

立讯精密 (002475.SZ)

强烈推荐 (维持)

入主京西智行集团，全面进军汽车智能底盘赛道

事件：京西国际 (2339.HK) 最新公告，其控股股东张家口京西智行科技集团有限公司 (京西智行集团) 与立讯精密订立买卖协议，立讯精密有条件同意收购京西智行集团的全部股权。京西智行集团透过其全资附属公司持有京西国际已发行股份总数约 59.50%。若交易完成，立讯精密将间接持有京西国际 59.50% 股份，并成为其最终控股股东。结合公告内容及公开信息，我们点评如下：

京西智行是全球化汽车悬架与制动系统一级供应商，承袭德尔福百年技术积淀，深度布局中欧美三大汽车产区。京西智行前身为德尔福底盘系统业务，2009 年由京西重工整体收购。公司专注于悬架和制动两大核心产品线，是全球唯一同时具备磁流变悬架系统研发与规模化量产能力的企业，拥有 140 余项磁流变悬架全球专利，行业护城河深厚。在悬架领域，公司产品矩阵涵盖 MagneRide® 磁流变悬架、AeroRide 空气悬架、全主动悬架及被动减震器等全系产品；在制动领域，产品覆盖 ESC、iDBC1 (1-Box)、EMB 等完整线控制动方案。客户方面，公司覆盖兰博基尼、法拉利、保时捷、奔驰、宝马、凯迪拉克、比亚迪、奇瑞、蔚来、小鹏等全球 50 余家知名品牌，客户结构横跨豪华及主流车企多个层级。产能方面，京西智行在中国、欧洲、北美设有 7 座生产基地及 2 处专业测试场，2025 年营收同比增长约 10%，全球年销售额接近 80 亿元 (子公司京西国际 2025 年营收 29.68 亿港元，主要涵盖海外高端主动悬架业务)。

智能底盘赛道迎来产业升级窗口，京西卡位关键赛道，产品率先打入欧美主流车企供应链。随着新能源汽车加速渗透与高阶智能驾驶快速落地，对底盘执行层提出更高要求，磁流变悬架、线控制动等主动式智能底盘技术从豪华车专属配置加速向主流市场渗透；同时，自主品牌崛起推动供应链国产替代提速，叠加中国整车出海持续扩张，海外车企也在主动寻求供应链多元化，为国内供应商打开双向市场机遇。智能底盘赛道中博世、大陆等海外 Tier1 长期占据主导地位；目前京西智行已凭借深汕工厂投产实现磁流变悬架国产化量产，25 全年斩获 50 亿新订单，迎来爆发式增长；同时 1-Box 成功进入欧美主流车企供应链，两款线控制动产品覆盖共计 9 款车型，生命周期规模高达 21 亿元，成为中国首家全面站稳欧美线控制动市场的企业。

立讯收购京西吹响了全面进军智能底盘的冲锋号，目标成为全球汽车 Tier1 领导厂商。立讯精密自上市起即切入汽车电子领域，持续内生+外延合作扩大业务布局；2022 年明确定位 Tier1 供应商，并积极与奇瑞、广汽等主机厂开展战略合作。公司以汽车线束业务为基石，共打造 6 大汽车业务产品线，汽车业务连续多年高速增长。立讯此前在汽车领域多家海外资产的盘活经验已充分验证其经营管理能力，尤其 25H2 完成对莱尼的线束线缆业务整合，迅速点石成金扭亏为盈，树立极佳的业界口碑，有望成为全球汽车线束龙头。立讯早在几年前已开始布局智能底盘赛道，聚焦后轮转向产品，此次收购京西将进一步补全立讯的悬架和线控能力，收获独家技术壁垒和全球顶级客户，吹响了立讯全面进军智能底盘的冲锋号，未来有望在智能底盘赛道复制前期成功经验，对标博世等头部厂商的底盘业务，助力立讯成为全球汽车 Tier1 领导厂商，打开可观的长线收入和利润空间。

投资建议。我们维持公司 26/27/28 年营收 4364/5542/6927 亿和归母净利润 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 24/18/14 倍。我们重申立讯精密的 AI 算力和端侧业务在 26-27 年正迎来全面收获节点，而去年以来对莱尼的成功整合以及此次入主京西，则在汽车赛道内生外延打开长期空间。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。

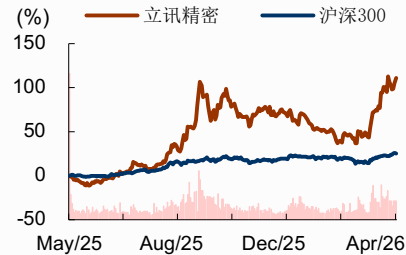
TMT 及中小盘/电子  
目标估值：90.00 元  
当前股价：71.29 元

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)	519.4
流通市值 (十亿元)	518.2
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	47	16	128
相对表现	41	12	102



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《立讯精密 (002475) —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》2026-05-06
- 《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

鄢凡 S1090511060002  
yanfan@cmschina.com.cn

□ 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

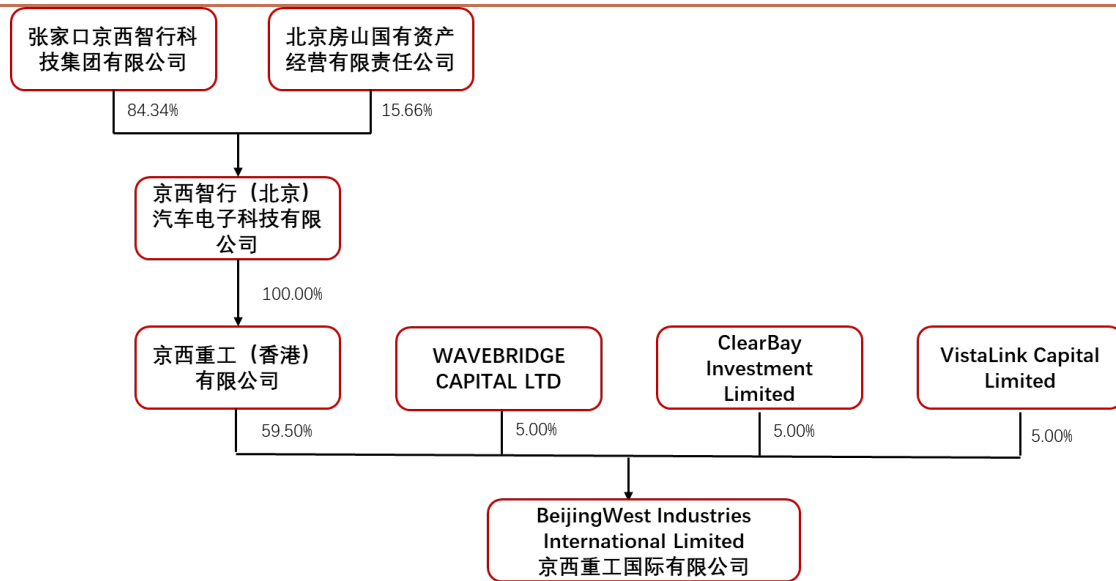
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	268795	332344	436368	554188	692735
同比增长	16%	24%	31%	27%	25%
营业利润(百万元)	16142	19156	25270	33503	43720
同比增长	26%	19%	32%	33%	30%
归母净利润(百万元)	13366	16600	21650	28506	37001
同比增长	22%	24%	30%	32%	30%
每股收益(元)	1.85	2.28	2.97	3.91	5.08
PE	38.4	31.2	23.9	18.1	14.0
PB	7.4	6.1	4.9	3.9	3.1

资料来源：公司数据、招商证券

一、收购京西智行集团股权详情

2026年5月10日，京西国际（2339.HK）发布公告，立讯精密有条件同意收购京西智行集团（即张家口京西智行科技集团有限公司）的全部股权，若潜在收购事项得以实现，立讯精密将间接持有京西国际已发行股份总数的 59.50%，并成为其最终控股股东。

图 1：京西国际股权结构



资料来源：wind，招商证券

二、京西智行：全球化汽车悬架与制动系统一级供应商，深度布局海内外产能及客户

京西智行是全球化汽车悬架与制动系统一级供应商，承袭 DELCO 和德尔福逾百年历史和积淀。截至目前，公司在中国、欧洲、北美核心汽车产区设有多个生产基地和测试厂，客户覆盖 50 多个头部汽车品牌。

表 1: 京西智行发展历程

年份	事件
1909-2009 年: 公司前身发展史	
1909 年	代顿工程实验室 (DELCO) 创立
1920-2009 年	1920 年通用汽车公司收购代顿工程实验室公司, 先后发展为代顿产品部 (Delco Products)、代顿制动 (Delco Brake)、代顿莫雷纳 (Delco Moraine) 公司、代顿底盘公司 (Delco Chassis), 并于 1995 年成为德尔福底盘系统公司。 期间 Delco 研发了众多创新的底盘技术, 并引进了悬架支柱、空气调节系统和电子控制阻尼等汽车悬架产品。1956 年推出全球首款四轮自动空气悬架, 1988 年推出防抱死制动系统 (ABS), 2022 年推出全球首款磁流变减震器 MagneRide, 并用于包含凯迪拉克在内的全球不同品牌的多款高端车型。
2009 年至今: 京西重工成立	
2009 年	京西重工成立, 收购德尔福全球底盘悬架及制动系统业务
2022 年	张家口金控集团领投并控股京西智行 河北张家口生产基地投产
2023 年	京西 AeroRide 空气悬架系统首次成功在国内量产并商用 线控制动系统首次成功登陆欧洲市场, 进入主流汽车集团供应链
2025 年	京西重工正式更名京西智行 连续两年登上胡润全球独角兽排行榜, 为该榜单全球唯一汽车零部件企业, 估值达 130 亿元 MagneRide 第四代磁流变悬架系统成功国产并商用产, 国内悬架技术提升至国际领先水平

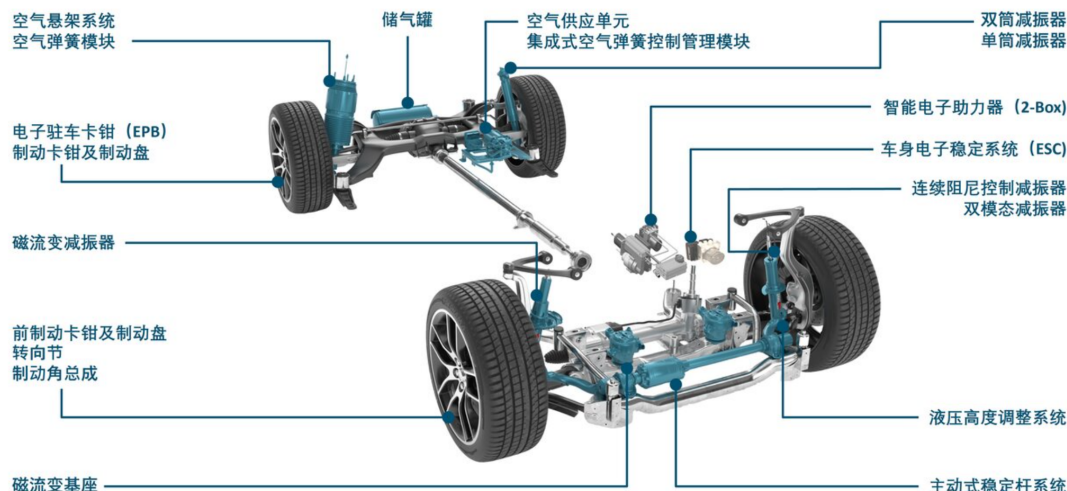
资料来源: 公司官网及公众号, 招商证券

京西智行主要专注于悬架系统和制动系统两大领域的产品研发与制造。具体可分为 MagneRide 磁流变悬架、半主动稳定杆 (SARC)、AeroRide 空气弹簧、被动减震器、线控制动、卡钳等产品线。

1) 悬架系统方面, 提供完整产品矩阵, 包括智能全主动悬架、MagneRide®磁流变悬架系统、AeroRide™空气悬架系统、ValveRide™连续阻尼控制减震器、双筒和单筒减震器、频率响应减震器。其中, 智能全主动悬架、MagneRide®磁流变悬架和 AeroRide™空气悬架技术居于全球业界前沿。京西智行是唯一具备磁流变悬架量产能力的公司。自 2002 年发明并独家生产磁流变悬架系统至今已累计生产超过 1000 万支。2025 年 3 月, 京西智行磁流变悬架系统生产线正式投产, 成为中国首批磁流变悬架系统生产线。

2) 制动系统方面, 京西智行具备完善的汽车底盘核心零部件和电子系统研发、生产及品控能力。产品包括前浮动式卡钳、固定式卡钳、后集成式电子卡钳 (EPB)、制动角总成、电子稳定控制系统 (ESC)、iDBC1 智能集成线控制动系统 (1-Box)、iDBC2 智能线控制动系统 (2-Box) 以及电子机械制动系统 (EMB)。其中, 电子机械制动系统 (EMB) 将支持 L3 及以上自动驾驶。此外, 低拖滞卡钳性能卓越, 处于行业领先地位。

图 2: 京西智行主要产品



资料来源: 公司官网, 招商证券

广泛深度布局欧美及中国地区, 生产基地持续优化升级。京西智行在中国、欧洲、北美核心汽车产区设有 1 家全球研发创新中心、8 家技术研发中心、7 座生产基地和 2 处测试厂。1) 25 年京西启动全球生产基地整合优化, 关闭 2 家海外高成本工厂、转移生产线, 以实现整合资源、降本增效, 其中 5 月关闭美国印第安纳工厂, 生产线转移至墨西哥奇瓦瓦工厂; 11 月捷克海布工厂停产, 生产线搬迁至波兰克罗斯诺工厂。2) 在海外“瘦身”同时, 京西国内的生产基地持续升级。2025 年 3 月, 京西全球第 8 座生产基地深圳工厂如期投产, 位于深汕特别合作区, 为集团内自动化程度最高的工厂之一。在深圳工厂和张家口工厂的磁流变悬架生产线之外, 京西智行在国内的北京、常州等生产基地也在不断提升智能化水平, 形成了覆盖核心技术产品的规模化生产能力。

图 3: 京西智行全球布局



资料来源: 公司官网, 招商证券

公司客户覆盖了从主流自主品牌到豪华品牌的广泛领域，包含兰博基尼、法拉利、保时捷、奔驰、宝马、奥迪、捷豹路虎、沃尔沃、大众、标致、雪铁龙、凯迪拉克、雪佛兰、福特、零跑、比亚迪、吉利、长安、长城、奇瑞、蔚来、小鹏等 50 多个知名汽车品牌。

京西智行全球年销售额约为 80 亿元，25 年全球营收同比增长 10%，经营利润显著增长。公司未来发展目标锚定中国市场销售额三年翻番、欧美市场年均增长超 20%。根据公司财报，2025 年上市公司主体京西国际（京西智行的子公司，主要涵盖海外高端主动悬架业务）全年营收近 30 亿港元，同比+7%稳中有升；其中来自德国/英国/美国/中国内地的收入占比分别为 30%/22%/16%。

图 4：京西智行主要客户

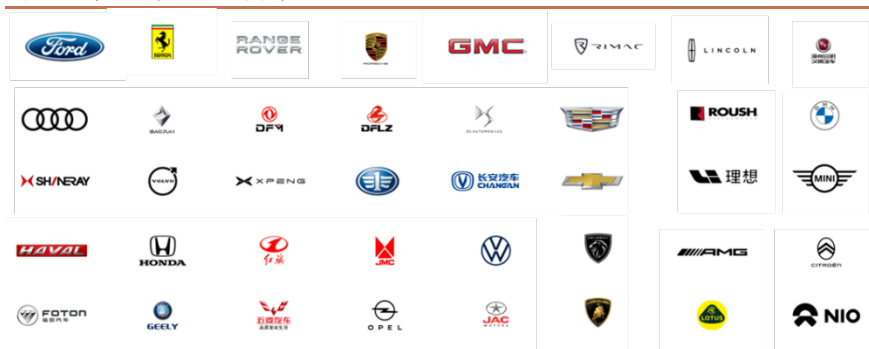
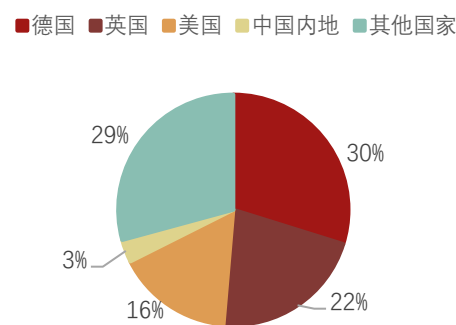


图 5：2025 年子公司京西国际营收分布



资料来源：公司官网，招商证券

资料来源：京西国际年报，招商证券

智能底盘加速渗透趋势下，公司持续深化磁流变悬架、EMB 线控制动等智能底盘关键领域的技术迭代，全球化市场布局持续加速。

悬架方面，公司通过量产磁流变悬架加速技术普惠，中国磁流变市场取得重大突破，25 年国内订单超 50 亿元。此前由于磁流变液技术壁垒高、相关技术被海外厂商垄断、磁流变悬架系统采购成本极高等因素，磁流变悬架的应用多限制于高端车型。2025 年 3 月，京西智行深汕工厂正式投产，开始量产第四代 MagneRide® 磁流变悬架系统，标志着国产磁流变悬架进入大批量生产阶段。根据京西智行，深汕工厂 2025 年产能将以 60 万支磁流变减震器，配套 15 万辆车的规模起步，并将于近几年达到配套 200 万辆车的规模。目前京西已与多家头部车企达成合作，25 年搭载 MagneRide® 磁流变悬架的深蓝 L06 纯电轿跑成功上市，同年国内订单超 50 亿元；海外高端领域亦有突破，极星 5 高性能版将搭载 MagneRide® 磁流变悬架系统。公司在全球智能底盘领域地位持续巩固，截至 2025 年底，京西智行在全球已拥有 140 余项磁流变悬架系统专利技术，国内专利数十项，技术壁垒持续筑牢。未来，京西智行第五代磁流变悬架系统正在融合 AI 算法与车路协同技术，实现从“路面适应”到“路况主宰”的颠覆性跨越，快速抢占未来智能出行的话语权。

制动方面，公司 1-Box 产品已于欧洲大规模量产，线控制动全面进入欧美主流汽车市场；EMB 加速迈向规模化商用，预计 27H1 投产。公司为中国首家具备海外控制制动量产供货能力的智能底盘企业。1) ESC: 2023 年，京西智行以 DBC1280 电子车身稳定系统（ESC）成功配套北美头部车企项目，在北美市场迈出坚实一步。2) 1-Box/2-Box: 早在 2020 年，京西智行的 iDBC2 控制制动

系统 (2-Box) 便成功配套于欧洲顶级纯电超跑 Rimac Nevera, 并继续赋能其后续升级车型。26 年 5 月初京西智行 iDBC1 集成式线控制动系统 (1-Box) 已于欧洲市场正式大规模量产, 上车全球头部车企全新平台首款车型, 后续还将覆盖四款车型。此外, 6 月另一款全新一代线控制动产品也将于北美市场量产。京西在欧美市场共两款线控制动产品覆盖共计 9 款车型, 生命周期规模高达 21 亿元, 为中国第一家全面站稳欧洲、美洲线控制动市场的企业。3) EMB: 25 年 8 月底京西智行公开自主研发的独家球盘式 EMB 第三代单电机方案样件, 目前已完成大庆、瑞典的三轮冬测和盐城的夏测, 在欧洲, 基于高端中大型 SUV 进行了 EMB 系统方案搭载 DEMO, 在国内基于高端中大型 SUV Demo 和国内 OEM 两台车搭载 EMB 系统方案, 进入全面验证与算法优化阶段, 计划于 2027 年上半年投产, 规划年产能达 48 万支。

图 6: 京西智行全面国产化第四代 MagneRide 磁流变减震器 图 7: 京西智行线控制动产品



资料来源: wind, 招商证券

资料来源: 公司公众号, 招商证券

图 8: 部分已搭载京西智行磁流变悬架车型



资料来源: wind, 招商证券

### 3、立讯精密汽车业务体系介绍

全球汽车产业在“电动化、智能化、网联化”浪潮下步入深水区, 行业格局与技术形态正经历颠覆性重构。AI 深度赋能下, 当下以高算力域控: 座舱, 智驾, “舱驾一体”, 智能车身域, 底盘域的电子电气域控架构, 以及以中央计算为核心算力单元的新一代架构成为核心趋势。一方面, 智能座舱融合端侧大模型, 实现类人化、沉浸式的多模态交互, 具备场景化主动服务 (车懂你), OTA 远程功能升级, 主动安全监测等功能; 另一方面智能驾驶在“端到端”大模型架构驱动下, 实现城市 NOA (导航辅助驾驶) 乃至 L3/L4 级自动驾驶能力的跳级跃升; 两者深度叠加, 为用户带来更安全连贯的驾乘体验, 从“人适应车”到“车服务人”, 显著提升了智能汽车的产品溢价与消费者粘性。

敬请阅读末页的重要说明

全球汽车供应链格局亦在经历历史性重构。中国新能源汽车品牌凭借产品力与智能化优势加速出海；面对激烈的全球竞争，海外传统主机厂正积极拥抱中国制造，倾向选择具备全球化交付能力，有自主研发能力，有强大制造能力的中国优秀 Tier 1 厂商，以获取极快的技术迭代响应及兼具顶尖品质与性价比的综合方案。这一趋势彻底打破了传统海外 Tier 1 的垄断壁垒，为中国汽车供应链企业敞开了通往全球顶尖阵营的战略机遇之门。

乘全球汽车产业智能化与电动化转型之势，公司坚定迈向“全球领先的 Tier 1 供应商”阵营。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；

与此同时，公司坚持底层技术正向研发，除自主开发的高速/低压连接器已确立领先优势外，正加速孵化并推进智能底盘域控制器、后轮转向控制单元等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。

表 2: 立讯精密汽车业务体系

业务领域	分类	细项
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、仪表盘线束、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； 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； 3) 智能底盘：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&SBW（线控转向）、全冗余 REPS 总成、滚珠丝杠总成、后轮转向总成等； 4) 电子电器：无线充电、USB HUB、智能进入、CMS 等。
	动力系统	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。

资料来源：公司公告，招商证券

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：

其一，制造赋能与降本增效。公司将深厚的精密制造底蕴与数字化管理经验全面输出，深度重塑莱尼集团生产流程，显著拉升其全球工厂的整体运营效能。

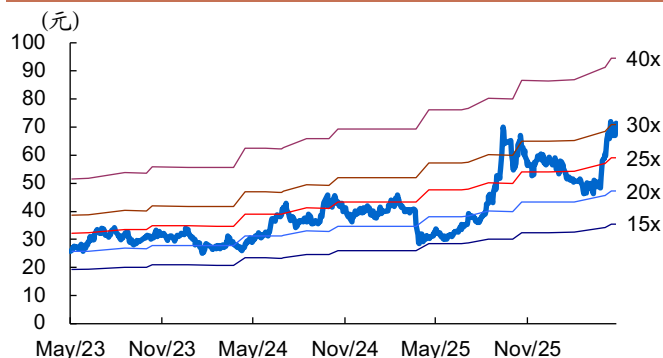
其二，产能复用与护航出海。依托莱尼遍布全球的成熟产能网络，公司大幅压减了海外建厂的时间与试错成本；在中国汽车品牌加速出海的浪潮下，庞大的属地化产能矩阵使公司能以极速响应本土车企，实现核心零部件的就近高效配套。

敬请阅读末页的重要说明

其三，供应链采购协同。作为头部汽车线束 Tier 1 厂商，莱尼集团自带庞大的基础物料采购体量；整合落地后，其采购端的规模效应得以反向赋能公司，实质性提升了公司汽车业务的市场竞争力。

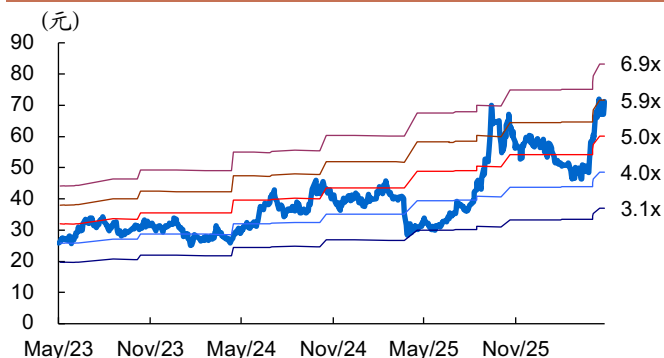
其四，客户矩阵全维拓宽。莱尼集团的并入，彻底打通了公司直通欧洲、美洲及日韩等海外主流车企核心供应链的深层通道；这不仅强势拉动立讯既有产品线的份额攀升，更犹如催化剂般加速了智能座舱、智驾域控等多品类高附加值产品的全面导入，真正达成核心技术生态与全球客户网络的深度双向赋能。

图 9: 立讯精密历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 10: 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）—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》2026-05-06
- 2、《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
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《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
- 6、《立讯精密（002475）—Q3 稳健增长符合预期，Q4 业绩提速可期》2024-10-28
- 7、《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
- 8、《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
- 9、《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
- 10、《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	38.4	31.2	23.9	18.1	14.0
PB	7.4	6.1	4.9	3.9	3.1
EV/EBITDA	20.2	16.2	12.3	9.7	7.8

## 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。