

经纬恒润（688326）

证券研究报告

2025 年 06 月 29 日

主业结构性改善+Robovan 新增量，盈利周期向上

公司客户和产品结构性改善，收入端规模化放量。从产品结构来看，随着主动安全、智能照明等功能的增加，为了减少线束成本，提高通讯效率，传统车身域控 BCM 向车身区域控制 ZCU 升级，当前在降本需求及智能化加速推进下，处于高速增长期。而公司凭借前瞻性布局及客户优势卡位 ZCU 赛道，并不断获得客户定点；从客户结构来看，过去主要以吉利、一汽、北汽传统车企为主，而作为智能化主力军的新势力 OEM，已经陆陆续续进入公司主要客户名单，如小鹏、小米等，客户结构进一步优化。

研发费用及资本开支下行，收入规模提高是盈利拐点的关键。从费用端来看，研发是拖累利润的主要费用，如跟同行业头部 Tier1 德赛相比，24 年公司的研发费用是德赛的 1/2。但值得注意的是，从人均创收来看，仅是德赛的 1/4，后续收入的规模化是提高盈利能力的关键因素。同时，从 25Q1 可以看出，研发费用率已经同比-15pct，且 Q1 研发费用前置最多，全年维度看会呈现环比改善趋势；同时，25Q1 资本开支营收占比 13%，同比-15pct，折旧摊销滞后资本开支也有望迎来拐点，带动公司盈利能力上行。

从后续增长点来看，我们认为主要有车身域、智驾域：

车身域：功能复杂度增加+降本需求驱动车身控制器从传统的分布式 BCM →ZCU 车身区域控制器。对于车身 Tier1，根据 OEM 对 EE 架构的设计和功能区划的不同，目前单车 ZCU 装配数量大概在 2-4 个，而原来 BCM 的 ASP 200 元左右，且 ZCU 价值量比 BCM 高。公司在 ZCU 赛道已经获得多个量产客户定点，有望卡位 ZCU 市场。

智驾域：公司前期基于 Mobileye 方案抢占 ADAS 智驾市场，25Q1 市占率已经超过 10%，成为国内本土 Tier1 排名第一。借助 ADAS 优势，公司已经在乘用车高阶智驾领域实现突破，拿到江铃高阶智驾定点；同时，在商用车领域，除了原有港口项目，公司也凭借车规级+量产经验与白犀牛进行 Robovan 合作，成为高阶智驾新的增长点。

盈利预测与投资建议：预计 2025-2027 年公司实现收入 69.97/87.26/106.97 亿元，实现归母净利润 0.17/1.84/3.95 亿元，EPS 分别为 0.15/1.53/3.29 元/股。前瞻性投入逐步进入兑现期，业绩有望迎来拐点。首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示：政策落地不及预期；产品落地不及预期；上游客户销量不及预期；股价波动风险。

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	持有（首次评级）
当前价格	87.65 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	119.97
流通 A 股股本(百万股)	90.04
A 股总市值(百万元)	10,515.14
流通 A 股市值(百万元)	7,892.02
每股净资产(元)	32.40
资产负债率(%)	56.87
一年内最高/最低(元)	114.88/55.02

作者

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

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

2 《经纬恒润-首次覆盖报告:近 20 年厚积薄发，汽车电子龙头启航》
2022-04-25

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,677.58	5,541.12	6,996.96	8,725.84	10,696.74
增长率(%)	16.30	18.46	26.27	24.71	22.59
EBITDA(百万元)	867.32	708.89	276.27	508.38	795.25
归属母公司净利润(百万元)	(217.26)	(550.32)	17.45	183.51	394.56
增长率(%)	(192.61)	153.30	103.17	(951.68)	115.01
EPS(元/股)	(1.81)	(4.59)	0.15	1.53	3.29
市盈率(P/E)	(48.40)	(19.11)	602.62	57.30	26.65
市净率(P/B)	2.12	2.51	2.36	2.30	2.14
市销率(P/S)	2.25	1.90	1.50	1.21	0.98
EV/EBITDA	11.49	10.97	29.32	16.61	10.15

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 经纬恒润：国内优质 Tier1 厂商	3
1.1. 发展历程：持续深耕汽车智能化赛道	3
1.2. 股权结构：股权架构稳定，专业背景深厚	3
1.3. 客户结构：优质客户增加，结构不断优化	4
1.4. 财务分析：25 年费用拐点或现，公司盈利能力或迎上行契机	4
2. 传统控制模块升级至车身域控，ASP 增加提振收入空间	6
3. 高阶智驾乘/商用场景均实现突破	8
3.1. 乘用车：ADAS 奠基，高阶智驾已有突破	8
3.2. 商用车：横向拓展 Robovan 新场景，全新高阶智驾增量	8
4. 盈利预测与投资建议	9
5. 风险提示	10

图表目录

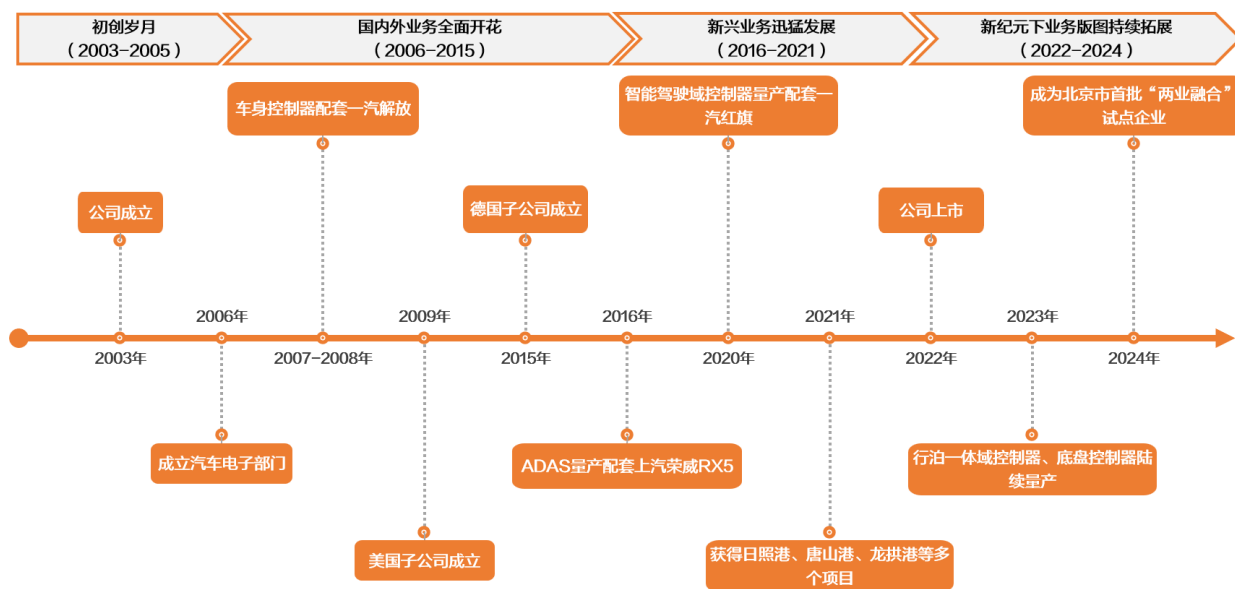
图 1：公司发展历程	3
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）	3
图 3：公司客户结构	4
图 4：公司营业收入及增速	4
图 5：公司各业务收入情况（单位：亿元）	4
图 6：公司毛利率情况	5
图 7：公司归母净利润情况	5
图 8：公司费用率情况	5
图 9：公司分季度费用率情况	5
图 10：公司分季度资本开支情况	5
图 11：BCM—BDC—VIU 的功能集成趋势	7
图 12：部分集成网关的车身（区）域控制器产品	7
图 13：公司 ZCU 产品矩阵	8
图 14：25Q1 公司 ADAS 市场中前视一体机市占率	8
图 15：公司第三代 HAV 产品	9
图 16：白犀牛无人物流车	9
表 1：可比公司研发费用率及人均创收、创利情况	6
表 2：公司盈利预测/百万元	10
表 3：可比公司估值表	10

1. 经纬恒润：国内优质 Tier1 厂商

1.1. 发展历程：持续深耕汽车智能化赛道

经纬恒润是国内领先的汽车电子系统厂商。公司成立于 2003 年，深耕汽车电子领域二十余载，自成立之初专注汽车软件相关研发服务，并逐步积累汽车电子领域技术经验；2006 年，公司正式成立汽车电子业务部，其产品车身域控制器成功适配一汽解放，之后陆续成立美国、德国子公司以开拓海外市场；2016 年开始，公司前瞻性布局 ADAS、自驾域控、网关、T-box 等产品，并顺应汽车智能化发展浪潮不断丰富汽车电子产品矩阵。与此同时，公司纵深汽车电子版图，推出高级别自动驾驶方案，2021-至今先后获得日照港、唐山港、龙拱港等多个项目，实现商业模式的升维。

图 1：公司发展历程

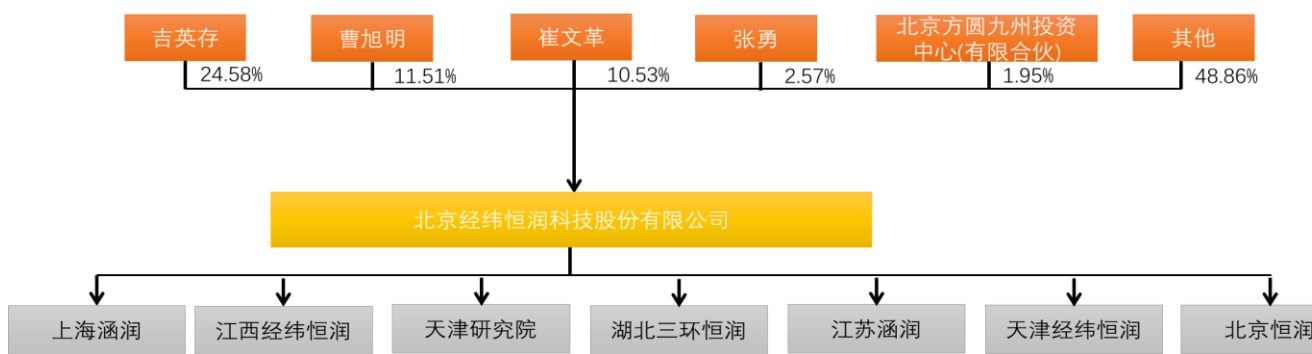


资料来源：公司官网、经纬恒润公众号、天风证券研究所

1.2. 股权结构：股权架构稳定，专业背景深厚

公司实控人为吉英存，股权架构稳健。截止 2025 年 3 月 31 日，吉英存为公司第一大股东/董事长/一致行动人，直接持股比例为 24.58%。公司股权相对集中，且根据管理层背景来看，核心高管均为硕士/博士研究生学历，具备电子系统相关领域的技术及行业经验，有利于公司的战略制定与管理。目前，公司前十大股东持股比例合计为 59.34%。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：ifind、天风证券研究所

1.3. 客户结构：优质客户增加，结构不断优化

公司积累多家头部 OEM 与 Tier1 客户，客户结构不断优化。公司凭借自身技术开发优势，以及丰富的产品资源，拥有海内外众多客户。其中：1) 主机厂：国内包括一汽、吉利、广汽等，以及小米、小鹏等头部新势力客户，新势力客户逐渐增多，客户结构改善明显；国外包括通用、Stellantis、Navistar 等；2) Tier1：进入英纳法、安通林、博格华纳等国际知名汽车 Tier1 供应链。除此之外，公司高级别自动驾驶的方案也获得了日照港、唐山港等无人运输领域客户。截至 2024 年，公司前五大客户合计收入占比 50.02%，同时积极拓展更多新势力、自主品牌等优质客户。

图 3：公司客户结构

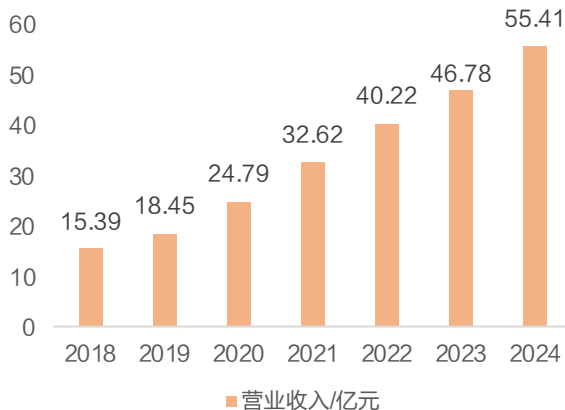


资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.4. 财务分析：25 年费用拐点或现，公司盈利能力或迎上行契机

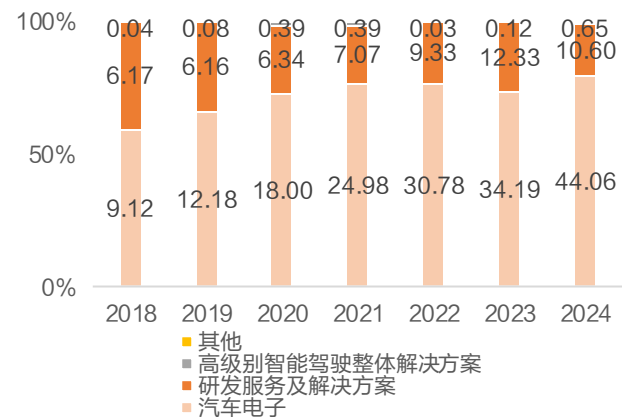
收入端保持稳健增长，核心业务汽车电子规模化放量。在汽车智能化浪潮的背景下，公司深耕汽车电子领域，近年来营收整体保持快速增长，2024 年实现营收 55.41 亿元，同比增长 18.46%。其中，1) 汽车电子：为公司收入增长主要贡献方，自 2020 年起占比 70% 以上，且受益于汽车智能化发展，以及域控、HUD、T-box 等相关产品的规模化量产，该业务将保持强劲增长，2018-2024 年期间复合增速 30.02%；2) 研发服务：公司持续深耕，已经建立了完全的自下而上的软件开发框架，随着高级别自动驾驶的升级以及技术的迭代，该业务将保持稳定的增长，2018-2024 年期间复合增速 9.44%；3) 高级别自动驾驶解决方案：目前主要针对港口等商业化场景，且公司已签署多个项目合同，该业务将持续发展。

图 4：公司营业收入及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：公司各业务收入情况（单位：亿元）

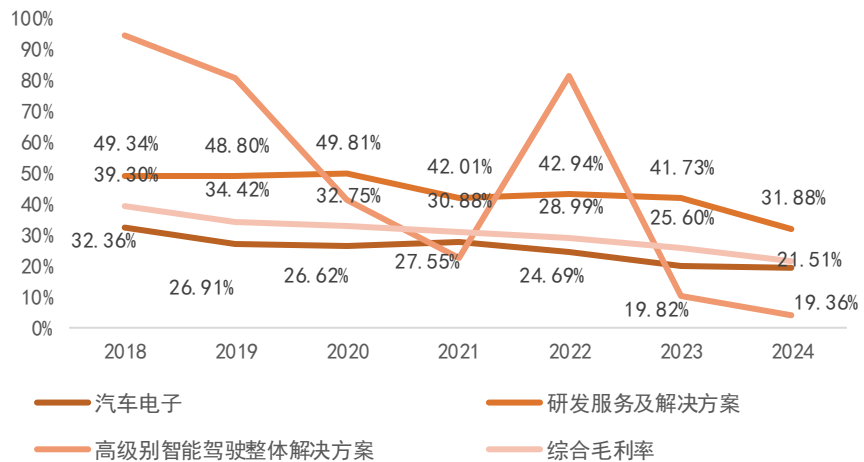


资料来源：Wind、天风证券研究所

公司毛利率下滑主要系产品结构变化所致。2024 年公司毛利率为 21.51%，相较 2023 年

同期下滑 4.09pct。从不同的业务结构来看，毛利率下滑原因主要在于：1）低毛利产品占比提升：汽车电子业务受到行业价格竞争加剧所致的年降影响，而又因其占比较高所以导致公司整体毛利率有所下滑；2）业务产品结构变化：高级别自动驾驶整体解决方案包含更多低毛利的硬件产品，如毫米波雷达、摄像头等，相较原先以算法等软件开发为主的方案毛利率有所下滑。而随着公司大量优质产品的规模化量产，公司毛利率预计将有所恢复。

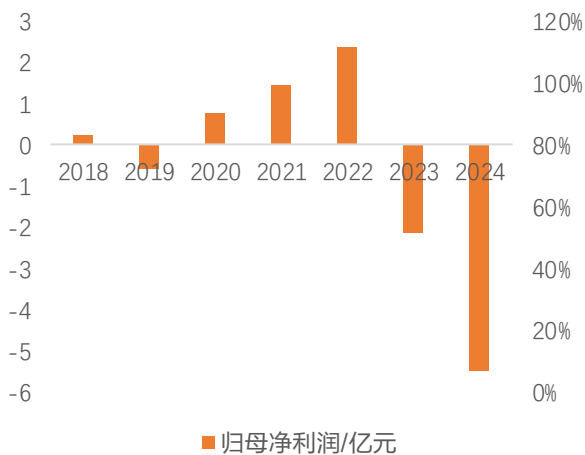
图 6：公司毛利率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

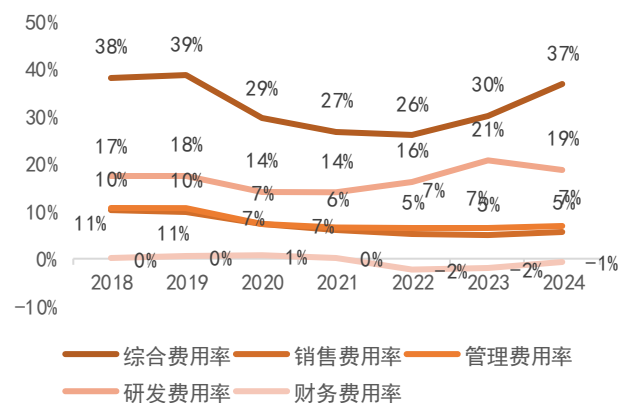
前瞻性研发投入加大，净利润短期承压。公司为了夯实自身技术优势，持续加大研发投入，2024 年，公司研发费用中前十大项目持续性投入累计已达 21.35 亿元，用于车身域控、高级别自动驾驶、智驾域控、AR-HUD 等产品相关的迭代更新、技术储备等发展，导致公司利润端承压。

图 7：公司归母净利润情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：公司费用率情况

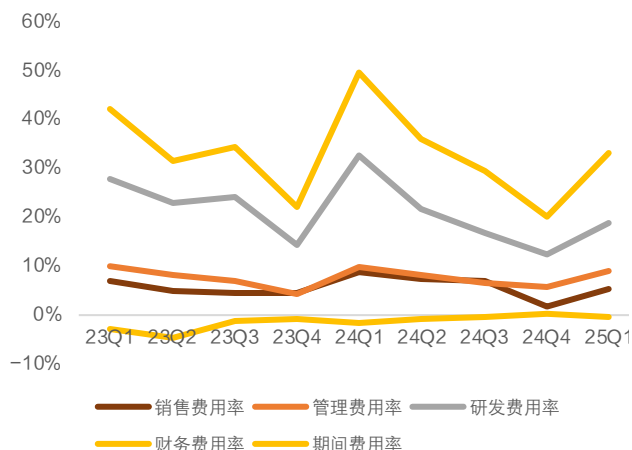


资料来源：Wind、天风证券研究所

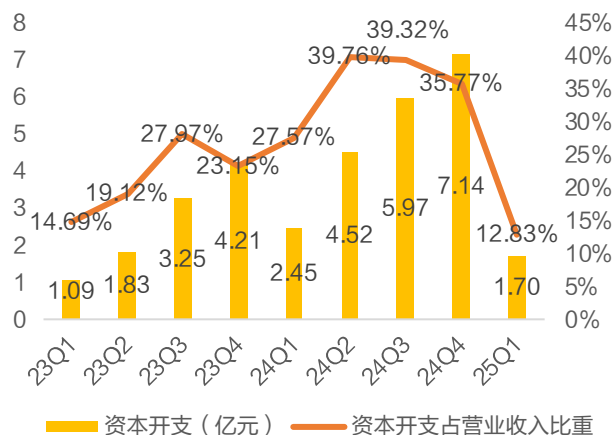
25Q1 研发费用率与资本开支下行，费用逐渐改善。从 25Q1 可以看出，研发费用率已经同比-15pct，且对于研发费用来说，Q1 前置研发费用最多，全年维度研发费用改善具备一定想象空间。同时，25Q1 资本开支营收占比 13%，同比-15pct，折旧摊销滞后资本开支也将迎来拐点，带动公司盈利能力上行。

图 9：公司分季度费用率情况

图 10：公司分季度资本开支情况



资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

收入的规模化则是公司利润拐点的关键。和行业内同类公司比较, 公司重点在于构建综合品类的核心竞争力, 与其他公司涉及座舱域、智驾域、车身域等 2-3 个域相比, 恒润产品线包含了智驾、座舱、底盘、车身、动力五大域, 因此也导致研发费用率高于同行业公司, 影响盈利能力, 如跟同行业头部 Tier1 德赛相比, 24 年公司的研发费用是德赛的 1/2。但值得注意的是, 从人均创收来看, 仅是德赛的 1/4, 后续收入的规模化是提高盈利能力的因素。

表 1: 可比公司研发费用率及人均创收、创利情况

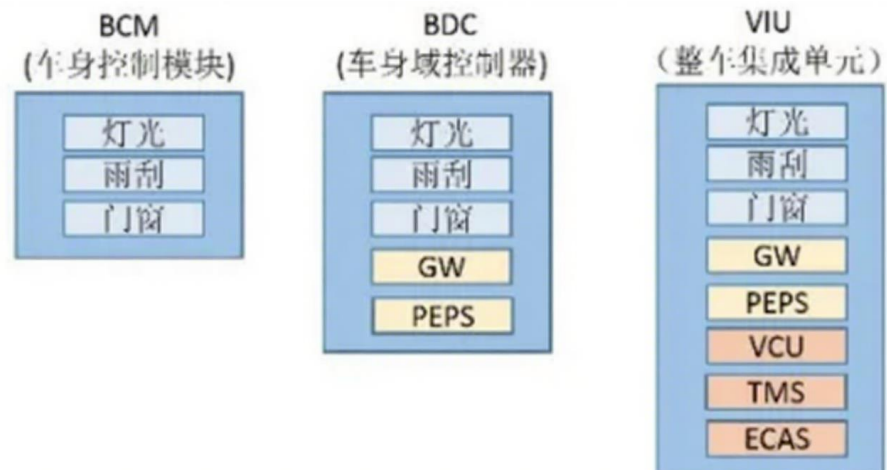
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
德赛西威	研发费用率	9.69%	11.94%	10.31%	10.21%	10.80%	9.05%	8.17%
	人均创收 (万元)	122.79	118.45	158.26	179.14	190.13	255.19	293.68
	人均创利 (万元)	9.45	6.48	12.06	15.59	15.08	18.02	21.32
华阳集团	研发费用率	10.45%	9.25%	8.47%	7.74%	8.35%	8.49%	7.52%
	人均创收 (万元)	56.06	68.57	70.83	85.04	95.67	105.97	128.80
	人均创利 (万元)	0.27	1.51	3.80	5.66	6.46	6.90	8.26
科博达	研发费用率	6.34%	6.56%	8.25%	10.83%	11.06%	9.59%	7.64%
	人均创收 (万元)	133.10	146.69	143.75	131.82	139.77	165.42	208.09
	人均创利 (万元)	24.04	23.84	25.39	18.27	18.60	21.78	26.93
经纬恒润	研发费用率	17.24%	17.60%	14.21%	13.98%	16.30%	20.70%	18.75%
	人均创收 (万元)	76.40	79.29	90.66	91.38	81.43	72.52	75.61
	人均创利 (万元)	1.03	-2.56	2.70	4.09	4.77	-3.37	-7.51

资料来源: Wind、天风证券研究所

2. 传统控制模块升级至车身域控, ASP 增加提振收入空间

出于功能复杂度增加+降本的需求, 主机厂车身控制器从传统的分布式控制模块升级为车身区域控制器。从架构升级与集成化需求来看, BCM 升级至 BDC/ZCU, 除了原有 ECU 的功能, 还需要将灯光控制、网关、座椅控制、天窗、电动尾门、自动空调、热管理、VCU 等功能, 整合到单一控制器, 并支持以太网、CAN FD 等高速通信协议, 满足数据交互需求。在这个过程中, 受益于车身域控硬件方案的高度集成, 即高集成度的电子电气连接和标准化、服务化的接口, 整车厂不仅简化了零部件装配的复杂度, 减少了线束长度、电子模块数量及整车重量, 还降低了采购成本。

图 11：BCM—BDC—VIU 的功能集成趋势



资料来源：佐思汽研公众号、天风证券研究所

这一变革也重塑了车身 Tier1 供应商的市场格局。根据主机厂 EE 架构的设计差异，目前单车 ZCU 配置数量普遍在 2-4 个，BCM 单车 ASP 约 200 元，ZCU 单车价值量更高，这不仅为供应商开辟了新的利润增长点，也倒逼其加速技术迭代。目前，经纬恒润凭借自研的多核异构芯片方案与 SOA 软件架构，已成功切入小米、吉利等头部车企供应链。

图 12：部分集成网关的车身（区）域控制器产品

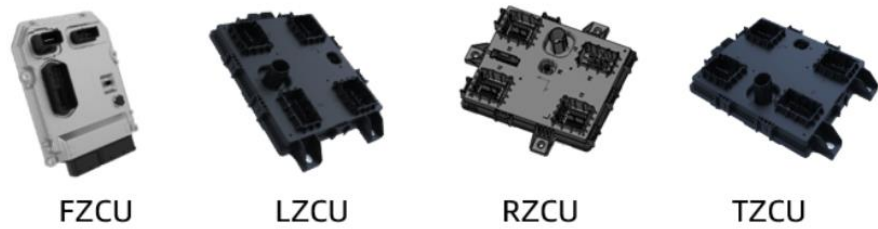
厂商	产品	集成功能	MCU	量产情况
安波福	区域控制器 PDC	作为电源数据中心，针对采用便于管理的区域网络，车身控制可以通过 CAN - FD 网络来实现，支持选择性唤醒	/	2022
大陆集团	区域控制器	负责车辆前部、左右或后部等区域的所有服务和数据管理任务	英飞凌 AURIX TC4x	2024
	跨域车辆控制高性能计算单元 Body HPC2	集成车身控制 + 网关功能（如访问内 / 外部照明以及无线软件更新的管理和诊断功能）+ 整车控制	NXP S32G399	2023.8 (广汽 Hyper GT 等车型)
	Body HPC1	Body HPC 集成了网关功能（与车载智能通讯单元或用于云连接的智能天线模块 (IAM) 结合）与车身控制功能，同时负责整车 OTA 更新和电池管理	瑞萨 R - Car M3	2020 (大众 ID 系列电动车型)
联合汽车电子有限公司	车身域控制器 BDU8.1	集成 BCM、大数据采集、整车 OTA 升级、远程诊断等系统功能	/	2021
经纬恒润	区域控制器 ZCU	集成了一级配电、二级配电、新能源动力域、部分底盘域、车身舒适 & 空调热管理控制的信号采集及负载驱动、区域网关等功能	/	2024Q2 (广汽、哪吒、小米等)
	车身域控制器 BDCU	同时集成 BCM、空调算法、PEPS、门控逻辑、胎压监控、网关等整车控制策略	/	2019 (一汽红旗 H5/HS5/HS7/H9/ESH9 等)
埃泰克	左右 I/O 核心域控 (VIU)	在传统 BCM 功能的基础上，集成了网关、空调热管理和车窗防夹等功能；其中一个域算力相对强一些，承接 CAN 网关和以太网网关	英飞凌 TC377/397	2023 (长安、理想)

资料来源：佐思汽车研究公众号、天风证券研究所

我们认为公司在 ZCU 产业趋势变化下成为国内头部 Tier1 厂商主要来自以下几点：1) 量产经验：乘用车方面具有吉利、小米、广汽等项目量产经验，商用车在物流和轻卡领域有江淮、福田等量产经验，具备场景上的差异化竞争优势；2) 多域融合能力：公司产品线丰富，具备智驾、车身、底盘、动力、座舱等产品，从 BCM 向 ZCU 升级，以及未来形成区域控制/中央计算平台具备跨域融合能力；3) 软硬结合能力：公司软件产品线包括中间

件、各类软件开发工具链、研发平台服务等全链路软件能力，能够为 OEM 提供软硬一体的解决方案。

图 13：公司 ZCU 产品矩阵



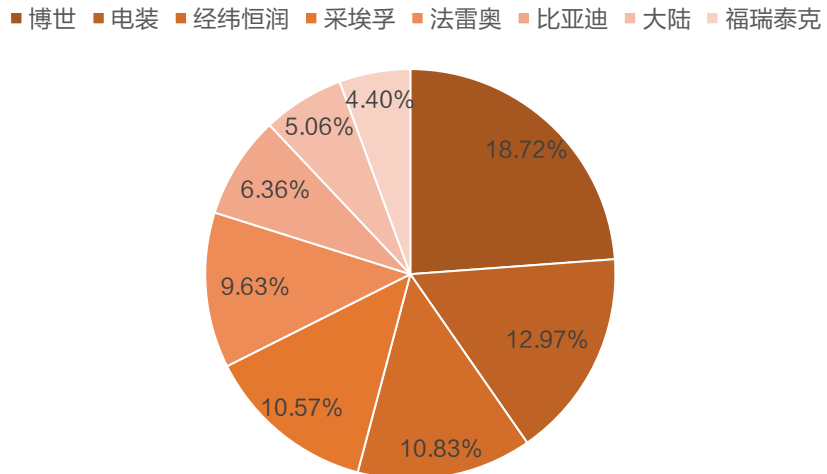
资料来源：公司官网、天风证券研究所

3. 高阶智驾乘/商用场景均实现突破

3.1. 乘用车：ADAS 奠基，高阶智驾已有突破

公司前期基于 Mobileye 方案抢占 ADAS 智驾市场，同时推出高端 HPC 域控平台，形成从中低端到高端域控平台化的全布局。其中：1）ADAS 市场：公司基于 Mobileye 芯片方案研制出了前向摄像头一体机、智驾域控制器等产品，并凭借多功能一体、高度集成等优势在 ADAS 市场占据一定的席位，配套客户包括吉利、上汽、红旗等，25Q1 公司前视一体机市占率国内本土 Tier1 排名第一（市占率 10.83%）；2）高阶市场：公司自 2019 年开始，以域控制器为抓手自研车载高性能计算平台 HPC 产品研发，至今已推出三代产品。目前，在高阶智驾市场公司已经获得江铃定点，为其配套了高级别智能驾驶解决方案、AR HUD、智能网联解决方案等。

图 14：25Q1 公司 ADAS 市场中前视一体机市占率



资料来源：NE 时代新能源公众号、天风证券研究所

3.2. 商用车：横向拓展 Robovan 新场景，全新高阶智驾增量

凭借研发+运营的完善体系，公司目前在港口场景下已获得多个商业化项目。其中，1）烟台港：滚装码头商品车搬运机器人（AGV）调度系统开发合同已完成一阶段功能系统上线，实现对 AGV 的调度控制，该系统具有滚装码头地图管理、TOS 对接、AGV 任务调度、AGV 运动路线规划、AGV 运动及作业过程管控等功能；2）唐山港：京唐港区智能水平运输系统开发项目计划为京唐港 25#泊位研制并部署 22 台无人驾驶智能集装箱运输车（HAV）及相关的远程驾驶系统、自动充电系统、车队管理系统、数字孪生系统、全场定

位系统、智能交通管理系统、工业 5G 专网性能优化等产品及服务，该项目已完成车辆交付，全套系统已上线运营，目前处于效率爬升阶段；3）龙拱港：港口无人水平运输设备（二期）采购合同已完成车辆交付，全套系统已上线运营，一、二期项目累计交付 10 台 HAV 车及配套系统平台；龙拱港三期项目于 2025 年正式投入运营。

图 15：公司第三代 HAV 产品



资料来源：公司年报、天风证券研究所

凭借公司在港口的商用场景积累，进一步向 Robovan 领域拓展，并与白犀牛无人物流车合作。基于白犀牛自动驾驶算法与场景落地经验，公司利用车规级成熟可靠的传感器、高算力智能驾驶域控制器等智能硬件的产品技术优势和强大工程化能力，共同打造高度可靠和安全的车规级无人车产品。我们认为，此次合作有望通过车规级硬件的规模化应用，推动行业从“功能验证”迈向“可靠量产”，成为新的增长点。

图 16：白犀牛无人物流车



资料来源：经纬恒润公众号、天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

得益于汽车智能化高景气度的发展，公司凭借自身自主研发实力以及丰富的硬件产品矩阵，整体收入有望保持稳步增长，预计 2025-2027 年公司实现收入 69.97、87.26、106.97 亿元，同比增长 26.27%、24.71%、22.59%，毛利率为 21.85%、22.45%、22.30%。分业务来看，1) 电子产品：2025-2027 年实现收入 57.28/73.32/91.65 亿元，同比增长 30.00%、28.00%、25.00%，毛利率为 20%/21%/21%；2) 研发服务及解决方案：2025-2027 年实现收入 11.66/12.71/13.85 亿元，同比增长 10%/9%/9%，毛利率为 32%/32%/32%；3) 高级别智能驾驶整体解决方案：该业务处于快速成长性，且与 Robotaxi、车路云等行业发展相关，具备较大弹性。2025-2027 年实现收入 0.77/0.94/1.14 亿元，同比增速为 20.00%、

21.00%、22.00%，毛利率为 5%/6%/8%；4）其他业务：2025-2027 年实现收入 0.26、0.29、0.32 亿元，同比增速 20.00%、15.00%、10.00%，毛利率为 25%/25%/25%。

表 2：公司盈利预测/百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
电子产品					
收入	3,418.51	4,406.16	5,728.01	7,331.85	9,164.82
yoy	11.06%	28.89%	30.00%	28.00%	25.00%
毛利率	19.82%	19.36%	20.00%	21.00%	21.00%
研发服务及解决方案业务					
收入	1,232.69	1,059.87	1,165.86	1,270.78	1,385.15
yoy	32.08%	-14.02%	10.00%	9.00%	9.00%
毛利率	41.73%	31.88%	32.00%	32.00%	32.00%
高级别智能驾驶整体解决方案业务					
收入	12.15	64.56	77.48	93.75	114.37
yoy	261.61%	431.39%	20.00%	21.00%	22.00%
毛利率	10.00%	4.03%	5.00%	6.00%	8.00%
其他业务					
收入	14.23	21.35	25.61	29.46	32.40
yoy	94.93%	50.00%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	28.27%	-7.28%	25.00%	25.00%	25.00%
合计					
收入	4677.58	5541.12	6996.96	8725.84	10696.74
yoy	16.30%	18.46%	26.27%	24.71%	22.59%
毛利率	25.60%	21.51%	21.85%	22.45%	22.30%

资料来源：Wind、天风证券研究所

根据公司所处行业，我们选择德赛西威（智能座舱、智能驾驶）、华阳集团（智能座舱、智能驾驶、精密压铸）、均胜电子（汽车安全、汽车电子）三家作为可比公司，2025 年行业可比平均估值 PS 为 1.1 倍。由于公司前期研发投入加大，导致利润短期承压。由于公司处于业务高速增长期，具备较大的成长性。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值表

证券代码	公司简称	市值/亿元	股价/元	EPS 元/股		PS	
				2025E	2026E	2025E	2026E
002906.SZ	华阳集团	172.54	32.87	1.69	2.20	1.34	1.08
600699.SH	均胜电子	243.85	17.31	1.09	1.33	0.39	0.36
002920.SZ	德赛西威	566.77	102.13	4.83	6.12	1.64	0.24
	平均值	327.72	50.77	2.54	3.22	1.12	0.56
688326.SH	经纬恒润	105.15	87.65	0.15	1.53	1.50	0.98

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 2025 年 6 月 27 日）

5. 风险提示

- 1) 政策落地不及预期：Robotaxi、Robovan 等相关政策若推进不及预期，公司相关产品与项目将有滞后风险
- 2) 下游客户销量不及预期：由于公司所处行业环境与下游主机厂销量强相关，若下游主机厂销量不及预期，对公司收入将会造成影响；

- 3) 产品落地不及预期：公司后续新产品的落地节奏有可能受到中美贸易竞争加剧的影响，导致域控相关产品落地不及预期；
- 4) 股价波动风险：由于公司所处赛道涉及五大域，相关的行业波动情况也会带动公司股价波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,292.54	1,505.69	1,893.42	1,623.26	2,133.90
应收票据及应收账款	1,490.44	2,040.57	1,274.21	3,355.21	2,495.57
预付账款	44.26	50.32	82.70	88.13	110.75
存货	1,619.90	1,482.22	2,970.21	2,896.87	3,981.96
其他	134.31	693.25	830.67	910.41	1,034.74
流动资产合计	6,581.45	5,772.05	7,051.22	8,873.88	9,756.91
长期股权投资	7.14	6.17	6.17	6.17	6.17
固定资产	1,016.19	1,381.73	1,608.75	1,884.25	2,099.25
在建工程	173.09	210.12	222.36	167.51	165.65
无形资产	538.26	931.20	862.02	792.84	723.66
其他	937.33	1,038.55	782.74	795.55	764.07
非流动资产合计	2,672.02	3,567.77	3,482.05	3,646.32	3,758.79
资产总计	9,327.74	9,407.03	10,533.27	12,520.20	13,515.70
短期借款	183.64	567.93	681.52	817.82	981.38
应付票据及应付账款	2,180.53	2,692.79	2,237.39	4,541.04	3,945.93
其他	761.71	869.99	2,679.84	2,086.58	3,147.41
流动负债合计	3,125.88	4,130.71	5,598.74	7,445.43	8,074.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	453.13	442.05	392.44	415.09	425.68
非流动负债合计	453.13	442.05	392.44	415.09	425.68
负债合计	4,325.95	5,131.03	5,991.19	7,860.53	8,500.40
少数股东权益	40.00	92.48	92.48	92.48	92.48
股本	120.00	119.98	119.97	119.97	119.97
资本公积	4,658.12	4,729.75	4,729.75	4,729.75	4,729.75
留存收益	325.84	(224.47)	(207.03)	(23.52)	371.05
其他	(142.18)	(441.74)	(193.09)	(259.00)	(297.94)
股东权益合计	5,001.78	4,276.00	4,542.08	4,659.68	5,015.30
负债和股东权益总计	9,327.74	9,407.03	10,533.27	12,520.20	13,515.70

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(217.26)	(545.31)	17.45	183.51	394.56
折旧摊销	125.94	202.01	193.32	214.36	233.31
财务费用	(4.06)	24.57	(25.77)	(23.19)	(20.88)
投资损失	1.48	8.88	(15.98)	(17.58)	(19.34)
营运资金变动	(726.26)	(506.22)	261.46	(323.42)	193.71
其它	260.87	278.53	50.64	55.71	61.28
经营活动现金流	(559.29)	(537.53)	481.12	89.38	842.65
资本支出	474.28	952.68	413.02	343.17	366.68
长期投资	(0.75)	(0.97)	0.00	0.00	0.00
其他	(380.88)	(2,179.22)	(861.74)	(802.83)	(847.17)
投资活动现金流	92.66	(1,227.52)	(448.72)	(459.66)	(480.49)
债权融资	284.77	446.79	106.69	166.03	187.41
股权融资	(122.08)	(227.95)	248.63	(65.91)	(38.94)
其他	37.85	(275.76)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	200.54	(56.91)	355.33	100.12	148.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(266.09)	(1,821.96)	387.73	(270.16)	510.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,677.58	5,541.12	6,996.96	8,725.84	10,696.74
营业成本	3,480.27	4,349.16	5,468.00	6,766.51	8,311.63
营业税金及附加	19.58	32.12	20.99	26.18	32.09
销售费用	232.68	299.62	293.87	340.31	363.69
管理费用	309.32	391.06	314.86	331.58	352.99
研发费用	968.08	1,038.78	909.60	1,064.55	1,176.64
财务费用	(96.99)	(28.64)	(25.77)	(23.19)	(20.88)
资产/信用减值损失	(161.25)	(190.88)	(57.26)	(51.54)	(46.38)
公允价值变动收益	31.94	12.54	50.64	55.71	61.28
投资净收益	(1.48)	(8.88)	15.98	17.58	19.34
其他	179.36	241.71	0.00	0.00	0.00
营业利润	(283.95)	(595.48)	24.76	241.65	514.80
营业外收入	1.99	0.79	2.38	3.33	4.66
营业外支出	3.54	3.32	2.20	0.30	0.30
利润总额	(285.50)	(598.01)	24.93	244.68	519.16
所得税	(68.24)	(52.70)	7.48	61.17	124.60
净利润	(217.26)	(545.31)	17.45	183.51	394.56
少数股东损益	(0.00)	5.01	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(217.26)	(550.32)	17.45	183.51	394.56
每股收益（元）	(1.81)	(4.59)	0.15	1.53	3.29

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	16.30%	18.46%	26.27%	24.71%	22.59%
营业利润	-248.57%	109.71%	-104.16%	876.16%	113.03%
归属于母公司净利润	-192.61%	153.30%	103.17%	-951.68%	115.01%
获利能力					
毛利率	25.60%	21.51%	21.85%	22.45%	22.30%
净利率	-4.64%	-9.93%	0.25%	2.10%	3.69%
ROE	-4.38%	-13.15%	0.39%	4.02%	8.01%
ROIC	-48.14%	-56.92%	-0.04%	8.05%	15.03%
偿债能力					
资产负债率	46.38%	54.54%	56.88%	62.78%	62.89%
净负债率	-61.27%	-20.10%	-25.68%	-16.17%	-21.88%
流动比率	1.72	1.25	1.26	1.19	1.21
速动比率	1.30	0.93	0.73	0.80	0.72
营运能力					
应收账款周转率	3.66	3.14	4.22	3.77	3.66
存货周转率	2.94	3.57	3.14	2.97	3.11
总资产周转率	0.51	0.59	0.70	0.76	0.82
每股指标（元）					
每股收益	-1.81	-4.59	0.15	1.53	3.29
每股经营现金流	-4.66	-4.48	4.01	0.75	7.02
每股净资产	41.36	34.87	37.09	38.07	41.03
估值比率					
市盈率	-48.40	-19.11	602.62	57.30	26.65
市净率	2.12	2.51	2.36	2.30	2.14
EV/EBITDA	11.49	10.97	29.32	16.61	10.15
EV/EBIT	12.93	13.84	97.67	28.73	14.36

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