

电磁领域国产标杆，商业航天订单放量打开成长空间

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 党的二十届四中全会公报首次将“航天强国”与制造、质量、交通、网络等强国并列，标志着商业航天被提升至国家战略高度；2) 根据公告，今年以来，公司商业航天领域订单高速增长，已与国内多家主流卫星制造客户建立深度合作关系；3) 2025 年第三季度公司主营收入 1.13 亿元，同比上升 76.23%，存货明显上升，同比增幅达 124.24%，释放复苏信号。
- **航天强国开启新征程。** 2025 年 10 月发布的党的二十届四中全会公报首次将“航天强国”与制造、质量、交通、网络等强国并列，标志着商业航天被提升至国家战略高度。而低轨卫星 (LEO) 凭借轨道高度低、信号强度高、研发发射成本可控等独特优势，成为航天强国建设的关键抓手。为满足低轨卫星的批量化快速生产要求，测量系统需具备快速高强度、批量化测试、集中小型化、机动响应等特点，因此具备智能化系统开发能力并具备丰富工程经验的测量系统厂商在市场竞争中将更具优势。
- **商业航天订单高速增长。** 今年以来，公司下游领域景气度提升为公司带来了良好的市场拓展机遇，公司业务整体呈现积极发展的态势。根据公告，2025 年前三季度公司商业航天领域订单高速增长，已与国内多家主流卫星制造客户建立深度合作关系。一方面，公司卫星制造客户覆盖范围进一步扩展，主要得益于前期在标杆客户建立的品牌效应；另一方面，单客户的价值量快速上升，主要得益于公司在卫星测量系统方面的产品线拓宽，公司在星载相控阵测量系统、射频微波测量系统的基础上，进一步增加了整星测量系统、光学测量系统等产品线。
- **三季报释放复苏信号。** 前三季度公司主营收入 2.15 亿元，同比上升 14.27%；归母净利润 704.0 万元，同比下降 31.98%；其中 2025 年第三季度，公司单季度主营收入 1.13 亿元，同比上升 76.23%；单季度归母净利润 670.19 万元，同比上升 59.94%；截至 2025 年三季度末，公司存货 1.79 亿元，同比增幅达 124.24%；合同负债 6419 万元，同比增长 31.61%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 3.7、6.4、10.1 亿元，归母净利润分别为 0.3、0.8、1.5 亿元，EPS 分别为 0.28、0.82、1.51 元，对应 PE 分别为 110、38、21x。考虑到公司将进一步加大市场开拓力度，不断扩大在商业航天等领域的客户群，深化与现有客户的合作，给予公司 2026 年 50xPE，对应目标价 41.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品研发不及预期、业务拓展不及预期、市场竞争加剧等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	269.05	370.44	643.06	1010.61
增长率	-31.75%	37.68%	73.59%	57.16%
归属母公司净利润 (百万元)	14.43	28.90	83.37	154.00
增长率	-46.76%	100.25%	188.43%	84.72%
每股收益 EPS (元)	0.14	0.28	0.82	1.51
净资产收益率 ROE	3.23%	5.34%	11.39%	16.47%
PE	219	110	38	21
PB	4.87	4.70	4.26	3.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 杨蕊
执业证号: S1250525070007
电话: 021-58351985
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.02
流通 A 股(亿股)	1.02
52 周内股价区间(元)	26.08-43.56
总市值(亿元)	31.65
总资产(亿元)	9.34
每股净资产(元)	6.32

相关研究

目 录

1 深耕电磁仿真与测试领域，自主技术构筑高壁垒护城河	1
2 特种领域：电磁技术需求集中释放	5
3 商业航天领域：低轨卫星带动订单爆发	6
4 三季度释放复苏信号，商业航天订单高速增长	8
5 盈利预测与估值	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 Q3)	1
图 3: 公司电磁 CAE 软件示意图	2
图 4: 公司半实物仿真系统原理图	2
图 5: 相控阵校准测量系统示意图	2
图 6: 公司雷达散射截面测量系统示意图	2
图 7: 公司射频测量系统示意图	3
图 8: 公司 OTA 测量系统示意图	3
图 9: 相控阵原理样机	3
图 10: 天线阵面 (由天线单元组成).....	3
图 11: 公司 2024 年主营业务结构情况	4
图 12: 公司 2024 年主营业务毛利情况	4
图 13: 公司 2020 年以来营业收入及增速	4
图 14: 公司 2020 年以来净利润及增速	4
图 15: 2014 年-2025 年国防预算情况 (中央本级)	5
图 16: 世界主要国家 2024 年国防费占 GDP 比重	5
图 17: 2020-2024 年全球航天发射次数 (次)	6
图 18: 2024 年全球航天器发射质量分布	7
图 19: 2020-2024 年我国航天发射活动	7
图 20: 2025Q3 实现营收 1.13 亿元, 同比+76.23%	8
图 21: 2025Q3 实现归母净利润 670.19 万元, 同比+59.94%	8
图 22: 2025Q3 毛利率 22.1%, 较去年同期下降 16.8pp	8
图 23: 2025Q3 期间费用率 18.1%, 同比-14.3pp	8
图 24: 2025Q3 存货同比+124.24%, 合同负债同比+31.61%	9
图 25: 2025Q3 收现比 76.8%, 同比-40.6pp	9

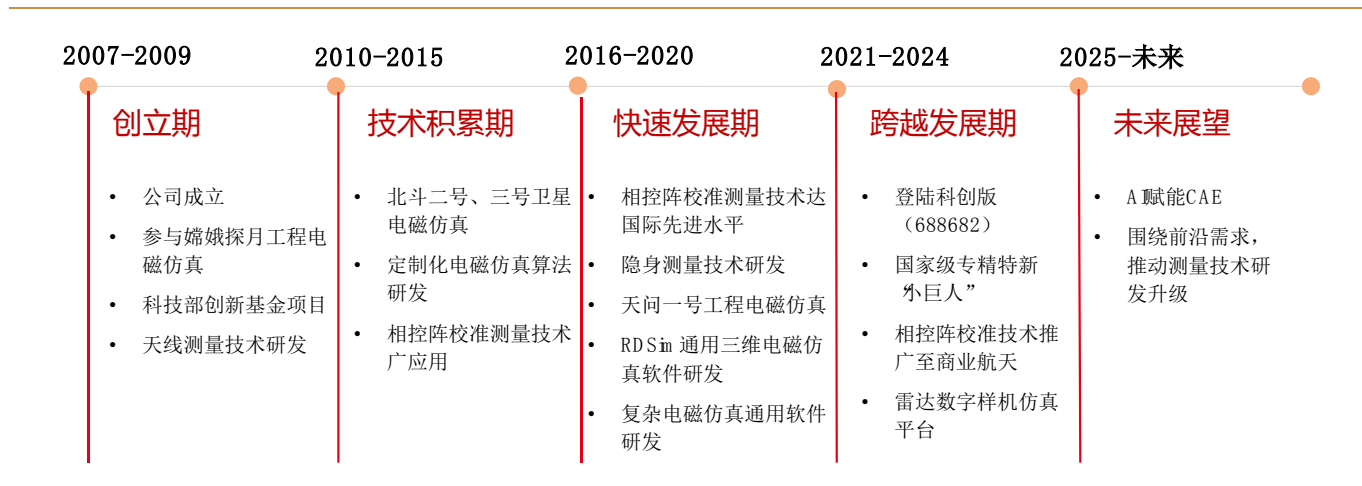
表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率	9
表 2: 可比公司估值	10
附表: 财务预测与估值	11

1 深耕电磁仿真与测试领域，自主技术构筑高壁垒护城河

上海霍莱沃电子系统技术股份有限公司 2007 年 7 月成立，总部位于张江科学城，于科创板挂牌上市，并在上海、成都、西安、北京和香港等地设有子公司。公司长期致力于工业软件的研发，聚焦于电磁仿真及校准测量技术的研发及应用，依托自主研发的核心算法，主要为航空航天、电子信息、通信等领域提供用于电磁仿真及电磁测量的软件和系统，并研制相控阵产品。

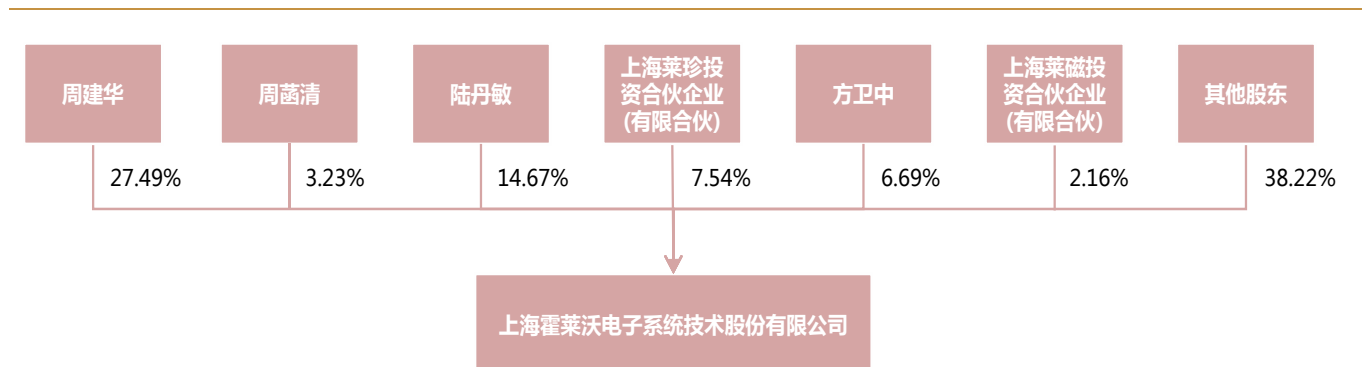
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，周建华先生为实际控制人。公司创始人周建华先生多年致力于电磁场领域技术的研发及应用工作，曾获得国家科学技术进步奖一等奖。截至 2025Q3 末，周建华先生直接持有公司 27.49% 的股份，其女周茜清作为一致行动人，持股 3.23%，两人合计持股 30.72%。

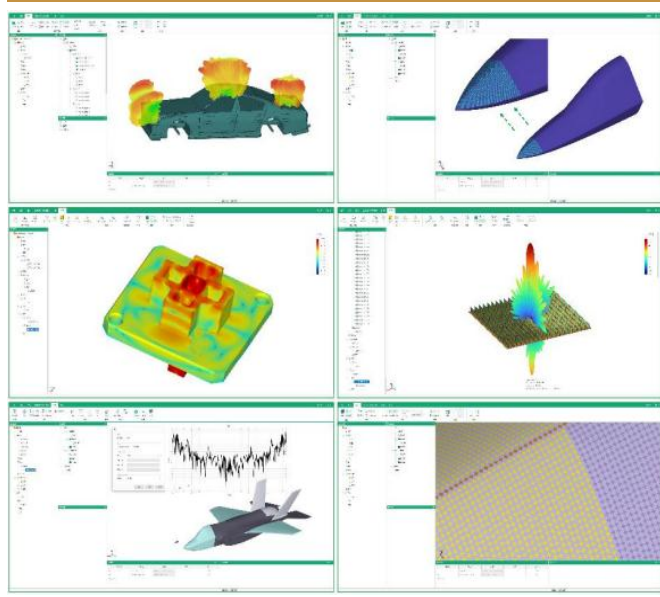
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q3）



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司电磁场仿真分析验证业务，核心构成涵盖通用 CAE 仿真软件、设计优化软件、应用仿真验证软件及配套系统，主要服务于系统整体论证与产品设计优化阶段。其核心价值在于为产品研发过程提供物理性能仿真分析与设计优化验证服务，即“虚拟测量”，通过这一服务既能保障产品达到预期性能标准，又能大幅提升研发效率。

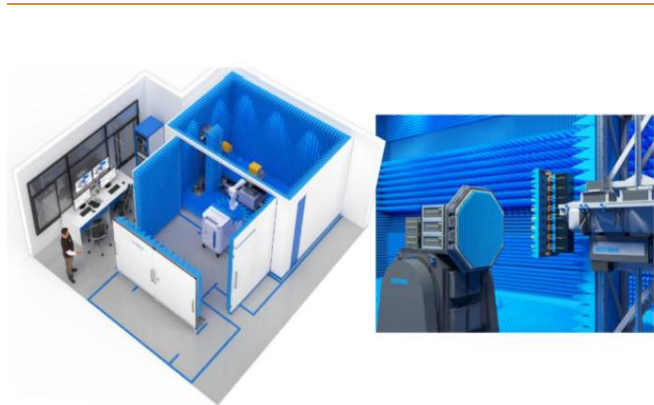
图 3：公司电磁 CAE 软件示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

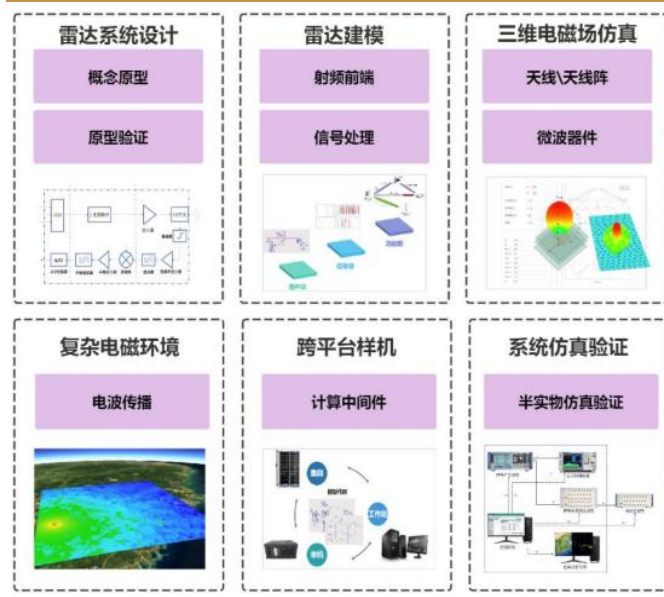
公司电磁测量系统业务，主要包含相控阵校准测量系统、雷达散射截面测量系统以及射频测量系统等核心产品，业务覆盖贯穿产品研发、生产到实际使用的全生命周期过程。其核心作用是对产品复杂工作状态进行优化调整，同时对产品电磁相关性能进行全面且精准的校准与测量，进而高效确保产品实际工作状态、性能指标与仿真设计结果保持一致。

图 5：相控阵校准测量系统示意图



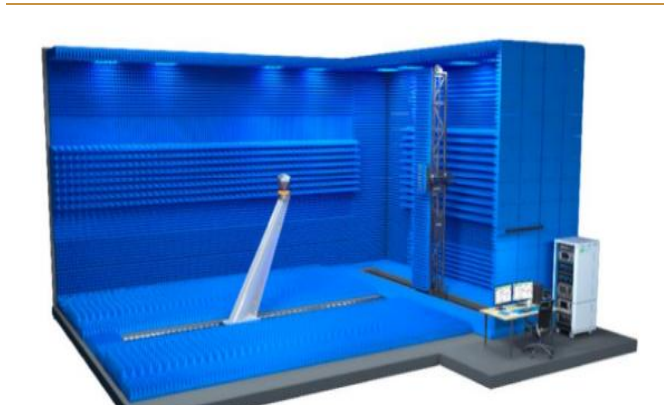
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司半实物仿真系统原理图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司雷达散射截面测量系统示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司射频测量系统示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 OTA 测量系统示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

依托多年积累的仿真设计、校准测量算法技术以及丰富的工程实践经验，公司开展相控阵产品业务，重点聚焦小型一体化集成、低成本新体制、多模融合等适配各类装载平台的新型相控阵技术研发领域，为客户提供相控阵及天线系统等相关产品。相控阵产品的研制流程具有明确的技术逻辑：首先需通过专业算法完成相控阵物理设计性能的求解计算，通过快速迭代优化得出最优设计方案；在优化设计方案基础上生产的相控阵成品，必须经过严格的校准优化测量流程，才能实现预设的技术目标。这一过程的关键环节在于采集相控阵近场/中场的辐射信号，通过算法推演得出其实际工作辐射特性，再利用算法将辐射特性与各通道工作状态进行关联匹配，通过校准优化操作逼近仿真设计要求。可见，相控阵产品的研制工作对电磁仿真设计与校准测量技术存在高度依赖，其中仿真设计技术服务于相控阵设计阶段，校准测量技术则服务于相控阵生产调试阶段。

图 9：相控阵原理样机



数据来源：公司公告，西南证券整理

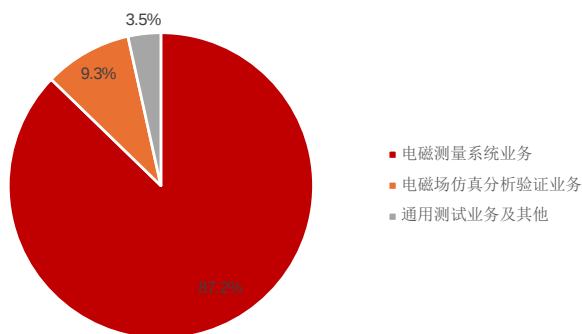
图 10：天线阵面(由天线单元组成)



数据来源：公司公告，西南证券整理

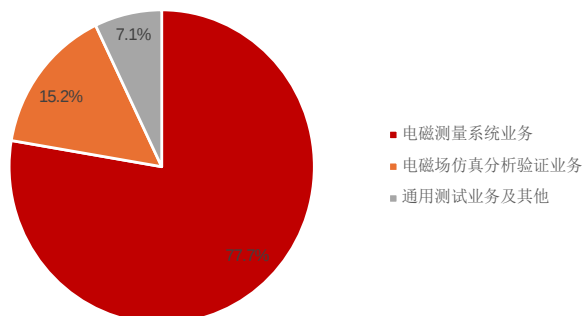
主营业务以电磁测量系统为主。2024 年公司电磁测量系统业务、电磁场仿真分析验证业务、通用测试业务及其他的营收占比分别为 87.2%、9.3%和 3.5%，毛利占比分别为 77.7%、15.2%和 7.1%。公司的电磁测量系统主要面向特种、卫星、通信和汽车等先进制造业，上述行业需求的持续增长及新应用场景的持续拓宽，驱动了电子测量系统市场空间的扩大。特种领域方面，公司测量系统的主要下游，即相控阵雷达、隐身装备等有望继续保持较高的景气度；卫星领域方面，测量需求广泛分布于卫星产业链的各个领域，卫星有效载荷、整星及地面站等各类产品均需要高效、精准的测量技术以确保其高可靠性，服务于卫星的测量系统市场需求已呈现快速增长态势。

图 11：公司 2024 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：公司 2024 年主营业务毛利情况

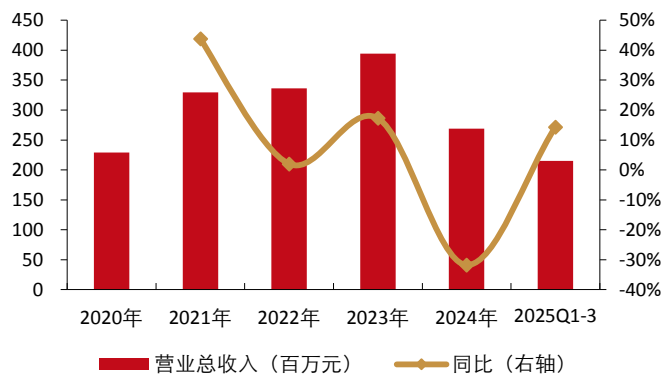


数据来源：Wind，西南证券整理

持续跟踪电磁仿真技术前沿。公司于 2025 年上半年启动了 AI+CAE 的研发项目，即“基于生成式智能逆设计内核的新一代电磁 CAE 软件”，在持续提升电磁 CAE 软件固有仿真设计能力的基础上，利用人工智能技术对电磁 CAE 软件的电磁辅助设计内核进行赋能，开发具备增量学习能力的生成式智能电磁逆设计内核。

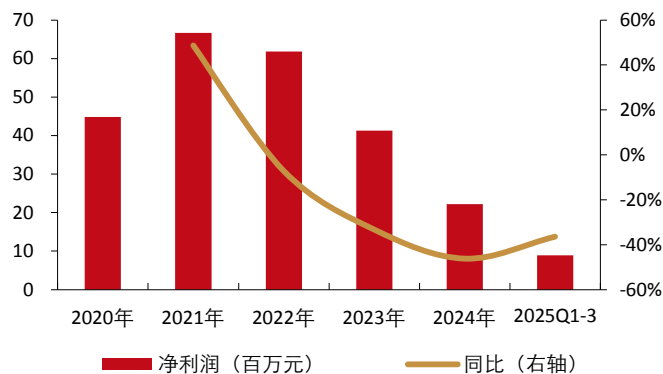
近年业绩呈现先升后降再蓄力态势。2021 年公司依托特种领域旺盛需求，营收 3.29 亿元、净利润 6662.78 万元，分别同增 43.78%、48.63%；2022 年虽受行业竞争加剧与成本波动影响，营收仍增 2.02%至 3.36 亿元，净利润下滑 7.22%至 6181.82 万元；2023 年把握卫星、隐身等赛道高景气机遇，营收回升至 3.94 亿元，同增 17.26%，研发投入加码为长期发展奠定基础；2024 年受长周期项目交付节奏及回款影响，营收与净利润回调至 2.69 亿元、2220.06 万元；2025 年前三季度得益于前期项目阶段性交付落地，营收同增 14.27%至 2.15 亿元，尽管净利润仍处于调整阶段，但核心竞争力持续夯实，为后续业绩回升积蓄动能。

图 13：公司 2020 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：公司 2020 年以来净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 特种领域：电磁技术需求集中释放

近年来我国国防投入不断增加，武器装备更新换代加速、新型装备定型列装加快，尤其是现代化、无人化、智能化武器装备进入了快速发展期。根据财政部公布数据，我国 2025 年中国国防费预算总额约为 1.8 万亿元人民币，同比增长 7.2%。

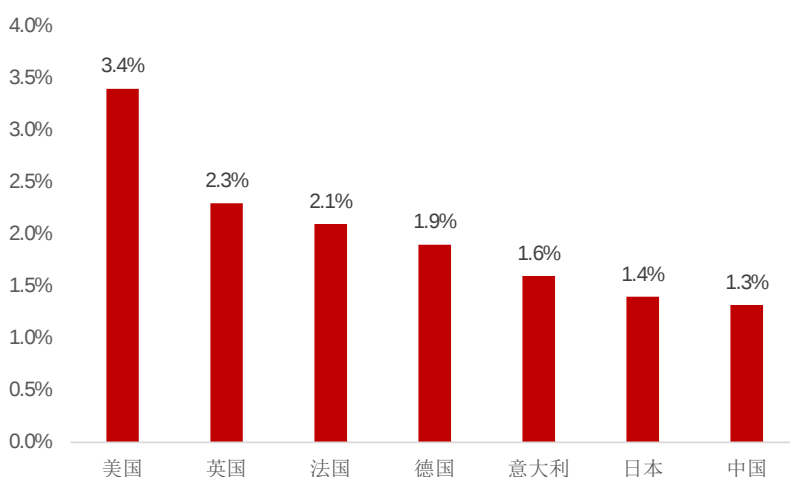
图 15：2014 年-2025 年国防预算情况（中央本级）



数据来源：财政部，西南证券整理

2024 年中国国防预算总额为 16655.4 亿元，同比增长 7.2%，该预算占 GDP 比重仅为 1.3%。与世界主要国家相比，我国国防费用支出占 GDP 比重处于较低区间，未来国防装备现代化的需求仍然较高。

图 16：世界主要国家 2024 年国防费占 GDP 比重



数据来源：Stockholm International Peace Research Institute，西南证券整理

党的二十大强调“打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重，加快无人智能作战力量发展”。当前全球经济前景存在较大不确定性，东欧、西亚地区冲突或将加速全球新一轮的军费开支。地区冲突带来的地缘政治不确定性大幅提高，我国军费将维持稳步增长。根据《新时代的中国国防》，我国国防费用中装备费占国防费用比重不断上升，从 2010

年的 33.2% 快速上升到 2017 年的 41.1%，且 2015 年以后均保持在 40% 以上，武器装备尤其是新型、智能武器装备具有较大市场空间。

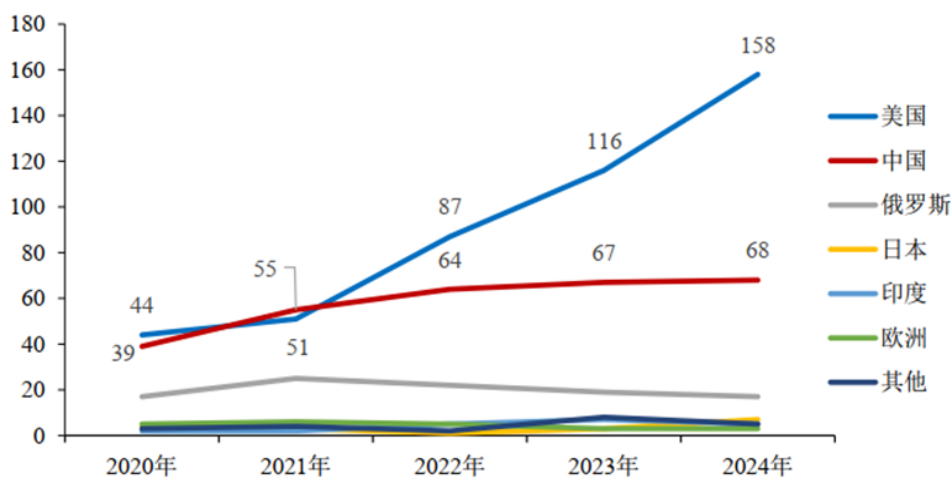
特种领域向电磁技术集中的趋势明显。相控阵雷达性能优于传统雷达，成本相对较高。随着相关技术持续发展以及各类装备向高精尖升级，相控阵雷达在各类装载平台的应用愈发广泛且深入，相控阵校准测量系统的需求也将相应显著增长。在研发阶段，相控阵雷达需要通过相控阵校准测量系统，持续对雷达的技术指标、物理参数进行测量校准，并依据测量结果通过仿真优化雷达设计。在生产阶段，每套相控阵雷达都需经过相控阵校准测量系统的严格校准，以达成既定设计目标。此外，相控阵等雷达探测技术的发展必然推动隐身装备的研制，而隐身性能验证是相关装备研发、生产及应用过程中不可或缺的环节，高效、精准开展隐身性能测量已成为亟待解决的技术热点问题。十五五期间，特种领域有望向以电磁技术为核心的新质新域加速集中，公司隐身测量业务景气度预计将进一步提升。

3 商业航天领域：低轨卫星带动订单爆发

2020 年起，全球航天领域始终保持高度活跃的发展态势，航天事业的战略性愈发凸显，成为衡量国家整体实力的关键指标。各国纷纷出台相关战略政策，持续强化航天能力建设，推动进入空间、探索空间与利用空间的能力不断升级，全年航天发射活动频次与成果均实现显著增长。

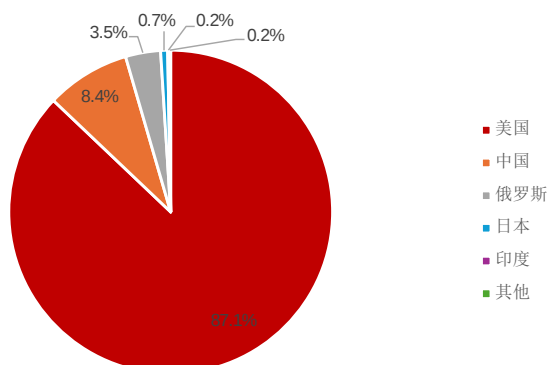
中美两国已然成为引领世界航天事业发展的核心力量。据研究机构 BryceTech 发布的《2024 全球太空报告》，2024 年，全球共开展 263 次航天发射任务，同比增长 18%，成功将 2873 个航天器送入太空，总质量达 2171.39 吨，创下历史新高。其中，美国以 158 次发射占据全球 60% 的份额，航天器总质量 1890.39 吨，远超其他国家总和；中国实施 68 次发射，占比 26%，航天器总质量 182.48 吨，位居世界第二，俄罗斯、日本、印度等国紧随其后。近五年，中美两国的航天发射活动持续快速增长，航天器发射质量稳步攀升，成为全球航天领域增长的主要驱动力，而其他国家的发射活动相对稳定，与中美两国的差距逐渐显现。

图 17：2020-2024 年全球航天发射次数(次)



数据来源：Jonathan's Space Report 《Space Activity in 2024》，电科蓝天招股书，西南证券整理

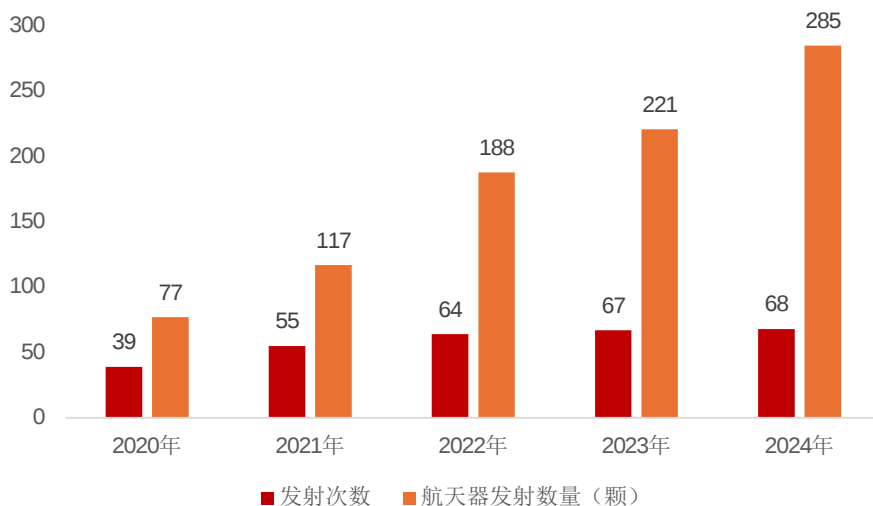
图 18：2024 年全球航天器发射质量分布



数据来源：BryceTech 《Global Orbital Space Launches in 2024》，电科蓝天招股书，西南证券整理

我国航天事业近年来发展迅猛。2024 年，中国航天发射次数达到 68 次，创下历史新高并稳居全球第二，航天器发射任务呈现出多样化特征，可回收、可重复使用航天器技术取得新的突破。载人航天领域成绩亮眼，“神舟”十八号、十九号载人飞船成功发射，“神舟”十七号、十八号顺利返回，空间站相关科研工作收获丰硕成果；深空探测领域实现重大跨越，“嫦娥”六号探测器完成世界首次月球背面采样返回任务，既印证了我国航天技术水平的持续提升，也彰显了综合国力的不断增强。

图 19：2020-2024 年我国航天发射活动



数据来源：BryceTech 《Global Orbital Space Launches in 2024》，电科蓝天招股书，西南证券整理

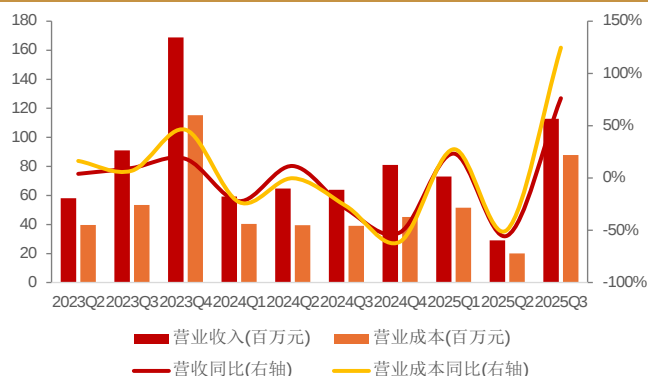
航天强国开启新征程。2025 年 10 月发布的党的二十届四中全会公报首次将“航天强国”与制造、质量、交通、网络等强国并列，标志着商业航天被提升至国家战略高度。而低轨卫星（LEO）凭借轨道高度低、信号强度高、研发发射成本可控等独特优势，成为航天强国建设的关键抓手。为满足低轨卫星的批量化快速生产要求，测量系统需具备快速高强度、批量化测试、集中小型化、机动响应等特点，因此具备智能化系统开发能力并具备丰富工程经验的测量系统厂商在市场竞争中将更具优势。公司深度参与国内低轨卫星产业建设，随着商业航天领域卫星测量需求的持续释放，公司的卫星测量系统业务呈现积极的发展态势。

4 三季报释放复苏信号，商业航天订单高速增长

三季报释放复苏信号。前三季度公司主营收入 2.15 亿元，同比上升 14.27%；归母净利润 704.0 万元，同比下降 31.98%；其中 2025 年第三季度，公司单季度主营收入 1.13 亿元，同比上升 76.23%；单季度归母净利润 670.19 万元，同比上升 59.94%；截至 2025 年三季度末，公司存货 1.79 亿元，同比增幅达 124.24%；合同负债 6419 万元，同比增长 31.61%；前三季度毛利率 25.81%，同比下降 10.88pp，因商业航天等新增订单初期硬件采购与实施成本较高；净利率 4.13%，同比下降 3.29pp，因毛利率下降及研发投入增加；销售费用、管理费用、财务费用、研发费用总计 6336 万元，期间费用占营收比 29.5%，同比下降 3pp，因研发费用等增速低于营收增速，同时公司对销售、管理等费用管控优化。

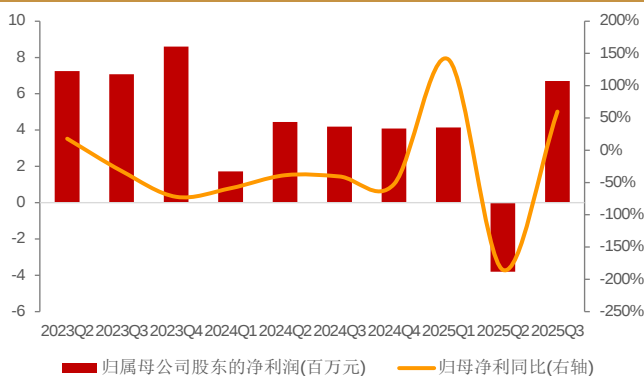
商业航天订单高速增长。今年以来，公司下游领域景气度提升为公司带来了良好的市场拓展机遇，公司业务整体呈现积极发展的态势。根据公告，2025 年前三季度公司商业航天领域订单高速增长，已与国内多家主流卫星制造客户建立深度合作关系，已与国内多家主流卫星制造客户建立深度合作关系。一方面，公司卫星制造客户覆盖范围进一步扩展，主要得益于前期在标杆客户建立的品牌效应；另一方面，单客户价值量快速上升，主要得益于公司在卫星测量系统方面的产品线拓宽，公司在星载相控阵测量系统、射频微波测量系统的基础上，进一步增加了整星测量系统、光学测量系统等产品线。此外，公司加大了研发投入力度，积极开展 AI+CAE 的研发布局，利用人工智能技术对电磁 CAE 软件的电磁辅助设计内核进行赋能。

图 20：2025Q3 实现营收 1.13 亿元，同比+76.23%



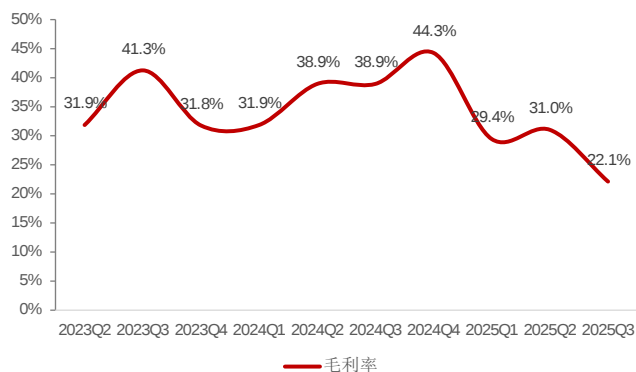
数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：2025Q3 实现归母净利润 670.19 万元，同比+59.94%



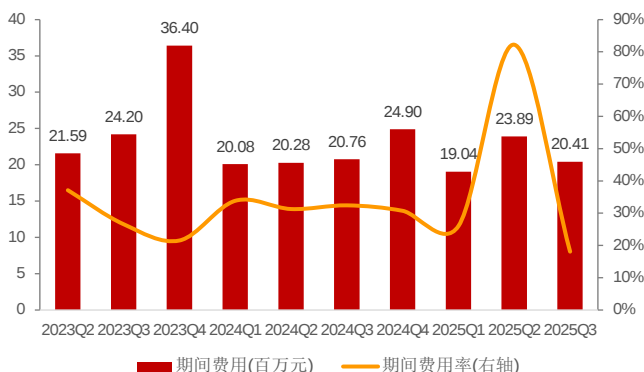
数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：2025Q3 毛利率 22.1%，较去年同期下降 16.8pp



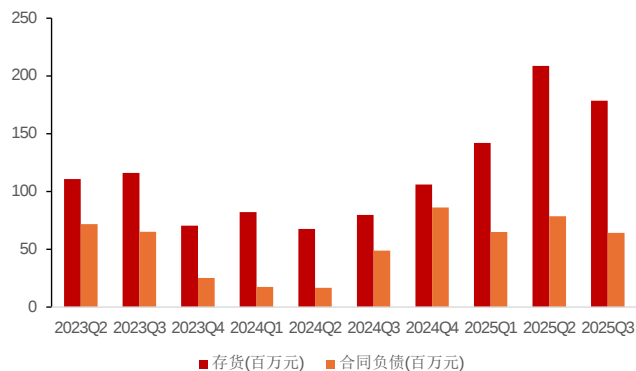
数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：2025Q3 期间费用率 18.1%，同比-14.3pp



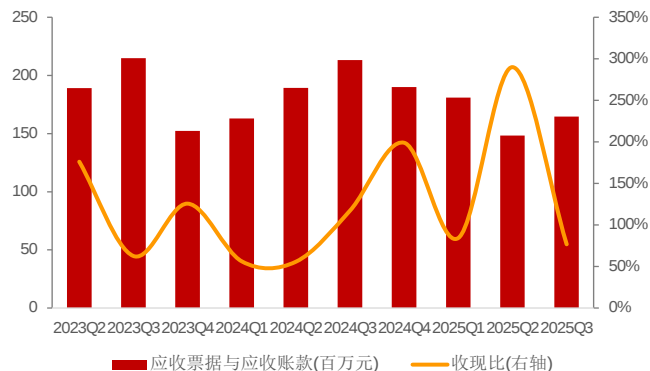
数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：2025Q3 存货同比+124.24%，合同负债同比+31.61%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：2025Q3 收现比 76.8%，同比-40.6pp



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 电磁测量系统业务：卫星测量产品范围、单客户价值量明显提升，隐身测量景气度延续，逐步向生产测量需求过渡，预计 25-27 年该业务营收同比上升 40%、80%、60%；由于产品结构调整，毛利率先降后稳，25-27 年分别为 30%、32%、33%。

2) 电磁场仿真分析验证业务：CAE 软件持续推进国产化，预计 25-27 年该业务营收同比上升 30%、30%、30%；营业成本稳定，毛利率逐步提升，25-27 年分别为 69%、76%、82%。

3) 通用测试业务及其他：收入成本保持平稳。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	269.1	370.4	643.1	1010.6
	YoY	-31.8%	37.7%	73.6%	57.2%
	营业成本	164.2	241.9	414.0	645.9
	毛利率	39.0%	34.7%	35.6%	36.1%
电磁测量系统业务	营业收入	234.7	328.6	591.5	946.3
	YoY	-26.3%	40%	80%	60%
	营业成本	153.3	230.0	402.2	634.0
	毛利率	34.7%	30%	32%	33%
电磁场仿真分析验证业务	营业收入	25.0	32.5	42.3	54.9
	YoY	-27.4%	30%	30%	30%
	营业成本	9.1	10.0	10.0	10.0
	毛利率	63.7%	69.2%	76.3%	81.8%
其他业务	营业收入	9.3	9.3	9.3	9.3
	YoY	-77.4%	0%	0%	0%
	营业成本	1.9	1.9	1.9	1.9
	毛利率	80.1%	80%	80%	80%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 3.7、6.4、10.1 亿元，归母净利润分别为 0.3、0.8、1.5 亿元，EPS 分别为 0.28、0.82、1.51 元，对应 PE 分别为 110、38、21x。

我们选取坤恒顺维、中科星图、航天电子作为可比公司。坤恒顺维聚焦射频微波测试仪器与系统，核心产品覆盖卫星通信、雷达等领域的电磁测量方案；中科星图深耕地理空间信息与卫星应用，其自主研发的仿真软件可支撑卫星任务规划、电磁环境模拟；航天电子作为航天测控领域核心企业，提供卫星发射及在轨运行的测控通信设备与系统解决方案。三家公司 2026 年平均 PE 为 50x。考虑到公司将进一步加大市场开拓力度，不断扩大在商业航天等领域的客户群，深化与现有客户的合作，给予公司 2026 年 50xPE，对应目标价 41.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
688283.SH	坤恒顺维	32.85	0.3	0.43	0.61	0.89	110	76	54	37
688568.SH	中科星图	40.47	0.65	0.57	0.77	1.09	62	71	53	37
600879.SH	航天电子	10.41	0.17	0.18	0.24	0.3	61	58	43	35
平均值							78	68	50	36
688682.SH	霍莱沃	31.08	0.14	0.28	0.82	1.51	219	110	38	21

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

新产品研发不及预期、业务拓展不及预期、市场竞争加剧等风险。

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	269.05	370.44	643.06	1010.61	净利润	22.20	38.66	94.14	164.61
营业成本	164.19	241.86	414.04	645.89	折旧与摊销	10.05	9.90	9.90	9.90
营业税金及附加	0.69	0.95	1.70	2.63	财务费用	-1.67	-0.90	-1.58	-1.86
销售费用	13.86	19.00	21.39	24.08	资产减值损失	-3.77	-2.98	-3.08	-3.28
管理费用	31.63	80.90	128.13	190.22	经营营运资本变动	-91.32	32.73	-209.92	-292.46
财务费用	-1.67	-0.90	-1.58	-1.86	其他	34.53	-6.78	31.46	41.21
资产减值损失	-3.77	-2.98	-3.08	-3.28	经营活动现金流净额	-29.99	70.63	-79.07	-81.87
投资收益	5.07	5.00	7.19	7.16	资本支出	-3.91	-3.00	-3.00	-3.00
公允价值变动损益	0.48	0.96	0.91	0.86	其他	15.42	-0.95	33.83	53.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	11.52	-3.95	30.83	50.81
营业利润	17.17	37.57	90.56	160.94	短期借款	17.00	-17.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	17.17	37.57	90.56	160.94	股权融资	-3.92	0.00	0.00	0.00
所得税	-5.03	-1.10	-3.58	-3.67	支付股利	-14.55	-6.39	-13.35	-39.01
净利润	22.20	38.66	94.14	164.61	其他	-19.10	-4.81	1.58	1.86
少数股东损益	7.77	9.76	10.77	10.61	筹资活动现金流净额	-20.57	-28.20	-11.77	-37.15
归属母公司股东净利润	14.43	28.90	83.37	154.00	现金流量净额	-39.31	38.48	-60.02	-68.21
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	122.13	160.61	100.59	32.38	成长能力				
应收和预付款项	227.98	260.44	463.08	738.44	销售收入增长率	-31.75%	37.68%	73.59%	57.16%
存货	106.05	93.02	181.59	320.34	营业利润增长率	-52.67%	118.82%	141.06%	77.72%
其他流动资产	339.79	268.41	284.03	311.07	净利润增长率	-46.20%	74.15%	143.49%	74.86%
长期股权投资	8.68	8.68	8.68	8.68	EBITDA 增长率	-43.46%	82.29%	112.34%	70.89%
投资性房地产	3.46	3.46	3.46	3.46	获利能力				
固定资产和在建工程	42.80	35.04	27.29	19.53	毛利率	38.97%	34.71%	35.61%	36.09%
无形资产和开发支出	74.21	75.29	76.37	77.44	三费率	16.29%	26.72%	23.01%	21.02%
其他非流动资产	38.03	37.80	37.58	37.36	净利率	8.25%	10.44%	14.64%	16.29%
资产总计	963.14	942.77	1182.66	1548.71	ROE	3.23%	5.34%	11.39%	16.47%
短期借款	17.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.31%	4.10%	7.96%	10.63%
应付和预收款项	130.58	175.68	301.54	477.31	ROIC	7.10%	14.18%	28.67%	33.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.50%	12.57%	15.38%	16.72%
其他负债	127.94	43.42	54.51	72.21	营运能力				
负债合计	275.52	219.11	356.05	549.52	总资产周转率	0.29	0.39	0.61	0.74
股本	72.74	101.84	101.84	101.84	固定资产周转率	6.63	9.72	21.18	44.70
资本公积	417.10	388.00	388.00	388.00	应收账款周转率	1.34	1.59	1.89	1.77
留存收益	160.54	183.06	253.07	368.06	存货周转率	1.82	2.38	2.97	2.55
归属母公司股东权益	650.38	672.90	742.91	857.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.65%	—	—	—
少数股东权益	37.24	50.77	83.70	141.29	资本结构				
股东权益合计	687.62	723.67	826.61	999.19	资产负债率	28.61%	23.24%	30.11%	35.48%
负债和股东权益合计	963.14	942.77	1182.66	1548.71	带息债务/总负债	6.17%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.17	4.02	3.11	2.67
					速动比率	2.75	3.55	2.56	2.06
					股利支付率	100.80%	22.10%	16.02%	25.33%
					每股指标				
					每股收益	0.14	0.28	0.82	1.51
					每股净资产	6.39	6.61	7.29	8.42
					每股经营现金	-0.29	0.69	-0.78	-0.80
					每股股利	0.14	0.06	0.13	0.38
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	25.55	46.57	98.88	168.98					
PE	219.29	109.51	37.97	20.55					
PB	4.87	4.70	4.26	3.69					
PS	11.76	8.54	4.92	3.13					
EV/EBITDA	73.73	58.32	28.11	16.85					
股息率	0.46%	0.20%	0.42%	1.23%					

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。

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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn