

利润率修复成效显著，SiC 业务成长性未来可期

投资要点

- **事件:** 公司发布 25Q1 季报。25Q1, 公司实现营收 15.8 亿元 (+18.9%); 归母净利润 2.7 亿元 (+51.2%), 业绩持续向好。
- **业绩端稳中有增, 利润率修复成效显著。**此前, 公司发布 24 年报告, 报告期内公司不断加大 Mosfet、IGBT、SiC 等产品在新能源汽车、人工智能、工业、光伏储能等市场的推广力度, 整体订单和出货量较去 23 年同期提升, 全年实现营收 60.3 亿元, 同比增长 11.53%; 归母净利润 10.0 亿元, 同比增长 8.5%。**1) 分产品来看,**24 年公司半导体功率器件/分立器件芯片/半导体硅片/其他业务分别实现收入 52.0/5.0/1.9/1.4 亿元, 分别同比+12.5%/+2.9%/+7.2%/+14.3%, 分别占比营收 86.3%/8.3%/3.1%/2.4%。**2) 利润率方面,**24 年公司毛利率/净利率分别为 33.1%/16.6%, 分别同比+2.8pp/-0.5pp; 25Q1 公司毛利率/净利率均实现明显向上修复, 分别为 34.6%/17.1%, 分别同比+6.9pp/+3.7pp。**3) 费用率方面,**公司费用端管控效果良好。25Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 4.2%/5.0%/6.4%, 分别同比-0.5pp/+0.1pp/-0.3pp。公司高度重视研发, 24 年研发费用为 4.2 亿元, 同比增长 19.0%; 25Q1 研发费用为 1.0 亿元, 同比增长 14.5%。
- **战略性布局汽车电子领域, 细分产品市场份额逐步提升。**分产品看, **1) SiC 方面,**24 年公司投资的 SiC 工厂成功通线, 采用 IDM 技术不断实现产品迭代, 在碳化硅尤其是 SiC MOS 市场份额持续增加, 当前各类产品已广泛应用于 AI 服务器电源、新能源汽车、光伏储能、工业电源等领域。公司车载模块产品目前在多家汽车客户完成送样, 并且已经获得多家 Tier 1 和终端车企的测试及合作意向。计划于 25Q4 开展全国产主驱碳化硅模块的工艺、可靠性验证。**2) IGBT 方面,**公司基于 Fabless 模式, 在 8/12 吋平台完成了 1.6/2.2μm pitch 微沟槽 650V 30A-160A, 1200V 15A-200A IGBT 芯片全系列开发, 并在客户端已实现全系列批量出货。**3) Mosfet 方面,**公司主攻汽车电子领域, 多款车规产品通过终端汽车电子客户测试, 已经进入批量量产阶段; 公司持续向大功率车载电机类应用做型号扩展, 特别针对车载 DC-DC、无线充电、车灯、负载开关等应用持续完善型号扩充, 多款产品可靠性已经通过车规级验证, 未来将逐步推向市场。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 25-27 年归母净利润为 12.1/14.5/17.1 亿元, 未来三年归母净利润复合增速有望达 19.6%。公司深耕功率半导体领域, 不断加大第三代半导体领域的研发投入, 市占率稳步提升。考虑到公司产品优势较强, 在经营模式上, 海外+国内两条腿走路模式以及自身 IDM 优势有望注入成长动能, 给予公司 2025 年 26 倍 PE, 对应目标价 57.98 元, 首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进度不及预期、行业需求不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6033.38	7134.53	8332.19	9450.27
增长率	11.53%	18.25%	16.79%	13.42%
归属母公司净利润 (百万元)	1002.45	1210.25	1454.21	1714.92
增长率	8.50%	20.73%	20.16%	17.93%
每股收益 EPS (元)	1.84	2.23	2.68	3.16
净资产收益率 ROE	10.92%	11.91%	12.78%	13.40%
PE	26	21	18	15
PB	2.92	2.63	2.34	2.07

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn
联系人: 吴奕霖
电话: 0755-23617478
邮箱: wuyi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.43
流通 A 股(亿股)	5.42
52 周内股价区间(元)	33.4-54.48
总市值(亿元)	256.30
总资产(亿元)	146.87
每股净资产(元)	16.63

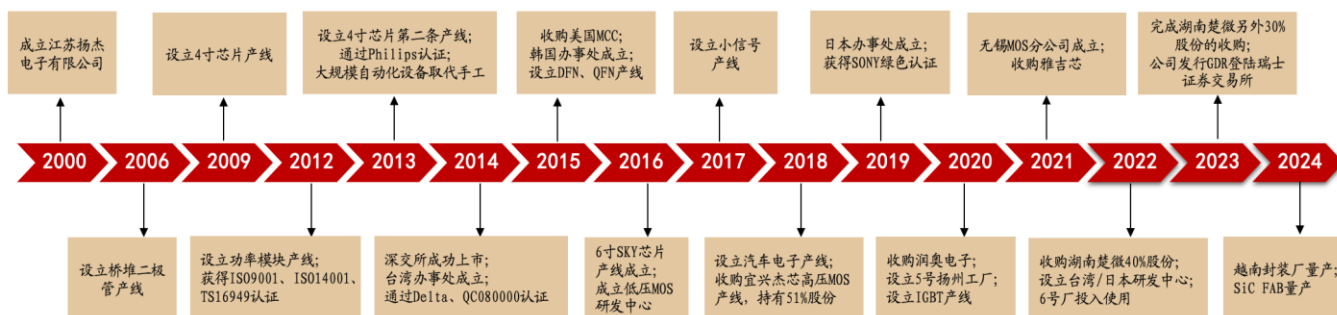
相关研究

1 公司为功率半导体 IDM 领先企业

1.1 公司简介：深耕第三代半导体领域，IDM+Fabless 模式并行

深耕第三代半导体领域，IDM 优势显著。扬州扬杰电子科技有限公司成立于 2000 年 4 月，2014 年 1 月 23 日在深交所上市，是国内少数集半导体分立器件芯片设计制造、器件封装测试、终端销售与服务等产业链垂直一体化（IDM）的杰出厂商。经过二十余年的发展，扬杰科技以其技术创新优势、产品质量优势、品牌形象优势以及其自主可控的核心半导体技术在市场上树立了良好的口碑，并得到了客户的广泛认可和好评，已成为半导体行业翘楚。

图 1：公司发展沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

产品线持续拓宽，“123”战略体系指引公司稳健增长目标。公司主营产品主要分为三大板块，具体包括材料板块（单晶硅棒、硅片、外延片）、晶圆板块（5 吋、6 吋、8 吋硅基及 6 吋碳化硅等各类电力电子器件芯片）及封装器件板块（MOSFET、IGBT、SiC 系列产品、整流器件、保护器件、小信号及其他产品系列）。产品广泛应用于汽车电子、人工智能、清洁能源、5G 通讯、智能安防、工业、消费类电子等诸多领域。为完成“成为世界信赖的功率半导体伙伴”的使命，公司提出“123”战略体系，即一个方向、双轮驱动、三大战略”：1) 紧紧围绕电力电子元器件产业方向；2) 实现功率器件和保护元器件双轮驱动；3) 持续推进“产品领先、卓越运营、全球发展”三大发展战略。

表 1：公司产品介绍

领域	类别	系列产品
分立器件	汽车	小信号开关二极管、小信号三极管、肖特基二极管、MOSFET、功率稳压管、小信号肖特基二极管、整流二极管、瞬态抑制二极管、功率三极管、SiC 汽车电子、小信号稳压管、快恢复二极管、静电保护二极管、小信号数字三极管、IGBT 汽车电子
	整流器件	整流桥、超高效整流二极管、光伏二极管、普通整流二极管、超快恢复二极管、快恢复二极管、肖特基二极管、汽车电子整流器件
	保护器件	瞬态抑制二极管、稳压管、晶闸浪涌保护器、可控硅、静电保护二极管、汽车电子保护器件
	小信号	小信号开关二极管、小信号三极管、小信号肖特基二极管、小信号数字三极管、小信号稳压管、功率三极管、汽车电子小信号
	MOSFET	ALL MOSFET、汽车电子 MOSFET、高压 MOSFET(500V-1000V)、中低压 MOSFET（12V-400V）、

领域	类别	系列产品
		NP MOSFET(12V-300V)
	SiC	SiC 肖特基二极管单管、SiC MOSFET 模块、SiC MOSFET 单管、汽车 SiC 肖特基二极管、SiC 二极管模块、汽车 SiC MOSFET
	IGBT	IGBT 模块、IGBT 单管、IGBT 汽车电子
	模块	整流模块、晶闸管模块、快恢复模块、晶闸管混合模块、肖特基模块
	平板型分立器件	普通晶闸管、快速晶闸管、双向晶闸管、普通整流管、快恢复整流管、焊接整流管
晶圆	4/5 寸晶圆	STD 整流芯片、FRD 芯片、EPI 外延片、TVS 芯片、HVB 高压模块雪崩芯片、汽车电子芯片
	6 寸晶圆	TSBD 芯片、PSBD 芯片、FRED 芯片、LBD 芯片、PMBD 芯片、ESD 防护芯片
	8 寸晶圆	/
集成电路	集成电路	负载开关、线性稳压器、并联式电压基准、开关电源转换器

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司产品应用



数据来源：公司官网，西南证券整理

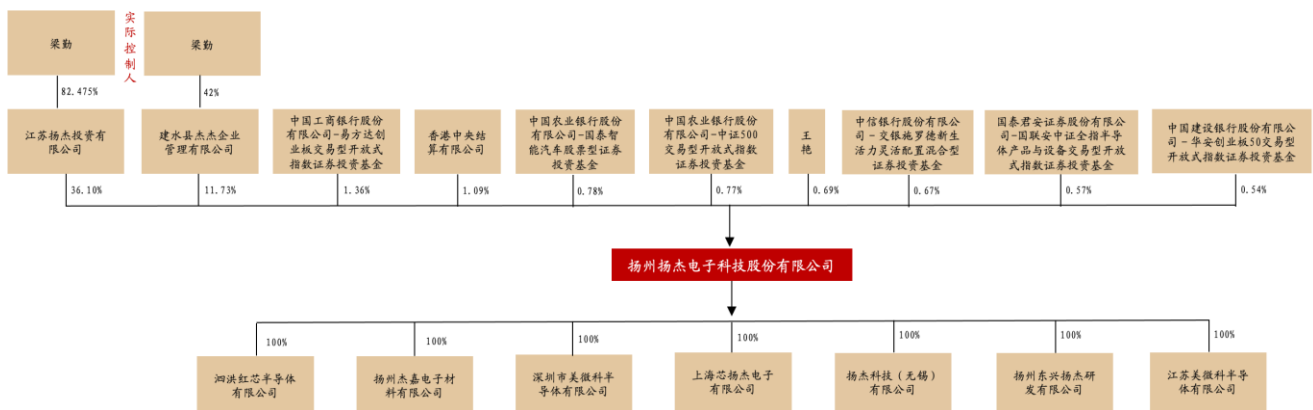
公司通过前瞻性的市场战略布局和持续的技术研发投入，构建了涵盖单晶硅片制造、芯片设计与制造、器件设计与封装测试、终端销售与服务等全产业链的一体化运营体系，成为国内少数实现纵向产业链整合的规模化半导体企业。在商业模式方面，公司创新性地采用“IDM+Fabless”混合模式，重点布局 MOSFET、IGBT 及第三代半导体等高端功率器件领域。凭借卓越的产品性能与稳定的质量管控体系，公司已在多个细分市场确立领先地位。其中，整流桥和光伏二极管产品的全球市场份额位居行业前列。同时，公司积极拓展新兴应用领域，重点推动 MOSFET、IGBT 及 SiC 等功率器件在新能源汽车、光伏储能、工业自动化及人工智能等战略性产业的规模化应用。通过持续优化生产工艺和供应链管理，公司实现了产品竞争力的全面提升，在保证产品品质的同时，显著提升了交付效率和成本优势，为持续扩大市场份额奠定了坚实基础。

公司充分利用现有业务开拓其他领域，核心竞争优势明显。1) 覆盖全产业链的研发体系：通过总部中央研究院与事业部专项研发团队的协同，公司建立了芯片设计、封装测试到应用验证的一站式技术能力，并依托 CNAS 认证实验室及产学研合作，持续推动碳化硅(SiC)、IGBT 等高端功率半导体的创新突破。2) IDM+Fabless 模式并行：公司自成立之初即重视

IDM 生产能力构建，以求在成本、产品质量、客户响应速度以及新品研发等多个方面建立自身优势。公司经营模式以 IDM 为主，同时在 MOSFET、IGBT、SiC 等高端领域采用 IDM+Fabless 相结合的模式。双模式并行，产业链一体化布局，从而保障未来产能。3) “双品牌”+“双循环”及品牌产品差异化的业务模式：公司布局海外渠道，形成“YJ+MCC”双品牌，成功实现以国内成本结构、海外品牌及渠道，抢占海外功率器件市场份额。

股权结构集中稳定，推行员工持股计划。公司股权结构较为集中，实际控制人为梁勤。董事长梁勤通过江苏扬杰投资有限公司和建水县杰杰企业管理有限公司间接持股公司 47.83%。公司前五大股东分别为江苏扬杰投资有限公司（36.1%）、建水县杰杰企业管理有限公司（11.73%）、中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金（1.36%）、香港中央结算有限公司（1.09%）以及中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金（0.78%）。为满足可持续发展的需要以及不断吸引和留住优秀人才，公司共推出 4 次限制性股票激励计划与 1 期员工持股计划。对为公司发展做出重大贡献的公司监事、高级管理人员及核心骨干人员授予股票。

图 3：公司股权结构



数据来源：公司季报，西南证券整理，截至 2025Q1

公司主要控股公司包括泗洪红芯半导体有限公司、扬州杰嘉电子材料有限公司、深圳市美微科半导体有限公司、上海芯扬杰电子有限公司、扬杰科技（无锡）有限公司、扬州东兴扬杰研发有限公司、江苏美微科半导体有限公司等，均为全资子公司。

2025，公司拟以发行股份及现金方式收购东莞贝特电子 100%股权，贝特电子主营业务包括熔断器、自恢复保险丝等电力电子保护原件，其下游领域主要为新能源汽车/光伏储能等，现有市场及客户群体均与扬杰科技高度重合，产品高度互补，有助于提升公司综合市场竞争能力。

1.2 公司业绩：业绩稳健增长，25Q1 表现亮眼

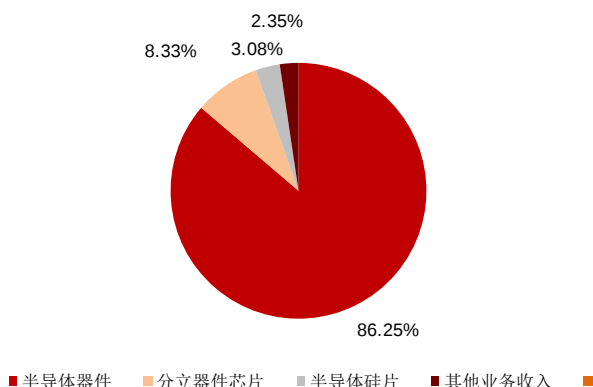
公司的主营业务主要包括：半导体器件、分立器件芯片、半导体硅片及其他，具体而言：

从营收结构来看，2024 年，半导体器件实现营业收入 52.0 亿元，同比上升 12.5%，贡献 86.3%的收入，为公司主要收入来源；分立器件芯片实现营业收入 5.0 亿元，同比增长 2.9%，收入占比 8.33%；半导体硅片实现营业收入 1.9 亿元，同比增长 7.2%，收入占比 3.1%；其

他业务实现营业收入 1.4 亿元，同比增长 14.3%，收入占比 2.4%。

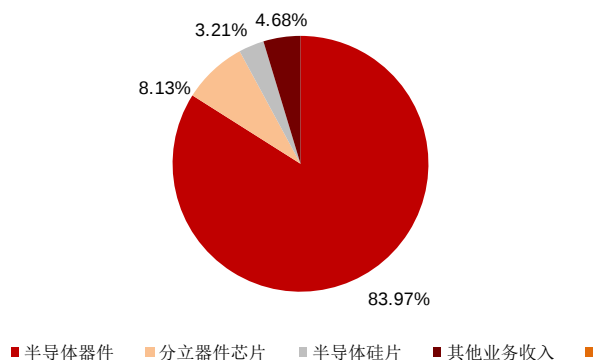
从毛利结构来看，2024 年，半导体器件贡献毛利 16.8 亿元，毛利占比 84.0%；分立器件芯片和半导体硅片分别贡献毛利 1.6/0.6 亿元，毛利分别占比 8.1%/3.2%；其他业务贡献毛利 0.9 亿元，毛利占比 4.7%。

图 4：公司 2024 年主营业务结构



数据来源：iFinD，西南证券整理

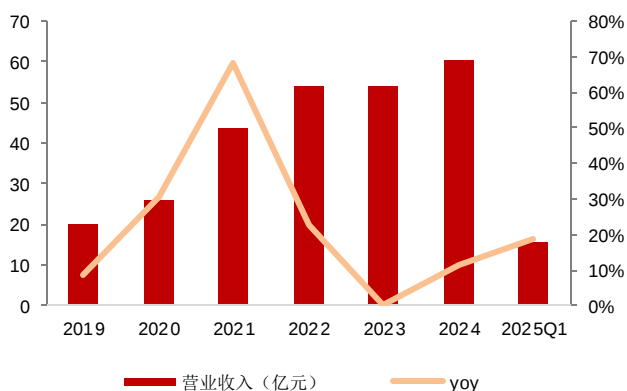
图 5：公司 2024 年主营业务毛利占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

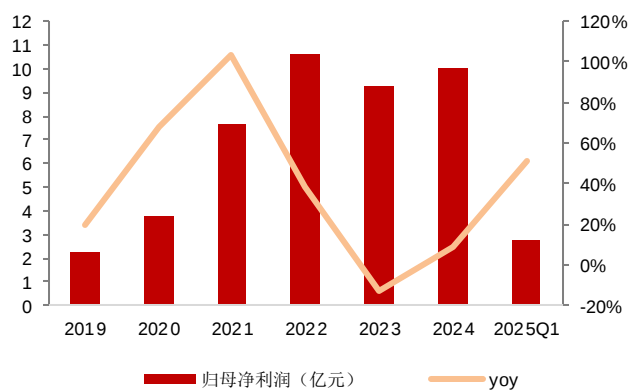
营收利润双增长，25Q1 表现亮眼。2019-2024 年，公司营业收入由 20.1 亿元增至 60.3 亿元，期间复合增长率为 24.6%，营收整体保持高速增长。2024 年营业收入为 60.3 亿元，同比上升 11.5%。从利润端看，2024 年公司实现归母净利润 10.0 亿元，同比上升 8.5%。2025Q1，公司分别实现营收/归母净利润 15.7/2.7 亿，分别同比增加 18.9%/51.2%，营收持续稳定增长，归母净利润增速加快。

图 6：公司 2019 年-2025Q1 营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

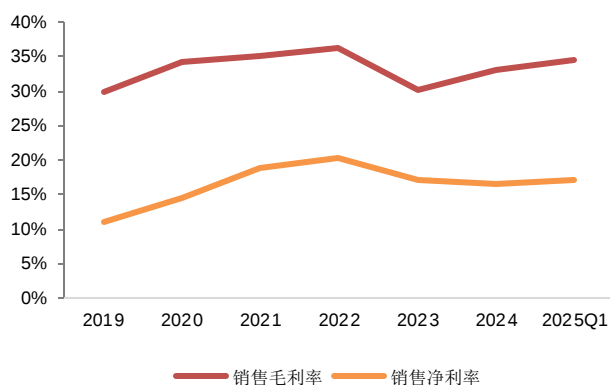
图 7：公司 2019 年-2025Q1 归母净利润及增速



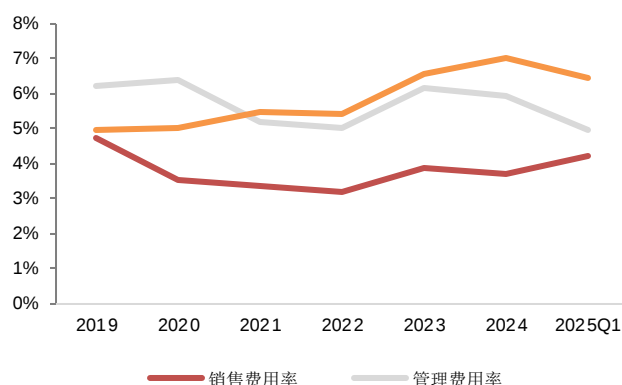
数据来源：iFinD，西南证券整理

利润率修复趋势较好，费用率持续优化。1) 利润率方面：2019-2022 年公司毛利率整体呈上升趋势，2023 年毛利率下滑较多，24 年毛利率为 33.1%，同比上升 2.8pp，修复趋势较好。公司净利率从 2019 年的 11.0% 上升至 2022 年的 20.2%，受外部市场环境下滑影响，2023 年净利率回落至 17.0%。2024 年净利率为 16.6%，较上年小幅下降 0.5pp。25Q1 公司毛利率继续增长至 34.6%，净利率恢复至 17.1%。

2) 费用率方面：2019-2024 年期间，公司销售费用率由 4.8%下降至 3.7%，整体呈下降趋势，其中 2024 年公司销售费用率为 3.7%，较 2023 年下降 0.1pp。25Q1 公司销售费用率为 4.2%，较去年同期增长 0.5pp。2019-2024 年期间，公司管理费用率由 6.2%下降至 6.0%。25Q1 公司管理费用率为 5.0%，较去年同期下降 1.0pp。公司销售费用率和管理费用率下降得益于公司降本措施的成效以及成本管控能力的进一步提升。2019-2024 年期间，公司研发费用率呈上升趋势，2024 年研发费用率为 7.0%，较 2023 年提升 0.4pp，主要系新产品研发项目和职工薪酬增加所致。25Q1 公司研发费用率为 6.4%，研发费用为 1.0 亿元，同比增长 14.5%。

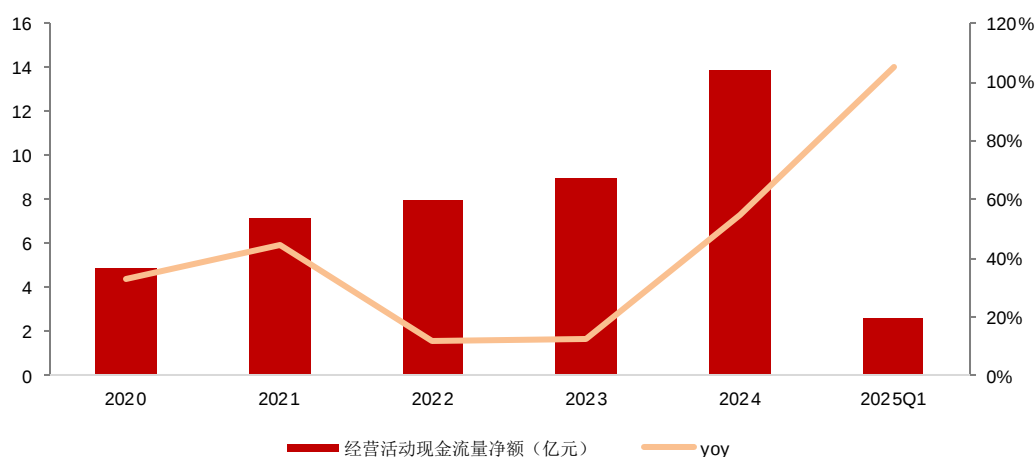
图 8：公司 2019 年-2025Q1 毛利率和净利率情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 9：公司 2019 年-2025Q1 费用率情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

经营活动现金流稳定上升，25Q1 实现大幅增长。2019-2024 年期间，经营活动现金流净额呈稳定上升态势，由 3.7 亿上升至 13.9 亿。公司 2024 年经营活动现金净额为 13.9 亿元，相较去年同期增长 54.8%。25Q1 公司经营活动现金流净额为 2.6 亿元，同比上升 104.9%，主要系 Q1 销售商品回收的现金流增加所致。

图 10：公司 2020 年-2025Q1 经营活动现金流情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：半导体器件。公司坚定不移地在功率半导体领域深耕，并借助于市场和产品等优势逐步向横向和纵向产品矩阵拓展。在功率半导体方面形成“三大产品系列”，分别是：以功率二极管、整流桥、硅片等产品线为主的 H1（基础业务）业务，以 MOSFET、小信号等产品线为主的 H2 业务，以 SiC、IGBT、模块等产品线为主的 H3（成长业务）业务，构建更加全面立体的一站式、全品类解决方案能力。在保护元器件板块，以公司已有的 TVS、TSS、ESD 等过压类保护器件为基础，不断拓展电力熔断器、电子熔断器、自恢复保险丝、一次性热熔断器及可复位温控器等过流保护元器件和过温保护元器件，强化上市公司在保护器件产品领域的产品品类和行业地位，形成更加完备的产品矩阵，与功率器件形成良好的产品横向协同效应。我们预计公司 25-27 年半导体器件业务订单量增速分别为 19.6%/17.8%/14.0%，毛利率分别为 34%/35%/36%。

假设 2：半导体芯片。预计公司 25-27 年公司半导体芯片订单增速有望达 8.5%/8.8%/7.8%，毛利率分别为 34%/35%/36%。

假设 3：半导体硅片。公司坚持以“IDM+Fabless”相结合的业务模式，强化从硅材料到晶圆设计制造再到封装测试的传统一体化优势，不断强化在第三代半导体等新产品领域的能力构建和产品开发，同时积极与优秀的外部平台开展战略合作，持续保持公司在行业中的领先地位。目前公司稼动率较高，未来将顺应市场需求进行扩产，我们预计公司 25-27 年半导体硅片业务将保持稳健增长的趋势，订单量增速分别为 17.0%/15.9%/15.0%，毛利率分别为 35%/37%/38%。

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 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
半导体器件	收入	5203.6	6223.5	7331.3	8357.7
	增速	12.5%	19.6%	17.8%	14.0%
	毛利率	32.2%	34.0%	35.0%	36.0%
半导体芯片	收入	502.4	545.0	592.9	639.1
	增速	2.9%	8.5%	8.8%	7.8%
	毛利率	32.3%	34.0%	35.0%	36.0%
半导体硅片	收入	185.6	217.2	251.7	289.4
	增速	7.2%	17.0%	15.9%	15.0%
	毛利率	34.5%	35.0%	37.0%	38.0%
其他业务	收入	141.7	148.8	156.3	164.1
	增速	14.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	65.9%	67.0%	68.0%	70.0%
合计	收入	6033.4	7134.5	8332.2	9450.3
	增速	11.5%	18.3%	16.8%	13.4%
	毛利率	33.1%	34.7%	35.7%	36.7%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 71.3 亿元（+18.3%）、83.3 亿元（+16.8%）和 94.5 亿元（+13.4%），归母净利润分别为 12.1 亿元（+20.7%）、14.5 亿元（+20.2%）、17.1 亿元（+17.9%），EPS 分别为 2.23 元、2.68 元、3.16 元，对应 PE 分别为 21、18、15 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了新洁能、斯达半导作为可比公司；2025 年 2 家公司平均 PE 为 27 倍。公司深耕功率半导体领域，不断加大第三代半导体领域的研发投入，市占率稳步提升。考虑到公司产品优势较强，在经营模式上，海外+国内两条腿走路模式以及自身 IDM 优势有望注入成长动能，我们给予公司 2025 年 26 倍 PE，对应目标价 57.98 元，首次覆盖予以“买入”评级。

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)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
605111.SH	新洁能	126.68	30.50	1.05	1.35	1.65	1.86	32	22	19	16
603290.SH	斯达半导	203.74	85.08	2.12	2.67	3.49	4.07	42	32	24	21
平均值								37	27	21.5	18.5

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2025/5/13

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	6033.38	7134.53	8332.19	9450.27	净利润	1000.62	1208.03	1451.55	1711.78
营业成本	4037.30	4657.51	5359.32	5986.60	折旧与摊销	642.63	295.01	295.01	295.01
营业税金及附加	38.22	45.19	52.78	59.86	财务费用	-135.03	83.96	75.45	66.32
销售费用	224.61	285.38	333.29	378.01	资产减值损失	-64.84	-5.00	-32.00	0.00
管理费用	1425.77	642.11	833.22	945.03	经营营运资本变动	55.13	-137.97	-285.89	-230.68
财务费用	-135.03	83.96	75.45	66.32	其他	-106.57	18.02	-9.15	50.50
资产减值损失	-64.84	-5.00	-32.00	0.00	经营活动现金流净额	1391.93	1462.06	1494.97	1892.94
投资收益	46.80	0.00	0.00	0.00	资本支出	-707.57	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.13	0.13	0.13	0.13	其他	-380.76	0.13	0.13	0.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1088.33	-999.87	-999.87	-999.87
营业利润	1182.97	1425.51	1710.27	2014.58	短期借款	502.03	-256.00	-300.00	-200.00
其他非经营损益	-12.87	-12.87	-12.87	-12.87	长期借款	128.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	1170.10	1412.64	1697.40	2001.71	股权融资	7.97	0.00	0.00	0.00
所得税	169.48	204.61	245.85	289.93	支付股利	-464.89	-200.49	-242.05	-290.84
净利润	1000.62	1208.03	1451.55	1711.78	其他	-128.01	-575.32	-75.45	-66.32
少数股东损益	-1.83	-2.22	-2.66	-3.14	筹资活动现金流净额	45.76	-1031.81	-617.50	-557.16
归属母公司股东净利润	1002.45	1210.25	1454.21	1714.92	现金流量净额	380.02	-569.62	-122.40	335.91
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	3942.23	3372.61	3250.22	3586.12	成长能力				
应收和预付款项	1941.79	2132.83	2544.37	2892.27	销售收入增长率	11.53%	18.25%	16.79%	13.42%
存货	1227.18	1425.62	1714.10	1883.11	营业利润增长率	12.23%	20.50%	19.98%	17.79%
其他流动资产	635.29	442.55	475.16	505.60	净利润增长率	8.58%	20.73%	20.16%	17.93%
长期股权投资	18.80	18.80	18.80	18.80	EBITDA 增长率	10.54%	6.74%	15.31%	14.19%
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	4826.53	4569.70	4312.88	4056.06	毛利率	33.08%	34.72%	35.68%	36.65%
无形资产和开发支出	500.90	1475.92	2450.93	3425.95	三费率	7.43%	14.18%	14.91%	14.70%
其他非流动资产	1178.91	1165.70	1152.50	1139.29	净利率	16.58%	16.93%	17.42%	18.11%
资产总计	14271.62	14603.73	15918.96	17507.21	ROE	10.92%	11.91%	12.78%	13.40%
短期借款	1056.00	800.00	500.00	300.00	ROA	7.01%	8.27%	9.12%	9.78%
应付和预收款项	2266.11	2339.51	2734.20	3091.62	ROIC	14.46%	18.36%	18.87%	19.39%
长期借款	523.74	523.74	523.74	523.74	EBITDA/销售收入	28.02%	25.29%	24.97%	25.14%
其他负债	1262.89	796.15	807.20	817.08	营运能力				
负债合计	5108.75	4459.41	4565.14	4732.45	总资产周转率	0.45	0.49	0.55	0.57
股本	543.35	543.35	543.35	543.35	固定资产周转率	1.74	2.14	2.70	3.35
资本公积	4066.99	4066.66	4066.66	4066.66	应收账款周转率	3.38	3.46	3.53	3.44
留存收益	4218.64	5228.40	6440.56	7864.64	存货周转率	3.21	3.35	3.34	3.30
归属母公司股东权益	8764.55	9748.21	10960.37	12384.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.66%	—	—	—
少数股东权益	398.32	396.11	393.45	390.31	资本结构				
股东权益合计	9162.87	10144.32	11353.82	12774.76	资产负债率	35.80%	30.54%	28.68%	27.03%
负债和股东权益合计	14271.62	14603.73	15918.96	17507.21	带息债务/总负债	30.92%	29.68%	22.43%	17.41%
					流动比率	2.01	2.30	2.41	2.54
					速动比率	1.69	1.85	1.89	2.00
					股利支付率	46.37%	16.57%	16.64%	16.96%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1690.56	1804.49	2080.73	2375.92	每股收益	1.84	2.23	2.68	3.16
PE	25.57	21.18	17.62	14.95	每股净资产	16.13	17.94	20.17	22.79
PB	2.92	2.63	2.34	2.07	每股经营现金	2.56	2.69	2.75	3.48
PS	4.25	3.59	3.08	2.71	每股股利	0.86	0.37	0.45	0.54
EV/EBITDA	13.27	12.36	10.63	9.09					
股息率	1.81%	0.78%	0.94%	1.13%					

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	yflyu@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
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	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	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn