

禾望电气 (603063.SH)

强烈推荐 (维持)

经营拐点已现，进入新阶段攀登新高度

公司披露 2024 年年报，其 Q4 表现超预期，经营拐点已现。从业务板块看，公司风电解决方案将伴随风电行业快速增长，其光伏、储能在构网市场已体现出较强的竞争力；公司大传动业务部门厚积薄发，在国内推动多个领域首台套应用，并开始从国内走向国际市场，该业务板块将会上台阶。同时，公司培育的数据中心、新型传动等青年业务，提前开始收获。

□ **经营超预期，单季度经营表现创历史新高。**公司 24Q4 收入、利润、扣非利润分别同比增长 25.1%、85.9%、32%，分别环比增长 52.9%、90%、34.3%，经营表现超预期。其 Q4 收入 14.2 亿元，创单季度收入历史新高，24Q4 公司资产与信用减值 0.55、0.47 亿元合计同比大幅增 290%，还原该减值后单季度利润亦为历史新高。公司现金回款优秀，现金回款与收入比维持 94% 以上，负债率 44.6% 持平，带息负债规模较小，总体报表质量较高。

□ **主体业务发展态势积极向好。**新能源电控业务是公司第一大业务板块，24 年该板块营收 28.6 亿元同比略降 4.8%，预计该业务今年会积极表现 A)2024 年国内风电剔除框架招标同比增长近 40%，公司风电变流器国内市占率第一，后续经营会充分体现行业景气；同时公司在海外客户获突破，盈利能力显著好于国内。B) 光伏、储能业务结合自身特色，主推构网型等特色产品，已有较强竞争力。大传动业务板块，2024 年收入 5.62 亿元同比增 16.8%，毛利率 44.5% 同比略增，公司大传动基于风电变频器平台迭代而来，从小起步近 4 年增长 4 倍，形成了工程/通用、中高压/低压多系列产品，在国内多个市场形成领先优势，并开始走向海外，该板块厚积薄发，有望成长为有相当体量的拳头业务板块。

□ **培育新业务有望较快开始收获。**公司新一批孵化业务逐步成型（大容量电源、电能质量、新型传动、氢能电源），其中数据中心的系列产品重点在布局海外市场。海外数据中心快速发展，AIDC 供电体系面临挑战和变革，公司有良好的市场机会，培育的系列款系产品有望较快迎来收获。

□ **结论与建议。**公司老、中、青业务有序布局，主体业务发展态势好，确定性高，且新一批孵化业务有望开始收获，总体来看，公司正在进入新的发展阶段，维持强烈推荐评级。

□ **风险提示：新能源电控业务受行业影响波动，新业务发展弱于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3752	3733	4905	6180	7687
同比增长	34%	-0%	31%	26%	24%
营业利润(百万元)	572	528	832	1152	1496
同比增长	92%	-8%	58%	39%	30%
归母净利润(百万元)	502	441	697	967	1258
同比增长	88%	-12%	58%	39%	30%
每股收益(元)	1.11	0.98	1.55	2.15	2.79
PE	30.8	35.1	22.2	16.0	12.3
PB	3.9	3.6	3.1	2.7	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：34.3 元

基础数据

总股本(百万股)	451
已上市流通股(百万股)	451
总市值(十亿元)	15.5
流通市值(十亿元)	15.5
每股净资产(MRQ)	9.5
ROE(TTM)	10.2
资产负债率	44.6%
主要股东	深圳市平启科技有限公司
主要股东持股比例	19.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	187	38
相对表现	10	160	26



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《禾望电气 (603063) — 新能源业务经营稳健，传动业务盈利有韧性》2024-11-01
- 《禾望电气 (603063) — Q1 业绩受出货与确收影响，长期发展路径清晰》2024-04-29
- 《禾望电气 (603063) — 业绩超预期高增长，业务构架更丰富和有韧性》2023-10-26

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

正文目录

一、 财报分析	4
1.1 Q4 经营情况创历史新高	4
1.2 盈利质量高、报表健康	5
二、 主体业务经营态势积极向上	7
2.1 新能源电控业务伴随行业迎来快速增长	7
2.2 大传动业务厚积薄发，将上新台阶	8
三、 孵化业务提前进入收获期	10
3.1 新一批培育业务面世	10
3.2 技术、产品、客户群、管理体系都更完善并更有韧性	11
盈利预测	12

图表目录

图 1: 公司单季度营业收入情况	4
图 2: 公司季度营业利润情况	4
图 3: 公司新能源电控业务收入情况	7
图 4: 国内风电招标情况 (GW)	7
图 5 2024 年国内逆变器出货排名 (MW)	8
图 6 深圳构网型储能工程研究中心落户公司	8
图 7 公司大传动业务表现	8
图 8 公司大传动产品矩阵	8
图 9 公司大传动产品场景	9
图 10 公司新一代孵化产品	10
图 11 数据中心规模显著增长(MW)	10
图 12 机架密度大幅增长 (kW)	10
图 11 公司技术平台与业务架构	11
图 12 公司新一批培育产品	11
图 15: 禾望电气历史 PE Band	12
图 16: 禾望电气历史 PB Band	12

表 1: 业绩摘要.....	4
表 2: 负债情况.....	5
表 3: 现金流情况.....	5
表 4: 资产回报率情况.....	5
表 5: 固定资产和在建工程情况.....	6
表 6: 公司人力资源情况.....	6
表 7: 公司光伏逆变器业务情况.....	8
表 9: 公司高管团队构成.....	11
表 10: 公司三次激励的情况.....	12
附: 财务预测表.....	14

一、财报分析

1.1 Q4 经营情况创历史新高

2024 年公司收入、净利润、扣非利润分别为 37.3、4.4、4 亿元，分别同比降 0.5%、12.3%、5.76%。其中，Q4 单季度收入、利润、扣非利润分别为 14.2、1.9、1.3 亿元，分别同比增长 25.1%、85.9%、32%，环比分别增长 52.9%、90%、34.3%，公司业绩迎来拐点，表现超市场预期。

2024Q4 公司收入 14.2 亿元，同、环比分别提升 25.1%、52.9%，创单季度收入的历史新高。Q4 营业利润 2.29 亿为单季度历史第二高，考虑 Q4 公司资产与信用减值分别为 0.55、0.47 亿元，还原减值后营业利润、归母净利润均创历史新高。

图 1：公司单季度营业收入情况

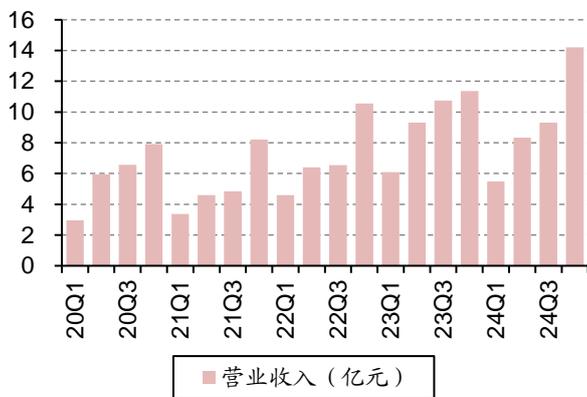
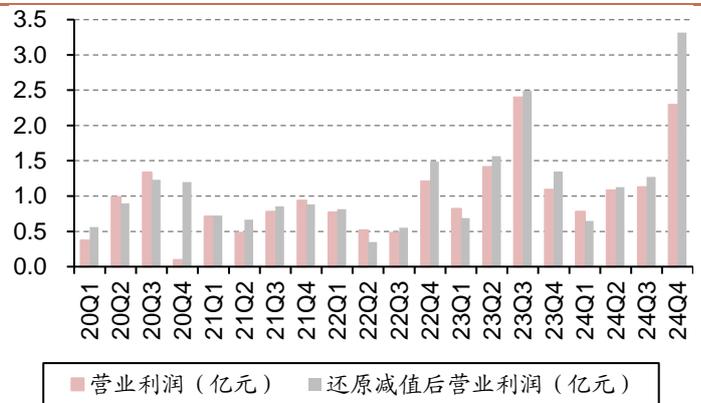


图 2：公司季度营业利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2023Q4	2024Q4	同比变化(%)
营业收入	2,809.1	3,752.0	3,733.3	1,136.9	1,421.7	25.1
营业成本	1,958.1	2,410.4	2,319.8	694.1	874.5	26.0
毛利润	851.1	1,341.6	1,413.5	442.8	547.2	23.6
销售税金	12.0	23.3	29.9	9.9	9.5	(4.9)
销售费用	281.8	348.7	338.0	132.9	122.0	(8.2)
管理费用	106.3	160.6	158.0	51.3	51.3	(0.1)
研发费用	210.9	322.2	345.1	117.0	110.0	(6.0)
经营利润	240.1	486.8	542.5	131.7	254.6	93.3
资产和信用减值损失	(23.2)	(37.7)	(108.0)	(26.0)	(102.3)	293.3
财务费用	16.6	26.2	39.4	8.8	16.2	83.1
投资收益	14.1	(4.5)	12.3	(0.5)	10.3	
资产处置收益	0.0	(1.2)	0.0	1.0		
公允价值变动净收益	20.5	53.9	20.0	(13.8)	52.2	(478.2)
其他收益	62.3	100.8	100.6	25.6	30.7	20.3
营业外收入	1.2	0.4	0.8	0.1	0.4	376.6
营业外支出	2.3	2.5	7.6	1.1	4.6	313.6
利润总额	296.1	569.8	521.2	108.0	225.3	108.6
所得税	28.4	64.4	61.7	7.2	37.7	426.7
税后净利润	267.7	505.4	459.5	100.8	187.6	86.0
少数股东损益	0.9	3.1	18.9	0.1	0.3	310.4

归母净利润	266.8	502.3	440.6	100.8	187.3	85.9
扣非归母净利润	204.5	420.9	396.7	101.5	133.9	32.0
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	30.3	35.8	37.9	39.0	38.5	(0.5)
销售费用率	10.0	9.3	9.1	11.7	8.6	(3.1)
管理费用率	3.8	4.3	4.2	4.5	3.6	(0.9)
研发费用率	7.5	8.6	9.2	10.3	7.7	(2.6)
财务费用率	0.6	0.7	1.1	0.8	1.1	0.4
所得税率	10.1	11.2	12.1	6.6	17.5	6.3
净利率	9.5	13.5	12.3	8.9	13.2	10.9
扣非净利率	7.3	11.2	10.6	8.9	9.4	4.3

资料来源：公司公告、招商证券

1.2 盈利质量高、报表健康

公司 2024 年综合毛利提升 2.1pct 至 37.9%，全年 ROE 略降至 10.7%。现金回款与收入比 94%以上，常年维持较高水平。负债率 44.6%持平，含长期应付款的有息负债合计 12 亿元，在手现金与交易性金融资产超 17 亿元，偿债能力强。

公司员工数量从 2022 年 1855 人增加到 2486 人，硕博士从 162 人增加到 285 人，公司人力资源更充沛，且仍保持人均产值稳步提升。

表 2: 负债情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	百分点变化
负债率 (%)	39.4	41.7	44.5	44.6	0.1
短期借款 (百万元)	60.1	38.2	128.9	30.0	(76.7)
长期借款 (百万元)	391.8	416.3	513.7	725.4	41.2
短融 (百万元)	5.6	15.1	19.2	18.0	(6.4)
一年到期非流动负债 (百万元)		35.4	61.6	103.0	67.1
应付票据及账款 (百万元)	1317.7	1551.6	1683.3	1795.2	6.6
带息负债 (百万元)	457.5	505.1	723.4	876.4	21.1
在手货币现金 (百万元)	642.7	827.0	1263.1	1459.9	
交易性金融资产 (百万元)	106.7	127.2	211.1	298.9	

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 现金流情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	百分点变化
赊销比	49.7	52.2	50.8	58.1	7.3
存货营收比	40.6	39.2	23.8	21.9	(1.9)
销售商品、劳务获现金/营收比	89.2	98.3	94.5	94.6	0.2
经营现金流净额/税后净利润比	(13.7)	152.8	96.6	59.3	(37.3)

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 资产回报率情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	百分点变化
归上净利率 (%)	13.3	9.5	13.4	11.8	(1.6)
总资产周转率 (%)	0.4	0.5	0.6	0.5	(0.1)
权益乘数	1.6	1.7	1.8	1.8	0.1
ROE (%)	9.4	8.1	13.7	10.7	(3.0)
ROA (%)	5.9	4.8	7.7	6.1	(1.7)
ROIC (%)	8.9	7.4	12.2	9.8	(2.4)

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	报告期变化 (%)
固定资产	924.2	937.6	1,276.2	1,684.5	32.0
在建工程	73.4	0.0	312.8	9.5	(97.0)

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 公司人力资源情况

	2021	2022	2023	2024
薪酬支出 (百万元)	273.4	368.7	495.7	584.5
考虑应付差的薪酬支出 (百万元)	289.1	391.0	553.7	571.1
薪酬收入占比 (%)	13.7	13.9	14.8	15.3
总人数	1504	1855	2384	2486
人均薪酬 (万元/年)	21.4	23.3	26.1	23.5
工种构成 (人数)				
生产人员	536	638	760	760
销售人员	189	244	196	218
技术人员	616	788	1006	967
财务人员	19	23	24	24
行政人员	144	162	398	508
学历构成 (人数)				
博士	3	2	3	4
硕士	150	160	224	281
本科	514	741	956	977
其他学历	837	952	1201	1224

资料来源: 公司数据、招商证券

备注: 薪酬等部分数据为估算, 年均薪酬计算时当年人数取年前后平均值

备注: 21-22 年将售后人员合并为技术人员

二、主体业务经营态势积极向上

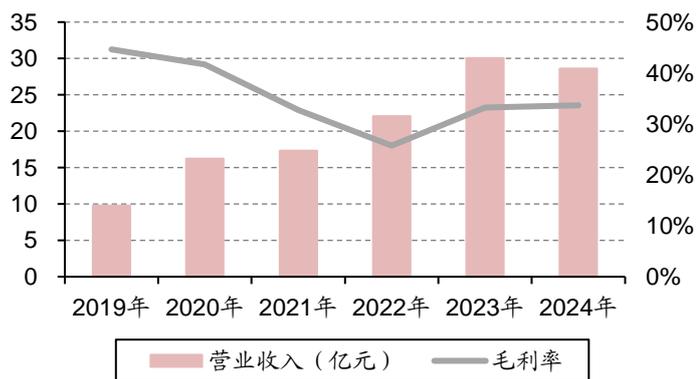
2.1 新能源电控业务伴随行业迎来快速增长

2024 年公司新能源电控业务营收 28.6 亿元，同比下降 4.8%，毛利率为 33.67%，同比提升 0.44pct。公司新能源电控业务主要为风电变流器、光伏逆变器、储能 PCS 等系列。

公司风电板块受益于行业性复苏。根据 CWEA 统计数据显示，2024 年风电招标量达到 220GW（含框架），招标量再创历史新高，剔除框架项目的招标量同比增幅近 40%。而 2024 年 Q1-3，国内风电公开招标量达到 119GW，同比增长 93%。2024 年超大规模的招标，托起了风电项目 2025 及 2026 年的密集落地预期，国内风电行业将迎来积极复苏。

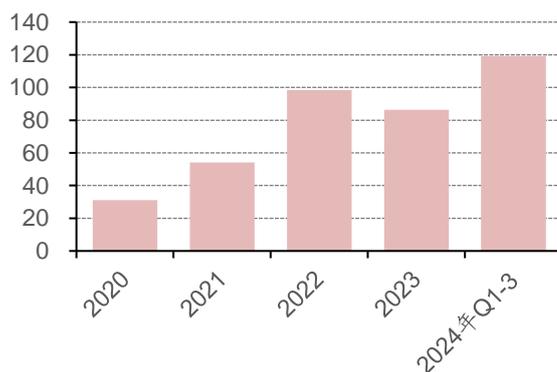
公司风电业务包括风电变流器、变桨等产品，过去国内风电变流器行业市占率第一，近几年仍然在第一或并列第一、客户结构好，未来公司该板块将充分体现出行业景气。同时，公司积极拓展海外市场，在印度、欧洲等区域的客户开始起量交付，海外客户盈利情况显著好于国内客户，未来海外盈利贡献有望加大。

图 3：公司新能源电控业务收入情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：国内风电招标情况 (GW)

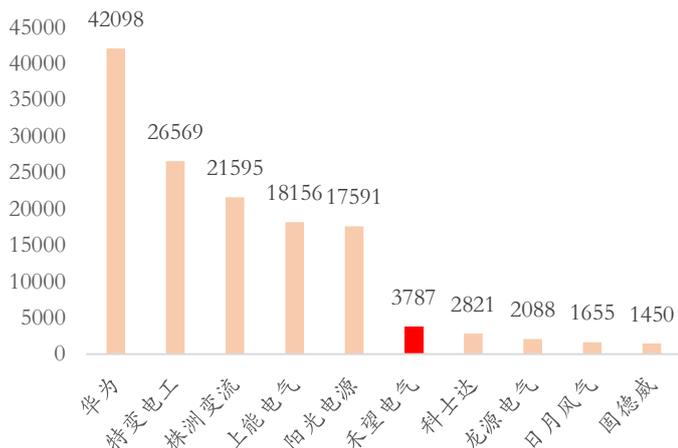


资料来源：金风科技、招商证券

公司光伏、储能业务板块已有竞争力。公司光伏业务起步较晚，过去聚焦于国内市场，组串式为主，其余款系也在推进，公司结合自身优势推出了单管等特色产品，近几年伴随规模回升，其国内逆变器的成本优势已开始逐步体现。近几年，公司推动构网型逆变器投入应用，相关项目总容量已超过 GW 级。

公司储能板块近几年快速追赶，产品包括 PCS、PCS 箱变一体机、EMS 等核心设备，并拓展了户外工商系统一体机、离网系统等系列产品以覆盖不同场景。公司作为深圳市构网型储能工程研究中心，积极推动构网型储能技术的应用，已在新疆、云南等地实现集中式、组串式构网型储能变流器的批量应用。

图 5 2024 年国内逆变器出货排名 (MW)



资料来源：国际太阳能光伏，招商证券

图 6 深圳构网型储能工程研究中心落户公司



资料来源：公司官网，招商证券

表 7: 公司光伏逆变器业务情况

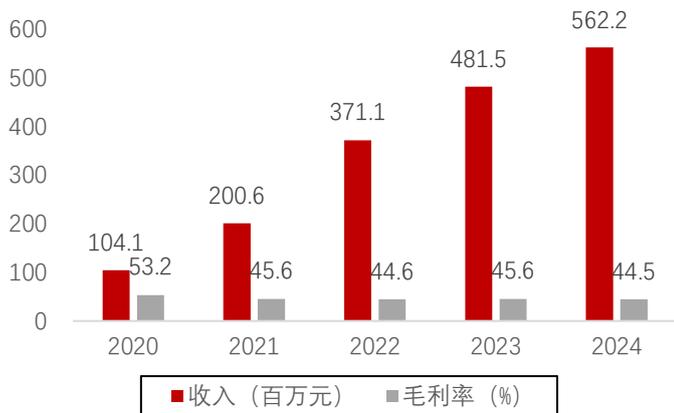
		2021	2022	2023	2024
收入 (百万元)	境内	313.4	876.7	1,195.7	842.2
	海外	8.1	36.3	80.6	80.8
毛利率 (%)	境内	14.4	22.4	32.2	36.1
	海外	31.8	38.3	42.6	40.0

资料来源：公司公告，招商证券

2.2 大传动业务厚积薄发，将上新台阶

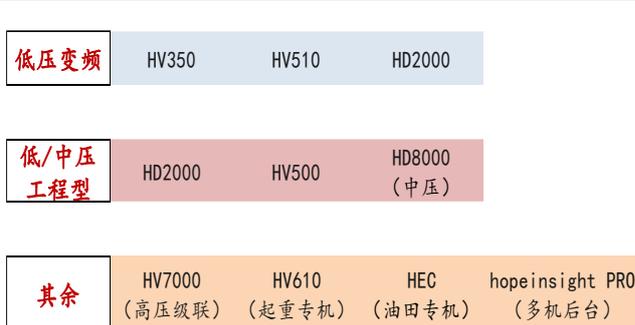
公司大传动基于风电变频器平台迭代而来，从小起步，近 4 年增长 4 倍，形成了工程/通用、中高压/低压多系列产品，并推出了变桨、油田、起重等行业的定制专机产品。

图 7 公司大传动业务表现



资料来源：公司公告，招商证券

图 8 公司大传动产品矩阵

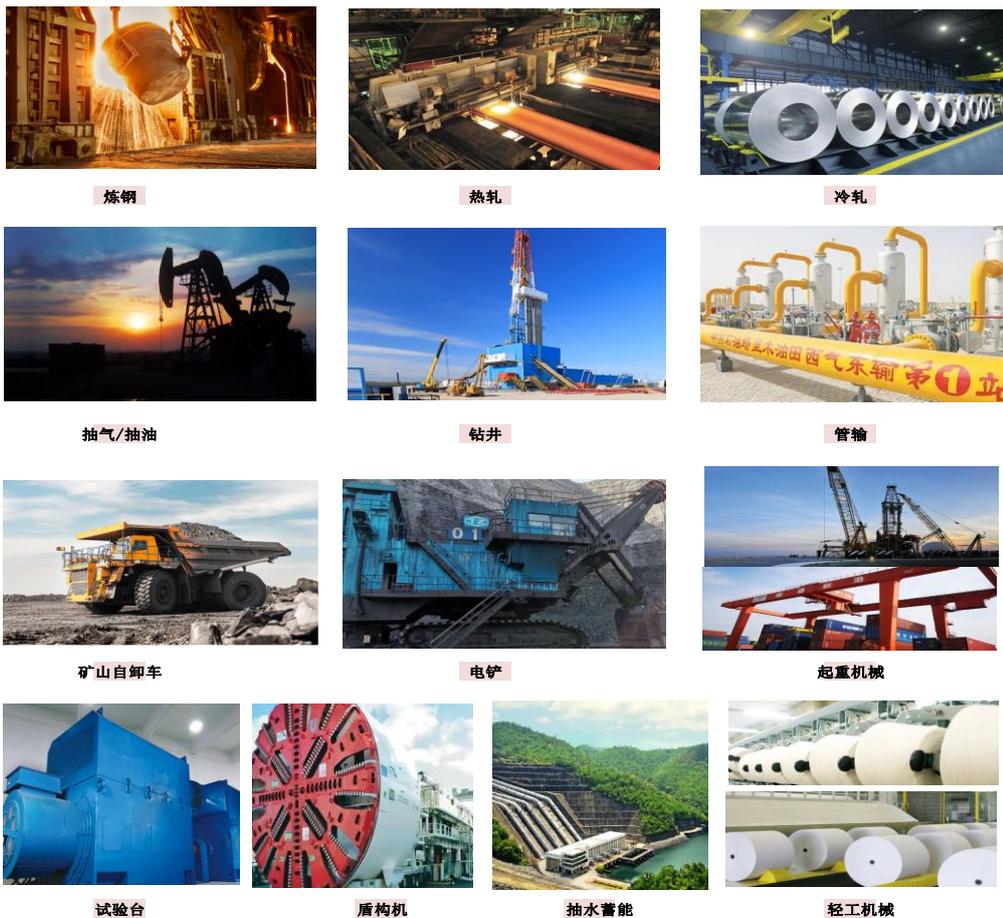


资料来源：公司公告，招商证券

公司业务下游主要覆盖冶炼、油气与石化、港口、重工、轨交等多样化场景，过去推动了众多下游领域的国产首台套应用，目前公司产品在主要细分市场的市占率显著领先，近几年开始走向国际市场。

公司已经形成了低压、中/高压等全面的产品覆盖，不断加强重点行业的know-how学习，已经完成了产品、客户、案例的积累，厚积薄发，未来有望成长为有相当体量的拳头业务。

图 9 公司大传动产品场景



资料来源：公司官网，招商证券

三、孵化业务提前进入收获期

3.1 新一批培育业务面世

公司新一批孵化业务逐步成型（大容量电源、电能质量、新型传动、氢能电源），其中数据中心新产品已经开始在海外市场重点布局，新型运动/发射控制产品则一直有一定业务量和研发投入。

图 10 公司新一代孵化产品

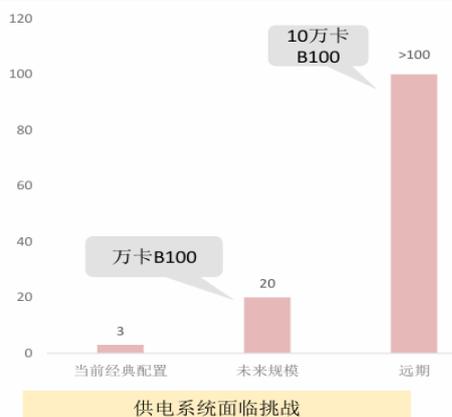
名称	功率	产品图
大容量电源装置 (移动式)	400V/10kV/35kV 移动式大容量电源 (500kVA/2.5MVA/6MVA/10MVA/20MVA)	
大容量电源装置 (固定式)	10kV/35kV 固定式大容量电源 (50MVA/90MVA)	
SVG静止无功 发生装置 (3kV-10kV)	1Mvar-15Mvar 直挂式 户内&户外(集装箱式、预制舱式)	
SVG静止无功 发生装置 (35kV)	1Mvar-140Mvar 直挂式&降压式 户内&户外(集装箱式、预制舱式)	

氢能等 工业电源			
水冷型二极柜式制氢电源 AGDC DC/DC-二极柜式制氢电源	水冷型二极柜式制氢电源 AGDC DC/DC-二极柜式制氢电源	风冷型一极柜式制氢电源 AGDC-一极柜式制氢电源	风冷型一极柜式制氢电源 AGDC-一极柜式制氢电源

资料来源：公司公告，招商证券

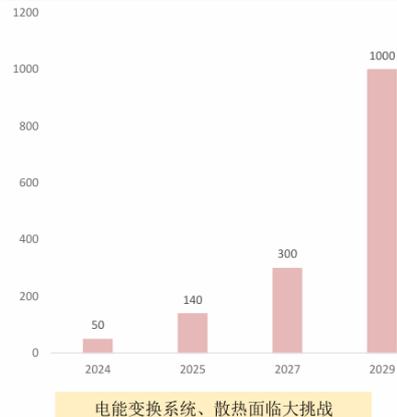
全球 AI 产业快速发展，伴随 ICT 器件功率及数据中心规模的跃迁，aIDC 供电与电能变换系统面临挑战（供电系统电压等级提升、散热挑战、占地与空间挑战、瞬变与扰动挑战等），上述领域正在发生技术变革。因此，公司进入该领域有很好的外部市场机会，公司掌握大功率电力电子核心科技，已有相关的系列化产品储备，预计公司培育的系列产品有望较快迎来收获。

图 11 数据中心规模显著增长(MW)



资料来源：维谛技术白皮书，招商证券

图 12 机架密度大幅增长 (kW)



资料来源：维谛技术白皮书，招商证券

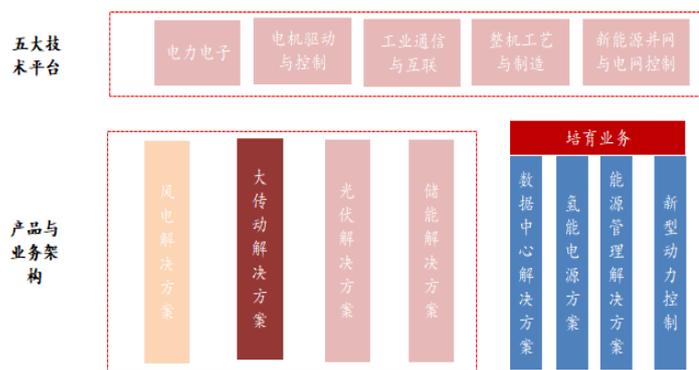
3.2 技术、产品、客户群、管理体系都更完善并更有韧性

公司历史回溯。公司技术能力一流，掌握电力电子核心科技，特别在中大功率电力电子领域沉淀深厚，但公司早期主要集中于风电市场，受风电行业波动影响较大，2015 年国内陆风抢装结束后，公司业务规模在 10 几亿元以下徘徊，2018-2019 年受几家大客户坏账影响较大。

公司在长期发展中积累和打造了五大技术平台：基于自身电力电子、电气传动、工业通信/互联、整机/制造工艺技术、新能源并网技术，先后结合不同场景的 know-how 与特点，培育了风电变流器、光伏逆变器、大传动、储能等 4 大类业务，其风电产品基本保持国内第一（或并列第一），大传动国内第一且迅速成长，而光伏逆变器、储能业务也具备了一定的竞争力。

业务平台逐步成型。随着公司更新一代孵化产品的逐步成型，公司平台型业务架构逐步清晰，且公司业务部门之间技术、客户协同性也开始体现。在其技术/产品平台支持下，公司未来培育新业务的响应更快，定制与解决方案能力也更好。

图 11 公司技术平台与业务架构



资料来源：公司官网，招商证券

图 12 公司新一批培育产品

名称	功率	产品图
大容量电源装置 (移动式)	400V/10kV/35kV 移动式大容量电源 (500kVA/2.5MVA/6MVA/10MVA/20MVA)	
大容量电源装置 (固定式)	10kV/35kV 固定式大容量电源 (50MVA/90MVA)	
SVG静止无功发生装置 (3kV-10kV)	1Mvar-15Mvar 直挂式 户内&户外 (集装箱式、预制舱式)	
SVG静止无功发生装置 (35kV)	1Mvar-140Mvar 直挂式&降压式 户内&户外 (集装箱式、预制舱式)	
氢能等工业电源		

资料来源：公司公告，招商证券

人力资源与管理升级。在业务较快扩张中，公司人力资源也快速扩张，销售服务体系更壮大。股权治理上，公司创始团队、核心技术人员普遍持股，上市后分别在 2019、2021、2023 年分别推出了三次股权激励。

2024 年，公司高管团队大范围调整，更年轻的新一代业务骨干进入管理层，未来经营活力可能更强。

表 9: 公司高管团队构成

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
郑大鹏	总经理	2024-08-30	男	中国	博士	1972
肖安波	副总经理,首席运营官	2014-10-18	男	中国	本科	1981
梁龙伟	副总经理	2021-05-18	男	中国	本科	1982
陈文锋	副总经理,首席财务官	2017-04-18	男	中国	硕士	1976
王琰	副总经理	2024-08-30	男	中国	硕士	1977
周党生	副总经理,首席技术官	2024-08-30	男	中国	硕士	1975
曹阳	董事会秘书	2024-08-30	女	中国	硕士	1987

资料来源：公司公告，招商证券

表 10: 公司三次激励的情况

	规模情况	计划授予人数
2019 年	限制性激励 1120 万股, 股本占比 2.67%, 股票期权 1050 万股, 股本占比 2.5%	298
2021 年	股票期权 1100 万股, 股本占比 2.54%	205
2023 年	股票期权 2452 万股, 股本占比 5.55%	354

资料来源: 公司数据、招商证券

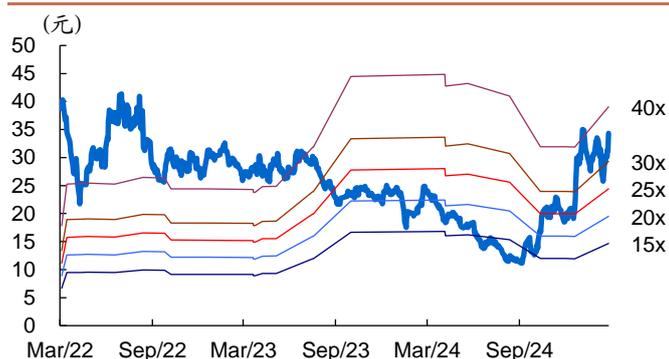
盈利预测

公司老、中、青业务有序布局, 主体业务发展态势好, 确定性高, 且新一批孵化业务有望开始收获, 总体来看, 公司正在进入新的发展阶段。

公司 24 年 Q4 收入、还原计提的利润均创历史新高, 结合行业及公司财报, 我们预计公司后续经营态势积极向上, 我们调整 2025-2027 年归母净利润预测分别为 6.97/9.67/12.58 亿元。

PE-PB Band

图 15: 禾望电气历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 16: 禾望电气历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示

- 1、新能源行业波动影响。**风电、光伏、储能等行业竞争激烈, 行业波动近几年比较大, 公司可能受预期外的行业周期性波动影响。
- 2、新业务发展不及预期。**公司培养的交流、直流电源等新一代产品, 目标市场较多在海外, 可能受贸易政策、认证进度等因素导致不及预期。

参考报告:

1. 禾望电气: Q1 业绩受出货与确收影响, 长期发展路径清晰 20240509
2. 禾望电气: 业绩超预期高增长, 业务构架更丰富和有韧性 20231031
3. 禾望电气: 短期盈利承压, 光储和工业传动业务保持快速增长 20230510
4. 禾望电气: 三季报业绩符合预期, 经营环比显著改善 20221107
5. 禾望电气: 逆变器和变流器业务环比强劲复苏, 下半年有望实现快速增长

20220620

6. 禾望电气: 年报业绩符合预期, 光伏逆变器业务快速发展, 2022-04-14
7. 禾望电气: 股票期权授予, 工业大传动不断突破, 2021-02-26
8. 禾望电气: 发布股权激励方案, 2021-02-02
9. 禾望电气: 拟转让孚尧能源股权解除商誉压力, 聚焦打造大传动平台, 2020-11-16
10. 禾望电气, 业绩高增长, 逐步构建中大功率电力电子业务群, 2020-11-04

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4910	5504	6785	8254	9721
现金	1263	1460	1545	1741	1728
交易性投资	211	299	299	299	299
应收票据	34	19	25	32	40
应收款项	1870	2150	2824	3559	4426
其它应收款	48	43	56	70	88
存货	893	818	1095	1368	1667
其他	591	716	941	1185	1473
非流动资产	2338	2447	2809	3146	3462
长期股权投资	267	272	272	272	272
固定资产	1276	1685	2061	2412	2740
无形资产商誉	85	82	74	66	60
其他	709	409	401	396	391
资产总计	7247	7951	9594	11401	13183
流动负债	2292	2344	3307	4209	4825
短期借款	129	30	200	200	0
应付账款	1683	1795	2641	3494	4257
预收账款	149	128	172	214	261
其他	331	391	294	300	307
长期负债	935	1204	1204	1204	1204
长期借款	514	725	725	725	725
其他	422	479	479	479	479
负债合计	3227	3549	4511	5413	6029
股本	443	444	451	451	451
资本公积金	1188	1198	1198	1198	1198
留存收益	2307	2659	3303	4166	5279
少数股东权益	82	100	130	172	226
归属于母公司所有者权益	3938	4302	4953	5815	6928
负债及权益合计	7247	7951	9594	11401	13183

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	488	272	494	696	753
净利润	505	459	727	1009	1312
折旧摊销	168	105	131	155	177
财务费用	27	42	48	49	57
投资收益	4	(12)	(115)	(150)	(133)
营运资金变动	(236)	(309)	(310)	(380)	(674)
其它	20	(13)	13	13	14
投资活动现金流	(435)	(159)	(381)	(346)	(363)
资本支出	(423)	(102)	(496)	(496)	(496)
其他投资	(12)	(57)	115	150	133
筹资活动现金流	289	31	(27)	(154)	(402)
借款变动	(4)	96	67	0	(200)
普通股增加	2	1	7	0	0
资本公积增加	42	10	0	0	0
股利分配	(27)	(89)	(53)	(105)	(145)
其他	276	13	(48)	(49)	(57)
现金净增加额	343	144	85	196	(12)

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3752	3733	4905	6180	7687
营业成本	2410	2320	3107	3883	4730
营业税金及附加	23	30	29	37	46
营业费用	349	338	392	494	615
管理费用	161	158	189	247	307
研发费用	322	345	392	433	538
财务费用	26	39	48	49	57
资产减值损失	(39)	(108)	(30)	(35)	(30)
公允价值变动收益	54	20	25	40	23
其他收益	101	101	80	100	100
投资收益	(4)	12	10	10	10
营业利润	572	528	832	1152	1496
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	8	8	8	8
利润总额	570	521	825	1145	1490
所得税	64	62	98	136	178
少数股东损益	3	19	30	41	54
归属于母公司净利润	502	441	697	967	1258

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	34%	-0%	31%	26%	24%
营业利润	92%	-8%	58%	39%	30%
归母净利润	88%	-12%	58%	39%	30%
获利能力					
毛利率	35.8%	37.9%	36.7%	37.2%	38.5%
净利率	13.4%	11.8%	14.2%	15.7%	16.4%
ROE	13.7%	10.7%	15.1%	18.0%	19.7%
ROIC	12.3%	10.0%	13.7%	16.4%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	44.5%	44.6%	47.0%	47.5%	45.7%
净负债比率	9.7%	10.8%	9.6%	8.1%	5.5%
流动比率	2.1	2.3	2.1	2.0	2.0
速动比率	1.8	2.0	1.7	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	2.4	2.7	3.2	3.2	3.1
应收账款周转率	2.2	1.8	2.0	1.9	1.9
应付账款周转率	1.5	1.3	1.4	1.3	1.2
每股资料(元)					
EPS	1.11	0.98	1.55	2.15	2.79
每股经营净现金	1.08	0.60	1.09	1.54	1.67
每股净资产	8.73	9.54	10.98	12.89	15.36
每股股利	0.20	0.12	0.23	0.32	0.84
估值比率					
PE	30.8	35.1	22.2	16.0	12.3
PB	3.9	3.6	3.1	2.7	2.2
EV/EBITDA	24.6	28.3	18.4	13.7	10.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。