

储能+充电桩迎双轮驱动，新产能投放在即

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年一季报&2023年年报, 公司2024Q1实现营业收入6.0亿元, 同比上升33.8%; 2023年营业收入26.5亿元, 同比上升76.4%。公司2024Q1实现归母净利润0.7亿元, 同比增长6.0%; 2023年实现归母净利润4.0亿元, 同比增长80.2%。24Q1净利率较低主要是由于苏州工厂正进行产能爬坡导致费用比较高、同时一季度整体为经营淡季所致。2023年4月, 公司发行可转债募集资金用于建设“苏州年产5GW储能设备建设项目”, 苏州工厂今年开始会陆续投放产能。
- 储能:** 营收占比提升显著, 产品储备深厚助力全球化发展。2023年公司新能源电能变换设备业务营收9.1亿元, 同比增长255.7%, 占营收比重为34.3%, 较2022年提升17.3pp。公司PCS产品为业内领先, 旗下PWS1-125M为全球首款碳化硅版本工商业模块化储能变流器。公司30-1000kW全功率范围储能变流器产品均已通过第三方认证机构认证, 50-250kW系列模块化储能变流器成为全球首款同时满足UL、CPUC和HECO相应规范的大型并网逆变器, 公司扎实产品、技术储备有助于公司在海外积极开拓储能业务扩展。
- 充电桩:** 业务大幅增长, 有望充分受益于国内、欧美充电桩行业高速发展。2023年公司电动汽车充电机业务营收8.5亿元, 同比增长99.6%, 占营收比重为32.1%, 较2022年提升3.73pp。公司整桩产品包括直流桩和交流桩、一体式和分体式等多种类型, 充电桩模块涵盖15kW、20kW、30kW、40kW等功率等级。公司前瞻布局欧洲充电桩市场, 在2021年就推出欧标充电桩, 也与英国石油公司达成战略合作; 同时, 公司也获得美标充电桩认证, 逐渐开启美国市场。
- 费用率管控良好, 毛利率小幅下滑主要是储能业务市场竞争加剧。** 2023年期间费用率为24.3%, 较2022年下降3.3pp, 具体来看, 销售费用率为12.5%, 较2022年下降1pp, 研发费用率为8.7%, 较2022年下降1pp, 管理费用率为3.6%, 较2022年小幅下降0.4pp。毛利率来看, 2023年公司毛利率为41%, 较2022年下降2pp, 毛利率下滑主要是因为储能业务毛利率下滑、且营收占比逐渐提升, 但公司净利率水平较2022年同比提升0.33pp, 2023年实现净利率15.2%。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.70元、2.47元、3.20元, 对应动态PE分别为16倍、11倍、8倍。我们认为公司为优质储能PCS及充电桩企业, 出海竞争力较强, 给予2024年24倍估值, 对应目标价40.8元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 海外政策风险, 充电桩市场增速或不及预期, 市场竞争加剧风险, 产能投产或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2650.97	3458.73	4720.72	6052.62
增长率	76.37%	30.47%	36.49%	28.21%
归属母公司净利润(百万元)	402.83	528.37	769.17	996.67
增长率	80.20%	31.16%	45.57%	29.58%
每股收益EPS(元)	1.29	1.70	2.47	3.20
净资产收益率ROE	27.56%	27.64%	29.74%	28.90%
PE	20	16	11	8
PB	5.69	4.33	3.20	2.40

数据来源: Wind, 西南证券

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)	3.11
流通A股(亿股)	2.49
52周内股价区间(元)	23.58-65.61
总市值(亿元)	82.56
总资产(亿元)	33.05
每股净资产(元)	4.99

相关研究

目 录

1 先进模块电能质量，电能领域多方位发展.....	1
2 新能源提供坚实支撑，业绩强势增加.....	2
3 盈利预测与估值.....	10

图 目 录

图 1：盛弘股份历史沿革.....	1
图 2：公司股权结构及子公司（截止 2024Q1）.....	1
图 3：业务结构.....	2
图 4：2019-2024Q1 营业收入情况.....	3
图 5：2019-2024Q1 归母净利润情况.....	3
图 6：2019-2024Q1 毛利率与净利率情况.....	3
图 7：2019-2024Q1 四费情况.....	3
图 8：2019-2023 按地区主营收入（百万）.....	4
图 9：2019-2023 按业务主营收入（百万）.....	4
图 10：全球已并网储能情况.....	4
图 11：我国已并网储能情况.....	4
图 12：储能产业链结构.....	5
图 13：公司储能产品.....	6
图 14：公司储能产品获得的认证.....	6
图 15：新能源汽车保有量.....	6
图 16：公共新能源充电桩数量.....	6
图 17：充电基础设施保有量预测（万台）.....	7
图 18：2023 年充电站数量 TOP10（座）.....	7
图 19：充电桩市场规模（亿元）.....	7
图 20：公共充电基础设施运营商集中度情况.....	7
图 21：公司充电业务合作伙伴.....	8
图 22：公司充电整机.....	8
图 23：全国锂电池产量（GWh）.....	8
图 24：我国电池测试市场规模（亿元）.....	8
图 25：公司电池化成与检测业务客户名录.....	9
图 26：全球电能质量市场规模（亿美元）.....	9
图 27：全球工业电源市场规模（亿美元）.....	9
图 28：公司电能质量及工业电源设备.....	10

表 目 录

表 1：国家发布的储能相关政策通知.....	5
表 2：分业务收入及毛利率.....	10
表 3：可比公司估值.....	11
附表：财务预测与估值.....	12

1 先进模块电能质量，电能领域多方位发展

深圳市盛弘电气股份有限公司（简称“盛弘股份”）成立于 2007 年，于 2017 年 8 月深交所上市。公司专注于电力电子技术，从事电力电子设备的研发、生产、销售和服务。主要从事于括电能质量设备、电动汽车充电桩、新能源电能变换设备、电池化成与检测设备等产品的生产制造，专注于电力电子变换和控制技术，借以实现变换和控制电力的核心功能，满足不同应用场景下不同电力形式的需要。

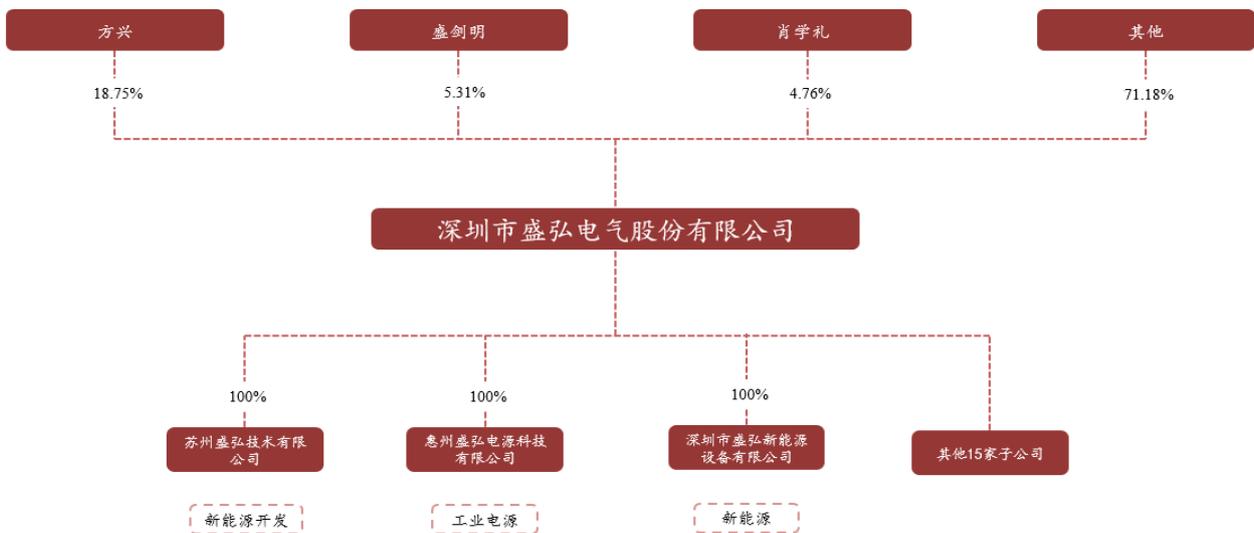
图 1：盛弘股份历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司多名高管曾就职于知名电气公司。截止 2024Q1，方兴先生、盛剑明先生和肖学礼先生为公司前三大股东，共持有 28.82% 的股份，在公司决策中具有一定权力与影响力。方兴曾在宝洁和捷普电子任职，肖学礼曾任华为电气工程师、艾默生总监，盛剑明曾担任艾默生采购专家团主任，反映了股东在此领域的技术与供应整合能力。

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，新能源突飞猛进。公司提供用以提升用电质量与安全的电能质量产品和高端制造装备及半导体芯片制造设备电源的工业配套电源产品；在新能源领域，提供新能源汽车充换电设备；储能领域储能微网系统核心设备及解决方案；以及运用在消费及动力电池研发与制造过程中的电池化成与检测设备。

图 3：业务结构

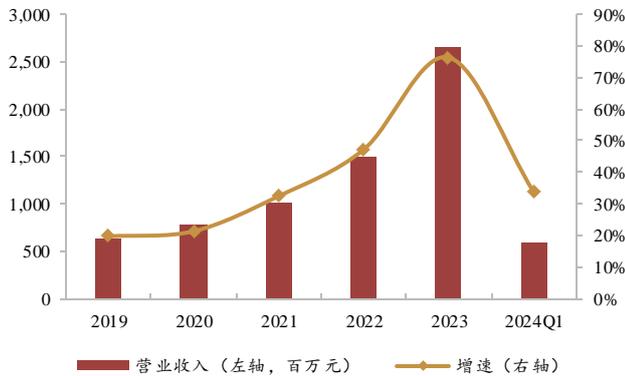


数据来源：公司公告，西南证券整理

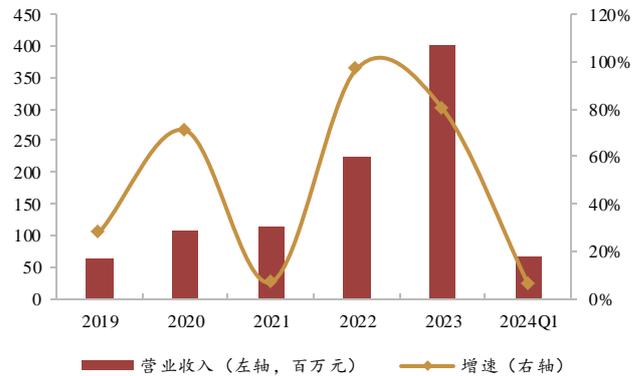
2 新能源提供坚实支撑，业绩强势增加

营业收入增速显著，业绩实现新高。公司在 2023 年实现营业收入 26.5 亿元，同比增长 76.4%；2024Q1 实现营业收入 6.0 亿元，同比增长 33.8%。公司在新能源汽车方面收益显著增加，主要受益于国家政策引导及新能源汽车爆发行情。且公司正在进一步开拓海外市场，结合海外新能源需求，海外业务逐渐扩大其份额，为公司实现收入来源结构多样化提供了可能。

公司归母净利润逐年上升。公司在 2023 年实现归母净利润 4.0 亿元，同比增长 80.2%；2024Q1 实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 6.0%。公司收入在 2021 年增速较低以外，每年的归母净利润增速都呈现较高的水平，公司通过新产品研发与原有产品持续升级迭代，并配以供应链综合降本等措施，实现了较好的成本控制及利润产出。

图 4：2019-2024Q1 营业收入情况


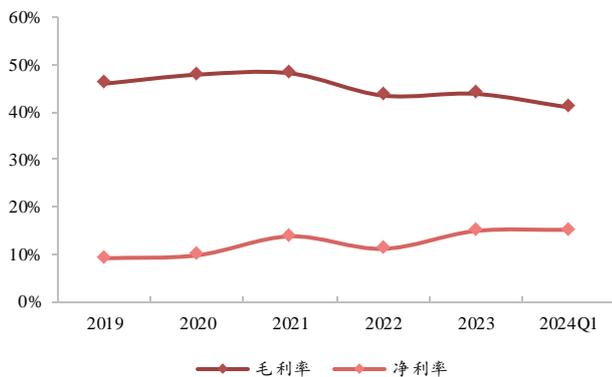
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2019-2024Q1 归母净利润情况


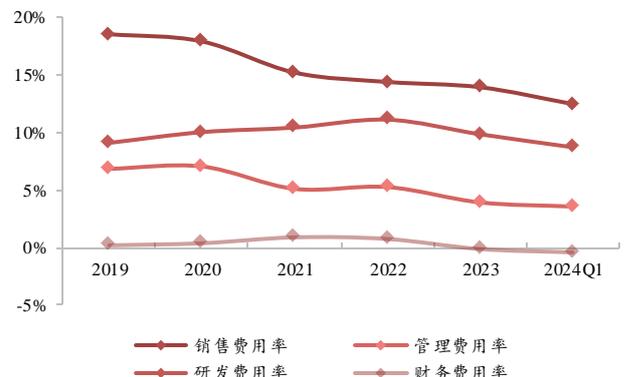
数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率有所承压，净利率稳步上升。公司在 2023 年实现毛利率 43.9%，同比上升 0.4pp；2024Q1 实现毛利率 41.0%。公司毛利率相较往年呈现了下降的趋势，主要原因是业务市场逐步吸引了越来越多的企业加入市场竞争中，进而毛利率在 2022 年后开始呈现了一定程度的下降。分业务看，工业配套电源毛利率 53.7%，同比减少 0.8pp；新能源电能变换设备毛利率 33.1%，同比减少 10.7pp；电动汽车充电设备毛利率 39.6%，同比增长 4.3pp；电池检测及化成设备毛利率 44.9%，同比增长 5.6%。而净利率随着费用率的下降呈现了一定的上升趋势。公司在 2023 年实现净利率 14.9%，同比增长 3.8pp，2024Q1 实现净利率 15.1%。

公司费用管控能力有效提升。在毛利承压的背景下，公司实现了降本增效。但公司为提高市场竞争力，维持电力电子行业产品竞争力，研发费用仍占据着较高的水平。在 2023 年，公司销售费用率为 13.93%，同比下降 0.5pp；管理费用率为 3.9%，同比下降 1.3pp；研发费用率为 9.8%，同比下降 1.3pp；财务费用率为 -0.1%，同比下降 0.8pp。在 2024 年第一季度，公司销售费用率为 12.5%，管理费用率为 3.6%，研发费用率为 8.7%，财务费用率为 -0.4%。

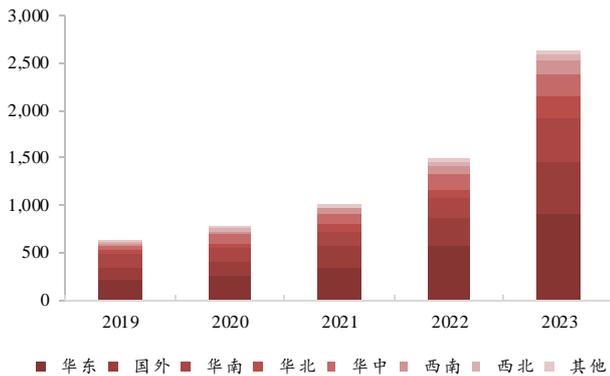
图 6：2019-2024Q1 毛利率与净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

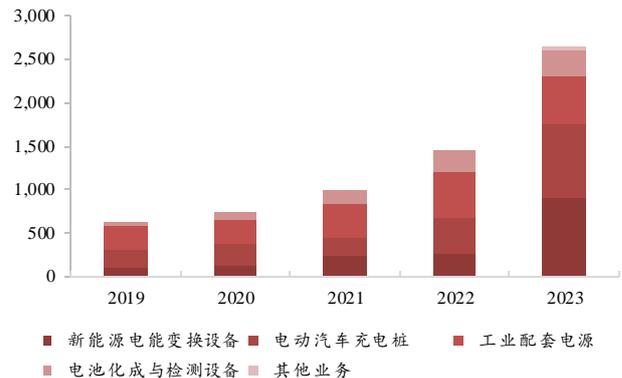
图 7：2019-2024Q1 四费情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

海外收入占比提升显著，新能源业务异军突起。公司近年来的海外业务与我国的华东、华南地区的业务增长较为显著，为公司提供了客观的营业收入，这与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。同时，公司近年来业务主要依托新能源汽车充电桩业务的大幅上涨和储能微网业务的大幅增长，也一定程度上反映了公司对于新能源市场的机会优秀把握能力及盈利能力。

图 8：2019-2023 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

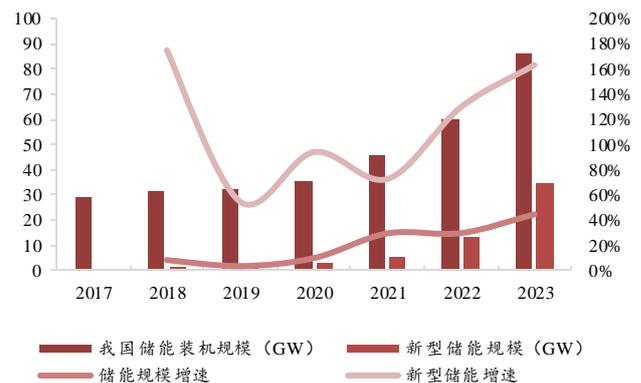
图 9：2019-2023 按业务主营业务收入（百万）


数据来源：公司公告，西南证券整理

储能市场大幅增长。根据能源局一季度新闻发布会，2023 年底全国已投运新型储能装机容量达 31.39GW/66.87GWh 较 2022 年底增长 260%；2023 年新增装机规模 22.6GW/48.7GWh，根据 CNESA 统计，截至 2023 年底我国新型储能累计装机 34.5GW/74.5GWh，新增投运新型储能项目装机规模 21.5GW/46.6GWh，超过 100 个百兆瓦级项目投运同比增长 370%。

图 10：全球已并网储能情况


数据来源：CNESA，西南证券整理

图 11：我国已并网储能情况


数据来源：CNESA，西南证券整理

政策密集出台，新型储能高速发展。新型储能是构建新型电力系统的重要技术和基础装备，是实现碳达峰碳中和目标的重要支撑，也是催生国内能源新业态、抢占国际战略新高地的重要领域。近几年来，我国陆续出台各项产业政策，为新型储能行业的发展提供了良好的环境。其中在《关于加快推动新型储能发展的指导意见》中明确提出到 2025 年实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达到 30GW 以上的目标。政策驱动下新型储能规划规模进一步超预期。截至 2023 年 4 月，已有 25 个省份提出“十

四五”新型储能发展规划，其中在储能装机方面，以甘肃、青海、山西等省份储能装机目标最大。

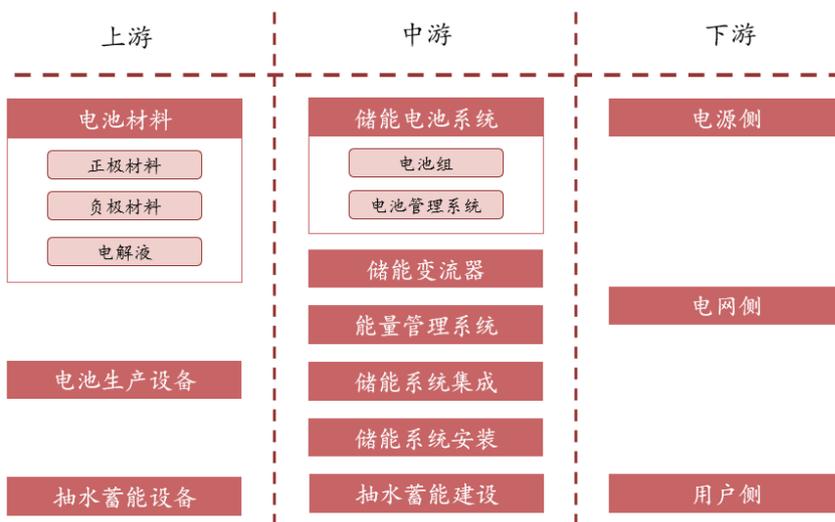
表 1：国家发布的储能相关政策通知

时间	发布单位	政策名称
2012	科学技术部	《关于印发智能电网重大科技产业化工程“十二五”专项规划的通知》
2014	环境部	《关于印发能源行业加强大气污染防治工作方案的通知》
2016	工信部	《关于推进“互联网+”智慧能源发展的指导意见》
2017	发改委	《关于促进储能金属与产业发展的指导意见》、《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》等
2018	能源局	《关于加强储能技术标准化工作的实施方案》、《关于提升电力系统调节能力的指导意见》
2020	教育部	《储能技术专业学科发展行动计划（2020—2024 年）》
2021	发改委	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》、《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》
2022	发改委	《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》、《“十四五”新型储能发展实施方案》

数据来源：国家部委网站，西南证券整理

储能系统集成所处环节为行业产业链中游，起到承上启下作用。作为储能产业链的核心环节，储能系统集成 (BESS) 上承设备提供商，下接储能系统业主，主要包括上游原材料及零部件；中游核心环节储能系统集成，含电池组、储能变流器 (PCS)、电池管理系统 (BMS)、能量管理系统 (EMS) 四大关键部分以及其他设备（如：电池控制柜、本地控制器、温控系统与消防系统等），并提供给下游储能 EPC 厂商完成项目安装与运维，终端应用场景主要在发电侧、电网侧、用户侧和微电网四大领域。

图 12：储能产业链结构



数据来源：前瞻研究院，西南证券整理

储能业务领先，多项认证加持。公司提供了多种储能设备，如储能变流器、直流变换器、逆变升压设备等，同时也提供集装箱式集成产品。多种产品助力公司储能业务发展。且公司的储能产品均通过 UL 和 TUV 认证，多达 60 几种产品均通过国际认证，为公司储能业务出海提供了坚实技术基础。且公司产品支持模块化与高度定制化，可任意增加功率及交直流变换模块，进一步提高产品竞争力。

图 13: 公司储能产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

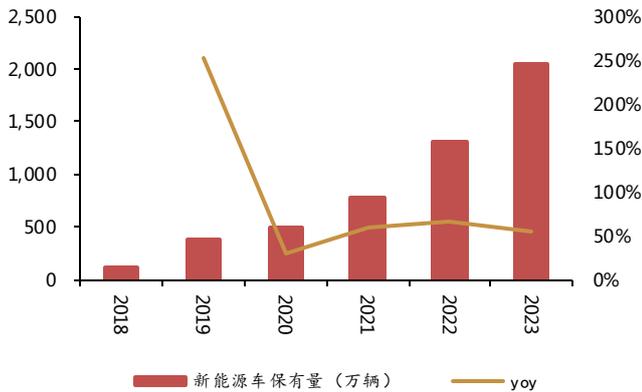
图 14: 公司储能产品获得的认证



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

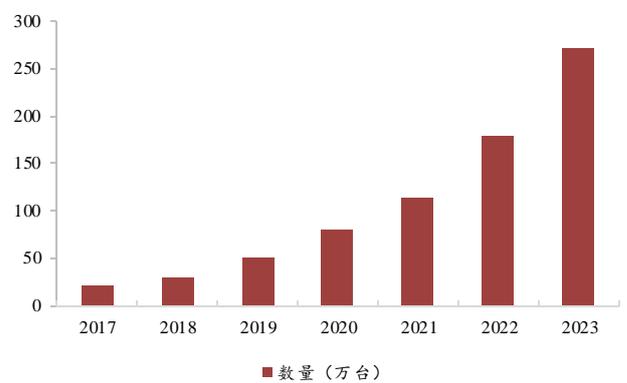
新能源汽车大放异彩, 行业整体快速前进。中国新能源汽车产销量持续增长, 连续多年保持全球第一。在政策支持下, 新能源汽车保有量也在大幅度提升。随之而来需要面对的就是新能源汽车续航问题带来的充电桩问题。我国在大力推进加快充电基础设施建设, 推广智能有序慢充和应急快充服务模式, 提高充电便利性和产品可靠性。公共充电桩数量也随着汽车工业的发展得到快速的发展, 截至 2023 年底, 我国充电基础设施累计达 859.6 万台。

图 15: 新能源汽车保有量



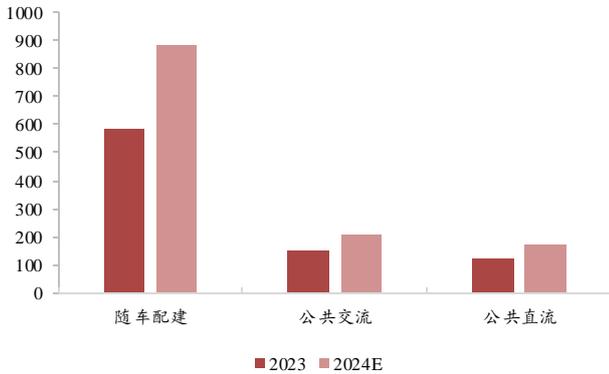
数据来源: 公安部, 中国汽车工业协会, 西南证券整理

图 16: 公共新能源充电桩数量

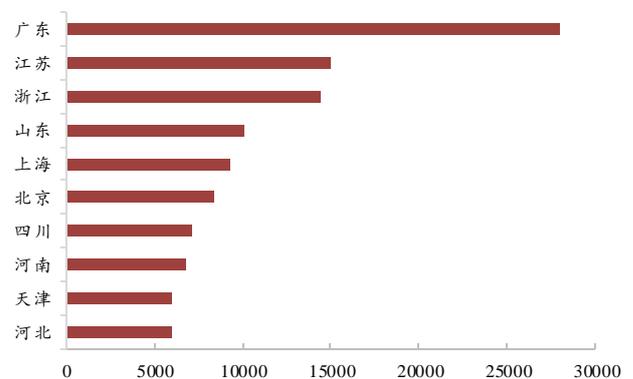


数据来源: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 西南证券整理

多类型充电设施仍将快速发展。根据中国电动汽车通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 55.8 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。

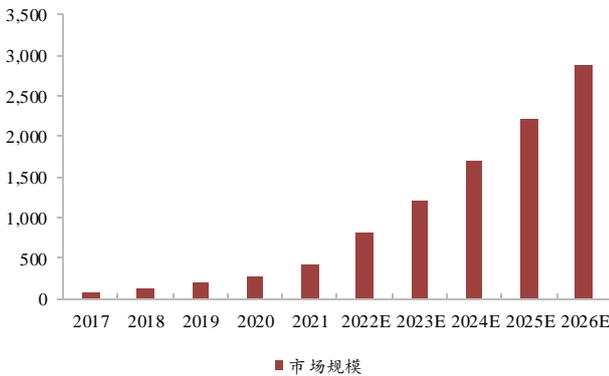
图 17: 充电基础设施保有量预测 (万台)


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

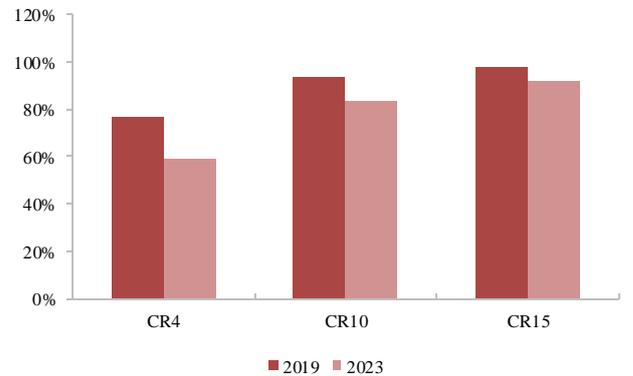
图 18: 2023 年充电站数量 TOP10 (座)


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

行业发展迅速, 但竞争程度加剧。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 2,870.2 亿元, 2021-2026E 复合增长率预计为 48.4%。若新能源行业仍维持较高增长率, 市场规模有望进一步扩大。但是随着市场扩大, 行业内竞争逐渐加剧, 前四厂商在充电联盟内市占率从 77% 下滑到 59%, 凸显了行业内竞争程度在几年内加剧。

图 19: 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 20: 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

业务合作广泛, 产品功率领先。公司在产品方面提供直流桩和交流桩、一体式和分体式等多种产品类型; 充电桩模块涵盖 15kW、20kW、30kW、40kW 等功率等级。同时公司在此业务上, 提供一站式充电解决方案, 为用户提供项目咨询、系统规划、工程交付和售后管理等一站式服务。

图 21：公司充电业务合作伙伴



数据来源：公司官网，西南证券整理

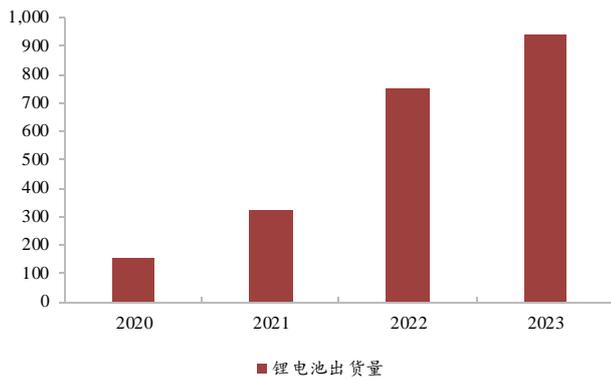
图 22：公司充电整机



数据来源：公司官网，西南证券整理

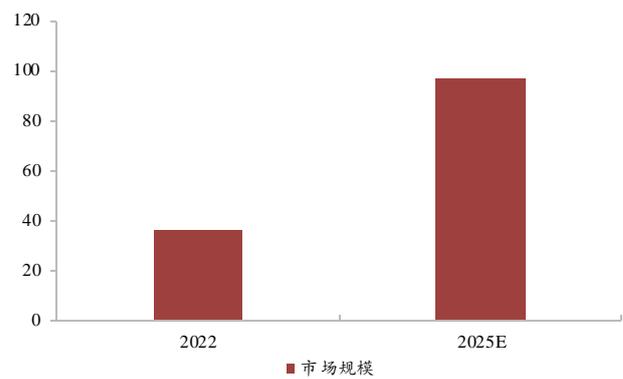
新能源发展助力电池化成与检测市场。根据工信部披露数据，我国锂电池产量在近几年实现了超高增速，多数年份增速超过 100%，在 2023 年得到了 940GWh 的容量。借由储能与新能源市场的市场的拓展，电池化成与检测将预期同步扩张。

图 23：全国锂电池产量 (GWh)



数据来源：工信部，西南证券整理

图 24：我国电池测试市场规模 (亿元)



数据来源：武汉蓝电招股书，西南证券整理

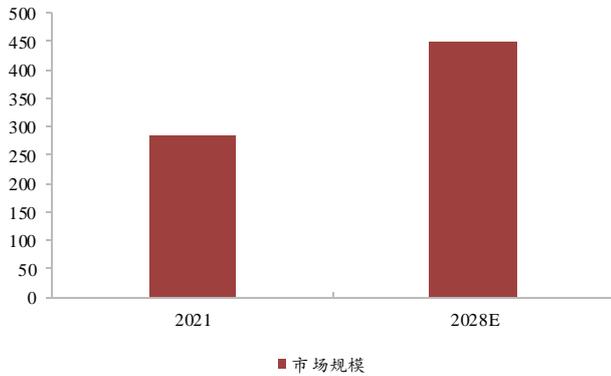
高精检测助力公司业务发展。公司产品可实现充放电电压精度 $\leq 0.05\%$ 电流精度 $\leq 0.05\%$ ，高精度的检测加之产品的自动分流分档，可有效提高电池检测效。同时公司在此方面仍然坚持模块化产品设计，可满足不同客户不同要求，既可实现单模单通道，也可实现多设备联动运行，进而提高电池检测效率。

图 25：公司电池化成与检测业务客户名录

数据来源：公司公告，西南证券整理

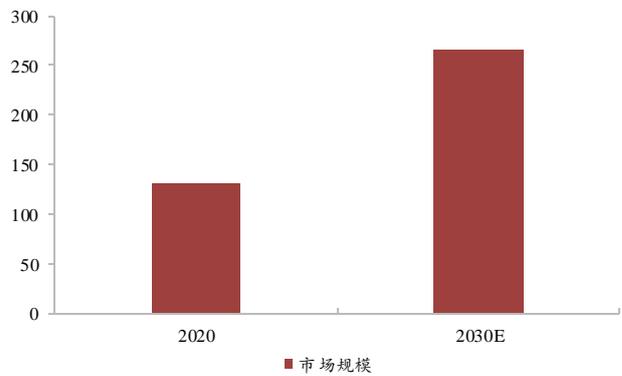
智能电网、新能源并网对电网平稳运行提出高质量要求。在大电网背景下，随着可再生能源并网的增加，如风能和太阳能，电力系统的复杂性增加，这是因为新能源发电具有波动性和不确定性，且不易受人控制。同时，智能电网也需要基于更高效可靠的电力系统实现先进监控与管理。而在小电网背景下，例如数据中心和电信基础设施，良好的工业电源是确保数据传输和处理的连续性和可靠性的基础。

图 26：全球电能质量市场规模（亿美元）



数据来源：The Insight Partners，西南证券整理

图 27：全球工业电源市场规模（亿美元）



数据来源：Value，西南证券整理

公司起家设备，国内遥遥领先。公司在此领域具有较为先进的技术积攒，当前产品进一步加强在提高功率密度、节约用电，实现智能发展方面的优势。且公司多数产品采用三相三线、三相四线系统兼容设计，轻松适应各种电网，对海外市场具有兼容性，为产品进一步在海外市场开展提供了可能性。

图 28：公司电能质量及工业电源设备


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：预计公司 2024-2026 年分别实现国内储能 pcs 销量 5.8/8.6/13.0GW，同比 +80%/50%/50%，单价 0.11/0.11/0.1 元/w，海外储能 pcs 2.0/3.1/4.4GW，同比 +50%/60%/40%，单价 0.3/0.3/0.3 元/w。

假设 2：预计充电桩行业仍将高速增长、预计公司充电桩业务 2024-2026 年单价 0.3/0.3/0.3 元/w，销量 3.8/5.7/8.0GW，同比+80%/50%/40%。

假设 3：由于市场竞争加剧，预计国内储能业务毛利率逐步下滑、海外占比提升且毛利率仍维持高位，故 2024-2026 年持平分别为 29%/29%/29%，充电桩毛利率短期承压长期由于海外收入占比提升，预计 2024-2026 年分别为 39%/41%/43%。

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
储能	收入	909.8	1276.2	1886.4	2475.4
	增速	256%	40%	48%	31%
	毛利率	33%	29%	29%	29%
电动汽车充电桩	收入	850.0	1147.5	1663.9	2249.1
	增速	100%	35%	45%	35%
	毛利率	40%	39%	41%	43%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
电能质量设备	收入	533.2	586.5	645.2	709.7
	增速	4%	10%	10%	10%
	毛利率	54%	54%	55%	56%
电池化成与检测设备	收入	298.73	388.35	466.02	559.23
	增速	16%	30%	20%	20%
	毛利率	45%	43%	43%	43%
其他主营业务	收入	59.28	59.28	59.28	59.28
	增速	334%	0%	0%	0%
	毛利率	49%	48%	48%	48%
合计	收入	2651.0	3458.7	4720.7	6052.6
	增速	76%	30%	36%	28%
	毛利率	41%	38%	38%	39%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 34.6 亿元 (+30%)、47.2 亿元 (+36%) 和 60.5 亿元 (+28%)，归母净利润分别为 5.3 亿元 (+31.2%)、7.7 亿元 (+45.6%)、10.0 亿元 (+29.6%)，EPS 分别为 1.70 元、2.47 元、3.20 元，对应动态 PE 分别为 16 倍、11 倍、8 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，通合科技为充电模块+特种电源公司。

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
002276.SZ	万马股份	90.71	8.76	0.54	0.71	0.89	1.15	16.2	12.3	9.8	7.6
300001.SZ	特锐德	223.43	21.16	0.47	0.65	0.88	1.14	45.0	32.6	24.0	18.6
300491.SZ	通合科技	29.94	17.2	1.30	1.74	2.32	2.99	13.2	9.9	7.4	5.8
平均值								24.8	18.3	13.8	10.6
300693.SZ	盛弘股份	82.56	26.54	1.29	1.70	2.47	3.20	20.5	15.6	10.7	8.3

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 16x，行业平均值为 18x。我们认为公司为优质储能 pcs 及充电桩企业，出海竞争力较强，给予 2024 年 24 倍估值，从 PEG 角度来看，公司 2024-2026 年归母净利润 CAGR 为 35.3%，PEG=0.7<1，相对合理，对应目标价 40.8 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	2650.97	3458.73	4720.72	6052.62	净利润	401.07	528.37	769.17	996.67
营业成本	1563.80	2040.29	2907.80	3701.32	折旧与摊销	32.34	58.23	58.23	58.23
营业税金及附加	19.35	25.25	34.46	26.03	财务费用	-11.26	14.09	14.50	15.33
销售费用	330.67	415.05	500.40	726.31	资产减值损失	-23.64	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	94.24	390.84	434.31	490.26	经营营运资本变动	94.12	-459.59	-152.55	-237.28
财务费用	-11.26	14.09	14.50	15.33	其他	-54.05	32.87	38.82	38.73
资产减值损失	-23.64	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	438.57	163.97	718.17	861.68
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-112.63	-40.00	-50.00	-60.00
公允价值变动损益	5.23	4.67	4.86	4.80	其他	-126.15	4.67	4.86	4.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-238.78	-35.33	-45.14	-55.20
营业利润	456.52	587.89	844.11	1108.16	短期借款	-23.53	-76.54	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.56	-0.81	-0.73	-0.75	长期借款	30.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	455.96	587.08	843.39	1107.41	股权融资	54.83	0.00	0.00	0.00
所得税	54.89	58.71	74.22	110.74	支付股利	-45.16	-73.74	-94.18	-134.78
净利润	401.07	528.37	769.17	996.67	其他	-52.41	-23.86	-14.50	-15.33
少数股东损益	-1.76	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-35.53	-174.14	-108.68	-150.11
归属母公司股东净利润	402.83	528.37	769.17	996.67	现金流量净额	170.92	-45.50	564.36	656.36
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	541.59	496.09	1060.44	1716.81	成长能力				
应收和预付款项	954.14	1429.63	1905.24	2419.19	销售收入增长率	76.37%	30.47%	36.49%	28.21%
存货	726.68	963.59	1380.29	1762.18	营业利润增长率	84.37%	28.77%	43.58%	31.28%
其他流动资产	393.59	303.36	317.83	333.10	净利润增长率	79.41%	31.74%	45.57%	29.58%
长期股权投资	1.00	1.00	1.00	1.00	EBITDA 增长率	76.92%	38.24%	38.87%	28.89%
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	473.40	428.23	383.07	337.90	毛利率	41.01%	41.01%	38.40%	38.85%
无形资产和开发支出	79.72	109.63	149.53	199.43	三费率	15.60%	23.71%	20.11%	20.35%
其他非流动资产	177.59	174.62	171.66	168.69	净利率	15.13%	15.28%	16.29%	16.47%
资产总计	3347.71	3906.16	5369.05	6938.30	ROE	27.56%	27.64%	29.74%	28.90%
短期借款	76.54	0.00	0.00	0.00	ROA	11.98%	13.53%	14.33%	14.36%
应付和预收款项	1371.98	1841.81	2621.75	3321.84	ROIC	44.22%	44.95%	49.75%	54.23%
长期借款	102.46	102.46	102.46	102.46	EBITDA/销售收入	18.02%	19.09%	19.42%	19.52%
其他负债	341.42	50.44	58.39	65.67	营运能力				
负债合计	1892.40	1994.71	2782.60	3489.97	总资产周转率	0.95	0.95	1.02	0.98
股本	309.29	311.09	311.09	311.09	固定资产周转率	9.11	9.12	14.12	20.94
资本公积	213.35	213.35	213.35	213.35	应收账款周转率	3.61	3.25	3.17	3.13
留存收益	952.13	1404.96	2079.95	2941.84	存货周转率	2.49	2.35	2.44	2.33
归属母公司股东权益	1452.28	1908.41	2583.40	3445.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.60%	—	—	—
少数股东权益	3.04	3.04	3.04	3.04	资本结构				
股东权益合计	1455.32	1911.45	2586.44	3448.33	资产负债率	56.53%	51.07%	51.83%	50.30%
负债和股东权益合计	3347.71	3906.16	5369.05	6938.30	带息债务/总负债	9.46%	5.14%	3.68%	2.94%
					流动比率	1.49	1.72	1.76	1.86
					速动比率	1.07	1.20	1.24	1.33
					股利支付率	11.21%	13.96%	12.24%	13.52%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	477.60	660.21	916.84	1181.73	每股收益	1.29	1.70	2.47	3.20
PE	20.50	15.63	10.73	8.28	每股净资产	4.67	6.13	8.30	11.08
PB	5.69	4.33	3.20	2.40	每股经营现金	1.41	0.53	2.31	2.77
PS	3.11	2.39	1.75	1.36	每股股利	0.15	0.24	0.30	0.43
EV/EBITDA	15.59	11.29	7.51	5.27					
股息率	0.55%	0.89%	1.14%	1.63%					

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。

本报告

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
