

# 长信科技 (300088. SZ)

## 触显模组龙头，布局智算新赛道

优于大市

### 核心观点

**触显模组龙头，端侧创新带来成长机遇。**公司最初成立于2000年，2010年于深交所创业板上市，从ITO导电玻璃切入触摸屏行业，2011年进军TFT减薄领域。公司目前是全球最大的ITO导电玻璃制造商，TFT液晶基板减薄约占全球50%的市场份额，车载触控显示模组综合实力位居国内前列，手机LCM模组为国内高端手机品牌指定供应商。此外，公司是国内唯一通过北美大客户认证的减薄业务供应商，终端客户包括华为、OPPO、VIVO、北美大客户等。

**汽车电子业务：3D曲面汽车盖板与车载屏模组技术领导者。**产品方面，涵盖车载sensor及模组、车载盖板(2D和3D)、车载显示模组等关键元器件，同时也为客户提供仪表盘模组、后视镜模组及中控屏模组、B柱、抬头显、正副驾驶显示屏、扶手屏等车载触显一体化模组封装业务。目前，公司搭载3D曲面车载盖板的车载屏模组业务在全球占据重要地位。客户方面，包括日系、欧系、美系、德系品牌车商，覆盖了全球70%以上的车辆品牌。随着车载显示逐步成为各大车企差异化竞争的焦点之一，公司有望受益。

**减薄业务：减薄业务规模稳居国内首位，UTG有望受益折叠屏渗透。**目前，公司仍是A公司在中国大陆唯一通过认证的减薄业务供应商。客户群涵盖京东方、天马、华星光电、夏普、LG等国内外知名面板客户。UTG超薄玻璃盖板业务方面，公司已完成从减薄到单体成型的全部开发，并已研发出新形态的不等厚可折叠玻璃(UFG)、超薄玻璃贴合盖板、超薄玻璃涂层盖板和SUS玻璃衬板。相关产品已覆盖穿戴式产品、折叠手机、折叠笔电等。

**算力业务：布局智算新赛道，构建全链条算力服务能力。**公司于2025年5月宣布合资成立芜湖长信华锐智算科技有限公司，依托芜湖作为国家八大智算中心集群之一的区位与政策优势，长信智算业务聚焦三大核心板块：算力设备组装购销、算力设备维保与维修以及算力租赁服务，形成了覆盖硬件供给与基础服务的初步业务矩阵，长期计划向智算中心建设运维、地方算力产业园运营及算力其他服务等领域纵深拓展，逐步构建“硬件供给-运维服务-生态运营-行业应用”的全链条算力服务能力。

**投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。**受益于汽车屏幕多元化发展，终端产品折叠屏渗透率提升，我们预计公司2025-2027年归母净利润3.92/5.17/7.12亿元，同比+10.0%/31.8%/37.6%，当前股价对应25-27年PE38/29/21倍，通过相对估值，预计公司合理估值6.95~7.37元，相对目前股价有17.42%-24.54%溢价。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**客户拓展不及预期；下游需求不及预期；宏观经济下行风险。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,889	11,058	11,942	14,928	18,361
(+/-%)	27.2%	24.4%	8.0%	25.0%	23.0%
净利润(百万元)	242	357	392	517	712
(+/-%)	-64.5%	47.7%	10.0%	31.8%	37.6%
每股收益(元)	0.10	0.15	0.16	0.21	0.29
EBIT Margin	2.6%	2.5%	3.4%	3.6%	4.3%
净资产收益率(ROE)	2.9%	4.3%	4.7%	6.0%	8.1%
市盈率(PE)	59.8	40.5	36.8	27.9	20.3
EV/EBITDA	19.1	21.9	20.9	17.7	15.2
市净率(PB)	1.75	1.74	1.71	1.68	1.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电子·光学光电子

证券分析师：胡剑  
021-60893306  
hujian1@guosen.com.cn  
S0980521080001

证券分析师：胡慧  
021-60871321  
huhui2@guosen.com.cn  
S0980521080002

证券分析师：叶子  
0755-81982153  
yezi3@guosen.com.cn  
S0980522100003

证券分析师：张大为  
021-61761072  
zhangdawei1@guosen.com.cn  
S0980524100002

证券分析师：詹浏洋  
010-88005307  
zhanliuyang@guosen.com.cn  
S0980524060001

证券分析师：李书颖  
0755-81982362  
lishuying@guosen.com.cn  
S0980524090005

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	6.95~7.37元
收盘价	6.07元
总市值/流通市值	15161/15087百万元
52周最高价/最低价	7.45/4.66元
近3个月日均成交额	312.06百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 触显一体化龙头，端侧创新带来成长机遇

**长信科技是专业从事触控显示关键器件研发、生产和销售的高新技术企业。**长信科技前身长信薄膜科技有限公司成立于 2000 年 4 月，2006 年公司整体变更为芜湖长信科技股份有限公司，并于 2010 年 5 月在深交所创业板上市，是芜湖市第一家在创业板上市企业。

公司专业从事平板显示器件中关键基础材料、器件的研发、生产、销售和服务，产品包括 ITO 透明导电玻璃、触控 Sensor 和模组、TFT-LCD 面板减薄、高端手机 LCM 液晶模组等。公司目前是全球最大的 ITO 导电玻璃制造商，TFT 液晶基板减薄约占全球 50% 的市场份额，车载触控显示模组综合实力位居国内前列，手机 LCM 模组为国内高端手机品牌指定供应商。

图1：公司主要产品展示



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

表1：公司历史沿革

年份	事件
2000 年	公司前身长信薄膜科技有限公司成立，量产 ITO 导电玻璃
2010 年	深交所创业板上市；切入触摸屏行业
2011 年	投资建设薄型化显示屏化学减薄项目，顺利进军玻璃面板减薄 (TFT) 减薄领域
2013 年	确定发展战略；推出轻薄化触控显示一体化全贴合整体解决方案，成立模组事业部
2014 年	收购赣州德普特、世成电子，成立深圳德普特，收购了原本给日本 JDI 代工生产 iPhone5 显示屏的南太电子，切入全球高端中小尺寸触控模组产业链，客户包括 JDI、夏普、天马等，产品渗透到采用 JDI In-Cell 面板的华为、小米、vivo 等终端品牌
2016 年	通过夏普进入苹果产业链，成为国内唯一通过苹果认证的减薄业务供应商，主要为苹果的笔记本和平板提供减薄服务
2019 年	发行可转债 12.3 亿元用于柔性 OLED 模组扩产，和 JDI 共同成为苹果 Apple Watch 第二供应商
2020 年	投资 32 亿元建设高端显示模组项目、车载曲面盖板及触控显示模组和超薄柔性玻璃盖板项目
2023 年	子公司东信光电研发 UTG（超薄柔性玻璃）技术，2023 年应用于 VIVO、OPPO 折叠屏手机

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所

**公司总部位于芜湖，并拥有天津美泰、赣州德普特、重庆永信科技、芜湖长信显示等全资或控股子公司，在国内共有 6 个生产基地：**

- 1) 芜湖长信科技总部：ITO 导电玻璃、触控 Sensor、TFT 减薄、触控模组均覆盖；
- 2) 芜湖长信新型显示器件：拥有手机、中尺寸 LCM 模组、UTG 玻璃、减薄等工序；
- 3) 天津美泰真空技术：公司薄化事业群的主要生产基地之一，主要生产 TFT 减薄

产品，目前已成为京东方和夏普的战略合作伙伴；

- 4) 重庆永信科技：公司薄化事业群的主要生产基地之一，配套拥有薄化、抛光、镀膜等主要工序；
- 5) 赣州市德普特科技：2024 年收购，主营智能终端用玻璃盖板（CG）、消费电子触摸屏、车载工控触摸屏的技术开发、生产和销售。
- 6) 东莞市德普特电子：中小尺寸触显一体化模组产品运营。

图2: 公司在国内拥有 6 大生产基地

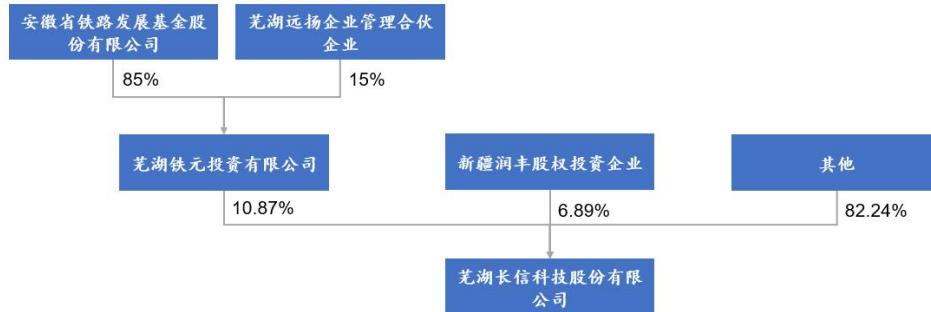


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

公司前身为长信薄膜科技（芜湖）有限公司由安徽国信实业投资有限公司和香港东亚真空电镀厂有限公司共同出资组建，2014 年以来，东亚电镀厂陆续减持公司股份，2014 年 2 月，公司管理层持股平台新疆润丰股权投资企业成为公司控股股东。

2018 年 10 月，新疆润丰、德普特投资与安徽省国资委下属国有独资公司旗下安徽铁路基金控制的铁元投资签订《股份转让协议》，约定新疆润丰和德普特投资将其持有的公司 11.81% 的股份转让给铁元投资，同日，新疆润丰与铁元投资签订《表决权委托协议》，新疆润丰将其所持有公司 5% 的股份表决权委托给铁元投资行使。本次权益变动后，铁元投资成为公司控股股东。截至 2025 年三季报，铁元投资持有公司 10.87% 的股份。

图3: 公司股权结构 (截至 25 年 9 月 30 日)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**2014~2024 年十年间公司收入 CAGR 约为 21%，1-3Q25 收入同比增长 3.7%。**目前，公司业务主要分为“中大尺寸轻薄型一体化”和“中小尺寸触控显示一体化”两大类型。中大尺寸轻薄型一体化业务主要产品包括 ITO 导电玻璃、触控 Sensor、中大尺寸车载及消费类触控显示一体化模组、TFT 面板减薄、超薄玻璃盖板 (UTG)。中小尺寸触控显示一体化业务主要产品为中小尺寸消费类触控显示一体化模组。

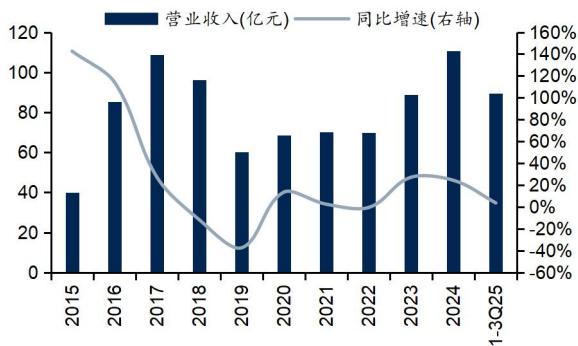
**2015~2017 年，公司陆续导入头部客户，快速成长。**2015~2017 年公司实现营收 39.87/85.43/108.84 亿元，同比+142.61%/+114.24%/+27.43%，主要得益于通过深圳德普特进入国内头部手机供应链。华为的 Mate9、P10 等高端机型使用的 In-Cell 模组，德普特均参与了生产制造，是华为中高端产品线的间接供应商。

**2017 年公司 TFT 减薄业务获得北美大客户订单，中大尺寸轻薄型一体化营收同比增长 66.82%。**此后，公司战略性减少低附加值产品订单，车载触控显示一体化模组等高附加值产品占比提升，带动中大尺寸业务毛利率从 2016 年的 28.8%稳步提升至 2020 年的 41.7%。

**2018~2020 年，业务结算模式改变致使营业收入下降。**公司中小尺寸一体化业务采用“Buy and Sell”和代工两种模式，其中 Buy and sell 生产模式居多，该模式下原材料价值转移较高，通常收入规模较大，但毛利率较低。2018、2019 年公司中小尺寸触控显示一体化中“Buy and Sell”收入占比分别为 92.10%、72.11%，代工模式比重的增加带来了公司中小尺寸业务收入的下滑。

**2020 年公司重要客户华为受到美国制裁，对业绩造成较大冲击。**尽管 2020 年，公司柔性 OLED 投产拉动了中小尺寸业务新需求，但受美国制裁华为影响，在 2020、2021 年对公司中小尺寸业务形成较大冲击。叠加 1Q21 原材料价格上涨，中小尺寸触控显示一体化产品毛利率下降明显。

**2022~2024 年，公司营业收入重回上升通道，主要系智能穿戴产品、VR 产品、车载产品收入增长推动。**但毛利率同比下降显著，主要是由于公司所在行业竞争加剧，部分产品销售价格下降，而部分生产成本保持刚性所致。

**图4: 公司营收及同比增速 (亿元, %)**


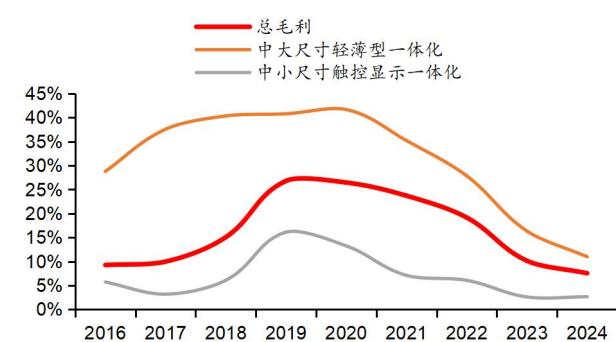
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图5: 公司单季度营收及增速 (亿元, %)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图6: 公司分产品营收占比**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

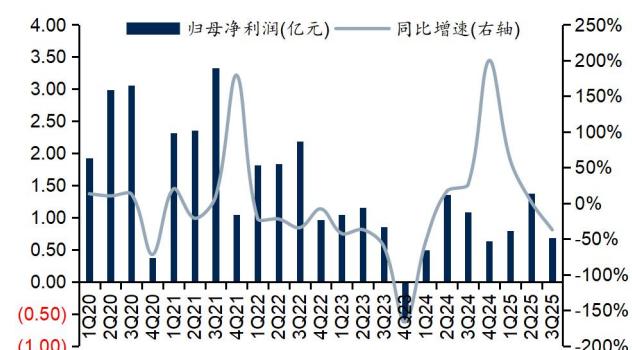
**图7: 公司分产品毛利率**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2016~2021年，公司利润从2016年的3.47亿元增长至2024年的9.04亿元，CAGR为21.11%。其中，2020年由于投资的比克电池亏损10.01亿元，影响了公司部分利润。2022~2023年，受下游消费需求减弱影响，公司营业收入略有下降，行业竞争加剧叠加原材料价格上升，使得毛利率继续下降4.55pct。2024年，全球消费电子市场逐步复苏，2H24“国补”政策落地，带动显示面板及其上游产业链需求上扬。

**图8: 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)**

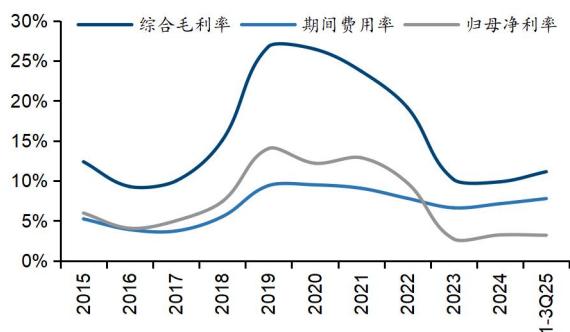

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图9: 公司季度归母净利润及同比增速 (亿元, %)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

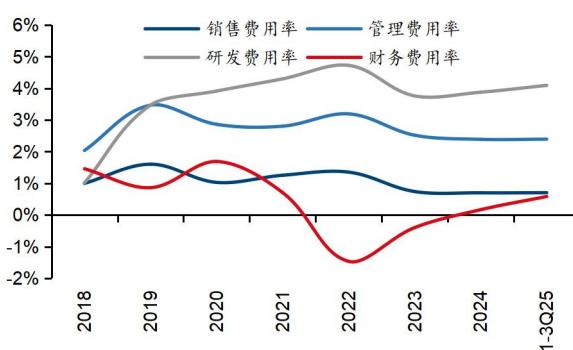
公司整体费用率从 2018 年的 5.51% 提升至 2024 年的 7.13%。研发费用率增长较为明显，从 2018 年的 1.02% 提升至 2024 年的 3.88%。

图10: 公司毛利率、费用率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11: 公司各项费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

考虑到公司产品下游结构，公司核心业务有望在多条高景气赛道共同驱动下实现稳健增长。车载领域方面，受益于车载显示行业持续向高端化、大屏化升级，下游汽车客户对集成式触控显示屏的需求不断提升，公司车载触控显示业务具备稳步放量基础。减薄业务方面，公司重点布局折叠屏市场的UTG减薄工艺，伴随折叠屏终端渗透率提升，相关业务营收有望实现高速增长，同时受益于工艺壁垒与产品结构优化，盈利能力相对更优。VR及可穿戴设备等新兴应用出货量也进入加速增长阶段，公司OLED等新型显示技术推动触显模组价值量提升。

表2：公司营业收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入(亿元)</b>	88.89	110.58	119.43	149.28	183.62
YoY	27.22%	24.40%	8.00%	25.00%	23.00%
毛利率	10.15%	9.87%	11.30%	11.50%	12.00%
<b>显示器件材料</b>	88.89	110.58	119.43	149.28	183.62
YoY	27.22%	24.40%	8.00%	25.00%	23.00%
占比	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	10.15%	9.87%	11.30%	11.50%	12.00%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计公司2025-2027年营收分别为119.43、149.28、183.62亿元，同比8.00%、25.00%、23.00%，毛利率为11.30%、11.50%、12.00%。

## 未来3年业绩预测

**销售费率：**公司主业下游客户较为稳定，我们认为销售费率将较为稳定，假设2025-2027年销售费率分别为0.72%/0.71%/0.72%。

**管理费率：**考虑到公司2025年成立了合资算力子公司，短期管理费用将有所提升，但后续将逐步回归，我们假设2025-2027年管理费率分别为2.50%/2.48%/2.43%。

**研发费率：**公司研发费率整体较为稳定，假设2025-2027年研发费率分别为4.03%/4.07%/4.03%。

**财务费率：**由于公司长期借款增加，借款利息增加，导致2025年财务费用增长，假设2025-2027年财务费率分别为0.38%/0.36%/0.34%。

**表3: 公司未来3年盈利预测表(单位: 百万元)**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	8889	11058	11942	14928	18361
营业成本	7986	9966	10593	13211	16158
销售费用	66	77	86	106	132
管理费用	224	264	313	384	460
研发费用	334	429	481	608	740
财务费用	(36)	18	46	54	63
营业利润	314	361	397	522	719
<b>利润总额</b>	316	361	397	523	719
<b>归属于母公司净利润</b>	242	357	392	517	712
<b>EPS(元)</b>	0.10	0.15	0.16	0.21	0.29
<b>ROE(%)</b>	3%	4%	5%	6%	8%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 我们预计2025-2027年公司营业收入119.43、149.28、183.62亿元, 同比8.00%、25.00%、23.00%。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为3.92、5.17、7.12亿元, 对应增速10.0%、31.8%、37.6%。

## 盈利预测情景分析

**表4: 情景分析(乐观、中性、悲观)**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
<b>营业收入(百万元)</b>	8,889	11,058	11,969	15,051	18,616
(+/-%)	27.2%	24.4%	8.2%	25.8%	23.7%
<b>净利润(百万元)</b>	242	357	739	956	1257
(+/-%)	-64.5%	47.7%	107.0%	29.4%	31.5%
<b>摊薄EPS</b>	0.10	0.15	0.30	0.39	0.51
<b>中性预测</b>					
<b>营业收入(百万元)</b>	8,889	11,058	11,942	14,928	18,361
(+/-%)	27.2%	24.4%	8.0%	25.0%	23.0%
<b>净利润(百万元)</b>	242	357	392	517	712
(+/-%)	-64.5%	47.7%	10.0%	31.8%	37.6%
<b>摊薄EPS</b>	0.10	0.15	0.16	0.21	0.29
<b>悲观预测</b>					
<b>营业收入(百万元)</b>	8,889	11,058	11,916	14,805	18,109
(+/-%)	27.2%	24.4%	7.8%	24.3%	22.3%
<b>净利润(百万元)</b>	242	357	47	85	179
(+/-%)	-64.5%	47.7%	-86.7%	79.9%	110.6%
<b>摊薄EPS</b>	0.10	0.15	0.02	0.03	0.07
<b>总股本(百万股)</b>	2,455	2,456	2,498	2,498	2,498

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理价值区间。

### 相对估值：6.95–7.37 元

公司业务涉及触控模组、面板减薄等细分行业，因此我们选择业务相似度较高的联创电子、蓝思科技、水晶光电、沃格光电、凯盛科技等公司为可比公司。行业 2026 年平均 PE 35 倍，因此我们给予公司 2026 年 PE 33–35 倍，对应股价区间 6.95–7.37 元。

表5: 同类公司估值比较

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)					PE			PB	PEG	总市值 (百万元)	
			2024A	2025E	2026E	2027E	25–27 CAGR	2024A	2025E	2026E	2027E			
002036	联创电子	11.59	-0.52	0.08	0.27	0.45	41.9%		143.44	42.72	25.91	5.74	1.02	122.32
300433	蓝思科技	28.44	0.73	0.96	1.28	1.57	29.0%	38.96	29.72	22.21	18.15	3.09	0.77	1,502.86
002273	水晶光电	24.37	0.75	0.88	1.07	1.26	18.9%	32.49	27.57	22.86	19.33	3.75	1.21	338.90
603773	沃格光电	31.97	-0.56	-0.10	0.70	1.72	72.1%			45.97	18.59	5.73	0.64	71.82
600552	凯盛科技	11.27	0.15	0.20	0.28	0.35	33.6%	75.94	55.44	39.75	31.88	2.55	1.18	106.46
平均	-	-	0.11	0.40	0.72	1.07	39.1%	49.13	64.04	34.70	22.77	4.17	0.96	-
300088	长信科技	5.92	0.15	0.16	0.21	0.29	24.5%	39.47	37.05	28.10	20.43	1.79	1.15	147.87

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

注：可比公司业绩预测为 wind 一致预期

## 投资建议

综上所述，我们认为公司股票合理估值区间在 6.95–7.37 元之间，对应 25 年市盈率 33–35 倍，相对于公司目前股价有 17.42%–24.54% 溢价空间，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值得出公司的合理估值在 6.95-7.37 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观的判断：

相对估值法中我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，以可比公司的平均估值倍数作为公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 8.0%、25.0%、23.0%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 11.30%、11.50%、12.00%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经营风险

**技术更新的风险：**光电显示器件及精加工作为移动互联市场的上游产业，下游需求对其发展有直接决定作用。随着信息技术的发展，技术升级频繁，产品更新换代速度较快。这就需要公司始终保持和下游客户紧密的技术交流和技术同步，相应升级制造工艺及技术水平，避免因新技术更新换代提速，导致产品竞争力下降，进而对经营业绩产生不利影响。公司作为触控显示行业的领先企业，紧紧依托强大的技术队伍，始终坚持“四个面向”研发方向，即面向客户、面向生产经营、面向市场、面向未来。不断通过技术创新实现产品升级以满足市场的需求，增强公司在新产品市场优势，提升产品竞争力。

**行业竞争加剧的风险：**行业的竞争呈现白热化，导致新能源汽车行业“内卷”严重。公司已提前布局汽车电子领域产品的研发，在该业务领域先发优势明显、产业链齐全、客户高端，掌握相关产品的核心技术，但仍然面临行业竞争程度将进一步提升，产品价格下降的压力。基于汽车电子行业的连续高速增长和未来发展的巨大潜力，竞争对手迅速进入此领域，市场竞争形势日趋严峻。2025 年新进者的投资完成，产能释放，整个行业的毛利率水平可能会出现下降。为此，公司将加大一贯化进程，依托各事业部及子公司在各业务板块的布局集结产业链优势，实现在供应链管理、生产管理、销售管理、财务管理、人力管理、资本运作等方面的积极整合，不断研发新品增强公司的产品竞争力，强化公司行业话语权。

### 财务风险

**汇率风险：**公司的进出口业务主要以美元进行结算，结算货币与人民币之间的汇率可能随着国内外政治、经济环境及国际贸易政策的变化而波动，具有较大的不确定性，公司仍面临一定汇率变动风险。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1356	1486	1517	1453	1485	<b>营业收入</b>	<b>8889</b>	<b>11058</b>	<b>11942</b>	<b>14928</b>	<b>18361</b>
应收款项	2242	3736	4035	5044	6204	营业成本	7986	9966	10593	13211	16158
存货净额	1199	1312	1410	1761	2166	营业税金及附加	46	49	64	74	91
其他流动资产	1075	999	1050	1224	1423	销售费用	66	77	86	106	132
<b>流动资产合计</b>	<b>5871</b>	<b>7533</b>	<b>8013</b>	<b>9482</b>	<b>11278</b>	管理费用	224	264	313	384	460
固定资产	6587	6719	7031	7212	7220	研发费用	334	429	481	608	740
无形资产及其他	344	363	348	334	319	财务费用	(36)	18	46	54	63
其他长期资产	792	897	897	897	897	投资收益	(33)	32	(15)	(5)	4
长期股权投资	696	718	718	718	718	资产减值及公允价值变动	(96)	(112)	(85)	(114)	(150)
<b>资产总计</b>	<b>14291</b>	<b>16230</b>	<b>17007</b>	<b>18643</b>	<b>20433</b>	其他	174	186	137	151	147
短期借款及交易性金融负债	1489	2733	3056	3500	3887	<b>营业利润</b>	314	361	397	522	719
应付款项	2594	3000	3224	4027	4951	营业外净收支	3	(0)	(0)	1	0
其他流动负债	590	660	711	888	1092	<b>利润总额</b>	<b>316</b>	<b>361</b>	<b>397</b>	<b>523</b>	<b>719</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4672</b>	<b>6392</b>	<b>6991</b>	<b>8415</b>	<b>9930</b>	所得税费用	21	(6)	(7)	(9)	(13)
长期借款及应付债券	363	519	519	519	519	少数股东损益	54	10	11	15	20
其他长期负债	456	462	501	530	554	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>242</b>	<b>357</b>	<b>392</b>	<b>517</b>	<b>712</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>819</b>	<b>980</b>	<b>1020</b>	<b>1048</b>	<b>1073</b>	<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>负债合计</b>	<b>5491</b>	<b>7372</b>	<b>8011</b>	<b>9464</b>	<b>11003</b>	<b>净利润</b>	296	367	403	532	732
少数股东权益	535	543	556	574	599	资产减值准备	110	43	85	114	150
股东权益	8265	8315	8440	8604	8831	折旧摊销	809	724	667	805	899
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14291</b>	<b>16230</b>	<b>17007</b>	<b>18643</b>	<b>20433</b>	公允价值变动损失	19	(0)	0	0	0
						财务费用	25	58	46	54	63
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(822)	(1065)	(133)	(525)	(611)
每股收益	0.10	0.15	0.16	0.21	0.29	其它	132	(134)	(130)	(168)	(213)
每股红利	0.11	0.10	0.11	0.14	0.20	<b>经营活动现金流</b>	<b>568</b>	<b>(8)</b>	<b>937</b>	<b>812</b>	<b>1019</b>
每股净资产	3.37	3.39	3.44	3.50	3.59	资本开支	(1206)	(743)	(964)	(971)	(893)
ROIC	2%	3%	4%	5%	7%	其它投资现金流	(253)	9	0	0	0
ROE	3%	4%	5%	6%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1459)</b>	<b>(734)</b>	<b>(964)</b>	<b>(971)</b>	<b>(893)</b>
毛利率	10%	10%	11%	12%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	2%	3%	4%	4%	负债净变化	94	425	0	0	0
EBITDA Margin	12%	9%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(282)	(243)	(265)	(350)	(481)
收入增长	27%	24%	8%	25%	23%	其它融资现金流	729	454	323	445	387
净利润增长率	-64%	48%	10%	32%	38%	<b>融资活动现金流</b>	<b>541</b>	<b>635</b>	<b>58</b>	<b>95</b>	<b>(94)</b>
资产负债率	42%	49%	50%	54%	57%	<b>现金净变动</b>	<b>(334)</b>	<b>(98)</b>	<b>31</b>	<b>(64)</b>	<b>32</b>
息率	2.0%	1.7%	1.9%	2.4%	3.4%	货币资金的期初余额	1635	1301	1203	1235	1170
P/E	59.8	40.5	36.8	27.9	20.3	货币资金的期末余额	1301	1203	1235	1170	1203
P/B	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	企业自由现金流	(1002)	(807)	(18)	(138)	189
EV/EBITDA	19.1	21.9	20.9	17.7	15.2	权益自由现金流	(179)	72	258	252	512

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032