

积极拓展海外市场, 24Q1 业绩表现亮眼

投资要点

- **事件:** 公司发布 23 年年报及 24Q1 季报, 23 全年公司实现营收 51.7 亿元(+15.8%), 归母净利润 4.4 亿元(+0.8%); 其中单 23Q4 实现营收 16.1 亿元(+43.7%), 归母净利润 0.9 亿元(+63.4%)。24Q1, 公司实现营收 13.6 亿元(+51.1%); 归母净利润 1.2 亿元(+37.7%), 业绩稳中有增。
- **积极拓展海外市场, 24Q1 表现亮眼。** 23 年全年公司业绩稳中有增, 24Q1 表现亮眼, 主要系产品订单增加且市占率稳步提升所致。**1) 分产品来看,** 23 年公司充电器/便携储能及其他/新能源汽车电控产品及解决方案分别实现收入 39.6/6.7/5.5 亿元, 分别同比+12.7%/+13.0%/+50.4%; 其中, 非充电器板块业务收入实现较大增幅, 占比由 22 年的 21.4% 提升至 23.5%。**2) 利润率方面,** 23 年公司毛利率/净利率分别为 22.3%/8.5%, 分别同比+0.5pp/-1.4pp, 保持稳定。**3) 费用率方面,** 公司费用端管控效果良好。23 年公司销售/管理/研发费用率分别为 3.2%/4.2%/6.0%, 分别同比+1.2pp/+0.4pp/+0.5pp。公司高度重视研发, 23 年研发费用为 3.1 亿元, 同比增长 26.2%。公司积极拓展海外市场、海外业务, 23 年外销收入占比为 33.7%, 同比+2.8pp; 同时, 高毛利率产品收入实现较快增长, 非新能源汽车板块毛利率提升 1.1pp。
- **各项业务进展顺利, 未来可期。** 公司重点聚焦消费电子、新能源汽车、数字能源三大领域, 报告期内各项业务进展顺利。**1) 消费电子板块,** 公司开发多款行业领先新品, 多款大功率充电器成为品牌旗舰手机标配, 并在安防、笔电、可穿戴设备等应用领域与国内外众多一流品牌客户建立稳定合作。**2) 新能源汽车板块,** 截至报告期末, 公司产品已在传统车企和新势力车企等 30 家客户 100 多款车型实现定点量产, 分布式电控已有超出 100 万套的开发与配套经验。公司利用乘用车技术积累, 在电动垂直起降飞行器、电动矿卡等市场提供电控系统解决方案, 随着各行业电动化渗透率提升, 逐步扩大市场份额, 打造高毛利产品。**3) 储能板块,** 报告期内, 公司多款产品研发顺利, 储能系统和充放电一体枪等产品实现量产销售。公司积极开拓数据中心服务器电源领域业务, 开发高性价比、高可靠性、宽范围高效率的服务器电源。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 24-26 年归母净利润为 6.3/8.3/9.4 亿元, 未来三年归母净利润复合增速有望达 28.7%。考虑到公司新品研发进展顺利, 市占率稳步提升, 在充电器业务稳步增长的同时, 新能源汽车及储能业务有望持续注入增长动能, 我们给予公司 2024 年 20 倍 PE, 对应目标价 45.4 元, 首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进度不及预期、行业需求不及预期、汇率波动等风险。

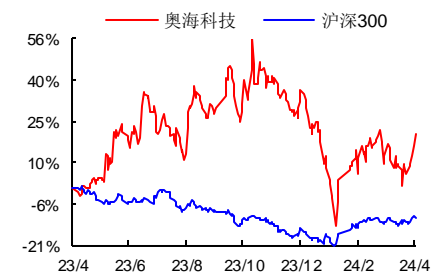
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5174.27	7055.05	8672.51	9914.42
增长率	15.84%	36.35%	22.93%	14.32%
归属母公司净利润(百万元)	440.94	627.14	829.04	940.39
增长率	0.75%	42.23%	32.19%	13.43%
每股收益 EPS(元)	1.60	2.27	3.00	3.41
净资产收益率 ROE	9.06%	11.55%	13.47%	13.54%
PE	22	15	12	10
PB	2.00	1.79	1.57	1.39

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.76
流通 A 股(亿股)	2.38
52 周内股价区间(元)	24.07-43.6
总市值(亿元)	92.56
总资产(亿元)	84.94
每股净资产(元)	17.78

相关研究

1 公司为智能终端储电领先企业

1.1 公司简介：充储电行业全球龙头，三大领域业务齐头并进

充储电行业全球龙头，手机充电器市占率全球第一。奥海科技是一家应用端能源交换、高效充储、集中供给的国家高新技术企业，是充储电行业全球龙头、全球领先的智能便携能源产品提供商。2004 年，奥海科技前身深圳中天成立，以头线一体充电器起步，经营模式以 OEM 为主；2006 年，开始自主研发 2.5W 和 5W 的 USB 充电器，经营模式开始向 ODM 转变；2014 年和 2016 年先后成立东莞奥海和江西奥海，生产规模进一步扩大；2017 年，公司进行股份制改革，正式更名为东莞奥海科技；同时，印度希海建成投产，并开始布局新能源汽车行业；2020 年，公司正式上市；2022 年，奥海科技控股智新控制，正式切入新能源汽车赛道。自 2021 年起，手机充电器全球市占率超 15%，稳居全球第一。

图 1：公司发展沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

聚焦三大领域，把握新能源汽车和绿色能源。公司产品覆盖消费电子、新能源汽车和数字能源。

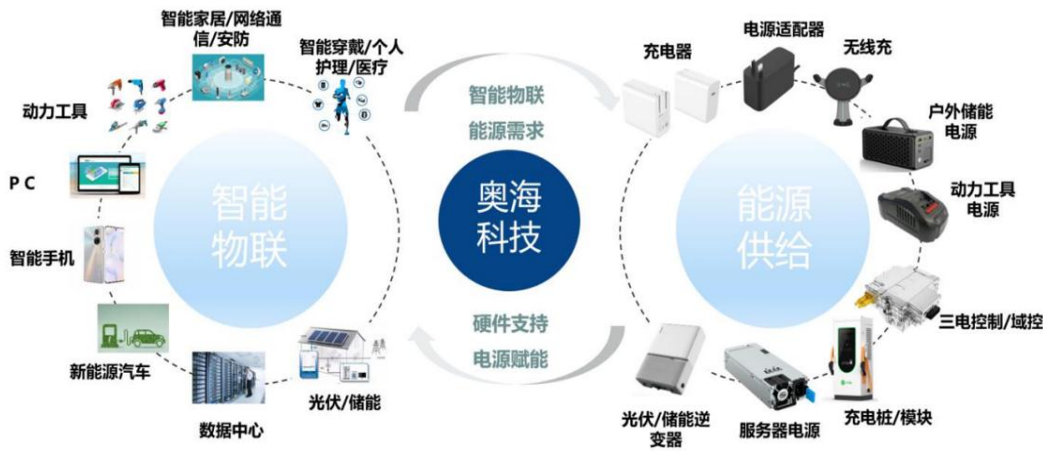
- 1) **消费电子领域**，公司主要为下游终端客户提供适用于手机、PC、可穿戴设备和智能家居等智能终端、网络通信和安防设备、个人护理电器、医疗、动力工具、户外露营充电器（有线和无线）和适配器等产品及解决方案。
- 2) **新能源汽车领域**，公司主要为新能源乘用车和商用车提供电控系统（单/双电机和发电机控制器、高/低压电池管理系统和整车控制器）和域控（多合一动力域控、整车域控&区域域控等）产品及系统解决方案。
- 3) **数字能源领域**，公司提供光储充一体化的能源解决方案及数据能源解决方案，主要为工商业和户用光储充系统及公用充电基础设施提供逆变器、阳台光伏、储能系统、交/直流充电桩、充电模块等产品和光储充系统解决方案，为数据中心提供服务器电源产品。

产品矩阵丰满，“一三三”战略指引公司稳健增长目标。公司产品主要包括充电器（有线和无线）、电源适配器、动力工具电源、储能、服务器电源、电机控制器、电池管理系统、整车控制器、域控制器、充电桩（直流和交流）、充电模块、随车充、光伏/储能逆变器等；可广泛应用于智能手机、PC、智能穿戴设备、消费医疗器械、智能家居、网络通信设备、新能源汽车等领域。为稳定消费电子业务发展、把握新能源汽车市场的巨大增量以及全球绿色能源转型，公司提出“一三三战略”，即 1) 一个“专注于能源高效应用的创新与智造”平台；2) “能源交换、高效充储、集中供给”三条边界，以及“消费电子、新能源汽车和数字能源”三大领域；3) “手机及消费电子、新能源汽车、数字能源”实现三个百亿的中长期目标。

表 1：公司产品介绍

领域	类别	系列产品
消费电子	手机充电器	120W 氮化镓超薄充电器-A870、68W 氮化镓超薄充电器-A880、快速充电器-A839 等
	适配器	适配器-A942-65W、适配器-A631-36W、适配器-A318-5W 等
	无线充	无线充-TBD、点读笔无线充底座、手表无线充等
	PC 电源	280W NB PC 电源-a621、140W PC 电源（GaN）-A856、45W PC 电源等
	动力工具电源	PT004 电动工具充电器、PT020 园林工具充电器等
	储能	2000W 便携储能、600W 便携储能、100W 便携储能-A652
	移动电源	移动电源-P081、移动电源-P080
新能源汽车	智能家居及户外	智能家居系列-露营灯-L006、智能家居及户外-F32 等
	物理域架构域控	区域域控 ZCU、整车域控 VDC
	功能域架构域控	动力域控 PCM、PDCU
	集成式控制器	VBMS、VMCU
数字能源	分布式架构控制器	VCU-GEN5、高压采集表/分流器、12V BMS、BMS 主从一体机、BMS 分布式主控、商用车集成控制器、乘用车 200kW 纯电驱动控制器等
	逆变器	单相储能逆变器 3-6kW、三相储能逆变器 5-12kW、三相储能逆变器 8-12kW
	储能	高压电池 6-20kWh、低压电池 6/10kWh
	阳台光伏	阳台光伏系统
	充电桩	飞优雀 80-160kW、飞优雀 360-480kW、飞优雀 7-11kW、飞优雀 7-22kW
服务器电源	服务器背板电源 AH-PDB005A、服务器电源 AH-CRPS2000A1A 等	

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司产品应用


数据来源：公司年报，西南证券整理

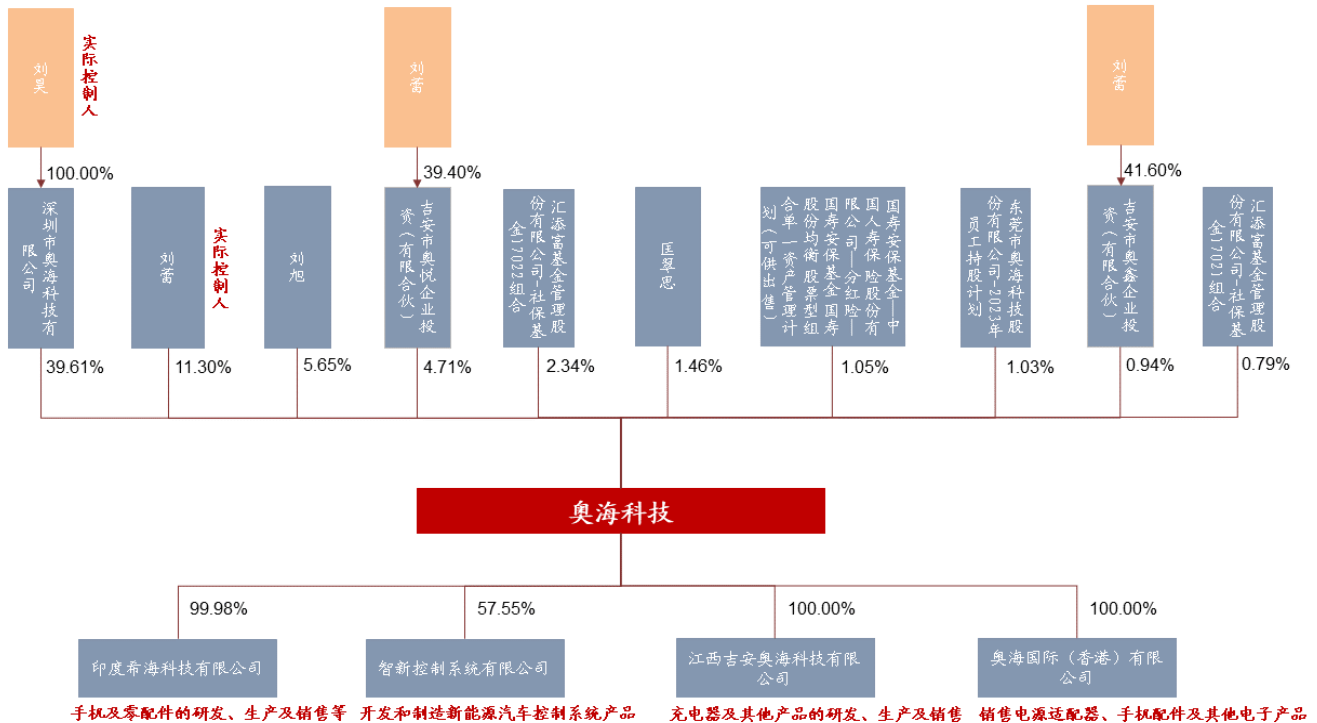
公司持续提升现有手机充电器和适配器产品的市场份额，充分利用现有业务与技术积极开拓无线充电器、PC 适配器、IoT 智能终端电源、服务器电源、新能源汽车电控、光伏/储能等领域业务，不断丰富公司能源应用业务，将领先的充储电综合集成技术、产品差异化竞争力及密集产品矩阵转化为盈利能力。

- 1) **消费电子领域：**公司在手机充电器领域与国内外知名客户建立了长期稳定的合作关系，主要客户包括主流知名手机品牌商，涵盖各大品牌的国内外市场。23 年，公司持续投入研发，顺利开发完成 65W 双口磁集成充电器、140W 高频电源、大功率氮化镓多口智能分配充电器系列等行业领先新品，多款大功率充电器成为品牌旗舰手机标配。目前，公司已在智能家居、汽车车载、智能穿戴等领域为客户提供无线充电器产品。截至本报告期末，公司已研发和储备多款 5W/10W/15W/50W 和定制无线充电器产品，新产品将重点聚焦智能穿戴、个人护理电器和车载无线充电器。
- 2) **新能源汽车领域：**公司控股子公司智新控制团队具有 13 年三电控制技术积累和平台化能力，具有纯电/增程/混动全系列电机控制器研发制造能力。截至 23 年，公司产品已在传统车企和新势力车企等 30 家客户 100 多款车型实现定点量产，分布式电控已有超出 100 万套的开发与配套经验。同时，公司利用乘用车技术积累，在电动垂直起降飞行器、电动矿卡、工程机械、农用领域、电摩市场等精准定位，提供电控系统解决方案，随着各行业电动化渗透率提升，逐步扩大市场份额，打造高毛利产品。
- 3) **储能领域：**公司正在积极开拓数据中心服务器电源领域业务，开发高性价比、高可靠性、宽范围高效率的服务器电源。公司新品研发进展顺利，23 年完成 2000W 主流服务器电源、2000W 服务器背板电源的量产开发；CRPS 服务器电源已形成系列化产品（550W/800W/1300W/2000W）量产供货；大功率服务器电源部分应用于 AI 服务器；与 CRPS 服务器电源配套的 PDB 服务器背板电源也已实现批量供货。

公司充分利用现有业务开拓其他领域，核心竞争优势明显。1) 能源高效应用技术研发优势：公司通过技术延展和并购，由消费电子电源类技术向系统集成等能源高效应用技术方向发展，顺应客户核心需求和行业发展趋势，打造硬件、软件、结构和第三代半导体功率器件等共性技术平台，形成软硬件集成开发优势。2) 智造及信息管理优势：公司布局东莞奥海、武汉智新、江西奥海、印度希海和印尼奥海全球五大智能制造基地，设有多基地柔性制造协同能力定制产线，具备大规模制造快速响应和多品种小批量柔性出货能力。3) 生态品牌合作优势：公司为手机充电器龙头，绑定大客户，与客户建立了稳定地合作关系及高度相互认同感。公司充储电等能源应用产品已全面布局物联网生态品牌，且部分公司现有的物联网生态品牌客户已逐渐从智能手机发展到笔记本和平板电脑、物联网智能终端及新能源汽车等领域。4) 供应协同优势：公司的能源高效应用产品已涵盖消费电子、新能源汽车等多个领域，此类电力电子产品具备共性构成，可由集团统一采购以实现各业务板块供应协同。

股权结构集中稳定，推行员工持股计划。公司股权结构较为集中，实际控制人为刘昊、刘蕾夫妇。董事长刘昊通过深圳市奥海科技有限公司间接持股公司 39.6%。公司前五大股东分别为深圳市奥海科技有限公司 (39.6%)、刘蕾 (11.3%)、刘旭 (5.7%)、吉安市奥悦企业投资 (有限合伙) (4.7%) 以及汇添富基金管理股份有限公司-社保基金 17022 组合 (2.3%)。为满足可持续发展的需要以及不断吸引和留住优秀人才，公司于 2023 年 6 月 8 日通过了《关于公司<2023 年员工持股计划 (草案)>及其摘要的议案》。对为公司发展做出重大贡献的公司监事、高级管理人员及核心骨干人员授予股票。目前，员工持股计划约占公司总股本的比例为 1.0%。

图 3：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2024Q1

公司主要控股公司包括江西吉安奥海科技有限公司、奥海国际（香港）有限公司、印度希海科技有限公司及智新控制系统有限公司等。江西奥海为全资子公司，其主要业务为充电器、电源适配器、手机配件及其他电子产品的研发、生产及销售，其 2023 年营业收入为 19.4 亿元，营业利润为 2.5 亿元，净利润为 2.2 亿元。香港奥海为全资子公司，其主要业务为销售电源适配器、手机配件及其他电子产品，其 2023 年营业收入为 3.9 亿元，营业利润为 1.0 亿元，净利润为 0.8 亿元。印度希海控股 99.98%，其主要业务为手机及其零配件的设计、研发、生产、组装、销售、进口、分销等，其 2023 年营业收入为 7.6 亿元，营业利润为 0.9 亿元，净利润为 0.6 亿元。智新控制控股 57.55%，其主要业务为开发和制造新能源汽车控制系统产品。

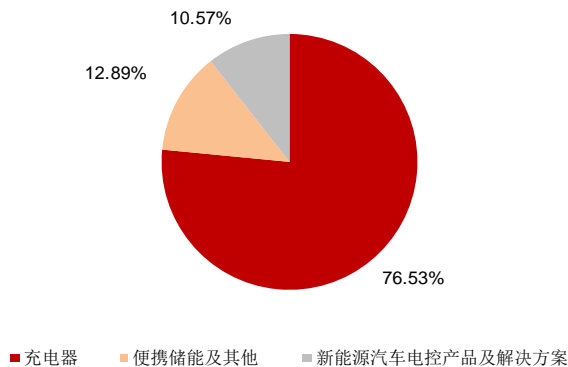
1.2 公司业绩：业绩稳健增长，24Q1 表现亮眼

公司的主营业务主要包括：充电器、便携储能及其他、新能源汽车电控产品及解决方案，具体而言：

从营收结构来看，2023 年，充电器产品实现营业收入 39.6 亿元，同比上升 12.7%，贡献 76.5% 的收入，为公司主要收入来源；便携储能及其他产品实现营业收入 6.8 亿元，同比增长 13.0%，收入占比 12.9%；新能源汽车电控产品及解决方案实现营业收入 5.5 亿元，同比增长 50.4%，收入占比 10.6%。

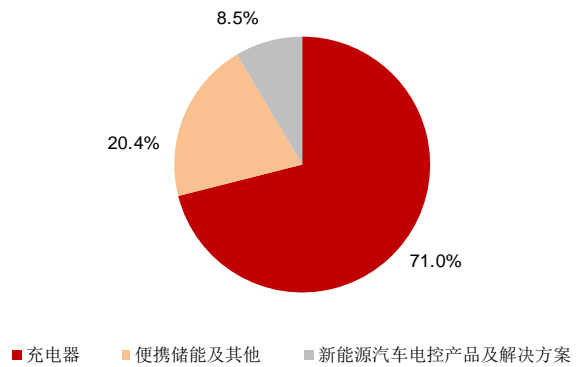
从毛利结构来看，2023 年，充电器产品贡献毛利 8.2 亿元，毛利占比 71.0%；便携储能及其他产品和新能源汽车电控产品及解决方案分别贡献毛利 2.4/1.0 亿元，毛利分别占比 20.4%/8.5%。

图 4：公司 2023 年主营业务结构



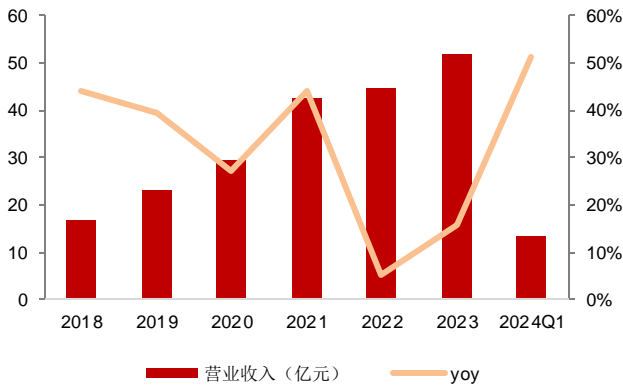
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2023 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

营收利润双增长，24Q1 表现亮眼。2018-2023 年，公司营业收入由 16.6 亿元增至 51.7 亿元，期间复合增长率为 25.5%，营收整体保持高速增长。2023 年营业收入为 51.74 亿元，同比上升 15.8%。从利润端看，2023 年公司实现归母净利润 4.4 亿元，同比上升 0.8%。2024Q1，公司分别实现营收/归母净利润 13.6/1.2 亿，分别同比增加 51.1%/37.7%，营收持续稳定增长，归母净利润增速加快。

图 6：公司 2018 年-2024Q1 营业收入及增速


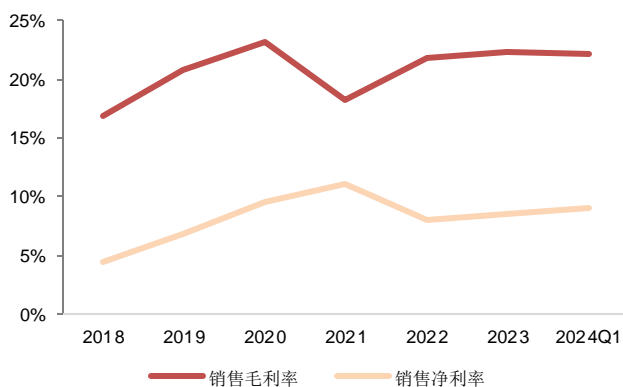
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：公司 2018 年-2024Q1 归母净利润及增速

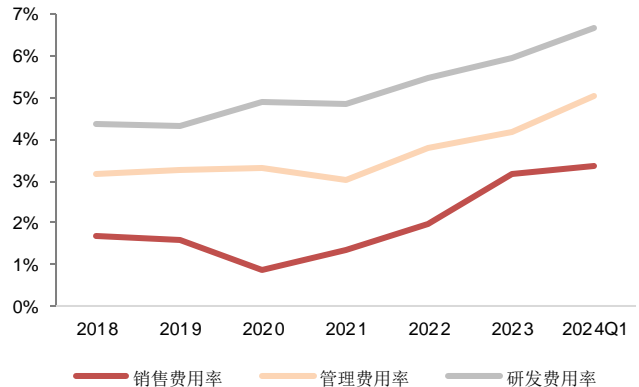

数据来源：Wind, 西南证券整理

利润率持续修复，费用率稳中有升。1) **利润率方面：**2018-2023 年公司毛利率整体呈上升趋势，由 16.9% 上升至 22.3%，整体保持相对稳定，23 年毛利率为 22.3%，同比上升 0.5pp。公司净利率从 2018 年的 6.9% 上升至 2020 年的 11.2%，受疫情及上游原材料价格上涨影响，2021 年净利率回落至 8.1%。2022 年净利率恢复至 9.9%，2023 年净利率为 8.5%，较上年小幅下降 1.4pp。24Q1 公司毛利率及净利率进一步修复，分别为 22.1%/9.1%。

2) **费用率方面：**2018-2023 年期间，公司销售费用率由 1.7% 上升至 3.2%，整体呈上升趋势，其中 2023 年公司销售费用率为 3.2%，较 2022 年上升 1.2pp，销售费用率维持在相对较高水平，主要系品牌推广、渠道建设及薪酬增长所致。24Q1 公司销售费用率为 3.3%，较去年同期增长 0.2pp。2018-2023 年期间，公司管理费用率由 3.2% 上升至 4.2%，2023 年管理费用增加主要系职工薪酬、折旧摊销费用、股份支付费用增加所致。24Q1 公司管理费用率为 5.0%，较去年同期增长 0.3pp。2018-2023 年期间，公司研发费用率呈上升趋势，2023 年研发费用率为 6.0%，较 2022 年提升 0.5pp，主要系研发项目和职工薪酬增加所致。24Q1 公司研发费用率为 6.7%，研发费用为 0.9 亿元，同比增长 51.8%。

图 8：公司 2018 年-2024Q1 毛利率和净利率情况


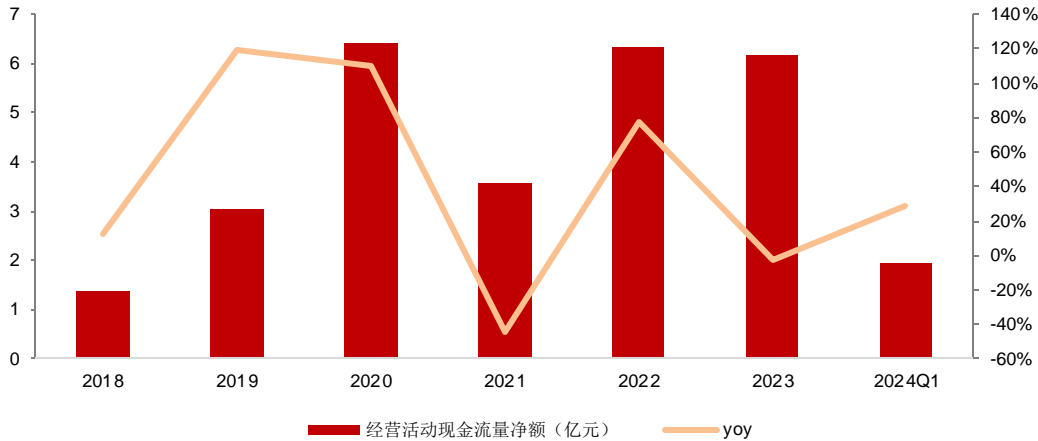
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：公司 2018 年-2024Q1 费用率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

经营活动现金流整体保持较为稳定，24Q1 实现大幅增长。2018-2023 年期间，经营活动现金流净额整体呈上升趋势，由 1.4 亿上升至 6.2 亿。公司 2023 年经营活动现金净额为 6.2 亿元，相较去年同期小幅下降 2.1%。24Q1 公司经营活动现金流净额为 1.9 亿元，同比上升 28.4%，主要系 Q1 销售商品回收的现金流增加所致。

图 10：公司 2018 年-2024Q1 经营活动现金流情况



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：充电器。公司在充电器领域与国内外知名客户建立长期稳定合作关系，主要客户包括主流知名手机品牌商。报告期内，公司持续投入研发，开发完成多款行业领先新品，在产品市占率稳步上升的同时积极拓展海外业务，外销占比不断提升。此外，公司适配器在安防、笔电、智能家居、可穿戴设备等多个领域与国内外品牌客户合作关系稳定，目前已研发和储备多款 5W/10W/15W/50W 和定制无线充电器产品。消费电子电源小型化、无线化和功率提升，促使电源重要性和产品价格提升，在存量普及快充和大功率适配器和设备数量增长的驱动下，消费电子电源市场规模将继续增长。公司将持续以充储电品类为重点深耕行业，我们预计公司 24-26 年充电器业务订单量增速分别为 35.9%/22%/13.9%，毛利率分别为 22%/23%/23%。

假设 2：新能源汽车电控系统。截至 23 年，公司产品已在传统车企和新势力车企等 30 家客户 100 多款车型实现定点量产，分布式电控已有超出 100 万套的开发与配套经验。同时，产品研发进展顺利，多款极具性价比的动力域控组合产品、高性能中央域控、800v SiC 电机控制器等产品研发进展顺利。新能源汽车潜在新购群体庞大，随着其渗透率逐步攀升，公司性能优异及高性价比的产品有望在市场占据优势地位，出货量得到增长。预计公司 24-26 年公司新能源汽车电控系统订单增速有望达 47.0%/28.8%/16.2%，毛利率分别为 19%/21%/23%。

假设 3：便携储能及其他。公司储能电池、储能一体机、充电桩等产品已启动矩阵化布局，主要面向国际市场，报告期内单相 6KW 储能逆变器完成欧洲多个标准的并网认证，三相 10KW、离网逆变器、国标和欧标充电桩等产品研发进展顺利，储能系统和充放电一体枪

等产品实现量产销售。同时，公司积极开拓数据中心服务器电源领域业务，开发高性价比、高可靠性、宽范围高效率的服务器电源，23 年完成包括 200W 主流服务器电源、2000W 服务器背板电源等多项产品的量产开发及供货，未来有望持续带来增量。我们预计公司 24-26 年便携储能及其他业务将保持稳健增长的趋势，订单量增速分别为 30.0%/23.0%/15.0%，毛利率保持在 36% 水平。

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 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
充电器	收入	3959.47	5382.72	6569.27	7483.78
	增速	12.7%	35.9%	22.0%	13.9%
	毛利率	20.6%	22.0%	23.0%	23.0%
新能源汽车电控系统	收入	547.5	804.8	1036.2	1203.6
	增速	54.7%	47.0%	28.8%	16.2%
	毛利率	18.0%	19.0%	21.0%	23.0%
便携储能及其他	收入	667.3	867.5	1067.0	1227.1
	增速	17.1%	30.0%	23.0%	15.0%
	毛利率	35.2%	36.0%	36.0%	36.0%
合计	收入	5174.3	7055.0	8672.5	9914.4
	增速	15.8%	36.3%	22.9%	14.3%
	毛利率	22.2%	23.4%	24.4%	24.6%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 70.1 亿元 (+36.3%)、86.7 亿元 (+22.9%) 和 99.1 亿元 (+14.3%)，归母净利润分别为 6.3 亿元 (+42.2%)、8.3 亿元 (+32.2%)、9.4 亿元 (+13.4%)，EPS 分别为 2.27 元、3.00 元、3.41 元，对应 PE 分别为 15、12、10 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了欧陆通、英搏尔作为可比公司；2024 年 2 家公司平均 PE 为 33 倍。公司深耕充电器行业，市占率领先。考虑到公司新品研发进展顺利，市占率稳步提升，在充电器业务稳步增长的同时，新能源汽车及储能业务有望持续注入增长动能，我们给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 45.4 元，首次覆盖予以“买入”评级。

表 3：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
300870.SZ	欧陆通	47.95	47.38	1.93	2.3	3.03	3.98	23	20	16	12
300681.SZ	英搏尔	39.29	15.57	0.33	0.33	0.68	0.88	59	46	22	17
平均值								41	33	19	15
002993.SZ	奥海科技	95.40	34.56	1.60	2.27	3.00	3.41	22	15	12	10

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2024/5/6

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5174.27	7055.05	8672.51	9914.42	净利润	440.37	626.33	827.97	939.17
营业成本	4023.12	5405.63	6559.84	7474.58	折旧与摊销	140.89	92.20	92.20	92.20
营业税金及附加	18.89	26.74	32.85	68.41	财务费用	-40.13	-20.57	-24.79	-26.19
销售费用	165.03	195.85	252.70	284.34	资产减值损失	-31.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	215.94	776.06	953.98	1090.59	经营营运资本变动	485.63	-255.50	-65.04	-12.01
财务费用	-40.13	-20.57	-24.79	-26.19	其他	-377.02	93.64	-45.77	-20.75
资产减值损失	-31.22	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	618.53	536.09	784.56	972.42
投资收益	52.63	30.00	30.00	30.00	资本支出	-194.59	-100.00	-80.00	-50.00
公允价值变动损益	0.27	-0.28	-0.01	-0.14	其他	-824.44	29.72	29.99	29.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1019.03	-70.28	-50.01	-20.14
营业利润	494.77	701.06	927.93	1052.55	短期借款	-9.63	-14.50	-20.00	-20.00
其他非经营损益	0.13	-0.38	-0.51	0.15	长期借款	18.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	494.90	700.68	927.42	1052.69	股权融资	-34.23	0.00	0.00	0.00
所得税	54.53	74.35	99.44	113.52	支付股利	-164.77	-73.74	-105.38	-147.92
净利润	440.37	626.33	827.97	939.17	其他	13.60	17.60	24.79	26.19
少数股东损益	-0.57	-0.81	-1.07	-1.22	筹资活动现金流净额	-176.43	-70.64	-100.58	-141.73
归属母公司股东净利润	440.94	627.14	829.04	940.39	现金流量净额	-572.25	395.18	633.97	810.54
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2535.83	2931.01	3394.98	4035.53	成长能力				
应收和预付款项	1781.09	2250.30	2774.34	3207.95	销售收入增长率	15.84%	36.35%	22.93%	14.32%
存货	779.66	982.62	1235.22	1394.65	营业利润增长率	0.02%	41.69%	32.36%	13.43%
其他流动资产	1246.13	1388.66	1572.75	1714.10	净利润增长率	-0.53%	42.23%	32.19%	13.43%
长期股权投资	18.88	18.88	18.88	18.88	EBITDA 增长率	8.86%	29.75%	28.81%	12.38%
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	1282.83	1209.80	1136.78	1063.75	毛利率	22.25%	23.38%	24.36%	24.61%
无形资产和开发支出	194.75	279.71	344.67	379.62	三费率	6.59%	13.48%	13.63%	13.60%
其他非流动资产	566.42	562.28	558.15	554.02	净利率	8.51%	8.88%	9.55%	9.47%
资产总计	8405.58	9623.26	11035.77	12368.50	ROE	9.06%	11.55%	13.47%	13.54%
短期借款	104.50	90.00	70.00	50.00	ROA	5.24%	6.51%	7.50%	7.59%
应付和预收款项	3090.15	3767.43	4617.62	5325.54	ROIC	21.41%	30.21%	35.10%	37.24%
长期借款	18.60	18.60	18.60	18.60	EBITDA/销售收入	11.51%	10.95%	11.48%	11.28%
其他负债	331.20	324.92	354.65	378.21	营运能力				
负债合计	3544.45	4200.95	5060.87	5772.35	总资产周转率	0.67	0.78	0.84	0.85
股本	276.04	276.04	276.04	276.04	固定资产周转率	4.91	5.80	7.58	9.26
资本公积	2801.12	2801.12	2801.12	2801.12	应收账款周转率	3.48	3.60	3.50	3.38
留存收益	1745.40	2298.80	3022.47	3814.94	存货周转率	5.85	6.06	5.85	5.66
归属母公司股东权益	4773.18	5335.17	6058.84	6851.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.39%	—	—	—
少数股东权益	87.95	87.14	86.06	84.85	资本结构				
股东权益合计	4861.13	5422.30	6144.90	6936.15	资产负债率	42.17%	43.65%	45.86%	46.67%
负债和股东权益合计	8405.58	9623.26	11205.77	12708.50	带息债务/总负债	3.47%	2.59%	1.75%	1.19%
					流动比率	1.90	1.89	1.85	1.86
					速动比率	1.67	1.64	1.59	1.61
					股利支付率	37.37%	11.76%	12.71%	15.73%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	595.53	772.68	995.33	1118.56	每股收益	1.60	2.27	3.00	3.41
PE	21.64	15.21	11.51	10.14	每股净资产	17.29	19.33	21.95	24.82
PB	2.00	1.79	1.57	1.39	每股经营现金	2.24	1.94	2.84	3.52
PS	1.84	1.35	1.10	0.96	每股股利	0.60	0.27	0.38	0.54
EV/EBITDA	10.12	7.26	5.15	3.99					
股息率	1.73%	0.77%	1.10%	1.55%					

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
	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
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	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
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	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
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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
