

五洲新春（603667）

精密制造领域龙头，丝杠布局领先未来可期 增持（维持）

2025 年 03 月 04 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3200	3106	3086	3975	4956
同比（%）	32.07	(2.95)	(0.65)	28.82	24.68
归母净利润（百万元）	147.77	138.18	130.92	170.91	198.79
同比（%）	19.64	(6.49)	(5.25)	30.54	16.31
EPS-最新摊薄（元/股）	0.40	0.38	0.36	0.47	0.54
P/E（现价&最新摊薄）	111.41	119.15	125.75	96.33	82.82

投资要点

■ 精密制造领域龙头，全球布局稳步推进

公司前身五洲实业成立于 1999 年，2002 年正式改名为五洲新春。2010 年，公司以轴承产业为核心，向降低成本、产业链一体化目标进发。2016 年公司于上交所成功上市，借助资本平台实现持续增长。公司深耕精密制造技术二十余年，打造出涵盖精密锻造、制管、冷成形、机加工、热处理、磨加工和装配的一体化轴承、精密零部件制造全产业链。财务表现方面，2024Q1-Q3 公司实现营业收入 24.7 亿元，同比下降 1.8%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比下降 20.0%，业绩短期承压。长期来看，2018-2023 年公司营业收入从 13.7 亿元提升至 31.1 亿元，CAGR 达 17.7%，归母净利润由 1.02 亿元增长至 1.38 亿元，CAGR 为 6.2%，长期增长趋势明显。我们认为，随着全球经济逐渐复苏市场需求回暖以及公司新业务拓展的有序推进，未来公司有望实现稳健增长。

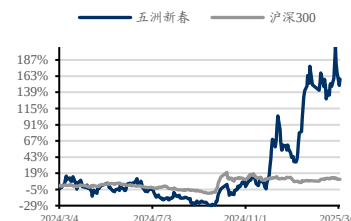
■ 深度布局丝杠赛道，有望充分受益于人形机器人产业化进程

深耕精密制造技术二十余年，积极开拓人形机器人核心零部件，目前已于丝杠、轴承领域实现领先行业的产能布局。（1）**丝杠领域**：公司高度关注丝杠在人形机器人领域的应用前景，凭借全产业链优势和前期技术储备，已完成产品的快速迭代以应对市场新需求。同时，公司进一步加大研发投入及下游市场开拓，目前以拥有多种工艺，与部分客户达成初步送样。2025 年 3 月 1 日，公司公告拟投资 15 亿元于行星滚柱丝杠、卫星滚珠丝杠及智能汽车丝杠建设项目。公司积极推进丝杠产能布局，建设进度行业领先，具备明显卡位优势。（2）**轴承领域**：公司已经研发成功机器人全系列轴承产品，配套南高齿、纽氏达特、中大力德、极亚精机、来福谐波等机器人减速器制造企业。

■ **盈利预测与投资评级**：公司主营业务企稳向上，依托二十余年精密制造工艺拓展丝杠领域。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 1.31/1.71/2.00 亿元，当前股价对应 PE 分别为 126/96/83 倍。考虑到丝杠行业市场空间较大，公司丝杠产能布局进度较为领先，且较同比公司具有估值优势，维持“增持”评级。

■ **风险提示**：丝杠产品研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.94
一年最低/最高价	12.17/53.20
市净率(倍)	5.61
流通 A 股市值(百万元)	16,457.15
总市值(百万元)	16,463.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.01
资产负债率(% ,LF)	41.00
总股本(百万股)	366.34
流通 A 股(百万股)	366.20

相关研究

内容目录

1. 五洲新春：精密制造领域龙头，全球布局稳步推进4

1.1. 深耕精密制造技术，横向拓品类注入新动能.....4

1.2. 业绩短期波动不改长期趋势，看好公司海外业务扩张.....6

2. 深度布局丝杠赛道，有望充分受益于人形机器人产业化进程8

2.1. 丝杠是工业场景核心传动部件.....8

2.2. 二十余年技术积累，进军人形机器人产业链.....10

3. 盈利预测13

4. 风险提示14

图表目录

图 1: 五洲新春发展历程.....4

图 2: 五洲新春产品矩阵.....5

图 3: 公司与国内外龙头客户深度合作.....5

图 4: 五洲新春股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）.....5

图 5: 2018-2024Q3 公司营业收入情况6

图 6: 2018-2024Q3 公司归母净利润情况6

图 7: 2020-2024 公司海外收入快速增长6

图 8: 2022 年起海外业务毛利率高于国内业务毛利率.....6

图 9: 2018-2023Q3 公司盈利能力有所下滑7

图 10: 2018-2023Q3 公司费用率处于稳定区间7

图 11: 滚珠丝杠分类及优缺点.....8

图 12: 2015-2022 年全球滚珠丝杠&导轨整体市场规模.....9

图 13: 2015-2022 年国内滚珠丝杠&导轨整体市场规模.....9

图 14: 人形机器人带来的丝杠需求.....10

图 15: 梯形丝杠示意图.....11

图 16: 行星滚柱丝杠示意图.....11

图 17: 公司丝杠产能布局情况.....11

图 18: 公司机器人减速器轴承客户.....12

图 19: 五洲新春盈利预测（以 2023 年年报口径为准）.....13

图 20: 可比公司估值表（截至 2025 年 3 月 4 日收盘价）.....14

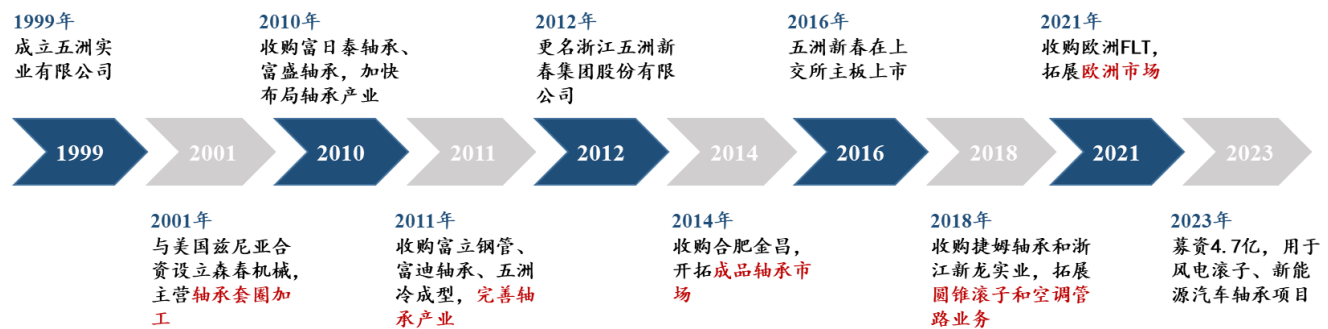
表 1: 滚珠丝杠精度划分标准.....9

1. 五洲新春：精密制造领域龙头，全球布局稳步推进

1.1. 深耕精密制造技术，横向拓品类注入新动能

立足精密零部件制造，打造全产业链布局。五洲新春前身五洲实业成立于1999年，2002年正式改名为五洲新春。2010年，公司以轴承产业为核心，向降低成本、产业链一体化目标进发。2016年公司于上交所成功上市，借助资本平台实现持续增长。公司深耕精密制造技术二十余年，打造出涵盖精密锻造、制管、冷成形、机加工、热处理、磨加工和装配的一体化轴承、精密零部件制造全产业链。目前公司产品已经销往美国、波兰、德国、法国等地，国际循环能力不断完善。

图1：五洲新春发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

轴承套圈业务起家，三大主营业务稳健增长。（1）**轴承及配件行业（2023年收入占比58%）**：近年来随着新能源汽车的快速增长，公司加快从工业减速器、变速箱轴承切入新能源减速器、变速箱轴承，实现丰田、国内新势力车厂等海内外大客户扩展。工业领域方面，公司积极布局新领域，2021年收购FLT为欧洲著名变速箱轴承、工业电机减速器轴承供应商，进一步加强海外业务布局以及新兴业务拓展。（2）**热管理系统零部件（2023年收入占比27%）**：公司拥有一支长期专注于汽车热管理系统零部件和家用空调管路的技术研发团队，具备多年研发积累以及成熟的生产工艺技术。近年来公司重点围绕新能源汽车热管理，逐步完成从热管理系统零部件向系统集成的转型升级。（3）**汽车配件（2023年收入占比14%）**：公司将精密制造核心技术运用到汽车零部件行业，重点开发新能源汽车零部件，主要包括安全气囊气体发生器部件、动力驱动装置零部件以及电器差速器合锁和传动轴链接法兰件。

图2：五洲新春产品矩阵

三大业务	细分类别	毛利率	定性描述	产品图例
轴承产品	轴承套圈	18.01 %	成品轴承保持增长	
	成品轴承			
	风电滚子			
汽车配件	齿坯	19.66 %	安全气囊气体发生器收入快速增长，零部件营收持平	
	传动轴凸轮片			
	安全气囊气体发生器			
热管理系统配件	家用空调管路	12.66 %	营收基本持平	
	车用空调管路			

数据来源：公司 2024 年三季度报告，东吴证券研究所

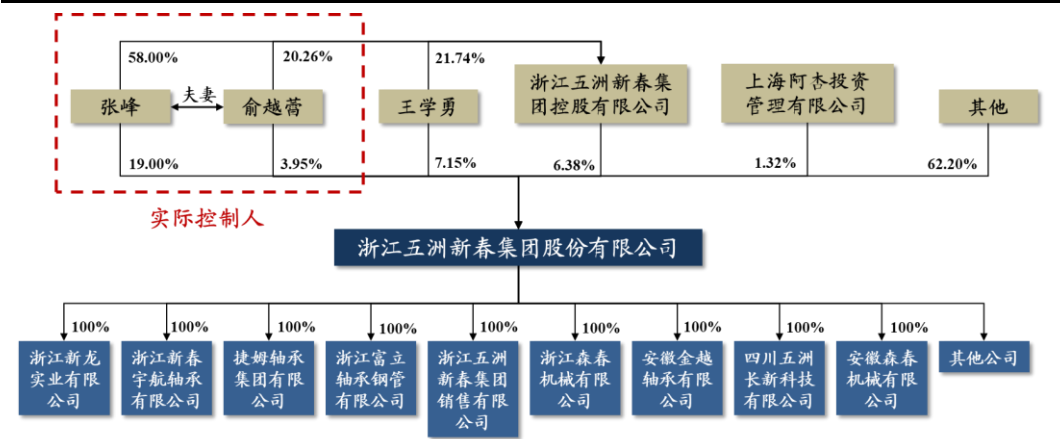
图3：公司与国内外龙头客户深度合作



数据来源：公司 2024 年三季度报告，东吴证券研究所

股权结构稳定，实控人持股近 40%。公司实控人为张峰、俞越蕾夫妇。截至 2024 年 9 月 30 日，张峰直接持有公司 19.00%股权，俞越蕾直接持有公司 3.95%股权，实控人合计持股 22.95%；一致行动人王学勇/浙江五洲新春集团控股有限公司/上海阿杏投资管理有限公司分别持有公司 7.15%/6.38%/1.32%股权，实控人及一致行动人合计持股 37.80%，股权结构稳定。在公司多年的业务扩张过程中，形成了多元的子公司布局，一方面实现优化资源配置，降低单一行业风险；另一方面提升自身市场份额与品牌影响力，开拓海内外销售渠道。

图4：五洲新春股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）

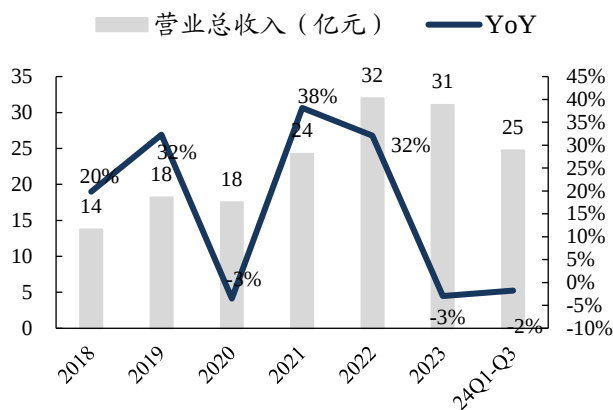


数据来源：公司 2024 年三季度报告，东吴证券研究所

1.2. 业绩短期波动不改长期趋势，看好公司海外业务扩张

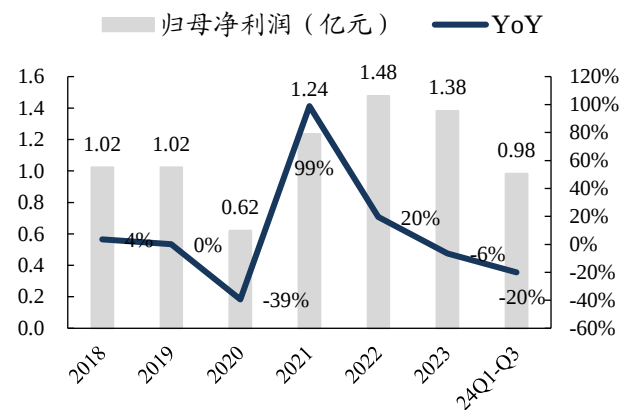
受国际宏观因素业绩短期承压，看好公司长期增长趋势。2024Q1-Q3 公司实现营业收入 24.7 亿元，同比下降 1.8%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比下降 20.0%，业绩短期承压，主要归因于宏观因素环境的不利影响导致公司境外子公司的经营业绩未能达到预期目标。长期来看，2018-2023 年公司营业收入从 13.7 亿元提升至 31.1 亿元，CAGR 达 17.7%，归母净利润由 1.02 亿元增长至 1.38 亿元，CAGR 为 6.2%。随着全球经济逐渐复苏市场需求回暖以及公司新业务拓展的有序推进，未来公司有望实现稳健增长。

图5：2018-2024Q3 公司营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

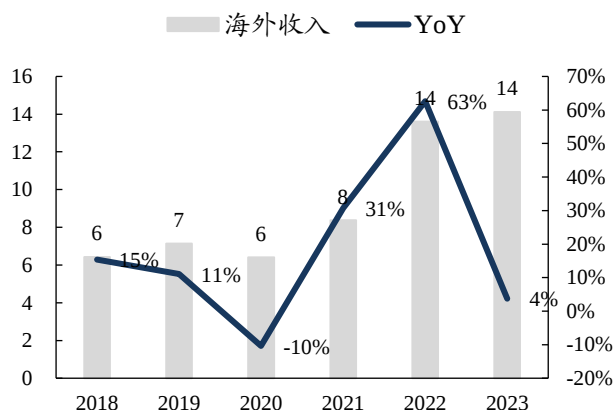
图6：2018-2024Q3 公司归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

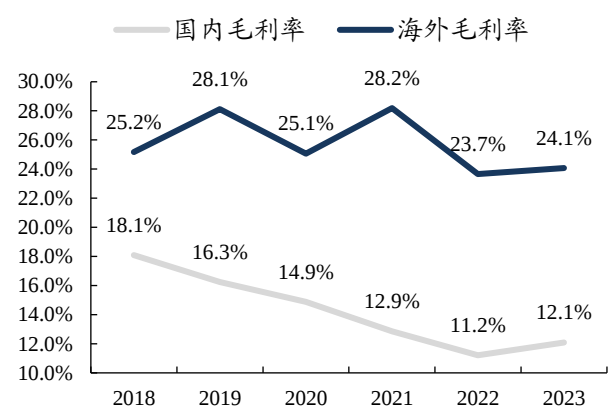
海外业务持续拓展，支撑公司盈利能力。2023Q1-Q3 公司实现海外收入 14.1 亿元，同增 3.7%，增速略有放缓。盈利能力方面，由于公司轴承行业以及汽车零部件行业竞争较为激烈，导致公司国内毛利率呈下滑趋势。为了改善盈利能力，公司积极开拓海外客户，进行海外市场布局，2021-2023 年公司海外毛利率为 28.2%/23.7%/24.1%，远高于同期国内毛利率 12.9%/11.2%/12.1%，较大程度支撑公司盈利能力。展望未来，随着全球经济逐渐复苏，公司国内外盈利能力均有较大提升空间。

图7：2020-2024 公司海外收入快速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

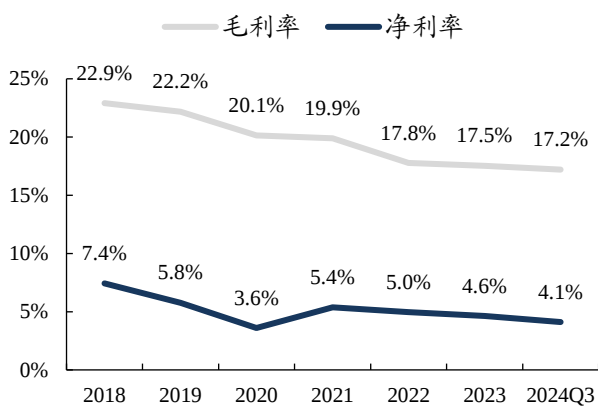
图8：2022 年起海外业务毛利率高于国内业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

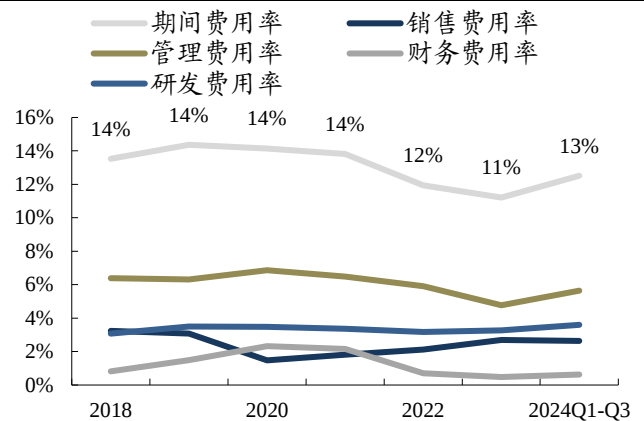
随汽车业务放量盈利能力承压，静待新业务放量释放利润。由于轴承行业竞争加剧、原材料价格上升以及下游需求放缓，2018-2024Q3 公司毛利率呈下降趋势，2024Q1-Q3 公司毛利率 17.2%，同比增长 1.36pct，净利率 4.1%，同比下降 0.97pct，盈利能力仍处下滑通道。费用端来看，公司 2024Q1-Q3 期间费用率为 12.51%，同比增长 2.31pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.95%/4.59%/0.74%/2.92%，同比+0.69/+1.07/-0.12/+0.68pct，整体费用率处于稳定区间。展望未来，随着公司主营业务重心由轴承套圈向高端成品轴承转移，海外布局持续推进以及新业务放量释放利润，公司盈利能力有望企稳回升。

图9：2018-2023Q3 公司盈利能力有所下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2018-2023Q3 公司费用率处于稳定区间



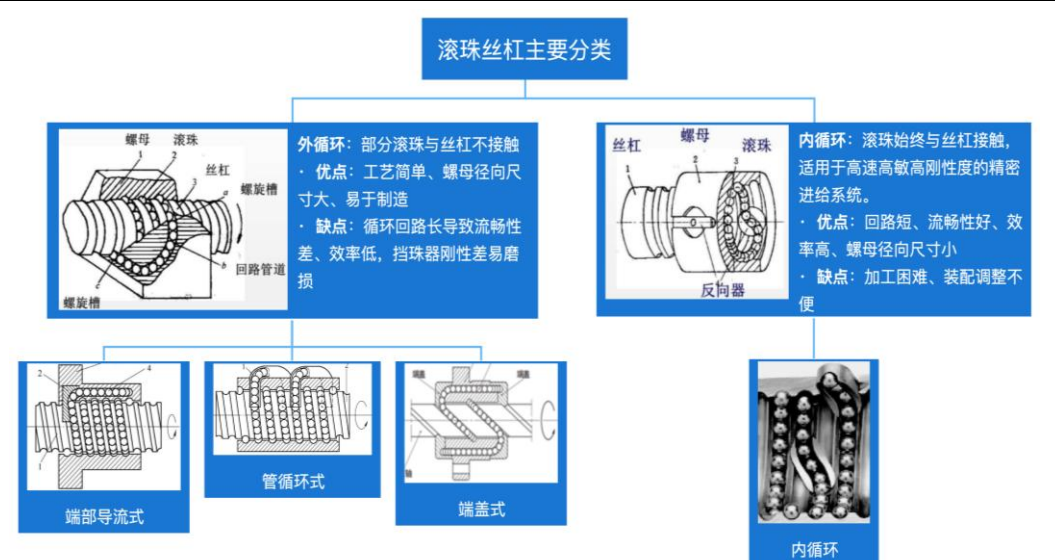
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 深度布局丝杠赛道，有望充分受益于人形机器人产业化进程

2.1. 丝杠是工业场景核心传动部件

滚珠丝杠是将旋转运动转换成线性运动的理想传动装置，主要由丝杠轴、螺母、滚珠以及循环部件组成。丝杠轴、螺母和端盖上都制有圆弧形螺旋槽，将它们套装在一起时，这些槽对合起来就形成了螺旋通道，滚珠能够在通道内循环滚动。当丝杠相对于螺母旋转时，滚珠在滚道内自转，同时又在封闭的滚道内循环运动，使丝杠和螺母相对产生轴向运动。滚珠丝杠主要可分为内循环和外循环两大类，外循环中又可再分为端部导流、管循环和端盖式。外循环式滚珠丝杠运动时，部分滚珠与丝杠不接触，其优点为工艺简单且易于制造，而缺点为效率较低；内循环式滚珠丝杠运动时，滚珠始终与丝杠接触，适用于高速高敏高刚度场景，但缺点为加工困难。

图11：滚珠丝杠分类及优缺点



数据来源：金属加工公众号，东吴证券研究所

滚珠丝杠精度等级划分标准是任取长度为 300MM 的一段丝杠，测量实际移动距离和理想移动距离的偏差，偏差越小，精度越高。按国内分类，精度等级有 P1、P2、P3、P4、P5、P7、P10；日本、韩国和中国台湾省采用 JS 等级即 CO、C1、C2、C3、C5、C7、C10；通常情况下，普通机械采用 C7、C10 级别轧制级丝杠即可满足加工要求；数控设备一般需要 C3、C5 级别研磨丝杠，其中国内大部分数控机床配套 C5 级丝杠。航空制造设备、精密投影及三坐标测量设备等一般采用 C3、C2 级别丝杠。

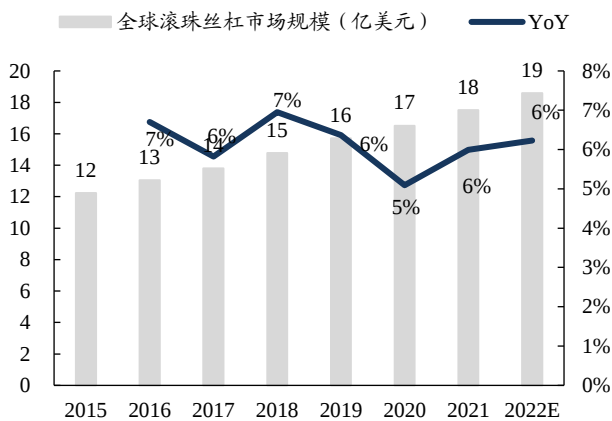
表1: 滚珠丝杠精度划分标准

丝杠精度等级	精度等级	C0	C1	C2	C3	C5	C7	C10
	精度 (E300) (微米)	3.5	5	7	8	18	50	210

数据来源: 金属加工公众号, 东吴证券研究所

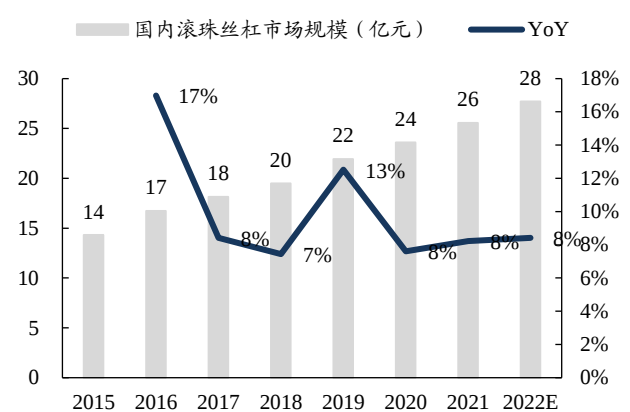
从市场空间来看, 工业用全球滚珠丝杠市场规模稳健增长, 中国已成为最重要的消费市场之一, 长期成长空间可观。根据公司招股书, 2016-2021 年全球滚珠丝杠市场规模从 13.1 亿美元增长至 17.5 亿美元; 同期我国滚珠丝杠市场规模从 16.8 亿元增长至 25.6 亿元, CAGR 为 8.8%。中国已成为滚珠丝杠产品重要的消费市场之一, 约占全球规模总量的 20%左右。

图12: 2015-2022 年全球滚珠丝杠&导轨整体市场规模



数据来源: 秦川机床《2022 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书 (注册稿)》, 东吴证券研究所

图13: 2015-2022 年国内滚珠丝杠&导轨整体市场规模



数据来源: 秦川机床《2022 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书 (注册稿)》, 东吴证券研究所

人形机器人领域的扩展为丝杠行业再次打开增长空间。根据我们测算, 2025/2026/2027/远期人形机器人需求有望达到 3/6/15/1165 万台, 对应直线执行器需求量 36/86/206/16310 万套, 最终对应行星滚柱丝杠市场空间 20/47/106/1862 亿元, 梯形丝杠市场空间 2/3/8/181 亿元。

图14：人形机器人带来的丝杠需求

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
全球机器人新增需求 (万台)	3	6	15	30	60	116	188	308	504	777	1,165
-单价(万/台)	35	35	35	35	35	25	20	14	14	14	14
市场空间(亿元)	89	215	516	1,038	2,114	2,903	3,762	4,318	7,060	10,875	16,310
直线执行器需求量 (万套)	36	86	206	415	846	1,626	2,633	4,318	7,060	10,875	16,310
-单价(元/套)	10,000	9,500	9,025	7,220	5,054	3,538	2,830	2,406	2,045	1,943	1,845
市场空间(亿元)	36	82	186	300	427	575	745	1,039	1,444	2,113	3,010
行星滚柱丝杠需求量 (万套)	20	49	118	237	483	929	1,505	2,467	4,035	6,214	9,320
-单价(元/套)	10,000	9,500	9,025	7,671	6,521	4,564	3,652	2,921	2,337	2,103	1,998
市场空间(亿元)	20	47	106	182	315	424	549	721	943	1,307	1,862
梯形丝杠需求量 (万套)	15	37	88	178	362	697	1,129	1,850	3,026	4,661	6,990
-单价(元/套)	1,000	950	903	857	772	617	432	302	287	273	259
市场空间(亿元)	2	3	8	15	28	43	49	56	87	127	181

数据来源：特斯拉官网，东吴证券研究所整理

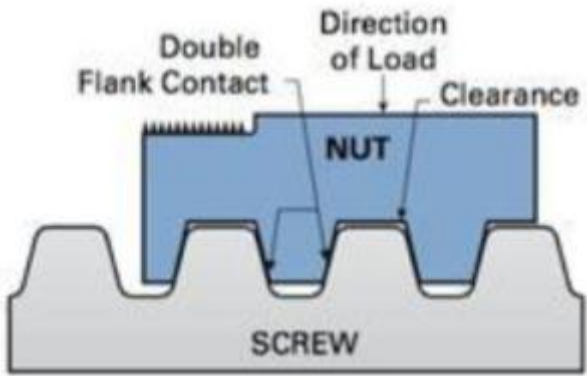
2.2. 二十余年技术积累，进军人形机器人产业链

深耕精密制造技术二十余年，开拓人形机器人核心零部件。

(1) 丝杠领域：公司高度关注丝杠在人形机器人领域的应用前景，凭借全产业链优势和前期技术储备，已完成产品的快速迭代以应对市场新需求。同时，公司进一步加大研发投入及下游市场开拓，目前以拥有多种工艺，与部分客户达成初步送样。

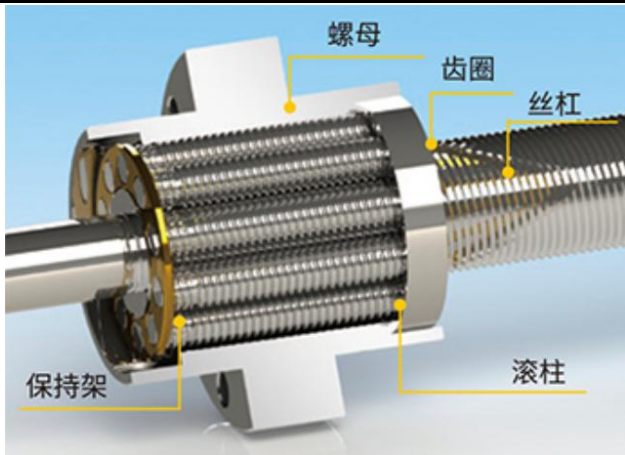
公司丝杠产品包括：①梯形丝杠：主要在具身智能机器人线性关节中会有部分应用，公司已成功研发梯形丝杠组件并向重点客户送样。②行星滚柱丝杠：滚珠丝杠承载能力大、传动精度高，国产化率较低。公司依托以轴承为基础的精密制造行业经验，发展以高端行星滚柱丝杠产品为切入点的各类丝杠产品，为直线执行器、旋转执行器和灵巧手提供部件或者成套产品。

图15：梯形丝杠示意图



数据来源：南京工艺官网，东吴证券研究所

图16：行星滚柱丝杠示意图



数据来源：南京工艺官网，东吴证券研究所

以精密制造技术向丝杠领域拓展。①**技术共通：**公司行业领先轴承磨前技术可平移应用于各类丝杠加工，特别是热处理和表面改性技术；高端精密轴承作为高速旋转部件，其精度要求通常高于丝杠，公司在精密加工和质量控制方面积累的经验，可以用于提高丝杠产品的精度和性能。②**生产能力：**公司拥有成熟的轴承生产线和设备，部分设备可以用于丝杠相应工艺的生产，从而降低额外投资成本。③**客户基础：**公司拥有下游市场头部企业的客户基础和对下游应用市场的深入理解，有助于公司在研发丝杠时更好地满足客户需求，快速响应市场变化。

产能规划有序推进，公司卡位优势明显。2024年9月25日，公司发布公告，将原拟投入“年产2200万件4兆瓦（MW）以上风电机组精密轴承滚子技改项目”的1.4亿元变更为确定性更强的“线控执行系统核心零部件研发与产业化项目”，主要面向丝杠类产品的研发。2025年3月1日，公司再次公告对外投资协议，拟投资行星滚柱丝杠、卫星滚珠丝杠及智能汽车丝杠建设项目，项目计划总投资额约15亿元，建设周期3年。公司积极推进丝杠产能布局，建设进度行业领先，具备明显卡位优势。

图17：公司丝杠产能布局情况

项目	公告时间	总投资额	建设周期	主要产品
线控执行系统核心零部件研发与产业化项目	2024/9/25	1.6 亿元	30 个月	汽车转向系统丝杠螺母副、线控刹车系统丝杠螺母副、反向行星滚柱丝杠及微小型滚珠丝杠和汽车传动系统其他零部件
行星滚柱丝杠、微型滚珠丝杠及智能汽车丝杠建设项目	2025/3/1	15.0 亿元	36 个月	行星滚柱丝杠、微形滚珠丝杠、汽车转向系统丝杠、刹车驻车系统丝杠、悬挂减震系统丝杠、通用机器人专用轴承等产品

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(2) 轴承行业：机器人行业的快速兴起也为轴承产业拓展了新的应用领域，其要求高运动精度、高可靠性、高刚性、长寿命、较小空间能量密度，相关轴承包括柔性薄壁轴承、四点接触球轴承、角接触球轴承以及滚针轴承；高承载、高精度的圆锥滚子轴承、交叉滚子轴承等。公司已经研发成功机器人全系列轴承产品，配套南高齿、纽氏达特、中大力德、极亚精机、来福谐波等机器人减速器制造企业。

图18：公司机器人减速器轴承客户



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

3. 盈利预测

五洲新春深耕精密零部件制造行业，随着公司主营业务从零部件向系统集成转型以及新业务的布局放量，我们预计公司业绩将进入上升通道，盈利预测具体如下：

（1）轴承套圈：伴随公司产品竞争力的提升和向系统集成转型，我们预计该业务 2024-2026 年收入为 17.9/23.3/29.1 亿元，同比+0%/+30%/+25%，预计毛利率分别为 18%/18%/18%

（2）热管理系统零部件：我们预计该业务 2024-2026 年收入 8.1/10.5/13.2 亿元，同比-2%/+30%/+25%，预计毛利率为 10%/11%/12%。

（3）铝合金轻量化：我们预计该业务 2024-2026 年收入 4.3/5.1/6.4 亿元，同比-1%/+20%/+25%，预计毛利率为 18%/18%/18%。

（4）其他业务：我们预计该业务 2024-2026 年收入 0.6/0.9/0.9 亿元，同比+1%/+40%/+10%，预计毛利率为 50%/50%/50%。

图19：五洲新春盈利预测（以 2023 年年报口径为准）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
轴承套圈					
营业收入（亿元）	18.9	17.9	17.9	23.3	29.1
YoY	36%	-5%	0%	30%	25%
毛利率	18.05%	18.01%	18.00%	18.00%	18.00%
热管理系统零部件					
营业收入（亿元）	8.4	8.3	8.1	10.5	13.2
YoY	/	-1%	-2%	30%	25%
毛利率	12.64%	12.66%	10.00%	11.00%	12.00%
汽车零部件					
营业收入（亿元）	3.9	4.3	4.3	5.1	6.4
YoY	/	9%	-1%	20%	25%
毛利率	18.47%	19.66%	18.00%	18.00%	18.00%
其他业务					
营业收入（亿元）	0.8	0.6	0.6	0.9	0.9
YoY	3%	-28%	1%	40%	10%
毛利率	59.56%	55.20%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司主营业务企稳向上，依托二十余年精密制造工艺拓展丝杠领域。我们预测公司2024-2026 年归母净利润为 1.31/1.71/2.00 亿元，当前股价对应 PE 分别为 126/96/83 倍。我们选取同为汽车零部件公司并开拓人形机器人产业链的拓普集团、北特科技，以及人形机器人核心零部件谐波减速器、丝杠制造商绿的谐波作为同行业可比公司。考虑到丝杠行业市场空间较大，公司丝杠产能布局进度较为领先，且较同比公司具有估值优势，维持“增持”评级。

图20：可比公司估值表（截至 2025 年 3 月 4 日收盘价）

2025/3/3		货币	收盘价 (元)	市值 亿元	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
601689.SH	拓普集团	CNY	62.28	1,050	21.5	30.5	37.2	45.6	49	34	28	23
688017.SH	绿的谐波	CNY	160.03	293	0.8	0.7	1.0	1.4	348	402	285	204
603667.SH	北特科技	CNY	53.70	182	0.5	0.7	1.1	1.6	357	254	159	112
平均					7.6	10.7	13.1	16.2	252	230	157	113
603009.SH	五洲新春	CNY	44.94	165	1.4	1.3	1.7	2.0	119	126	96	83

数据来源：Wind，东吴证券研究所（拓普集团、绿的谐波、五洲新春盈利预测来自东吴证券研究所，北特科技盈利预测来自 Wind 一致预期。）

4. 风险提示

- （1）丝杠产品研发不及预期：丝杠产品具有较高的技术壁垒，且公司尚未获得相关客户定点，若丝杠产品研发不及预期可能影响公司财务情况。
- （2）人形机器人量产进度不及预期：人形机器人目前尚未实现商业化，若人形机器人量产不及预期可能影响公司下游需求。
- （3）宏观经济风险：宏观经济不及预期可能对公司各业务产生消极影响。

五洲新春三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,553	2,455	2,919	3,493	营业总收入	3,106	3,086	3,975	4,956
货币资金及交易性金融资产	751	865	1,094	1,485	营业成本(含金融类)	2,561	2,576	3,306	4,113
经营性应收款项	966	859	996	1,104	税金及附加	24	25	32	40
存货	792	700	801	879	销售费用	84	77	87	94
合同资产	0	0	0	0	管理费用	148	139	179	223
其他流动资产	43	30	28	25	研发费用	101	123	199	297
非流动资产	2,162	2,343	2,289	2,231	财务费用	15	(5)	(7)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	31	31	40	50
固定资产及使用权资产	1,181	1,128	1,077	1,022	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	197	210	221	230	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	237	232	227	222	减值损失	(42)	(32)	(23)	(21)
商誉	371	366	361	356	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	18	17	16	15	营业利润	163	150	196	228
其他非流动资产	158	390	387	386	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	4,715	4,798	5,207	5,724	利润总额	163	150	196	228
流动负债	1,449	1,410	1,676	2,032	减:所得税	19	15	20	23
短期借款及一年内到期的非流动负债	684	604	504	404	净利润	144	135	176	205
经营性应付款项	606	644	964	1,371	减:少数股东损益	6	4	5	6
合同负债	2	0	0	0	归属母公司净利润	138	131	171	199
其他流动负债	157	162	207	257	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.38	0.36	0.47	0.54
非流动负债	291	334	374	414	EBIT	182	145	189	218
长期借款	181	221	261	301	EBITDA	345	290	339	373
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.54	16.53	16.83	17.01
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	4.45	4.24	4.30	4.01
其他非流动负债	93	96	96	96	收入增长率(%)	(2.95)	(0.65)	28.82	24.68
负债合计	1,740	1,744	2,050	2,447	归母净利润增长率(%)	(6.49)	(5.25)	30.54	16.31
归属母公司股东权益	2,900	2,976	3,074	3,188					
少数股东权益	74	78	83	89					
所有者权益合计	2,974	3,054	3,158	3,277					
负债和股东权益	4,715	4,798	5,207	5,724					

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	283	555	478	654	每股净资产(元)	7.87	8.12	8.39	8.70
投资活动现金流	(119)	(327)	(99)	(99)	最新发行在外股份(百万股)	366	366	366	366
筹资活动现金流	(69)	(115)	(150)	(164)	ROIC(%)	4.37	3.36	4.34	4.93
现金净增加额	108	114	229	391	ROE-摊薄(%)	4.76	4.40	5.56	6.24
折旧和摊销	164	145	150	156	资产负债率(%)	36.91	36.35	39.36	42.74
资本开支	(162)	(95)	(100)	(100)	P/E (现价&最新股本摊薄)	119.15	125.75	96.33	82.82
营运资本变动	(77)	236	120	264	P/B (现价)	5.71	5.53	5.35	5.16

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>