

英唐智控 (300131.SZ)
其他电子 II

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 03 月 06 日

评级： 增持 (首次)

分析师：王芳
执业证书编号：S0740521120002
Email: wangfang02@zts.com.cn
分析师：杨旭
执业证书编号：S0740521120001
Email: yangxu01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

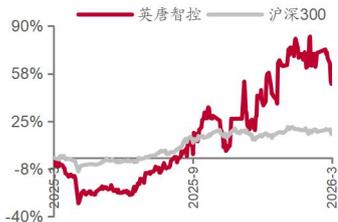
指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,958	5,346	5,563	5,800	6,416
增长率 yoy%	-4%	8%	4%	4%	11%
归母净利润 (百万元)	55	60	26	40	64
增长率 yoy%	-4%	10%	-57%	53%	59%
每股收益 (元)	0.05	0.05	0.02	0.04	0.06
每股现金流量	0.11	0.36	-0.11	0.12	0.19
净资产收益率	3%	3%	2%	3%	5%
P/E	284.4	258.9	598.6	390.1	244.9
P/B	9.1	9.0	10.1	11.5	13.1

备注：股价截止自 2026 年 03 月 05 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

总股本(百万股)	1,135.02
流通股本(百万股)	1,042.27
市价(元)	13.75
市值(百万元)	15,606.52
流通市值(百万元)	14,331.18

股价与行业-市场走势对比



相关报告

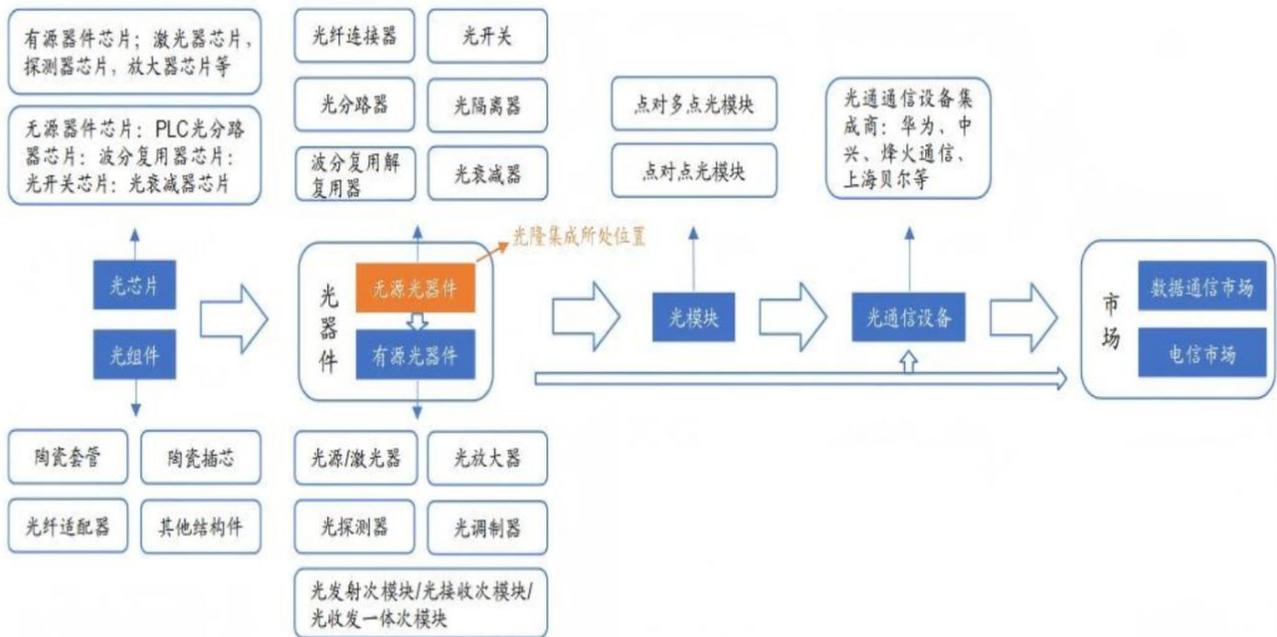
报告摘要

- 事件：**公司于 1 月 29 日发布公告，拟通过发行股份及支付现金方式收购光隆集成 100% 股权与奥简微电子 100% 股权，交易总对价 8.08 亿元，同时拟向不超过 35 名特定投资者募集配套资金不超过 5.09 亿元。其中，光隆集成交易价格 7 亿元，奥简微电子 1.08 亿元，支付方式为现金与股份结合，股份发行价格 7.38 元/股。交易完成后，两家标的公司将成为公司全资子公司。
- 收购光隆集成，助力完善半导体全产业链布局。**光隆集成为无源光器件供应商，产品线覆盖全类型光开关（机械式、MEMS、磁光、在研电光开关）。基于深厚积累，已延伸至基于 MEMS 路线的 OCS 光路交换机产品，具备从器件到系统的能力。目前光隆集成小通道的 OCS 产品已经进入市场，128/256 等大通道产品有望在 2026 年逐步推向市场。公司在海外的 IDM 工厂拥有近 20 年的 MEMS 振镜研发经验并实现量产，有望为标的公司光隆集成的 OCS 产品核心部件 MEMS 阵列芯片提供产能保障与工艺支持，解决光隆集成目前依赖外购或代工导致的响应缓慢的问题，形成供应链优势。同时公司位于海外的 fab 工厂可作为海外运营与供应链中转平台，有助于协同光隆集成拓展海外云厂商等客户，规避潜在供应链风险。
- 公司主营业务电子分销营收稳定，向上游芯片研发制造转型升级。**公司自 2019 年开始，就坚定不移的实施从电子元器件分销向上游半导体芯片研发制造进行转型升级的战略决策，至今已经投入了大量的资金在产能和研发的各种布局上。目前公司自身的芯片研发制造业务已经占到公司整体业务体量的比例接近 10%，年平均收入在 4 亿元人民币左右。结合公司当前转型节奏，我们预计未来 2-3 年内公司芯片研发制造业务可完成放量。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 25-27 年分别实现营业收入 55.6/58/64.2 亿元，同比增长 4%/4%/11%；25-27 年分别实现归母净利润 0.26/0.4/0.64 亿元，同比增长 -57%/53%/59%。可比公司方面，我们选择主营业务为电子分销的香农芯创以及主营业务为光电子器件且具备 OCS 技术的德科立、光迅科技作为可比公司，可计算得可比公司 2025-27 年 PE 分别为 176/70/44 倍，同期公司 PE 为 599/390/245 倍。公司当前主业电子分销营收稳定，可为公司提供稳定现金流；芯片设计制造业务处于高速增长阶段，预计 2-3 年内完成可放量；同时公司在海外的 IDM 工厂日本英唐微拥有丰富的 MEMS 振镜研发经验，有望为光隆集成的 OCS 产品核心部件 MEMS 阵列芯片提供产能保障与工艺支持，形成供应链优势。考虑到未来光隆集成可成为公司未来盈利提升主要动力，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**业务转型不及预期的风险；收购暂停、中止或取消的风险；光通信领域市场不确定性；研报使用信息更新不及时。

1、收购光隆集成，打造 OCS 新成长曲线

- 光隆集成主要从事光开关等无源光器件和相关模块、设备的研发、生产和销售，属于光通信行业范畴。光器件属于光通信行业范畴。光通信的核心在于使用光波作为载波，通过光纤作为传输介质，依靠光模块实现电光信号的转换，从而以光信号形式传输信息，具备信道带宽极宽、传输容量大、中继距离长和抗干扰能力强等多项优点。光通信凭借其卓越的性能，已经成为通信行业的主流通信方式，并广泛应用于数据中心、电信网络、光纤宽带等多个领域。光通信产业链上游主要为光模块核心部件，包括光芯片、光学元件及由各类光组件组成的光器件等，中游包括光模块、光纤光缆等，下游主要为光通信设备，其中光模块是光通信系统中的一类硬件设施，是光通信中的“信号转换中枢”。应用场景主要有数据中心和电信等，广泛应用于人工智能、云计算、智能交通、安防监控等使用场景。2025 年，国内光通信市场规模有望达 1750 亿元，对应 2022-2025 年年均复合增长率为 12%。

图表 1：光隆集成在光通信行业中的位置



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 光器件是光通信网络最核心的组成部分。作为光通信网络中基础的组成元件，光器件承担着光信号的产生、调制、探测、接收、连接、传导、发送、波分复用和解复用、光路转换、信号放大、光电转换等功能，代表了现代光电技术与微电子技术前沿，由于光信号在光纤中的传输速率已接近光速，但光器件、光设备的处理和传输速率存在瓶颈，因此光器件和光设备是制约光信号传输的核心环节，很大程度上决定了光通信网络的信息传输速度、质量、性能水平和可靠性。国内光器件市场未来五年将保持 15% 以上的年均复合增长率，到 2029 年市场规模有望超过 2,500 亿元。
- 从功能维度看，根据是否需要外加能源驱动以及是否涉及光电转换，光器件可分为无源光器件与有源光器件两类。其中无源光器件位于光通信产业链中光模块的上游，器件种类、产品规格型号差异较大。受益于 AI 算力需求的爆发，终端数据中心资本支出加速，带动光模块市场需求快速增长，是光器件行业快速发展的主要逻辑。AI 海量数据的收集、计算、训练以及传输需求，将带来算力和网络的加速建设和迭代升级，为光通信产品的需求带来巨大增量，拉动无源光器件的需求量同步提升。

图表 2: 光器件可分为无源光器件与有源光器件两类

类型	器件名称	器件功能
无源光器件	光开关	是一种具有一个或多个可选择的传输端口, 可对光传输线路或者集成光路中的光信号进行相互转换或逻辑操作的器件
	光模块组件	用于连接光模块内有源器件与光接口, 承担着连接外部光信号与光模块或通信设备内部探测器、激光器, 并将光信号传输到外部光纤的作用
	光衰减器	通过对光信号的衰减来实现光功率的控制, 是使传输线路中的光信号产生定量衰减的光器件
	光波分复用器	是一种特殊的耦合器, 是构成波分复用多信道光波系统的关键器件, 可以将若干路不同波长的光信号复合后送入同一根光纤中传送, 将同一根光纤中传送的多波长光信号分解后传输给不同的接收机
	光纤连接器	为光信号提供传输通道, 实现系统中设备间、设备与仪表间、设备与光纤间以及光纤与光纤间的非永久性固定连接
	光分路器	是一种集成波导光功率分配器件, 作用是实现光信号的分路, 可将光信号分至多条光纤
	光隔离器	是一种只允许光正向传输的无源光器件, 相当于电子系统中二极管的功能, 常置于光源后, 用来抑制光传输系统中反射信号对光源的不利影响
有源光器件	激光器	将电信号转换成光信号, 提供光源
	光探测器	能够检测出入射在其上面的光信号, 并完成光信号向电信号的转换
	光放大器	利用激光受激辐射原理, 对光信号进行放大
	光收发器	将光发送器件和光接收器件集成的光电转换器件
	光调制器	在电光转换过程中, 调整光信号的强度、相位、偏振、频率和波长, 方便信号处理、传输和检测

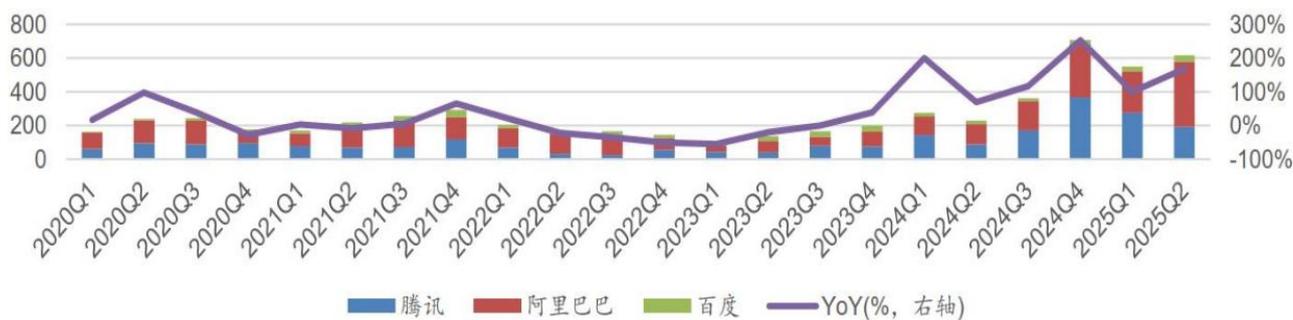
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 受益于 AI 算力需求的爆发, 国内外云厂商持续加大数据中心资本开支。** AI 应用对整体云业务的推动作用日益凸显, 云计算巨头正加大云和数据中心投资力度, 以满足日益增长的需求。亚马逊、微软、谷歌、Meta 均将在 2025 年大幅加码资本开支, 合计指引投入超 3800 亿美元。2025 年第三季度, 北美四大云厂商资本开支合计为 1124.3 亿美元, 同比增长 76.9%。从国内来看, DeepSeek 带来开源大模型生态重塑, 下游 AI 应用的广泛推广以及国产算力硬件性能的显著提升, 驱动国内云计算厂商的资本开支显著增长, 未来将持续扩大资本支出规模。2025 年第二季度, 我国三大云厂商阿里巴巴、腾讯、百度资本开支合计为 615.8 亿元, 同比增长 168.40%, 新增资本开支主要用于建设 AI 基础设施。

图表 3: 2020-2025Q3 海外主要云厂商资本开支 (亿美元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 2020-2025Q2 国内主要云厂商资本开支 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **光通信行业进入景气周期, 成为上游光器件市场规模扩张的核心驱动力。**根据 Lightcounting 数据, 全球光模块市场规模从 2020 年的 104.53 亿美元跃升至 2024 年的 163.43 亿美元, 年复合增长率达 11.82%。2024-2030 年, 随着 AI 基础设施建设对以太网交换机和高速光模块 (400G 以上) 的强劲需求爆发, 光模块的全球市场规模将以 17.59% 的复合增长率保持持续增长, 2030 年的市场规模预计将超过 432 亿美元。传统的光模块应用于电信市场, 以 10G/25G/50G/100G 主流速率为主, 而数通市场聚焦高带宽场景, 主流速率为 100G/200G/400G/800G/1.6T。2024 年起, 伴随数据中心的迅速发展, 数通市场高速光模块已成为市场主流。

图表 5: 2020-2030 年全球光模块市场规模及预测 (单位: 亿美元)



来源: 公司公告, Lightcounting, 中泰证券研究所

- **从细分领域来看, 全球 OCS 交换机市场增长显著。**该市场 2020-2024 年 CAGR 达 49.80%, 市场规模从 0.73 亿美元增长至 3.66 亿美元。据 Cignal AI 的最新预测, 2029 年 OCS 市场总规模有望达到 25 亿美元, 即 2024-2029 年 CAGR 达 47%。从应用场景看, 数据中心是 OCS 交换机最大应用市场, 2024 年市场规模 1.96 亿美元, 全球占比 53.44%; 产品类型上, DirectLightDBS 方案增长迅猛, 2020-2024 年 CAGR 为 52.53%, 成为市场主导。
- **光隆集成目前已构建了丰富的产品线, 主要产品包括光开关、光保护模块和 OCS 光路交换机等, 能够满足不同行业、不同场景的客户需求。**作为无源光器件供应商, 光隆集成产品线覆盖全类型光开关 (机械式、MEMS、磁光、在研电光开关)。基于深厚积累, 公司已延伸至基于 MEMS 路线的 OCS 光路交换机产品, 具备从器件到系统的能力。光隆集成的 OCS 板块业务基于 MEMS 微镜阵列技术打造, 目前 32×32、64×64 等小通道规格产品已取得

客户订单并实现销售，128×128、256×256等大通道产品预计在2026年陆续完成研发进入可生产阶段，可适配从中低带宽到大规模算力集群的不同场景需求，深度受益AI算力、数据中心驱动模块需求增长。

图表 6: 光隆集成产品矩阵

产品名称	产品图片	特性	应用场景
光开关	小型光开关	 <p>此类光开关具有插损低、体积小等优点，是用于动态配置分插复用器 OADM、城域网 (MAN) 和网络安全监控的理想器件，通过光路切换，实现光路交叉链接切换，纤小的封装更易于集成进高密度的光通信系统中，有锁定及非锁定两种控制类型</p>	<ul style="list-style-type: none"> ·实验室研发 ·监控系统 ·动态配置分插复用 OADM ·城域网 (MAN) ·网络安全与监控
	MEMS 光开关	 <p>基于微机电系统 (MEMS) 技术的光学部件，能够在多个光输入和输出端口之间灵活切换光信号。MEMS 光开关的核心是微小的机械结构，通常是一个微镜或微梁。通过施加电压，可以控制这些机械结构的运动，从而改变光信号的路径，实现不同端口之间的切换。具有插入损耗低、切换速度快、高稳定性等特点</p>	<ul style="list-style-type: none"> ·局域网多光源/探测器自动切换及光传感多点动态监测系统 ·光传输系统中多通道光监测 ·光纤、光器件、网络及野外工程光缆的测试 ·光纤及各类光器件组成的测试系统
	磁光开关	 <p>此类光开关通过连接或阻断光信号来连接光路，具有非机械配置，并通过电控制信号激活。磁光开关还具有内置环形器和隔离器功能。具有高切换速度、高稳定性、高可靠性、光路无胶、自动防故障闭锁等特点</p>	<ul style="list-style-type: none"> ·航空航天设备 ·可配置的上/下路 ·系统监测 ·光纤传感系统
机架光开关	 <p>是一种光路控制设备，起着控制光路和切换光路的作用。具有插入损耗小、切换速度快、透明传输、高可靠性、高稳定性等特点</p>	<ul style="list-style-type: none"> ·光纤环路 ·自动测量 ·光纤网络远程监控 ·光缆监测系统、光缆维护系统 	
光保护模块	 <p>即光纤线路保护模块，是一种能够实时监测光路功率并自动进行光路切换的保护设备。当光纤线路出现故障导致光功率下降时，OLP 模块会迅速将通信线路从主用光纤切换到备用光纤，从而保证通信的连续性</p>	<ul style="list-style-type: none"> ·通过 1x2 分光器将输入光源分成两路 (IN→TXA/TXB) ·监测 RXA/RXB 输出的光功率，并通过 I2C 接口反馈给管理系统。管理系统通过辅助电路控制光开关，实现光路选择功能 	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 上市公司海外 IDM 工厂有望和光隆集成协同，进一步打开成长空间。上市公司在海外的 IDM 工厂拥有近 20 年的 MEMS 振镜研发经验并实现量产，有望为标的公司光隆集成的 OCS 产品核心部件 MEMS 阵列芯片提供产能保障与工艺支持，解决光隆集成目前依赖外购或代工导致的响应缓慢的问题，形成供应链优势。同时公司位于海外的 Fab 工厂可作为海外运营与供应链中转平台，有助于协同光隆集成拓展海外云厂商等客户，规避潜在供应链风险。

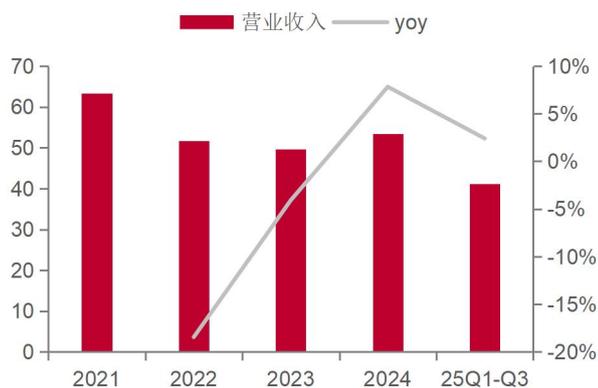
2、主业电子分销维持稳健，芯片设计制造有望高速增长

- 公司当前主营业务为电子元器件分销，芯片设计制造及软件研发销售等业务。2025Q1-Q3，公司实现营收 41.13 亿元，分各领域看：
- (1) 电子元器件分销业务：公司已于该领域深耕近三十年，分销业务覆盖汽车、PC/服务器、手机、家电、公共设施、工业等多个行业，公司以围绕所代理的核心稀缺资源绑定了上述行业的诸多头部企业客户，并建立了较强

的客户粘性。随着消费电子、汽车电子、工业电子等传统领域的需求不断回温，以及5G、物联网、新能源等新兴领域的兴起。促使智能传感器、功率半导体等逐渐成为市场热点，进一步在电子元器件分销领域产生积极影响。截至25H1，电子分销业务营收24.17亿元，占公司营收比重91.6%。

- **(2) 芯片设计制造业务:** 公司子公司日本英唐微技术专注于光电转换和图像处理的模拟IC和数字IC产品的研发生产。新研产品方面，公司与日本英唐微技术联合研发的MEMS微振镜直径规格涵盖4mm、1mm、1.6mm、8mm。4mm规格产品率先在工业领域客户取得批量订单，并积极与激光雷达、工业、机器人、无人机、医疗器械、智慧交通等领域客户保持密切联系，其他规格的MEMS微振镜产品开发亦正按计划稳步推进；同时，目前公司首款DDIC、TDDI产品订单主要来自屏幕厂商，均已实现批量交付且订单情况稳定，目前已交付至国内车企的8.4寸仪表屏项目、海外客户12.3寸的屏幕项目，并获得了境内外多家客户的屏幕项目定点和项目测试订单。公司的MEMS微振镜项目与车载显示芯片项目均已成功步入市场化应用阶段，且相关产品也在根据市场需求，不断进行研发升级，以便更好地适应市场，推动销售。随着产品销量逐步攀升、市场推广持续深入，公司有望收获更好的经营回报。截至25H1，公司芯片设计制造业务营收2.13亿元，占公司营收比重8.1%。
- **(3) 软件研发及销售:** 公司控股子公司优软科技是一家研制ERP管理软件、MES制造执行系统、WMS智能仓储系统等管理软件的国家高新技术企业，专注服务于电子制造业和电子元器件分销代理行业，拥有多种研发平台。截至25H1，公司软件研发及销售业务营收0.04亿元，占公司营收比重0.1%。

图表 7: 2021-25Q3 公司营收及增速 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 2021-25H1 公司营收结构



来源: WIND, 中泰证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

- 我们对公司2025-2027年盈利预测做出如下假设:
- 1、电子分销业务: 考虑到公司的行业地位以及未来战略规划等, 我们预计公司电子分销业务年营收保持在50亿左右, 维持稳定不增长, 年均毛利率约6%左右。
- 2、芯片设计制造业务: 我们预计未来2-3年公司芯片设计制造业务将快速增长, 营收增速逐步增长至80%, 毛利率有望从20%提升至25%。
- 3、软件研发销售业务: 考虑到该业务主要为公司自用及同行业企业支撑电子行业办公系统与大数据收集, 假设该业务以10%的增速增长。

图表 9: 公司业务盈利拆分 (单位: 亿元)

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
电子分销	收入	45.8	48.8	50.0	50.0	50.0
	YoY	-2.5%	6.6%	2.4%	0.0%	0.0%
	成本	42.58	45.59	47.05	47.00	47.00
	毛利率	7.04%	6.61%	5.9%	6.0%	6.0%
芯片设计制造	收入	3.5	4.4	5.3	7.6	13.8
	YoY	-7.5%	25.1%	22.0%	44.0%	80.0%
	成本	3.1	3.3	4.2	5.9	10.3
	毛利率	11.7%	24.4%	20.0%	22.5%	25.0%
软件研发销售	收入	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
	YoY	32%	78%	10%	10%	10%
	成本	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
	毛利率	89.6%	90.3%	90.0%	90.0%	90.0%
其他	收入	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
	YoY	-77.2%	-41.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	0.18	0.16	0.13	0.14	0.15
	毛利率	11.5%	-37.9%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	收入	49.6	53.5	55.6	58.0	64.2
	YoY	-4.1%	7.8%	4.1%	4.3%	10.6%
	成本	45.8	49.1	51.4	53.1	57.5
	毛利率	7.5%	8.2%	7.5%	8.5%	10.4%

来源: WIND, 中泰证券研究所

3.2 投资建议

- 我们预计公司 25-27 年分别实现营业收入 55.6/58/64.2 亿元, 同比增长 4.1%/4.3%/10.6%; 25-27 年分别实现归母净利润 0.26/0.4/0.64 亿元, 同比增长-57%/53%/59%。可比公司方面, 我们选择主营业务为电子分销的香农芯创以及主营业务为光电子器件且具备 OCS 技术的德科立、光迅科技作为可比公司, 可计算得可比公司 2025-27 年 PE 分别为 176/70/44 倍, 同期公司 PE 为 599/390/245 倍。公司当前主业电子分销营收稳定, 可为公司提供稳定现金流; 芯片设计制造业务处于高速增长阶段, 预计 2-3 年内完成可放量; 同时公司在海外的 IDM 工厂日本英唐微拥有丰富的 MEMS 振镜研发经验, 有望为光隆集成的 OCS 产品核心部件 MEMS 阵列芯片提供产能保障与工艺支持, 形成供应链优势。考虑到未来光隆集成可成为公司未来盈利提升主要动力, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 10: 可比公司估值表 (截至 2026 年 3 月 5 日)

代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
300475.SZ	香农芯创	643	2.64	5.77	12.24	17.69	244	111	53	36
688205.SH	德科立	284	1	0.8	2.53	4.65	284	355	112	61
002281.SZ	光迅科技	637	6.61	10.36	14.23	17.71	96	61	45	36
	行业平均						208	176	70	44
300131.SZ	英唐智控	156	0.6	0.26	0.4	0.64	260	599	390	245

来源: WIND, 中泰证券研究所

4、风险提示

- 业务转型不及预期的风险。**公司主营业务一定时期内仍以电子元器件分销为主, 发展成为集研发、制造、封测及销售为一体的全产业链半导体 IDM 企业是公司长期以来不变的战略方向, 如果公司在未来不能成功实现业务的转型升级, 可能存在经营不及预期的风险。

- **交易暂停、中止或取消的风险。**公司发行股份及支付现金购买资产事项涉及向深交所、中国证监会等相关监管机构的申请审核注册工作，上述工作能否如期顺利完成可能对本次交易的时间进度产生重大影响。除此之外，本次交易存在被暂停、中止或取消的风险。
- **光通信领域市场不确定性。**在光通信领域市场需求快速增加的背景下，公司将尽可能的寻求合作机会及拓展市场空间，但这一目标的实现将取决于公司能否完成对相关标的的吸收、相关产业资源的整合以及市场环境不会发生重大不利变化，具有不确定性。
- **研报使用信息更新不及时。**研报使用信息为公开信息和调研数据，可能因为信息更新不及时产生一定影响。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	523	3,894	4,060	4,491	营业收入	5,346	5,563	5,800	6,416
应收票据	94	126	138	139	营业成本	4,906	5,145	5,309	5,750
应收账款	833	896	974	1,091	税金及附加	7	10	10	10
预付账款	36	52	53	53	销售费用	107	89	87	96
存货	644	811	853	881	管理费用	138	111	99	109
合同资产	0	0	0	0	研发费用	58	72	116	199
其他流动资产	104	122	115	122	财务费用	62	72	117	164
流动资产合计	2,234	5,901	6,194	6,778	信用减值损失	-5	-3	-2	-2
其他长期投资	40	35	35	35	资产减值损失	-26	-25	-27	-26
长期股权投资	110	110	110	110	公允价值变动收益	-6	5	6	7
固定资产	141	149	157	166	投资收益	0	-1	-8	-10
在建工程	0	5	9	11	其他收益	2	5	5	1
无形资产	445	547	687	784	营业利润	33	44	37	57
其他非流动资产	625	541	541	541	营业外收入	23	7	9	9
非流动资产合计	1,360	1,386	1,538	1,647	营业外支出	1	25	8	9
资产合计	3,594	7,287	7,732	8,425	利润总额	55	26	38	57
短期借款	665	4,532	5,114	5,899	所得税	0	3	3	1
应付票据	0	8	2	3	净利润	55	23	35	56
应付账款	564	556	596	665	少数股东损益	-5	-3	-5	-8
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	60	26	40	64
合同负债	11	24	24	28	NOPLAT	116	86	145	216
其他应付款	257	248	248	248	EPS (摊薄)	0.05	0.02	0.04	0.06
一年内到期的非流动负债	82	79	79	79					
其他流动负债	132	145	154	149	主要财务比率				
流动负债合计	1,712	5,591	6,218	7,070	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	43	54	64	75	成长能力				
应付债券	6	6	6	6	营业收入增长率	7.8%	4.1%	4.3%	10.6%
其他非流动负债	93	103	103	103	EBIT 增长率	12.2%	-16.1%	57.6%	43.3%
非流动负债合计	142	163	173	184	归母公司净利润增长率	9.8%	-56.7%	53.4%	59.3%
负债合计	1,853	5,754	6,391	7,254	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,743	1,539	1,352	1,188	毛利率	8.2%	7.5%	8.5%	10.4%
少数股东权益	-2	-5	-10	-18	净利率	1.0%	0.4%	0.6%	0.9%
所有者权益合计	1,741	1,533	1,341	1,170	ROE	3.5%	1.7%	3.0%	5.4%
负债和股东权益	3,594	7,287	7,732	8,425	ROIC	5.1%	2.1%	2.5%	3.3%
					偿债能力				
现金流量表	单位: 百万元				资产负债率	51.6%	79.0%	82.7%	86.1%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	债务权益比	51.1%	311.4%	400.1%	526.5%
经营活动现金流	413	-120	139	221	流动比率	1.3	1.1	1.0	1.0
现金收益	189	152	220	302	速动比率	0.9	0.9	0.9	0.8
存货影响	106	-166	-43	-28	营运能力				
经营性应收影响	190	-87	-64	-92	总资产周转率	1.5	0.8	0.8	0.8
经营性应付影响	19	-9	34	70	应收账款周转天数	61	56	58	58
其他影响	-91	-10	-8	-31	应付账款周转天数	42	39	39	39
投资活动现金流	-312	-94	-223	-194	存货周转天数	51	51	56	54
资本支出	-175	-172	-221	-191	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.05	0.02	0.04	0.06
其他长期资产变化	-137	78	-2	-3	每股经营现金流	0.36	-0.11	0.12	0.19
融资活动现金流	-122	3,586	250	404	每股净资产	1.54	1.36	1.19	1.05
借款增加	-64	3,875	594	795	估值比率				
股利及利息支付	-57	-209	-342	-465	P/E	259	599	390	245
股东融资	0	0	0	0	P/B	9	10	12	13
其他影响	-1	-80	-2	74	EV/EBITDA	454	554	387	283

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。