

2026 年 06 月 22 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

李辉

SAC: S1350526010001

lihui01@huayuanstock.com

张峰

SAC: S1350525120003

zhangfeng03@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

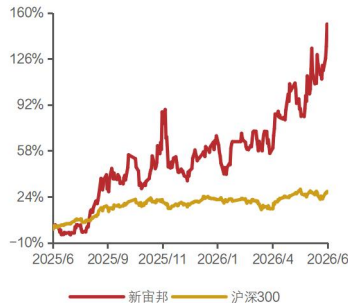
沈露瑶

SAC: S1350526060002

shenluyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 06 月 18 日

收盘价（元）	83.29
一年内最高/最低（元）	86.80/32.69
总市值（百万元）	62,791.20
流通市值（百万元）	45,044.82
总股本（百万股）	753.89
资产负债率（%）	46.73
每股净资产（元/股）	14.59

资料来源：聚源数据

新宙邦 (300037.SZ)

——电容器化学品增长有望加速

投资要点：

- **公司是全球电容器化学品头部企业，AI 服务器拉动高端电容需求打开成长新空间。**公司在电容器领域深耕 30 年左右，产品用于电容器铝箔处理、铝电解电容器、固态电容器等领域，截至 2025 年上半年公司核心电容器化学品产品全球市场占有率超 50%，已成为全球电容器化学品领域的头部供应商。2024 年公司电容器化学品收入占比约 10%，毛利率近几年保持在 40%左右，盈利能力突出。高端电容器技术门槛高，产品价值量显著高于传统电容，公司凭借领先的市场地位、先进工艺技术及稳定高质量产品，深度契合下游核心客户需求，我们预计公司电容器化学品业务未来将有较大发展潜力。
- **AI 服务器驱动全球电容器景气上行。**电容器是电子线路中必不可少的基础元件，中国已成为全球核心电容器市场。根据 TrendForce 研究报告，北美云端服务供应商（CSP）持续加强对 AI 基础设施投资力度，预估将带动 2026 年全球 AI 服务器出货量年增 28%以上。在 AI 服务器需求拉动下，日本及中国台湾地区电容器企业产量与收入 2025-2026 年 3 月/4 月均保持较快增长，行业景气信号明确。
- **MLPC 与超级电容双线受益，公司关键材料布局卡位领先。**铝电解电容器主要用于 AI 服务器电源模块（PSU），AI 服务器电源架构向高压演进，大幅提升牛角电容、超级电容及叠层高分子固态电容 MLPC 等大容量高压铝电容的需求。MLPC 目前主要采用 PEDOT 作为导电高分子材料，公司是全球 PEDOT 头部企业，早在 2009 年已实现国际客户批量供货，客户积累深厚。此外，公司 2023 年与江海股份成立合资公司江苏希尔斯，2025 年入股聚镭光电，与江海股份形成紧密合作关系。超级电容方面，AI 算力需求增长带动备用电源及电能质量调节需求激增，超级电容可快速平抑电压波动，适配高功率服务器集群供电保障。超级电容器主要分为 EDLC 与 LIC/HSC 两条路线，麦克斯韦在 EDLC 路线地位领先，据新宙邦 2020 年公告，新宙邦为麦克斯韦多年合作伙伴，批量供应超级电容器电解液，是其重要供应商。
- **盈利预测与评级：**AI 算力拉动高端电容器需求增长，公司作为全球电容器化学品头部企业，我们预计公司电容器化学品业务增长有望超市场预期。上调 2026-2028 年归母净利润分别至 24.2/31.0/38.1 亿元，同比增速分别为 120.1%/28.2%/22.9%。按照 2026 年 6 月 18 日股价对应的 PE 分别为 26.0/20.3/16.5 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示。**产品价格波动；客户开拓不及预期；产能投放不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	7,847	9,639	15,419	19,219	24,779
同比增长率（%）	4.85%	22.84%	59.96%	24.64%	28.93%
归母净利润（百万元）	942	1,097	2,415	3,097	3,806
同比增长率（%）	-6.83%	16.48%	120.12%	28.20%	22.89%
每股收益（元/股）	1.25	1.46	3.20	4.11	5.05
ROE（%）	9.66%	10.16%	19.53%	21.54%	22.58%
市盈率（P/E）	66.65	57.22	26.00	20.28	16.50

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

我们预计在 AI 算力需求拉动下，公司作为全球电容器化学品头部企业，后续电容器化学品业务增长有望超市场预期。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 154、192、248 亿元，对应同比增速分别为 59.96%、24.64%、28.93%；

我们上调此前对公司的盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 24.2/31.0/38.1 亿元，同比增速分别为 120.1%/28.2%/22.9%。按照 2026 年 6 月 18 日股价对应的 PE 分别为 26.0/20.3/16.5 倍。我们选取同样为电解液及上游材料头部企业的天赐材料、完整布局氟化工产业链的多氟多、以及均为电容化学品上游材料供应商的国瓷材料作为可比公司。考虑到公司有机氟化工进口替代空间大，氟化液需求有望大幅增长，且电解液景气有望复苏，电容器化学品增长有望超市场预期，维持“买入”评级。

关键假设

营业收入方面，分业务来看，我们预计公司电池化学品板块 2026-2028 年营业收入分别为 112.5、134.6、174.9 亿元；有机氟化学品板块 2026-2028 年营业收入分别为 17.4、21.1、23.4 亿元；电子信息化学品板块 2026-2028 年营业收入分别为 22.0、33.9、46.3 亿元。

毛利率方面，我们预计 2026-2028 年公司整体毛利率分别为 27.77%、28.32%、26.77%。

费用率方面，我们假设 2026-2028 年公司销售费用率分别为 1.40%、1.30%、1.30%；管理费用率分别为 4.30%、4.00%、4.00%；研发费用率分别为 4.70%、4.50%、4.50%。

投资逻辑要点

公司有机氟化工进口替代空间大，氟化液需求有望大幅增长，且电解液景气有望复苏。此外，AI 算力拉动高端电容器需求增长，公司作为全球电容器化学品头部企业，我们预计公司电容器化学品业务增长有望超市场预期。

核心风险提示

产品价格波动；客户开拓不及预期；产能投放不及预期。

内容目录

1. 公司是全球电容器化学品头部企业	5
2. 电容器需求增长有望加速	5
3. 盈利预测与评级	10
3.1. 盈利预测	10
3.2. 投资建议	11
4. 风险提示	11

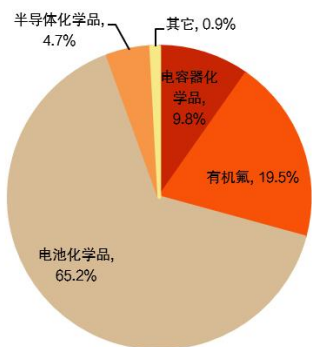
图表目录

图表 1: 2024 年公司电容器化学品收入占比约 10%.....	5
图表 2: 公司电容器化学品毛利率保持较好水平	5
图表 3: 2019-2024 年中国电容器市场规模稳定增长	6
图表 4: 2024 年全球电容器市场主要以陶瓷电容和铝电解电容为主	6
图表 5: 各类电容器对比	6
图表 6: 全球铝电解电容器需求结构	7
图表 7: 2024 年全球 MLCC 需求结构	7
图表 8: 2023-2026 年全球服务器、AI 服务器出货量同比变化	7
图表 9: 日本 2026 年 Q1 电容器产量增速同比提升	8
图表 10: 26 年前四个月电容器相关台股营收增速提升	8
图表 11: 2023 年全球铝电解电容器市场份额格局	8
图表 12: 高端电容器成本中电解液占比提升	8
图表 13: MLPC 较 MLCC 可降低成本和贴装面积	9
图表 14: MLPC 较 MLCC 可大幅降低啸叫	9
图表 15: 新宙邦拥有导电高分子材料全系列产品	9
图表 16: 截至 2026 年 5 月的聚碲光电股权结构	9
图表 17: 国内外超级电容主要厂商	10
图表 18: 可比公司估值表	11

1. 公司是全球电容器化学品头部企业

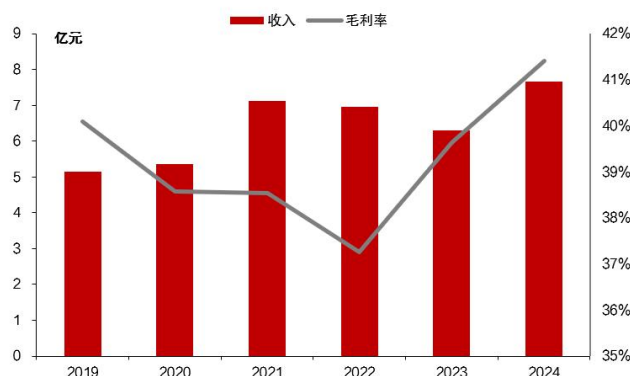
公司是全球电容器化学品头部企业，产品用于电容器铝箔处理、铝电解电容器、固态电容器等领域。

图表 1：2024 年公司电容器化学品收入占比约 10%



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 2：公司电容器化学品毛利率保持较好水平



资料来源：iFind，华源证券研究所

公司在电容器领域深耕 30 年左右，截至 2025 年上半年，公司核心电容器化学品产品全球市场占有率超 50%，已成为全球电容器化学品领域的头部供应商。2024 年公司电容器化学品收入占比约 10%，毛利率近几年保持在 40% 左右。

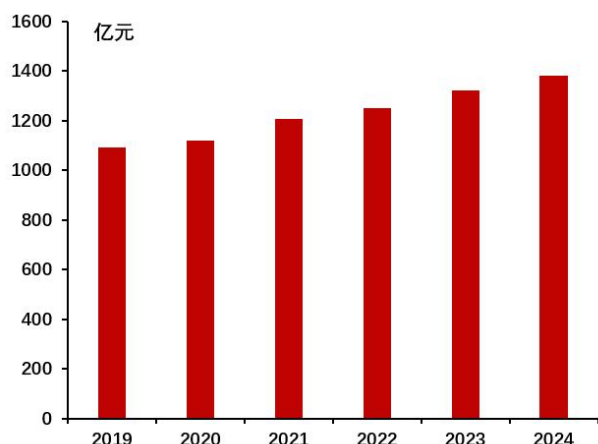
由于 AI 服务器需承载高功率密度运算且长期满负荷运行，对电容的高温耐受性、低损耗特性、长使用寿命提出严苛要求，有望直接推动固态电容、超级叠层电容需求快速增长，进而拉动公司电容器化学品业务的增长。高端电容器技术门槛高，产品价值量显著高于传统电容，公司凭借领先的市场地位、先进的工艺技术、稳定的高品质产品及完善的质量管理体系，深度契合下游客户需求，赢得核心客户信任。我们预计公司电容器化学品业务未来将有较大发展潜力。

2. 电容器需求增长有望加速

电容器是三大被动元件之一，是电子线路中必不可少的基础元件。电容器基本结构是由两块金属电极之间夹一层绝缘电介质构成，在两极导电物质间以介质隔离，并将电能储存其间。电容器主要作用为电荷储存、交流滤波或者旁路、切断或阻止直流电压、提供调谐及振荡等，广泛应用于航空、航天、舰船、数码电子产品、工业控制、电力设备及新能源、通讯设备、轨道交通、医疗电子设备及汽车电子等领域。

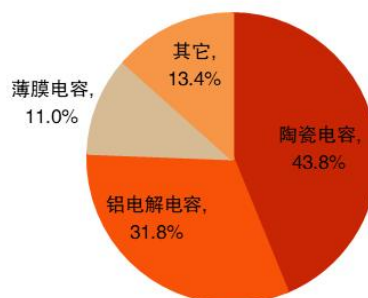
随着下游应用领域的不断拓宽，电容器市场呈现稳定增长趋势，中国市场表现尤为突出，已成为全球重要的增长极。据中国报告大厅数据，2024 年全球电容器市场规模约 367 亿美元，中国市场规模约 1380 亿元。

图表 3：2019-2024 年中国电容器市场规模稳定增长



资料来源：观研天下，华源证券研究所

图表 4：2024 年全球电容器市场主要以陶瓷电容和铝电解电容为主



资料来源：中国报告大厅，华源证券研究所

电容器种类繁多。电容器根据所采用电介质的不同，可以细分为陶瓷电容器、铝电解电容器、钽电容器和薄膜电容器等多个类别。其中，陶瓷电容器凭借其体积小、耐压范围广、响应速度快等特点在众多应用场景中脱颖而出，是目前市场上最主要产品类型，占比超 40%。陶瓷电容器以多层瓷介电容器（MLCC）产品为主，占比约为 90%左右。

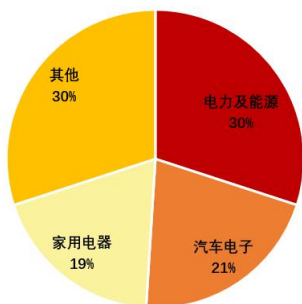
图表 5：各类电容器对比

种类	陶瓷电容器	铝电解电容器	钽电解电容器	薄膜电容器
电介质	各类陶瓷	氧化铝	氧化钽	塑料薄膜
电容量	1pF-600 μ F	0.1 μ F-1F	0.1 μ F-10000 μ F	0.3 μ F-10000 μ F
额定电压	6.3V-4000V	4V-800V	6.3V-160V	6.3V-5000V
应用范围	高频耦合，高频旁路、电源滤波	低频旁路、电源滤波、A/D 转化	低频滤波、A/D 转化、储能电路	电源滤波、振荡、储能电路等
常用领域	消费电子、工业控制、汽车电子、军用设备	消费电子、工业控制、汽车电子、电力设备	消费电子、汽车电子、军用设备	消费电子、通讯设备、工业控制、汽车电子、电力设备
优点	成本低、耐温性好、耐潮性好、绝缘阻抗高、损耗小高频特性好、体积小	成本低，容量大、能耐受大电流	容量大，耐温性好、损耗小、寿命长、高频特性好、体积小	无极性，绝缘阻抗高，耐压高、ESR 低、耐温性好、高频特性好、损耗小、寿命长
缺点	容量小、易被击穿	泄漏电流大、高频特性差，耐温性差、寿命短，有极性	耐压低、成本高，有极性	容量小、体积大、成本高

资料来源：研观天下，华源证券研究所

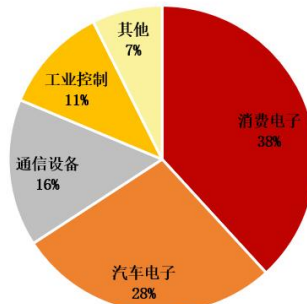
铝电解电容器具有比容大、耐压高、性价比高等特点，下游应用领域来看，电力及能源约占 30%，汽车电子约占 21%，家用电器约占 19%。MLCC 方面，消费电子仍然是全球 MLCC 的主要应用市场，占比 38%，汽车电子领域占比 28%，通信设备、工业控制领域分别占 16%、11%。

图表 6：全球铝电解电容器需求结构



资料来源：艾华集团公告，华源证券研究所

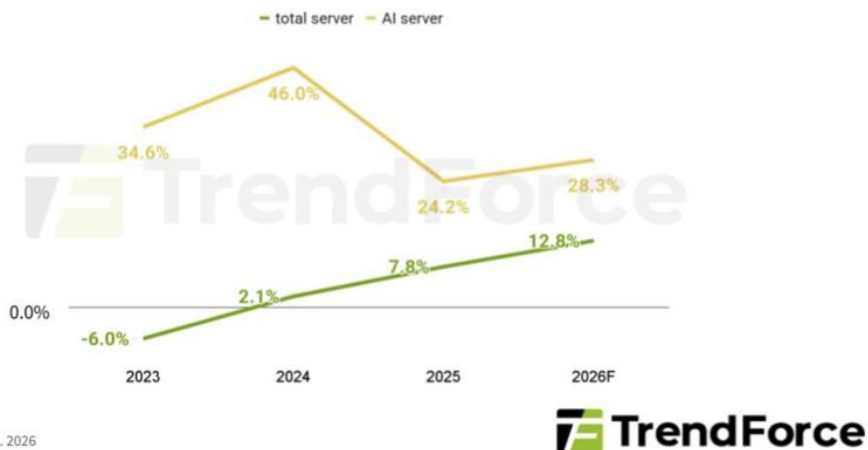
图表 7：2024 年全球 MLCC 需求结构



资料来源：赛迪顾问，华源证券研究所

AI 服务器驱动电容器需求增长。根据 TrendForce 研究报告，北美云端服务供应商(CSP)持续加强对 AI 基础设施投资力度，预估将带动 2026 年全球 AI 服务器出货量年增 28%以上。此外，AI 推理服务产生的庞大运算负荷，将通用型服务器也带入替换与扩张周期。因此，TrendForce 预估 2026 年全球服务器（含 AI 服务器）出货量也将同比增长 12.8%，同比增速较 2025 年有所扩大。

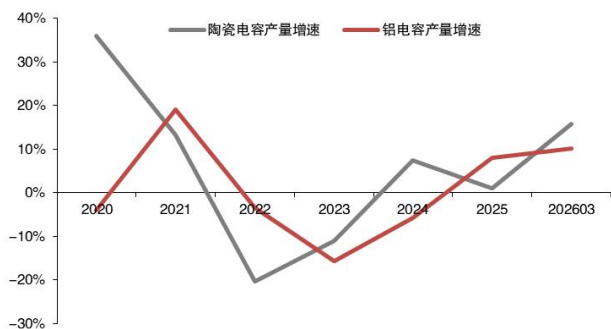
图表 8：2023-2026 年全球服务器、AI 服务器出货量同比变化



资料来源：TrendForce，华源证券研究所

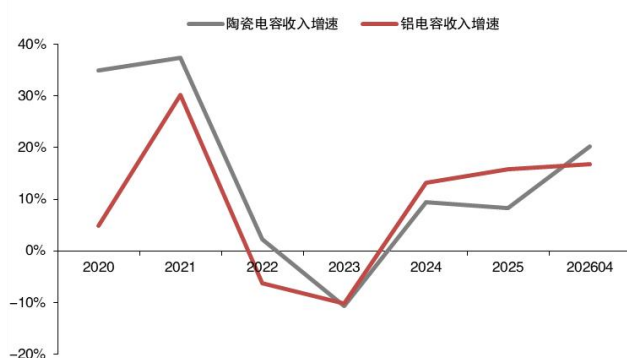
在 AI 服务器需求拉动下，日本电容器公司产量、中国台湾电容器公司收入于 2025-2026 年 3 月/4 月保持较快增长。

图表 9：日本 2026 年 Q1 电容器产量增速同比提升



资料来源：日本电子信息技术产业协会，华源证券研究所

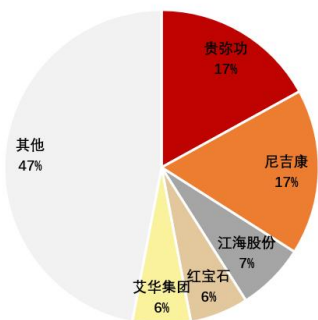
图表 10：26 年前四个月电容器相关台股营收增速提升



资料来源：Wind，华源证券研究所

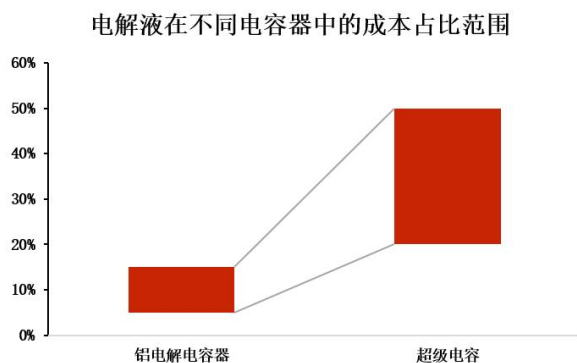
根据中国电子元件行业协会信息中心，全球铝电解电容器制造商主要集中在 中国、日本及中国台湾，骨干企业包括贵弥功、尼吉康、江海股份、艾华集团、红宝石等。其中，日本制造商约占全球 38% 的市场份额，中国本土企业约占全球 42% 的市场份额。

图表 11：2023 年全球铝电解电容器市场份额格局



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

图表 12：高端电容器成本中电解液占比提升



资料来源：江海股份投资者问答，华源证券研究所

AI 服务器电源架构向高压演进，带动铝电解电容单颗价值量提升。铝电解电容主要用于 AI 服务器 PSU（电源模块）中，承担大容量储能和低频滤波功能，电源架构升压带来价值量跃升。H100 服务器机架功耗 10.2kW，需要配备 19.8kW 的电源模块，GB200 NVL72 机架功耗达 120kW，需要配备 198kW 的电源模块，相较 H100 增长约 10 倍，因此对大容量高压铝电容如牛角电容、超级电容和叠层高分子固态电容 MLPC 的需求相比 H100 时代显著提升。

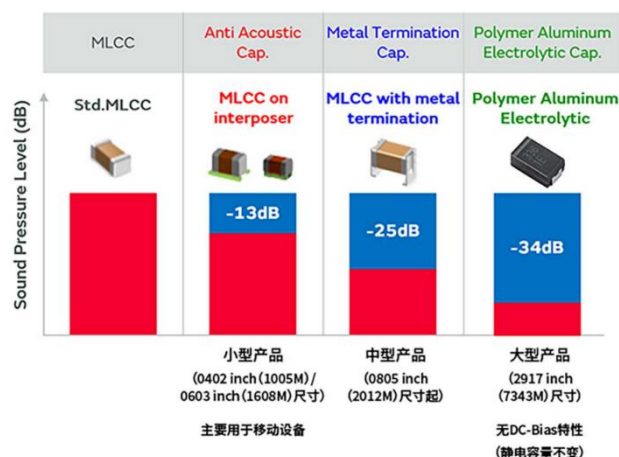
叠层高分子固态电容器（MLPC），是一种铝电解电容器。MLPC 以铝为阳极，以高分子聚合物为电解质，以碳及镀银层为阴极，多层电容相叠并联，由塑料封装制造而成。MLPC 结构类似于 MLCC，其容量更大，高温、低温稳定性更好，可靠性、安全性更高；MLPC 与传统铝电解电容器相比，体积缩小、容量增大，并且具有等效串联电阻低、纹波电流承受能力强、高频特性好等特点。MLPC 应用在高功耗芯片供电领域，例如服务器用芯片 CPU 和 GPU，可以满足这类芯片的低纹波电压、高工作温度、稳定供电等需求，未来有望在部分场景中对 MLCC 形成替代。

图表 13: MLPC 较 MLCC 可降低成本和贴装面积



资料来源: 松下官网, 华源证券研究所

图表 14: MLPC 较 MLCC 可大幅降低啸叫



资料来源: 村田官网, 华源证券研究所

日本企业在全球 MLPC 电容器市场中占据主导地位, 份额超过 80%, 代表性企业是三洋 (松下收购), 海外其他 MLPC 布局企业还有日本村田 (Murata)、韩国三莹 (SAMYOUNG)、美国基美 (Kemet) 等。在我国, MLPC 市场布局企业主要有江海股份、艾华集团、福建国光、万裕三信等。据恒州诚思调研统计, 2025 年全球 MLPC 市场规模约 47.64 亿元。

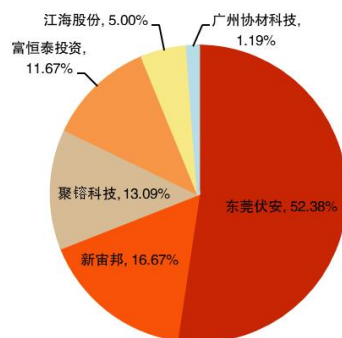
目前 MLPC 主要采用 PEDOT (聚 3,4-乙烯二氧噻吩) 作为导电高分子材料。新宙邦是全球 PEDOT 头部企业, 早在 2009 年已经实现国际客户批量供货。2024 年江海股份发布基于高性能 N 型导电聚合物的 MLPC, 采用聚苯并二呋喃二酮 (PBFDO) 为导电高分子材料。新宙邦 2023 年与江海股份成立合资公司江苏希尔斯, 2025 年入股聚镭光电, 与江海股份形成紧密合作关系。

图表 15: 新宙邦拥有导电高分子材料全系列产品



资料来源: 新宙邦官网, 华源证券研究所

图表 16: 截至 2026 年 5 月的聚镭光电股权结构



资料来源: 天眼查, 华源证券研究所

超级电容器是介于传统电容器与蓄电池之间的新型储能器件, 核心特性为超高功率密度、秒级充放电、超长循环寿命、宽温域适配。AI 算力需求增长带动备用电源、电能质量调节需求激增。超级电容可快速平抑电压波动, 适配高功率服务器集群供电保障, 市场规模逐年攀升, 逐步跻身核心应用赛道。按照储能机理不同, 超级电容器主要分为 EDLC (双电层电容) 与 LIC/HSC (锂离子电容) 两条路线。锂离子超级电容凭借更高能量密度、更小体积、更优宽温性能, 完美匹配高密度 AI 机柜的空间约束与瞬态功率需

求,可在毫秒级响应 GPU 负载波动、平抑电压尖峰,已成为英伟达 GB300 及新一代 Rubin 平台的标配储能组件。实际上, AI 服务器不会只选择 EDLC 或 LIC,更可能是分层使用: EDLC 负责更快的瞬态响应, LIC/HSC 负责更高能量密度下的短时支撑, 锂电池或 BBU 负责更长时间桥接, 传统 UPS 和备用电源负责系统级供电保障。

EDLC 赛道聚集麦克斯韦、松下、村田、伊顿等企业, 产品主攻工业、电力领域。其中麦克斯韦行业地位领先, 较早完成超级电容储能技术研发落地, 聚焦高功率快速响应类解决方案。LIC/HSC 赛道代表企业涵盖维纳泰克、斯克雷特尼以及日韩多家厂商, 深耕高能量密度产品, 聚焦新兴应用市场。武藏为 LIC/HSC 领域头部企业, 其 ESS400 快充型混合超级电容储能系统, 适配数据中心、高端 AI 算力设备等对备用供电、峰值载荷支撑要求严苛的场景。

据新宙邦 2020 年公告, 公司是麦克斯韦多年合作伙伴, 批量供应超级电容器电解液, 是其重要供应商。

图表 17: 国内外超级电容主要厂商

企业	国家	核心技术	主力市场
UCAP Power	美/韩	干电极、车规标杆	汽车、轨交
松下	日本	微型化、高可靠	消费电子、IoT、工业
Chemi-Con	日本	低 ESR、长寿命	汽车、工业、电网
Eaton	爱尔兰	800V DC、AIDC	电网、数据中心、工业
CAP-XX	澳大利亚	超薄形态、小电芯	IoT、可穿戴
武藏	日本	混合三路线、HSC 模组	AIDC、工业
LS Mtron	韩国	性价比、韩系车供应链	汽车、工业
江海股份	中国	EDLC+LiC 双路线	汽车+AIDC
奥威科技	中国	水系 EDLC	轨交
思源电气	中国	高功率 EDLC	电网+AIDC
今朝时代	中国	3.0V 低内阻 EDLC	风电变桨
风华高科	中国	小型 EDLC	消费电子+工业
法拉电子	中国	混合型(薄膜封装)	新能源汽车
绿宝石	中国	定制化模组集成	军工+特种工业

资料来源: 观研天下、华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测

收入预测方面, 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 154、192、248 亿元, 对应同比增速分别为 59.96%、24.64%、28.93%。分业务来看, 我们预计公司电池化学品板块 2026-2028 年营业收入分别为 112.5、134.6、174.9 亿元; 有机氟化学品板块 2026-2028 年营业收入分别为 17.4、21.1、23.4 亿元; 电子信息化学品板块 2026-2028 年营业收入分别为 22.0、33.9、46.3 亿元。

毛利率方面，我们预计 2026-2028 年公司整体毛利率分别为 27.77%、28.32%、26.77%；费用率方面，我们假设 2026-2028 年公司销售费用率分别为 1.40%、1.30%、1.30%；管理费用率分别为 4.30%、4.00%、4.00%；研发费用率分别为 4.70%、4.50%、4.50%。

3.2. 投资建议

AI 算力拉动高端电容器需求增长，公司作为全球电容器化学品头部企业，我们预计公司电容器化学品业务增长有望超市场预期。基于前述假设，我们上调公司 2026-2028 年归母净利润分别至 24.2/31.0/38.1 亿元，同比增速分别为 120.1%/28.2%/22.9%。按照 2026 年 6 月 18 日股价对应的 PE 分别为 26.0/20.3/16.5 倍。我们选取同样为电解液及上游材料头部企业的天赐材料、完整布局氟化工产业链的多氟多、以及均为电容化学品上游材料供应商的国瓷材料作为可比公司。考虑到公司有机氟化工进口替代空间大，氟化液需求有望大幅增长，且电解液景气有望复苏，电容器化学品增长有望超市场预期，维持“买入”评级。

图表 18：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
			26E	27E	28E	26E	27E	28E	
002709.SZ	天赐材料	51.61	3.41	3.99	4.54	15.15	12.93	11.36	5.51
002407.SZ	多氟多	38.78	1.79	2.25	2.98	21.70	17.26	13.03	5.26
300285.SZ	国瓷材料	89.53	0.84	1.03	1.24	106.24	86.83	72.32	12.38
可比公司平均值						47.70	39.01	32.24	7.72
300037.SZ	新宙邦	83.29	3.20	4.11	5.05	26.00	20.28	16.50	5.73

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，新宙邦盈利预测来自华源证券研究所，截至 2026 年 6 月 18 日收盘价，PB 来自 ifind

4. 风险提示

1、产品价格波动。公司电容器化学品等产品价格受上游原材料成本、行业供需格局及市场竞争等多重因素影响。若主要原材料价格大幅波动，或行业新增产能集中释放导致供给阶段性过剩，公司相关产品的价格及毛利率可能承压，进而影响盈利能力。

2、客户开拓不及预期。高端电容器化学品技术门槛高、客户认证周期长，若公司新客户开拓、产品导入或认证进度低于预期，相关高端产品的放量节奏可能慢于预期。

3、产能投放不及预期。若公司产能投放进度、达产爬坡不及预期，可能制约公司对下游快速增长需求的供给能力，影响业绩兑现。

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	1,138	2,467	2,991	3,754
应收票据及账款	5,725	7,730	9,635	12,423
预付账款	81	124	155	199
其他应收款	64	79	99	128
存货	1,215	1,893	2,342	3,085
其他流动资产	2,233	1,694	1,998	2,443
流动资产总计	10,456	13,988	17,220	22,031
长期股权投资	713	1,073	1,453	2,093
固定资产	4,599	4,649	5,029	5,338
在建工程	990	1,225	1,060	895
无形资产	780	837	986	1,127
长期待摊费用	135	68	0	0
其他非流动资产	2,123	2,205	2,188	2,170
非流动资产合计	9,341	10,058	10,716	11,624
资产总计	19,798	24,046	27,936	33,655
短期借款	350	174	194	214
应付票据及账款	4,703	6,749	8,349	10,998
其他流动负债	1,031	2,053	2,536	3,336
流动负债合计	6,083	8,977	11,079	14,548
长期借款	2,039	1,713	1,349	966
其他非流动负债	422	422	422	422
非流动负债合计	2,461	2,134	1,770	1,388
负债合计	8,544	11,112	12,850	15,936
股本	752	754	754	754
资本公积	2,899	2,897	2,897	2,897
留存收益	7,144	8,714	10,727	13,201
归属母公司权益	10,795	12,365	14,378	16,852
少数股东权益	458	569	709	867
股东权益合计	11,254	12,935	15,087	17,719
负债和股东权益合计	19,798	24,046	27,936	33,655

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,099	2,091	2,782	3,283
折旧与摊销	578	643	722	733
财务费用	45	39	67	49
投资损失	-156	-410	-430	-690
营运资金变动	-608	867	-626	-600
其他经营现金流	211	499	519	779
经营性现金净流量	1,169	3,728	3,034	3,554
投资性现金净流量	-1,543	-1,013	-1,016	-1,048
筹资性现金净流量	-1,236	-1,386	-1,494	-1,743
现金流量净额	-1,608	1,329	524	763

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,639	15,419	19,219	24,779
营业成本	7,299	11,137	13,776	18,146
税金及附加	70	104	130	167
销售费用	149	216	250	322
管理费用	432	663	769	991
研发费用	502	725	865	1,115
财务费用	45	39	67	49
资产减值损失	-57	-72	-89	-115
信用减值损失	-65	-73	-91	-118
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	156	410	430	690
公允价值变动损益	20	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	95	89	89	89
营业利润	1,293	2,890	3,701	4,535
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	35	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,261	2,890	3,701	4,535
所得税	162	364	466	570
净利润	1,099	2,527	3,236	3,964
少数股东损益	2	111	139	159
归属母公司股东净利润	1,097	2,415	3,097	3,806
EPS(元)	1.46	3.20	4.11	5.05

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	22.84%	59.96%	24.64%	28.93%
营业利润增长率	17.36%	123.56%	28.07%	22.51%
归母净利润增长率	16.48%	120.12%	28.20%	22.89%
经营现金流增长率	42.80%	218.97%	-18.61%	17.13%
盈利能力				
毛利率	24.28%	27.77%	28.32%	26.77%
净利率	11.40%	16.39%	16.84%	16.00%
ROE	10.16%	19.53%	21.54%	22.58%
ROA	5.54%	10.04%	11.08%	11.31%
估值倍数				
P/E	57.22	26.00	20.28	16.50
P/S	6.51	4.07	3.27	2.53
P/B	5.96	5.18	4.44	3.78
股息率	0.60%	1.35%	1.73%	2.12%
EV/EBITDA	22	18	14	12

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）。