

2025 年 05 月 21 日

证券研究报告·2025 年一季报点评

中恒电气 (002364) 电力设备

当前价: 15.71 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 数据中心 HVDC 龙头，受益于 AIDC 需求增长

### 投资要点

- **事件:** 公司 2024 年实现营收 19.62 亿元，同比增长 26.1%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 178.5%；扣非归母净利润 0.83 亿元，同比增长 322.1%。2025 年 Q1 实现营收 3.88 亿元，同比增长 11.1%，环比变化-50.4%；实现归母净利润 0.2 亿元，同比增长 84.3%，环比变化-14.2%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比增长 103.9%，环比变化-32.1%。
- **盈利能力提升，费用率控制良好。** 盈利能力方面，公司 2024 年销售毛利率/净利率分别为 26.2%/5.8%，分别同比变化-0.1pp/3.0pp。公司 2025 年 Q1 销售毛利率/净利率分别为 24.6%/5.1%，分别同比变化 4.4pp/3.0pp。费用方面，公司 2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.9%/5.0%/8.1%/-0.5%，分别同比变化-1.8pp/-1.3pp/-1.3pp/-0.4pp，显著改善。
- **AI 带动算力规模高速增长。** 自 2022 年 12 月，ChatGPT 掀起全球生成式 AI 发展浪潮，到今年年初 DeepSeek 厚积薄发、迅速突破，推动了国内 AI 技术的加速发展和应用场景的不断延伸，促使全球大模型训练与推理需求呈指数级增长。根据中国信通院测算，预计未来五年全球算力规模仍将以超过 50% 的速度增长，到 2030 年全球算力将超过 16ZFlops。2024 年中国算力总规模已达到 280EFLOPS (FP32)，其中智能算力规模达 90EFLOPS，占比达 32%。基于工信部等六部门印发的《算力基础设施高质量发展行动计划》，到 2025 年，我国在算力方面需达成算力规模超过 300EFLOPS，智能算力占比达到 35%。
- **电力需求同步增长，HVDC 技术充分受益。** 数据中心供电系统是数据中心基建投资里重要的组成部分，由 AI 带动的数据中心投资，同时也增加了电力需求。《数据中心综合能耗及其灵活性预测报告》指出，2024—2030 年，全国数据中心用电量年均增速约为 20%。从效率、可靠性、集成度、经济性等几方面看，HVDC 未来的渗透率有望快速提升，目前公司 HVDC 产品在国内数据中心中市占率领先，未来受下游投资拉动，公司也将充分受益，收入持续高速增长。
- **盈利预测。** 我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.43 元、0.65 元、1.0 元，对应动态 PE 分别为 37 倍、24 倍、16 倍。公司 HVDC 产品技术领先，在国内数据中心招标中市占率领先，并且有望拓展海外市场，未来将充分受益于此轮 AI 技术革命带来的行业需求增长，首次覆盖，建议关注。
- **风险提示:** AI 技术革命停滞不前、IDC 投资放缓、客户导入不及预期等风险。

| 指标/年度          | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 1961.93 | 2389.05 | 3257.68 | 4661.80 |
| 增长率            | 26.13%  | 21.77%  | 36.36%  | 43.10%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 109.63  | 240.66  | 365.25  | 562.74  |
| 增长率            | 178.52% | 119.52% | 51.77%  | 54.07%  |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.19    | 0.43    | 0.65    | 1.00    |
| 净资产收益率 ROE     | 4.60%   | 9.14%   | 12.38%  | 16.36%  |
| PE             | 81      | 37      | 24      | 16      |
| PB             | 3.64    | 3.40    | 3.03    | 2.59    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 5.64       |
| 流通 A 股(亿股)   | 5.58       |
| 52 周内股价区间(元) | 5.29-19.37 |
| 总市值(亿元)      | 90.73      |
| 总资产(亿元)      | 37.49      |
| 每股净资产(元)     | 4.35       |

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

# 1 国内数据中心 HVDC 龙头，受益于 AIDC 需求增长

## 1.1 公司概况

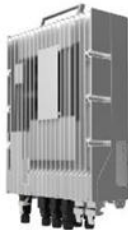
杭州中恒电气股份有限公司成立于 2001 年，最初主要产品包括通信电源系统和电力操作电源系统，并于 2010 年挂牌上市。公司是国内市场电力电子设备及电力软件与咨询服务的主流供应商。公司一直专注于主营业务，一方面持续为电网、发电(含新能源)与工业企业的“自动化、信息化、智能化”建设与运营提供整体性解决方案；另一方面专注为客户提供通信电源、高压直流电源(HVDC)、电力操作电源、新能源电动汽车充换电系统、智慧照明、储能等产品及电源一体化解决方案。

公司产品畅销海外至亚洲、非洲、欧美、大洋洲等多个国家和地区；在国内各省市拥有多个销售中心，是目前国内市场电力电子设备及电力软件与咨询服务的主流供应商。国家电网、南方电网、中国移动、中国电信、中国铁塔、腾讯、阿里巴巴、百度、戴尔等都是公司长期合作的核心客户。

公司主要业务分为两大板块，1) 电力电子制造板块下分别有数据中心电源、通信电源、电力电源、新能源车充换电等业务。2) 电力数字化板块主要为电网公司、发电集团、大型用电企业等客户提供智能调度、生产精益管理、能效规划、综合能源服务等专业软件解决方案和虚拟电厂运营、电力交易辅助决策、电力仿真等新型业务解决方案。

表 1：公司主要产品

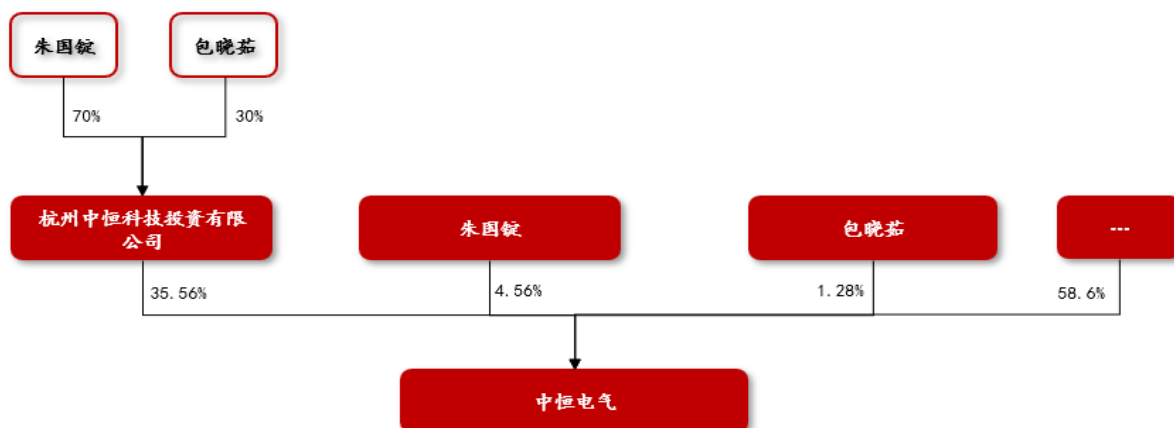
| 类型     | 介绍及应用领域                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                            |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 数据中心电源 | <div> <div>大型IDC：应用于互联网、运营商IDC、金融总部、Colo企业</div> <div>     </div> <div>                     Panama-P电力模组    Panama-H电力模组    Panama-AC电力模组    智能精密配电                 </div> </div> |                                            |
|        | <div> <div>中小IDC：应用于教育、公安、医疗、金融分支网点、EDC等</div> <div>     </div> <div>                     智能微模块    智能液冷整机柜    HVDC    智能锂电                 </div> </div>                        | <div> <div>关键供电：应用于ICT、交通、能源等</div> </div> |

| 类型    | 介绍及应用领域                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 通信电源  | <div><br/>模块化电源解决方案</div> <div><br/>一体化能源柜解决方案</div> <div><br/>极简杆站解决方案</div> <div><br/>智慧储能解决方案</div>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 电力电源  | <div><br/>低压成套设备</div> <div><br/>国内直流电源</div> <div><br/>国外直流电源</div> <div><br/>并联型直流电源</div> <div><br/>UPS</div> <div><br/>电力通信电源</div> <div><br/>电力锂电电源</div> |
| 充换电设备 | <div>智能充换电产品</div> <div><br/>大功率充电系统</div> <div><br/>直流一体式充电系统</div> <div><br/>有序交流充电系统</div> <div><br/>二轮换电</div>                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司实控人为朱国锐，其持有公司股权为 29.45%，与一致行动人合计持有公司股权约为 41.4%。

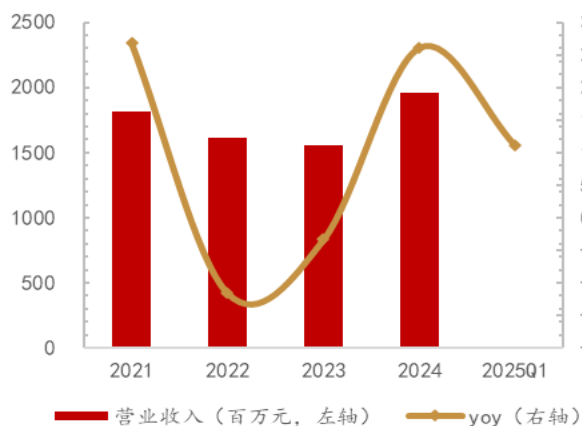
图 1：股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

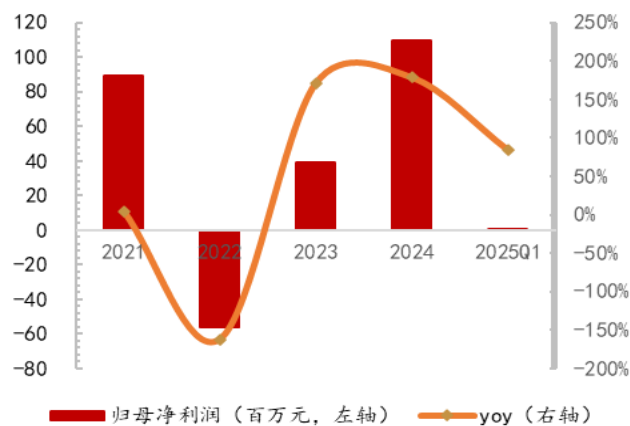
公司 2024 年实现营收 19.62 亿元，同比增长 26.1%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 178.5%；扣非归母净利润 0.83 亿元，同比增长 322.1%。2025 年 Q1 实现营收 3.88 亿元，同比增长 11.1%，环比变化-50.4%；实现归母净利润 0.2 亿元，同比增长 84.3%，环比变化-14.2%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比增长 103.9%，环比变化-32.1%。

图 2：公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

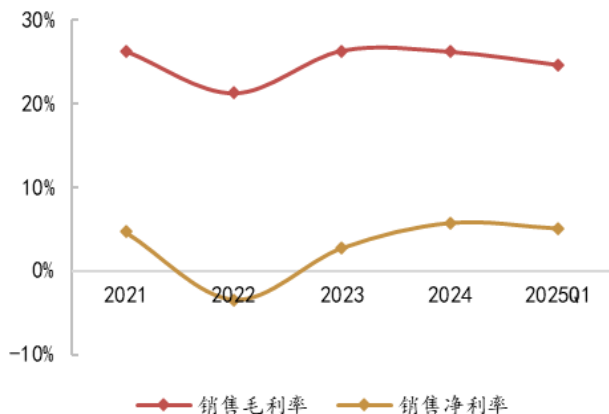
图 3：公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

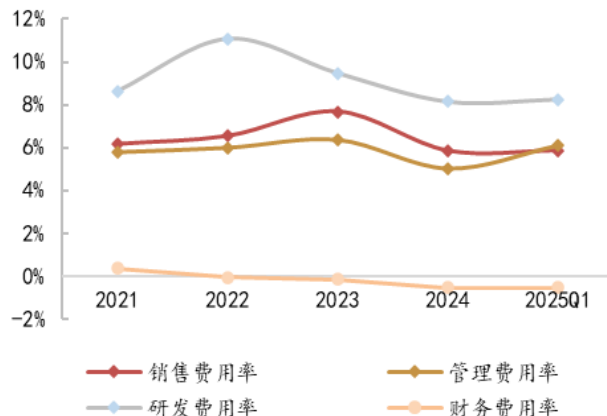
**盈利能力提升，费用率控制良好。**盈利能力方面，公司 2024 年销售毛利率/净利率分别为 26.2%/5.8%，分别同比变化-0.1pp/3.0pp。公司 2025 年 Q1 销售毛利率/净利率分别为 24.6%/5.1%，分别同比变化 4.4pp/3.0pp。费用方面，公司 2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.9%/5.0%/8.1%/-0.5%，分别同比变化-1.8pp/-1.3pp/-1.3pp/-0.4pp，显著改善。

图 4：公司毛利率、净利率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

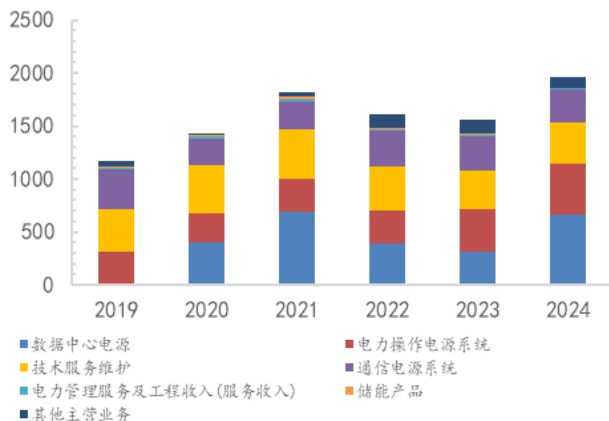
图 5：公司费用率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

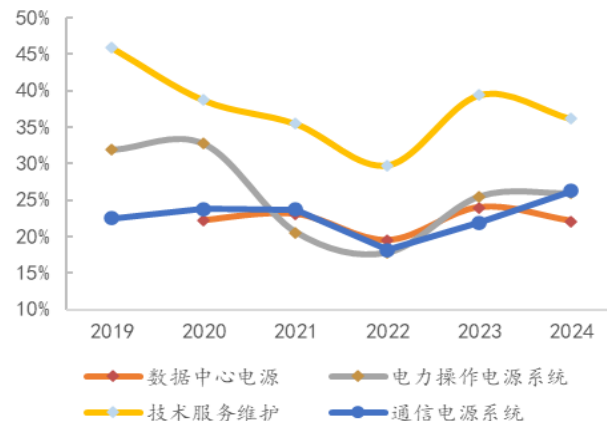
2024 年，受到下游数据中心投资需求增长带动，公司数据中心电源收入快速增长，达到 6.7 亿元，增长约 111.1%；电力操作电源受到充电桩业务带动增长约 20.5%，达到 4.8 亿元。公司储能业务收缩，收入下降明显。受行业影响，未来公司数据中心电源业务将成为公司业绩主要支撑。

图 6：公司收入结构（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司各业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

## 1.2 AI 带动 HVDC 需求高速增长

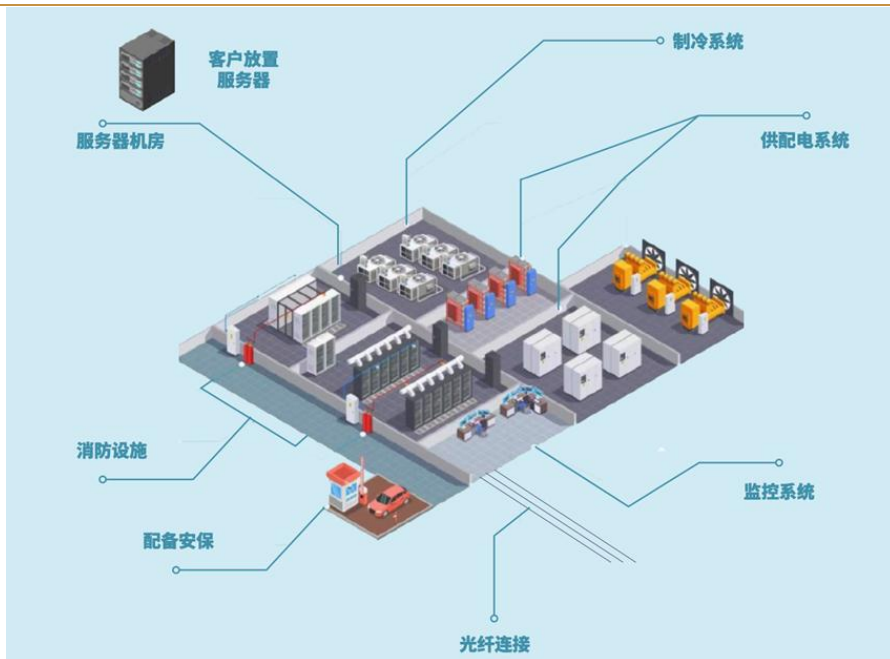
自 2022 年 12 月，ChatGPT 掀起全球生成式 AI 发展浪潮，到今年年初 DeepSeek 厚积薄发、迅速突破，推动了国内 AI 技术的加速发展和应用场景的不断延伸，促使全球大模型训练与推理需求呈指数级增长。

根据中国信通院测算，2023 年全球计算设备算力总规模已达到 1,397EFLOPS (FP32)，增速达 54%，预计未来五年全球算力规模仍将以超过 50% 的速度增长，到 2030 年全球算力将超过 16ZFlops。



过去两年，中国的算力规模亦实现大幅增长，在全球算力版图中占据着愈发重要的地位。工信部信息通信发展司负责人表示，2024 年中国算力总规模已达到 280EFLOPS（FP32），其中智能算力规模达 90EFLOPS，占比达 32%。基于工信部等六部门印发的《算力基础设施高质量发展行动计划》，到 2025 年，我国在算力方面需达成算力规模超过 300EFLOPS，智能算力占比达到 35%，推动东西部算力平衡协调发展的目标。随着未来 AI 技术的蓬勃发展、向千行百业渗透以及相关应用加速落地，中国智能算力市场规模也将得到进一步拓展。

图 8：数据中心平面图



数据来源：千库网，西南证券整理

数据中心供电系统是数据中心基建投资里重要的组成部分，由 AI 带动的数据中心投资，同时也增加了电力需求。《数据中心综合能耗及其灵活性预测报告》指出，2024—2030 年，全国数据中心用电量年均增速约为 20%，远超全社会用电量增速。预计 2025 年我国数据中心电耗将占到全国电耗的 2.4%，一些节点城市和区域占比超过 20%。

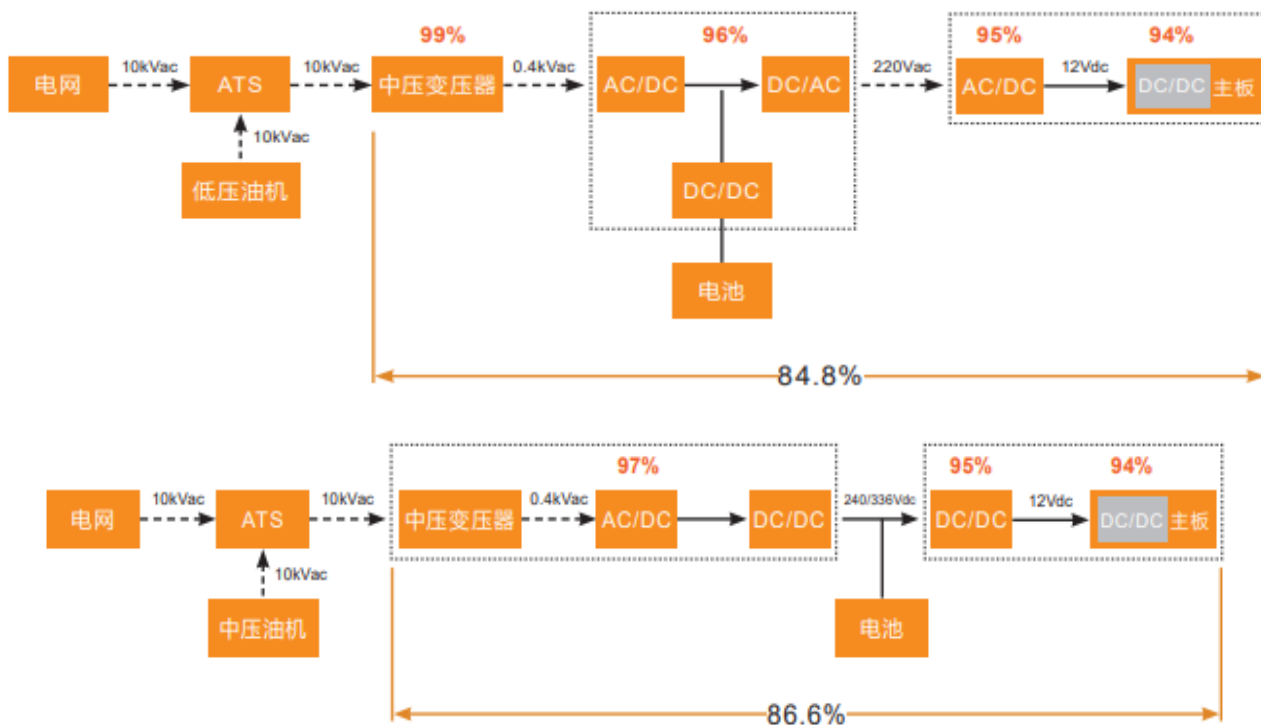
数据中心作为高能耗基础设施，电力成本在运营总成本中占据重要地位。而影响电力成本的关键因素之一就是电能利用效率（PUE），PUE 降低可以带来总电费支出的减少。同时国家对数据中心 PUE 要求持续提升，2024 年 7 月发布的《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》明确要求，到 2025 年底，新建及改扩建大型和超大型数据中心的平均 PUE 需降至 1.25 以下，国家枢纽节点项目的 PUE 不得高于 1.2。

这就要求数据中心在建设过程中通过选择高效供配电设备、优化电力传输架构，最大限度降低供配电系统的全链路损耗。AIDC 时代下，数据中心集群的功率大多在百兆瓦级别以上，随着整体数据中心集群的功率增加，耗电量增加显著，供电系统效率的提升将带来更显著的节能。直流电源系统更短的供电链路决定了更高的转换效率、更少的电力负荷、更低的用电成本，这不仅直接减少了数据中心的电力开支，还能进一步助力数据中心更好地实现“双碳”目标。

与此同时，AI 芯片（如 GPU/TPU）功耗持续攀升推动智算中心单机柜功率密度大幅增长，大模型训练量的不断突破驱动万卡级算力集群的规模化部署。面对机柜功率密度跃升的挑战，智算中心供电的高压发展趋势逐渐显现，供电系统向高压直流（HVDC）架构加速演进，直流技术方案在高压趋势下在拓扑结构、调压调流等方面具有显著优势。此外，智算中心供电架构的规划将更加关注供电系统的容错性、可靠性，在 2N HVDC 供电架构中，单路 HVDC 可独立承担系统的全部负载，提供了最高级别的冗余和可靠性。

因 AI 大模型训练、推理等应用场景的迫切需求，智算中心建设正在面临“速度革命”，项目交付周期被逐渐压缩，加之 AIDC 时代下功率密度提升使得配电机房面积占比相应提升，巴拿马电源技术方案能够在这些方面带来显著提升。公司 Panama 电力模组通过预制化生产、模块化部署，显著降低了项目现场的工程量，有效缩短了配电建设的周期，并实现产品占地面积缩小 50% 以上。目前公司 HVDC 产品在国内数据中心中市占率领先，未来受下游投资拉动，公司也将充分受益，收入持续高速增长。

图 9：UPS 与 HVDC 效率比较



数据来源：施耐德产品说明，西南证券整理

## 2 盈利预测

### 关键假设：

**假设 1：**公司数据中心 HVDC 产品市占率领先，受下游 AIDC 需求拉动，订单快速增长。我们假设公司数据中心电源未来三年订单分别增长 50%、70%、70%，毛利率提升到 25%。

**假设 2：**公司电力电源受充电桩业务带动，继续保持增长。我们假设公司电力电源未来三年订单分别增长 15%、15%、15%，毛利率稳定。

**假设 3：**公司通信电源由于行业投资进入稳定期，收入保持稳定。我们假设公司通信电源未来三年订单分别增长-5%、0%、5%，毛利率稳定。

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  |
|-----------------------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 数据中心电源                | 收入  | 668.2  | 1002.3 | 1703.9 | 2896.6 |
|                       | 增速  | 111%   | 50%    | 70%    | 70%    |
|                       | 毛利率 | 22%    | 25%    | 25%    | 25%    |
| 电力操作电源系统              | 收入  | 478.8  | 550.6  | 633.2  | 728.1  |
|                       | 增速  | 20%    | 15%    | 15%    | 15%    |
|                       | 毛利率 | 26%    | 26%    | 26%    | 26%    |
| 技术服务维护                | 收入  | 390.4  | 429.4  | 515.3  | 618.4  |
|                       | 增速  | 6%     | 10%    | 20%    | 20%    |
|                       | 毛利率 | 36%    | 36%    | 36%    | 36%    |
| 通信电源系统                | 收入  | 305.6  | 290.3  | 290.3  | 304.8  |
|                       | 增速  | -4%    | -5%    | 0%     | 5%     |
|                       | 毛利率 | 26%    | 26%    | 26%    | 26%    |
| 电力管理服务及工程<br>收入(服务收入) | 收入  | 9.0    | 7.2    | 5.7    | 4.6    |
|                       | 增速  | -22%   | -20%   | -20%   | -20%   |
|                       | 毛利率 | -      | -      | -      | -      |
| 储能产品                  | 收入  | 0.8    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
|                       | 增速  | -95%   | 0%     | 0%     | 0%     |
|                       | 毛利率 | -      | -      | -      | -      |
| 其他主营业务                | 收入  | 109.3  | 109.3  | 109.3  | 109.3  |
|                       | 增速  | -15%   | 0%     | 0%     | 0%     |
|                       | 毛利率 | 19%    | 19%    | 19%    | 19%    |
| 合计                    | 收入  | 1961.9 | 2389.0 | 3257.7 | 4661.8 |
|                       | 增速  | 26.1%  | 21.8%  | 36.4%  | 43.1%  |
|                       | 毛利率 | 26.2%  | 27.1%  | 26.9%  | 26.6%  |

数据来源：Wind，西南证券



我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.43 元、0.65 元、1.0 元，对应动态 PE 分别为 37 倍、24 倍、16 倍。公司 HVDC 产品技术领先，在国内数据中心招标中市占率领先，并且有望拓展海外市场，未来将充分受益于此轮 AI 技术革命带来的行业需求增长，首次覆盖，建议关注。

### 3 风险提示

- 1) AI 技术革命停滞不前的风险
- 2) IDC 投资放缓的风险
- 3) 客户导入不及预期的风险

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          | 1961.93        | 2389.05        | 3257.68        | 4661.80        | 净利润               | 113.08         | 240.66         | 365.25         | 562.74         |
| 营业成本          | 1448.56        | 1740.90        | 2382.46        | 3423.41        | 折旧与摊销             | 48.38          | 45.95          | 46.88          | 47.78          |
| 营业税金及附加       | 15.26          | 18.51          | 25.28          | 36.16          | 财务费用              | -10.69         | -0.21          | 2.55           | 12.25          |
| 销售费用          | 114.90         | 154.43         | 203.98         | 295.05         | 资产减值损失            | -58.72         | -50.00         | -50.00         | -50.00         |
| 管理费用          | 98.76          | 238.90         | 260.61         | 279.71         | 经营营运资本变动          | 107.65         | -689.20        | -567.44        | -1025.62       |
| 财务费用          | -10.69         | -0.21          | 2.55           | 12.25          | 其他                | 268.77         | 104.88         | 86.72          | 207.88         |
| 资产减值损失        | -58.72         | -50.00         | -50.00         | -50.00         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>468.47</b>  | <b>-347.92</b> | <b>-116.06</b> | <b>-244.98</b> |
| 投资收益          | 34.37          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | 56.05          | -20.00         | -20.00         | -20.00         |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -177.56        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 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>-121.50</b> | <b>-20.00</b>  | <b>-20.00</b>  | <b>-20.00</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>137.27</b>  | <b>286.51</b>  | <b>432.80</b>  | <b>665.24</b>  | 短期借款              | -125.93        | -4.18          | 87.27          | 420.48         |
| 其他非经营损益       | -2.54          | -3.38          | -3.10          | -3.20          | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>134.73</b>  | <b>283.13</b>  | <b>429.70</b>  | <b>662.04</b>  | 股权融资              | 12.72          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 21.64          | 42.47          | 64.46          | 99.31          | 支付股利              | -28.18         | -21.93         | -48.13         | -73.05         |
| 净利润           | 113.08         | 240.66         | 365.25         | 562.74         | 其他                | -2.41          | -45.22         | -2.55          | -12.25         |
| 少数股东损益        | 3.45           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-143.80</b> | <b>-71.32</b>  | <b>36.59</b>   | <b>335.19</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 109.63         | 240.66         | 365.25         | 562.74         | <b>现金流量净额</b>     | <b>202.43</b>  | <b>-439.24</b> | <b>-99.46</b>  | <b>70.21</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          | 701.59         | 262.35         | 162.88         | 233.09         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 1095.64        | 1408.06        | 1882.43        | 2716.22        | 销售收入增长率           | 26.13%         | 21.77%         | 36.36%         | 43.10%         |
| 存货            | 696.43         | 860.90         | 1234.38        | 1752.18        | 营业利润增长率           | 348.30%        | 108.72%        | 51.06%         | 53.70%         |
| 其他流动资产        | 424.12         | 476.44         | 649.67         | 929.69         | 净利润增长率            | 166.32%        | 112.81%        | 51.77%         | 54.07%         |
| 长期股权投资        | 5.32           | 5.32           | 5.32           | 5.32           | EBITDA 增长率        | 121.17%        | 89.90%         | 45.14%         | 50.40%         |
| 投资性房地产        | 1.15           | 1.15           | 1.15           | 1.15           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 376.19         | 366.12         | 355.12         | 343.22         | 毛利率               | 26.17%         | 27.13%         | 26.87%         | 26.56%         |
| 无形资产和开发支出     | 78.48          | 64.04          | 49.61          | 35.18          | 三费率               | 10.35%         | 16.46%         | 14.34%         | 12.59%         |
| 其他非流动资产       | 406.54         | 405.09         | 403.65         | 402.20         | 净利率               | 5.76%          | 10.07%         | 11.21%         | 12.07%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>3785.45</b> | <b>3849.47</b> | <b>4744.21</b> | <b>6418.24</b> | ROE               | 4.60%          | 9.14%          | 12.38%         | 16.36%         |
| 短期借款          | 4.18           | 0.00           | 87.27          | 507.75         | ROA               | 2.99%          | 6.25%          | 7.70%          | 8.77%          |
| 应付和预收款项       | 1104.87        | 1153.19        | 1624.76        | 2358.16        | ROIC              | 6.91%          | 13.69%         | 15.63%         | 18.59%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 8.92%          | 13.91%         | 14.80%         | 15.56%         |
| 其他负债          | 218.47         | 63.33          | 82.11          | 112.58         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>1327.52</b> | <b>1216.53</b> | <b>1794.14</b> | <b>2978.49</b> | 总资产周转率            | 0.55           | 0.63           | 0.76           | 0.84           |
| 股本            | 563.56         | 563.56         | 563.56         | 563.56         | 固定资产周转率           | 4.92           | 6.45           | 9.03           | 13.35          |
| 资本公积          | 985.15         | 985.15         | 985.15         | 985.15         | 应收账款周转率           | 1.67           | 1.73           | 1.79           | 1.83           |
| 留存收益          | 838.32         | 1057.05        | 1374.17        | 1863.85        | 存货周转率             | 2.08           | 2.10           | 2.23           | 2.27           |
| 归属母公司股东权益     | 2430.38        | 2605.40        | 2922.52        | 3412.20        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 100.77%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 27.55          | 27.55          | 27.55          | 27.55          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2457.92</b> | <b>2632.95</b> | <b>2950.06</b> | <b>3439.75</b> | 资产负债率             | 35.07%         | 31.60%         | 37.82%         | 46.41%         |
| 负债和股东权益合计     | 3785.45        | 3849.47        | 4744.21        | 6418.24        | 带息债务/总负债          | 0.31%          | 0.00%          | 4.86%          | 17.05%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.22           | 2.50           | 2.21           | 1.90           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.69           | 1.78           | 1.51           | 1.31           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 25.70%         | 9.11%          | 13.18%         | 12.98%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.19           | 0.43           | 0.65           | 1.00           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 4.31           | 4.62           | 5.19           | 6.05           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.83           | -0.62          | -0.21          | -0.43          |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.05           | 0.04           | 0.09           | 0.13           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 174.96         | 332.24         | 482.23         | 725.26         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 80.76          | 36.79          | 24.24          | 15.73          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 3.64           | 3.40           | 3.03           | 2.59           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 4.51           | 3.71           | 2.72           | 1.90           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 44.37          | 24.67          | 17.38          | 12.04          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.32%          | 0.25%          | 0.54%          | 0.83%          |                   |                |                |                |                |

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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      |