

无锡振华(605319)

报告日期: 2025年09月10日

开拓车规级功率半导体液冷组件业务, 打开成长天花板

——无锡振华跟踪报告

投资要点

- 一、**电镀业务**: 公司重要利润贡献来源, 联合电子精密镀铬工艺国内唯一合格供应商; 2024年拓展车规级功率半导体散热组件生产业务, 建成200万套年产能; 获得上汽英飞凌定点, 有望成为全新成长极。

公司通过子公司振华开祥布局选择性电镀业务, 目前业绩主要来自于高压电喷系统零部件镀铬。2024年实现收入1.8亿元, 同比增长18%, 毛利率高达81%。随高压电喷系统在燃油及混动车上加速渗透, 预计此项业务稳步增长。

2024年开始, 开祥建设车规级功率半导体组件产线。同年, 获取上汽英飞凌功率半导体电镀底板定点通知。电镀工艺满足导热和烧结组织的要求。产品预计2025年通过认证, 后续有望逐步产生收入。黄山谷捷主营业务相似、电镀环节部分外包, 过去三年毛利率在25%附近。

- 二、**散热基板**: 新能源车电控功率组件逐步由IGBT升级为SIC, 功率密度更高, 散热基板重要性提升; 液冷路线散热效率提升, 需要铜基板镀镍提升耐腐蚀性。

新能源车电驱系统-控制器(逆变)-功率组件主要为IGBT模块。第三代功率半导体碳化硅SIC主要应用在800V+高压平台车型上。2025年, 我国800V架构乘用车渗透率约为9.5%; 预计到2030年渗透率有望突破35%, SIC功率半导体有望步入大规模推广期。

散热基板是功率模块价值量占比较高的部件, 需要具备良好的热导率、热膨胀系数、硬度等。功率模块长时间运行及频繁开闭会产生大量热量, 需要可靠的散热设计。空冷难以满足大功率场景散热要求, 液冷成为主要方式。直接液冷中, 功率模块的针式散热基板直接与冷却液接触, 模块整体热阻值降低30%左右; 逐渐成为主流路线。

全球车规级散热基板需求量增速较快。2023年全球需求量1900万片以上, 同比增长37%, 电动化及混动化均驱动行业扩容。格局方面, 散热基板早期以中国台湾、日本、美国企业为竞争主体, 以黄山谷捷、振华开祥为代表的中国企业加速追赶, 有望成为英飞凌的重要供应商。

- 三、**开祥客户优势**: 英飞凌是全球车规级功率半导体龙头, 无锡工厂是其中国市场重要战略布局, 产能稳步扩张; 同时有望进入全球最新第三代功率半导体生产工艺。

IGBT供应商方面, 英飞凌全球市占率30%以上, 行业地位领先。SIC呈外资巨头主导格局, 意法半导体、安森美、英飞凌(市占率17%)等前五大厂商占据92%市场份额。

上汽英飞凌是英飞凌在中国半导体本土化的重要战略布局。2018年成立, 上汽及英飞凌分别持股51%和49%, 总部位于上海, 工厂位于无锡。2024及2025年分别建设年产能IGBT模块260万件及第二代功率模块150万件; 未来计划总投资15.5亿元, 引进第三代功率半导体器件在无锡生产及扩产。

盈利预测与估值

投资评级: 买入(维持)

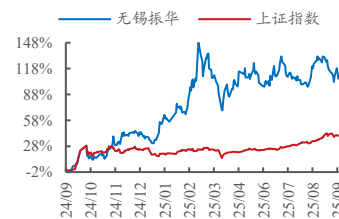
分析师: 刘巍
执业证书号: S1230524040001
liuwei03@stocke.com.cn

研究助理: 张逸辰
zhangyichen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥31.65
总市值(百万元)	7,914.45
总股本(百万股)	250.06

股票走势图



相关报告

- 《二季度利润增长提速, 绑定上汽、小米有望进入经营快速上行期》2025.08.26
- 《绑定小米汽车快速放量, 规模效应带动盈利高增》2025.08.06

预计公司 2025-2027 年实现营业收入 34.3、44.4、52.3 亿元，分别同比增长 35.5%、29.4%、17.9%；实现归母净利润 5.1、6.5、7.8 亿元，分别同比增长 35.3%、26.2%、21.0%；PE 为 15.5、12.3、10.1X。维持买入评级。

□ 风险提示

新能源车碳化硅搭载进展缓慢；下游客户新技术导入不及预期；公司产线爬产进度不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2531	3430	4438	5231
(+/-) (%)	9.2%	35.5%	29.4%	17.9%
归母净利润	378	511	645	780
(+/-) (%)	36.3%	35.3%	26.2%	21.0%
每股收益(元)	1.51	2.04	2.58	3.12
P/E	20.95	15.48	12.27	10.14

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 无锡振华：电镀主要应用于高压电喷系统，拓展功率半导体新场景	5
2 散热基板是功率半导体重要结构，电动化、高压化带动需求快速增长	6
3 直接液冷散热渐成主流，冷却板热性能要求高、国产供应商加速追赶	9
4 振华开祥客户英飞凌为全球功率半导体龙头，无锡生产基地生产规模及技术工艺持续提升	12
5 风险提示	15

图表目录

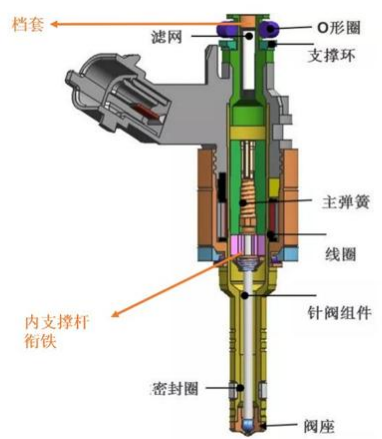

图 1: 开祥加工产品在高压电喷系统零部件位置及零部件用途	5
图 2: 铜针式散热基板生产工艺: 冷精锻、整形冲针、CNC 加工、清洗、退火、喷砂、弯曲弧度、电镀、阻焊/刻追溯码等	6
图 3: 功率半导体模块产业链: 散热基板供应商->车规级功率半导体模块制造商->电驱动系统供应商->新能源整车厂 ...	7
图 4: 封装后的 IGBT 功率模块结构图	7
图 5: IGBT 功率模块组成部分及功能	8
图 6: 全球车规级功率半导体模块散热基板市场规模测算	8
图 7: IGBT 各应用场景参数情况: 车规级应用场景温度更高, 需要散热处理	9
图 8: 直接液冷散热及间接液冷散热区别: 功率模块是否直接与冷却液接触	10
图 9: 铜针式散热基板与铜平底式散热基板结构与应用对比及示意图	11
图 10: 中国 IGBT 市场下游应用: 新能源汽车为主要应用场景, 其次是消费电子、新能源发电、工业控制等	12
图 11: 2020 年全球 IGBT 模块竞争格局: 英飞凌竞争力较强, 市占率 30%以上	12
图 12: 碳化硅功率半导体的应用场景: 汽车为核心应用下游, 主要应用于主驱逆变器	13
图 13: 2020/2024/2031 年中国市场车规 SIC 功率模块市场规模预测 (亿元)	13
图 14: 中国 800-1000V 高压架构乘用车销量预测及渗透率: 预计 2025/2030 年渗透率分别为 9.5%/35%+	14
图 15: 2023 年全球碳化硅功率元件营收市占率	14
图 16: 英飞凌无锡生产基地持续扩产, 打造国内最具规模的先进功率半导体器件生产基地	15
表附录: 三大报表预测值	16

1 无锡振华：电镀主要应用于高压电喷系统，拓展功率半导体新场景

无锡开祥能够进入博世供应体系，经历过二十年同步开发。2012年，联电做供应链本土化，寻找高压电喷系统零件镀铬合作伙伴；钱金祥获悉之后，委托第三方开发样件。2014年，样件通过德国博世审核。2016年，无锡开祥产线正式量产供货，实现汽车发动机零部件精密电镀国产化。2018年，完成德国博世新一代高压喷油器全球同步研发，新一代产品满足国六标准。目前，无锡开祥是联合电子在精密镀铬工艺领域国内唯一合格供应商。

无锡开祥向联合电子及其一级供应商（无锡威孚）提供汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵相关零部件的精密镀铬业务。终端客户包括上汽集团、一汽集团、比亚迪、长城汽车、吉利汽车等。镀铬部位主要是衔铁、内支撑杆和铁芯；提升硬度、耐磨性和耐腐蚀性，确保零部件高压高频运动工况下正常工作。公司按件收取表面加工处理费。开祥汽车高压喷油嘴电镀元件机械性能远超韩国同类产品，填补国内高精局部镀铬空白，打破国外技术垄断，成为德国博世全球战略重要一环。电镀业务目前业绩贡献主要来自于喷油嘴电镀，增长稳健，盈利能力强。2024年，电镀业务营收1.8亿元，同比+18%；毛利率81%，同比+1.1pct。

图1：开祥加工产品在高压电喷系统零部件位置及零部件用途

零部件分类	零部件图片	主要用途
高压喷油器 (HDEV)		<p>高压喷油器通电时电线圈产生磁力，将针阀组件吸起，进而喷油。断电时，利用主弹簧回复力使针阀组件复位，阀球和阀座贴合，实现断油</p>
高压燃油泵 (HDP)		<p>高压油泵连接了直喷燃油系统中的低压端与高压端，并将来自低压油泵的低压油加压到 150bar~350bar 向油轨输出，从而提高燃油喷射压力</p>

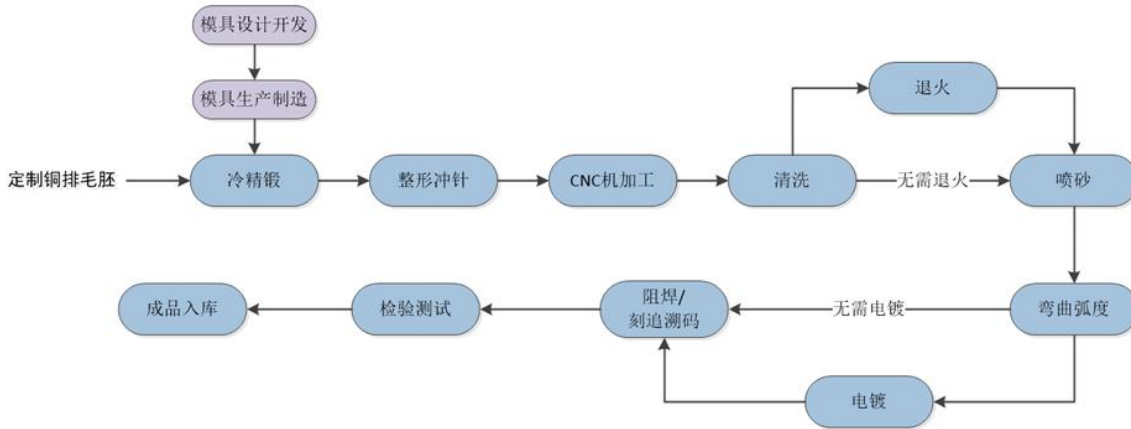
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

建设车规级功率半导体组件产线，新增镀银及镀镍工艺。2024年，振华开祥公示环评，拟投资1亿元建设车用功率半导体组件项目，实现年产200万套组件能力（抛丸一表

面处理—翘曲—贴膜—烧结等工艺线)。该功率模块应用于混合动力和电动汽车主逆变器，是电动汽车驱动电机系统重要组成部分。生产过程中涉及的镀银及镀镍等电镀过程，满足产品高效导热和烧结组织的技术要求。公司原有 10 条镀铬生产线，项目中新增 1 条镀银及 2 条镀镍生产线，用于新能源汽车用功率半导体组件生产。

根据公司 2024 年报，无锡开祥已获取上汽英飞凌汽车功率半导体（上海）有限公司半导体电镀底板产品定点通知。冷却板产品预计 2025 年通过认证，预计后续有望逐步贡献收入。黄山谷捷同样销售车规级功率半导体模块散热基板产品，但是部分电镀工序交由外协商完成；2022-2024 年，黄山谷捷毛利率分别为 27%/29%/23%。

图2：铜针式散热基板生产工艺：冷精锻、整形冲针、CNC 加工、清洗、退火、喷砂、弯曲弧度、电镀、阻焊/刻追溯码等

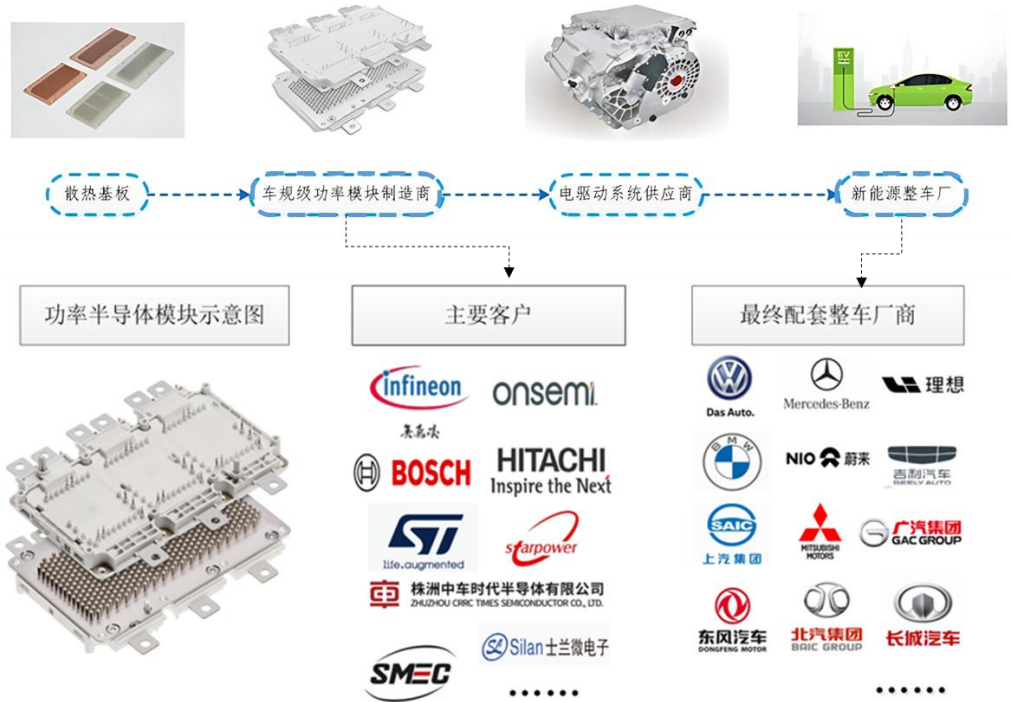


资料来源：黄山谷捷招股书，浙商证券研究所

2 散热基板是功率半导体重要结构，电动化、高压化带动需求快速增长

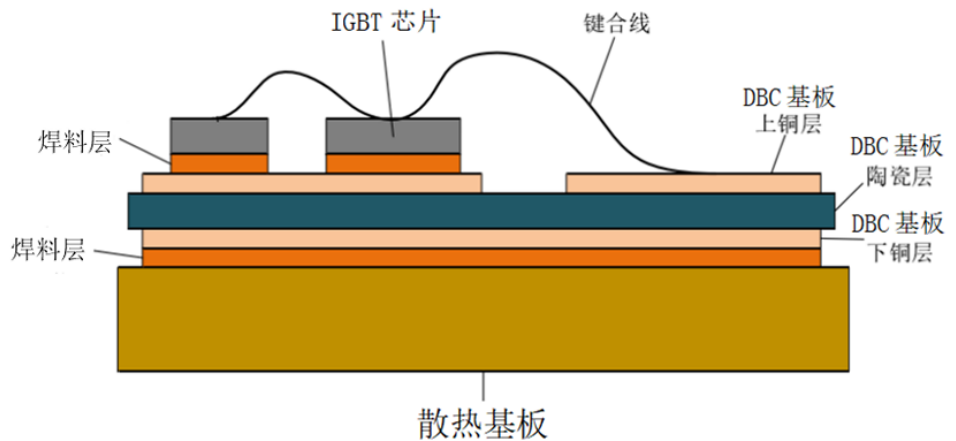
IGBT 功率模块由 IGBT 芯片、覆铜陶瓷基板（简称“DBC 基板”，包括上铜层、陶瓷层和下铜层）、键合线、焊料层、**散热基板**等构成。制造流程为将两个或多个 IGBT 芯片贴片到覆铜陶瓷基板上，并用金属线键合链接，同时将 DBC 与散热基板焊接，然后进行整体灌封。**散热基板是功率模块的核心散热功能结构与通道，主要起热量传导作用，同时发挥机械支撑与结构保护作用。**

图3: 功率半导体模块产业链: 散热基板供应商->车规级功率半导体模块制造商->电驱动系统供应商->新能源整车厂



资料来源: 黄山谷捷招股书, 浙商证券研究所

图4: 封装后的 IGBT 功率模块结构图



资料来源: 黄山谷捷招股书, 浙商证券研究所

图5: IGBT 功率模块组成部分及功能

IGBT 功率模块组成部分	主要功能
IGBT 芯片	整个 IGBT 功率模块的核心, 起到变频、逆变、变压、功率放大、功率控制等作用
覆铜陶瓷基板 (DBC 基板)	主要成分为氧化铝、氮化铝或氮化硅等, 起到绝缘、导热、机械支撑等作用, 覆铜层上可以刻蚀出各种图形, 绘制电路线路
键合线	实现内部电气互联, 包括芯片与芯片间的电气连接, 芯片与焊点间的电气连接以及焊点与焊点间的电气连接等
散热基板	功率模块的核心散热功能结构与通道, 主要起热量传导作用, 同时发挥机械支撑与结构保护作用

资料来源: 黄山谷捷招股书, 浙商证券研究所

全球新能源汽车销量增速较快, 车规级功率半导体模块散热基板需求快速增长。插混渗透率提升, 同时需要搭载双电机 (驱动电机和发电机)、对应 2 件散热基板, 推动行业扩容。

图6: 全球车规级功率半导体模块散热基板市场规模测算

项目	2023 年度	2022 年度	2021 年度	单车散热基板用量 (件)
1.1 全球新能源乘用车销量 (万辆)	1,380.00	1,020.00	660.00	-
纯电动	950.00	730.00	470.00	1.1
插电式混动	430.00	290.00	190.00	2
1.2 乘用车散热基板需求量 (万件)	1,905.00	1,383.00	897.00	-
2.1 全球新能源大巴车销量 (万辆)	4.94	6.54	9.18	3
2.2 大巴车散热基板需求量 (万件)	14.82	19.62	27.54	-
3.1 全球新能源重型货车销量 (万辆)	5.34	5.95	1.42	3
3.2 重型货车散热基板需求量 (万件)	16.02	17.85	4.26	-
4.1 全球新能源轻型货车销量 (万辆)	46.66	30.79	18.59	-
纯电动	46.00	30.00	18.00	1
插电式混动	0.66	0.79	0.59	2
4.2 轻型货车散热基板需求量 (万件)	47.32	31.58	19.18	-
全球新能源汽车销量合计 (万辆)	1,436.94	1,063.28	689.19	-
全球车规级功率半导体模块散热基板需求量 (万件)	1,983.16	1,452.05	947.98	-

资料来源: 黄山谷捷招股书, 浙商证券研究所

注: 1、新能源汽车销量数据来源于国际能源署。根据国际能源署统计口径, 新能源汽车按驱动模式可分为纯电动汽车和插电式混合动力汽车; 按照用途可分为乘用车、电动大巴、重型货车和轻型货车。

2、单车散热基板用量: ①乘用车: 纯电动车单电机车型按单车搭配 1 件计算, 双电机车型按单车搭配 2 件计算, 双电机车型占纯电动车比例约 10%; 插电式混动车型为双电机, 按单车搭配 2 件计算; ②电动大巴和重型货车: 一般采用多电机和多功率模块, 按单车搭配 3 件计算; ③轻型货车: 纯电动按单车搭配 1 件计算; 插电式混动为双电机, 按单车搭配 2 件计算。

3 直接液冷散热渐成主流，冷却板热性能要求高、国产供应商加速追赶

车规级功率半导体模块功率密度持续提升，高性能散热基板重要性高：

IGBT，即绝缘栅双极型晶体管，一种复合全控型电压驱动式功率半导体器件，被称为电力电子行业 CPU。IGBT 在使用中高度重视散热性和可靠性，车规级对可靠性、一致性、安全性等要求更高。新能源汽车电机控制器是典型的高功率密度部件，且功率密度随着对新能源汽车性能需求的提高仍在不断提升。电机控制器内 IGBT 功率模块长时间运行以及频繁开闭会产生大量热量，伴随着温度的升高，IGBT 功率模块的失效概率也将大幅增加。因此需要有可靠的散热设计与通畅的散热通道。

以碳化硅为代表的第三代宽禁带材料功率半导体加速推广，应用在更高功率密度使用场景中。IGBT 功率半导体器件主要采用硅基材料制作，受制于材料化学性能，功率密度接近极限。碳化硅电气特性更好，满足高温、高压、高频、大功率应用需求，开始应用于大功率器件。同样体积下，碳化硅功率器件有更高功率密度。（注：碳化硅是一种第三代宽禁带半导体材料，禁带宽度大、临界击穿电场高、热导率高）SiC 模块主要用在更高功率密度的使用场景中，加之其开关频率较高，损耗亦会增加，发热问题依然突出，仍需高性能散热基板来解决散热问题。

图7：IGBT 各应用场景参数情况：车规级应用场景温度更高，需要散热处理

IGBT 各应用场景参数情况			
参数	消费级	工业级	车规级
温度	-20°C—70°C	-40°C—85°C	-40°C—175°C
容错率	<3%	<1%	0
使用时间	1-3 年	5-10 年	多至 15 年
工艺处理	防水处理	防水、防潮、防腐、防霉变处理	防水、防腐处理外，还需增强封装设计和散热处理

资料来源：黄山谷捷招股书，浙商证券研究所

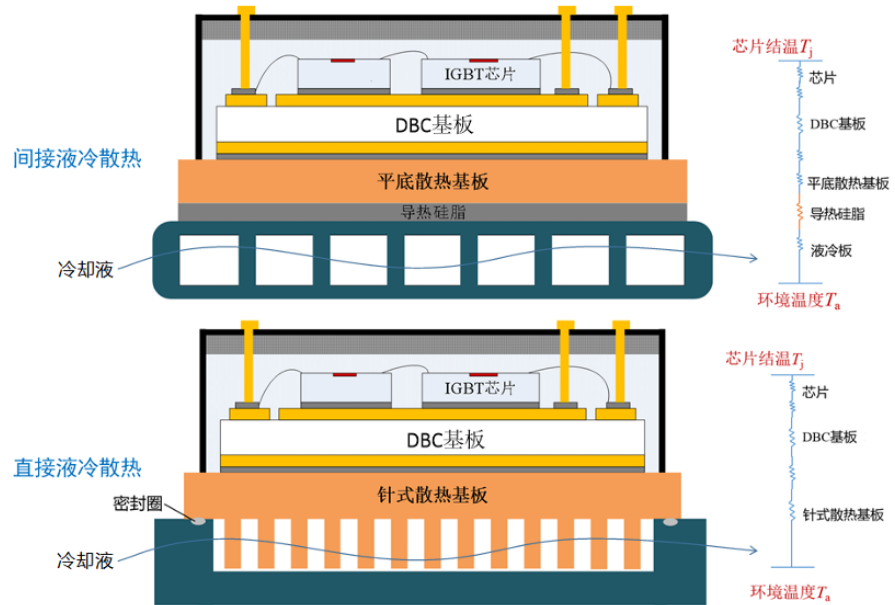
功率半导体模块热管理方式主要有空冷散热和液冷散热。空冷散热难以满足大功率模块散热要求，同时体积大、有噪声，因此难以在车规级功率半导体模块中广泛使用。液冷有间接及直接两种方式，直接液冷散热不需要导热硅脂和液冷板，模块整体热阻值降低 30%左右，散热效果更好。包括英飞凌、博世、安森美、日立、中车时代、斯达半导体等在内的知名厂商生产的车规级功率模块采用直接液冷散热，搭配针式散热基板。

- ✓ **间接液冷散热：**平底散热基板，基板下面涂一层导热硅脂，紧贴在液冷板上，液冷板内通冷却液，散热路径为芯片-DBC 基板-平底散热基板-导热硅脂-液冷板-冷却液。间接液冷散热中 IGBT 功率模块不直接与冷却液接触，散热效率不高。
- ✓ **直接液冷散热：**针式散热基板，位于功率模块底部的散热基板增加了针翅状散热结构，可直接加上密封圈通过冷却液散热，散热路径为芯片-DBC 基板-针式散热

基板-冷却液，无需使用导热硅脂。该种方式使得 IGBT 功率模块与冷却液直接接触，模块整体热阻值可降低 30%左右，且针翅结构大大提高了散热表面积，散热效率因此大幅提高，IGBT 功率模块功率密度也可以设计的更高。

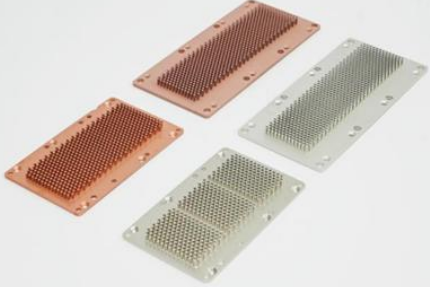
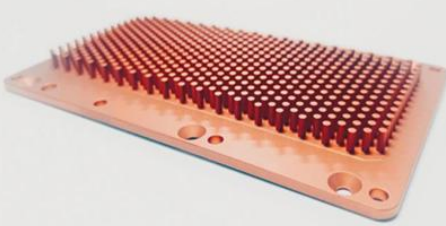
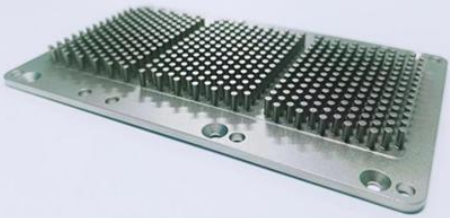

散热基板是 IGBT 功率模块的核心散热功能结构与通道，也是模块中价值占比较高的部件，车规级功率半导体模块散热基板必须具备良好的热传导性能、与芯片和覆铜陶瓷基板等部件相匹配的热膨胀系数、足够的硬度和耐用性等特点。直接液冷散热中，铜基板直接与冷却液接触，因此一般需要铜上镀镍，提升基板的导热性、耐腐蚀性。

图8：直接液冷散热及间接液冷散热区别：功率模块是否直接与冷却液接触



资料来源：黄山谷捷招股书，浙商证券研究所

图9：铜针式散热基板与铜平底式散热基板结构与应用对比及示意图

产品名称	产品介绍	示例图
铜针式散热基板	<p>基板具备针翅结构，大幅提高了散热表面积，可使功率模块形成针翅状直接冷却结构，有效提高了模块散热性能，促成功率半导体模块小型化。由于新能源汽车电机控制器用功率半导体模块对散热效率和小型化有较高要求，因此该产品在新能源汽车领域得到了广泛运用。该产品为公司的核心产品</p>	  
铜平底式散热基板	<p>平底散热基板是传统领域功率半导体模块的通用散热结构，主要作用是将模块热量向外传递，并为模块提供机械支撑。该产品传统应用于工业控制等领域，目前亦应用在新能源发电、储能等新兴领域</p>	

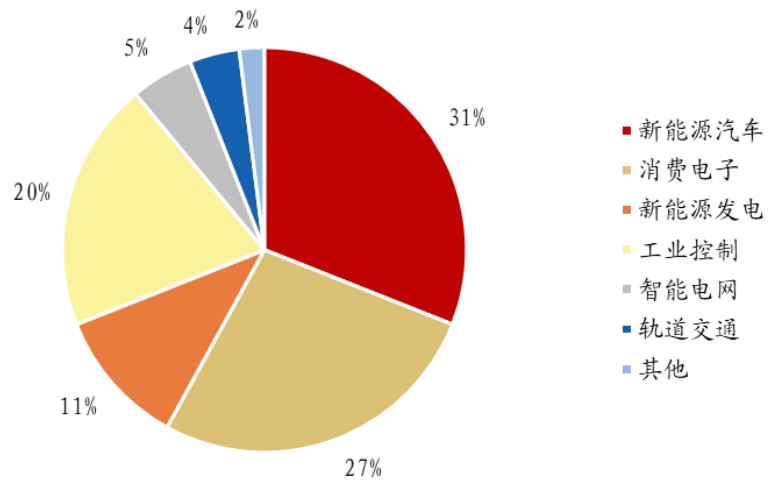
资料来源：黄山谷捷招股书，浙商证券研究所

以英飞凌为代表的车规级功率半导体龙头企业，对配套散热基板要求较高，产品需要在热导率、热膨胀系数、硬度等性能指标方面优异。全球范围看，散热板主要供应商有日本泰瓦工业株式会社、美国德纳股份有限公司、中国台湾健策精密工业股份有限公司及黄山谷捷股份有限公司等。英飞凌目前主要供应商为黄山谷捷、健策精密、泰瓦工业株式会社等。行业发展早期，竞争主体主要为中国台湾、日本、美国等地企业，我国起步稍晚；以黄山谷捷、无锡振华为代表的国产供应商有望加速追赶、持续提升在下游客户中的份额。

4 振华开祥客户英飞凌为全球功率半导体龙头，无锡生产基地生产规模及技术工艺持续提升

IGBT下游应用领域中，新能源汽车、消费电子、新能源发电是主要领域，分别占31%、27%、11%。新能源汽车电机驱动系统中，IGBT负责将电池直流电转化为交流电驱动电机工作，或制动过程中将电机产生的交流电转换为直流电给电池充电。格局方面，英飞凌是全球IGBT龙头、市场竞争力强，市场占有率30%以上。

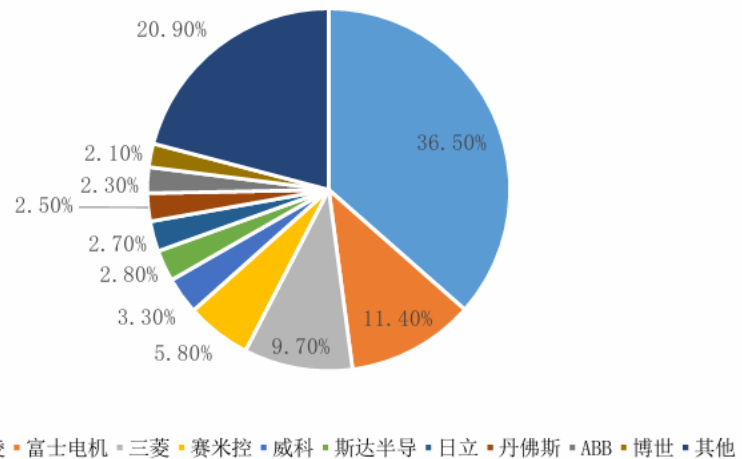
图10：中国IGBT市场下游应用：新能源汽车为主要应用场景，其次是消费电子、新能源发电、工业控制等



资料来源：Trendforce，中商产业研究院，浙商证券研究所

图11：2020年全球IGBT模块竞争格局：英飞凌竞争力较强，市占率30%以上

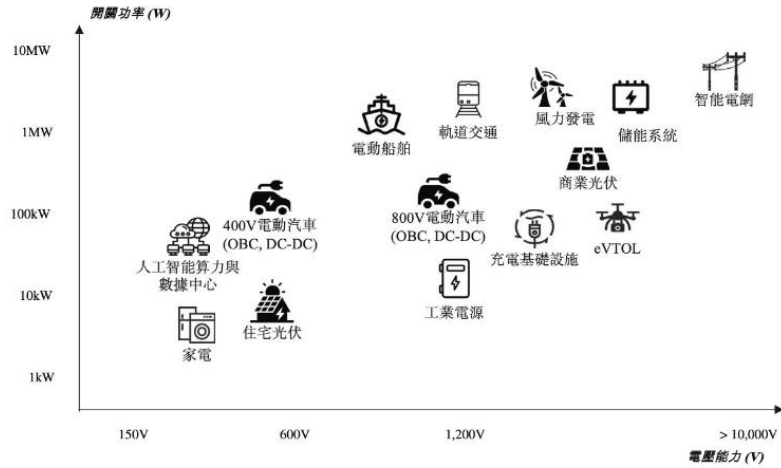
2020年全球IGBT模块竞争格局



资料来源：华经产业研究院，黄山谷捷招股书，浙商证券研究所

碳化硅功率器件方面，汽车同样为最核心应用下游，占比75%以上。其主要应用于主驱逆变器、DC-DC转换器、车载充电器中；其中主驱逆变器价值量占比80%以上。据QYResearch，2024年中国车规SiC功率模块市场销售收入达66.13亿元，预计2031年可以达到314.9亿元，2025-2031期间年复合增长率为20%。

图12：碳化硅功率半导体的应用场景：汽车为核心应用下游，主要应用于主驱逆变器



资料来源：灼识咨询，瀚天天成港股招股说明书，深企投产业研究院《2025-第三代半导体 SiC/GaN 产业链研究报告》，浙商证券研究所

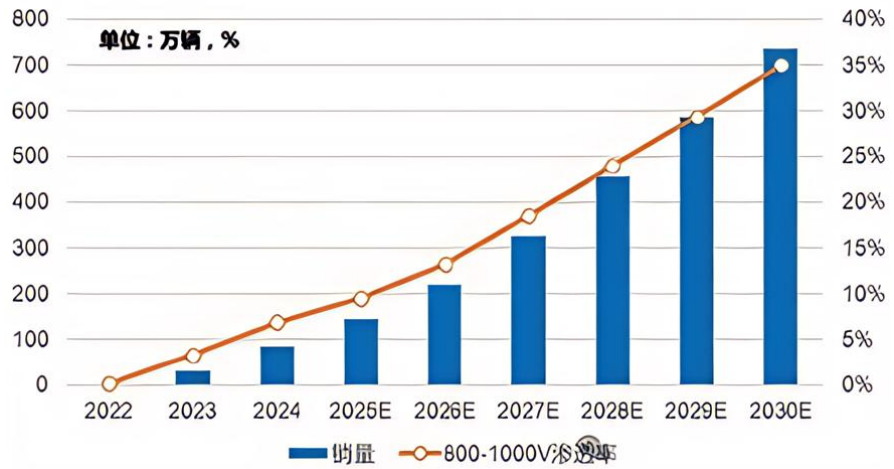
图13：2020/2024/2031年中国市场车规SiC功率模块市场规模预测（亿元）



资料来源：QYResearch，浙商证券研究所

预计到2025年中国800V高压架构乘用车渗透率约为9.5%，其中碳化硅车型占比已达71%以上。据NE时代，我国新能源上险乘用车800V车型中碳化硅车型渗透率由2023年不到20%增至2025年1月的71%。2024年中国800V高压架构乘用车累计销售84万辆，同比增长185%，市场渗透率6.9%。预计到2025年渗透率将达到9.5%，2030年渗透率预计将突破35%。随着800V全域高压架构车型的落地，根据佐思汽研，预计到2030年，搭载800-1000V架构的新能源车型搭载量有望突破700万辆。

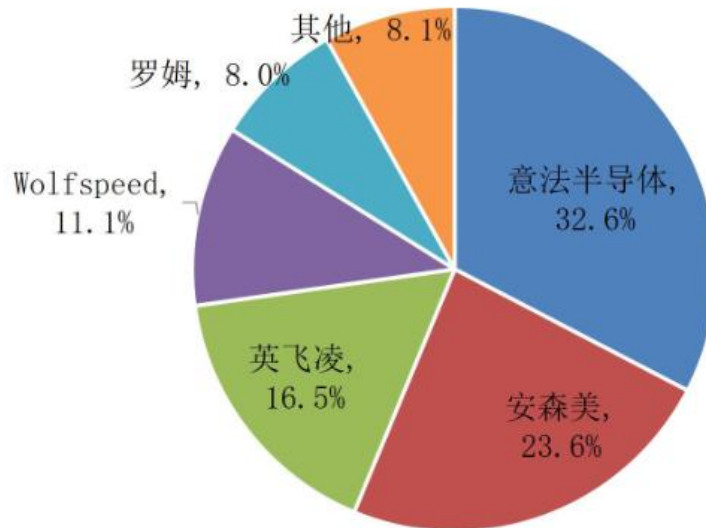
图14: 中国 800-1000V 高压架构乘用车销量预测及渗透率: 预计 2025/2030 年渗透率分别为 9.5%/35%+



资料来源: 佐思汽研, 浙商证券研究所

全球碳化硅器件市场同样由以意法半导体、安森美、英飞凌为代表的外资巨头主导。根据 Trend Force, 2023 年全球碳化硅功率元件市场份额由海外巨头意法半导体 ST、安森美 Onsemi、英飞凌 Infineon、Wolfspeed、罗姆 Rohm 等厂商主导, 前 5 大厂商占据约 92% 的市场份额。

图15: 2023 年全球碳化硅功率元件营收市占率



资料来源: Trend Force 集邦咨询, 深企投产业研究院, 深企投产业研究院《2025-第三代半导体 SiC/GaN 产业链研究报告》, 浙商证券研究所

上汽英飞凌是英飞凌在中国半导体本土化的重要战略布局。上汽英飞凌汽车功率半导体有限公司 (SIAPM) 成立于 2018 年 2 月 (上汽集团和英飞凌科技股份公司成立的合资企业, 分别持股 51% 及 49%), 总部坐落于上海浦东, 工厂位于江苏无锡。无锡工厂全方位引进德国英飞凌的设备、生产工艺和质量体系。目前累计完成超过 300 万只 IGBT 功率模块在中国市场的生产销售, 居中国新能源汽车功率半导体市场前列。

英飞凌无锡生产基地预计将持续扩大生产规模，引进英飞凌全球最新第三代半导体工艺。根据环评文件，2024年，上汽英飞凌投资3.3亿元，扩产至260万个汽车功率半导体产品项目。2025年，上汽英飞凌投资3.1亿元，建设第二代框架式功率模块产品导入年产150万片模块项目。2025年1月，无锡高新区重大项目推进会上，提到英飞凌无锡生产基地扩产项目将不断扩大生产规模，计划总投资15.5亿元，引进英飞凌全球最新第三代功率半导体器件产品在锡生产，打造国内最具规模、国际技术一流的先进功率半导体器件生产基地。

图16：英飞凌无锡生产基地持续扩产，打造国内最具规模的先进功率半导体器件生产基地



资料来源：无锡高新区在线，浙商证券研究所

5 风险提示

新能源车碳化硅搭载进展缓慢：若800V高压平台渗透率放缓，及碳化硅搭载率提升较慢，第三代功率半导在新能源汽车的应用进展可能不及预期；

下游客户新技术导入不及预期：若以英飞凌为代表的功率半导体器件厂商中国本土化进展较慢，对公司电镀新应用领域拓展可能造成一定影响；

公司产线爬产进度不及预期：公司目前产线已经通过环评，产品正在通过客户认证，可能存在实际量产进度不及预期风险。

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	2301	2938	4279	5442
现金	184	346	822	1321
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1485	1962	2657	3191
其它应收款	2	3	4	4
预付账款	56	89	114	128
存货	291	393	512	598
其他	281	146	170	199
非流动资产	2552	2719	2774	2817
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1904	1965	2003	2008
无形资产	267	306	347	388
在建工程	205	304	303	340
其他	176	144	120	82
资产总计	4853	5656	7053	8258
流动负债	2316	2577	3325	3753
短期借款	731	460	468	522
应付款项	1437	1959	2646	3009
预收账款	0	0	0	0
其他	148	157	210	221
非流动负债	101	102	106	103
长期借款	10	10	10	10
其他	91	93	96	93
负债合计	2417	2679	3431	3856
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2436	2977	3622	4403
负债和股东权益	4853	5656	7053	8258

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	469	952	921	929
净利润	378	511	645	780
折旧摊销	271	331	373	410
财务费用	25	16	4	(8)
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	(256)	186	13	(185)
其它	51	(92)	(114)	(68)
投资活动现金流	(470)	(530)	(451)	(492)
资本支出	(137)	(417)	(334)	(378)
长期投资	0	0	0	0
其他	(333)	(113)	(117)	(113)
筹资活动现金流	(51)	(261)	7	61
短期借款	150	(270)	8	54
长期借款	(17)	0	0	0
其他	(184)	10	(1)	7
现金净增加额	(52)	161	477	499

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2531	3430	4438	5231
营业成本	1876	2532	3295	3854
营业税金及附加	28	39	50	60
营业费用	3	4	5	6
管理费用	95	127	173	216
研发费用	63	83	122	155
财务费用	25	16	4	(8)
资产减值损失	(9)	(22)	(22)	(18)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(1)	(0)	(0)	(0)
其他经营收益	22	20	21	22
营业利润	453	627	788	952
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	454	627	788	952
所得税	76	116	143	172
净利润	378	511	645	780
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	378	511	645	780
EBITDA	745	973	1163	1353
EPS (最新摊薄)	1.51	2.04	2.58	3.12

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	9.23%	35.54%	29.39%	17.86%
营业利润	30.55%	38.27%	25.67%	20.80%
归属母公司净利润	36.30%	35.27%	26.19%	20.99%
获利能力				
毛利率	25.87%	26.17%	25.75%	26.33%
净利率	14.93%	14.90%	14.53%	14.92%
ROE	16.35%	18.88%	19.55%	19.45%
ROIC	12.36%	15.10%	15.68%	15.60%
偿债能力				
资产负债率	49.80%	47.37%	48.64%	46.69%
净负债比率	31.16%	17.86%	14.26%	14.07%
流动比率	0.99	1.14	1.29	1.45
速动比率	0.87	0.99	1.13	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.65	0.70	0.68
应收账款周转率	1.69	2.01	1.95	1.83
应付账款周转率	1.36	1.61	1.51	1.46
每股指标(元)				
每股收益	1.51	2.04	2.58	3.12
每股经营现金	1.88	3.81	3.68	3.72
每股净资产	9.74	11.91	14.49	17.61
估值比率				
P/E	20.95	15.48	12.27	10.14
P/B	3.25	2.66	2.18	1.80
EV/EBITDA	7.84	8.28	6.53	5.28

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>