

东山精密 (002384.SZ)

AI 催化消费电子加速增长，汽车业务再添成长动力

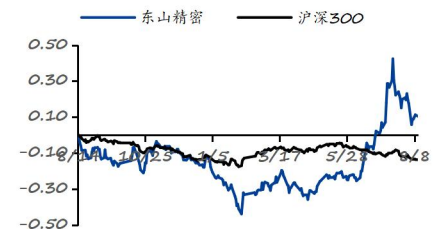
买入 (首次评级)

当前价格: 22.35 元

基本数据

| | |
|---------------|-------------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 1,709.87/1,390.28 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 31,072.65 |
| 每股净资产(元) | 10.75 |
| 资产负债率(%) | 59.57 |
| 一年内最高/最低价(元) | 28.98/11.01 |

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈海进(S0210524060003)
chj30590@hfzq.com.cn
分析师: 陈妙杨(S0210524070002)
cmj30509@hfzq.com.cn

相关报告

投资要点:

➤ **内增与外延并行，聚焦消费电子和新能源业务的“双轮驱动”发展战略。**

东山精密成立之初主要从事精密钣金和冲压业务。2010年于深交所上市后通过内生外延的方式形成了印刷电路板、光电显示、精密制造三大业务板块，业绩持续保持高增长。2019-2023年营收从235亿增长至337亿，CAGR为9.33%，归母净利从7.03亿增长至19.64亿元，CAGR为29.28%。PCB业务是公司的核心业务和基本盘，2023年PCB业务营收占比69%，2019-2023年营收CAGR为12.2%。得益于新能源汽车领域对精密制造的需求快速增长，公司精密组件业务也持续增长，2019-2023年营收CAGR为12.7%。2023年PCB业务在消费电子疲软的情况下公司PCB业务展现了良好的韧性，其它业务受到2023年行业低迷影响利润率下滑。

➤ **消费电子FPC市场巨大，终端创新持续带来新增需求。** PCB市场2028年有望突破900亿美元，FPC作为其中重要品类规模巨大，仅中国市场2027年就有望超过1800亿元，2021-2027年CAGR预计为8.5%。公司2016年通过收购美国子公司MFLEX切入FPC市场后快速成长，目前已经是全球第二的FPC厂商。从下游看，智能手机功能创新带来FPC单机条数持续提升。新硬件形态快速发挥催生FPC需求，公司将持续受益。

➤ **汽车业务：大客户成长&单车价值量提升双重成长。** 公司能为新能源汽车客户提供 PCB (含FPC)、车载屏、功能性结构件等多种产品。从产品类别看，公司的汽车产品分为三大块：精密制造、车载显示和汽车FPC，其中精密制造发展空间巨大，公司的单车价值量有望持续提升。公司精密制造经验源远流长，散热及铝合金加工工艺成熟，布局新能源汽车功能结构件。公司拥有全球化产销服体系，已为行业知名车企提供轻量化铝合金产品，未来通过多产业链、一体化的优势将进一步加深与客户的黏性。

➤ **盈利预期与投资建议**

我们预计公司2024-2026年营收收入为372/436/498亿元，归母净利润为23.27/30.73/40.33亿元，P/E倍数分别为16/12/9.5x。我们认为，公司行业地位领先，有望受益于端侧AI浪潮，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示**

下游手机需求不及预期、端侧 AI 对零部件创新需求不及预期、公司应用领域开拓不及预期

| 财务数据和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 31,580 | 33,651 | 37,229 | 43,566 | 49,754 |
| 增长率 | -1% | 7% | 11% | 17% | 14% |
| 净利润 (百万元) | 2,368 | 1,965 | 2,327 | 3,073 | 4,033 |
| 增长率 | 27% | -17% | 18% | 32% | 31% |
| EPS (元/股) | 1.38 | 1.15 | 1.36 | 1.80 | 2.36 |
| 市盈率 (P/E) | 16.1 | 19.5 | 16.4 | 12.4 | 9.5 |
| 市净率 (P/B) | 2.3 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1 精密制造起家，外延拓展成消费电子龙头 | 3 |
| 1.1 内增与外延并行，打造核心器件龙头供应商 | 3 |
| 1.2 业绩快速增长，不同阶段业务并存 | 4 |
| 2 消费电子：系统板稳健增长，模组板有望突破 | 6 |
| 2.1 智能手机功能创新为 FPC 带来增量需求 | 7 |
| 2.2 新兴应用快速发展催生 FPC 需求 | 7 |
| 3 汽车业务：大客户成长&单车价值量提升双重成长 | 9 |
| 4 盈利预测与投资建议 | 11 |
| 4.1 盈利预测 | 11 |
| 4.2 估值及投资建议 | 11 |
| 5 风险提示 | 12 |

图表目录

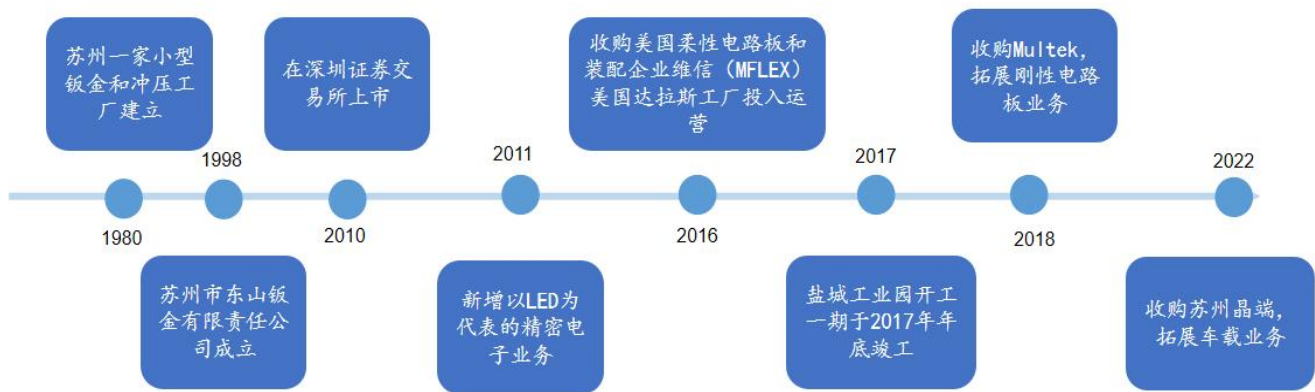
| | |
|-------------------------------------------|----|
| 图表 1：东山精密制造股份有限公司发展历程 | 3 |
| 图表 2：东山精密制造股份有限公司股权结构（截止 2024 年一季度） | 3 |
| 图表 3：东山精密公司产品线 | 4 |
| 图表 4：营收、归母净利及增速（亿元，%） | 4 |
| 图表 5：毛利率及净利率（%） | 4 |
| 图表 6：东山精密各业务营收（亿元） | 5 |
| 图表 7：东山精密各业务毛利率（%） | 5 |
| 图表 8：全球 PCB 行业市场规模（亿美元/%） | 6 |
| 图表 9：FPC 示意图 | 6 |
| 图表 10：FPC 下游应用领域 | 6 |
| 图表 11：中国 FPC 市场规模（亿元） | 7 |
| 图表 12：历代苹果手机 FPC 使用量 | 7 |
| 图表 13：FPC 应用于 AirPods 和 Apple Watch | 8 |
| 图表 14：全球耳机手表出货量（百万） | 8 |
| 图表 15：全球智能手表出货量（百万） | 8 |
| 图表 16：公司产品在新能源汽车上的应用 | 9 |
| 图表 17：用于新能源汽车的精密制造产品（部分） | 10 |
| 图表 18：公司业绩拆分预测表 | 11 |
| 图表 19：可比公司估值表 | 12 |
| 图表 20：财务预测摘要 | 13 |

1 精密制造起家，外延拓展成消费电子龙头

1.1 内增与外延并行，打造核心器件龙头供应商

经历多次转型，外延并购成全球龙头。东山精密前身为1980年建立的小型钣金和冲压工厂。经过20多年的内生增长，2010年在深交所实现上市。2011年，公司通过LED产品进入了精密电子领域；2016年公司收购MFLEX进入FPC市场，2018年通过收购伟创力旗下的Multek进入硬板领域。2022年公司收购JDI旗下苏州晶端加大新能源汽车布局。目前公司已经成长为向全球客户提供全方位的智能互联解决方案的龙头企业。

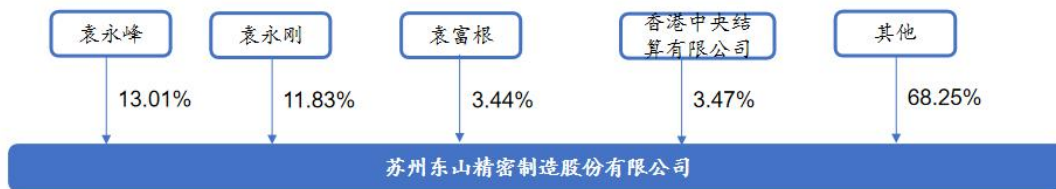
图表 1：东山精密制造股份有限公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司股权结构较为稳定，袁氏父子为实际控制人。截至2024年一季报，公司前十大股东合计持股37.77%。袁富根是公司创始人，袁永峰（董事）、袁永刚（董事长）二人系袁富根之子。三人合计持股28.28%，是公司的实际控制人，公司股权结构稳定。

图表 2：东山精密制造股份有限公司股权结构（截止2024年一季报）



数据来源：iFind，华福证券研究所

三大业务平台，产品种类及应用领域丰富。公司已形成精密制造、电子电路（PCB）和光电显示三大业务平台，其中电子电路包括柔性/刚性和刚柔结合线路板（PCB），广泛用于手机、电脑、AR\VR、新能源汽车、服务器等，是公司主要的收入来源，



2023 年营收占比为 69%。公司还有精密制造和光电显示平台，产品广泛应用新能源汽车、通信设备、车载屏幕、显示屏等下游领域。

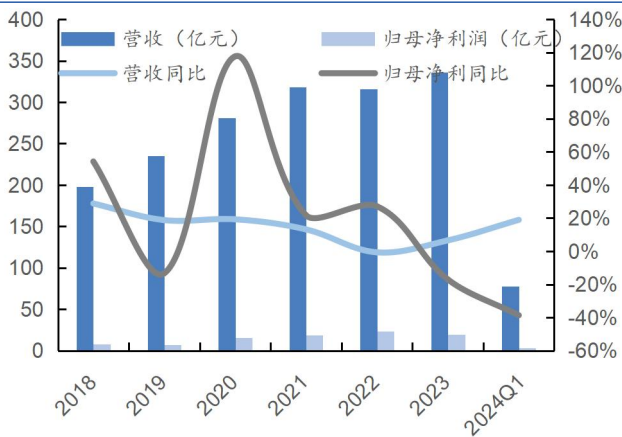
图表 3：东山精密公司产品线

| 业务板块 | 产品服务 | 应用领域 | 营收及占比（2023年） |
|------|---------------|--------------------------|------------------|
| 电子电路 | 柔性、刚性和刚柔结合线路板 | 手机、电脑、AR/VR、新能源汽车、服务器等 | 232.61亿元（69.13%） |
| 光电显示 | 触控面板及 LCM 模组 | 车载屏、笔记本电脑、平板等 | 48.62亿元（14.45%） |
| | LED 及其模组 | 室内外小间距高清显示屏、MiniLED 背光产品 | 11.90亿元（3.54%） |
| 精密制造 | 精密金属结构件及组件 | 新能源汽车、通信设备、消费电子等 | 41.62亿元（12.37%） |

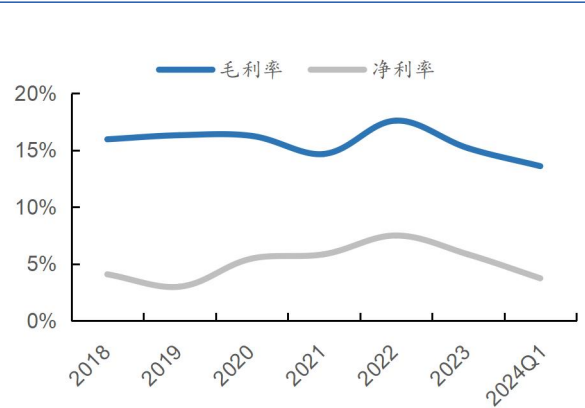
数据来源：公司公告，公司官网，iFind，华福证券研究所

1.2 业绩快速增长，不同阶段业务并存

业绩高速增长，2019-2023 年营收 CAGR 为 9.3%，归母净利 CAGR 为 29.3%，毛利率/净利率均值为 16.01%/5.53%。随着公司业务板块的快速扩张，东山精密业绩也长期保持高速增长。2019-2023 年营业收入从 235 亿增长到 337 亿，对应 CAGR 为 9.33%。归母净利润从 2019 年的 7.03 亿增长至 2023 年的 19.64 亿，对应 CAGR 为 29.28%。近年来公司毛利率均值约为 16%，净利率均值约为 5.53%。公司 2023 年进一步聚焦消费电子和新能源业务的“双轮驱动”发展战略，核心业务保持成长。

图表 4：营收、归母净利润及增速（亿元，%）


数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 5：毛利率及净利率（%）


数据来源：iFind，华福证券研究所

目前 PCB 为核心业务，精密制造成长迅速。在公司现有的各业务板块中，PCB 业务是公司主要的营收来源，近年来营收占比都在 60% 以上。随着消费电子对柔性电路板的需求持续增长，公司 PCB 板块业务 2019-2023 年营收 CAGR 为 12.2%。得益于新能源汽车行业高景气，公司精密制造板块成长迅速，2019-2023 年营收 CAGR 为 12.7%。光电显示和 LED 目前已是成熟业务，营收增速放缓。

从利润率看，PCB 业务毛利率保持在 15% 以上，较为稳定，2019-2023 年毛利率

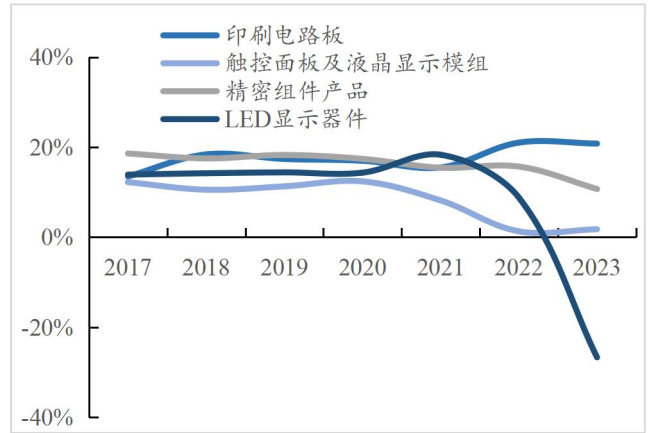
均值为 18.3%，2023 年毛利率为 20.8%，在消费电子疲软的情况下公司 PCB 业务展现了良好的韧性。其它业务受到 2023 年行业低迷造成毛利率下滑，主要原因包括光电显示市场供需失衡、通讯设备行业需求下降。

图表 6：东山精密各业务营收（亿元）



数据来源：iFind, 华福证券研究所

图表 7：东山精密各业务毛利率（%）

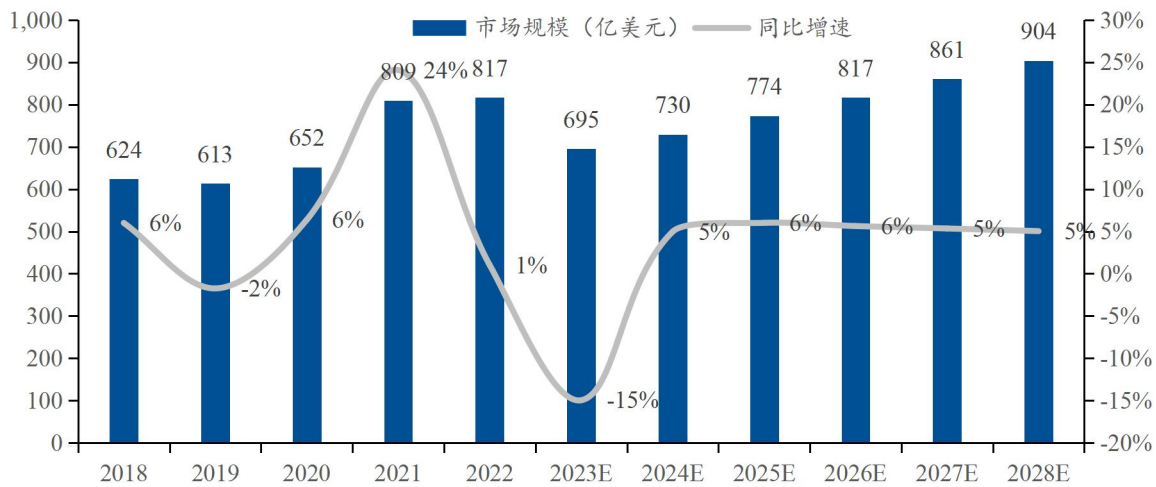


数据来源：iFind, 华福证券研究所

2 消费电子：系统板稳健增长，模组板有望突破

PCB 整体行业规模稳健增长，2028 年有望突破 900 亿美元。2022 年以来，受智能手机、PC 等传统消费电子需求疲软等因素影响，PCB 整体需求转弱给整个行业发展带来较大挑战，据 PrismaMark 预测，2023 年整体 PCB 市场产值为 695.17 亿美元，同比下滑 15.0%，同时，需求疲弱带来的价格压力也令行业整体盈利能力水平下降。然而，危机与机遇并存，以 CHATGPT 引发的新一轮的人工智能及算力革命，AI PC/AI 手机及 AI 终端问世带来的新一轮消费电子的革新和重构，以及碳中和背景下新能源汽车产业及汽车电子化、智能化和网联化的快速发展，预计将在未来为 PCB 行业带来新一轮成长周期。据鹏鼎控股引 PrismaMark 数据，2024 年至 2028 年之间，全球 PCB 行业产值仍将以 5.4% 的年复合增长率成长，到 2028 年预计超过 900 亿美元。

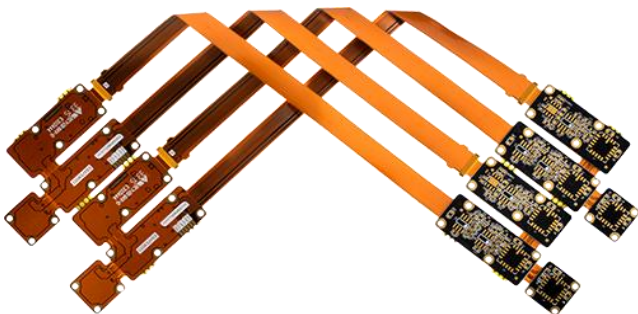
图表 8：全球 PCB 行业市场规模（亿美元/%）



数据来源：PrismaMark, 鹏鼎控股公告, 华福证券研究所

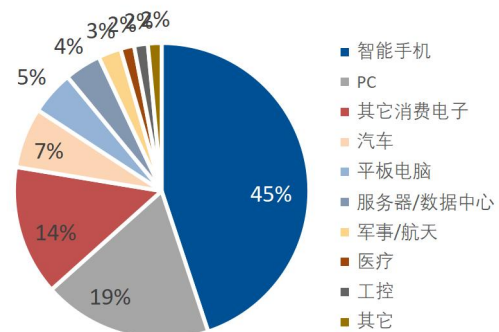
公司电子电路产品主要为 FPC，泛消费电子是主要下游，占比超过 80%。FPC 是 PCB 行业的重要组成，在 PCB 中占比超过 20%。FPC 是以挠性覆铜板为基础材料制作而成的一种具备重量轻、厚度薄、体积小、可折叠、线路密度高等优势的印制电路板。全球 FPC 下游应用市场分布广泛，其中智能手机、PC、平板和其它消费电子合计占比 82.4%，是绝对的核心下游。

图表 9：FPC 示意图



数据来源：Ofweek, 捷多邦科技, 华福证券研究所

图表 10：FPC 下游应用领域

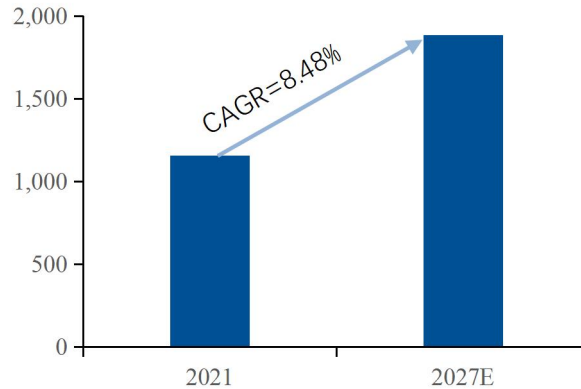


数据来源：华经情报网, 华福证券研究所
注：FPC 下游应用比例为 2019 年数据



FPC 市场稳定增长，公司快速发展为全球第 2 的 FPC 厂商。根据新广益电子公告，2021-2027 年，中国 FPC 市场规模将从 1157 亿元增长至 1886 亿元，CAGR 可达 8.5%。东山精密 FPC 业务发展迅速，2019 年为全球前五 FPC 厂商，目前已经成为全球第二的柔性电路板厂商。

图表 11：中国 FPC 市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询，新广益电子公告，华福证券研究所

2.1 智能手机功能创新为 FPC 带来增量需求

功能创新及大容量电池压缩手机内部空间，FPC 单机用量将持续提升。随着手机内部元器件的增加，电池容量不断扩大，手机内部空间趋于紧张，对轻薄、体积小、导线线路密度高的 FPC 需求日益提升。以 iPhone 为例，随着产品迭代，面部识别、多摄像头、无线充电等功能模块的增加，FPC 使用量由 iPhone 4 的 10 块上升至 iPhone XS 的 24 块。手机各项功能的创新驱动 FPC 用量快速增加。未来随着产品迭代升级，功能更加丰富，引入的传感器摄像头数目更多，产品对于轻量化、散热性能的要求提升，FPC 用量会进一步增加。

图表 12：历代苹果手机 FPC 使用量

| 苹果手机型号 | 发行年份 | FPC 用量 (片) |
|----------|------|------------|
| Phone 4 | 2010 | 10 |
| Phone 5S | 2013 | 13 |
| Phone 7 | 2016 | 14-16 |
| Phone 8 | 2017 | 16-18 |
| Phone X | 2017 | 20-22 |
| Phone XS | 2018 | 24 |

数据来源：苹果官网，头豹研究院，华福证券研究所

2.2 新兴应用快速发展催生 FPC 需求

FPC 为可穿戴设备最佳选择，结构和功能创新增加 FPC 使用量。可穿戴设备对产品重量提出了严格要求。而 FPC 轻薄、可弯曲、配线密度高等特点与其高度契合，是最佳的连接组件，目前可穿戴电子产品正大量使用 FPC，预计 FPC 使用比例会越来越高。随着可穿戴设备集成的功能越来越多，线路密度要求进一步提高，单机 FPC 价值量有望继续增加。



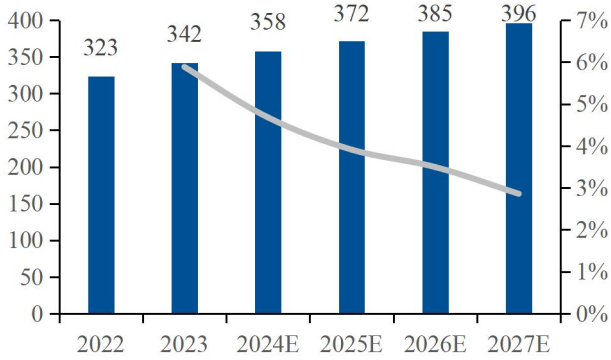
图表 13: FPC 应用于 AirPods 和 Apple Watch

| 可穿戴设备 | 电子元器件 | FPC 用量 (片) |
|-------------|------------------------------------------|------------|
| AirPods | 红外传感器、光学传感器、麦克风、天线等 | 6 |
| Apple Watch | 红外传感器、光学传感器、心率传感器、指纹模块、屏幕模块、振动物器、扬声器、天线等 | 13 |

数据来源: 头豹研究院, 苹果官网, 华福证券研究所

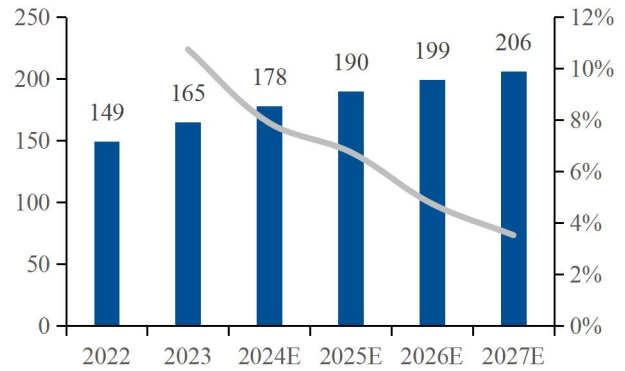
智能穿戴等品类创新持续催生 FPC 需求。随着新兴硬件形态的持续出现, 整体行业 FPC 的需求量将会持续增长。目前耳机和智能手表作为两大品类, 出货量都已突破亿级。未来随着 AI 终端硬件不断出现, FPC 将持续受益。

图表 14: 全球耳机手表出货量 (百万)



数据来源: 环旭电子公告, 华福证券研究所

图表 15: 全球智能手表出货量 (百万)

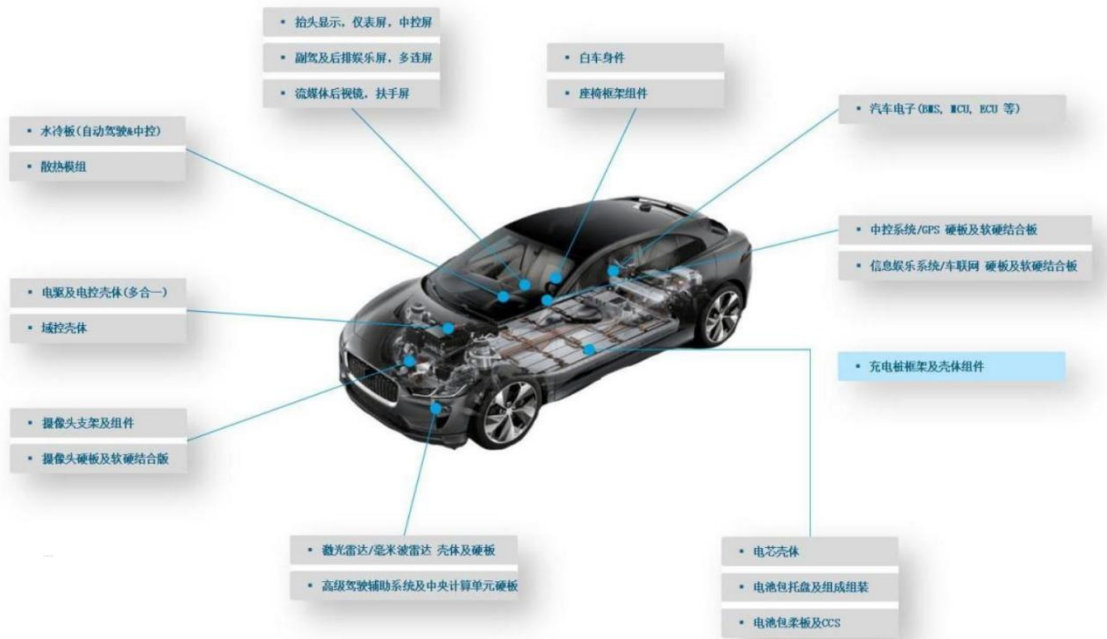


数据来源: 环旭电子公告, 华福证券研究所

3 汽车业务：大客户成长&单车价值量提升双重成长

不断拓展汽车产品矩阵，价值量持续提升。公司可为客户提供新能源汽车多种产品公司，是上游供应商中为数不多的能为新能源汽车客户提供 PCB（含 FPC）、车载屏、功能性结构件等多种产品及综合解决方案的厂商。从产品类别看，公司的汽车产品分为三大块：精密制造、车载显示和汽车 FPC，其中精密制造发展空间巨大，公司的单车价值量有望持续提升。

图表 16：公司产品在新能源汽车上的应用



数据来源：公司公告，华福证券研究所

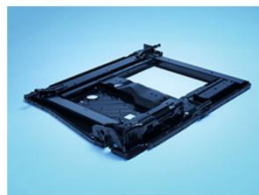
精密制造经验源远流长，散热及铝合金加工工艺成熟，布局新能源汽车功能结构件。精密制造是东山精密的起家业务，起源于上世纪 80 年代的乡村精工厂，后随着 2G/3G/4G 通讯基站建设快速发展起来。经过数十年深耕，公司在散热和铝合金加工上经验丰富，产品体系涵盖天线、滤波器、陶瓷、压铸、钣金、冲压。蓬勃发展的新能源汽车行业为公司传统精密制造板块注入了新的活力。公司紧紧抓住这一契机，加大在新能源汽车的布局，主要是各类新能源汽车的功能结构件。



图表 17：用于新能源汽车的精密制造产品（部分）



EPS转向系统控制散热片



汽车座椅靠背冲压件



汽车座椅头枕



新能源汽车整车控制器

数据来源：公司官网，华福证券研究所

全球化产销服体系，已为行业知名车企提供轻量化铝合金产品。东山精密 2016 年、2018 年通过两次境外并购，成功进入前景更加广阔的电子电路行业，实现了跨越式发展，带来企业规模和业绩的提升。2019 年成立海外总部，并在北美、欧洲、东南亚等多个国家设立运营机构进一步提升全球化运营能力。2022 年 5 月公告，为进一步巩固和提升与北美客户的合作关系，更好响应客户需求，拟成立墨西哥子公司，主要从事新能源汽车、储能等领域零部件的研发、生产和销售。公司已为行业知名汽车客户提供轻量化铝合金功能性结构件等产品，未来多产业链、一体化的优势将进一步加深公司与客户的黏性。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年营业收入 372/436/498 亿元，增速分别为 10.6%/17.0%/14.2%，综合毛利率 15.3%/16.3%/16.9%。分业务假设如下

关键假设：

1、电子电路产品：AI 有望带来换机潮，手机功能持续创新，单机 FPC 用量不断提升，同时新硬件形态加快拓展。预计公司电子电路业务 2024/2025/2026 年将以 7.1%/16.1%/10.8% 增长，实现营收 249/289/320 亿元，毛利率分别为 20.0%/20.5%/20.8%。

2、精密组件产品：公司积极布局新能源汽车结构件，有望受益品类拓展和下游客户出货量提升。预计公司精密组件 2024/2025/2026 年将以 28.2%/27.4%/30.3% 实现高速增长，实现营收 53/68/89 亿元，毛利率分别为 12.0%/12.7%/13.5%。

图表 18：公司业绩拆分预测表

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入（百万） | 31580.15 | 33651.21 | 37228.81 | 43566.29 | 49753.89 |
| YoY | -0.67% | 6.56% | 10.63% | 17.02% | 14.20% |
| 毛利率 | 17.60% | 15.18% | 15.22% | 16.07% | 16.88% |
| 毛利 | 5559.47 | 5109.56 | 5668.03 | 7001.21 | 8399.15 |
| 其中电子电路产品 | | | | | |
| 收入 | 21819.20 | 23261.40 | 24912.96 | 28918.34 | 32041.88 |
| YoY | 6.46% | 6.61% | 7.10% | 16.08% | 10.80% |
| 毛利 | 4583.36 | 4836.25 | 4982.59 | 5928.26 | 6664.71 |
| 毛利率 | 21.01% | 20.79% | 20.00% | 20.50% | 20.80% |
| 其中精密组件产品 | | | | | |
| 收入 | 4546.35 | 4162.22 | 5334.67 | 6796.37 | 8855.11 |
| YoY | 32.66% | -8.45% | 28.17% | 27.40% | 30.29% |
| 毛利 | 713.47 | 445.86 | 640.16 | 863.14 | 1195.44 |
| 毛利率 | 15.69% | 10.71% | 12.00% | 12.70% | 13.50% |

数据来源：iFind，华福证券研究所

4.2 估值及投资建议

我们根据业务相似度、产品市场地位以及客户重合度，选鹏鼎控股、深南电路和立讯精密作为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 P/E 倍数分别为 23/19/17×。

我们预计公司 2024-2026 年营收收入为 372/436/498 亿元，归母净利润为 23.27/30.73/40.33 亿元，P/E 倍数分别为 16/12/9.5×。我们认为，公司行业地位领先，有望受益于端侧 AI 浪潮，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 19：可比公司估值表

| 公司名称 | 股价(元) 2024/8/12 | EPS | | | | PE | | | |
|------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 鹏鼎控股 | 35.30 | 1.42 | 1.63 | 1.89 | 2.11 | 15.4 | 21.6 | 18.7 | 16.8 |
| 深南电路 | 104.79 | 2.73 | 3.51 | 4.20 | 4.99 | 25.7 | 29.9 | 25.0 | 21.0 |
| 立讯精密 | 36.43 | 1.53 | 1.91 | 2.39 | 2.87 | 22.3 | 19.1 | 15.3 | 12.7 |
| 平均值 | | | | | | 21.1 | 23.5 | 19.6 | 16.8 |
| 东山精密 | 22.35 | 1.15 | 1.36 | 1.80 | 2.36 | 19.5 | 16.4 | 12.4 | 9.5 |

数据来源：iFind，华福证券研究所

注：可比公司 EPS/PE 来自 iFind 一致预期

5 风险提示

下游手机需求不及预期：公司产品需求取决于消费电子终端需求，若终端需求不及预期，整机厂商对零部件的需求就会减少，一旦市场出现波动，将会对公司经营业绩带来不利影响。

端侧 AI 对零部件创新需求不及预期：公司端侧 AI 是目前消费电子最大的看点，有望带来换机潮。端侧 AI 能够顺利落地，消费者是否愿意为此购买设备对公司产品需求有很大影响。同时，端侧 AI 需要很多零部件更新迭代，规格升级，有望带来单机 ASP 的大幅提升，若端侧 AI 对零部件创新需求不及预期，将会对公司经营业绩带来不利影响。

公司应用领域开拓不及预期：公司在消费电子以外，新能源汽车等是成长的主要来源。若公司在下游领域相关客户的开拓进度不及预期，将会对公司经营业绩带来不利影响。



图表 20：财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 7,190 | 7,446 | 8,713 | 9,951 | 营业收入 | 33,651 | 37,229 | 43,566 | 49,754 |
| 应收票据及账款 | 7,717 | 8,253 | 9,330 | 10,514 | 营业成本 | 28,542 | 31,561 | 36,565 | 41,355 |
| 预付账款 | 80 | 88 | 102 | 116 | 税金及附加 | 123 | 116 | 135 | 164 |
| 存货 | 6,294 | 7,063 | 8,212 | 9,229 | 销售费用 | 362 | 410 | 479 | 498 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 957 | 1,005 | 1,155 | 1,294 |
| 其他流动资产 | 1,165 | 1,274 | 1,466 | 1,653 | 研发费用 | 1,161 | 1,285 | 1,503 | 1,717 |
| 流动资产合计 | 22,446 | 24,124 | 27,823 | 31,463 | 财务费用 | 189 | 101 | 107 | 74 |
| 长期股权投资 | 155 | 155 | 155 | 155 | 信用减值损失 | -39 | -56 | -61 | -58 |
| 固定资产 | 12,415 | 13,447 | 14,117 | 15,179 | 资产减值损失 | -439 | -365 | -424 | -409 |
| 在建工程 | 1,843 | 1,943 | 2,173 | 2,013 | 公允价值变动收益 | -10 | -23 | -33 | -22 |
| 无形资产 | 864 | 973 | 1,148 | 1,382 | 投资收益 | 4 | 15 | 6 | 8 |
| 商誉 | 2,209 | 2,209 | 2,209 | 2,209 | 其他收益 | 250 | 250 | 280 | 270 |
| 其他非流动资产 | 4,440 | 4,696 | 5,114 | 5,488 | 营业利润 | 2,065 | 2,556 | 3,374 | 4,425 |
| 非流动资产合计 | 21,926 | 23,424 | 24,916 | 26,427 | 营业外收入 | 141 | 52 | 69 | 87 |
| 资产合计 | 44,372 | 47,548 | 52,739 | 57,890 | 营业外支出 | 15 | 13 | 15 | 15 |
| 短期借款 | 5,156 | 5,323 | 4,905 | 3,417 | 利润总额 | 2,191 | 2,595 | 3,427 | 4,498 |
| 应付票据及账款 | 8,948 | 8,999 | 10,489 | 12,206 | 所得税 | 226 | 268 | 354 | 464 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 1,965 | 2,327 | 3,074 | 4,034 |
| 合同负债 | 29 | 37 | 44 | 50 | 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他应付款 | 80 | 80 | 80 | 80 | 归属母公司净利润 | 1,965 | 2,327 | 3,073 | 4,033 |
| 其他流动负债 | 3,636 | 3,968 | 4,355 | 4,687 | EPS (按最新股本摊薄) | 1.15 | 1.36 | 1.80 | 2.36 |
| 流动负债合计 | 17,850 | 18,407 | 19,873 | 20,440 | | | | | |
| 长期借款 | 4,706 | 5,353 | 6,461 | 7,549 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 3,625 | 3,625 | 3,625 | 3,625 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 8,332 | 8,979 | 10,086 | 11,174 | | | | | |
| 负债合计 | 26,181 | 27,386 | 29,959 | 31,615 | | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 18,143 | 20,114 | 22,731 | 26,226 | | | | | |
| 少数股东权益 | 47 | 48 | 49 | 50 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 18,190 | 20,162 | 22,780 | 26,275 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 44,372 | 47,548 | 52,739 | 57,890 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 5,172 | 3,434 | 4,785 | 6,155 |
| 现金收益 | 4,322 | 4,691 | 5,651 | 6,740 |
| 存货影响 | -128 | -769 | -1,149 | -1,018 |
| 经营性应收影响 | -141 | -180 | -667 | -789 |
| 经营性应付影响 | 979 | 50 | 1,490 | 1,718 |
| 其他影响 | 141 | -358 | -541 | -496 |
| 投资活动现金流 | -4,839 | -3,767 | -3,984 | -4,151 |
| 资本支出 | -4,499 | -3,505 | -3,544 | -3,768 |
| 股权投资 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | -324 | -262 | -440 | -383 |
| 融资活动现金流 | -243 | 589 | 467 | -766 |
| 借款增加 | 177 | 1,118 | 989 | -150 |
| 股利及利息支付 | -567 | -721 | -880 | -1,027 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | 147 | 193 | 358 | 411 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 6.6% | 10.6% | 17.0% | 14.2% |
| EBIT 增长率 | -21.7% | 13.3% | 31.1% | 29.4% |
| 归母公司净利润增长率 | -17.0% | 18.4% | 32.1% | 31.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 15.2% | 15.2% | 16.1% | 16.9% |
| 净利率 | 5.8% | 6.3% | 7.1% | 8.1% |
| ROE | 10.8% | 11.5% | 13.5% | 15.3% |
| ROIC | 8.0% | 8.5% | 10.1% | 11.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 59.0% | 57.6% | 56.8% | 54.6% |
| 流动比率 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 速动比率 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 应收账款周转天数 | 79 | 77 | 73 | 72 |
| 存货周转天数 | 79 | 76 | 75 | 76 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.15 | 1.36 | 1.80 | 2.36 |
| 每股经营现金流 | 3.03 | 2.01 | 2.80 | 3.60 |
| 每股净资产 | 10.61 | 11.76 | 13.29 | 15.34 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 19 | 16 | 12 | 9 |
| P/B | 2 | 2 | 2 | 1 |
| EV/EBITDA | 23 | 21 | 18 | 15 |

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn