

# 精达股份 (600577)

证券研究报告  
2025年07月07日

## 电磁线筑基，特种导体打造公司新成长曲线

**深耕电磁线领域 30 载，双轮驱动开拓新领域。**公司成立于 2000 年，专注于铜基电磁线、铝基电磁线、特种导体研发、制造、销售和服务。漆包线、汽车及电子线为公司两大营收主线，特种导体有望打造公司第二成长曲线。

**传统主业：漆包线稳步向上，汽车、电子线营收稳健。**

1) **漆包线市场蓝海，龙头地位稳固。**2012-2022 年，中国漆包线产量由 131.1 万吨增至 178.8 万吨，至 2030 年全球销售额或达 10.65 亿美元。公司为电磁线制造领军企业，产销规模领先国内同行。

2) **渗透率与市场前景双提升，扁线电机引领动力设备革新趋势。**扁线电机转换效率更高、散热能力好、可抑制电枢噪音，未来渗透率有望提升。公司深度绑定知名车企，先发优势显著。凭借技术优势，可打造产品技术壁垒。

3) **铝代铜趋势在即，铝导线业务蓄势待发。**铜包铝线可塑性更好、重量和价格更低，在漆包线领域有望成为新兴产业趋势。公司铝导线业务拥有强大产能和技术积累，预计将充分受益铝代铜和铜包铝产业趋势。

4) **汽车、电子线营收稳健毛利可观，铸就持续稳健的现金流金库。**受益汽车产销量和电子化水平提高，汽车线束行业规模持续扩张，公司汽车、电子线营收稳定，已与多家知名家电电器和工业电机客户建立战略合作关系，可为公司提供稳定的现金流。

**特种导体：AI 服务器驱动镀银铜市场蓬勃发展**

1) **AI 服务器需求增长驱动市场放量，镀银铜迎来发展良机。**全球人工智能服务器规模将从 2022 年的 195 亿美元增长到 2026 年的 347 亿美元，年复合增长率达 17.3%，算力需求迭代加速带动 AI 服务器需求上涨。镀银铜线耐高温、低温，适应高湿、高污染等特殊工作环境，可以减少信号在传输过程中的损失，未来或将受益 AI 服务器需求放量。

2) **恒丰特导是国内镀银铜领军企业，凭竞争优势脱颖而出。**全资子公司恒丰特导是国内最早研发生产特种导体的企业之一，在国内细分行业一直处于龙头地位，生产的镀银铜高速线处于国内领先水平。特种导体行业技术门槛较高，行业进入存在诸多壁垒，公司凭借竞争优势可打造高门槛。

3) **高温超导材料优势明显，参股上海超导受益超导材料商业化浪潮。**第二代高温超导材料优势明显，公司参股的上海超导能够批量年产并销售多公里以上高温超导带材，为高温超导领域的重要企业。目前全球高温超导带材供不应求，上海超导产能扩张有望受益。

**盈利预测与估值：**预计 2025-2027 年公司总营收分别为 246.7/273.4/308.7 亿元，同增 10.5%/10.8%/12.9%；归母净利润分别为 7.18/8.51/10.09 亿元，同比+27.8%/+18.5%/+18.6%。参照可比公司 PE 均值，我们给予公司 2025 年 30 倍 PE，对应公司目标价为 10.02 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；下游需求疲软风险；新产品放量不及预期风险；行业竞争加剧风险；项目进度不及预期风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,905.87	22,322.58	24,668.75	27,342.55	30,868.46
增长率(%)	2.07	24.67	10.51	10.84	12.90
EBITDA(百万元)	913.61	1,159.49	1,275.19	1,473.05	1,699.83
归属母公司净利润(百万元)	426.45	561.71	718.04	850.65	1,008.84
增长率(%)	11.91	31.72	27.83	18.47	18.60
EPS(元/股)	0.20	0.26	0.33	0.40	0.47
市盈率(P/E)	38.55	29.27	22.90	19.33	16.30
市净率(P/B)	3.12	2.85	2.70	2.52	2.33
市销率(P/S)	0.92	0.74	0.67	0.60	0.53
EV/EBITDA	10.79	16.01	14.34	13.22	11.12

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电力设备/电网设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.65 元
目标价格	10.02 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,149.18
流通 A 股股本(百万股)	2,149.18
A 股总市值(百万元)	16,441.21
流通 A 股市值(百万元)	16,441.21
每股净资产(元)	2.72
资产负债率(%)	53.89
一年内最高/最低(元)	8.80/3.65

### 作者

<b>孙潇雅</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com	
<b>高鑫</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523080001 gaoxin@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《精达股份-年报点评报告:传统业务待景气度恢复，扁线业务快速增长》2023-05-04
- 《精达股份-首次覆盖报告:下游行业高增+渗透率提升，扁线业务迎新机遇》2022-08-11

## 内容目录

1. 特种电磁线行业龙头，受益漆包线、特种导体放量在即.....	4
1.1. 深耕电磁线领域 30 载，双轮驱动开拓新领域 .....	4
1.2. 股权结构多元稳定 .....	6
1.3. 盈利能力持续好转，控费得当营利双增 .....	7
2. 传统主业：漆包线稳步向上，汽车、电子线营收稳健 .....	8
2.1. 漆包线：公司核心主业，受益市场规模扩大和产业趋势 .....	8
2.1.1. 漆包线市场蓝海，龙头地位稳固 .....	8
2.1.2. 扁线电机引领动力设备革新趋势，渗透率有望提升 .....	9
2.1.3. 铝代铜趋势在即，铝导线业务蓄势待发 .....	9
2.2. 汽车、电子线：营收稳健毛利可观，铸就持续稳健的现金流金库 .....	10
2.2.1. 产销量提升与国产化趋势双轮驱动，汽车线束行业市场规模持续扩大 .....	10
2.2.2. 营收毛利稳健，优质客户提供稳定现金流 .....	11
3. 特种导体：AI 服务器驱动镀银铜市场蓬勃发展.....	12
3.1. AI 服务器需求上涨驱动市场放量，镀银铜迎来发展良机.....	12
3.2. 高温超导材料优势明显，参股上海超导受益超导材料商业化浪潮 .....	13
3.3. 恒丰特导是国内镀银铜领军企业，技术革新铸就卓越优势 .....	13
3.4. 特种导体行业壁垒重重，公司凭竞争优势脱颖而出 .....	14
3.5. 公司特种导体业务毛利率远超传统漆包线.....	14
4. 盈利预测.....	16
5. 风险提示.....	17

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：各业务营收占比 .....	6
图 3：2014-2024 年公司各产品毛利率 .....	6
图 4：精达股份股权结构（截至 2025Q1） .....	6
图 5：公司营业收入及增速 .....	7
图 6：公司归母净利润及增速 .....	7
图 7：2018-2024 年公司综合毛利率与净利率.....	7
图 8：2018-2024 年公司期间费用率 .....	7
图 9：2012-2022 年中国漆包线市场规模及增速 .....	8
图 10：中国汽车历年销量 .....	11
图 11：汽车、电子线营收及增速 .....	11
图 12：汽车、电子线毛利和毛利率.....	11
图 13：全球镀银导体市场规模及增长率.....	13
图 14：中国镀银导体市场规模及增长率 .....	13
图 15：各类产品毛利率 .....	15

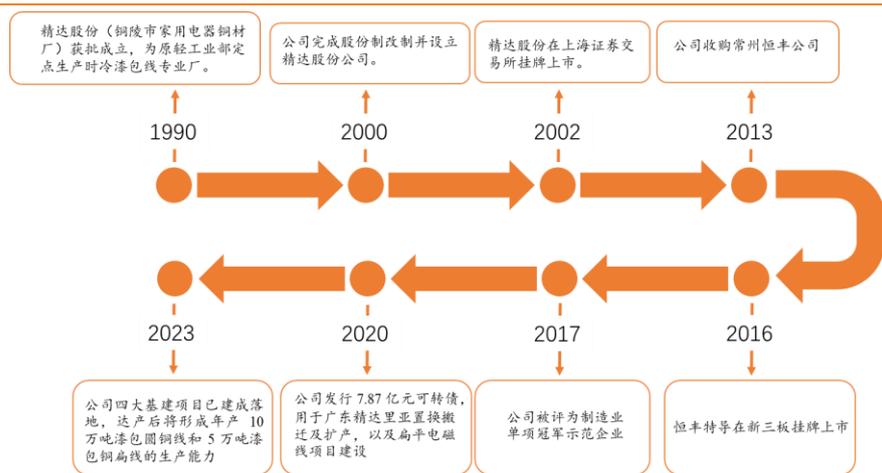
表 1: 公司主要产品.....	5
表 2: 各类内导体漆包线数据对比.....	10
表 3: 恒丰特导不同铜基导体性能对比.....	12
表 4: 公司盈利预测.....	16
表 5: 可比公司 PE 估值对比（可比公司估值选取 iFinD 机构一致预测一致预期，股价截至 2025 年 7 月 6 日收盘）.....	17

## 1. 特种电磁线行业龙头，受益漆包线、特种导体放量在即

### 1.1. 深耕电磁线领域 30 载，双轮驱动开拓新领域

公司深耕电磁线领域 30 余年，为特种电磁线行业龙头。公司前身为 1990 年创立的铜陵市家用电器铜材厂，于 2000 年正式注册成立股份有限公司，同年被国家科技部认定为重点高新技术企业，专注于铜基电磁线、铝基电磁线、特种导体研发、制造、销售和服务，产品包括 HFC134a 压缩机用电磁线、HFC 空调压缩机用多层复合电磁线、180 级聚酯亚胺电磁线、200 级聚酯亚胺复合聚酰胺酰亚胺电磁线、直焊性聚氨酯微细电磁线等的生产与销售。2002 年，公司在 A 股主板成功上市，作为国内特种电磁线制造领域的龙头企业，公司拥有覆盖全国核心经济带的产销网络。

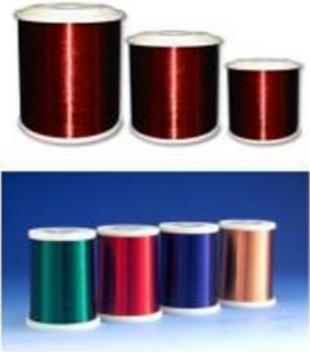
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，公司年报，天风证券研究所

公司产品种类丰富，主要产品分为三大系列。一是漆包圆铜线、漆包扁铜线系列产品，工厂分别位于安徽铜陵、广东和天津，均为公司与美国里亚合资工厂；二是漆包圆铝线系列产品，工厂分别位于安徽铜陵和广东，其中广东工厂为公司与美国里亚合资工厂；三是特种导体（镀锡线、镀银线、镀镍线、绞线、并线等）系列产品工厂分别位于安徽铜陵、江苏常州和常熟、广东东莞。公司特种电磁线广泛运用于家用电器、汽车电机，包括新能源汽车电机、工业电机、变压器、电动工具、微特电机、电子、通讯、交通、电网等领域，满足国内外不同客户的需求；特种导体则广泛用于汽车线、电子线、特种缆、风能、船舶、通讯、军工、航天航空等领域。

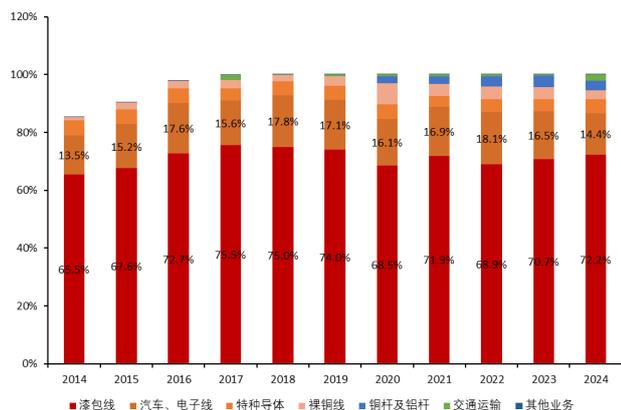
表 1：公司主要产品

产品类型	产品图例	产品性能	下游主要应用领域
电磁线产品		<p>铜基、铝基特种电磁线产品质量性能优异，达到国际先进水平，具有高润滑、高耐磨、耐高温、耐高频脉冲、耐化学性等特点。</p> <p>扁平电磁线产品，具有绝缘层薄、绝缘强度高、柔韧性好、表面光洁、高强度漆膜附着力，杜绝 R 角加工时漆膜破裂等特性。</p> <p>新能源汽车电机用扁平电磁线具有耐电晕性能、高速可绕性、耐磨性、高温击穿电压、热塑流动性等特点。</p>	冰箱、空调、洗衣机、微波炉等家电领域
镀锡线、镀银线、铜合金线和光伏用扁平电磁线产品		<p>导电性能和抗干扰功能优秀</p>	移动基站及航空航天等领域
裸铜绞线、镀锡铜绞线产品		<p>耐腐蚀能力强、抗蠕变性能优异</p>	高铁机车、船舶等高端装备行业

资料来源：公司公告，天风证券研究所

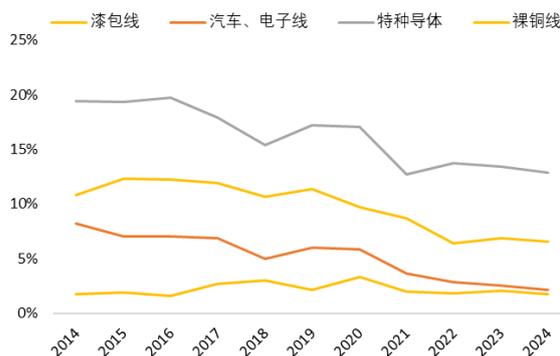
**漆包线、汽车及电子线为公司两大营收主线，特种导体有望打造公司第二成长曲线。**漆包线在公司营收中的占比常年维持在 70%左右，2024 年公司漆包线实现营收 161.25 亿元，占比 72.2%。汽车及电子线是公司第二大营收来源，常年占比 16%左右，2024 年汽车及电子线实现营收 32.06 亿元，占比 14.4%。从业务毛利率来看，漆包线、汽车及电子线毛利率近年呈下降趋势，2024 年分别为 6.58%/2.13%。公司全资子公司恒丰特导主要从事特种导体的研发、生产及销售，其产品毛利率大多高于公司传统主业，凭借自身优势和行业壁垒，为公司带来业绩增量。

图 2：各业务营收占比



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

图 3：2014-2024 年公司各产品毛利率



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

**“双轮驱动+两极拉伸”战略，助力公司拓宽发展蓝图，强化市场竞争优势。**一方面，公司采用“传统主业+新兴产业”双轮驱动发展策略，在传统主业、电动工具等领域，公司将通过技术创新和产品结构的调整，提升产品质量、优化成本、逐步深化铝线替代铜线。在新兴产业领域，公司加大力度研发新能源、新材料、新技术等高端产品，保证技术领先地位的同时继续扩大新能源汽车、光伏、风力、核能发电等领域的市场占有率，以满足健康发展的长远目标。另一方面，公司采用“两极拉伸”发展战略，一端向高精尖端产品发展，另一端向公司涉及较少和未涉及的领域覆盖。高精尖端产品如新能源、新材料、新技术等高端产品，可紧跟军工、5G 等领域新的发展机遇。

## 1.2. 股权结构多元稳定

**公司股权结构多元，无控股股东但仍由实际控制人把控。**截至 2024 年 12 月，公司实际控制人为李光荣先生，其直接持有公司 3.88%的股份，且为特华控股和广州特华的实际控制人，三者合计持股比例为 9%。2024 年 12 月，特华投资控股有限公司将 1.7 亿股股份转让给乔晓辉，导致其持股比例从 11.65%降至 3.74%。此次股权转让后，公司成为无控股股东的结构，但实际控制人仍为李光荣。

图 4：精达股份股权结构（截至 2025Q1）



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

### 1.3. 盈利能力持续好转，控费得当营利双增

**2023年起公司营收净利持续恢复。**2022年受上游大宗商品、原材料涨价和下游部分行业需求疲软的影响，公司营收净利均有所下滑。2023年，随着全球汽车电动化进程不断加快，带动电磁线产品市场需求结构调整，催生出新能源汽车用扁线的极大需求，公司扁线产品销量高增，带动营收净利开始回升。2024年，公司实现营业收入223.23亿元，较2023年同期增长24.7%；实现归母净利润5.62亿元，较2023年同期增长31.7%。

图 5：公司营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

图 6：公司归母净利润及增速

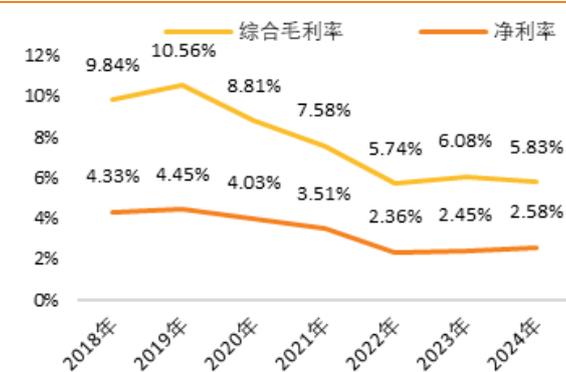


资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

**近年来公司盈利能力持续好转。**2020年受疫情影响，公司综合毛利率和净利率开始下滑，分别下滑至8.81%/4.03%。2023年，随着上海超导的扩产、扩建计划全部完成，新产线的产能快速爬坡，高温超导带材的性能参数也有了巨大提升，公司在高温超导领域具备了明显的全球竞争力，加上公司降本成效显著，公司综合毛利率和净利率开始回升，2024年公司综合毛利率和净利率分别回升至5.83%/2.58%。

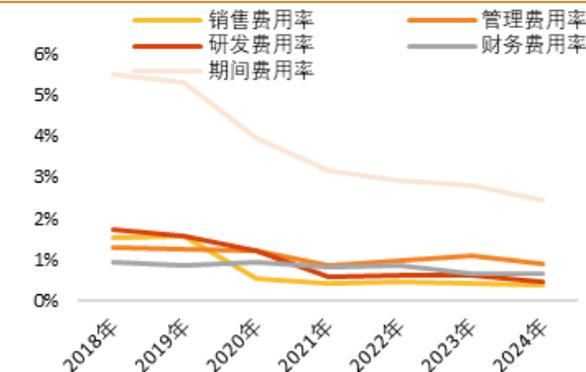
**公司规模效应逐渐体现，期间费用率持续改善。**2024年公司期间费用合计5.46亿元，销售、管理、研发、财务费用率分别为0.4%/0.9%/0.5%/0.7%。期间费用率为2.4%，相较于2019年的5.3%显著下降。随着公司营收规模逐渐扩大，规模效应持续体现，公司期间费用率有望进一步下降。

图 7：2018-2024 年公司综合毛利率与净利率



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

图 8：2018-2024 年公司期间费用率



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

## 2. 传统主业：漆包线稳步向上，汽车、电子线营收稳健

电磁线又称绕组线，是一种被绝缘层包裹的导电金属电线。通过线圈产生磁场或线圈切割磁力线产生感应电流，实现电能和磁场能的相互转换，是电力设备、家用电器、工业电机和交通设备等产品的重要构件。按照不同的分类方式，电磁线可以分成不同类型。**按照导体材料划分，电磁线可分为铜线、铝线、合金线；按照导体形状划分，电磁线可分为圆线、扁线和异型线；按照绝缘层材料划分，电磁线可分为漆包线、绕包线和无机绝缘线。**

电磁线行业市场规模稳步增长，未来潜力较大。根据《2024-2029年中国电磁线行业市场深度研究与战略咨询分析报告》，截至2023年，电磁线市场规模达到116亿美元，年复合增长率约为2.3%。预计到2029年，电磁线需求量将超过256万吨，产业市场规模有望增长至1455.9亿元。

### 2.1. 漆包线：公司核心主业，受益市场规模扩大和产业趋势

#### 2.1.1. 漆包线市场蓝海，龙头地位稳固

**漆包线市场未来可期，2030年全球销售额或达10.65亿美元。**漆包线作为一种表面涂覆有绝缘漆层的金属导线，因其优良的绝缘性能、耐磨性、耐高温性能以及高导电性，在众多行业中有着广泛的应用。近年来我国漆包线行业规模不断扩大，据华经产业研究院统计，2012-2022年，中国漆包线产量由131.1万吨增至178.8万吨，CAGR为3.15%；同期，漆包线需求量从127.4万吨提升至165.8万吨，CAGR为2.67%。至2022年，中国漆包线市场规模已达1057.6亿元。据QYR（恒州博智）统计和预测，2023年，全球漆包线市场销售额已达9.67亿美元，2030年有望达10.65亿美元，2024-2030年CAGR预计为1.4%。

图 9：2012-2022 年中国漆包线市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

**公司为电磁线制造领军企业，处于全球同行业领先地位。**截至24H1，公司特种电磁线产品年产量超过30万吨，产销规模领先国内同行，且公司近年来持续加大投资力度，不断扩产增效。2020年，公司发行可转债募资，用于新增3万吨扁平电磁线的产能建设。2023年，公司四大基建项目建成落地，新增年产10万吨漆包圆铜线和5万吨漆包铜扁线的生产能力。在市占率方面，国内漆包线市场的主要竞争者包括冠城新材、露笑科技等。2022年，公司漆包线市场占有率达12.09%，位居行业首位。

**公司技术创新能力卓越，质量管理体系奠定坚实基础与优势。**2023年，公司通过ERP与MES系统的自主开发，结合激光视觉检测系统，实现了产品质量的自动化监控与生产线数字化管理。此外，公司掌握先进的多头拉丝工艺，可确保漆包线性能一致性优良，配合专

用绞线设备，推动低成本、轻量化生产。截至 2024 年底，公司已累计获得 356 项专利，其中发明专利 144 项，主导或参与编制标准 82 项。在质量控制方面，公司已经通过了 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001、GJB9001C 等管理体系和美国 UL 安全认证。依托国家企业技术中心、国家级技能大师工作室等 12 个研发平台以及一个国家级 CNAS 实验室，可全方位提升产品品质。

### 2.1.2. 扁线电机引领动力设备革新趋势，渗透率有望提升

**漆包线的扁线和圆线形式广泛应用于新能源电机中，扁线电机性能更优，未来渗透率有望提升。**相较于圆线电机，扁线电机槽满率大约可以提高 20% 以上，进而获得更高的输出功率和转矩。在相同体积下，采用扁线绕组的电机具有更高的功率密度，可以帮助电机进一步实现小型化。而且由于扁线电机的线圈更薄，电阻较小，在相同条件下，扁线电机的效率更高，发热量更低。此外，由于其紧凑的结构，扁线电机的转矩波动也较小，从而可提高电机的平稳性。

**扁线设计可显著提升电机散热能力，抑制电枢噪音。**扁线之间接触面积大，槽里空隙小，且绕组和铁心槽之间接触更好，提高热量传导效率，散热性能更好。相比与圆线电机，扁线电机温升更低，其温升比圆线电机低 10% 左右。在抑制噪音方面，由于扁线电机导线的应力、刚性比较大，电枢具备更好的刚度，因此对电枢噪音具有抑制作用；可以取相对较小的槽口尺寸，有效降低齿槽力矩，进一步降低电机电磁噪音。

**扁线电机市占率稳步提升，全球车企正加速布局扁线电机市场。**高工锂电数据显示，2022 年新能源车扁线电机出货量超 270 万套，同比增长约 28%，市占率已快速提高超 47%。预计到 2025 年扁线电机在新能源汽车的市场渗透率将超过 90%。国内外知名车企也正加速布局扁线电机。比亚迪 2023 年已投资 10-20 条扁线产线，未来乘用车将 100% 使用扁线电机；特斯拉自 2021 年起就已经在全系车型中（Model S/X/3/Y）搭载扁线电机；广汽埃安、上汽乘用车、小鹏、蔚来、理想、问界、长安、通用五菱、大众等新能源主机厂均已启动全面切换扁线电机的计划。

**公司深度绑定知名车企，先发优势显著。**2015 年公司与日本电装展开精密扁线业务的深度合作，从 2018 年开始，公司已经成批量为日电装等大客户供货，目前已与自主品牌、美系、德系、日系等新能源车企建立供货关系。此外，公司长期合作伙伴美国里亚拥有深厚的技术积累和丰富的客户资源，公司有望借鉴其在技术和客户资源方面的优势，开拓更多的新能源车头部客户。

**高压工况对扁线提出更高要求。**在涂漆环节，扁线绝缘漆膜需要多层多道涂覆，R 角处绝缘漆涂覆困难，绝缘层容易分布不均匀。此外，高压工况下绝缘层容易被破坏，带电体的尖端附近易形成局部放电。外层绝缘漆还需满足耐电晕要求，以抑制局部放电对漆膜的破坏，对扁线工艺要求提升。

**公司凭借技术优势，可精准解决绝缘涂覆及高压平台场景问题。**针对绝缘层 R 角涂覆问题，公司拥有防止扁平漆包线漆膜偏心的辅助涂漆装置的专利（专利号：CN110976200A），通过优化固定架与涂漆模架之间的连接方式，可以使模具自动达到力学平衡状态，适配高精度涂覆需求。针对 800V 高压平台，公司可将漆膜厚度提升至双边 320  $\mu\text{m}$ ，PDIV 值达 2300Vp 以上，解决绝缘层抗电压击穿性能问题。模具方面，精达股份模具子公司聚芯智造可为公司提供配套模具，自产模具更有利于保证不同批次模具的一致性，提高产品质量。

### 2.1.3. 铝代铜趋势在即，铝导线业务蓄势待发

**铝代铜在漆包线领域有望成为新兴产业趋势。**相较于铜漆包线，铜铝漆包线的密度较低，约为纯铜漆包线的 1/3，因此在同等体积下重量轻。在电阻方面，铜包铝漆包线的直流电阻率约为纯铜漆包线的 1.5 倍，但在阻值相同时，其线径大约为纯铜的 1.2 倍，且重量仅为纯铜线的 1/2。

**铜包铝线性能优越且经济性价比高。**铜包铝漆包线内导体具有导电性好、密度小、柔软、耐腐蚀、易焊接、成本低等特点。价格方面，在市场行情铜 70000 元/吨，铝 20000 元/吨的情况下，铜包铝漆包线价格在 50000 元/吨左右，而纯铜漆包线至少在 75000 元/吨左右。是纯铜线价格的 2/3，不考虑工艺损耗差距，采用铜包铝漆包线单位产品成本可降至 42%，且在达到同样效果的电阻率下，铜包铝漆包线重量可减少至纯铜漆包线的 63%。

表 2：各类内导体漆包线数据对比

	铜	铜包铝 (15A)	铝
钢体积比 (%)	100	150	0
比重 (g/cm <sup>3</sup> )	8.89	3.63	2.7
电阻率 (Ωmm <sup>2</sup> /m)	0.01724	0.0252	0.0278
导电率 (% IACS)	100	68.4	62
比热容 20°C j/(kg·°C)	0.092	0.149	0.215
热膨胀系数 20°C (1/°C)	17×10 <sup>-6</sup>	22×10 <sup>-6</sup>	24×10 <sup>-6</sup>
熔点 (°C)	1084.6	/	660.5
抗拉强度 (Mpa)	220-265	96-135	68-107
伸长率 (%)	30-45	25-30	23-25
卷线性	很好	好	好
重量	较差	好	很好
纤焊性	很好	很好	较差
直流电阻	很好	好	好

资料来源：有色资讯，天风证券研究所

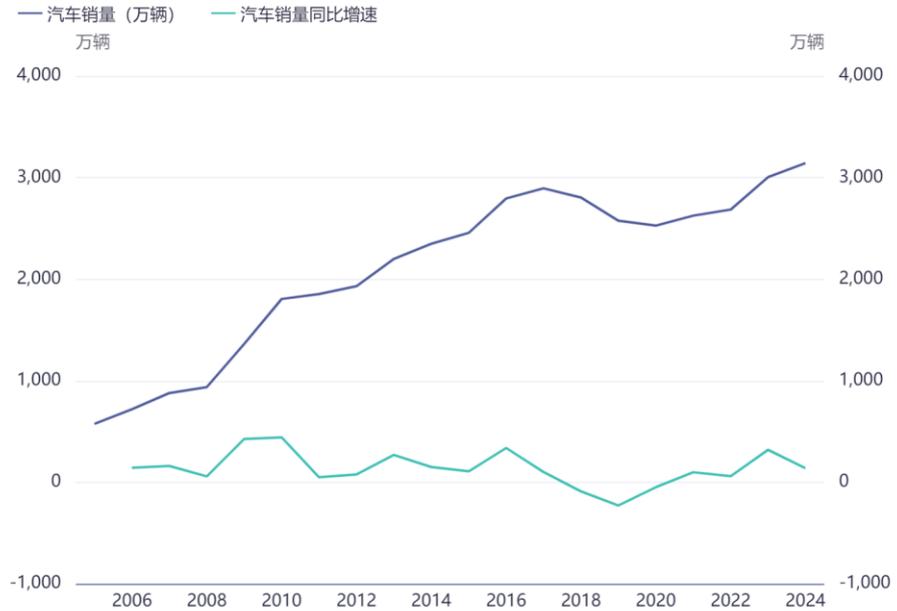
公司积极开发合金材料和铝基材料，预计将充分受益铝代铜和铜包铝产业趋势。在铝基电磁线方面，公司多次进行扩产和技改项目，子公司铜陵精迅特种漆包线有限责任公司是国内铝基电磁线行业龙头企业。目前，公司已完成大容量耐高频低损耗铝基电磁线、铜包铝导线产品的开发，可运用在高效环保铝基特种电机。随着铝代铜和铜包铝趋势加速推进，公司铝导线业务预计将迎来更加广阔的发展前景。

## 2.2. 汽车、电子线：营收稳健毛利可观，铸就持续稳健的现金流金库

### 2.2.1. 产销量提升与国产化趋势双轮驱动，汽车线束行业市场规模持续扩大

**受益汽车产销量和电子化水平提高，汽车线束行业规模持续扩张。**2024 年中国汽车销量达到 3142.7 万辆，同比增长 4.6%。销量增长以乘用车为主，2024 年乘用车销量达到 2755.1 万辆，同比增长 5.91%。由于新能源车以电池为主要能源，预计将产生更多高压线束的需求。新能源汽车销量快速增加，叠加新能源车的占比不断提升，将带动汽车线束行业快速增长。据中网预测，预计 2025 年中国汽车线束市场规模有望突破 1200 亿元。其中新能源车用线束占比预计从 2019 年的 4.8% 提升至 2025 年的 62.5%，成为最大增长引擎。

图 10：中国汽车历年销量



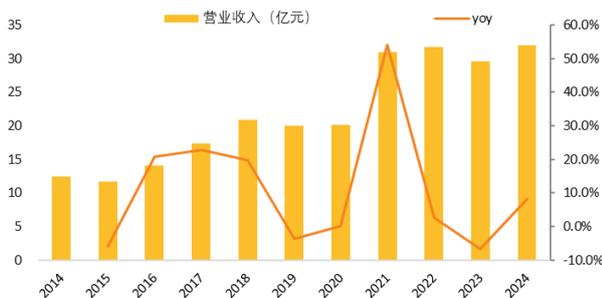
资料来源：iFinD，天风证券研究所

**国际领先企业占据主导，本土企业崛起势头显著。**汽车线束加工行业在国内起步较晚，外资线束品牌厂商如莱尼、德科斯米尔、科洛普、矢崎、住友电气等企业占据了大量的市场份额。尽管国际巨头仍占据一定的市场份额，但随着国内新能源汽车产业迅速崛起，本土企业逐渐崭露头角。这些优质的本土企业通过长期积累的产品技术和同步开发经验，整体实力显著增强，凭借及时有效的服务、可靠的产品质量逐步进入国际汽车厂商的供应商配套体系。随着国产化进程的加速，国内汽车线束行业将迎来更多发展机遇。

### 2.2.2. 营收毛利稳健，优质客户提供稳定现金流

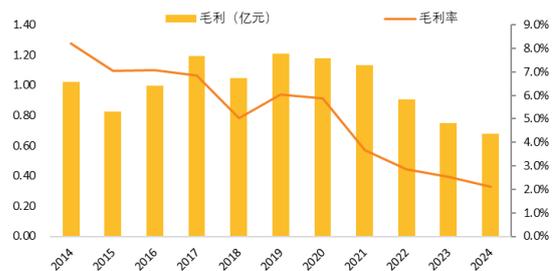
**汽车、电子线营收稳定，毛利率受行业竞争影响有所下降。**2015-2024 年公司汽车、电子线业务营收迅速增长，CAGR 达 11.8%，2022 年以后营收维持在 30 亿元左右。尽管汽车、电子线竞争激烈，公司毛利率逐步降低，但每年仍能带来 1 亿元左右的毛利，为公司提供稳定的现金流。

图 11：汽车、电子线营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

图 12：汽车、电子线毛利和毛利率



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

公司已与多家知名家电电器和工业电机客户建立战略合作关系。经过近 30 年的技术研发和市场开发，公司已经聚集了下游行业具有代表性、知名度较高的优质客户，如格力、美的、日立、东芝、三菱、飞利浦、艾默生、A.O.史密斯等企业，这些客户需求相对稳定且具有持续性，可为企业带来稳定收入。

### 3. 特种导体：AI 服务器驱动镀银铜市场蓬勃发展

#### 3.1. AI 服务器需求上涨驱动市场放量，镀银铜迎来发展良机

**算力需求迭代加速带动 AI 服务器需求上涨。**在 AI 等相关新兴领域的应用以及“东数西算”政策下，云计算、超算中心的蓬勃发展，而算力提高使得服务器等算力基础设施成为刚需。根据国际数据公司 IDC 和浪潮信息的数据，2023 年中国人工智能服务器市场规模达 91 亿美元，同比增长 82.5%，2027 年将达到 134 亿美元，年复合增长率达 21.8%。预计 2022-2027 年中国智能算力规模年复合增长率达 33.9%，通用算力规模年复合增长率为 16.6%。全球人工智能服务器规模将从 2022 年的 195 亿美元增长到 2026 年的 347 亿美元，年复合增长率达 17.3%。目前中国 AI 服务器市场需求紧张。根据艾瑞咨询的数据，2022 年中国智能算力规模占全部算力的比重为 22%；从服务器结构来看，2022 年我国通用服务器占服务器总量比重为 93.2%，而 AI 服务器仅占服务器总量的 6.8%。预计未来较长一段时间内，我国 AI 服务器市场将维持供不应求状态。

**镀银铜可广泛应用于 5G、数据中心领域，未来将受益 AI 服务器需求放量。**镀银铜线耐高温、低温，适应高湿、高污染等特殊工作环境，具有较强的信号传输特性及可焊性，适用于高频、宽频、大功率信号传输。此外，银的化学稳定性高，能耐碱和一些有机酸的腐蚀，在一般的空气中不与氧发生作用，且银易于抛光，有反光能力。在导电性能方面，银是所有金属中导电性最好的，其电阻率远低于铜。在铜芯电缆表面镀上一层银，可以有效降低电缆的电阻，提高信号传输的效率。在高频信号传输中，由于趋肤效应的影响，电流主要集中在导体表面传输，镀银层能够更好地利用银的优良导电性，减少信号在传输过程中的损失。且高频信号在传输过程中容易受到各种干扰，镀银层具有良好的屏蔽性能，能够反射和吸收高频信号中的干扰成分，提高信号的信噪比，使信号传输更加稳定可靠。

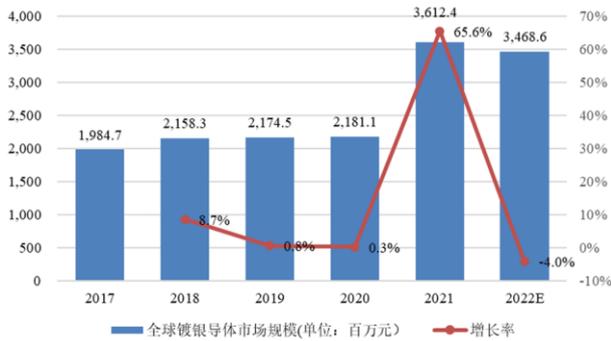
表 3：恒丰特导不同铜基导体性能对比

性能	普通铜线	镀银铜	镀镍铜	镀锡铜
导电率	100%LACS	102%LACS	镀镍层和金属间化合物降低导电率	镀锡层和金属间化合物降低导电率
耐热性 (°C)	[-65 -150]	[-65 -200]	[-65 -260]	[-10 -150]
外径控制	基准值	更优	-	-
重量控制	基准值	更优，有利于控制重量-导电率比和外径	略差	略差
弯曲控制	基准值	好，超过普通铜线弯曲性能的 80%	优秀，在 275°C 时弯曲性能不减	在 125°C 和 150°C 时弯曲性能下降
可压接性	基准值	优秀，接触电阻小	好，镍硬度高，可承受压力大	好，可用压接工具
可焊接性	基准值	优秀	较差，需要活性溶剂	好
耐腐蚀性	易氧化，通氯化物和硫化物公文色	优秀，银层具有很强的耐腐蚀性	好，镍在空气中形成致密氧化膜	好，防止铜、铝接触引起电化腐蚀

资料来源：恒丰特导招股说明书，天风证券研究所

**镀银铜市场规模迅速扩大。**根据 QYResearch 数据，全球镀银导体市场规模由 2017 年的 19.85 亿元增长至 2022 年的 34.69 亿元，增长率达到 74.8%。尽管中国导体产业起步较晚，随着国内航空航天、家电工业、电子信息、通信行业的高速发展，特种导体生产企业在近几年迅速扩大生产规模，新的企业不断产生，新的特种导体格局在中国基本形成，行业内涌现出一批规模较大、技术实力雄厚的企业，逐步成长为行业的领头羊。根据 QYResearch 数据，中国镀银导体市场规模由 2017 年的 6.24 亿元增长至 2022 年的 12.06 亿元，增长率 93.3%。

图 13：全球镀银导体市场规模及增长率



资料来源：恒丰特导招股说明书、天风证券研究所

图 14：中国镀银导体市场规模及增长率



资料来源：恒丰特导招股说明书、天风证券研究所

### 3.2. 高温超导材料优势明显，参股上海超导受益超导材料商业化浪潮

**第二代高温超导材料优势明显，公司参股的上海超导为高温超导领域的重要企业。**第二代高温超导材料具有高载流能力、零电阻和高临界转变温度等优点，被认为是最具有前景的功能材料之一，可广泛应用于极高磁场磁体、磁悬浮列车等多个领域。公司参股的上海超导是一家从事第二代高温超导带材研发、应用及销售的专精特新小巨人企业，是国际上能够批量年产并销售千公里以上高温超导带材的生产商，且产品性能指标处于国际一流水平。公司生产线为自行设计、组装及调试，可保持装备品质并降低采购成本。产能方面，公司的一期扩产计划已顺利实施，产能逐步释放。2025 年 6 月，公司投资的上海超导带材及总部基地正式开工建设，有望在未来 2-3 年达到 1.5 万公里的产能。

**高温超导带材供不应求，上海超导产能扩张有望受益。**单台 3 米的托卡马克装置需要消耗不低于 5000 公里的高温超导带材，而目前在高温超导带材领域，全球单个公司年最高产能为 2000 公里，全球多个在建装置面临产能供给不足的挑战。2025 年 3 月，上海超导签约二代高温超导带材生产及总部基地项目，总投资 25 亿元，有望形成不低于 15000 公里的年产能，可占据全球细分领域绝对领先地位。预计未来 5 年，该项目至少一半产能将在全球范围内供应核聚变。

### 3.3. 恒丰特导是国内镀银铜领军企业，技术革新铸就卓越优势

**精达股份全资子公司恒丰特导是国内最早研发生产特种导体的企业之一。**经过二十余年行业经验的积累，公司在特殊导体领域围绕铜及铜合金导体生产工艺及制备设备的核心技术进行多项革新，具有多项自主研发和合作研发的核心技术成果，构建强大的技术壁垒，在国内细分行业一直处于龙头地位。

**公司生产的镀银铜高速线处于国内领先水平。**公司严格选用电阻率小于  $0.01707 \Omega \cdot \text{mm}^2/\text{m}$  的优质铜材，生产工艺上采用高速连续拉丝抛光电镀工艺，产品镀层具有更优良的均匀性和附着力。拉丝设备采用无滑差拉丝工艺，有助于减少镀层擦伤风险；退火设备的电源采用直流式开关电源，有助于退火产品的伸长率保持稳定；在线线径检测设备，

可以实时了解整盘导体线径情况，也可以检查产品表面瑕疵状况。

### 3.4. 特种导体行业壁垒重重，公司凭竞争优势脱颖而出

特种导体行业技术门槛较高，行业进入存在诸多壁垒，包括资质认证壁垒、技术壁垒、专业化生产壁垒、规模与资金壁垒和品牌。

①资质认证壁垒：特种导体需满足复杂环境要求，客户对其性能有严格要求。企业需具备技术、资金、人力等条件以获得资质证书，尤其是军工客户的军工资质认证，程序复杂且周期长。

②技术壁垒：特种导体的生产过程涉及多领域，对加工精度和产品质量有严格要求。从研发到开发需深刻理解下游趋势，累积制造经验和技術诀窍，准确把握客户需求。产品类型多样性和工艺复杂性构成技术壁垒。

③专业化生产壁垒：特种导体的生产设备、工艺因产品结构而异，要求严格。核心要素包括现代化生产线、检测设备、现场管理、技术数据积累等。精确控制技术参数和精细现场管理对新进入者构成壁垒。

④规模与资金壁垒：特种导体行业资金密集，原材料价值高且波动大。需较大资金投入，对流动资金规模和周转效率要求高。规模较大的企业具有更强的议价能力和更完备的管理体系，更易获得订单。同时，技术进步和竞争要求企业不断投入研发，只有具备规模和资金实力的企业才能持续升级。

⑤品牌壁垒：下游客户关注供应商品牌声誉，要求配套及自主研发能力、生产和检测装备。为降低成本，客户倾向与供应商建立长期合作关系。因此，新进入企业争夺优质客户资源的难度大。

**公司竞争优势在于产品系列完备规格全、军工客户资源稳定可靠、技术创新能力强劲，且品牌质量卓越。**

①产品系列优势：公司产品覆盖镀银、镀镍、镀锡导体及多种特种合金导体，线径范围 0.016mm 至 3.0mm，绞合导体截面积 0.002mm<sup>2</sup>至 500mm<sup>2</sup>，规格完备。遵循 IEC、GB、JIS、CAS、ASTM 及客户定制标准，生产高精度、均匀延伸、高性能、长保存期的产品，广泛应用于电线电缆、电子、医疗、通信、航空航天及军工等领域。

②客户资源优势：公司凭借深厚工艺积累与严格体系认证，已成为军工企业认证供应商，拥有稳定的航空特种导体销售资源。军工认证周期长、难度大，进入门槛高，公司与之形成紧密合作，构建了独特的竞争优势。

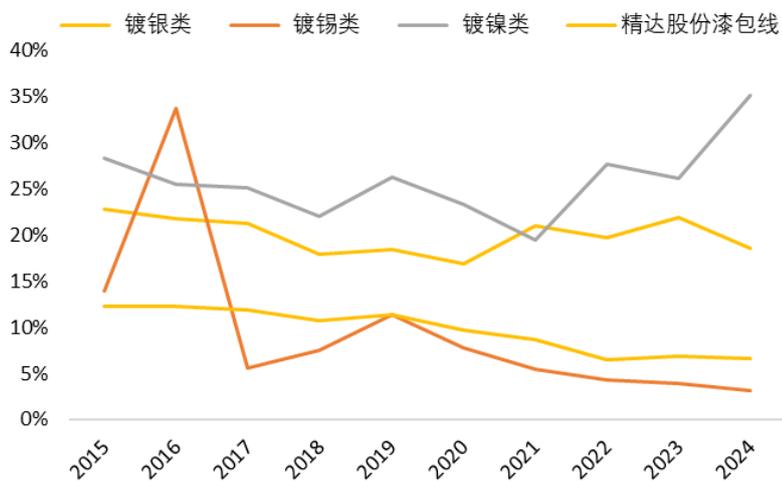
③技术创新优势：公司产品含镀银、镀镍、镀锡及特种合金导体，核心技术自主知识产权，行业领先。作为技术导向型高新企业，公司与多所高校、科研院所及国内外知名企业紧密合作，持续技术创新。

④品牌质量优势：公司推行“精益生产”，完善 ISO9001 体系，获军工资质认证，提升产品质量与管理水平。制定质量控制标准，参与镀银软铜线行业标准制定，遵循 UN38.3、CE、ROHS、UL 等国际标准，产品质量国内外领先。

### 3.5. 公司特种导体业务毛利率远超传统漆包线

特种导体毛利率普遍高于传统漆包线产品，有望为公司带来更高业绩增量。2024 年，恒丰特导镀银类/镀锡类/镀镍类/精达股份漆包线产品毛利率分别为 18.59%/3.11%/35.10%/6.58%，2015-2024 年，镀银类和镀镍类产品毛利率也高于传统漆包线产品。

图 15：各类产品毛利率



资料来源：iFinD，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

**漆包线：**1) 公司为电磁线制造领军企业，产销规模领先国内同行，漆包线业务具有稳固的市场地位。2) 扁线电机渗透率有望提升，叠加铝代铜趋势明显，利好公司漆包线业务。我们预计随着公司漆包线销量进一步放量，25-27 年漆包线营收有望实现 10% 左右的增长。预计 25-27 年漆包线实现营收 177.37/195.11/218.52 亿元，同比+10%/+10%/+12%，毛利率为 7.5%/7.7%/7.6%。

**特种导体：**1) 算力需求激增带动 AI 服务器需求放量，镀银铜市场将受益。2) 全资子公司恒丰特导是国内最早研发生产特种导体的企业之一，生产的镀银铜高速线处于国内领先水平，下游客户群体优质稳定。3) 受控核聚变领域高温超导材料有望成为未来主流技术路径，公司参股的上海超导为高温超导领域的重要企业。我们预计特种导体有望带动公司业绩增长，预计 25-27 年特种导体实现营收 14.06/18.56/25.06 亿元，同比+30%/+32%/+35%，毛利率为 13.5%/14%/14%。

表 4：公司盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>漆包线</b>					
收入 (亿元)	126.62	161.25	177.37	195.11	218.52
yoy	4.7%	27.4%	10.0%	10.0%	12.0%
毛利率	6.9%	6.6%	7.5%	7.7%	7.6%
<b>汽车、电子线</b>					
收入 (亿元)	29.63	32.06	34.62	37.39	40.76
yoy	-6.7%	8.2%	8.0%	8.0%	9.0%
毛利率	2.5%	2.1%	2.5%	2.5%	3.0%
<b>特种导体</b>					
收入 (亿元)	7.66	10.82	14.06	18.56	25.06
yoy	-4.6%	41.3%	30.0%	32.0%	35.0%
毛利率	13.4%	12.8%	13.5%	14.0%	14.0%
<b>裸铜线</b>					
收入 (亿元)	7.48	6.99	7.20	7.56	7.94
yoy	1.1%	-6.6%	3.0%	5.0%	5.0%
毛利率	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>其他业务</b>					
收入 (亿元)	6.99	7.37	7.73	7.97	8.21
yoy	13.4%	5.3%	5.0%	3.0%	3.0%
毛利率	2.6%	1.8%	2.0%	2.5%	2.5%
<b>铜杆及铝杆</b>					
收入 (亿元)	0.68	4.75	5.69	6.83	8.20
yoy	-41.2%	594.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	6.0%	1.5%	2.0%	1.5%	1.5%
<b>交通运输</b>					
收入 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
yoy	-89.6%	-89.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	5.6%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>总收入 (亿元)</b>	<b>179.06</b>	<b>223.23</b>	<b>246.69</b>	<b>273.43</b>	<b>308.68</b>
YoY	2.1%	24.7%	10.5%	10.8%	12.9%
毛利率	6.1%	5.8%	6.7%	7.0%	7.1%

归母净利润 (亿元)	4.26	5.62	7.18	8.51	10.09
YoY	11.9%	31.7%	27.83%	18.47%	18.60%

资料来源: iFinD, 天风证券研究所

预计 2025-2027 年公司总营收分别为 246.69/273.43/308.68 亿元, 同增 10.5%/10.8%/12.9%; 归母净利润分别为 7.18/8.51/10.09 亿元, 同比+27.83%/+18.47%/18.6%。

表 5: 可比公司 PE 估值对比 (可比公司估值选取 iFinD 机构一致预测一致预期, 股价截至 2025 年 7 月 6 日收盘)

日期	公司	代码	收盘价 (元)	EPS			PE (X)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2025/7/6	露笑科技	002617.SZ	7.52	0.27	0.30	0.35	28	25	21
2025/7/6	沃尔核材	002130.SZ	24.31	1.02	1.38	1.78	24	18	14
	<b>算术平均</b>						<b>26</b>	<b>21</b>	<b>18</b>

资料来源: iFinD, 天风证券研究所

选取从事漆包线生产和销售的露笑科技, 以及产品同样覆盖汽车线的沃尔核材作为可比公司。截至 2025 年 7 月 6 日, 可比公司 25 年 PE 估值均值为 26 倍; 考虑到公司在特种导体领域布局完善, 我们给予公司 2025 年 30 倍 PE, 对应公司目标价为 10.02 元, 维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**原材料价格波动风险:** 公司原材料主要为铜、铝类金属元素, 原材料价格的波动将对公司盈利能力产生一定影响。

**下游需求疲软风险:** 公司传统产品下游主要为家电、工业等领域, 若家电需求持续疲软, 将对公司业绩产生不利影响。此外, 新能源汽车市场开拓不及预期, 也可能导致公司产品出货量不及预期。

**新产品放量不及预期风险:** 子公司镀银特种导体供应高速铜缆, 市场地位较强, 但需求及格局有不及预期的风险。新产品研发进度不及预期, 可能影响公司的盈利能力。

**行业竞争加剧风险:** 较多电磁线生产厂家积极产能布局, 可能存在阶段性产能过剩风险, 导致公司产品价格和盈利能力下滑。行业竞争加剧, 可能导致价格战, 影响公司的单吨盈利和利润。

**项目进度不及预期风险:** 公司新建项目在建设到达产的时间存在不确定性, 可能影响行业出清速度。

## 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	1,859.14	1,117.55	4,440.37	4,921.66	4,630.27	营业收入	17,905.87	22,322.58	24,668.75	27,342.55	30,868.46
应收票据及应收账款	4,470.99	5,857.71	5,972.10	6,909.64	7,763.24	营业成本	16,816.58	21,021.71	23,020.79	25,441.56	28,685.89
预付账款	89.53	144.23	108.11	171.30	144.86	营业税金及附加	46.24	50.66	57.00	65.28	71.70
存货	1,601.57	1,780.06	2,309.65	2,115.19	2,784.73	销售费用	76.46	89.56	107.28	115.12	129.35
其他	492.21	910.18	575.42	641.89	723.41	管理费用	199.70	202.57	246.77	275.53	299.99
<b>流动资产合计</b>	<b>8,513.44</b>	<b>9,809.75</b>	<b>13,405.67</b>	<b>14,759.68</b>	<b>16,046.51</b>	研发费用	109.47	107.01	148.01	164.06	185.21
长期股权投资	404.45	425.39	425.39	425.39	425.39	财务费用	115.59	146.96	191.03	206.57	223.83
固定资产	1,650.74	1,698.18	1,607.18	1,535.60	1,465.97	资产/信用减值损失	(19.02)	(63.61)	(26.03)	(36.22)	(41.95)
在建工程	68.19	13.19	71.59	95.80	102.90	公允价值变动收益	(11.71)	(3.79)	(5.39)	(6.96)	(5.38)
无形资产	271.91	265.92	259.06	252.21	245.35	投资净收益	10.58	35.98	20.30	22.29	26.19
其他	404.01	414.23	399.56	404.05	404.99	其他	9.96	8.50	(34.09)	(39.58)	(42.67)
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,799.29</b>	<b>2,816.91</b>	<b>2,762.79</b>	<b>2,713.03</b>	<b>2,644.59</b>	<b>营业利润</b>	<b>552.01</b>	<b>727.01</b>	<b>920.83</b>	<b>1,093.12</b>	<b>1,294.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,312.73</b>	<b>12,626.66</b>	<b>16,168.46</b>	<b>17,472.72</b>	<b>18,691.10</b>	营业外收入	16.09	17.70	20.95	18.25	18.96
短期借款	2,443.95	3,566.51	5,295.83	6,750.20	5,806.79	营业外支出	7.15	7.80	6.75	7.23	7.26
应付票据及应付账款	1,802.53	1,627.82	2,477.51	1,866.80	3,140.15	<b>利润总额</b>	<b>560.95</b>	<b>736.92</b>	<b>935.02</b>	<b>1,104.13</b>	<b>1,305.72</b>
其他	895.13	847.07	1,019.76	860.47	1,102.93	所得税	122.29	159.95	197.04	237.68	279.89
<b>流动负债合计</b>	<b>5,141.61</b>	<b>6,041.40</b>	<b>8,793.09</b>	<b>9,477.47</b>	<b>10,049.87</b>	<b>净利润</b>	<b>438.66</b>	<b>576.97</b>	<b>737.98</b>	<b>866.45</b>	<b>1,025.84</b>
长期借款	156.66	278.53	609.57	815.12	947.78	少数股东损益	12.21	15.26	19.94	15.80	17.00
应付债券	477.64	264.77	400.91	381.11	348.93	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>426.45</b>	<b>561.71</b>	<b>718.04</b>	<b>850.65</b>	<b>1,008.84</b>
其他	126.33	131.99	129.05	129.12	130.05	每股收益(元)	0.20	0.26	0.33	0.40	0.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>760.64</b>	<b>675.29</b>	<b>1,139.53</b>	<b>1,325.35</b>	<b>1,426.76</b>						
<b>负债合计</b>	<b>5,929.04</b>	<b>6,736.91</b>	<b>9,932.63</b>	<b>10,802.83</b>	<b>11,476.63</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	113.15	130.36	139.47	147.27	156.38	<b>成长能力</b>					
股本	2,079.18	2,148.39	2,149.16	2,149.16	2,149.16	营业收入	2.07%	24.67%	10.51%	10.84%	12.90%
资本公积	386.79	626.63	630.77	630.77	630.77	营业利润	12.38%	31.70%	26.66%	18.71%	18.38%
留存收益	2,698.08	2,905.08	3,232.95	3,652.94	4,193.98	归属于母公司净利润	11.91%	31.72%	27.83%	18.47%	18.60%
其他	106.49	79.28	83.48	89.75	84.17	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,383.69</b>	<b>5,889.74</b>	<b>6,235.83</b>	<b>6,669.89</b>	<b>7,214.46</b>	毛利率	6.08%	5.83%	6.68%	6.95%	7.07%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,312.73</b>	<b>12,626.66</b>	<b>16,168.46</b>	<b>17,472.72</b>	<b>18,691.10</b>	净利率	2.38%	2.52%	2.91%	3.11%	3.27%
						ROE	8.09%	9.75%	11.78%	13.04%	14.29%
						ROIC	8.20%	10.50%	10.13%	12.84%	12.47%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	438.66	576.97	718.04	850.65	1,008.84	资产负债率	52.41%	53.35%	61.43%	61.83%	61.40%
折旧摊销	149.89	165.53	169.45	174.24	179.39	净负债率	27.47%	52.45%	32.14%	47.82%	36.13%
财务费用	112.71	142.95	191.03	206.57	223.83	流动比率	1.65	1.62	1.52	1.56	1.60
投资损失	(10.58)	(35.98)	(20.30)	(22.29)	(26.19)	速动比率	1.34	1.32	1.26	1.33	1.32
营运资金变动	(509.09)	(1,886.09)	696.65	(1,677.75)	(34.88)	<b>营运能力</b>					
其它	257.38	447.48	14.55	8.83	11.62	应收账款周转率	4.03	4.32	4.17	4.25	4.21
<b>经营活动现金流</b>	<b>438.96</b>	<b>(589.15)</b>	<b>1,769.43</b>	<b>(459.74)</b>	<b>1,362.61</b>	存货周转率	11.62	13.20	12.06	12.36	12.60
资本支出	334.37	165.46	132.94	119.93	109.07	总资产周转率	1.62	1.86	1.71	1.63	1.71
长期投资	(0.81)	20.93	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(529.69)	(615.97)	(234.76)	(206.64)	(183.44)	每股收益	0.20	0.26	0.33	0.40	0.47
<b>投资活动现金流</b>	<b>(196.14)</b>	<b>(429.58)</b>	<b>(101.82)</b>	<b>(86.72)</b>	<b>(74.37)</b>	每股经营现金流	0.20	-0.27	0.82	-0.21	0.63
债权融资	(24.70)	721.56	2,047.11	1,460.13	(1,098.36)	每股净资产	2.45	2.68	2.84	3.03	3.28
股权融资	(238.46)	90.03	(391.89)	(432.39)	(481.27)	<b>估值比率</b>					
其他	(206.05)	(127.54)	0.00	0.00	0.00	市盈率	38.55	29.27	22.90	19.33	16.30
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(469.21)</b>	<b>684.05</b>	<b>1,655.22</b>	<b>1,027.74</b>	<b>(1,579.63)</b>	市净率	3.12	2.85	2.70	2.52	2.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	10.79	16.01	14.34	13.22	11.12
<b>现金净增加额</b>	<b>(226.38)</b>	<b>(334.68)</b>	<b>3,322.82</b>	<b>481.28</b>	<b>(291.39)</b>	EV/EBIT	12.87	18.64	16.54	15.00	12.44

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