

立讯精密 (002475.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q1 与上半年展望逆势增长, AI 算力及端侧业务将迎全面收获期

公司近期公布 26 年一季报及上半年业绩预告: 1) 26Q1 营收 838.9 亿, 同比增长 35.77%, 归母净利 36.6 亿, 同比增长 20.24%; 2) 预告 26 年上半年归母净利润为 78.4-81.1 亿元, 同比+18.0%-22.0%。我们更新公司观点如下:

□ 26Q1 及上半年业绩展望逆势增长。公司 26Q1 营收 838.9 亿, 同比+35.77%/环比-24.72%, 归母净利润 36.6 亿, 同比+20.24%/环比-27.98%, 扣非净利润 27.8 亿, 同比增长 15.22%/环比-40.00%。同时公司预告 26H1 归母净利润为 78.4-81.1 亿, 同比+18.0%-22.0%, 扣非净利润 62.6-67.2 亿, 同比+11.74%-20.06%, 对应 26Q2 单季归母净利润 41.8-44.5 亿, 同比增速约 16%-24%。综合来看, Q1 及 Q2 展望在汇损大幅增加、存储及各类物料涨价以及 AI 算力等新业务前期大量投入背景下, 业绩表现逆势好于市场预期。

□ 业务结构持续优化, 新业务前瞻投入带来费用率提升。26Q1 营收较高增长源于苹果 iPhone17 系列销量持续强劲以及莱尼、闻泰资产的并表, 联营企业收益 Q1 达 13.8 亿 YoY+160%显示立臻 iPhone 组装业务盈利能力在大幅提升, 而立铠结构件和常熟立讯 VCM 马达等业务盈利亦有不错贡献, 此外, 莱尼 Q1 盈利亦好于预期; Q1 毛利率约 11.93%, 同比+0.74pct, 显示 A 业务好于预期以及非 A 高毛利业务占比提升。销管研费用率达 7.83%, 同比大幅增长, 主要系新业务布局前期投入加大、同比新增合并子公司业务所致, 尤其是 AI 算力多项新业务持续前瞻投入; Q1 财务费用亦同环比大幅提升至 10.5 亿, 主要因汇损大幅增加所致, 公司通过套保做到了部分对冲。

□ AI 算力及端侧业务将迎全面收获期, 三驾马车共驱长线成长。展望 26-27 年, 我们看好公司业务持续受益于苹果销量保持强劲, 非 A 消费电子业务持续拓展, AI 算力新业务加速放量, 和汽车业务整合效果好于预期, 公司将继续推动多元化业务的拓展, 加大在 AI 端侧硬件、数据中心高速互联、热管理、智能汽车、机器人等新兴领域的战略投入, 构建更具弹性的业务矩阵。

1) 消费电子领域, 我们认为, 26-27 年苹果将凭借优秀的产品定义和供应链管理持续扩大份额, 且今年苹果硬件与 AI 软件创新加速, 包括 AI 耳机、折叠机、AI 眼镜和 20 周年版手机等以及更智能的 Siri 和 Apple intelligence 落地; 而 26-27 年 OpenAI 等非 A 客群亦带动 AI 端侧大势, 公司凭借垂直一体化的优势与全球领先的产能布局, 成为行业内少数能够为客户提供完整解决方案和稳定高质量交付的合作伙伴, 有望成为 AI 端侧最受益的精密制造龙头。此外, 公司在 ODM 团队协同效应持续深化的带动下, 不仅在新客户拓展方面取得积极进展, 并借助底层能力的拉通进一步拓展了 AI PC 业务, 为公司未来带来新的经营增量;

2) 通信及数据中心领域, 公司算力业务在深化国内头部云服务商整机及核心部件合作的基础上, 重点拓展海外市场, 北美区域商务拓展成效显著, 在铜光高速互联、散热和电源模块等领域取得多个客户的重要突破, 也为相关业务后续的效益释放奠定了基础。我们认为 26-27 年将是公司 AI 算力业务前瞻投入开始全面开花、获得市场重估的重要节点。

具体来说, 铜互连领域, 公司为 ETH-X 超节点算力基座落地提供高速互连标准的支撑, 自主研发的 224G KOOLIO™ CPC/NPC 方案、224G Intrepid NEXUS 背板连接器等已在部分海外主流 AI 集群中投入商用, 在预研端公司正全速推进 448G 铜互连产品矩阵的仿真设计与测试验证, 涵盖突破高频瓶颈的 448G KOOLIO™ CPC 及配套 Optamax 高速裸线、面向中长距传输的 1.6T AEC/ACC, 以及赋能解耦计算架构升级的 OSFP-XD PCIe 6.0

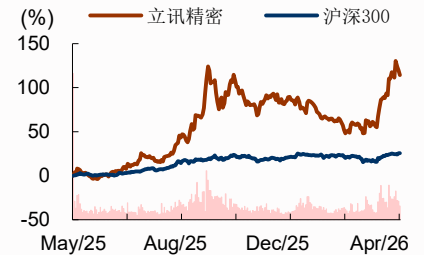
TMT 及中小盘/电子  
目标估值: 90.0 元  
当前股价: 67.0 元

基础数据

总股本 (百万股)	7286
已上市流通股 (百万股)	7269
总市值 (十亿元)	488.2
流通市值 (十亿元)	487.0
每股净资产 (MRQ)	12.2
ROE (TTM)	19.4
资产负债率	66.5%
主要股东	立讯有限公司
主要股东持股比例	37.49%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	37	3	121
相对表现	29	-0	94



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《立讯精密 (002475) —业绩逆势快速增长, AI 算力及端侧业务前瞻布局、放量可期》2026-04-20
- 《立讯精密 (002475) —卡位核心赛道和整合提效, 进入新一轮加速成长期》2025-11-03
- 《立讯精密 (002475) —消费电子稳健增长, 通讯、汽车业务高增长打开第二曲线》2025-08-31

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

AEC; 在光互连领域,公司率先推出基于“轻有源”理念的 LRO 与 LPO 光模块,目前 800G/1.6T 光模块已进行小批量供货,800G LRO 已通过部分客户验证,1.6T LRO/LPO、XPO 产品处于深度预研阶段,公司深度参与下一代互连标准制定,直面极高密度与散热极限挑战,率先推出单模块 12.8Tbps 带宽的 XPO 超高密度互连全方案(内置最高 400W 液冷冷板),并于研发侧加速落地 1.6T LRO/LPO 及 3.2T NPO 技术,构筑 CPO 全面商用前的坚实过渡桥梁;在电源领域,公司深度适配 ORV3 供电架构推出 Busbar、Powershell、Clip Cable 等智能电源系统,支持未来 400V/800V 高压配电转型。在热管理领域,公司提供包括 120kW 液冷交换 CDU、10U 风液 CDU、重力强化浸没式油冷机柜及单端口散热 32W 的液冷 I/O Cage 等多元化方案。

**面向未来**,公司在高速互连领域坚定践行“光铜并进”战略,携手国内外头部客户开展前瞻性技术攻坚,直击下一代 102.4T 及更高带宽数据中心的极致需求,加上深度预研的±400V/800V 高压直流电源系统和液冷方案能力,公司正稳步构建覆盖多场景的“一站式”互连生态,以“研发先行、量产无缝衔接”的硬核模式,保持在算力基础设施供应链中不可替代的核心地位。此外,子公司汇聚科技在海外大客户光纤跳线、高速线缆以及国内服务器组装机市场亦在快速增长,对于算力业务带来有效协同。

**3) 汽车领域**,公司内生与外延并重,一方面线束、连接器、智能座舱与 ADAS 等核心产品已在多品牌客户端实现全面导入,并加速孵化推进前沿智驾底盘核心部件的量产应用,持续完善汽车核心零部件全矩阵布局;另一方面于 25 年完成对莱尼的全面整合,后续将持续推进汽车业务全球化和品类持续扩张,共筑全球 Tier1 领军地位。

□ **投资建议**。基于 Q1 营收和费用投入超预期,我们上调公司 26/27/28 年营收至 4364/5542/6927 亿,维持归母净利润 217/285/370 亿预测,对应最新股本 EPS 为 2.97/3.91/5.08 元,对应当前股价 PE 为 23/17/13 倍。我们认为 AI 算力业务和端侧业务具备超预期潜力,公司当前低估价值凸显,正迎来长线布局良机,维持“强烈推荐”评级和 90 元目标价,坚定看好公司长线空间。

□ **风险提示**: 全球政治经济环境波动,新品新业务布局不及预期,竞争加剧。

**财务数据与估值**

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	268795	332344	436368	554188	692735
同比增长	16%	24%	31%	27%	25%
营业利润(百万元)	16142	19156	25270	33503	43720
同比增长	26%	19%	32%	33%	30%
归母净利润(百万元)	13366	16600	21650	28506	37001
同比增长	22%	24%	30%	32%	30%
每股收益(元)	1.85	2.28	2.97	3.91	5.08
PE	36.3	29.4	22.5	17.1	13.2
PB	7.0	5.7	4.6	3.7	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

## 立讯精密业务体系及未来趋势展望

一、业务回顾：公司三大核心业务板块均保持稳健发展态势。

表 1：立讯精密业务体系

业务领域	分类	细项
消费电子业务	零/组件类	连接器、线束组件、Speaker（扬声器）、Receiver（受话器）、Mic（麦克风）、Wi-Fi 模组、Haptic（震动马达）、VCM（音圈马达）、天线、蓝牙模组、电源组件（Power cord、UPS、逆变器、排插、充电插头、无线充电收发模组及充电器）、磁吸组件、塑胶成型件、金属结构件、3D 打印件，软性外观包裹件（Soft Goods）、转轴等。
	模组类	屏幕模组、mini LED、SiP（系统级封测组件）、MOP（内存封测组件），具智能灵巧手等。
	系统集成类	1) 声学领域：话务耳机、头戴式耳机、TWS 耳机、骨传导运动耳机、AI 会议耳机、会议音箱、SoundBar 等。 2) 智能可穿戴设备：AI 眼镜、AR/VR/XR 眼镜、智能手环、智能指环、智能手表、智能腕带等。 3) 智能家居：智能音箱、智能家居摄像头、智能开关、智能门铃、智能门锁、扫地机器人、电动牙刷、洁面仪、美容仪、按摩仪、智能情绪陪伴机器人/宠物等。 4) 户外电子产品：运动相机、无人机、智能云台、电动滑板车、户外储能电源等。 5) 网通类产品：WIFI6/WIFI7 路由器、5G CPE、5G 毫米波 CPE 等。 6) 其他消费级系统产品：电子价签、ETC、电子温湿度器、移动 POS 机、家用 2D/3D 打印机、网络会议摄像头、电子触控笔、血糖监测终端、胰岛素泵、助听器等。
通信及数据中心业务	数据中心业务	1) 铜缆高速互联解决方案：Intrepid 高速背板解决方案、CPC&NPC 解决方案、高速外部互连解决方案（DAC/ACC/Lite Active Cable 及相关连接器）、高速内部互连解决方案（高速内部线缆、SSIO、Riser Cable）等。 2) 光高速互联解决方案：DPO 光模块及 AOC、LPO 光模块及 AOC、LRO 光模块及 AOC，速率至高支持 1.6T，Form Factor 涵盖 SFP、QSFP、QSFP-DD、OSFP 以及 SMF/MMF Fiber 等。 3) 热管理解决方案：拥有主动、被动、液冷、温控系统四大产品系列，包括全规格风扇模组、Heat Sink、Heat Pipe、VC、冷板液冷系统、Manifold、插框式 CDU、柜式 CDU、盲插快接头、浸没式液冷 Tank 等。 4) 数据中心电源解决方案：Power Shelf & Rectifier（AI 机柜电源解决方案）、Busbar 直流母排、70A-1000A 54V Busbar Clip、至高 3200W 12V/54V AC/DC CRPS、至高 3200W 12V MCRPS、以及多款 Power Module/VRM/VPM（AI 节点模块电源解决方案）等。
	通信业务	1) 网络设备：包括基站天线、基站滤波器、双工器等射频器件，射频单元 RRU、数字室分、微波回传设备等，为全球运营商 5G/5G-A 网络建设提供核心硬件支撑； 2) 网络终端：涵盖卫星通信终端、云计算终端，深度布局低轨卫星通信、空天地一体化网络等下一代通信技术赛道。
汽车业务	连接器	高压连接器、低压连接器、高速连接器、机电一体结构件及 Busbar、同轴连接器、以太网连接器、USB 连接器等。
	线束	1) 整车低压线束：座舱线束、发动机线束、仪表板线束、前舱线束、门线束、顶篷线束等； 2) 整车高压线束：电机三相线、动力电池输入/输出线束、快/慢充电线束、箱内线束、小功率用电线束等； 3) 特种线束：ABS/EPB 线、USB/AUX/LED 线、车载娱乐系统线束、GPS/Wi-Fi/蜂窝网络信号线等； 4) 充电枪：大功率充电枪、大功率充电插座、电子锁、大功率端子等。
	智能控制	1) 智能辅助驾驶：支持高速/城市 NOA 智驾功能的跨 SOC 平台高算力智能辅助驾驶域控制器、4D 卫星式长距离毫米波雷达、高性能短距离毫米波雷达等；

	<p>2) 智能座舱: 智能座舱域控制器、目前高通 8295、高通 8255、MTK86 系列平台都在量产和开发中;正在开发的 AI BOX 用以加强座舱算力,更好地提供用户体验;同时 W-HUD (风挡型抬头显示)、AR-HUD (增强现实型抬头显示系统)、TBOX (智能网联模块)、DMS (驾驶员监测系统)、车载显示屏模组等相关产品都在量产中;</p> <p>3) 智能底板: 半主动减震控制器、PPK (转向系统控制单元)、ARS (主动后轮转向系统)、EPS (电动助力转向系统)、EMB (线控制动系统)、VMC (底盘域控制器)、RWA&amp;SBW (线控转向)、全冗余 REPS 总成、滚珠丝杠总成、后轮转向总成等;</p> <p>4) 电子电器: 无线充电、USB HUB、智能进入、CMS 等。</p>
动力系统	<p>汽车多合一动力总成、MCU (电机控制器)、CCS+BMS (电池管理系统)、电芯结构件、PDU (高压继电器)、DCDC (电源电压变换器)、OBC (车载充电机)、PNG (电源隔离模块) 等。</p>

资料来源:公司公告,招商证券

### 1、消费电子业务

2025 年,公司在实现消费电子全场景业务覆盖的同时,于垂直整合深度上再获突破。报告期内,借由对 ODM 业务及研发团队的顺利整合,公司系统性强化了产品设计定义与底层研发能力;基于对系统集成业务的深刻洞察,结合对创新材料技术和工艺技术的极致研析,公司不仅助力众多全球头部客户高效完成产品设计与量产开发,更推动海量精密零组件与模组产品加速向新老客户导入。

在此过程中,“老客户新产品深化合作、老客户老产品份额提升、新产品新客户破局开拓”的经营策略得到全面落地,显著夯实了消费电子业务的基本盘。依托深厚的垂直一体化服务底蕴,公司为核心客户与创新品牌提供从材料选择、产品定义、工业设计、制程工艺开发到高良率量产及全生命周期售后的一站式解决方案。配合全球化产能布局带来的敏捷响应能力,公司正持续拓宽消费电子业务的边界与护城河。

### 2、通信及数据中心业务

通用人工智能的快速发展,正驱动全球智算中心对高算力、高带宽、低时延基础设施的需求持续攀升。公司聚焦通信基站与 AI 服务器核心零部件及整机组装领域,业务覆盖高速电连接、光连接、热管理、电源管理、服务器整机及 4G/5G 射频天线等关键环节。

顺应 AI 整机柜向更高速、更高密、更大规模演进的产业趋势,公司以光电高速互连、电源管理、热管理体系为“三经”,以板级互连与整机柜互连解决方案为“两纬”,构建起覆盖 AI 算力基础环境的综合解决方案。

报告期内,公司在深化国内头部云服务商整机及核心部件合作的基础上,重点拓展海外市场。

- **铜互连领域:** 公司为 ETH-X 超节点算力基座落地提供高速互连标准的支撑。自主研发的 224G KOOLIO™ CPC/NPC 方案、224G Intrepid NEXUS 背板连接器等已在部分海外主流 AI 集群中投入商用。
- **光互连领域:** 率先推出基于“轻有源”理念的 LRO 与 LPO 光模块。目前 800G/1.6T 光模块已进行小批量供货,800G LRO 已通过部分客户验证,1.6T LRO/LPO、XPO 产品处于深度预研阶段。
- **电源领域:** 深度适配 ORV3 供电架构推出 Busbar、Powershelf、Clip Cable

等智能电源系统。支持未来 400V/800V 高压配电转型。

- **热管理领域：**提供包括 120kW 液冷交换 CDU、10U 风液 CDU、重力强化浸没式油冷机柜及单端口散热 32W 的液冷 I/O Cage 等多元化方案。

面向未来，公司在高速互连领域坚定践行“光铜并进”战略，携手国内外头部客户开展前瞻性技术攻坚，直击下一代 102.4T 及更高带宽数据中心的极致需求。铜互连预研端，公司正全速推进 448G 铜互连产品矩阵的仿真设计与测试验证，涵盖突破高频瓶颈的 448G KOOLIO™ CPC 及配套 Optamax 高速裸线、面向中长距传输的 1.6T AEC/ACC，以及赋能解耦计算架构升级的 OSFP-XD PCIe 6.0 AEC。这些核心方案在打破带宽与传输距离瓶颈、保障复杂工况信号完整性上展现出卓越潜能。光互连预研端，公司深度参与下一代互连标准制定，直面极高密度与散热极限挑战，率先推出单模块 12.8Tbps 带宽的 XPO 超高密度互连全方案（内置最高 400W 液冷冷板），并于研发侧加速落地 1.6T LRO/LPO 及 3.2T NPO 技术，构筑 CPO 全面商用前的坚实过渡桥梁。叠加深度预研中的 ±400V/800V 高压直流电源系统和液冷方案能力，公司正稳步构建覆盖多场景的“一站式”互连生态，以“研发先行、量产无缝衔接”的硬核模式，保持在算力基础设施供应链中不可替代的核心地位。

在通信基础设施方面，5G 网络设备持续向 5G-A 迭代升级。卫星通信终端完成从设计到量产的全流程落地，预计 2026 年实现批量交付。

### 3、汽车业务

公司坚定迈向“全球领先的 Tier 1 供应商”阵营。

- 1) 内生产品线布局方面，汽车整车线束、高低压及高速连接器、智能座舱与智能辅助驾驶（ADAS）等核心产品已在多品牌客户端实现全面导入。
- 2) 外延发展方面，2025 年公司正式完成对德国百年汽车零部件巨头莱尼集团（Leoni）的交割与全面整合，此次跨国重组为汽车业务注入四大核心战略增益：
  - 制造赋能与降本增效：深度重塑莱尼集团生产流程，提升其全球工厂的整体运营效率。
  - 产能复用与护航出海：依托莱尼遍布全球的成熟产能网络，大幅缩短了海外建厂的时间与试错成本，实现核心零部件的就近高效率配套。
  - 供应链采购协同：整合莱尼庞大的基础物料采购体量，显著提升市场竞争力。
  - 客户矩阵全维拓宽：彻底打通公司直通欧洲、美洲及日韩等海外主流车企核心供应链的深层通道，加速智能座舱、智驾域控等高附加值产品的全面导入。

**二、未来展望：**未来公司将以底层技术为基石、智能制造平台为支撑，持续深耕三大核心业务板块，致力于成为全球客户最值得信赖的全场景智能制造与一站式解决方案提供商。

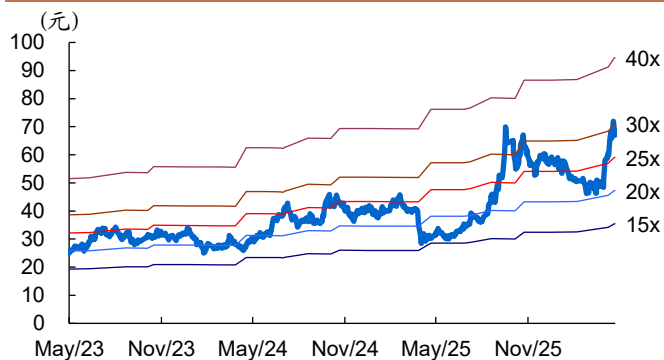
**1、消费电子业务：**拥抱端侧智能浪潮，深化“零组件-模组-整机”垂直整合。直面 AI 手机、AI PC 及“AI + 可穿戴硬件”催生的全新智能换机周期，公司依托创新技术研发和精益制造与成本管控底蕴，持续攻坚从零组件到功能模组和系统方案的全链条突破。针对端侧 AI 对设备小型化/轻量化、外观差异化，散热及高速互连提出的严苛物理挑战，以及消费者对硬件产品性价比高度期待的商业挑战，我

们凭借顶尖的工艺解析与制程转化能力，助力全球头部客户打造超预期产品体验，于存量市场深挖高阶价值，在增量市场引领应用创新。

**2、通信及数据中心业务：**在数据中心业务方面，公司持续筑基 AI 算力底座，打造高速互连与热电协同的综合解决方案。伴随全球大模型算力需求的持续增长，该板块已跃升为公司重要的增长引擎。未来，公司将紧跟全球头部云服务提供商（CSP）及 AI 芯片厂商的技术演进路径，在关键技术节点持续构筑核心竞争力。在巩固高速铜互连全球领先优势的基础上，加速布局光互连、高效液冷散热系统及大功率智能电源等关键环节，为全球算力集群提供“全栈式”、高可靠的基础设施支撑。在通信业务方面，公司立足通信设备核心主营业务，深度布局 5G/5G-A 基站核心技术，持续强化射频通信模块、基站核心零部件等领域的研发投入与技术积累，紧跟 6G 技术研发与低轨卫星通信产业发展趋势，积极参与行业标准制定，夯实技术底座。未来将持续把握行业发展机遇，深化技术创新与产品升级，为全球通信网络建设与空天地一体化网络构建提供核心支撑，助力无线通信行业高质量发展。

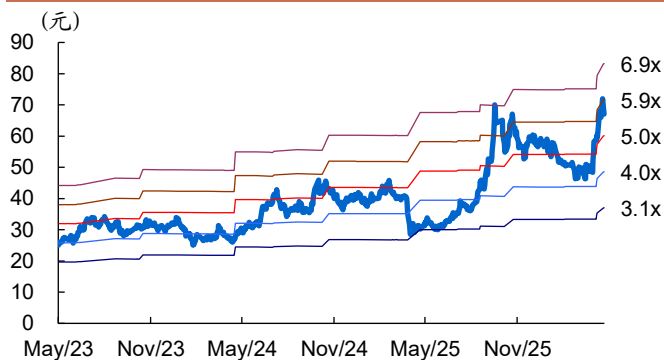
**3、汽车业务板块：**加速 Tier 1 全球化进阶，以软硬协同构筑核心护城河。直面汽车产业智能化历史机遇，公司将持续跨界复用消费电子领域的极速迭代与敏捷制造经验，充分释放外延并购带来的全球大客户与产能协同效应。未来，我们将重拳发力整车高低压线束、特种线束及相关连接器、智能座舱、高阶智驾及智能底盘等核心产品线，深化“软硬解耦与协同开发”能力，持续做大在全球头部车企的单车价值量与渗透率。在此基础上，公司将全面拓宽产品在各大传统主机厂及新势力品牌中的覆盖广度，凭借强悍的产品导入能力与深度的客户陪伴，稳步挺进全球领先的汽车 Tier 1 阵营。

图 1: 立讯精密历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 立讯精密历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《立讯精密（002475）—业绩逆势快速增长，AI 算力及端侧业务前瞻布局、放量可期》2026-04-20
- 2、《立讯精密（002475）—卡位核心赛道和整合提效，进入新一轮加速成长期》2025-11-03
- 3、《立讯精密（002475）—消费电子稳健增长，通讯、汽车业务高增长打开第二曲线》2025-08-31
- 4、《立讯精密（002475）—逆势增长 alpha 凸显，三驾马车共驱长线成长》2025-05-12
- 5、《立讯精密（002475）—Q3 稳健增长符合预期，Q4 业绩提速可期》2024-10-28
- 6、《立讯精密（002475）深度跟踪—收购莱尼及子公司股权，打造汽车线束全球领导厂商》2024-09-18
- 7、《立讯精密（002475）—三驾马车共驱上半年业绩成长，看好下半年增长提速》2024-08-26
- 8、《立讯精密（002475）—一季报和上半年展望均超预期，三驾马车共驱成长》2024-04-25
- 9、《立讯精密（002475）—Q3 及全年展望逆势提速，消费电子、汽车、通讯三轮驱动》2023-10-23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	138545	196017	217861	275191	341427
现金	48360	61159	42004	52980	64710
交易性投资	1403	2945	2945	2945	2945
应收票据	350	522	685	870	1088
应收款项	32561	48439	63574	80739	100924
其它应收款	917	1909	2507	3184	3980
存货	31703	42333	55327	69945	87131
其他	23252	38710	50818	64528	80650
<b>非流动资产</b>	85282	110521	125473	137149	146259
长期股权投资	7488	12010	12010	12010	12010
固定资产	48231	65901	81674	94069	103809
无形资产商誉	4677	6179	5561	5005	4504
其他	24886	26431	26228	26066	25936
<b>资产总计</b>	<b>223828</b>	<b>306538</b>	<b>343334</b>	<b>412341</b>	<b>487686</b>
<b>流动负债</b>	113875	176488	189649	229917	268026
短期借款	35313	60138	58925	67631	68633
应付账款	65966	84013	109823	138839	172952
预收账款	263	931	1217	1539	1917
其他	12333	31406	19684	21908	24523
<b>长期负债</b>	25266	26029	26029	26029	26029
长期借款	19620	16442	16442	16442	16442
其他	5646	9587	9587	9587	9587
<b>负债合计</b>	<b>139140</b>	<b>202517</b>	<b>215678</b>	<b>255946</b>	<b>294055</b>
股本	7236	7284	7284	7284	7284
资本公积金	8073	10472	10472	10472	10472
留存收益	54017	67165	88815	114939	148805
少数股东权益	15360	19099	21085	23699	27070
归属于母公司所有者权益	69327	84921	106571	132696	166561
<b>负债及权益合计</b>	<b>223828</b>	<b>306538</b>	<b>343334</b>	<b>412341</b>	<b>487686</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	27117	17325	17874	26394	35224
净利润	13366	16600	21650	28506	37001
折旧摊销	10908	13216	14941	18218	20785
财务费用	1463	1765	2611	2546	2822
投资收益	(4547)	(6764)	(10393)	(10700)	(11358)
营运资金变动	2814	(8613)	(12933)	(14803)	(17411)
其它	3113	1122	1998	2627	3385
<b>投资活动现金流</b>	(35656)	(24207)	(19504)	(19197)	(18539)
资本支出	(12111)	(17904)	(29897)	(29897)	(29897)
其他投资	(23545)	(6302)	10393	10700	11358
<b>筹资活动现金流</b>	25890	19290	(17525)	3779	(4955)
借款变动	24161	15625	(14914)	8706	1002
普通股增加	88	48	0	0	0
资本公积增加	2534	2398	0	0	0
股利分配	(2137)	(1446)	0	(2382)	(3136)
其他	1244	2665	(2611)	(2546)	(2822)
<b>现金净增加额</b>	<b>17351</b>	<b>12408</b>	<b>(19155)</b>	<b>10976</b>	<b>11730</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	268795	332344	436368	554188	692735
营业成本	240809	292756	382695	483806	602679
营业税金及附加	637	880	1135	1441	1801
营业费用	1060	2334	3927	4821	5750
管理费用	6352	10195	14837	18621	22860
研发费用	8556	11428	14837	18565	22860
财务费用	(503)	1088	2611	2546	2822
资产减值损失	(1256)	(1610)	(1450)	(1585)	(1600)
公允价值变动收益	(63)	(619)	500	0	0
其他收益	993	912	1150	1200	1300
投资收益	4584	6809	8743	9500	10058
<b>营业利润</b>	16142	19156	25270	33503	43720
营业外收入	54	576	80	80	80
营业外支出	87	182	60	60	60
<b>利润总额</b>	16109	19550	25290	33523	43740
所得税	1530	1380	1655	2402	3368
少数股东损益	1213	1570	1985	2614	3371
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>13366</b>	<b>16600</b>	<b>21650</b>	<b>28506</b>	<b>37001</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	16%	24%	31%	27%	25%
营业利润	26%	19%	32%	33%	30%
归母净利润	22%	24%	30%	32%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.4%	11.9%	12.3%	12.7%	13.0%
净利率	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.3%
ROE	19.3%	19.5%	20.3%	21.5%	22.2%
ROIC	9.6%	9.3%	12.4%	13.5%	15.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.2%	66.1%	62.8%	62.1%	60.3%
净负债比率	25.6%	29.5%	22.0%	20.4%	17.4%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.5	1.5
存货周转率	7.8	7.9	7.8	7.7	7.7
应收账款周转率	9.5	8.1	7.7	7.6	7.5
应付账款周转率	4.3	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.85	2.28	2.97	3.91	5.08
每股经营净现金	3.75	2.38	2.45	3.62	4.84
每股净资产	9.58	11.66	14.63	18.22	22.87
每股股利	0.20	0.00	0.33	0.43	0.56
<b>估值比率</b>					
PE	36.3	29.4	22.5	17.1	13.2
PB	7.0	5.7	4.6	3.7	2.9
EV/EBITDA	19.2	15.3	11.6	9.2	7.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。