

## 海外业务开始爆发，提前布局固态电池设备

### 投资要点

- 事件：**2024H1 公司营业总收入 11.7 亿元，同比-1.2%；归母净利润 1.3 亿元，同比+2161.9%。公司毛利润达到 3.3 亿元，同比+17.4%；毛利率 28.3%，同比增加 4.5 个百分点。
- 聚焦新能源汽车行业，多线布局锂电业务。**公司成立于 2007 年，2020 年登陆科创板。公司目前经营以动力电池结构件及新能源车装备业务为主，此外还涉足自动充电机器人，数据要素等新能源车行业相关新兴领域。近期，公司宣布与清陶能源合作开发固态电池核心关键装备。
- 海外订单占比提升，公司业绩乘势而上。**公司 2024 上半年主营业务新能源汽车智能自动化装备毛利率 33.6%，相比 23 年高出约 10 个百分点。该业务 2023 年前，主要下游客户为宁德时代。目前在手约 70% 的订单来自海外市场，在海外订单中，欧洲市场占据了主要份额，这部分高毛利订单的交付将使得公司毛利率快速上升。2023 年国外收入达到 7672.9 万元，与上年基本持平，占比约 3%。2024H1 公司海外收入达到 3.78 亿元，大幅增长，占比猛增至收入的 32%。
- 海外新能源车销量持续增长，公司业务前景可观。**海外新能源车市场晚于中国启动，随着海外车企新车型的不断推出，预计在近两年将会爆发。在欧美本地化政策加强、海外需求提升的背景下，海外主机厂及中资锂电企业加速海外建厂。公司是少数几家提供给海外客户成套 Pack 模组设备的中国公司。公司合作品牌逐渐转入电车主导，产线需求量增加。  
目前已经先后落地多条产线，19 年落地斯柯达首条电池 Pack 装配产线，今年上半年大众的 Pack 产线也顺利实现交付。公司拥有多条产线业绩，在海外 Pack 装备领域获得了先入优势，考虑到海外客户上游供应链选择的谨慎，公司在海外 Pack 装备市场拥有很强的竞争优势。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 30/39.3/46.6 亿元，归母净利润分别为 2.81/4.31/5.47 亿元，EPS 分别为 2.25 元、3.45 元、4.37 元，对应动态 PE 分别为 15 倍、10 倍、8 倍。公司海外订单增速快速增长，业务已经开始逐步放量，预计 25-26 年归母净利润复合增长率为 40%。同时，考虑到公司和清陶合作开发固态锂电池核心设备，未来有望进一步打开锂电设备市场，给予 2024 年 20 倍 PE，目标价 45 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**海外新能源车发展不及预期的风险；行业竞争加剧，结构件毛利率下降的风险；汇率波动的风险。

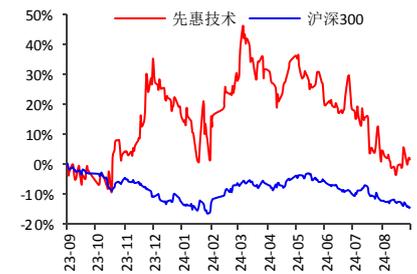
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2448.38	3000.00	3930.00	4660.00
增长率	35.63%	22.53%	31.00%	18.58%
归属母公司净利润(百万元)	39.95	280.91	430.81	546.76
增长率	142.31%	603.07%	53.36%	26.91%
每股收益EPS(元)	0.32	2.25	3.45	4.37
净资产收益率 ROE	8.45%	19.87%	22.47%	22.35%
PE	103	15	10	8
PB	3.48	2.83	2.25	1.80

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：Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.25
流通 A 股(亿股)	1.07
52 周内股价区间(元)	30.68-67.59
总市值(亿元)	41.03
总资产(亿元)	50.15
每股净资产(元)	15.21

### 相关研究

## 目 录

1 聚焦新能源汽车行业，多线布局锂电业务.....	1
2 海外订单占比提升，公司业绩乘势而上.....	3
3 海外新能源车企销量持续增长，公司业务前景可观.....	4
4 盈利预测与估值.....	9
4.1 盈利预测.....	9
4.2 相对估值.....	10
5 风险提示.....	10

## 图 目 录

图 1: 先惠技术历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构及子公司（截止 2024H1）.....	2
图 3: 业务结构.....	2
图 4: 2021-2024H1 营业收入情况（亿元）.....	3
图 5: 2021-2024H1 归母净利率情况（亿元）.....	3
图 6: 2020-2023 主营产品收入情况（亿元）.....	3
图 7: 2021-2024H1 四费情况（万元）.....	3
图 8: 公司海外收入（万元）.....	4
图 9: 2020-2024H1 中国新能源汽车销量情况.....	4
图 10: 全球动力电池装机量.....	5
图 11: 中国动力电池产销情况.....	5
图 12: 动力电池精密结构件.....	6
图 13: 2021-2024H1 欧洲新能源汽车销量（万辆）.....	6
图 14: 海外规划产能分布（GWh）.....	7
图 15: 公司电池模组 pack 产线.....	8
图 16: 公司合作大众旗下汽车.....	8

## 表 目 录

表 1: 国家发布的新能源汽车的相关政策通知.....	5
表 2: 三大车企电池产能规划.....	7
表 3: 分业务收入及毛利率.....	9
表 4: 可比公司估值.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

## 1 聚焦新能源汽车行业，多线布局锂电业务

上海先惠自动化技术股份有限公司成立于 2007 年，2020 年登陆科创板。公司主营业务为新能源汽车智能制造装备业务、新能源电池零部件业务、工业制造数据系统业务。公司目前经营以动力电池结构件及新能源车装备业务为主，此外还涉足自动充电机器人，数据要素等新能源车行业相关新兴领域。

2022 年，公司以现金 8.16 亿收购控股 51% 的宁德东恒，宁德东恒与宁德时代高度绑定，是其新能源电池精密结构件的主要供应商。

目前，新能源汽车智能制造装备业务主要聚焦于海外市场，重点布局于欧洲，北美市场。公司是大众汽车(包括德国大众、上汽大众、一汽大众)、华晨宝马的动力电池包(PACK)生产线主要供应商。公司目前在上海、武汉、长沙拥有制造基地，同时在德国、捷克、美国拥有子公司或办事处。

近期，公司宣布与清陶能源合作开发固态电池核心关键装备，固态电池装备将成为公司未来业务重点发展方向。

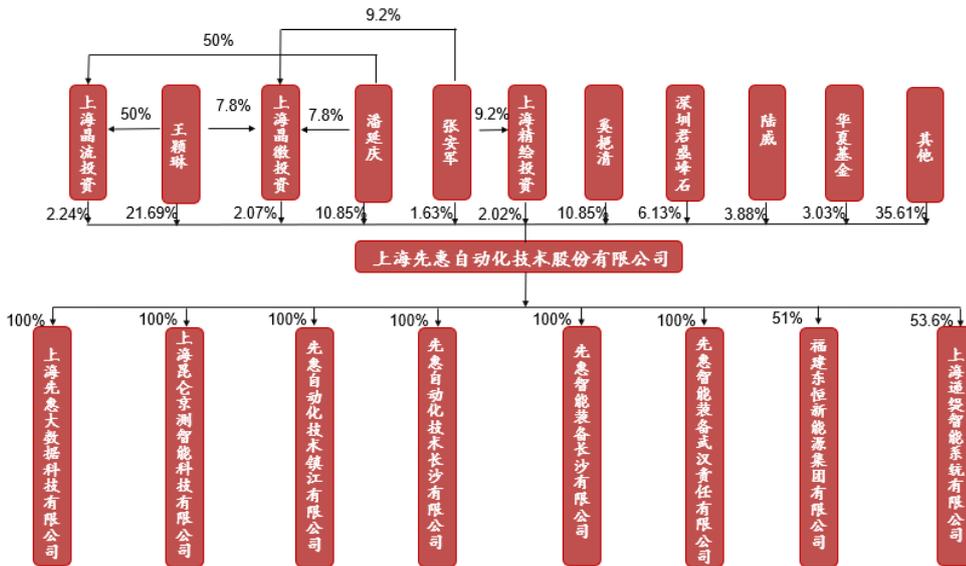
图 1：先惠技术历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司实控人具备技术背景，凭借渠道优势开拓市场。公司董事长潘延庆，曾任上海大众汽车规划工程师、上海宝宜威机电董事长等职务，深耕机械设备行业 20 年，兼任公司首席技术官，目前直接持股 10.85%。公司总经理王颖琳曾任上海伦福德汽车配件有限公司总经理助理、上海先汇装配机械有限公司总经理等职务，直接持股 21.69%。另外，公司通过晶流投资、晶徽投资和精绘投资三个持股平台分别持有公司 2.24%、2.07%、2.02% 的股权。

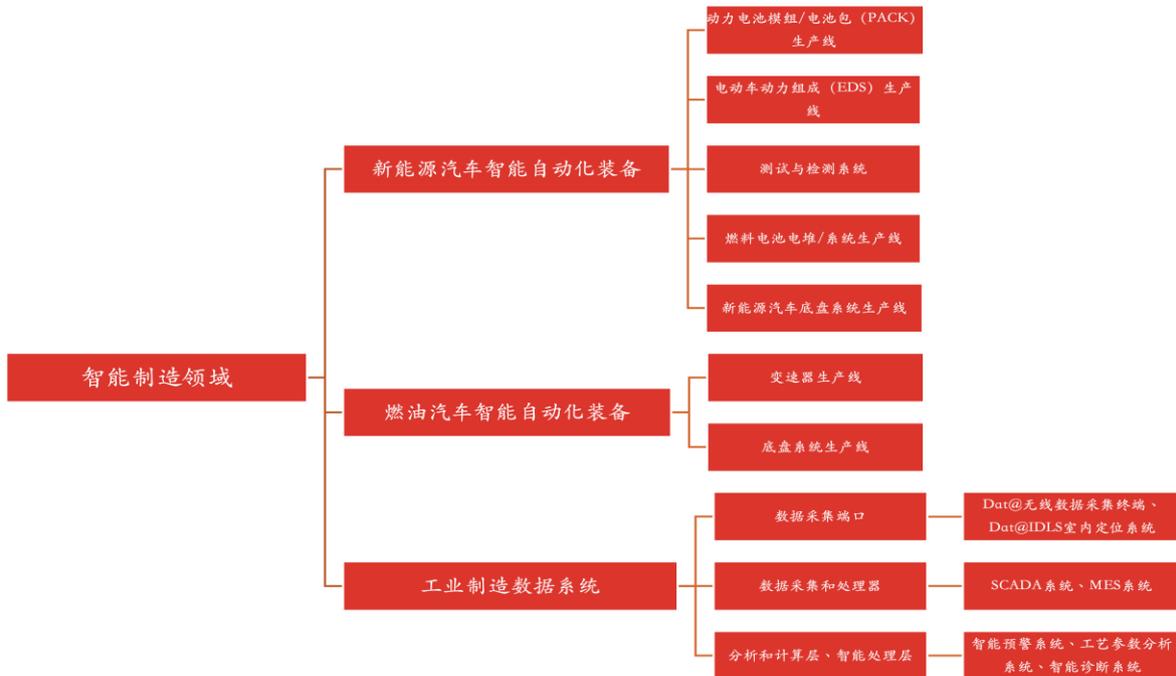
图 2：公司股权结构及子公司（截止 2024H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

**核心产品技术含量高，销售路径稳定。**公司主营业务为各类智能制造装备的研发、生产和销售以及锂电池模组结构件业务。公司主要产品为新能源汽车智能自动化装备、燃油汽车智能自动化装备、工业制造数据系统、新能源动力电池精密结构件。其中装备端具备高技术特点，且符合欧洲标准，公司作为为数不多可进入欧洲市场的中国企业，具有高壁垒的特性。其中新能源动力电池精密结构件为子公司东恒的主要产品，产品直销宁德时代。

图 3：业务结构



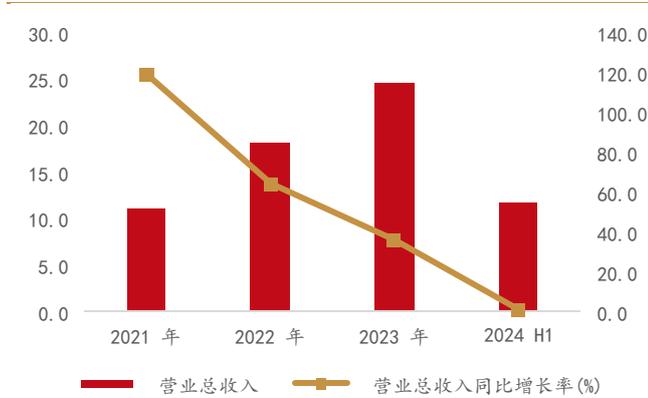
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 海外订单占比提升，公司业绩乘势而上

2024 上半年公司利润高速增长，主营业务毛利率大幅增长。2024H1 公司营业总收入 11.7 亿元，同比-1.2%；归母净利润 1.3 亿元，同比+2161.9%。公司毛利润达到 3.3 亿元，同比+17.4%；毛利率 28.3%，同比增加 4.5 个百分点。

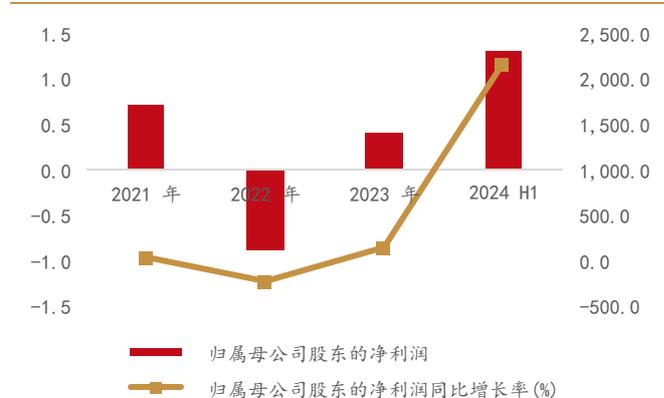
其中公司主营业务新能源汽车智能自动化装备毛利率 33.6%，相比 23 年高出约 10 个百分点。该业务 2023 年前，主要下游客户为宁德时代，但由于其收入占比提升，规模激增引发人员增长及费用上升，以及项目进度滞缓导致固定资产投资周期过长，造成公司智能装备毛利率较低。公司目前在手约 70% 的订单来自海外市场，在海外订单中，欧洲市场占据了主要份额，这部分高毛利订单的交付将使得公司毛利率快速上升。

图 4：2021-2024H1 营业收入情况 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2021-2024H1 归母净利率情况 (亿元)



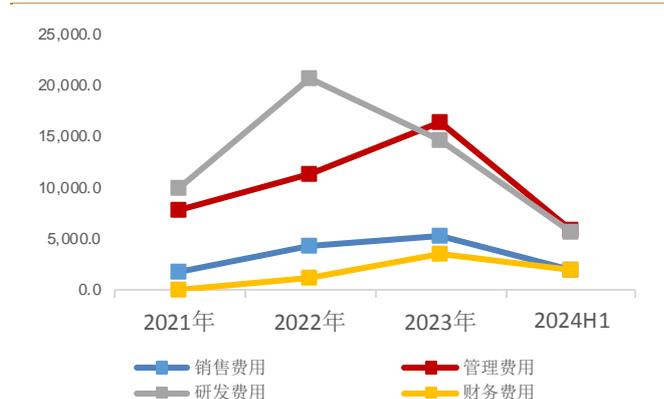
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2020-2023 主营产品收入情况 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2021-2024H1 四费情况 (万元)

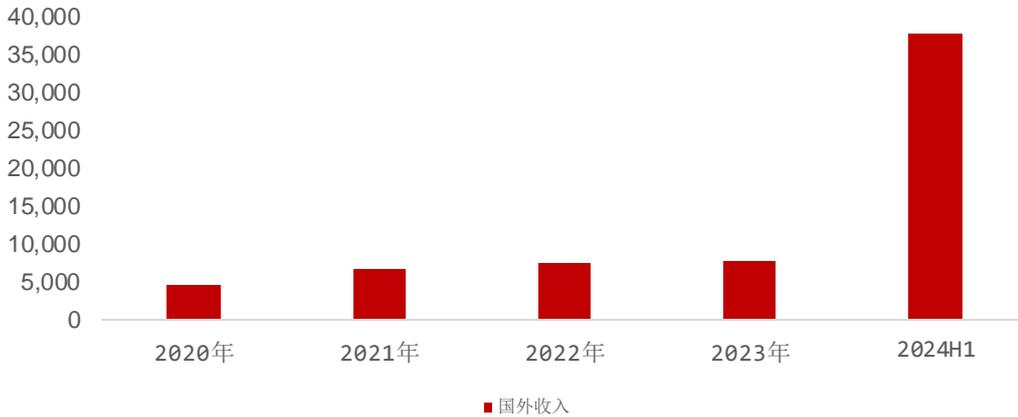


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司加快海外布局，获取海外高价值订单。2024 年公司装备端订单已经由国内订单转变为大部分海外订单。2023 年国外收入达到 7672.9 万元，与上年基本持平，占比约 3%。公司产品新能源装备智能化产线生产周期较长，大量海外订单还未计入收入。

**2024H1 公司海外收入达到 3.78 亿元，大幅增长，占比猛增至收入的 32%。** 预计今年公司智能装备大部分收入将由海外组成。今年海外订单持续增长，2024 年 2 月 22 日德国先惠与客户 A 签订订单合同，金额合计 7977.20 万欧元，约 6.25 亿人民币。2024 年 4 月德国先惠与客户 B 签订订单合同，约 6.2 亿人民币。这将保证公司后续海外收入的稳定。

**图 8：公司海外收入（万元）**

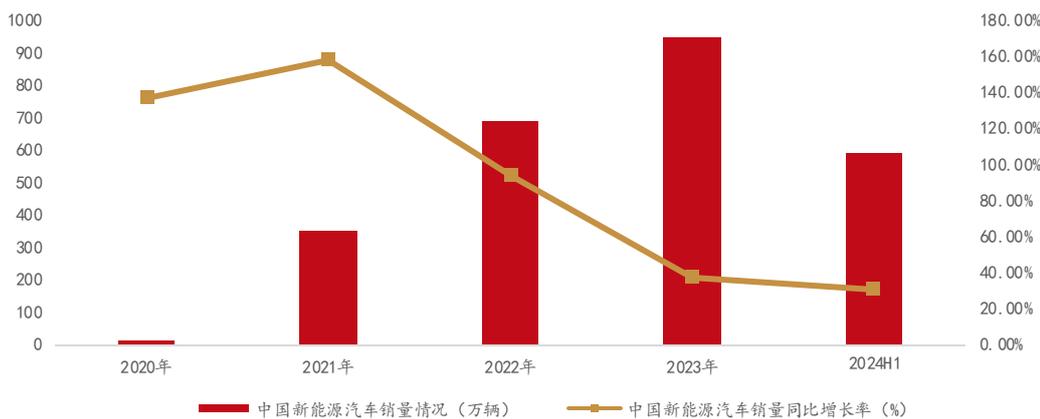


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 海外新能源车销量持续增长，公司业务前景可观

**新能源汽车销量不断增高。** 据中国汽车工业协会统计分析，2023 年新能源汽车持续快速增长，新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%，市场渗透率达到 31.6%，高于去年同期 5.9 个百分点。2024 年 1-7 月，新能源汽车产销分别完成 591.4 万辆和 593.4 万辆，同比分别增长 28.8% 和 31.1%。

**图 9：2020-2024H1 中国新能源汽车销量情况**



数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

**新能源汽车转变为市场驱动，增速仍将保持稳定。**新能源车补贴已经基本退坡，消费需求摆脱了政策的影响，完全由市场驱动。汽车生产厂商的生产成本也随着规模效应和生产技术的提升而下降，补贴对生产厂商的利润影响也变小。未来决定新能源车销量的将是产品本身，目前国内新能源车渗透率已经超过 30%，并长期保持稳定增长。

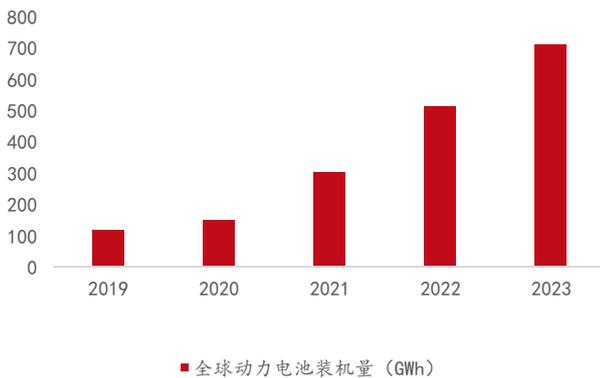
**表 1：国家发布的新能源汽车的相关政策通知**

时间	发布单位	政策名称
2020	国务院办公厅	《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》
2021	发改委	关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知
2022	发改委	关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见
2023	国务院办公厅	《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》
2024	发改委	《关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》

数据来源：国家部委网站，西南证券整理

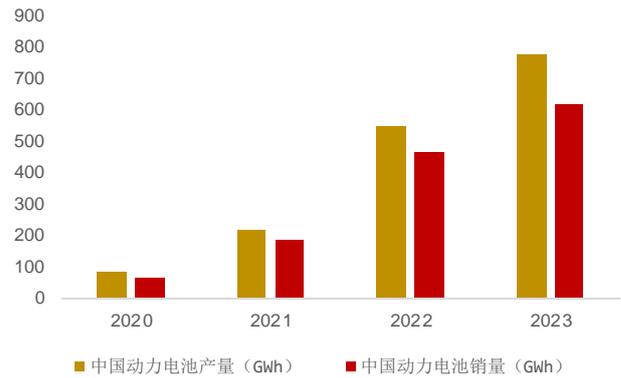
**动力电池市场不断增长。**2023 年，我国动力电池累计产量分别为 778.1GWh，同比增长 42.5%，累计销量达 616.3GWh，同比增长 32.4%，装机量为 387.7GWh，同比增长 31.6%。

**图 10：全球动力电池装机量**



数据来源：EESA，西南证券整理

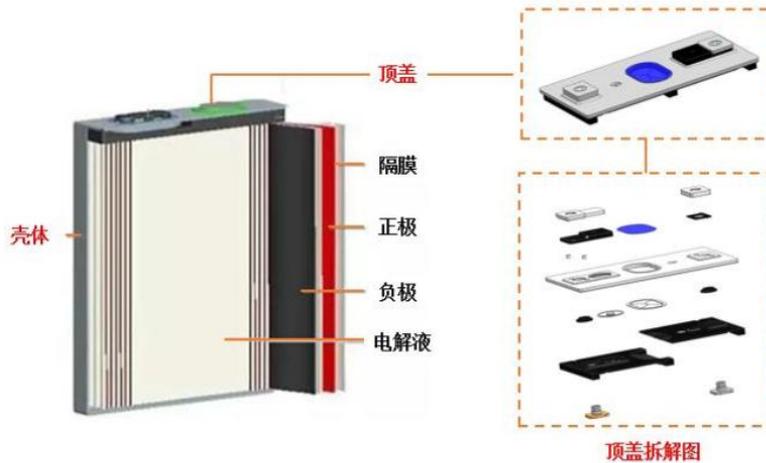
**图 11：中国动力电池产销情况**



数据来源：中国动力电池产业创新联盟，西南证券整理

动力电池作为新能源汽车最重要的核心部件之一，其产业链建设亦发展迅速。公司收购东恒，配合以宁德时代、比亚迪为代表的国内动力电池生产企业不断大规模的布局产能。随着新能源汽车上游动力电池精密结构件等市场需求持续扩大，公司未来前景也更为乐观。

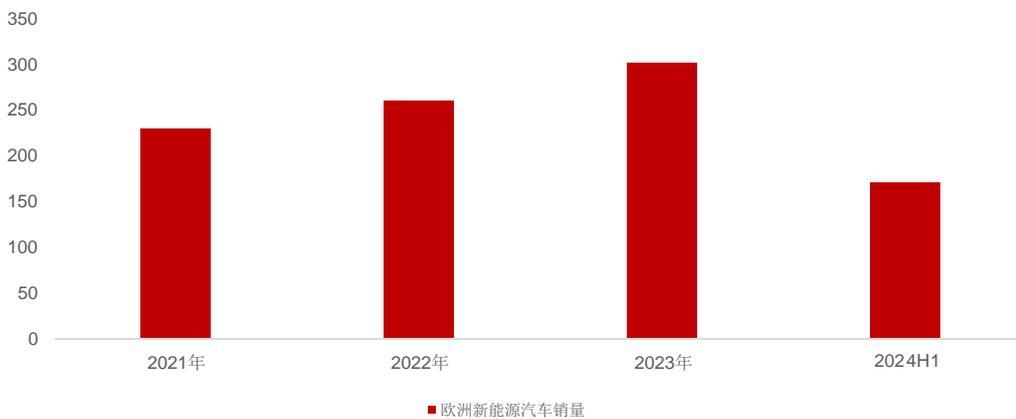
图 12：动力电池精密结构件



数据来源：公司公告，西南证券整理

海外新能源车市场晚于中国启动，随着海外车企新车型的不断推出，预计在近两年将会爆发。尽管欧盟对中国新能源车关税的提高和新能源车补贴的结束对欧洲新能源车的销量有所影响。但欧洲 2024 年 1-7 月新能源车的销量依然达到约 170 万辆。纯电动汽车占销量的 65%，插电式混合动力汽车占销量的 35%。销售强劲说明需求仍在。关税造成的壁垒有助于欧洲境内新能源车厂商的生产，对于供给给他们产线的先惠技术，公司有望在未来拿下欧洲更多订单。

图 13：2021-2024H1 欧洲新能源汽车销量（万辆）



数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

欧洲动力电池厂大幅增加，上游厂商有望获利。受欧洲高增的装机需求吸引下，大量中韩等电池龙头企业前往欧洲建厂。目前宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、蜂巢能源、远景动力、国轩高科、特斯拉、LG 等已先后官宣欧洲投建电池厂，在它们的影响下，电池上游材料、辅材和设备供应商们纷纷远赴欧洲建厂。欧盟委员会副主席曾表示，到 2025 年，欧洲将成为仅次于中国的世界第二大锂离子电池生产地。

在欧美本地化政策加强、海外需求提升的背景下，海外主机厂及中资锂电企业加速海外建厂。从区域产能分布看，中资企业在欧洲投入资源最多，规划产能约 353.4GWh，项目多达 14 个，主要集中在匈牙利、德国；美国次之，规划产能约 144GWh，主要由远景、国轩、宁德时代（福特项目）、亿纬合资项目推动；东南亚是 2023 年度新兴的扩产投资地，规划产能约 41GWh，集中在马来西亚、印尼、越南、泰国。东亚主要是日本，规划产能约 20.6GWh，主要由远景推动，与日产汽车动力电池项目相关；中东，目前仅孚能合资项目入驻，但投资热度很高，预计陆续会落地中资项目

图 14：海外规划产能分布（GWh）



数据来源：Infolink，西南证券整理

合作品牌逐渐转入电车主导，产线需求量增加。公司是多个德国汽车品牌的动力电池产线主要供应商，其中多个汽车品牌未来规划都将以新能源为主导。大众汽车集团制定出“2030 目标”，利用燃油车业务的盈利为智能网联汽车业务发展提供资金支持，以此加速纯电动产品攻势。至 2030 年，将在中国汽车市场提供至少 30 款纯电动车型。合作厂商之一的华晨宝马 BMW 将于 2025 年 7 月份，在海外市场先期投产一款 SAV 车型，后续还将基于 BMW 新世代架构推出 6 款新车型。

表 2：三大车企电池产能规划

车企	规划
大众	大众汽车集团与 2022 年宣布，将由旗下电池业务公司 PowerCo 负责，规划投建 6 座电池超级工厂，到 2030 年总规划产能为 240GWh； 目前有三家工厂的位置已经确定，分别位于德国萨尔茨吉特、西班牙瓦伦西亚和加拿大安大略省的圣托马斯，合计总产能达 170GWh
宝马	宝马集团在全球共有三大电池工厂，分别位于德国丁格芬、美国斯帕坦堡和中国沈阳。皆为 PACK 工厂，不自产电芯。2025 年，宝马集团全球锂电池产能将达到 120GWh
奔驰	到 2030 年，奔驰将实现完全电动化。为了实现这一目标，奔驰计划与合作伙伴一起在全球建立 8 个电池工厂，满足 200GWh 电池产能所需

数据来源：公司相关新闻，西南证券整理

公司模组 Pack 产线掌握关键技术，受到海外客户认可。公司提供了多种电池 PACK 模组自动化技术，电动汽车动力电池模组及电池包（PACK）生产线，应用了机器人技术、激光技术、视觉识别和智能补偿技术、自动拧紧技术、密封测试技术等高新技术手段，大幅提升了电池模组/电池包（PACK）生产效率与产品品质。核心技术有自动化率最高>95%的模

组线，自动化率最高>90%的 PACK 线，以及自主掌握全套模组到 PACK 制造工艺及测试技术。公司是少数几家提供给海外客户成套 Pack 模组设备的中国公司。

图 15：公司电池模组 pack 产线



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司已经落地欧洲多条 Pack 设备产线，先入优势明显。公司经过多年发展，凭借一流的技术和过硬的产品质量，在已进入的多个细分领域拥有一大批国内外优质的客户资源，成功跻身上汽大众系、一汽集团系、华晨宝马等汽车厂商，宁德时代、孚能科技等新能源汽车动力系统厂商的供应商体系，还为上汽集团系、采埃孚系等国际知名汽车零部件生产企业提供生产线装备。凭借客户优势，公司积极推进与下游客户在新能源车装备领域的合作。目前已经先后落地多条产线，19 年落地斯柯达首条电池 Pack 装配产线，今年上半年大众的 Pack 产线也顺利实现交付。公司拥有多条产线业绩，在海外 Pack 装备领域获得了先入优势，考虑到海外客户上游供应链选择的谨慎，公司在海外 Pack 装备市场拥有很强的竞争优势。

图 16：公司合作大众旗下汽车



数据来源：公司官网，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司动力电池结构件在宁德的份额稳定，收入稳定增长，24-26 年分别为 15、17、18 亿元，考虑今年新能源车上游降本，未来毛利率稳定在 20%；

假设 2：新能源汽车自动化设备受益于海外订单的释放，收入快速增长，24-26 年分别为 14、21、27.3 亿元。毛利率提升至 35%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 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
动力电池结构件	收入	1544.72	1500	1700	1800
	增速	88.8%	-2.9%	13.3%	5.9%
	毛利率	24.4%	20.0%	20.0%	20.0%
新能源汽车自动化设备	收入	766.3	1400	2100	2730
	增速	-17.9%	82.7%	50.0%	30.0%
	毛利率	23.2%	35.0%	35.0%	35.0%
燃油汽车自动化设备	收入	87.15	50	80	80
	增速	262.2%	-42.6%	60.0%	0.0%
	毛利率	36.2%	30.0%	30.0%	30.0%
工业制造数据系统	收入	19.02	20	20	20
	增速	52.9%	5.2%	0.0%	0.0%
	毛利率	63.7%	50.0%	50.0%	50.0%
其他	收入	31.2	30.0	30.0	30.0
	增速	78.3%	-3.8%	0.0%	0.0%
	毛利率	52.2%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	2448.4	3000.0	3930.0	4660.0
	增速	35.6%	22.5%	31.0%	18.6%
	毛利率	25.1%	27.6%	28.5%	29.2%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 30/39.3/46.6 亿元，归母净利润分别为 2.81/4.31/5.47 亿元，EPS 分别为 2.25 元、3.45 元、4.37 元，对应动态 PE 分别为 15 倍、10 倍、8 倍。

## 4.2 相对估值

我们选取锂电行业的四家公司作为可比公司，四家公司 2024 年平均 PE 为 11 倍。公司作为国内 Pack 设备出海领先企业，竞争优势巨大，并且业务已经开始逐步放量，我们预计 25-26 年归母净利润复合增长率为 40%。同时，考虑到公司和清陶合作开发固态锂电池核心设备，未来有望进一步打开锂电设备市场，给予 2024 年 20 倍 PE，目标价 45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (百万元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				23A	24E	25E	23A	24E	25E
300450.SZ	先导智能	22,427	14.32	1.13	2.00	2.44	12.66	7.17	5.87
688006.SH	杭可科技	9,345	15.48	1.35	1.40	1.74	11.47	11.08	8.88
002850.SZ	科达利	21,925	81.00	4.82	5.17	6.26	16.80	15.67	12.94
300457.SZ	赢合科技	9,314	14.34	0.85	1.55	1.96	16.87	9.24	7.32
平均值							14.45	10.79	8.75

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

- 1) 海外新能源车发展不及预期的风险；
- 2) 行业竞争加剧，结构件毛利率下降的风险；
- 3) 汇率波动的风险。

**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	2448.38	3000.00	3930.00	4660.00	净利润	126.48	368.91	521.81	643.76
营业成本	1833.72	2173.00	2809.00	3298.50	折旧与摊销	32.92	51.72	71.39	82.64
营业税金及附加	12.65	15.88	20.64	24.54	财务费用	35.70	65.66	60.22	62.25
销售费用	52.79	66.90	86.68	103.16	资产减值损失	-52.87	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	162.77	294.00	389.07	463.67	经营营运资本变动	-659.50	539.05	-419.06	-247.11
财务费用	35.70	65.66	60.22	62.25	其他	458.70	57.23	44.33	95.89
资产减值损失	-52.87	-50.00	-50.00	-50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-58.56</b>	<b>1032.57</b>	<b>228.70</b>	<b>587.44</b>
投资收益	-6.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-347.86	-300.00	-300.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	-0.07	-0.04	-0.05	其他	-217.37	-0.07	-0.04	-0.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-565.23</b>	<b>-300.07</b>	<b>-300.04</b>	<b>-200.05</b>
<b>营业利润</b>	<b>154.51</b>	<b>434.49</b>	<b>614.35</b>	<b>757.83</b>	短期借款	223.49	-623.92	280.75	-165.97
其他非经营损益	-0.41	-0.48	-0.46	-0.46	长期借款	307.11	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>154.10</b>	<b>434.01</b>	<b>613.89</b>	<b>757.37</b>	股权融资	-0.13	0.00	0.00	0.00
所得税	27.61	65.10	92.08	113.60	支付股利	0.00	-7.99	-56.18	-86.16
净利润	126.48	368.91	521.81	643.76	其他	5.72	-144.78	-60.22	-62.25
少数股东损益	86.53	88.00	91.00	97.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>536.19</b>	<b>-776.69</b>	<b>164.35</b>	<b>-314.38</b>
归属母公司股东净利润	39.95	280.91	430.81	546.76	<b>现金流量净额</b>	<b>-84.73</b>	<b>-44.19</b>	<b>93.00</b>	<b>73.00</b>
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	344.19	300.00	393.00	466.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1065.59	1225.06	1695.42	1979.29	销售收入增长率	35.63%	22.53%	31.00%	18.58%
存货	741.14	896.84	1206.03	1397.08	营业利润增长率	266.46%	181.20%	41.40%	23.35%
其他流动资产	780.70	13.22	17.32	20.53	净利润增长率	318.22%	191.66%	41.45%	23.37%
长期股权投资	7.22	7.22	7.22	7.22	EBITDA 增长率	484.87%	147.33%	35.17%	21.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	727.48	990.74	1234.32	1366.65	毛利率	25.10%	27.57%	28.52%	29.22%
无形资产和开发支出	768.86	753.89	738.91	723.94	三费率	10.26%	14.22%	13.64%	13.50%
其他非流动资产	150.34	150.34	150.34	150.34	净利率	5.17%	12.30%	13.28%	13.81%
<b>资产总计</b>	<b>4585.53</b>	<b>4337.31</b>	<b>5442.57</b>	<b>6111.06</b>	ROE	8.45%	19.87%	22.47%	22.35%
短期借款	1015.78	391.85	672.60	506.63	ROA	2.76%	8.51%	9.59%	10.53%
应付和预收款项	891.45	1326.97	1658.47	1914.27	ROIC	6.45%	15.40%	19.03%	19.46%
长期借款	548.93	548.93	548.93	548.93	EBITDA/销售收入	9.11%	18.40%	18.98%	19.37%
其他负债	631.68	212.95	240.32	261.39	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3087.84</b>	<b>2480.69</b>	<b>3120.32</b>	<b>3231.21</b>	总资产周转率	0.54	0.67	0.80	0.81
股本	76.68	125.05	125.05	125.05	固定资产周转率	6.42	4.16	3.53	3.58
资本公积	919.31	870.94	870.94	870.94	应收账款周转率	2.60	2.72	2.82	2.65
留存收益	180.51	453.42	828.05	1288.65	存货周转率	2.46	2.52	2.62	2.51
归属母公司股东权益	1178.48	1449.41	1824.04	2284.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.33%	—	—	—
少数股东权益	319.21	407.21	498.21	595.21	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1497.69</b>	<b>1856.62</b>	<b>2322.25</b>	<b>2879.84</b>	资产负债率	67.34%	57.19%	57.33%	52.87%
负债和股东权益合计	4585.53	4337.31	5442.57	6111.06	带息债务/总负债	50.67%	37.92%	39.15%	32.67%
					流动比率	1.21	1.34	1.35	1.51
					速动比率	0.91	0.85	0.86	0.96
					股利支付率	0.00%	2.84%	13.04%	15.76%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.32	2.25	3.45	4.37
					每股净资产	9.42	11.59	14.59	18.27
					每股经营现金	-0.47	8.26	1.83	4.70
					每股股利	0.00	0.06	0.45	0.69
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	223.13	551.87	745.96	902.72					
PE	102.69	14.61	9.52	7.50					
PB	3.48	2.83	2.25	1.80					
PS	1.68	1.37	1.04	0.88					
EV/EBITDA	16.42	8.32	6.41	5.03					
股息率	0.00%	0.19%	1.37%	2.10%					

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

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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---