

无锡振华（605319）

证券研究报告
2024年09月26日

绑定优质客户增厚业绩，电镀带来全新增长曲线

从传统冲压零部件到新能源汽车，全方位布局

无锡振华成立于1989年9月，专注于开发汽车冲压及焊接零部件和相关模具。公司于2017年拓展了分拼总成加工业务，并在2021年通过IPO上市以扩大生产能力。2023年，公司收购了无锡开祥，增加了电镀业务。无锡振华的产品涵盖车身件、底盘件、动力总成件和电子电器件，客户包括上汽集团、特斯拉和理想汽车等。近年来，公司积极进入新能源汽车市场，并与上汽集团、特斯拉、理想汽车、小米汽车等多家知名整车制造商建立了合作关系，推动业务持续增长。

传统业务稳健发展，深度绑定下游整车厂商

2023年，公司生产的冲压零部件种类已达3500余种。公司与多家知名车企建立了紧密合作关系，成为上汽集团郑州和宁德工厂的核心车身分拼总成加工供应商。分拼总成加工业务收入稳定增长，郑州和宁德工厂分别实现营业收入3.12亿元和2.98亿元，净利润0.66亿元和0.75亿元。新能源汽车市场的快速发展也推动了公司冲压零部件和分拼总成加工业务的持续扩张，进一步巩固了市场地位。

电镀业务开拓第二成长极，巩固公司市场地位

2023年，公司实现营收23.17亿元，同比增长23.19%；归母净利润2.77亿元，同比+71.23%。公司通过收购无锡开祥，进一步拓展了电镀业务，2023年电镀业务实现收入1.5亿元，净利润0.9亿元。特别是在分拼总成加工和新能源冷却部件及模块方面，公司展现出强劲的市场竞争力。通过这些合作，公司在新能源汽车市场中的地位得到了进一步巩固与提升。

投资建议

公司汽车冲压铸造业务稳健，下游客户结构好，电镀新业务有望带来新增长曲线。我们预计公司2024-2026年实现营收28.54/34.70/42.08亿元，实现归母净利润3.74/4.35/5.07亿元，当前市值对应2024-2026年PE为11/10/8倍。我们采用相对估值法，选取行业内冲压结构件厂商瑞鹄模具、嵘泰股份以及美利信作为可比公司，24年可比公司PE均值24x，给予公司24年PE 15-20x估值，对应目标价22.35-29.8元。汽车冲压铸造业务稳健，电镀业务带来新增长极，业绩有望迎来重要拐点，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料成本上行，宏观经济波动，新能源车销量不及预期，产能爬升不及预期

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	17元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	250.48
流通A股股本(百万股)	213.53
A股总市值(百万元)	4,258.20
流通A股市值(百万元)	3,630.05
每股净资产(元)	8.97
资产负债率(%)	49.90
一年内最高/最低(元)	25.18/14.46

作者

邵将	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110005	
shaojiang@tfzq.com	
郭雨蒙	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524080003	
guoyumeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,746.67	2,316.98	2,853.78	3,469.91	4,207.88
增长率(%)	10.42	32.65	23.17	21.59	21.27
EBITDA(百万元)	320.44	626.36	699.78	798.56	903.53
归属母公司净利润(百万元)	80.91	277.24	373.65	435.01	506.85
增长率(%)	-11.08	242.63	34.78	16.42	16.52
EPS(元/股)	0.32	1.11	1.49	1.74	2.02
市盈率(P/E)	52.63	15.36	11.40	9.79	8.40
市净率(P/B)	2.35	1.95	1.74	1.57	1.41
市销率(P/S)	2.44	1.84	1.49	1.23	1.01
EV/EBITDA	8.57	9.56	6.24	5.50	4.51

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕汽零冲焊，出海与电镀业务带来新增量.....	3
1.1. 深耕汽车零部件多载，电镀业务打开第二增长极	3
1.2. 2023 年&24H1 业绩释放迅速，大量定点带来持续增长.....	4
2. 冲焊业务基本盘稳健，贡献大量业绩.....	6
2.1. 冲压焊接工序是汽车制造的核心步骤.....	6
2.2. 新能源汽车推动公司业务升级，增长空间广阔	6
3. 收购无锡开祥，电镀业务成为第二增长极.....	9
3.1. 电镀提高材料性能，随智能化发展而迎来广阔空间.....	9
3.2. 绑定大客户，推动电镀业务发展.....	9
4. 投资建议.....	11
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1：公司主要产品.....	3
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 25 日）	4
图 3：公司近年营收及增速（亿元，%）	4
图 4：公司近年归母净利润及增速（亿元，%）	4
图 5：公司近年各业务营收占比	5
图 6：公司近年各业务毛利率情况	5
图 7：公司近年费用率情况	5
图 8：上海冷轧卷板 1.0mm 价格走势图（元/吨）	6
图 9：小米汽车月度销量（辆）	6
图 10：公司近 5 年毛利率变化和螺纹钢价格变化.....	7
图 11：郑州厂、宁德厂产量占上汽乘用车市场份额	8
图 12：上汽乘用车销量（辆）及增速	8
图 13：公司分拼总成业务销量及单价	8
图 14：高压喷油器（HDEV）	10
图 15：高压燃油泵（HDP）	10
图 16：无锡开祥营业收入(万元)及毛利率.....	10
图 17：无锡开祥应收账款约占比.....	10
表 1：上汽乘用车销量与公司分拼总成加工业务产量	9
表 2：营业收入及毛利率拆分	11
表 3：可比公司 PE 数据对比.....	12

1. 深耕汽零冲焊，出海与电镀业务带来新增量

1.1. 深耕汽车零部件多载，电镀业务打开第二增长极

深耕汽车零部件领域多载，公司逐步壮大。无锡振华 1989 年 9 月成立。2017 年，公司开拓了分拼总成加工业务，2018 年起毛利率超过冲压业务。为进一步投资扩产，2021 年公司 IPO 上市，并且于 2023 年收购无锡开祥，拓展电镀业务板块。

主营业务稳定发展，产品布局日渐完善。公司主营业务为汽车冲压及焊接零部件和相关模具的开发、生产和销售，提供分拼总成加工服务及选择性精密电镀产品的研发及制造。截至 2023 年底，公司生产和销售的冲压零部件 3500 余种，分拼总成 500 余种，涵盖汽车车身件、底盘件、动力总成件和电子电器件等。模具业务可实现单冲模、多工位模和级进模的开发设计、制造加工、销售和服务一体化。

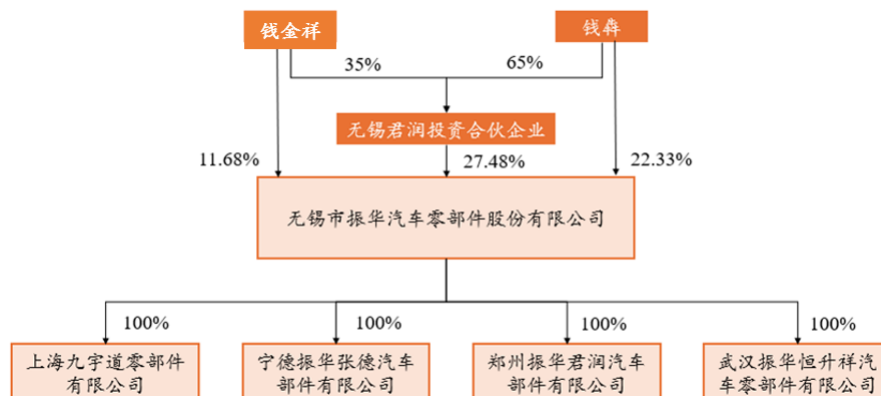
图 1：公司主要产品



资料来源：公司年报、天风证券研究所

股权结构集中，实控人为钱金祥、钱犇父子。公司实际控制人钱金祥、钱犇父子，直接和间接合计持股比例为 61.49%。旗下子公司包括上海九宇道、宁德振华振德、郑州振华君润、武汉振华恒生祥等。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 25 日）



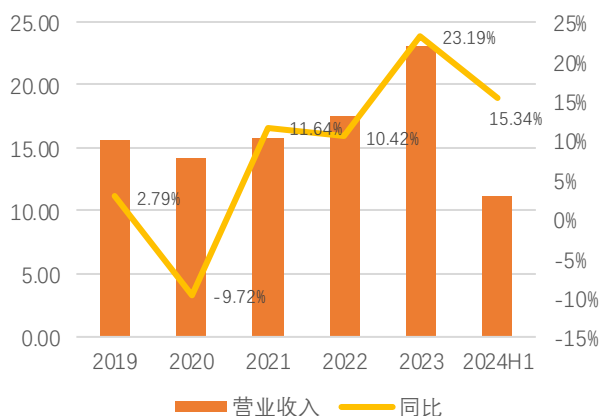
资料来源：企查查、天风证券研究所

1.2. 2023 年&24H1 业绩释放迅速，大量定点带来持续增长

23 年公司实现营业收入 23.17 亿元，同比+23.19%；归母净利润 2.77 亿元，同比+71.23%；24H1 归母净利润继续同比高增 74.91%。从盈利能力看，公司 2023 年毛利率达 25.07%，同比+9.67pct；2023 年净利率达 11.97%，同比+7.34pct，盈利能力大幅提升。2023 年，公司完成同一控制下企业无锡开祥的资产合并，新增选择性精密电镀加工业务，该业务 23 年营收 1.53 亿，净利润 0.91 亿元。分拼总成加工业务 23 年营收 5.91 亿元，同比增长 64.59%。该两项业务对增厚公司 2023 年利润起到重要作用，公司产品结构不断改善。24H1 公司实现营收 11.17 亿元，同比增长 15.34%，归母净利润 1.58 亿元，同比继续高增 74.91%

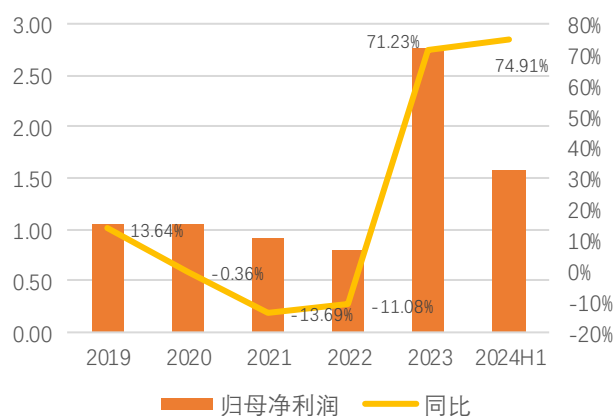
公司绑定核心客户上汽集团，包括上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等；2023 年上汽出口强劲，带动公司分拼总成加工业务收入增长。公司凭借与上汽集团的合作基础，全资子公司成为上汽乘用车郑州工厂、宁德工厂的车身分拼总成加工供应商。2023 年上汽集团出口超 109.9 万台，也使得公司收入稳步提升。

图 3：公司近年营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：公司近年归母净利润及增速（亿元，%）

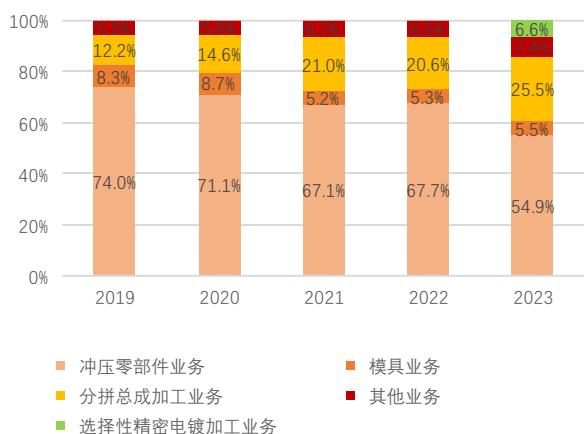


资料来源：Wind、天风证券研究所

从分业务营收与利润情况来看，2019-2023 公司业务结构传统冲压零部件业务占比下降（74.0%-54.9%）、分拼总成加工业务占比上升（12.2%-25.5%）。分拼总成加工业务毛利率在 33-47%之间，而传统冲压零部件业务毛利率自 2020 年起大幅度下降，主要为原材料钢材价格的影响，随着钢材价格下降，冲压业务毛利率于 2023 年重新回升。

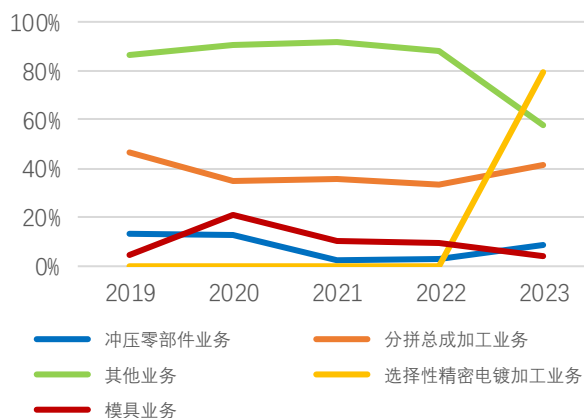
2023 年公司并表无锡开祥，开始切入到电镀领域。无锡开祥目前为联合电子在精密镀铬工艺领域国内唯一的合格供应商，也是德国博世全球产能重要供应基地之一。这部分客户在选择产品时注重供应商的综合实力，因此成为该类企业的供应商不仅体现了公司较强的产品竞争能力，提升公司在汽车零部件领域的影响力，从而有利于公司进一步开拓新的客户。

图 5：公司近年各业务营收占比



资料来源：同花顺 iFind、天风证券研究所

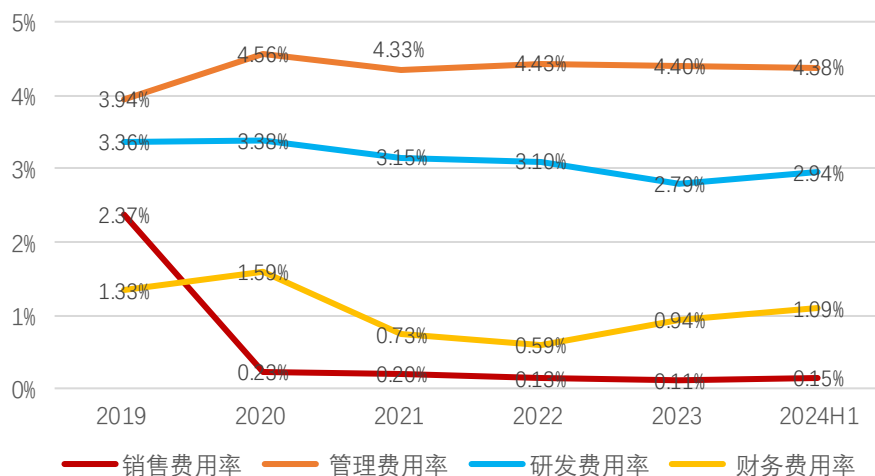
图 6：公司近年各业务毛利率情况



资料来源：同花顺 iFind、天风证券研究所

公司费用率整体维持稳定，2024H1 公司管理/研发/财务/销售费用率分别为 4.38%/2.94%/1.09%/0.15%。其中公司销售费用率从 19 年后下降明显，从 2.37%下降至 0.15%，并且于 20 年后就稳定于 0.20%左右，管理费用率则是有所上升趋势，从 3.95%提升至 4.69%。23 年财务费用率上升主要系新增银行借款，利息支出增加所致。

图 7：公司近年费用率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 冲焊业务基本盘稳健，贡献大量业绩

2.1. 冲压焊接工序是汽车制造的核心步骤

冲压是指靠压力机和模具对板材、带材、管材和型材等施加外力，使之产生塑性变形或分离，从而获得所需形状和尺寸的工件（冲压件）的成形加工方法。在汽车生产中，大约 60% 至 70% 的金属零部件通过冲压成形工艺制造，这些冲压及焊接零部件广泛应用于车身覆盖件、车内支撑件和结构加强件等。每辆汽车平均包含超过 1,500 个此类零部件。

原材料价格回落，汽车冲压零部件行业成本压力缓解。汽车冲压零部件行业的利润主要受到上游原材料价格波动的显著影响。自 2020 年二季度以来，由于核心原材料车用钢材价格的持续上涨，对行业的影响显著。2023 年起钢材价格逐步回落至疫情前水平，使得成本压力有所缓解。

图 8：上海冷轧卷板 1.0mm 价格走势（元/吨）



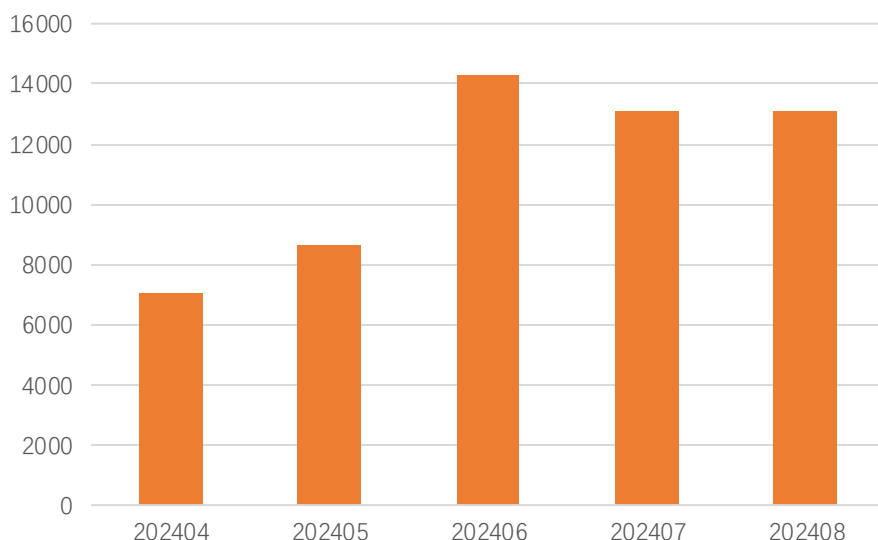
资料来源：我的钢铁网、天风证券研究所

2.2. 新能源汽车推动公司业务升级，增长空间广阔

新能源汽车的崛起为公司传统业务注入新动能，未来增长前景较大。新能源汽车发展势头迅猛，2023 年全国销量已超过 900 万辆。公司一直高度重视新能源汽车的发展，积极参与新能源汽车配套研究和技术开发，努力为老客户的新能源车型提供产品和服务，同时加大对新能源汽车整车制造商客户的拓展。从 2017 年起，公司新中标零件总价值中新能源汽车的占比逐年上升，2022 年度新承接的新能源汽车产品比例已超过 60%。截至 2023 年年报，公司新能源汽车客户包括特斯拉、理想汽车、小米汽车、上汽智己等。

小米 SU7 推出并迅速成为热品。自 4 月 3 日启动首次交付以来，2024 年 4 月小米 SU7 的交付量达到 7058 辆，累计锁单量达到了 88063 台。公司全资子公司廊坊全京申为小米 SU7 供应商。小米汽车较好的销量也为公司在新能源汽车市场中的进一步发展提供重要支持。

图 9：小米汽车月度销量（辆）

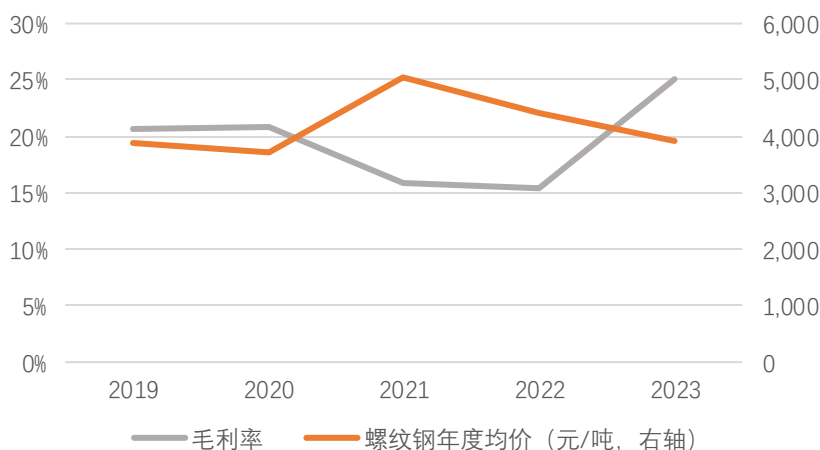


资料来源：车主之家、天风证券研究所（注：数据仅供参考，请以汽车厂商公布的销量数据为准）

双向把握传统能源与新能源汽车零部件领域，优化产能、业务的布局。截至 2023 年年报，公司已先后成立了 9 个生产基地，已形成“无锡+上海+郑州+宁德+武汉+廊坊”的多地联动布局。2023 年公司新能源销售额达到总销售的 30%，公司预计 2024 年这一比例将超过 50%。

原材料价格回落，成本压力缓解，毛利率回升。原材料成本的上升导致公司毛利率下降。2023 年，钢材价格回落至疫情前水平，成本压力有所缓解。毛利率的恢复有望带来更高的利润弹性。

图 10：公司近 5 年毛利率变化和螺纹钢价格变化



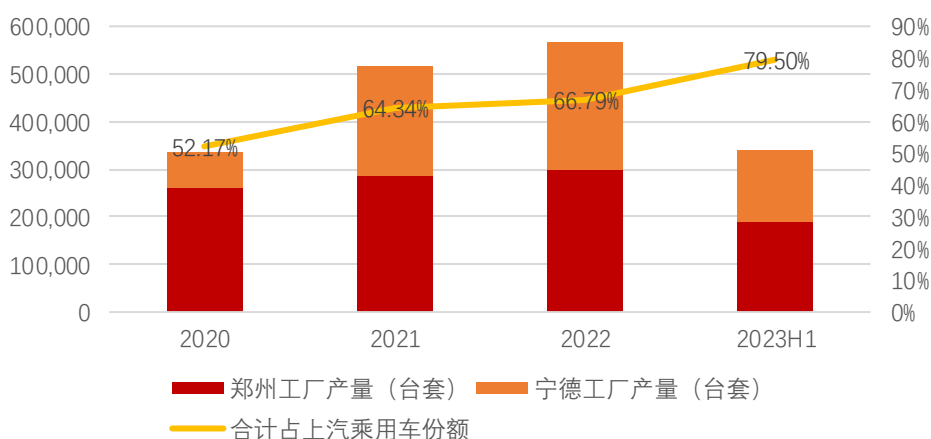
资料来源：Wind、天风证券研究所

分批总成加工所需的基本工艺、设备与冲压零部件一致，公司顺势切入，成功中标上汽乘用车项目。公司有二十余年专业从事汽车冲压零部件研发与制造的业务经验，所用主要工艺为冲压和焊接。分拼总成加工业务的主要工艺为焊接，与冲压零部件业务的焊接的基本工艺、所用设备均一致，两者的主要区别为分拼总成加工业务的焊接量更大、自动化程度更高、对物流发货的及时性要求更高。因此，公司拥有分拼总成加工业务的相关技术和经

验，顺势切入。分拼总成加工是冲压零部件业务的后续工序，相比于冲压零部件业务，分拼总成加工更接近产业下游，并且加工生产过程自动化程度高，不受上游原材料价格波动的影响。公司凭借在冲压零部件业务中的焊接工艺优势，以及与上汽集团的合作基础，通过招标成为上汽乘用车郑州工厂和宁德工厂核心的车身分拼总成加工供应商。

拥抱大客户，受益核心客户整车出海强势。2023 上半年，公司郑州、宁德两工厂合计产量为 34.07 万套，占上汽乘用车汽车产量的 79.5%，我们认为后续上汽综合销量（包含出口业务）的增长有望持续带动公司出货量的增加。

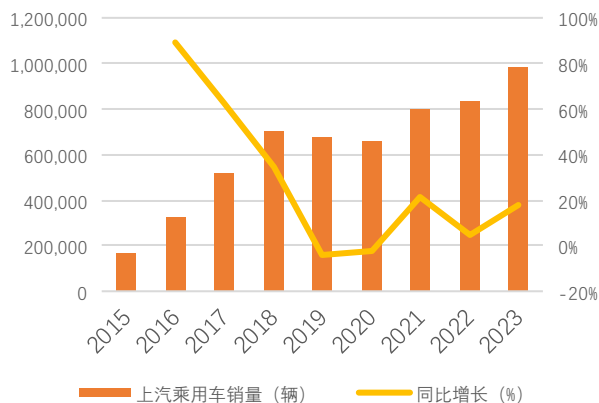
图 11：郑州厂、宁德厂产量占上汽乘用车市场份额



资料来源：公司年报、天风证券研究所

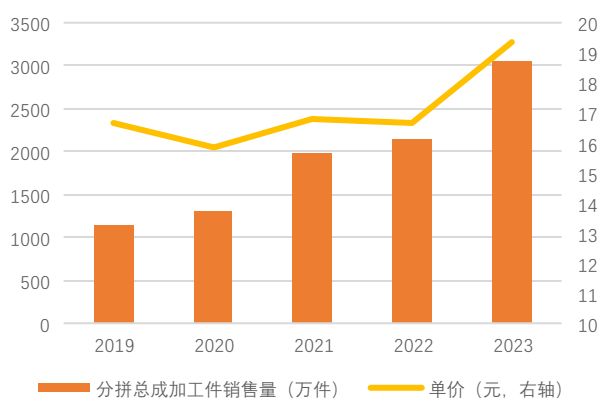
公司产品附加值提高叠加客户销量增长，推动业务增长。公司分拼总成加工业务单价从 2019 年的 16.65 元增长至 2023 年的 19.35 元，我们认为公司可能在提升产品附加值和技术含量方面取得了一定的进展。同时，上汽乘用车销量自 2021 年起明显提升，带动了公司分拼总成业务销量的快速提升。

图 12：上汽乘用车销量（辆）及增速



资料来源：上汽集团官网，天风证券研究所

图 13：公司分拼总成业务销量及单价



资料来源：公司公告，天风证券研究所

郑州和宁德工厂已经成为公司重要利润来源。2023年，公司郑州、宁德工厂分别实现营业收入3.12亿元和2.98亿元，实现净利润0.66亿元和0.75亿元，对应净利率达21.1%和25.2%。在汽车出口和自主品牌市占率提升的有力带动下，公司分拼总成加工业务收入稳步增加，并且该业务的高毛利率使其成为公司利润的重要来源。

表 1：上汽乘用车销量与公司分拼总成加工业务产量

年份	郑州工厂产量 (台套)	宁德工厂产量 (台套)	上汽乘用车总产量 (辆)	份额占比 (%)	分拼总成加工收入 (万元)	YoY (%)
2019	289,634	14,620	654,281	46.5%	19,223.62	90.6%
2020	262,566	71,759	640,811	52.2%	20,645.94	7.4%
2021	286,542	229,711	802,328	64.3%	33,228.70	60.9%
2022	299,937	265,204	846,111	66.8%	35,936.55	8.1%
2023H1	190,478	150,246	428,579	79.50%	23,603.81	-

子公司	持股比例	主要业务及配套客户
武汉恒升祥	100%	主要生产乘用车冲压及焊接零部件，覆盖武汉、长沙及周边汽车工业市场，主要为上汽大众长沙分公司、上汽通用武汉分公司、神龙汽车等客户配套
无锡方园	100%	模具的研发、生产与销售
无锡亿美嘉	100%	主要生产乘用车冲压及焊接零部件，主要客户为爱德夏、常州瑞高等汽车零部件供应商
郑州君润	100%	配套上汽乘用车郑州工厂
宁德振华振德	100%	乘用车冲压零件的分拼总成加工业务，配套上汽乘用车宁德工厂
上海恒伸祥	100%	生产乘用车冲压及焊接零部件
廊坊全京申	100%	汽车零部件焊接总成的制造、销售
无锡开祥	100%	主要从事选择性精密电镀产品的研发及制造，为联合电子在精密镀铬工艺领域国内唯一的合格供应商，也是德国博世全球产能重要供应基地之一

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 收购无锡开祥，电镀业务成为第二增长极

3.1. 电镀提高材料性能，随智能化发展而迎来广阔空间

电镀技术主要用于提升材料的硬度、耐磨性和耐腐蚀性，确保其在高温、高压、高速等严苛条件下能够正常工作。通过改善材料的表面性能，电镀技术可以有效延长设备和产品的使用寿命，节约资源，提高生产力，并减少环境污染。随着工业现代化和智能化的发展，市场对高性能零部件的需求持续增长，这为电镀行业提供了广阔的市场空间。

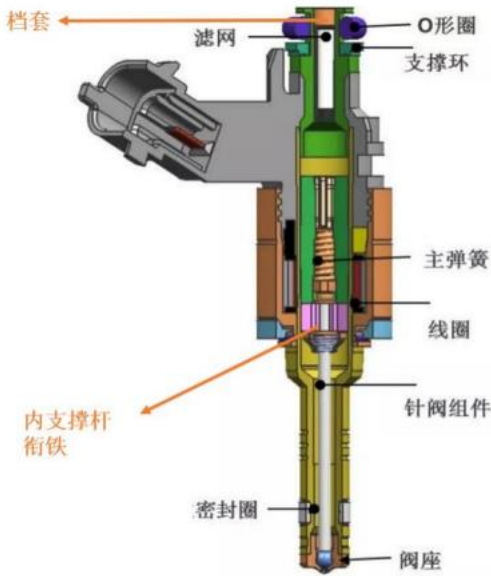
行业壁垒较高，主要体现在技术要求上。电镀工艺复杂，对膜厚分布均匀性、表面形貌修饰、产品一致性等有极高要求，工艺研发难度大，生产控制严苛。

3.2. 绑定大客户，推动电镀业务发展

2022年，公司通过发行股份及支付现金的方式，向公司实际控制人钱金祥和钱霖收购了无锡开祥100%的股权。2023年2月，无锡开祥正式并入公司报表。此次收购使公司进入了精密电镀业务领域，进一步丰富了业务结构，新增利润增长点。无锡开祥2023年实现营业收入1.5亿元，净利润0.9亿元，显著提升了公司的整体盈利能力。

公司为汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵中的部分零部件（主要为衔铁、内支撑杆和铁芯等）提供选择性精密电镀加工服务。在客户指定的零部件关键部位进行精密镀铬，提升硬度、耐磨性和耐腐蚀性，确保上述零部件在长期高压高频率运动的工况下保持正常工作。

图 14：高压喷油器（HDEV）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：高压燃油泵（HDP）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

无锡开祥目前为联合电子在精密镀铬工艺领域国内唯一的合格供应商，也是德国博世全球产能的重要供应基地之一；联合电子的客户包括大众、蔚来、长城、长安、吉利、奇瑞、理想等一批整车企业。这部分客户在选择产品时注重供应商的综合实力，因此成为该类企业的供应商不仅体现了公司较强的产品竞争能力，提升公司在汽车零部件领域的影响力，从而有利于公司进一步开拓新的客户。

自 2023 年 2 月并表以来，无锡开祥对公司的财务贡献显著。精密电镀业务不仅为公司带来了可观的收入，还提升了整体盈利能力。在选择性精密电镀领域，制造商对于内部元件的电镀位置、膜厚分布与均匀性、表面形貌修饰、产品一致性等有着极高的要求。公司通过自主开发与合作开发相结合的方式，研制并不断完善生产设备，并针对性地自主开发工装夹具，提高了产品质量的稳定性、一致性，降低了生产成本，2020-2023 年该业务毛利率均在 80%左右。

图 16：无锡开祥营业收入(万元)及毛利率

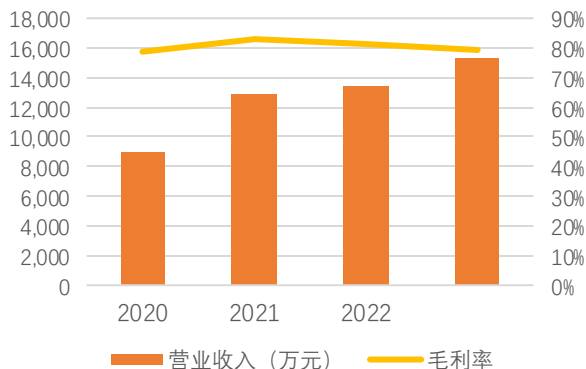
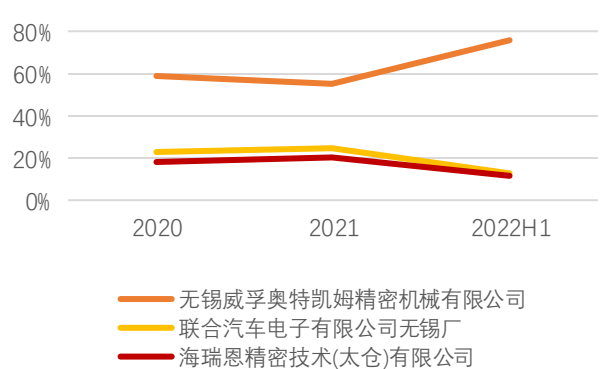


图 17：无锡开祥应收账款占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

1) **冲压零部件**：公司下游核心客户 2024 年销量放量，我们预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 35%/30%/28%；预计 2024-2026 年毛利率分别为 15.00%/15.00%/14.50%。

2) **分拼总成加工业务**：郑州厂、宁德厂产量持续增加，大客户销量稳定上升，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 5%/5%/5%；高度自动化优势有望使公司毛利率稳定，预计该业务 2024-2026 年毛利率分别为 35.0%/35.0%/35.0%。

3) **电镀业务**：公司收购无锡开祥，并且绑定国内大客户，电镀业务持续增长，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 15%/12%/12%；该业务毛利率预计保持平稳，2024-2026 年毛利率分别为 79.4%/79.4%/79.4%。

4) **模具业务**：增速分别为 20%/20%/20%；预计毛利率较为稳定，2024-2026 年毛利率分别为 5.0%/5.0%/5.0%。

表 2：营业收入及毛利率拆分

项目/年度单位：亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
冲压零部件					
收入	11.82	12.70	17.15	22.29	28.53
YOY	11%	7%	35%	30%	28%
毛利率	3.36%	8.57%	15.00%	15.00%	14.50%
分拼总成加工业务					
收入	3.59	5.91	6.21	6.52	6.84
YOY	8%	65%	5%	5%	5%
毛利率	33.40%	41.57%	35.00%	35.00%	35.00%
电镀业务					
收入	1.20	1.53	1.76	1.97	2.21
YOY	-	28%	15%	12%	12%
毛利率	-	79.42%	79.42%	79.42%	79.42%
模具业务					
收入	0.92	1.28	1.54	1.84	2.21
YOY	12%	39%	20%	20%	20%
毛利率	9.86%	4.14%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务					
收入	1.13	1.72	1.89	2.08	2.29
YOY	6%	52%	10%	10%	10%
毛利率	88.34%	57.72%	60.00%	60.00%	60.00%
总营收					
收入	17.47	23.17	28.54	34.70	42.08
YOY	10.4%	32.6%	23.2%	21.6%	21.3%
毛利率	15.40%	25.06%	25.77%	24.58%	23.21%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司汽车冲压铸造业务稳健，下游客户结构好，电镀新业务有望带来新增长曲线。公司冲压业务贡献大量业绩，同时，公司切入电镀领域，打开全新增长极，带来中长期成长动能。我们采用相对估值法，选取行业内冲压结构件厂商**瑞鹄模具**、**嵘泰股份**以及**美利信**作为可比公司，24 年可比公司 PE 均值 24x，给予公司 24 年 PE 15-20x 估值，对应目标价 22.35-29.8

元。

表 3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002997.SZ	瑞鹄模具	30.16	1.02	1.60	2.06	2.56	33	19	15	12
605133.SH	嵘泰股份	18.08	0.78	1.17	1.62	2.16	35	15	11	8
301307.SZ	美利信	19.15	0.65	0.50	0.85	1.07	54	38	22	18
可比公司均值							41	24	16	13
605319.SH	无锡振华	16.88	1.11	1.49	1.74	2.02	15	11	10	8

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：可比公司盈利预测数据采用 Wind 一致预期；收盘价数据截至 2024 年 9 月 24 日）

我们预计公司 2024-2026 年实现营收 28.54/34.70/42.08 亿元，实现归母净利润 3.74/4.35/5.07 亿元，当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 11/10/8 倍。汽车冲压铸造业务稳健，电镀业务带来新增长极，业绩有望迎来重要拐点，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) **原材料成本上行**：上游原材料持续上涨，公司成本上升，毛利承压，影响业绩
- 2) **宏观经济波动**：经济复苏可能不及预期
- 3) **新能源车销量不及预期**：下游新能源车销量波动会影响公司出货量
- 4) **产能爬升不及预期**：新能源热管理和民用热管理产能建设进程存在不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	50.30	214.59	489.77	548.78	944.64	营业收入	1,746.67	2,316.98	2,853.78	3,469.91	4,207.88
应收票据及应收账款	955.58	1,515.25	1,399.05	2,222.86	2,121.81	营业成本	1,477.60	1,736.00	2,118.48	2,616.94	3,231.05
预付账款	54.45	66.88	81.18	101.72	124.11	营业税金及附加	13.58	28.79	35.11	40.55	48.69
存货	300.00	326.45	438.01	506.32	659.62	销售费用	2.30	2.59	3.15	3.64	4.20
其他	73.86	84.57	83.38	85.35	84.32	管理费用	77.42	101.93	124.29	143.57	159.90
流动资产合计	1,434.19	2,207.75	2,491.39	3,465.03	3,934.49	研发费用	54.14	64.75	78.95	93.12	105.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	10.32	21.76	25.40	26.77	27.93
固定资产	1,443.08	1,588.01	1,580.54	1,564.77	1,510.90	资产/信用减值损失	-19.66	-36.37	-12.12	-11.76	-11.40
在建工程	122.27	384.74	506.95	609.14	771.43	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	182.71	214.70	221.49	236.16	245.40	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	159.98	181.15	73.22	53.36	46.55	其他	28.13	50.18	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,908.04	2,368.60	2,382.21	2,463.43	2,574.27	营业利润	102.84	347.35	456.28	533.56	619.52
资产总计	3,342.22	4,576.35	4,873.60	5,928.46	6,508.76	营业外收入	0.71	0.83	0.80	0.78	0.75
短期借款	370.37	580.58	638.64	702.50	772.75	营业外支出	1.24	1.45	1.41	5.00	4.85
应付票据及应付账款	1,013.48	1,508.49	1,569.11	2,232.62	2,461.26	利润总额	102.31	346.72	455.67	529.34	615.42
其他	60.91	146.43	97.93	164.67	135.26	所得税	21.39	69.48	82.02	94.33	108.57
流动负债合计	1,444.76	2,235.50	2,305.68	3,099.79	3,369.28	净利润	80.91	277.24	373.65	435.01	506.85
长期借款	0.00	26.25	26.51	26.78	27.05	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	80.91	277.24	373.65	435.01	506.85
其他	81.94	104.78	90.05	92.26	95.70	每股收益(元)	0.32	1.11	1.49	1.74	2.02
非流动负债合计	81.94	131.03	116.56	119.03	122.74						
负债合计	1,531.84	2,390.97	2,422.24	3,218.83	3,492.02	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	200.00	250.48	250.48	250.48	250.48	营业收入	10.42%	32.65%	23.17%	21.59%	21.27%
资本公积	1,111.25	1,067.03	1,067.03	1,067.03	1,067.03	营业利润	-7.58%	237.76%	31.36%	16.94%	16.11%
留存收益	499.13	916.69	1,133.84	1,392.12	1,699.23	归属于母公司净利润	-11.08%	242.63%	34.78%	16.42%	16.52%
其他	0.00	-48.83	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	1,810.38	2,185.38	2,451.36	2,709.64	3,016.75	毛利率	15.40%	25.07%	25.77%	24.58%	23.21%
负债和股东权益总计	3,342.22	4,576.35	4,873.60	5,928.46	6,508.76	净利率	4.63%	11.97%	13.09%	12.54%	12.05%
						ROE	4.47%	12.69%	15.24%	16.05%	16.80%
						ROIC	5.62%	14.98%	16.40%	17.99%	18.76%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	45.83%	52.25%	49.70%	54.29%	53.65%
净利润	80.91	277.24	373.65	435.01	506.85	净负债率	17.68%	18.51%	7.41%	6.89%	-4.53%
折旧摊销	196.28	250.07	198.87	219.57	237.98	流动比率	0.99	0.98	1.08	1.12	1.17
财务费用	10.99	22.71	25.40	26.77	27.93	速动比率	0.78	0.83	0.89	0.95	0.97
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	-339.19	-147.57	78.56	-162.30	133.84	应收账款周转率	2.05	1.88	1.96	1.92	1.94
其它	-4.24	21.56	0.00	0.00	0.00	存货周转率	5.86	7.40	7.47	7.35	7.22
经营活动现金流	-55.24	424.02	676.47	519.04	906.59	总资产周转率	0.54	0.59	0.60	0.64	0.68
资本支出	312.69	587.90	335.14	318.45	352.19	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.32	1.11	1.49	1.74	2.02
其他	-553.40	-1,093.42	-655.54	-639.10	-707.83	每股经营现金流	-0.22	1.69	2.70	2.07	3.62
投资活动现金流	-240.71	-505.51	-320.40	-320.66	-355.63	每股净资产	7.23	8.72	9.79	10.82	12.04
债权融资	159.82	226.99	26.78	37.36	44.64	估值比率					
股权融资	0.00	-162.26	-107.67	-176.73	-199.74	市盈率	52.63	15.36	11.40	9.79	8.40
其他	-30.73	90.23	0.00	0.00	0.00	市净率	2.35	1.95	1.74	1.57	1.41
筹资活动现金流	129.09	154.96	-80.89	-139.37	-155.10	EV/EBITDA	8.57	9.56	6.24	5.50	4.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.90	13.16	8.72	7.58	6.12
现金净增加额	-166.86	73.46	275.18	59.01	395.86						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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