

2025 年 04 月 25 日

证券研究报告•2024 年年报&2025 年一季报点评

英搏尔 (300681) 汽车

买入 (首次)

当前价: 32.58 元

目标价: 39.75 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

深耕新能源动力系统，多领域布局助长期发展

投资要点

- **事件:** 公司公布 2024 年报，2024 年实现营收 24.3 亿元，同比增长 23.8%；实现归母净利润 7100.2 万元，同比减少 13.8%。2024Q4 公司实现营收 8.2 亿元，同比增长 17.1%；实现归母净利润 1986.6 万元，同比减少 49.4%。公司公布 2025 年一季报，2025Q1 实现营业收入 5.5 亿元，同比增长 15.2%；实现归母净利润 1069.0 万元，同比增长 26.3%。
- **定点项目高质量转产，电源总成高速增长。分行业来看:** 2024 年，公司新能源领域实现营收 20.7 亿元，同比增长 30.2%，收入占比超过 85%。场地车及其他领域，得益于公司在非道路车辆及低空经济领域客户的迅速拓展，2024 年实现营收 2.4 亿元，同比增长 11.5%。**分产品来看:** 2024 年，电源总成实现营收 12.3 亿元，同比增长 96.7%，电源总成（含六合一产品中的电源总成）出货 90.3 万台，同比增长 85.1%，主要系公司电源总成产品的配套车型进一步增加；电机控制器实现营收 4.7 亿元，同比减少 25.5%；电驱总成实现营收 6.1 亿元，同比增长 5.3%。
- **研发投入保持强劲，新领域放量有望抬升盈利水平。** 2024 年，公司毛利率为 14.9%，同比-2.2pp；净利率为 2.9%，同比-1.3pp；期间费用率为 13.1%，同比-0.1pp。公司持续保持高强度的研发投入，核心产品优势显著。相较于新能源领域，工程机械及低空经济领域产品毛利率相对较高，随着后续相关领域产品放量，有望带动公司盈利能力上行。
- **聚焦新能源领域，新领域迅速拓展。** 新能源车领域，新能源乘用车电源总成、驱动总成、多合一驱动总成、电机控制器总销量方面均位居国内 Tier1 供应商前列。2024 年，公司推出 6.6kW 全国产器件车载电源二合一产品和全国产化 20-50kW 乘用车控制器，采用全国产化、全车规化器件，构建安全可靠、自主掌控的产业链体系。非道路车辆领域，公司已达成与比亚迪、徐工、中联、三一、柳工、山东临工、杭叉、星邦等国内客户和韩国现代、韩国斗山、德国凯澳等国际客户的合作，并且完成了林德叉车、诺力叉车等项目定点。**低空经济领域**，公司深度合作亿航智能，并已实现样机交付，亿维特、高域的样机也在顺利开发中。**2025 年 4 月，公司与丰立智能达成战略合作，切入减速器传动模块等领域。**
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.3、2.0、3.0 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 61%。考虑公司新能源领域产品具备显著竞争优势，工程机械、低空经济等新领域快速拓展，打开成长空间，给予公司 2025 年 75 倍 PE，对应目标价 39.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、新能源车市场不及预期、eVTOL 市场不及预期、新领域拓展不及预期的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2429.76	3111.43	3881.08	4741.99
增长率	23.77%	28.06%	24.74%	22.18%
归属母公司净利润 (百万元)	71.00	134.90	202.42	297.85
增长率	-13.79%	90.00%	50.05%	47.14%
每股收益 EPS (元)	0.28	0.53	0.79	1.16
净资产收益率 ROE	3.46%	6.43%	8.90%	11.77%
PE	117	62	41	28
PB	4.06	3.97	3.67	3.29

数据来源: Wind, 西南证券

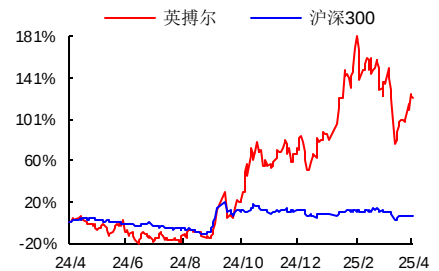
西南证券研究院

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlans@swsc.com.cn

联系人: 杨云杰
电话: 021-58351893
邮箱: yyjie@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)	2.56
流通 A 股(亿股)	1.76
52 周内股价区间(元)	11.72-41.42
总市值(亿元)	83.35
总资产(亿元)	53.46
每股净资产(元)	8.03

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 英搏尔：深耕新能源动力系统，多领域布局助长期发展	1
1.1 聚焦新能源动力系统，积极布局新兴领域	1
1.2 收入规模快速增长，新领域拓展打开成长天花板	4
1.3 股权激励充分，合资公司多领域布局	5
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测	6
2.2 相对估值	7
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：英搏尔发展历程	1
图 2：新能源领域收入占比超 80%	3
图 3：分行业毛利率情况	3
图 4：电源总成、电驱总成、电机控制器为公司核心三大产品	4
图 5：分产品来看，电机控制器毛利率相对较高	4
图 6：2024 年，公司实现营收 24.3 亿元，同比+23.8%	4
图 7：2024 年，公司实现归母净利润 0.7 亿元，同比-13.8%	4
图 8：2024 年，毛利率、净利率分别为 14.9%、2.9%	5
图 9：2024 年，期间费用率为 13.1%	5
图 10：公司股权结构图	5

表 目 录

表 1：公司各领域代表产品及主要配套客户	2
表 2：公司动力系统产品创新及技术迭代阶段	2
表 3：2023 年公司激励计划	6
表 4：分业务收入及毛利率	6
表 5：可比公司估值	7
附表：财务预测与估值	8

1 英搏尔：深耕新能源动力系统，多领域布局助长期发展

1.1 聚焦新能源动力系统，积极布局新兴领域

内修“集成芯”，外拓新领域。英搏尔深耕新能源汽车动力系统近二十年，是国内少数同时具备新能源汽车电驱系统和电源系统自主研发、生产能力的领军企业，拥有成熟的动力系统解决方案以及丰富的产品类型。创新的“集成芯”技术方案具有高效能、轻量化、低成本等显著优势。公司已达成与吉利、上汽、长安、东风、长城、奇瑞、江淮、小鹏等车企的长期合作，同时取得广汽本田、东风日产、Vinfast 等车企合作。2024 年，公司与亿航智能建立战略合作关系，开启“新能源汽车+非道路+低空产业”多领域并重发展的新局面。2025 年，通过合作丰立智能，开发新能源汽车、工程机械、eVTOL 减速器以及关节模组，形成“电机+减速器”集成化产品能力。

图 1：英搏尔发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

新能源动力系统产品优势显著。公司聚焦新能源汽车动力系统，凭借多年的技术积累，推动产品集成化发展，目前已成为国内新能源汽车领域少数同时具备驱动系统和电源系统两大产品矩阵的领先企业。公司拥有电源系统、驱动系统、电机、电控等动力系统产品，具有功率密度高、体积小、重量轻、成本优势明显等特征，产品在乘用车、商用车和非道路车辆领域均有成熟产品应用，广受客户认可。公司在新能源汽车电源产品、驱动总成、多合一驱动总成、电机控制器总销量方面均位居国内第三方供应商前列。

针对低空经济领域，推出 eVTOL 电推进系统。运用国际前沿的技术方案，融合油冷、扁线、双绕组、双电控与外转子技术，配合“集成芯”相关技术，成功减轻产品重量、减小产品体积，达成高可靠性、高功率密度、高转矩密度与高集成化的卓越产品特性，能够为低空飞行器提供强劲且稳定的动力支持。

表 1：公司各领域代表产品及主要配套客户

应用领域	合作客户	类别	代表产品	产品图例
新能源乘用车	广汽、吉利、上汽通用五菱、 东风、长安、长城、奇瑞、 小鹏等	电驱总成	“集成芯”三合一动力总成 电驱六合一动力总成 电驱多合一动力总成	
		电源总成	2.2/3.3/6.6/11Kw 电源总成 DCDC 降压模块 DCDC-PDU 二合一	
		电控	低压控制器/MC3336 中压控制器/MC363, MC373 混动控制器/HC1646WV01 SiC 控制器	
		电机	扁线电机 异步电机（铜转子异步电机、铸铝转子异步电机）	
新能源商用车	吉利远程、北汽福田、上汽大通、 东风小康、奇瑞等	电驱总成	轻卡用平行轴集成式电动桥 电驱二合一动力总成 “集成芯”三合一动力总成 电驱六合一动力总成	
		电源总成	2.2/3.3/6.6/11Kw 电源总成 DCDC 降压模块 DCDC-PDU 二合一	
		电机	扁线电机 异步电机（铜转子异步电机、铸铝转子异步电机）	
非道路车辆	徐工、中联、三一、柳工、临工、 杭叉等国内客户和韩国现代、 韩国斗山、凯傲等	高空作业平台系统 电动平衡重叉车电驱系统		
eVTOL	亿航智能、亿维特、高域等	飞行器电推系统		

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

表 2：公司动力系统产品创新及技术迭代阶段

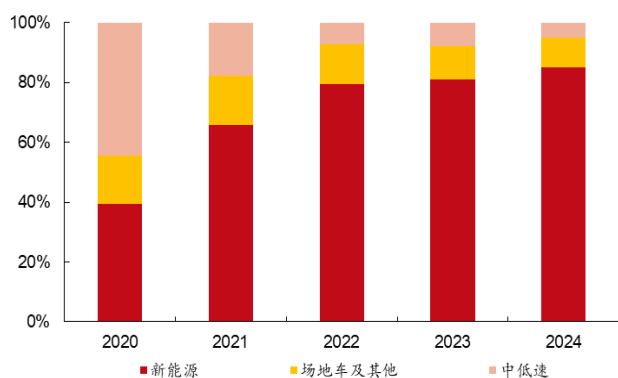
时期（年）	产品特征	发展阶段
2017-2019	物理集成	▶ 第二代三合一驱动系统和三合一电源系统： 1、基于三大底层核心技术实现电机、电控一体化设计。 2、从电控、充电机等单体产品向系统集成方案快速转型升级，获得吉利、长安、上汽通用五菱、江淮等多家车企定点，并实现批量化生产
2020-2021	深度集成	▶ 基于“集成芯”技术的第三代驱动系统： 1、基于三大底层核心技术和创新的“集成芯”技术实现了电机、电控的高度融合，大幅减小体积，提高功率密度。 2、随着动力总成一体化工厂的建成投产，较大幅度地提升了自动化生产水平，实现了批量化生产。 3、“集成芯”驱动系统产品荣获中国汽车工业协会“中国汽车供应链优秀创新成果”奖、“动力总成电气化”金辑奖。
2022-2023	高压架构	▶ 基于扁线电机和 SiC 技术的 800V 平台化架构的第三代六合一动力系统： 1、实现了基于 800V 架构的扁线电机铁芯、定子总成高度自动化生产；

时期（年）	产品特征	发展阶段
		2、实现了基于 SiC 并联技术的电机控制器的批量化验证； 3、实现了基于 SiC 技术的 6.6KW 和 11KW 电源系统的批量化生产； 4、完成基于 800V 平台化架构的第三代六合一动力系统的自动化、规模化、平台化生产
2024 年	高度平台化	> “赋能砖”电机控制器： 1、平台化：从器件、模组到工艺装备全面实现平台化，降低开发难度，减少专用物料，降低制造费用，提高制程质量，实现敏捷交付； 2、应用场景广泛，从新能源汽车领域可以延展到低空经济、海洋经济领域； 3、高功率密度：体积小、重量轻，安装使用方便，成本低； 4、功率范围宽，覆盖 30kW-500kW； 5、电压范围宽，兼容 200V 低压平台到 1200V 高压架构； 6、功率器件兼容 SiC 和 IGBT； 7、软件架构符合各应用领域的体系要求
	双绕组双电控	> eVTOL 油冷电推进系统： > 1、密闭系统，IP67 等级，雨天、大雾天气系统运行安全可靠； > 2、高功率密度、高转矩密度，体积小重量轻，提升整机续航； > 3、扁线系统槽满率高，工艺及制造一致性好； > 4、定转子及工艺结构整体性好，强度高，高速运行可靠； > 5、高集成化，双控制系统，可靠性和安全性符合航空级适航要求。

数据来源：公司公告，西南证券整理

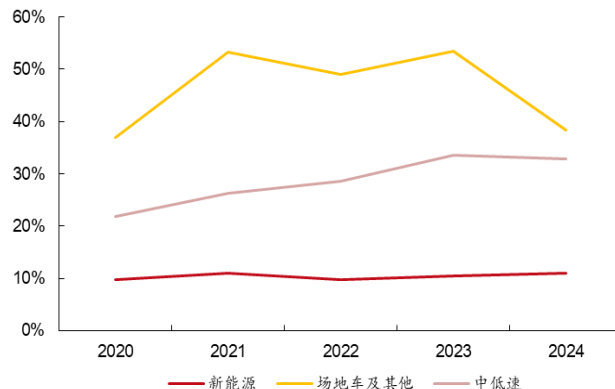
公司聚焦于新能源领域，非道路车辆及低空经济领域客户拓展顺利。按行业分，公司收入来源可划分为新能源、中低速、场地车及其他。公司 2020-2024 年，公司新能源领域收入规模及占比快速增长，主要得益于国内新能源汽车行业快速发展。2024 年，公司新能源领域实现营收 20.7 亿元，同比增长 30.2%，收入占比超过 85%。场地车及其他领域，得益于公司在非道路车辆及低空经济领域客户的迅速拓展，2024 年实现营收 2.4 亿元，同比增长 11.5%。

图 2：新能源领域收入占比超 80%



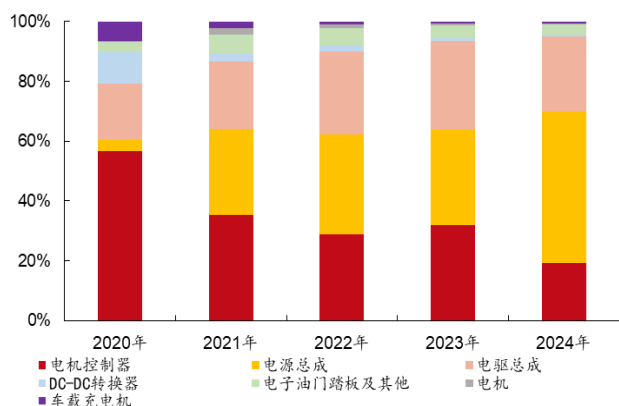
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：分行业毛利率情况

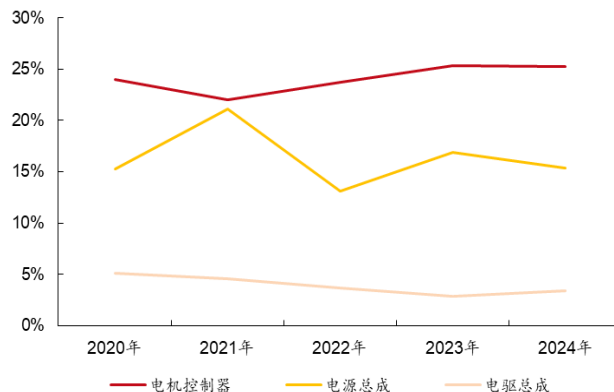


数据来源：Wind，西南证券整理

分产品来看，公司核心三大产品为电源总成、电驱总成、电机控制器。公司构建了驱动系统和电源系统货架式产品矩阵。2024 年，电源总成实现营收 12.3 亿元，同比增长 96.7%；电机控制器实现营收 4.7 亿元，同比减少 25.5%；电驱总成实现营收 6.1 亿元，同比增长 5.3%。近年来，电机控制器、电源总成、电驱总成毛利率分别维持在 25%、15%、3% 左右。

图 4：电源总成、电驱总成、电机控制器为公司核心三大产品


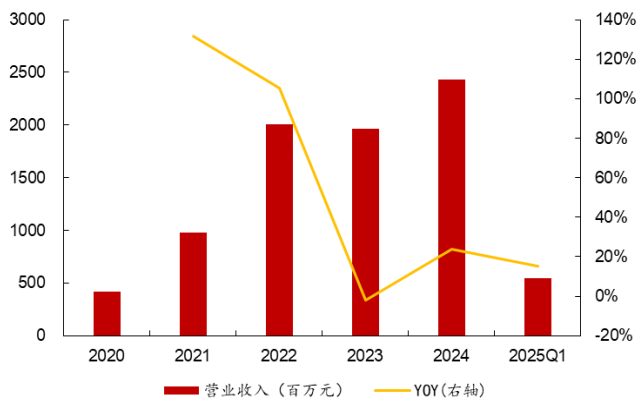
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：分产品来看，电机控制器毛利率相对较高


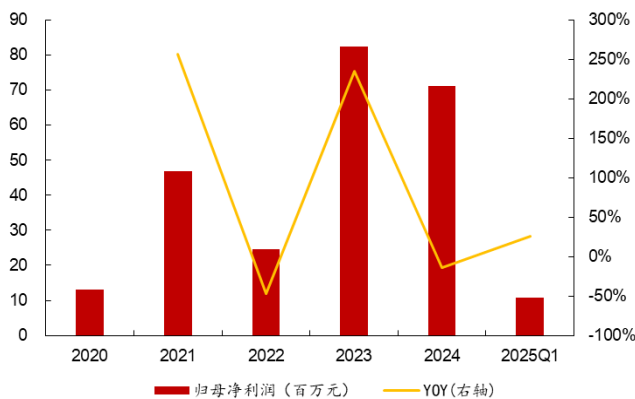
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 收入规模快速增长，新领域拓展打开成长天花板

新能源浪潮下，收入端实现高速增长。2020-2024 年，公司营收从 4.2 亿元增长至 24.3 亿元，期间 CAGR 高达 55%。2024 年，公司实现归母净利润 0.71 亿元，同比下滑 13.8%，主要系 2024 年度确认股权激励费用 0.56 万元，剔除股权激励费用影响后，实现归母净利润 1.16 亿元。

图 6：2024 年，公司实现营收 24.3 亿元，同比+23.8%


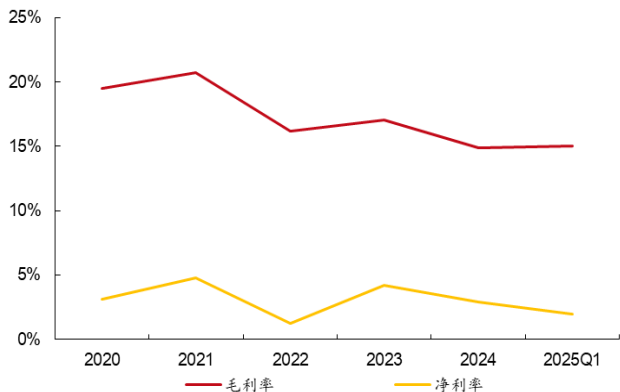
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2024 年，公司实现归母净利润 0.7 亿元，同比-13.8%


数据来源：Wind，西南证券整理

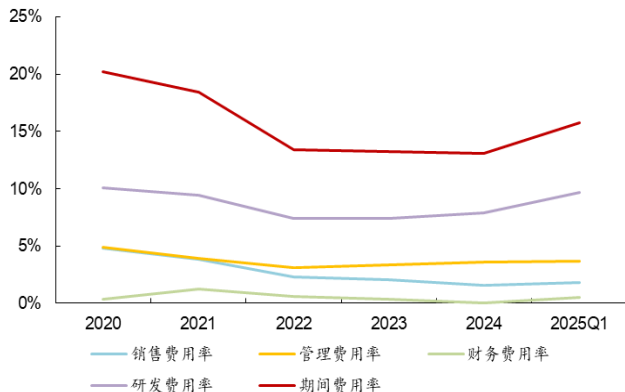
持续保持高强度研发，新领域放量有望抬升盈利水平。2024 年，公司毛利率、净利率分别为 14.9%、2.9%，同比分别减少 2.2、1.3 个百分点，毛利率略微下滑主要系受会计政策调整影响，将售后服务费从销售费用调整到营业成本；期间费用率为 13.1%，同比基本持平。公司持续保持高强度的研发投入，核心产品优势显著。相较于新能源领域，工程机械及低空经济领域产品毛利率相对较高，我们认为随着后续相关领域产品放量，有望带动公司盈利能力上行。

图 8：2024 年，毛利率、净利率分别为 14.9%、2.9%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2024 年，期间费用率为 13.1%

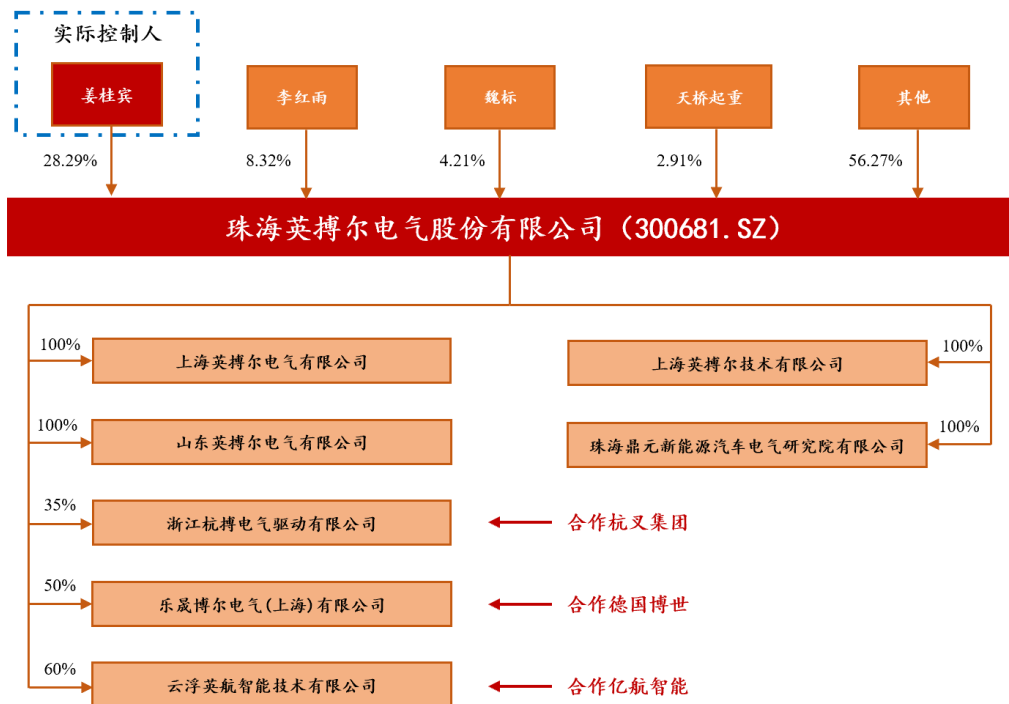


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 股权激励充分，合资公司多领域布局

三家合资公司助力新业务拓展，员工持股计划充分调动积极性。公司实际控制人为姜桂宾先生，直接持有公司股份 28.29%。创始人团队姜桂宾、李红雨、魏标三人均毕业于西安交通大学电气工程专业，专业技术背景深厚。公司通过战略合作、合资方式成立浙江杭搏、乐晟博尔、云浮英航三家公司，积极推动新领域拓展。上市以来，公司多次推出员工股权激励计划。2023 年，公司推出最新一期股权激励计划包括公司董事、高级管理人员、核心技术/业务人员 450 人，覆盖范围广，激励充分，彰显公司长期发展信心。

图 10：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：2023 年公司激励计划

解除限售安排	对应考核年度	考核年度达成上市公司净利润增长率 (以 2022 年净利润为基数)		考核年度达成上市公司营业收入增长率 (以 2022 年营业收入为基数)	
		目标值 (对应值)	触发值 (对应值)	目标值 (对应值)	触发值 (对应值)
第一个归属期	2023 年	40% (约 5800 万元)	32%	20%	16%
第二个归属期	2024 年	120% (约 9100 万元)	96%	60%	48%
第三个归属期	2025 年	300% (约 16500 万元)	240%	120%	96%

数据来源：公司公告，西南证券整理（以上“净利润”指经审计的合并报表中归属于公司股东的净利润，并剔除有效期内公司所有股权激励计划及员工持股计划所涉及股份支付费用影响的数据作为计算依据）

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 新能源领域：中汽协预测，2025 年新能源汽车预计销量有望达到 1600 万辆，同比增长 24.4%。受益于新能源汽车行业的增长，新能源汽车动力系统（电源总成和驱动总成）及其电机、电控等核心产品市场需求亦将同步增长，公司产品在新能源车领域优势显著。预计 2025-2027 年，新能源领域收入分别同比增长 25.0%、15.0%、12.0%，毛利率分别为 11.1%、11.1%、11.1%。

2) 场地车及其他：非道路车辆领域，公司已达成与比亚迪、徐工、中联、三一、柳工、山东临工、杭叉、星邦等国内客户和韩国现代、韩国斗山、德国凯澳等国际客户的合作，并且完成了林德叉车、诺力叉车等项目定点，相关产品已开始逐步放量；低空经济领域公司深度合作亿航智能，亿维特、高域的样机也在顺利开发中，伴随低空经济应用场景加速构建，公司相关产品持续受益。预计 2025-2027 年，场地车及其他领域收入分别同比增长 65.0%、93.2%、63.9%，毛利率分别为 42.2%、41.3%、38.8%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
新能源	收入	2067.87	2584.84	2972.57	3329.28
	增速	30.15%	25.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	11.08%	11.10%	11.10%	11.10%
中低速	收入	117.51	123.38	129.55	136.03
	增速	-24.28%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	32.87%	33.00%	33.00%	33.00%
场地车及其他	收入	244.37	403.20	778.96	1276.68
	增速	11.52%	65.00%	93.19%	63.90%
	毛利率	38.27%	42.15%	41.25%	38.78%
合计	收入	2429.76	3111.43	3881.08	4741.99
	增速	23.8%	28.06%	24.74%	22.18%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	毛利率	14.9%	15.99%	17.88%	19.18%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑公司业务范围，选择兆威机电、长盛轴承、双林股份、汉威科技、五洲新春、四川九洲、莱斯信息做为可比公司。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.3、2.0、3.0 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 61%。考虑公司新能源领域产品具备显著竞争优势，工程机械、低空经济等新领域快速拓展，打开成长空间，给予公司 2025 年 75 倍 PE，对应目标价 39.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24A/E	25E	26E	23A	24A/E	25E	26E
003021.SZ	兆威机电	127.35	1.05	0.91	1.15	1.45	121.04	140.42	110.84	87.82
300718.SZ	长盛轴承	78.02	0.81	0.77	0.94	1.12	96.26	101.75	83.15	69.79
300100.SZ	双林股份	78.53	0.20	1.24	1.16	1.39	390.50	63.33	67.56	56.67
300007.SZ	汉威科技	40.15	0.40	0.23	0.35	0.42	100.50	171.43	115.34	94.58
603667.SH	五洲新春	35.66	0.37	0.37	0.52	0.65	95.12	96.77	68.29	54.92
000801.SZ	四川九洲	15.60	0.20	0.19	0.24	0.28	79.63	82.06	65.66	55.28
688631.SH	莱斯信息	78.65	0.81	0.79	1.20	1.59	97.33	99.56	65.68	49.32
平均值							140.06	107.90	82.36	66.91

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

行业竞争加剧的风险：我国新能源汽车市场迅速发展，车企、供应商等多方参与，以争夺市场份额，竞争仍有加剧的风险。公司作为动力系统供应商，拥有众多优质车企客户，产品具有成本和技术优势，但并不排除国内同行和外资企业研发进程加快、推出富有竞争力的产品，加剧市场竞争。

新能源车市场不及预期的风险：公司主业聚焦于新能源车领域，目前新能源车仍处于高速拓展时期，如果中国新能源汽车销量增速或渗透率增长放缓，将直接影响公司产品销量及价格，进而影响公司业绩。

eVTOL 市场不及预期的风险：低空经济正处于发展早期，行业发展不确定性较强，公司深度合作低空经济领域头部厂商，如果行业发展不及预期，可能对公司业绩造成一定影响。

新领域拓展不及预期的风险：公司除了聚焦于新能源车领域以外，同时正向工程机械、低空经济等领域快速拓展中，如果新领域拓展不及预期，可能对公司未来经营状况造成一定的影响。

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	2429.76	3111.43	3881.08	4741.99	净利润	71.00	134.90	202.42	297.85
营业成本	2068.59	2613.85	3187.07	3832.40	折旧与摊销	89.60	60.18	60.18	60.18
营业税金及附加	7.52	9.33	11.64	14.23	财务费用	0.61	5.18	7.75	9.91
销售费用	37.35	46.67	56.28	66.39	资产减值损失	-31.02	-25.00	-30.00	-30.00
管理费用	88.28	342.26	426.92	521.62	经营营运资本变动	5.09	240.20	-155.04	-152.35
财务费用	0.61	5.18	7.75	9.91	其他	164.64	77.48	45.43	101.96
资产减值损失	-31.02	-25.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	299.92	492.94	130.74	287.54
投资收益	-9.64	5.00	5.00	5.00	资本支出	-385.59	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	1.01	0.00	0.00	0.00	其他	-211.68	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-597.27	-495.00	-495.00	-495.00
营业利润	50.22	124.14	226.41	332.44	短期借款	-56.77	19.01	0.00	338.75
其他非经营损益	-2.41	-1.50	-1.50	-1.50	长期借款	-63.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.80	122.64	224.91	330.94	股权融资	93.46	0.00	0.00	0.00
所得税	-23.20	-12.26	22.49	33.09	支付股利	-7.57	-14.20	-26.98	-40.48
净利润	71.00	134.90	202.42	297.85	其他	607.06	-113.97	-7.75	-9.91
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	572.75	-109.16	-34.73	288.35
归属母公司股东净利润	71.00	134.90	202.42	297.85	现金流量净额	275.40	-111.22	-398.99	80.89
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	903.52	792.30	393.31	474.20	成长能力				
应收和预付款项	890.01	1217.27	1508.21	1831.74	销售收入增长率	23.77%	28.06%	24.74%	22.18%
存货	957.32	1227.56	1539.40	1833.12	营业利润增长率	-35.27%	147.21%	82.39%	46.83%
其他流动资产	446.10	80.04	99.84	121.99	净利润增长率	-13.79%	90.00%	50.05%	47.14%
长期股权投资	19.71	19.71	19.71	19.71	EBITDA 增长率	-13.28%	34.94%	55.33%	36.75%
投资性房地产	77.15	77.15	77.15	77.15	获利能力				
固定资产和在建工程	1528.79	1981.26	2433.73	2886.20	毛利率	14.86%	15.99%	17.88%	19.18%
无形资产和开发支出	89.53	79.46	69.39	59.32	三费率	5.20%	12.67%	12.65%	12.61%
其他非流动资产	323.00	320.42	317.85	315.27	净利率	2.92%	4.34%	5.22%	6.28%
资产总计	5235.14	5795.19	6458.60	7618.71	ROE	3.46%	6.43%	8.90%	11.77%
短期借款	80.99	100.00	100.00	438.75	ROA	1.36%	2.33%	3.13%	3.91%
应付和预收款项	1429.46	1881.56	2272.75	2727.81	ROIC	3.59%	5.99%	7.51%	8.96%
长期借款	417.96	417.96	417.96	417.96	EBITDA/销售收入	5.78%	6.09%	7.58%	8.49%
其他负债	1255.15	1296.92	1393.69	1502.64	营运能力				
负债合计	3183.56	3696.44	4184.41	5087.16	总资产周转率	0.52	0.56	0.63	0.67
股本	255.83	255.83	255.83	255.83	固定资产周转率	3.21	3.95	5.25	6.85
资本公积	1376.70	1376.70	1376.70	1376.70	应收账款周转率	2.99	3.21	3.08	3.07
留存收益	345.52	466.22	641.66	899.02	存货周转率	2.21	2.31	2.27	2.26
归属母公司股东权益	2051.59	2098.75	2274.19	2531.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.29%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2051.59	2098.75	2274.19	2531.55	资产负债率	60.81%	63.78%	64.79%	66.77%
负债和股东权益合计	5235.14	5795.19	6458.60	7618.71	带息债务/总负债	38.82%	33.95%	29.99%	31.33%
					流动比率	1.67	1.37	1.22	1.12
					速动比率	1.17	0.86	0.69	0.64
					股利支付率	10.66%	10.53%	13.33%	13.59%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	140.43	189.50	294.35	402.53	每股收益	0.28	0.53	0.79	1.16
PE	117.39	61.78	41.18	27.98	每股净资产	8.02	8.20	8.89	9.90
PB	4.06	3.97	3.67	3.29	每股经营现金	1.17	1.93	0.51	1.12
PS	3.43	2.68	2.15	1.76	每股股利	0.03	0.06	0.11	0.16
EV/EBITDA	58.21	43.64	29.45	22.17					
股息率	0.09%	0.17%	0.32%	0.49%					

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。

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	wyyf@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
北京	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
	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
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	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
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn