

创新新材（600361）

铝合金龙头有望充分受益于苹果 AI 引领的硬件创新周期

公司为铝合金加工行业龙头企业，2022 年借壳华联综超成功上市开启发展新征程。创新新材是一家涵盖生产经营 3C 消费电子铝型材、汽车轻量化铝型材、板带箔、铝杆及线缆、铝合金棒材、结构件等为主的大型现代化综合企业。公司生产基地覆盖中国山东、江苏、内蒙古、云南 4 省（自治区）和海外越南、墨西哥等国家，是全球规模最大的铝合金材料生产与研发基地之一，其中铝合金棒材市场占有率连续多年位居全球第一。根据中国有色金属加工工业协会数据，2022 年，公司铝合金圆铸锭销量为 291.3 万吨，国内和全球市场占有率分别为 10.9% 和 8.8%，均排名第一，是铝棒行业龙头企业。

国内外产能持续扩张，贡献业绩增长动能。公司通过非公开发行股份的方式募集不超过 15 亿元的配套资金，资助公司年产 80 万吨高强高韧铝合金材料项目（二期）、云南创新年产 120 万吨轻质高强合金材料项目（二期）。2023 年，公司启动建设“越南 10 万吨 3C 消费电子型材项目”、“年产 32 万吨新能源汽车轻量化铝合金材料项目”、“年产 25 万吨电工圆铝杆改建项目”、“年产 20 万吨高强节能铝合金导线项目”等项目，国内外产能持续扩充将进一步提升公司产品结构，贡献业绩增长动能。

公司是苹果铝合金材料合金供应商，有望充分受益于苹果 AI 引领的新一轮消费电子硬件创新周期。铝合金材料在消费电子结构件中应用广泛，铝合金散热性能优异，同时相比于钛合金加工难度和材料成本较低。在苹果 AI 引领的消费电子硬件创新周期中，端侧 AI 将持续增强对于手机散热性能的要求，铝合金结构件用量有望提升，公司为苹果核心铝合金供应商有望充分受益。

汽车轻量化带动铝合金单车用量提升，公司积极布局汽车轻量化型材汽车也有有望加速成长。汽车轻量化和新能源车渗透率提升有望带动单车铝合金用量提升，《节能与新能源汽车汽车技术路线图 2.0》预计到 2025 年和 2030 年单车用铝量分别达到 250kg/辆和 350kg/辆。公司在汽车轻量化领域成功跻身国内外多家知名汽车品牌和头部 Tier 1 供应商的合作伙伴，包括比亚迪、宁德时代、小米、理想、奔驰、宝马、奥迪等，有望受益于汽车轻量化趋势。

深度参与苹果再生铝闭环回收利用技术，再生铝处理能力持续提升有望进一步增厚利润。苹果持续推进再生铝应用，持续在各种 Apple 产品机身中采用 100%再生铝金属。公司 17 年和苹果在再生铝展开深度合作，凭借“合金配方建议+一流合金工艺+回收铝闭环循环”的综合解决方案成为苹果建立铝闭环供应链的中坚力量。2023 年，公司综合循环利用再生铝 101.39 万吨，为行业领先水平。预计 2024 年内将完成 14 条智能化进口再生铝回收处理生产线建设，将具备年处理 205 万吨再生铝生产能力，再生铝用量提升有望进一步增厚利润。公司与苹果中框核心供应商工业富联签署战略合作协议，在 3C 消费电子型材、废铝回收等环节展开战略深入全面合作，和下游结构件厂商深入绑定有望提升回收环节竞争力。

投资建议：预计公司 24/25/26 年收入为 870.0/973.5/1075 亿元，预计公司 24/25/26 年归母净利润为 14/20/26 亿。考虑到公司越南新增产能释放高成长性、苹果核心供应商地位、汽车成长空间广阔给予公司 25 年 20X PE，对应 400 亿市值，对应目标价 9.2 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、产能扩充不及预期、消费电子 ID 创新不确定性、汽车轻量化不及预期、股票交易异常波动风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	69,319.30	72,843.63	87,003.50	97,347.11	107,494.98
增长率(%)	16.64	5.08	19.44	11.89	10.42
EBITDA(百万元)	2,277.76	2,164.82	2,486.64	3,304.39	4,281.22
归属母公司净利润(百万元)	1,088.98	957.87	1,416.96	2,030.32	2,607.66
增长率(%)	25.36	(12.04)	47.93	43.29	28.44
EPS(元/股)	0.25	0.22	0.33	0.47	0.60
市盈率(P/E)	16.37	18.61	12.58	8.78	6.83
市净率(P/B)	2.25	1.76	1.31	1.31	1.12
市销率(P/S)	0.26	0.24	0.20	0.18	0.17
EV/EBITDA	11.49	10.93	4.79	4.90	3.97

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2024 年 07 月 13 日

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.11 元
目标价格	9.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,336.19
流通 A 股股本(百万股)	998.40
A 股总市值(百万元)	17,821.75
流通 A 股市值(百万元)	4,103.43
每股净资产(元)	2.40
资产负债率(%)	51.89
一年内最高/最低(元)	6.79/3.34

作者

潘暾 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001
liuyiting@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

包恒星 联系人
baohengxing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 铝合金加工龙头借壳上市开启发展新征程	4
1.1. 公司借壳上市，资本助推新发展	4
1.2. 股权结构清晰，下属企业覆盖面广泛	4
1.3. 产品多元，以棒材为基础，多产品协同发展	5
1.4. 原材料铝水区位优势提效降本，再生铝支持头部客户零碳需求	8
1.5. 产品结构持续优化，积极向高附加值产品转型	9
1.6. 国内外产能持续扩张，贡献业绩增长动能	10
2. 苹果铝材核心供应商，有望受益于手机铝合金用量提升趋势	11
2.1. 铝型材在消费电子结构件、散热中有广泛应用	11
2.2. iPhone 外观结构件材质持续升级，AI 有望带动铝合金用量提升	12
2.3. 苹果铝合金核心供应商，与苹果及工业富联合作深入	12
3. 汽车轻量化为铝加工行业带来新机遇	14
4. 投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图（截至 2024 年一季度末）	4
图 3：公司主要子公司	5
图 4：公司主要产品形态	6
图 5：主要消费电子铝型材产品和客户	6
图 6：公司产品在交通运输领域的主要应用	7
图 7：铝板带箔产品	7
图 8：铝板带箔产品型号及用途	8
图 9：铝杆线缆产品的应用领域	8
图 10：原料采购	9
图 11：公司营业收入及增速（右轴）	9
图 12：公司归母净利润及增速（右轴）	9
图 13：公司收入结构（亿元）	9
图 14：公司分产品单吨毛利对比（元/吨）	9
图 15：公司分产品毛利率情况	10
图 16：公司产品销售毛利率和净利率情况	10
图 17：公司费用率情况	10
图 18：公司资本开支和现金流情况	10
图 19：中国 3C 型材产量及增幅	11

图 20: 中国智能手机季度出货量、增长率	11
图 21: 智能手机铝合金框架	11
图 22: 平板电脑季度出货量	11
图 23: 平板电脑铝合金框架	11
图 24: 铝合金、不锈钢、钢铝复合压铸、钛合金对比	12
图 25: 公司为苹果核心供应商	12
图 26: 苹果产品机身采用 100%再生铝金属的产品	13
图 27: 工业铝型材产量及增幅	14
图 28: 2023 年工业铝型材下游应用结构	14
图 29: 中国汽车轻量化材料实施路径	15
图 30: 铝合金材料在车身应用的优点	15
图 31: 中国汽车工业月度销量情况	16
图 32: 中国新能源汽车月度销量情况	16
图 33: 汽车铝型材应用	16
表 1: 公司非公开发行募资用途	10
表 2: 前五大客户销售情况（单位：亿元）	13
表 3: 盈利预测	17
表 4: 可比公司估值	18

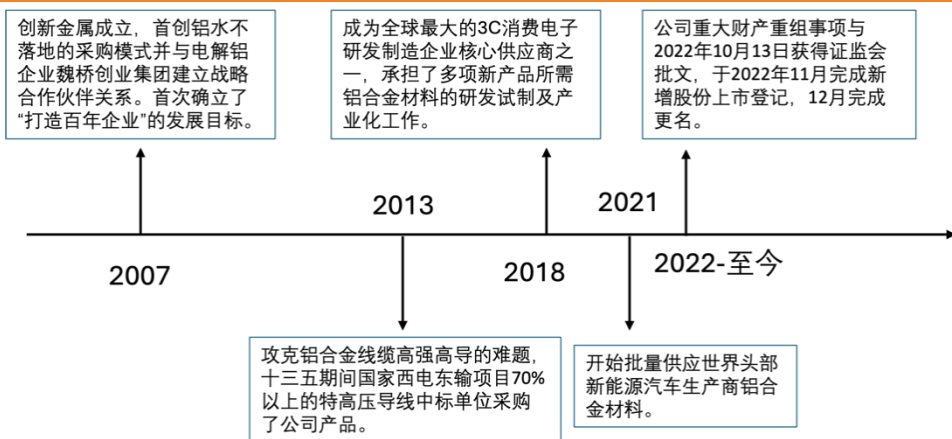
1. 铝合金加工龙头借壳上市开启发展新征程

1.1. 公司借壳上市，资本助推新发展

公司是铝合金棒材龙头，份额居全球第一。创新新材是一家涵盖生产经营 3C 消费电子铝型材、汽车轻量化铝型材、板带箔、铝杆及线缆、铝合金棒材、结构件等为主的大型现代化综合企业，公司生产基地覆盖中国山东、江苏、内蒙古、云南 4 省（自治区）和海外越南、墨西哥等国家，是全球规模最大的铝合金材料生产与研发基地之一，其中铝合金棒材市场占有率连续多年位居全球第一。根据中国有色金属加工工业协会数据，2022 年，公司铝合金圆铸锭销量为 291.3 万吨，国内和全球市场占有率分别为 10.9%和 8.8%，均排名第一，是铝棒行业龙头企业。

公司 2022 年借壳华联综超成功上市，开启新发展征程。华联综超，前身为北京华联商厦有限公司，于 1996 年创立，2001 年上市，主营线下超市零售。在 2021 年，华联综超筹划资产重组，收购民营铝棒龙头企业山东创新金属科技有限公司。2021 年 7 月，华联综超公告资产重组计划，2022 年 11 月，山东创新金属科技有限公司实现借壳上市，专注铝合金及其制品的研究开发与生产加工业务。以 2021 年 9 月 30 日为评估基准日，华联综超将其全部资产与负债出售给控股股东北京华联集团，以现金交易的方式置出资产合计 22.9 亿元。华联综超以发行股份方式购入资产，以 3.44 元/股的价格，共计购入约 33.4 亿股，共计 114.82 亿元，收购创新集团 100%股权，置入资产作价约 114.82 亿元。

图 1：公司发展历程

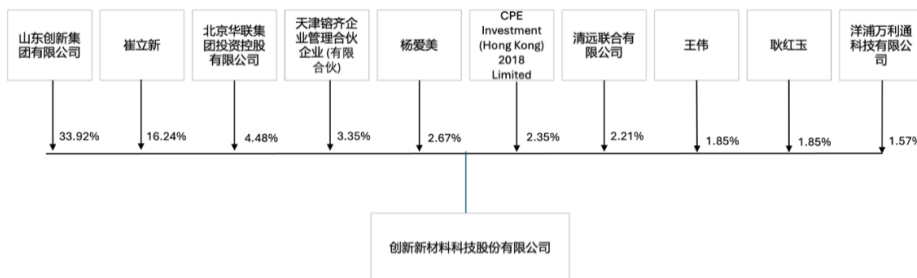


资料来源：创新新材官网、天风证券研究所

1.2. 股权结构清晰，下属企业覆盖面广泛

截至 2024 年一季度末，崔立新直接持有公司 16.24% 股权，并通过创新集团间接控制公司 24.36% 股权，为公司实际控制人。杨爱美（其兄崔闾的配偶）直接持股 2.67%，耿红玉（兄弟崔东的配偶）直接持股 1.85%，王伟（其配偶的兄弟）直接持股 1.85%。杨爱美、耿红玉、王伟为崔立新的一致行动人。

图 2：公司股权结构图（截至 2024 年一季度末）



资料来源：Wind、天风证券研究所

截至 2023 年 12 月 31 日，公司共有全资子公司 4 家，间接全资子公司 42 家，间接控股子公司 1 家，联营企业 2 家。下游子公司涵盖铝合金生产技术研发，原料及产品的生产加工，销售等各方面，产业链覆盖全面。

图 3：公司主要子公司

公司名称	主营业务	持股比例
全资子公司		
Drayton Management Limited	金属材料制造	100%
Greenwich Management Limited	新能源技术研发	100%
Wilkins Management Limited	金属材料制造	100%
山东创新金属科技有限公司	金属冶炼和延压加工	100%
间接全资子公司		
Gloucester Management Limited	金属材料制造	100%
Innovation Precision Vietnam Co., Ltd	金属制品	100%
Paramount New Materials, S.A. DE C.V.	金属材料制造	100%
Paramount Vision, S.A. DE C.V.	金属材料制造	100%
嘉善绿然资源回收有限公司	购销废旧金属	100%
内蒙古创新轻量化新材料有限公司	汽车零部件制造	100%
内蒙古创新新材料有限公司	有色金属冶炼和压延加工	100%
内蒙古创源板材有限公司	有色金属冶炼和压延加工	100%
内蒙古元旺金属科技有限公司	金属冶炼和延压加工	100%
青岛利旺精密科技有限公司	合金材料的研发制造	100%
山东创北再生资源有限公司	废旧金属回收	100%
山东创丰新材料科技有限公司	合金金属材料生产研发	100%
山东创丰再生资源有限公司	废旧金属回收	100%
山东创格新材料科技有限公司	有色金属冶炼和压延加工	100%
山东创辉新材料科技有限公司	金属冶炼和延压加工	100%
山东创惠再生资源有限公司	废旧金属回收	100%
山东创冉回收有限公司	废弃资源综合利用	100%
山东创泰再生资源有限公司	废旧金属回收	100%
山东创新板板有限公司	生产销售高精铝板带箔材	100%
山东创新北海有限公司	金属制品	100%
山东创新箔材科技有限公司	金属冶炼和延压加工	100%
山东创新工贸有限公司	金属材料批发	100%
山东创新合金材料有限公司	废旧铝合金回收	100%
山东创新合金研究院有限公司	有色金属的研发、检测、技术改进及咨询	100%
山东创新精铝金属制造有限公司	有色金属冶炼和压延加工	100%
山东创新精密科技有限公司	金属制品	100%
山东创新再生资源利用有限公司	废旧金属回收	100%
山东创新贞旺经贸有限公司	金属制品销售	100%
山东创源回收有限公司	废旧金属回收	100%
山东创源再生资源有限公司	废旧金属回收	100%
山东亨旺特导线缆有限公司	电线、电缆制造	100%
山东元旺电工科技有限公司	金属冶炼和延压加工	100%
上海固达励铝业公司	有色金属及合金材料销售	100%
深圳云创新材料有限责任公司	金属冶炼和延压加工	100%
苏州创惠新材料有限公司	金属材料销售	100%
苏州创泰合金材料有限公司	金属制品	100%
苏州创泰精密科技有限公司	汽车制造	100%
云南创联合金有限公司	有色金属加工销售	100%
云南创联轻量化汽车材料有限公司	汽车零部件制造	100%
云南创拓再生资源回收有限公司	废旧金属回收及利用	100%
云南创新合金有限公司	金属制品加工销售	100%
云南利旺工贸有限公司	有色金属销售	100%
间接控股子公司		
云南创格新材料科技有限公司	有色金属加工销售	51%
联营企业		
山东华建铝业科技有限公司	有色金属加工	25%
山东礼德新能源科技有限公司	有色金属加工	24.50%

资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 产品多元，以棒材为基础，多产品协同发展

公司专注于铝合金及其制品研发、生产和加工的技术型企业，致力于为下游应用领域提供铝合金综合解决方案。公司产品形态主要包括铝合金棒材、型材、结构件、板带箔、铝杆线缆等。公司掌握从合金化研发到精深加工的全流程体系，具备多种铝合金牌号的研发和制造能力，能够满足客户对多元化、定制化产品的需求。

公司产品线丰富，广泛应用于多个下游领域，创新金属铸棒产能全国领先。产品主要服务于航空航天(2A12、7075)、3C 电子(6013、6063、7003)、汽车轻量化(3003、4032、6061)、新能源及轨道交通(6005、6082)、建筑业(6061、6063、6005)等领域。凭借优质产品，公司成为苹果、比亚迪、宝马、奔驰等知名企业的供应商。

图 4：公司主要产品形态

产品	应用领域	用途	案例
	3C 电子	主要用于电子产品的外观件、支撑件	
	汽车轻量化	主要用于汽车装饰件、天窗导轨、汽车座椅、电池托盘等	
	轨道交通	主要用于城市车辆轨道、高铁动车轨道、航空航天	
	新能源	主要用于新能源光伏组件、光伏边框、支架等	
	5G 基站	主要用于 5G 基站的基础设施建设	

资料来源：创新新材 2023 年报、天风证券研究所

棒材优势奠定型材基础，智能制造助力结构件优势。公司的棒材产品是以电解铝液、铝锭、再生铝等为主要原料，经过特定的合金化配比及独特的生产制程铸造而得，是铝挤压、锻造或铸造的最重要主材。公司已规模化量产消费电子铝型材、轨道交通和汽车轻量化铝型材、结构件。汽车类产品涵盖发动机悬置、新能源电池系统、电池托盘等部件。公司消费电子铝型材产品包括笔记本电脑外壳材料、平板电脑外壳材料、手机外壳和中框材料等。这些铝型材产品在进一步加工后，将应用于苹果、戴尔、惠普等品牌的笔记本电脑、平板电脑和智能手机，下游客户包括富士康、立铠精密等知名厂商。交通运输领域，公司所生产型材主要应用于轨道交通和汽车轻量化领域，产品经加工后主要应用于地铁、车身车架、电池包、保险杠、防撞梁、门槛梁、装饰件和悬架系统零件等。

图 5：主要消费电子铝型材产品和客户



资料来源：创新新材 2023 年报、天风证券研究所

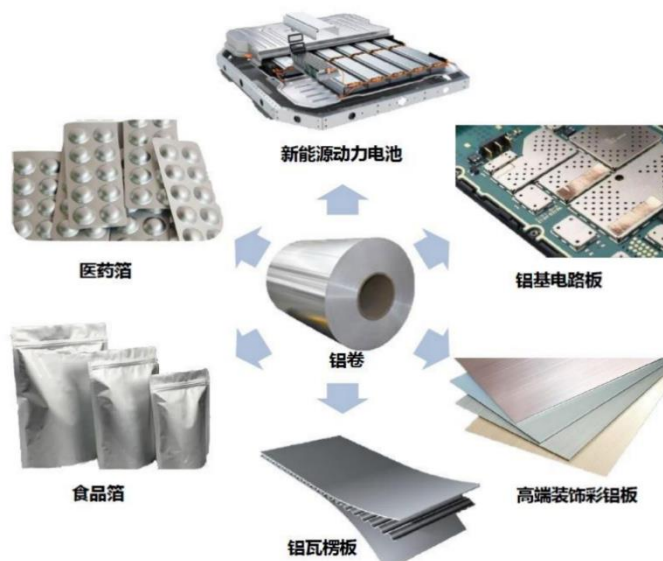
图 6：公司产品在交通运输领域的主要应用



资料来源：创新新材 2023 年报、天风证券研究所

铝板带箔各型号覆盖全面，满足客户个性化需求。公司的铝板带主要供应中厚板、铝板带以及铝箔产品，可满足各类客户的个性化需求。公司板带箔产品为我国航空航天、汽车制造、包装印刷、建筑装饰、电器电子等行业的发展提供有力的原料支持。公司拥有国内先进的生产设备包括倾斜式铸轧机 50 台、高效四辊冷轧机 11 台、箔轧机 3 台、大扁锭铸造机 3 台。相关产品主要应用于建筑装饰、家电、包装材料、汽车铝板、锂电池外壳等，为航空航天、汽车制造、包装印刷等行业提供原料支持，并已实现规模化量产。公司为多家知名企业提供高品质铝材料，为中国建筑装饰材行业铝基材的最大供应商之一，也是 LED 印刷电路板行业铝基覆铜板的主要铝材供应商之一。

图 7：铝板带箔产品



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：铝板带箔产品型号及用途

产品类型	合金牌号	厚度范围 (mm)	用途
中厚板	1~8系	4-240	五金制品、汽车板、模具、化工料仓、机械加工件等
铝板	1系、3系、5系、6系、8系	0.8-3	建筑装饰铝板、货车油箱板、中空玻璃、铝隔条等
双零铝箔坯料	1235、1145 8079、8111	0.2-0.5	用于生产双零铝箔，双零铝箔厚度 < 0.007mm
单零铝箔坯料	1系、3系、8系	0.2-0.5	用于生产单零铝箔
单零箔	1系、3系、8系	0.009-0.099	用于家用箔、容器箔、防水箔、美发箔、家带箔等
装饰彩涂铝基	1系、3系、5系	≥0.01	铝塑板、屋面材铝板、家具面板、广告材铝板等
CTP版	1系	0.1-0.3	印刷行业
图片及坯料	1系、3系、8系	0.2-1.5	锅具、酒盖类、化妆品等
氧化料	1系、3系、5系	0.2-3	装饰材料、LED铝基覆铜板等

资料来源：公司公告、天风证券研究所

铝杆线缆产品覆盖电力，家用电器行业。公司在铝杆、线缆领域以合金铝杆和纯铝电工圆铝杆、裸铝线为主导产品。公司铝杆线缆业务已实现规模化量产。产品主要供应国家电网主要运用的中强度，高导电率等各系列合金铝杆和合金铝导线，以及下游覆盖电力电缆、架空线和家用电器等领域。并且，公司积极参与国家级建设项目，推动企业进一步发展。公司在铝杆和线缆行业方面，长期参与国家高强度超导电缆标准的制定工作，并与国缆研究所以及电科院保持紧密的合作关系。在“十三五”期间，国家重点项目“西电东输”中，超过 70%的特高压导线采购中标单位选择了公司提供的相关产品。

图 9：铝杆线缆产品的应用领域



资料来源：公司公告、天风证券研究所

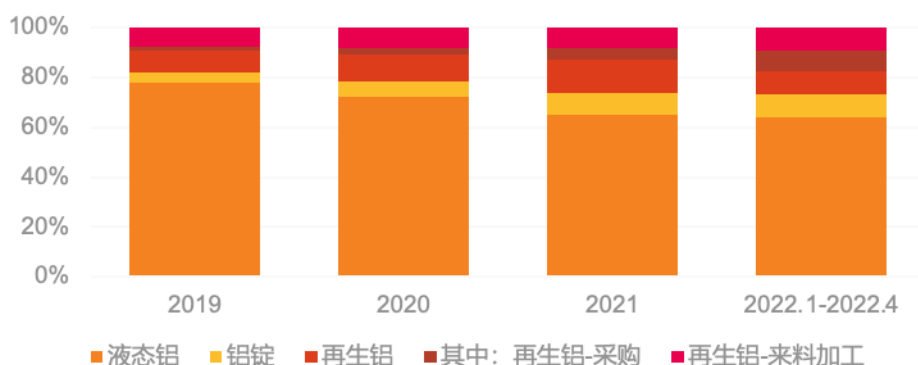
1.4. 原材料铝水区位优势提效降本，再生铝支持头部客户零碳需求

公司主要原材料为电解铝液（铝水）、铝锭及再生铝。根据客户订单及生产经营计划，公司采用“以销定产、以产定购”的模式向供应商进行采购。

公司主要原材料供应稳定，运输成本较低。公司主要供应商为魏桥集团及其子公司（山东宏桥新型材料），公司自魏桥集团主要采购铝水、铝锭等主要原材料。公司实行战略供应商制度，与主要供应商合作关系稳定持久，原材料供应及时。同时公司主要生产基地与魏桥集团地理位置相近，具备区位优势。

再生铝使用比例加大，有望带动盈利能力提升。公司积极布局再生铝领域，再生铝占生产原料比例逐渐加大。公司再生铝原料采购主要来自于再生铝市场以及自身生产废料。再生铝具有价格优势有助于进一步增厚利润，同时有助于提升原料利用率，丰富原材料端供应。

图 10：原料采购



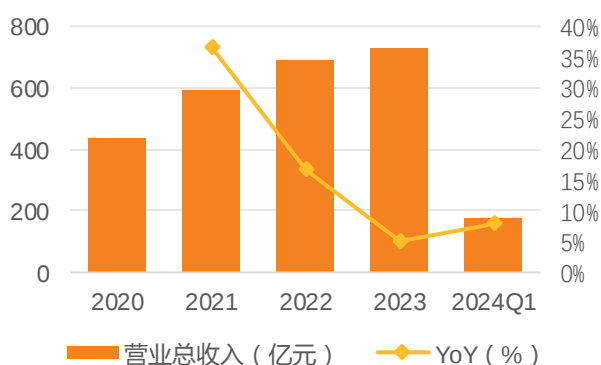
资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司在云南开展水电铝项目，内蒙古风光电铝项目，采用绿色水电铝，风光电铝为原材料生产铝合金棒材，充分满足部分终端客户环保低碳要求，把握绿色铝行业发展趋势。

1.5. 产品结构持续优化，积极向高附加值产品转型

2023 年受到下游客户需求阶段性放缓影响业绩承压，24Q1 订单有所恢复业绩呈现复苏趋势。2023 年公司实现营业收入 728.44 亿元，同比增长 5.08%；实现归母净利润 9.58 亿元，同比下降 12.10%，主要受下游客户需求阶段性放缓的影响。随着建设产能不断投产，公司 2023 年产量达 471.96 万吨，与去年同期相比上升 11.78%。24Q1 公司营业收入 177.79 亿元，同比增长 7.78%；归属于上市公司股东的净利润 2.82 亿元，同比增长 6.02%；扣非后净利润 2.73 亿元，同比增长 16.04%。

图 11：公司营业收入及增速（右轴）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：公司归母净利润及增速（右轴）



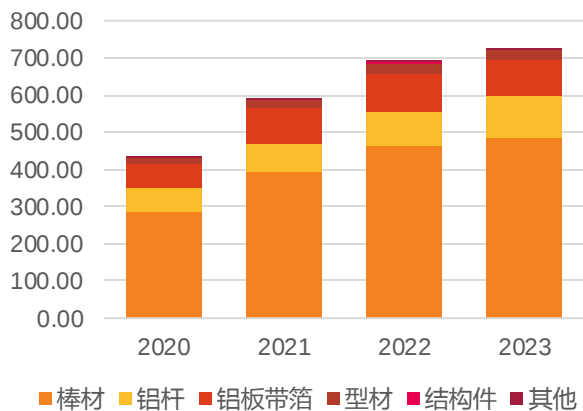
资料来源：Wind、天风证券研究所

公司主要业务收入来源于棒材。公司为国内领先铝合金原料生产商，棒材产能百万吨级别，业务体量较大，公司在下游市场得到了广泛的市场认可，特别是在部分高端产品领域已建立了强大的产品壁垒。随着公司的持续发展，公司有必要不断进行产能优化，持续提升高技术含量、高附加值的优势高端产品供应，优化产品结构，提升盈利能力。

产品结构优化，加工费逐步提升。公司销售定价采用“铝基准价+加工费”定价方式，销售单价受铝基准价和加工费影响。型材和板带箔加工工艺要求较高，对应的加工费水平也较高，单吨盈利更好。同时公司通过产品结构优化，使产品向下游新兴领域延伸，产品朝高端化、定制化发展，从而有助于带动产品单吨加工费提升，增强盈利能力。

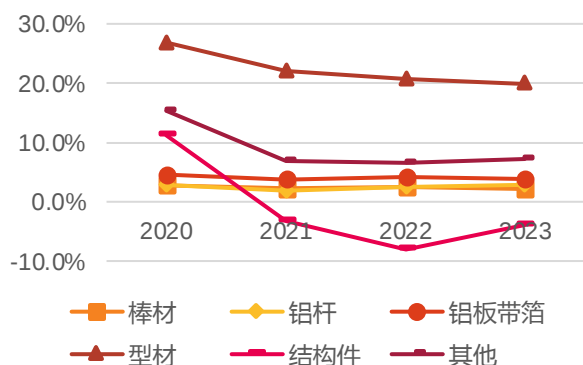
图 13：公司收入结构（亿元）

图 14：公司分产品单吨毛利对比（元/吨）



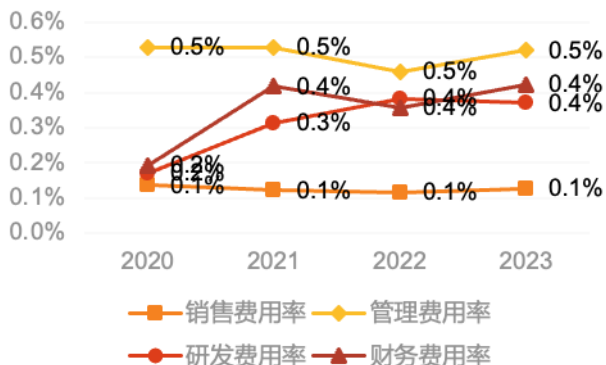
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 15：公司分产品毛利率情况

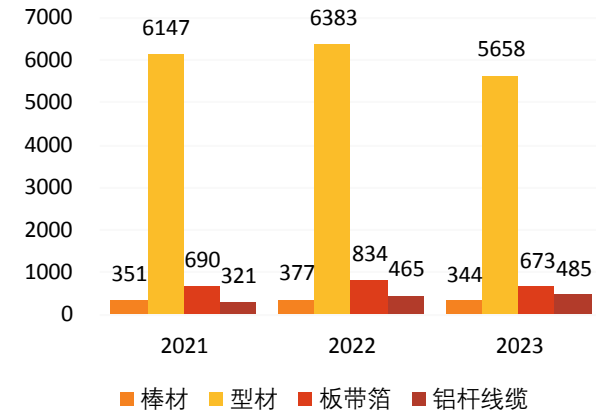


资料来源：Wind、天风证券研究所

图 17：公司费用率情况

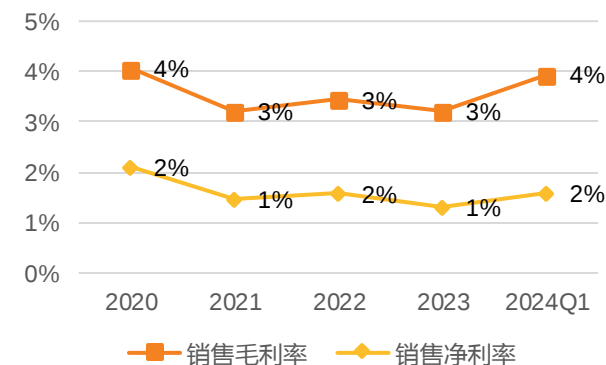


资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 16：公司产品销售毛利率和净利率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 18：公司资本开支和现金流情况

1.6. 国内外产能持续扩张，贡献业绩增长动能

国内外产能持续扩张，贡献业绩增长动能。公司通过非公开发行的方式募集不超过 15 亿元的配套资金，用于公司年产 80 万吨高强高韧铝合金材料项目（二期）、云南创新年产 120 万吨轻质高强合金材料项目（二期）。2023 年，公司启动建设“越南 10 万吨 3C 消费电子型材项目”、“年产 32 万吨新能源汽车轻量化铝合金材料项目”、“年产 10 万吨交通运输轻量化铝合金零部件及 IT 配件项目”、“年产 25 万吨电工圆铝杆改建项目”、“年产 20 万吨高强节能铝合金导线项目”等项目，国内外产能持续扩充将进一步提升公司产品结构，贡献业绩增长动能。公司自 2022 年开始引进 14 条智能化进口再生铝回收处理生产线，预计 2024 年内安装完毕，建成后，公司具备年处理 205 万吨再生铝生产能力，将达到国内国际领先水平。

表 1：公司非公开发行募资用途

项目名称	生产产品	原材料	新增产能	拟投入募集资金金额
年产 80 万吨高强高韧铝合金材料项目（二期）	各类铝合金棒材	火电铝，再生铝	50 万吨	70000 万元
云南创新年产 120 万吨轻质高强铝合金材料项目(二期)	各类铝合金棒材	水电铝	80 万吨	80000 万元

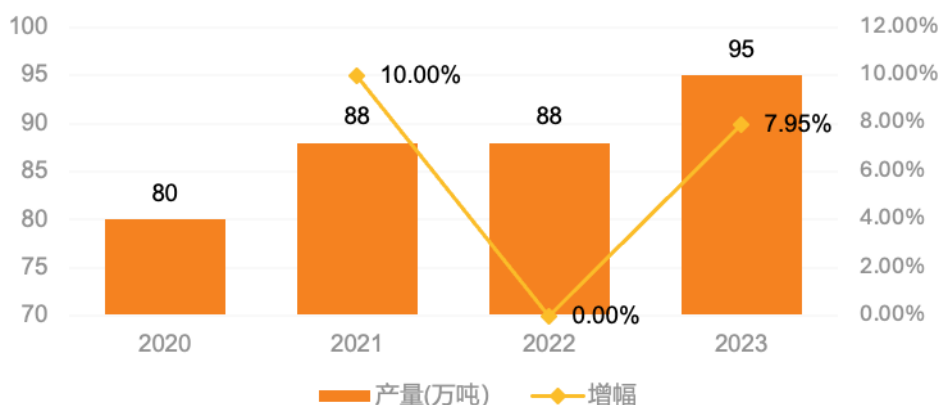
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 苹果铝材核心供应商，有望受益于手机铝合金用量提升趋势

2.1. 铝型材在消费电子结构件、散热中有广泛应用

铝型材在消费电子行业得到广泛应用。铝型材凭借其优异的成型性、抗氧化防腐性和良好的导热散热性能，它被用作电子产品的外壳、散热器、电路架和显示屏框架等，可有效提高产品的防护性、美观度、散热效率和结构稳定性，成为消费电子产品中不可或缺的重要材料。

图 19：中国 3C 型材产量及增幅



资料来源：中国有色金属加工工业协会、天风证券研究所

3C 电子产业已经成为铝加工行业发展的重点领域之一。铝合金由于其低密度的特点，能够较好符合 3C 电子产品的轻量化要求，进而推动了铝的应用及铝产品附加值产业的发展。同时由于其产业链完善、产能规模庞大，从而使其成为了 3C 电子产品市场外观与结构材料的理想选择。智能手机方面，伴随 5G 技术的推广，以高强度铝合金中框+玻璃/陶瓷背板设计的大屏幕手机将主导市场。平板电脑方面，性能提升带动需求增长，同时 2019-2021 年受疫情影响，居家办公兴起，平板电脑出现显著增长，疫情后，需求量趋于平缓，根据 Strategy Analytics 的报告进行预测，未来几年需求将保持在每年 1.5-1.6 亿台左右的水平。

图 20：中国智能手机季度出货量、增长率



资料来源：IDC、天风证券研究所

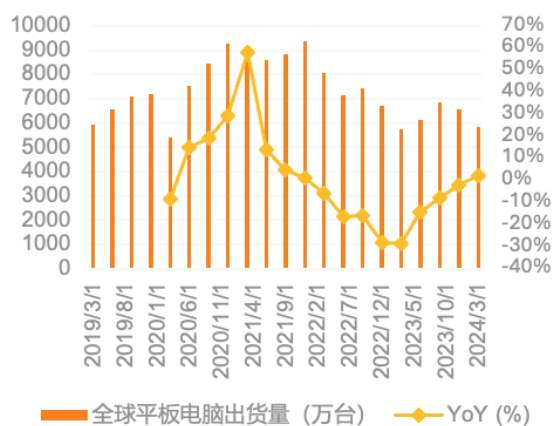
图 22：平板电脑季度出货量

图 21：智能手机铝合金框架



资料来源：荣创金属官网、天风证券研究所

图 23：平板电脑铝合金框架



资料来源：彭博、天风证券研究所



资料来源：长鸿精密官网、天风证券研究所

2.2. iPhone 外观结构件材质持续升级，AI 有望带动铝合金用量提升

智能手机 AI 功能持续增强对于手机散热性能要求提升，铝合金结构件用量有望提升。iPhone 外观持续升级，塑料->铝合金->不锈钢->钛合金持续升级。iPhone 15 Pro 是首款在设计中采用航空级钛金属的 iPhone，钛的强度重量比超越绝大多数金属，由此实现了最轻的 Pro 机型。钛金属边框通过固态扩散技术，与新的铝金属内框焊接在一起。这项行业创新技术利用热机械加工艺，实现了这两种金属的高强度接合，内框以 100%再生铝金属打造。钛合金在强度和耐疲劳度具备优势，铝合金在成本、加工难度上具备优势。从散热性能角度，铝合金更占优势，我们认为随着端侧 AI 算力增强，对于手机散热要求有望进一步提升，带动具有更高导热性铝合金材料应用。

图 24：铝合金、不锈钢、钢铝复合压铸、钛合金对比

	铝合金	不锈钢	钢铝复合压铸	钛合金
成本	*	***	**	****
重量	*	****	**	***
强度 (屈服)	*	***	***	****
耐腐蚀性	*	***	**	****
延展性	*	**	*	****
表面氧化 (耐腐蚀)	****	不能	**	不能
电镀 (耐腐蚀)	*	****	***	**
加工难度	*	***	**	****
良率	**** (80%)	*	*** (70%)	* (30-40%)
外观效果	*	***	**	***
工艺成熟度	****	**	***	*
加工方式	多轴加工	锻造+CNC 车CNC	压铸+CNC	锻造+CNC 车CNC

资料来源：cmpe360 官网、天风证券研究所

2.3. 苹果铝合金核心供应商，与苹果及工业富联合作深入

苹果核心供应商，3C 消费电子占比逐年提高。公司是苹果产业链的核心供应商，为苹果系列电子产品如笔记本电脑、平板电脑、手机和耳机提供铝合金圆铸锭、铝型材和结构件等关键材料。合作流程涵盖从产品规格和生产工艺的沟通、打样测试和试制，到小批量验证及方案优化和最终实现产品销售。公司承揽了部分苹果产业链相关项目，相关产品由公司直接向苹果产业链的下游代工厂如富士康、可成等销售。得益于公司棒材生产和型材加工技术优势，公司 3C 消费电子领域优势日益增长，同时与消费电子头部厂商苹果、华为、小米等密切合作。

图 25：公司为苹果核心供应商

CLEAN ENERGY PROGRAM SUPPLIER*	SUPPLIER NAME	PRIMARY LOCATIONS WHERE MANUFACTURING FOR APPLE OCCURS	
⚡	Rohm Company Limited	Tianjin	China mainland
		Fukushima, Ibaraki, Kyoto, Okayama	Japan
		Kelantan	Malaysia
		Cavite	Philippines
		Pathum Thani	Thailand
⚡	SABIC - Saudi Arabian Oil Company	Guangdong, Shanghai	China mainland
		Singapore	Singapore
		Indiana	United States
⚡	Samsung Electro-Mechanics Company Limited	Tianjin	China mainland
		Laguna	Philippines
		Busan, Sejong	South Korea
		Chachoengsao	Thailand
⚡	Samsung Electronics Company Limited	Jiangsu, Shaanxi	China mainland
		Chungcheongnam-Do, Gyeonggi-Do	South Korea
		Texas	United States
		Bac Ninh	Vietnam
⚡	Samsung SDI Company Limited	Tianjin	China mainland
		Chungcheongnam-Do	South Korea
⚡	San'an Optoelectronics Co., Ltd.	Fujian	China mainland
⚡	Shandong Innovation Group	Shandong	China mainland

资料来源：苹果官网、天风证券研究所

表 2：前五大客户销售情况（单位：亿元）

2019			2020			2021			2022.1-2022.4		
客户	销售收入	占比	客户	销售收入	占比	客户	销售收入	占比	客户	销售收入	占比
山东华建铝业集团有限公司	32.37	8.53%	山东华建铝业集团有限公司	28.42	6.59%	山东华建铝业集团有限公司	31.33	5.34%	山东华建铝业集团有限公司	15.38	6.88%
万丰奥特控股集团有限公司	8.98	2.37%	中铝佛山国际贸易有限公司	11.96	2.77%	中铝佛山国际贸易有限公司	11.09	1.89%	厦门建发股份有限公司	7.18	3.21%
厦门象屿股份有限公司	6.76	1.78%	孔源瑞丰贸易有限公司	8.63	2%	浙江博奥铝业股份有限公司	9.16	1.56%	安徽鑫铂铝业股份有限公司	4.08	1.82%
孔源瑞丰贸易有限公司	6.49	1.71%	山东新亿佳铝业有限公司	5.8	1.34%	孔源瑞丰贸易有限公司	8.91	1.52%	台山市金桥铝型材厂有限公司	4.01	1.79%
浙江博奥铝业股份有限公司	5.55	1.46%	浙江博奥铝业股份有限公司	5.67	1.31%	富士康集团	7.77	1.32%	富士康集团	3.72	0.66%
合计	60.15	15.85%	合计	60.48	14.02%	合计	68.26	11.64%	合计	34.37	14.36%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

苹果积极推进净零碳排放目标和再生铝应用。苹果参与 RE100 项目并做出一下承诺：让航空差旅足迹中的 5% 转用可持续航空燃料；每年采购的原铝中至少有 10% 达到或超过先行者联盟对于“净零排放原铝”的定义；并确保到 2030 年，每年采购的全部铝材中至少有 50% 源自再生铝。苹果还通过森林投资者俱乐部（Forest Investor Club）等外部倡议计划以及苹果自己的 Restore Fund 支持投资林业和碳清除项目。苹果持续在各种 Apple 产品机身中采用 100% 再生铝金属：所有 iPad 机型，也与 Apple Watch Series 8、Apple Watch SE、MacBook Air、Mac mini、14 英寸和 16 英寸 MacBook Pro 电脑一样，机身采用 100% 再生铝金属来制造。此外，全新 Studio Display 采用 100% 再生铝金属支架，Mac Studio 的机身和 Apple TV 的散热模组底座均采用 80% 再生铝金属。

图 26：苹果产品机身采用 100% 再生铝金属的产品



资料来源：苹果官网、天风证券研究所

公司深度参与苹果再生铝闭环回收利用技术，再生铝处理能力持续提升。在 2017 年苹果的再生铝技术还在研发阶段时，就开始和公司展开合作，共同开发再生铝的闭环回收利用技术。公司董事长崔立新曾透露，公司凭借“合金配方建议+一流合金工艺+回收铝闭路循环”的综合解决方案，成为苹果建立铝闭环供应链的中坚力量。自 2017 年开始与苹果公司合作开展再生铝的回收与再利用，在再生铝保级与升级方面行业地位领先。2023 年，公司综合循环利用再生铝 101.39 万吨，其中：公司回收再生铝 69.89 万吨，回用自有产线回用铝 31.50 万吨，为行业领先水平。公司自 2022 年开始引进 14 条智能化进口再生铝回收处理生产线，预计 2024 年内安装完毕，建成后，公司具备年处理 205 万吨再生铝生产能力，将达到国内国际领先水平。

公司和苹果中框核心供应商工业富联签署战略合作协议，在 3C 消费电子型材、废铝回收等环节展开战略深入全面合作。为继续加大、加深合作力度，提升战略合作高度，公司于 2024 年 4 月与工业富联在深圳共同签署《战略合作协议》，双方将在 3C 消费电子型材、废铝回收、智能制造与数字化转型等领域开展全面战略合作。在 3C 消费电子型材领域，由于公司已在越南新建工厂，加速全球布局步伐，双方此次将原有合作从国内扩展至全球，共同研发新型材料，通过技术创新和市场拓展，力求不断扩大全球市场份额，满足客户对高品质产品的需求；2024 年 4 月，公司与工业富联共同成立回收废铝的合资公司，双方将在公司现有厂房基础上建设铝屑回收产线，以高效回收降低碳排放，推动产业绿色低碳发展；此外，公司还将与工业富联发挥各自优势，深化推动智能制造与数字化转型方面合作。

3. 汽车轻量化为铝加工行业带来新机遇

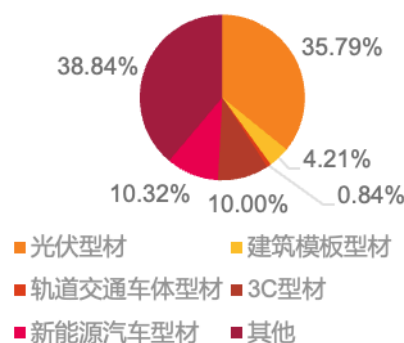
工业铝型材产量逐渐扩大，下游需求持续发力。工业铝型材是一种以铝为主要成份的合金材料，铝棒通过热熔，挤压从而得到不同截面形状的铝材料，但添加的合金的比例不同，生产出来的工业铝型材的机械性能和应用领域也不同。按照应用领域区分，工业铝型材指除建筑门窗、幕墙、室内外装饰及建筑结构用铝型材以外的所有铝型材。工业铝型材广泛应用于 3C 消费电子，新能源汽车型材、光伏型材，轨道交通等领域。

图 27：工业铝型材产量及增幅

图 28：2023 年工业铝型材下游应用结构



资料来源：中国有色金属加工工业协会公众号、天风证券研究所



资料来源：中国有色金属加工工业协会公众号、天风证券研究所

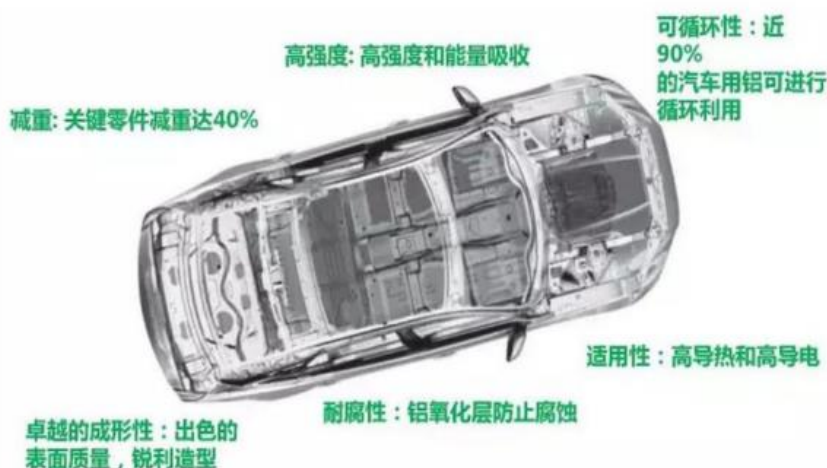
汽车轻量化带动单车铝合金用量提升，为铝加工行业带来新机遇。汽车的轻量化是指在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。实验证明，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%；汽车整备质量每减少 100 公斤，百公里油耗可降低 0.3-0.6 升；汽车重量降低 1%，油耗可降低 0.7%。出于环保和节能的需要，汽车的轻量化已成为汽车行业发展重要趋势。铝合金具有质轻质优的特点，其密度约为钢材的 30%，使用铝合金替代钢材可有效减轻汽车重量，且强度等各项指标可满足替代钢材的需求。根据《节能与新能源汽车汽车技术路线图 2.0》，预计到 2035 年，我国燃油乘用车整车轻量化系数降低 25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低 35%。同时，《路线图》也提出我国汽车轻量化单车用铝目标：2020 年实现 190kg/辆，2025 年和 2030 年分别实现 250kg/辆和 350kg/辆。

图 29：中国汽车轻量化材料实施路径

实施路径	2020年	2025年	2030年
车辆整备质量	较2015年减重10%	较2015年减重20%	较2015年减重35%
高强度钢	强度600MPa以上的AHSS钢应用达到50%	第三代汽车钢应用比例达到自车质量的30%	2000MPa以上的钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝量达到190kg	单车用铝量达到250kg	单车用铝量达到350kg
镁合金	单车用镁量达到15kg	单车用镁量达到25kg	单车用镁量达到45kg
碳纤维复合材料	碳纤维用一定使用量，成本比2015年降低50%	碳纤维使用量占车重2%，成本比上阶段降低50%	碳纤维使用量占车重5%，成本比上阶段降低50%

资料来源：镁途、电车资源、天风证券研究所

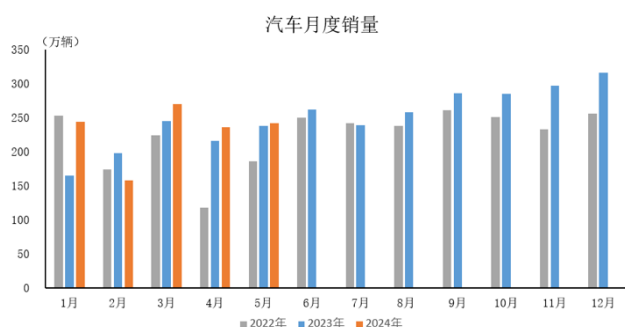
图 30：铝合金材料在车身应用的优点



资料来源：汽车材料网、豪美新材公告、天风证券研究所

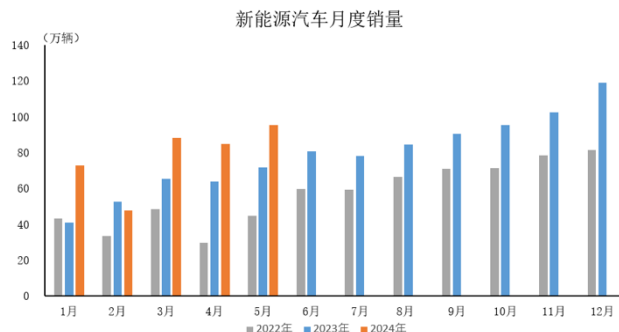
相比于传统燃油车，新能源车铝合金用量更多，同时有望受益于轻量化拉动用量进一步提升，有望充分受益于新能源车渗透率提升。根据国际铝协数据，2020 年国内传统乘用车用铝量仅约 138.6kg/辆，纯电动和混动新能源乘用车单车用铝分别为 157.9kg 和 198.1kg，相比于传统燃油车，新能源车铝合金用量显著提升。目前铝材已广泛应用于新能源车覆盖件、车身结构件、电池部件等部位，未来新能源汽车用铝材发展着重于绿色化、数字化、应用能力提升和一体化压铸等四个方向。国内新能源车销量增速显著高于汽车增速，新能源车渗透率持续提升，据 2024 年 5 月汽车工业协会分析，我国汽车产销分别完成 237.2 万辆和 241.7 万辆，同比分别增长 1.7%和 1.5%。其中，新能源汽车产销分别完成 94 万辆和 95.5 万辆，同比分别增长 31.9%和 33.3%。

图 31：中国汽车工业月度销量情况



资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

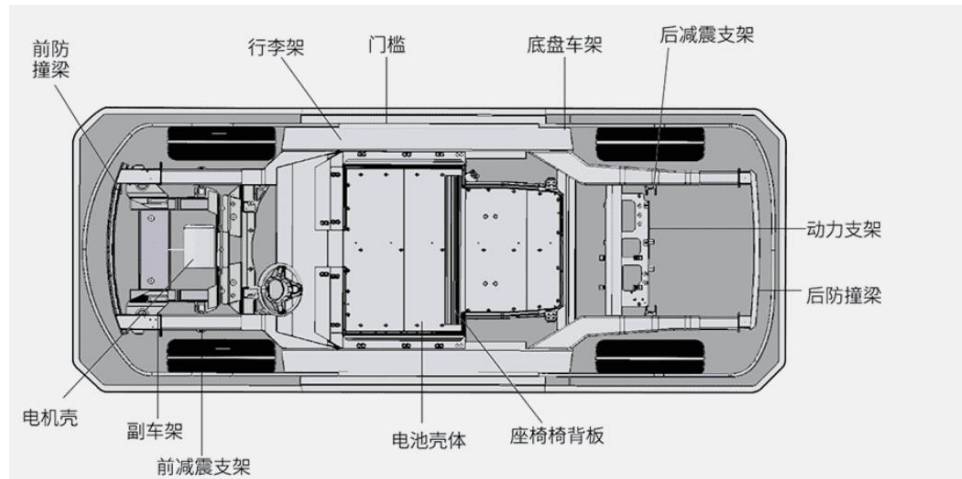
图 32：中国新能源汽车月度销量情况



资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

汽车铝型材应用于车内多个关键零部件包括防撞梁、电池托盘、减震支架、动力托架、副车架和电机壳等，随着轻量化要求提升，预计单车铝合金型材用量有望从 2025 年 40kg 提升至于 2030 年 56kg。

图 33：汽车铝型材应用



资料来源：豪美新材官网、天风证券研究所

全面进入汽车轻量化型材领域，成功导入行业头部 tier 1 客户和知名品牌车企。公司已与汽车领域国内外诸多头部 Tier 1 企业建立长期深度的合作，公司已成为包括比亚迪、宁德时代、小米、理想、奔驰、宝马、奥迪、远景动力等诸多国内外头部汽车品牌供应商，迅速跻身国内汽车轻量化型材头部供应商序列。

合作全球头部热交换器轧制铝材龙头格朗吉斯助力打开热交换器轧制铝材新市场。公司发挥绿色铝、低碳铝的能源优势，与全球著名的热交换器轧制铝材龙头企业格朗吉斯签订《合资合同》，共同在云南开展建设年产 32 万吨新能源汽车轻量化铝合金材料项目。在钎焊热

交换器用轧制铝材行业，格朗吉斯独占鳌头，约占全球份额的 25%。汽车行业营收占格朗吉斯销售额的 40%，暖通空调行业约占 22% 左右，特种包装约占 17%，以及其他终端客户市场占剩余的 21%。合作头部热交换器轧制铝材厂商有望助力公司技术升级，快速打开热交换器轧制铝材领域新的市场。

4. 投资建议

公司为铝合金加工龙头，3C 消费电子型材业务深入绑定苹果和核心中框供应商工业富联，在再生铝和材料研发层面合作深入，有望受益于苹果 AI 带动的消费电子创新，产能释放有望加速业绩成长。预计公司 24/25/26 年收入为 870.0/973.5/1075 亿元，预计公司 24/25/26 年归母净利润为 14/20/26 亿。

核心假设：

- 1) 预计 24/25/26 年棒材销量为 357/375/394 万吨，单吨毛利为 357/359/360 元；
- 2) 预计 24/25/26 年型材销量为 13/21/29 万吨，单吨毛利为 6000/7000/8000 元；
- 3) 预计 24/25/26 年板带箔销量为 61/63/65 万吨，单吨毛利为 732/746/717 元；
- 4) 预计 24/25/26 年铝杆线缆销量为 91/113/142 万吨，单吨毛利为 470/473/476 元。

表 3：盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
棒材						
收入(亿元)	391.0	463.0	486.0	551.0	579.0	602.0
销量(万吨)	254	291	325	357	375	394
ASP (元/吨)	15384	15910	14959	15418	15429	15268
毛利率	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%
型材						
收入(亿元)	21.0	30.0	25.0	40.0	70.0	101.0
销量(万吨)	7.6	9.6	9.0	13.0	21.0	29.0
ASP (元/吨)	27903	31015	28488	31000	33170	35492
毛利率	22.0%	20.6%	19.9%	19.4%	21.1%	22.5%
板带箔						
收入(亿元)	97	100.0	96.0	113.0	118.0	119.0
销量(万吨)	52.2	49.6	55.0	61.0	63.0	65.0
ASP (元/吨)	18497	20235	17380	18704	18773	18286
毛利率	3.7%	4.1%	3.9%	3.9%	4.0%	3.9%
铝杆线缆						
收入(亿元)	75.0	91.0	114.0	158.0	199.0	245.0
销量(万吨)	43.7	49.8	67.0	91.0	113.0	142.0
ASP (元/吨)	17167	18310	16946	17474	17577	17332
毛利率	1.9%	2.5%	2.9%	2.7%	2.7%	2.8%
结构件						
收入(亿元)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
毛利率	-3.4%	-8.1%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
其他						
收入(亿元)	8.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
毛利率	7.0%	6.6%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

估值层面，选取鼎胜新材、明泰铝业、福蓉科技为可比公司，可比公司平均估值对应 25 年 14X 倍，考虑到公司越南新增产能释放高成长性及苹果核心供应商地位给予公司 20X PE，对应 400 亿市值，对应目标价 9.2 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

	EPS(元/股)			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
鼎胜新材	0.59	0.74	0.88	14.72	11.69	9.80
明泰铝业	1.23	1.42	1.61	9.52	8.25	7.31
福蓉科技	0.48	0.60	0.72	28.11	22.41	18.76
平均值	0.77	0.92	1.07	17.45	14.12	11.96

资料来源：公司公告、天风证券研究所(wind 一致预期，数据截至 2024/7/9)

5. 风险提示

下游需求不及预期：公司主要下游包括交通运输、电力电子、建筑建材、消费电子、汽车，若下游需求不及预期将会影响公司业绩表现；

产能扩充不及预期：公司积极扩充国内外产能，为业绩贡献增长动能，若产能扩充不及预期，将会影响公司业绩增速；

消费电子 ID 创新不确定性：ID 创新是消费电子创新的重要环节，玻璃、塑料、铝合金、不锈钢、钛合金多种材质并存，若 ID 创新影响消费电子铝合金用量将会影响公司消费电子型材业绩增长；

汽车轻量化不及预期：若汽车轻量化进程不及预期，将会影响公司汽车型材产能利用率，对于收入和利润有不利影响；

股票交易异常波动风险：公司于 2024 年 3 月 25 日、3 月 26 日连续两个交易日内收盘价涨幅偏离值累计超过 20%，存在股票交易异常波动的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,832.10	4,500.30	6,960.28	7,787.77	8,599.60
应收票据及应收账款	2,426.99	2,603.85	4,233.48	2,852.50	5,046.27
预付账款	175.65	288.33	1,391.70	204.20	1,288.59
存货	3,111.24	3,631.77	3,697.39	4,708.83	4,622.33
其他	1,454.20	632.14	2,523.83	1,372.38	1,705.77
流动资产合计	11,000.19	11,656.38	18,806.69	16,925.67	21,262.56
长期股权投资	316.48	281.67	375.56	394.61	420.66
固定资产	3,729.78	4,711.41	5,500.77	6,077.37	6,723.82
在建工程	259.42	1,299.66	840.25	668.27	653.70
无形资产	864.00	1,013.61	1,110.26	1,214.67	1,310.41
其他	706.07	952.85	651.06	690.23	694.87
非流动资产合计	5,875.75	8,259.20	8,477.89	9,045.16	9,803.46
资产总计	16,875.93	19,915.59	27,284.58	25,970.84	31,066.02
短期借款	4,523.05	4,651.28	782.25	5,281.77	6,825.48
应付票据及应付账款	1,457.46	965.84	9,805.10	4,131.55	4,451.04
其他	1,451.81	1,118.21	2,382.82	1,564.44	2,331.03
流动负债合计	7,432.32	6,735.33	12,970.17	10,977.77	13,607.55
长期借款	944.57	2,104.67	200.00	806.23	1,008.17
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	379.64	497.66	363.83	413.71	425.07
非流动负债合计	1,324.21	2,602.33	563.83	1,219.94	1,433.24
负债合计	8,955.45	9,638.56	13,534.00	12,197.71	15,040.79
少数股东权益	0.00	146.83	146.77	146.64	146.44
股本	4,003.60	4,336.19	4,336.19	4,336.19	4,336.19
资本公积	1,527.16	2,676.61	2,676.61	2,676.61	2,676.61
留存收益	2,386.57	3,106.27	4,277.27	5,837.67	7,832.37
其他	3.15	11.12	2,313.74	776.00	1,033.62
股东权益合计	7,920.48	10,277.03	13,750.58	13,773.13	16,025.23
负债和股东权益总计	16,875.93	19,915.59	27,284.58	25,970.84	31,066.02

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,088.98	957.70	1,416.96	2,030.32	2,607.66
折旧摊销	423.26	449.88	573.94	639.99	712.74
财务费用	324.91	364.05	147.61	107.09	293.05
投资损失	(0.77)	38.78	3.06	13.69	18.51
营运资金变动	(2,424.38)	(1,471.16)	5,004.07	(3,831.89)	(2,370.68)
其它	174.24	243.12	(0.08)	(0.16)	(0.27)
经营活动现金流	(413.75)	582.37	7,145.56	(1,040.95)	1,261.02
资本支出	531.00	2,468.10	1,134.36	1,099.16	1,428.99
长期投资	(1.91)	(34.81)	93.89	19.06	26.04
其他	(1,078.47)	(4,739.79)	(2,231.84)	(2,280.94)	(2,913.90)
投资活动现金流	(549.37)	(2,306.51)	(1,003.59)	(1,162.73)	(1,458.86)
债权融资	2,114.40	494.20	(5,738.66)	5,038.78	1,364.96
股权融资	(1,633.26)	1,202.50	2,056.67	(2,007.61)	(355.29)
其他	1,147.21	1,559.55	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,628.35	3,256.25	(3,681.99)	3,031.17	1,009.67
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	665.23	1,532.12	2,459.98	827.49	811.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	69,319.30	72,843.63	87,003.50	97,347.11	107,494.98
营业成本	66,937.13	70,497.41	84,090.52	93,524.10	102,656.79
营业税金及附加	140.29	135.01	154.08	183.28	197.33
销售费用	81.32	92.34	105.78	126.55	135.57
管理费用	317.73	379.17	437.04	486.74	537.47
研发费用	265.62	269.60	309.52	359.87	392.55
财务费用	247.41	308.48	147.61	107.09	293.05
资产/信用减值损失	(20.11)	(0.20)	(9.26)	(9.86)	(6.44)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.77	(38.78)	(3.06)	(13.69)	(18.51)
其他	8.42	(39.72)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,340.73	1,240.32	1,746.64	2,535.93	3,257.27
营业外收入	12.07	5.12	9.30	8.83	7.75
营业外支出	10.92	3.55	6.70	7.06	5.77
利润总额	1,341.87	1,241.89	1,749.23	2,537.70	3,259.24
所得税	252.89	284.18	332.35	507.54	651.85
净利润	1,088.98	957.70	1,416.88	2,030.16	2,607.39
少数股东损益	0.00	(0.17)	(0.08)	(0.16)	(0.27)
归属于母公司净利润	1,088.98	957.87	1,416.96	2,030.32	2,607.66
每股收益（元）	0.25	0.22	0.33	0.47	0.60

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	16.64%	5.08%	19.44%	11.89%	10.42%
营业利润	26.32%	-7.49%	40.82%	45.19%	28.44%
归属于母公司净利润	25.36%	-12.04%	47.93%	43.29%	28.44%
获利能力					
毛利率	3.44%	3.22%	3.35%	3.93%	4.50%
净利率	1.57%	1.31%	1.63%	2.09%	2.43%
ROE	13.75%	9.46%	10.42%	14.90%	16.42%
ROIC	29.02%	12.15%	12.71%	27.45%	23.70%
偿债能力					
资产负债率	53.07%	48.40%	49.60%	46.97%	48.42%
净负债率	33.00%	26.74%	-38.56%	-7.15%	-0.86%
流动比率	1.44	1.66	1.45	1.54	1.56
速动比率	1.03	1.14	1.16	1.11	1.22
营运能力					
应收账款周转率	28.28	28.96	25.45	27.48	27.22
存货周转率	23.85	21.61	23.74	23.16	23.04
总资产周转率	3.93	3.96	3.69	3.66	3.77
每股指标（元）					
每股收益	0.25	0.22	0.33	0.47	0.60
每股经营现金流	-0.10	0.13	1.65	-0.24	0.29
每股净资产	1.83	2.34	3.14	3.14	3.66
估值比率					
市盈率	15.77	17.93	12.12	8.46	6.58
市净率	2.17	1.70	1.26	1.26	1.08
EV/EBITDA	11.49	10.93	4.53	4.70	3.82
EV/EBIT	14.11	13.80	5.89	5.83	4.58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com