

凌云股份 (600480)

证券研究报告

2025年06月14日

主业稳健增长，机器人传感器带来增长期权

基本情况：主营汽车零部件与市政管路，积极布局全球化与高端化

凌云股份是中国兵器工业集团公司旗下的公司，于2003年正式上市。公司主要从事汽车零部件和市政管路业务，积极布局全球化与高端化。公司于2023年申报了工信部机器人力传感项目，其传感器、智能关节、机械臂等业务有望受益于国内机器人产业发展。

主营业务：“冲压件+电池壳”双轮驱动，传统主业稳中向好

在汽车零部件板块，公司主要从事冲压件与电池壳体。冲压件方面，凌云股份与韩国GNS合作，成立合资公司布局热成型市场，冲压业务的收入体量约为60亿元，位居国内第三方冲压厂商前列。电池壳方面，凌云于2015年收购德国WAG公司，以得高强度、轻量化的汽车零部件核心技术。随着子公司降本增效，有望助力公司电池壳体业务的长期向好。

机器人：公司业务覆盖力传感器、智能关节、机械臂，有望打开第二成长曲线

公司于2023年开始力传感器的研发，入围工信部揭榜挂帅项目，产品矩阵布局完备，涵盖拉压力、关节扭矩、六维力及MemS真空压力传感器等品类，可满足多领域复杂场景的精准力测量需求。此外，公司还积极开拓机器人智能关节及机械臂等关键部件的业务，有望受益于国内机器人产业的爆发。

投资建议：根据公司现有业务和新拓展业务情况，我们选取了科达利、安培龙、祥鑫科技作为可比公司，根据wind一致预期，可比公司25年平均估值水平在33X，考虑公司和三个可比公司的类似程度，我们给予公司25年25XPE，目标价22.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：汽车需求不及预期、原材料价格波动超预期、人形机器人发展不及预期、股价波动较大风险。

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 14.35元

目标价格 22.5元

基本数据

A股总股本(百万股) 940.28

流通A股股本(百万股) 926.28

A股总市值(百万元) 13,492.98

流通A股市值(百万元) 13,292.10

每股净资产(元) 8.28

资产负债率(%) 49.17

一年内最高/最低(元) 19.68/7.35

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

张童童 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524060005
zhangtongtong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《凌云股份-首次覆盖报告:汽车零部件业绩突出 军工业务或成新的利润增长点》 2017-11-30

| 财务数据和估值 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 18,701.91 | 18,837.43 | 19,566.55 | 20,664.88 | 22,008.12 |
| 增长率(%) | 12.06 | 0.72 | 3.87 | 5.61 | 6.50 |
| EBITDA(百万元) | 2,337.64 | 2,554.49 | 2,167.12 | 2,298.31 | 2,490.89 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 631.63 | 655.43 | 850.04 | 950.11 | 1,089.96 |
| 增长率(%) | 86.43 | 3.77 | 29.69 | 11.77 | 14.72 |
| EPS(元/股) | 0.67 | 0.70 | 0.90 | 1.01 | 1.16 |
| 市盈率(P/E) | 21.36 | 20.59 | 15.87 | 14.20 | 12.38 |
| 市净率(P/B) | 1.92 | 1.81 | 1.62 | 1.46 | 1.30 |
| 市销率(P/S) | 0.72 | 0.72 | 0.69 | 0.65 | 0.61 |
| EV/EBITDA | 3.37 | 3.47 | 5.44 | 4.31 | 3.64 |

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 公司基本情况..... | 3 |
| 1.1. 主营汽车零部件与市政管路，积极布局全球化与高端化..... | 3 |
| 1.2. 凌云股份具备深厚国资背景，子公司布局全球..... | 3 |
| 1.3. 持续受益于汽车零部件业务，公司业绩稳健增长..... | 4 |
| 2. 金属板块：“热冲压+电池壳”双轮驱动，汽零业务稳中向好..... | 5 |
| 2.1. 冲压件市场空间广阔，公司为国内行业龙头..... | 5 |
| 2.2. 受益于汽车产业电动化，电池壳行业蓄势待发..... | 6 |
| 3. 管路板块：管路行业龙头，专注汽车流体管路、市政管网系统..... | 7 |
| 3.1. 市政管网业务：覆盖燃气、排水等多领域，合作下游头部客户..... | 7 |
| 3.2. 汽车流体管路业务：系统一站式服务引领者，产品销往多个国家..... | 7 |
| 4. 机器人板块：业务覆盖多个关键零部件，打开第二成长曲线..... | 8 |
| 4.1. 力传感器：人形机器人关键零部件，应用空间有望超百亿..... | 8 |
| 4.2. 公司机器人业务覆盖力传感器、智能关节、机械臂，行业前景广阔..... | 8 |
| 5. 投资建议..... | 9 |
| 5.1. 盈利预测..... | 9 |
| 5.2. 估值..... | 10 |
| 6.风险提示..... | 10 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司的发展历程..... | 3 |
| 图 2：公司的股权结构&子公司（截止到 2025Q1）..... | 4 |
| 图 3：2015-2025Q1 年公司营业收入及增速（亿元、%）..... | 4 |
| 图 4：2015-2025Q1 年公司归母净利润及增速（亿元、%）..... | 4 |
| 图 5：公司 2020-2024 年收入构成（亿元）..... | 5 |
| 图 6：2023 年中国冲压件行业下游应用占比情况..... | 5 |
| 图 7：公司的车身冲压焊接件产品..... | 6 |
| 图 8：公司的电池壳产品..... | 6 |
| 图 9：公司市政管网系统业务的部分主要客户..... | 7 |
| 图 10：公司的汽车流体管路系统..... | 8 |
| 图 11：人形机器人力传感器预估市场空间..... | 8 |
| 图 12：机器人中使用的六维力传感器..... | 9 |
| 图 13：凌云股份盈利预测..... | 9 |
| 图 14：可比公司估值（截止到 6.12 日）..... | 10 |

1. 公司基本情况

1.1. 主营汽车零部件与市政管路，积极布局全球化与高端化

凌云股份是中国兵器工业集团公司旗下的公司，于 2003 年正式上市。公司主要从事汽车零部件和市政管路业务，积极布局全球化与高端化。2015 年，通过收购德国瓦达沙夫公司，公司获得了高强度、轻量化汽车零部件的核心技术，并与奔驰、奥迪、宝马、丰田等国际高端品牌客户实现战略合作。

公司于 2023 年申报了工信部机器人力传感项目，进军机器人领域新业务，其传感器、智能关节、机械臂等业务有望受益于国内机器人产业发展。

图 1：公司的发展历程

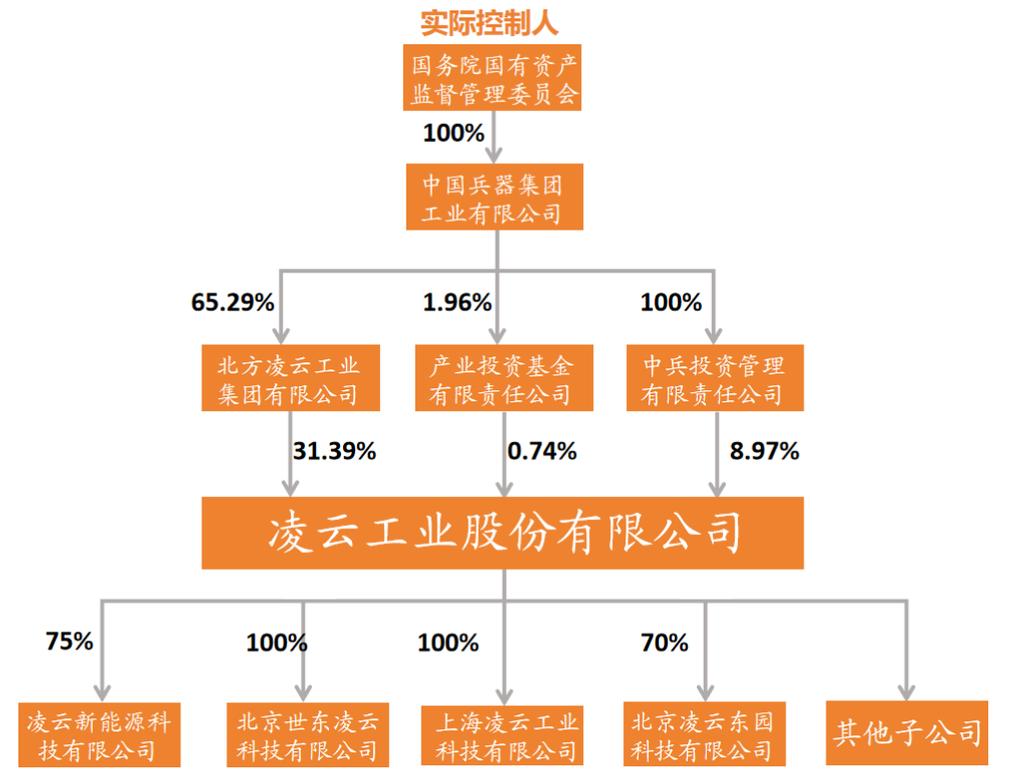


资料来源：公司官网，公司公众号，高工机器人公众号，我的电池网公众号，世界风能大会暨展览会公众号，天风证券研究所

1.2. 凌云股份具备深厚国资背景，子公司布局全球

公司是中国兵器工业集团有限公司下属企业，股权结构集中。截止 2025 年 3 月，国务院国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人，合计拥有公司 29.48% 的股份，较为集中的股权结构保障公司稳步发展。公司的子公司众多，广泛分布在德国、墨西哥、北美、日本、印尼等国家，并与瑞士、美国、韩国等合资成立 20 家中外合资公司。

图 2：公司的股权结构&子公司（截止到 2025Q1）



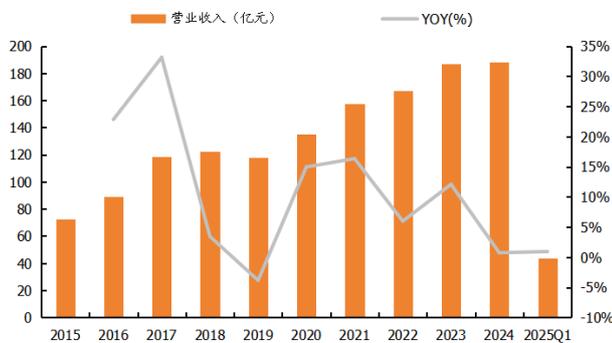
资料来源：公司公告，天眼查，天风证券研究所

1.3. 持续受益于汽车零部件业务，公司业绩稳健增长

公司业绩持续向好，营业总收入与归母净利润保持双增长。

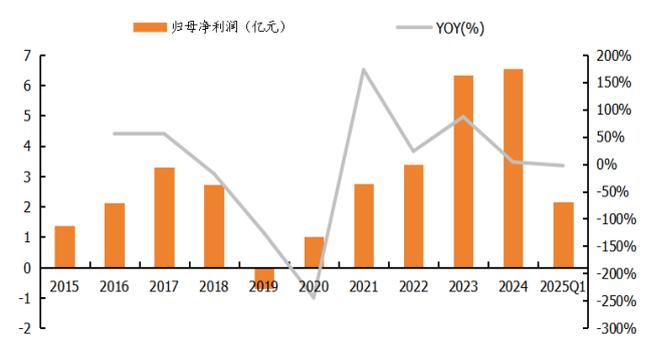
- ✓ **收入端**：2025 年 Q1 公司全年营业收入实现 43.39 亿元，同比增长 0.92%。过去 10 年公司营收整体趋势向上，2015-2024 年复合增长率高达 11.20%。
- ✓ **利润端**：2025 年 Q1 公司全年归母净利润实现 2.15 亿元，同比增长-2.91%。过去 10 年公司归母净利润整体趋势向上，2015-2024 年复合增长率高达 18.99%。

图 3：2015-2025Q1 年公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2015-2025Q1 年公司归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

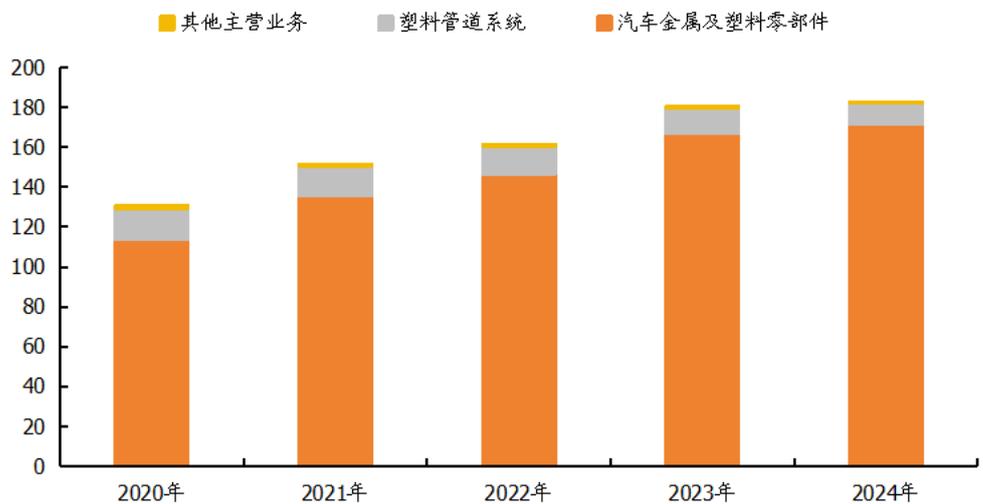
公司的传统主营业务为汽车零部件与市政管道，收入可拆分为汽车金属及塑料零部件、塑料管道系统、其他业务，具体如下：

- ✓ **汽车金属及塑料零部件**：公司营收占比最大的业务，主要客户是国内外主流车企等，

2022-2024 年营收达分别为 146.32/166.49/171.12 亿元。

- ✓ **塑料管道系统**：广泛应用于城市供水、排水、燃气管网等领域，2022-2024 年营收达分别为 14.12/13.09/11.11 亿元。
- ✓ **其他主营业务**：2022-2024 年营收达分别为 0.58/0.40/0.05 亿元。

图 5：公司 2020-2024 年收入构成（亿元）



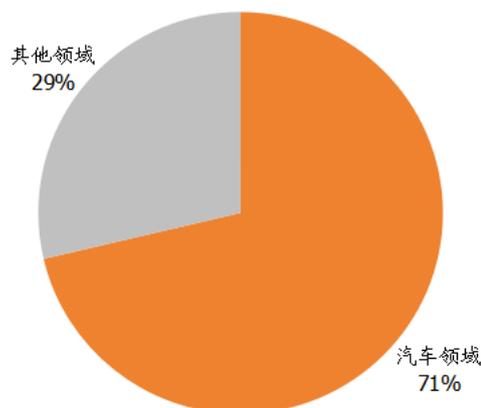
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 金属板块：“热冲压+电池壳”双轮驱动，汽零业务稳中向好

2.1. 冲压件市场空间广阔，公司为国内行业龙头

汽车产业发展为冲压件行业打开市场空间。汽车领域是冲压件的最主要的下游应用，汽车制造中有 60%-70%的金属零部件需冲压加工成形，冲压件广泛应用于车身上的各种覆盖件、车内支撑件、结构加强件，以及大量的汽车零部件如发动机的排气和进油弯管及消声器、空心凸轮轴、油底壳、发动机支架、整车框架结构件、纵横梁等。平均每辆车上包含 1500 余个冲压件，单车配套价值超 1 万元，以 24 年国内汽车产量 3128 万辆来计算，预计汽车冲压件市场空间超过 3000 亿元。

图 6：2023 年中国冲压件行业下游应用占比情况



资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

凌云股份以中韩合资模式深度布局热成型市场，领先同行。2016 年韩国 GNS 公司是通用全球采购热成型项目四大供应商之一，拥有雄厚的技术实力。2013 年凌云股份与韩国 GNS 公司开启了合作之路，先后成立了多家合资公司，共同开发中国热成型市场。据华经产业研究院估计，凌云股份冲压业务的收入体量约为 60 亿元，位居国内第三方冲压厂商前列。

图 7：公司的车身冲压焊接件产品

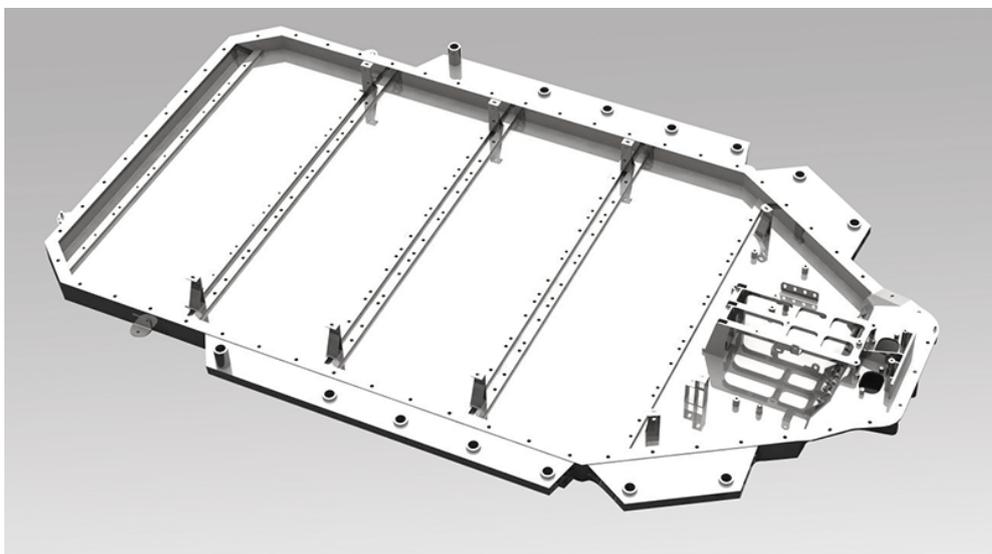


资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 受益于汽车产业电动化，电池壳行业蓄势待发

电池壳体是电动车的必要组成部分，容纳高压电池、电子元件、传感器和连接器，帮助保护车辆的整体结构和安全。受益于新能源汽车市场高速增长的态势，电池壳体具备广阔的市场前景。据观研报告网，电池盒箱体 2023 年市场规模约为 293 亿元，2030 年预计将突破 1000 亿元，市场空间广阔。

图 8：公司的电池壳产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

德国 WAG 立深耕欧洲市场，与多家国际头部厂商保持长期合作。2015 年，凌云股份收购德国 WAG 公司，切入电池壳业务。目前，公司铝合金电池壳技术国内领先，是保时捷、宝马、奔驰等主机厂的定点供应商。2025H1，德国 WAG 公司凭借在交付质量、生产稳定性及产品精度方面的卓越表现，荣获保时捷 A 级供应商称号。目前，凌云正在通过采购降本、减员增效、运营改善、新项目争取等方式推动德国 WAG 运营持续改善，有望助力公司电池壳体业务的长期向好。

3. 管路板块：管路行业龙头，专注汽车流体管路、市政管网系统

亚大集团成立于 1987 年，是一家中外合资企业，由中方的凌云工业股份有限公司和外方的乔治费歇尔公司分别持有 50% 的股份。公司专注于市政管道系统和汽车管路系统两大业务板块，国内市场占有率名列前茅，分布在全国各地的生产基地和营销网络可方便快捷的在第一时间为客户提供一流的服务。

3.1. 市政管网业务：覆盖燃气、排水等多领域，合作下游头部客户

亚大集团生产管材、管件、球阀等产品，提供焊接技术、施工指导和智能管网管理信息。产品覆盖燃气、给水、排水、热力等市政工程各个领域，提供一码追溯的质量管理系统和万物互联的智能管网信息管理系统。目前，公司已经与国内多家头部客户达成合作，包括港华燃气、华润燃气、中国燃气、中国水务、华衍水务、北方国际等。

图 9：公司市政管网系统业务的部分主要客户

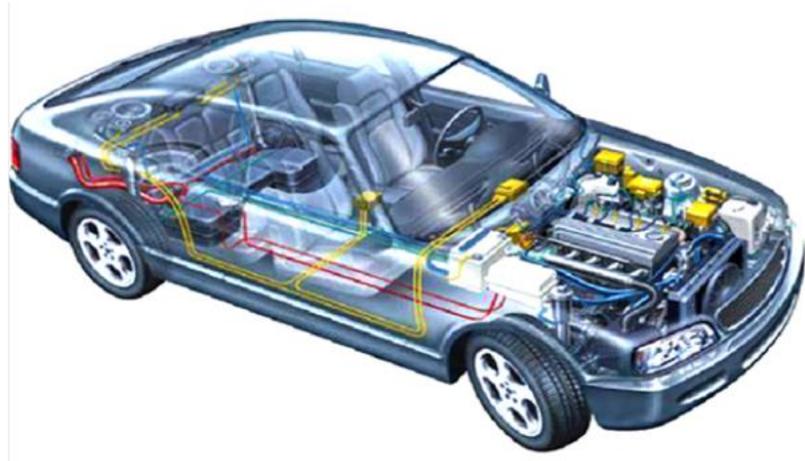


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 汽车流体管路业务：系统一站式服务引领者，产品销往多个国家

亚大汽车是汽车流体管路系统的供应商，为流体管理提供完整的解决方案。其产品覆盖乘用车、商用车和新能源等各个领域。产品方面，公司提供包括燃油、气制动、真空制动、增强管路、冷却、后处理、排水七个系统的管路总成和管路连接件。客户方面，国内客户包括上汽、长城、长安、吉利、比亚迪、红旗等主流车厂；国际客户包括通用、福特、奥迪、奔驰、宝马等知名汽车品牌。

图 10：公司的汽车流体管路系统



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 机器人板块：业务覆盖多个关键零部件，打开第二成长曲线

4.1. 力传感器：人形机器人关键零部件，应用空间有望超百亿

力传感器是机器人的关键组件，用于测量和监控作用于机器人或其组件上的力和扭矩。根据感力原件的不同，力传感器分为应变式、光学式等。按照测量维度，力传感器可以分为一至六维力传感器，分别应用于不同场景。其中，六维力传感器是目前维度最高、力觉信息反馈最全面、难度最大的力觉传感器，其在人形机器人成本中占比约 15%，可应用于机器人的灵巧手、手腕、脚踝、各关节等部位。在 100 万台人形机器人出货的前提下，市场空间有望超百亿。

图 11：人形机器人力传感器预估市场空间

| 人形机器人力传感器预估市场空间 | | | | |
|-----------------|------------|------|------|------|
| | 机器人产量 (万台) | 1 | 10 | 100 |
| 扭矩传感器 | 使用量/单台 | 12 | 12 | 12 |
| | 价值量(元) | 250 | 250 | 250 |
| | 市场空间(亿元) | 0.3 | 3 | 30 |
| | 使用量/单台 | 14 | 14 | 14 |
| 单向力传感器 | 价值量(元) | 200 | 200 | 200 |
| | 市场空间(亿元) | 0.3 | 2.8 | 28 |
| | 使用量/单台 | 4 | 4 | 4 |
| 六维力传感器 | 价值量(元) | 2000 | 2000 | 2000 |
| | 市场空间(亿元) | 0.8 | 8 | 80 |
| | 总市场空间 (亿元) | 1.4 | 13.8 | 138 |

资料来源：思瀚产业研究院，天风证券研究所

4.2. 公司机器人业务覆盖力传感器、智能关节、机械臂，行业前景广阔

凌云股份于 2023 年开始力传感器的研发，与中科院合肥院合作的人形机器人传感器入围工信部揭榜挂帅项目。公司力传感器矩阵布局完备，涵盖拉压力、关节扭矩、六维力及 Mems 真空压力传感器等品类，可满足多领域复杂场景的精准力测量需求。其中，公司已完成了拉压力传感器批量样件送货和小规模产线布局，联合开发的流体传感器也已完成车

规级认证和装车路试。在力传感器之外，公司还积极开拓机器人智能关节及机械臂等关键部件的业务，有望受益于国内机器人产业的发展。

图 12：机器人中使用的六维力传感器



资料来源：《机器人力传感器在工业机械装备中的应用概述》葛云立，天风证券研究所

5. 投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计公司 25-27 年分别实现收入 196、207、220 亿元，YOY+4%、6%、7%，实现归母净利润 8.5、9.5、10.9 亿元，YOY+30%、12%、15%。核心假设如下：

- ✓ **收入端**：考虑不同产品情况，随着国内汽车市场的发展我们预计汽车金属及塑料零部件年收入增速在 5%，塑料管道系统收入稳定在 10 亿元左右，26-27 年其他业务增速在 30%-50%（考虑机器人等新业务的增量）。
- ✓ **毛利率**：汽车金属及塑料零部件在 19%，塑料管道系统在 15%左右，其他业务考虑新业务的放量预计逐年略微提升。
- ✓ **期间费用**：预计公司 25-27 年期间费用分别在 24.5、25.2、26 亿元。

图 13：凌云股份盈利预测

| 项目 | 2024年 | 2025年E | 2026年E | 2027年E |
|------------------|------------|------------|------------|-------------|
| 营业收入（亿元） | 188 | 196 | 207 | 220 |
| YOY | 1% | 4% | 6% | 7% |
| 汽车金属及塑料零部件 | 171 | 180 | 189 | 198 |
| 塑料管道系统 | 11.1 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 其他业务 | 6.2 | 6.0 | 8.0 | 12.0 |
| 毛利率（%） | 18% | 19% | 19% | 19% |
| 汽车金属及塑料零部件 | 18% | 19% | 19% | 19% |
| 塑料管道系统 | 15% | 15% | 15% | 15% |
| 其他业务 | 14% | 14% | 16% | 17% |
| 期间费用率（%） | 13% | 13% | 12% | 12% |
| 期间费用（亿元） | 23.7 | 24.5 | 25.2 | 26.0 |
| 归母净利润（亿元） | 6.6 | 8.5 | 9.5 | 10.9 |
| YOY | 4% | 30% | 12% | 15% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 估值

根据公司现有的汽车零部件业务和机器人领域新拓展业务情况，我们选取了从事机器人、汽车零部件相关业务的科达利、安培龙、祥鑫科技作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 25 年平均估值水平在 33X，考虑公司和三个可比公司的类似程度，我们给予公司 25 年 25XPE，目标价 22.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 14：可比公司估值（截止到 6.12 日）

| | 2025E | 2026E |
|------|-------|-------|
| 科达利 | 16.6 | 13.7 |
| 安培龙 | 58.8 | 44.9 |
| 祥鑫科技 | 22.3 | 18.3 |
| 平均PE | 32.6 | 25.6 |

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

汽车需求不及预期：汽车零部件是公司的主要业务，若下游汽车市场需求不及预期，可能会影响公司的收入。

原材料价格波动超预期：公司主营产品利润率受原材料价格影响，若原材料价格波动较大将可能影响公司的利润率。

人形机器人发展不及预期：公司新建产能有涉及人形机器人，若人形机器人产业未来发展不及预期，将可能影响公司业绩。

股价波动较大风险：公司有布局产品到人形机器人行业，该行业变化多，可能会出现较大波动。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 3,292.09 | 3,447.07 | 4,430.50 | 7,045.70 | 8,438.51 | 营业收入 | 18,701.91 | 18,837.43 | 19,566.55 | 20,664.88 | 22,008.12 |
| 应收票据及应收账款 | 4,908.41 | 5,302.70 | 3,426.00 | 6,735.82 | 4,064.02 | 营业成本 | 15,645.68 | 15,521.11 | 15,918.91 | 16,802.55 | 17,890.58 |
| 预付账款 | 273.57 | 328.38 | 166.49 | 406.63 | 203.57 | 营业税金及附加 | 91.92 | 84.06 | 78.27 | 82.66 | 88.03 |
| 存货 | 2,125.33 | 2,072.73 | 1,928.47 | 2,661.53 | 2,103.60 | 销售费用 | 405.42 | 352.37 | 352.20 | 371.97 | 396.15 |
| 其他 | 1,328.49 | 1,222.17 | 1,300.03 | 1,141.37 | 1,416.64 | 管理费用 | 852.66 | 1,009.15 | 1,037.03 | 1,095.24 | 1,166.43 |
| 流动资产合计 | 11,927.88 | 12,373.05 | 11,251.50 | 17,991.05 | 16,226.34 | 研发费用 | 782.70 | 801.77 | 841.36 | 888.59 | 924.34 |
| 长期股权投资 | 470.54 | 513.49 | 513.49 | 513.49 | 513.49 | 财务费用 | 68.75 | 207.80 | 219.41 | 164.20 | 113.08 |
| 固定资产 | 3,855.53 | 3,989.43 | 3,637.23 | 3,306.12 | 2,928.77 | 资产/信用减值损失 | (41.62) | (38.36) | (45.00) | (58.00) | (70.00) |
| 在建工程 | 396.30 | 343.79 | 348.79 | 358.79 | 378.79 | 公允价值变动收益 | (0.00) | 0.00 | 0.12 | 0.15 | 0.17 |
| 无形资产 | 340.40 | 339.31 | 298.38 | 255.59 | 215.90 | 投资净收益 | 64.62 | 97.28 | 220.00 | 245.00 | 300.00 |
| 其他 | 1,960.82 | 1,672.23 | 1,160.44 | 830.13 | 670.90 | 其他 | (133.44) | (266.89) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 7,023.59 | 6,858.25 | 5,958.33 | 5,264.12 | 4,707.85 | 营业利润 | 965.21 | 1,069.13 | 1,294.50 | 1,446.82 | 1,659.68 |
| 资产总计 | 19,048.93 | 19,379.21 | 17,209.61 | 23,255.16 | 20,934.19 | 营业外收入 | 6.16 | 13.96 | 0.02 | 0.02 | 0.02 |
| 短期借款 | 1,564.14 | 816.66 | 821.66 | 831.66 | 846.66 | 营业外支出 | 13.09 | 12.85 | 0.70 | 0.70 | 0.70 |
| 应付票据及应付账款 | 5,135.13 | 5,768.76 | 2,903.63 | 7,294.43 | 3,695.75 | 利润总额 | 958.28 | 1,070.25 | 1,293.82 | 1,446.13 | 1,659.00 |
| 其他 | 1,558.32 | 2,150.22 | 2,028.90 | 2,401.81 | 2,162.91 | 所得税 | 90.26 | 120.13 | 129.38 | 144.61 | 165.90 |
| 流动负债合计 | 8,257.60 | 8,735.64 | 5,754.19 | 10,527.91 | 6,705.32 | 净利润 | 868.02 | 950.12 | 1,164.43 | 1,301.52 | 1,493.10 |
| 长期借款 | 156.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | 236.39 | 294.69 | 314.40 | 351.41 | 403.14 |
| 应付债券 | 500.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 631.63 | 655.43 | 850.04 | 950.11 | 1,089.96 |
| 其他 | 605.18 | 629.74 | 640.65 | 629.00 | 626.14 | 每股收益(元) | 0.67 | 0.70 | 0.90 | 1.01 | 1.16 |
| 非流动负债合计 | 1,261.58 | 629.74 | 640.65 | 629.00 | 626.14 | | | | | | |
| 负债合计 | 9,984.27 | 9,731.05 | 6,394.84 | 11,156.91 | 7,331.46 | 主要财务比率 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益 | 2,053.76 | 2,178.99 | 2,493.39 | 2,844.80 | 3,247.93 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 940.61 | 940.50 | 940.28 | 940.28 | 940.28 | 营业收入 | 12.06% | 0.72% | 3.87% | 5.61% | 6.50% |
| 资本公积 | 3,595.46 | 3,677.60 | 3,677.60 | 3,677.60 | 3,677.60 | 营业利润 | 34.18% | 10.77% | 21.08% | 11.77% | 14.71% |
| 留存收益 | 2,585.19 | 2,911.45 | 3,761.48 | 4,711.59 | 5,801.56 | 归属于母公司净利润 | 86.43% | 3.77% | 29.69% | 11.77% | 14.72% |
| 其他 | (110.35) | (60.37) | (57.98) | (76.23) | (64.86) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 9,064.67 | 9,648.16 | 10,814.77 | 12,098.04 | 13,602.51 | 毛利率 | 16.34% | 17.60% | 18.64% | 18.69% | 18.71% |
| 负债和股东权益总计 | 19,048.93 | 19,379.21 | 17,209.61 | 23,255.16 | 20,934.19 | 净利率 | 3.38% | 3.48% | 4.34% | 4.60% | 4.95% |
| | | | | | | ROE | 9.01% | 8.78% | 10.22% | 10.27% | 10.53% |
| | | | | | | ROIC | 15.47% | 17.91% | 22.09% | 21.90% | 28.16% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 资产负债率 | 52.41% | 50.21% | 37.16% | 47.98% | 35.02% |
| 净利润 | 868.02 | 950.12 | 850.04 | 950.11 | 1,089.96 | 净负债率 | -8.65% | -18.83% | -28.15% | -46.38% | -51.64% |
| 折旧摊销 | 935.08 | 1,129.30 | 568.21 | 579.29 | 588.13 | 流动比率 | 1.38 | 1.38 | 1.96 | 1.71 | 2.42 |
| 财务费用 | 123.99 | 101.44 | 219.41 | 164.20 | 113.08 | 速动比率 | 1.13 | 1.15 | 1.62 | 1.46 | 2.11 |
| 投资损失 | (64.62) | (97.28) | (220.00) | (245.00) | (300.00) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (965.03) | 195.35 | (327.92) | 920.35 | (488.32) | 应收账款周转率 | 4.14 | 3.69 | 4.48 | 4.07 | 4.08 |
| 其它 | 459.70 | (37.99) | 314.52 | 351.56 | 403.31 | 存货周转率 | 8.84 | 8.97 | 9.78 | 9.00 | 9.24 |
| 经营活动现金流 | 1,357.14 | 2,240.95 | 1,404.26 | 2,720.51 | 1,406.16 | 总资产周转率 | 1.01 | 0.98 | 1.07 | 1.02 | 1.00 |
| 资本支出 | 791.02 | 649.38 | 169.16 | 227.04 | 193.95 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 37.37 | 42.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.67 | 0.70 | 0.90 | 1.01 | 1.16 |
| 其他 | (1,387.40) | (1,260.29) | (129.36) | (197.58) | (85.21) | 每股经营现金流 | 1.44 | 2.38 | 1.49 | 2.89 | 1.50 |
| 投资活动现金流 | (559.01) | (567.95) | 39.80 | 29.46 | 108.74 | 每股净资产 | 7.46 | 7.94 | 8.85 | 9.84 | 11.01 |
| 债权融资 | (645.30) | (1,086.00) | (463.01) | (116.53) | (133.46) | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | (206.40) | 37.95 | 2.39 | (18.25) | 11.37 | 市盈率 | 21.36 | 20.59 | 15.87 | 14.20 | 12.38 |
| 其他 | (210.10) | (532.54) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市净率 | 1.92 | 1.81 | 1.62 | 1.46 | 1.30 |
| 筹资活动现金流 | (1,061.80) | (1,580.59) | (460.62) | (134.78) | (122.09) | EV/EBITDA | 3.37 | 3.47 | 5.44 | 4.31 | 3.64 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBIT | 4.39 | 4.42 | 7.37 | 5.76 | 4.76 |
| 现金净增加额 | (263.67) | 92.42 | 983.44 | 2,615.20 | 1,392.81 | | | | | | |

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 |