仅供内部参考，请勿外传！

电池为基，光电赋能

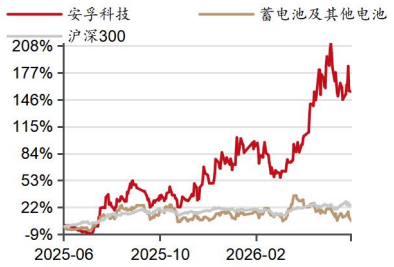
安孚科技（603031.SH）首次覆盖报告

证券研究报告

2026 年 06 月 30 日

公司评级	买入
股票代码	603031.SH
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	51.85

近一年股价走势



核心结论

公司已形成传统电池现金牛 + 硬科技成长双轮驱动格局，核心资产南孚电池构筑稳固盈利基本盘，同时参股易缆微卡位高速光芯片优质赛道，第二成长曲线潜力充足。往后看，我们认为：

核心主业（南孚电池）：1）国内市场：南孚作为国内碱性电池绝对龙头，品牌、渠道、产品三重壁垒深厚，叠加新兴下游需求扩容+产品持续迭代，国内收入有望保持稳健增长。**2）海外市场：**公司通过产能扩建、品牌本地化布局发力海外市场，目前海外渗透率偏低，OBM 自有品牌与 OEM 代工业务均具备广阔提升空间；同时公司有望通过产线自动化升级、原材料自主可控、高附加值新品研发等方式持续优化海外业务毛利率。**3）新品矩阵：**充电宝、胎压电池等新兴品类毛利率较高，有望贡献业绩弹性，进一步拉高整体盈利水平。**4）股权层面：**公司目前持有南孚电池 46%权益，后续股权比例提升将持续增厚上市公司利润。

第二曲线（高速光芯片）：公司持股易缆微至 8.51%。易缆微独创硅光异质集成薄膜铌酸锂技术平台，产品可适配 1.6T/3.2T 高速光模块，精准卡位光通信高景气赛道。伴随 3.2T 高速光模块渗透率持续提升，薄膜铌酸锂调制器市场空间有望迎来加速增长，易缆微成长潜力凸显。依托公司产业资源，双方有望实现技术、客户、产业链深度协同，进一步放大第二曲线价值。

投资建议：我们预计 26/27/28 年公司收入分别为 52.04/56.64/61.40 亿元，同比分别 +9.0%/+8.8%/+8.4%，公司归母净利润分别为 4.34/5.55/6.30 亿元、同比分别+91.86%/+28.07%/+13.39%，对应 26/27/28 年 PE 分别为 45/35/31X。公司传统电池业务基本盘安全边际充足；硬科技光芯片赛道有望打开长期成长空间。首次覆盖给予 “买入”评级。

风险提示：三方数据失真、数据测算偏差、海外市场不及预期、产品不及预期、品牌竞争加剧、芯片技术迭代风险等。

核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,638	4,775	5,204	5,664	6,140
增长率	7.4%	2.9%	9.0%	8.8%	8.4%
归母净利润（百万元）	168	226	434	555	630
增长率	45.2%	34.4%	91.86%	28.07%	13.39%
每股收益（EPS）	0.45	0.60	1.16	1.49	1.68
市盈率（P/E）	115.3	85.8	44.7	34.9	30.8
市净率（P/B）	10.6	7.1	5.9	5.0	4.3

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

分析师

于佳琦 S0800525040008

18800299337

yujiaqi@xbmail.com.cn

杨敬梅 S0800518020002

021-38584220

yangjingmei@research.xbmail.com.cn

联系人

唐楚彦

17301806602

tangchuyan@xbmail.com.cn

相关研究

仅供内部参考，请勿外传！

索引

内容目录

投资要点 3
关键假设 3
区别于市场的观点 3
股价上涨催化剂 3
投资建议 3
安孚科技核心指标概览 4
一、 核心资产南孚电池奠定盈利基石，双轮驱动格局成型 5
二、 南孚电池：高分红稳健资产，股权比例有望进一步扩大 5
2.1 收入与利润增长动能拆解 6
2.2 股权结构：持续增持南孚电池 8
三、第二曲线：参股易缆微，卡位高速光芯片黄金赛道 9
3.1 易缆微核心技术与里程碑 9
3.2 3.2T 光模块高速发展助力广阔成长舞台 10
四、投资建议与盈利预测 10
五、风险提示 13

图表目录

图 1：安孚科技核心指标概览图 4
图 2：南孚电池收入及净利润（亿元，左）及其同比增速（右） 5
图 3：安孚科技外销收入及 yoy 7
图 4：安孚科技内外销毛利率 7
图 5：品牌淘宝官网充电宝产品 7
图 6：安孚科技 - 亚锦科技 - 南孚电池股权结构 8
图 7：易缆微主要产品 9

表 1：南孚电池业绩承诺及安孚科技对应收益测算（单位：亿元） 5
表 2：南孚电池产品迭代以两年为周期 6
表 3：南孚电池剩余股权结构及收购规划 8
表 4：易缆微股权结构 10
表 5：安孚科技收入拆分 11
表 6：可比公司估值 12

仅供内部参考，请勿外传！

投资要点

关键假设

收入端： 我们预计 26/27/28 年公司收入分别为 52.04/56.64/61.40 亿元，同比分别+9.0%/+8.8%/+8.4%，**其中：1）碱性电池：**预计国内稳健增长，海外市场占有率较低，海外业务具备较大增长空间；**2）碳性电池：**产品为“丰蓝一号”等，为燃气灶电池开创者，国内燃气灶、热水器等传统使用一号电池的产品存量市场较大，每年更换需求量大且稳定。预计维持相对稳定；**3）其他收入：**主要为渠道协同的代理业务，目前公司已暂停红牛饮料代理业务；**4）其他电池：**考虑胎压电池等有望贡献弹性，随市场培育加速增长；**5）其他业务：**主要系电商平台促销补贴收入和销售废料收入。

盈利端：1）毛利率：电池业务短期在原材料成本上升+低毛利海外占比提升之下略有下滑，后续随海外结构提升+产线提效有所抬升；此外红牛业务收缩、充电宝/胎压电池等新业务规模效应提升有望抬升其他收入和其他电池业务的毛利率。**2）费用率：**预计费用率维持整体稳定。综合预计公司 26/27/28 年归母净利润分别为 4.34/5.55/6.30 亿元、同比分别+91.86%/+28.07%/+13.39%。

区别于市场的观点

市场认为：1）电池行业存量竞争加剧、海外低毛利业务占比提升；2）公司第二曲线光芯片业务短期难以兑现业绩，成长逻辑落地存在不确定性。我们对此观点持不同看法：

1）电池业务：一方面，传统电池主业基本盘稳固，国内碱性电池龙头地位难以撼动，碳性电池依托燃气灶、热水器等存量刚需市场保持稳定；海外市场尚处渗透初期，新增产能逐步释放，叠加品牌出海推进，将成为中长期增长动力。另一方面，充电宝、胎压电池等高毛利新型电池产品快速放量，持续丰富收入结构，为整体收入增长提供新增量。盈利端海外业务将通过产线提效、产品结构升级、上游成本管控实现毛利率回升；同时高毛利新型电池规模持续扩大、低毛利代理业务逐步出清。此外，公司持续增持南孚电池股权，权益利润占比提升，进一步强化盈利稳定性。

2）第二曲线：成长确定性较强，为公司带来估值溢价。易缆微核心技术具备自主知识产权，契合 3.2T 高速光模块发展趋势，商业化进程有序推进，硬科技成长逻辑有望逐步兑现。

股价上涨催化剂

南孚电池持股比例扩大、易缆微量产和接单超预期、第二成长曲线持续战略布局。

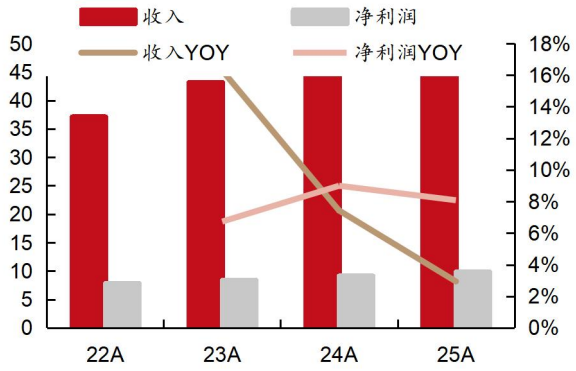
投资建议

我们预计 26/27/28 年公司收入分别为 52.04/56.64/61.40 亿元，同比分别+9.0%/+8.8%/+8.4%，公司归母净利润分别为 4.34/5.55/6.30 亿元、同比分别+91.86%/+28.07%/+13.39%，对应 26/27/28 年 PE 分别为 45/35/31X，我们选取同样转型算力的消费公司（裕同科技（转型液冷零部件）、民爆光电（转型 PCB 钻针）、恒林股份（转型 AI 服务器线束盒））平均 PE 分别为 50/30/22X。公司“传统电池现金牛”业务有望随持股战略推进扩大上市公司业绩规模、“硬科技成长”板块作为公司第二成长业务有望随后续产业推进和公司战略布局持续提供溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

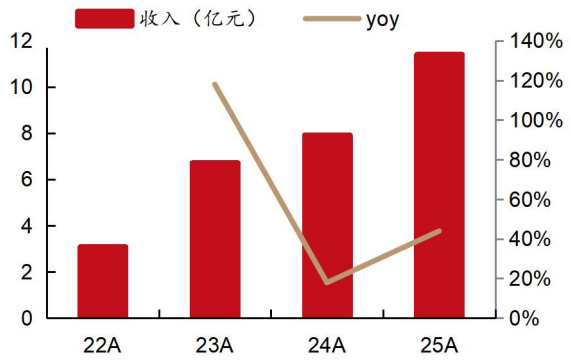
安孚科技核心指标概览

图 1：安孚科技核心指标概览图

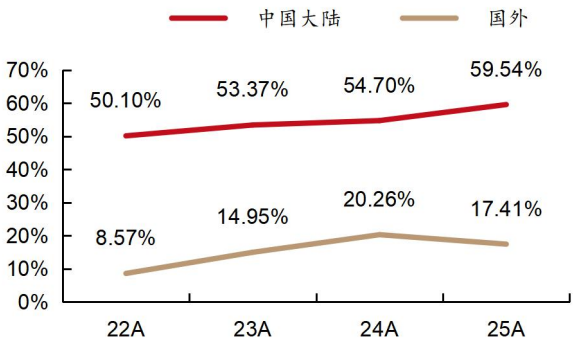
南孚电池收入及净利润（亿元，左）及其同比增速（右）



安孚科技外销收入及 yoy



安孚科技内外销毛利率



安孚科技 - 亚锦科技 - 南孚电池股权结构



资料来源：安孚科技 2022-2025 年年报，wind，西部证券研发中心

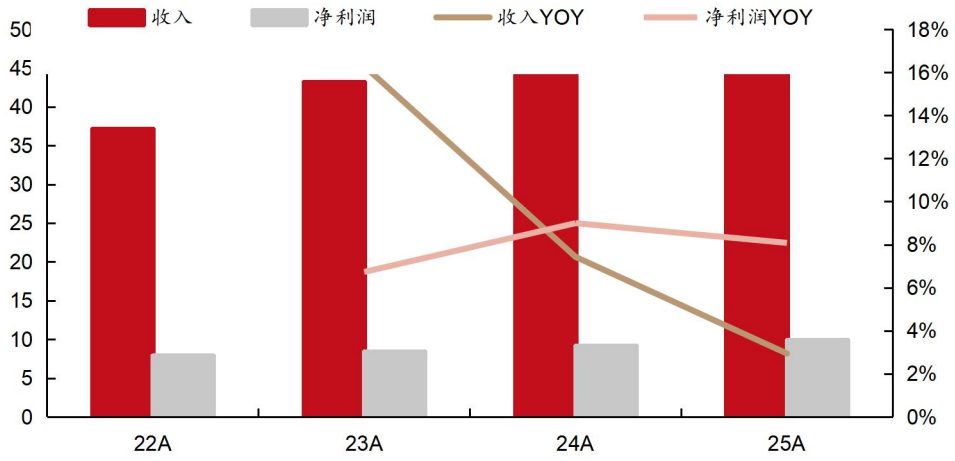
仅供内部参考，请勿外传！

一、核心资产南孚电池奠定盈利基石，双轮驱动格局成型

安孚科技前身为传统百货企业，实控人变更后完成全面转型，2022 年并表南孚电池，为当前公司核心资产，同时战略参股易缆微切入光芯片赛道，构建“传统电池现金牛 + 硬科技成长”两大业务板块。

2025 年公司归母净利润 2.26 亿元，核心来自南孚电池权益利润贡献，盈利稳定性突出。南孚电池 2025-2027 年扣非净利润作出明确承诺，2025 年已超额完成。

图 2：南孚电池收入及净利润（亿元，左）及其同比增速（右）



资料来源：安孚科技 2022-2025 年年报，西部证券研发中心

表 1：南孚电池业绩承诺及安孚科技对应收益测算（单位：亿元）

指标	2025A	2026E	2027E
南孚电池承诺扣非净利润	9.14	9.50	9.82
南孚电池实际扣非净利润	9.38	-	-
业绩承诺达成率	102.6%	-	-
安孚科技对应权益利润/来自南孚电池并表的归母利润（25H2 增至 46%持股）	2.26	-	-

资料来源：《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（二次修订稿）》、安孚科技 2025 年年报、wind、西部证券研发中心

二、南孚电池：高分红稳健资产，股权比例有望进一步扩大

仅供内部参考，请勿外传！

安孚科技当前收入均来自南孚电池。南孚电池作为国内碱性电池龙头，连续多年销量位居国内第一，品牌、渠道、产品形成三重壁垒，盈利稳定性突出。同时，**亚锦科技（持有南孚电池 82%股权，公司通过安孚能源控股亚锦科技） 2022-2025 年分红率维持在 79%-88% 的高位，南孚电池具备高分红、稳现金流特征。**

2.1 收入与利润增长动能拆解

南孚电池形成国内稳健、海外高增、新品提供弹性的三维增长逻辑。

1）国内业务：基本盘稳固，壁垒难以撼动

2025 年，国内碱性电池市场南孚市占率已超 85%，龙头地位稳固。渠道端，截止 2023 年末，线下拥有超 2000 个分销商、300 万个终端网点，是国内非食品类快消品分销网络最广的品牌之一；产品端，碱性电池聚能环系列以两年为周期迭代，2025 年完成 4 代至 5 代升级。同时下游需求持续拓宽，物联网、医疗、智能穿戴等新兴场景拉动电池增量，保障国内收入平稳增长。

表 2：南孚电池产品迭代以两年为周期

类型	上市时间
聚能环 1 代	2002 年
聚能环 2 代	2019 年
聚能环 3 代	2021 年
聚能环 4 代	2023 年
聚能环 5 代	2025 年

资料来源：中华网，华商韬略，西部证券研发中心

2）海外业务：产能 + 本地化 + 并购三轮驱动，增长潜力大

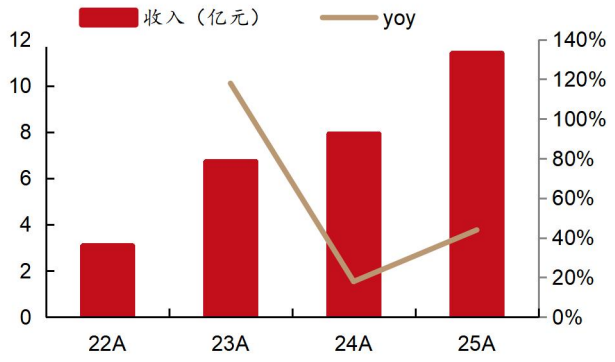
海外是南孚电池未来重要增量来源，分为三类增长路径：

渗透率提升+产能扩张：24 年新增 4 条产线、10 亿只产能，已全部建成投产。公司海外业务分为 OBM（自有品牌）与 OEM（代工），其中中国出口的 OEM 市场中公司占比不到 10%，后续提升空间充足；OBM 方面，公司正在稳步推进品牌本地化出海，特别是在东南亚、中亚等一带一路国家做积极布局，渠道覆盖率提升空间广阔。

毛利率优化：OEM 代工业务毛利率显著低于国内零售业务，公司未来有望进一步通过三大方式改善盈利：提升产线自动化降本、提高上游原材料自主可控比例、优化客户和产品结构。

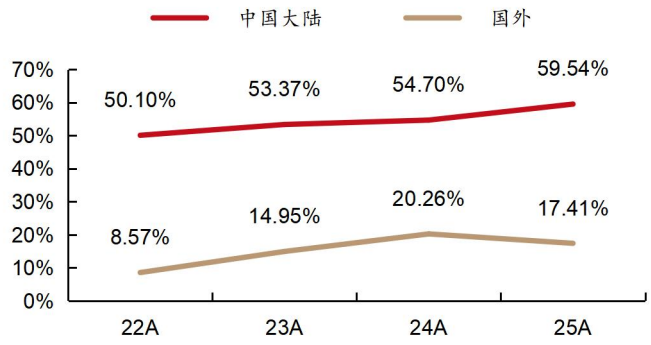
仅供内部参考，请勿外传！

图 3：安孚科技外销收入及 yoy



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 4：安孚科技内外销毛利率



资料来源：wind，西部证券研发中心

3）新品业务：高毛利赛道放量，打造第二增长极

充电宝：在南孚品牌和渠道优势加持下，我们预计 26 年有望延续高增，海外市场空间广阔。

专业电池：2026 年胎压电池等新业务有望逐步贡献增量；公司持续布局一次电池细分领域，进一步拉高整体毛利水平。

图 5：品牌淘宝官网充电宝产品



资料来源：淘宝南孚数码旗舰店，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 股权结构：持续增持南孚电池

安孚科技对南孚电池的持股比例已逐步提升至当前 46%，剩余约 54%股权分为两大板块，公司有长期收购规划，逐步提升控制权与利润分成比例。

图 6：安孚科技 - 亚锦科技 - 南孚电池股权结构



资料来源：wind，西部证券研发中心

表 3：南孚电池剩余股权结构及收购规划

股权板块	持股比例	持股主体	收购进展与规划
亚锦科技层面	44%	大丰电器：20%； 新三板小股东：24%	与大丰签订双向锁定协议，支付 1.4 亿元定金，股权已锁定；新三板小股东持股分散，上市公司在首次取得亚锦科技 36%股份时约定，如上市公司收购大丰电器持有的亚锦科技剩余股份，则亚锦科技其他少数股东享有随售权。
南孚电池直接层面	18%	南平政府（12%）；其他股东（6%）	长期推进
合计剩余股权	54%	-	公司长期目标：收购剩余股权，实现最大化利润贡献

资料来源：企查查，《安徽安孚电池科技股份有限公司关于后续安排暨关联交易的公告》，《关于安徽安孚电池科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易申请的审核问询函的回复（二次修订稿）》、安孚科技《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传！

三、第二曲线：参股易缆微，卡位高速光芯片黄金赛道

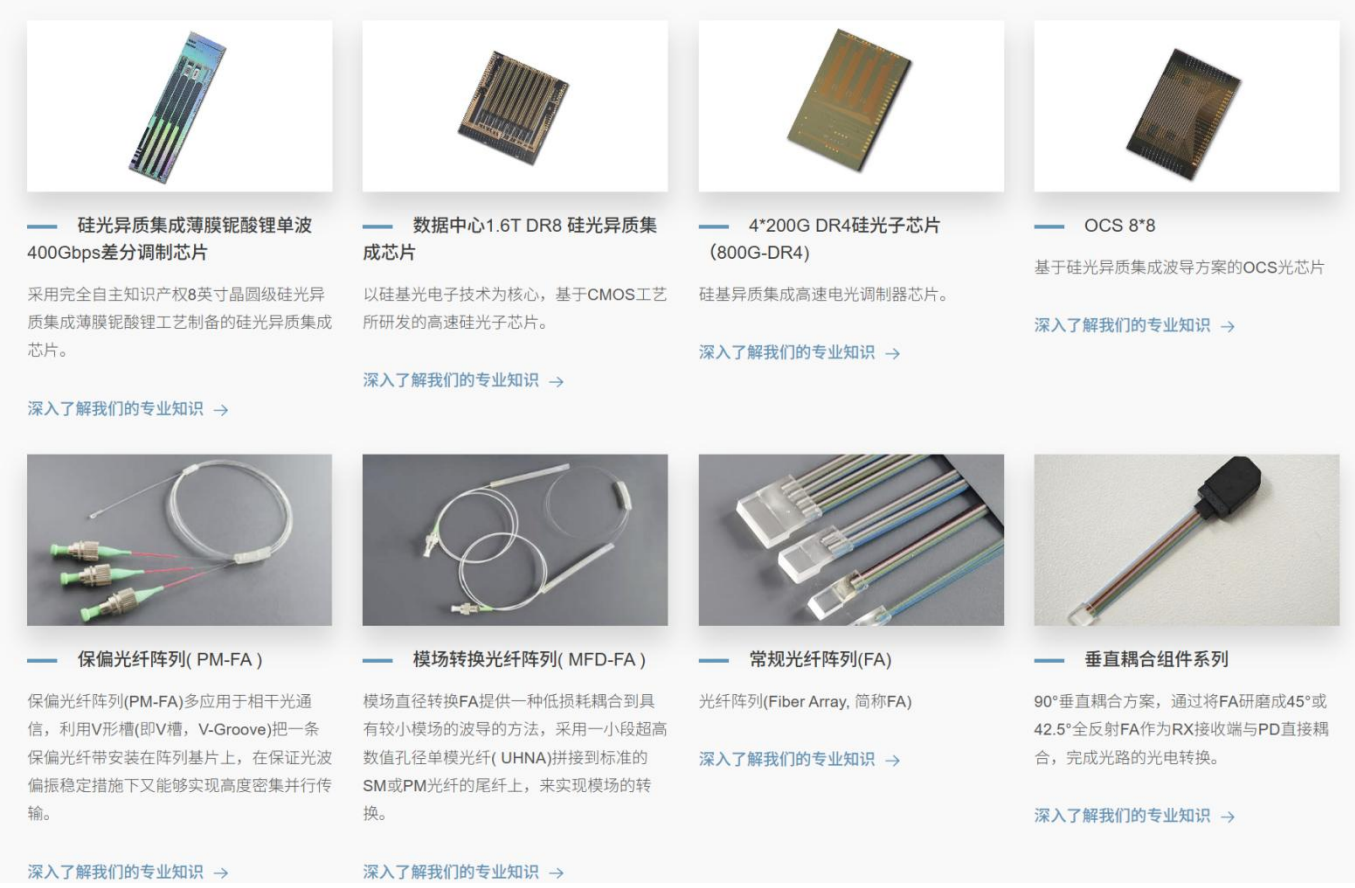
依托产业资源，公司扩大对易缆微持股比例（从 4%提升至 8%），该布局使公司跳出传统电池赛道、切入 AI 光通信产业链。

3.1 易缆微核心技术与里程碑

核心技术：全球首发硅平台 + 薄膜铌酸锂（TFLN）单波 400G 异质集成光子芯片。并未采用单一材料路线，而是独创了“硅光异质集成”平台。公司硅光异质集成薄膜铌酸锂单波 400Gbps 差分调制芯片采用完全自主知识产权 8 英寸晶圆级硅光异质集成薄膜铌酸锂工艺制备，利用成熟的 CMOS 硅光工艺和 Die-t0-Wafer 键合工艺，实现了硅光优异的无源器件性能和薄膜铌酸键优异的电光特性优势互补，实现了“1+1>2”的性能。使该芯片具备低插损、低驱压、超高带宽的优势。此芯片采用差分驱动设计，与现有的硅光 driver 相兼容。芯片制备所采用的工艺具有高可靠性以及量产能力，将最大限度地缩短设计迭代和交付时间，满足客户低成本、高良率的量产要求。同时在易缆微异质集成工艺平台上，芯片可以从单波 200G/1.6T 平滑演进至单波 400G/3.2T，有助于光模块客户实现快速迭代。

关键里程碑：2025 年 8 月中试线通车，2025 年 9 月全球首发硅光单波 400G 差分调制芯片，目前样品已送头部光模块厂验证，商业化进程稳步推进。

图 7：易缆微主要产品



资料来源：易缆微官网，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传！

3.2 3.2T光模块高速发展助力广阔成长舞台

TFLN 的核心优势在于它能够同时满足"高带宽、低功耗、低损耗"三个看似矛盾的要求，适用于 800G 以上高速光模块。2023 年全球光模块市场中，400G 及以下产品仍占据约 60%的收入份额，800G 产品约占 30%，1.6T 产品尚处导入期仅占约 5%，这意味着高速光模块（800G+1.6T）的整体收入渗透率约为 35%，而 2025 年高速光模块（800G+1.6T）在全球光模块市场的收入渗透率预计已达到约 55%。3.2T 光模块潜在成长空间更大且刚起步。预计 3.2T 光模块及配套薄膜铌酸锂调制器未来数年迎来高速增长，为易缆微提供广阔成长舞台。

表 4：易缆微股权结构

股东名称	持股比例	股东属性
Wei Chen	29.77%	创始人
CHENG LING	0.84%	
广州智清电子	11.64%	
上海崇未来财务咨询	8.81%	
安徽安孚电池科技（安孚科技）	8.51%	产业资本
苏州嘉微企业管咨	7.28%	
深圳鼎晖新嘉股权基金	6.18%	
其他零散股东	26.97%	-

资料来源：企查查，西部证券研发中心

四、投资建议与盈利预测

核心假设：

收入端： 我们预计 26/27/28 年公司收入分别为 52.04/56.64/61.40 亿元，同比分别+9.0%/+8.8%/+8.4%，**其中：1）碱性电池：**国内稳健增长，海外市场占有率较低、具备较大增长空间，预计 26-28 年公司碱性电池收入同比+11.0%/+9.5%/+9.0%；**2）碳性电池：**产品为“丰蓝一号”等，为燃气灶电池开创者，国内燃气灶、热水器等传统使用一号电池的产品存量市场较大，每年更换需求量大且稳定。预计公司碳性电池维持相对稳定，26-28 年收入同比+5.0%/+4.0%/+3.0%；**3）其他收入：**主要为渠道协同的代理业务，目前公司已暂停红牛饮料代理业务，预计 26 年有所修复、27-28 年维持相对稳定，预计 26-28 年公司其他收入同比-15.1%/+5.0%/+5.0%；**4）其他电池：**考虑胎压电池等新业务有望贡献弹性，随市场培育加速增长，预计 26-28 年公司其他电池收入同比+7.0%/+8.0%/+9.0%；**5）其他业务：**主要系电商平台促销补贴收入和销售废料收入，预计维持相对稳定。

盈利端：1）毛利率：①电池业务短期在原材料成本上升+低毛利海外占比提升之下略有下滑，后续随海外结构提升+产线提效有所抬升，预计 26-28 年碱性电池毛利率分别为 49.9%/51.5%/51.5%、碳性电池毛利率分别为 37.2%/37.3%/37.3%；②红牛业务收缩有望抬升 26 年其他收入毛利率、后续维持相对稳定，预计 26-28 年其他收入毛利率分别为 38.0%/38.0%/38.0%；③胎压电池等新业务规模效应提升有望抬升其他电池业务的毛利率，预计 26-28 年其他电池业务毛利率分别为 64.0%/67.0%/69.0%。**2）费用率：**预计费用率维持整体稳定。综合预计公司 26/27/28 年归母净利润分别为 4.34/5.55/6.30 亿元、同比分

仅供内部参考，请勿外传！

别+91.86%/+28.07%/+13.39%。

表 5：安孚科技收入拆分

	25A	26E	27E	28E
总收入（亿元）	**47.75**	**52.04**	**56.64**	**61.40**
YOY	**2.94%**	**9.00%**	**8.83%**	**8.41%**
碱性电池（亿元）	**39.44**	**43.78**	**47.94**	**52.26**
YOY	10.0%	11.0%	9.5%	9.0%
毛利率	50.7%	49.4%	51.5%	51.5%
碳性电池（亿元）	**3.70**	**3.88**	**4.04**	**4.16**
YOY	6.9%	5.0%	4.0%	3.0%
毛利率	37.2%	37.2%	37.3%	37.3%
其他收入（亿元）	**2.47**	**2.10**	**2.21**	**2.32**
YOY	-50.6%	-15.1%	5.0%	5.0%
毛利率	36.7%	38.0%	38.0%	38.0%
其他电池（亿元）	**2.07**	**2.22**	**2.39**	**2.61**
YOY	3.6%	7.0%	8.0%	9.0%
毛利率	62.9%	64.0%	67.0%	69.0%
其他业务（亿元）	**0.06**	**0.06**	**0.06**	**0.06**
销售费用率	18.63%	17.90%	17.90%	17.90%
管理费用率	5.12%	4.70%	4.70%	4.70%
研发费用率	2.55%	2.40%	2.40%	2.40%
归母净利润（亿元）	**2.26**	**4.34**	**5.55**	**6.30**
YOY	**34.38%**	**91.86%**	**28.07%**	**13.39%**

资料来源：wind，西部证券研发中心

投资建议：我们预计 26/27/28 年公司收入分别为 52.04/56.64/61.40 亿元，同比分别+9.0%/+8.8%/+8.4%，公司归母净利润分别为 4.34/5.55/6.30 亿元、同比分别+91.86%/+28.07%/+13.39%，对应 26/27/28 年 PE 分别为 45/35/31X，我们选取同样转型算力的消费公司（裕同科技（转型液冷零部件）、民爆光电（转型 PCB 钻针）、恒林股份（转型 AI 服务器线束盒）），消费主业之外包含科技转型向上空间估值，可比公司平均 PE 分别为 50/30/22X。公司“传统电池现金牛”业务有望随持股战略推进扩大上市公司业绩规模、“硬科技成长”板块作为公司第二成长业务有望随后续产业推进和公司战略布局持续提供溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

表 6：可比公司估值

代码	公司	EPS（元/股）			PE			市值（亿元）	归母净利润 CAGR
		26E	27E	28E	26E	27E	28E		
2831	裕同科技	1.39	1.59	1.79	25.52	22.37	19.86	458	13.15%
301362	民爆光电	1.83	3.45	5.57	109.19	57.95	35.92	292	63.92%
603661	恒林股份	2.73	3.70	4.34	14.41	10.62	9.05	55	54.47%
均值					49.71	30.31	21.61		
603301	安孚科技	1.16	1.49	1.68	44.70	34.90	30.80	194	40.71%

资料来源：wind，西部证券研发中心，可比公司估值参考 wind 一致预期，采取 2026 年 6 月 29 日收盘价。

仅供内部参考，请勿外传！

五、风险提示

1. 三方数据失真：报告中多处引用三方数据，可能同实际情况存在不一致，导致本报告结论存在偏差。

2. 数据测算偏差：报告中针对行业及公司相关预测结果依托行业发展趋势、公司财报、公开信息等测算所得，可能存在偏差。

3. 海外市场不及预期：海外需求不及预期或竞争加剧，导致本报告结论存在偏差。

4. 产品不及预期：国内外市场需求可能导致新品落地效果不及预期，导致本报告结论存在偏差。

5. 品牌竞争加剧：若品牌竞争加剧发起价格战或推出创新产品，可能相关公司或产品表现低于预期。

6. 芯片技术迭代风险：光芯片行业技术更新速度快、技术路线多元，若相关企业无法持续跟进技术升级，现有产品可能被新技术替代，市场竞争力将大幅下降。

仅供内部参考，请勿外传！

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,243	1,794	2,140	3,619	5,062
应收款项	405	438	408	451	471
存货净额	396	465	473	501	553
其他流动资产	976	352	477	602	477
流动资产合计	**3,021**	**3,050**	**3,498**	**5,172**	**6,563**
固定资产及在建工程	657	656	657	666	687
长期股权投资	13	7	10	10	9
无形资产	317	275	192	108	24
其他非流动资产	3,149	3,272	3,587	3,321	3,372
非流动资产合计	**4,136**	**4,211**	**4,445**	**4,104**	**4,092**
资产总计	**7,157**	**7,261**	**7,943**	**9,276**	**10,655**
短期借款	1,087	1,486	1,135	1,236	1,286
应付款项	1,369	1,426	1,417	1,541	1,639
其他流动负债	37	28	31	32	30
流动负债合计	**2,493**	**2,939**	**2,583**	**2,809**	**2,955**
长期借款及应付债券	799	853	853	853	853
其他长期负债	75	75	77	76	76
长期负债合计	**874**	**928**	**930**	**929**	**929**
负债合计	**3,367**	**3,868**	**3,513**	**3,738**	**3,884**
股本	211	258	374	374	374
股东权益	3,790	3,393	4,430	5,538	6,771
负债和股东权益总计	**7,157**	**7,261**	**7,943**	**9,276**	**10,655**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	807	885	921	1,108	1,232
折旧摊销	101	116	99	102	107
利息费用	22	32	95	85	70
其他	4	22	(360)	84	127
经营活动现金流	**935**	**1,055**	**755**	**1,381**	**1,536**
资本支出	(103)	(134)	(7)	(17)	(33)
其他	(26)	518	(103)	72	(11)
投资活动现金流	**(129)**	**384**	**(110)**	**55**	**(43)**
债务融资	489	267	(395)	33	(49)
权益融资	(7)	1,017	97	10	(1)
其它	(697)	(2,148)	0	0	0
筹资活动现金流	**(215)**	**(864)**	**(298)**	**43**	**(50)**
汇率变动	119	36	(100)	(100)	(100)
现金净增加额	**591**	**575**	**346**	**1,479**	**1,443**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4,638**	**4,775**	**5,204**	**5,664**	**6,140**
营业成本	2,374	2,414	2,674	2,799	3,024
营业税金及附加	37	40	41	46	50
销售费用	860	889	932	1,014	1,099
管理费用	374	366	369	402	436
财务费用	22	32	95	85	70
其他费用/（-收入）	8	(12)	0	2	(0)
营业利润	**963**	**1,045**	**1,093**	**1,316**	**1,461**
营业外净收支	(1)	1	0	0	0
利润总额	**962**	**1,046**	**1,093**	**1,316**	**1,461**
所得税费用	155	162	173	208	229
净利润	**807**	**885**	**921**	**1,108**	**1,232**
少数股东损益	639	659	487	553	603
归属于母公司净利润	**168**	**226**	**434**	**555**	**630**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	9.1%	9.9%	14.4%	15.5%	15.1%
毛利率	48.8%	49.4%	48.6%	50.6%	50.7%
营业利润率	20.8%	21.9%	21.0%	23.2%	23.8%
销售净利率	17.4%	18.5%	17.7%	19.6%	20.1%
成长能力					
营业收入增长率	7.4%	2.9%	9.0%	8.8%	8.4%
营业利润增长率	14.1%	8.5%	4.6%	20.4%	11.0%
归母净利润增长率	45.2%	34.4%	91.86%	28.07%	13.39%
偿债能力					
资产负债率	47.0%	53.3%	44.2%	40.3%	36.5%
流动比	1.21	1.04	1.35	1.84	2.22
速动比	1.05	0.88	1.17	1.66	2.03

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	0.45	0.60	1.16	1.49	1.68
BVPS	4.91	7.34	8.81	10.30	11.98
估值					
P/E	115.3	85.8	44.7	34.9	30.8
P/B	10.6	7.1	5.9	5.0	4.3
P/S	4.2	4.1	3.7	3.4	3.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传！

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

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，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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。