

## 内研外扩稳健发展，模拟龙头未来可期

### 投资要点

- **事件：**公司发布 24 年年报及 25Q1 季报。24 年公司实现营收 33.5 亿元（+28.0%），归母净利润 5.0 亿元（+78.2%）。25Q1，公司实现营收 7.9 亿元（+8.3%）；归母净利润 0.6 亿元（+9.9%），业绩稳健增长。
- **内研外扩稳健发展，25Q1 表现亮眼。**公司发布 24 年报告，报告期内公司不断加大研发投入，推出一批具有世界先进水平、满足市场需求的新产品。24 全年实现营收 33.5 亿元，同比增长 28.0%；归母净利润 5.0 亿元，同比增长 78.2%。  
**1) 分产品来看，**24 年公司电源管理/信号链产品分别实现收入 21.8/11.7 亿元，分别同比+25.0%/+34.0%，分别占比营收 65.2%/34.8%。**2) 利润率方面，**24 年公司毛利率/净利率分别为 51.5%/14.7%，分别同比+1.86pp/+4.35pp；25Q1 公司毛利率/净利率均有所下降，分别为 49.1%/7.4%，分别同比-3.4pp/+0.4pp。**3) 费用率方面，**公司费用率稳中有升。25Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 7.9%/3.6%/31.1%，分别同比+0.1pp/-0.01pp/+2.6pp。公司高度重视研发，24 年研发费用为 8.7 亿元，同比增长 18.1%；25Q1 研发费用为 2.5 亿元，同比增长 18.2%。
- **持续拓展产品矩阵，看好汽车/工业国产替代机会。**公司产品广泛应用于工业控制、汽车电子、通讯设备、消费类电子和医疗仪器等领域，以及物联网、新能源、机器人和人工智能等新兴市场。公司注重产品研发，目前可供销售的料号数量近 5900 余款。报告期内，公司推出一批具有世界先进水平、满足市场需求的新产品，包括高精度电压基准、高隔离度高带宽双通道差分模拟开关、双向电荷泵、四通道 AMOLED 显示屏电源芯片、同步 DC/DC 升压芯片、高精度电流检测放大器等 700 余款产品，广泛覆盖到各个产品品类及细分应用领域。同时，公司在信号链和电源管理两大领域持续深化车规级产品布局，已完成多品类车规级模拟芯片的研发与产业化，确保产品在功能安全与性能表现上达到行业高标准，完善公司在汽车芯片市场的战略布局，增强其国际竞争力，未来有望受益于广阔国产替代机会。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 25-27 年归母净利润为 6.1/8.4/10.8 亿元，未来三年归母净利润复合增速有望达 29.4%。公司深耕模拟行业多年，为国内模拟公司绝对龙头，料号数量近 5900 余款，产品及覆盖下游领域广泛众多，对细分行业波动较为不敏感。过去几年，公司持续加大研发投入，对国产化率较低的领域进行料号储备；随着政策的不确定性逐步催化，我们认为下游客户将提高对供应链安全问题的重视，国产替代的进程有望加速，公司作为模拟龙头企业有望率先收益，享有一定估值溢价。我们给予公司 2025 年 14 倍 PS（历史 PS 估值中枢为 15 倍），对应目标价 120.41 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、汇率波动等风险。

| 指标/年度         | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 3346.98 | 4074.64 | 4910.04 | 5792.21 |
| 增长率           | 27.96%  | 21.74%  | 20.50%  | 17.97%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 500.25  | 608.92  | 844.09  | 1084.06 |
| 增长率           | 78.17%  | 21.72%  | 38.62%  | 28.43%  |
| 每股收益 EPS（元）   | 1.06    | 1.29    | 1.78    | 2.29    |
| 净资产收益率 ROE    | 10.68%  | 11.85%  | 14.44%  | 16.05%  |
| PE            | 92      | 75      | 54      | 42      |
| PB            | 9.96    | 8.98    | 7.87    | 6.80    |

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：聚源数据

### 基础数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本(亿股)      | 4.74         |
| 流通 A 股(亿股)   | 4.54         |
| 52 周内股价区间(元) | 65.19-123.69 |
| 总市值(亿元)      | 442.53       |
| 总资产(亿元)      | 58.84        |
| 每股净资产(元)     | 9.64         |

### 相关研究

## 1 公司为国内高端模拟芯片龙头企业

### 1.1 公司简介：专注模拟芯片研发，拓展产品矩阵

**模拟行业龙头，内研外扩稳健发展。**圣邦微电子（北京）股份有限公司是一家专注于高性能、高品质模拟集成电路研究、开发与销售的高新技术企业。公司成立于 2007 年，从建立初期就瞄准各类工业应用作为核心客户群，从运算放大器和 LDO 开始逐步将产品线宽度扩展到了完整的模拟信号、混合信号调理链路和完整的系统电源管理产品线。2016 年推出了 SGM40562 高输入电压电池充电器和 SGM41000 单芯片电池保护 IC，2017 年在深交所创业板成功上市。2018-2021 年，公司开始进行了一系列兼并收购，先后收购了大连阿尔法、钰泰半导体、上海萍生、杭州深谱、苏州青新方和上海方泰，丰富公司产品线，发挥协同效应。

图 1：公司发展沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

**产品矩阵丰满，自主创新的技术研发战略指引公司稳健增长目标。**公司产品全面覆盖信号链和电源管理两大领域，其中信号链类模拟芯片包括各类运算放大器、仪表放大器、比较器、数模转换器、模拟前端、音频功率放大器、模拟开关、电平转换芯片等；电源管理类模拟芯片包括 LDO、DC/DC 转换器、背光及闪光灯 LED 驱动器、AMOLED 电源芯片、PMU、过压保护、负载开关、电池充放电管理芯片、电池保护芯片、马达驱动芯片、MOSFET 驱动芯片等，可广泛应用于工业控制、汽车电子、通讯设备、消费类电子和医疗仪器等领域，以及物联网、新能源和人工智能等新兴市场。

公司坚持自主创新的技术研发战略，将产品设计与研发能力视为最重要的核心竞争力，自成立以来一直注重研发投入，研发投入逐年增加，开发并积累了一系列具有国际先进水平的核心技术与产品。在全球宏观经济下行导致半导体销量整体放缓的情景系，公司较强的自主研发实力和创新能力为其业绩成长提供了长期稳健的支撑。

表 1：公司产品介绍

| 领域      | 类别                   | 系列产品                                                                           |
|---------|----------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 模拟和混合信号 | 数据转换器                | 数模转换器（DAC）、AFE、模数转换器（ADC）、高速 ADC（ $\geq 10$ MSPS）、 $\Delta$ - $\Sigma$ ADC、SAR |
|         | 放大器                  | 运算放大器、仪表放大器、差分放大器、特定应用放大器、电流检测放大器、比较器                                          |
|         | 电压基准                 | 并联电压基准、串联电压基准                                                                  |
|         | 音频和视频                | 音频功率放大器、音频噪声抑制器、音频线路驱动器、音频转换器、视频缓冲器                                            |
|         | 逻辑电路                 | 逻辑门、缓冲器、驱动器、收发器、专用逻辑 IC、触发器、锁存器、寄存器                                            |
|         | 电平转换器                | 自动方向、固定方向、方向控制型、特定应用                                                           |
|         | 接口                   | I2C IC、静电（ESD）保护、多开关检测接口（MSDI）IC                                               |
|         | 模拟信号开关和多路复用器         | 模拟开关、USB 开关、总线开关、多路复用器、特定协议开关                                                  |
|         | 温度传感器                | 数字温度传感器、模拟温度传感器                                                                |
|         | 射频产品                 | RF Switch、RF LNA、功率放大器                                                         |
|         | 精密电阻网络               | 四个匹配的电阻器                                                                       |
| 电源管理    | 开关型直流电源转换器           | 降压转换器、电荷泵（无电感器）、反相转换器、降压/升压转换器、开关型电源控制器、升压转换器                                  |
|         | 低压差线性稳压器（LDO）        | 中 VIN（7V 至 30V）、1E VIN（ $\leq 7$ V）、FE VIN（ $>30$ V）                           |
|         | MOSFET               | P 沟道 MOSFET、N 沟道 MOSFET、氮化镓（GaN）MOSFET                                         |
|         | 电池充电管理和电池保护芯片        | 线性稳压充电器、开关电感充电器、开关电容充电器、电池保护电路                                                 |
|         | 系统电源管理和监控电路          | 不带看门狗定时器的电源监控器、集成看门狗定时器的电源监控器、多电源监控器、单电源监控器、看门狗定时器                             |
|         | 电源开关                 | 热插拔控制器、过压保护开关、负载开关                                                             |
|         | LCD 和 OLED 显示器电源及驱动器 | LCD 偏置电源、AMOLED 显示器电源                                                          |
|         | LED 驱动器              | 汽车 LED 驱动器、背光 LED 驱动器、RGB LED 驱动器、LED 闪光灯驱动器                                   |
|         | 马达驱动器和栅极驱动器          | 有刷直流（BDC）电机驱动器、无刷直流（BLDC）电机驱动器、步进电机驱动器、高侧驱动器、低侧驱动器、低侧栅极驱动器、半桥驱动器、传动器驱动器        |
|         | 专用辅助电源               | TEC 驱动器、EML 偏置 IC、APD Bias、备电芯片                                                |
|         | 电源管理单元（PMU）          | /                                                                              |

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司产品



数据来源：公司招股说明书

公司扎根本土市场，充分发挥本地化优势，紧贴客户需求，具备快速响应能力，客户满意度和品牌影响力持续提升，国内市场份额稳步扩大。同时，公司积极拓展海外业务，凭借卓越的产品性能、可靠的品质保障以及高效的技术支持，逐步赢得国际客户的广泛认可，取得了显著的市场突破。公司持续加大核心技术与创新产品的研发投入，重点推进车规级芯片等关键领域的技术攻关。在巩固现有核心技术与产品竞争优势的基础上，前瞻性布局工业与车用芯片、第三代半导体、大功率电源、新能源与储能等高端技术与应用方向，积极开展产品预研与技术储备，培育新的产品线与业务增长点。同时，公司稳步推进产业投资与并购工作，在巩固内生增长的基础上，围绕核心主业积极寻求契合公司长期战略的外延发展机遇。通过加强与产业链相关企业的协同与整合，推动产业融合与资源协同，进一步加快公司整体发展步伐，持续提升综合竞争力。

**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) 坚持自主创新，构建技术壁垒：**公司始终坚持自主研发战略，通过持续的研发投入和技术积累，形成了多项具有完全自主知识产权的核心技术，已建立起覆盖广泛、性能先进的高性能模拟芯片产品矩阵。公司产品广泛应用于工业控制、汽车电子、通信设备、消费电子和医疗仪器等多个领域，其综合性能指标达到甚至优于国际同类产品水平。

**2) 产品性能优越，贴近市场需求：**公司专注于高性能模拟芯片的研发与产业化，产品性能对标国际一线厂商，部分关键性能指标已超越国外同类产品。已推出如超低功耗运算放大器、高效率 DC/DC 转换器、多通道 AMOLED 电源等一系列高性能模拟器件，广泛满足客户对高精度、低功耗、小封装等多维度性能的需求。

**3) 完善的质量管理与先进制造体系：**公司严格依照国际标准构建质量管理体系，甄选高可靠性的晶圆制造与封测合作方，并对新产品执行全套严苛测试，确保产品在多方面达到行业领先水平。制程工艺方面，公司新一代产品逐步采用更先进的制造与封装技术。公司已通过 ISO9001 和 ISO14001 质量与环境管理体系认证，形成与国际标准接轨的生产管理体系。**4) 强化产业协同，打造人才核心优势：**公司注重与供应商保持稳定和持续的战略合作。同时，公司不断扩展销售网络，兼顾直销与经销模式，持续提升品牌影响力与行业知名度。公司核心团队成员拥有在国际著名半导体公司多年的工作和管理经验。公司通过多种途径积极引进人才，尤其是资深研发人员，使公司整体研发实力得到提升，产品线得以拓展，产品的技术含量进一步提高。

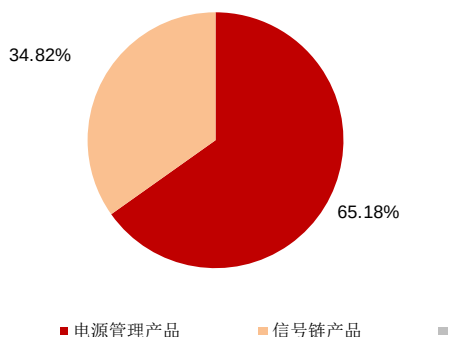
## 1.2 公司业绩：业绩稳健增长，25Q1 表现亮眼

公司的主营业务主要包括：电源管理产品和信号链产品，具体而言：

从营收结构来看，2024 年，电源管理产品实现营业收入 21.82 亿元，同比上升 24.95%，贡献 65.18% 的收入，为公司主要收入来源；信号链产品实现营业收入 11.65 亿元，同比增长 33.99%，收入占比 34.82%。

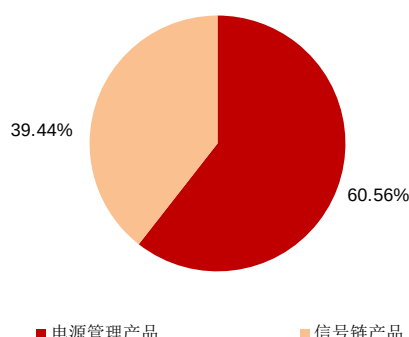
从毛利结构来看，2024 年，电源管理产品贡献毛利 10.43 亿元，毛利占比 60.56%；信号链产品贡献毛利 6.79 亿元，毛利分别占比 39.44%。

图 3：公司 2024 年主营业务结构



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：公司 2024 年主营业务毛利占比

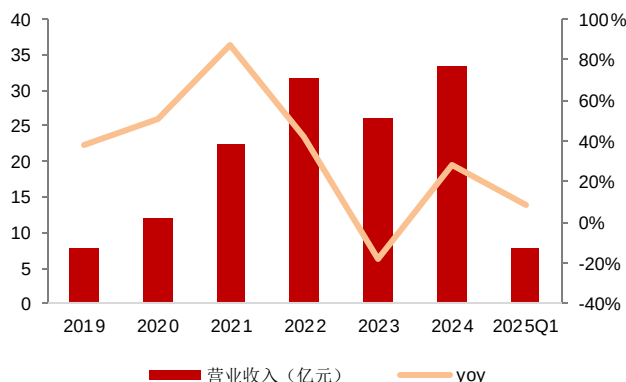


数据来源：iFinD，西南证券整理

**营收利润双增长，25Q1 稳健增长。**2019-2024 年，公司营业收入由 7.92 亿元增至 33.47 亿元，期间复合增长率为 33.41%，营收整体保持高速增长。2024 年营业收入为 33.47 亿元，同比上升 27.96%。从利润端看，2024 年公司实现归母净利润 5 亿元，同比上升 78.17%。2025Q1，公司分别实现营收/归母净利润 7.9/0.6 亿，分别同比增加 8.3%/9.9%，业绩表现稳健。

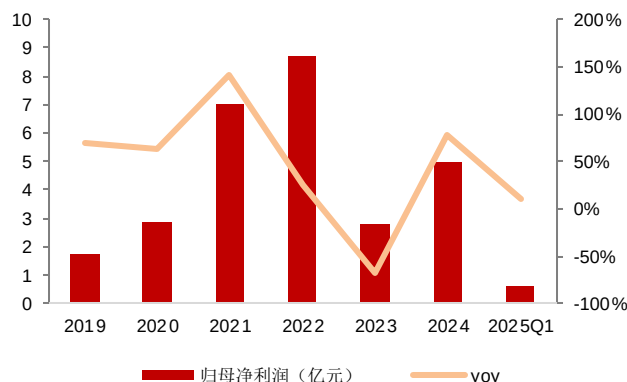


图 5：公司 2019 年-2025Q1 营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：公司 2019 年-2025Q1 归母净利润及增速

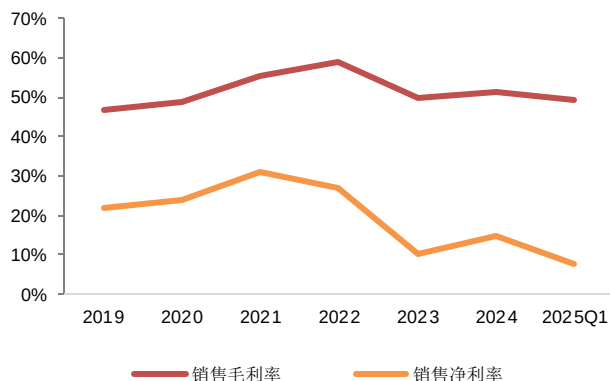


数据来源：iFinD，西南证券整理

**利润率重回增长，费用率稳中有升。**1) **利润率方面：**2019-2024 年公司毛利率由 46.88% 上升至 51.46%，整体保持相对稳定，24 年毛利率为 51.46%，同比上升 1.86pp。公司净利率从 2019 年的 22.05% 上升至 2021 年的 30.78%，受下半年全球半导体需求骤降、消费电子市场疲软及客户库存调整导致的行业周期性下行压力影响，2022 年净利率回落至 26.92%，2023 年净利率下降至 10.32%。2024 年净利率恢复至 14.67%，较上年上升 4.35pp。25Q1 公司毛利率及净利率分别为 49.07%/7.43%。

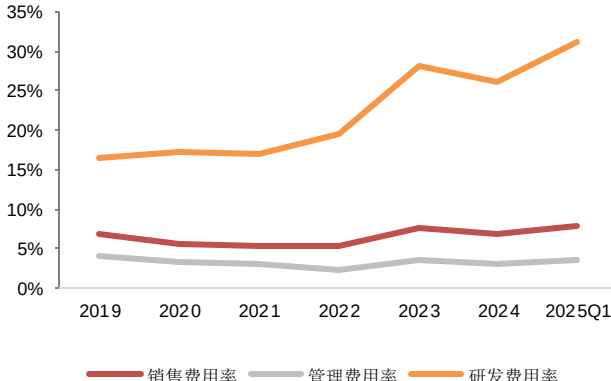
2) **费用率方面：**2019-2024 年期间，公司销售费用率由 6.94% 上升至 7%，整体呈上升趋势，其中 2024 年公司销售费用率为 7%，较 2023 年下降 0.59pp，销售费用率维持在相对较高水平，主要系市场推广费、股份支付费用、工资及社保等增长所致。25Q1 公司销售费用率为 7.91%，较去年同期增长 0.12pp。2019-2024 年期间，公司管理费用率由 4.08% 下降至 3.15%，2024 年管理费用减少主要系专业服务费用、房屋水电物业及股份支付费用减少所致。25Q1 公司管理费用率为 3.63%，较去年同期下降 0.01pp。2019-2024 年期间，公司研发费用率整体呈上升趋势，2024 年公司研发费用率为 26.02%。25Q1 研发费用率为 31.12%，较去年同期上升 2.6pp，研发费用为 2.46 亿元，同比增长 18.18%。

图 7：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

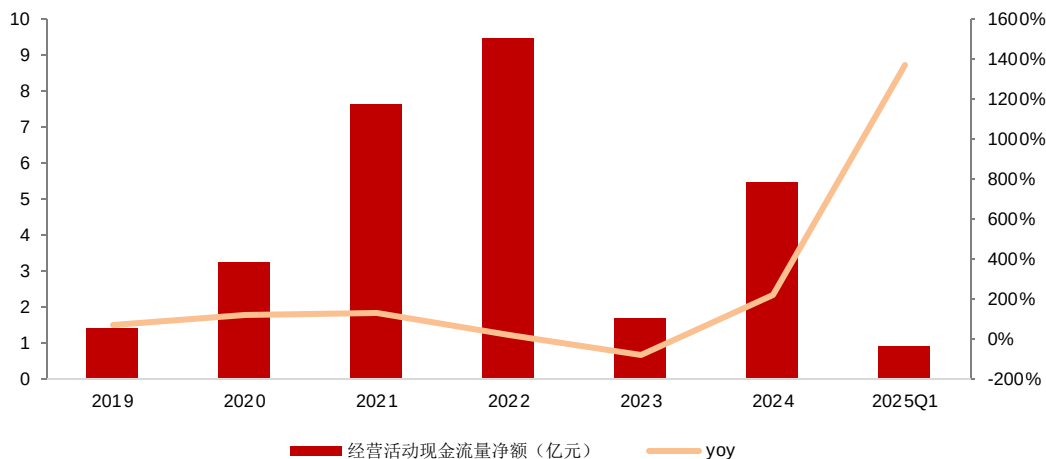
图 8：公司 2019 年-2025Q1 费用率情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

经营活动现金流波动式上升，25Q1 实现大幅增长。2019-2024 年期间，经营活动现金流净额整体呈上升趋势，由 1.45 亿上升至 5.49 亿。公司 2024 年经营活动现金净额为 5.49 亿元，相较于去年同期增长 221.87%。25Q1 公司经营活动现金流净额为 0.92 亿元，同比上升 1366.84%，主要系 Q1 销售商品回收的现金流增加所致。

图 9：公司 2019 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：电源管理。**公司产品品类丰富，包括 LDO、DC/DC 升降压转换器、AMOLED 电源芯片、PMU、负载开关、过压保护、马达驱动芯片、MOSFET 等，公司推动研发低功耗低压差线性稳压器系列芯片、高效低能耗的电源转换和驱动芯片等多样化产品，产品综合性能品质达到国际先进水平，部分已实现量产。公司产品下游领域应用广泛，包括汽车电子、消费电子、工业、智慧医疗、无人机等领域。我们预计公司 25-27 年电源管理芯片订单量增速分别为 20%/18%/15%，毛利率保持在 47%。

**假设 2：信号链。**公司信号链产品包括各类运算放大器、仪表放大器、比较器、模数/数模转换器、AFE、音频功率放大器、模拟开关、温度传感器、电平转换芯片、小逻辑芯片等，母球按正在研发高精度的模数/数模转换芯片和温度传感器芯片、高性能运放及比较器芯片、高速模拟开关芯片等，逐步开拓新的应用市场和客户，有助于公司巩固和强化在信号链产品领域的优势地位。预计公司 25-27 年信号链产品订单增速有望达 25%/25%/23%，毛利率分别为 57%/57%/58%。

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  |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 电源管理   | 收入  | 2181.7 | 2618.0 | 3089.2 | 3552.6 |
|        | 增速  | 25.0%  | 20.0%  | 18.0%  | 15.0%  |
|        | 毛利率 | 47.8%  | 47.0%  | 47.0%  | 47.0%  |
| 信号链    | 收入  | 1165.3 | 1456.7 | 1820.8 | 2239.6 |
|        | 增速  | 34.0%  | 25.0%  | 25.0%  | 23.0%  |
|        | 毛利率 | 58.3%  | 57.0%  | 57.0%  | 58.0%  |
| 合计     | 收入  | 3347.0 | 4074.6 | 4910.0 | 5792.2 |
|        | 增速  | 28.0%  | 21.7%  | 20.5%  | 18.0%  |
|        | 毛利率 | 51.5%  | 50.6%  | 50.7%  | 51.3%  |

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 40.7 亿元（+21.7%）、49.1 亿元（+20.5%）和 57.9 亿元（+18.0%），归母净利润分别为 6.1 亿元（+21.7%）、8.4 亿元（+38.6%）、10.8 亿元（+28.4%），EPS 分别为 1.29 元、1.78 元、2.29 元，对应 PE 分别为 75、54、42 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了思瑞浦、纳芯微、杰华特作为可比公司；由于近几年我国模拟上市公司受海外德州仪器价格战影响较大，盈利表现波动较大，我们采取 PS 估值法。2025 年三家公司平均 PS 为 9 倍。公司深耕模拟行业多年，为国内模拟公司绝对龙头，料号数量近 5900 余款，产品及覆盖下游领域广泛众多，对细分行业波动较为不敏感。过去几年，公司持续加大研发投入，对国产化率较低的领域进行料号储备；随着政策的不确定性逐步催化，我们认为下游客户将提高对供应链安全问题的重视，国产替代的进程有望加速，公司作为模拟龙头企业有望率先收益，享有一定估值溢价。给予公司 2025 年 14 倍 PS（历史估值中枢 15 倍），对应目标价 120.41 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<br>(亿元) | 股价<br>(元) | 营业收入（亿元） |       |       |       | PS（倍） |     |     |     |
|-----------|------|-------------|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|-----|-----|-----|
|           |      |             |           | 24A      | 25E   | 26E   | 27E   | 24A   | 25E | 26E | 27E |
| 688536.SH | 思瑞浦  | 190.30      | 143.51    | 12.20    | 18.94 | 24.86 | 31.29 | 16    | 10  | 8   | 6   |
| 688052.SH | 纳芯微  | 249.92      | 175.35    | 19.60    | 28.46 | 36.21 | 45.94 | 13    | 9   | 7   | 6   |
| 688141.SH | 杰华特  | 139.56      | 31.92     | 16.79    | 21.56 | 26.95 | 35.76 | 9     | 7   | 5   | 4   |
| 平均值       |      |             |           |          |       |       |       | 13    | 9   | 7   | 5   |

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2025/5/15



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          | 3346.98        | 4074.64        | 4910.04        | 5792.21        | 净利润               | 491.16          | 603.92         | 839.09         | 1079.06        |
| 营业成本          | 1624.47        | 2013.90        | 2420.24        | 2823.52        | 折旧与摊销             | 144.84          | 76.81          | 76.81          | 76.81          |
| 营业税金及附加       | 12.82          | 18.66          | 21.67          | 25.32          | 财务费用              | -35.11          | 13.68          | 15.22          | 15.94          |
| 销售费用          | 234.18         | 228.18         | 255.32         | 289.61         | 资产减值损失            | -131.03         | -97.18         | -112.74        | -124.81        |
| 管理费用          | 105.54         | 1263.14        | 1423.91        | 1621.82        | 经营营运资本变动          | -203.42         | -221.34        | -257.72        | -239.02        |
| 财务费用          | -35.11         | 13.68          | 15.22          | 15.94          | 其他                | 282.89          | 57.97          | -141.57        | 229.95         |
| 资产减值损失        | -131.03        | -97.18         | -112.74        | -124.81        | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>549.34</b>   | <b>433.86</b>  | <b>419.10</b>  | <b>1037.93</b> |
| 投资收益          | 31.18          | 11.77          | 11.87          | 15.03          | 资本支出              | -141.02         | -150.00        | -100.00        | -100.00        |
| 公允价值变动损益      | 10.55          | 3.68           | 4.32           | 4.79           | 其他                | -1122.49        | 15.44          | 16.19          | 19.82          |
| 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>-1263.51</b> | <b>-134.56</b> | <b>-83.81</b>  | <b>-80.18</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>485.06</b>  | <b>649.71</b>  | <b>902.59</b>  | <b>1160.63</b> | 短期借款              | 36.58           | -11.58         | -10.00         | -5.00          |
| 其他非经营损益       | -0.28          | -0.34          | -0.34          | -0.35          | 长期借款              | 34.12           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>484.78</b>  | <b>649.37</b>  | <b>902.25</b>  | <b>1160.27</b> | 股权融资              | 300.70          | 22.26          | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | -6.38          | 45.46          | 63.16          | 81.22          | 支付股利              | -47.07          | -100.05        | -121.78        | -168.82        |
| 净利润           | 491.16         | 603.92         | 839.09         | 1079.06        | 其他                | -110.32         | -63.31         | -15.22         | -15.94         |
| 少数股东损益        | -9.09          | -5.00          | -5.00          | -5.00          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>214.00</b>   | <b>-152.68</b> | <b>-147.01</b> | <b>-189.75</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 500.25         | 608.92         | 844.09         | 1084.06        | <b>现金流量净额</b>     | <b>-489.81</b>  | <b>146.62</b>  | <b>188.28</b>  | <b>767.99</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                 |                |                |                |
| 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          | 814.95         | 961.57         | 1149.85        | 1917.84        | <b>成长能力</b>       |                 |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 247.57         | 270.94         | 341.06         | 400.87         | 销售收入增长率           | 27.96%          | 21.74%         | 20.50%         | 17.97%         |
| 存货            | 1164.82        | 1533.19        | 2130.60        | 2362.06        | 营业利润增长率           | 102.99%         | 33.94%         | 38.92%         | 28.59%         |
| 其他流动资产        | 1463.28        | 1481.82        | 1503.10        | 1525.58        | 净利润增长率            | 81.95%          | 22.96%         | 38.94%         | 28.60%         |
| 长期股权投资        | 508.33         | 508.33         | 508.33         | 508.33         | EBITDA 增长率        | 84.58%          | 24.45%         | 34.37%         | 26.01%         |
| 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     | 546.45         | 497.14         | 447.83         | 398.52         | 毛利率               | 51.46%          | 50.57%         | 50.71%         | 51.25%         |
| 无形资产和开发支出     | 143.78         | 281.80         | 369.82         | 457.84         | 三费率               | 9.10%           | 36.94%         | 34.51%         | 33.28%         |
| 其他非流动资产       | 881.94         | 866.42         | 850.90         | 835.38         | 净利率               | 14.67%          | 14.82%         | 17.09%         | 18.63%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>5771.12</b> | <b>6401.22</b> | <b>7301.49</b> | <b>8406.41</b> | ROE               | 10.68%          | 11.85%         | 14.44%         | 16.05%         |
| 短期借款          | 36.58          | 25.00          | 15.00          | 10.00          | ROA               | 8.51%           | 9.43%          | 11.49%         | 12.84%         |
| 应付和预收款项       | 690.07         | 848.54         | 1015.41        | 1189.19        | ROIC              | 32.04%          | 34.28%         | 36.92%         | 39.91%         |
| 长期借款          | 34.12          | 34.12          | 34.12          | 34.12          | EBITDA/销售收入       | 17.77%          | 18.17%         | 20.26%         | 21.64%         |
| 其他负债          | 411.09         | 398.23         | 424.33         | 450.24         | <b>营运能力</b>       |                 |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>1171.86</b> | <b>1305.89</b> | <b>1488.86</b> | <b>1683.55</b> | 总资产周转率            | 0.64            | 0.67           | 0.72           | 0.74           |
| 股本            | 473.45         | 473.75         | 473.75         | 473.75         | 固定资产周转率           | 7.50            | 7.81           | 10.39          | 13.69          |
| 资本公积          | 1390.63        | 1412.60        | 1412.60        | 1412.60        | 应收账款周转率           | 16.46           | 16.51          | 16.93          | 16.45          |
| 留存收益          | 2715.08        | 3223.95        | 3946.25        | 4861.49        | 存货周转率             | 1.27            | 1.26           | 1.24           | 1.22           |
| 归属母公司股东权益     | 4609.23        | 5110.29        | 5832.59        | 6747.83        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.68%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | -9.97          | -14.97         | -19.97         | -24.97         | <b>资本结构</b>       |                 |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>4599.26</b> | <b>5095.32</b> | <b>5812.63</b> | <b>6722.86</b> | 资产负债率             | 20.31%          | 20.40%         | 20.39%         | 20.03%         |
| 负债和股东权益合计     | 5771.12        | 6401.22        | 7301.49        | 8406.41        | 带息债务/总负债          | 6.03%           | 4.53%          | 3.30%          | 2.62%          |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 4.25            | 4.24           | 4.32           | 4.50           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 2.91            | 2.71           | 2.52           | 2.78           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 9.41%           | 16.43%         | 14.43%         | 15.57%         |
| 业绩和估值指标       | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          | <b>每股指标</b>       |                 |                |                |                |
| EBITDA        | 594.80         | 740.20         | 994.63         | 1253.38        | 每股收益              | 1.06            | 1.29           | 1.78           | 2.29           |
| PE            | 91.77          | 75.39          | 54.39          | 42.35          | 每股净资产             | 9.73            | 10.79          | 12.31          | 14.24          |
| PB            | 9.96           | 8.98           | 7.87           | 6.80           | 每股经营现金            | 1.16            | 0.92           | 0.88           | 2.19           |
| PS            | 13.72          | 11.27          | 9.35           | 7.93           | 每股股利              | 0.10            | 0.21           | 0.26           | 0.36           |
| EV/EBITDA     | 72.37          | 57.96          | 42.93          | 33.45          |                   |                 |                |                |                |
| 股息率           | 0.10%          | 0.22%          | 0.27%          | 0.37%          |                   |                 |                |                |                |

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 | yfliyu@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   |
|    | 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 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售经理       | 15602268757  | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn      |