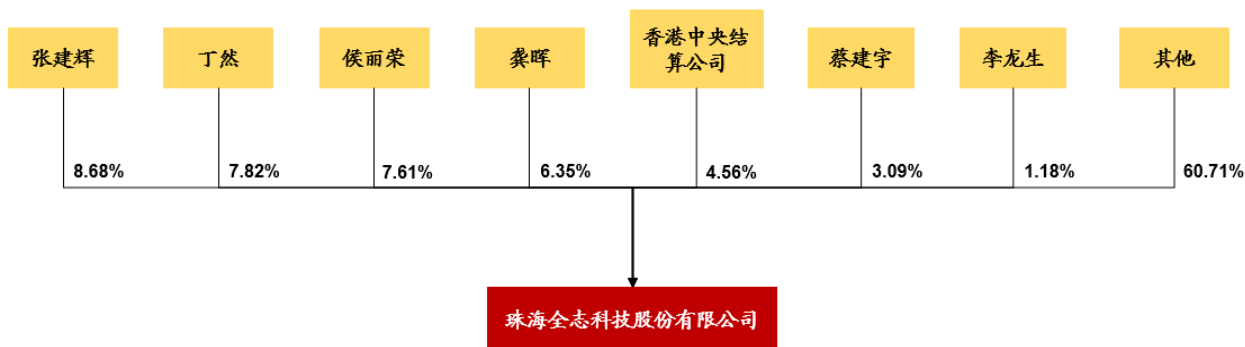
产品大类	产品系列	主要型号产品	主要应用领域	应用示例
智能终端 应用处理器 芯片	A 系列	A33、A100、A133、 A133P、A523、 A527、A537、A733	平板电脑、教育平板、 安卓笔电、电子相册、 支付设备、游戏机、电 子书等	平板电脑：Aura、Multilazer、Acer 等； 智能教育：台电教育平板、小霸王教育平板、作业帮 AI 智能辅 导机、希沃随身听力机、百词斩英语扫学机等； 智慧零售：一敏收银设备
	F 系列	F1C100S、 F1C200S、F133	多媒体播放器、车载仪 表、人机交互 HMI、视 频机等	汽车电子：JVC& Kenwood 后装车机、钉钉拍车载智慧屏、爱 玛电动车仪表、小牛两轮车仪表盘；人机交互模块（HMI）：贝 斯特电梯面板 HMI、富士康产检设备 HMI、公牛智能开关面板、 芯烨热敏标签打印机、Insta360 GO3 拇指相机
	H 系列	H133、H313、 H616、H618、 H700、H713、 H716、H728	智能机顶盒、智能投影、 商业显示、云解码、开 源开发板、多屏互动等	智能机顶盒：腾讯-创维极光、天猫魔盒、longTV 等智能机顶盒； 智能投影：创维、飞利浦、微米等智能投影；智能办公：绿联办 公投屏、创维小湃拍拍 4K 高清投屏器等；开源开发板： OrangePi、Nanopi 等
	R 系列	R16、R128、R328、 R329、R818、 MR133、MR813、 MR527、MR536	智能音箱、智能家电、 扫地机器人、3D 打印 机、AI 玩具、词典笔等	扫地机器人：石头、云鲸、小米、追觅、美的、海尔等品牌； 智能家电：美的、海尔、小米等品牌的家电智能模块； 智能音箱：天猫精灵、小米、小度等品牌；智能家居：绿米、欧 瑞博等家居智能控制面板； 智能办公：创想三维 3D 打印机、小米喷墨打印机等； 智能教育：辞海词典笔、优学派词典笔、作业帮词典笔、作业帮 智能书桌等； 机器人：小米 CyberDog 仿生机器人、汤姆猫 AI 语音情感陪伴 机器人等
	T 系列	T3、T5、T7、T113、 T527、T536	智能座舱、辅助驾驶、 智慧工业、行业智能、 智能电网等	汽车电子：吉利领克全景系统、红旗全景系统、五菱中控车机、 润光智行舱泊一体方案等； 电力设备：南瑞继保电力二次保护设备、国网电力集中器/能源 控制器、南网电力网关；智能工业：汇川工业 HMI、汇川工业 PLC、西门子工业 HMI、昆仑通态工业 HMI、三旺工业网关等； 发板：米尔、创龙、飞凌等工业开发板

产品大类	产品系列	主要型号产品	主要应用领域	应用示例
	TV 系列	TV303	智能电视、商业显示	视源电视板卡
	V 系列	V3、V316、V526、V533、V536、V553、V851S、V853	网络摄像头、安防摄像机、低功耗电池门铃、多目枪球摄像头、智能门锁、智能猫眼、行车记录仪、运动相机、扫描笔/词典笔、AI 智能硬件等	IPC：创维小湃、普维、EKEN 等 IPC； 汽车电子：PAPAGO 智能行车记录仪、捷渡车载智慧屏、共享电单车 AI 识别摄像头；智慧门禁； 智能教育：EKEN 低功耗门铃、得力智能考勤机等； 智能教育：喵宝智能学习打印机、噜咔博士 AI 拍学机
	其他	B300、B810	电子书、视频一体机、开发板等	电子阅读器：小米多看电子书、Risc-V 开发板等
智能电源管理芯片	AXP 系列	AXP2101、AXP2601、AXP313、AXP323、AXP517、AXP707、AXP717、AXP858(车规级)、AXP8191(车规级)	电源管理、充放电管理、电量计量等、及主控芯片配套	
无线通信产品	XR 系列	XR819、XR829、XR872、XR875	无线数传、智能家居、智能早教机、AI 陪伴机器人、AI 早教机、低功耗智能门铃、无线图传	智能教育：小谷智慧点读笔、小谷学习闹钟、作业帮智能文具盒等； 智能门禁：TP-Link 无线智能可视门铃、360 低功耗门铃、Anker 低功耗门铃等
信号链芯片	AC 系列	AC107、AC108、AC101	语音采集、识别、处理、播放等产品	智能音箱、可穿戴设备等

数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构稳定，公司创始团队具备专业背景。截止到 2025 年中报，公司最终受益人张建辉先生、丁然先生、侯丽荣女士三位合计持股比例达到 24.17%，公司创始人、董事长张建辉先生持股比例达 8.70%，创始团队丁然、侯丽荣、龚晖、蔡建宇、李龙生合计持有公司股权比例为 26.13%。公司创始团队多出身于相关专业职务，具有较强的技术背景。公司创始人张建辉先生曾任珠海亚力电子有限公司系统设计工程师、系统设计部经理，炬力集成电路设计有限公司系统研发部部长、多媒体事业处处长、副总经理等职务；丁然先生曾任珠海亚力电子有限公司 IC 设计工程师、炬力集成电路设计有限公司 IC 设计部经理、瑞晟微电子（苏州）有限公司模拟电路设计部经理等职务；龚晖先生曾任珠海亚力电子有限公司工程师、炬力集成电路设计有限公司制造部部长等职务。

图 2：公司股权结构图



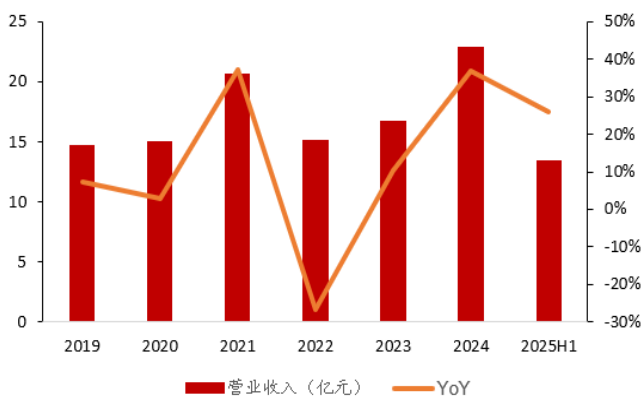
数据来源：Wind，西南证券整理（截止到 2025 年中报）

1.2 财务分析：需求回暖拉动业绩，费率管控盈利能力改善

营业收入重回稳健增长态势。2019-2020 年，伴随公司新品研发与导入，公司营收不断增长。2021 年消费电子行业整体需求较好，受益于下游需求带动，公司营收与利润同比增幅明显。2022 年至 2023 年，受到国际大环境、宏观经济因素等影响，下游需求较为疲软，公司营收和净利润短期承压。2024 年，随着下游需求回暖、公司持续推进新品研发、拓展细分赛道，公司在汽车电子、工业智能、机器人、安防等领域业务得到明显提升。公司 2024 年全年实现营收 22.9 亿元，同比增长 36.8%；归母净利润 1.7 亿元，同比增长 626.2%。

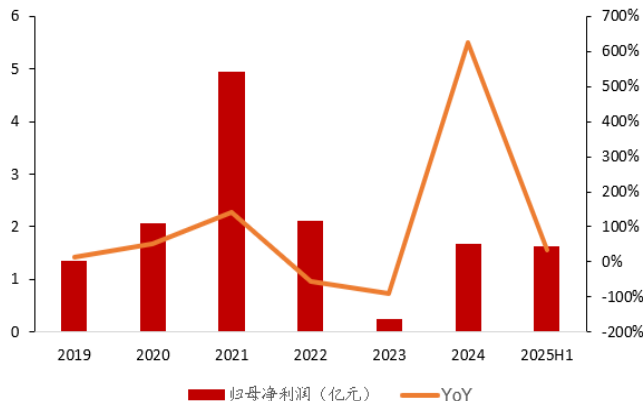
2025 年上半年，随着市场需求回暖，公司积极推进下游产品落地，扫地机器人、智能汽车电子、智能视觉等主要细分领域业务拓展均实现较快增长。报告期内，公司实现营业收入 13.4 亿元，同比增长 25.82%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 35.4%。

图 3：公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司归母净利润及增速

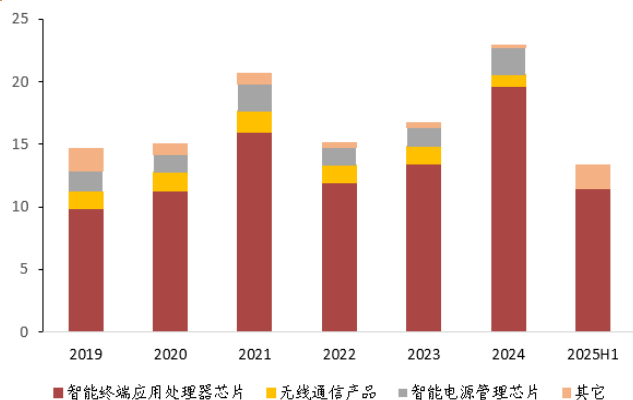


数据来源：Wind，西南证券整理

公司营业收入主要来源于智能终端应用处理器芯片业务。公司营收主要来源分为三个部分，分别是智能终端应用处理器芯片、无线通信产品、智能电源管理芯片；其中，智能终端处理器芯片占营收比重维持在四分之三以上，是公司营收的主要来源。2024 年公司智能终端应用处理器芯片营收 19.6 亿元，同比增长 46.4%，营收占比 85.8%；无线通信产品实现收入约 0.9 亿元，同比下降 34.7%，营收占比 4.1%；智能电源管理芯片实现收入约 2.2 亿元，同比增长 45.8%，营收占比 9.4%。

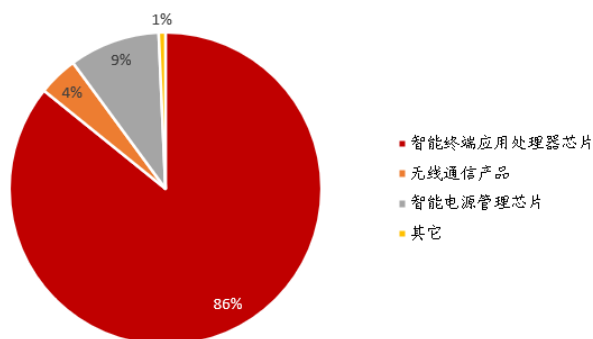
2025 年上半年，AI 端侧行业及公司下游市场发展迅速，公司通过持续打造高性能通用异构计算平台、继续完善 AI 算法及应用落地、升级核心技术完善细分领域产品系列，在智能终端处理器芯片板块实现营收同比增长 26.2%，未来有望随机器人、工业、车载等下游持续受益增长。

图 5：公司营收业务拆分（单位：亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2024 年公司营收结构

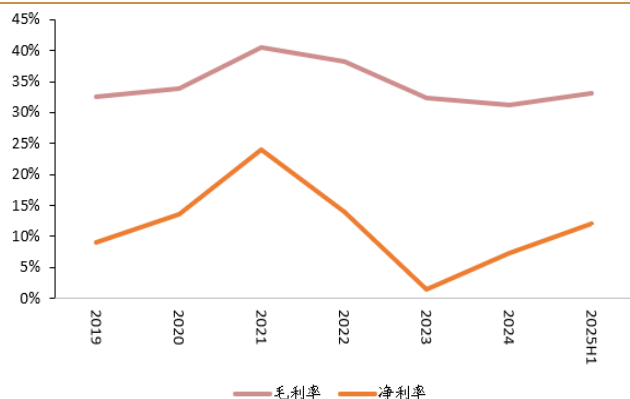


数据来源：Wind，西南证券整理

利润率水平持续修复，研发支出稳步增长。2022 年由于消费电子需求萎缩、库存过剩背景下价格承压，导致公司毛利率及净利率均有所下滑。2023 年，受宏观经济及半导体行业周期性变化等因素的影响，公司下游行业景气度和需求经历了由低点向复苏演进的过程，过程中出现库存过剩、行业竞争加剧等情况，公司毛利率水平亦随之短期承压。2024 年，随着下游需求回暖，以及公司在车规级芯片、视觉等高毛利率领域的业务增长，公司利润率水平逐步回升。25H1，公司毛利率进一步改善，毛利率为 33.0%，同比提升 0.1pp；净利率为 12.1%，同比提升 0.9pp

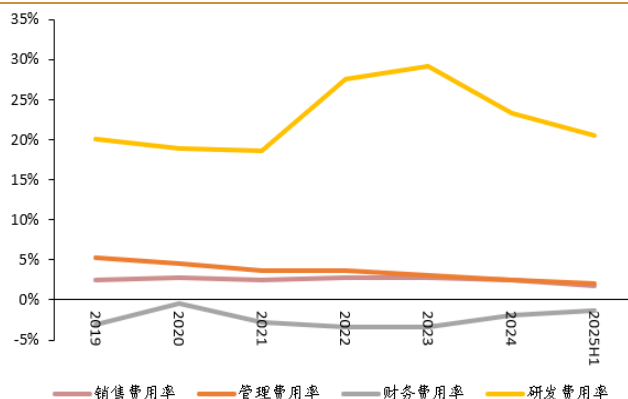
费用端方面，公司 2022 年至 2025H1，销售费用率分别为 2.8%/2.8%/2.5%/1.7%，管理费用率分别为 3.71%/3.10%/2.55%/2.12%，均呈现稳步下降的趋势，彰显出公司费用管控卓有成效。近年来，公司配合下游多领域客户进行相关新品和核心自有技术的研发，研发投入持续加大，2022 年至 2024 年研发支出分别为 4.2/4.9/5.3 亿元，但由于收入增速更快，公司研发费用率则在逐步收缩。

图 7：公司利润率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：智能终端应用处理器芯片业务：公司积极打造序列化的通用异构计算平台，在已量产平台持续打磨应用产品，优化系统调度算法，提升场景性能和功耗表现；车载产品陆续完成方案开发并进入试产；高端产品和平台逐渐成熟并在多个领域实现量产。公司为各细分应用领域持续升级核心技术并完善产品，在智能平台、机器人、工业控制、智慧视觉、智能解码显示等领域，研发适用于领域产品需求的高端芯片，完成丰富的产品序列化布局。未来，公司将继续保持对更高性能 SoC 架构的研究，并完善 SoC 周边芯片配套体系，将随着下游机器人、音箱、平板、AI 眼镜等下游的发展持续收益。我们假设公司智能终端应用处理器芯片业务 2025 年至 2027 年的营收增速分别为 34%/26.2%/17%，毛利率分别为 32%/33%/34.5%。

假设 2：无线通信产品：公司无线通信产品主要受益于 AIoT，端侧 AI 等下游的发展，未来伴随 AI 终端的放量等因素，将有望继续增长。我们假设 2025 年至 2027 年，公司无线通信产品的营收增速分别为 15.0%/20.0%/25.0%，毛利率分别为 38.0%/39.0%/39.5%。

假设 3：智能电源管理芯片业务：智能电源管理芯片可将若干分立器件整合在一起，适应缩小的板级空间，可实现更高的电源转换效率和更低的待机功耗。公司当前的硬件系统平台形成了 SoC 为主，配套包括电源管理芯片在内的完整的硬件系统设计包。我们假设公司在智能电源管理芯片业务 2025 年至 2027 年的营收增速达到 17.0%/20.0%/30.0%，毛利率分别为 40.0%/40.5%/41%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入及毛利率情况如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
智能终端应用 处理器芯片	收入	1962.9	2630.3	3319.4	3883.7
	增速	46.4%	34.0%	26.2%	17.0%
	毛利率	29.8%	32.0%	33.0%	34.5%
无线通信产品	收入	94.1	108.2	129.9	162.3
	增速	-34.7%	15.0%	20.0%	25.0%
	毛利率		38.0%	39.0%	39.5%
智能电源管理芯片	收入	214.9	251.4	301.7	392.2
	增速	45.8%	17.0%	20.0%	30.0%
	毛利率		40.0%	40.5%	41.0%
其他	收入	16.0	17.6	19.4	21.3
	增速	-60.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率		30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	2287.9	3007.5	3770.4	4459.6
	增速	36.8%	31.5%	25.4%	18.3%
	毛利率	31.2%	32.9%	33.8%	35.2%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

根据公司所处行业，我们选取了主营业务与全志科技较为类似的三家可比公司，分别瑞芯微、星宸科技、国科微，2025 年三家公司 Wind 一致预期平均 PE 约为 112 倍，2026 年则为 78 倍。

预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.5/4.9/6.7 亿元。公司是国内智能终端 SoC 的领军企业，未来有望直接受益于 AI 端侧加速落地的趋势。公司在扫地机器人、智能座舱、AI 玩具、AI 眼镜等终端芯片已实现量产，率先卡位高成长性的 AI 终端，新终端放量有望给公司注入长期成长动能。考虑到公司在高成长性的终端导入、放量进展可观，我们给予公司 2026 年 105 倍 PE，对应目标价 63 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
603893.SH	瑞芯微	229.89	1.42	2.51	3.34	4.3	77.5	91.49	68.87	53.46
301536.SZ	星宸科技	64.94	0.61	0.68	0.93	1.18	131.28	95.82	70.18	55.18
300672.SZ	国科微	95.28	0.45	0.64	1.02	1.34	149.19	149.92	93.72	70.97
平均值							119.32	112.41	77.59	59.87
300458.SZ	全志科技	50.16	0.26	0.43	0.60	0.81	149.08	117.47	83.85	62.16

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截止 2025.9.22 收盘）

3 风险提示

市场竞争风险加剧风险；技术研发遭遇瓶颈的风险；晶圆材料价格波动的风险；汇率波动的风险。

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	2,288	3,008	3,770	4,460	净利润	167	352	494	666
营业成本	1,574	2,019	2,496	2,888	折旧与摊销	116	147	100	40
营业税金及附加	6	8	10	11	财务费用	-42	2	1	1
销售费用	57	75	90	107	资产减值损失	29	0	0	0
管理费用	58	75	94	111	经营营运资本变动	-56	-64	-81	-71
财务费用	-45	-18	-18	-18	其他	-18	-10	-13	-15
资产减值损失	-30	0	0	0	经营活动现金流净额	196	427	502	621
投资收益	-4	15	11	13	资本支出	-120	-94	-114	-134
公允价值变动损益	18	0	0	0	其他	121	51	11	13
其他经营损益	75	120	151	178	投资活动现金流净额	1	-43	-103	-121
营业利润	164	321	449	614	短期借款	-83	-30	-2	-38
其他非经营损益	1	1	1	1	长期借款	0	0	0	0
利润总额	165	322	450	616	股权融资	28	2	0	0
所得税	-2	-30	-44	-50	支付股利	-99	-336	-470	-633
净利润	167	352	494	666	其他	-9	-9	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	筹资活动现金流净额	-163	-373	-472	-671
归属母公司股东净利润	167	352	494	666	现金流量净额	34	10	-73	-171
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	1,741	1,751	1,678	1,507	成长能力				
应收和预付款项	45	83	99	114	销售收入增长率	36.76%	31.45%	25.36%	18.28%
存货	557	823	964	1,120	营业利润增长率	859.62%	96.08%	39.69%	36.94%
其他流动资产	47	47	47	47	净利润增长率	626.15%	111.34%	40.11%	34.88%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	162.57%	103.91%	17.80%	19.85%
投资性房地产	14	14	14	14	获利能力				
固定资产和在建工程	107	113	130	162	毛利率	31.19%	32.87%	33.79%	35.23%
无形资产和开发支出	193	137	135	199	三费率	3.09%	4.41%	4.42%	4.51%
其他非流动资产	107	71	71	71	净利率	7.29%	11.72%	13.09%	14.93%
资产总计	3,545	3,771	3,871	3,967	ROE	5.57%	11.73%	16.30%	21.75%
短期借款	105	75	74	36	ROA	4.71%	9.63%	12.92%	16.99%
应付和预收款项	153	323	352	405	ROIC	3.39%	10.66%	15.06%	20.58%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	9.68%	15.02%	14.11%	14.30%
其他负债	294	369	416	464	营运能力				
负债合计	552	767	842	905	总资产周转率	0.65	0.82	0.99	1.14
股本	633	825	825	825	固定资产周转率	20.76	27.31	30.98	30.54
资本公积	467	277	277	277	应收账款周转率	47.53	52.49	46.02	46.33
留存收益	1,742	1,759	1,784	1,817	存货周转率	3.17	2.92	2.79	2.77
归属母公司股东权益	2,993	3,004	3,029	3,062	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	0	0	0	0	资本结构				
股东权益合计	2,993	3,004	3,029	3,062	资产负债率	15.58%	20.35%	21.75%	22.81%
负债和股东权益合计	3,545	3,771	3,871	3,967	带息债务/总负债	27.23%	15.75%	14.17%	8.97%
					流动比率	5.33	4.16	3.86	3.57
					速动比率	4.06	2.89	2.53	2.15
					股利支付率	94.95%	94.95%	94.95%	94.95%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	222	452	532	638	每股收益	0.26	0.43	0.60	0.81
PE	149	117	84	62	每股净资产	4.73	3.64	3.67	3.71
PB	8	14	14	14	每股经营现金	0.31	0.52	0.61	0.75
PS	11	14	11	9	每股股利	0.25	0.41	0.57	0.77
EV/EBITDA	104	88	75	63					
股息率	0.64%	0.81%	1.13%	1.53%					

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。

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	wyyf@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	jjy@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	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn