

2024年7月8日

增持（首次覆盖）

旷达科技（002516）：汽车内饰材料行业龙头，新能源车企项目步入收获期

——公司深度报告

证券分析师：

黄涵虚 S0630522060001

hhx@longone.com.cn

数据日期	2024/7/8
收盘价	3.51
总股本(万股)	147,084
流通A股/B股(万股)	95297.75/0
资产负债率(%)	15.73%
市净率(倍)	1.41
净资产收益率(加权)	0.84%
12个月内最高/最低价	5.28/3.13



投资要点：

- 汽车内饰织物材料标杆企业，拓展新能源车企项目优化客户结构。**公司多年深耕汽车内饰织物材料领域，产销量、市占率稳居国内第一，并在上游的涤纶环保有色纤维材料、下游的座椅面套和座舱舒适系统等产品具备完善的产业布局。近年来公司持续拓展新能源车企项目优化客户结构，今年来自国内外头部新能源车企的多个项目量产，顶棚、织物超纤等产品有望贡献收入弹性，强化公司织物材料龙头地位。
- 生态合成革业务发展顺利，受益环保需求提升、用车场景拓展等行业趋势。**汽车内饰CMF设计中绿色低碳的环保理念持续提升，北美电动车企、宝马、起亚等海外品牌致力于降低真皮等动物源材料的使用，而在国内市场，随着新势力、自主品牌更加重视家庭、商务等用车新场景，降低VOC、提升车内空气质量的需求提升，PU革等生态合成革应用持续增加。公司2017年导入生态合成革产品后销售收入稳步增长，随着客户加大合成革的应用，公司将持续受益于内饰材料需求结构变化下的产品结构升级。
- 超纤材料国产替代推动百万级配置下沉，持续扩产完善三大系列产品布局。**超纤具备柔软的触感和高级的视觉效果，在顶棚、遮阳板、座椅、门板、立柱等区域使用可有效提升车内空间质感，已成为新势力、自主品牌提升内饰配置的重要方向，实现从赛车、高端商务车等百万级车型的持续向下渗透。国产品牌的超纤材料较Alcantara、Ultrasuede、Dinamica等传统的海外产品具备较强的价格优势，市场份额逐步提升。公司已拥有超纤革、超纤绒等产品，在内饰材料领域实现织物、合成革、超纤的完善产品布局。
- 参股芯投微布局射频前端滤波器领域，合肥工厂投产在即。**芯投微收购NSD，切入射频前端，NSD拥有完整的设计经验及自有晶圆厂的生产经验并不断优化，在IDM模式和芯片级、晶圆级封装工艺等方面具备竞争优势，已多年稳定量产。合肥工厂成立于2021年，主要面向国内消费类客户，规划产能为72亿颗，项目一期实际于2022年年底开工建设，预计今年实现SAW滤波器投产及小批量出货，并逐步提升产能至满产状态。芯投微有望打造国际领先的特色工艺IDM，中长期或将增厚公司投资收益。
- 投资建议：**预计2024-2026年公司实现归母净利润1.97亿元、2.11亿元、2.29亿元，同比+3%、+7%、+9%，对应EPS为0.13元、0.14元、0.16元，按照2024年7月8日收盘价计算，对应PE为26X、24X、23X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**新业务拓展不及预期的风险；下游客户汽车销量不及预期的风险；原材料价格、光伏电站上网电价等波动的风险等。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	1724	1784	1803	2076	2285	2504
同比增速(%)	16%	4%	1%	15%	10%	10%
归母净利润(百万元)	189	200	191	197	211	229
同比增速(%)	-10%	5%	-4%	3%	7%	9%
毛利率(%)	26%	26%	25%	25%	24%	24%
每股盈利(元)	0.13	0.14	0.13	0.13	0.14	0.16
ROE(%)	6%	5%	5%	5%	5%	6%
PE(倍)	27	26	27	26	24	23

资料来源：同花顺，东海证券研究所，股价截至2024年7月8日

正文目录

1. 国内领先的汽车内饰材料供应商，涉足光伏发电、滤波器产业.....	5
1.1. 织物材料起家，汽车内饰、光伏发电、滤波器多元发展.....	5
1.2. 股权结构清晰稳定.....	6
1.3. 汽车内饰业务订单改善，收入端同比回暖.....	6
2. 汽车内饰业务：三大产品系列布局完善，受益 CMF 升级趋势.....	8
2.1. 织物材料：上中下游布局完善，新能源车企项目集中量产.....	8
2.1.1. 行业标杆企业，母粒纺丝-织造-整理-复合-座套全产业链布局.....	8
2.1.2. 持续开拓新能源车企项目，客户结构优化有望步入收获期.....	10
2.2. 生态合成革：覆盖三代合成革产品，销售收入逐年提升.....	11
2.2.1. 生态合成革业务发展迅速，客户拓展、产能扩张持续推进.....	11
2.2.2. 绿色低碳理念下，新能源车企合成革应用比例持续上升.....	12
2.2.3. 本土供应商有望持续受益国内新能源汽车产业崛起.....	14
2.3. 超纤麂皮绒：国产化降本推动豪华级配置下沉，传统主业塑造竞争优势...	15
2.3.1. 拓展超纤产品实现量产，具备水性定岛核心工艺.....	15
2.3.2. 新势力重新定义车内空间，超纤成为汽车内饰 CMF 设计新趋势.....	16
2.3.3. 日本东丽、旭化成等引领超纤材料应用，国产化供应商具备定价优势 ...	18
3. 芯投微项目：滤波器国产化逐步落地.....	19
3.1. 参股芯投微布局射频前端滤波器领域，合肥工厂投产在即.....	19
3.2. 射频前端市场规模扩容，模组化趋势明确.....	20
3.3. 滤波器国产化持续推进，IDM 模式具备测试优势.....	25
4. 盈利预测及投资建议.....	28
5. 风险提示.....	29

图表目录

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 公司股权结构.....	6
图 3 2007-2023 年公司营业收入（亿元）.....	6
图 4 2007-2023 年公司归母净利润（亿元）.....	6
图 5 2007-2023 年公司营收产品结构（%）.....	7
图 6 2007-2023 年公司国内外销售收入占比（%）.....	7
图 7 2007-2023 年公司毛利率（%）.....	7
图 8 2007-2023 年公司各项业务毛利率（%）.....	7
图 9 2007-2023 年公司期间费用率（%）.....	7
图 10 2007-2023 年公司各项期间费用率（%）.....	7
图 11 公司织物材料产品类型.....	8
图 12 公司化纤丝产品类型.....	9
图 13 公司织物材料产品应用比例（%）.....	9
图 14 公司座椅面套产品.....	9
图 15 2017-2023 年乘用车座椅功能渗透率（%）.....	10
图 16 公司座舱舒适系统产品.....	10
图 17 2011-2023 年公司材料销售量（万米）.....	11
图 18 2011-2023 年公司化纤丝销售量（万吨）.....	11
图 19 公司生态合成革产品.....	11
图 20 2020-2023 年公司合成革业务销售收入（亿元）.....	12
图 21 2020-2023 年公司合成革产销量（万米）.....	12
图 22 2017-2023 年国内乘用车市场座椅材料占比（%）.....	13
图 23 公司超纤麂皮绒产品.....	15
图 24 超纤材料生产流程.....	15
图 25 超纤在座椅、侧板中的应用.....	16
图 26 超纤在仪表板、门板中的应用.....	16
图 27 超纤对比真皮的优势.....	16
图 28 超纤材料在蔚来车型顶棚中的应用.....	17
图 29 超纤材料在蔚来车型立柱中的应用.....	17
图 30 公司对芯投微持股结构.....	19
图 31 NSD 发展历程.....	19
图 32 芯投微产品类型.....	20
图 33 手机射频前端模块组成示意图.....	21
图 34 2015-2025 年全球智能手机出货量（亿部）.....	22
图 35 智能手机射频前端价值量（美元）.....	22
图 36 2019-2027 年蜂窝物联 IoT 连接需求（亿台）.....	23
图 37 2022-2028 年全球射频前端市场规模（十亿美元）.....	23
图 38 2018-2028 年射频滤波器市场预测（亿美元）.....	24
图 39 4G 及 5G 智能手机主流方案所需射频前端产品.....	25
图 40 2022 年全球射频前端市场竞争格局（%）.....	25
图 41 2020 年全球射频前端供应商收入规模及增速对比.....	25
图 42 2019 年 SAW 市场格局（%）.....	27
图 43 2019 年 BAW 市场格局（%）.....	27
图 44 集成电路行业工艺流程及经营模式.....	27
表 1 汽车内饰材料分类.....	8

表 2 公司与竞争对手主要竞争领域	10
表 3 公司座椅织物产品早期配套车型.....	10
表 4 PVC 人造革、PU 合成革和超细纤维 PU 合成革的特性及用途对比.....	12
表 5 座椅面套 PU 革和真皮的成本对比	13
表 6 主要车企座椅材料配置情况.....	13
表 7 汽车合成革主要供应商	14
表 8 定岛型超细纤维合成革和不定岛型超细纤维合成革对比	16
表 9 新能源车型超纤应用.....	17
表 10 主要的超纤材料和配套品牌.....	18
表 11 超纤材料本土供应商	18
表 12 射频前端产品类型和主要功能	21
表 13 5G 相对于 4G 的主要变化.....	22
表 14 不同技术路径的滤波器特性对比.....	23
表 15 国内射频前端供应商产品线对比.....	25
表 16 全球主要智能手机品牌出货量（亿台）	26
表 17 射频前端厂商经营模式及主要客户	26
表 18 SAW 滤波器、双工器生产模式差异	27
表 19 分业务收入预测.....	28
附录：三大报表预测值	30

1.国内领先的汽车内饰材料供应商，涉足光伏发电、滤波器产业

1.1.织物材料起家，汽车内饰、光伏发电、滤波器多元发展

国内领先的汽车内饰织物材料供应商，产品横向拓展与多元发展并进。公司成立于1993年，总部位于常州，前身为武进县旷达汽车内饰厂，2007年整体变更为股份有限公司，并于2010年在深交所上市。公司由汽车内饰织物材料起家，经多年发展，已成为国内汽车内饰材料领域的龙头企业，并涉足光伏投资运营领域，公司下属的旷达饰件和旷达新能源分别负责汽车内饰业务板块和光伏电站业务板块，并通过参股芯投微布局滤波器领域。

(1) 汽车内饰业务：公司多年深耕织物材料领域，具备从有色丝生产到材料织造的完整产业链，在国内市场保持领先地位。近年来在汽车内饰材料应用结构变化的大趋势下，公司成功向合成革业务转型，收入规模稳步提升，并拓展超纤产品，持续推动产品结构的升级。目前公司内饰材料产品包括织物材料、生态合成革、超纤麂皮绒三大系列，可应用于汽车的座椅、门板、顶棚、头枕、遮阳板、仪表台、中央扶手等区域，并向座椅面套、座舱舒适系统等下游环节延伸。公司在国内的常州、长春、武汉、广州、柳州等多地拥有生产基地，并在常州、上海、北美、欧洲等区域拥有研发中心。

(2) 光伏发电业务：2013年公司成立电力有限公司，通过收购青海力诺进入新能源领域，之后公司在全国多地收购或建设光伏电站。2017年公司出售部分资产优化业务后光伏发电业务保持稳定，共计拥有新疆富蕴、新疆温泉、新疆若羌、陕西榆林、云南通海、山东菏泽、河北宣化等7座光伏发电电站，总装机容量为20万千瓦。

(3) 芯投微项目：2020年公司通过参股芯投微投资NSD，NSD前身为日本电波工业株式会社（NDK）旗下的SAW事业部，为全球汽车电子类、消费类和工业类客户提供晶圆级封装SAW、芯片级封装SAW等产品。芯投微持续推进滤波器项目在国内的产能落地，计划将合肥工厂打造为面向国内消费类客户的领先IDM企业。

图1 公司发展历程

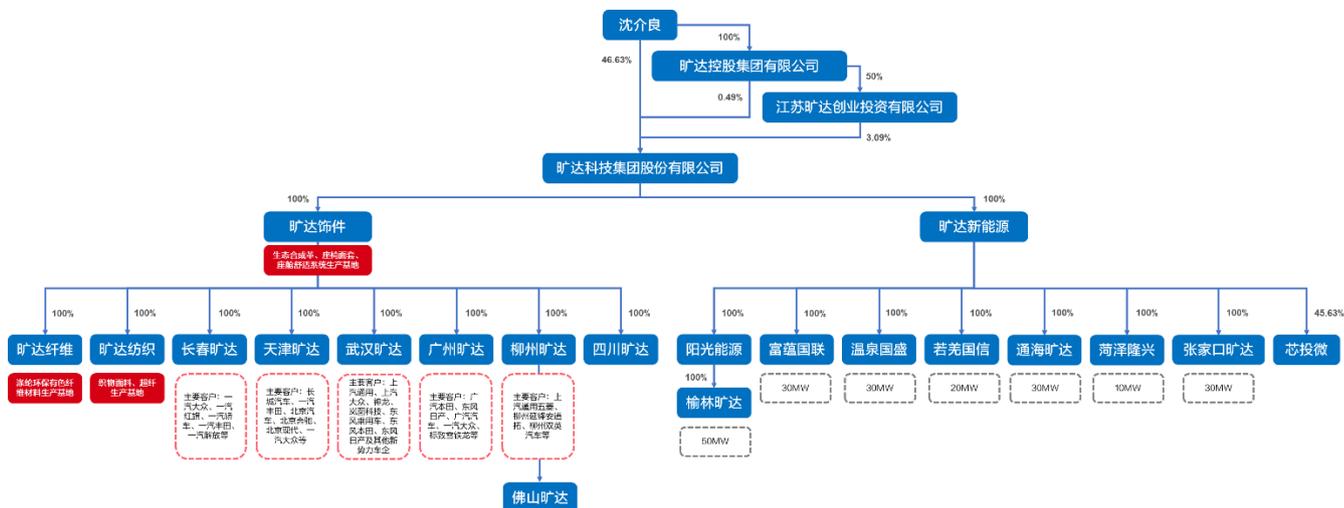


资料来源：公司公告、公司网站，东海证券研究所

1.2. 股权结构清晰稳定

股权结构较为集中。截至 2024 年 3 月 31 日，公司控股股东、实控人为沈介良先生，直接持有公司 46.63% 股份；一致行动人江苏旷达创业投资有限公司、旷达控股集团有限公司分别直接持有公司 3.09%、0.49% 股份。另外，常州产业投资集团有限公司持有公司 1.56% 股份，为公司的第三大股东。

图2 公司股权结构



资料来源：公司公告、公司网站，东海证券研究所（截至 2024 年 3 月 31 日）

1.3. 汽车内饰业务订单改善，收入端同比回暖

营收恢复平稳增长。（1）2007-2017 年：公司在材料业务的基础上向座套业务拓展，同时光伏电站运营业务规模快速扩张，营收由 4.2 亿元增长至 23.1 亿元，归母净利润由 0.8 亿元增长至 3.8 亿元。（2）2018-2020 年：2017 年底公司出售部分光伏电站运营资产，2020 年适当收缩座套业务，业务结构的调整以及下游汽车行业增速放缓、内饰材料需求的变化等因素导致营收出现波动。（3）2021 年以来：受益于合成革业务的放量，公司收入端恢复增长，2023 年公司实现营收 18.03 亿元，同比+1%，归母净利润 1.91 亿元，同比-4%。

图3 2007-2023 年公司营业收入（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

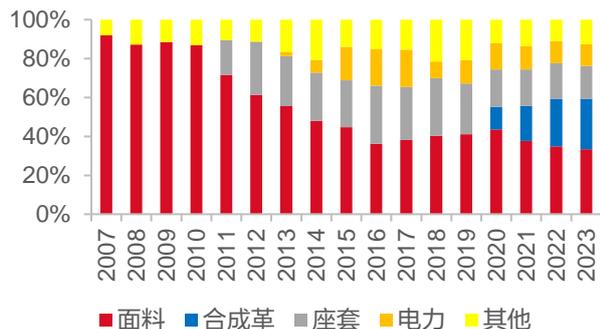
图4 2007-2023 年公司归母净利润（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

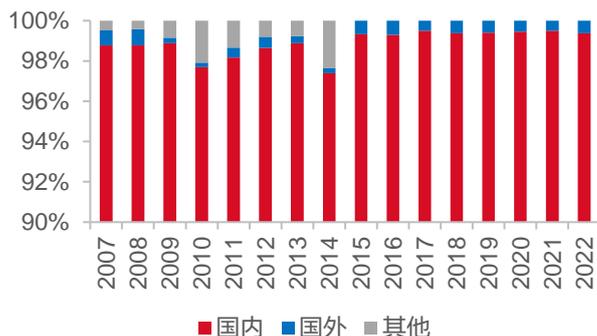
合成革业务占比持续提升。近年来公司合成革业务收入占比持续提高，2023 年已提升至营收的 26%，面料业务收入占比进一步下降至 32%，座套、电力业务占比小幅下降。

图5 2007-2023 年公司营收产品结构 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图6 2007-2023 年公司国内外销售收入占比 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

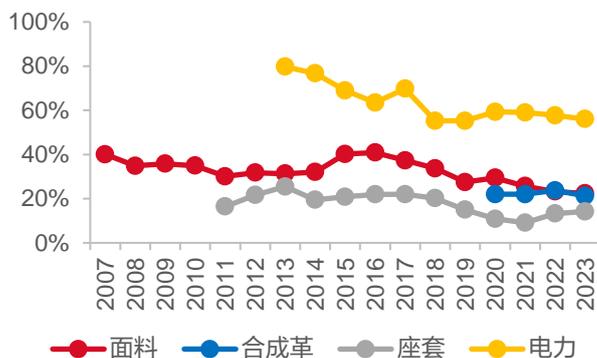
毛利率水平相对平稳。2015-2017 年公司电力板块业务扩张导致毛利率阶段性提高，2018 年以来毛利率水平总体稳定，2023 年毛利率为 25.34%，同比-0.69pct，其中材料、合成革业务毛利率为 22.36%、21.29%，同比-0.82pct、-2.43pct；座套业务毛利率为 14.20%，同比+0.94pct；电力业务毛利率为 56.03%，同比-1.67pct。

图7 2007-2023 年公司毛利率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图8 2007-2023 年公司各项业务毛利率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

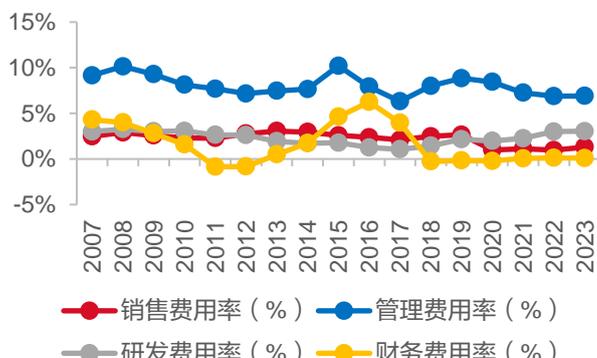
费用管控良好。近年来公司期间费用率相对平稳，管理费用率呈下降趋势，但研发投入加大导致研发费用率有所提升。2023 年公司期间费用率为 11.34%，同比+0.36pct，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比+0.33pct、+0.01pct、+0.03pct、-0.01pct。

图9 2007-2023 年公司期间费用率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图10 2007-2023 年公司各项期间费用率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

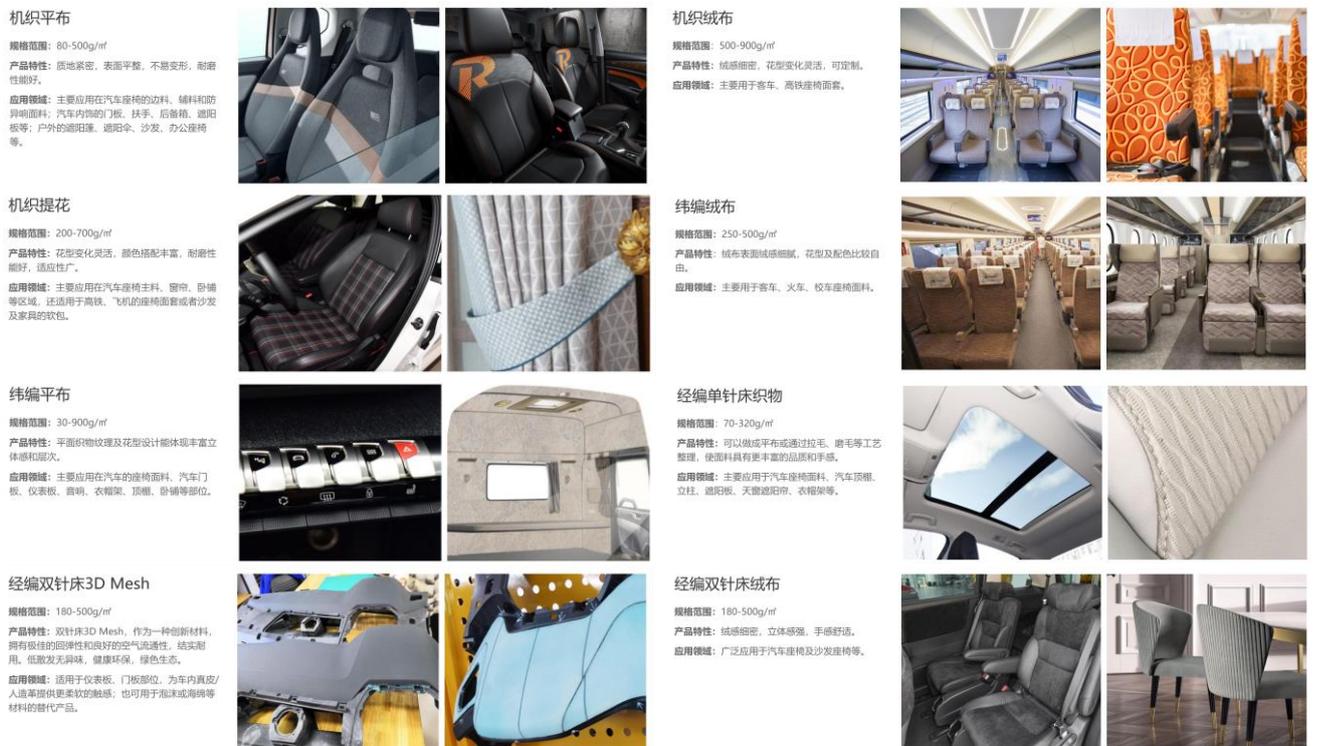
2.汽车内饰业务：三大产品系列布局完善，受益CMF升级趋势

2.1.织物材料：上中下游布局完善，新能源车项目集中量产

2.1.1.行业标杆企业，母粒纺丝-织造-整理-复合-座套全产业链布局

汽车内饰织物材料行业龙头，生产规模、市占率稳居国内行业第一。公司多年深耕织物材料领域，产品包括机织、经编、纬编等类型，可用于座椅、门板、顶棚等区域，生产规模、市占率多年以来稳居国内行业第一。汽车内饰常用的材料包括织物、真皮、人造革等，织物具备个性化、耐磨耐热、吸水吸湿、抗菌、阻燃等优势，且成本较低，在经济型乘用车和商用车中广泛应用，真皮、人造革等则主要应用在中高端乘用车中。

图11 公司织物材料产品类型



资料来源：公司网站，东海证券研究所

表1 汽车内饰材料分类

类型	生产方式	产品特点	主要类别	主要用途
机织材料	由相互垂直排列的纱线，在织机上根据一定的规律交织而成	质地紧密、耐光照、耐摩擦	平布、提花、双剑杆等	座椅、门板、窗帘、顶棚
经编材料	用多根纱线同时沿着布面的纵向顺序成圈而成	弹性适中、绒面丰满、耐摩擦	单针床、双针床	顶棚、座椅、门板、中柱、窗帘
纬编材料	用一根或多根纱线沿着布面的横向顺序成圈而成	绒面丰满、图案丰富大方、包覆性及装饰性强、装饰气派	纬编双面提花、纬编立体织物、纬编素色绒等	座椅、门板、顶棚

资料来源：公司公告，东海证券研究所

上游：具备从有色丝生产到材料织造的完整产业链。汽车内饰织物材料主要由涤纶丝制成，生产方式包括使用白纱筒染后用于织造、使用白纱织成白坯后匹染、使用有色丝进行色织等。公司设有车用有色化纤生产车间，生产的有色丝用色母粒与聚酯切片高温积压而成，相比于传统的用白纱筒染、白布匹染，提高了产品色牢度，并缩短材料加工工艺流程、降低成本，满足汽车内饰材料用有色涤纶丝对色牢度、耐磨、阻燃等指标较高的要求。

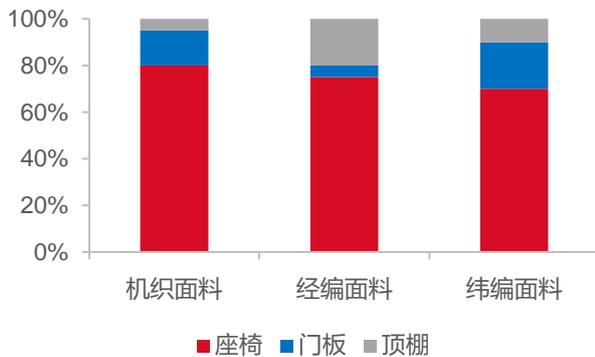
图12 公司化纤丝产品类型

<p>有色涤纶FDY</p> <p>规格范围：75D-300D</p> <p>产品特性：耐光性好，强度高，顺滑柔软，挺括有型，抗皱性能好，结实有力不易断。</p> <p>应用领域：汽车内饰、服装、家纺、军工等行业。</p>		<p>有色涤纶DTY</p> <p>规格范围：75D-1200D</p> <p>产品特性：既有变形丝的蓬松性和良好的弹性，又实现不同卷曲、不同弹性（低、中、高），混纺幻彩；网络多样，具有耐磨高、强度高等特点。</p> <p>应用领域：汽车内饰、服装、鞋材、家纺及家装领域。</p>	
<p>有色涤纶ATY</p> <p>规格范围：75D-3200D</p> <p>产品特性： ①采用不同变形工艺条件，使空气变形丝具有仿毛、仿棉、仿麻或仿丝的外观及手感； ②在变形的同时进行混纺，原丝可以是不同种类的复合纤维，如涤纶、涤纶、涤纶等混纺。</p> <p>应用领域：汽车内饰、家居装饰布（如窗帘布、沙发布、抱枕、靠垫）、服装、军工等。</p>		<p>有色海岛型复合超细纤维</p> <p>规格范围：岛组份比：65%-85% 岛数：16岛、37岛，可定制</p> <p>产品特性：极高的纤维覆盖能力，纤维更具柔软、防水透气和保暖作用。</p> <p>应用领域：海岛纤维生产的产品适用于制作仿麂皮和桃皮绒面料、人造革基布、高档过滤材料及高性能清洁布等。</p>	
<p>再生可回收涤纶</p> <p>获取GRS认证，GRS是纺织服装全球回收标准的简称，是国际环保管理联盟认证机构（简称CU）制定的针对再生纤维所建立的验证标准。获此证书，矿达纤维的绿色生产“比肩世界水平”，可向客户提供全球认可的GRS吊牌。</p>		<p>高日晒涤纶</p> <p>产品特性： ①采用抗UV耐老化配方，可以满足不同客户的耐候测试需求； ②用于防止光和热对高分子材料的破坏，延长制品的使用寿命，可使制品在风吹、雨淋、日晒等恶劣条件下使用而无后顾之忧，进而达到节能环保的目的。</p> <p>应用领域：汽车内饰、户外遮阳伞、船罩、户外沙发等。</p>	
<p>抗菌涤纶</p> <p>产品特性： ①采用切片改性，突破了母和改性的卡脖子问题，同时赋予涤纶抗菌、吸湿速干、抗静电、远红外等多种功能； ②水洗50次条件下，测试菌种均达标，检验依据和方法，GB/T 20944.3-2008 纺织品抗菌性能的评价。</p> <p>应用领域：火车、帆船、户外帐篷、家居的窗帘、沙发、抱枕等。</p>		<p>阻燃涤纶</p> <p>产品特性：阻燃涤纶是属于碳系阻燃纤维，是一种可以阻止或延缓火焰燃烧的特殊功能纱线，具有耐高温燃烧、防水性的特点。氧指数可达到32以上。</p> <p>应用领域：汽车内饰、火车座椅面料、电影院座椅面料、家纺面料、军工领域等。</p>	

资料来源：公司公告、公司网站，东海证券研究所

下游：座椅面套业务平稳发展，顺应座椅配置升级趋势，拓展座舱舒适系统产品。座椅是公司织物材料产品的主要应用区域之一，2011年公司通过收购上海蓬垫厂并成立控股子公司上海旷达蓬垫汽车内饰件有限公司，成功向下游的座椅面套领域延伸。近年来车企为提升消费者的驾乘体验，由座舱舒适系统、空调系统、新风系统等构成的“汽车座舱微气候系统”成为智能座舱配置升级的重要方向之一，公司开发座椅加热垫、通风、腰托、按摩、安全带提醒装置等座舱舒适系统产品，对产品类型进行横向拓展。

图13 公司织物材料产品应用比例（%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图14 公司座椅面套产品

座椅面套

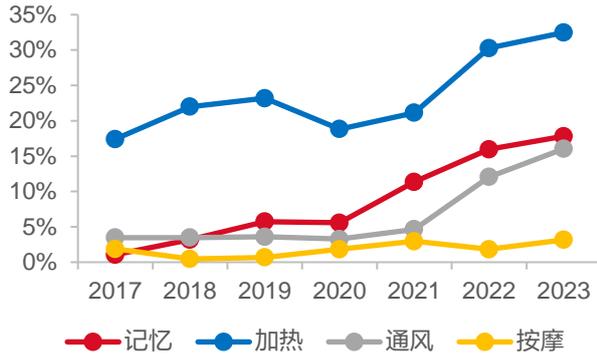
产品特性：
①根据不同的市场需求，座椅面套的材料选择呈现多样化，有真皮、生命合成革（PVC革、PU革）、超纤仿麂皮、织物面料等；
②根据不同的设计理念，外观造型呈现多样化，除了常规的规整，缝制工艺外，还有能够体现设计复杂多样性的折缝、冲孔、绣花等工艺。

应用领域：交通工具内饰。



资料来源：公司网站，东海证券研究所

图15 2017-2023年乘用车座椅功能渗透率(%)



资料来源：乘联会、汽车之家，东海证券研究所

图16 公司座舱舒适系统产品



资料来源：公司网站，东海证券研究所

2.1.2.持续开拓新能源车企项目，客户结构优化有望步入收获期

客户覆盖广泛，核心终端客户主要包括南北大众、自主品牌等。公司作为二级供应商向主机厂进行配套，主要终端客户包括一汽、上汽、本田、一汽丰田、东风日产、广汽乘用车、长安、长城、吉利、奇瑞、江淮、宇通、金龙等。其中南北大众是公司的重要客户，公司与南北大众的合作始于2000年，2006年成为其最大的座椅材料供应商，同时公司也是德国大众的全球供应商。全球范围内，主要的织物材料供应商包括鲍格斯坦纳 (Borgstena)、蒂埃里 (Michel Thierry)、川岛等，国内则包括瑞安李尔、青岛福基、申达川岛等合资企业和武汉博奇、上海新纺联、宏达高科等内资企业，与同行业企业相比，公司客户覆盖面较广。

表2 公司与竞争对手主要竞争领域

	机织	经编	纬编	座椅	门板	顶棚	主要客户
旷达科技	✓	✓	✓	✓	✓	✓	一汽大众、上海大众、上汽通用五菱、吉利汽车、东风汽车、一汽解放、金龙客车、长城汽车、奇瑞汽车、宇通客车、江淮汽车、上海通用、东风日产等
瑞安李尔	✓	✓	✓	✓	✓	✓	上海通用、上海大众、长安福特等
申达川岛	✓	✓	✓	✓	✓		东风日产、广汽本田等
武汉博奇	✓		✓	✓	✓		神龙汽车、东风汽车、宇通客车等
宏达高科		✓				✓	上海通用、上海大众等
上海新纺联	✓	✓	✓			✓	奇瑞汽车、长安福特等
青岛福基	✓		✓	✓	✓		长安福特、长安铃木

资料来源：公司公告，东海证券研究所

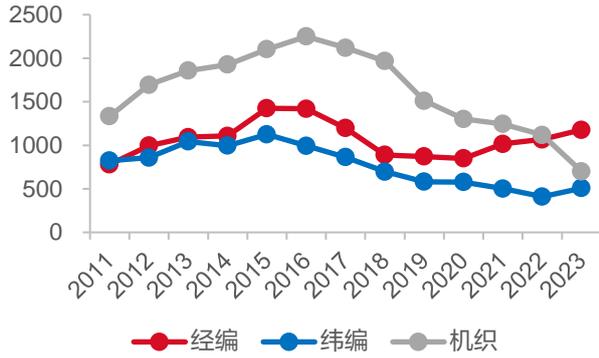
内饰配置趋势、下游客户结构等影响产品需求，新能源车企项目有望步入收获期。随着消费者对汽车内饰舒适性、安全性、美观性需求提升，织物的应用场景逐步萎缩，同时受到下游客户结构影响，公司织物材料产品需求出现波动。公司积极开拓国内外头部新能源车企项目，新能源汽车内饰材料的业务占比在近三年逐年提升，随着更多的新能源汽车项目进入量产阶段，公司织物材料业务收入有望改善。

表3 公司座椅织物产品早期配套车型

车企名称	配套车型
一汽-大众	捷达、速腾、宝来、迈腾、速腾、高尔夫；奥迪 A6
上汽大众	途安、朗逸、Polo、朗境、朗行、桑塔纳、途观；斯柯达明锐、昕锐、晶锐、速派、野帝
上汽通用	别克凯越、君威、君越、林荫大道；雪佛兰赛欧 3、迈锐宝；凯迪拉克 ATS、SLS 赛威、XTS
上汽乘用车	荣威 350、荣威 550、荣威 750、荣威 950、荣威 W5
一汽轿车	奔腾 B50、奔腾 B70、奔腾 B90、奔腾 X80

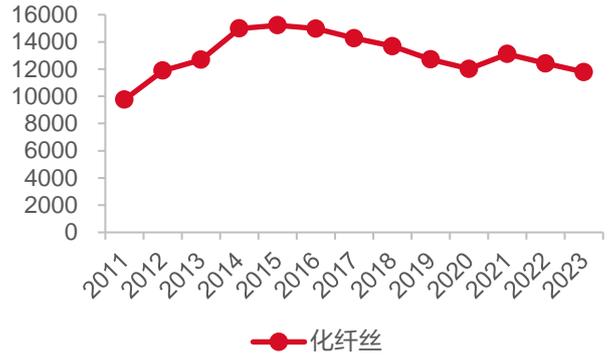
资料来源：Marklines，东海证券研究所

图17 2011-2023 年公司材料销售量（万米）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图18 2011-2023 年公司化纤丝销售量（万吨）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.2.生态合成革：覆盖三代合成革产品，销售收入逐年提升

2.2.1.生态合成革业务发展迅速，客户拓展、产能扩张持续推进

生态合成革业务拓展顺利，成功实现产品结构转型升级。公司 2017 年起导入生态合成革产品，2019 年、2022 年一、二期生产线先后投产，年产能达 6000 万米。目前公司生态合成革产品包括 PVC 革、PU 革、超纤 PU 革等，顺利拓展多家合资及自主品牌客户。2023 年公司生态合成革业务营收达到 4.65 亿元，占总营收的比例上升至 26%。

图19 公司生态合成革产品

PVC

规格范围：600-1600g/m²

产品特性：

- ①高耐光、高耐磨（可满足车振耐磨1kg、3万次）、高阻燃；
 - ②耐低温、耐污染、耐老化；
 - ③低气味、低雾化、低VOC、易成型易加工等性能，符合各类环保无毒标准汽车内饰件等标准；
 - ④特色产品：涂布无底布PVC革、仿麂皮风格PVC革、高触感类肤感革。
- 应用领域：适用于汽车座椅、门板、仪表板、遮阳板、遮物帘、扶手、座椅背板等。



PU

规格范围：450-550g/m²

产品特性：

- ①不使用有机溶剂，环保安全；
 - ②克重轻、弹性好、具有天然皮革一样的高触感和柔韧性；
 - ③高阻燃、高耐磨、耐刮；
 - ④低VOC、低TVOC、低气味、低挥发；
 - ⑤耐污性好、耐老化、耐水解、耐候性好。
- 应用领域：适用于家居、制鞋、汽车及轨道交通内饰、体育器材等。



超纤PU

规格范围：650-1000g/m²

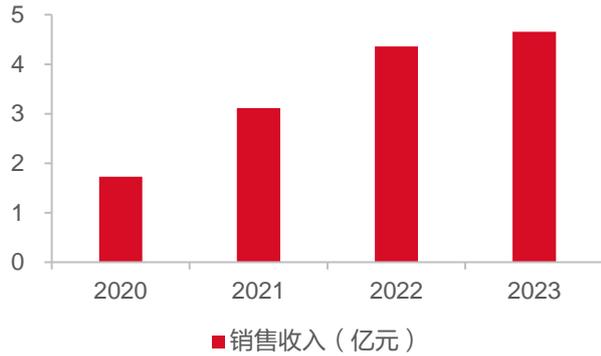
产品特性：

- ①使用水性无溶剂PU，环保安全；
 - ②具有和天然皮革相媲美的组织结构；
 - ③耐污性好、耐老化、耐水解、耐候性好。
- 应用领域：适用于汽车座椅、门板、仪表板、扶手等。



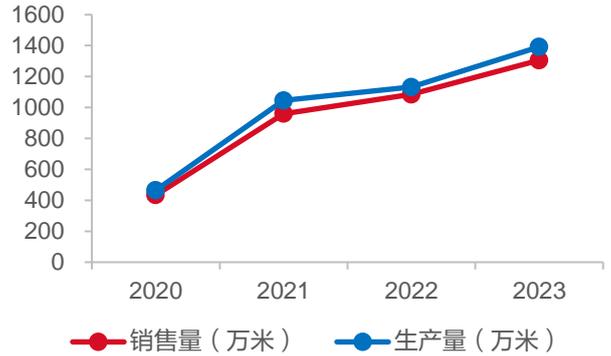
资料来源：公司网站，东海证券研究所

图20 2020-2023 年公司合成革业务销售收入（亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图21 2020-2023 年公司合成革产销量（万平米）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.2.2.绿色低碳理念下，新能源车合成革应用比例持续上升

合成革主要包括 PVC 革、PU 革、超纤革等类型。合成革是以纤维制成的基布为增强材料、以高分子树脂为基体的复合材料，包括 PVC 革、PU 革、超纤革等类型，分别称为第一代合成革、第二代合成革、第三代合成革。PVC 革以常规纤维织物作为基布并涂覆 PVC 树脂，由于增塑剂具有一定毒性，逐步被 PU 革所取代；PU 革以机织布、针织布、普通合成纤维无纺布等作为基布并涂覆 PU 树脂，优势包括柔软耐污、韧性好、环保轻薄等，但在外观以及耐磨、耐寒、透气、质感等方面与真皮仍存在较大差距；超纤革以超细纤维制成的高密度无纺布为基布，涂覆高性能 PU 树脂，外观、机械强度、弹性、耐化学物质稳定性等方面与真皮相似，并具有更好的厚度均匀性、耐霉菌性、材料利用率等。

表4 PVC 人造革、PU 合成革和超细纤维 PU 合成革的特性及用途对比

	PVC 人造革	PU 合成革	超纤 PU 合成革
与天然皮革相似的特征	外观相似	外观、表层强度等指标	外观、表层强度、内部结构、舒适性等
基布	针织布、机织布	针织布、机织布或粗旦合成纤维无纺布	三维立体构造的超细纤维无纺布
涂层	PVC 树脂	PU 树脂	高性能 PU 树脂
生产工艺	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤工艺
物理、化学性能	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感等指标很差	强度、耐磨度、耐寒、真皮感等指标较好	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感很好，最接近真皮，部分指标性能优于真皮
价格区间	10-15 元/米	20-80 元/米	40-150 元/米
用途	一般装饰品、低档箱包革、球鞋革、家具革、汽车内饰等	一般装饰品、中低档箱包革、球鞋革、家具革、汽车内饰等	高档鞋革、家居革、服装革、汽车内饰、球鞋革、箱包革等
环保	生产与废弃物均有一定程度污染	容易降解、原料环保	容易降解、原料环保
未来发展趋势	逐步淘汰	国内生产企业众多，市场竞争激烈	高档产品，完全可替代 PVC 人造革和 PU 合成革，是未来市场的主导产品

资料来源：华峰超纤，东海证券研究所

环保、降本、消费者需求等共同推动合成革在汽车内饰中的应用。（1）环保需求：在绿色低碳的环保理念下，欧美系车企致力于降低汽车内饰中动物源材料的应用，如北美电动车企 2016 年起使用 Ultrafabrics 合成革替代真皮，宝马 2023 年起使用全新的 vegan interiors 内饰材质 Veganza。（2）降本需求：与真皮相比，合成革单价较低，并且材料利用率较高，是真皮的低成本替代品。（3）消费者需求：在经济车型中，以合成革替代织物可提升座舱环境的高级感；在中高端车型中，采用环保合成革替代真皮可以降低 VOC、提升车内空气质量，如蔚来在 ES8、ES6、EC6、ET7 等多款车型在座椅等区域使用巴斯夫的 Haptex

合成皮，制作过程中采用无溶剂方案，有效降低 VOC 释放，实现“第二起居室”的设计理念，符合兼顾出行与家庭、商务场景的消费者需求。

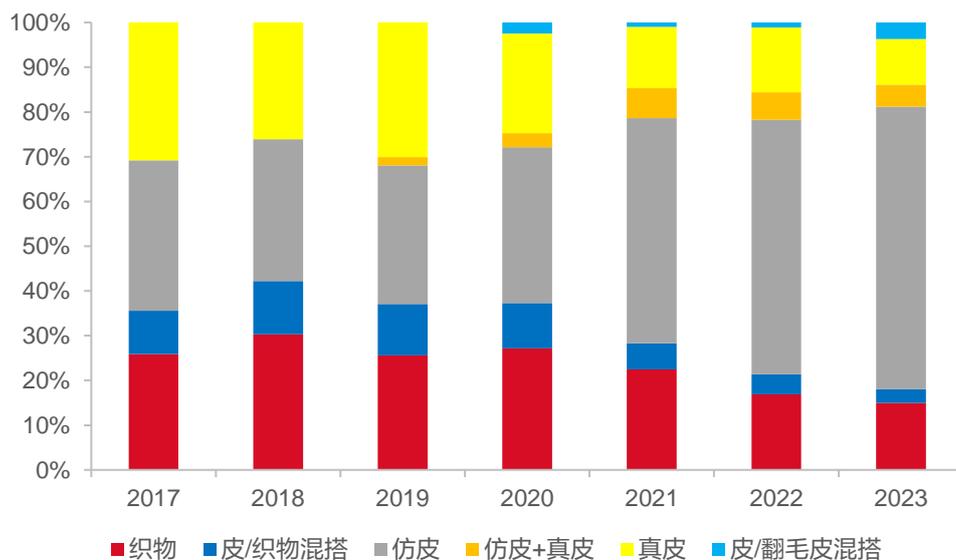
表5 座椅面套 PU 革和真皮的成本对比

对比项目	头层牛皮	PU 革
单价（元/平方米）	190	58
利用率（%）	55	75
理论用量（平方米）	1.95	1.95
实际用量（平方米）	3.55	2.6
面套成本（元/套）	673	151

资料来源：韩冰等《PU 革替代真皮在汽车座椅上的应用》，东海证券研究所

自主品牌、新势力等集中采用合成革作为座椅材料，合资品牌应用稳步提升。以座椅为例，统计国内乘用车市场的主流车型座椅材料配置，合成革应用比例自 2021 年起显著提升，（1）自主品牌：比亚迪王朝海洋车型均以合成革为主，汉、唐、海豹等定位较高的车型提供真皮或超纤配置；吉利 8-25 万元车型、长安 8-30 万元车型、长城除坦克品牌外大部分为合成革。（2）新势力：小米、零跑，以及蔚来、哪吒的多数车型采用合成革。（3）合资品牌：奔驰 50 万元以内车型、宝马 80 万元以内车型基本为合成革，大众、福特、通用、丰田、本田等品牌合成革应用比例也在逐步提高。

图22 2017-2023 年国内乘用车市场座椅材料占比（%）



资料来源：乘联会、汽车之家，东海证券研究所

表6 主要车企座椅材料配置情况

分类	车企	座椅材料配置情况
新势力	理想	真皮
	蔚来	50 万以内车型为合成革，50 万以上车型为真皮
	小鹏	20 万以内车型为合成革，20 万以上车型为真皮
	零跑	合成革
	哪吒	20 万以内车型为合成革，20 万以上车型为真皮
	问界	M5、M7、M9 分别为合成革、合成革+真皮、真皮
	小米	合成革
自主	比亚迪	20 万以内车型为合成革，20 万以上车型为真皮
	吉利	8 万以内车型为织物，8-25 万车型为合成革，25 万以上车型为真皮
	长安	8 万以内车型为织物，8-30 万车型为合成革，30 万以上车型为真皮

	长城	主要为合成革，坦克品牌主要为真皮
	奇瑞	10 万以内车型为织物，其余主要为合成革，星途品牌高配车型为真皮
	大众	同一车型多提供织物（少数入门级车型）、合成革、真皮等不同配置
德系	奔驰	50 万以内车型为合成革，50 万以上车型为真皮
	宝马	80 万以内车型为合成革，80 万以上车型为真皮
	电动车企	合成革
美系	福特	同一车型多提供织物（少数入门级车型）、合成革、真皮等不同配置
	通用	同一车型多提供织物（少数入门级车型）、合成革、真皮等不同配置
日系	丰田	同一车型多提供织物、合成革、真皮等不同配置
	本田	同一车型多提供织物、合成革、真皮等不同配置
	日产	同一车型多提供织物、合成革、真皮等不同配置

资料来源：汽车之家，东海证券研究所

2.2.3.本土供应商有望持续受益国内新能源汽车产业崛起

国内新能源汽车产业链的崛起有望重塑供应体系。汽车合成革领域，大陆集团旗下的 Benecke-Kaliko、加拿大 CGT、日本 Kyowa、日本 Achilles、韩国 Kolon 等海外供应商份额较高，国内供应商如公司、苏州瑞高、天安新材、南通南亚、安利股份等在规模上与海外供应商仍有一定差距。随着国内新能源车企崛起，本土供应商有望持续受益于供应体系的重塑。

表7 汽车合成革主要供应商

企业名称	成立时间	总部	产品类型	主要客户	备注
Benecke-Kaliko 贝内克	1895	德国	Acella 系列 PVC 高档人造革(SEV), Yorn 系列发泡薄膜(UEV), Yorn light 系列(PVC/PP)发泡复合薄膜, TEPEO 高性能生态环保发泡表皮等	宝马、奔驰、沃尔沃、奥迪、大 众、通用、福特、荣威、雪铁龙等	隶属于大陆集团旗下的康迪 泰克，国内拥有合资公司贝 内克-长顺汽车内饰材料（张 家港）有限公司
CGT 加通	1869	加拿大	涂层织物与薄膜	通用、大众、福特、菲亚特、宝 马、丰田、本田、长城、吉利等	
Kyowa 共和	1935	日本	织物、PVC 革、PU 革、TPO 革等	大发、福特、本田、五十铃、马自 达、三菱、日产、斯巴鲁、铃木、 丰田等	丰田集团子公司，国内拥有 合资公司共和兴塑胶（廊 坊）有限公司
Achilles 阿基里斯	1947	日本	PVC 干法革、压延革等	丰田、日产、本田、大众、长安等	国内拥有合资公司昆山阿基 里斯新材料科技有限公司
Kolon 可隆	1987	韩国	织物、PVC 革等	现代、起亚、双龙等	国内子公司可隆科技特（张 家港）特种纺织品有限公司
旷达科技	1993	中国	PVC 革、PU 革、超纤革等	合资及自主品牌客户	
苏州瑞高	2012	中国	TPO、PU、PVC 等	丰田、日产、福特、马自达、大 众、现代、上汽通用五菱、广汽、 吉利、蔚来、比亚迪等	
天安新材	2000	中国	PVC 座椅革、TPO/PPF、 PVC/PPF、压延直出 PVC 等	丰田、本田、英菲尼迪、东风标 致、雪铁龙、日产、铃木、上汽通 用五菱、广汽、吉利、比亚迪、江 淮、长安、长城、奇瑞等	
南通南亚	2001	中国	TPO、TPU、PU、PVC、涂布及压延 法高仿真皮革等		台塑集团旗下“南亚塑胶工 业有限公司”南通工厂、惠 州工厂的一级经销商
安利股份	1994	中国	PU 革	比亚迪、丰田、小鹏、长城、极 越、极氪等	

资料来源：相关公司网站、Marklines，东海证券研究所

2.3.超纤麂皮绒：国产化降本推动豪华级配置下沉，传统主业塑造竞争优势

2.3.1.拓展超纤产品实现量产，具备水性定岛核心工艺

超纤产品已获多家主机厂项目定点。公司超纤产品包括超纤革、超纤绒，已获得多家主机厂新项目定点，部分车型已在量产交付中。公司 KOKON®超纤麂皮绒产品选用自产溶海式海岛纤维和 100%去溶剂化生产工艺，广泛应用于汽车座椅、方向盘、仪表盘、门板及顶棚，同时还可应用于时尚设计、运动装备、智能移动配件等。

图23 公司超纤麂皮绒产品

KOKON

规格范围：厚度0.6-1.2mm

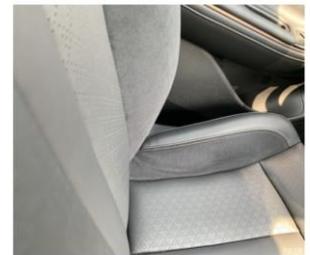
产品特性：

①光泽柔和、质地柔软、手感细腻，符合软触感的市场追求；

②选用旷达自产“溶海式”海岛纤维，具有天然麂皮的质感；

③采用“100%去溶剂化生产工艺”，产品安全环保。100%去溶剂化生产路径成功引领行业产品结构升级，在国内绒面超纤高端技术上有领先优势。

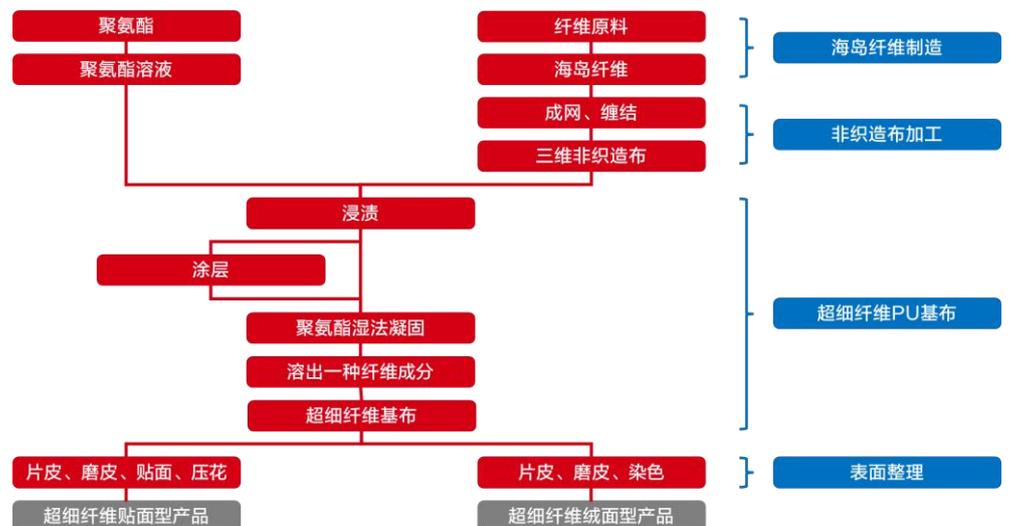
应用领域：广泛应用于汽车座椅、方向盘、仪表盘、门板及顶棚，同时还可应用于时尚设计、运动装备、智能移动配件等。



资料来源：公司网站，东海证券研究所

具备水性定岛核心工艺。超纤的主要生产步骤包括纺丝（生产超细纤维）、非织造布加工（生产海岛纤维无纺布）、树脂浸渍+化学减量（生产超细纤维基布）、表面整理（生产超纤革、超纤绒）等，与 PU 合成革湿法的差异主要在于纺丝步骤。全水性定岛超纤是超纤的发展方向，“定岛”指采用复合纺丝法（定岛复合纺丝技术），“水性”指采用以水为溶剂的水性涂层，通用碱水解溶出海组分 COPET，用以替代具有生理毒性的甲苯、DMF、丁酮等传统油性溶剂。与目前广泛使用的苯减量不定岛超纤、溶剂型苯减量超纤等相比，全水性定岛超纤具有成品绒毛均匀、不易脱落、环保性好等优势。

图24 超纤材料生产流程



资料来源：华峰超纤招股说明书，东海证券研究所

表8 定岛型超细纤维合成革和不定岛型超细纤维合成革对比

项目	定岛型超细纤维合成革	不定岛型超细纤维合成革
超细纤维原料-海组分	COPET、PVA、PE	PE、PS
超细纤维原料-岛组分	PA6、PET	PA6、PET
基布	定岛超细纤维非织造布	不定岛超细纤维非织造布
开纤工艺	碱减量工艺或甲苯抽出工艺	甲苯抽出工艺
树脂	PU	PU
特征	定岛纤维均匀度良好，纤维的纤度和长度是比较固定和均匀的，但是工艺对设备依赖性较高。	不定岛纤维的岛数不定，但纤度更细，且对原料的选配和生产工艺的控制非常严格

资料来源：华峰超纤招股说明书，东海证券研究所

有色纱传统主业塑造优势，突破色牢度技术壁垒。超纤材料纤维比表面积大且表面极性低，易导致匀染性及色牢度不足。公司超纤产品采取碱性开纤，其中以织造类产品作为基布的超纤产品采用公司自主生产的有色纱，在色牢度、耐光性等指标上更具优势。

2.3.2.新势力重新定义车内空间，超纤成为汽车内饰 CMF 设计新趋势

超纤广泛用于赛车、豪华车型中，具备触感柔软、视觉效果高级等优点。在赛车中超纤多用于方向盘、座椅等与驾驶员接触较多的区域，由于摩擦力较大，可以避免方向盘打滑；用于座椅时，超纤具备良好的透气性，并且易于清理，使用清水擦拭即可去除污渍。在百万级豪华车型中，超纤大量用于在座椅、头枕、顶棚、立柱、门板、仪表板、遮阳板、方向盘等区域，部分品牌车企也在中高端车型的座椅等区域少量采用超纤材料，如大众的途观、途锐、探歌、高尔夫、速腾、ID 系列，别克的昂科拉、威朗、英朗、君越、君威等。

图25 超纤在座椅、侧板中的应用



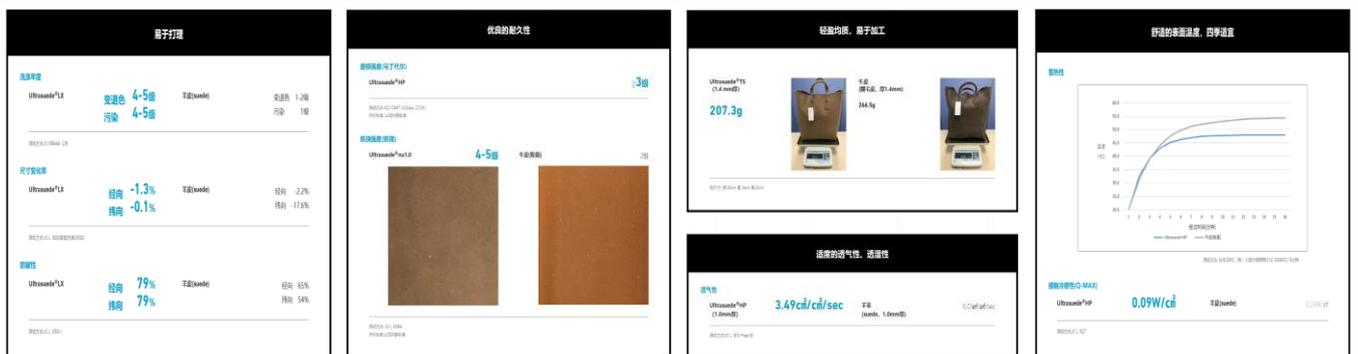
资料来源：Alcantara，东海证券研究所

图26 超纤在仪表板、门板中的应用



资料来源：Alcantara，东海证券研究所

图27 超纤对比真皮的优势



资料来源：Ultrasuede，东海证券研究所

座舱配置升级，超纤成为汽车内饰 CMF 设计新趋势。近年来 CMF 设计中对高级空间、沉浸体验的要求使得材料的升级成为必然趋势，新势力品牌先后将超纤引入内饰配置中，如蔚来的 Microfiber 超纤绒顶棚已成为家族化的内饰配置。目前，超纤材料已用于极氪、理想、小鹏、哪吒、问界、阿维塔、深蓝、极狐、岚图、仰望、方程豹、埃安、智己等品牌的多款车型，超纤绒顶棚配置已下沉至 20 万元级市场，部分定位较高的车型在顶棚、遮阳板、立柱、仪表板、门板等区域大面积采用超纤材料覆盖；座椅区域，超纤材料与真皮、合成革等材料镶拼，提升整体质感；方向盘区域，超纤革也已成为真皮的替代方案。

图28 超纤材料在蔚来车型顶棚中的应用



资料来源：Ultrasuede，东海证券研究所

图29 超纤材料在蔚来车型立柱中的应用



资料来源：Ultrasuede，东海证券研究所

表9 新能源车型超纤应用

车型	座椅	头枕	中控	顶棚	遮阳板	门板	立柱	仪表板	方向盘
蔚来 ES8、ES6、EC6、ET7				✓	✓		✓		✓
蔚来 ES7、EC7、ET5、ET5T				✓					✓
极氪 009	✓			✓	✓		✓	✓	
极氪 001、007、X				✓					
理想 Mega				✓			✓	✓	
小鹏 X9				✓					
哪吒 S	✓					✓		✓	
问界 M9				✓					
问界 M7		✓				✓			
阿维塔 11	✓			✓	✓				
阿维塔 12				✓					
深蓝 SL03									✓
极狐阿尔法 S HI 版	✓			✓	✓		✓		
极狐阿尔法 T	✓			✓	✓	✓	✓		
岚图梦想家				✓					
岚图追光	✓								
仰望 U8				✓	✓		✓		
方程豹豹 5	✓					✓		✓	
Aion LX				✓					
Aion S						✓			
智己 LS7、L7				✓	✓		✓		
吉利博越 L	✓								
吉利星瑞	✓								✓
几何 E 萤火虫									✓
魏牌高山				✓					
哈弗枭龙									✓

资料来源：相关企业网站、供应商公众号，东海证券研究所

2.3.3. 日本东丽、旭化成等引领超纤材料应用，国产化供应商具备定价优势

主流的超纤材料包括 Alcantara、Ultrasuede、Dinamica 等，来自日本东丽、旭化成等供应商。超纤材料最早在 1970 年由日本东丽的冈本三宣博士发明，同年 Ultrasuede 首次亮相。1972 年东丽和 ENI 在意大利成立 Alcantara 前身 ANTOR，在和菲亚特、奥迪、蓝旗亚等车企进行合作后，1980 年代 Alcantara 同名材料开始广泛应用于汽车领域，1995 年在经过数次股权变更之后 Alcantara 最终成为日本东丽持股 70%、三井持股 30% 的合资企业。Dinamica 由意大利 Miko 公司生产，2015 年 Miko 加入日本旭化成旗下的美国汽车内饰材料生产企业 Sage 后，Dinamica 开始用于越来越多的汽车品牌。

表10 主要的超纤材料和配套品牌

产品名称	供应商	配套品牌
Alcantara 欧缔兰	东丽	阿斯顿马丁、兰博基尼、玛莎拉蒂、阿尔法罗密欧；宾尼法利纳；布加迪、Czinger、Rimac、Genovation、迈凯伦、保时捷、法拉利、宝马、奥迪、大众、斯柯达、标致、DS、道奇、菲亚特、雷诺、路特斯、别克、雪佛兰、福特、林肯、日产、英菲尼迪、雷克萨斯、丰田、现代、上汽、红旗等
Ultrasuede 奥司维	东丽	法拉利、Jeep、英菲尼迪、雷克萨斯、丰田、马自达、讴歌、斯巴鲁、蔚来、高合、哪吒、极狐、广汽、上汽、长安、比亚迪、极氪、岚图等
Dinamica	旭化成	阿尔法罗密欧、宾利、保时捷、MINI、奔驰、smart、奥迪、大众、斯柯达、西亚特、雪铁龙、Jeep、雷诺、沃尔沃、凯迪拉克、雪佛兰、福特、林肯、路虎、日产、现代、起亚、岚图等

资料来源：相关公司公众号，东海证券研究所

国产品牌较真皮、海外超纤产品具备价格优势，有望逐步实现国产替代。新势力、自主品牌对超纤材料的集中应用，以及降本需求下对本土供应商的倾斜等驱使下，国内超纤品牌迎来快速发展，相关产品包括公司的 Kokon、明新旭腾的 Menorca 和 Verstar、华峰超纤的 Toccare 等。与真皮和 Alcantara、Ultrasuede、Dinamica 等海外品牌超纤材料相比，国内品牌具备价格上的优势，有望持续受益于超纤材料的国产替代趋势。

表11 超纤材料本土供应商

公司	超纤材料业务情况
旷达科技	2021 年超纤项目进入小批量试验阶段，2022 年开始小批量供货。超纤产品包括超纤革、超纤绒，已获得多家主机厂定点，部分车型已在量产交付中。
明新旭腾	2018 年开始与嘉兴学院合作研发高端车用绒面染色超纤革，2021 年水性超纤量产。超纤产品包括 MENORCA 全水性绒面超纤、VERSTAR 全水性超纤革等。MENORCA 已用于一汽大众探岳系列、奥迪 Q 系列、通用 CUV 系列，自主新能源品牌问界 M7、阿维塔 11、哪吒 GT、极越 01、捷途大圣、方程豹豹 5 等。
华峰超纤	2009 年拿下第一个汽车内饰项目订单；2019 年与法国 TESCA 成立合资公司，加速推进汽车业务；2022 年设立汽车事业部。已向长安汽车、一汽大众、一汽奥迪、红旗、上海大众、比亚迪、蔚来等车企提供汽车内饰材料。

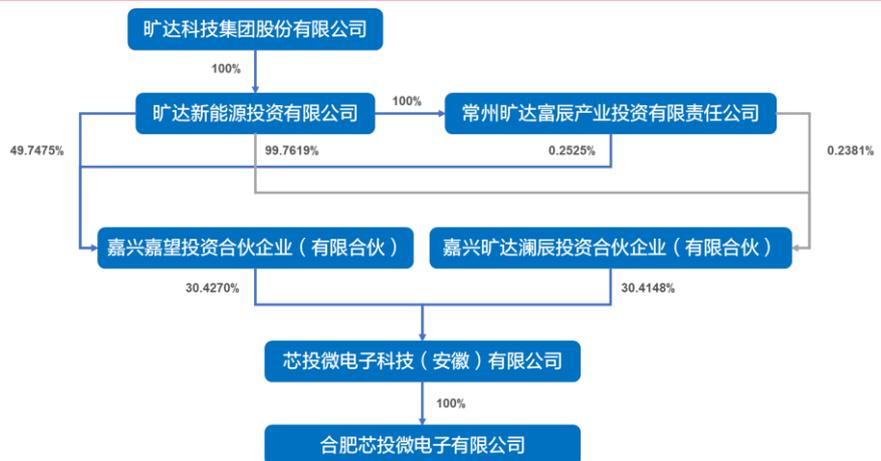
资料来源：相关公司公告，东海证券研究所

3.芯投微项目：滤波器国产化逐步落地

3.1.参股芯投微布局射频前端滤波器领域，合肥工厂投产在即

布局射频前端，联合收购日本电波工业株式会社 SAW 事业部。2020 年公司通过嘉望投资芯投微，通过芯投微收购日本电波工业株式会社（NDK）旗下 SAW 事业部，并设立新公司 NDK SAW devices Co., Ltd.（NSD），切入射频前端滤波器领域，收购后芯投微持有 NSD 51%的股权。目前，芯投微已完成第二轮融资，对 NSD 持股比例增加至 58.05%。公司持股 100%的旷达澜辰以及持股 50%的合资公司嘉兴嘉望分别持有芯投微 30.41%和 30.43%股权。

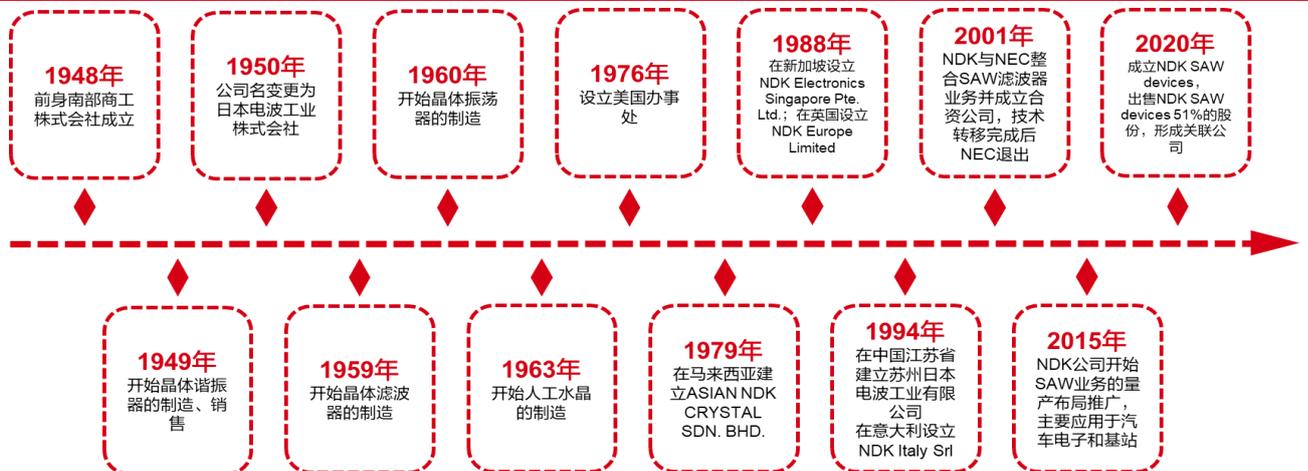
图30 公司对芯投微持股结构



资料来源：企查查，东海证券研究所

掌握芯片级、晶圆级封装工艺，具备多年稳定量产经验。 SAW 滤波器生产开发包括三个方面：仿真设计平台、前道晶圆生产工艺、后道封装测试工艺，三者需要有机结合和深度配合才能实现滤波器的高性能、一致性、稳定性和高可靠性。NSD 基于前 NEC 滤波器事业部及前 NDK 滤波器事业部的设计经验及自有晶圆厂的生产经验开发并不断优化，在 IDM 模式和芯片级、晶圆级封装工艺等方面具备竞争优势，并已多年稳定量产。核心技术团队行业经验平均约 20 年，在 SAW、TC-SAW 和晶圆级封装（WLP）方面具有完整的知识产权，共计拥有 SAW、TC-SAW 等国际专利 70 余项。

图31 NSD 发展历程



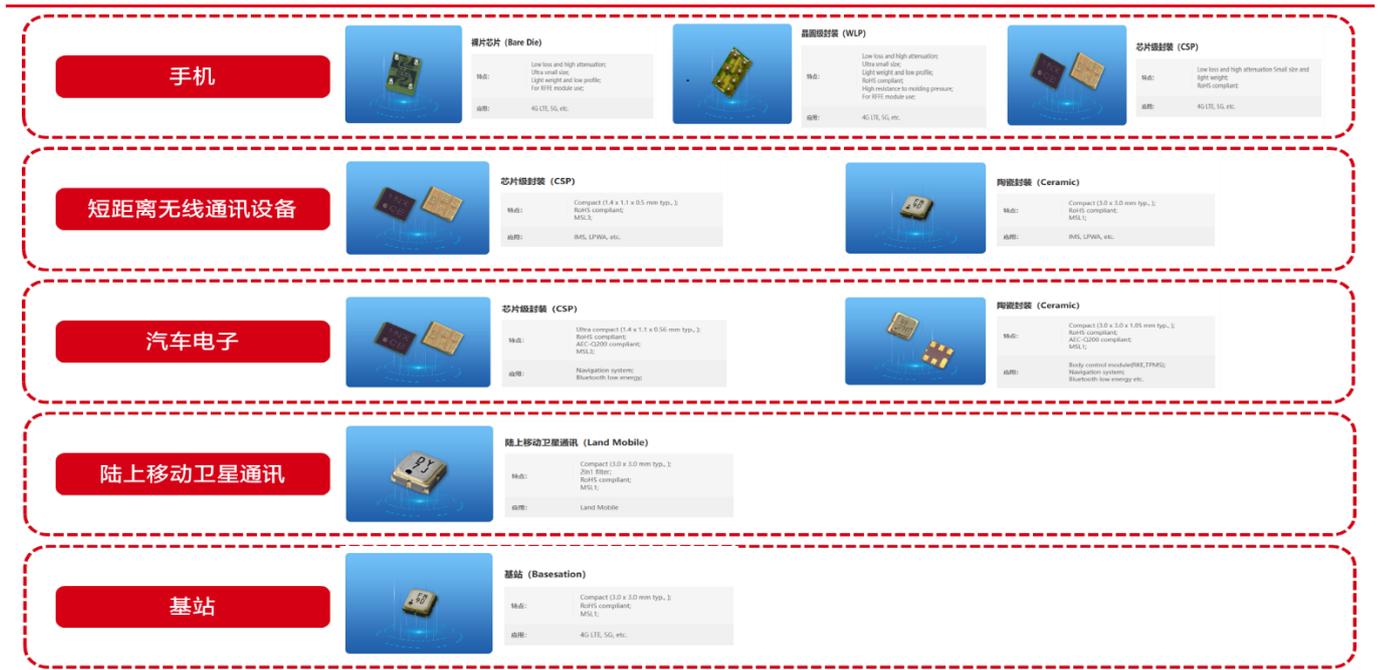
资料来源：NDK 网站、公司公告，东海证券研究所

合肥工厂基建完成，打造国际领先的特色工艺 IDM。

(1) NSD：主要面向全球汽车电子类、消费类和工业类客户。NSD 的主要产品包括晶圆级封装 SAW 和芯片级封装 SAW，客户包括思佳讯、电装、大陆、松下、NEC 等，并已批量向中国射频前端模组客户供应元器件产品。

(2) 合肥芯投微：主要面向国内消费类客户。2021 年芯投微在合肥设立全资子公司合肥芯投微电子有限公司，推进滤波器项目在国内落地。公司合肥工厂初期预计总产能为 72 亿颗，分期建设。项目一期于 2022 年 Q4 开工建设，今年实现 SAW 滤波器投产及小批量出货，并逐步提升产能至满产状态。

图32 芯投微产品类型



资料来源：芯投微网站，东海证券研究所

3.2. 射频前端市场规模扩容，模组化趋势明确

射频前端是移动终端设备中用于射频信号发送和接收的中间模块。手机无线通信模块由天线、射频前端、射频收发机组成，其中射频前端位于天线和射频收发机之间，负责射频信号的发送和接收。在发射链路 (TX) 中，数字信号通过调制解调器 (Modem) 转换为连续模拟信号，收发器 (Transceiver) 再将模拟信号调制为射频信号，进入射频前端进行功率放大、滤波、开关切换等信号处理，最后通过天线将增强后的信号对外发射；在接收链路 (RX) 中，天线接收到射频信号后，通过射频前端对用户需要的频率和信道进行选择，对接收到的射频信号进行滤波和放大，以达到后续信号处理所需要的信噪比，满足解码要求，最后输入收发器和调制解调器得到数字信号。

射频前端主要包括滤波器、功率放大器、射频开关、低噪声放大器等四类器件。

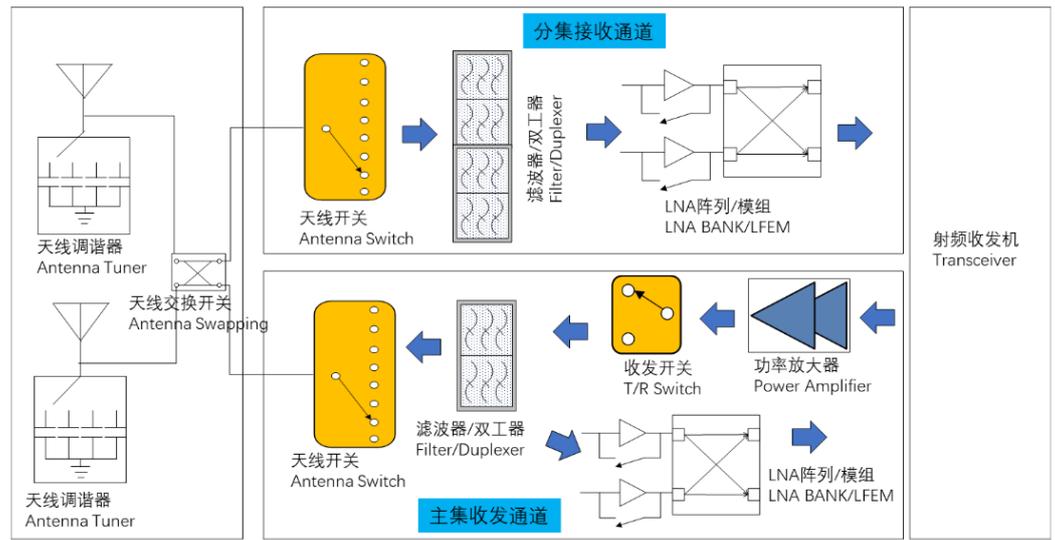
(1) 滤波器 (Filter)：负责发射及接收信号的滤波，以提高信号的抗干扰性及信噪比，解决不同频段和通信系统之间产生的信号干扰问题。滤波器主要包括接收端用滤波器 (RxFilter)、发射端用滤波器 (TxFilter)、双频段滤波器、双工器等类型，其中双频段滤波器由两个频段的两颗接收端用滤波器或两颗发射端用滤波器封装而成，双工器则由同一频段的一颗接收端用滤波器和一颗发射端用滤波器封装而成。

(2) 功率放大器 (PA)：负责发射通道的射频信号放大。

(3) 射频开关 (Switch/Tuner) : 负责收发以及不同频率通道之间的切换。

(4) 低噪声放大器 (LNA, Low Noise Amplifier) : 负责接收通道中的小信号放大。

图33 手机射频前端模块组成示意图



资料来源：飞驒科技招股说明书，东海证券研究所

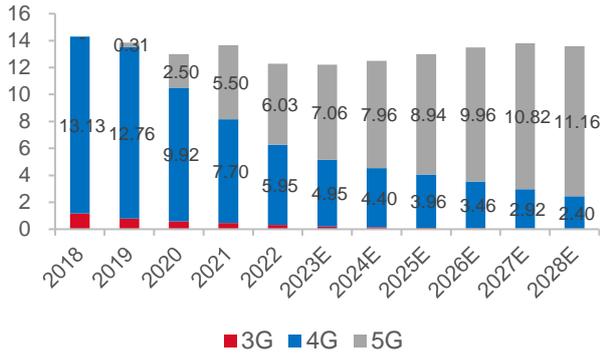
表12 射频前端产品类型和主要功能

产品类型	主要功能	主流材料工艺
射频开关 (switch)	位于接收或发射通路，主要用于对不同频率或不同通信制式下的信号进行切换	RF SOI、RF CMOS、GaAs 等材料和工艺
射频低噪声放大器 (LNA)	位于接收通路上，将从天线接收到的信号放大，便于后级的电子设备处理	SiGe、RF SOI、GaAs、RF CMOS 等材料和工艺
射频滤波器 (Filter)	位于接收或发射通路，对特定频率以外的频率进行滤除，提高信号抗干扰性与信噪比	SAW、BAW、IPD、LTCC 等材料和工艺
射频功率放大器 (PA)	位于发射通路上，将经过调制的功率较小的射频信号功率进行放大，使信号获得足够高的功率，实现更高通信质量、更远通信距离。	SiGe、RF CMOS、RF SOI、GaAs、GaN 等材料和工艺

资料来源：卓胜微、飞驒科技，东海证券研究所

智能手机：5G 时代频段数量增加、新技术应用，射频前端单机价值量大幅提升。 Yole 预计，2025 年全球 5G 智能手机出货量将达到 8.04 亿部，占智能手机出货量的比例达到 54%。与 4G 手机相比，5G 智能手机频段数量大幅增加，原有 4G 频段需要向 5G 重耕，并新增 N77、N78、N79、N41 等新频段，毫米波频段增加 N257、N258、N260、N261 等，同时需要相加兼容 4G、3G、2G 频段。据思佳讯，4G 手机射频前端单机价值量为 18 美元，滤波器数量约为 40 个；5G 手机射频前端单机价值量上升至 25 美元，滤波器数量上升至 70 个。同时，MIMO、载波聚合等技术的应用也使得滤波器的性能要求进一步提高。

图34 2015-2025 年全球智能手机出货量 (亿部)



资料来源: Yole, 东海证券研究所

图35 智能手机射频前端价值量 (美元)



资料来源: 思佳讯, 东海证券研究所

表13 5G 相对于 4G 的主要变化

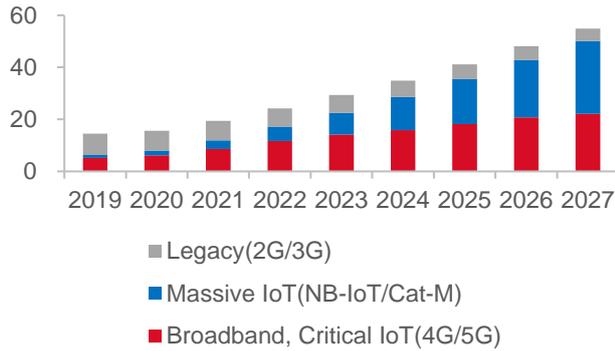
项目	4G	5G	5G 相对于 4G 的主要变化	对射频前端的主要技术挑战
频率 (范围)	600MHz 至 2690MHz	600MHz 至 5000MHz	通信最高频率从 2690MHz 提高到 5000MHz	需引入新工艺和新的封装形式以应对高频的应用
频段数量	常见频段约 20 个	4G 基础上新增 n77/n78/n79 频段, 原部分 4G 频段重耕为 5G 频段, 如 n1/n3/n5/n7/n8/n28/n40/n41 等	新增高频频段 (n77/n78/n79 等) 部分 4G 频段重耕	新增的频段造成了新的产品需求, 如 n77/n78/n79 频段需要新型的 L-PAMiF 和 L-FEM 产品, 均需要具有信号接收功能
频道带宽	最大 20MHz	最大 100MHz	新增频段带宽从 4G 的 20MHz 提高到 100MHz	对信号发射端, 尤其是 PA 模组的设计带来新的挑战
MIMO	有限使用, 通常为 2x2 MIMO, 部分高端机型支持 4x4 MIMO, 且均为信号接收链路应用	广泛使用, 其中 n1/n3/n41/n78/n79 必须在信号接收链路应用 4x4 MIMO; 部分高端机型支持信号发射链路 2x2 MIMO	5G 较 4G 增加更多的信号发射链路和信号接收链路 (上、下行) MIMO	MIMO 广泛使用使射频前端系统的设计更为复杂; 增加了对天线切换开关的要求
载波聚合	有限使用, 以信号接收链路中的应用为主	广泛使用, 并引入双连接, 需要 4G 与 5G 同时进行上下行通信	引入双连接技术	双连接对天线切换和射频前端线性度、干扰控制的要求极其苛刻

资料来源: 唯捷创芯, 东海证券研究所

物联网: 应用场景不断拓展, 新型终端、汽车、医疗等新兴市场增长迅速。4G LTE 通信最低时延约为 10ms, 5G 通信时延低于 1ms, 5G 以低时延的优势在物联网市场广泛应用, 场景不断拓宽。AR/VR、机器人、无人机、智能家居等新型终端, 辅助驾驶、车联网、娱乐服务等汽车领域应用, 以及远程医疗等新兴市场增长迅速。据 Ericsson Mobility Report, 2021 年至 2027 年蜂窝物联 IoT 连接需求预计将从 19.39 亿台增长至 54.93 亿台, 对应 CAGR 为 19%, 其中 4G/5G 宽带通信物联网 IoT 连接数量从 8.66 亿台增长至 22.08 亿台, 对应 CAGR 为 17%。

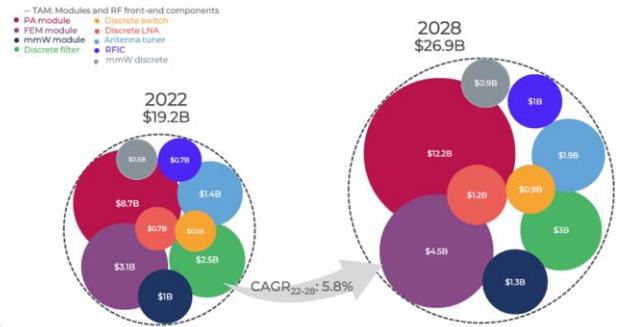
射频前端市场规模持续扩容。据 Yole, 2022-2028 年全球射频前端市场规模将从 192 亿美元增长至 269 亿美元, 对应 CAGR 为 6%, 其中发射端模组市场规模由 87 亿美元增长至 122 亿美元, 接收端模组市场规模由 31 亿美元增长至 45 亿美元, 分立滤波器市场规模由 25 亿美元增长至 30 亿美元。

图36 2019-2027 年蜂窝物联 IoT 连接需求 (亿台)



资料来源: Ericsson Mobility Report, 东海证券研究所

图37 2022-2028 年全球射频前端市场规模 (十亿美元)



资料来源: Yole, 东海证券研究所

滤波器技术路线众多, SAW、BAW 滤波器应用较为广泛。滤波器包括 SAW 滤波器 (Surface Acoustic Wave Filter, 声表面波滤波器)、BAW 滤波器 (Bulk Acoustic Wave Filter, 体声波滤波器) 等压电滤波器, 以及 IPD 滤波器 (Integrated Passive Device, 集成无源器件)、LTCC 滤波器 (Low-Temperature Co-fired Ceramics, 低温共烧陶瓷技术) 等 LC 滤波器等。手机滤波器主要采用 SAW、BAW 等压电滤波器。

(1) SAW 滤波器: 采用石英晶体、压电陶瓷等压电材料, 在输入端通过 IDT (Inter Digital Transducer, 叉指换能器) 利用压电效应将无线电信号转换为声信号, 在介质压电晶体表面传播, 在输出端通过 IDT 利用逆压电效应将声信号转换为无线电信号, 主要适用于 1.9GHz 以下的中低频段, 技术发展成熟、成本较低。SAW 滤波器可进一步分为普通 SAW、TC-SAW (Temperature compensated SAW, 温度补偿型声表面波滤波器)、TF-SAW (Thin-Film SAW, 薄膜声表面波滤波器) 等类型。

(2) BAW 滤波器: 采用腔体结构, 声波在介质内部传播, 具备对温度变化不敏感、插入损耗小、带外衰减大等优势, 在 5G 高频区间与 sub-6G 的应用中有明显优势, 但由于结构和薄膜工艺更为复杂, 成本、技术要求较高。BAW 滤波器可分为 SMR-BAW (固体装腔型体声波滤波器)、FBAR (薄膜体声波谐振器)、XBAR (横向激励体声波谐振器) 等类型。

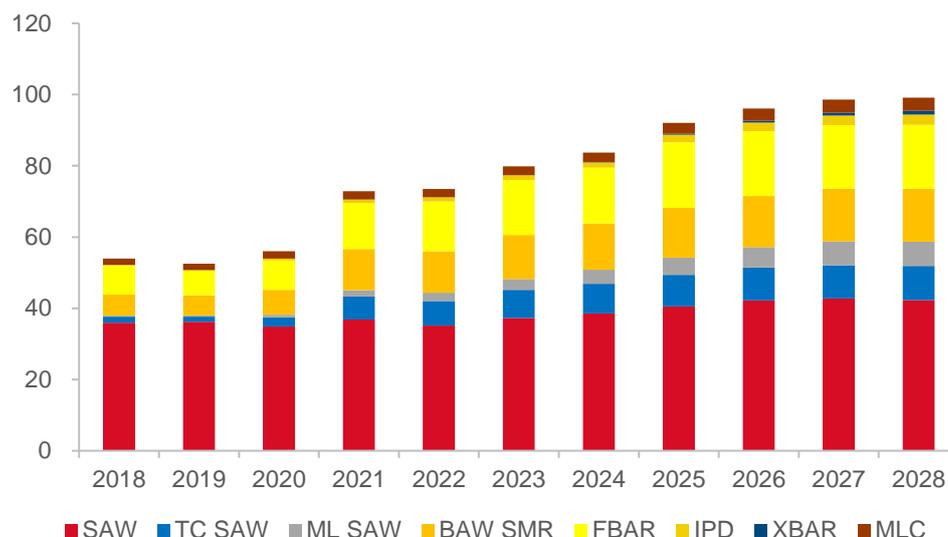
表14 不同技术路径的滤波器特性对比

技术路径	声学滤波器		LC 型滤波器	
产品类型	声表面波滤波器 (SAW、TC-SAW 等)	体声波滤波器 (BAW、FBAR 等)	LTCC 滤波器	IPD 滤波器
设计原理	声波沿固体表面传播	声波在固体内部传播	元器件组合设计	元器件组合设计
主要工艺	压电材料沉积技术	压电材料沉积和 MEMS 技术	印刷、叠层和共烧工艺	半导体平面工艺
主要材料	压电单晶体, 包括铌酸锂、碳酸锂和石英等	压电薄膜, 包括氮化铝、氧化锌和锆钛酸铅等	陶瓷、玻璃粉和有机粘合剂	高电阻硅
主要适用频率	3.6GHz 以下	2GHz 以上	3GHz 以上	3GHz 以上
主要特点	成本较低, 在 3.6GHz 以下频段具有较高性价比	成本较高, 在频率较高的频段中插入损耗和带外抑制的性能表现较好	成本较低, 常用在对带外抑制陡峭程度要求不高的场景	成本较低, 常用在对带外一致的陡峭程度要求不高的场景
2.7GHz 以下应用场景	主要应用于手机移动通信、WIFI、定位导航、小基站、物联网等各领域	主要应用于小基站和手机移动通信 (对滤波器性能要求较高的部分频段)		
3.3GHz-4.2GHz 应用场景	主要应用于小基站	主要应用于小基站和手机移动通信 (对滤波器性能要求较高的部分频段)	主要应用于手机移动通信	主要应用于手机移动通信

资料来源: 好达电子, 东海证券研究所

SAW 技术成熟、成本较低，仍将占据最大市场份额。SAW 滤波器主要应用于智能手机中的通讯、导航、WIFI 等无线通讯领域，是目前应用最为广泛的滤波器类型。5G 时代滤波器单机使用量的增加，以及小基站建设规模的扩容、物联网技术的普及，SAW 滤波器需求量保持平稳增长。而在高频化的趋势下，在频率较高的频段中插入损耗和带外抑制的性能表现较好的 BAW 滤波器，以及具备小型化、易集成优势的 IPD 滤波器、LTCC 滤波器等有望获得快速增长。据 Yole，2022-2028 年移动终端射频滤波器市场规模将从 73 亿美元增长至 99 亿美元，2028 年 SAW、TC SAW、ML SAW、BAW SMR、FBAR 等滤波器类型占比分别为 42%、10%、7%、15%、18%。

图38 2018-2028 年射频滤波器市场预测（亿美元）

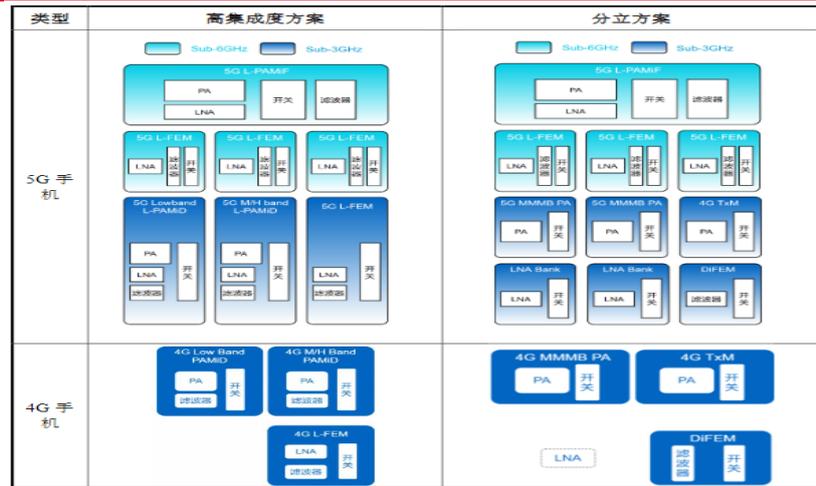


资料来源：Yole，东海证券研究所

射频前端由分立方案向高集成度的模组方案升级。射频前端模组将射频开关、低噪声放大器、滤波器、功率放大器等分立器件集成为模组，实现体积小并提高性能，随着移动终端内部射频芯片数量增加，射频前端模组化趋势明确。主要的射频前端模组方案包括 FEMiD（集成射频开关、天线、双工器）、PAMiD（集成多模式多频带 PA、FEMiD）、L-PAMiD（集成 LNA、多模式多频带 PA、FEMiD）、DiFEM（集成射频开关、滤波器）、L-FEM（集成 LNA、射频开关、滤波器）、L-PAMiF（集成射频功率放大器、滤波器、射频开关、LNA）、LNA Bank（集成多个 LNA 和射频开关）等。

WLP 是滤波器在模组模式下的主要封装形式。2G 时代滤波器主要采用 SMD（Surface Mounted Devices，表面贴装器件）作为主要封装形式，最小尺寸 3mm×3mm，双工器最小尺寸 5mm×5mm。3G、4G 时代，随着移动终端中的滤波器数量大幅增加，对滤波器小型化的需求提升，CSP（Chip Scale Package，芯片级封装）成为分立方案下主流的封装形式，目前主流 CSP 封装的滤波器尺寸需达到 1.1mm×0.9mm，双工器需达到 1.8mm×1.4mm。5G 时代 WLP（Wafer Level Package，晶圆级封装）成为模组模式下滤波器的主要封装形式。WLP 先在整片晶圆上利用前道晶圆制造的晶圆键合技术、光刻技术、蚀刻技术、再布线技术一次性完成封装，之后再行切割制成单颗组件。采用 WLP 封装的声表双工器最小体积为 1.5mm×1.1mm，比同类 CSP 封装器件小 40%以上。

图39 4G 及 5G 智能手机主流方案所需射频前端产品

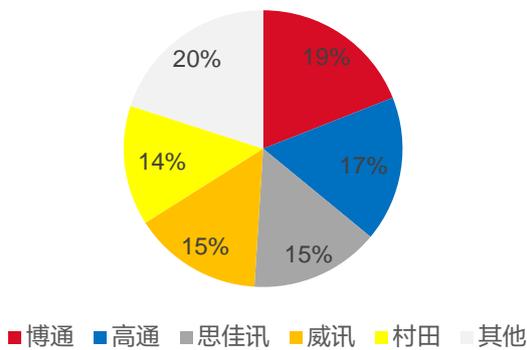


资料来源：慧智微，东海证券研究所

3.3. 滤波器国产化持续推进，IDM 模式具备测试优势

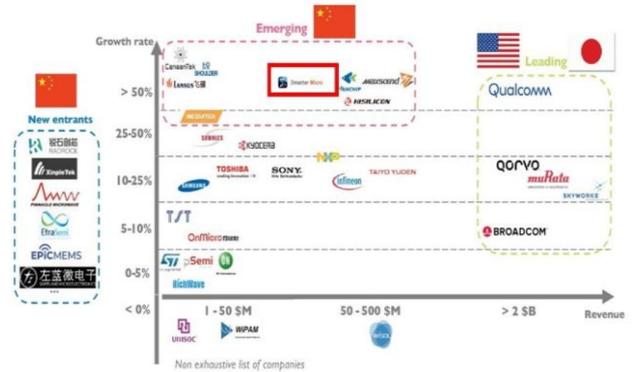
射频前端市场由海外大厂主导，国产化率仍然较低。海外大厂在 5G 商用过程中占据先发优势，据 Yole，2022 年全球射频前端市场中博通、高通、思佳讯、威讯、村田等前五大供应商市场份额达到 80%。其中思佳讯、威讯在射频前端领域拥有较为完整的产品线，博通、村田滤波器市场份额较高，高通的基带芯片业务与射频前端业务具备一定协同效应。

图40 2022 年全球射频前端市场竞争格局 (%)



资料来源：Yole，东海证券研究所

图41 2020 年全球射频前端供应商收入规模及增速对比



资料来源：Yole，东海证券研究所

国产化供应商以单一器件切入，并向射频前端模组延伸。近年来射频前端领域国产化供应商发展迅速，包括 PA 器件及模组领域的唯捷创芯、慧智微、紫光展锐、飞骧科技、昂瑞微，射频开关及 LNA 领域的卓胜微、艾为电子、韦尔股份，滤波器领域的麦捷科技、好达电子、德清华莹等，部分供应商已实现由单一器件向其他射频前端器件及模组的产品延伸。

表15 国内射频前端供应商产品线对比

公司	CMOS PA	GaAs PA	SOI Switch	LNA	滤波器	接收模组	收发模组	Wi-Fi 射频频模组	NB-IoT PA
卓胜微		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
唯捷创芯		✓	✓	✓		✓	✓	✓	
慧智微		✓	✓	✓		✓	✓		✓
昂瑞微	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓
飞骧科技	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓

资料来源：飞骧科技，东海证券研究所

导入主流智能手机品牌客户，市场份额持续提升。我国是全球最大的智能手机生产国，据 Omdia，2023 年小米、OPPO、传音、vivo、荣耀、摩托罗拉（联想）、Realme、华为等 8 家厂商合计出货量达 6.14 亿部，全球市场份额达 54%。随着智能手机供应链体系的开放，以及国内供应商芯片设计能力、集成化模组研发能力的提升，国内射频前端供应商持续导入主流智能手机品牌客户和闻泰、龙旗、华勤等 ODM 厂商客户，并逐步由中低端机型向中高端机型渗透。2023 年卓胜微、唯捷创芯、飞驒科技、慧智微营收分别为 43.78 亿元、29.82 亿元、17.17 亿元、5.52 亿元，全球市场份额仍然具备较大的提升空间。

表16 全球主要智能手机品牌出货量（亿台）

品牌	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年	
	出货量	市场份额	出货量	市场份额	出货量	市场份额	出货量	市场份额
苹果	2.04	16%	2.36	18%	2.31	19%	2.33	20%
三星	2.56	20%	2.72	20%	2.59	21%	2.25	19%
小米	1.48	11%	1.90	14%	1.52	13%	1.47	13%
OPPO	1.05	8%	1.34	10%	1.07	9%	1.03	9%
传音	0.23	2%	0.31	2%	0.68	6%	0.95	8%
Vivo	1.08	8%	1.34	10%	0.98	8%	0.90	8%
荣耀	-	0%	0.40	3%	0.59	5%	0.57	5%
摩托罗拉	0.33	3%	0.48	4%	0.47	4%	0.45	4%
Realme	0.39	3%	0.58	4%	0.53	4%	0.42	4%
华为	1.90	15%	0.35	3%	0.28	2%	0.37	3%

资料来源：Omdia，东海证券研究所

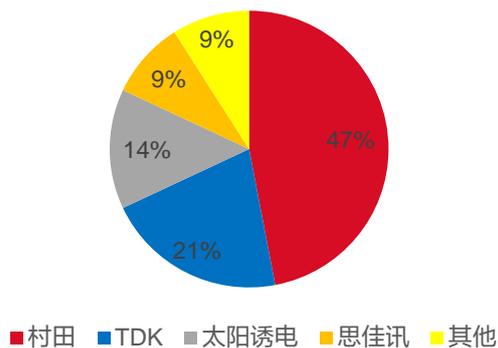
表17 射频前端厂商经营模式及主要客户

企业名称	经营模式	相关产品	主要客户
思佳讯	IDM	射频前端模组、滤波器、功率放大器、衰减器	苹果、三星电子、小米、OPPO、vivo、中兴通讯等终端客户、OEM 厂商及航空航天、军事领域客户等
威讯	IDM	射频前端模组、滤波器、功率放大器、射频开关	苹果、中兴通讯等通讯领域客户及航空航天、国防领域客户等
博通	Fabless	射频前端模组、滤波器、功率放大器	多数全球前 500 强以及众多政府机构等
高通	Fabless	射频前端模组、滤波器	苹果、三星电子、小米、OPPO、vivo 等
村田	IDM	射频前端模组、滤波器、射频开关、功率放大器	各类移动终端及射频前端企业等
卓胜微	Fabless	射频开关、射频低噪声放大器	三星、小米、OPPO、vivo、联想、魅族、TCL 等
唯捷创芯	Fabless	射频功率放大器模组、射频开关、射频前端模组	小米、OPPO、vivo、华勤通讯、龙旗科技、闻泰科技、移远通信等
飞驒科技	Fabless	射频前端芯片	苹果、荣耀、三星、联想（摩托罗拉）、传音、Realme 等，以及华勤技术、闻泰科技、天珑移动、龙旗科技、中诺通讯等 ODM 厂商
慧智微	Fabless	射频前端芯片	三星、OPPO、vivo、荣耀等业内知名智能手机品牌，闻泰科技、华勤通讯等一线移动终端设备 ODM 厂商和移远通信、广和通、日海智能等头部无线通信模组厂商
昂瑞微	Fabless	射频前端芯片	荣耀、小米、三星、摩托罗拉、中兴、联想、传音、龙旗、闻泰、OPPO、vivo 等

资料来源：唯捷创芯、飞驒科技、慧智微，东海证券研究所

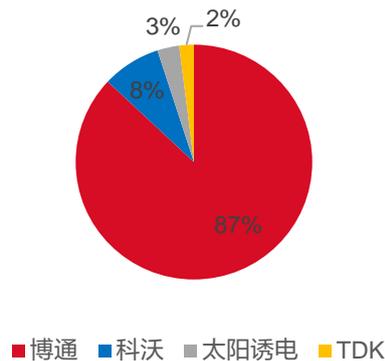
滤波器国产化有待突破。目前 PA、LNA、射频开关、天线等器件已实现较高的国产化程度，滤波器国产化率仍然较低。全球 SAW 滤波器市场由村田、TDK、太阳诱电、思佳讯等日本、美国厂商占据大部分市场份额，BAW 滤波器市场则由美系厂商垄断，博通并购 Avago 后凭借其 FBAR 技术实现一家独大，其他供应商包括威讯、太阳诱电等。国内滤波器供应商普遍从 SAW 滤波器起步，BAW 滤波器领域由于存在成本高、良率低、专利等问题，国内供应商的布局处于相对早期的阶段。

图42 2019年 SAW 市场格局 (%)



资料来源: Yole, 东海证券研究所

图43 2019年 BAW 市场格局 (%)



资料来源: Yole, 东海证券研究所

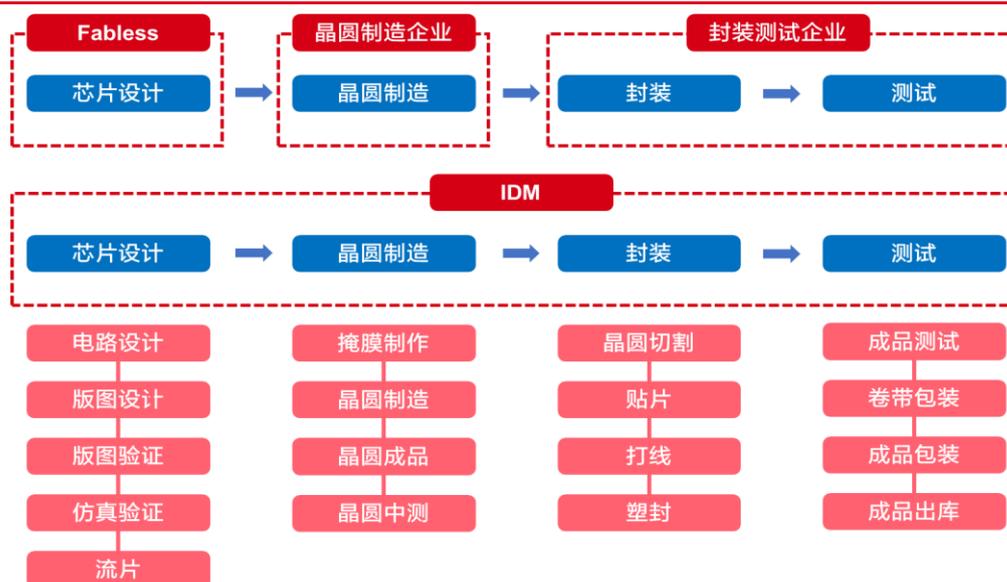
IDM 模式是 SAW 滤波器供应商的主流经营模式。射频开关、LNA、PA 等器件的衬底材料为半导体材料,可采用标准半导体工艺,供应商多采用 Fabless 模式,专注芯片设计,将晶圆制造、封装、测试等环节交由第三方企业完成。SAW 滤波器则需要使用铌酸锂、钽酸锂、石英等压电材料,在封装时还需要配置表面清洁、空腔密封等特殊工序,大部分晶圆制造和封测代工厂不具备相应产线,供应商普遍采用 IDM 模式,实现芯片设计、晶圆制造、封装、测试等各环节的垂直整合。

表18 SAW 滤波器、双工器生产模式差异

射频前端芯片类型	衬底材料	工艺特点	生产模式
开关、低噪声放大器、功率放大器	Ⅲ-V 族化合物、SiGe、SOI 等半导体材料	采用标准半导体工艺	Fabless 模式为主
SAW 滤波器/双工器	铌酸锂、钽酸锂、石英等压电材料	采用半导体工艺,但侧重于在芯片制造时对膜厚、线宽进行精确控制,同时在芯片封装时需要形成表面空腔	IDM 模式为主

资料来源: 好达电子, 东海证券研究所

图44 集成电路行业工艺流程及经营模式



资料来源: 慧智微、唯捷创芯, 东海证券研究所

4.盈利预测及投资建议

汽车内饰业务：公司作为国内汽车内饰织物材料行业龙头，有望保持在织物材料领域的领先地位，并随着合成革、超纤等产品新产能的投放，以及向座舱舒适系统等新产品的开拓，收入端增速有望较往年有所提升。同时，公司客户结构不断优化，结合在手订单情况，国内外新能源头部车企有望贡献收入端的主要增量。毛利率方面，预计公司织物材料业务毛利率保持平稳，合成革业务中 PU 革产品较 PVC 革产品占比持续提高，同时合成革业务、座套业务受益于销售收入快速增长带来的规模效应，毛利率稳步提升。

光伏发电业务：公司总装机容量、上网电量等保持稳定，但因上网电价有所下行，对销售收入、毛利率等产生一定影响。

期间费用：随着公司收入增速的提升，规模效应下销售费用率、管理费用率有望改善。

投资收益：芯投微合肥工厂计划年内实现 SAW 滤波器的投产及小批量出货，随着产能的逐步提升，有望增厚公司投资收益。

表19 分业务收入预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
面料	销售收入（百万元）	603	652	697	746
	成本（百万元）	468	502	533	567
	销售收入增长率（%）	-3%	8%	7%	7%
	毛利率（%）	22%	23%	24%	24%
合成革	销售收入（百万元）	465	582	640	704
	成本（百万元）	366	454	496	542
	销售收入增长率（%）	7%	25%	10%	10%
	毛利率（%）	21%	22%	23%	23%
座套	销售收入（百万元）	305	412	515	618
	成本（百万元）	262	350	435	519
	销售收入增长率（%）	-7%	35%	25%	20%
	毛利率（%）	14%	15%	16%	16%
电力	销售收入（百万元）	203	193	183	174
	成本（百万元）	89	87	84	82
	销售收入增长率（%）	-1%	-5%	-5%	-5%
	毛利率（%）	56%	55%	54%	53%
其他	销售收入（百万元）	227	238	250	262
	成本（百万元）	161	169	177	186
	销售收入增长率（%）	17%	5%	5%	5%
	毛利率（%）	29%	29%	29%	29%
合计	销售收入（百万元）	1,803	2,076	2,285	2,504
	成本（百万元）	1,346	1,561	1,726	1,896
	销售收入增长率（%）	1%	15%	10%	10%
	毛利率（%）	25%	25%	24%	24%

资料来源：同花顺，东海证券研究所

投资建议：预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 1.97 亿元、2.11 亿元、2.29 亿元，同比+3%、+7%、+9%，对应 EPS 为 0.13 元、0.14 元、0.16 元，按照 2024 年 7 月 8 日收盘价计算，对应 PE 为 26X、24X、23X。首次覆盖，给予“增持”评级。

5.风险提示

新业务拓展不及预期的风险。公司是织物材料龙头，并持续开拓合成革、超纤等产品类型，汽车内饰材料行业竞争激烈，产品价格存在一定不确定性，同时内饰配置趋势的演变也可能对公司产品结构的变化带来一定影响。公司通过参股芯投微布局滤波器领域，后续芯投微的持续融资以及合肥工厂量产进度可能影响公司投资收益预期。

下游客户汽车销量不及预期的风险。公司销售收入主要来自汽车内饰相关业务，与下游客户汽车销量密切相关，公司在南北大众、自主品牌等核心终端客户基础上积极开拓新能源车企项目，如下游客户汽车销量不及预期，可能影响公司汽车内饰业务收入及利润率情况。

原材料价格、光伏电站上网电价等波动的风险。公司汽车内饰业务的生产成本中原材料占比较高，纱线产品原材料成本占比在 60%-65%，织物材料、合成革、座套等产品原材料成本占比在 85%-95%，如原材料价格出现波动，或影响汽车内饰业务盈利水平。光伏发电业务方面，公司总装机容量稳定，上网电价波动可能对该项业务收入及毛利率产生影响。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	307	515	689	829
应收票据及账款	1,131	1,287	1,417	1,553
预付账款	8	10	10	11
其他应收款	4	3	3	3
存货	333	346	383	420
其他流动资产	557	538	545	552
流动资产总计	2,338	2,699	3,047	3,369
长期股权投资	538	535	543	561
固定资产	1,261	1,192	1,130	1,075
在建工程	22	36	43	40
无形资产	75	64	56	46
长期待摊费用	94	47	-	-
其他非流动资产	93	91	87	83
非流动资产合计	2,083	1,966	1,858	1,805
资产总计	4,421	4,664	4,905	5,174
短期借款	-	-	-	-
应付票据及账款	540	626	692	761
其他流动负债	147	170	188	206
流动负债合计	687	796	880	966
长期借款	89	89	89	89
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	91	91	91	91
负债合计	777	887	971	1,057
股本	1,471	1,471	1,471	1,471
资本公积	1,258	1,258	1,258	1,258
留存收益	911	1,049	1,196	1,357
归属母公司权益	3,640	3,777	3,925	4,086
少数股东权益	5	0	9	31
股东权益合计	3,644	3,778	3,934	4,117
负债和股东权益合计	4,421	4,664	4,905	5,174

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	170	183	202	225
折旧与摊销	122	144	146	101
财务费用	2	4	4	3
其他经营资金	-101	-41	-88	-93
经营性现金净流量	193	291	264	236
投资性现金净流量	-177	-20	-22	-24
筹资性现金净流量	-309	-63	-67	-72
现金流量净额	-293	208	175	140

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,803	2,076	2,285	2,504
营业成本	1,346	1,561	1,726	1,896
营业税金及附加	20	23	25	27
销售费用	23	25	25	25
管理费用	124	137	146	155
研发费用	55	62	69	75
财务费用	2	4	4	3
其他经营损益	0	-	-	-
投资收益	10	2	13	24
公允价值变动损益	7	7	7	7
营业利润	217	241	276	315
其他非经营损益	-5	-2	-2	-2
利润总额	212	239	274	313
所得税	42	47	54	62
净利润	170	192	220	251
少数股东损益	-21	-4	9	22
归属母公司股东净利润	191	197	211	229
EBITDA	336	388	424	418
NPOLAT	170	192	219	250
EPS(元)	0.13	0.13	0.14	0.16

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收益率	12%	12%	12%	13%
EBIT增长率	-10%	14%	14%	14%
EBITDA增长率	-7%	15%	9%	-1%
净利润增长率	-4%	3%	7%	9%
盈利能力				
毛利率	25%	25%	24%	24%
净利率	9%	9%	10%	10%
ROE	5%	5%	5%	6%
ROA	4%	4%	4%	4%
ROIC	5%	6%	7%	8%
估值倍数				
P/E	27	26	24	23
P/S	3	2	2	2
P/B	1	1	1	1
股息率	3%	1%	1%	1%
EV/EBIT	32	19	16	14
EV/EBITDA	20	12	10	10
EV/NOPLAT	40	24	20	17

资料来源：同花顺，东海证券研究所，股价截至 2024 年 7 月 8 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089