季度营收新高，AI 终端布局百花齐放

核心观点

- Q4 **季度营收创新高，利润拐点明确。**公司 24 年取得营收 442 亿元，同比大幅增长 30% ，归母净利润 17.5 亿元，同比下降 15%，扣非归母净利润 16.3 亿元，同比基本平稳。单四季度来看，公司 Q4 实现营收 127 亿元，同比增长 34%，创单季度营收新高，归母净利润 3.5 亿元，同比增长 92%，扣非归母净利润 4.4 亿元，同比大幅增长。公司 24 年 AI 终端各类收入显著增长，利润端同比增速自 24Q3 以来拐点明确，全年利润下滑主要受 1）北美工厂运营初期盈利能力不及预期；2）部分老产线搬厂导致成本增加；3）部分项目处于前期研发阶段尚不成熟等因素影响。
- **新业务发展迅猛，布局 AI 眼镜、机器人、折叠屏、服务器等各类 AI 终端。**24 年公司 AI 终端相关收入超 400 亿元，同比增长 33%，其中 AI 终端的传感器及相关模组收入大幅增长 104%，影像显示类产品收入大幅增长 103%；AI 眼镜及 XR 可穿戴设备收入增长 43%。公司在各类 AI 终端百花齐放，1）机器人： 24 年公司机器人业务收入爆发式增长，毛利率约 60%，公司卡位国内外头部客户，目标成为机器人本体总成制造商，25 年有望正式进入量产阶段。2）AI 眼镜：24 年公司 AI 眼镜及可穿戴设备收入约 40 亿元，同比增长 43%。3）折叠屏：公司提供中框、VC 均热板、屏幕支撑层、功能件、结构件、充电器、等关键组件，价值量及技术壁垒高。4）服务器：公司与知名全球客户在 GPU、CPU 及 AI 应用的散热产品上合作，2024 年成功晋升为 AMD 核心供应商。此外公司具备千瓦级高功率电源产品的量产供货能力，在海外批量组装出货的“电源柜”及“遥测柜”产品。
- **卡位北美大客户创新大周期，公司有望深度受益。**公司是北美大客户主要精密功能件供应商之一，深度参与北美大客户机型硬件功能创新，单机价值量&料号数量持续提升，其下一代手机在散热、电池、快充、材料等领域均有望迎来创新升级，从而显著拉动公司单机价值量。公司北美客户业务营收占比高且参与度广泛，有望深度受益其折叠屏、AR 眼镜、智能家居等全品类创新周期开启。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.38/0.51/0.65 元（原 25/26 年预测分别为 0.46/0.56 元，主要上调收入预测，下调毛利率预测），根据可比公司 25 年 32 倍 PE 估值，对应目标价为 12.16 元，维持买入评级。

风险提示

- 北美大客户出货量不及预期风险；新业务整合与拓展不及预期风险；汇兑损失风险；资产减值风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	34,124	44,211	52,539	60,520	69,221
同比增长(%)	*-1.0%*	*29.6%*	*18.8%*	*15.2%*	*14.4%*
营业利润(百万元)	2,553	2,210	3,358	4,526	5,760
同比增长(%)	*24.3%*	*-13.4%*	*51.9%*	*34.8%*	*27.3%*
归属母公司净利润(百万元)	2,051	1,753	2,655	3,589	4,575
同比增长(%)	*28.5%*	*-14.5%*	*51.4%*	*35.2%*	*27.5%*
每股收益（元）	0.29	0.25	0.38	0.51	0.65
毛利率(%)	19.9%	15.8%	17.0%	17.7%	18.2%
净利率(%)	6.0%	4.0%	5.1%	5.9%	6.6%
净资产收益率(%)	11.6%	9.2%	12.5%	14.6%	16.0%
市盈率	31.3	36.6	24.2	17.9	14.0
市净率	3.5	3.2	2.8	2.4	2.1

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入 （维持）
股价（2025年03月28日）	9.16 元
目标价格	12.16 元
52 周最高价/最低价	11.49/4.59 元
总股本/流通 A 股（万股）	700,818/689,968
A 股市值（百万元）	64,195
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 03 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.33	-5.76	7.26	69.15
相对表现%	0.32	-6.41	8.91	57.95
沪深 300%	0.01	0.65	-1.65	11.2

证券分析师

蒯剑 021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856

韩潇锐 hanxiaorui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860523080004

薛宏伟 xuehongwei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜 zhuqian@orientsec.com.cn

相关报告

拟外延并购江苏科达，汽车业务再拓展	2024-12-11
季度营收创新高，利润拐点已现	2024-10-31
业绩拐点将至，卡位 AI 终端精密功能件创新升级	2024-08-31

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.38/0.51/0.65 元（原 25/26 年预测分别为 0.46/0.56 元，主要上调收入预测，下调毛利率预测），根据可比公司 25 年 32 倍 PE 估值，对应目标价为 12.16 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
		2025/3/28	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
思泉新材	301489	64.50	0.95	1.26	1.86	68.17	51.30	34.66
飞荣达	300602	20.67	0.18	0.40	0.64	116.12	52.17	32.21
中石科技	300684	25.03	0.25	0.62	0.88	101.62	40.50	28.39
长盈精密	300115	25.18	0.06	0.60	0.64	398.42	41.97	39.15
信维通信	300136	23.74	0.54	0.74	0.96	44.05	32.12	24.74
	最大值					398.42	52.17	39.15
	最小值					44.05	32.12	24.74
	平均数					145.68	43.61	31.83
	调整后平均					95.31	44.59	31.76

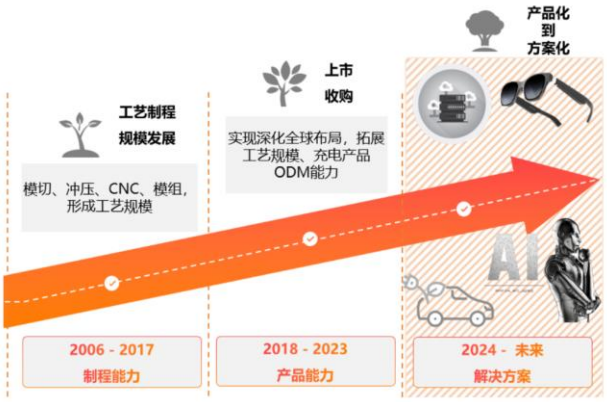
数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

北美大客户出货量不及预期风险；新业务整合与拓展不及预期风险；汇兑损失风险；资产减值风险

附录

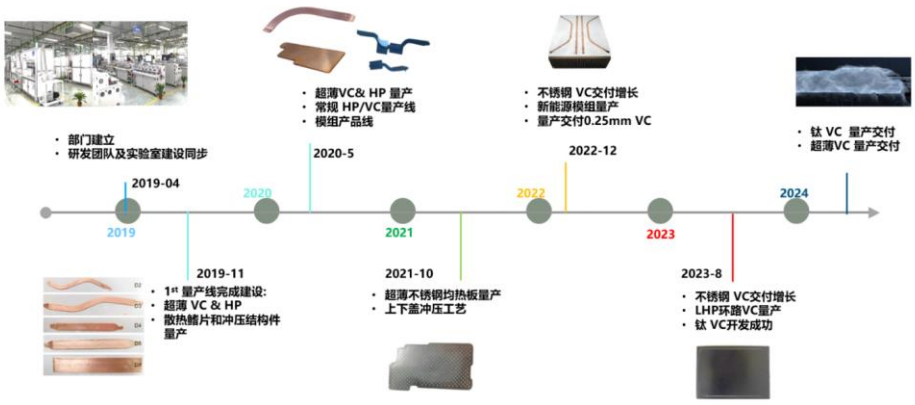
图 2：公司实现零组件-模组-整机的业务布局



数据来源：公司公告、东方证券研究所

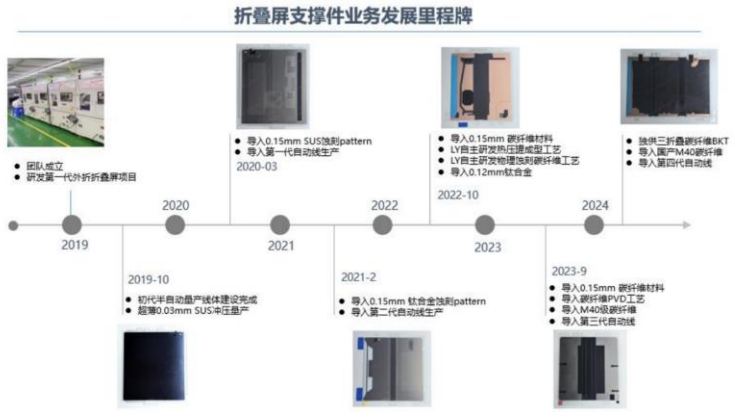
图 3：公司 VC 均热板业务发展历程

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：公司折叠屏业务发展历程



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：公司机器人业务发展历程

数据来源：公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,018	6,569	7,806	8,992	10,284
应收票据、账款及款项融资	9,135	11,782	14,001	16,128	18,446
预付账款	94	119	141	163	186
存货	5,727	5,856	6,855	7,834	8,902
其他	1,182	1,195	1,251	1,317	1,389
流动资产合计	**19,157**	**25,519**	**30,054**	**34,433**	**39,208**
长期股权投资	525	569	569	569	569
固定资产	10,420	11,052	11,438	12,025	12,629
在建工程	1,051	2,078	3,310	4,111	4,631
无形资产	1,718	1,700	1,530	1,360	1,190
其他	4,318	4,243	3,683	3,518	3,518
非流动资产合计	**18,031**	**19,642**	**20,530**	**21,583**	**22,538**
资产总计	**37,188**	**45,161**	**50,584**	**56,016**	**61,746**
短期借款	1,487	929	1,600	1,691	932
应付票据及应付账款	8,027	10,402	12,178	13,916	15,814
其他	3,723	4,409	4,410	4,413	4,416
流动负债合计	**13,237**	**15,740**	**18,188**	**20,020**	**21,162**
长期借款	3,986	5,827	5,827	5,827	5,827
应付债券	0	2,076	2,076	2,076	2,076
其他	1,653	1,644	1,644	1,644	1,644
非流动负债合计	**5,640**	**9,546**	**9,546**	**9,546**	**9,546**
负债合计	**18,877**	**25,286**	**27,734**	**29,567**	**30,709**
少数股东权益	61	67	75	86	99
实收资本（或股本）	1,756	1,756	1,756	1,756	1,756
资本公积	8,540	8,616	8,843	8,843	8,843
留存收益	7,976	9,520	12,176	15,764	20,339
其他	(22)	(85)	0	0	0
股东权益合计	**18,312**	**19,875**	**22,850**	**26,449**	**31,037**
负债和股东权益总计	**37,188**	**45,161**	**50,584**	**56,016**	**61,746**

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,047	1,759	2,663	3,599	4,588
折旧摊销	1,714	1,754	1,906	1,936	2,033
财务费用	212	42	360	402	363
投资损失	(102)	(4)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	506	(1,143)	(1,721)	(1,712)	(1,930)
其它	918	1,614	690	436	525
经营活动现金流	**5,295**	**4,021**	**3,867**	**4,631**	**5,548**
资本支出	(2,436)	(2,723)	(3,014)	(3,014)	(3,014)
长期投资	146	(274)	0	0	0
其他	197	(747)	(153)	(120)	(120)
投资活动现金流	**(2,094)**	**(3,745)**	**(3,168)**	**(3,134)**	**(3,134)**
债权融资	(700)	4,304	0	0	0
股权融资	93	77	227	0	0
其他	(2,311)	(1,629)	311	(311)	(1,121)
筹资活动现金流	**(2,917)**	**2,752**	**538**	**(311)**	**(1,121)**
汇率变动影响	96	108	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**380**	**3,136**	**1,237**	**1,186**	**1,293**

利润表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**34,124**	**44,211**	**52,539**	**60,520**	**69,221**
营业成本	27,319	37,238	43,594	49,818	56,612
营业税金及附加	204	228	263	303	346
营业费用	332	366	414	459	511
管理费用及研发费用	3,210	3,386	3,880	4,342	4,960
财务费用	212	42	360	402	363
资产、信用减值损失	481	831	750	750	750
公允价值变动收益	(200)	(179)	(150)	(150)	(150)
投资净收益	102	4	30	30	30
其他	285	264	200	200	200
营业利润	**2,553**	**2,210**	**3,358**	**4,526**	**5,760**
营业外收入	9	15	0	0	0
营业外支出	40	30	35	35	35
利润总额	**2,521**	**2,194**	**3,323**	**4,491**	**5,725**
所得税	474	436	660	892	1,137
净利润	**2,047**	**1,759**	**2,663**	**3,599**	**4,588**
少数股东损益	(4)	5	8	10	13
归属于母公司净利润	**2,051**	**1,753**	**2,655**	**3,589**	**4,575**
每股收益（元）	0.29	0.25	0.38	0.51	0.65

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-1.0%	29.6%	18.8%	15.2%	14.4%
营业利润	24.3%	-13.4%	51.9%	34.8%	27.3%
归属于母公司净利润	28.5%	-14.5%	51.4%	35.2%	27.5%
获利能力					
毛利率	19.9%	15.8%	17.0%	17.7%	18.2%
净利率	6.0%	4.0%	5.1%	5.9%	6.6%
ROE	11.6%	9.2%	12.5%	14.6%	16.0%
ROIC	8.7%	6.3%	9.0%	10.7%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	50.8%	56.0%	54.8%	52.8%	49.7%
净负债率	25.3%	24.3%	18.6%	12.0%	3.6%
流动比率	1.45	1.62	1.65	1.72	1.85
速动比率	0.98	1.21	1.24	1.29	1.38
营运能力					
应收账款周转率	3.8	4.2	4.0	3.9	3.9
存货周转率	4.7	5.9	6.2	6.2	6.1
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.2
每股指标（元）					
每股收益	0.29	0.25	0.38	0.51	0.65
每股经营现金流	3.02	2.29	2.20	2.64	3.16
每股净资产	2.60	2.83	3.25	3.76	4.41
估值比率					
市盈率	31.3	36.6	24.2	17.9	14.0
市净率	3.5	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	14.7	16.4	11.7	9.6	8.1
EV/EBIT	23.8	29.3	17.7	13.4	10.8

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。