

## 公司研究

## 汽车业务构筑安全边际，参股富创优越布局 AI

## ——华懋科技（603306.SH）跟踪报告之三

## 要点

**汽车被动安全领域龙头企业，业绩持续增长。**华懋科技是一家新材料科技企业，目前是汽车被动安全领域的龙头企业，产品线覆盖汽车安全气囊布、安全气囊袋（DAB\SAB\PAB\KAB\CAB 等）以及安全带等被动安全系统部件，也包括防弹布、夹网布等。2024 年我国汽车工业及消费整体延续稳中向好的增长态势，并且新能源车、国产品牌的市场占有率逐步提升，促使公司的汽车被动安全业务实现持续增长。公司稳步推进各项业务，保证产品质量，提升研发响应及服务质量，巩固市场份额。2024 年前三季度，公司实现营业收入 15.40 亿元，同比增长 5.64%；实现归母净利润 1.96 亿元，同比增长 32.00%。

**富创优越深耕 AI 行业。**华懋科技通过子公司华懋（东阳）新材料有限责任公司，参股深圳市富创优越科技有限公司。富创优越是专业的电子智造服务提供商，公司位于中国深圳。富创优越全球拥有近千名员工，30000 平方智能制造园区，持续深耕光通信、ODM 海事通信、汽车电子等行业领域，为客户提供从产品研发、物料采购、生产制造到全球物流等高品质一站式电子智造解决方案。

**竞价回购彰显信心，员工持股激励团队。**（1）2024 年 12 月 4 日，华懋科技公告《竞价回购方案》，回购股份金额 2.50-5.00 亿元，回购股份价格不超过人民币 42 元/股（含）。（2）2024 年 12 月 19 日，公司发布《增加 2024 年第二次以集中竞价方式回购股份规模的公告》，回购资金总额调整为“不低于人民币 4.00 亿元（含），不超过 8.00 亿元（含）”。（3）2024 年 11 月，公司发布 2024 年员工持股计划，拟激励董事、监事、高级管理人员、业务骨干及核心技术人员不超过 175 人，员工持股计划拟持有的标的股票数量不超过 1200 万股，员工持股计划购买股票的价格为 12.79 元/股。

**长江存储全球供应链负责人任职华懋科技董事。**公司现任董事吴黎明，香港大学工商管理硕士毕业，历任杜邦公司蛋白质事业部中国工程经理，英特尔公司高级工程经理，英特尔公司高级采购经理，长江存储科技有限责任公司全球供应链负责人，武汉新芯集成电路有限公司采购负责人，湖北三维半导体集成创新中心有限责任公司副总裁，湖北省半导体行业协会副秘书长等。

**盈利预测、估值与评级：**华懋科技于 2024 年 12 月 4 日公告，未来不会继续加大在光刻胶领域的投入，在合适的时机将择优处置。华懋科技汽车业务给公司构筑较强的安全边际，子公司参股的富创优越有望受益 AI 浪潮。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 3.00/3.42/4.07 亿元的预测，对应 PE43/38/32X。我们看好公司的长期成长空间，维持“增持”评级。

**风险提示：**毛利率下滑的风险；下游主要客户集中的风险；市场竞争加剧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,637	2,055	2,286	2,610	3,057
营业收入增长率	35.75%	25.54%	11.25%	14.15%	17.11%
净利润（百万元）	198	242	300	342	407
净利润增长率	12.68%	21.94%	23.99%	14.02%	19.02%
EPS（元）	0.62	0.74	0.91	1.04	1.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.32%	6.59%	7.68%	8.17%	8.99%
P/E	63	53	43	38	32
P/B	4.0	3.5	3.3	3.1	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-1-20 注：22-24 年股本为 3.21/3.26/3.29 亿

## 增持（维持）

当前价：39.06 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

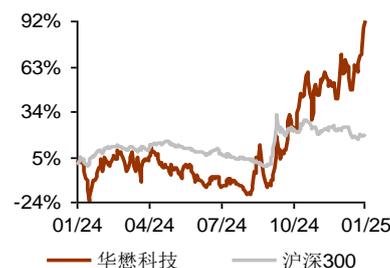
021-52523849

kailiu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	3.29
总市值(亿元):	128.53
一年最低/最高(元):	14.33/40.42
近 3 月换手率:	455.29%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	23.87	53.61	73.39
绝对	21.23	50.93	92.36

资料来源：Wind

# 目 录

1、汽车业务构筑安全边际.....	4
2、富创优越深耕 AI 行业.....	5
2.1 华懋科技参股富创优越.....	5
2.2 富创优越深耕光通信、ODM 海事通信、汽车电子.....	6
3、竞价回购彰显信心，员工持股激励团队.....	7
4、光刻胶业务：不再加大投入，未来将择优处置.....	9
5、长江存储全球供应链负责人加盟公司.....	9
6、投资建议.....	10
7、风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1: 公司产品类别示意图 .....	4
图表 2: 华懋科技营业收入及增速 .....	4
图表 3: 华懋科技归母净利润及增速 .....	4
图表 4: 24H1 公司产品产销情况 .....	5
图表 5: 富创优越股权结构图 .....	5
图表 6: 回购公司股份方案 .....	7
图表 7: 增加回购金额后的回购方案 .....	7
图表 8: 员工持股计划拟分配情况 .....	8
图表 9: 员工持股计划业绩考核目标 .....	8

## 1、汽车业务构筑安全边际

华懋(厦门)新材料科技股份有限公司(以下简称:华懋科技)是一家新材料科技企业,目前是汽车被动安全领域的龙头企业,产品线覆盖汽车安全气囊布、安全气囊袋(DAB\SAB\PAB\KAB\CAB等)以及安全带等被动安全系统部件,也包括防弹布、夹网布等。

图表 1: 公司产品类别示意图

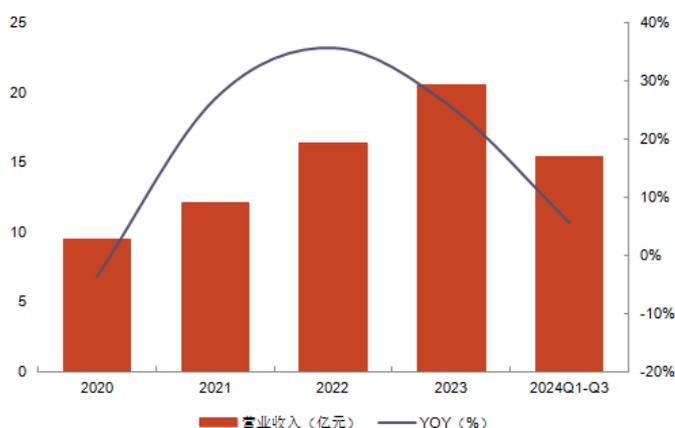


资料来源: 公司公告

公司的主要生产设备均来自日本、德国、瑞士、法国等先进机械制造国家,拥有在 OPW 一次成型气囊产品和切割生产工序的先进设备;在人力集中的缝纫工序逐步增加自动花样机的智能设备替代人工;硬件方面在国内同行业处于先进水平,为提高生产效率、保持产品的质量稳定性提供了保障。

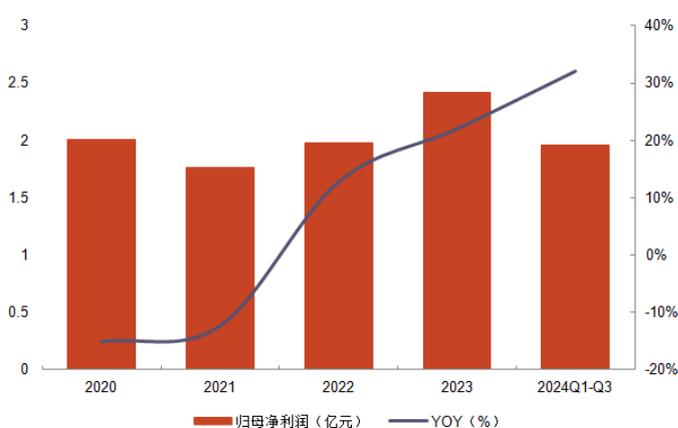
2024 年我国汽车工业及消费整体延续稳中向好的增长态势,并且新能源车、国产品牌的市场占有率逐步提升,促使公司的汽车被动安全业务实现持续增长。公司稳步推进各项业务,保证产品质量,提升研发响应及服务质量,巩固市场份额。2024 年前三季度,公司实现营业收入 15.40 亿元,同比增长 5.64%;实现归母净利润 1.96 亿元,同比增长 32.00%。

图表 2: 华懋科技营业收入及增速



资料来源: Wind、光大证券研究所

图表 3: 华懋科技归母净利润及增速



资料来源: Wind、光大证券研究所

根据公司公告，24H1 公司安全气囊袋业务实现销售收入 6.50 亿元，同比增长 2.23%，其中平织气袋实现销售收入 4.39 亿元，OPW 业务实现销售收入 2.11 亿元；安全气囊布实现销售收入 2.20 亿元，收入同比增长 32.05%；安全带实现销售收入为 0.39 亿元，收入同比增长 15.05%。公司产品战略定位于高端化、国产化和新能源化三个方向，24H1 公司量产的项目情况：安全气囊袋 368 个，新定点的项目有安全气囊袋 66 个(含 OPW)。

**图表 4: 24H1 公司产品产销情况**

产品名称	计划年生产量	报告期内的实际产量	完成年度计划 (%)
安全气囊布 (万平米)	3,500	1,791.60	51.19
安全气囊袋 (万个)	3,900	1,550.05	39.74
安全带 (万平米)	3,500	2,312.38	66.07

资料来源: 公司公告

安全气囊布和安全气囊袋是汽车被动安全部件的重要原材料,相关生产厂商必须通过汽车行业质量体系和安全气囊总成厂商或整车厂商的双重认证,准入壁垒较高。公司下游主要为汽车产业链的一级供应商,公司与奥托立夫、采埃孚、均胜、延锋智能等国内外知名安全气囊生产厂商建立了长期、稳定的战略合作关系,产品进入奥迪、比亚迪、本田、北汽、长城、长安、大众、福特、丰田、吉利、江淮、理想、马自达、尼桑、奇瑞、上汽、通用、特斯拉、沃尔沃、蔚来、小鹏、一汽等知名整车厂商供应体系。

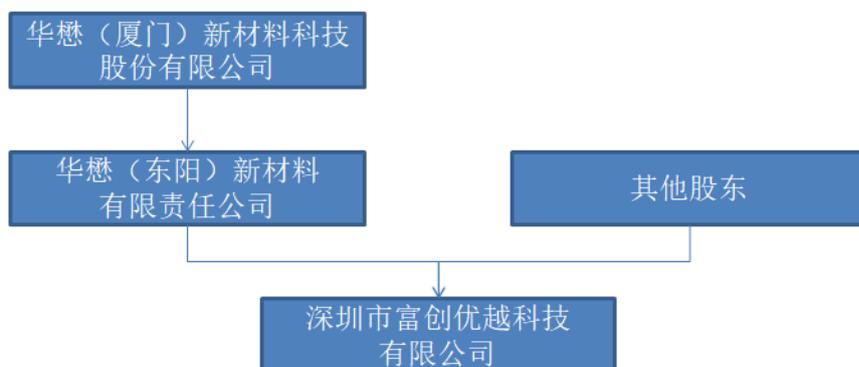
在国际业务方面,公司越南子公司的经营稳健增长,已通过认证量产的项目 39 个,已获 PPAP 批准待量产的项目 1 个,24H1 实现销售收入约 1.21 亿元人民币,同比增长 42.45%,实现净利润折合人民币约 1908.07 万元,同比增长 958.16%。公司从 2023 年开始在越南自建新生产基地,目前已经完成主体厂房建设封顶与厂房交付,并逐步开启设备的安装、调试及定点项目的 PPAP 与试生产,逐步实现正式投产。

## 2、富创优越深耕 AI 行业

### 2.1 华懋科技参股富创优越

华懋科技通过子公司华懋(东阳)新材料有限责任公司,参股深圳市富创优越科技有限公司。

**图表 5: 富创优越股权结构图**



资料来源: 天眼查

## 2.2 富创优越深耕光通信、ODM 海事通信、汽车电子

富创优越是专业的电子智造服务提供商，公司位于中国深圳。为更快速地响应客户需求，公司在马来西亚、新加坡、中国香港等国家及地区拥有合作伙伴及分支机构。富创优越全球拥有近千名员工，30000 平方智能制造园区。凭借十八余年的经验积淀，公司持续深耕光通信、ODM 海事通信、汽车电子等行业领域，为客户提供从产品研发、物料采购、生产制造到全球物流等高品质一站式电子智造解决方案。

**光通信：**富创优越的全球生产基地为光通信产品制造设立独立车间，配备高精度贴片线与 3D AOI, 3D X-ray, ICT 测试、飞针测试、金手指，OGP 等先进测试设备，以及动态万级无尘组装车间。同时，公司组建了经验丰富的专项工程师团队，持续进行工艺提升和制程优化。其中，富创优越马来西亚，是马来西亚第一家也是唯一一家拥有光通信全产业链能力的公司，包括器件，PCBA，COB，组装，自动化测试，光耦合，盘纤等。

富创优越为高可靠性要求的复杂光通信产品提供全产业链服务。从光模块（4G-800G）的 PCBA，到光设备的成品组装，富创优越建立了完善的品质管理体系与制造过程追溯系统，客户可在电脑端或移动端，实时查看生产进度和品质报告，实现器件级追溯，进一步保障产品可靠性。

富创优越光通信全产业链产品包括：1.全系列光接收器 PCBA（800G、400G）；2.成品组装（CATV Transmitter、光收发器模块）；3. 其他（测试板、WSS、激光模块、玻璃光子、硅光子）。

**ODM 海事通信：**富创优越为海洋通信产品提供整套研发及全产业链服务。具有成熟的甚高频无线电，AIS，智联船舶，海事仪表显示器，辅助泊船航海雷达，甚高频数据交换系统，综合导航系统等海事通信设备开发和制造能力，熟悉 NMEA2000, NMEA0183, DSC, ATIS, AIS 等海事协议，可提供从设计开发、整机组装、产品测试到售后的一站式服务。产品符合 IEC60945、60950 等国际标准要求。

**汽车电子：**富创优越拥有十余年的电子制造服务经验，公司组建了经验丰富的工艺团队，为汽车电子产品设立独立生产车间和定制化产线，配备高精度贴片机、选择焊和三防涂覆等高端制造设备，满足汽车电子产品的高可靠性要求。同时，根据不同客户的需求，提供定制化测试方案，配备 3D AOI、3D X-ray、ICT、Hi-POT 测试、FCT、EOL 测试、CCD 测试、HAD 测试等精密测试设备，保障汽车电子产品的安全性和可靠性。

### 3、竞价回购彰显信心，员工持股激励团队

2024年12月4日，华懋科技公告《关于2024年第二次以集中竞价方式回购公司股份方案的公告》。

回购股份金额：不低于人民币2.50亿元（含），不超过人民币5.00亿元（含）。

回购股份价格：不超过人民币42元/股（含）

图表 6：回购公司股份方案

回购方案首次披露日	2024/12/5
回购方案实施期限	2024/12/4~2025/12/3
方案日期及提议人	2024/12/4
预计回购金额	25,000万元~50,000万元
回购资金来源	其他：自有资金或自筹资金
回购价格上限	42元/股
回购用途	<input type="checkbox"/> 减少注册资本 <input checked="" type="checkbox"/> 用于员工持股计划或股权激励 <input type="checkbox"/> 用于转换公司可转债 <input type="checkbox"/> 为维护公司价值及股东权益
回购股份方式	集中竞价交易方式
回购股份数量	595.2380万股~1,190.4761万股（依照回购价格上限测算）
回购股份占总股本比例	1.81%~3.63%

资料来源：公司公告

2024年12月19日，公司发布《增加2024年第二次以集中竞价方式回购股份规模的公告》。回购资金总额由“不低于人民币2.50亿元（含），不超过人民币5.00亿元（含）”调整为“不低于人民币4.00亿元（含），不超过8.00亿元（含）”。

图表 7：增加回购金额后的回购方案

回购方案首次披露日	2024/12/5
回购方案实施期限	2024/12/4~2025/12/3
方案日期及提议人	2024/12/4
预计回购金额	40,000万元~80,000万元
回购资金来源	其他：自有资金或自筹资金
回购价格上限	42元/股
回购用途	<input type="checkbox"/> 减少注册资本 <input checked="" type="checkbox"/> 用于员工持股计划或股权激励 <input type="checkbox"/> 用于转换公司可转债 <input type="checkbox"/> 为维护公司价值及股东权益
回购股份方式	集中竞价交易方式
回购股份数量	952.3809万股~1,904.7619万股（依照回购价格上限测算）
回购股份占总股本比例	2.90%~5.81%

资料来源：公司公告

2024年11月，公司发布2024年员工持股计划。参加此次员工持股计划的对象范围为公司（含子公司）董事、监事、高级管理人员、业务骨干及核心技术人员（以下简称“持有人”），初始设立时总人数不超过175人（不含预留份额），具体参加人数、名单将根据员工实际缴款情况确定。管理委员会可以根据认购款缴纳情况、员工变动情况对本员工持股计划的员工名单、分配比例进行调整。

图表 8：员工持股计划拟分配情况

姓名	职务	拟持有份额上限对应的标的股票数量 (万股)	拟持有份额占本员工持股计划比例 (%)
蒋卫军	董事长	360.00	30.00%
张初全	董事、总经理		
蒋龙华	董事		
吴黎明	董事		
赵子妍	董事		
谢雷尖	董事		
肖剑波	财务总监、董事会秘书		
王锋道	监事会主席	480.00	40.00%
程兆鹏	监事		
谢妹子	职工代表监事		
业务骨干及核心技术人员 (不超过165人)		480.00	40.00%
预留		360.00	30.00%
合计		1,200.00	100.00%

资料来源：公司公告

此次员工持股计划股票来源为公司回购专用账户回购的华懋科技 A 股普通股股票。员工持股计划拟持有的标的股票数量不超过 1200 万股，约占 2024 年 10 月 18 日公司股本总额 32643.3827 万股的 3.68%。此员工持股计划草案获得公司股东大会批准后，将通过非交易过户等法律法规允许的方式获得公司回购专用证券账户所持有的公司股票。此次员工持股计划购买股票的价格为 12.79 元/股。

此次员工持股计划在 2025 年-2027 年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，以达到业绩考核目标作为持有人解锁对应批次标的股票的条件之一。

图表 9：员工持股计划业绩考核目标

解锁期		考核年度	考核年度营业收入 (A)	
			目标值	触发值
			(Am)	(An)
首次授予部分及 2025 年 9 月 30 日 (含) 前确定分配方案的预留授予部分	第一个解锁期	2025 年	26.00 亿元	20.80 亿元
	第二个解锁期	2026 年	30.00 亿元	24.00 亿元
	第三个解锁期	2027 年	35.00 亿元	28.00 亿元
2025 年 9 月 30 日后确定分配方案的预留授予部分	第一个解锁期	2026 年	30.00 亿元	24.00 亿元
	第二个解锁期	2027 年	35.00 亿元	28.00 亿元
业绩完成度 (A)			公司层面解锁系数	
$A \geq Am$			100%	
$An \leq A < Am$			$A/Am$	
$A < An$			0%	

资料来源：公司公告

此次员工持股计划有望进一步改善公司治理水平，提高员工的凝聚力和公司的竞争力，促进公司长期、持续、健康发展；同时有助于充分调动公司员工对公司的

责任意识，吸引和保留优秀管理人才和核心骨干，进一步增强员工的凝聚力和公司的发展活力。

## 4、光刻胶业务：不再加大投入，未来将择优处置

2024年12月4日，华懋科技发布《关于2025年度“提质增效重回报”行动方案的提示性公告》。公告表示，公司目前业务范围涵盖汽车被动安全业务、光刻胶业务以及其他新材料业务，针对不同业务板块，公司未来会根据其实际情况进行不同安排。

### 1、汽车被动安全业务

公司汽车被动安全业务为安全气囊袋、气囊布等汽车被动安全零部件产品的研发、生产及销售。公司作为国内主流汽车被动安全部件供应商中少数本土企业之一，历经二十余年的发展，在核心技术、客户资源、产品质量、公司管理、环境保护等方面已建立起较大优势，国内市场占有率位居前列。近年，伴随新能源车的崛起、汽车品牌国产化趋势以及我国汽车出海的契机，公司营业收入稳健增长。公司未来将持续大力发展汽车被动安全业务，巩固市场份额、夯实核心竞争优势，公司使用前期发行可转债募集的资金一方面扩充国内生产基地产能，做到对客户需求的及时响应，另一方面也加速推进越南生产基地建设，实现越南生产基地从气囊布到气囊袋的全产业链生产布局，在巩固国内既有市场份额的同时，积极寻求海外市场的突破。

### 2、光刻胶业务

公司目前的光刻胶业务主要依托于参股公司徐州博康信息化学品有限公司，公司通过东阳凯阳科技创新发展合伙企业（有限合伙）目前持有其23.2176%股权。鉴于光刻胶业务存在投入大、回报周期长的特征，公司不会继续加大在此领域的投入，并将根据自身发展战略，在合适的时机进行择优处置，以获得新的发展机会。

### 3、新材料业务

2022年2月公司成立了全资子公司东阳华懋新材料科技研究院有限公司（简称“东阳研究院”），通过东阳研究院，孵化一批新的面向未来的技术、业务方向，打造公司的“第二增长曲线”。未来公司将通过产学研合作，人才引进及收购等方式，通过内生及外延的形式，继续在汽车轻量化、减碳新材料等领域发展新的产业机会。

## 5、长江存储全球供应链负责人加盟公司

公司现任董事吴黎明，香港大学工商管理硕士毕业，历任杜邦公司蛋白质事业部中国工程经理，英特尔公司高级工程经理，英特尔公司高级采购经理，长江存储科技有限责任公司全球供应链负责人，武汉新芯集成电路有限公司采购负责人，湖北三维半导体集成创新中心有限责任公司副总裁，湖北省半导体行业协会副秘书长等。吴黎明于2023年11月15日加盟华懋科技。

## 6、投资建议

华懋科技于 2024 年 12 月 4 日公告，未来不会继续加大在光刻胶领域的投入，在合适的时机将择优处置。华懋科技汽车业务给公司构筑较强的安全边际，子公司参股的富创优越有望受益 AI 浪潮。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 3.00/3.42/4.07 亿元的预测，对应 PE 43/38/32X。我们看好公司的长期成长空间，维持“增持”评级。

## 7、风险提示

### 毛利率下滑的风险

公司下游客户安全气囊系统及安全气囊袋生产商每年要求公司调低原有产品价格，由于公司产品是根据车型定制生产的，如果未来下游汽车厂商放缓新车型上市节奏，公司原有产品价格将持续下降，公司将面临毛利率持续下滑的风险。

### 下游主要客户集中的风险

公司下游客户主要为安全气囊总成企业，市场份额主要被国内外少数汽车被动安全部件一级供应商占据。如果公司主要客户的生产经营出现重大波动或对公司产品的需求发生重大不利变化，可能会对公司的生产经营产生不利影响。

### 市场竞争加剧

公司目前的主要竞争对手均为跨国企业在华投资设立的实体，这些竞争对手均依托母公司的客户资源、资金实力和技术实力发展，近年来竞争对手纷纷扩大产能，加大投入，市场竞争的加剧可能导致公司产品销量下滑，产品价格下降，将会使公司面临盈利能力下降的风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,637	2,055	2,286	2,610	3,057
营业成本	1,110	1,426	1,596	1,809	2,117
折旧和摊销	106	119	130	148	174
税金及附加	12	16	18	21	24
销售费用	16	20	23	26	31
管理费用	211	196	297	313	367
研发费用	82	96	114	131	153
财务费用	-16	-8	-24	-36	-39
投资收益	-32	-13	10	30	30
营业利润	231	260	354	404	480
利润总额	230	261	353	403	479
所得税	35	32	53	60	72
净利润	195	228	300	342	407
少数股东损益	-3	-14	0	0	0
归属母公司净利润	198	242	300	342	407
EPS(元)	0.62	0.74	0.91	1.04	1.24

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	46	231	549	362	415
净利润	198	242	300	342	407
折旧摊销	106	119	130	148	174
净营运资金增加	627	499	-39	266	365
其他	-885	-629	159	-394	-530
投资活动产生现金流	-240	-504	-208	-470	-470
净资本支出	-197	-342	-300	-500	-500
长期投资变化	30	-33	0	0	0
其他资产变化	-74	-129	92	30	30
融资活动现金流	195	1,000	-27	-13	214
股本变化	14	6	3	0	0
债务净变化	1	786	0	-5	222
无息负债变化	87	40	182	86	143
净现金流	4	730	315	-121	159

## 主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	32.2%	30.6%	30.2%	30.7%	30.7%
EBITDA 率	23.3%	23.2%	17.0%	19.4%	19.4%
EBIT 率	16.7%	17.4%	11.4%	13.7%	13.7%
税前净利润率	14.1%	12.7%	15.4%	15.4%	15.7%
归母净利润率	12.1%	11.8%	13.1%	13.1%	13.3%
ROA	5.2%	4.5%	5.5%	5.8%	6.2%
ROE (摊薄)	6.3%	6.6%	7.7%	8.2%	9.0%
经营性 ROIC	8.6%	9.8%	6.6%	7.7%	7.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	12%	25%	26%	26%	29%
流动比率	5.56	7.46	5.95	5.39	3.91
速动比率	4.80	6.77	5.36	4.78	3.44
归母权益/有息债务	583.52	4.64	4.94	5.33	4.49
有形资产/有息债务	657.10	6.32	6.84	7.36	6.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	3,784	5,084	5,503	5,866	6,569
货币资金	751	1,481	1,795	1,675	1,834
交易性金融资产	53	32	200	200	200
应收账款	521	614	630	704	824
应收票据	63	103	115	131	153
其他应收款 (合计)	15	97	9	10	12
存货	270	275	345	392	460
其他流动资产	289	349	349	349	349
流动资产合计	1,977	2,979	3,467	3,488	3,864
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	828	861	861	861	861
固定资产	666	671	701	831	979
在建工程	24	87	200	375	506
无形资产	221	56	54	51	48
商誉	1	12	12	12	12
其他非流动资产	32	133	143	143	143
非流动资产合计	1,807	2,105	2,036	2,378	2,705
总负债	448	1,274	1,456	1,537	1,901
短期借款	0	0	0	0	222
应付账款	183	228	319	362	423
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13	0	0	1	1
流动负债合计	356	399	583	647	989
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	786	786	786	786
其他非流动负债	48	45	57	73	95
非流动负债合计	93	875	873	889	911
股东权益	3,336	3,810	4,047	4,329	4,668
股本	321	326	329	329	329
公积金	1,605	1,809	1,811	1,811	1,811
未分配利润	1,274	1,453	1,686	1,969	2,307
归属母公司权益	3,142	3,670	3,908	4,190	4,529
少数股东权益	194	139	139	139	139

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.97%	0.98%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	12.90%	9.55%	13.00%	12.00%	12.00%
财务费用率	-0.98%	-0.38%	-1.04%	-1.37%	-1.28%
研发费用率	4.99%	4.65%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	15%	12%	15%	15%	15%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.19	0.20	0.18	0.21	0.25
每股经营现金流	0.14	0.71	1.67	1.10	1.26
每股净资产	9.80	11.26	11.88	12.73	13.76
每股销售收入	5.11	6.30	6.95	7.93	9.29

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	63	53	43	38	32
PB	4.0	3.5	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA	32.2	26.6	31.9	25.2	22.0
股息率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP