

2026年05月20日

## 芯朋微(688508.SH)

投资评级：增持(首次)

——做强数模混合平台，服务器电源全链路布局

## 证券分析师

葛星甫  
SAC: S1350524120001  
gexingfu@huayuanstock.com

## 联系人

熊宇翔  
xiongyuxiang@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2026年05月20日

收盘价(元)	93.78
一年内最高/最低(元)	97.59/49.62
总市值(百万元)	12,418.38
流通市值(百万元)	12,418.38
总股本(百万股)	132.42
资产负债率(%)	17.61
每股净资产(元/股)	20.91

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **做强数模混合平台。**公司以“半导体能源赛道”为战略核心，致力于为客户提供电源及电机系统的芯片与整体解决方案。公司具有国内一流的研发实力，获得“国家技术发明奖”在内的多项权威嘉奖，参与多项国家技术标准的制定。主要产品包括高可靠性电源管理芯片、功率器件以及各类驱动产品，具体涵盖 AC-DC、DC-DC、Digital PMIC、驱动、功率器件和功率模块等六大产品线。截至 2025 年 12 月末，公司拥有超过 2000 款有效产品型号，广泛覆盖服务器电源、通信、光伏/储能/充电桩、智能电网、工业电机、智能家电、智能终端的充电器适配器等多个领域。
- **持续推进新产品线拓展，服务器电源领域已实现全链路布局。**公司于 2025 年推出 12 款面向 AI 计算能源领域的核心新品，率先完成从服务器一次电源、二次电源到三次电源的全链路布局。其中面向 800V HVDC 系统的 1700V SiC 辅源、隔离驱动、SiC/GaN 驱动等芯片、兆赫兹开环 DCX 控制器、全集成数字硬开关全桥控制器、8/12/16 多相 VRM、70/90A Cu-Clip DrMOS、EFuse、PoL 等高性能功率产品，可满足高算力服务器对电源转换效率、稳定性及小型化的要求。
- **五大技术协同六大产线，由模拟芯片供应商向系统级电源解决方案供应商转型。**公司持续深化自身的“电源和电机功率系统芯片及解决方案”战略，目前已依托五大核心技术（高低压集成工艺、智能功率器件、数模混合功率设计、多学科失效分析、高密度功率封装）构筑出六大具备协同效应的产品线（AC-DC、DC-DC、Driver、Digital PMIC、Power Device、Power Module）架构。2025 年公司推出了多个系列的创新性电源和电机的功率模块，包括集成电感的 CubeSiP 专利技术的 DC-DC 电源模块、内置高压半桥驱动和保护的电机电驱动模块以及集成 SiC 器件和半桥电机驱动模块，公司核心技术正在从硅基芯片级高集成技术，延展至涵盖宽禁带器件异质集成和全维封装的系统级高集成技术领域。
- **盈利预测与评级：**我们预计 2026-2028 年芯朋微归母净利润分别为 1.97、2.43、2.90 亿元，同比分别增长 5.84%、23.19%、19.47%，对应 PE 分别为 63、51、43 倍。我们选取圣邦股份、思瑞浦、艾为电子作为可比公司。公司完成服务器电源全链路布局，持续取得创新突破，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**技术升级迭代的风险、市场竞争加剧的风险、客户认证失败的风险

## 盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	965	1,143	1,401	1,653	1,879
同比增长率(%)	23.61%	18.47%	22.61%	17.99%	13.69%
归母净利润(百万元)	111	186	197	243	290
同比增长率(%)	87.18%	67.34%	5.84%	23.19%	19.47%
每股收益(元/股)	0.84	1.41	1.49	1.83	2.19
ROE(%)	4.47%	6.83%	6.92%	8.10%	9.10%
市盈率(P/E)	111.55	66.66	62.98	51.13	42.79

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

选取圣邦股份、思瑞浦、艾为电子作为可比公司，2026–2028 年平均 PE 分别为 82、59、46 倍。预计 2026–2028 年芯朋微归母净利润分别为 1.97、2.43、2.90 亿元，同比分别增长 5.84%、23.19%、19.47%，对应 PE 分别为 63、51、43 倍。公司完成服务器电源全链路布局，持续取得创新突破，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设

**家用电器类芯片：**针对家电市场，公司在 AC–DC 产品已覆盖的整机上搭配扩充电机 Driver 和电源 Driver（HV&LV）的驱动产品系列、功率器件及模块系列。预计 2026–2028 年家用电器类芯片业务营收分别为 9.55、11.36、12.95 亿元，增速分别为 26.00%、19.00%、14.00%。

**功率工控类芯片：**针对工业级电源市场，公司多款高性能功率产品全面进入量产，逐步收获市场认可，同时公司在国内首家形成面向服务器等工业电源市场一次、二次、三次电源的整套系统功率解决方案。预计 2026–2028 年功率工控类芯片业务营收分别为 2.63、3.15、3.63 亿元，增速分别为 25.00%、20.00%、15.00%。

**标准电源类芯片：**公司自主研发的高集成快充初级控制功率芯片、次级同步整流芯片及 PD 协议芯片的全套片方案逐渐上量，下游应用场景从 10W 到 140W、从智能超结器件到氮化镓，碳化硅器件全覆盖。预计 2026–2028 年标准电源类芯片业务营收分别为 1.79、1.97、2.17 亿元，增速分别为 5.00%、10.00%、10.00%。

**其他业务：**预计 2026–2028 年其他业务营收分别为 0.04、0.04、0.05 亿元，增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%。

### 投资逻辑要点

服务器电源领域已实现全链路布局。公司于 2025 年推出 12 款面向 AI 计算能源领域的核心新品，率先完成从服务器一次电源、二次电源到三次电源的全链路布局。

五大技术协同六大产线，公司逐渐由模拟芯片供应商向系统级电源解决方案供应商转型。2025 年公司推出了多个系列的创新性电源和电机的功率模块，核心技术正在从硅基芯片级高集成技术，延展至涵盖宽禁带器件异质集成和全维封装的系统级高集成技术领域。

### 核心风险提示

技术升级迭代的风险、市场竞争加剧的风险、客户认证失败的风险

## 内容目录

---

1. 芯朋微：涵盖数字、模拟、功率芯片的设计公司 .....	5
1.1. 新产品线拓展下游应用 .....	5
1.2. 2025 年营收稳步增长，新市场与新产品显著增长 .....	7
2. 服务器电源全链路布局，高可靠性技术领先 .....	9
2.1. 服务器电源实现全链路布局，五大技术构筑六大产品线 .....	9
2.2. 产品布局全面可靠，自主创新构筑技术优势 .....	10
3. 盈利预测与评级 .....	11
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品六大产品线 .....	5
图表 2: IDM 模式与 Fabless 模式对比 .....	6
图表 3: 公司发展历程 .....	6
图表 4: 公司股权结构 .....	7
图表 5: 公司营业收入 .....	7
图表 6: 公司归母净利润 .....	7
图表 7: 公司分业务营收 (亿元) .....	8
图表 8: 公司分业务毛利率 .....	8
图表 9: 公司毛利率及净利率 .....	8
图表 10: 公司期间费用率 .....	9
图表 11: 从 800V HVDC 到 1V Vcore 服务器高压直流三级电源系统方案 .....	9
图表 12: 公司五大核心技术及六大产品线 .....	10
图表 13: 公司 AC-DC 开关电源集成芯片全球厂商排名 .....	10
图表 14: 截至 2025 年末公司超 2000 款产品 .....	10
图表 15: 公司研发相关数据 .....	11
图表 16: 可比公司估值表 .....	12

## 1. 芯朋微：涵盖数字、模拟、功率芯片的设计公司

### 1.1. 新产品线拓展下游应用

芯朋微电子是一家涵盖数字、模拟、功率芯片的设计企业。公司以“半导体能源赛道”为战略核心，致力于为客户提供电源及电机系统的芯片与整体解决方案。公司具有国内一流的研发实力，获得“国家技术发明奖”在内的多项权威嘉奖，参与多项国家技术标准的制定。主要产品包括高可靠性电源管理芯片、功率器件以及各类驱动产品，具体涵盖 AC-DC 电源产品线、DC-DC 电源产品线、Digital PMIC 电源产品线、驱动产品线、功率器件产品线和功率模块产品线等六大类。截至 2025 年 12 月末，公司拥有超过 2000 款有效产品型号，广泛覆盖服务器电源、通信、光伏/储能/充电桩、智能电网、工业电机、智能家电、智能终端的充电器适配器等多个领域。

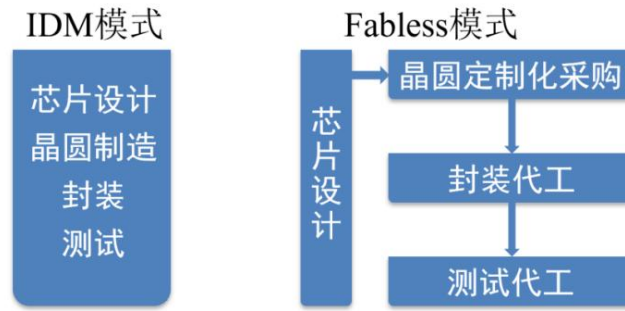
图表 1：公司主要产品六大产品线



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**Fabless 模式下公司专注于产品研发。**公司是集成电路产业链中的设计公司，采用 Fabless（轻资产制造）模式。公司持续专注于产品的设计研发和市场开拓，生产主要采用委托外包形式，同时充分利用公司较为充沛的现金，逐步加大对上游多家晶圆厂和封测厂的投资入股和产线设备深度合作。以轻资产逐步介入上游制造战略资源、侧重产品研发和市场销售的 Fabless（轻资产制造）经营模式有利于提高核心竞争力和整体营运效率。

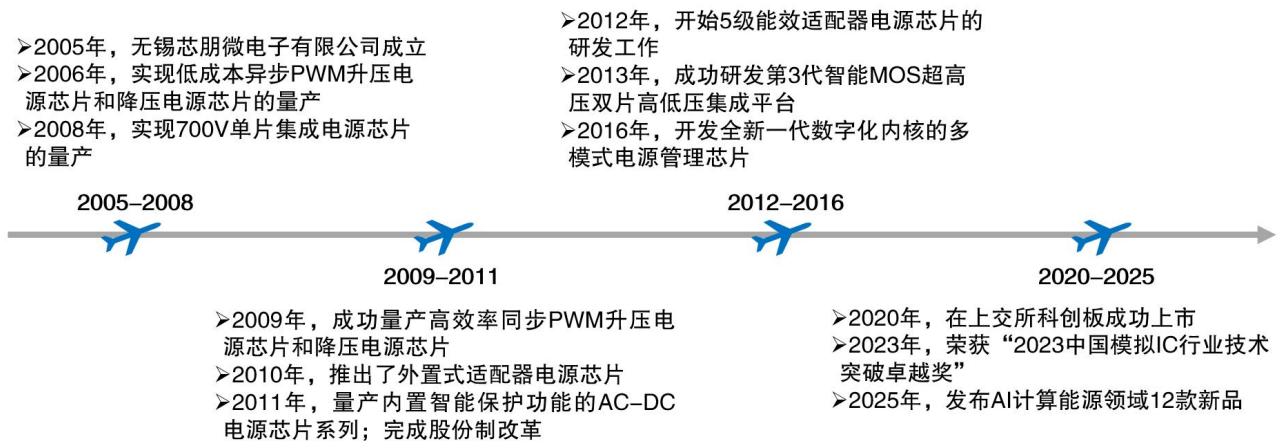
图表 2：IDM 模式与 Fabless 模式对比



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

**从移动数码电源芯片起步到 AI 计算能源领域全面布局。**2005 年，无锡芯朋微电子有限公司成立。2006 年，实现低成本异步 PWM 升压电源芯片和降压电源芯片的量产，成功进入移动数码市场。2008 年，实现 700V 单片集成电源芯片的量产，迅速占领家电市场。2009 年，成功量产高效率同步 PWM 升压电源芯片和降压电源芯片。2010 年，在国内较早推出了外置式适配器电源芯片。2011 年，开始量产内置智能保护功能的 AC-DC 电源芯片系列，同年完成股份制改革。2012 年，开始了 5 级能效适配器电源芯片的研发工作。2013 年，成功研发第 3 代智能 MOS 超高压双片高低压集成平台。2016 年，开发了全新一代数字化内核的多模式电源管理芯片。2020 年，在上交所科创板成功上市。2023 年，荣获“2023 中国模拟 IC 行业技术突破卓越奖”。2025 年，发布 AI 计算能源领域 12 款新品。

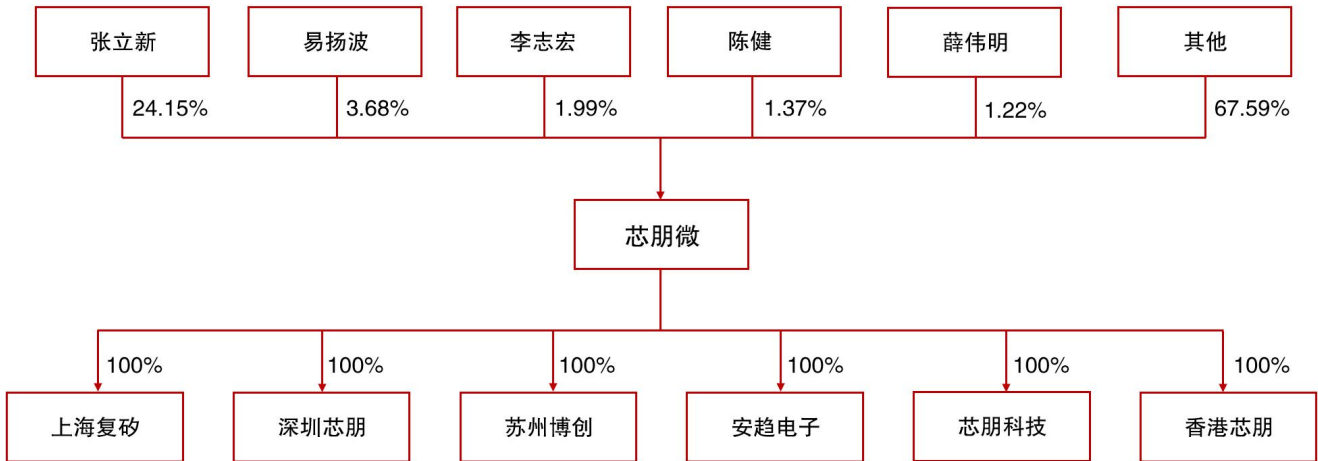
图表 3：公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、公司公众号，华源证券研究所

**公司创始人、董事长张立新先生为实控人。**截至 2026 年一季报，董事长张立新先生直接持有公司 24.15% 的股份，为实际控制人，公司股权结构相对稳定。

图表 4：公司股权结构

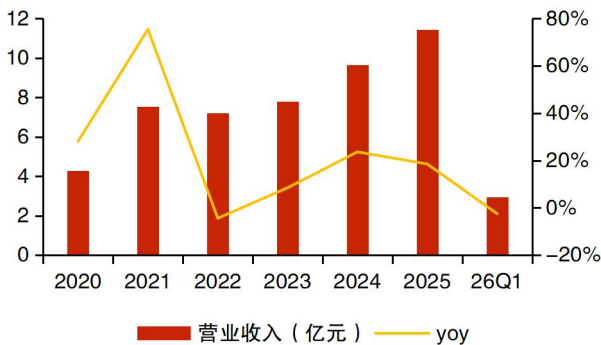


资料来源：ifind，华源证券研究所（注：股东持股比例截至 2026 年一季报，子公司持股比例截至 2025 年年度报告）

## 1.2. 2025 年营收稳步增长，新市场与新产品显著增长

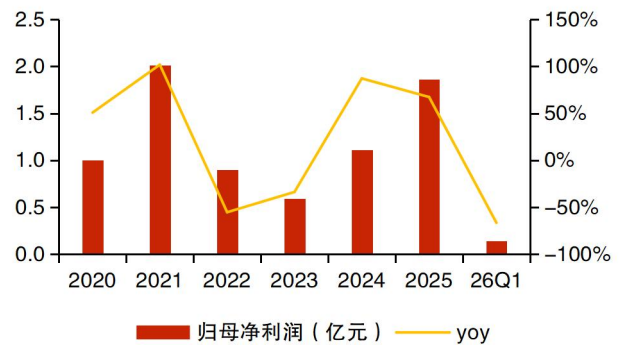
**新兴市场与新品类产品驱动收入增长。**2020–2024 年营业收入从 4.29 亿元增长至 9.65 亿元，CAGR=22.47%。2025 年实现营业收入 11.43 亿元，同比增长 18.47%，实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 67.34%，主要系公司以“半导体能源赛道”为核心战略方向，新兴市场（服务器/通信/工业电机/光储充/新能源车）营业收入同比大幅增长 50%左右、新品类产品（DC-DC、Driver、Digital PMIC、Power Device、Power Module）营收同比增长 39%左右，同时，公司通过“90%股份+10%现金”方式出售芯联集成子公司芯联越州 1.67%股权，90%股份对价部分，一方面增加公司账面公允价值变动收益，另一方面强化公司与上游供应商芯联集成的战略合作。2026Q1 实现营收 2.94 亿元，同比下滑 2.57%，归母净利润 0.14 亿元，同比下滑 66.59%，主要系计提存货跌价准备，同时持有芯联集成股票产生公允价值变动损失。

图表 5：公司营业收入



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 6：公司归母净利润

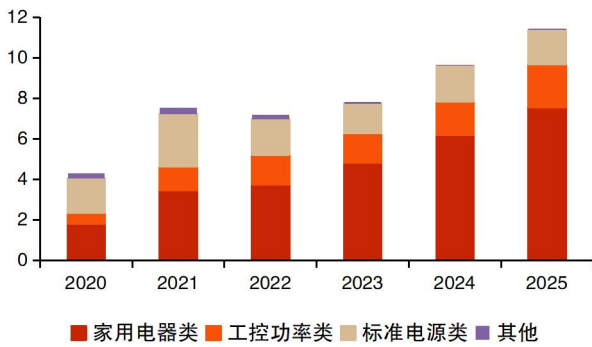


资料来源：iFinD，华源证券研究所

**家电及工控芯片收入稳健增长，下游行业应用范围扩大。**2025 年主要业务营收中，家用电器类芯片产品收入 7.58 亿元，同比增加 22.00%，占总收入的 66.32%，毛利率 38.69%，

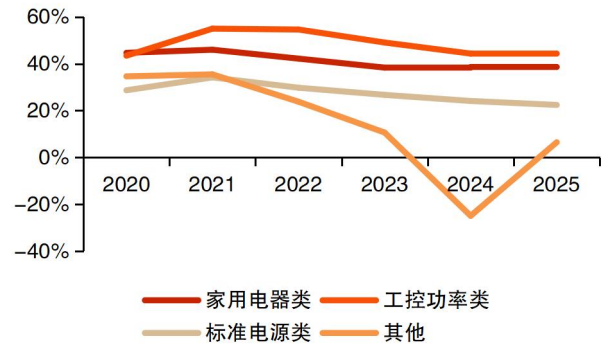
同比+0.04pct；工控功率产品收入 2.10 亿元，同比增加 27.16%，占总收入的 18.40%，毛利率 44.60%，同比+0.24pct。公司 2025 年持续推进新产品线拓展，扩大下游行业应用范围，非 AC-DC 产品营业收入同比上升 39%，其中服务器应用领域营收同比增长超 4 倍。

图表 7：公司分业务营收（亿元）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

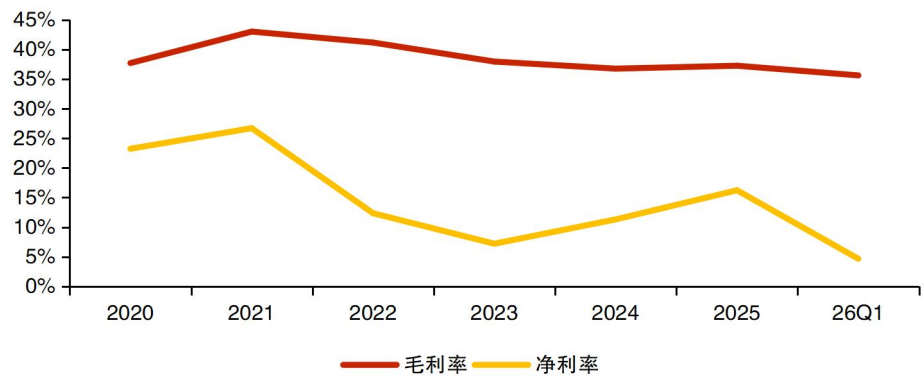
图表 8：公司分业务毛利率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

**毛利率保持相对稳定。**2025 年公司毛利率为 37.24%，同比+0.49pct，净利率为 16.23%，同比+4.92pct，盈利能力基本实现企稳。2026Q1 毛利率为 35.61%，净利率为 4.67%。

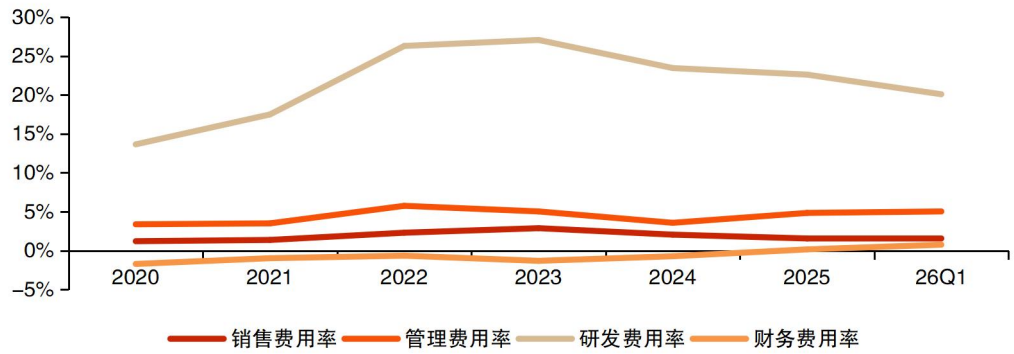
图表 9：公司毛利率及净利率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

**公司费用率管控良好，持续加大研发投入。**2025 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.57%、4.85%、22.60%、0.17%，其中，研发费用同比增长 14.22%，主要系研发人员薪酬和股权激励费用较 2024 年同期增加，高比例的研发投入来源于持续不断的人才引进，以及长短期兼顾的薪酬包保障；管理费用同比增长 60.39%，主要系管理人员薪酬和股权激励费用较 2024 年同期增加。

图表 10：公司期间费用率



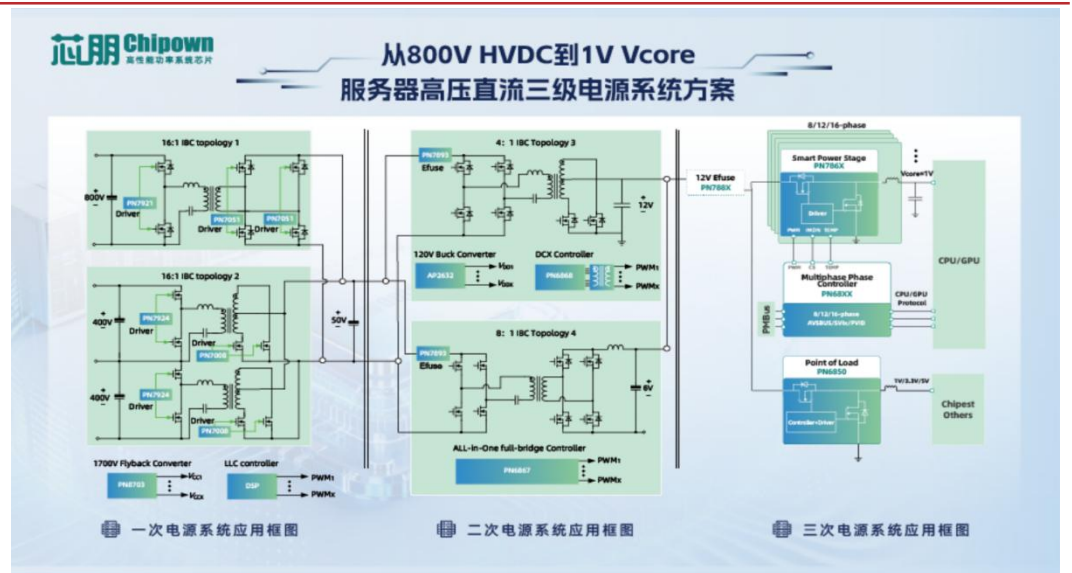
资料来源：iFinD，华源证券研究所

## 2. 服务器电源全链路布局，高可靠性技术领先

### 2.1. 服务器电源实现全链路布局，五大技术构筑六大产品线

持续推进新产品线拓展，服务器电源领域已实现全链路布局。公司于 2025 年推出 12 款面向 AI 计算能源领域的核心新品，率先完成从服务器一次电源、二次电源到三次电源的全链路布局。其中，面向 800V HVDC 系统的 1700V SiC 辅源、隔离驱动、SiC/GaN 驱动等芯片、兆赫兹开环 DCX 控制器、全集成数字硬开关全桥控制器、8/12/16 多相 VRM、70/90A Cu-Clip DrMOS、EFuse、PoL 等高性能功率产品可满足高算力服务器对电源转换效率、稳定性及小型化的要求。

图表 11：从 800V HVDC 到 1V Vcore 服务器高压直流三级电源系统方案

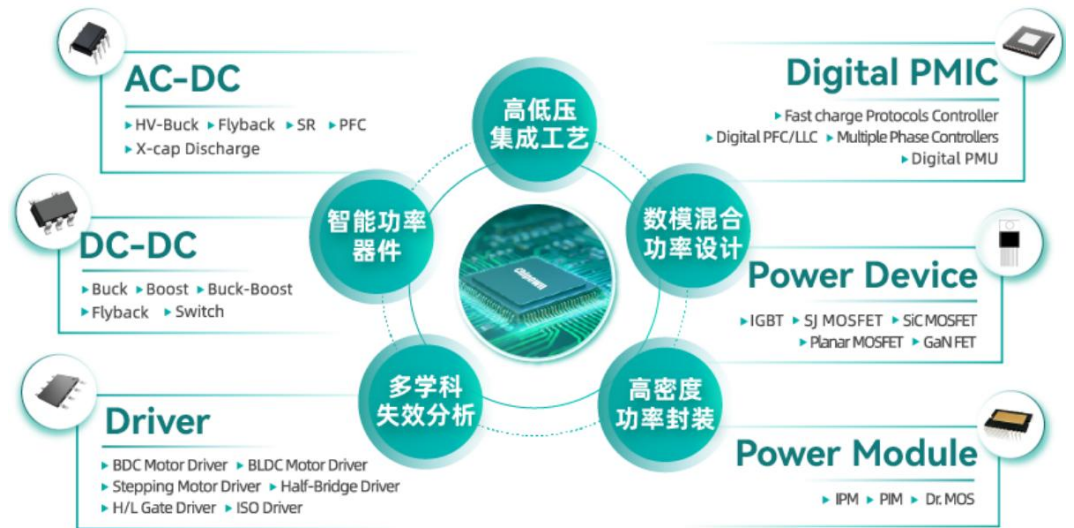


资料来源：公司微信公众号，华源证券研究所

五大技术协同六大产线，公司逐渐由模拟芯片供应商向系统级电源解决方案供应商转型。公司持续深化自身的“电源和电机功率系统芯片及解决方案”战略，目前已依托五大核心技术（高低压集成工艺、智能功率器件、数模混合功率设计、多学科失效分析、高密度功率封装）构筑出六大具备协同效应的产品线（AC-DC、DC-DC、Driver、Digital PMIC、Power Device、

Power Module) 架构。2025 年公司推出多个系列的创新性电源和电机的功率模块, 包括集成电感的 CubeSiP 专利技术的 DC-DC 电源模块、内置高压半桥驱动和保护的电机驱动模块以及集成 SiC 器件和半桥电机驱动模块, 公司核心技术正在从硅基芯片级高集成技术, 延展至涵盖宽禁带器件异质集成和全维封装的系统级高集成技术领域, 加速公司成长为客户的电源和电机系统提供一站式“Power System Total Solution”供应商。

图表 12: 公司五大核心技术及六大产品线



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

## 2.2. 产品布局全面可靠, 自主创新构筑技术优势

**产品布局全面, 技术实力领先。**公司是国家规划布局内重点集成电路设计企业及高新技术企业, 是国内少数完整覆盖高低压电源芯片、高低压驱动芯片、功率器件、功率模块以及电源电机功率系统芯片及解决方案的厂商。其中, 高压 AC-DC 产品达到国际一流水准, 根据 Omdia 于 2024 年发布的行业统计报告, 公司在“AC-DC integrated switching regulators”产品类别中位列全球第二。截至 2025 年 12 月末, 公司已开发出超过 2000 个型号的产品, 在高低压集成半导体技术领域处于行业领先地位。2025 年公司在行业 TOP 工业客户的年平均失效率接近 1ppm, 凭借二十年的持续积累, 已达到功率芯片业界一流水平。

图表 13: 公司 AC-DC 开关电源集成芯片全球厂商排名

图表 14: 截至 2025 年末公司超 2000 款产品

Omdia  
AC-DC integrated switching regulators  
Ranking Issued 2024

中国第一  
全球第二



截至2025年12月末有效产品型号:

从高压到低压,  
从模拟到数模混合,  
从硅基到宽禁带, 从IC到模块

2000<sup>+</sup>款

资料来源: 公司微信公众号, 华源证券研究所

资料来源: 公司微信公众号, 华源证券研究所

**坚持自主创新，构筑核心技术优势。**公司成立 20 年来，始终专注于功率半导体的研发与销售，以自主创新为经营核心，研发实力突出。核心技术管理团队经验丰富，形成了稳定有序的中青年人才梯队。截至 2025 年末，公司已拥有一支由 2 名国家万人计划专家领衔的 299 人高水平研发团队，占公司员工总数的 69.86%。除芯片设计人才外，公司还汇聚了半导体器件及工艺制造方面的专家团队，在晶圆制造工艺和半导体器件技术领域积累深厚。公司在模拟与数字电路设计、可靠性设计、半导体器件及工艺设计、器件模型提取等方面掌握了众多核心技术，形成了完善的知识产权体系和独特的技术优势，多款芯片产品为国内首创，成功替代进口品牌，快速占领市场。

**图表 15：公司研发相关数据**



资料来源：公司微信公众号，华源证券研究所

### 3. 盈利预测与评级

预计 2026–2028 年营收分别为 14.01、16.53、18.79 亿元，同比分别增长 22.61%、17.99%、13.69%。

**家用电器类芯片：**针对家电市场，公司在 AC–DC 产品已覆盖的整机上搭配扩充电机 Driver 和电源 Driver ( HV&LV ) 的驱动产品系列、功率器件及模块系列。预计 2026–2028 年家用电器类芯片业务营收分别为 9.55、11.36、12.95 亿元，增速分别为 26.00%、19.00%、14.00%。

**功率工控类芯片：**针对工业级电源市场，公司多款高性能功率产品全面进入量产，逐步收获市场认可，同时公司在国内首家形成面向服务器等工业电源市场一次、二次、三次电源的整套系统功率解决方案。预计 2026–2028 年功率工控类芯片业务营收分别为 2.63、3.15、3.63 亿元，增速分别为 25.00%、20.00%、15.00%。

**标准电源类芯片：**公司自主研发的高集成快充初级控制功率芯片、次级同步整流芯片及 PD 协议芯片的全套片方案逐渐上量，下游应用场景从 10W 到 140W、从智能超结器件到氮化镓，碳化硅器件全覆盖。预计 2026–2028 年标准电源类芯片业务营收分别为 1.79、1.97、2.17 亿元，增速分别为 5.00%、10.00%、10.00%。

其他业务：预计 2026–2028 年其他业务营收分别为 0.04、0.04、0.05 亿元，增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%。

圣邦股份主要从事模拟集成电路研究、开发与销售，思瑞浦主要从事模拟与数模混合集成电路产品的研发与销售，艾为电子主要从事集成电路芯片研发和销售，选取作为可比公司，2026–2028 年平均 PE 分别为 82、59、46 倍。预计 2026–2028 年芯朋微归母净利润分别为 1.97、2.43、2.90 亿元，同比分别增长 5.84%、23.19%、19.47%，对应 PE 分别为 63、51、43 倍。公司完成服务器电源全链路布局，持续取得创新突破，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 16：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2026–5–20	26E	27E	28E	26E	27E	28E
300661.SZ	圣邦股份	724.89	8.06	11.08	14.15	90	65	51
688536.SH	思瑞浦	433.97	3.75	5.36	7.48	116	81	58
688798.SH	艾为电子	175.66	4.52	5.83	6.15	39	30	29
		算术平均				82	59	46
688508.SH	芯朋微	124.18	1.97	2.43	2.90	63	51	43

资料来源：iFinD，华源证券研究所。注：圣邦股份、思瑞浦、艾为电子盈利预测来自 iFinD 一致预期，芯朋微盈利预测来自华源证券研究所

## 4. 风险提示

**技术升级迭代的风险：**集成电路设计行业技术不断革新，若公司今后未能准确把握行业技术发展趋势并制定新技术的研究方向，可能对公司的竞争能力和持续发展产生不利影响。

**市场竞争加剧的风险：**国内 IC 设计行业发展迅速，市场竞争日趋激烈，公司产品市场占有率较低，面临较大的国内外品牌的竞争风险。

**客户认证失败的风险：**公司芯片产品需要通过客户测试认证才能进入批量供应，若客户测试认证失败，可能导致公司不能获得新客户或丢失原有客户。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	568	540	614	745
应收票据及账款	282	365	431	490
预付账款	16	39	46	52
其他应收款	1	2	2	2
存货	364	414	482	546
其他流动资产	1,540	1,625	1,640	1,654
<b>流动资产总计</b>	<b>2,771</b>	<b>2,985</b>	<b>3,216</b>	<b>3,490</b>
长期股权投资	7	6	5	5
固定资产	224	197	169	142
在建工程	4	4	4	3
无形资产	13	14	22	27
长期待摊费用	9	9	5	6
其他非流动资产	281	291	291	291
<b>非流动资产合计</b>	<b>538</b>	<b>521</b>	<b>498</b>	<b>474</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,308</b>	<b>3,505</b>	<b>3,714</b>	<b>3,964</b>
短期借款	345	365	385	415
应付票据及账款	104	134	156	177
其他流动负债	111	139	161	182
<b>流动负债合计</b>	<b>560</b>	<b>638</b>	<b>703</b>	<b>774</b>
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	22	22	22	22
<b>非流动负债合计</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
<b>负债合计</b>	<b>583</b>	<b>660</b>	<b>725</b>	<b>796</b>
股本	131	132	132	132
资本公积	1,893	1,892	1,892	1,892
留存收益	701	826	976	1,163
归属母公司权益	2,726	2,850	3,001	3,188
少数股东权益	0	-5	-12	-20
<b>股东权益合计</b>	<b>2,726</b>	<b>2,845</b>	<b>2,989</b>	<b>3,168</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,308</b>	<b>3,505</b>	<b>3,714</b>	<b>3,964</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	185	95	145	185
折旧与摊销	37	42	47	46
财务费用	2	14	14	15
投资损失	-22	-16	-16	-16
营运资金变动	-173	-184	-113	-102
其他经营现金流	-27	38	38	38
<b>经营性现金净流量</b>	<b>2</b>	<b>-12</b>	<b>115</b>	<b>166</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-119</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>53</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>123</b>	<b>-66</b>	<b>-87</b>	<b>-88</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>5</b>	<b>-28</b>	<b>74</b>	<b>131</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,143	1,401	1,653	1,879
营业成本	717	853	994	1,125
税金及附加	2	4	5	6
销售费用	18	21	25	32
管理费用	55	61	64	68
研发费用	258	308	355	395
财务费用	2	14	14	15
资产减值损失	-66	-54	-63	-72
信用减值损失	-1	-2	-3	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	22	16	16	16
公允价值变动损益	113	70	70	80
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	32	25	25	25
<b>营业利润</b>	<b>188</b>	<b>195</b>	<b>239</b>	<b>285</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>185</b>	<b>192</b>	<b>236</b>	<b>282</b>
所得税	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>185</b>	<b>192</b>	<b>236</b>	<b>282</b>
少数股东损益	-1	-5	-7	-8
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>186</b>	<b>197</b>	<b>243</b>	<b>290</b>
EPS(元)	1.41	1.49	1.83	2.19

**主要财务比率**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	18.47%	22.61%	17.99%	13.69%
营业利润增长率	80.82%	3.45%	22.83%	19.23%
归母净利润增长率	67.34%	5.84%	23.19%	19.47%
经营现金流增长率	-95.45%	-725.23%	1,097.93%	44.43%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	37.24%	39.14%	39.86%	40.16%
净利率	16.23%	13.69%	14.30%	15.02%
ROE	6.83%	6.92%	8.10%	9.10%
ROA	5.63%	5.62%	6.54%	7.32%
<b>估值倍数</b>				
P/E	66.66	62.98	51.13	42.79
P/S	10.87	8.86	7.51	6.61
P/B	4.56	4.36	4.14	3.90
股息率	0.00%	0.58%	0.75%	0.83%
EV/EBITDA	28	44	37	32

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。