

大豪科技 (603025.SH) 缝制设备电控龙头，拐点或已至

2024年05月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

日期	2024/5/10
当前股价(元)	13.94
一年最高最低(元)	17.11/8.00
总市值(亿元)	154.62
流通市值(亿元)	154.62
总股本(亿股)	11.09
流通股本(亿股)	11.09
近3个月换手率(%)	50.37

● 缝制设备电控龙头，受益新中式需求旺盛+出口复苏

公司为全国缝制及针织设备电控领域龙头，主导产品刺绣机电控系统、袜机控制系统、特种工业缝纫机电控系统等在国内市占率领先，受益新中式服饰需求旺盛和出口拉动的缝制机械景气修复。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为6.49、8.38、10.27亿元，EPS分别为0.58、0.76、0.93元/股，公司对应当前股价PE分别为23.8、18.4、15.1倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 新中式服饰需求旺盛，内需回暖拉动缝制机械行业景气

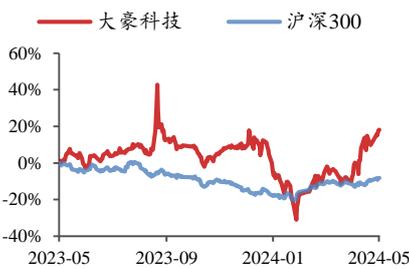
根据《2024抖音电商女性消费趋势数据报告》，2023年3月1日-2024年2月28日期间，女性购买新中式服饰订单量同比增长195%，其中马面裙同比增长841%。据中国纺织工业联合会数据，2023年“新中式”服饰市场规模达10亿元级，近3年相关产品商品交易总额增速超100%。得益于新中式服饰等需求拉动，纺织服装内销市场持续回暖，板块公司盈利水平持续改善，行业投资企稳回升。2024年1-2月，我国纺织业、服装业和化纤业固定资产投资完成额同比分别增长15.0%、16.6%和8.0%。我们认为新中式服饰需求旺盛有望推动缝制机械行业景气度上行，为公司相关数控产品带来可观增量。

● 缝制机械行业出口显著复苏，电控系统龙头有望受益

2024年初，受益于全球经济持续复苏和发达经济体鞋服补库需求释放，海外南亚、东盟、非洲、拉美等市场需求较快回暖，我国缝制机械出口实现同比增长。根据海关总署数据，2024年1-2月，我国缝制机械产品累计出口额4.88亿美元，同比增长13.02%，行业出口呈阶段性回稳向好态势。受益于下游需求提振，公司2024Q1业绩显著加速，实现收入6.43亿元，同比增长50.70%；归母净利润1.48亿元，同比增长101.48%，未来持续看好出口+内销需求向好带动缝制机械行业景气向上，配套电控系统龙头业绩弹性可期。

● **风险提示：**新中式服饰需求不及预期；纺织服装行业固定资产投资不及预期；缝制机械出口不及预期；市场竞争加剧；下游客户自研；多元业务运营管理风险。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,598	2,033	2,692	3,454	4,268
YOY(%)	6.2	27.2	32.4	28.3	23.6
归母净利润(百万元)	435	405	649	838	1,027
YOY(%)	21.6	-6.8	60.0	29.2	22.6
毛利率(%)	40.5	39.3	40.7	41.2	41.7
净利率(%)	28.6	21.5	25.8	26.0	25.8
ROE(%)	21.1	18.0	22.2	22.8	22.0
EPS(摊薄/元)	0.39	0.37	0.58	0.76	0.93
P/E(倍)	35.5	38.1	23.8	18.4	15.1
P/B(倍)	7.6	7.2	5.5	4.3	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内缝制与针织设备电控领域龙头	3
2、新中式服饰需求旺盛，内需回暖拉动缝制机械行业景气	7
3、缝制机械出口复苏，电控系统龙头有望受益	14
4、盈利预测与投资建议	16
4.1、核心假设	16
4.2、盈利预测与估值分析	16
5、风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1：公司电控产品在缝制机械行业目前主要配套用于缝纫阶段	3
图 2：公司电控产品在缝制机械行业目前主要配套用于缝纫阶段的刺绣机、特种工业缝纫机等设备	4
图 3：公司的针织机械电控系统广泛应用于针织机械	5
图 4：公司的针织机械电控系统主要应用于针织横机、针织袜机和针织手套机	5
图 5：2024Q1 收入高增长	7
图 6：2024Q1 利润高增长	7
图 7：缝制设备电控系统是公司主要收入来源（亿元）	7
图 8：针织设备电控系统收入快速增长	7
图 9：中国汉服消费者主要在汉服活动、艺术拍摄、传统节日等场景穿汉服	8
图 10：中国汉服市场规模呈现持续上升扩大趋势	8
图 11：2023 年新中式服饰销量高增长	9
图 12：2023 年新中式服饰相关笔记数量快速攀升	9
图 13：2024 年以来互联网销售平台上“新中式”搜索量快速增长	10
图 14：2023 年以来纺织服装内销市场持续回暖	11
图 15：纺织服装内销市场回暖支撑行业效益稳步改善	12
图 16：2023 年以来纺织服装行业固定资产投资企稳回升	13
图 17：2024 年 1-2 月中国缝制机械产品出口向好（单位：台、公斤、美元、%）	14
图 18：2024 年 2 月中国缝制机械产品出口显著提速（单位：台、公斤、美元、%）	14
图 19：2024 年 1-2 月，中国对亚洲、非洲、拉美洲三大重点市场出口缝制机械产品均呈现明显增长态势	15
表 1：公司股权结构集中	6
表 2：预计 2024 年新中式服饰需求+出口回暖有望拉动公司电控设备收入快速增长	16
表 3：公司 PE 估值低于行业可比公司均值	17

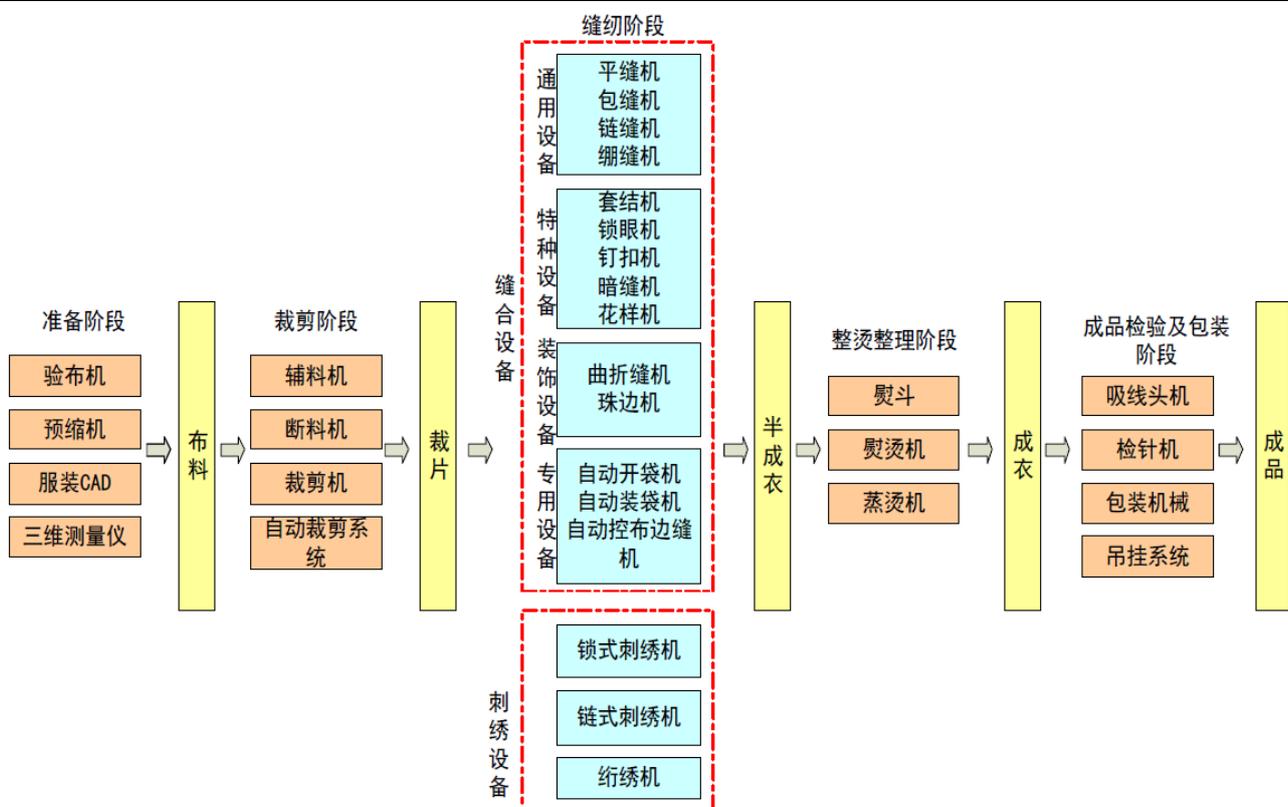
1、国内缝制与针织设备电控领域龙头

公司是国内缝制与针织设备电控领域的龙头企业。智能装备电脑控制系统为智能设备工业控制计算机及装置，集伺服驱动、多轴联动等自动化核心技术为一体，是电控类智能机械设备整机产品的“神经中枢”和“大脑系统”，系统通过电脑程序实现对机械设备运动过程及顺序、位移和相对坐标、速度、转速及各种辅助功能的自动控制，并通过网络管理,使软件与机器交互，实现工厂的智能制造。目前公司产品主要包括刺绣机电控系统、特种工业缝纫机电控系统、袜机控制系统、手套机控制系统和横机控制系统等。

公司为全国缝制及针织设备电控领域规模最大、最专业的供应商之一，主导产品刺绣机电控系统、袜机控制系统、特种工业缝纫机电控系统等在国内市场占有率领先。根据公司 2019 年报，主导产品刺绣机电控系统 2019 年国内市场占有率超过 80%、袜机控制系统国内市场占有率 85%左右，特种工业缝纫机电控系统在国内市场占有率 50%左右。经过多年发展，公司在产品型号/规格、生产规模、技术水平、产品质量、服务/技术支持体系、人才队伍等方面均处于行业领先，积累了丰富的缝制、针织设备电控行业经验，在行业内占据了领先的市场竞争地位。

缝制机械是服装、箱包、鞋帽、汽车、家具、蓬帆、家纺装饰等产品的主要生产设备，按照工业化服装生产中的用途和功能划分，可分为生产准备、裁剪、缝纫、整烫整理和成品检验及包装。

图1：公司电控产品在缝制机械行业目前主要配套用于缝纫阶段



资料来源：公司 2023 年报、开源证券研究所

公司电控产品在缝制机械行业目前主要配套用于缝纫阶段的刺绣机、特种工业缝纫机等设备。电脑刺绣机在电控系统的控制下，可以驱动挑线、机针、绣框、换

色、剪线等多个复杂的机械机构，进而带动机针和绣线形成线环，使绣线在面料上产生特定线迹，从而在棉、麻、化纤等不同面料上绣出各种花型图案，广泛应用于时装、内衣、窗帘、床罩、饰品、工艺品的装饰绣。特种工业缝纫机能够实现多种特殊缝制功能、种类繁多，主要包括花样机、模板机、锁眼机、套结机和曲折缝等。

图2：公司电控产品在缝制机械行业目前主要配套用于缝纫阶段的刺绣机、特种工业缝纫机等设备

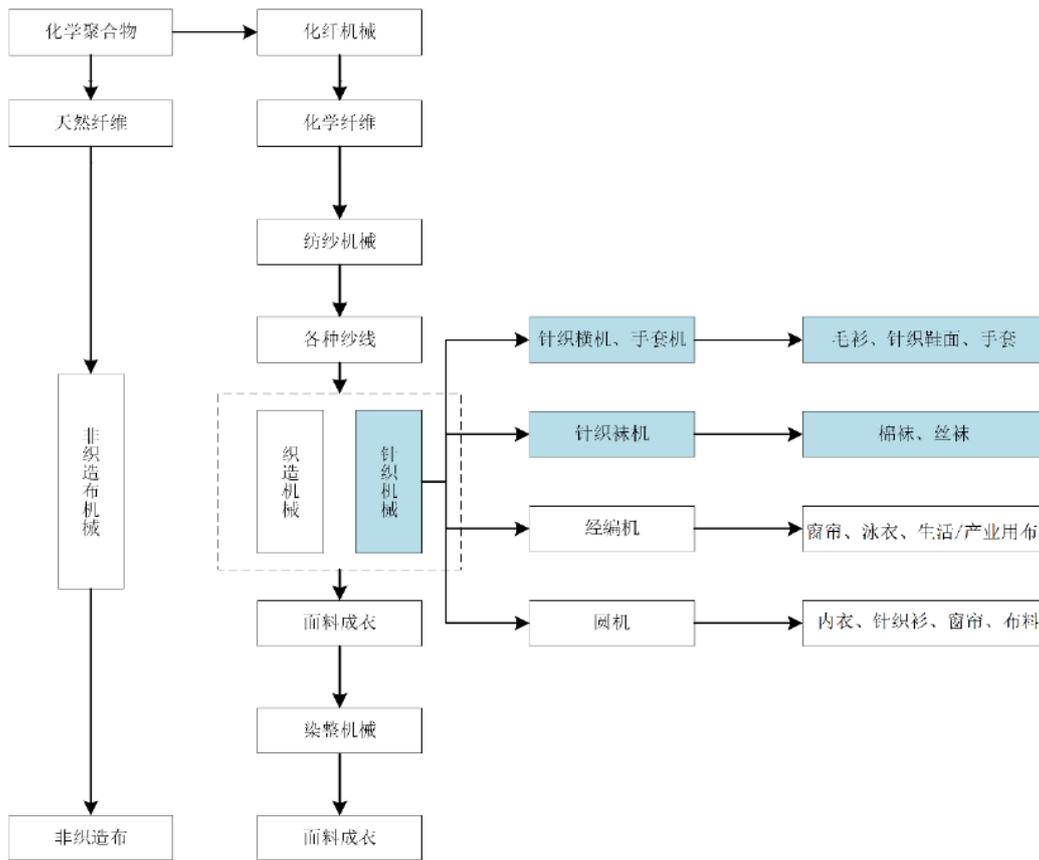


资料来源：公司 2023 年报、开源证券研究所

公司刺绣机电控系统、特种缝制机电控系统处于行业领先地位。公司刺绣机电控系统的品牌市场地位和产品技术水平三十余年一直保持领先，公司不断推动产品技术革新，向高端化和智能化发展，产品性能、用户体验、服务质量在行业内始终保持较高水平。特种工业缝纫机的电控系统可以实现自动控制各种缝制动作精细化和模块化，整机的工艺性能得到有效提升。公司是特种缝制机电控领域的产品种类与规格最多的厂家，在该领域的品牌影响力较强，公司通过产品不断创新升级，产品性能提升的同时实现技术降本，市场竞争力持续上升。

公司的针织机械电控系统主要应用于针织横机、针织袜机和针织手套机。针织横机主要生产毛衫、针织鞋面等针织制品；针织袜机主要生产棉袜及丝袜；针织手套机主要生产工业劳保手套和民用手套。

图3：公司的针织机械电控系统广泛应用于针织机械



资料来源：公司 2023 年报、开源证券研究所

公司袜机电控系统、手套机电控系统国内市场领先优势明显，横机电控系统的市场地位也在稳步上升。公司的电控系统是针织机械的核心部件，近年来公司在针织机械领域的业务取得了良好的发展，目前针织机械电控已成为公司电控业务板块的重要产品线之一。公司持续在针织机械各产品线推出行业升级款产品，通过针对性调整产品策略和市场策略，巩固竞争优势。

图4：公司的针织机械电控系统主要应用于针织横机、针织袜机和针织手套机



手套机电控



横机电控



袜机电控

资料来源：公司 2023 年报、开源证券研究所

公司 2022 年 8 月控股收购北京兴汉网际, 进入网络安全硬件市场和云边端市场。兴汉网际多年来是中国网络安全市场领先的硬件供应商, 是众多领先的中国网络安全厂商的长期合作伙伴。

兴汉网际拥有较为完善的客制化产品服务体系, 提供从解决方案规划、硬件&驱动级软件设计、产品工程设计、生产制造、软件灌装、到售后服务的全流程服务, 形成了基于 X86、ARM、国产飞腾、海光、龙芯处理器等全系列硬件平台产品, 构建了在网安硬件、网络接入及边缘接入、产业物联网等领域广受好评的口碑和品牌形象。

2023 年兴汉发布全系列的网络密码机产品, 与密码行业领军企业开始深度合作, 产品已获得市场认可。同时兴汉网际子公司获得了国家级大基金 1.8 亿元战略投资, 进一步加速了网络安全产业布局, 为业务发展注入强大动力。

根据互动易, 2022 年以来, 兴汉网际加入北京国资旗下后, 基于自身丰富的产品底蕴, 积极参与中电信量子全线基于量子技术的平台产品选型, 先后在千兆万兆网关、服务器密码机等项目中进行产品送测, 并成功入围云服务器量子密码机、国产化量子 5G CPE、国产化量子 QSG 安全网关等项目, 部分产品已经小批量生产。

地方国资背景深厚, 股权结构集中。公司实际控制人为北京市国资委。一轻控股系公司控股股东, 直接持有公司 32.89% 股权。公司荣誉董事长、执行董事郑建军直接持有公司 13.08% 股权, 与一轻控股为一致行动人。

吴海宏为公司董事, 直接持有公司 10.84% 股权。赵玉岭曾任公司副总经理、总工程师, 目前直接持有公司 8.63% 股权。孙雪理曾为公司副总经理, 目前直接持有公司 8.63% 股权。谭庆曾为公司总经理, 目前直接持有公司 8.63% 股权。

表1: 公司股权结构集中

排名	股东名称	持股比例 (%)
1	北京一轻控股有限责任公司	32.89%
2	郑建军	13.08%
3	吴海宏	10.84%
4	赵玉岭	8.63%
5	孙雪理	8.63%
6	谭庆	8.63%
7	香港中央结算有限公司	0.41%
8	爱慕股份有限公司	0.15%
9	南方中证 1000 交易型开放式指数证券投资基金	0.09%
10	申万宏源证券有限公司	0.08%
	合计	84.43%

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 截至 2024 年一季度

2024Q1 业绩高增长。2024Q1 收入实现 6.43 亿元, 同比增长 50.70%, 主要系受纺织服装及新中式服饰加工需求增加, 特种缝制设备市场行情向好, 导致公司数控产品供货量增加; 数控设备功能性能升级带动高附加值产品市场需求增长; 自动装置及针织设备数控市场份额提升。同时公司有效控制成本费用增长, 利润增速显著高于收入增速, 实现归母净利润 1.48 亿元, 同比增长 101.48%。

图5：2024Q1 收入高增长

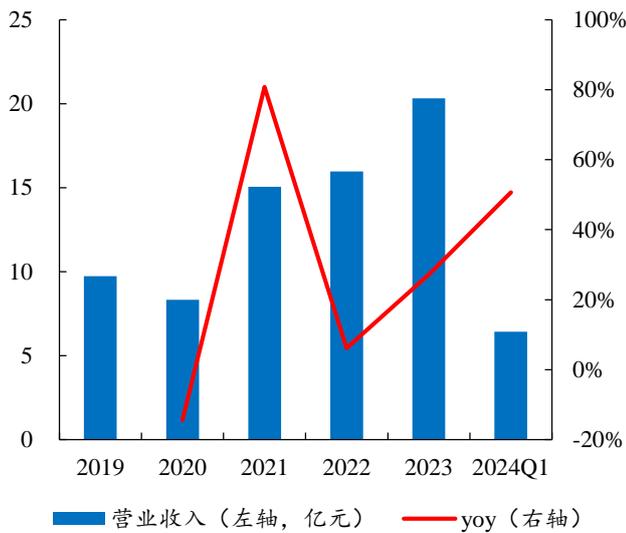
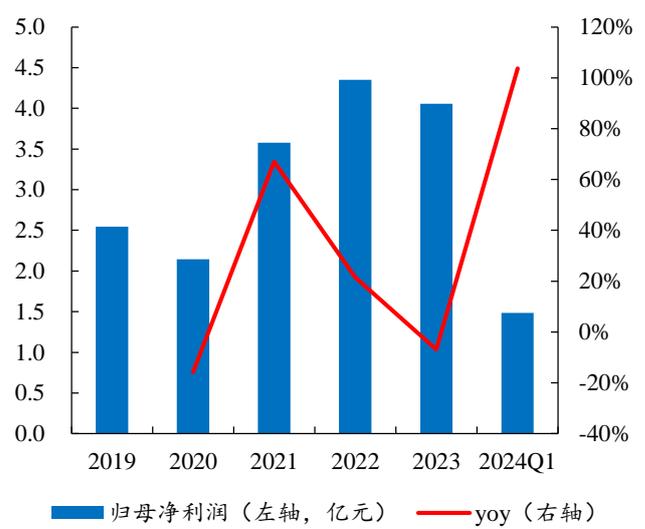


图6：2024Q1 利润高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

缝制设备电控系统是公司主要收入来源，2023 年收入占比超 50%。

针织设备电控系统收入快速增长，2019-2023 年收入 CAGR 达到 32.55%，超过公司整体收入增速，收入占比显著提升，2023 年达到 27.08%。

图7：缝制设备电控系统是公司主要收入来源（亿元）

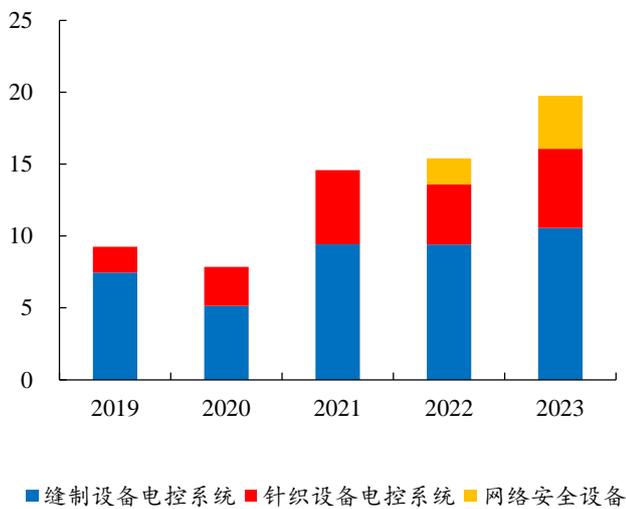
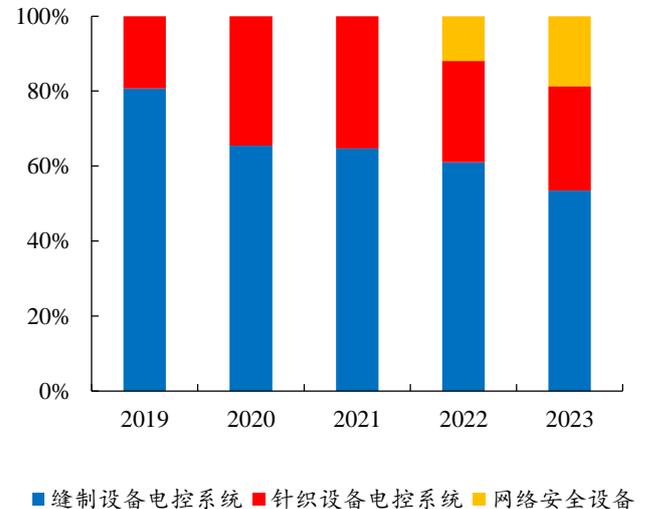


图8：针织设备电控系统收入快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、新中式服饰需求旺盛，内需回暖拉动缝制机械行业景气

汉服爱好者数量规模呈现高速增长态势，带动中国汉服市场快速发展。根据艾媒咨询数据，中国汉服爱好者从 2014 年的 32 万人增长至 2022 年的 850.7 万人，年均增速达到 51.7%。具体来看，超过四成的消费者会在汉服活动、艺术拍摄、传统节日等场景穿汉服，39.2% 消费者会在旅游观光时穿汉服，30.6% 消费者会在日常活动中穿汉服，对汉服进行日常化改进，有望进一步促进汉服产业发展。

图9：中国汉服消费者主要在汉服活动、艺术拍摄、传统节日等场景穿汉服



资料来源：艾媒咨询《2024-2025年中国汉服产业现状及消费行为研究报告》

中国汉服市场规模呈现持续上升扩大趋势。根据艾媒咨询，中国汉服市场规模2023年达144.7亿元，未来“95后”“00后”成为国潮消费主力人群，进一步释放市场潜力，推动汉服市场活力的加速发展，未来上行空间明显，预计2027年中国汉服市场规模有望达241.8亿元。

图10：中国汉服市场规模呈现持续上升扩大趋势



资料来源：艾媒咨询《2024-2025年中国汉服产业现状及消费行为研究报告》

根据《2024 抖音电商女性消费趋势数据报告》，2023 年 3 月 1 日至 2024 年 2 月 28 日期间，女性购买新中式服饰的订单量同比增长 195%，其中马面裙同比增长 841%，汉服同比增长 336%。

图11：2023 年新中式服饰销量高增长



资料来源：《2024 抖音电商女性消费趋势数据报告》

2023 年新中式服饰相关笔记数量快速攀升。根据千瓜数据，2023 年 1 月至 10 月期间，小红书平台上新中式服饰相关的种草笔记数量同比 2022 年增长超过 110%，每月平均笔记数破万，全年互动总量突破 2000 万。在笔记提及的热门品类中，年轻人偏爱汉服、旗袍、连衣裙、马面裙等。

图12：2023 年新中式服饰相关笔记数量快速攀升

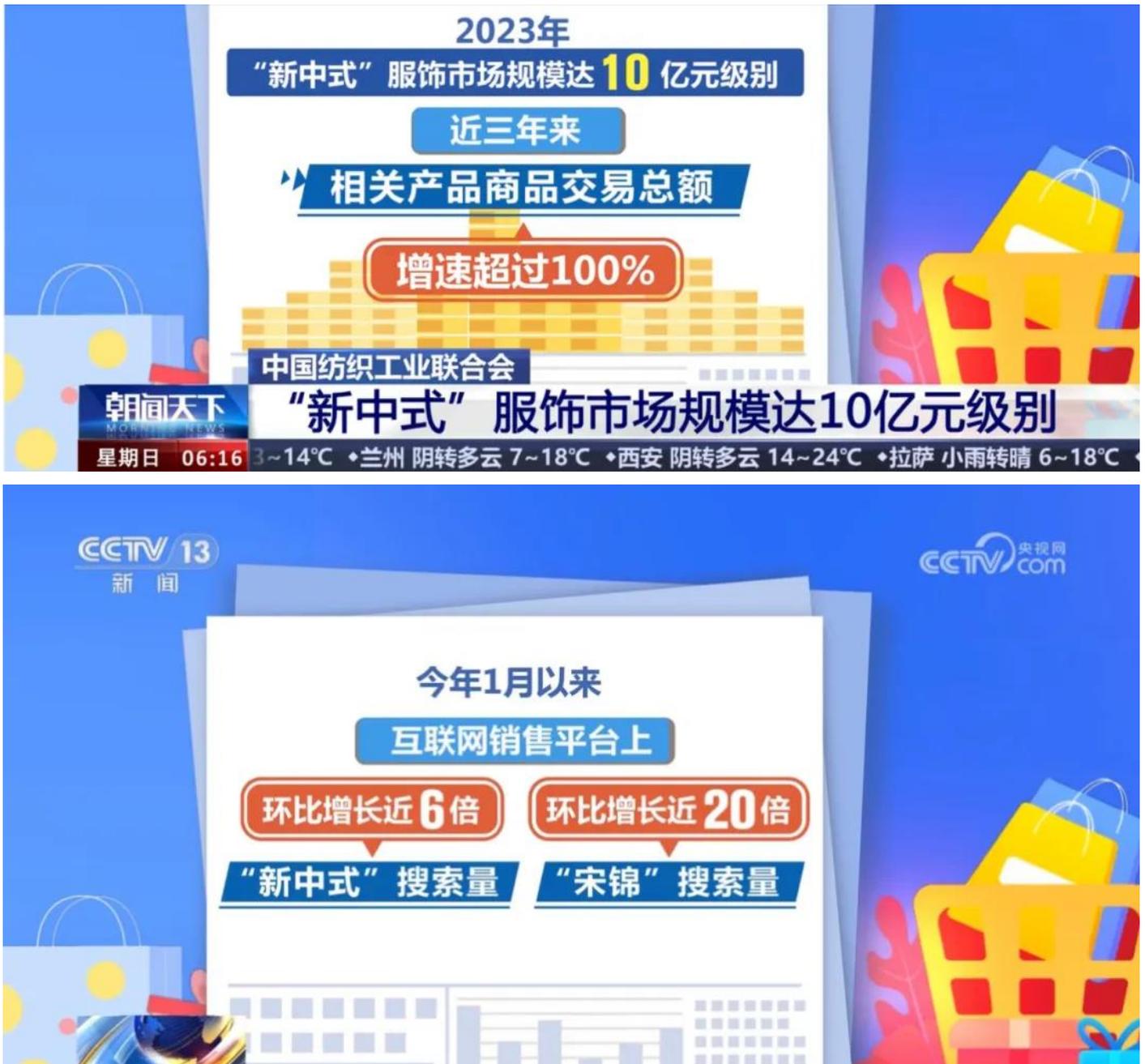


资料来源：CBNData、《2023 “新中式” 潮流生活数据报告》

新中式服饰相关商品交易总额高增长。根据中国纺织工业联合会数据，2023年“新中式”服饰市场规模达10亿元级别，近3年来，相关产品商品交易总额增速超过100%。2024年1月以来，在互联网销售平台上“新中式”“宋锦”的搜索量环比分别增长近6倍和近20倍。

我们认为新中式服饰需求旺盛有望推动缝制机械行业景气度上行，为公司相关数控产品带来可观增量。

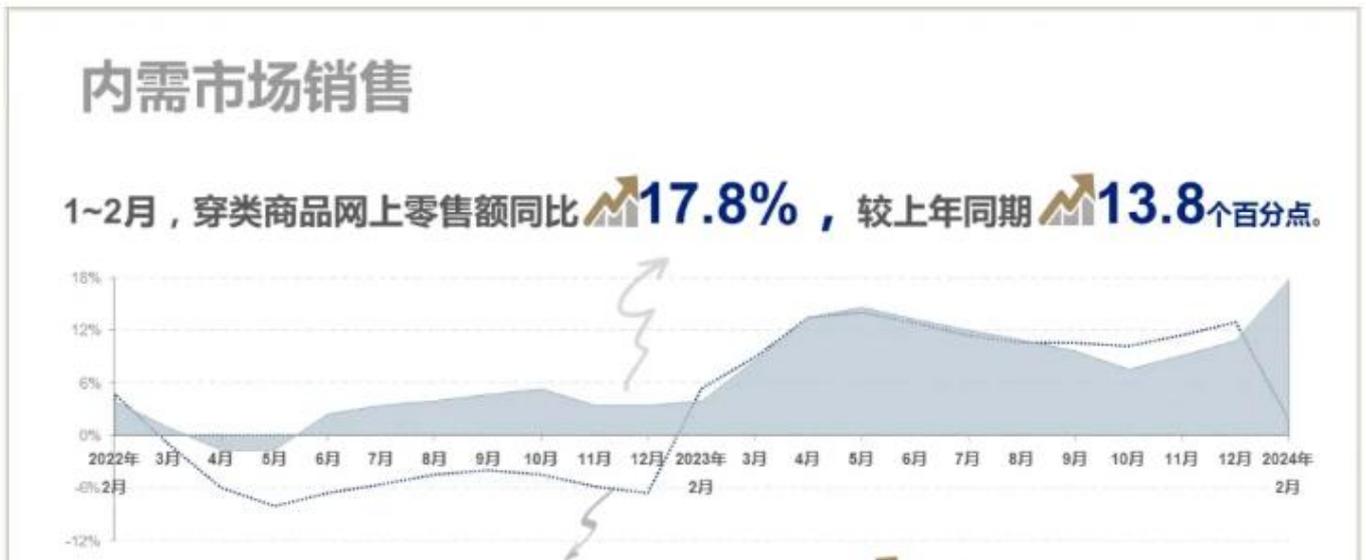
图13：2024年以来互联网销售平台上“新中式”搜索量快速增长



资料来源：《中国纺织报》公众号

纺织服装内销市场持续回暖。2023年以来，伴随国家扩内需、促消费各项政策措施落地显效，居民多样化、个性化衣着消费需求加快释放，国风国潮产品及自主品牌市场认可度提升，国内纺织服装内需保持较好回暖势头。根据国家统计局数据，2023年全国限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长12.9%，增速较2022年大幅回升19.4个百分点，整体零售规模超过疫情前水平；全国网上穿类商品零售额同比增长10.8%，增速较2022年大幅回升7.3个百分点。2024年1-2月，全国网上穿类商品零售额同比增长17.8%，增速较2023年同期大幅回升13.8个百分点。

图14：2023年以来纺织服装内销市场持续回暖



资料来源：中纺联产业经济研究院公众号

内需市场回暖支撑下，纺织效益水平稳步改善。根据国家统计局数据，2023年纺织行业3.8万户规模以上企业营业收入同比减少0.8%，降幅较2022年收窄0.1个百分点；利润总额同比增长7.2%，增速较2022年大幅回升32个百分点，全年实现由负转正；营业收入利润率恢复至3.8%的年内最高水平，较2022年提高0.3个百分点。产业链绝大多数环节效益情况较上年明显改善，化纤、毛纺织、丝绸、长丝织造、印染等行业营业收入同比实现正增长；化纤、丝绸、棉纺织、毛纺织、麻纺织和纺织机械等行业利润总额同比增幅超过10%。2024年1-2月，规模以上企业营业收入同比增长13.7%；利润总额同比增长73.8%。

图15：纺织服装内销市场回暖支撑行业效益稳步改善

纺织企业经济效益

1~12月，规模以上企业营业收入同比 $\nabla 0.8\%$ ，利润总额同比 $\Delta 7.2\%$ ，营业收入利润率为 3.8% 。



企业经济效益

1~2月，规模以上纺织工业营业收入同比 $\Delta 13.7\%$ ，利润总额同比 $\Delta 73.8\%$ ，营业收入利润率 2.7% ，同比 $\Delta 0.9$ 个百分点。



资料来源：中纺联产业经济研究院公众号

2023年以来纺织服装行业固定资产投资企稳回升，有望带动缝制机械设备投资需求，从而提振电控系统厂商业绩。伴随盈利水平持续改善及转型升级步伐加快，行业投资降幅有所收窄。2023年，我国纺织业、服装业和化纤业固定资产投资完成额同比分别减少0.4%、2.2%和9.8%，增速虽然均较2022年有所回落，但较2023年内低位水平分别收窄10.6、3.5和1.8个百分点。2024年1-2月，我国纺织业、服装业和化纤业固定资产投资完成额同比分别增长15.0%、16.6%和8.0%。纺织服装行业固定资产投资回暖，有望带动缝制机械设备和相应电控系统投资需求。

图16：2023年以来纺织服装行业固定资产投资企稳回升

固定资产投资



资料来源：中纺联产业经济研究院公众号

3、缝制机械出口复苏，电控系统龙头有望受益

2024年1-2月中国缝制机械产品出口呈现较好的增长态势。2024年初，受益于全球经济持续复苏和发达经济体鞋服补库需求逐渐释放，海外南亚、东盟、非洲、拉美等市场需求较快回暖，我国缝制机械行业出口实现同比增长。根据海关总署数据，2024年1-2月，我国缝制机械产品累计出口额4.88亿美元，同比增长13.02%，行业出口呈现阶段性回稳向好态势。

其中，工业缝纫机出口量70万台，出口额2.19亿美元，同比分别增长9.43%和7.12%。刺绣机出口量1.6万台，出口额9164万美元，同比分别增长17.13%和38.63%。除家用缝纫机外，行业各类工业缝纫机及其零部件出口额整体均呈现不同幅度增长态势。

图17：2024年1-2月中国缝制机械产品出口向好（单位：台、公斤、美元、%）

商品名称	出口		同比增长	
	数量	金额	数量	金额
家用缝纫机	1,204,042	33,879,601	14.76	-7.37
工业缝纫机	702,502	219,408,737	9.43	7.12
刺绣机	15,588	91,642,696	17.13	38.63
缝前缝后设备	244,536	76,096,725	43.48	20.04
缝纫机零部件	11,742,547	67,285,582	5.23	10.04
缝制机械产品汇总	--	488,313,341	—	13.02

资料来源：中国缝制机械协会公众号

2024年2月中国缝制机械产品出口显著提速。2月我国缝制机械产品出口1.92亿美元，同比增长30.77%，基本恢复到2021、2022年同期水平。其中，工业缝纫机出口量27万台，出口额0.87亿元，同比分别增长23.67%和20.45%。此外，行业当月其他缝制设备产品出口额同比亦呈现出不同幅度增长态势。

图18：2024年2月中国缝制机械产品出口显著提速（单位：台、公斤、美元、%）

商品名称	出口		同比增长	
	数量	金额	数量	金额
家用缝纫机	482,561	13,786,388	42.87	9.49
工业缝纫机	267,960	87,109,711	23.67	20.45
刺绣机	7,690	35,629,948	57.65	84.08
缝前缝后设备	97,817	29,983,123	65.23	37.59
缝纫机零部件	4,801,933	25,880,986	19.89	22.88
缝制机械产品汇总	--	192,390,156	—	30.77

资料来源：中国缝制机械协会公众号

2024年1-2月，中国对亚洲、非洲、拉美洲三大重点市场出口缝制机械产品均呈现明显增长态势。各区域市场中，我国对“一带一路”市场出口额3.36亿美元，同比增长17.63%，占行业出口额比重68.80%，比重同比提升2.69个百分点；对南亚市场出口1.36亿美元，同比增长55.19%，占行业出口额比重27.90%，比重同比提升7.58个百分点；对RCEP市场出口额1.22亿美元，同比增长10.57%，占行业出口额比重24.90%；对东盟市场出口1.03亿美元，同比增长19.45%。

具体分国别来看，印度、越南、巴基斯坦、孟加拉、印度尼西亚等行业前五大出口市场出口额同比均呈现大幅增长。印度是我国当前最大的缝制设备出口市场，1-2月我国对印度累计出口缝制机械产品8737万美元，同比增长49.32%，占我国行业出口额比重的17.89%；对越南出口额4044万美元，同比增长58.85%，占我国行业出口额比重的8.28%；对巴基斯坦出口额2339万美元，同比增长154.60%，占我国行业出口额比重的4.79%。此外，我国对印度尼西亚、柬埔寨、马来西亚等东盟市场，埃及、阿尔及利亚、尼日利亚、摩洛哥、肯尼亚等非洲市场，以及巴西、墨西哥、危地马拉等拉美市场，伊朗、伊拉克等中东市场制机械产品出口额同比均呈现增长态势，其中对巴基斯坦、伊朗、阿尔及利亚、斯里兰卡、伊拉克等市场出口额同比均呈现翻倍增长。

图19：2024年1-2月，中国对亚洲、非洲、拉美洲三大重点市场出口缝制机械产品均呈现明显增长态势



资料来源：中国缝制机械协会公众号

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1: 受益于国内纺织服装及新中式服饰加工需求增加, 以及纺织服装行业出口复苏趋势, 缝制设备市场行情向好; 叠加自动装置及针织设备数控市场份额提升, 公司数控产品供货量有望呈现快速增长趋势。

核心假设 2: 数控设备功能性能升级有望带动高附加值产品市场需求增长, 从而拉升公司毛利率。

核心假设 3: 公司有效控制期间费用成本增长, 利润增速有望保持高于收入增速; 同时公司持续较高研发投入, 研发费用率预计有望保持稳定, 以保证产品核心竞争力。

表2: 预计 2024 年新中式服饰需求+出口回暖有望拉动公司电控设备收入快速增长

	2023	2024E	2025E	2026E
缝制设备电控系统				
营业收入 (百万元)	1056.55	1426.34	1854.24	2317.80
yoy (%)	12.27%	35.00%	30.00%	25.00%
毛利率 (%)	47.56%	50.00%	50.50%	51.00%
针织设备电控系统				
营业收入 (百万元)	550.39	770.55	1024.83	1281.04
yoy (%)	32.24%	40.00%	33.00%	25.00%
毛利率 (%)	30.20%	31.00%	31.50%	32.00%
网络安全设备				
营业收入 (百万元)	368.56	442.27	521.88	615.82
yoy (%)	100.24%	20.00%	18.00%	18.00%
毛利率 (%)	23.77%	24.00%	24.00%	24.00%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值分析

公司为全国缝制及针织设备电控领域规模最大、最专业的供应商之一, 主导产品刺绣机电控系统、袜机控制系统、特种工业缝纫机电控系统等在国内市场占有率处于领先地位, 有望显著受益新中式服饰需求旺盛和出口复苏拉动的缝制机械景气修复。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 6.49、8.38、10.27 亿元, EPS 分别为 0.58、0.76、0.93 元/股。

我们选取柏楚电子、宏华数科等国内控制系统龙头和量子加密领军公司格尔软件作为可比公司。公司对应当前股价 PE 分别为 23.8、18.4、15.1 倍, 低于行业可比公司均值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表3：公司 PE 估值低于行业可比公司均值

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024/5/10	2024E	2025E	2025E	2024E	2025E	2025E
688188.SH	柏楚电子	456.4	10.0	13.3	17.7	45.8	34.4	25.7
688789.SH	宏华数科	135.0	4.4	5.7	7.0	30.9	23.9	19.4
603232.SH	格尔软件	32.5	0.8	1.1	1.4	39.1	28.7	22.4
	平均值	207.9	5.1	6.7	8.7	38.6	29.0	22.5
603025.SH	大豪科技	154.6	6.5	8.4	10.3	23.8	18.4	15.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（柏楚电子、宏华数科、格尔软件盈利预测均来自 Wind 一致预测）

5、风险提示

下游需求不及预期风险：新中式服饰需求不及预期风险；纺织服装行业固定资产投资不及预期风险，缝制机械出口不及预期风险。

市场竞争加剧：下游客户潜在自研风险。

多元业务运营管理风险：公司主营业务已由上市初期较为单一的缝制机械电控业务，扩展至针织机械电控、智能工厂云平台、网络安全硬件等多市场、多品类业务运营的集团化企业，公司业务规模也在不断增长，公司市场成长空间也被打开，同时公司也面临着多元业务、集团化运营等方面带来的管理风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2250	2920	3052	3704	4800
现金	953	1230	1977	2578	3337
应收票据及应收账款	739	933	0	0	0
其他应收款	16	16	26	28	39
预付账款	7	29	18	43	33
存货	503	469	788	813	1150
其他流动资产	33	242	242	242	242
非流动资产	877	1016	1117	1217	1304
长期投资	93	133	174	214	254
固定资产	149	215	270	330	372
无形资产	45	41	44	46	49
其他非流动资产	590	627	629	627	629
资产总计	3127	3936	4169	4920	6105
流动负债	888	1285	825	752	884
短期借款	111	503	503	503	503
应付票据及应付账款	353	529	0	0	0
其他流动负债	424	253	322	249	382
非流动负债	74	221	221	221	221
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	74	221	221	221	221
负债合计	962	1506	1046	973	1105
少数股东权益	126	271	316	377	450
股本	924	1109	1109	1109	1109
资本公积	203	91	91	91	91
留存收益	918	954	1549	2363	3343
归属母公司股东权益	2038	2158	2807	3571	4549
负债和股东权益	3127	3936	4169	4920	6105

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	218	332	898	757	861
净利润	456	438	693	899	1101
折旧摊销	33	37	39	52	61
财务费用	-13	-23	-23	-51	-74
投资损失	-91	3	-28	-18	-21
营运资金变动	-193	-168	221	-118	-198
其他经营现金流	26	44	-4	-7	-8
投资活动现金流	-55	-175	-112	-134	-127
资本支出	13	13	100	112	108
长期投资	8	-42	-40	-40	-40
其他投资现金流	-50	-119	28	18	22
筹资活动现金流	10	79	-38	-23	24
短期借款	111	392	0	0	0
长期借款	0	0	-0	-0	-0
普通股增加	0	185	0	0	0
资本公积增加	2	-113	0	0	0
其他筹资现金流	-103	-385	-38	-23	24
现金净增加额	173	236	748	601	759

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1598	2033	2692	3454	4268
营业成本	950	1233	1596	2031	2490
营业税金及附加	15	20	26	33	41
营业费用	51	79	78	93	115
管理费用	66	102	97	121	158
研发费用	164	183	221	283	367
财务费用	-13	-23	-23	-51	-74
资产减值损失	-4	-9	-10	-14	-17
其他收益	52	60	58	59	58
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	91	-3	28	18	21
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	504	482	769	1000	1226
营业外收入	10	10	10	10	10
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	514	491	779	1009	1235
所得税	58	53	85	110	135
净利润	456	438	693	899	1101
少数股东损益	21	32	45	61	73
归属母公司净利润	435	405	649	838	1027
EBITDA	525	522	804	1027	1242
EPS(元)	0.39	0.37	0.58	0.76	0.93

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	6.2	27.2	32.4	28.3	23.6
营业利润(%)	22.3	-4.4	59.7	29.9	22.7
归属于母公司净利润(%)	21.6	-6.8	60.0	29.2	22.6
获利能力					
毛利率(%)	40.5	39.3	40.7	41.2	41.7
净利率(%)	28.6	21.5	25.8	26.0	25.8
ROE(%)	21.1	18.0	22.2	22.8	22.0
ROIC(%)	42.2	28.5	51.9	60.5	65.1
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	38.3	25.1	19.8	18.1
净负债比率(%)	-36.0	-19.1	-40.8	-47.5	-52.7
流动比率	2.5	2.3	3.7	4.9	5.4
速动比率	2.0	1.8	2.6	3.6	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	4.1	3.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.2	3.9	8.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.37	0.58	0.76	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.30	0.81	0.68	0.78
每股净资产(最新摊薄)	1.84	1.95	2.53	3.22	4.10
估值比率					
P/E	35.5	38.1	23.8	18.4	15.1
P/B	7.6	7.2	5.5	4.3	3.4
EV/EBITDA	28.1	29.2	18.0	13.6	10.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

18/20

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn