

家电连接器国产龙头，拓客拓品打开成长空间

投资要点

- 事件：**公司发布2024年年报，2024年公司实现营收16亿元，同比增长31.8%；实现归母净利润1.9亿元，同比增长26.4%；实现扣非净利润1.8亿元，同比增长25.8%。单季度来看，公司Q4实现营收4.7亿元，同比增长46.3%；实现归母净利润0.5亿元，同比增长28.2%；实现扣非后归母净利润0.5亿元，同比增长23.1%。2024年公司实现现金分红1.2亿元，业绩分红率达到37%。
- 国补推动家电连接器增长。**分产品来看，公司家电连接器/汽车连接器/其他产品分别实现营收15.5亿元/0.2亿元/0.3亿元，分别同比+32.5%/-2.5%/+31.1%；分区域来看，公司内外销分别实现营收15.2亿元/0.8亿元，分别同比+30.32%/+67.21%，家电连接器业务应用领域主要以白色家电为主，如空调、冰箱、洗衣机及小家电，受国内国补政策影响内销增长迅速。
- 战略选择致使毛利率承压。**2024年公司综合毛利率同比下降0.7pp至25%，推断公司在生产过程中受成本上升的影响。分产品来看，家电连接器产品/汽车连接器产品毛利率分别为25.4%/16.6%，分别同比-1.2pp/+24.3pp，我们推测公司家电连接器毛利率下降主要系公司战略上追求更大规模和拓展新客户所致。从费用率来看，公司2024年销售/管理/财务/研发费用率分别为2.6%/3.7%/-1.1%/4%，分别同比-0.3pp/-0.3pp/+1.1pp/-1.2pp；单季度数据来看，Q4毛利率为25.8%，同比增长0.1pp，环比增长4.1pp；净利率为11.5%，同比下降2.1pp，环比增长0.2pp。
- 家电打开成长空间，新兴领域即将放量。**公司凭借品牌优势和雄厚的技术实力成为美的、海尔、海信等家电龙头企业供应商，在连接器国产替代趋势之下营收快速增长，此外，公司已通过子公司珠城香港在泰国设立孙公司珠城泰国，预计将开始为家电巨头海外供货，打开成长空间；汽车业务方面，收购德维嘉公司，积极导入客户和新品类；机器人方面，为美的库卡小批量客户，同时积极拓展优必选等客户。
- 盈利预测与投资建议。**公司作为家电连接器国产龙头，通过大客户战略、技术突破等进一步扩大市场份额，此外在汽车、机器人领域积极拓展新兴业务。我们预计公司2025-2027年EPS分别为2.38元、3.11元、4.05元，对应PE分别为26、20、15倍，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动、全球经济增速放缓导致需求下滑、订单增长不及预期、汇率波动等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1602.91	1934.04	2580.35	3322.94
增长率	31.77%	20.66%	33.42%	28.78%
归属母公司净利润(百万元)	185.70	232.74	303.63	395.63
增长率	26.38%	25.33%	30.46%	30.30%
每股收益EPS(元)	1.90	2.38	3.11	4.05
净资产收益率ROE	10.64%	12.49%	15.01%	17.74%
PE	32	26	20	15
PB	3.20	3.00	2.77	2.51

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn
联系人：方建钊
电话：18428374714
邮箱：fjz@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)	0.98
流通A股(亿股)	0.27
52周内股价区间(元)	32.39-76.8
总市值(亿元)	55.57
总资产(亿元)	26.49
每股净资产(元)	18.50

相关研究

目 录

1 家电连接器国产龙头，拓客拓品打开成长空间	1
1.1 家电为主，端子和线束并重发展.....	1
1.2 股权结构集中，高管团队经验充足.....	4
1.3 深耕美的大客户，拓客拓品同发力.....	4
2 盈利预测与估值	6
3 风险提示	7
4 附录	8

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：2019-2024 年公司营业收入及增速.....	2
图 3：2019-2024 年公司归母净利润及增速.....	2
图 4：2022-2024 年公司分行业营收情况（亿元）.....	2
图 5：2018-2024 年公司分产品营收占比.....	2
图 6：2019-2023 年同业公司毛利率情况对比.....	3
图 7：2019-2022H1 公司分产品毛利率水平.....	3
图 8：2018-2024 年公司期间费用率.....	3
图 9：2018-2024 年公司毛利率及归母净利率.....	3
图 10：公司股权结构.....	4
图 11：2022-2024 年公司核心子公司营收规模（万元）.....	5
图 12：2022-2024 年公司核心子公司净利率水平.....	5
图 13：汽车连接器产品图.....	6

表 目 录

表 1：公司主要产品结构.....	1
表 2：公司大客户营收及占比（亿元）.....	4
表 3：分业务收入及毛利率.....	7
表 4：可比公司估值.....	7
表 5：公司董事会成员.....	8
附表：财务预测与估值.....	9

1 家电连接器国产龙头，拓客拓品打开成长空间

1.1 家电为主，端子和线束并重发展

珠城科技成立于 1994 年，主要生产电气电子设备中的端子连接器和线束连接器产品，公司的主要产品为电子连接器，根据终端应用市场及客户的需要，公司产品主要分为“家电连接器”、“汽车连接器”、“其他领域连接器”三类。公司总部位于浙江省乐清市经济开发区纬十五路 201 号，分别在广东佛山、安徽合肥、湖北武汉、山东青岛建立了四大线束生产基地。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司家电连接器主要销售给美的、海尔、格力、海信等家电制造商及得润电子、三元集团等零部件供应商；汽车连接器主要销售给瑞浦兰钧、金康新能源等新能源汽车零部件供应商及比亚迪、零跑汽车等新能源汽车制造商；其他领域连接器主要销售给鼎科能源、一元控股等光伏/储能设备制造商以及智能终端设备制造商等。

表 1：公司主要产品结构

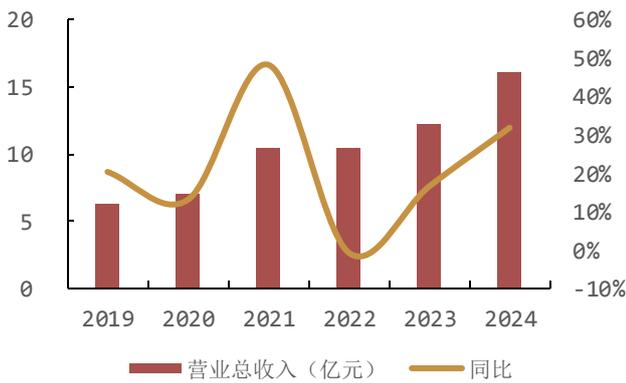
类别	快插连接器	接线端子	刺破式连接器	信号连接器	车载连接器
端子					
类别	空调线束	冰箱线束	洗衣机、洗碗机线束	智能终端线束	汽车线束
线束					

数据来源：招股说明书，西南证券整理

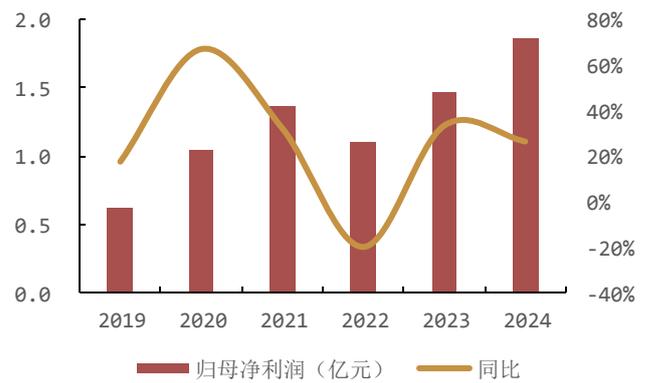
从营收来看，2019 年至 2021 年期间，公司与主要客户持续保持良好合作关系，在家电连接器国产替代趋势下，随着其新客户拓展和客户内部份额提升，公司 2019-2021 年营收分别同比增长 20.3%、13.1%、48.2%，表现出较强增长动能；2022 年公司营收因家电下游需求低迷而同比下滑 0.7%至 10.4 亿元；2023 年公司营收重回增长轨道，同比增长 16.6%至

12.2 亿元；2024 年得益于家电国补以及海外补库对家电生产需求的拉动，公司总营收同比增长 31.8% 至 16 亿元。

从利润来看，2019-2021 年利润增速表现快于营收增速，分别同比增长 17.7%、67%、32.3%，主要得益于对其销售费用、管理费用的控制；2022 年受铜材、塑料等原材料涨价影响，叠加营收规模承压，公司归母净利润同比下滑 19.8% 至 1.1 亿元；2023 年公司利润随着营收恢复、原材料价格回落，同比增长 33.% 至 1.5 亿元；2024 年公司归母净利润同比增长 26.5% 至 1.9 亿元，创下历史新高。

图 2：2019-2024 年公司营业收入及增速


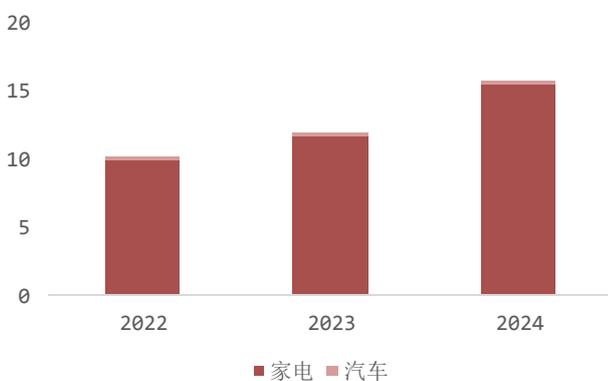
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2019-2024 年公司归母净利润及增速


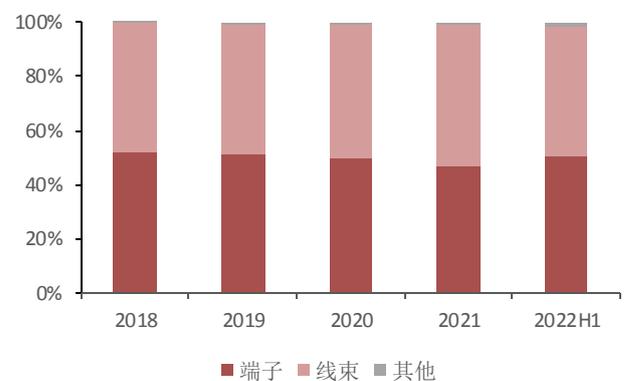
数据来源：公司公告，西南证券整理

分行业来看，公司在家电行业外积极拓展汽车、新能源、机器人等新兴应用领域，目前仍处于较为早期阶段，因此公司营收目前仍以家电连接器为主，占公司营收 95% 以上。公司在新兴领域积极进行业务团队扩充、经营主体收并购，我们认为后续将会迎来新客户突破，实现快速放量。

分产品来看，公司采取端子与线束并重的经营方式：一方面，线束连接器（净利率 10% 左右）供应商作为终端厂家的一级供应商，可以获得来自客户第一时间的反馈，便于了解客户需求，调整生产计划以及后续的产品设计方案；另一方面，端子组件是线束连接器中的核心部件，也是所属连接器行业上下游中利润较高的部分，公司自主把握端子组件的生产，有效保证了经营利润，同时也巩固了产品质量和后续性能升级的可行性

图 4：2022-2024 年公司分行业营收情况 (亿元)


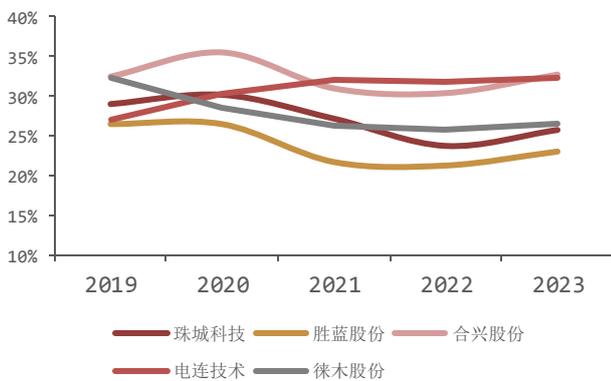
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2018-2024 年公司分产品营收占比


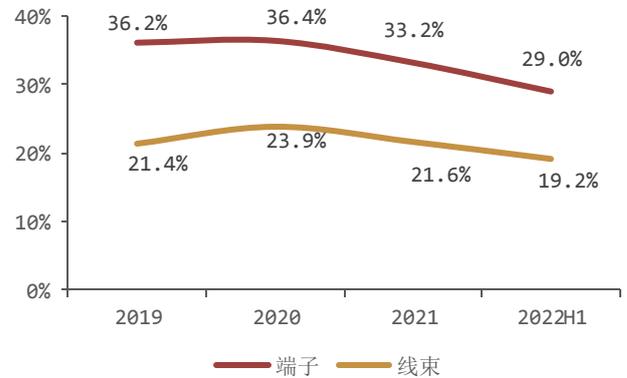
数据来源：公司公告，西南证券整理

与国内可比公司相比，由于可比公司向消费电子及汽车领域供应的连接器毛利率略高于公司向家电领域供应的连接器，故公司整体毛利率略低于可比公司。公司近几年毛利率的承压并非因为下游家电厂商压价所致，而是 1) 公司积极拓展新客户，前期主要以走量订单为主，因此结构上拉低整体毛利率水平；2) 公司战略上追求更大体量，因此在订单选择上更加开放，毛利率水平因此降低。

分产品来看，2020 年公司减少并终止了洗衣机线束、老款定频空调等部分毛利较低产品线，提升高毛利的用于变频器的“抗干扰连接线组”，线束产品毛利率有所提升；2021 年及 2022 年，公司端子组件、线束连接器产品毛利率有所下降，主要系大宗商品涨价，线材、塑料等主要原材料采购价格均有所提升，增加了产品成本。

图 6：2019-2023 年同业公司毛利率情况对比


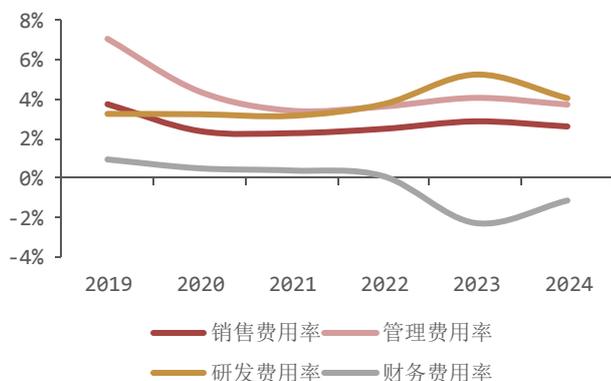
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2019-2022H1 公司分产品毛利率水平


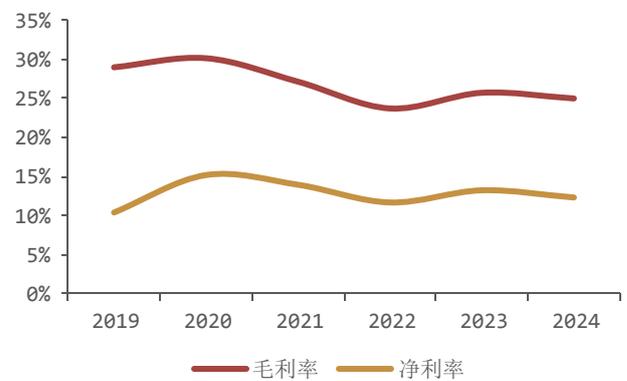
数据来源：公司公告，西南证券整理

费用率来看，公司费用整体保持稳定：其中 2019 年因股份支付金额较高，导致当年管理费用有所增加，而后回归至正常水平；2020 年开始因新收入准则变化，运费计入营业成本，致使销售费用减少。2020 年开始，公司费用率整体保持稳定。

净利率方面，公司净利率水平波动整体与毛利率水平波动保持一致，除 2022 年因原材料涨价而明显波动外，整体稳定在 13%-15% 水平。中长期来看，公司盈利能力表现为稳中微降，主要源自于公司客户结构变化导致产品结构变化所致，是公司的战略发展需求而非单纯的议价、盈利能力减弱。

图 8：2018-2024 年公司期间费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2018-2024 年公司毛利率及归母净利率


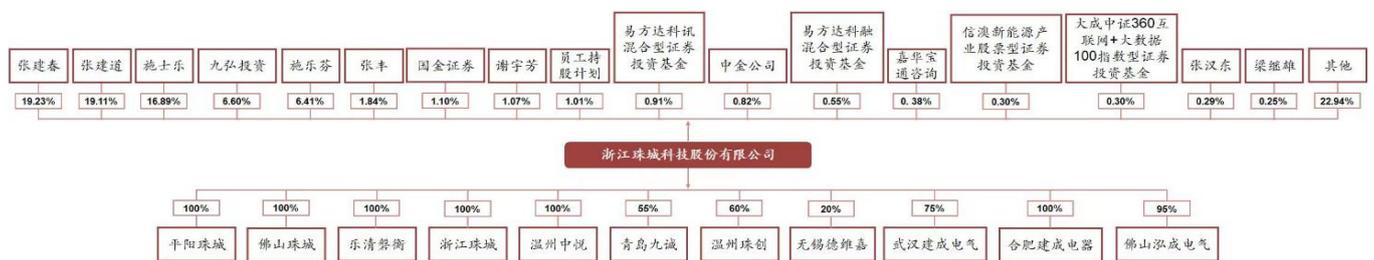
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构集中，高管团队经验充足

公司股权结构相对集中。公司董事长为张建春先生，与张建道先生系兄弟关系，分别直接持股 19.2%和 19.1%，为公司的前二大股东，并通过乐清九弘投资管理中心间接持有公司股权 2.3%和 1.6%。公司实际控制人为张建春、张建道、施乐芬和施士乐，其中张建春和施乐芬系夫妻关系。张建春担任公司董事长、董事，张建道、施乐芬、施士乐均担任公司董事。

同时，公司针对核心管理人员和技术人员发布员工持股计划，对公司持续经营能力和股东权益带来积极正面影响。子公司方面，公司目前拥有平阳珠城、佛山珠城、乐清磐衡、浙江珠城、温州中悦、青岛九诚、温州珠创、乐清大业、武汉建成电气、合肥建成电器和佛山泓成电气 11 家子公司，形成完善的销售网络线束和制造产业链集团化运作。

图 10：公司股权结构



数据来源: wind, 西南证券整理

高管团队经验充足。公司董事长张建春同时也是公司创始人，拥有多年从业经验。其他董事、副总经理均具有多年从业经验，分别负责研发、销售等业务。总体而言，公司高管团队稳定性强，深耕行业多年，经验充足。表见附录。

1.3 深耕美的大客户，拓客拓品同发力

美的为最大客户，国产化趋势仍有空间。客户结构来看，美的为公司第一大客户，此后为海信、海尔等家电巨头。公司直接销售给美的的商品主要为端子产品，线束产品则主要通过子公司向美的的间接销售，穿透后美的的客户营收预计超过 6 亿元，占公司总体营收规模约 30%-50%。

其他客户来看，海信、海尔两大家电巨头营收贡献增速迅猛，我们认为主要得益于客户本身降本需求下，不断以公司产品对国外供应商进行替代所致，预计家电连接器国产化趋势未来将持续演化，带动公司在新兴客户内部分额不断提升。

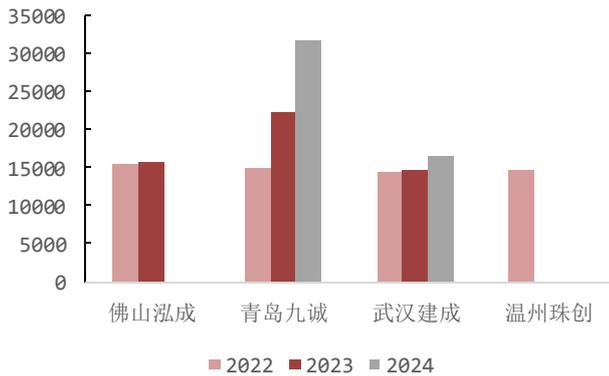
表 2：公司大客户营收及占比（亿元）

2019			2020			2021			2022		
客户	金额	占比									
美的	25580	40.8%	美的	24421	34.4%	美的	37725	35.9%	客户 1	33336	31.9%
海信	5654	9.0%	海信	8280	11.7%	海信	13909	13.2%	客户 2	13367	12.8%
得润电子	1079	1.7%	海尔	1965	2.8%	海尔	3936	3.8%	客户 3	4536	4.4%
新北洋	974	1.6%	得润电子	1036	1.5%	三元集团	1324	1.3%	瑞浦兰均	1956	1.9%
三元集团	925	1.5%	青岛豪江	999	1.4%	得润电子	1238	1.2%	客户 5	1494	1.4%

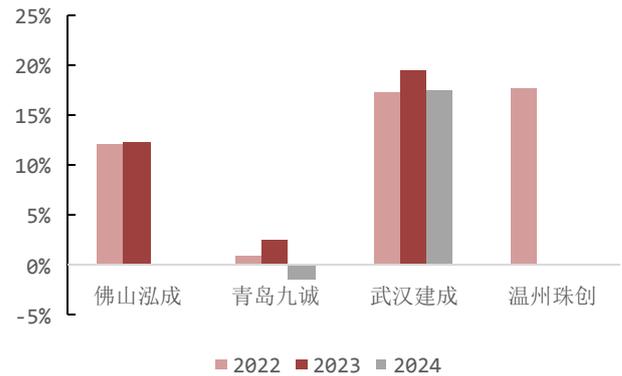
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司子公司主要生产线束产品，为客户进行周边配套生产。从子公司营收情况来看，推测佛山泓成、武汉建成等子公司主要向成熟客户供货，因此营收整体保持稳定微增态势，净利率水平则处于 12%-17% 水平。

青岛九诚预计主要供货海信、海尔等新兴客户，因此营收增长速度快，但盈利能力较弱。我们认为，其战略意义更多在于深入客户供应商目录，短期内主要负责为公司端子产品打开销路，抢占外资份额，中长期来看，净利率水平仍有较大提升空间。

图 11：2022-2024 年公司核心子公司营收规模（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

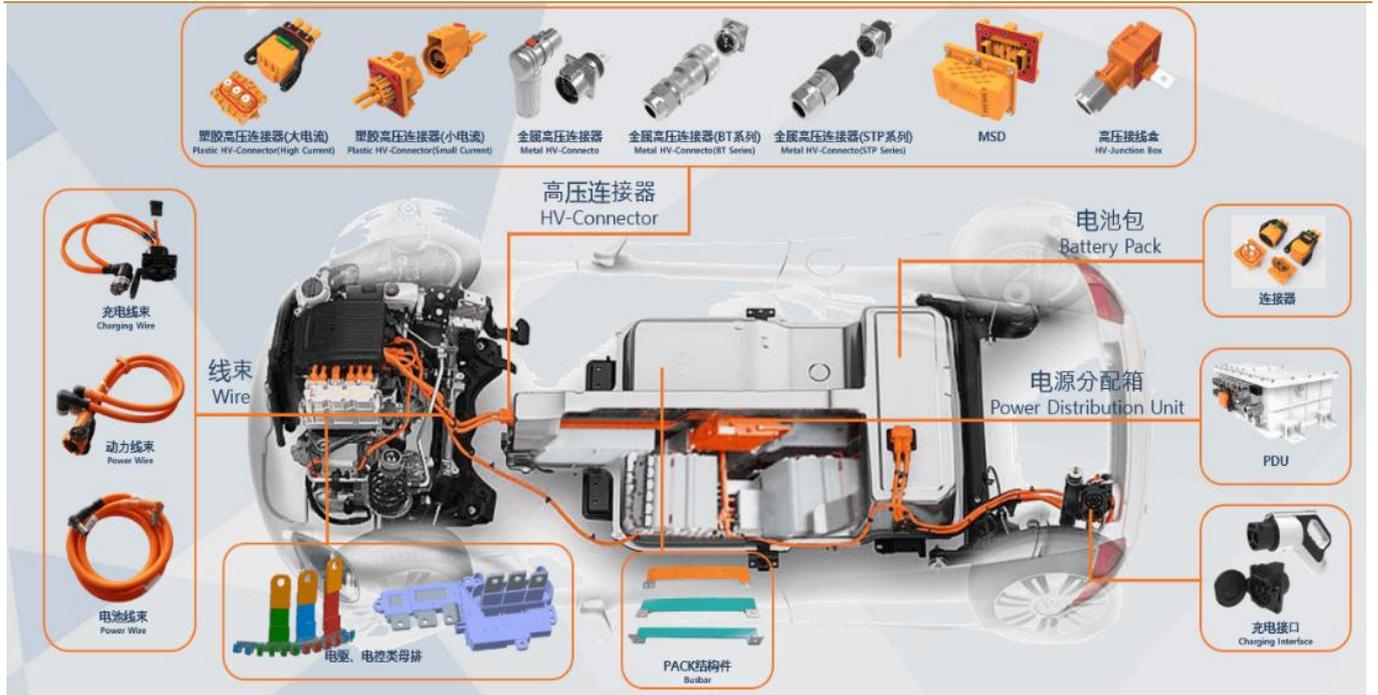
图 12：2022-2024 年公司核心子公司净利率水平


数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，公司在汽车领域持续拓展新应用场景。2023 及 2024 年，公司着力于对高压电子连接器的订制开发，同时对国内主要新能源汽车管理系统总成公司进行接洽合作。相较于传统汽车上 300-500 个连接器的需求量，新能源汽车对于连接器需求量增加一倍。单车价值量自传统燃油汽车低压连接器 1000 元左右提升至电动乘用车 3000-5000 元、电动商用车 8000-10000 元。

此外，公司于 2025 年 2 月 12 日以 4000 万元收购德维嘉汽车电子系统公司 20% 股权。德维嘉公司专注于汽车高频高速连接器的研发与制造，主营产品包括 Fakra、HFM、HSD、H-MTD 四类高频高速连接器，主要应用于智能驾驶系统、智能座舱系统、车载信息娱乐系统等。主要下游行业为汽车连接器行业，终端客户为各大整车厂，主要为奇瑞、长安、上汽、大众奥迪、小鹏等，具体应用车型包括智己、深蓝、瑞虎、星纪元 ES、名爵 ZS 等。公司这一收购动作彰显公司在汽车领域发展决心，高速高频连接器主要用于视频信号传输，在智驾趋势不断发展下，具有广阔发展空间。

图 13：汽车连接器产品图



数据来源：wind，西南证券整理

在机器人领域，公司已设立工业连接器子公司，主要涉及工业机器人等领域连接器业务的开发与拓展。公司与优必选建立了合作关系，相关产品已处于研发送样阶段。公司已取得库卡机器人的供应商代码，并有小批量供货。公司拟深化现有客户合作，通过成立专业服务团队，定期沟通并依据反馈优化产品服务；同时加大研发投入，针对机器人制造特殊需求开发定制化产品。

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到家电以旧换新下终端需求有所提振，带动家电生产需求，叠加公司持续扩展新客户，假设 2025-2027 年公司家电连接器销量分别同比增长 15%、25%、20%；

假设 2：考虑到公司在海信、海尔等新兴客户快速放量，其放量产品主要为线束，假设 2025-2027 年公司家电连接器均价同比增速维持 5% 水平；

假设 3：公司战略上以提升客户份额为主，因此短期内毛利率会因产品结构变化而有所承压，假设 2025-2027 年公司家电连接器毛利率分别为 25%、24.5%、24.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 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		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	1,602.91	1,934.04	2,580.35	3,322.94
	增速	31.77%	20.66%	33.42%	28.78%
	营业成本	1,202.64	1,454.44	1,951.45	2,509.23
	毛利率	24.97%	24.80%	24.37%	24.49%
家电连接器	营业收入	1549.06	1870.49	2455.02	3093.32
	增速	32.49%	20.75%	31.25%	26.00%
	营业成本	1156.41	1,402.87	1,853.54	2,335.46
	毛利率	25.35%	25.00%	24.50%	24.50%
汽车连接器	营业收入	23.66	27.33	60.12	99.20
	增速	-2.48%	15.50%	120.00%	65.00%
	营业成本	19.73	21.86	45.09	69.44
	毛利率	16.60%	20.00%	25.00%	30.00%
其他	营业收入	30.19	36.23	65.21	130.42
	增速	31.1%	20.00%	80.00%	100.00%
	营业成本	26.50	29.71	52.82	104.33
	毛利率	12.23%	18.00%	19.00%	20.00%

数据来源：Wind，西南证券

公司作为家电连接器龙头，为唯一家电国产连接器上市公司，考虑到目前家电连接器厂商主要为国内家电产品供货，未来可通过为海外家电产品供货打开成长空间；新能源汽车连接器领域通过收购德维嘉公司股权，拓展高速高频连接器产品；机器人领域依托美的库卡工业机器人（小批量供货），拓展优必选（送样）等新兴客户。综合考虑业务范围，选取了瑞可达、电连技术、徕木股份作为可比公司，可比公司下游应用领域主要为消费电子类和汽车领域。

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.38 元、3.11 元、4.05 元，对应 PE 分别为 26、20、15 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A/E	25E	26E	27E	24A/E	25E	26E	27E
688800.SH	瑞可达	49.25	1.10	1.57	2.00		44.77	31.31	24.58	
300679.SZ	电连技术	56.87	1.49	1.99	2.50		38.09	28.56	22.72	
603633.SH	徕木股份	8.09	0.30	0.41	0.59		27.41	19.63	13.76	
平均值							36.76	26.5	20.35	

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截止日期 2025.03.31）

3 风险提示

原材料价格波动、全球经济增速放缓导致需求下滑、订单增长不及预期、汇率波动等风险。

4 附录

表 5：公司董事会成员

姓名	职务	年龄	基本情况
张建春	创始人、董事长、 总经理	55	1994 年 7 月至 2000 年 7 月，就职于乐清市珠城接插件厂任厂长；2000 年 7 月至 2015 年 8 月，就职于珠城有限任执行董事兼总经理；2015 年 9 月至 2023 年 3 月，任本公司总经理；2015 年 9 月至今，任本公司董事长；2024 年 5 月至今，任本公司总经理。
张建道	董事	52	1994 年 7 月至 2000 年 7 月，就职于乐清市珠城接插件厂任副总经理、营销总监；2000 年 7 月至 2015 年 8 月，就职于珠城有限任副总经理、营销总监；2015 年 9 月至 2018 年 9 月，就职于本公司任董事、副总经理；2018 年 9 月至今，任本公司董事。
施士乐	董事	68	1994 年 7 月至 2000 年 7 月，就职于乐清市珠城接插件厂任采购总监；2000 年 7 月至 2015 年 8 月，就职于珠城有限任采购总监；2004 年 8 月至今，任苏州珠城电气有限公司监事；2015 年 9 月至今，任本公司董事。
施乐芬	董事	53	1994 年 7 月至 2000 年 6 月，就职于乐清市磐石中学任教师；2000 年 7 月至 2015 年 8 月，就职于珠城有限任副总经理；2015 年 9 月至 2018 年 9 月，就职于本公司任董事、董事会秘书；2018 年 9 月至今，任本公司董事。

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1602.91	1934.04	2580.35	3322.94	净利润	197.13	247.05	322.31	419.96
营业成本	1202.64	1454.44	1951.45	2509.23	折旧与摊销	30.80	30.95	32.96	33.63
营业税金及附加	8.18	10.33	13.74	17.59	财务费用	-18.27	-16.43	-17.29	-17.98
销售费用	41.88	50.29	65.80	83.07	资产减值损失	-12.76	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.71	150.86	193.53	242.57	经营营运资本变动	-53.20	-147.69	-182.01	-232.46
财务费用	-18.27	-16.43	-17.29	-17.98	其他	-86.67	14.26	-5.43	-4.51
资产减值损失	-12.76	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	57.03	128.14	150.54	198.63
投资收益	2.45	6.00	6.00	6.00	资本支出	-115.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.80	2.41	2.81	3.01	其他	-288.85	8.41	8.81	9.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-404.62	8.41	8.81	9.01
营业利润	233.87	292.98	381.93	497.46	短期借款	9.52	-44.18	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.70	-0.76	-0.70	-0.72	长期借款	1.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	233.17	292.22	381.24	496.74	股权融资	-9.95	0.00	0.00	0.00
所得税	36.04	45.17	58.93	76.78	支付股利	-96.56	-122.03	-152.94	-199.52
净利润	197.13	247.05	322.31	419.96	其他	19.05	11.57	17.29	17.98
少数股东损益	11.42	14.32	18.68	24.33	筹资活动现金流净额	-76.95	-154.64	-135.65	-181.54
归属母公司股东净利润	185.70	232.74	303.63	395.63	现金流量净额	-423.32	-18.08	23.70	26.10
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	637.19	619.11	642.81	668.91	成长能力				
应收和预付款项	857.82	974.68	1317.81	1703.34	销售收入增长率	31.77%	20.66%	33.42%	28.78%
存货	301.72	371.23	502.23	649.96	营业利润增长率	26.81%	25.28%	30.36%	30.25%
其他流动资产	246.36	215.18	216.45	217.91	净利润增长率	22.62%	25.33%	30.46%	30.30%
长期股权投资	1.04	1.04	1.04	1.04	EBITDA 增长率	32.23%	24.80%	29.30%	29.05%
投资性房地产	2.89	2.89	2.89	2.89	获利能力				
固定资产和在建工程	310.31	287.66	263.00	237.68	毛利率	24.97%	24.80%	24.37%	24.49%
无形资产和开发支出	124.94	116.69	108.43	100.17	三费率	5.20%	9.55%	9.38%	9.26%
其他非流动资产	166.32	166.28	166.24	166.20	净利率	12.30%	12.77%	12.49%	12.64%
资产总计	2648.60	2754.76	3220.90	3748.09	ROE	10.64%	12.49%	15.01%	17.74%
短期借款	44.18	0.00	0.00	0.00	ROA	7.44%	8.97%	10.01%	11.20%
应付和预收款项	674.24	700.23	979.61	1266.84	ROIC	20.64%	21.10%	24.15%	26.74%
长期借款	1.00	1.00	1.00	1.00	EBITDA/销售收入	15.37%	15.90%	15.41%	15.44%
其他负债	76.87	76.20	93.60	113.12	营运能力				
负债合计	796.30	777.43	1074.21	1380.96	总资产周转率	0.65	0.72	0.86	0.95
股本	97.70	97.70	97.70	97.70	固定资产周转率	7.91	8.33	10.67	14.57
资本公积	1094.03	1094.03	1094.03	1094.03	应收账款周转率	2.80	2.66	2.83	2.77
留存收益	623.20	733.91	884.60	1080.71	存货周转率	4.47	4.13	4.32	4.25
归属母公司股东权益	1807.50	1918.20	2068.90	2265.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.46%	—	—	—
少数股东权益	44.80	59.12	77.79	102.13	资本结构				
股东权益合计	1852.30	1977.32	2146.69	2367.13	资产负债率	30.06%	28.22%	33.35%	36.84%
负债和股东权益合计	2648.60	2754.76	3220.90	3748.09	带息债务/总负债	5.67%	0.13%	0.09%	0.07%
					流动比率	2.65	2.90	2.56	2.39
					速动比率	2.26	2.41	2.08	1.91
					股利支付率	52.00%	52.43%	50.37%	50.43%
					每股指标				
					每股收益	1.90	2.38	3.11	4.05
					每股净资产	18.96	20.24	21.97	24.23
					每股经营现金	0.58	1.31	1.54	2.03
					每股股利	0.99	1.25	1.57	2.04
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	246.40	307.50	397.60	513.10					
PE	31.97	25.51	19.55	15.00					
PB	3.20	3.00	2.77	2.51					
PS	3.70	3.07	2.30	1.79					
EV/EBITDA	20.14	16.04	12.35	9.52					
股息率	1.63%	2.06%	2.58%	3.36%					

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

西南证券研究院

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
上海	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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	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.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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@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	lzt@swsc.com.cn