

开特股份 (832978)

汽车热管理龙头，机电一体化产品打开成长空间

买入 (首次)

2024年03月24日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyant@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	380.87	514.68	654.77	841.47	1,082.54
同比	37.21%	35.13%	27.22%	28.51%	28.65%
归母净利润 (百万元)	46.13	77.38	112.59	146.85	195.14
同比	49.70%	67.75%	45.50%	30.43%	32.88%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.26	0.44	0.64	0.83	1.10
P/E (现价&最新摊薄)	41.19	24.55	16.87	12.94	9.74

股价走势



投资要点

■ 国内知名汽车热管理产品提供商:

开特股份成立于1996年，是从事于研发、生产和销售汽车电子电器系统产品的集团公司，主要从事传感器类、控制器类和执行器类等产品的研发、生产和销售。公司绑定下游知名客户，并被比亚迪、松芝股份、广州电装、南方英特等客户评为优秀供应商。

近年来公司业绩保持稳定增长，2017-2022年营业收入、归母净利润CAGR分别为14.0%、24.8%。2021年我国汽车产销量呈现触底反弹，同时新能源汽车的快速发展也带动了公司营业收入的增长。2023前三季度实现公司总营收4.57亿元，同比增长30.5%，归母净利润0.79亿元，同比增长51.1%，成长性延续。

■ 新能源叠加“四化”趋势催生汽车行业热管理需求:

1) **新能源车渗透率不断提升:** 2022年我国新能源汽车全年产销迈入950万辆规模，连续9年位居全球第一，新能源车渗透率仍在不断提升。

2) **四化趋势催生汽车行业热管理需求:** 汽车行业“电动化、智能化、网联化、共享化”的发展趋势，带动了汽车电子的快速发展，单车汽车电子元件价值量得到提升，汽车电子领域也有所拓宽。此外随着消费者对空调舒适度、节能降费以及国家对油耗排放要求的提高，汽车热管理越来越重要。

■ 公司优势: 绑定高质量客户，研发能力突出:

1) **绑定高质量客户:** 2022年中国乘用车厂商批发销量排行榜，前十厂商分别为比亚迪、一汽大众、吉利汽车、长安汽车、上汽大众、上汽通用、奇瑞汽车、上汽通用五菱、广汽丰田、东风日产，除广汽丰田未直接或间接供货外，其他厂商均为公司直接或间接客户。

2) **研发能力突出:** 公司掌控了传感器类产品所有核心环节的制造工艺流程，拥有NTC温度传感器开发的能力，同时也掌握NTC温度传感器的芯片配方调制、烧结、切片、封装检测的完整流程，通过产业链的完整覆盖，既可以较好的控制成本，又可以保证产品具有更好的一致性和稳定性。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司作为汽车热管理行业龙头，成长性突出。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.13/1.47/1.95亿元，当前股价对应动态PE分别为17/13/10倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 下游乘用车销量不及预期; 原材料价格上涨超预期; 零部件降价风险。

市场数据

收盘价(元)	10.74
一年最低/最高价	5.17/18.30
市净率(倍)	3.17
流通A股市值(百万元)	922.15
总市值(百万元)	1,899.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.39
资产负债率(% ,LF)	33.66
总股本(百万股)	176.90
流通A股(百万股)	85.86

相关研究

内容目录

1. 开特股份：汽车热管理系统“小巨人”	4
1.1. 汽车热管理系统“小巨人”，国内知名的汽车热管理产品提供商	4
1.2. 公司主要产品包含传感器、控制器和执行器类产品	4
1.3. 公司业绩增速稳定，成长性延续	6
2. 新能源叠加四化趋势催生汽车行业热管理需求	7
2.1. 新能源汽车市场发展势头强势，“四化趋势”催生汽车电子需求	7
2.2. 随着汽车行业发展，热管理需求确定性高	8
3. 公司优势：绑定高质量客户、研发能力突出	10
3.1. 公司拥有高质量且稳定的客户群体	10
3.2. 研发投入整体呈上升趋势，具有核心技术与研发优势	11
4. 盈利预测及投资建议	11
5. 风险提示	13

图表目录

图 1: 开特公司股权结构 (截至 2024 年 3 月)	4
图 2: 公司主要产品传感器类: 温度传感器、光传感器、其他传感器	5
图 3: 公司主要产品控制器类	5
图 4: 公司主要产品执行器类	5
图 5: 2017-2022 公司营收 CAGR 为 14%	6
图 6: 2017-2022 公司归母净利润 CAGR 为 24.8%	6
图 7: 2022 比亚迪收入占比大幅提升	6
图 8: 新能源领域占比逐步提升	6
图 9: 2023 年销售净利率和毛利率回升	7
图 10: 2019-2023 年期间费用率不断降低	7
图 11: 2016-2022 全球新能源汽车销量大幅增加	7
图 12: 2016-2022 中国汽车销量不断增加	7
图 13: 新能源行业相应政策	8
图 14: 燃油汽车与新能源汽车热管理差异	9
图 15: 空调电子控制系统基本结构	10
图 16: 公司主要客户	10
图 17: 研发投入自 2022 年起不断增加	11

1. 开特股份：汽车热管理系统“小巨人”

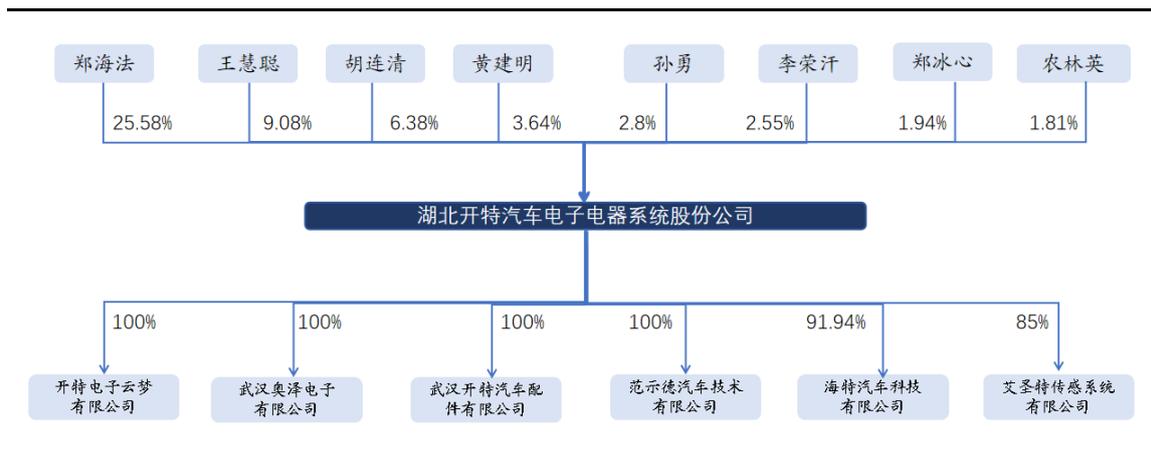
1.1. 汽车热管理系统“小巨人”，国内知名的汽车热管理产品提供商

开特股份成立于 1996 年，是从事于研发、生产和销售汽车电子电器系统产品的集团公司，主要从事传感器类、控制器类和执行器类等产品的研发、生产和销售。

2010 年公司进行股份制改造，2015 年 7 月 27 日于全国股转系统挂牌。公司系工信部认定的“国家级专精特新小巨人”企业和湖北省经济和信息化厅认定的“湖北省支柱产业细分领域隐形冠军科技小巨人”企业，并被比亚迪、松芝股份、广州电装、南方英特等客户评为优秀供应商。

公司实际控制人为郑海法，合计可支配的有表决权股份比例约为 25.58%，同时担任公司董事长、总经理，公司控制权明确。公司核心研发、管理团队稳定，成员均深耕行业多年，经验丰富。

图1：开特公司股权结构（截至 2024 年 3 月）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 公司主要产品包含传感器、控制器和执行器类产品

公司主要从事汽车热空调管理系统传感器类、控制器类和执行器类等产品的研发、生产和销售，主要细分产品包括温度传感器、光传感器、调速模块、直流电机执行器、步进电机执行器和无刷电机执行器等。

其中传感器分为温度传感器，光传感器和其他传感器。

1) **温度传感器**：细分产品包括 PTC 热管理温度传感器、热系统管路温度传感器、车外温度传感器、驱动电机温度传感器、电池热管理温度传感器等，主要用于温度的测量、监测、管理、调节等。

2) **光传感器**：细分产品包括阳光传感器、环境光传感器等，主要用于检测太阳光辐射强度，辅助控制器进行空调自动调节，环境光传感器主要用于将微光信号转换为电信号提供给 BCM，进行近光灯的自动开启和关闭。

3) **其他传感器**：包括方向盘转角传感器、踏板位置传感器、制动灯开关传感器等。

图2：公司主要产品传感器类：温度传感器、光传感器、其他传感器



数据来源：开特股份招股书，东吴证券研究所

控制器是接收来自传感器的信息，进行处理，输出相应的控制指令给到执行器执行，控制器的反应速度、判断准确性对于车辆控制至关重要；执行器类是一个机电一体化装置，接受控制器的电子信号并执行相应的指令。

图3：公司主要产品控制器类



数据来源：开特股份招股书，东吴证券研究所

图4：公司主要产品执行器类

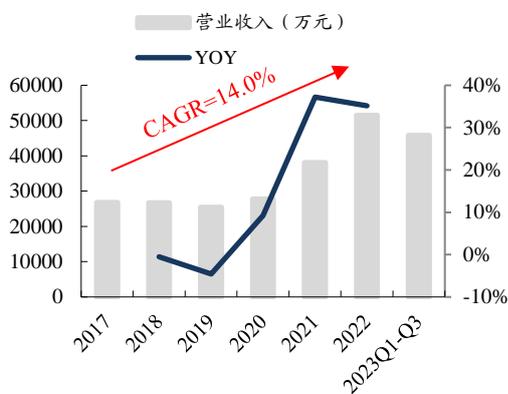


数据来源：开特股份招股书，东吴证券研究所

1.3. 公司业绩增速稳定，成长性延续

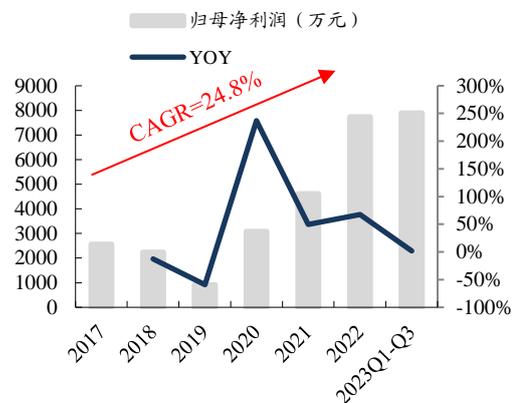
近年来业绩保持稳定增长,2017-2022年营业收入、归母净利润CAGR分别为14.0%、24.8%。2022年实现营收5.15亿元,同比增加35.1%。2020年受新冠疫情的影响,我国汽车产销量下滑程度进一步加剧;随着国内新冠疫情的缓解、汽车消费市场恢复,2021年我国汽车产销量呈现触底反弹。同时新能源汽车的快速发展也带动了公司营业收入的增长。2023前三季度实现公司总营收4.57亿元,同比增长30.5%,归母净利润0.79亿元,同比增长51.1%,成长性延续。

图5: 2017-2022公司营收CAGR为14%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

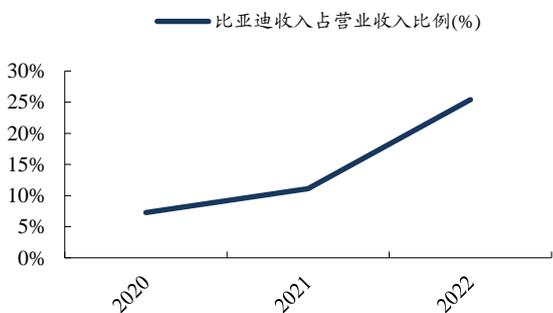
图6: 2017-2022公司归母净利润CAGR为24.8%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

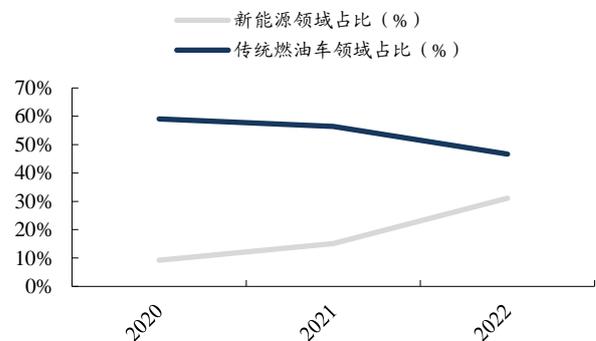
新能源领域收入占比逐渐提升, 比亚迪成第一大客户。新能源领域收入快速增长, 占比由2020年的9.22%提高至2022年的31.12%, 中长期内保持持续增长的态势。其中2022年第一大客户比亚迪占营业收入的25.4%, 增长14.3pct。

图7: 2022 比亚迪收入占比大幅提升



数据来源: 开特股份招股书, 东吴证券研究所

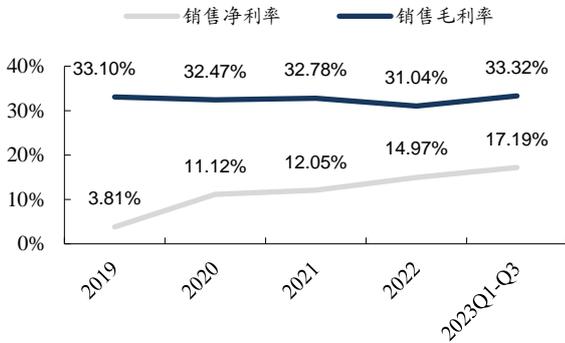
图8: 新能源领域占比逐步提升



数据来源: 开特股份招股书, 东吴证券研究所

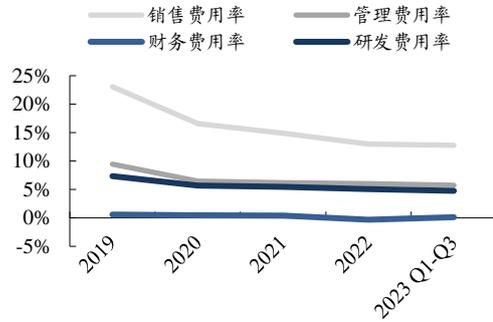
销售毛利率维持高位，销售净利率回升主要得益于期间费用率的降低。得益于规模效应的不断体现，2020-2022 年公司的期间费用率分别为 16.59%、14.84%和 12.97%。

图9：2023 年销售净利率和毛利率回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2019-2023 年期间费用率不断降低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 新能源叠加四化趋势催生汽车行业热管理需求

2.1. 新能源汽车市场发展势头强势，“四化趋势”催生汽车电子需求

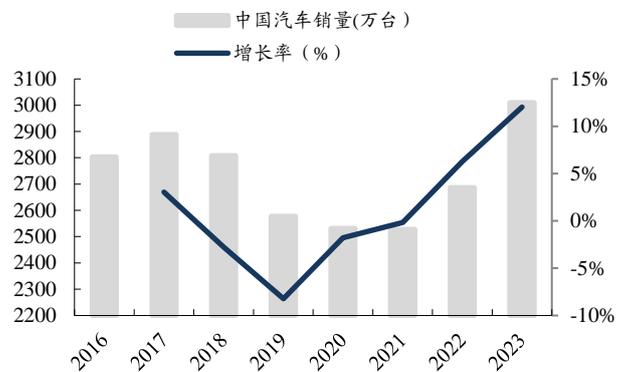
我国庞大的市场空间为本土企业发展壮大提供了良好的“土壤”。2022 年我国新能源汽车全年产销迈入 950 万辆规模，连续 9 年位居全球第一。2016 到 2022 年全球新能源车销量大幅增加，2020 年，在全球汽车市场大幅下滑的背景下，新能源汽车市场发展势头强劲，销量同比增长 41.53%，达到 311 万辆；2021 年继续保持强劲增长势头，销量同比增长 107.45%，达到 644 万辆。2022 年销量增长至 1,007 万辆。同时，我国新能源汽车销量达 689 万辆，同比增长 93.4%，6 家车企进入全球新能源车企前十，比亚迪更是首次荣膺榜首。

图11：2016-2022 全球新能源汽车销量大幅增加



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图12：2016-2022 中国汽车销量不断增加



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

汽车行业相应政策扶持使得汽车领域发展蓬勃向上。在政策端，国家及地方政府接连出台若干政策，包括优化汽车限购管理、加强汽车消费金融服务、完善充换电基础设施建设，以及发放消费券补贴等，推动新能源汽车行业进一步发展。

图13: 新能源行业相应政策

发布时间	法律法规/产业政策	颁布单位	主要内容
2021年12月	《关于2022年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	商务部等十七部门	2022年，新能源汽车补贴标准在2021年基础上退坡30%；城市公交、道路客运、出租(含网约车)、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆，补贴标准在2021年基础上退坡20%。2022年新能源汽车购置补贴政策于2022年12月31日终止，2022年12月31日之后上牌的车辆不再给予补贴
2020年12月	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	财政部、工信部、科技部、发改委	智能汽车领域重点发展复杂环境感知、新型智能终端、车载智能计算平台等关键技术，车载传感器、中央处理器、专用芯片、操作系统、无线通讯设备等关键零部件和系统
2020年4月	《完善新能源汽车推广应用财政补贴政策》	财政部、工信部、科技部、发改委	2020年后，技术创新、标准体系、基础设施、应用服务和安全保障体系将全面建成，高级别自动驾驶功能的智能网联汽车和5G-V2X逐步实现规模化商业应用，“人-车-路-云”实现高度协同
2019年3月	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策》	财政部、工信部、科技部、发改委	将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底。平缓补贴退坡力度和节奏，原则上2020-2022年补贴标准分别在上一基础上退坡10%、20%、30%。原则上每年补贴规模上限约200万辆
2018年2月	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	财政部、工信部、科技部、发改委	根据成本变化等情况调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准。燃料电池汽车补贴力度保持不变，燃料电池乘用车按燃料电池系统的额定功率进行补贴，燃料电池客车和专用车采用定额补贴方式
2016年12月	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	财政部、工信部、科技部、发改委	分别设置中央和地方补贴上限，其中地方财政补贴(地方各级财政补贴总额)不得超过中央财政单车补贴额的50%。除燃料电池汽车外，各类车型2019—2020年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡20%
2015年4月	《2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策》	财政部、工信部、科技部、发改委	2017-2020年除燃料电池汽车外其他车型补助标准适当退坡，其中2017-2018年补助标准在2016年基础上下降20%，2019-2020年补助标准在2016年基础上下降40%

数据来源：开特股份招股书，东吴证券研究所

此外汽车“四化”趋势叠加，催生大量汽车电子市场空间。汽车行业“电动化、智能化、网联化、共享化”的发展趋势，带动了汽车电子的快速发展，单车汽车电子元件价值量得到提升，汽车电子领域也有所拓宽。四化作为汽车发展的主流方向，对电子化水平的要求更高，将进一步提升汽车电子市场的空间和增速。汽车电子成本占整车成本的比例已从上世纪70年代的不足4%，增长至2020年的30%左右，预计到2030年，汽车电子价值在整车成本价值的占比将高达50%。

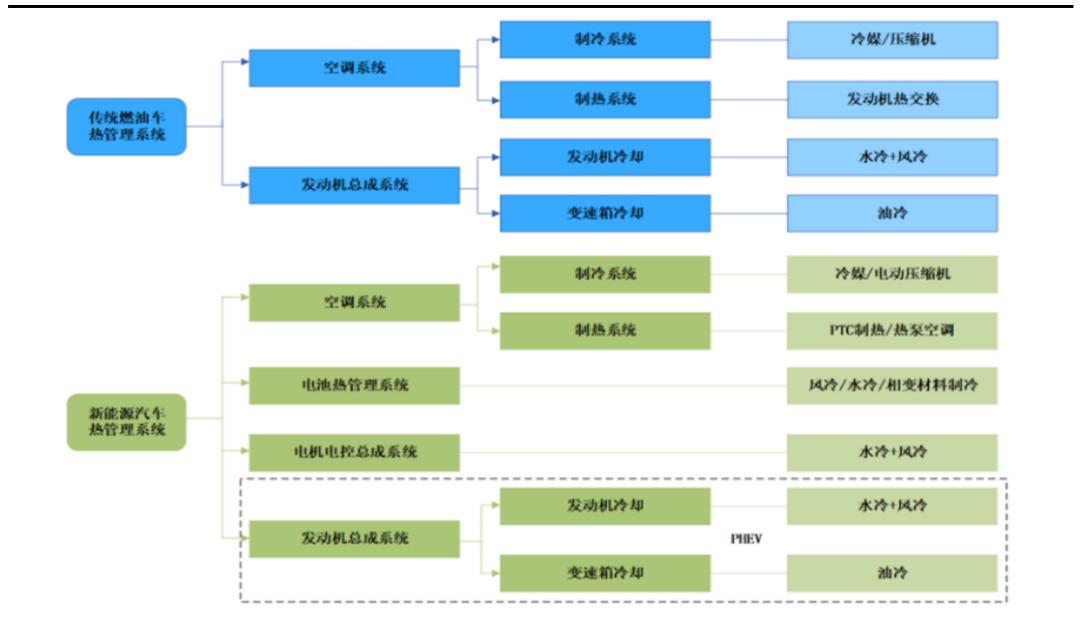
综合来看，新能源渗透率提升推动新能源汽车销量提升，汽车四化趋势催生汽车电子整车价值量占比，将创造大量汽车电子需求。

2.2. 随着汽车行业发展，热管理需求确定性高

汽车热管理系统的主要作用就是通过散热、加热、保温等手段，让不同的零部件都能在合适的温度下正常工作，以保障汽车的使用舒适、功能安全和使用寿命。随着消费

者对空调舒适度、节能降费以及国家对油耗排放要求的提高，汽车热管理越来越重要。

图14：燃油汽车与新能源汽车热管理差异

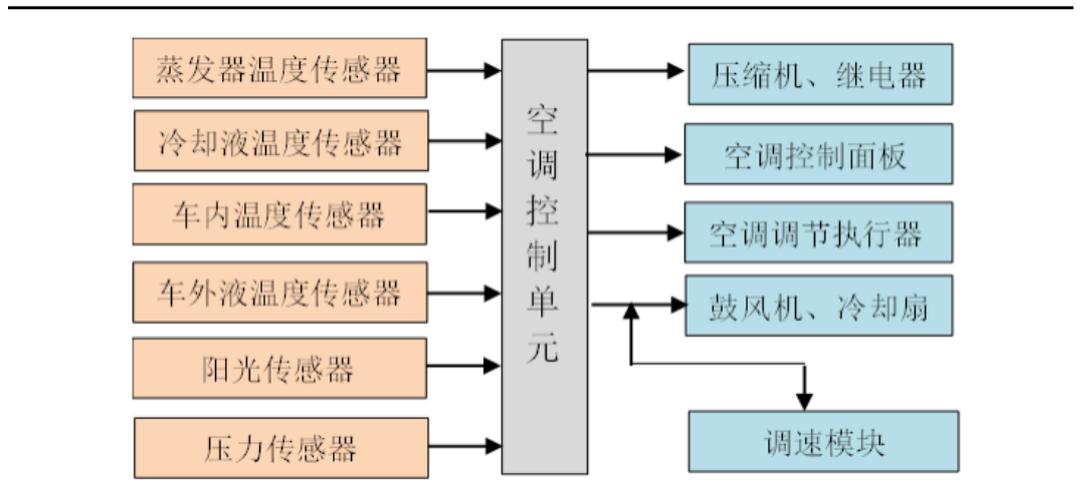


数据来源：开特股份招股书，东吴证券研究所

此外碳达峰、碳中和以及电动化、智能化浪潮下，汽车热管理重要性日益凸显。1) 从热管理技术角度来看，通过制冷及热泵技术的完善，发展车辆绿色低碳热管理方法，提高热管理效率，提高电池的问题控制精度，创造更舒适的车内环境，是未来汽车最重要的环节之一。2) 新能源汽车动力电池主要为锂离子电池，锂电池性能对温度变化较为敏感，而动力电池冷却性能的好坏直接影响电池效率，同时也影响电池寿命和使用安全。

公司产品在汽车热管理系统的空调系统中应用较为广泛。汽车空调系统是汽车热管理的重要组成部分，主要包括制冷系统、采暖系统、通风系统、空气净化装置、控制系统等，有望充分受益于汽车热管理系统升级应用。

图15: 空调电子控制系统基本结构



数据来源: 开特股份招股书, 东吴证券研究所

3. 公司优势: 绑定高质量客户、研发能力突出

3.1. 公司拥有高质量且稳定的客户群体

汽车整车厂商通常实行高标准、严要求的供应商管理制度, 进入壁垒较高。凭借深厚的技术和研发实力、高效的管理和服务团队、优秀的产品质量, 公司产品在行业内已形成较高的品牌知名度和较强的竞争优势, 客户资源优势逐渐凸显。

根据全国乘用车市场信息联席会 2022 中国乘用车厂商批发销量排行榜, 前十厂商分别为比亚迪、一汽大众、吉利汽车、长安汽车、上汽大众、上汽通用、奇瑞汽车、上汽通用五菱、广汽丰田、东风日产, 除广汽丰田未直接或间接供货外, 其他厂商均为公司直接或间接客户。

图16: 公司主要客户



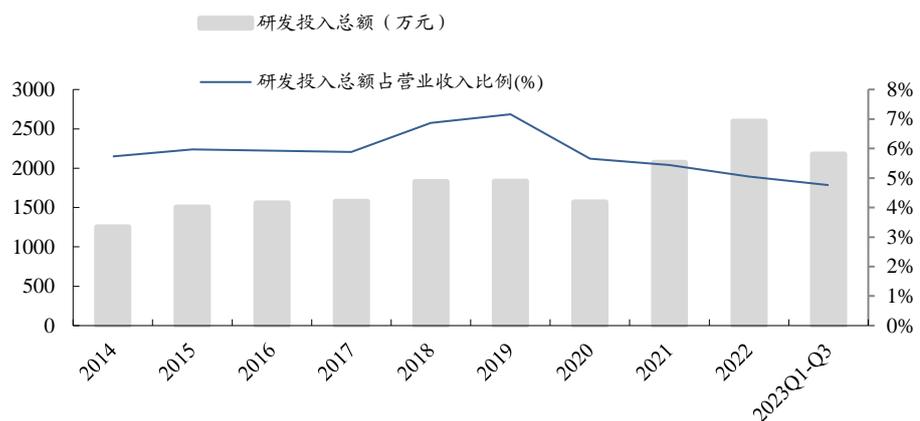
数据来源: 开特股份招股书, 东吴证券研究所

3.2. 研发投入整体呈上升趋势，具有核心技术与研发优势

公司掌握了传感器类产品所有核心环节的制造工艺流程，拥有 NTC 温度传感器开发的能力，同时也掌握 NTC 温度传感器的芯片配方调制、烧结、切片、封装检测的完整流程，通过产业链的完整覆盖，既可以较好的控制成本，又可以保证产品具有更好的一致性和稳定性。温度传感器的核心部件 NTC 热敏电阻器件的制备具有较高的技术门槛，国内仅有较少公司掌握了成熟的制备工艺。

公司同步研发优势突出，具有核心竞争力。公司多年来持续进行技术研发投入，2020-2022 投入金额分别为 1,569.98 万元、2,073.26 万元和 2,596.75 万元，其中 2022 年研发投入占销售收入的 5.05%，总体呈上升趋势。公司拥有 311 项专利，其中发明专利 24 项。凭借深厚的技术和研发实力、高效的管理和服务团队、优秀的产品质量，公司产品在行业内已形成较高的品牌知名度和较强的竞争优势，客户资源优势逐渐凸显。

图17: 研发投入自 2022 年起不断增加



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

核心假设:

(1) **传感器类业务:** 受益于新能源汽车行业的发展，我们预计公司 2023-2025 年传感器类业务营收分别为 2.41/3.13/4.08 亿元，毛利率为 50%/50%/50%。

(2) **执行器类业务:** 我们预计公司执行器类业务保持稳健增长，2023-2025 年业务营收分别为 2.19/2.85/3.70 亿元，毛利率为 20%/20%/20%。

(3) **控制器类业务:** 我们预计公司执行器类业务保持稳健增长，2023-2025 年业务营收分别为 1.88/2.37/2.98 亿元，毛利率为 22%/22%/22%。

表1: 开特股份收入成本表 (单位: 百万元)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收	277.6	380.9	514.7	654.8	841.5	1082.5
yoy	9.2%	37.2%	35.1%	27.2%	28.5%	28.6%
毛利率	22.8%	24.6%	31.0%	31.7%	31.8%	31.9%
传感器类	128.1	156.6	195.9	241.4	312.9	407.9
yoy	7.7%	22.2%	25.1%	23.2%	29.6%	30.4%
毛利率	25.8%	24.1%	49.6%	49.6%	49.7%	49.7%
执行器类	66.7	91.5	162.1	218.9	284.5	369.9
yoy	-2.7%	37.2%	77.2%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	12.2%	14.6%	17.3%	20.0%	20.0%	20.0%
控制器类	73.0	121.7	150.2	187.9	237.1	297.8
yoy	26.6%	66.7%	23.5%	25.1%	26.1%	25.6%
毛利率	25.9%	31.5%	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%
其它业务	1.4	2.5	2.2	2.0	2.0	2.0
yoy	-44.0%	81.6%	-12.0%	-10.1%	0.0%	0.0%
毛利率	65.3%	64.6%	68.0%	68.0%	65.0%	65.0%
其它主营业务	8.4	8.5	4.2	4.5	5.0	5.0
yoy	27.8%	1.9%	-51.1%	9.0%	10.1%	0.0%
毛利率	29.5%	31.4%	27.2%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测:

基于上述假设, 我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 6.5/8.4/10.8 亿元, 综合毛利率分别为 31.69%/31.76%/31.89%。

可比公司和估值:

公司为汽车热管理行业龙头, 产品包括传感器和执行器类产品, 故我们选取国内汽车电子和传感器领域 2 家上市公司作为可比公司, 分别为科博达和安培龙。我们预计开特股份 2023-2025 年归母净利润分别为 1.13/1.47/1.95 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 17/13/10 倍。公司主业稳定增长, 成长性较高, 同时 2023-2025 年估值低于行业平均水平, 故首次覆盖给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值 (截至 2024/3/22 收盘价)

股票 代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
301413.SZ	安培龙	62.4	47	0.98	1.42	2.08	48	33	23
603786.SH	科博达	64.0	258	6.47	8.51	10.96	40	30	24
	平均						44	32	23
832978.BJ	开特股份	10.7	19	1.13	1.47	1.95	17	13	10

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 安培龙/科博达为 Wind 一致预期)

5. 风险提示

- 1) **下游乘用车销量不及预期。** 下游乘用车需求及销量复苏不及预期, 导致公司营收不及预期, 影响公司最终业绩。
- 2) **原材料价格上涨超出预期。** 原材料价格波动将对公司采购价格产生一定影响, 进而影响到公司生产成本和利润。
- 3) **零部件降价风险。** 近年来汽车多次降价, 作为汽车零部件企业, 存在汽车零部件降价风险。

开特股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	511	728	943	1,217	营业总收入	515	655	841	1,083
货币资金及交易性金融资产	32	166	170	276	营业成本(含金融类)	355	447	574	737
经营性应收款项	305	347	496	588	税金及附加	3	4	5	6
存货	165	208	270	344	销售费用	12	12	17	22
合同资产	0	0	0	0	管理费用	31	37	46	56
其他流动资产	9	7	6	9	研发费用	26	31	37	45
非流动资产	195	199	202	203	财务费用	(2)	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8	加:其他收益	9	10	11	13
固定资产及使用权资产	139	143	146	147	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	18	18	18	18	减值损失	(12)	(7)	(8)	(9)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	87	127	165	219
其他非流动资产	30	30	30	30	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	706	927	1,144	1,420	利润总额	86	127	165	219
流动负债	274	306	373	449	减:所得税	9	14	18	24
短期借款及一年内到期的非流动负债	52	52	52	52	净利润	77	113	147	195
经营性应付款项	144	180	235	297	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3	4	6	7	归属母公司净利润	77	113	147	195
其他流动负债	75	71	80	92	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.64	0.83	1.10
非流动负债	30	30	30	30	EBIT	101	138	177	232
长期借款	9	9	9	9	EBITDA	116	154	194	251
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.04	31.69	31.76	31.89
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	15.04	17.20	17.45	18.03
其他非流动负债	20	20	20	20	收入增长率(%)	35.13	27.22	28.51	28.65
负债合计	303	336	403	478	归母净利润增长率(%)	67.75	45.50	30.43	32.88
归属母公司股东权益	402	590	741	941					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	402	591	742	942					
负债和股东权益	706	927	1,144	1,420					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(14)	81	24	126	每股净资产(元)	2.55	3.34	4.19	5.32
投资活动现金流	(38)	(20)	(20)	(20)	最新发行在外股份(百万股)	177	177	177	177
筹资活动现金流	33	73	0	0	ROIC(%)	21.19	21.92	21.64	22.88
现金净增加额	(16)	134	4	106	ROE-摊薄(%)	19.27	19.08	19.82	20.74
折旧和摊销	15	16	17	18	资产负债率(%)	42.99	36.27	35.18	33.69
资本开支	(36)	(20)	(20)	(20)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.55	16.87	12.94	9.74
营运资本变动	(117)	(54)	(148)	(96)	P/B(现价)	4.21	3.22	2.56	2.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>