

四会富仕(300852)

报告日期: 2025 年 09 月 08 日

工控复苏叠加机器人全新增量, 海内外扩产落定增长渐现雏形

——四会富仕深度报告

投资要点

日本+国内市场齐拓展, 深耕工控+汽车 PCB 领域

自成立以来, 公司专注于印制电路板小批量板的制造, 产品被广泛应用于工业控制、汽车电子等领域; 2022-2024 年是公司积蓄力量的阶段, 期间公司不断扩增国内的产能, 并在泰国投资建厂。新产能的陆续开出, 短期会使公司“承担”更多折旧与费用带来的成本压力但这期间, 公司也在不断加强国内优质客户的开拓, 尤其是在汽车电子(激光雷达)和人形机器人领域, 终端对产品的一致性和可靠性要求相当苛刻, 公司“高品质管控”的优势得以充分发挥。未来随着新增产能逐步达产, 公司有望步入新一轮业绩成长期。

具身机器人的快速发展有望带动工控 PCB 市场成长

工控 PCB 广泛应用于伺服电机、步进电机、传感器、减速器、编码器、工业马达、感应器、工业电源等等产品领域, 以及当下发展最快的工业机器人领域, 过去十数年, 用于工业控制领域的 PCB 市场供给稳健, 全球产值从 2010 年的 25.73 亿美元增长至 2022 年的 33.17 亿美元, 年复合增长仅 2.14%, 2023 年和 2024 年, 由于全球经济疲软, 工控 PCB 产值下滑至 28 亿美元左右。

具身机器人的关节模组由大量诸如电机、驱动器、编码器、减速器等工控产品“堆砌”而成, PCB 的应用包括驱动器、增量编码器、绝对值编码器等, 尤其是在电机中, PCB 更是有助于实现小巧和轻量化。具身机器人市场的快速发展, 有望带动工控市场同步成长, “工控 PCB”市场亦将明确受益。

严抓品控拓展新兴市场, 布局泰国抢占先发优势

公司通过持续投入, 差异化竞争、产品结构优化等方式, 顺利切入光模块、机器人等新兴领域。公司在广东肇庆建设的“年产 45 万平米高可靠性电路板”项目、PCBA(五期)工厂, 都已于 2022 年一季度前顺利实现试产。当下, 公司已具备为客户提供从样板设计、制作、贴片等全流程服务的能力。近年来, 公司通过可转债募资在肇庆继续扩建“年产 150 万平米高可靠性电路板项目一期”, 泰国基地一期顺利实现试生产, 新增 5 万平米/月产能(4 万平米高多层, 1 万平米 HDI), 满足汽车电子、机器人、AI 服务器、光模块等领域的多样化需求。海内外同步扩产, 并将产业链覆盖延伸至 PCBA, 大幅增强公司竞争力, 为未来成长奠定基础。

盈利预测与估值

公司是 PCB 行业典型的小而美企业, 2024 年, 由于主要应用下游工控领域景气度不理想, 叠加增量产能的摊销, 拖累了公司整体成长。今年, 随着全球工业控制需求的逐步复苏, 叠加具身机器人行业的快速发展, 工控 PCB 市场的增速有望提升, 叠加公司在汽车领域的开拓与落地, 整体收入和利润都将重归成长, 预计公司 2025-2027 年的净利润分别为 2.06 亿、3.02 亿和 4.50 亿元, 当前市值对应的 PE 分别为 25.05、17.06 和 11.45 倍。公司在具身机器人 PCB 领域布局已走在行业前列, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

(1) 全球经济复苏受阻, 拖累工控及相关 PCB 市场的景气度; (2) 具身机器人产业发展停滞; (3) 上游原材料涨价

投资评级: 买入(首次)

分析师: 王凌涛

执业证书号: S1230523120008

wanglingtao@stocke.com.cn

分析师: 沈钱

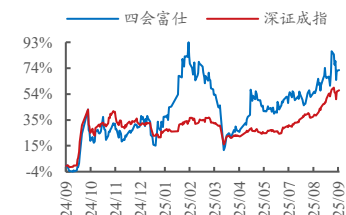
执业证书号: S1230524020001

shenqian01@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|----------|
| 收盘价 | ¥ 36.50 |
| 总市值(百万元) | 5,156.44 |
| 总股本(百万股) | 141.27 |

股票走势图



相关报告

财务摘要

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1413.18 | 2020.00 | 2648.40 | 3419.99 |
| (+/-) (%) | 7.49% | 42.94% | 31.11% | 29.13% |
| 归母净利润 | 140.28 | 205.85 | 302.19 | 450.17 |
| (+/-) (%) | -31.37% | 46.74% | 46.80% | 48.97% |
| 每股收益(元) | 0.98 | 1.46 | 2.14 | 3.19 |
| P/E | 36.76 | 25.05 | 17.06 | 11.45 |

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 1 日本+国内市场齐拓展，深耕工控+汽车 PCB 领域 | 6 |
| 1.1 深耕工控+汽车小批量市场，稳步成长 | 6 |
| 1.2 公司营收稳定增长，汽车业务占比迅速提升 | 8 |
| 2 新兴市场带动全球 PCB 需求复苏 | 10 |
| 2.1 智能化提升车载 PCB 市场空间 | 11 |
| 2.2 工控 PCB 上下游错配，国产企业迎机遇 | 12 |
| 3 具身机器人有望带动工控 PCB 市场成长 | 14 |
| 3.1 具身机器人属工控范畴，有望加速工控 PCB 复苏进度 | 14 |
| 3.2 电机轻量化需求明确，工控 PCB 有望迎全新应用市场 | 16 |
| 4 严抓品控拓展新兴市场，布局泰国抢占先发优势 | 18 |
| 4.1 快速交付+严抓品控，顺利切入机器人、光模块等新兴市场 | 18 |
| 4.2 海内外同步扩产，延伸至 PCBA 增强竞争力 | 20 |
| 5 盈利预测及估值 | 22 |
| 5.1 业务拆分与盈利预测 | 22 |
| 5.2 相对估值 | 23 |
| 5.3 投资建议 | 23 |
| 6 风险提示 | 23 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 6 |
| 图 2: 公司产品及应用示例..... | 7 |
| 图 3: 公司竞争优势..... | 7 |
| 图 4: 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司股权结构..... | 7 |
| 图 5: 公司上市前核心客户..... | 8 |
| 图 6: 公司营业收入及增速情况..... | 8 |
| 图 7: 2024 年公司内、外销情况..... | 9 |
| 图 8: 2016-2019 公司主营业务收入结构 (%)..... | 9 |
| 图 9: 公司毛利率与同行业比较..... | 9 |
| 图 10: 公司归母净利润情况..... | 10 |
| 图 11: 公司单季度收入情况..... | 10 |
| 图 12: 公司单季度归母净利润情况..... | 10 |
| 图 13: 全球 PCB 产值..... | 11 |
| 图 14: 全球 PCB 产值情况..... | 11 |
| 图 15: 禾赛 ETX 激光雷达..... | 12 |
| 图 16: 导远 P-box..... | 12 |
| 图 17: 比亚迪辅助驾驶系统硬件..... | 12 |
| 图 18: 全球 PCB 产值情况..... | 13 |
| 图 19: 2023 年全球 PLC 市场格局..... | 13 |
| 图 20: 2022 年中国伺服电机市场格局..... | 13 |
| 图 21: 日本 PCB 产值..... | 14 |
| 图 22: 传统工业机器人..... | 14 |
| 图 23: Optimus 机器人分拣电池..... | 14 |
| 图 24: 特斯拉人形机器人拆解..... | 15 |
| 图 25: 直线执行器结构..... | 15 |
| 图 26: 旋转执行器结构..... | 15 |
| 图 27: 协作机器人关节模组拆解..... | 16 |
| 图 28: Kollmorgen 无框力矩电机..... | 16 |
| 图 29: Maxon 空心杯电机..... | 16 |
| 图 30: Kollmorgen TBM2G 无框力矩电机..... | 17 |
| 图 31: 无框力矩电机市场规模..... | 17 |
| 图 32: 径向电机和轴向电机比较..... | 18 |
| 图 33: PCB 电机..... | 18 |
| 图 34: 公司产品电性能检测..... | 19 |
| 图 35: 公司工艺能力..... | 19 |
| 图 36: 禾川编码器 PCB..... | 20 |
| 图 37: 公司 800G 光模块 PCB 产品..... | 20 |
| 图 38: 公司工厂和产能布局规划情况..... | 21 |
| 图 39: 公司 PCBA 生产线..... | 21 |
| 图 40: 全球分地区 PCB 产值中东南亚增速最快..... | 22 |
| 图 41: 泰国一品电路工厂..... | 22 |
| 图 42: 公司主营业务收入拆分..... | 23 |

| | |
|-------------------|----|
| 图 43: 行业估值对比..... | 23 |
| 表附录: 三大报表预测值..... | 25 |

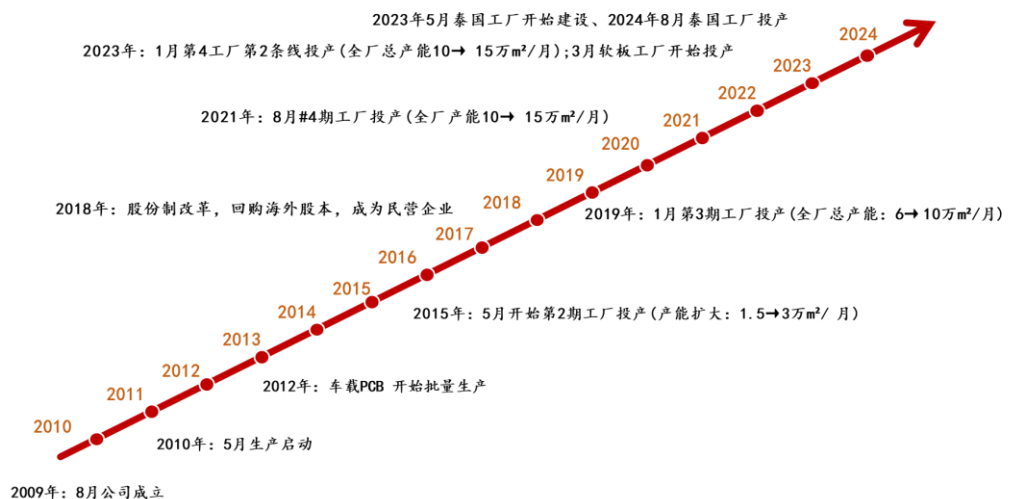
1 日本+国内市场齐拓展，深耕工控+汽车 PCB 领域

1.1 深耕工控+汽车小批量市场，稳步成长

四会富仕成立于 2009 年，前身为四会明诚、香港美邦、日本富士电路合资设立的四会富士电子科技有限公司，2018 年富士电路等日本股东退出后，公司变更为内资民营企业，并于同年整体变更为股份有限公司，2020 年 7 月公司登录创业板。

- 起步期（2009-2012 年）：创立初期，公司聚集了一批在日系 PCB 企业工作多年、熟练掌握生产核心工艺的技术、管理人才，优化生产流程，提高设备制造能力，迅速构建出高品质电路板的生产体系，以工业控制、汽车电子、医疗器械等领域为基础，逐渐通过 CMK、京瓷、岛津、山洋电气、横河电机、技研新阳等知名日系客户的供应商资质认证。
- 快速发展期（2013-2016 年）：公司坚持实施差异化竞争战略，即依靠技术、品质管理和服务的比较竞争优势，重点生产高品质、高可靠、应用领域相对高端的差异化产品，回避市场竞争激烈的同质化产品，掌握了高频高速板、HDI 板的生产技术，与日立、欧姆龙、希克斯、松下、MKS、京写、浙江禾川等知名客户达成合作。
- 赶超期（2017 年至今）：随着日本、欧美小批量板的产能持续向中国本土等亚洲地区进行转移，相对境外 PCB 生产企业，公司的产品品质、成本、交期及响应速度都更具有竞争力。这期间公司也不断扩增产能，对自动化、智能化持续改造，提高生产效率，降低生产成本，进一步增强产品竞争力。






图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

自成立以来，公司专注于印制电路板小批量板的制造，以“高品质、高可靠、短交期、快速响应”为市场定位，产品涵盖 HDI 板、厚铜板、金属基板、刚挠结合板、高频高速板等产品，广泛应用于工业控制、汽车电子、消费电子、通信设备、医疗器械等领域。其中，在工业控制领域，公司产品主要应用于机器设备的电机及驱动器、可编程控制器（PLC）、工业马达等，在汽车电子领域，公司产品主要应用于转向马达、远程信息处理器（T-box）等重要汽车安全部件以及汽车照明系统、天线、车锁等。

图2: 公司产品及应用示例

| 代表产品 | 产品示意图 | 说明 |
|-------|---|--|
| HDI板 |  | 可实现高密度布线, 常用于高精度电路板 |
| 厚铜板 |  | 可承受大电流大电压, 同时具备良好的散热性能, 广泛应用于工业电源 |
| 陶瓷基板 |  | 热导率高、稳定性好、熔点高, 拥有高频率与低的介电常数, 制造工艺轻薄、微型 |
| 高频高速板 |  | 特殊处理方法而生成的 PCB, 用于高频率与高速传输领域 |
| 刚挠结合板 |  | 既可以提供刚性板的支撑作用, 又具有挠性板的弯曲特性 |

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

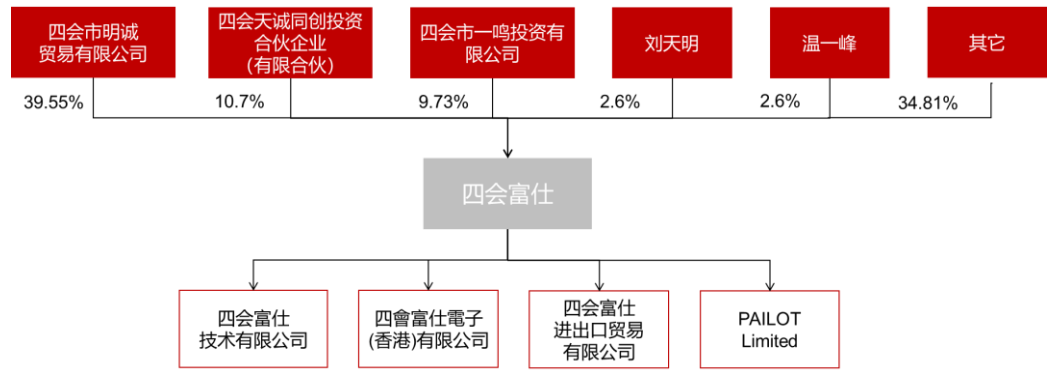
图3: 公司竞争优势



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

截至 2025 年 6 月 30 日, 公司实际控制人刘天明持有公司 26.67% 的股份, 实际控制人温一峰持有公司 16.80% 的股份, 二人合计持股 43.46%。公司创始人、董事长刘天明先生于上世纪 90 年代前往日本东京大学留学, 毕业后前往东莞三本电子开启 13 年日企线路板厂的工作, 一路从公司翻译快速成长为公司副总经理。日企 PCB 厂工作期间, 刘董事长对日企 PCB 的精益工艺技术、客户的高标准、高要求有了深刻认知, 为四会富仕确立了“以极度认真的全员品质意识”的品质方针, 公司采取“丰田看板”的生产模式, 通过看板揭示生产实时状况, 达到准时化生产目的, 引入“阿米巴”经营管理模式, 通过信息化管理方式, 对生产数据实时跟踪, 有效管控成本。

图4: 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司股权结构



资料来源: wind, 浙商证券研究所

在高多层 PCB 主要的应用领域, 如工业机器人、汽车等, 日系 Tier 1 供应商的市场地位及份额仍是全球领先, 如汽车车灯市场, 日企 Kioto (小系) 的份额位居全球第一; 工业控制用编码器市场, 欧姆龙等日企高居全球市场份额前十; 工业控制用伺服器市场, 松下、安川、三菱等知名日企合计占据全球 1/3 市场。但由于日本本土高多层 PCB 供给不断收缩, 上述市场 Tier 1 供应商的 PCB 订单会逐渐外溢。

四会富仕自成立以来便专注日系市场, 凭借对生产工艺及良品率的严格控制, 在重视细节与品质的日本市场备受青睐, 并收获众多顶尖客户的认可, 公司当前的主要客户包括世界 500 强企业日立、松下以及日本 500 强企业欧姆龙、京瓷、岛津、基恩士、横河电机等日本上市公司, 后续有望继续提升供给份额。

图5: 公司上市前核心客户

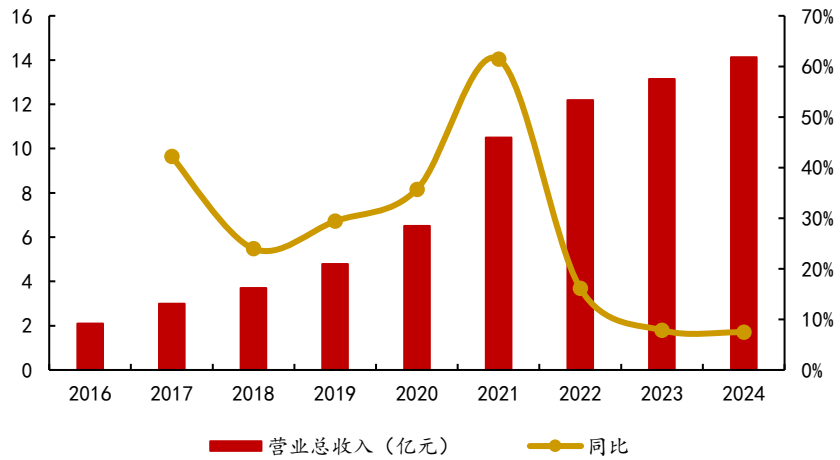
| | 知名客户 | 公司产品应用范围 |
|-------|------|--|
| 终端客户 | 日立集团 | 电梯、工业控制 |
| | 松下集团 | 伺服马达、医疗仪器 |
| | 京瓷 | 液晶显示器等 |
| | 欧姆龙 | 传感器、温度控制器、可编程控制器(PLC)等 |
| | 基恩士 | 工业控制领域 |
| | 横河电机 | 工业控制系统及测量仪器 |
| | 岛津 | 分析仪器、医疗设备等 |
| | 万特集团 | 主要应用于工业控制等, 最终用于Honeywell, ABB, BOSCH等知名品牌 |
| EMS企业 | 希克斯 | 主要用于汽车电子, 最终应用于本田、丰田、日产等知名汽车品牌 |
| | 三和盛 | 主要应用于车灯, 最终应用于丰田等知名汽车品牌 |
| | 艾尼克斯 | 主要应用于电梯、工业自动化、高铁, 最终应用于KONE, 迅达, ABB等知名品牌 |
| | 中央铭板 | 主要用于汽车电子, 最终应用于本田、丰田等知名汽车品牌 |
| | 兴电集团 | 主要应用于工业控制、通讯, 最终应用于安川电机等客户 |
| | 京写 | 主要应用于小系车灯, 最终应用于本田、丰田等知名汽车品牌 |

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

1.2 公司营收稳定增长, 汽车业务占比迅速提升

过去十年, 虽然国内 PCB 需求有所波动, 公司凭借品质管控的加分以及和优质客户合作的不断深化, 淡化了行业周期对公司经营情况的影响, 营业收入逐年增长, 2016-2024 年, 公司营业收入从 2.1 亿元增长至 14.13 亿元, 年复合增长 26.9%。

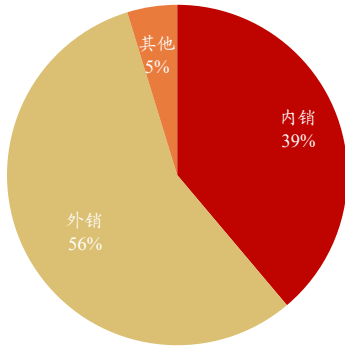
图6: 公司营业收入及增速情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所

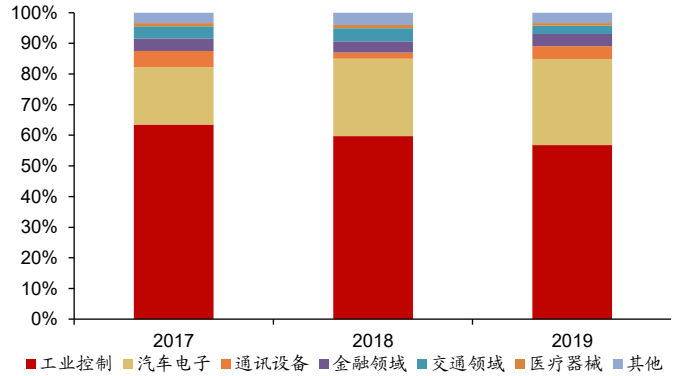
从产品结构来看, 工业控制稳中求进, 汽车电子快速扩容, 二者是公司营收的主要支柱。工业控制和汽车电子领域产品收入占比合计超过 80%, 其中汽车电子占比约 20%。公司通过多年耕耘, 已在工业控制市场奠定了领先地位, 主要客户均为行业龙头; 在汽车电子市场也有望进一步提升市占率。工业控制和汽车电子领域对产品品质、质量要求严格, 供应商验证导入门槛高、资质认证周期长, 这也是公司未来进一步成长发展最佳的护城河。

图7：2024年公司内、外销情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

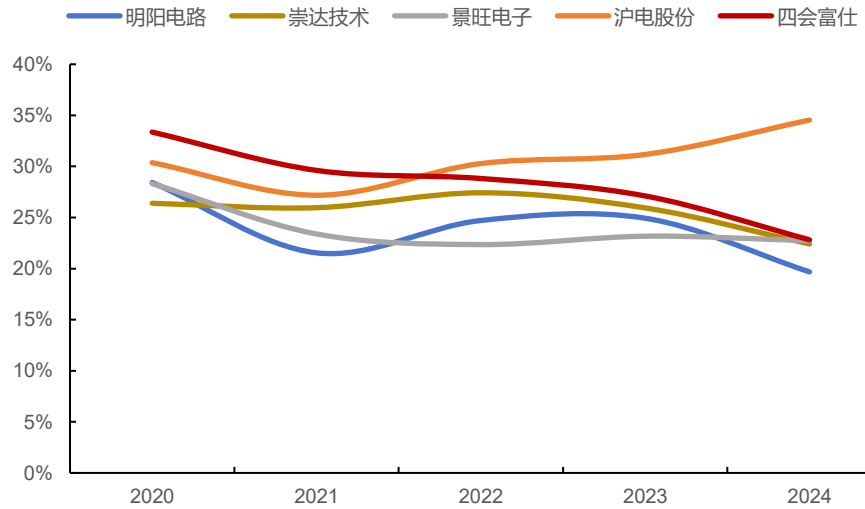
图8：2016-2019公司主营业务收入结构（%）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司采取“丰田看板”的生产理念，同时还引入了“阿米巴”管理经营模式，整体营运效率较佳，盈利能力大幅领先行业，2016-2020年公司毛利率始终维持在30%以上，2021年以来，随着收入结构的调整，以及新增产能满产前的摊销费用拖累，毛利率有所下滑，但依然处于行业前列。未来，随着机器人行业的成长带动公司工控产品收入占比提升，公司毛利率有望逐步回升。

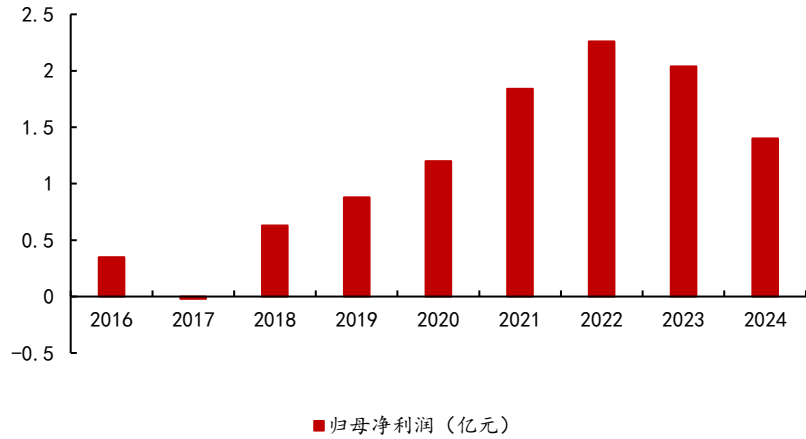
图9：公司毛利率与同行业比较



资料来源：wind，浙商证券研究所

2022-2024年是公司的蓄力期，期间公司在广东肇庆建设的“年产45万平米高可靠性电路板”项目、PCBA（五期）工厂，都已于2022年一季度前顺利实现试产。当下，公司已具备为客户提供从样板设计、制作、贴片等全流程服务的能力。近年来，公司通过可转债募资在肇庆继续扩建“年产150万平米高可靠性电路板项目一期”，泰国基地一期顺利实现试生产，新增5万平米/月产能（4万平米高多层，1万平米HDI），满足汽车电子、机器人、AI服务器、光模块等领域的多样化需求。海内外同步扩产，并将产业链覆盖延伸至PCBA，大幅增强公司竞争力，为未来成长奠定基础。

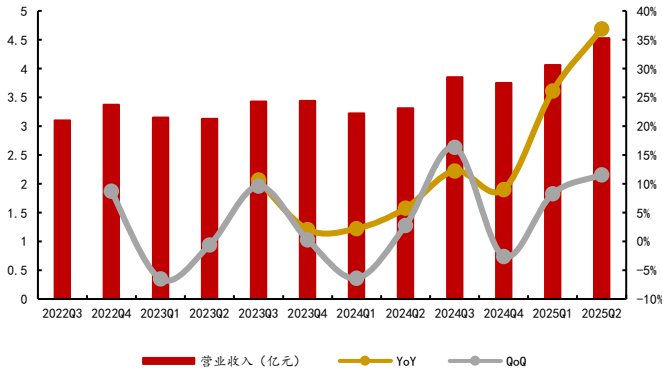
图10: 公司归母净利润情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所

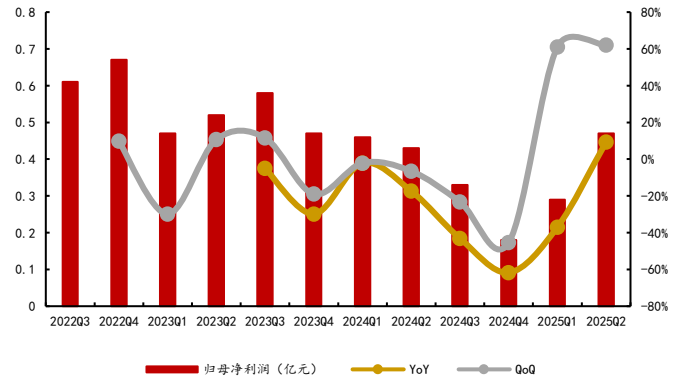
2024Q2-2025Q1 是公司蓄力期: 为了配套海外客户, 公司是内资企业中较早实现在泰国投产的, 而由于泰国产业链配套不全、人工成本较高等因素, 新增产能短期其实会对企业利润造成拖累, 正因如此, 与国内同行者相比, 四会富仕泰国基地的“亏损”拖累其实是前置的, 叠加 24Q4 PCB 的整体需求仅是尚可状态, 这一亏损缺口体现在业绩的影响上显得格外“刺眼”。2025 年 Q1 和 Q2, 公司国内产能基本满产, 泰国产能逐步爬坡, 整体业绩逐步进入成长趋势。

图11: 公司单季度收入情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图12: 公司单季度归母净利润情况

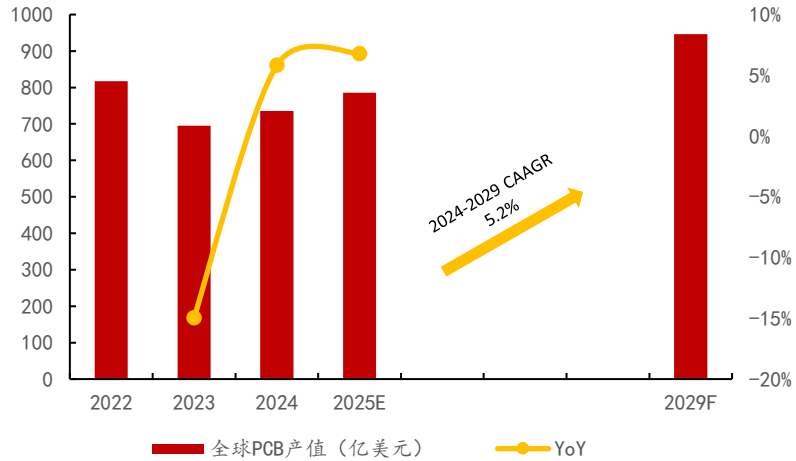


资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 新兴市场带动全球 PCB 需求复苏

在经历了困顿的 2023 年之后, 2024 年, 在 AI 服务器、智能驾驶等新兴市场的带动下, 全球 PCB 需求迎来复苏, 据 PrismaMark 统计, 2024 年全球 PCB 产值达到 735.65 亿美元, 同比增长 5.8%, 2025 年, 新兴市场有望继续快速成长, 工控、消费电子、医疗、航空航天等有望复苏, 据 PrismaMark 预测, 全球 PCB 产值有望增长至 785.62 亿美元, 同比增长 6.8%。

图13: 全球 PCB 产值



资料来源: Prisma, 浙商证券研究所

2.1 智能化提升车载 PCB 市场空间

汽车是 PCB 重要应用市场, Prisma 数据显示, 2024 年全球车载 PCB 市场空间为 93.08 亿美元, 占比 12.69%, 2023-2028 年, 车载 PCB 市场有望年复合增长 4.7%, 至 115.18 亿美元。PCB 产品在汽车的应用场景囊括安全气囊、转向控制部件、中控、车灯控制部件、雷达、电子仪表盘、导航系统、天窗控制部件、继电器、座椅控制部件、后视镜及车窗控制部件等。

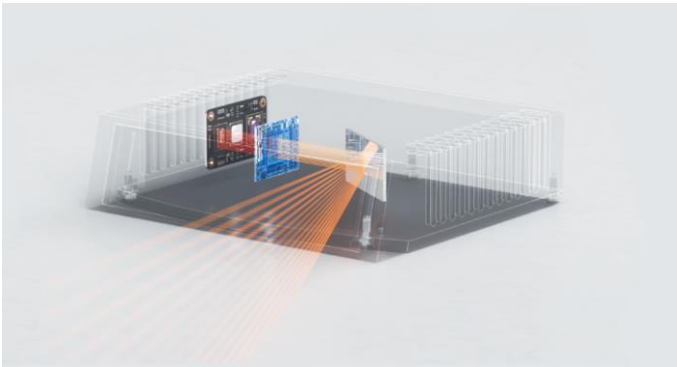
图14: 全球 PCB 产值情况

| \$ M | 2010 | 2020 | 2022 | 2023 | 2024 | 2028F | 2023-2028F CAAGR |
|-------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| Compute:PC | | \$11,210 | \$12,745 | \$9,391 | \$9,760 | \$11,020 | 3.20% |
| server/Data storage | | \$5,876 | \$9,894 | \$8,201 | \$9,781 | \$14,221 | 11.60% |
| Other Computer | | \$3,801 | \$4,106 | \$3,661 | \$3,797 | \$4,049 | 2.00% |
| Mobilo Phonos | | \$14,150 | \$15,968 | \$13,085 | \$13,993 | \$17,685 | 6.20% |
| Wired Infrastructure | | \$4,958 | \$6,665 | \$5,955 | \$6,113 | \$7,576 | 4.90% |
| Wireless Intrastructure | | \$2,771 | \$3,585 | \$3,118 | \$3,085 | \$3,574 | 2.80% |
| Consumer | | \$9,366 | \$11,085 | \$9,129 | \$9,320 | \$10,816 | 3.70% |
| Automotive | | \$6,457 | \$9,468 | \$9,153 | \$9,308 | \$11,518 | 4.70% |
| Industria | \$2,573 | \$2,543 | \$3,317 | \$2,871 | \$2,886 | \$3,659 | 4.10% |
| Medical | | \$1,263 | \$1,553 | \$1,440 | \$1,512 | \$1,771 | 4.20% |
| Mitary/Aerospace | | \$2,824 | \$3,356 | \$3,514 | \$3,792 | \$4,524 | 5.20% |
| Total | \$52,500 | \$65,218 | \$81,742 | \$69,517 | \$73,346 | \$90,413 | 5.40% |

资料来源: Prisma, 浙商证券研究所

汽车智能化趋势正带动单车 PCB 用量的不断增加, 以智能驾驶为例, 从 L2 到 L5, 毫米波雷达数量不断递增, 每颗毫米波雷达均需要配备高频高速 PCB, 毫米波雷达数量的增加直接带动 PCB 面积的增加。智能化汽车对高精度、高可靠定位已成刚需, 多源数据融合的方案更是成为无人驾驶可靠定位的首要选择, 各类高精度定位模块和设备中 PCB 必不可少。

图15: 禾赛 ETX 激光雷达



资料来源: 禾赛官网, 浙商证券研究所

图16: 导远 P-box



资料来源: 导远官网, 浙商证券研究所

当下, 各家车企已开启智能驾驶军备赛, 比亚迪制定“全民智驾”战略, 以“天神之眼”智能驾驶辅助系统为核心, 针对不同品牌和市场定位, 推出“天神之眼 A”三激光版、“天神之眼 B”激光版和“天神之眼 C”三目版等多个版本, 全面覆盖高端到主流市场。“智能驾驶”正从选配走向标配、从高端车往中低端车市场渗透, 激光雷达、高精度定位仪等需求有望进一步提升, 带动相关 PCB 市场的空间的不断增长。

图17: 比亚迪辅助驾驶系统硬件



资料来源: 无敌电网, 浙商证券研究所

2.2 工控 PCB 上下游错配, 国产企业迎机遇

跟随下游, 工控 PCB 稳字当头。工控 PCB 广泛应用于伺服电机、步进电机、传感器、减速器、编码器、工业马达、感应器、工业电源等等产品领域, 以及当下发展最快的工业机器人领域, 过去十数年, 用于工业控制领域的 PCB 市场供给稳健, 全球产值从 2010 年的 25.73 亿美元增长至 2022 年的 33.17 亿美元, 年复合增长仅 2.14%, 2023 年和 2024 年, 由于全球经济疲软, 工控 PCB 产值下滑至 28 亿美元左右。

2025 年, 随着制造业转移, 工业控制需求有望逐步复苏, 据 prismark 预测, 全球工控 PCB 产值有望以 4.1% 的年复合增长率, 2028 年达到 36.59 亿元。

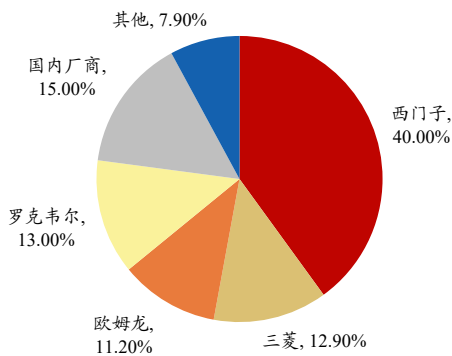
图18: 全球 PCB 产值情况

| \$ M | 2010 | 2020 | 2022 | 2023 | 2024 | 2028F | 2023-2028F CAAGR |
|-------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------------|
| Compute:PC | | \$11,210 | \$12,745 | \$9,391 | \$9,760 | \$11,020 | 3.20% |
| server/Data storage | | \$5,876 | \$9,894 | \$8,201 | \$9,781 | \$14,221 | 11.60% |
| Other Computer | | \$3,801 | \$4,106 | \$3,661 | \$3,797 | \$4,049 | 2.00% |
| Mobilo Phonos | | \$14,150 | \$15,968 | \$13,085 | \$13,993 | \$17,685 | 6.20% |
| Wired Infrastructure | | \$4,958 | \$6,665 | \$5,955 | \$6,113 | \$7,576 | 4.90% |
| Wireless Intrastructure | | \$2,771 | \$3,585 | \$3,118 | \$3,085 | \$3,574 | 2.80% |
| Consumer | | \$9,366 | \$11,085 | \$9,129 | \$9,320 | \$10,816 | 3.70% |
| Automotive | | \$6,457 | \$9,468 | \$9,153 | \$9,308 | \$11,518 | 4.70% |
| Industria | \$2,573 | \$2,543 | \$3,317 | \$2,871 | \$2,886 | \$3,659 | 4.10% |
| Medical | | \$1,263 | \$1,553 | \$1,440 | \$1,512 | \$1,771 | 4.20% |
| Military/Aerospace | | \$2,824 | \$3,356 | \$3,514 | \$3,792 | \$4,524 | 5.20% |
| Total | \$52,500 | \$65,218 | \$81,742 | \$69,517 | \$73,346 | \$90,413 | 5.40% |

资料来源: Prismark, 浙商证券研究所

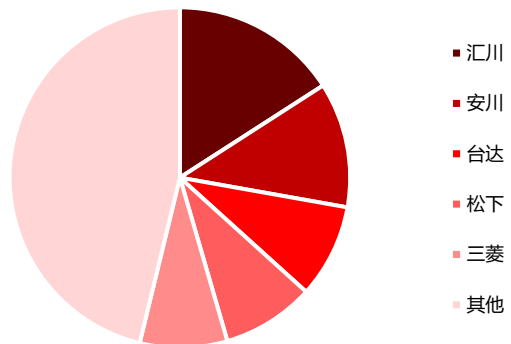
日本作为工业控制强国,目前在编码器、伺服器等工控零部件市场处于领先地位,工业控制用编码器市场中,欧姆龙、三菱电机等日企高居全球市场份额前十;工业控制用伺服器市场中,松下、安川、三菱等知名日企更是合计占据近 1/3 份额。

图19: 2023 年全球 PLC 市场格局



资料来源: 中国仪器仪表行业协会, 浙商证券研究所

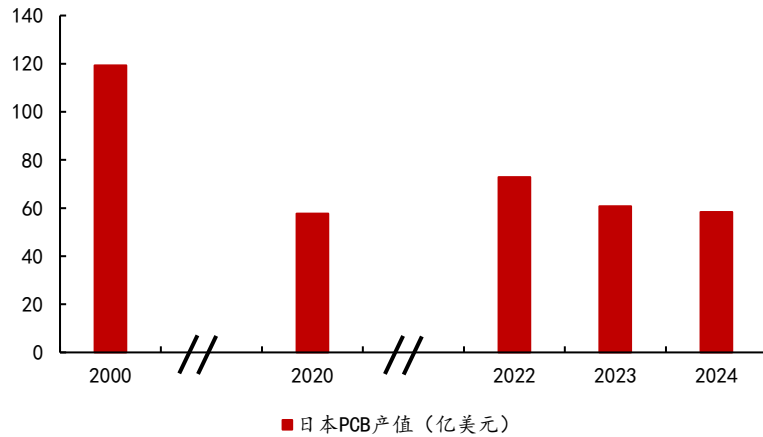
图20: 2022 年中国伺服电机市场格局



资料来源: 中国出海半导体, 浙商证券研究所

然而,日本本土 PCB 供给却在持续收缩,21 世纪初,基于成本、价格等因素考量,日本战略性放弃低附加值、低技术量 PCB 产品,并将该部分产能迁移至中国大陆、中国台湾等地区。据 Prismark 数据显示,2000 年日本 PCB 产值高达 119.24 亿美元,2024 年已下滑至 58.40 亿美元,如剔除 FCBGA、高阶 HDI 等高端 PCB 的因素,日本地区高多层 PCB 的产值下滑程度幅度显然更大。因此,在欧姆龙、三菱电机、松下、安川等工控企业的供应链体系中,中国 PCB 企业扮演的角色有望越来越重要,供给份额持续攀升。

图21: 日本 PCB 产值



资料来源: Prisma, 浙商证券研究所

3 具身机器人有望带动工控 PCB 市场成长

3.1 具身机器人属工控范畴, 有望加速工控 PCB 复苏进度

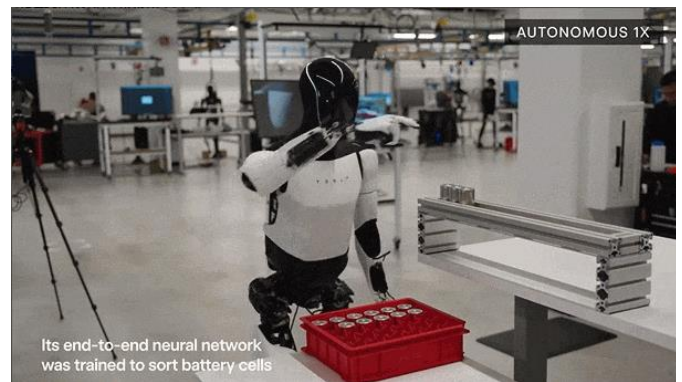
传统工业机器人以灵活的机械臂焊接或取放物品, 但其在产线的整体位置相对固定, 部分工作无法实现, 如零部件在不同制造环节之间的移动主要依靠传送履带和人工搬运, 类似总装等灵活、柔性、长尾的任务环节, 传统流水线的工业机器人则难以胜任, 仍需要具备灵巧操作能力的“人力”完成, 而这正是具备“智能、灵巧属性”的具身机器人可发挥长处的场景, 具身机器人的本质是传统工业机器人的长尾补充。

图22: 传统工业机器人



资料来源: 亚太智能装备博览会, 浙商证券研究所

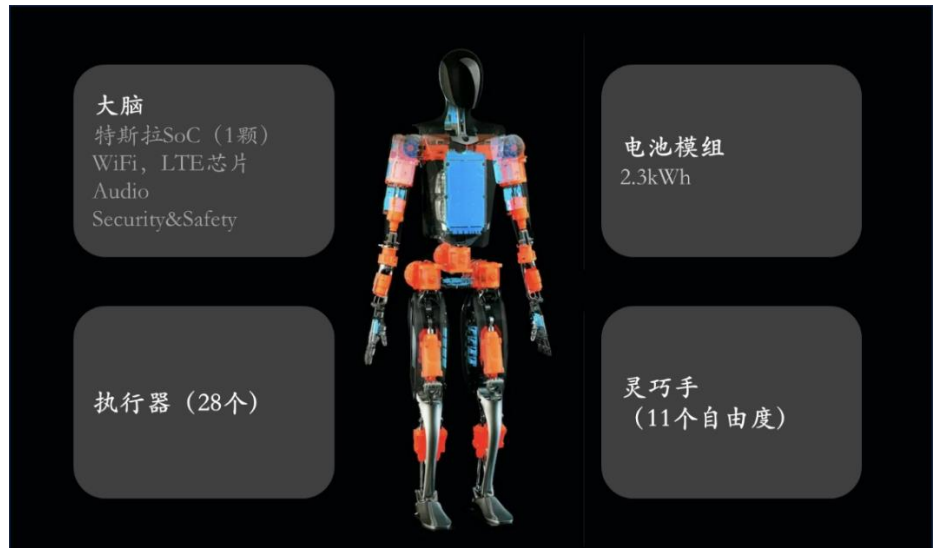
图23: Optimus 机器人分拣电池



资料来源: 特斯拉, 浙商证券研究所

具身机器人的硬件构成主要包括执行系统、感知系统、芯片、电池、连接器和各类结构件等, 其中执行系统包括直线执行器、旋转执行器和灵巧手。其中, 感知系统用于接触外部环境, 接受外部信号, 通过连接器/线将信号传输给“大脑”芯片, 经过芯片的分析运算, 形成指令, 驱动执行系统, 完成旋转或直线运动等操作, 电池则负责给传感系统、芯片和执行系统供电。

图24: 特斯拉人形机器人拆解

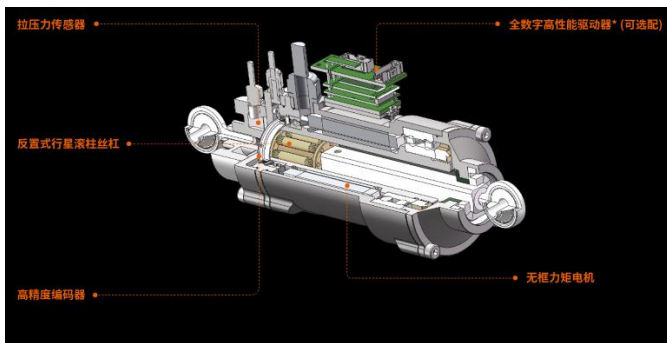


资料来源: 澎湃, 浙商证券研究所

执行器按照运动方式, 可分为线性执行器和旋转执行器:

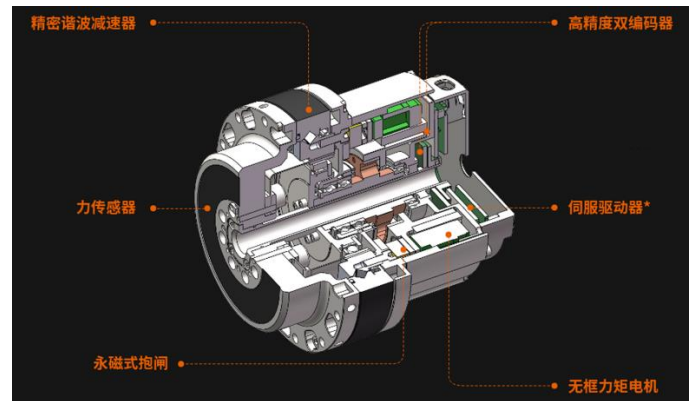
- **直线执行器:** 直线执行器位于膝肘等单自由度及腕踝等双自由度关节, 用于将电机旋转运动转为直线运动; 核心组成包括无框力矩电机, 行星滚柱丝杠、传感器、编码器、驱动器和关节加工件。
- **旋转执行器:** 旋转执行器分布于肩部、手部等多自由度关节, 作用是将某物旋转到一定角度完成旋转运动, 核心组成包括无框力矩电机, 谐波减速器、传感器、编码器、驱动器和关节加工件。

图25: 直线执行器结构



资料来源: 泰科机器人, 浙商证券研究所

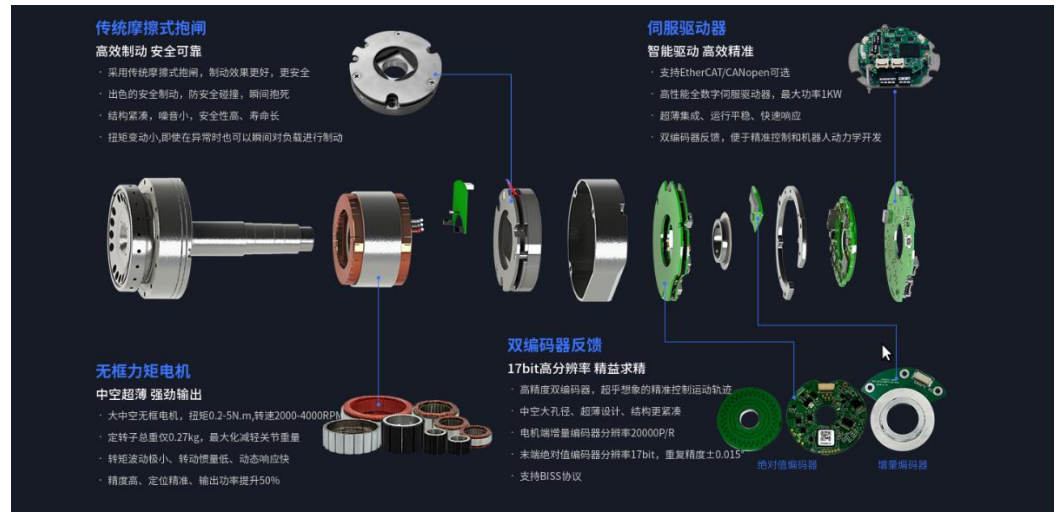
图26: 旋转执行器结构



资料来源: 泰科机器人, 浙商证券研究所

可见, 具身机器人的关节模组 (执行器) 是由大量诸如电机、驱动器、编码器、减速器等工控产品“堆砌”而成, PCB的应用包括驱动器、增量编码器、绝对值编码器等, 尤其是在电机中, PCB更是有助于其实现小巧化和轻量化。具身机器人市场的快速发展, 有望带动工控市场同步成长, 而用于其中的“工控PCB”市场亦将明确受益。

图27: 协作机器人关节模组拆解



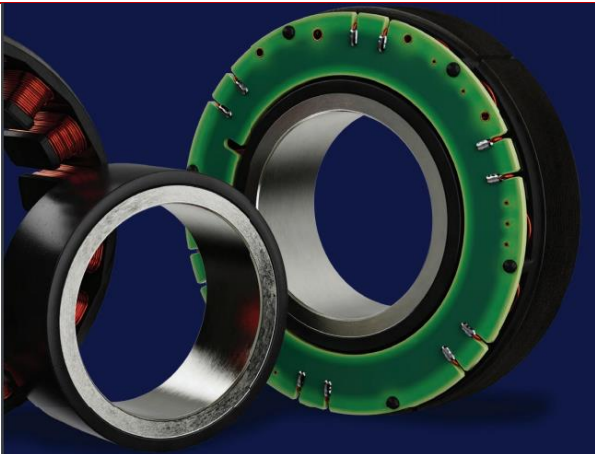
资料来源: CSDN, 浙商证券研究所

3.2 电机轻量化需求明确，工控 PCB 有望迎全新应用市场

在机器人的执行系统中，电机是不可或缺的部件，目前无框力矩电机和空心杯电机是常见选择:

- 无框力矩电机: 无框力矩电机的主要特点是在机身上不安装外框，其由转子和定子两部分组成，转子为内部部件，由永磁体的旋转钢环组件组成，直接安装在机器轴之上，定子为外部部件，由钢叠片和铜绕组组成。
- 空心杯电机: 不同于普通铁芯电机将电机绕组固定在铁芯之上，空心杯电机绕组不依靠铁芯支撑，而是利用特殊工艺将电机绕组做成可以独立支撑的杯状。通过转子铁芯的去除，消除铁芯涡流造成的电能损失以及机械能损失。

图28: Kollmorgen 无框力矩电机



资料来源: Kollmorgen 官网, 浙商证券研究所

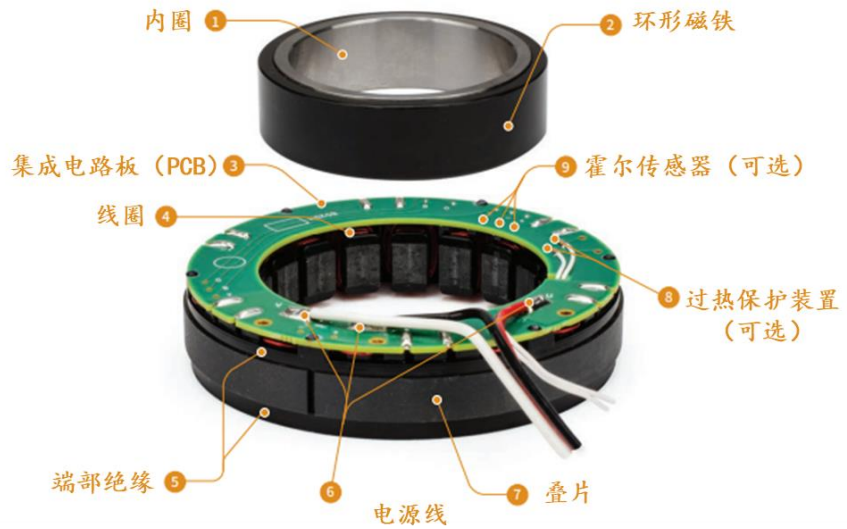
图29: Maxon 空心杯电机



资料来源: Maxon 官网, 浙商证券研究所

具身机器人由于需要搭载大量电机，对电机要求质量轻、体积小、扭矩大，并具备高动态响应和高可靠性能力，无框力矩电机通过更为紧凑的结构，天然适配具身机器人。无框力矩电机中，有较多绕线组，绕线组之间需实现相互连接，PCB 有助于实现定子组件（绕线组）和霍尔组件、过热保护装置等的高度集成化，实现无框力矩电机的超薄化设计，因此在具身机器人的电机中，PCB 的使用有望逐渐普及。

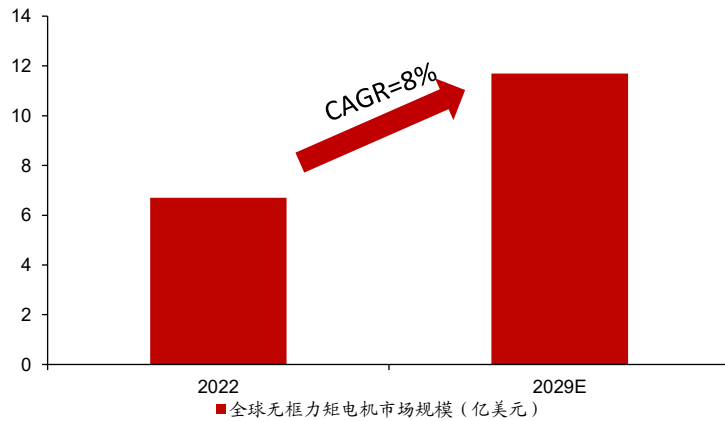
图30: Kollmorgen TBM2G 无框力矩电机



资料来源: Kollmorgen 官网, 浙商证券研究所

目前, 无框力矩电机主要应用于工业机器人及服务机器人, 根据 Valuates Reports, 2022 年全球无框力矩电机市场规模为 6.7 亿美元, 2029 年有望增长至 11.7 亿美元, 期间复合增速达 8%, 具身机器人产业的发展, 有望进一步加速无框力矩电机市场的成长, 作为无框力矩电机超薄化的重要依托, PCB 市场需求亦有望不断提升。

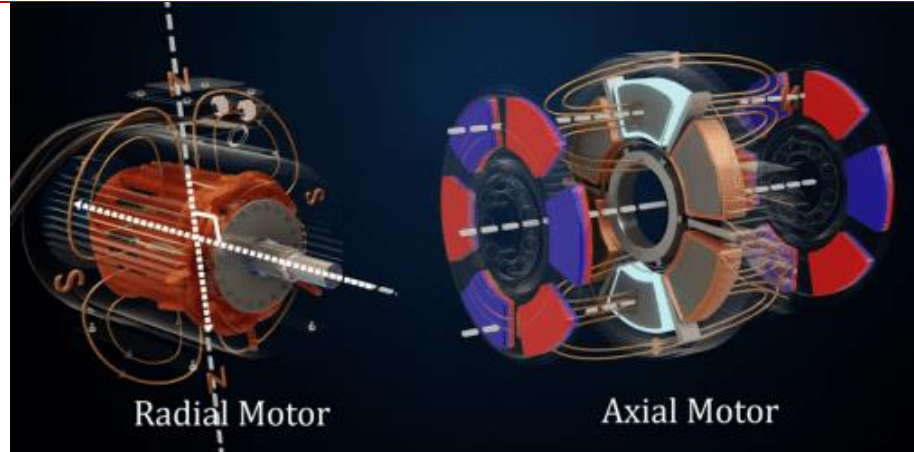
图31: 无框力矩电机市场规模



资料来源: Valuates Reports, 浙商证券研究所注: 以上测算未考虑具身机器人需求

使用轴向磁通电机是有效解决具身机器人电机轻量化、扭矩密度等难题的方案之一: 轴向磁通电机, 又称盘式电机或扁平电机, 其特点是磁通路径平行于电机的轴, 因此“绕组方气隙向”与电机轴向垂直。与传统的径向电机相比, 轴向电机的外径基本相当, 但长度可以缩小, 体积相应减少, 由于铜线用量更少, 电机整体重量亦有所减小。

图32: 径向电机和轴向电机比较

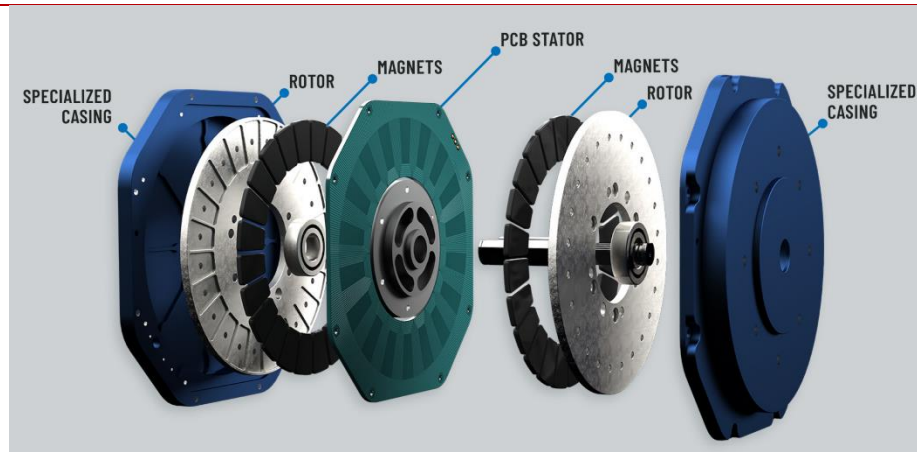


资料来源: 特斯拉汽车中文网, 浙商证券研究所

PCB 电机是轴向磁通电机的一种方案: 使用 PCB 方案替代绕线圈定子, 实现电机体积的进一步缩小, 重量也进一步减轻, 可适用于低功率电机, 而这恰好适配具身机器人。

在电机中替代绕线圈, 是 PCB 面对的全新应用场景, 未来, 随着具身机器人出货量的不断增长, 以及轴向电机渗透率的不断提升, 定子 PCB 市场空间有望迎来快速成长, 为工控 PCB 市场注入不可忽视的成长动力。

图33: PCB 电机



资料来源: Ctengye, 浙商证券研究所

4 严抓品控拓展新兴市场, 布局泰国抢占先发优势

4.1 快速交付+严抓品控, 顺利切入机器人、光模块等新兴市场

公司产品的应用下游主要为工业控制和汽车电子, 这两个领域的 PCB 订单属于中小批量, 相比于大批量, 小批量生命力更强、个性化更高、利润空间更大, 但对柔性化生产、精细化管理等方面的要求更高, 公司借鉴日本企业品质和精益生产的理念, 以“产品零缺陷、客户零投诉”为目标, 已建立起符合客户要求的生产、品控系统, 从原材料采购、标准化作业、柔性化生产、信息化管理、信赖性检测等多方面持续打造稳定的产品供应体系。

公司实施标准化操作, 且检查及其细致, 留样 10 年以上, 发货时配送可观察的切片样品, 出现生产缺陷采取一次性纠偏, 无需返工纠偏, 良品率较高。

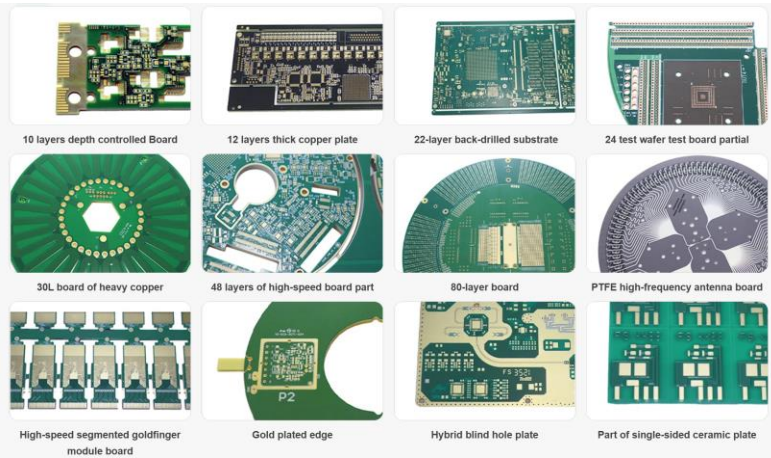
图34: 公司产品电性能检测



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司通过持续的研发投入, 实现产品的差异化竞争、产品结构的进一步优化、以及高附加值产品占比的增加: 应用于通信的高频高速板, 新能源汽车的大电流、高散热的嵌入铜块电源基板、金属基基板、陶瓷基板、刚挠结合板、超厚铜 ($\geq 60Z$) 基板、陶瓷基板、以及应用于毫米波雷达、激光雷达等领域产品相继量产, 顺利切入光模块、机器人等新兴领域。

图35: 公司工艺能力



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司在新兴市场的布局如下:

- 公司自成立以来便聚焦工控市场, 当下已跟随霍尼韦尔、科尔摩根、山洋电机、禾川等国内外客户切入具身机器人行业, 为关节模组的驱动器、编码器、无框力矩电机等零部件提供所需 PCB 及 PCBA 生产制备, 后续有望切入至机器人及 PCB 设计领域。

图36: 禾川编码器 PCB



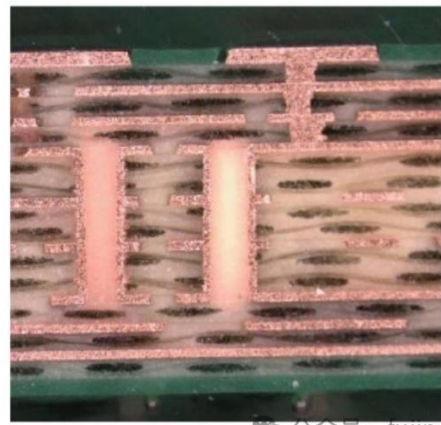
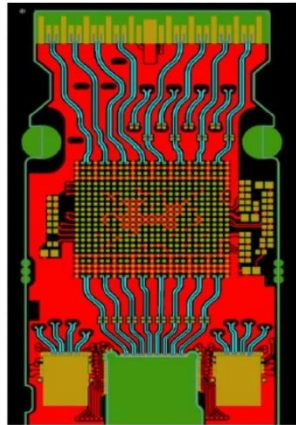
4

中空感式编码器

资料来源: 禾川公众号, 浙商证券研究所

- 通过技术创新, 公司成功实现集邦定板、HDI、金属基板各种难度于一体的光模块 PCB 的制作与量产, 3+4+3 多阶 HDI 结合埋嵌铜块的创新工艺, 经实际验证能满足光模块 PCB 对精度与散热性能的高标准和高要求, 因此 800G 光模块 PCB 产品顺利通过客户认证并实现小批量订单交付, 实现了新应用领域的顺利突破。

图37: 公司 800G 光模块 PCB 产品

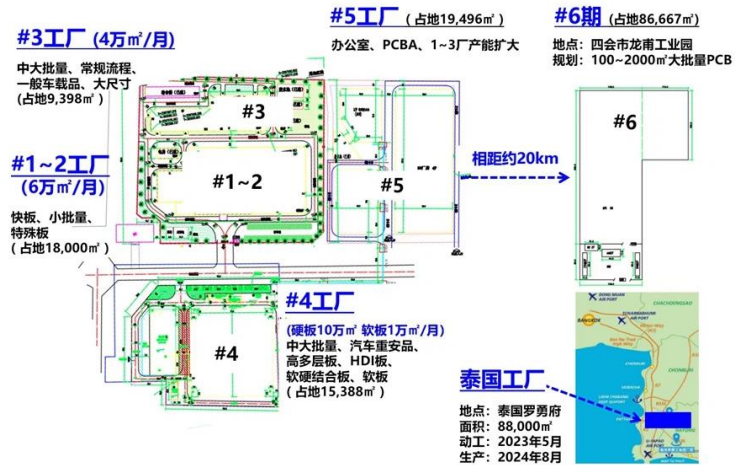


资料来源: 四会富仕公众号, 浙商证券研究所

4.2 海内外同步扩产, 延伸至 PCBA 增强竞争力

公司选址在肇庆四会, 肇庆市是当前广东省为数不多能够提供环评指标的地级市, 因此公司无需担心环评指标限制, 为国内扩产提供了必要条件。2023 年公司通过发行可转换公司债募集资金, 在四会市建设“年产 150 万平米高可靠性电路板扩建项目一期”, 2022 年, 公司产能为 121.29 万, 可转债项目投产后, 公司在肇庆将具备近 20 万平米的月产能, 为公司今明两年的成长奠定了基础。

图38: 公司工厂和产能布局规划情况



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

为了满足多品类小批量为主的工控客户一站式采购需求, 加强与客户的深度协同合作, 强化公司整体竞争实力, 公司筹建 PCBA (五期) 工厂, 并于 2022 年一季度顺利投产, 当下, 公司已具备为客户提供从样板设计、制作、贴片等全流程服务的能力, 各业务之间有望取得 1+1>2 的协同效应, 推动公司整体的快速发展。

图39: 公司 PCBA 生产线



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2018 年 6 月, 美国单方面否决中国多次协商的结果, 宣布对产自中国的 1102 种总额高达 500 亿美元的商品加征 25% 的关税, 自此, 为规避潜在的地缘政治风险, 电子制造业开始外迁, 苹果、戴尔、惠普在内的美系大厂均尝试将其生产供应链移出中国。

虽然 PCB 暂并未被明确列入加征的名单, 但环顾半导体、光伏等高端电子制造产业, 为了消除供应链“配套”风险, 全球 PCB 企业均开始加速“中国以外”的产能布局, 泰国向来是东协电子、汽车等制造业聚集重镇, 加之 PCB 产业基础较其他东协国家更完善, 同时泰国 BOI 积极通过税收、水电供应等方面优惠政策吸引投资, 使投资泰国成为 PCB 厂商寻求“China+1”的首选。

据 PrismaMark 统计, 2022 年东南亚地区 PCB 产值约 50 亿美元, 占全球产值的 7.2%, 2023-2028 年, 在需求推动和供给转移的情况下, 内资和合资 PCB 企业有望投资超 100 亿美元建设新产能, 2028 年年产值有望达到近 90 亿美元, 2023-2028 年复合增长 12.5%, 显著高于整体产业的 5.4%。

图40: 全球分地区 PCB 产值中东南亚增速最快

| 单位: 百万美元 | 2000 | 2020 | 2022 | 2023E | 2028F | 2000-2022CAGR | 2023-2028CAGR |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 美洲 | 10852 | 2943 | 3369 | 3206 | 3855 | -5.2% | 3.8% |
| 欧洲 | 6702 | 1727 | 1885 | 1728 | 2002 | -5.6% | 3.0% |
| 日本 | 11924 | 5771 | 7280 | 6078 | 7904 | -2.2% | 5.4% |
| 中国大陆 | 3368 | 35124 | 43553 | 37794 | 46180 | 12.3% | 4.1% |
| 韩国 | 2053 | 6881 | 9052 | 7034 | 9159 | 7.0% | 5.4% |
| 中国台湾 | 4510 | 8266 | 11121 | 8698 | 12347 | 4.2% | 7.3% |
| 东南亚 | 2161 | 4507 | 5481 | 4979 | 8967 | 4.3% | 12.5% |
| 总和 | 41570 | 65218 | 81740 | 69517 | 90413 | 3.1% | 5.4% |

资料来源: Prismark, 浙商证券研究所

基于全球化战略布局以及响应客户要求,公司于2023年规划在泰国新建生产基地,泰国基地选址罗勇府,2024年6月,公司泰国基地一期顺利实现试生产,新增5万平米/月产能(4万平米高多层,1万平米HDI),厂房、设备均按生产超高层(80层以上)、任意层互联HDI等契合市场需求的高技术高附加值产品进行布局,满足汽车电子、机器人、AI服务器、光模块等领域的多样化需求。

公司是在东南亚投资的中资PCB企业中,率先投产者之一,这有助于开拓和巩固已经在东南亚投产的海外tier 1和终端客户,2024年,泰国基地处于爬坡阶段并未贡献收入利润,后续,随着客户审厂等工作的陆续完成,泰国基地将成为公司成长的重要助推力之一。

图41: 泰国一品电路工厂



资料来源: 四会富仕公众号, 浙商证券研究所

5 盈利预测及估值

5.1 业务拆分与盈利预测

业绩预测: 预计2025-2027年营业收入分别为20.20亿元、26.48亿元和34.20亿元,同比42.94%、31.11%和29.13%。

关键假设:

印制电路板: 公司产品主要应用于工业控制及汽车领域,其中工业控制板块,随着全球下游复苏,以及机器人行业的快速成长,订单有望迎来高质量成长,汽车领域,公司产品被广泛应用于导航系统,随着智能驾驶往中低端车型渗透,相关订单亦有望逐步提升,综上,

公司营业收入有望持续增长，预计 2025-2027 年该业务的收入分别为 19.30 亿、25.13 亿和 32.50 亿元；新产能稼动率的逐步提升，有望带动盈利能力的修复，预计 2024-2026 年的毛利率分别为 20.75%、21.85%和 22.00%。

图42：公司主营业务收入拆分

| 亿元 | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 12.19 | 13.15 | 14.13 | 20.20 | 26.48 | 34.20 |
| YoY | 16.10% | 7.88% | 7.47% | 42.94% | 31.11% | 29.13% |
| 毛利率 | 28.82% | 27.11% | 22.82% | 23.80% | 24.86% | 25.50% |
| 印制电路板 | 11.82 | 12.70 | 13.46 | 19.30 | 25.13 | 32.50 |
| YoY | 15.66% | 7.45% | 6.00% | 43.37% | 30.23% | 29.31% |
| 毛利率 | 26.59% | 24.55% | 19.03% | 20.75% | 21.85% | 22.00% |
| 占比 | 96.96% | 96.58% | 95.26% | 95.54% | 94.90% | 95.03% |
| 其他 | 0.37 | 0.45 | 0.67 | 0.90 | 1.35 | 1.70 |
| YoY | 32.14% | 21.62% | 48.89% | 34.33% | 50.00% | 25.93% |
| 毛利率 | 99.74% | 99.72% | 98.68% | 89.31% | 80.87% | 92.41% |
| 占比 | 3.04% | 3.42% | 4.74% | 4.46% | 5.10% | 4.97% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 相对估值

选取深南电路、胜宏科技、景旺电子和崇达技术作为可比公司，根据 wind 一致预测，2025-2027 年，可比公司平均 PE 分别为 38.17、29.05 和 23.63 倍。

图43：行业估值对比

| 代码 | 简称 | 最新价 (元) | 总市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | 归母净利润增速 (%) | | | P/E (倍) | | |
|-----------|------|---------|----------|------------|-------|--------|-------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| | | | | 25E | 26E | 27E | 25E | 26E | 27E | 25E | 26E | 27E |
| 002916.SZ | 深南电路 | 176.32 | 1,175.60 | 27.51 | 35.22 | 42.56 | 96.7% | 28.0% | 20.8% | 42.74 | 33.38 | 27.62 |
| 300476.SZ | 胜宏科技 | 273.40 | 2,358.59 | 50.98 | 75.68 | 100.03 | 659.3% | 48.5% | 32.2% | 46.27 | 31.17 | 23.58 |
| 002815.SZ | 崇达技术 | 15.00 | 175.47 | 5.74 | 6.82 | 7.76 | 40.4% | 18.8% | 13.8% | 30.60 | 25.75 | 22.63 |
| 603228.SH | 景旺电子 | 53.30 | 502.51 | 15.20 | 19.40 | 24.29 | 62.4% | 27.7% | 25.2% | 33.06 | 25.90 | 20.69 |
| 均值 | | | | | | | | | | 38.17 | 29.05 | 23.63 |
| 300852.SZ | 四会富仕 | 36.50 | 51.56 | 2.06 | 3.02 | 4.50 | 0.7% | 46.8% | 49.0% | 25.05 | 17.06 | 11.45 |

资料来源：Wind，浙商证券研发中心，可比公司数据来源 wind 一致预期，股价截至 2025 年 9 月 8 日

5.3 投资建议

公司是 PCB 行业典型的小而美企业，2024 年，由于主要应用下游工控领域景气度不理想，叠加增量产能的摊销，拖累了公司整体成长。今年，随着全球工业控制需求的逐步复苏，叠加具身机器人行业的快速发展，工控 PCB 市场的增速有望提升，叠加公司在汽车领域的开拓与落地，整体收入和利润都将重归成长，预计公司 2025-2027 年的净利润分别为 2.06 亿、3.02 亿和 4.50 亿元，当前市值对应的 PE 分别为 25.05、17.06 和 11.45 倍。公司在具身机器人 PCB 领域布局已走在行业前列，首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

- (1) 全球经济复苏受阻，拖累工控及相关 PCB 市场的景气度：工业控制的景气度一定程度与全球经济状况相关，经济疲软，工控景气度难言乐观，相关 PCB 市场则将缺乏成长性。

- (2) 具身机器人产业发展停滞: 具身机器人中需要用到大量 PCB, 如具身机器人产业因应用场景受限等难题进入停滞状态, 则将影响相关 PCB 的需求。
- (3) 上游原材料涨价: PCB 的上游原材料主要为覆铜板和铜箔, 与全球铜价息息相关, 如 PCB 企业无法顺利传导上游原材料的涨价, 整体盈利能力将被压制。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 1,566 | 1,634 | 1,954 | 2,364 |
| 现金 | 583 | 366 | 429 | 657 |
| 交易性金融资产 | 431 | 516 | 574 | 507 |
| 应收账款 | 354 | 492 | 629 | 784 |
| 其它应收款 | 5 | 7 | 9 | 12 |
| 预付账款 | 3 | 4 | 5 | 7 |
| 存货 | 163 | 224 | 288 | 373 |
| 其他 | 27 | 24 | 20 | 24 |
| 非流动资产 | 1,061 | 1,170 | 1,293 | 1,432 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 839 | 919 | 1,021 | 1,150 |
| 无形资产 | 128 | 142 | 163 | 175 |
| 在建工程 | 50 | 53 | 46 | 35 |
| 其他 | 44 | 56 | 64 | 72 |
| 资产总计 | 2,627 | 2,804 | 3,247 | 3,796 |
| 流动负债 | 453 | 837 | 820 | 961 |
| 短期借款 | 0 | 248 | 88 | 0 |
| 应付款项 | 372 | 491 | 620 | 825 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 82 | 98 | 113 | 136 |
| 非流动负债 | 564 | 164 | 368 | 369 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 564 | 164 | 368 | 369 |
| 负债合计 | 1,018 | 1,001 | 1,188 | 1,330 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权 | 1,609 | 1,802 | 2,059 | 2,466 |
| 负债和股东权益 | 2,627 | 2,804 | 3,247 | 3,796 |

现金流量表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 244 | 231 | 344 | 512 |
| 净利润 | 140 | 206 | 302 | 450 |
| 折旧摊销 | 107 | 69 | 78 | 89 |
| 财务费用 | 10 | 44 | 34 | 9 |
| 投资损失 | (21) | (9) | (7) | (7) |
| 营运资金变动 | 74 | (15) | (14) | 27 |
| 其它 | (66) | (63) | (48) | (56) |
| 投资活动现金流 | 57 | (241) | (243) | (145) |
| 资本支出 | (285) | (140) | (160) | (195) |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 342 | (102) | (83) | 50 |
| 筹资活动现金流 | (62) | (206) | (38) | (138) |
| 短期借款 | 0 | 248 | (160) | (88) |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (62) | (454) | 122 | (50) |
| 现金净增加额 | 238 | (217) | 63 | 228 |

利润表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1,413 | 2,020 | 2,648 | 3,420 |
| 营业成本 | 1,091 | 1,539 | 1,990 | 2,548 |
| 营业税金及附加 | 8 | 11 | 14 | 18 |
| 营业费用 | 36 | 47 | 58 | 68 |
| 管理费用 | 50 | 68 | 93 | 103 |
| 研发费用 | 58 | 81 | 106 | 137 |
| 财务费用 | 10 | 44 | 34 | 9 |
| 资产减值损失 | 19 | 14 | 24 | 38 |
| 公允价值变动损益 | (3) | 1 | 1 | 1 |
| 投资净收益 | 21 | 9 | 7 | 7 |
| 其他经营收益 | 6 | 6 | 4 | 4 |
| 营业利润 | 166 | 231 | 342 | 512 |
| 营业外收支 | (2) | (1) | (1) | (1) |
| 利润总额 | 163 | 230 | 341 | 510 |
| 所得税 | 23 | 24 | 39 | 60 |
| 净利润 | 140 | 206 | 302 | 450 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 140 | 206 | 302 | 450 |
| EBITDA | 262 | 349 | 449 | 603 |
| EPS (最新摊薄) | 0.98 | 1.46 | 2.14 | 3.19 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 7.49% | 42.94% | 31.11% | 29.13% |
| 营业利润 | -28.05% | 39.80% | 47.78% | 49.60% |
| 归属母公司净利润 | -31.37% | 46.74% | 46.80% | 48.97% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 22.82% | 23.80% | 24.86% | 25.50% |
| 净利率 | 9.92% | 10.19% | 11.41% | 13.16% |
| ROE | 8.98% | 12.07% | 15.65% | 19.90% |
| ROIC | 8.23% | 12.23% | 15.30% | 18.36% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 38.74% | 35.72% | 36.59% | 35.05% |
| 净负债比率 | 0.09% | 24.91% | 7.50% | 0.09% |
| 流动比率 | 3.45 | 1.95 | 2.38 | 2.46 |
| 速动比率 | 3.09 | 1.68 | 2.03 | 2.07 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.56 | 0.74 | 0.88 | 0.97 |
| 应收账款周转率 | 4.50 | 5.16 | 4.96 | 4.92 |
| 应付账款周转率 | 3.57 | 3.86 | 3.89 | 3.77 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.98 | 1.46 | 2.14 | 3.19 |
| 每股经营现金 | 1.72 | 1.64 | 2.44 | 3.62 |
| 每股净资产 | 11.29 | 12.76 | 14.58 | 17.45 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 36.76 | 25.05 | 17.06 | 11.45 |
| P/B | 3.23 | 2.86 | 2.50 | 2.09 |
| EV/EBITDA | 10.40 | 12.95 | 9.46 | 6.63 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>