

# 东山精密 (002384)

## AI有望带动FPC量价齐升，“A&T”双轮驱动业绩增长

买入（维持）

2024年09月06日

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 周高鼎

执业证书：S0600523030003

zhoug@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	31580	33651	34526	41108	48536
同比(%)	(0.67)	6.56	2.60	19.06	18.07
归母净利润(百万元)	2368	1965	2075	3038	3530
同比(%)	27.16	(17.05)	5.64	46.39	16.19
EPS-最新摊薄(元/股)	1.39	1.15	1.21	1.78	2.06
P/E(现价&最新摊薄)	15.46	18.64	17.65	12.06	10.38

### 投资要点

- FPC增长势头强劲，A客户供应链份额持续提升：**FPC具有质量轻、厚度薄、可弯折的特点，符合电子产品向小型化、轻量化演进的趋势。同时，智能手机电池、摄像模组等组件体积的增大，进一步推动了FPC在手机设计中的广泛应用，使其成为PCB行业中增长速度最快的细分市场之一。由于日韩企业缩减FPC产能，FPC产业重心逐渐向中国台湾和大陆地区转移。公司通过战略并购和技术创新迅速崛起，已成为海外A客户FPC供应链中的关键力量，在全球FPC市场中占据领先地位。
- 智能手机市场复苏叠加AI手机发展，FPC量价齐升：**苹果公司作为FPC应用的领军企业，在其手机设计中率先采用了主板加连接模组的架构。指纹识别和人脸识别等高端技术的集成需要依赖FPC来实现模组间的连接，使得苹果产品中FPC的使用量和价值量都在快速增长，也推动了FPC在消费电子行业的普及。智能手机市场的复苏，加上AI手机对FPC设计提出的更高要求，如增加软板层数和缩小线宽线距，有望进一步带动FPC量价齐升，从而拉动公司业绩增长。
- 新能源汽车市场渗透率稳步提升，积极拓展汽车电子市场：**充电设施的完善和普快充技术的普及为新能源汽车市场的增长提供了坚实基础。汽车行业正迅速向电动化、智能化和网联化转型，显著推动了汽车电子产品市场的增长，尤其是对FPC等高端产品的需求正迅速上升。公司秉持双轮驱动战略，积极进军汽车电子市场，并推动电子电路、精密结构件和光电显示三大业务板块的转型升级，全面布局新能源汽车领域。随着新能源汽车的渗透率率逐渐提高，公司加快推进新能源汽车产品线的拓展和布局，新能源业务有望持续高速增长。
- 盈利预测与评级：**公司的双轮驱动战略为PCB业务开辟新的增长路径，在海外大客户供应链中的市场份额稳步提升。我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为201/30/35亿元，当前市值对应PE为18/12/10倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求增长不及预期；产能扩充不及预期；业务创新不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	21.89
一年最低/最高价	11.01/28.98
市净率(倍)	2.06
流通A股市值(百万元)	30,346.58
总市值(百万元)	37,342.45

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.63
资产负债率(%，LF)	60.07
总股本(百万股)	1,705.91
流通A股(百万股)	1,386.32

### 相关研究

- 《东山精密(002384)：2024年中报点评：业绩阶段性承压，A+T助力长期成长》  
2024-08-22
- 《东山精密(002384)：2023年三季度报点评：业绩符合预期，双轮驱动战略稳步推进》  
2023-10-26

## 内容目录

1. FPC 市场发展迅速，东山精密引领国内 FPC 厂商.....	4
1.1. FPC：连接智能手机模组的关键角色 .....	4
1.2. 苹果引领消费电子景气度上行，带动 FPC 量价齐升 .....	5
1.3. FPC 产业呈现“三足鼎立”格局，东山精密独占大陆企业鳌头 .....	6
2. 汽车电子产品市场潜力无限，新能源汽车业务拓展迅猛 .....	7
2.1. 新能源汽车市场发展迅速，汽车电子产品市场潜力巨大 .....	7
2.2. 拓展新能源汽车市场，打造第二成长曲线 .....	9
3. 盈利预测与评级 .....	10
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: FPC 结构图 .....	4
图 2: FPC 在智能手机中的应用 .....	4
图 3: 全球 FPC 市场规模 (单位: 亿美元, %) .....	5
图 4: 中国 FPC 市场规模 (单位: 亿元, %) .....	5
图 5: 国内手机市场出货量及 5G 手机占比(单位: 万部, %)... ..	6
图 6: 苹果提出 “Apple Intelligence” 概念 .....	6
图 7: 日本 FPC 产能逐年下降 (单位: 百万平方米) .....	7
图 8: 2021-2023 中国主要 FPC 厂商营收情况 (单位: 亿元) .....	7
图 9: 汽车行业电子产品产值 (单位: 十亿美元) .....	8
图 10: FPC 在整车中的具体应用情况 .....	8
图 11: 东山精密新能源汽车零部件昆山基地于 2024 年 3 月 20 日全面启用.....	9
图 12: 特斯拉 4680 电池.....	9
图 13: 公司产品在新能源汽车的应用情况.....	10
表 1: 部分苹果手机 FPC 使用量 (单位: 块) .....	5
表 2: 盈利预测.....	11
表 3: 可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 4 日) .....	11

## 1. FPC 市场发展迅速，东山精密引领国内 FPC 厂商

### 1.1. FPC：连接智能手机模组的关键角色

FPC 具有质量轻、厚度薄、可弯折的特点，在消费电子领域得到广泛应用。FPC，全称为 Flexible Printed Circuit，即柔性印制电路板，又称为软板，是一种以聚酰亚胺或聚酯薄膜作为基板材料，具备高度可挠性的印刷电路板。与传统的 PCB 硬板不同，FPC 不仅体积小，在三维空间内还可自由弯折，显著提升了智能手机、PC 等消费电子产品的空间利用率。同时 FPC 的轻薄特性也符合电子产品向小型化、轻量化演进的趋势，因此被广泛应用于消费电子市场。

智能手机是 FPC 的最大应用市场，驱动 FPC 市场快速扩张。FPC 具有配线密度高、重量轻、厚度薄、可弯曲、灵活度高等优点，在智能手机中用于连接不同模块，具有其他类型电路板难以匹敌的优势。由于手机电池、摄像模组等器件不断增大，挤压了手机内部有限的空间，采用 FPC 可以为这些器件节省空间。自 iPhone 4 起，苹果公司便开始大规模采用 FPC 以替代传统的硬板设计，此举不仅优化了产品性能，也激发了行业内众多厂商的效仿。根据 Prismark 测算，2019 年 FPC 下游应用市场中，消费电子合计占比 77.6%，其中智能手机占比 44.9%。

图1: FPC 结构图



数据来源：嘉立创 FPC，东吴证券研究所

图2: FPC 在智能手机中的应用

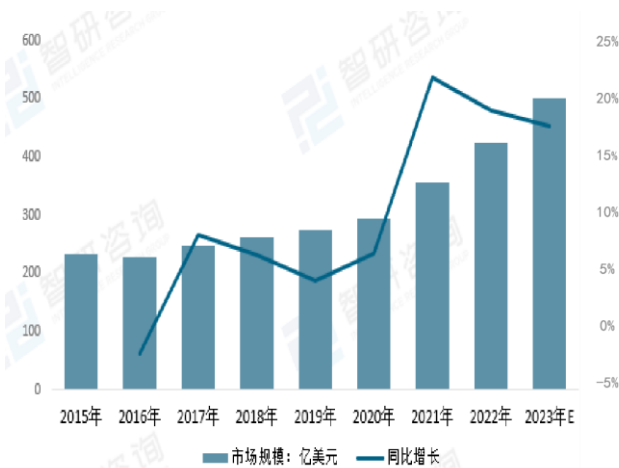


数据来源：EDA365，东吴证券研究所

FPC 市场规模快速扩张，是 PCB 行业中增长速度最快的细分市场之一。近年来，消费电子行业需求量不断增加，对 FPC 的需求也急剧上升，为 FPC 市场的增长提供了强劲动力。2021 年全球 FPC 市场规模从 2015 年的 232.4 亿美元增长至 356.95 亿美元；

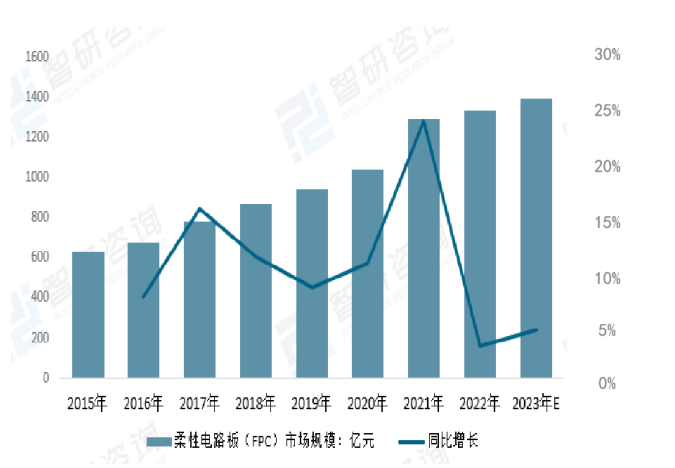
预计 2023 年全球 FPC 市场规模达到 500 亿美元。中国 FPC 需求主要受智能手机市场的发展影响，FPC 市场规模随智能手机出货量增加而快速扩大。2021 年我国 FPC 市场规模 1294.31 亿元，同比 2020 年的 1043.02 亿元增长了 24.09%。预计 2023 年我国 FPC 市场规模约为 1393.21 亿元。

图3: 全球 FPC 市场规模 (单位: 亿美元, %)



数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

图4: 中国 FPC 市场规模 (单位: 亿元, %)



数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

## 1.2. 苹果引领消费电子景气度上行, 带动 FPC 量价齐升

智能手机技术的不断升级为 FPC 行业注入了新的活力和需求, 苹果手机的功能创新升级对 FPC 行业的影响尤为显著。苹果在其手机设计中采用了主板加连接模组的架构, 并大量使用 FPC 来实现各个模组之间的连接, 这导致每台设备中 FPC 的用量不断攀升。随着指纹识别、人脸识别、多摄像头等先进技术的引入, FPC 在实现组件间高效连接方面发挥了关键作用, 进一步拓展了其应用范围。根据头豹研究院的数据, 苹果公司在其智能手机中 FPC 的用量从 iPhone 4 时代的 10 片增长到了 iPhone 12 的 30 片。此外, 苹果公司还在持续扩展 FPC 的应用范围, 将软板方案应用到了其他终端设备, 如 AirPods 和 iPad。

表1: 部分苹果手机 FPC 使用量 (单位: 块)

型号	发行年份	FPC 用量	新增 FPC 应用领域 (部分)
iPhone 4	2010	10	前置摄像头
iPhone 5S	2013	13	Touch ID (指纹识别)
iPhone 7 Plus	2016	14-16	双摄像头
iPhone 8	2017	16-18	无线充电
iPhone X	2017	20-22	全面屏、Face ID (人脸识别)



iPhone XS	2018	24	改进的双摄像头系统
iPhone 11 Pro	2019	26	三摄像头
iPhone 12	2020	30	5G 技术

数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

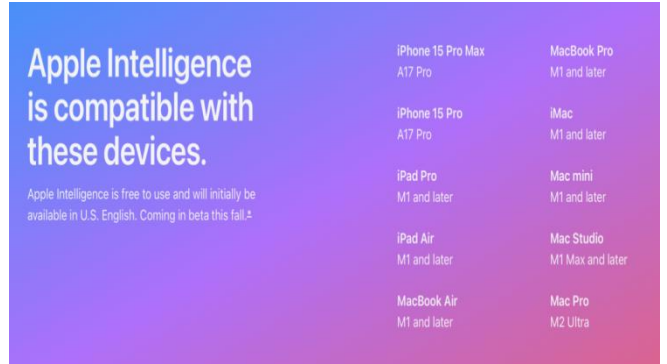
**智能手机出货情况持续复苏，苹果手机推动换机周期。**中国信通院于7月5日发布的《2024年5月国内手机市场运行分析报告》显示，2024年5月，国内手机市场出货量达到3032.9万部，较去年同期增长了16.5%。2024年1至5月，国内手机市场累计出货量为1.22亿部，同比增长13.3%；5G手机出货量为1.02亿部，同比增长20.3%，占同期手机总出货量的83.9%。在这一背景下，苹果手机通过持续的技术创新和AI功能的引入，预计将缩短用户的换机周期。自苹果在全球开发者大会（WWDC）上推出“Apple Intelligence”以来，市场对苹果新一轮换机周期的期待持续升温。摩根士丹利预测，在接下来的两年内，iPhone的出货量有望逼近5亿部。苹果销量的显著提升，无疑将为FPC厂商带来新一轮的大规模订单。

图5：国内手机市场出货量及5G手机占比(单位：万部，%)



数据来源：IT之家，东吴证券研究所

图6：苹果提出“Apple Intelligence”概念



数据来源：苹果官网，东吴证券研究所

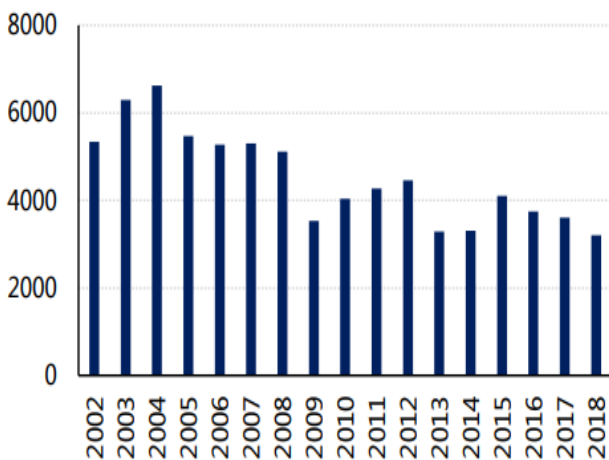
### 1.3. FPC 产业呈现“三足鼎立”格局，东山精密独占大陆企业鳌头

日韩企业收紧FPC产能，FPC产业重心向中国台湾和大陆地区转移。FPC作为PCB领域中的高端细分市场，资本密集且技术壁垒高，使得行业集中度极高。日韩的PCB企业是最早涉足FPC业务的先锋，与海外A客户建立了多年的合作关系，A客户业务在收入中占据了相当大的比重。然而自2016年起，由于A客户手机销量未达市场预期，FPC供应商的盈利能力受到了影响。导致日韩厂商开始更加审慎地评估其在消费电子领域的业务布局，并逐步缩减FPC产能。2018年，全球主要FPC企业中，日韩厂商都处

于负增长状态，而中国大陆厂商保持高速增长，反映了全球 FPC 产能向中国大陆转移的趋势。在此背景下，A 客户的 FPC 业务开始向中国台湾和大陆地区倾斜。其中，鹏鼎控股和东山精密作为 A 客户供应链中的重要成员，表现尤为突出。根据 2023 年的收入规模统计，鹏鼎控股和东山精密在全球 FPC 行业中分别位列第一和第二。

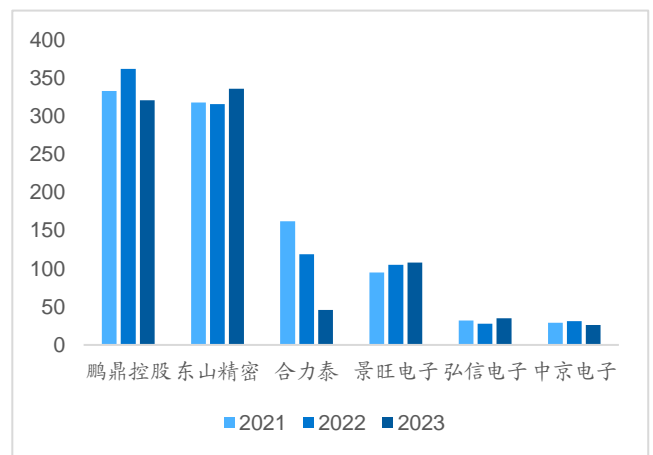
东山精密通过外延并购和内生发展相结合的方式，不断优化和完善产品结构，已成为海外 A 客户 FPC 供应链的重要组成部分。东山精密在 2016 年通过收购美国 MFLX 公司（全美领先的 FPC 制造商），强势进军 FPC 领域，成功填补了中国大陆在高端 FPC 领域的空白。2017 年，东山精密对 MFLX 的内部整合取得了显著成效，产能利用率和盈利能力均实现了快速增长。2018 年，随着东山精密盐城生产基地的投产，公司迅速崛起，成为全球第三大 FPC 制造商，仅次于旗胜和鹏鼎控股。此外，东山精密坚持实施大客户战略，与 A 客户紧密合作，积极推进新料号的研发工作，其在 A 客户软板供应链中的地位日益重要。目前，在 A 客户的 FPC 供应链中，形成了日资企业、台资企业和中国大陆企业“三足鼎立”的局面，东山精密作为中国大陆 FPC 产业的领导者，占据了领先地位。

图7：日本 FPC 产能逐年下降（单位：百万平方米）



数据来源：JPCA，东吴证券研究所

图8：2021-2023 中国主要 FPC 厂商营收情况（单位：亿元）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

## 2. 汽车电子产品市场潜力无限，新能源汽车业务拓展迅猛

### 2.1. 新能源汽车市场发展迅速，汽车电子产品市场潜力巨大

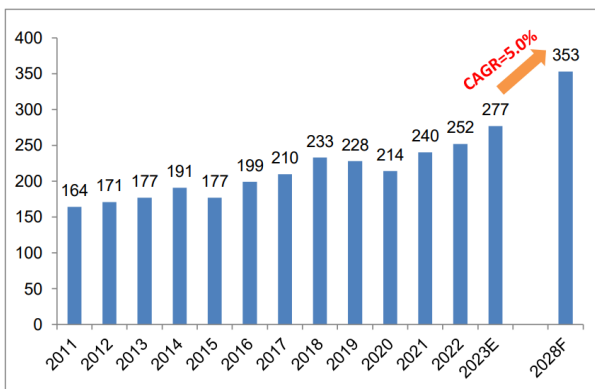
快充充电桩迅速普及，新能源汽车渗透率稳步提升。当前我国充电桩行业规模快速增长，2021 年中国公共充电桩保有量达到 261.7 万台，同比增长 224.3%。国务院办公厅明确表示，到“十四五”末，中国将形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施

施体系，能够满足超过 2000 万辆电动汽车的充电需求。充电基础设施体系的完善，叠加大功率快充技术的普及，为新能源汽车市场渗透率的稳步提升提供保障。从 2020 年到 2022 年，新能源汽车销量经历了显著的高速增长期。全球新能源汽车销量从 2017 年的 126 万辆激增至 2022 年的 1010 万辆，复合年均增长率达 51.6%。其中中国市场的表现尤为突出，新能源汽车销量从 2017 年的 77.7 万辆增长到 2022 年的 688.7 万辆，复合年均增长率达到了 54.7%，超过了全球平均水平。根据中国汽车工业协会的预测，到 2030 年，全球新能源汽车销量预计将达到 4670 万辆，其中中国将贡献 2320 万辆的销量。

**新能源汽车产业及汽车电动化、智能化和网联化的快速发展，为汽车电子产品市场带来巨大的增长潜力。**在 ADAS、传感器等汽车电子应用快速发展的智能化浪潮下，汽车 PCB 作为各类汽车电子应用的重要底座支撑，将随着汽车电子市场的发展保持增长趋势。Prismark 的估算数据显示，2023 年全球汽车行业电子产品市场规模达到了 2770 亿美元，相比 2022 年增长了 9.9%。预计到 2028 年市场规模将进一步扩大到 3530 亿美元，2023 年至 2028 年间的复合年增长率预计为 5.0%。这一积极的 市场预测，加上新能源汽车市场的持续扩张，将为 FPC 等关键电子元件带来广阔的应用前景和市场机遇。

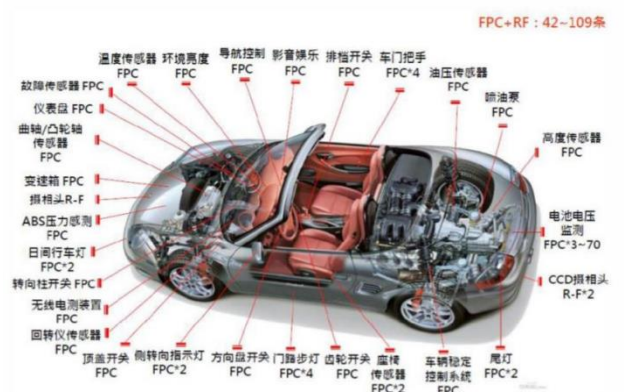
根据台湾工研院的研究报告，预计到 2028 年，车用 PCB 用量将比 2022 年增加 50%，其中 HDI 及 FPC 类产品在 ADAS、智能座舱及电池软板等应用的推动下，增长最为显著。在此背景下，新能源汽车的 FPC 用量显著高于传统汽车，FPC 正加速替代传统线束。FPC 因其体积小、重量轻、易于装连和耐弯折等特性，在汽车电子中可以被用于 LED 车灯、变速箱、传感器、车载显示屏、娱乐信息系统等底层车身装置或车载装置，特别是在 BMS 中的应用。FPC 相较于传统线束，展现出了安全性、轻量化、工艺灵活性和自动化生产等优势。特斯拉、比亚迪等新能源汽车制造商已经开始采用 FPC 方案来替代传统的线束，预计 BMS 软板方案的渗透率将持续提升。

图9：汽车行业电子产品产值（单位：十亿美元）



数据来源：Prismark, 东吴证券研究所

图10：FPC 在整车中的具体应用情况



数据来源：iFixit, 东吴证券研究所



## 2.2. 拓展新能源汽车市场，打造第二成长曲线

公司坚持双轮驱动发展战略，积极拓展新能源汽车市场。基于新能源汽车行业的发展机遇，公司确立了双轮驱动的战略主线，全力聚焦消费电子和新能源两大核心赛道。公司发挥全球 PCB 龙头的规模优势，驱动三大业务转型升级，电子电路、精密结构件和光电显示三大业务板块均已开拓新能源汽车市场。目前，公司的技术和产线已经得到了市场的高度认可，产线的定点情况也非常理想。为了进一步提升服务水平，满足客户不断增长的需求，公司正在积极扩展其国内外的生产基地。公司通过战略性收购，已经成功将苏州晶端和美国的 Aranda 工厂纳入旗下，使得公司能够提供更加多元化和集成化的解决方案。

公司紧密围绕核心客户进行布局，延续大客户战略。公司积累了为大客户提供定制化解决方案的丰富经验，获得行业内全球顶尖客户的青睐，积累了优质的客户资源。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，与国际知名车企如特斯拉建立了深厚的合作关系，为其提供散热件、结构件和外观件等关键组件。特别是在特斯拉的 4680 电池项目中，公司与特斯拉的合作尤为紧密，双方致力于通过合作降低电池成本，提升能量密度。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。

图11: 东山精密新能源汽车零部件昆山基地于 2024 年 3 月 20 日全面启用



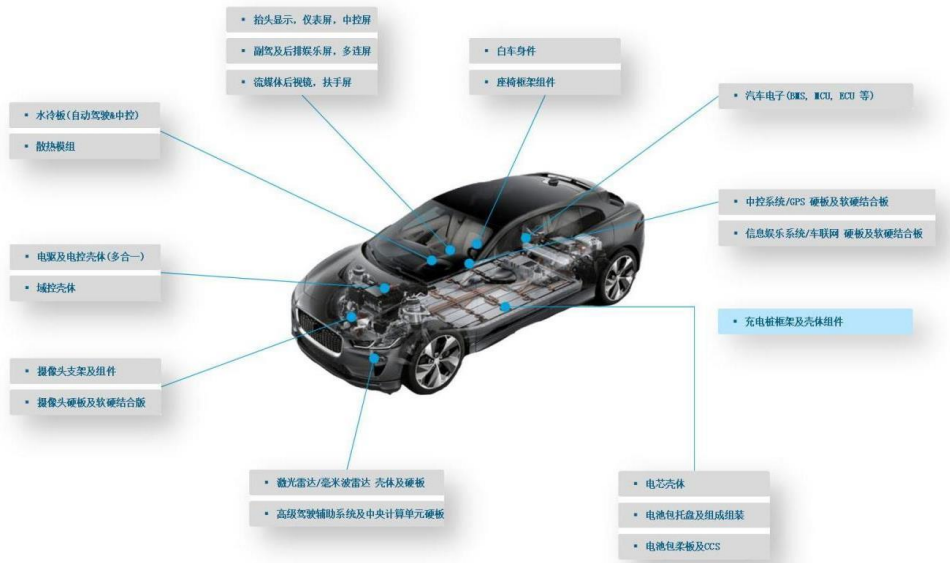
数据来源：昆山发布，东吴证券研究所

图12: 特斯拉 4680 电池



数据来源：特斯拉，东吴证券研究所

图13: 公司产品在新能源汽车的应用情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与评级

#### 盈利预测

预计 2024-2026 年营业收入分别为 345 亿、411 亿和 485 亿元,分别同比增长 3%、19% 和 18%。

#### 关键假设

**PCB 业务:** 2024 年以来, 全球 PCB 行业呈现结构分化的弱复苏态势。得益于人工智能、高速网络和智能汽车产业的发展, PCB 相关产品领域展现了较高的景气度, 尤其是 18 层及以上的 PCB 板和高阶 HDI 板等细分市场, 表现出强劲的增长势头, 为公司的 PCB 业务注入新的增长动能。预计 2024-2026 年 PCB 业务收入增速分别为 2%、16% 和 13%。

**精密制造业务:** 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。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。预计 2024-2026 年精密制造业务收入增速分别为 5%、50% 和 50%。

**光电显示业务:** 通过成功收购并整合苏州晶端, 公司在车载显示模组领域的业务得到扩展, 显著提升了触控显示模组业务的综合实力。预计 2024-2026 年光电显示业务收入增速分别为 5%、10% 和 10%。

表2: 盈利预测

单位: 亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	336.50	345.26	411.08	485.36
YOY%	7%	3%	19%	18%
PCB 印制电路板	233	236	274	308
YOY%	7%	2%	16%	13%
精密制造	42	44	66	98
YOY%	-8%	5%	50%	50%
光电显示	61	64	70	77
YOY%	20%	5%	10%	10%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

出于业务和技术可比性, 我们选取鹏鼎控股 (行业龙头) 和深南电路 (AI+汽车驱动 PCB 业务) 作为可比公司。一方面, AI 技术对 PCB 业务具有显著推动作用, 尤其带动 FPC 量价齐升, 公司有望持续提升在 A 公司软板供应链中的市场份额; 另一方面, 公司已经在 PCB、光电显示和精密制造三大核心板块实施了全面的新能源战略布局, 位于昆山的新能源汽车零部件生产基地正式投产, 有望为公司贡献新的利润增长点。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 21/30/35 亿元, 当前市值对应 PE 为 18/12/10 倍, 维持“买入”评级。

表3: 可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 4 日)

代码	简称	总市值 (亿)	归母净利润 (亿) 24E	归母净利润 (亿) 25E	归母净利润 (亿) 26E	P/E (倍) 24E	P/E (倍) 25E	P/E (倍) 26E
002938.SZ	鹏鼎控股	785	37	45	51	22	18	16
002916.SZ	深南电路	534	19	23	28	25	21	18
均值						23	19	17
002384.SZ	东山精密	366	21	30	35	18	12	10

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 鹏鼎控股与深南电路均为 wind 一致预测。

#### 4. 风险提示

**下游需求增长不及预期。**FPC 的下游应用领域广泛, 涵盖了消费电子、汽车、通信服务器等多个重要市场。消费电子市场的饱和、汽车市场的波动或通信基础设施投资的减缓, 都可能导致 FPC 需求的减少, 使 FPC 行业面临较大压力。

**产能扩充不及预期。**当前各大客户对 FPC 的需求快速上升, 公司需拓展产能以满足客户激增的需求。如若产能扩充不及预期, 可能会影响到公司与现有客户的合作关系,

甚至导致客户转向竞争对手。

**技术创新不及预期。**公司需要与客户配合研发，提供定制化的软板解决方案。如果公司在技术研发方面不能紧跟市场趋势，或者在客户提出新的方案需求时无法及时提供相应的技术支持，就可能面临失去合作的风险。

### 东山精密三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>22,446</b>	<b>22,834</b>	<b>27,631</b>	<b>33,173</b>	<b>营业总收入</b>	<b>33,651</b>	<b>34,526</b>	<b>41,108</b>	<b>48,536</b>
货币资金及交易性金融资产	7,336	7,125	9,059	11,350	营业成本(含金融类)	28,542	29,341	34,895	41,257
经营性应收款项	8,087	8,499	10,120	11,949	税金及附加	123	128	152	180
存货	6,294	6,520	7,754	9,168	销售费用	362	380	452	534
合同资产	0	0	0	0	管理费用	957	1,208	1,233	1,456
其他流动资产	729	690	697	706	研发费用	1,161	1,312	1,398	1,650
<b>非流动资产</b>	<b>21,926</b>	<b>22,186</b>	<b>22,186</b>	<b>22,186</b>	财务费用	189	72	70	89
长期股权投资	155	155	155	155	加:其他收益	250	173	411	485
固定资产及使用权资产	13,668	13,668	13,668	13,668	投资净收益	4	35	41	49
在建工程	1,843	1,843	1,843	1,843	公允价值变动	(10)	0	0	0
无形资产	864	864	864	864	减值损失	(478)	0	0	0
商誉	2,209	2,209	2,209	2,209	资产处置收益	(18)	14	16	19
长期待摊费用	867	867	867	867	<b>营业利润</b>	<b>2,065</b>	<b>2,307</b>	<b>3,377</b>	<b>3,923</b>
其他非流动资产	2,320	2,580	2,580	2,580	营业外净收支	126	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>44,372</b>	<b>45,020</b>	<b>49,816</b>	<b>55,358</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,191</b>	<b>2,307</b>	<b>3,377</b>	<b>3,923</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,850</b>	<b>17,120</b>	<b>18,877</b>	<b>20,889</b>	减:所得税	226	231	338	392
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,653	7,730	7,730	7,730	<b>净利润</b>	<b>1,965</b>	<b>2,076</b>	<b>3,039</b>	<b>3,531</b>
经营性应付款项	8,948	8,150	9,693	11,460	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	29	35	41	49	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,965</b>	<b>2,075</b>	<b>3,038</b>	<b>3,530</b>
其他流动负债	1,220	1,205	1,413	1,649	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.15	1.21	1.78	2.06
非流动负债	8,332	8,296	8,296	8,296	EBIT	2,319	2,378	3,446	4,012
长期借款	4,706	4,706	4,706	4,706	EBITDA	4,563	2,378	3,446	4,012
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.18	15.02	15.11	15.00
租赁负债	1,843	1,843	1,843	1,843	归母净利率(%)	5.84	6.01	7.39	7.27
其他非流动负债	1,783	1,747	1,747	1,747	收入增长率(%)	6.56	2.60	19.06	18.07
<b>负债合计</b>	<b>26,181</b>	<b>25,416</b>	<b>27,174</b>	<b>29,185</b>	归母净利润增长率(%)	(17.05)	5.64	46.39	16.19
归属母公司股东权益	18,143	19,556	22,594	26,124					
少数股东权益	47	48	49	50					
<b>所有者权益合计</b>	<b>18,190</b>	<b>19,604</b>	<b>22,643</b>	<b>26,174</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>44,372</b>	<b>45,020</b>	<b>49,816</b>	<b>55,358</b>					

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	5,172	597	1,877	2,223	每股净资产(元)	10.61	11.44	13.21	15.28
投资活动现金流	(4,839)	(185)	58	68	最新发行在外股份(百万股)	1,710	1,710	1,710	1,710
筹资活动现金流	(243)	(419)	0	0	ROIC(%)	6.64	6.46	8.76	9.33
现金净增加额	187	(211)	1,934	2,291	ROE-摊薄(%)	10.83	10.61	13.45	13.51
折旧和摊销	2,243	0	0	0	资产负债率(%)	59.00	56.46	54.55	52.72
资本开支	(3,429)	14	16	19	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.64	17.65	12.06	10.38
营运资本变动	312	(1,407)	(1,105)	(1,240)	P/B(现价)	2.02	1.87	1.62	1.40

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>