

江海股份 (002484)

证券研究报告

2026年01月13日

大浪淘沙，乘AI之风再起航

江海是电解电容最大的制造商之一，从铝电解电容拓展至薄膜电容、超级电容等。公司在铝电解电容领域证明自身实力，AIDC 赛道多个电容器品类有望打开新增长极。

光伏领域市占率领先，重视核心材料布局

在大型铝电解电容领域，公司在 2022H1 步入全球第一。光伏领域，公司推动新技术新工艺，大幅延长电容器寿命，并且与华为、阳光电源等下游客户联合制定团体标准。在光伏牛角电容领域，江海股份的市场占有率超 40%。

向上游布局核心材料，开发高性能电极箔、电容器电极等。电极箔是生产铝电解电容器的关键性基础材料，用于承载电荷，占铝电解电容器生产成本的 30%-70%。公司在铝电解电容器核心材料腐蚀、化成箔技术取得新突破，核心材料自制有助于提升产品竞争力，且有助于降本。

抓住时代机遇，AI 赛道带来新增增长点

牛角电容：属于液态引线型铝电解电容器的一种，具有大容量、高电压、高稳定性等特性。牛角电容具备高容量密度的特性，为服务器电源提供更紧凑高效的解决方案。

超级电容：能瞬间响应突发电力需求激增。公司开发的超级电容器凭借充放电速度快、寿命长、安全可靠等特性，已成为对大算力应用功耗波动进行功率补偿的“利器”。

投资建议

预计 2025-2027 年营收 55.6、66.5、79.8 亿元，同增 16%、20%、20%；归母净利润 7.2、9.8、12 亿元，同增 10%、36%、22%。电解电容、超级电容都有望受益于 AI 服务器拉动，收入加速增长且进一步提升利润率水平。

与同类电子元器件企业相比，顺络电子、深南电路、东山精密 2026 年 PE 分别为 23、32、30x，考虑公司在铝电解电容做到国内第一，尤其在光伏牛角电容领域市占率达 40%，且多个电容品类开拓 AIDC 赛道，给予 2026 年 PE 30x，对应股价 34.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新能源需求不及预期、海外业务开拓不及预期、行业竞争加剧、产品迭代进入放缓、新下游开拓不顺利、公司股价异动

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,844.92	4,808.15	5,555.21	6,647.93	7,980.85
增长率(%)	7.15	(0.76)	15.54	19.67	20.05
EBITDA(百万元)	1,238.87	1,220.03	1,114.74	1,440.18	1,725.97
归属母公司净利润(百万元)	707.07	654.66	717.53	975.79	1,192.51
增长率(%)	6.93	(7.41)	9.60	35.99	22.21
EPS(元/股)	0.84	0.77	0.84	1.15	1.40
市盈率(P/E)	38.06	41.33	37.71	27.73	22.69
市净率(P/B)	4.88	4.62	4.20	3.80	3.41
市销率(P/S)	5.56	5.63	4.87	4.07	3.39
EV/EBITDA	10.17	11.20	23.21	18.08	15.01

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/元件
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	31.81 元
目标价格	34.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	850.52
流通 A 股股本(百万股)	820.47
A 股总市值(百万元)	27,055.17
流通 A 股市值(百万元)	26,099.22
每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	29.29
一年内最高/最低(元)	37.90/15.13

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
李双亮	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525120002	
lishuangliang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《江海股份-半年报点评:22H1 业绩高增，下游新能源+电动汽车形势向好》 2022-08-25
- 《江海股份-年报点评报告:业绩基本符合预期，下游高景气+新品放量驱动增长》 2022-03-27
- 《江海股份-季报点评:21Q3 盈利高增长，订单充裕，三大品类持续扩产》 2021-10-31

内容目录

1. 引言	3
2. 铝电解电容领军企业，开拓薄膜、超级电容	3
2.1. 覆盖三大类主要电容器，铝电解电容贡献最主要收入来源	3
2.1. 发展历程：从铝电解电容延展至多个电容品类，从国内走向海外	3
2.2. 浙江国资委为第一大股东，加强产业链协同	4
3. 光伏领域市占率领先，重视核心材料布局	5
3.1. 新能源领域佼佼者，大型铝电解电容器全球第一	5
3.2. 布局核心材料，提升产品性能	5
4. 抓住时代机遇，AI 赛道带来新增长点	6
4.1. 牛角电容：大容量、高电压、高稳定性	6
4.2. 超级电容：适配 AI 服务器场景，成长空间有望打开	7
5. 盈利预测与估值	8
5.1. 预计 2025-2027 年营收 55.6、66.5、79.8 亿元，同增 16%、20%、20%；归母净利润 7.2、9.8、12 亿元，同增 10%、36%、22%	8
5.2. 给予 2026 年 PE 30X，给予“买入”评级	9
6. 风险提示	9

图表目录

图 1：江海股份 2021-2025H1 分业务营收（亿元）	3
图 2：江海股份 2021-2025H1 分业务营收结构	3
图 3：江海股份发展历程	4
图 4：江海股份生产及销售区域	4
图 5：江海股份股权结构（截至 2025/9/30）	5
图 6：电极箔与铝电解电容器	6
图 7：江海股份超级电容器	8
表 1：铝电解电容器分类	7
表 2：超级电容分不同下游解决方案	7
表 3：江海股份盈利预测	9
表 4：同类企业估值对比（PE）	9

1. 引言

公司在铝电解电容领域证明自身实力，并开拓薄膜电容、超级电容等品类。公司铝电解电容器的全球市场占有率约 10%，居于国内第一、全球第三；尤其在光伏领域，公司牛角电容市占率超 40%。

AI 服务器给公司带来成长空间：1) 牛角电容：特点为大容量、高电压、高稳定性，用于滤波、稳压和储存能量；2) 超级电容：具有放电速度快、寿命长、安全可靠等特性，已成为对大算力应用功耗波动进行功率补偿的“利器”。

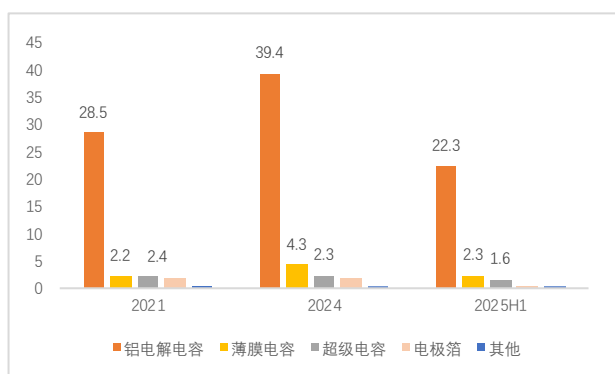
2. 铝电解电容领军企业，开拓薄膜、超级电容

2.1. 覆盖三大类主要电容器，铝电解电容贡献最主要收入来源

覆盖三大类主要电容器，铝电解电容市占率国内第一。江海股份成立于 1958 年，位于江苏南通，从事电容器及其材料的研发、生产及销售等。公司主要产品包括铝电解电容器、薄膜电容器、超级电容器以及电极箔，是国内唯一、全球少数几家同时覆盖三大类主要电容器的生产商。分下游看，公司产品主要应用于工业控制、新能源汽车、消费电子及光伏等领域，其中主要产品铝电解电容器的全球市场占有率约 10%，居于国内第一、全球第三，处于行业领先。

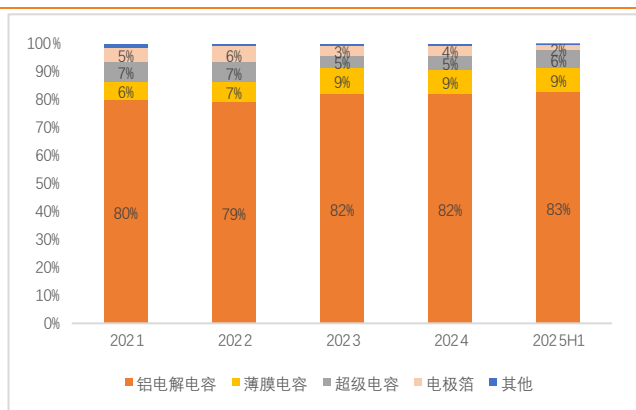
公司主要产品为铝电解电容、薄膜电容、超级电容等。公司铝电解电容 2025H1 营收 22.3 亿元，同比增长 16.7%，营收占比 83%，毛利率 26.75%；薄膜电容 2025H1 年营收 2.3 亿元，同比增长 5%，营收占比 9%，毛利率 14.4%；超级电容 2025H1 年营收 1.6 亿元，同比增长 48.9%，营收占比 6%，毛利率 16.86%；电极箔 2025H1 年营收 0.54 亿元，同比减少 46.9%，营收占比 2%，毛利率 21.53%。

图 1：江海股份 2021-2025H1 分业务营收（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：江海股份 2021-2025H1 分业务营收结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.1. 发展历程：从铝电解电容延展至多个电容品类，从国内走向海外

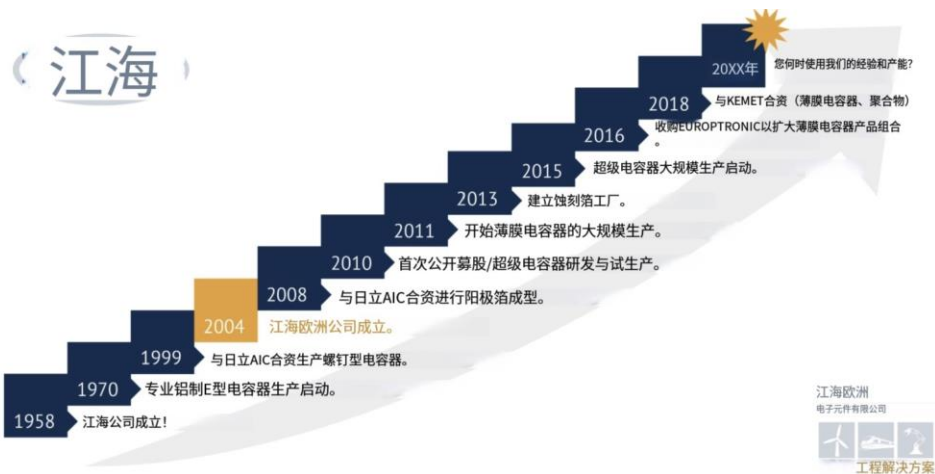
电解电容最大的制造商之一，从铝电解电容拓展至薄膜电容、超级电容等。江海通过电容技术扩展产品线，力求成为专业工业和电力电子领域中提供均衡产品线的最大供应商。

- ✓ **铝电解电容：**自 1958 年成立以来，江海不断发展，成为中国最大的铝制电容器制造商。江海最初生产特种化学品(如电解液)，但早在 1970 年就开始生产铝电解电容器。
- ✓ **薄膜电容：**2012 年，江海产品组合新增一系列薄膜电容。公司采取了纵向整合战略，

生产从塑料膜的制备延伸到成品的组装。2016 年，交流薄膜电容扩展了直流连结和缓冲电容产品线，且高度自动化的生产设施确保薄膜电容器高效批量生产。

- ✓ **超级电容**：2015 年启动大规模生产。

图 3：江海股份发展历程



资料来源：江海官网、天风证券研究所

生产基地多元，销售端全球化布局。江海在中国的生产基地为客户提供了地理多元化优势，能够抵御因单一材料来源带来的供应短缺。生产环节垂直整合，确保供应的安全性。制造方面，公司能灵活快速响应客户需求。销售方面，公司销售地区分布于欧洲、美国、澳洲等地，2004 年就在欧洲成立公司。

图 4：江海股份生产及销售区域



资料来源：江海官网、天风证券研究所

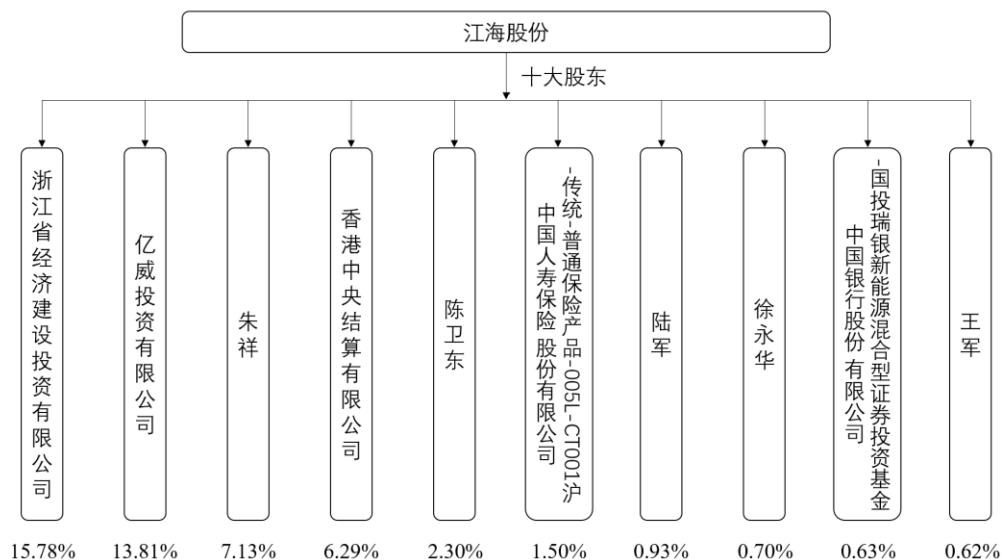
2.2. 浙江国资委为第一大股东，加强产业链协同

今年 1 月变更控股股东，浙江省国资委为第一大股东。1 月 14 日，江海股份发布《关于公司控股股东股份协议转让事项完成过户登记暨公司控制权发生变更的公告》。亿威投资与浙江省经济建设投资有限公司（浙江经投）的股份转让事项过户登记手续已办理完毕。本次股份过户登记完成后，浙江经投合计持股 1.34 亿股，占江海股份总股数的 15.78%，为公司第一大股东；公司控股股东变更为浙江经投，实际控制人变更为浙江省国资委。

发挥国有战略股东产业优势，加强产业链协同。浙江经投将以此次股权收购为契机，充分发挥国有战略股东产业优势，稳固加强企业基本盘，以资源整合、产业协作、资本运作等推动新产品线拓展和省内上下游产业链延伸。研发方面，通过与省内高校合作设立研发中心等模式，进一步提升江海股份综合研发能力。

股权结构较为集中，董事长自进入公司超 40 年。前十大股东合计持股比例约 50%，前四大股东分别为浙江经投、亿威投资、朱祥、香港中央结算有限公司，持股比例分别为 15.78%、13.81%、7.13%、6.29%。董事长陈卫东先生 1981 年进入公司，历任研究所所长、副厂长、厂长、CEO 和党委书记。

图 5：江海股份股权结构（截至 2025/9/30）



资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 光伏领域市占率领先，重视核心材料布局

3.1. 新能源领域佼佼者，大型铝电解电容器全球第一

在大型铝电解电容领域，公司在 2022H1 步入全球第一。2022 年上半年，江海大型铝电解电容器（螺旋式+牛角式）实质性跃入全球同行第一位，在变频器、逆变器（变流器）、车载充电器等应用领域的竞争力日益巩固和加强。

光伏领域推动新技术新工艺，大幅延长电容器寿命。光伏逆变器在太阳能发电系统中具有举足轻重的作用，由于其使用寿命只有 5 至 10 年，远短于光伏电池板 25 年的使用寿命，因此成为制约光伏电池板性能的短板。江海股份研发团队通过自主研发及产业链协同创新，开发了光伏逆变器专用高比容高耐压化成箔、耐高温长寿命电解液、环氧树脂灌封工艺等一系列新技术新工艺，将光伏逆变器用铝电解电容器的使用寿命提升至 25 年，并且与华为、阳光电源、固德威等下游客户联合制定了团体标准。

光伏牛角电容市占率超 40%，建设行业领先的牛角型电容器生产线。快速推进技改扩产，建设行业领先的高度智能化、信息化的牛角型电容器生产线，全力匹配全球新能源迅猛发展带来的对电容器的巨大需求。在光伏牛角电容领域，江海股份的市场占有率超 40%，在全球前十大逆变器生产商中，有 9 家是江海股份的战略客户。

3.2. 布局核心材料，提升产品性能

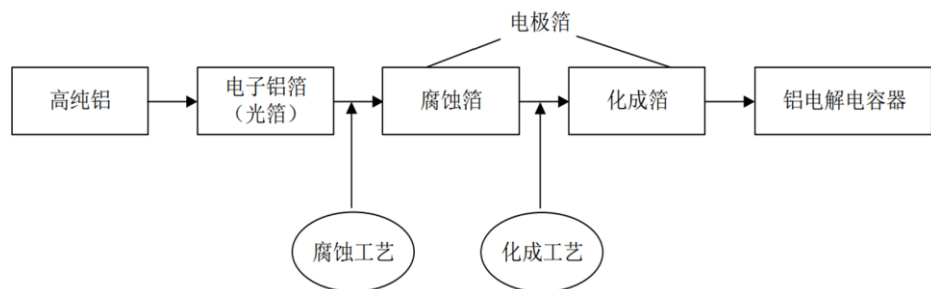
向上游布局核心材料，开发高性能电极箔、电容器电极等。基于“材料好电容器才好”的初心，公司积极布局三大电容器用关键材料的技术工艺研究攻关和产业化，延伸铝电解电

容器产业链：

- ✓ 持续开发高比容、高强度、高一一致性的电极箔和解决了腐蚀、化成、污水处理技术；
- ✓ 掌握了各类真空镀膜技术工艺，研制了多种超级电容器电极，有效地保障了材料性能、品质和供给，提高电容器市场竞争力。

电极箔很大程度上决定铝电解电容关键性能，且在电容器成本占比较高。电极箔是生产铝电解电容器的关键性基础材料，用于承载电荷，占铝电解电容器生产成本的 30%-70%。电极箔是以精铝(也称高纯铝)经过轧制、腐蚀、化成等一系列工序加工而成，生产过程融合了机械、电子、化学、金属材料等多种学科和技术，技术难度大且生产要求高。电极箔的性能在很大程度上决定着铝电解电容器的容量、漏电流、损耗、寿命、可靠性、体积大小等多项关键技术指标。

图 6：电极箔与铝电解电容器



资料来源：绿宝石公司公告、天风证券研究所

江海在铝电解核心材料取得突破，且有助于铝电解电容器降本。公司在铝电解电容器核心材料腐蚀、化成箔技术取得新突破，展现高容量、高性能、高效率、低成本的核心优势。核心材料自制有助于提升产品竞争力，且有助于降本。

4. 抓住时代机遇，AI 赛道带来新增长点

4.1. 牛角电容：大容量、高电压、高稳定性

牛角电容具有大容量、高电压、高稳定性等特性，下游应用广泛。牛角电解电容也被称为牛角型铝电解电容器，属于液态引线型铝电解电容器的一种，也被称为焊针型铝电解电容器。牛角电解电容的主要特点是具有大容量、高电压、高稳定性以及大纹波电流通过性。牛角电解电容的重要用途有：

- ✓ **电源滤波与稳定**：在电源电路中，牛角电解电容常被用作滤波电容，用于滤除电源中的纹波和噪声，从而提供更为稳定和平滑的直流电源输出，对于需要高精度和高稳定性电源的电子设备至关重要。
- ✓ **能量储存**：牛角电解电容能够储存大量的电荷，因此在需要瞬间释放大量能量的场合中非常有用。例如在闪光灯、激光器等设备中，牛角电解电容能够储存足够的能量，在需要时快速释放，实现高亮度的闪光或激光输出。
- ✓ **工业控制应用**：牛角电解电容被广泛应用于变频器、伺服控制系统等，以提供稳定的电流和电压，确保工业设备的正常运行。
- ✓ **汽车电子**：牛角电解电容被用于汽车电源系统、发动机控制系统、照明系统等，确保汽车在各种工作条件下的稳定性和可靠性。

表 1：铝电解电容器分类

分类标准	细分类别
不同引出方式	引线式铝电解电容器
	焊片及焊针式铝电解电容器(牛角型电容器)
	螺栓式铝电解电容器
不同电解质	液态铝电解电容器
	固体铝电解电容器

资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

牛角电容有望应用于算力领域，应用场景进一步打开。在通讯设备和计算机系统中，牛角电解电容用于滤波、稳压和储存能量，确保通讯信号的稳定性和计算机系统的正常运行。AI 数据中心服务器电源正朝向更高功率、更小体积迭代升级，要求无源器件提升性能，紧跟电源迭代。牛角电容具备高容量密度的特性，为服务器电源提供更紧凑高效的解决方案。

4.2. 超级电容：适配 AI 服务器场景，成长空间有望打开

江海将超级电容器与铝电解电容器、薄膜电容器列为三大战略产品。公司通过自研负极预嵌锂技术，有效提升超级电容器的能量度、密度，开发双功能电解液匹配正负极储能特性，突破了传统超级电容器在高温稳定性、循环寿命等方面的瓶颈。

超级电容能瞬间响应突发电力需求激增。超级电容器是一种通过静电方式储存能量的能量存储装置，而非像电池通过化学方式储存能量。超级电容可以非常快速地充放电，几乎能瞬间响应突发的需求激增。超级电容器由两片导电板组成，中间由电解液分隔，电解液在两片板之间储存电能。与依赖化学反应释放能量的电池不同，超级电容器依赖电子的物理运动。

超级电容能够快速提供爆发性的电力，但储存的能量不及电池。超级电容器在削峰中的优势：

- ✓ **即时供电：**超级电容器相较于电池的主要优势在于其能量放电速度极快。当需求突然出现峰值时，超级电容器几乎可以瞬间介入，提供所需的电力。超级电容非常适合需要快速响应的应用，如电网管理或需要在短暂电力峰值期间保持稳定运行的数据中心。
- ✓ **长寿命：**超级电容器的寿命远长于电池，尤其是因为它们不依赖化学反应。电池可能在数百个周期后老化，而超级电容器则能承受数百万次充放电循环而不显著损失容量。
- ✓ **短期电力浪涌的效率：**超级电容器非常适合应对持续几秒到几分钟的短暂强烈电力浪涌。如果你的峰值需求短暂但强烈，超级电容器是一个高效且快速供电的选择，无需依赖较慢且笨重的系统。
- ✓ **低维护：**超级电容器通常比电池需要的维护需求较少。

表 2：超级电容分不同下游解决方案

	超级电容作用
电网稳定	当电力需求突然激增时，超级电容器可以帮助平滑波动
数据中心	超级电容器可以在短时间高需求期间提供快速能量提升，稳定系统
工业应用	超级电容器可以应对工厂或制造过程中的短期功率峰值

资料来源：Skeleton 官网、天风证券研究所

超级电容器可分为 EDLC 电容器、LiC 电容器（锂离子电容器）。两种电容器都以静电方式储存能量，但 LiC 电容器能储存更多能量。

- ✓ **EDLC 电容器：**由两个表面积非常大的电极（例如活性炭）组成，中间通过分离器分隔并浸渍电解质。当施加电压时，电极-电解质界面形成静电双层储存电荷。

- ✓ **LiC 电容器**：由两个电极（阳极和阴极）组成，中间通过分离器分隔并浸渍电解液。其结构不对称：阳极类似锂离子电池，阴极则类似超级电容器。LiC 通过静电方式储存能量，但与 EDLC 电容器不同，锂离子电池可以储存多达 10 倍的能量。

公司开发的超级电容适配 AI 服务器场景，成长空间有望打开。公司开发的锂离子超级电容器（LiC）结合了锂离子电池与双电层电容技术，实现了毫秒级响应与高功率充放电的平衡，适配 AI 服务器、轨道交通、风电变桨等场景的瞬时能量需求。公司开发的超级电容器凭借充放电速度快、寿命长、安全可靠等特性，已成为对大算力应用功耗波动进行功率补偿的“利器”。

图 7：江海股份超级电容器



资料来源：江海股份官网、天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 预计 2025-2027 年营收 55.6、66.5、79.8 亿元，同增 16%、20%、20%；归母净利润 7.2、9.8、12 亿元，同增 10%、36%、22%

预计 2025-2027 年营收 55.6、66.5、79.8 亿元，同增 16%、20%、20%。分业务看，电解电容、超级电容都有望受益于 AI 服务器拉动，实现收入加速增长，且进一步提升利润率水平。预计 2025-2027 年归母净利润 7.2、9.8、12 亿元，同比增长 10%、36%、22%。

- ✓ **铝电解电容**：预计 2025-2027 年营业收入 45.3、54.4、65.3 亿元，同比增长 15%、20%、20%。毛利率方面，我们预计 2025-2027 年铝电解电容毛利率分别为 27%、27.5%、27.8%。
- ✓ **薄膜电容**：预计 2025-2027 年营业收入 4.6、5、5.4 亿元，同比增长 7%、8%、8%；预计 2025-2027 薄膜电容毛利率分别为 14.5%、16%、17%。
- ✓ **超级电容**：预计 2025-2027 年营业收入 3.5、4.8、6.8 亿元，同比增长 50%、40%、40%；预计 2025-2027 超级电容毛利率分别为 16%、19%、21%。

表 3：江海股份盈利预测

	单位	2023	2024	2025E	2026E	2027E	单位
铝电解电容	收入	亿元	39.7	39.4	45.3	54.4	65.3
	YOY	%		-1%	15%	20%	20%
	毛利率	%		26.4%	27.0%	27.5%	27.8%
薄膜电容	收入	亿元	4.6	4.3	4.6	5.0	5.4
	YOY	%		-6%	7%	8%	8%
	毛利率	%		16.7%	14.5%	16%	17%
超级电容	收入	亿元	2.2	2.3	3.5	4.8	6.8
	YOY	%		4%	50%	40%	40%
	毛利率	%		16.3%	16%	19%	21%
其它业务	收入	亿元	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4
	YOY	%		4%	5%	5%	5%
	毛利率	%		23.3%	23.5%	23.7%	24%
	营业收入	亿元	48.4	48.1	55.6	66.5	79.8
	YOY	%		-1%	16%	20%	20%
	毛利率	%		24.9%	25.1%	25.9%	26.4%
	归母/收入	%		13.6%	13.0%	14.8%	15.0%
	归母净利	亿元	7.1	6.5	7.2	9.8	12.0
	YOY	%		-7%	10%	36%	22%

资料来源：Wind、天风证券研究所

5.2. 给予 2026 年 PE 30X，给予“买入”评级

与同类电子元器件企业相比，顺络电子、深南电路、东山精密 2026 年 PE 分别为 23、32、30x，考虑公司在铝电解电容做到国内第一，尤其在光伏牛角电容市占率达 40%，且多个电容品类开拓 AIDC 赛道，给予 2026 年 PE 30x，对应股价 34.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：同类企业估值对比（PE）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
顺络电子	34	31	29	23	18
深南电路	26	34	46	32	25
东山精密	16	46	68	30	23

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：估值来自 Wind 一致预期，数据截止日期：2026.1.12

6. 风险提示

新能源需求不及预期：公司下游应用包括新能源、工控等，若新能源需求不及预期，影响公司。

海外业务开拓不及预期：公司海外业务市场包括欧美等地区，若海外市场开拓不顺利，或影响公司收入及利润率。

行业竞争加剧：若电容企业竞争激烈，竞争加剧或影响公司利润率。

产品迭代进入放缓：公司产品不断创新迭代，若产品迭代放缓，可能进一步导致竞争加剧。

新下游开拓不顺利：公司电容器产品可用于数据中心，若新下游开拓不顺利，可能影响公司业绩。

公司股价异动：公司业务跟 AI 服务器相关，股价波动较大，可能股价异动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,033.23	1,242.47	1,134.87	1,011.33	1,166.03
应收票据及应收账款	1,892.09	1,994.16	2,334.05	2,942.38	3,333.85
预付账款	70.55	80.48	67.50	123.19	95.05
存货	1,098.38	1,029.98	1,502.68	1,449.45	2,099.98
其他	322.45	154.71	298.38	282.31	293.22
流动资产合计	4,416.70	4,501.80	5,337.48	5,808.65	6,988.13
长期股权投资	142.39	132.77	132.77	132.77	132.77
固定资产	1,977.11	2,107.09	2,377.82	2,650.38	2,922.75
在建工程	143.67	110.73	63.22	54.97	46.49
无形资产	148.72	161.04	154.57	148.09	141.61
其他	434.46	453.34	458.58	444.46	447.84
非流动资产合计	2,846.35	2,964.96	3,186.95	3,430.66	3,691.46
资产总计	7,263.05	7,466.76	8,524.43	9,239.31	10,679.59
短期借款	195.45	167.30	200.00	210.00	220.00
应付票据及应付账款	1,120.33	1,085.62	1,508.99	1,532.77	2,113.86
其他	147.73	135.91	144.57	143.45	158.82
流动负债合计	1,463.50	1,388.83	1,853.56	1,886.22	2,492.69
长期借款	144.26	93.85	80.00	100.00	120.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	102.50	86.44	102.56	97.17	95.39
非流动负债合计	246.76	180.29	182.56	197.17	215.39
负债合计	1,710.26	1,569.12	2,036.12	2,083.39	2,708.08
少数股东权益	32.47	40.90	40.90	40.90	40.90
股本	846.09	850.52	850.52	850.52	850.52
资本公积	1,668.18	1,695.40	1,695.40	1,695.40	1,695.40
留存收益	3,046.78	3,482.02	3,984.29	4,667.35	5,502.10
其他	(40.73)	(171.20)	(82.81)	(98.25)	(117.42)
股东权益合计	5,552.79	5,897.64	6,488.31	7,155.93	7,971.51
负债和股东权益总计	7,263.05	7,466.76	8,524.43	9,239.31	10,679.59

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	710.45	660.34	717.53	975.79	1,192.51
折旧摊销	215.23	250.11	283.25	312.17	342.59
财务费用	(5.76)	(3.43)	1.57	3.42	4.48
投资损失	(6.95)	(5.91)	(6.00)	(10.00)	(11.00)
营运资金变动	(292.47)	(143.43)	(484.08)	(559.08)	(425.69)
其它	(50.15)	(109.92)	8.10	8.00	8.00
经营活动现金流	570.34	647.75	520.37	730.29	1,110.88
资本支出	564.96	363.73	483.88	575.39	601.78
长期投资	13.72	(9.62)	0.00	0.00	0.00
其他	(880.09)	(461.98)	(994.08)	(1,151.39)	(1,206.78)
投资活动现金流	(301.41)	(107.87)	(510.19)	(576.00)	(605.00)
债权融资	79.76	(62.12)	9.08	30.34	25.75
股权融资	(168.65)	(318.31)	(126.86)	(308.18)	(376.93)
其他	71.69	6.55	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(17.20)	(373.87)	(117.78)	(277.83)	(351.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	251.74	166.01	(107.60)	(123.54)	154.70

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,844.92	4,808.15	5,555.21	6,647.93	7,980.85
营业成本	3,581.56	3,611.13	4,158.42	4,926.67	5,875.28
营业税金及附加	29.68	26.90	30.55	30.58	39.90
销售费用	76.40	78.07	97.77	103.04	127.69
管理费用	154.98	154.38	166.66	172.85	207.50
研发费用	232.21	269.90	294.43	315.78	379.09
财务费用	(10.43)	(11.33)	1.57	3.42	4.48
资产/信用减值损失	(21.77)	(36.13)	(15.00)	(17.00)	(20.00)
公允价值变动收益	0.25	0.76	8.10	8.00	8.00
投资净收益	6.95	5.91	6.00	10.00	11.00
其他	60.11	92.83	0.00	0.00	0.00
营业利润	826.05	742.46	804.91	1,096.60	1,345.90
营业外收入	1.23	5.40	6.00	4.00	3.00
营业外支出	3.55	6.29	6.50	8.50	9.00
利润总额	823.73	741.57	804.41	1,092.10	1,339.90
所得税	113.28	81.23	86.88	116.31	147.39
净利润	710.45	660.34	717.53	975.79	1,192.51
少数股东损益	3.38	5.67	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	707.07	654.66	717.53	975.79	1,192.51
每股收益(元)	0.84	0.77	0.84	1.15	1.40

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.15%	-0.76%	15.54%	19.67%	20.05%
营业利润	9.74%	-10.12%	8.41%	36.24%	22.73%
归属于母公司净利润	6.93%	-7.41%	9.60%	35.99%	22.21%
获利能力					
毛利率	26.08%	24.90%	25.14%	25.89%	26.38%
净利率	14.59%	13.62%	12.92%	14.68%	14.94%
ROE	12.81%	11.18%	11.13%	13.71%	15.04%
ROIC	17.42%	14.36%	15.74%	18.66%	19.71%
偿债能力					
资产负债率	23.55%	21.01%	23.89%	22.55%	25.36%
净负债率	-11.87%	-15.97%	-12.69%	-9.31%	-9.92%
流动比率	3.02	3.24	2.88	3.08	2.80
速动比率	2.27	2.50	2.07	2.31	1.96
营运能力					
应收账款周转率	2.67	2.47	2.57	2.52	2.54
存货周转率	4.30	4.52	4.39	4.50	4.50
总资产周转率	0.70	0.65	0.69	0.75	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.84	0.77	0.84	1.15	1.40
每股经营现金流	0.67	0.76	0.61	0.86	1.31
每股净资产	6.52	6.89	7.58	8.37	9.32
估值比率					
市盈率	38.06	41.33	37.71	27.73	22.69
市净率	4.88	4.62	4.20	3.80	3.41
EV/EBITDA	10.17	11.20	23.21	18.08	15.01
EV/EBIT	12.28	14.06	31.12	23.08	18.72

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