

协创数据 (300857)

算力链新秀，新赛道超车

买入 (首次)

2024年07月12日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005
021-60199781
wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001
maty@dwzq.com.cn

证券分析师 王世杰

执业证书: S0600523080004
wangshijie@dwzq.com.cn

证券分析师 金晶

执业证书: S0600523050003
jinj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业总收入 (百万元) | 3148 | 4658 | 7065 | 8763 | 10560 |
| 同比 (%) | 6.37 | 47.95 | 51.68 | 24.03 | 20.50 |
| 归母净利润 (百万元) | 130.91 | 287.29 | 698.08 | 903.28 | 1,158.59 |
| 同比 (%) | 3.67 | 119.46 | 142.99 | 29.39 | 28.27 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.53 | 1.17 | 2.85 | 3.68 | 4.72 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 135.89 | 61.92 | 25.48 | 19.69 | 15.35 |

投资要点

- 股东背景雄厚，三大业务打开成长空间：**实控人耿四化曾任职富士康，专业实力过硬。截至2024年7月10日，公司第二大股东PCL持股16.79%，间接控股股东正崧精密为中国台湾地区上市公司。实际控制人和董事长为郭台强，为富士康创始人郭台铭先生胞弟。公司业务主要产品包括数据存储设备、AIoT终端、服务器再制造三大部分。2023年，公司实现营收46.58亿元，同比增长48%；归母净利润2.87亿元，同比增长119%，业绩重回高增。公司2023年新布局服务器制造业务，2024年Q1产能持续爬坡，已形成规模收入，对整体业绩产生贡献，同时算力服务器再制造初具规模。
- 存储行业复苏叠加AI催化，公司存储业务顺势而上：**DRAM/NAND合约价2024Q2涨幅约20%，全年涨势持续。TrendForce预测，2024年Q3和Q4 DRAM/NAND合约价格维持上涨趋势。AI需求强力驱动，智能手机、服务器、笔记本电脑等各终端单机存储容量快速提升。公司深耕存储多年，绑定联想等大客户，在SSD产品上具备完整的产品线。
- AIOT下游多点开花，公司产品矩阵全：**公司AIOT产品矩阵多样，包含智能穿戴设备、智能摄像机、咖啡机等终端硬件以及为客户提供云平台等服务。公司AIOT产品下游市场空间广阔，艾瑞咨询预测，预计中国AI+安防软硬件2025年市场规模将超900亿元。根据Saasindustry网站数据，基于云的V-SaaS市场规模2025年为746亿美元。
- AI算力时代来临，服务器再制造需求提升：**AI时代，算力需求大幅增长，企业新建大量数据中心，服务器再制造需求更大。Marketsandmarkets预测，IT资产处置市场规模预计2029年达到266亿美元。服务器再制造环保与数据清理能力要求严格，壁垒明显。协创数据服务器再制造业务先发优势明显，具备稀缺资质。
- 盈利预测与投资评级：**协创数据股东背景雄厚，为公司业务持续赋能。伴随行业回暖，公司主业存储和AIOT产品重回高增。在AI算力需求提升大背景下，公司新布局的服务器再制造业务有望在2024年实现收入高增。基于此，我们给予公司2024-2026年归母净利润预测为6.98/9.03/11.59亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**服务器再制造业务发展不及预期；原材料价格上涨；汇率波动风险。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 72.53 |
| 一年最低/最高价 | 21.68/72.66 |
| 市净率(倍) | 6.82 |
| 流通A股市值(百万元) | 17,788.36 |
| 总市值(百万元) | 17,788.36 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.63 |
| 资产负债率(% ,LF) | 53.11 |
| 总股本(百万股) | 245.26 |
| 流通A股(百万股) | 245.26 |

相关研究

内容目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. 股东背景雄厚，三大业务打开成长空间 | 4 |
| 1.1. 布局服务器再制造，存储智能物联领导者起航..... | 4 |
| 1.2. 营收重回高增，服务器再制造增长可期..... | 6 |
| 2. 存储行业复苏叠加 AI 催化，存储业务顺势而上..... | 7 |
| 3. AIOT 下游多点开花，公司产品矩阵全 | 9 |
| 4. AI 算力时代来临，服务器再制造需求提升 | 12 |
| 5. 盈利预测 | 13 |
| 6. 风险提示 | 14 |

图表目录

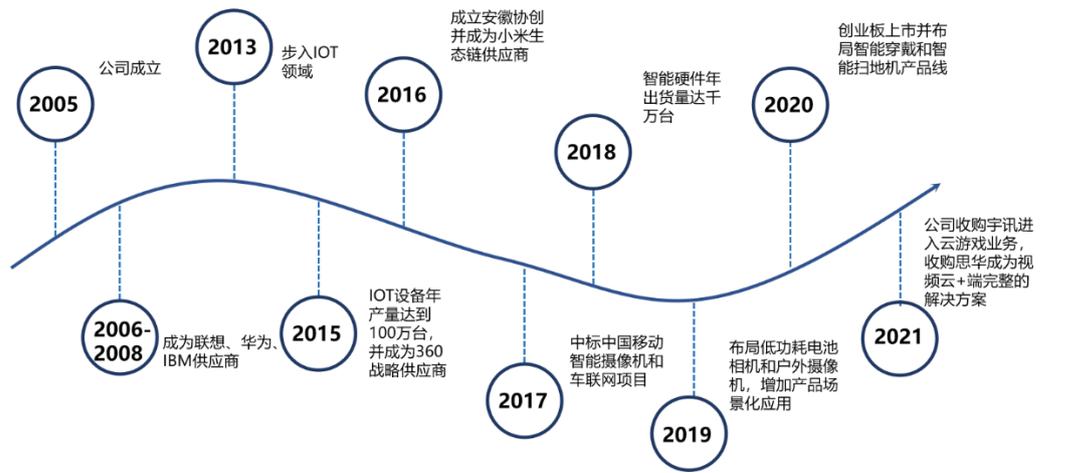
| | | |
|-------|---|----|
| 图 1: | 协创数据发展历程..... | 4 |
| 图 2: | 协创数据主营业务..... | 5 |
| 图 3: | 协创数据股权结构（截至 2024 年 7 月 10 日）..... | 5 |
| 图 4: | 2019-2023 年公司营收及同比增速..... | 6 |
| 图 5: | 2019-2023 年公司归母净利润及同比增速..... | 6 |
| 图 6: | 2019-2023 年公司营收拆分..... | 6 |
| 图 7: | 2020-2023 年公司分业务营收增速..... | 6 |
| 图 8: | 2019-2023 年公司整体毛利率..... | 7 |
| 图 9: | 2019-2023 年公司分业务毛利率..... | 7 |
| 图 10: | 3Q24~4Q24 DRAM 及 NAND Flash 季度合约价涨幅预测..... | 7 |
| 图 11: | 存储产品合约平均价（美元）..... | 8 |
| 图 12: | 2023~2024 年三大终端应用 DRAM 及 NAND Flash 单机平均搭载容量年成长率..... | 8 |
| 图 13: | 2019-2023 年联想营收占比..... | 9 |
| 图 14: | 公司 AIOT 终端业务布局..... | 10 |
| 图 15: | 2020-2025 年中国 AI+安防软硬件市场规模及增速..... | 11 |
| 图 16: | 2020-2025 年基于云的 V-SaaS 市场..... | 11 |
| 图 17: | 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量预估..... | 12 |
| 图 18: | IT 资产处置 2023-2029 年全球市场规模（十亿美元）..... | 12 |
| 表 1: | 营收预测（亿元）..... | 13 |
| 表 2: | 可比公司估值（截至 2024/7/12）..... | 14 |

1. 股东背景雄厚，三大业务打开成长空间

1.1. 布局服务器再制造，存储智能物联领导者起航

协创数据致力于成为全球领先的智能物联终端制造商、综合性云服务提供商、智能存储设备制造商、服务器再制造行业的先行者和领导者。公司于2005年成立，2013年步入IOT领域，2021年收购思华成为视频云+端完整解决方案，2023年布局服务器回收业务。

图1：协创数据发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

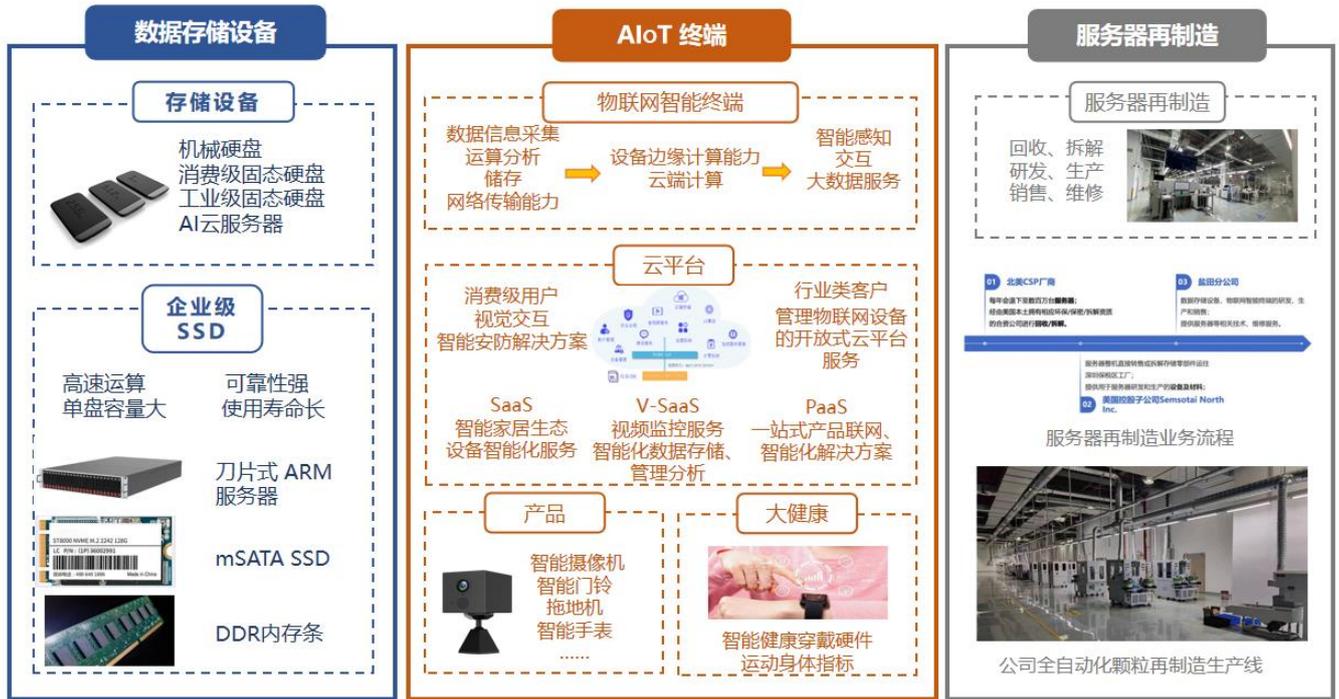
公司业务主要产品包括数据存储设备、AIoT终端、服务器再制造三大部分。

数据存储设备主要包括机械硬盘、消费级固态硬盘和工业级固态硬盘及AI云服务器等。

AIoT终端业务包括智能摄像机、智能门铃、太阳能电池摄像机、宠物摄像机、小孩看护摄像机、智能音箱、智能手表、智能手环、扫地机、拖地机、智能云物联一体机、多参数健康检测仪，智能医疗穿戴产品、AI健康管家一体机、云游戏手柄、投影仪及车联网智能终端等。云平台方面，面向消费级用户，提供以视觉交互为主的智能安防解决方案；面向行业类客户，提供用于管理物联网设备的开放式云平台服务。

服务器再制造业务包括包含服务器的回收、拆解、研发、生产、销售以及维修服务

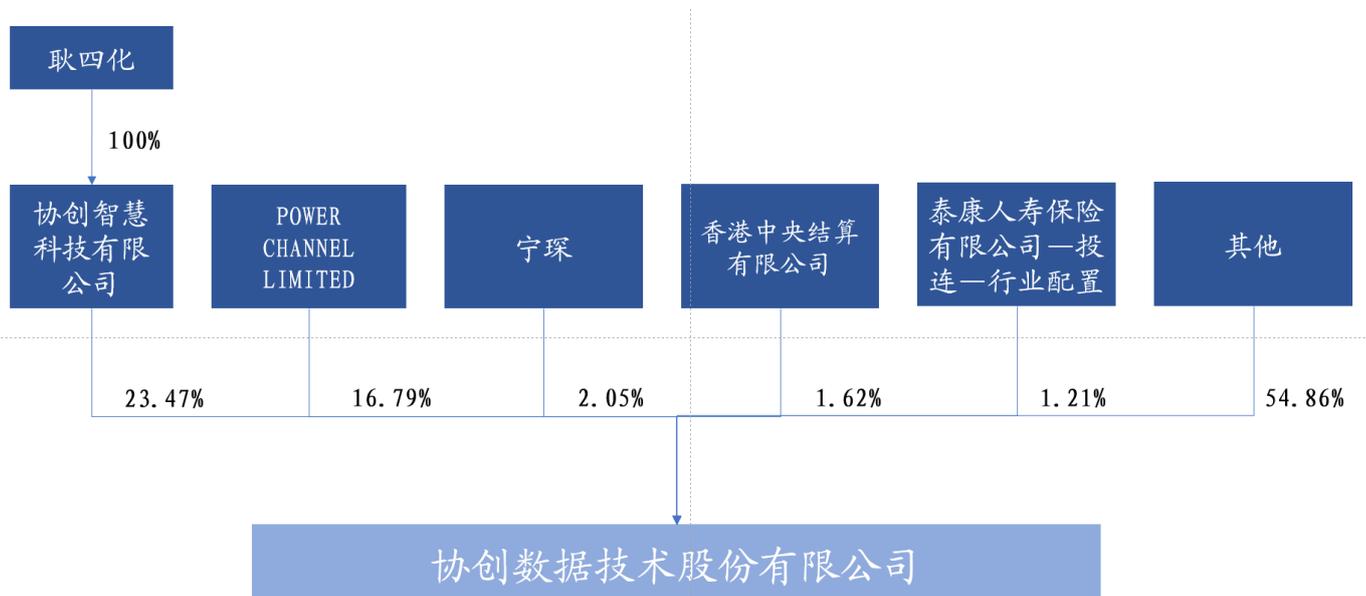
图2: 协创数据主营业务



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

耿四化先生为实控人, 通过协创智慧持股 23.47% (截至 2024 年 7 月 10 日), 专业背景雄厚。1995 年 3 月至 2001 年 1 月, 历任富士康精密组件(深圳)有限公司工程、品质、采购、业务、制造课长等职务。公司第二大股东为 Power Channel Limited, 持股 16.79% (截至 2024 年 7 月 10 日)。PCL 间接控股股东正崧精密为中国台湾地区上市公司, 主要产品发展至今包含电源管理及能源模组、无线通讯及光学产品等。实际控制人和董事长为郭台强, 为富士康创始人郭台铭先生胞弟。

图3: 协创数据股权结构 (截至 2024 年 7 月 10 日)

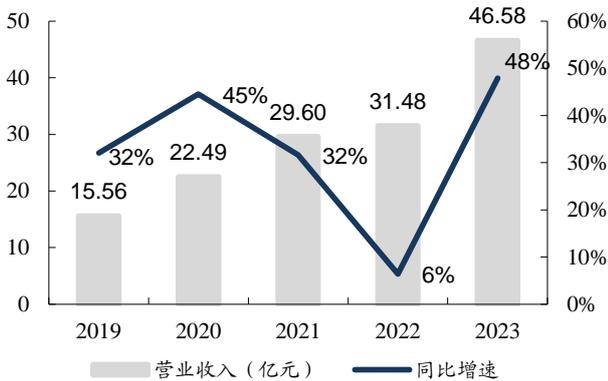


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 营收重回高增，服务器再制造增长可期

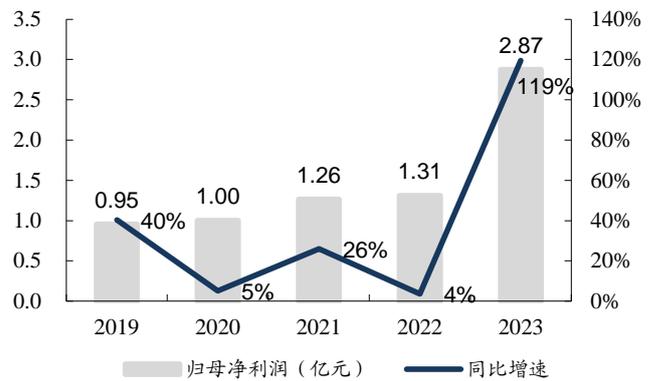
2023 年业绩重回高增，2024 年新业务可期。2023 年,公司实现营收 46.58 亿元,同比增长 48%; 归母净利润 2.87 亿元,同比增长 119%。主要系业务的全方位发展和海外业务布局; 随着海外客户的持续拓展, 公司数据存储设备带来了新的增长点。公司 2023 年新布局服务器制造业务, 2024 年 Q1 产能持续爬坡, 已形成规模收入, 对整体业绩产生贡献, 同时算力服务器再制造初具规模。

图4: 2019-2023 年公司营收及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

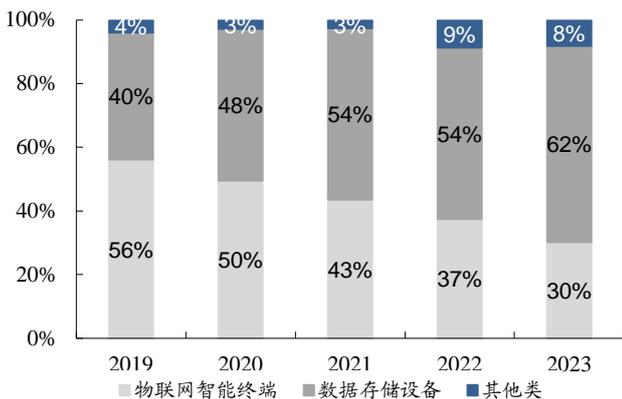
图5: 2019-2023 年公司归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

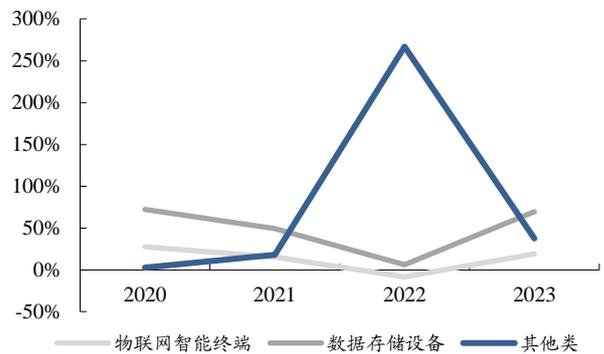
数据存储设备营收为主要收入来源。2019-2023 年, 公司数据存储设备业务营收占比持续扩大, 随着公司服务器回收业务逐步开展, 数据存储设备业务营收占比有望持续增长。

图6: 2019-2023 年公司营收拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 2020-2023 年公司分业务营收增速

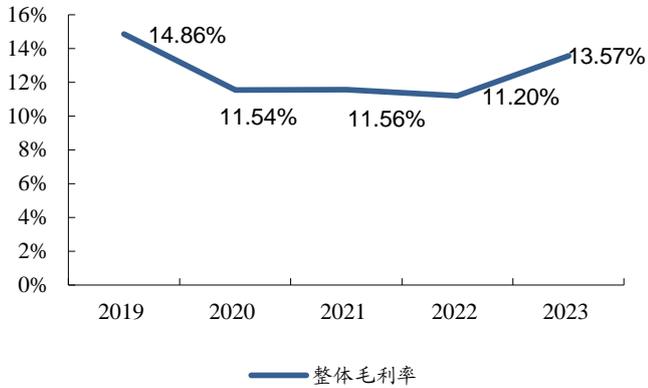


数据来源：Wind，东吴证券研究所

多点发力，2023 年毛利率稳步提升。2023 年毛利率回升主要系部分原材料价格回落及智能制造数字化建设效果显现, 成本费用端持续优化, 毛利率提升。存储方面公司自主研发多款存储主控芯片, 结合自研固件方案与量产工具, 以存储模组形式为客户提

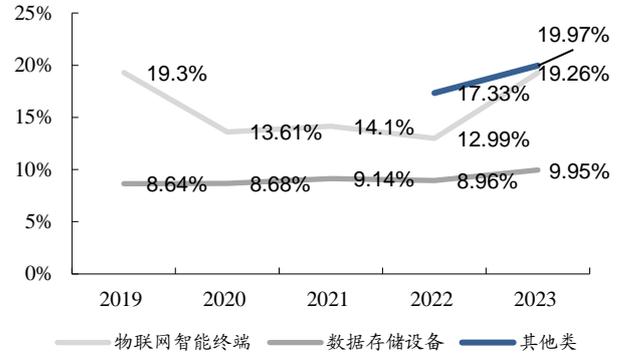
供存储产品，同时进军企业级存储，不断加大软硬件一体化投入；智慧物联业务方面，云视频平台业务、海外智慧安防业务占比提升，使公司整体毛利率有所提升，同时公司推进服务器再制造产业链布局。

图8: 2019-2023 年公司整体毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2019-2023 年公司分业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 存储行业复苏叠加 AI 催化，存储业务顺势而上

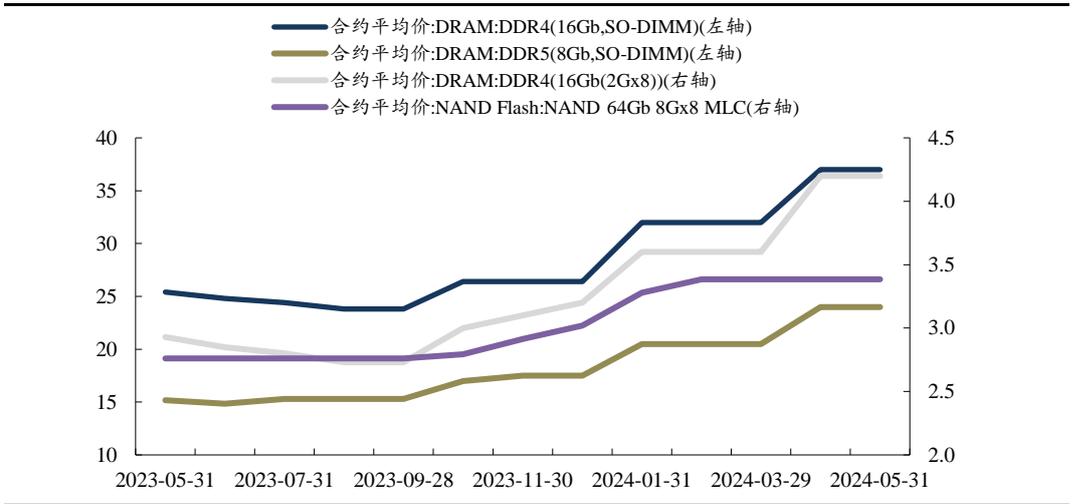
DRAM/NAND 合约价 2024Q2 涨幅约 20%，全年涨势持续。TrendForce 预测，2024 年 Q3 和 Q4 DRAM/NAND 合约价格维持上涨趋势。

图10: 3Q24~4Q24 DRAM 及 NAND Flash 季度合约价涨幅预测

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24(F) | 4Q24(F) |
|------------|-----------|-----------|----------|----------|
| DRAM | Up 15~20% | Up 13~18% | Up 8~13% | Up 8~13% |
| NAND Flash | Up 15~20% | Up 20% | Up 5~10% | Up 0~5% |

数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

图11: 存储产品合约平均价 (美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

AI 需求强力驱动, 各终端单机存储容量快速提升。随着 ChatGPT 的问世, 各种 AI 应用需求迎来爆发, 芯片供应商也陆续推出 AI 高端芯片以满足日益提升的算力需求。根据 Trendforce 预测, 随着运算速度的提升, 2024 年存储器在各类 AI 终端, 如智能手机、服务器、笔记本电脑的单机平均搭载容量均有增长, 又以服务器领域增长幅度最高。

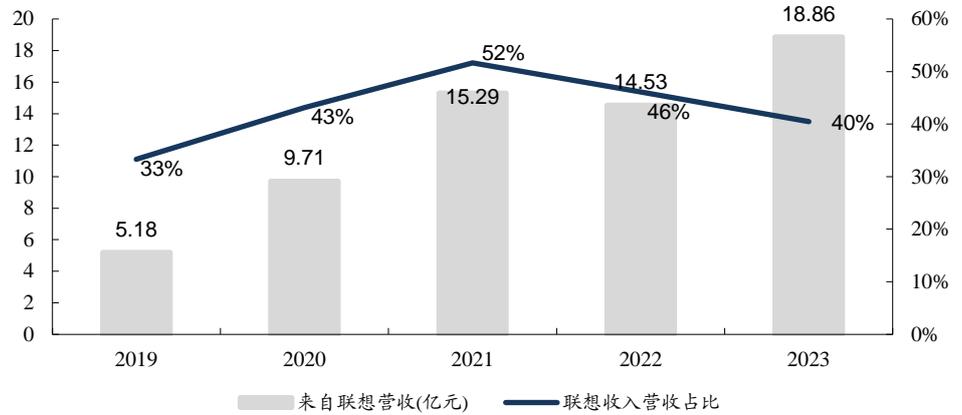
图12: 2023~2024 年三大终端应用 DRAM 及 NAND Flash 单机平均搭载容量年成长率

| 应用 | DRAM | | NAND Flash | |
|-------|-------|---------|------------|---------|
| | 2023 | 2024(E) | 2023 | 2024(E) |
| 智能手机 | 17.5% | 14.1% | 19.2% | 9.3% |
| 服务器 | 13.6% | 17.3% | 14.9% | 13.2% |
| 笔记本电脑 | 9.0% | 12.4% | 10.1% | 9.7% |

数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

深耕存储多年, 绑定联想等大客户。公司布局存储业务多年, 2023 年存储业务营收占比高达 62%。公司在 SSD 产品上具备完整的产品线。公司推出的企业级 SSD 具备高速运算的性能、更好的可靠性、更大的单盘容量以及更高的使用寿命, 可以适应 AI 时代对高性能存储设备的要求。联想集团为公司 2018 年至今的第一大客户, 公司主要向其销售机械硬盘、固态硬盘等数据存储类产品。

图13: 2019-2023 年联想营收占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

自研芯片与对外投资提升毛利率。公司于 2020 年成立全资子公司协创芯片(上海)有限公司, 该公司负责研发和生产公司 SSD 产品所需的主控芯片和存储芯片, 相关业务已有小批量订单且已完成交付。2023 年上半年公司对深圳市芯海微电子有限公司进行了增资, 增资完成后公司持有其 10%的股份, 该公司主要从事存储芯片的封测业务, 公司对其增资参股可以增强产业链上下游协同能力, 促进数据存储业务良性循环发展。

3. AIOT 下游多点开花, 公司产品矩阵全

公司 AIOT 产品矩阵多样, 包含智能穿戴设备、智能摄像机、咖啡机等终端硬件以及为客户提供云平台等服务。

图14: 公司 AIOT 终端业务布局



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

智能物联网终端 (智能家居+智能穿戴): 根据艾瑞咨询测算, 2022 年我国智能家居整体市场 AI 技术渗透率约为 25%, 受益于 AI 大模型的迅速发展, AI 技术对于智能家居的渗透率有望加速, 推进智能家居 3.0 版本迅速普及, 2025 年整体渗透率有望接近 50%。2024 年全球智能穿戴设备市场将逐步回暖复苏。潮电智库预计, 由于印度等新兴市场拉动, 2024 年全球可穿戴设备市场出货量将有接近 10% 的增长。

智能安防: 据艾瑞咨询预测, 预计中国 AI+安防软硬件 2025 年市场规模将超 900 亿元。国内安防企业出海, 迎来巨大蓝海市场。市场研究机构 the brainy insights 的报告显示, 全球网络摄像头市场预计将从 2022 年的 102.1 亿美元增长到 2032 年的 396.3 亿美元, 2023-2032 年预测期间的复合年增长率为 14.52%。

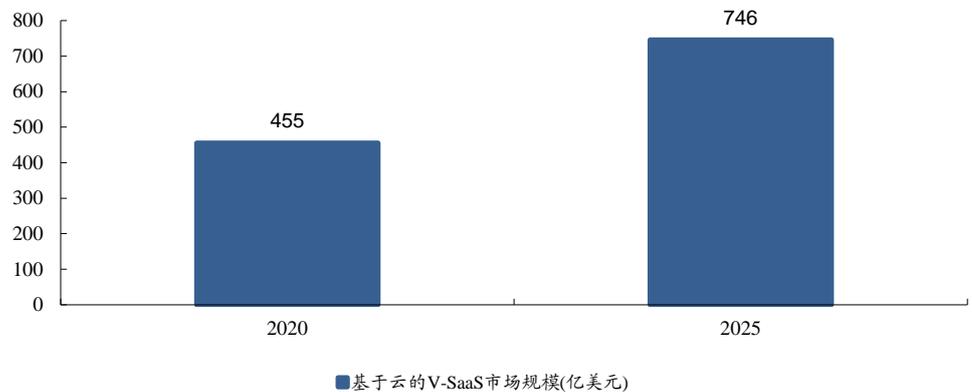
图15: 2020-2025 年中国 AI+安防软硬件市场规模及增速



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

云平台及服务: 视频云服务是安防产品智能化的关键要素和核心竞争力。云服务在视频安防领域的应用主要为 V-SaaS (video surveillance as a service), 即视频监控即服务, 是通过网络提供视频监控接入访问服务。根据 Saasindustry 网站数据, 基于云的 V-SaaS 市场预计将从 2020 年的 455 亿美元飙升至 2025 年的 746 亿美元, 复合年增长率(CAGR) 为 10.4%。

图16: 2020-2025 年基于云的 V-SaaS 市场



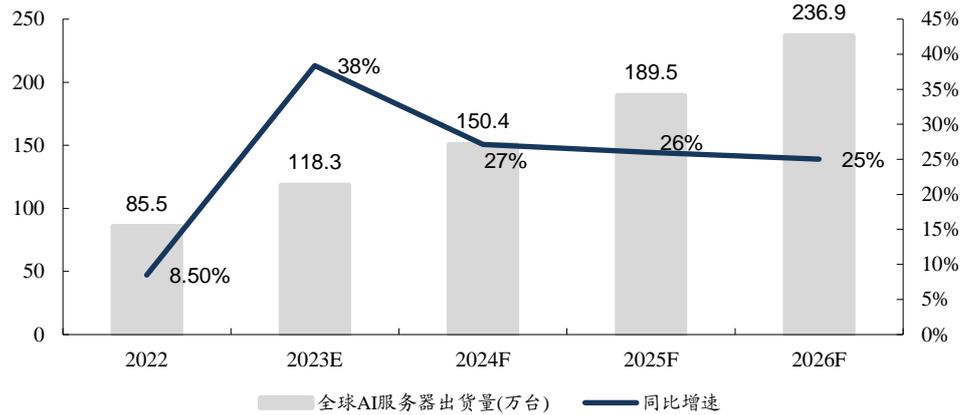
数据来源: Saasindustry, 东吴证券研究所

大健康产品线: 智能云物联一体机和咖啡机: 公司智能云物联一体机 (智能净水器产品) 的核心技术主要包括超滤、反渗透和活性炭吸附等。据统计, 2022 年全球净水器市场规模已达到 1000 亿美元, 预计到 2025 年将达到 1200 亿美元。公司在智能云物联一体机的产品线基础上, 还开发出了咖啡机, 据尚普咨询集团数据显示, 2023 年全年全球和中国的咖啡机市场将继续保持稳定增长, 预计全球市场规模将达到 68.5 亿美元, 中国市场规模将达到 11.5 亿美元。

4. AI 算力时代来临，服务器再制造需求提升

AI 服务器需求量大幅增加。根据 Trendforce 数据及预测，2022 年全球 AI 服务器出货量为 85.5 万台，预计 2023 年将达到 118.3 万台，预计 2024 年增长 27% 达到 150.4 万台，2026 年在 23 年基础上翻倍，达到 236.9 万台，对应 2022-2026 年复合增速为 29%。

图17：2022-2026 年全球 AI 服务器出货量预估



数据来源：Trendforce，东吴证券研究所

服务器再制造市场规模不断扩大。ITAD（IT 资产处置）是指对不需要的 IT 设备进行安全且对生态负责的回收、再利用、修理或处置。ITAD 通过延长现有 IT 资产的使用寿命并减少制造新产品的需求，帮助降低产品对环境的影响。Marketsandmarkets 预测，ITAD 市场规模预计将从 2024 年的 184 亿美元增长到 2029 年的 266 亿美元，复合增速达到 7.6%。

图18：IT 资产处置 2023-2029 年全球市场规模（十亿美元）



数据来源：marketsandmarkets，东吴证券研究所

AI时代，服务器再制造需求更大。1) 随着企业将运营转移到云端，本地硬件变得过时，需要负责任地处置服务器、存储设备、网络设备和其他 IT 资产；2) 在数据中心整合工作中，服务器再制造优化效率并降低运营成本，实现冗余数据中心设备的退役。

服务器再制造环保与数据清理能力要求严格，壁垒明显。服务器等电子设备的部件由汞、铅、铬和其他重金属制成，如果这些化学物质最终进入垃圾填埋场而不是回收设施，可能会污染地下水、地表水或附近的土壤。领先的服务器再制造产业制造商普遍具备优秀的综合处理实力，能够处理与大规模 IT 基础设施退役相关的复杂问题，包括可持续的回收、翻新和处置服务器设备、安全删除敏感信息的数据清理、设备物理移除的物流管理。

协创数据服务器再制造业务先发优势明显，具备稀缺资质。公司于 2023 年下半年陆续设立了协创数据深圳盐田分公司和协创数据保税区分公司，用于开展服务器再制造业务。服务器的海外回收需要具备多项资质，前期布局的公司有望获得卡位优势；依托强大的供应链管理优势实现服务器再制造的规模化生产。

公司控股子公司 Semsotai North Inc.在北美开展服务器的回收、拆解,并经由协创数据深圳盐田分公司和协创数据保税区分公司对由 Semsotai North Inc.购买设备及材料用于服务器的研发、生产和销售,并提供服务器等相关技术、维修服务等。

5. 盈利预测

物联网智能终端业务：公司物联网智能终端产品矩阵全面，下游行业需求稳定，基于此，我们预计该业务 2024-2026 年营收增速为 20%/20%/19%。

数据存储设备业务：AI 需求强力驱动，智能手机、服务器、笔记本电脑等各终端单机存储容量快速提升。公司深耕存储多年，绑定联想等大客户，在 SSD 产品上具备完整的产品线，有望充分受益。同时，公司数据服务器再制造业务先发优势明显，具备稀缺资质，开始逐步产生收入。基于此，我们预计该业务 2024-2026 年营收增速为 70%/25%/20%。

其他业务：该部分非公司核心业务，我们预计 2024-2026 年营收增速均为 30%。

表1: 营收预测 (亿元)

| | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 物联网智能终端 | 11.15 | 12.87 | 11.80 | 14.05 | 16.85 | 20.14 | 23.97 |
| 增长率 | 28% | 15% | -8% | 19% | 20% | 20% | 19% |
| 毛利率 | 14% | 14% | 13% | 19% | 19% | 20% | 21% |
| 数据存储设备 | 10.71 | 15.98 | 16.94 | 28.76 | 48.90 | 61.12 | 73.34 |
| 增长率 | 72% | 49% | 6% | 70% | 70% | 25% | 20% |
| 毛利率 | 9% | 9% | 9% | 10% | 15% | 16% | 16% |
| 其他 | 0.63 | 0.75 | 2.74 | 3.77 | 4.90 | 6.37 | 8.29 |

| | | | | | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 增长率 | 3% | 18% | 267% | 38% | 30% | 30% | 30% |
| 毛利率 | 23% | 19% | 17% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| 收入总计 | 22.49 | 29.60 | 31.48 | 46.58 | 70.65 | 87.63 | 105.60 |
| 增长率 | 45% | 32% | 6% | 48% | 52% | 24% | 20% |
| 毛利率 | 12% | 12% | 11% | 14% | 16% | 17% | 17% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司估值：公司主要业务为物联网智能终端业务和数据存储设备业务，根据业务相似性原理，我们选取物联网智能终端厂商萤石网络和海康威视、数据存储设备厂商江波龙和佰维存储作为可比公司，可比公司 2024-2026 年 PE 平均值为 31/26/22 倍。我们预计协创数据 2024-2026 年归母净利润为 6.98/9.03/11.59 亿元，对应 PE 为 25/20/15 倍，低于可比公司估值。公司两大业务主业稳步增长，同时新布局的服务器再制造业务开始贡献收入，打开增长新空间，理应享有更高估值。

表2：可比公司估值（截至 2024/7/12）

| 股票代码 | 公司 | 市值(亿元) | 股价(元) | 归母净利润(亿元) | | | PE | | |
|--------|-----------|--------|-------|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 301308 | 江波龙 | 409 | 98.29 | 12.75 | 13.59 | 16.37 | 32.08 | 30.09 | 24.97 |
| 688525 | 佰维存储 | 287 | 66.73 | 7.18 | 8.58 | 10.22 | 39.91 | 33.42 | 28.06 |
| 688475 | 萤石网络 | 243 | 30.82 | 7.16 | 8.89 | 10.91 | 33.91 | 27.32 | 22.24 |
| 002415 | 海康威视 | 2,809 | 30.10 | 162.93 | 192.39 | 217.24 | 17.24 | 14.60 | 12.93 |
| | 可比公司估值平均值 | | | | | | 30.78 | 26.36 | 22.05 |
| 300857 | 协创数据 | 178 | 72.53 | 6.98 | 9.03 | 11.59 | 25.48 | 19.69 | 15.35 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：佰维存储和海康威视盈利预测数据均为东吴证券研究所预测，江波龙和萤石网络盈利预测数据为 Wind 一致预测数据

投资建议：协创数据股东背景雄厚，为公司业务持续赋能。伴随行业回暖，公司主业存储和 AIOT 产品重回高增。在 AI 算力需求提升大背景下，公司新布局的服务器再制造业务有望在 2024 年实现收入高增。首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

服务器再制造业务发展不及预期。服务器再制造业务为公司新拓展业务，如果下游算力景气度或者业务拓展进度不及预期，会影响该业务发展进度。

原材料价格上涨。公司原材料采购成本占比较高，如果上游原材料价格上涨较多，会对公司盈利能力造成压力。

汇率波动风险。公司海外业务占比较大，如果国际形势变化导致汇率波动较大，会对公司业绩产生一定影响。

协创数据三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 4,367 | 6,830 | 7,651 | 8,750 | 营业总收入 | 4,658 | 7,065 | 8,763 | 10,560 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,818 | 3,167 | 3,182 | 3,438 | 营业成本(含金融类) | 4,026 | 5,914 | 7,296 | 8,729 |
| 经营性应收款项 | 974 | 1,455 | 1,804 | 2,173 | 税金及附加 | 10 | 16 | 19 | 23 |
| 存货 | 1,315 | 1,944 | 2,399 | 2,870 | 销售费用 | 19 | 28 | 35 | 42 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 89 | 134 | 167 | 201 |
| 其他流动资产 | 260 | 264 | 266 | 269 | 研发费用 | 156 | 237 | 294 | 354 |
| 非流动资产 | 739 | 874 | 1,007 | 1,141 | 财务费用 | 0 | (6) | (10) | (28) |
| 长期股权投资 | 94 | 94 | 94 | 94 | 加:其他收益 | 19 | 28 | 35 | 42 |
| 固定资产及使用权资产 | 422 | 521 | 618 | 716 | 投资净收益 | (12) | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 44 | 74 | 104 | 134 | 公允价值变动 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 27 | 32 | 37 | 42 | 减值损失 | (47) | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 0 | 1 | 2 | 3 | 资产处置收益 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 18 | 18 | 18 | 18 | 营业利润 | 316 | 771 | 998 | 1,281 |
| 其他非流动资产 | 134 | 134 | 134 | 134 | 营业外净收支 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 5,106 | 7,703 | 8,659 | 9,890 | 利润总额 | 317 | 772 | 999 | 1,282 |
| 流动负债 | 2,575 | 4,472 | 4,525 | 4,598 | 减:所得税 | 31 | 74 | 96 | 123 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 969 | 2,110 | 1,610 | 1,110 | 净利润 | 286 | 698 | 903 | 1,159 |
| 经营性应付款项 | 1,543 | 2,268 | 2,798 | 3,348 | 减:少数股东损益 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 14 | 21 | 26 | 31 | 归属母公司净利润 | 287 | 698 | 903 | 1,159 |
| 其他流动负债 | 49 | 73 | 90 | 108 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.17 | 2.85 | 3.68 | 4.72 |
| 非流动负债 | 100 | 100 | 100 | 100 | EBIT | 338 | 766 | 989 | 1,254 |
| 长期借款 | 20 | 20 | 20 | 20 | EBITDA | 431 | 813 | 1,037 | 1,302 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 13.57 | 16.30 | 16.75 | 17.34 |
| 租赁负债 | 25 | 25 | 25 | 25 | 归母净利率(%) | 6.17 | 9.88 | 10.31 | 10.97 |
| 其他非流动负债 | 55 | 55 | 55 | 55 | 收入增长率(%) | 47.95 | 51.68 | 24.03 | 20.50 |
| 负债合计 | 2,675 | 4,573 | 4,625 | 4,698 | 归母净利润增长率(%) | 119.46 | 142.99 | 29.39 | 28.27 |
| 归属母公司股东权益 | 2,425 | 3,125 | 4,028 | 5,187 | | | | | |
| 少数股东权益 | 6 | 6 | 6 | 6 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 2,431 | 3,130 | 4,034 | 5,192 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,106 | 7,703 | 8,659 | 9,890 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | (97) | 430 | 749 | 974 | 每股净资产(元) | 9.95 | 12.74 | 16.42 | 21.15 |
| 投资活动现金流 | (192) | (180) | (180) | (180) | 最新发行在外股份(百万股) | 245 | 245 | 245 | 245 |
| 筹资活动现金流 | 1,049 | 1,099 | (553) | (538) | ROIC(%) | 11.31 | 15.87 | 16.30 | 18.83 |
| 现金净增加额 | 770 | 1,349 | 16 | 255 | ROE-摊薄(%) | 11.85 | 22.34 | 22.43 | 22.34 |
| 折旧和摊销 | 93 | 46 | 47 | 48 | 资产负债率(%) | 52.39 | 59.36 | 53.41 | 47.50 |
| 资本开支 | (147) | (180) | (180) | (180) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 61.92 | 25.48 | 19.69 | 15.35 |
| 营运资本变动 | (549) | (357) | (254) | (270) | P/B (现价) | 7.29 | 5.69 | 4.42 | 3.43 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>