

南极光（300940）

技术为擎，驱动广阔成长空间

证券研究报告

2025 年 06 月 26 日

一、公司概况

深圳市南极光电子科技股份有限公司成立于 2009 年，由姜发明、潘连兴共同出资设立（注册资本 200 万元），专注 LED 背光源产品研发，主营业务为背光显示模组及相关产品的研发、生产与销售，产品广泛应用于智能手机、平板、游戏电竞、车载显示、医疗设备等多领域。公司近 16 年发展围绕“技术深耕+市场拓展”主线，公司客户资源丰富，已进入群志光电、华星光电、任天堂、OPPO、VIVO 等头部企业供应链，终端覆盖任天堂、华为、三星等知名品牌。股权结构以创始人控股为核心（姜发明持股 21.52%、潘连兴持股 17.51%，合计 39.03%），前十大股东整体持股比例达 51.64%，控制权稳定且兼顾流动性。

二、业务转型与核心增长引擎：从手机到全场景，绑定 Switch 2

受手机 LCD 市场份额下滑（2024Q1 AMOLED 市占率首超 LCD）、行业竞争加剧影响，公司传统手机背光业务承压（2022-2023 年收入占比从 91.15%降至更低）。为此，公司加速向中尺寸产品转型，重点拓展平板、游戏电竞、车载显示等领域，并加大研发（2024 年布局车载背光模组、超薄 LED 等技术）。2024 年，公司凭借技术优势（满足 0.3mm 超薄导光板、25%降功率、6000 次微跌测试等严苛要求），成为 Switch 2 背光源模组独家供应商及唯一通过任天堂认证的厂商。2024 年 Switch 2 模组已稳定交付，驱动销售结构转型（转向高毛利率电竞/平板产品）。Switch 2 首周销量突破 350 万台（打破前代纪录），全年销量或超 2000 万台，叠加后续独占游戏上线，有望持续拉动公司收入与利润增长。

三、财务表现：走出困境，盈利能力反转

历史困境：2020-2023 年受手机需求疲软、行业竞争影响，营收与利润连续下滑（2023 年净利润亏损 3.05 亿元）；

拐点显现：2024 年优化业务结构+Switch 2 量产，业绩扭亏为盈；2024Q3 起季度环比改善，全年净利润转正；毛利率由 2023 年-3.47%提升至 16.24%（2024 年）和 26.97%（2025Q1），盈利能力显著改善。

四、投资建议

公司预计将深度受益任天堂 Switch 2 放量，公司多元化布局全场景显示模组，叠加 Mini/Micro-LED 技术储备，未来成长动能充足。同时，我们认为公司超薄导光板技术有望享受技术红利。2025-2027 年，我们预计公司实现归母净利润 2.57/3.53/4.57 亿元，看好公司深度受益 switch 2 销售超预期，以及 switch2 项目令公司行业影响力大幅提升，有望进一步开拓其他高端客户及产品，给予南极光 2025 年 PE 为 25X，对应目标价为 28.81 元，对应市值为 64.25 亿元，给予“买入”评级。

风险提示：客户集中风险、宏观经济波动风险、行业竞争风险、技术替代风险、应收账款发生坏账风险、涉及知识产权诉讼风险、Switch2 销量不及预期风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	468.99	457.25	1,401.46	1,807.89	2,169.46
增长率(%)	(26.98)	(2.50)	206.50	29.00	20.00
EBITDA(百万元)	8.07	63.11	317.55	385.98	475.97
归属母公司净利润(百万元)	(305.25)	20.63	256.91	353.45	456.71
增长率(%)	570.32	(106.76)	1,145.49	37.58	29.21
EPS(元/股)	(1.37)	0.09	1.15	1.59	2.05
市盈率(P/E)	(18.29)	269.85	21.67	15.75	12.19
市净率(P/B)	5.27	5.16	4.18	3.30	2.59
市销率(P/S)	11.90	12.17	3.97	3.08	2.57
EV/EBITDA	428.79	35.24	15.75	10.45	10.07

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	25 元
目标价格	28.81 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	222.64
流通 A 股股本(百万股)	147.45
A 股总市值(百万元)	5,566.11
流通 A 股市值(百万元)	3,686.19
每股净资产(元)	4.98
资产负债率(%)	29.51
一年内最高/最低(元)	26.58/11.31

作者

潘曦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
许俊峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110003	
xujunfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 深耕背光显示模组，收入利润迎来快速增长.....	3
1.1. 公司发展：深耕背光显示模组，积累丰富客户资源.....	3
1.2. 财务分析：走出困境，盈利能力显著反转.....	4
2. 从手机到全场景，导入任天堂 Switch 2.....	5
2.1. 从手机单一下游到 PC、平板等多场景布局.....	5
2.2. 多年磨合导入任天堂，Switch 2 预计带来显著增长.....	7
2.2.1. 产品发售首周销售火爆，看好后续 Switch 2 独占游戏推出驱动销量.....	8
3. 投资建议.....	10
4. 风险提示.....	11

图表目录

图 1：2020-2025Q1 公司收入和归母利润情况（亿元）.....	4
图 2：2020-2025Q1 公司毛利率和净利率（%）.....	4
图 3：手机显示模组结构.....	5
图 4：公司上市初产品结构.....	5
图 5：2024 年手机场景 AMOLED 市占率首超 LCD.....	6
图 6：Switch2 产品图.....	7
图 7：switch 2 护航游戏.....	9
表 1：公司发展历程.....	3
表 2：公司前十大股东情况（截止 2024 年报）.....	3
表 3：2024 年公司研发项目.....	6
表 4：Switch 2 游戏发布计划.....	9
表 5：可比公司估值预测.....	10
表 6：公司营收拆分及预测（亿元）.....	10

1. 深耕背光显示模组，收入利润迎来快速增长

1.1. 公司发展：深耕背光显示模组，积累丰富客户资源

成立与主要业务：深圳市南极光电子科技股份有限公司成立于 2009 年。公司主营业务为以背光显示模组为核心的产品零部件研发、生产和销售，经营范围为背光源、塑胶产品、电子产品的销售，国内商业、物资供销业，货物及技术进出口等。公司产品广泛应用于智能手机和车载显示器、医疗显示仪、工控设备显示器、家电显示器、其他消费电子显示器等各种专业显示领域。目前，公司的背光显示模组主要应用于智能手机领域。

公司经过多年来在背光显示模组行业深耕细作，积累了丰富的客户资源，与客户建立了长期稳定的合作关系。公司目前已进入群志光电、华星光电、华显光电、同兴达、长信新显、惠金科技、华映科技、信利光电、联创电子、帝晶光电、骏成电子、天山电子、秋田微、康惠半导体、旭璟光电、久正光电、伟邦科技、台冠等领先的液晶显示模组企业的合格供应商体系，应用的终端品牌包括任天堂、OPPO、VIVO、小米、华为、荣耀、三星、LG、传音、联想、海尔、美的、Honeywell、松下、佳能、比亚迪、上汽集团等。

表 1：公司发展历程

年份	发展历程
2009 年	由姜发明、潘连兴共同出资设立，注册资本 200 万元，专注于 LED 背光源产品研发。
2018 年	完成股份制改革，通过公司增资扩股方案。
2021 年	公司首次公开发行股票并上市交易，登陆深圳证券交易所创业板。
2022 年	实施限制性股票激励计划。
2023 年	向特定对象发行股票募集资金 5.2 亿元，用于 Mini/Micro-LED 等项目研发。
2024 年	优化产品结构，平板电脑、游戏电竞领域收入占比提升，新技术不断涌现，业绩实现扭亏为盈。
2025 年	switch2 背光源模组产品已实现稳定交付，销售结构已完成转型。

资料来源：公司年报、天风证券研究所

公司股权架构呈现“创始人控股+多元主体参与”的特征：前两大股东姜发明（持股 21.52%）与潘连兴（持股 17.51%）为核心，合计持股比例达 39.03%，对公司经营决策具有主导性影响；剩余八大股东均为机构、自然人投资者以及公司员工持股平台，持股比例介于 0.38%-5.01%之间，前十大股东整体持股比例达 51.64%，超总股本半数，形成稳定的控制权集中度，同时兼顾公众股东的流动性需求。

表 2：公司前十大股东情况（截止 2024 年报）

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)	期末参考市值(亿元)	股本性质
1	姜发明	47,907,000	21.52	6.47	限售流通 A 股,A 股流通股
2	潘连兴	38,979,600	17.51	5.26	限售流通 A 股,A 股流通股
3	锦福源五号私募证券投资基金	11,150,000	5.01	1.51	A 股流通股
4	深圳市南极光管理咨询合伙企业(有限合伙)	5,484,768	2.46	0.74	A 股流通股
5	深圳市奥斯曼咨询管理合伙企业(有限合伙)	5,484,768	2.46	0.74	A 股流通股
6	罗健	1,912,500	0.86	0.26	A 股流通股
7	董菊英	1,368,600	0.61	0.18	A 股流通股
8	中信证券资产管理(香港)有限公司-客户资金	981,573	0.44	0.13	A 股流通股
9	大成中证 360 互联网+大数据 100 指	872,300	0.39	0.12	A 股流通股

数型证券投资基金

10	陈永志	836,800	0.38	0.11	A 股流通股
	合 计	114,977,909	51.64	15.52	

资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 财务分析：走出困境，盈利能力显著反转

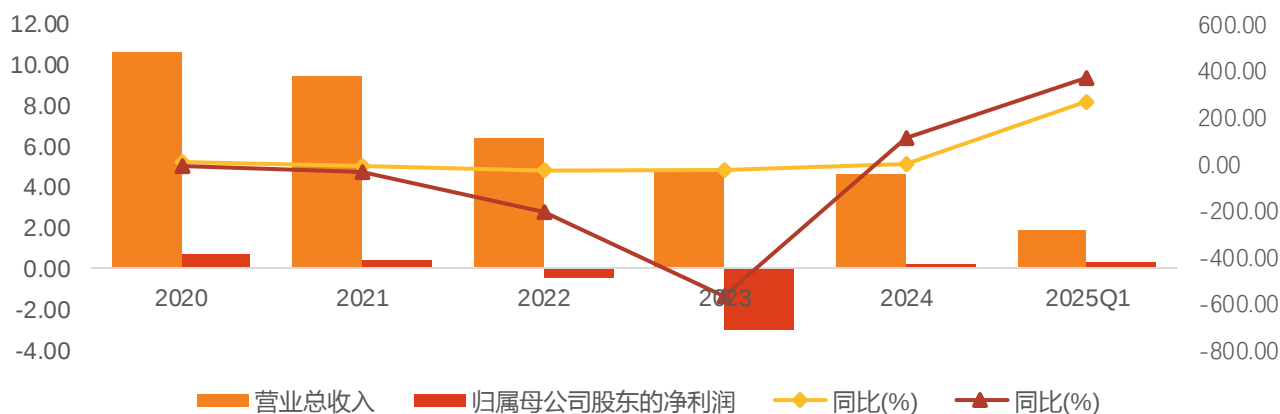
公司 2020-2025Q1 期间，利润连续四年（2020-2023 年）下滑，主要因公司原主营结构以手机背光为主，但因手机整体销量下滑和手机显示技术革新，导致公司业绩持续下滑。

2022 年公司营业收入和归属于上市公司股东的净利润均较上年同期下降，主要原因系宏观经济环境等影响导致终端需求低迷，同时行业竞争激烈，综合导致公司当期营业收入和毛利率下滑。

2023 年公司当期营业收入和毛利率继续下滑，主要因终端手机厂商对背光源的需求下降，行业竞争激烈，主要产品销量和单价下降。

2024-2025Q1，公司盈利能力显著改善，2024 年度从第三季度开始，整体业绩开始好转，季度环比逐步变好，改善趋势明显，总体业绩实现扭亏为盈。主要系公司优化了业务结构和布局，向中尺寸类产品拓展，同时 Switch2 量产对公司收入利润有显著推动。

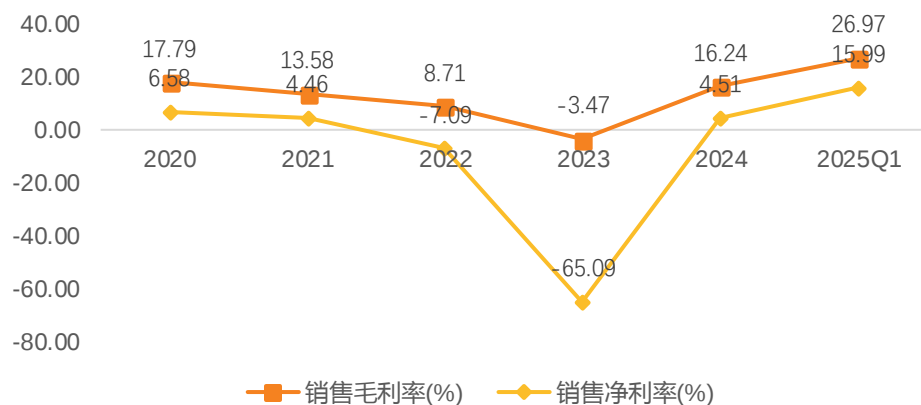
图 1：2020-2025Q1 公司收入和归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

2020-2023 年公司利润率逐步下滑，因行业竞争加剧，公司收入出现同比下滑导致盈利能力持续恶化；2024-2025Q1，公司主营业务结构优化，同时 Switch2 出货，盈利能力显著改善。

图 2：2020-2025Q1 公司毛利率和净利率（%）



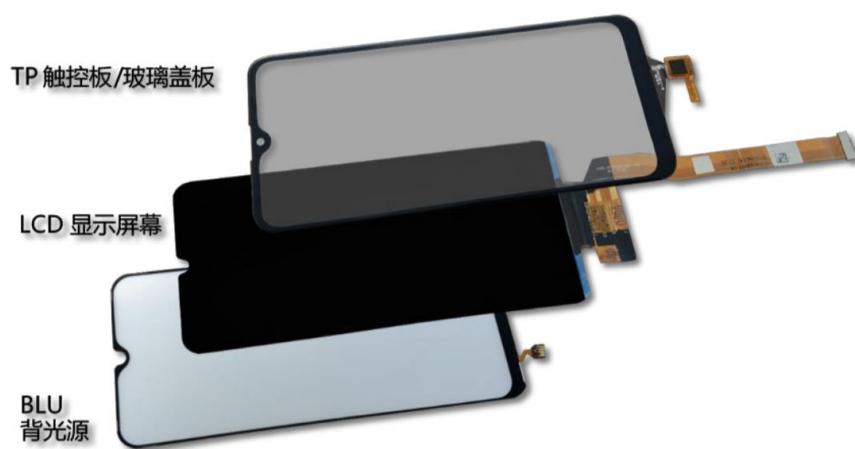
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 从手机到全场景，导入任天堂 Switch 2

2.1. 从手机单一下游到 PC、平板等多场景布局

公司于 2021 年上市，上市之初，公司业务包括手机背光显示模组、专显背光显示模组和手机后盖。

图 3：手机显示模组结构



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

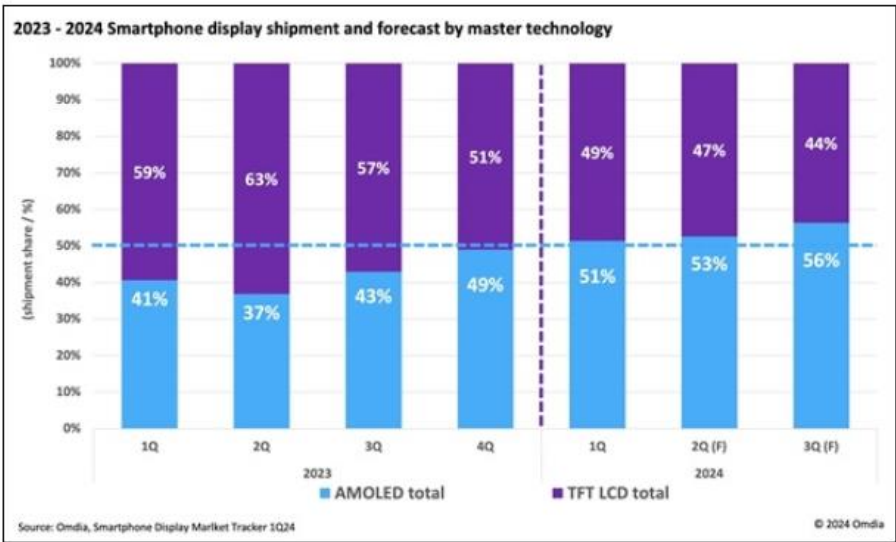
图 4：公司上市初产品结构

主要产品	图示	产品特点	产品应用领域
手机 背光显示模组		一般会根据客户定制化要求进行设计；对亮度、均匀度、薄度要求较高。	手机
专显 背光显示模组		一般会根据不同应用场景设计不同外观结构；使用寿命较长；对厚度要求不高。	车载显示器、医疗显示器、工控设备显示器、家电显示器、其他消费电子显示器等
5G手机后盖		公司产品的光学工艺结合外部后段镀膜工艺后，可以满足各种环境光下呈现绚烂的彩壳效果。	手机

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

随着手机 LCD 显示技术市场份额逐步下降，2024Q1 AMOLED 在手机场景下，市占率首超 LCD。

图 5：2024 年手机场景 AMOLED 市占率首超 LCD



资料来源：xfastest、天风证券研究所

2022 年，公司手机背光占比为 91.15%，专显背光显示模组占比 7.87%；针对手机显示技术迭代，公司对下游业务结构持续进行改善。

2024 年，公司聚焦主营业务，紧跟行业发展趋势和客户需求，对产品结构进行优化，加大了平板电脑、笔记本电脑、游戏电竞、车载显示器等领域的背光显示模组的市场开拓。

公司依托行业经验和技术积累，研发满足市场需求的新产品，推进 PC /手机/平板端多维度布局升级，拓展产品应用领域。

公司 2024 年完成了多个研发项目，包括：

表 3：2024 年公司研发项目

主要研发项目名称	项目目的	拟达到的目标
防松动结构的车	开发背光模组新结构	提高背光模组的稳定性、提升显示效果、延长使用寿命

载背光模组技术

应用

一种中尺寸铁框双折边结构的背光模组技术应用	开发背光模组新结构	增强结构稳定性、优化散热性能、提升组装效率、降低成本以及满足特定应用需求
车载双连屏的背光源技术应用	提升驾驶安全与便捷性、增强车载娱乐与导航体验	为消费者提供更加优质、智能的车载显示体验
短光程背光结构的技术应用	开发一种短光程背光模组结构的技术应用	通过对 LGP 的网点、锯齿和 V-CUT 的微结构设计，同时搭配特殊的扩散结构解决短光程头部效果问题
平板背光模组超薄化技术应用	提升显示效果、降低能耗与成本	使平板背光模组在厚度上减薄、重量上减轻，同时提高显示对比度、色域饱和度、亮度，降低电流，延长使用寿命
超薄窄边框包边结构的液晶模组技术应用	提升美学价值、优化显示效果、推动技术创新	减少边框对视觉的干扰，使用户更加专注于屏幕显示的内容，从而提升整体的视觉体验
笔记本电脑背光模组光学性能优化技术应用	提升显示效果、降低能耗	通过优化背光模组的光学结构，如改进导光板的微结构光学设计、增强导光板的制造能力等，可以显著提升背光模组的亮度和均匀性，从而改善液晶显示器的整体显示效果
超薄发光均匀的 Mini-LED 背光源技术应用	提升显示效果、优化能效与降低成本	Mini-LED 背光源技术通过集成数千甚至数万个微小 LED 背光区，实现更精确的背光调节，从而显著提升显示器的亮度和均匀性，改善画面的整体视觉效果，使图像更加清晰、细腻

资料来源：公司年报、天风证券研究所

汽车方面，公司已进入上汽集团、比亚迪等企业的合格供应商体系。公司还开展了多项与汽车模组相关的研发项目，均已完结。如防松动结构的车载背光模组技术、中尺寸铁框双折边结构的背光模组技术、车载双连屏背光源技术等，旨在提高背光模组的稳定性、显示效果、使用寿命等，同时降低成本、满足特定应用需求，为消费者提供更优质的车载显示体验。

2.2. 多年磨合导入任天堂，Switch 2 预计带来显著增长

公司凭借前瞻研发和与任天堂多年磨合，率先满足任天堂对 0.3x 毫米超薄导光板的要求，同时也完成客户下降 25% 功率，以及 6000 次微跌测试的极限要求。因此，公司成为 Switch 2 代的背光源独家供应商，也是唯一通过任天堂终端技术标准认证的供应商。

目前，南极光配套的 Switch 2 背光源模组产品已实现规模化稳定交付，后续销售将随 Switch 2 主机销量增长逐步放量，并能维持合理利润水平。公司销售结构完成转型，从低毛利率手机产品为主，转向以 Switch 2 等电竞产品及平板等高毛利率产品为核心，驱动经营状况自 2024 年至 2025 年第一季度持续改善。基于行业生产周期特征，公司上半年聚焦样品研发与试产，下半年进入批量供货阶段。随着高端客户及高附加值产品占比提升，毛利率与净利率有望进一步增长。

图 6：Switch2 产品图



资料来源：3DM Game、天风证券研究所

Switch 2 代在产品的升级上采用了 7.9 英寸 LCD 屏幕，具备 1080P 分辨率、120Hz 刷新率，而且手柄可以当鼠标用。除此之外，任天堂 Switch 2 内置 256GB 存储空间，比上一代增大了 8 倍。通过专用底座连接电视后 Switch 2 游戏可支持 4K 分辨率输出和 HDR 效果。底座内还特别加入了风扇散热系统。

此外，全新 Joy-Con 2 手柄采用磁吸式连接，支持在兼容游戏中当作鼠标使用；引入的 GameChat 系统，支持最多 12 人同时语音和视频聊天。

相比于一代，Switch 2 不仅在产品上进行了升级，还在游戏内容上进行了升级，尤其是近几年的 3A 游戏大作，此前已经登录其他平台的大作，例如《艾尔登法环》《赛博朋克 2077》《双影奇境》《霍格沃茨之遗》《杀手：暗杀世界》等等。

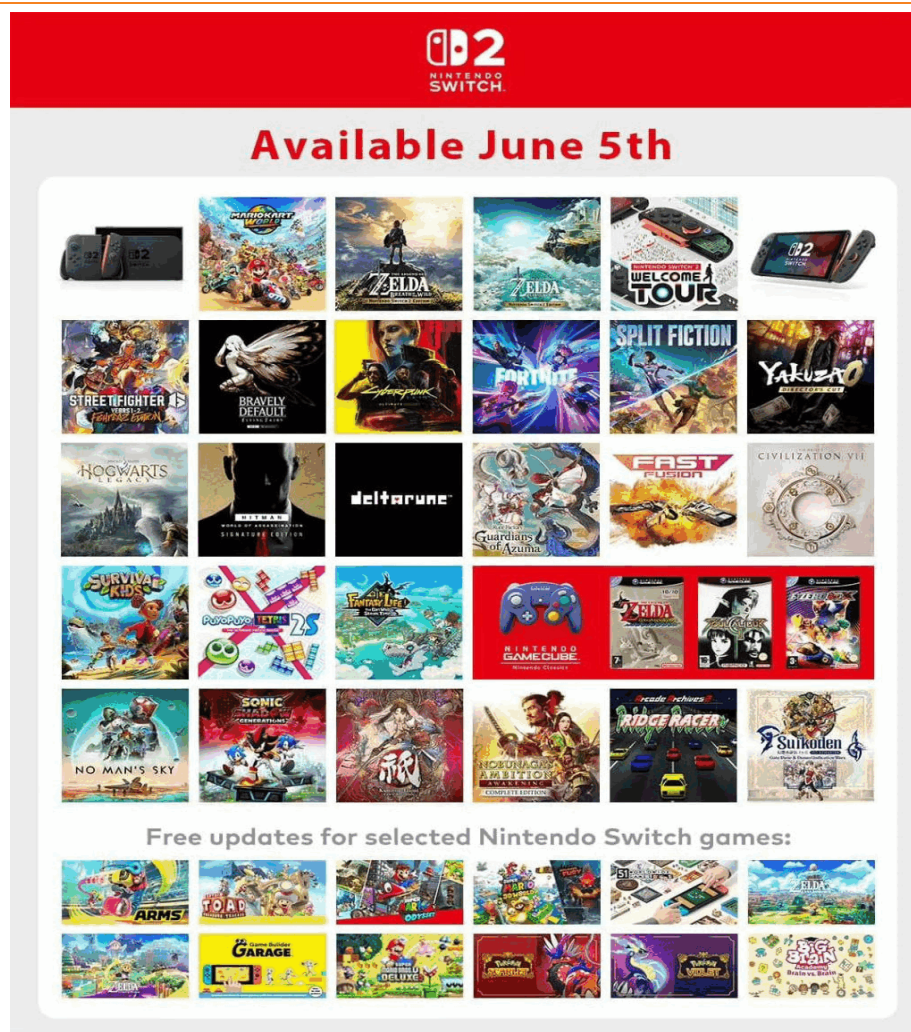
2.2.1. 产品发售首周销售火爆，看好后续 Switch 2 独占游戏推出驱动销量

任天堂公布了其 Switch 2 游戏机的火爆销售成绩，自 6 月 5 日正式上市后，在仅仅四天内，任天堂就售出了 350 多万台 Switch，打破了其前代 Switch 用时一个月销售约 270 万台的纪录，创下了该公司历史上最好的游戏机销售开局表现。这预示着，任天堂原定的销售目标——2026 财年（截至明年 3 月底）销售 1500 万台 Switch 2 有望实现，我们认为有望超过任天堂指引，有望实现 2000 万台销售（任天堂 1 财年）。

5 月 8 日，任天堂发布了 2025 财年财报，财报披露 Switch 1 代已售出 1.52 亿台，我们认为 Switch 2 作为任天堂续作产品，随着 switch 2 独占游戏持续推出，有望复刻 1 代的销量；

Switch 2 本次首发除新游戏《马里奥赛车：世界》外，同时多款 Switch 游戏进行了更新以提升在 Switch 2 上的游戏体验，以及引入第三方游戏。

图 7：switch 2 护航游戏



资料来源：玩盒资讯公众号、天风证券研究所

此外，任天堂官方公布了游戏新作《斯普拉遁 Raiders》，这是一款专为 Switch 2 打造的全新《斯普拉遁》衍生作品，同时任天堂计划陆续推出多款 Switch 2 独占规划，有望于发布后进一步推动 Switch 2 销量。

表 4：Switch 2 游戏发布计划

发布时间	游戏
2025 年 6 月 5 日	马里奥赛车世界
2025 年	Kirby Air Riders
2025 年 7 月 17 日	Donkey Kong Bananza
2025 年 6 月 5 日	Fast Fusion
2025 年	塞尔达传说：众神的三角力量：囚禁之章
2025 年 6 月 5 日	Survival Kids 生存小队
2025 年 6 月 5 日	Bravely Default: Flying Fairy HD Remaster
2025 年 6 月 5 日	Yakuza 0: Director's Cut 《龙之信条 0：导演剪辑版》
2025 年 7 月 24 日	Super Mario Party Jamboree + Jamboree TV: Switch 2 Edition
2026 年	The Duskbloods 黄昏血族

资料来源：gamespot、天风证券研究所

根据任天堂财报表述，Switch 2 会向后兼容原版 Switch 游戏，但公司并不会立即停止为原版 Switch 发布游戏。

古川俊太郎强调，“我们将继续开发 Nintendo Switch 游戏，但推出 Nintendo Switch 2 的独

占游戏对于其成功至关重要。”这意味着，任天堂不仅会继续为原版 Switch 推出一些新作，还会将重心逐渐转向 Switch 2 的独占游戏。

对于玩家来说，任天堂的这一策略无疑是一个双赢的选择。它不仅能确保现有 Switch 玩家仍然能享受到新游戏的支持，同时也能 **为 Switch 2 的到来打下坚实的基础。因为 Switch 2 的独占游戏将为平台带来更多新鲜感和创新，也能让用户有更强烈的升级动机。**

因此，我们认为 Switch 2 发布首年将不会是 Switch 2 机型销量高点，随着后续 switch 2 独占游戏逐步推出，将有更多的 switch 1 代玩家逐步升级其机型，进一步推动 Switch 2 销量。

3. 投资建议

公司依托多年行业内积累的经验和技術，不断探求市场新需求、新技术和新方向，研发满足市场需求的新产品，本次供应任天堂 Switch 2 背光模组，我们认为将为公司带来较大的收入和利润增量。

同时，形成多元化产品矩阵，覆盖平板电脑、笔记本电脑、游戏电竞、车载显示、健康医疗显示、工控设备、智能家居及穿戴可设备等领域。同时加强海外市场开拓力度，推进全球化战略布局。在新型显示领域，公司与产业链合作伙伴紧密协同，推动 Mini/Micro-LED 技术的商业化进程，并计划根据市场需求适时投资建设 Mini/Micro-LED 显示模组生产项目，建立差异化技术壁垒，提升核心竞争力。

此外，本次公司成功攻克 任天堂 0.3x 毫米超薄导光板的要求，同时也完成客户下降 25% 功率，以及 6000 次微跌测试的极限要求，技术上实现突破。**我们认为公司超薄导光板技术有望享受技术红利，同时，因任天堂客户头部效应，公司行业影响力大大提升，有望进一步开拓其他高端客户及产品。**

2025-2027 年，我们预计公司实现归母净利润 2.57/3.53/4.57 亿元，选取隆利科技、芯瑞达为可比公司，

表 5：可比公司估值预测（截止 2025.6.25）

	2025E PE	2026E PE	2027E PE
隆利科技	23.73	15.86	11.81
芯瑞达	25.68	21.71	17.83
平均	24.71	18.79	14.82

资料来源：Wind、天风证券研究所

可比公司 2025 年平均 PE 为 24.71X，看好公司深度受益 switch 2 销售超预期，以及 switch2 项目令公司行业影响力大幅提升，有望进一步开拓其他高端客户及产品，给予南极光 2025 年 PE 为 25X，对应目标价为 28.81 元，对应市值为 64.25 亿元，给予“买入”评级。

表 6：公司营收拆分及预测（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
背光显示模组	4.62	4.49	13.93	17.98	21.59
毛利率	-3.98%	15.87%	31.50%	31.00%	31.00%
其他	0.07	0.08	0.08	0.10	0.1
毛利率	30.46%	38.02%	38.00%	37.00%	38.00%
综合收入	4.69	4.57	14.01	18.08	21.69
综合毛利率	-3.47%	16.26%	31.54%	31.03%	31.03%

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 风险提示

客户集中风险，公司前五大客户销售收入占营业收入比例为 77.74%，占比比较集中，若主要客户经营状况、财务状况恶化，或公司在技术、经营模式及价格方面变化不能及时跟进调整经营策略，会影响公司产品销售及应收账款回收。

宏观经济波动风险，公司产品下游市场覆盖终端的行业与宏观经济联系紧密，宏观经济波动大可能影响下游行业需求，进而影响公司经营情况和盈利能力。

行业竞争加剧风险，随着行业的发展，不排除新企业进入、现有竞争对手提升竞争力等情况，公司若不能保持自身优势，产品市场占有率可能下降。

技术替代的风险，新技术不断涌现，若公司未能应对 OLED 等新技术的冲击，会对其 LED 背光源业务和持续经营能力造成重大不利影响。

应收账款发生坏账的风险，公司应收账款余额较大且相对集中，若主要客户经营不利，款项不能及时收回，会影响公司财务状况。

涉及知识产权诉讼的风险，公司存在被起诉侵犯知识产权的情况，若败诉，会对其知识产权、生产经营造成不利影响，此外还可能面临其他知识产权争议和纠纷风险。

Switch2 销量不及预期风险：公司盈利预测建立在 switch2 销量达到 2000 万，如若销量不及预期，公司盈利预测存在不达预期风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	474.10	138.37	112.12	937.95	173.56
应收票据及应收账款	289.84	333.71	1,223.47	785.30	1,625.22
预付账款	0.64	1.46	3.87	4.44	8.03
存货	22.74	60.18	142.36	100.09	215.79
其他	34.75	47.23	53.14	84.90	118.78
流动资产合计	822.06	580.96	1,534.97	1,912.68	2,141.38
长期股权投资	1.88	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	263.89	253.07	238.41	223.56	209.76
在建工程	0.00	4.88	4.74	4.26	2.13
无形资产	8.43	7.47	6.37	3.37	1.37
其他	416.00	662.76	603.25	600.00	618.64
非流动资产合计	690.19	928.18	852.78	831.20	831.91
资产总计	1,512.25	1,509.14	2,387.74	2,743.87	2,973.29
短期借款	34.34	15.71	122.94	0.00	5.27
应付票据及应付账款	283.79	288.41	777.64	954.17	708.36
其他	34.69	41.83	50.66	51.07	66.52
流动负债合计	352.82	345.94	951.24	1,005.24	780.16
长期借款	0.00	0.00	23.62	0.00	8.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	100.66	83.75	80.00	50.00	40.00
非流动负债合计	100.66	83.75	103.62	50.00	48.15
负债合计	453.48	429.69	1,054.86	1,055.24	828.31
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	222.64	222.64	222.64	222.64	222.64
资本公积	963.69	963.69	963.69	963.69	963.69
留存收益	(127.54)	(106.91)	149.99	503.45	960.16
其他	(0.02)	0.03	(3.44)	(1.14)	(1.52)
股东权益合计	1,058.77	1,079.45	1,332.89	1,688.64	2,144.98
负债和股东权益总计	1,512.25	1,509.14	2,387.74	2,743.87	2,973.29

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(305.25)	20.63	256.91	353.45	456.71
折旧摊销	51.18	30.83	25.90	28.33	27.93
财务费用	7.09	4.03	10.22	(12.40)	(27.72)
投资损失	(0.95)	(16.57)	(10.00)	(10.00)	(20.00)
营运资金变动	(207.42)	(353.51)	(427.68)	598.32	(1,252.09)
其它	470.76	282.79	(0.00)	(0.00)	0.00
经营活动现金流	15.42	(31.80)	(144.66)	957.70	(815.16)
资本支出	(56.82)	34.12	13.75	40.00	20.00
长期投资	(0.40)	(1.88)	0.00	0.00	0.00
其他	(348.16)	(303.42)	(13.44)	(40.00)	(10.00)
投资活动现金流	(405.37)	(271.18)	0.31	0.00	10.00
债权融资	35.05	(3.74)	121.56	(134.16)	41.14
股权融资	548.27	0.04	(3.46)	2.29	(0.38)
其他	(89.59)	(6.64)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	493.72	(10.33)	118.09	(131.87)	40.77
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	103.78	(313.31)	(26.25)	825.83	(764.39)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	468.99	457.25	1,401.46	1,807.89	2,169.46
营业成本	485.25	382.97	959.44	1,246.90	1,496.28
营业税金及附加	3.04	1.45	11.21	14.46	17.36
销售费用	23.37	19.81	42.04	54.24	65.08
管理费用	96.98	37.91	56.06	72.32	86.78
研发费用	35.19	26.33	56.06	72.32	75.93
财务费用	(0.85)	(12.63)	10.22	(12.40)	(27.72)
资产/信用减值损失	(138.53)	(15.24)	(10.00)	(3.00)	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.95	16.57	10.00	10.00	20.00
其他	11.47	12.30	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	(300.10)	15.04	266.43	367.06	475.75
营业外收入	5.00	0.13	5.00	5.00	5.00
营业外支出	1.70	0.05	1.00	0.00	0.00
利润总额	(296.80)	15.12	270.43	372.06	480.75
所得税	8.44	(5.50)	13.52	18.60	24.04
净利润	(305.25)	20.63	256.91	353.45	456.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(305.25)	20.63	256.91	353.45	456.71
每股收益（元）	(1.37)	0.09	1.15	1.59	2.05

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-26.98%	-2.50%	206.50%	29.00%	20.00%
营业利润	437.98%	-105.01%	1671.24%	37.77%	29.61%
归属于母公司净利润	570.32%	-106.76%	1145.49%	37.58%	29.21%
获利能力					
毛利率	-3.47%	16.24%	31.54%	31.03%	31.03%
净利率	-65.09%	4.51%	18.33%	19.55%	21.05%
ROE	-28.83%	1.91%	19.27%	20.93%	21.29%
ROIC	-78.55%	1.53%	88.26%	43.81%	273.40%
偿债能力					
资产负债率	29.99%	28.47%	44.18%	38.46%	27.86%
净负债率	-40.42%	-10.06%	3.71%	-54.66%	-6.77%
流动比率	2.33	1.68	1.61	1.90	2.74
速动比率	2.27	1.51	1.46	1.80	2.47
营运能力					
应收账款周转率	1.71	1.47	1.80	1.80	1.80
存货周转率	15.20	11.03	13.84	14.91	13.74
总资产周转率	0.33	0.30	0.72	0.70	0.76
每股指标（元）					
每股收益	-1.37	0.09	1.15	1.59	2.05
每股经营现金流	0.07	-0.14	-0.65	4.30	-3.66
每股净资产	4.74	4.85	5.99	7.58	9.63
估值比率					
市盈率	-18.29	269.85	21.67	15.75	12.19
市净率	5.27	5.16	4.18	3.30	2.59
EV/EBITDA	428.79	35.24	15.75	10.45	10.07
EV/EBIT	-97.65	59.90	17.15	11.28	10.70

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com