

国内充电模块领军者，加速出海份额有望进一步提升

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024Q1&2023 年年报, 公司 24Q1 实现营业收入 1.8 亿元, 同比增长+50.2%, 2023 年实现营业收入 10.1 亿元, 同比+57.8%; 24Q1 实现归母净利润 769 万元, 同比-51.2%, 公司 2023 年实现归母净利润 1.03 亿元, 同比+131.4%。整体业绩基本符合预期。
- 充电模块领军者, 产品研发实力突出、市场积累深厚。** 2023 年公司充电模块实现收入 6.5 亿元 (yoy+109.6%), 占营收比重为 64.5%。公司从 2007 年起持续深耕充电桩领域, 目前产品已进行九代更迭, 公司率先推出符合国网需求的 20kw 产品及高功率密度、具备成本优势的 30kw/40kw 产品, 此外针对高端市场, 2023 年公司推出 40kW 液冷充电模块, 适配全球快充和超充需求以及新能源汽车需求, 未来亦有望贡献新增量。2023 年公司加大对欧洲、美洲、东南亚等地区营销投入和客户的开拓力度, 与核心大客户建立深厚合作关系, 并针对海外标准进行持续性产品研发, 不断推出高品质的充电模块, 以满足海外市场核心大客户的需求。公司目前产品已取得 CE 认证、UL 认证, 未来全球市占率有望进一步提升。
- 电力操作电源贡献业绩基石, 军工定制电源短期承压。** 2023 年公司电力操作电源实现收入 1.8 亿元 (yoy+36.9%), 占营收比重为 17.5%; 定制电源实现收入 1.2 亿元 (yoy-15.4%), 占营收比重为 12.3%。公司电力操作电源主要包括国家电网、南方电网、发电厂等电力企业以及钢铁冶金、石化等非电力行业, 产品包括直流 220V / 110V 两个电压等级, 自冷和风冷两个产品类别, 功率涵盖 0.8kW、1.5kW、3kW、6kW、9kW、12kW 等多段, 市场占有率长期处于行业领先地位, 充分受益于智能电网投资发展, 为业绩稳定贡献点。公司定制电源主要覆盖航空航天领域, 产品包括通用型模块、组件电源、智能机箱电源、大功率电源等, 23 年受行业影响短期承压, 长期来看, 军工需求较为稳定、整体趋势向好。
- 毛利率变化主要是因为公司产品结构调整, 费用管控良好期间费用率逐年下降。** 2023 年公司毛利率为 33.2%, 较 2022 年小幅抬升 2.3pp, 2024Q1 毛利率为 31.0%, 2020-2022 年公司整体毛利率大幅下滑, 2023 年起逐步修复, 毛利率变动主要原因为市场竞争加剧及充电模块产品逐步提升。分业务情况来看, 2023 年充电桩业务毛利率 27.7%, 同比提升 9.4pp, 提升较为显著, 主要是因为客户结构变化、及公司新品迭代毛利率提升显著; 电力操作电源毛利率为 38.7%, 同比提升 0.3pp; 定制电源毛利率为 52.3%, 同比下滑 0.6pp。长期来看, 随着海外收入占比的提升, 我们预计毛利率有望修复。期间费用率来看, 2023 年期间费用率为 21.5%, 较 2020 年下降 12pp, 控费效果显著。具体来看, 销售费用率为 6.1%, 同比下降 2pp, 管理费用率为 6.5%, 同比下降 1.4pp, 研发费用率虽略有下滑但整体依然维持在高位。根据最新年报数据, 公司人均薪酬略有下滑、但人均创利创收逐年提高。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.85 元、1.33 元、1.90 元, 对应动态 PE 分别为 22 倍、14 倍、10 倍。我们认为公司为充电模块优质

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 汪翌雯
执业证号: S1250522120002
电话: 13761961340
邮箱: wangyw@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)	1.74
流通 A 股(亿股)	1.54
52 周内股价区间(元)	13.44-34.88
总市值(亿元)	32.22
总资产(亿元)	19.78
每股净资产(元)	6.48

相关研究

企业、行业市占率前三，产品研发实力突出，同时海外客户有望逐步兑现，给予 2024 年 35 倍估值，对应目标价 29.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示：**海外政策风险，充电桩市场增速不及预期风险，市场竞争加剧风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1008.57	1459.26	2073.58	2806.12
增长率	57.80%	44.69%	42.10%	35.33%
归属母公司净利润 (百万元)	102.57	147.53	231.33	330.32
增长率	131.35%	43.83%	56.80%	42.80%
每股收益 EPS (元)	0.59	0.85	1.33	1.90
净资产收益率 ROE	9.19%	11.79%	15.80%	18.73%
PE	31	22	14	10
PB	2.84	2.54	2.17	1.80

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 充电模块市场领跑者，收购霍威进军军用电源市场.....	1
2 营收增速亮眼，充电模块毛利率显著改善.....	3
3 盈利预测与估值.....	9

图 目 录

图 1: 通合科技历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构及子公司（截止 2024Q1）.....	2
图 3: 业务结构.....	2
图 4: 2020-2024Q1 营业收入情况.....	3
图 5: 2020-2024Q1 归母净利润情况.....	3
图 6: 2020-2024Q1 毛利率与净利率情况.....	4
图 7: 2020-2024Q1 四费情况.....	4
图 8: 2020-2024Q1 按地区主营收入（百万）.....	4
图 9: 2020-2024Q1 按业务主营收入（百万）.....	4
图 10: 新能源汽车保有量.....	5
图 11: 公共新能源充电桩数量.....	5
图 12: 充电基础设施保有量预测（万台）.....	5
图 13: 2023 年充电站数量 TOP10（座）.....	5
图 14: 充电桩市场规模（亿元）.....	6
图 15: 公共充电基础设施运营商集中度情况.....	6
图 16: 新能源汽车直流桩成本占比.....	6
图 17: 充电模块成本构成.....	6
图 18: 公司充电模块九代产品.....	7
图 19: 公司充电整机.....	7
图 20: 中国智能电网市场规模.....	7
图 21: 2021 年智能电网各环节市场份额.....	7
图 22: 智能电网产业链结构.....	8
图 23: 我国国防支出预算.....	8
图 24: 全球军用电源市场.....	8
图 25: 公司军工产品类目.....	9

表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率.....	10
表 2: 可比公司估值.....	10
附表: 财务预测与估值.....	12

1 充电模块市场领跑者，收购霍威进军军用电源市场

通合科技成立于 1998 年，于 2015 年 12 月深交所上市。公司为最早涉足国内充换电站充电电源及车载电源领域的企业之一，未来力争成为全球充电模块市场的领跑者。公司集电力电子行业产品研发、生产、销售和服务于一体，为客户提供系统能源解决方案。主要从事于智能电网、新能源汽车和军工装备三大领域，在电力系统中具有较高技术能力，被评为国家企业技术中心。

收购西安霍威，拓展军用电源市场。霍威电源自 2010 年成立以来专注于各类军工电源及电源模块的研发、生产与销售，且具有相关军工产业资质。公司于 2019 年 2 月完成对霍威的收购，本次收购为公司提供了 AC/DC, DC/DC 电源技术及产能，最终利用相关技术提升公司自身军工产品相关生产服务能力，实现军用装备电源业务延伸。

全资收购新能源，提高公司决策运营效率。公司于 2023 年 2 月审议通过了向其他股权持有者收购通合新能源的剩余股份的决议。通过收购决议，公司最终实现全资控股其新能源领域子公司，为其在新能源充电桩、充电模块领域等发展提供了相应技术、生产能力及公司治理层面的制度保障。

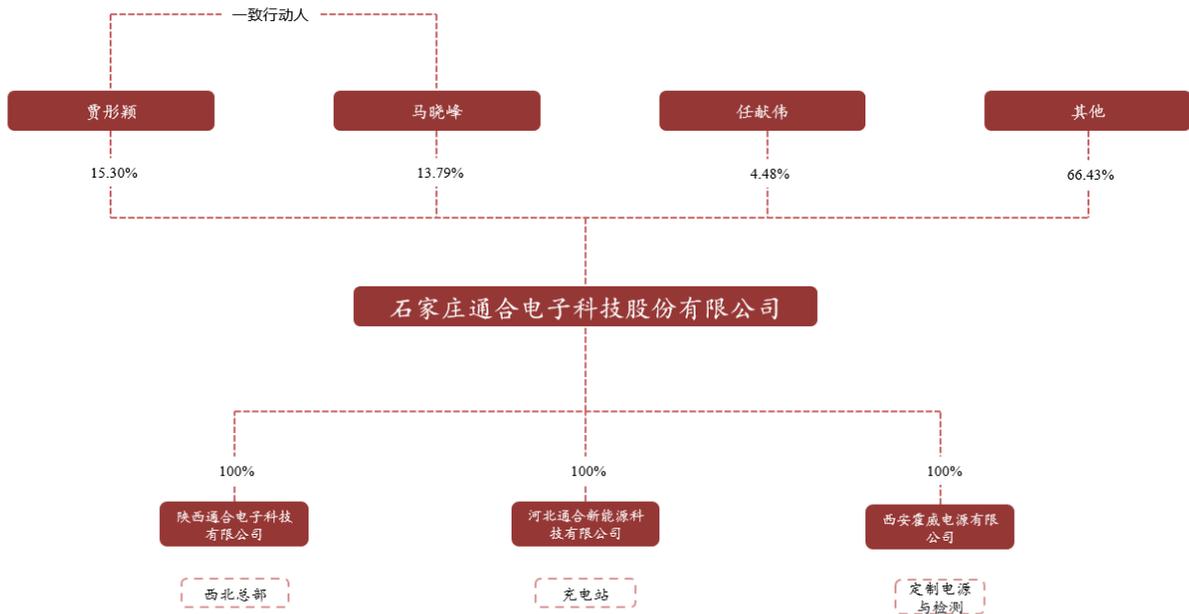
图 1：通合科技历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权相对集中，前两大股东一致行动实控企业。截止 2024 年 Q1，贾彤颖先生和马晓峰先生为公司前两大股东，且为一致行动人，共持有 29.09% 的股份，在公司决策中具有一定权力与影响力。两位股东均在电力电子行业具有深厚知识，贾先生来自中科院兰州近代物理研究所，马先生参与了公司多项专利研发的工作。

图 2：公司股权结构及子公司（截止 2024Q1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

业务结构清晰，覆盖军民双领域。公司主营业务由智能电网、新能源汽车及军工产品构成。新能源汽车业务为其核心基础，公司可提供 20kW 至 960kW 功率的充电桩，并且在高功率基础上，提供符合国网“六统一”标准的相关产品；智能电网方面，公司主要提供各类店里操作电源、UPS 与配网自动化电源，产品市占率在行业处于领先地位；军工领域则依托霍威电源，以中小功率电源模块、电源组件及定制电源为主要产品，广泛应用于弹载、车载、雷达、舰船、机载、铁路、地面系统等领域。

图 3：业务结构



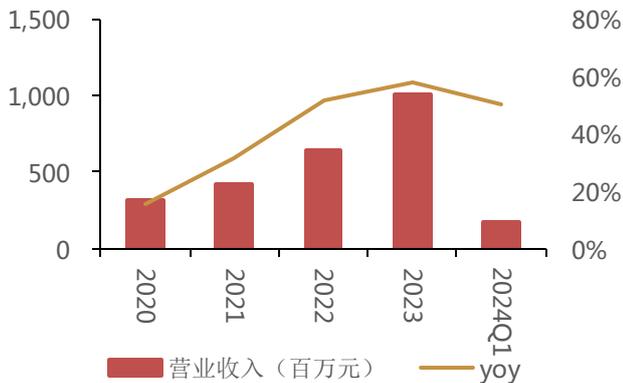
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 营收增速亮眼，充电模块毛利率显著改善

营业收入增速显著，近三年复合增速高达 46.5%。公司 2023 年实现营业收入 10.1 亿元，同比+57.8%，24Q1 实现营业收入 1.8 亿元，同比增长+50.2%。公司 2021-2023 年营收 CAGR 为 46.5%。公司充电模块业务实现高速增长，国内来看主要受益于国家政策引导及新能源汽车爆发行情，国外来看，公司聚焦全球充电模块市场，合理规划整体策略，加大资源投放力度，补充产品序列，全面加速开拓海外市场，为公司收入打开新增长极。

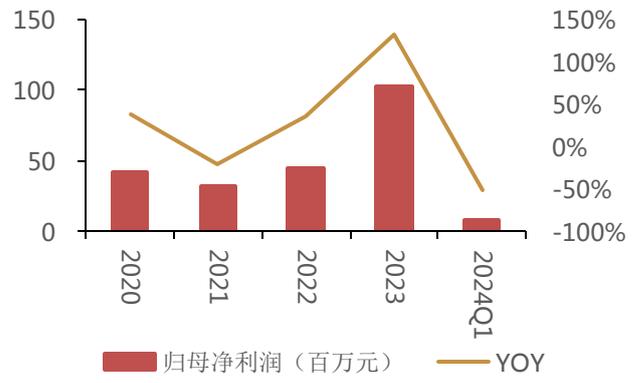
公司归母净利润回归高速增长，24Q1 业绩承压。公司 2023 年实现归母净利润 1.03 亿元，同比+131.4%，24Q1 实现归母净利润 769 万元，同比-51.2%。公司 2021-2023 年归母净利润 CAGR 为 35.2%。公司前期利润承压主要是因为充电模块为公司毛利率较低的产品，随着充电模块占比提升、利润一定程度上承压，后期公司加大新品迭代、降本增效，并开拓高毛利率海外市场，利润逐渐释放。

图 4：2020-2024Q1 营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

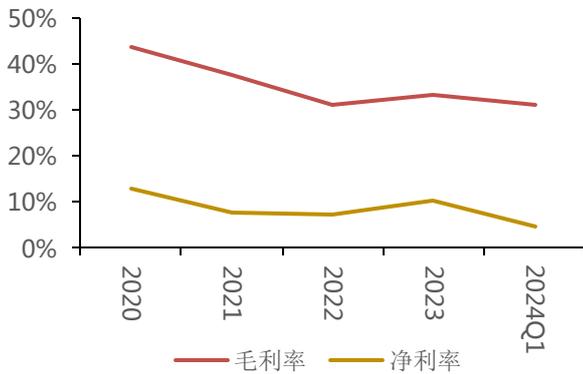
图 5：2020-2024Q1 归母净利润情况



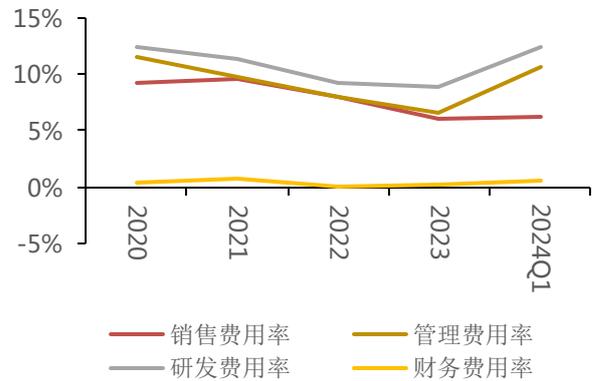
数据来源：公司公告，西南证券整理

2023 年毛利率小幅修复，充电桩业务毛利率逐年提升、竞争力显现，净利率变化主要是因为充电模块占比提升。2023 年公司毛利率为 33.2%，较 2022 年小幅抬升 2.3pp，2024Q1 毛利率为 31.0%，2020-2022 年公司整体毛利率大幅下滑，2023 年起逐步修复，毛利率下滑主要原因为市场竞争加剧。从分业务情况来看，2023 年充电桩业务毛利率 27.7%，同比提升 9.4pp，提升较为显著，主要是因为客户结构变化、及公司新品迭代毛利率提升显著；电力操作电源毛利率为 38.7%，同比提升 0.3pp；定制电源毛利率为 52.3%，同比下滑 0.6pp。2023 年公司净利率为 10.2%，较 2022 年提升 3.2pp，2024Q1 净利率为 4.3%，净利率变动主要是因为充电模块占比提升。

公司降本增效能力显著，费用管控能力较为优秀。在毛利承压的背景下，公司降本增效显著，2023 年期间费用率为 21.5%，连续五年下降，具体来看，销售费用率为 6.1%，同比下降 2pp，管理费用率为 6.5%，同比下降 1.4pp，研发费用率为 8.7%，同比下降 0.4pp，研发费用率虽略有下滑但整体依然维持在高位。根据最新年报数据，公司人均薪酬略有下滑、但人均创利创收逐年提高。

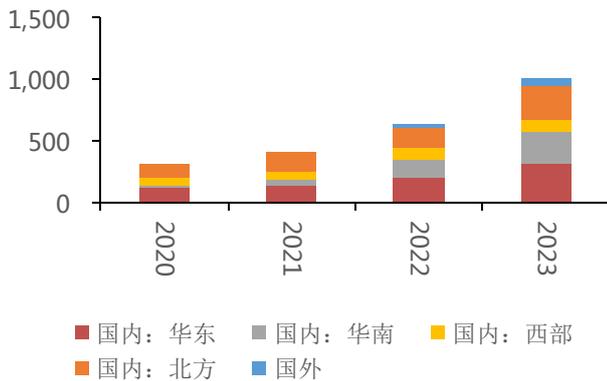
图 6：2020-2024Q1 毛利率与净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

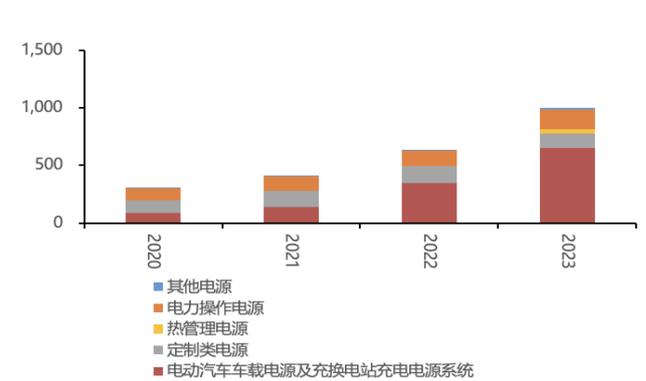
图 7：2020-2024Q1 四费率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

充电桩业务充分受益于国内地区发展及海外市场开拓。公司近年来海外业务、国内-华南地区的业务占比提升显著，主要是因为充电桩在华南地区铺设更为密集，新能源汽车保有量地域差异存在较为显著的关系，另外公司海外客户拓展较为成功。同时，公司近年来智能电网与军工装备营收也有一定份额的上涨。

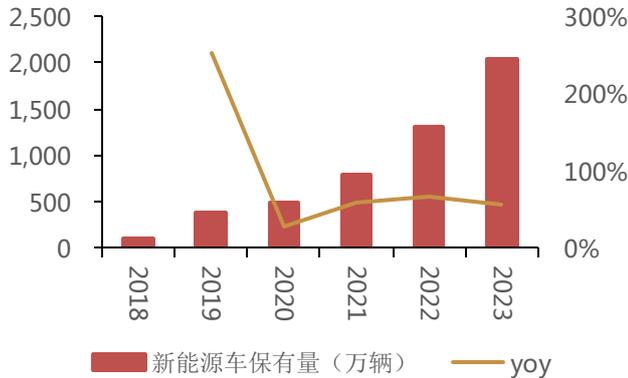
图 8：2020-2024Q1 按地区主营业务收入 (百万)


数据来源：公司公告，西南证券整理

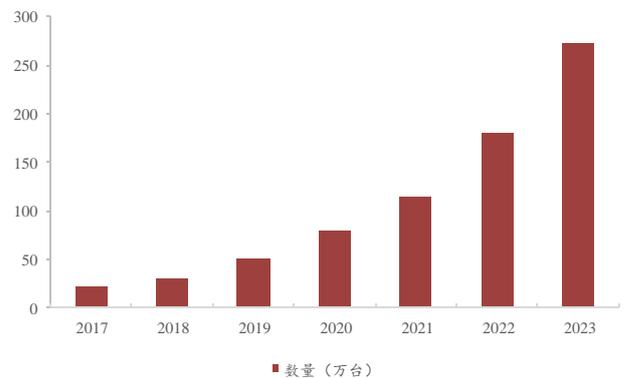
图 9：2020-2024Q1 按业务主营业务收入 (百万)


数据来源：公司公告，西南证券整理

新能源汽车大放异彩下，充电基础设施加速跟进。中国新能源汽车产销量持续增长，连续多年保持全球第一。在政策支持下，新能源汽车保有量也在大幅度提升。随之而来需要面对的就是新能源汽车续航问题带来的充电桩问题。我国在大力推进加快充电基础设施建设，推广智能有序慢充和应急快充服务模式，提高充电便利性和产品可靠性。公共充电桩数量也随着汽车工业的发展得到快速的发展，截至 2023 年底，我国充电基础设施累计达 859.6 万台。

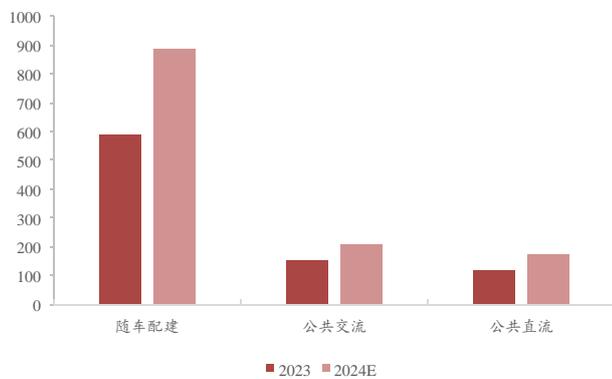
图 10: 新能源汽车保有量


数据来源: 公安部, 中国汽车工业协会, 西南证券整理

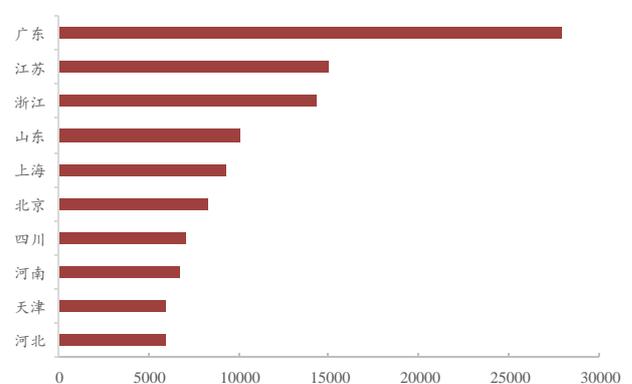
图 11: 公共新能源充电桩数量


数据来源: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 西南证券整理

直流桩占比仍然较小。根据中国电动汽车充电基础设施促进联盟的数据显示, 预计 2024 年新增 297.7 万台随车配建充电桩, 随车配建充电桩保有量将达到 884.7 万台; 同时新增公共充电桩 108.4 万台, 其中公共直流充电桩 52.6 万台、公共交流充电桩 55.9 万台。在区域分布上, 广东与江浙沪地区具有较多的充电站数量, 可以发现, 在温度较高、经济更为发达、电动车续航不容易受影响的地方, 充电站更加丰富。根据中国充电联盟, 截至 2023 年底, 我国公共充电桩中直流快充占比仅为 44%, 且大功率直流充电桩数量有限。直流充电桩占比较低, 且功率整体较小, 制约了充电的效率, 在一定程度上加剧了用户的补能焦虑。所以加大充电基础设施新建和更换力度是未来发展趋势。

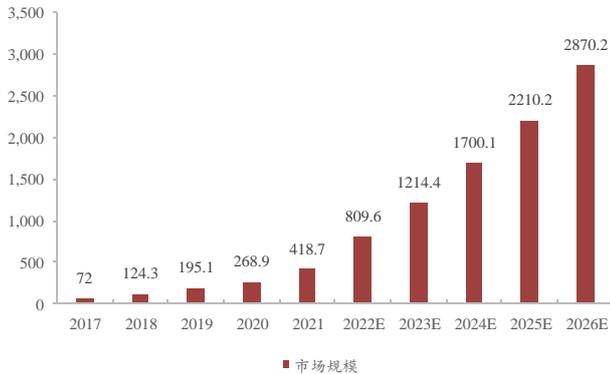
图 12: 充电基础设施保有量预测 (万台)


数据来源: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 西南证券整理

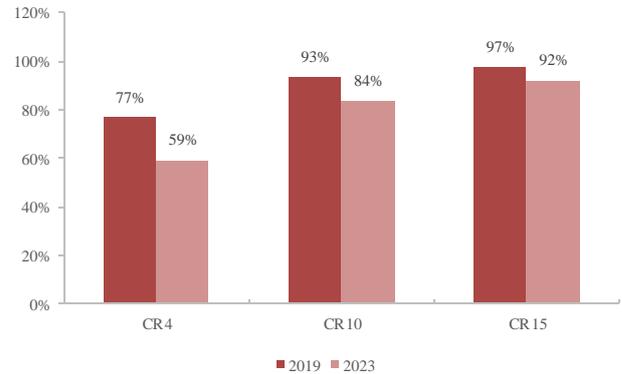
图 13: 2023 年充电站数量 TOP10 (座)


数据来源: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 西南证券整理

充电桩市场规模高速发展, 行业集中度下滑。据中国电动汽车充电基础设施促进联盟预测, 到 2026 年底, 我国充电桩行业市场规模有望达到 2870.2 亿元, 2021-2026E 复合增长率预计为 48.4%。同时行业内竞争逐渐加剧、行业集中度下滑, 充电桩运营商 CR4 从 77% 下滑到 59%, CR10 从 93% 下降到 84%。

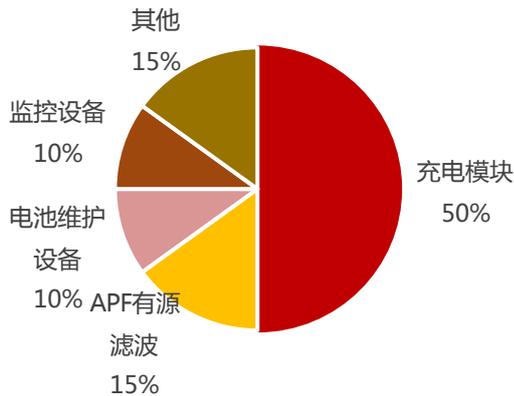
图 14: 充电桩市场规模 (亿元)


数据来源: 36 氪研究院, 充电联盟, 西南证券整理

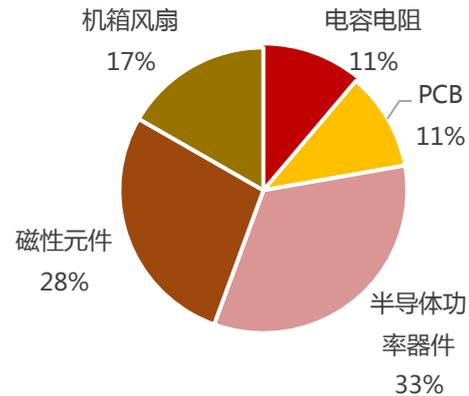
图 15: 公共充电基础设施运营商集中度情况


数据来源: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 西南证券整理

充电模块在新能源汽车直流桩中成本占比高达一半。根据前瞻产业研究院, 充电模块在直流桩中成本占比高达 50%, 其次主要包括 APF 有源滤波、电池维护设备等。充电模块的关键元器件包括功率器件、磁性元器件 (如变压器和电感器)、电阻和电容、芯片 (如 DSP 和运算放大器) 以及 PCB 等。

图 16: 新能源汽车直流桩成本占比


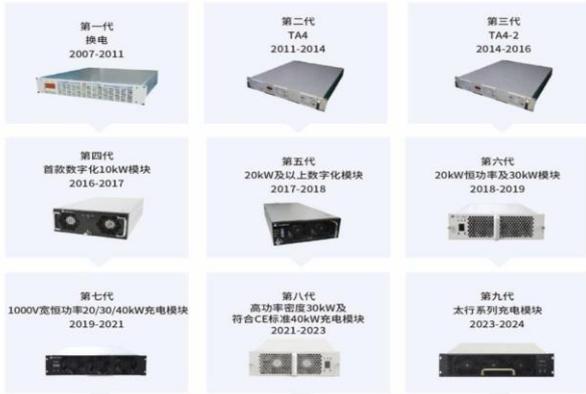
数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

图 17: 充电模块成本构成


数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

公司充分受益于充电桩行业高速发展。公司提供包括模块及整机在内的多种产品, 其中充电模块以及交直流控制板等产品为公司在该领域的核心产品, 公司从可靠性、密度、高功率、噪音、延长寿命等角度, 对充电模块产品进行了九代迭代, 公司响应主流市场需求快速推出符合国网“六统一”标准的 20kW 产品和高功率密度的 30kW、40kW 产品。2023 年公司继续强化 20kW 国网“六统一”高压快充产品先发优势, 进一步优化成本、提高产品可靠性, 目前 30kW、40kW 高性价比产品在中市场中极具竞争力。

图 18：公司充电模块九代产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司充电整机

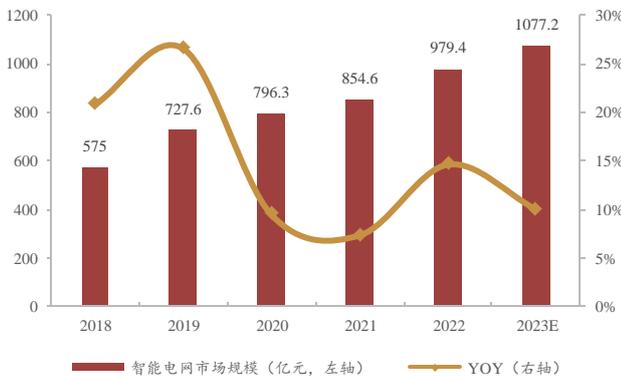


数据来源：公司公告，西南证券整理

智能电网市场未来可期。根据国家发展改革委和国家能源局发布相关政策，智能电网建设在提高我国电力系统稳定性、高效性方面具有显著意义，并以加快配电网建设改造和智慧升级作为主体，实现源网荷储协同发展。据中商产业研究院统计，2019-2023 年我国智能电网市场规模由 727.6 亿元增长至 1077.2 亿元，CAGR 达到了 13.4%。

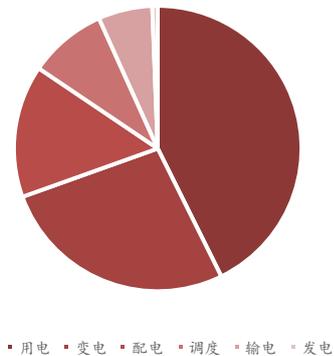
智能配电助力实现电网智能化。智能配电系统能够提高电网的运行效率和可靠性，促进能源效率，增强电网互动性，满足用户对电能质量和供电可靠性的更高要求。整个配电在整个智能电网市场份额中也占据着一定水平。根据共研产业咨询数据显示，2027 年我国智能配电行业市场规模将达到 209.18 亿元。

图 20：中国智能电网市场规模



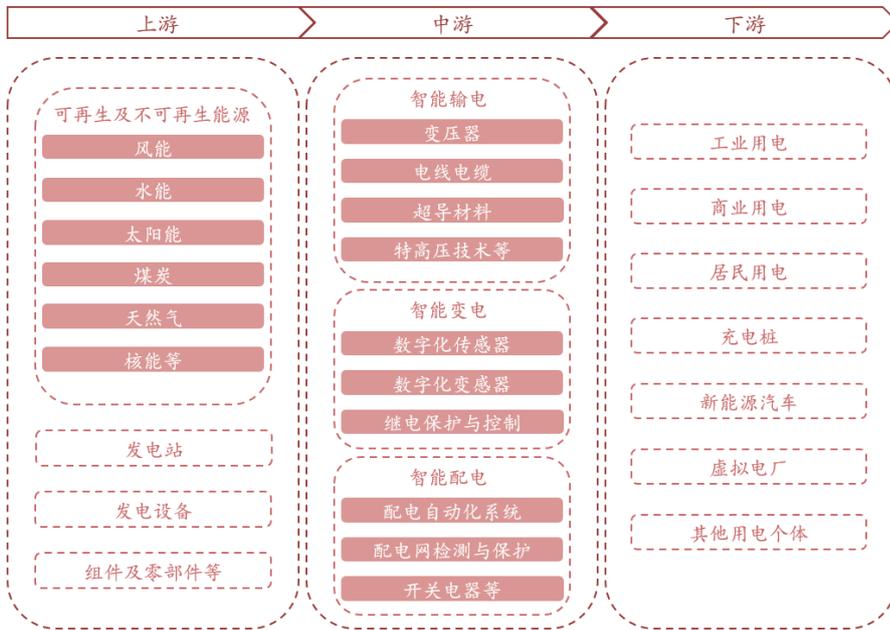
数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 21：2021 年智能电网各环节市场份额



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

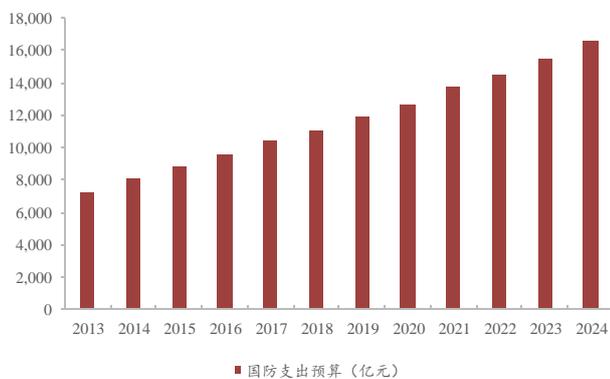
随着上下游供给与需求上升，智能配电设备市场将进一步扩张。智能配电网设备均属于智能电网产业链的中游，承担着将能源从供给侧传递到需求侧的功能。随着我国加快构建清洁低碳、经济高效、安全充裕、灵活智能的电力系统的步伐，尤其是实现可控、荷随源动的相关要求，各种新型终端、智能开关及负荷管理装置将成为“源-荷”关键节点。

图 22：智能电网产业链结构


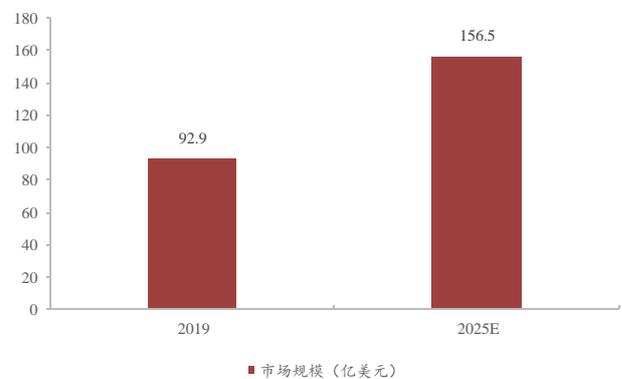
数据来源：中商情报网，西南证券整理

公司提供各类电源，在国内率先实现功率变换全程软开关。公司的电力操作电源模块是公司的核心产品，市场占有率长期处于行业领先地位。产品覆盖 110V 和 220V，功率从 0.8kW 到 12kW，广泛用于电力系统、冶金、钢铁、化工、轨道交通、电气化铁路、城市地铁、市政建设、厂矿企业等领域。此外公司还提供电力用 UPS 和配网自动化电源。

高品质电源铸就军事强国。军工电源需要在极端环境下稳定工作，包括极端温度、强振动冲击、多干扰等复杂环境，因此对电源的可靠性、功率、效率、体积和重量等有较高要求，其主要应用于弹载、机载、舰载、车载、雷达、地面设备等多种武器装备中。随着近些年我国地缘政治格局变动、世界紧张局势加剧等因素，国防开支逐年上涨以加快新型武器装备研发列装，应对复杂地缘局势。全球的军用电源市场份额也在呈现快速上升趋势，根据 Reportlinker 预测，到 2025 年底，全球下一代军用电源市场规模将从 92.9 亿美元增长到 156.5 亿美元。

图 23：我国国防支出预算


数据来源：人大预算草案，西南证券整理

图 24：全球军用电源市场


数据来源：Reportlinker，西南证券整理

公司品类丰富，产能扩大未来可期。2021 年底，公司向特定对象发行股票募集资金 2.5 亿元，用于“基于电源模块国产化的多功能军工电源产业化项目”及“西安研发中心建设项目”建设。项目投产后，预计可形成低功率 DC/DC 电源模块年产能 14,000 块、大功率 DC/DC 电源模块年产能 5,000 块、三相功率因数校正模块年产能 5,000 块以及多功能国产化军工电源年产能 5,000 台，在未来可有效实现公司的军工创收。

图 25：公司军工产品类目



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：预计充电桩行业仍将高速增长、叠加公司前期海外拓展客户有望逐渐释放业绩，预计公司电动汽车车载电源及充换电站电源系统业务 2024-2026 年分别销售 47/70/98 万台，同比+60%/50%/40%，平均单价 2398/2422/2422 元/台，同比+2%/1%/0%。

假设 2：预计电网行业增速稳定，公司电力操作电源 2024-2026 年分别销售 15/16/18 万台，同比+10%/10%/10%，平均单价 1294/1281/1268 元/台，同比-1%/-1%/-1%。

假设 3：预计公司军工业务逐步恢复，公司定制类电源 2024-2026 年分别销售 2/3/3 万台，同比+10%/15%/20%，平均单价 5517/5296/5137 元，同比-5%/-4%/-3%。

假设 4：公司电动汽车车载电源及充换电电源系统 2024-2026 年毛利率分别为 29%/31%/33%，毛利率提升主要是由于海外业务占比提升、及 40kw 充电模块出货提升；电力操作电源 2024-2026 年毛利率为 39%/39%/39%，该业务历年毛利率均较为稳定；定制类电源 2024-2026 年毛利率为 53%/54%/55%有望小幅提升。

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 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
电动汽车车载电源 及充换电站充电电源系统	收入	686.4	1120.2	1697.1	2375.9
	增速	96%	72%	52%	40%
	毛利率	95%	29%	31%	33%
电力操作电源	收入	176.7	192.4	209.6	228.2
	增速	37%	9%	9%	9%
	毛利率	39%	39%	39%	39%
定制类电源	收入	124.2	129.8	143.3	166.8
	增速	-15%	4%	10%	16%
	毛利率	52%	53%	54%	55%
其他电源	收入	12.80	16.89	23.70	35.27
	增速	71%	32%	40%	49%
	毛利率	37%	38%	39%	40%
其他收入	收入	8.51	0.00	0.00	0.00
	增速	-	-100%	-	-
	毛利率	13%	-	-	-
合计	收入	1008.57	1459.26	2073.58	2806.12
	增速	58%	45%	42%	35%
	毛利率	33%	33%	33%	35%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 14.6 亿元 (+45%)、20.7 亿元 (+42%) 和 28.1 亿元 (+35%)，归母净利润分别为 1.5 亿元 (+43.8%)、2.3 亿元 (+56.8%)、3.3 亿元 (+42.8%)，EPS 分别为 0.85 元、1.33 元、1.90 元，对应动态 PE 分别为 22 倍、14 倍、10 倍。

综合考虑业务范围，选取充电桩行业三家公司，其中万马股份为线缆+充电桩运营公司，特锐德为充电桩运营龙头，盛弘股份为充电桩+储能优质出海公司。

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)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002276.SZ	万马股份	91.12	8.80	0.54	0.71	0.89	1.15	16.3	12.4	9.9	7.7
300001.SZ	特锐德	217.83	20.63	0.47	0.65	0.88	1.14	43.9	31.7	23.4	18.1
300693.SZ	盛弘股份	94.38	30.34	1.30	1.74	2.32	2.99	23.3	17.4	13.1	10.1
平均值								27.8	20.5	15.5	12.0
300491.SZ	通合科技	32.22	18.51	0.59	0.85	1.33	1.90	31.4	21.5	13.7	9.6

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 22x，行业平均值为 21x，略高于行业平均估值水平。但我们认为公司为充电模块优质企业、行业市占率前三，产品研发实力突出，同时海外客户有望逐步兑现，公司有望充分受益充电桩行业全球发展，给予 2024 年 35 倍估值，从 PEG 角度来看，公司 2024-2026 年 CAGR 为 47.4%，PEG=0.7<1，相对合理，对应目标价 29.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1008.57	1459.26	2073.58	2806.12	净利润	102.57	147.53	231.33	330.32
营业成本	674.21	984.76	1379.81	1827.96	折旧与摊销	20.92	54.47	54.47	54.47
营业税金及附加	6.79	9.83	13.97	12.07	财务费用	1.75	10.10	14.02	20.28
销售费用	61.35	106.53	145.15	216.07	资产减值损失	-23.43	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	65.50	203.57	289.68	395.66	经营营运资本变动	-69.70	-248.26	-313.43	-407.90
财务费用	1.75	10.10	14.02	20.28	其他	-17.41	35.98	36.32	43.22
资产减值损失	-23.43	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	14.70	-10.18	12.70	30.39
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-163.97	-40.00	-50.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-24.29	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-188.26	-40.00	-50.00	-60.00
营业利润	107.24	154.47	240.95	344.08	短期借款	63.71	22.12	132.12	153.76
其他非经营损益	0.00	0.02	0.01	0.01	长期借款	18.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	107.24	154.48	240.96	344.09	股权融资	11.98	0.00	0.00	0.00
所得税	4.67	6.95	9.64	13.76	支付股利	-8.67	-12.49	-19.37	-30.62
净利润	102.57	147.53	231.33	330.32	其他	-19.42	-12.40	-14.02	-20.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	65.60	-2.77	98.74	102.86
归属母公司股东净利润	102.57	147.53	231.33	330.32	现金流量净额	-107.96	-52.95	61.43	73.25
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	198.88	145.93	207.36	280.61	成长能力				
应收和预付款项	823.15	1271.18	1789.36	2406.35	销售收入增长率	57.80%	44.69%	42.10%	35.33%
存货	269.80	393.04	551.07	730.38	营业利润增长率	153.39%	44.04%	55.99%	42.80%
其他流动资产	58.23	17.82	25.33	34.27	净利润增长率	133.50%	43.83%	56.80%	42.80%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	111.27%	68.61%	41.27%	35.35%
投资性房地产	3.96	3.96	3.96	3.96	获利能力				
固定资产和在建工程	367.44	322.06	276.69	231.32	毛利率	33.15%	32.52%	33.46%	34.86%
无形资产和开发支出	237.28	268.24	309.19	360.15	三费率	12.75%	21.94%	21.65%	22.52%
其他非流动资产	23.80	23.75	23.70	23.65	净利率	10.17%	10.11%	11.16%	11.77%
资产总计	1982.53	2445.97	3186.65	4070.69	ROE	9.19%	11.79%	15.80%	18.73%
短期借款	171.27	193.40	325.52	479.28	ROA	5.17%	6.03%	7.26%	8.11%
应付和预收款项	555.12	831.12	1174.09	1543.81	ROIC	10.16%	12.00%	15.22%	17.43%
长期借款	18.00	18.00	18.00	18.00	EBITDA/销售收入	12.88%	15.01%	14.92%	14.93%
其他负债	121.48	151.75	205.39	266.23	营运能力				
负债合计	865.87	1194.27	1723.00	2307.32	总资产周转率	0.57	0.66	0.74	0.77
股本	174.04	174.04	174.04	174.04	固定资产周转率	3.80	4.24	6.94	11.08
资本公积	598.24	598.24	598.24	598.24	应收账款周转率	1.70	1.62	1.58	1.56
留存收益	344.38	479.41	691.37	991.08	存货周转率	2.70	2.97	2.92	2.85
归属母公司股东权益	1116.66	1251.70	1463.66	1763.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	49.28%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1116.66	1251.70	1463.66	1763.36	资产负债率	43.68%	48.83%	54.07%	56.68%
负债和股东权益合计	1982.53	2445.97	3186.65	4070.69	带息债务/总负债	21.86%	17.70%	19.94%	21.55%
					流动比率	1.63	1.58	1.53	1.52
					速动比率	1.30	1.24	1.20	1.20
					股利支付率	8.46%	8.47%	8.37%	9.27%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	129.91	219.04	309.44	418.83	每股收益	0.59	0.85	1.33	1.90
PE	30.95	21.52	13.72	9.61	每股净资产	6.42	7.19	8.41	10.13
PB	2.84	2.54	2.17	1.80	每股经营现金	0.08	-0.06	0.07	0.17
PS	3.15	2.18	1.53	1.13	每股股利	0.05	0.07	0.11	0.18
EV/EBITDA	24.11	14.63	10.59	8.01					
股息率	0.27%	0.39%	0.61%	0.96%					

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
