下载日志已记录，仅供内部参考

红板科技（603459）

证券研究报告
2026 年 09 月 08 日

消费电子 PCB 领先企业，重点布局高速光模块

概况：主营中高端 PCB，业绩稳步提升

公司是国内 PCB 优质企业，聚焦中高端 PCB 市场。公司核心产品涵盖 HDI 板、刚性板、柔性板、刚柔结合板、类载板及 IC 载板等全品类 PCB 产品，广泛应用于消费电子、汽车电子、高端显示、通信设备等多个核心领域。

公司 23-25 年收入逐年增长，毛利率稳步提升。公司 23-25 年收入分别为 23.4、27.0、36.8 亿元，毛利率分别为 15.9%、19.0%、26.4%。以 25 年为例，收入占比最大的为 HDI 板，25 年营收 22.9 亿元，占比 62%。24 年毛利率提升主要来自产能利用率提升带来规模效应，25 年毛利率提升主要来自新客户量增+订单结构优化。

看点：高端显示稳健增长，光模块、IC 载板带动高端化升级

公司在消费电子板有丰富的行业经验，市占率较高。2024 年手机 HDI 主板/手机电池板供货量约占全球前十大手机品牌出货量的 13%/20%。

高端显示带来公司新的增长动力。全球 LED 显示屏市场正处于快速增长阶段，预计市场规模将从 2023 年的 80 亿美元增长至 2026 年的 130 亿美元左右，年均复合增长率超过 13%。公司于 2024 年投产新产线，专注于高端显示 LED 板的研发和生产。凭借领先的技术优势和稳定的产品品质，公司已与多家行业龙头企业建立了稳定的合作关系。

重点布局高速光模块，IC 载板高端 PCB 领域。公司聚焦 AI 算力发展机遇，依托前瞻布局与成熟的制程技术，高速光模块 PCB 产品实现快速迭代落地，800G、1.6T 光模块 PCB 产品顺利实现量产。公司技术指标满足行业高端客户需求，订单需求保持旺盛态势，伴随 26Q3 IPO 募投项目逐步投产，高速光模块 PCB 有望迎来增长。公司 IC 封装载板业务下游客户批量订单持续落地，公司预计 26 年末有望趋近盈亏平衡。

投资建议

我们预计公司 26-28 年营业收入分别为 50、80、99 亿元，同比增长 36%、60%、24%，实现归母净利润 10.4、13.9、18.4 亿元，同比增长 92%、34%、32%。

按照我们对公司 26/27 年的业绩预测，对应当前估值 65/48X，考虑公司未来 2 年业绩增速和发展潜力（高端化），给予“持有”评级。

风险提示：消费电子需求不及预期，产能建设不及预期，新技术、新场景放量不及预期，原材料价格变动超预期，公司价格传导低于预期，市场竞争超预期，股价波动较大

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,702.48	3,677.02	4,988.82	7,972.02	9,915.04
增长率(%)	15.51	36.06	35.68	59.80	24.37
EBITDA(百万元)	532.91	997.48	1,370.88	2,182.99	2,769.38
归属母公司净利润(百万元)	213.91	539.85	1,036.85	1,391.70	1,835.22
增长率(%)	103.87	152.37	92.06	34.22	31.87
EPS(元/股)	0.33	0.83	1.38	1.85	2.43
市盈率(P/E)	273.07	108.20	64.95	48.39	36.70
市净率(P/B)	33.05	25.20	13.49	10.55	8.20
市销率(P/S)	21.61	15.89	13.50	8.45	6.79
EV/EBITDA	0.00	1.04	48.39	30.50	23.86

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	持有（首次评级）
当前价格	87.38 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	753.75
流通 A 股股本(百万股)	79.05
A 股总市值(百万元)	65,862.99
流通 A 股市值(百万元)	6,907.55
每股净资产(元)	5.96
资产负债率(%)	42.80
一年内最高/最低(元)	122.10/49.00

作者

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

张童童 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060005
zhangtongtong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 概况：主营中高端 PCB，业绩稳步提升 3
1.1. 聚焦中高端 PCB 市场，产品矩阵覆盖全品类 PCB 3
1.2. 股权结构集中，董事长入选福布斯中国最佳 CEO 3
1.3. 财务数据：23-25 年收入逐年增长，毛利率稳步提升 4
2. 看点：光模块、IC 载板带动高端化升级 5
2.1. 消费电子板市占率领先，高端显示带来增长动力 5
2.2. 重点布局高速光模块，IC 载板高端 PCB 领域 6
3. 盈利预测与估值 7
4. 风险提示 8

图表目录

图 1：公司股权结构（上市后） 4
图 2：2023-2025 年公司分产品收入及营收增速 5
图 3：2023-2026H1 公司归母净利润及增速 5
图 4：2023-2025 公司毛利率与净利率 5
图 5：公司消费电子领域产品 6
图 6：红板科技盈利预测 8

表 1：公司主要产品 3
表 2：公司光模块制造的核心技术 6
表 3：公司光模块制造技术能力对比 7

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 概况：主营中高端 PCB，业绩稳步提升

1.1. 聚焦中高端 PCB 市场，产品矩阵覆盖全品类 PCB

公司是国内 PCB 优质企业，聚焦中高端 PCB 市场。公司成立于 2005 年，由香港红板出资设立，自成立以来始终聚焦中高端 PCB 市场，深耕高精度、高密度、高可靠性的电路板制造领域，历经多年技术沉淀与市场深耕，已成为行业内具有竞争力的优质企业。

公司核心产品涵盖 HDI 板、刚性板、柔性板、刚柔结合板、类载板及 IC 载板等全品类 PCB 产品。公司可为客户提供多样化的产品选择和一站式服务，产品广泛应用于消费电子、汽车电子、高端显示、通讯电子等领域，在消费电子和汽车电子领域具备显著的竞争优势和市场地位。

表 1：公司主要产品

产品种类		产品特性	应用领域
刚性板	单面板	最基本的印制电路板，零件集中在其中一面，导线则集中在另一面上。因为导线只出现在其中一面，所以称为单面板，主要应用于较为早期的电路和简单的电子产品。	广泛分布于计算机及网络设备、通信设备、工业控制、消费电子和汽车电子等行业。
	双面板	在双面覆铜板的正反两面印刷导电图形的印制电路板，通过金属导孔使两面的导线相互连通。	
	多层板	具有3层或更多层导电图形的印制电路板，层间有绝缘介质粘合，并有导通孔互连。	
柔性板		指用柔性的绝缘基材制成的印制电路板。它可以自由弯曲、卷绕、折叠，可依照空间布局要求任意安排，并在三维空间任意移动和伸缩，从而达到元器件装配和导线连接一体化。	智能手机、笔记本电脑、平板电脑及其他便携式电子设备等领域。
刚柔结合板		指在一块印制电路板上包含一个或多个刚性区和柔性区，将薄层状的柔性印制电路板底层和刚性印制电路板底层结合层压而成。其优点是既可以提供刚性板的支撑作用，又具有柔性板的弯曲特性，能够满足三维组装需求	先进医疗电子设备、便携摄像机和折叠式计算机设备等。
金属基板		金属基板是由金属基材、绝缘介质层和电路层三部分构成的复合印制电路板。金属基板具有散热性好、机械加工性能佳等特点，主要应用于发热量较大的电子系统中。	LED液晶显示、LED照明灯、车灯领域。
HDI板		是高密度互连（High Density Interconnector）印制电路板的简称，也称微孔板或积层板。HDI是印制电路板技术的一种，可实现高密度布线，常用于制作高精密度电路板。HDI板一般采用积层法制造，采用激光打孔技术对积层进行打孔导通，使整块印制电路板形成了以埋、盲孔为主要导通方式的层间连接。HDI板实现印制电路板高密度化、精细导线化、微小孔径化等特性。	智能手机、笔记本电脑、数码相机、汽车电子以及其他消费电子产品，其中智能手机为HDI板的最大应用领域。
类载板		指Substrate-like PCB，一类线宽/线距界于HDI板和IC载板之间的电路板，通常采用SAP（半加成法）或mSAP工艺。	电子设备和通信领域等领域。
IC载板		IC载板直接用于搭载芯片，可为芯片提供电连接、保护、支撑、散热、组装等功效，以实现多引脚化，缩小封装产品体积、改善电性能及散热性、超高密度或多芯片模块化的目的。IC载板应该属于交叉学科的技术，它涉及到电子、物理、化工等知识。	半导体芯片封装

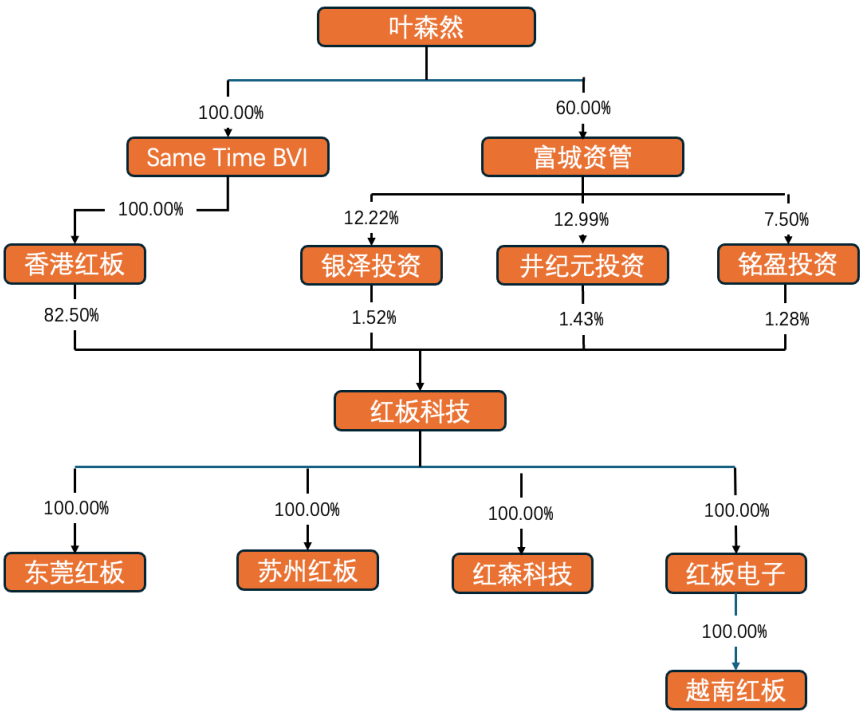
资料来源：公司招股书、天风证券研究所

1.2. 股权结构集中，董事长入选福布斯中国最佳 CEO

公司股权结构集中。2026 年 4 月 8 日 IPO 发行后，公司控股股东香港红板持有公司 82.5%的股份，SameTimeBVI 持有香港红板 100.00%的股份，叶森然持有 SameTimeBVI 100.00%的股份。因此，叶森然间接控制公司 82.5%的股份，支配公司 82.5%的股份表决权，为公司的实际控制人。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：公司股权结构（上市后）



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

董事长叶森然入选 2026 福布斯中国最佳 CEO。叶森然凭借前瞻性战略布局、成熟稳健的经营管理能力，以及带领企业在高端印制电路板领域实现的高质量发展成果成功入选 2026 福布斯中国最佳 CEO。叶森然是原香港上市公司森泰集团董事会主席、红板(江西)有限公司创始人。1949 年生，毕业于“国立台湾海洋大学”，持有电子工程学士学位，2008 年获世界杰出华人奖暨美国西阿拉巴马州立大学荣誉商学博士学位，具有近 50 年电子工业制造的经验。2026 年 4 月 8 日，叶森然带领红板科技在上海证券交易所主板成功上市。

1.3. 财务数据：23-25 年收入逐年增长，毛利率稳步提升

公司营业收入 23 年小幅增长、归母净利同比下滑。公司 23 年 PCB 产量 152.93 万平方米，销量 152.54 万平方米，产销规模平稳，但受国内 PCB 行业竞争加剧、承接部分低价订单影响，HDI 板毛利明显收缩；叠加新建 IC 载板产线 2022 年末投产、持续处于产能爬坡阶段，固定成本高企、载板业务持续亏损，拖累整体盈利水平。刚性板、柔性板盈利改善难以对冲上述压力，公司毛利率承压下行，2023 年主营业务毛利率回落至 11.04%。

24 年营收稳步扩容，盈利修复。公司 HDI 板产量快速增长，PCB 产销量同比分别 +17.5%/+17.0%，营业收入同比 +15.5%。依托客户结构优化、重点客户实现突破，HDI 板销量大幅增长，产能利用率提升带来规模效应，单位制造费用下降，HDI 板毛利率显著回升，推动主营业务毛利大幅改善，公司毛利逐步企稳回升。

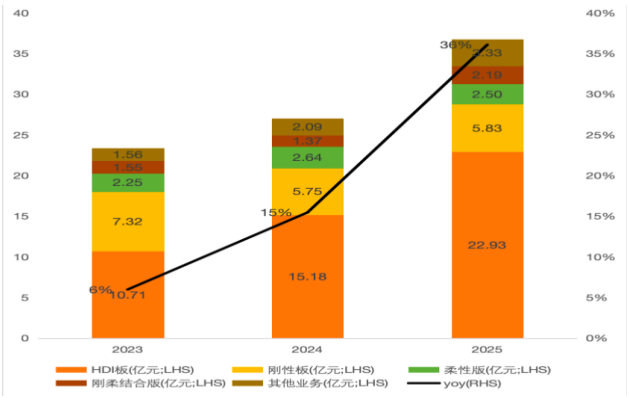
25 年公司盈利持续显著改善。一方面 vivo、传音、荣耀等手机品牌客户收入稳步增长，比亚迪、龙旗科技等新增客户贡献增量；同时订单结构持续优化，高工艺难度订单占比提升，HDI 板售价上行、毛利率改善，刚柔结合板订单同步增长带动毛利提升。算力产业链需求持续旺盛或进一步拓宽高端产品成长空间，全年营收同比增长 36%，归母净利大幅增长。

26 年 H1 公司实现营收 20.94 亿元，同比 + 22%，系订单增加及销售单价上涨所致；归

下载日志已记录，仅供内部参考

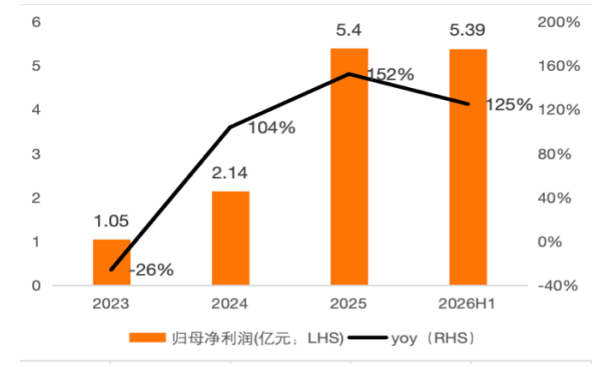
母净利润 5.39 亿元，同比 + 125%。

图 2：2023-2025 年公司分产品收入及营收增速



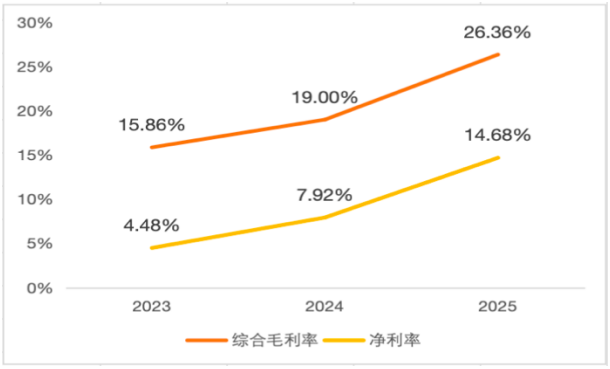
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：2023-2026H1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2023-2025 公司毛利率与净利率



资料来源：公司招股书、Wind、天风证券研究所

2. 看点：光模块、IC 载板带动高端化升级

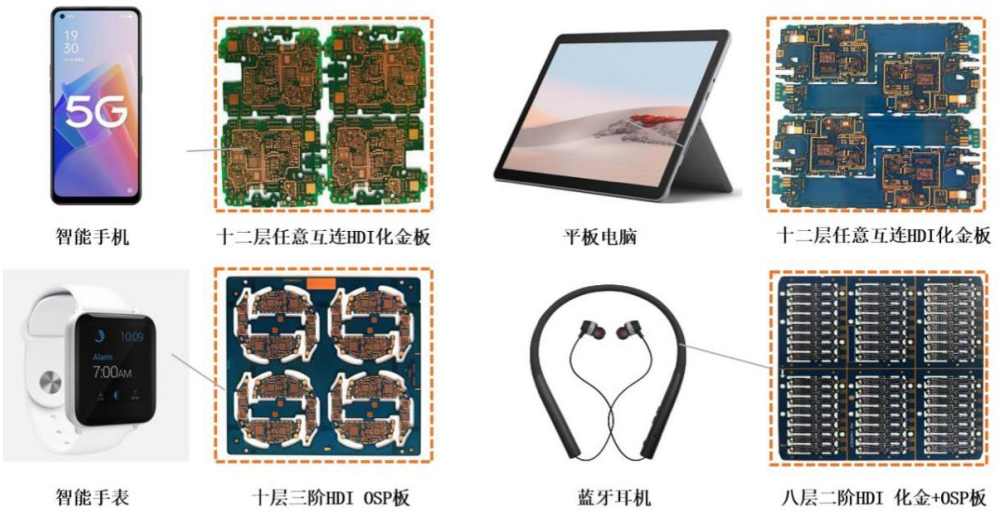
2.1. 消费电子板市占率领先，高端显示带来增长动力

随着全球消费电子市场的快速发展，消费电子产品快速迭代升级。这对 PCB 产品在高精密化、高可靠性、轻薄化、高传输速率等性能指标上提出了更高要求。公司消费电子 PCB 产品以手机主板、电池板为主。智能手机主板是承载核心信息处理和高速数据传输的关键部件。公司生产的高阶及任意层 HDI 板在满足高传输速率、多信息承载的同时，兼顾轻薄化和精密化要求。电池板承担电池的电量充电、电量输出的核心枢纽，同时兼容电池管理信号传输，通过对电池电芯温度进行数据监测、电流大小监测、短路保护，起到电池系统管理和安全用电保护作用，公司生产的手机电池板涵盖刚性板、柔性板、刚柔结合板等多种类型。

公司在消费电子板研发和制造领域具有丰富的行业经验，市场占有率较高。公司是全球前十大智能手机品牌中 8 家品牌的主要手机 HDI 主板供应商，产品覆盖 OPPO、vivo、荣耀、小米、三星、传音、华为、摩托罗拉等全球知名消费电子终端品牌，2024 年手机 HDI 主板供货量约占全球前十大手机品牌出货量的 13%。公司手机电池板的主要客户为东莞新能德、欣旺达、德赛电池等全球知名锂电池制造商，2024 年手机电池板供货量约占全球前十大手机品牌出货量的 20%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：公司消费电子领域产品



资料来源：公司招股书、天风证券研究所

随着 LED 显示技术不断突破和应用场景持续拓展，高端显示市场迎来广阔的发展空间。LED 显示技术正经历从传统 LED 向 Mini LED、Micro LED 的革新升级。Mini LED、Micro LED 等新一代显示技术具备低功耗、高集成、高显示效果、高技术寿命等优良特性。据公司招股说明书，全球 LED 显示屏市场正处于快速增长阶段，预计市场规模将从 2023 年的 80 亿美元增长至 2026 年的 130 亿美元左右，年均复合增长率超过 13%。

高端显示带来公司新的增长动力。2024 年以来，COB 显示封装技术以技术升级和产能扩张为主旋律。公司已掌握 COB 封装高端显示 PCB 产品的核心制造工艺，产品具备超高精度、高集成度、优异散热性能等特点。为满足快速增长的市场需求，公司于 2024 年投产新产线，专注于高端显示 LED 板的研发和生产。凭借领先的技术优势和稳定的产品品质，公司已与多家行业龙头企业建立了稳定的合作关系。主要客户包括兆驰股份、洲明科技、海康威视等 LED 显示行业领军企业，以及专注于 Mini/Micro LED 应用产品研发和制造的东莞市中麒光电技术有限公司等新兴企业。

2.2. 重点布局高速光模块，IC 载板高端 PCB 领域

光模块 PCB 有望成为公司新的增长极。

- ✓ 公司聚焦 AI 算力发展机遇，依托前瞻布局与成熟的制程技术，高速光模块 PCB 产品实现快速迭代落地，800G、1.6T 光模块 PCB 产品顺利实现量产，其中 1.6T 光模块 PCB 主要采用 12~16 层任意层互连架构搭配 mSAP 工艺，产品配置 3μm 超薄铜箔、45~50μm 微型精密盲孔，精细线路规格做到 20/20μm，PAD 到边公差精度控制在 2mil 以内，全频段阻抗管控精度最高可达 ±5%。
- ✓ 公司技术指标满足行业高端客户需求，订单需求保持旺盛态势，**伴随 IPO 募投项目投产（预计 2026 年第三季度开始逐步投产），高速光模块 PCB 有望迎来增长。**

表 2：公司光模块制造的核心技术

核心技术名称	技术先进性
传输速率技术能力达到 1.6TB	①采用 POFV 生产工艺；②采用 mSAP 工艺，线宽线距 20μm/20μm

下载日志已记录，仅供内部参考

阻抗均匀性管控技术	①电镀使用 VCP 及氧化铜粉电镀，管控电镀均匀性±2μm；②蚀刻使用真空蚀刻+二流体，管控蚀刻均匀性 > 97%；③压板使用中压机，管控介厚均匀性±4μm
邦定与成型边相切管控技术	①使用光学锣机，锣板精度控制在±50μm 内；②锣刀寿命特殊管控，防止披锋
激光烧盲槽管控技术	①使用激光钻机烧盲槽，盲槽长度尺寸公差管控±75μm 内；②盲槽加工采用分刀加工，孔与孔之间的重合度按 50μm 进行叠孔，保证槽底干净平整
内层埋铜块管控技术	①电镀后线路前，内层锣槽采用凸点方式制作，固定铜块不偏移；②采用真空塞树脂的方式，填实铜块周围间隙
金手指无引线管控技术	使用曝光型选化油盖电金引线、选化干膜盖沉金区的方式加工，碱性蚀刻引线工艺

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

表 3：公司光模块制造技术能力对比

技术指标	业界通用能力	公司技术能力
传输速率技术能力	200G/400G	具有 1.6TB 技术生产能力
阻抗均匀性管控技术	阻抗公差控制在±10%内	阻抗公差控制在±6%内
邦定与成型边相切管控技术	易产生毛刺	无披锋毛刺
激光烧盲槽管控技术	/	盲槽槽宽：75-100μm，槽长 5mm 以内，盲槽凹陷填平，凹陷 < 10μm
内层埋铜块管控技术	/	具有批量生产埋铜块技术能力
金手指无引线管控技术	/	具有金手指无引线残留技术能力

资料来源：公司招股书、天风证券研究所

公司积极扩产高端 PCB。

- ✓ **HDI：**预计总投资不超过人民币 7 亿元，扩充高精密 HDI 电路板产能，项目开工时间 27 年 1 月，建设期 24 个月，分阶段完成厂房装修、设备采购及安装调试、试生产及产能爬坡等工作。

- ✓ **mSAP：**预计总投资不超过人民币 50 亿元，高阶 mSAP 高端精密电路板，项目开工时间 27 年 1 月，建设期 48 个月，分阶段完成设备进场、安装调试、试生产等工作。

IC 载板业务持续改善，公司预计 26 年末有望趋近盈亏平衡。公司 IC 封装载板业务下游客户批量订单持续落地，产线稼动率稳步爬坡，单位制造费用有效摊薄，红森科技亏损持续收窄。现阶段产品主要覆盖存储、射频、Sensor 等领域。随着产能利用率进一步提升与产品结构优化，公司预计 2026 年末该业务有望趋近盈亏平衡。

3. 盈利预测与估值

我们预计公司 26-28 年营业收入分别为 50、80、99 亿元，同比增长 36%、60%、24%，实现归母净利润 10.4、13.9、18.4 亿元，同比增长 92%、34%、32%。核心假设如下：

- ✓ **营业收入：1）HDI：**27 年产能逐步爬坡，28 年营收有望增长。考虑 27 年新增开工的 HDI 扩产计划，我们预计 HDI 业务 26-28 年营收增速为 50%、80%、20%。**2）刚性**

下载日志已记录，仅供内部参考

板：参考 25 年增速，预计 26-28 年营收增速均为 1%。3）柔性板：参考 25 年增速，预计 26-28 年营收增速均为-5%。4）刚柔结合板：参考 25 和 24 年平均增速 24%，取整假设为 20%。5）其他：26、27 年参考 25 年增速，28 年考虑 mSAP 扩产项目释放，我们预计其他业务 26-28 年营收分别达 4.6、6.5、12.9 亿元。

- ✓ **毛利率：**1）HDI：26 年因上游涨价公司传导有时间差，同比下降，后续传导后+规模效应下毛利率有望提升。2）刚性板：跟随过往三年趋势下降。3）柔性板：过往三年有涨有跌，取中间数。4）刚柔结合板：跟随过往三年趋势提升。5）其他：考虑 mSAP 等高端品放量趋势。

图 6：红板科技盈利预测

项目（亿元、%）	2025年	2026年E	2027年E	2028年E
营业收入	37	50	80	99
YOY	36%	36%	60%	24%
HDI	22.9	34.4	61.9	74.3
YOY	51%	50%	80%	20%
刚性板	5.8	5.9	5.9	6.0
YOY	1%	1%	1%	1%
柔性板	2.5	2.4	2.3	2.1
YOY	-5%	-5%	-5%	-5%
刚柔结合板	2.2	2.6	3.2	3.8
YOY	60%	20%	20%	20%
其他	3.3	4.6	6.5	12.9
YOY	39%	40%	40%	100%
毛利率	26%	26%	28%	28%
HDI	26%	25%	26%	26%
刚性板	6%	6%	5%	5%
柔性板	20%	20%	20%	20%
刚柔结合板	40%	41%	42%	42%
其他	58.4%	59%	59%	50%
税金及附加+期间费用	3.2	3.9	5.4	6.3
归母净利润	**5.4**	**10.4**	**13.9**	**18.4**
YOY	152%	92%	34%	32%

资料来源：公司招股书、Wind、公司公告、天风证券研究所

按照我们对公司 26/27 年的业绩预测，对应当前估值 65/48X，考虑公司未来 2 年业绩增速和发展潜力（高端化），给予“持有”评级。

4. 风险提示

消费电子需求不及预期：公司主营产品为 PCB，PCB 一大下游是消费电子，若消费电子需求不及预期，将影响我们对公司收入的预测。

产能建设不及预期：公司未来几年新建项目较多，若建设速度不及预期，将影响我们对收入的判断。

新技术、新场景放量不及预期：公司扩产 mSAP PCB，若此工艺未来需求侧放量不及预期，将影响我们对收入的判断。

原材料价格变动超预期：公司上游原材料价格波动大，若波动超预期，将影响我们对毛利率的预测。

公司价格传导低于预期：原材料涨价下，公司一般会向下游传导，即涨价，若涨价不及预期将影响我们对毛利率的判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

市场竞争超预期：PCB 产业链目前景气度高，若未来更多对手进入带来竞争格局恶化，将影响我们对毛利率的判断。

股价波动较大：PCB 产业链目前市场热度高，且公司属于新股，流通盘较小，股价波动较大。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	261.56	407.74	1,539.82	1,290.80	1,797.29
应收票据及应收账款	948.88	1,143.79	1,876.52	2,941.18	2,937.99
预付账款	4.28	5.05	5.61	12.44	9.99
存货	252.72	372.26	415.96	842.80	728.38
其他	85.13	270.25	175.80	163.78	181.81
流动资产合计	**1,552.57**	**2,199.09**	**4,013.72**	**5,251.00**	**5,655.46**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,069.96	2,324.58	2,907.04	3,778.14	4,505.04
在建工程	121.59	290.23	533.63	770.18	959.12
无形资产	20.34	82.33	79.30	76.27	73.24
其他	102.14	149.46	100.23	99.98	103.43
非流动资产合计	**2,314.03**	**2,846.60**	**3,620.19**	**4,724.57**	**5,640.83**
资产总计	**3,866.60**	**5,045.69**	**10,758.32**	**12,255.43**	**12,328.22**
短期借款	379.43	407.48	50.00	60.00	70.00
应付票据及应付账款	1,142.63	1,371.11	2,001.03	3,409.12	3,182.93
其他	224.34	198.23	264.69	250.37	269.81
流动负债合计	**1,746.39**	**1,976.82**	**2,315.73**	**3,719.49**	**3,522.74**
长期借款	200.30	450.10	450.10	450.10	450.10
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	152.47	300.78	183.22	189.87	206.58
非流动负债合计	**352.76**	**750.88**	**633.32**	**639.97**	**656.69**
负债合计	**2,099.16**	**2,727.70**	**2,949.04**	**4,359.46**	**4,179.43**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	653.75	653.75	753.75	753.75	753.75
资本公积	695.66	709.29	2,243.29	2,243.29	2,243.29
留存收益	419.31	959.16	1,996.01	3,387.71	5,222.94
其他	(1.28)	(4.22)	(2.19)	(2.56)	(2.99)
股东权益合计	**1,767.45**	**2,317.98**	**4,990.86**	**6,382.19**	**8,216.98**
负债和股东权益总计	**3,866.60**	**5,045.69**	**10,758.32**	**12,255.43**	**12,328.22**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	213.91	539.85	1,036.85	1,391.70	1,835.22
折旧摊销	241.01	279.43	331.17	394.29	453.14
财务费用	16.59	27.18	35.00	38.00	40.00
投资损失	(0.84)	(0.59)	(0.80)	(0.98)	(0.71)
营运资金变动	(20.22)	(216.56)	(107.14)	(74.08)	(83.34)
其它	21.01	209.31	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	**471.47**	**838.62**	**1,295.08**	**1,748.93**	**2,244.31**
资本支出	334.61	605.96	1,271.56	1,492.26	1,349.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(735.70)	(1,561.03)	(2,731.16)	(3,450.01)	(3,048.58)
投资活动现金流	**(401.09)**	**(955.07)**	**(1,459.60)**	**(1,957.75)**	**(1,699.33)**
债权融资	43.08	206.44	(339.43)	(39.83)	(38.06)
股权融资	6.50	10.69	1,636.02	(0.37)	(0.43)
其他	7.21	31.49	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**56.78**	**248.62**	**1,296.60**	**(40.20)**	**(38.49)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**127.16**	**132.17**	**1,132.08**	**(249.02)**	**506.49**

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**2,702.48**	**3,677.02**	**4,988.82**	**7,972.02**	**9,915.04**
营业成本	2,189.09	2,707.81	3,670.71	5,774.05	7,103.59
营业税金及附加	15.65	19.21	24.94	35.87	41.64
销售费用	32.60	37.36	44.90	63.78	74.36
管理费用	72.34	84.36	104.77	151.47	178.47
研发费用	125.20	146.88	179.60	247.13	297.45
财务费用	17.07	33.04	35.00	38.00	40.00
资产/信用减值损失	(40.03)	(57.94)	(83.90)	(97.56)	(105.98)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.84	0.59	0.80	0.98	0.71
其他	34.54	37.19	34.74	35.49	35.81
营业利润	**245.89**	**628.20**	**880.55**	**1,600.63**	**2,110.07**
营业外收入	0.18	0.07	301.70	0.10	0.12
营业外支出	0.01	2.68	1.88	1.52	2.03
利润总额	**246.05**	**625.59**	**1,180.37**	**1,599.21**	**2,108.16**
所得税	32.14	85.74	143.52	207.51	272.94
净利润	**213.91**	**539.85**	**1,036.85**	**1,391.70**	**1,835.22**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**213.91**	**539.85**	**1,036.85**	**1,391.70**	**1,835.22**
每股收益（元）	0.33	0.83	1.38	1.85	2.43

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	15.51%	36.06%	35.68%	59.80%	24.37%
营业利润	106.53%	155.48%	40.17%	81.78%	31.83%
归属于母公司净利润	103.87%	152.37%	92.06%	34.22%	31.87%
获利能力					
毛利率	19.00%	26.36%	26.42%	27.57%	28.36%
净利率	7.92%	14.68%	20.78%	17.46%	18.51%
ROE	12.10%	23.29%	20.78%	21.81%	22.33%
ROIC	11.52%	27.12%	29.78%	35.77%	33.27%
偿债能力					
资产负债率	54.29%	54.06%	27.41%	35.57%	33.90%
净负债率	24.84%	22.97%	-18.12%	-10.29%	-14.14%
流动比率	0.89	1.11	1.73	1.41	1.61
速动比率	0.74	0.92	1.55	1.19	1.40
营运能力					
应收账款周转率	3.13	3.51	3.30	3.31	3.37
存货周转率	11.84	11.77	12.66	12.67	12.62
总资产周转率	0.75	0.83	0.63	0.69	0.81
每股指标（元）					
每股收益	0.33	0.83	1.38	1.85	2.43
每股经营现金流	0.72	1.28	1.72	2.32	2.98
每股净资产	2.70	3.55	6.62	8.47	10.90
估值比率					
市盈率	273.07	108.20	64.95	48.39	36.70
市净率	33.05	25.20	13.49	10.55	8.20
EV/EBITDA	0.00	1.04	48.39	30.50	23.86
EV/EBIT	0.00	1.42	63.81	37.23	28.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

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 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com