

# 中大力德 (002896)

## 精密减速器头部企业，有望充分受益于人形机器人产业化进程

增持 (维持)

2025年03月05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)	897.60	1,085.99	965.39	1,108.28	1,280.45
同比 (%)	(5.81)	20.99	(11.10)	14.80	15.53
归母净利润 (百万元)	66.36	73.15	73.39	83.34	98.09
同比 (%)	(18.43)	10.22	0.33	13.56	17.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.44	0.48	0.49	0.55	0.65
P/E (现价&最新摊薄)	220.32	199.89	199.22	175.44	149.07

### 投资要点

#### ■ 深耕电机/减速器，从单一部件向机电一体化迈进

公司前身为慈溪市中大电机厂，成立于1998年，以电机制造起家，逐步向减速器领域拓展，2017年公司成功于深交所上市。公司专注于减速器、减速电机等核心零部件的生产研发，数十年来凭借行业领先的研发设计能力、制造工艺和质量管控，形成了减速器、电机、驱动器一体化业务平台，能够为客户提供丰富的动力传动与控制应用解决方案。

#### ■ 受益于机器人产业化进程，精密减速器市场空间广阔

海内外各大厂商布局人形机器人，推动减速器市场扩容。①海外：以特斯拉、Figure为代表，积极布局人形机器人行业，且积极寻求中国产业链进行量产&降本。②国内：宇树、智元、银河通用等公司已推出人形机器人产品，并能够实现日常行走等功能，行业整体呈现百花齐放的发展态势。减速器作为人形机器人各部位均需要使用的核心零部件，市场空间大幅增长。根据我们测算，2025/2026/2027/远期全球人形机器人需求有望达到3/6/15/1165万台，对应旋转执行器需求量36/86/206/16310万套，最终对应谐波减速器市场空间4/9/21/751亿元，未来空间广阔。

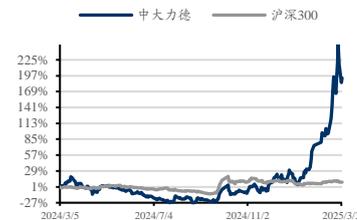
#### ■ 以减速器为核心，拓展人形机器人零部件

公司深耕精密减速器行业，同时具备行星减速器、谐波减速器和RV减速器生产能力，具有深厚的生产研发经验。2023年4月，公司召开董事会审议变更募集资金用途事项，新增“智能执行单元及大型RV减速器生产线项目”，合计投入资金1.75亿元。产能规划有序推进，积极推进人形机器人零部件布局。

**盈利预测与投资评级：**公司自成立以来深耕机械传动与控制应用领域关键零部件，同时拥有行星减速器、谐波减速器、RV减速器等人形机器人核心零部件，具有较强稀缺性。我们预计2024-2026年公司归母净利润为0.73/0.83/0.98亿元，当前股价对应PE分别为199/175/149倍。我们选取同为减速器行业的绿的谐波、双环传动、国茂股份作为公司可比公司，由于出色的产品结构，公司估值处于行业较高水平。但考虑到精密减速器市场空间大，技术壁垒高，公司具有数十年研发生产经验，且已与部分国内机器人厂商进行初步合作，身位优势明显，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)	96.72
一年最低/最高价	23.90/116.27
市净率(倍)	12.62
流通A股市值(百万元)	14,621.29
总市值(百万元)	14,621.29

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.66
资产负债率(% ,LF)	27.38
总股本(百万股)	151.17
流通A股(百万股)	151.17

### 相关研究

## 内容目录

1. 中大力德：深耕电机/减速器，从单一部件向机电一体化迈进.....	4
1.1. 聚焦机械传动和控制应用领域关键零部件，进口替代成果显著.....	4
1.2. 业绩规模稳健增长，盈利能力有望逐步改善.....	6
2. 受益于机器人产业化进程，精密减速器市场空间广阔.....	8
2.1. 精密减速器是智能制造核心部件.....	8
3. 以减速器为核心，拓展人形机器人零部件.....	10
3.1. 产品种类齐全，具备稀缺性.....	10
4. 盈利预测.....	11
5. 风险提示.....	12

## 图表目录

图 1: 中大力德发展历程.....	4
图 2: 中大力德产品矩阵.....	5
图 3: 公司积极拓展下游客户.....	5
图 4: 中大力德股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）.....	5
图 5: 2018-2024Q3 公司收入及同比情况.....	6
图 6: 2018-2024Q3 公司归母净利润情况（亿元）.....	6
图 7: 2018-24H1 公司分业务收入情况（亿元）.....	6
图 8: 2018-24H1 公司分业务毛利率情况.....	6
图 9: 2018-2024Q3 公司盈利能力保持稳定.....	7
图 10: 公司重视研发投入，研发费用率持续上涨.....	7
图 11: 主要精密减速器的特点及示意图.....	8
图 12: 工业机器人&人形机器人减速器应用.....	9
图 13: 人形机器人用谐波减速器市场空间测算.....	9
图 14: 公司三大减速器产品技术参数.....	10
图 15: 截至 2024 年 6 月 30 日，募集资金投向情况.....	10
图 16: 公司主营业务盈利预测（以 2024 年年报口径为准）.....	11
图 17: 可比公司估值表（截至 2025 年 3 月 4 日收盘价）.....	12

## 1. 中大力德：深耕电机/减速器，从单一部件向机电一体化迈进

### 1.1. 聚焦机械传动和控制应用领域关键零部件，进口替代成果显著

深耕自动化行业，逐步扩展产品及下游客户。公司前身为慈溪市中大电机厂，成立于1998年，以电机制造起家，逐步向减速器领域拓展，2017年公司成功于深交所上市。公司专注于减速器、减速电机等核心零部件的生产研发，数十年来凭借行业领先的研发设计能力、制造工艺和质量管控，形成了减速器、电机、驱动器一体化业务平台，能够为客户提供丰富的动力传动与控制应用解决方案。

图1：中大力德发展历程

产品类型	2005年	2009年	2010年	2015年				
电机	开发直流有刷齿轮减速电机	开发生产无刷直流减速电机	参加制订《小型齿轮减速电动机通用技术条件》行业标准	开发滚筒电机系列				
减速器		2008年 开发生产高精度行星减速器	2011年 生产出国内第一款伺服用斜齿轮高精度行星减速器	2013年 开发生产RV关节机器人专用减速器和准双曲面、弧锥齿减速器	2014年 开发生产ZB系列高刚性精密行星减速器	2016年 开发生产谐波减速器	2018年 RV减速器批量供货；编制行业标准《摆线针轮精密减速器》	2020年 谐波减速器批量供货
智能执行单元				2014年 子公司甬威智能开发电动驱动器，为实现电机+减速器+驱动器一体化进行业务准备				
历程	1998年 成立慈溪市中大电机厂	2006年 成立宁波中大力德传动设备有限公司			2015年 公司股份制改造，设立宁波中大力德智能传动股份有限公司			
					2017年 公司于深交所中小板A股成功上市。			

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

减速器+电机+驱动一体化产品架构，广泛应用于工业自动化领域。公司自成立起从事减速电机、减速器等核心零部件的生产和销售，目前主营业务主要分为以下三部分：

**(1) 智能执行单元 (24H1 收入占比 41%)**：公司整合各平台优势，顺应行业一体化、集成创新的发展优势，形成了减速器+电机+驱动一体化的产品架构，推出“精密行星减速器+伺服电机+驱动”一体机、“RV 减速器+伺服电机+驱动”一体机、“谐波减速器+伺服电机+驱动”一体机等模组化产品，实现产品结构升级。**(2) 减速电机 (24H1 收入占比 33%)**：主要包括微型交流减速电机、微型直流减速电机、小型交流减速电机等。

**(3) 减速器 (24H1 收入占比 25%)**：主要包括 RV 减速器、谐波减速器、精密行星减速器等。下游客户方面，公司产品广泛应用于工业机器人、智能物流、新能源设备、工业母机、纺织机械等工业自动化领域、人形机器人的产业化进程推进也为公司提供了广阔的下市场景。

图2: 中大力德产品矩阵



数据来源: 公司 2024 半年度报告, 东吴证券研究所

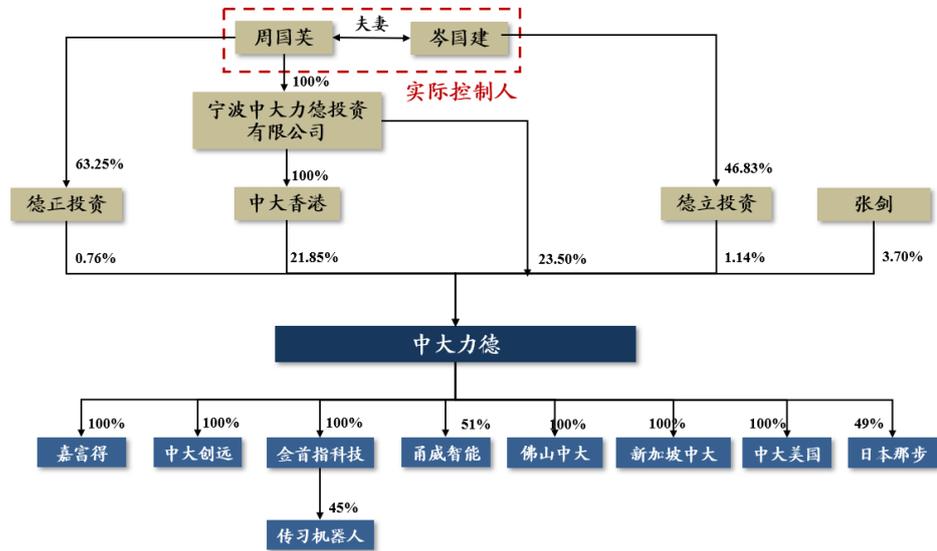
图3: 公司积极拓展下游客户



数据来源: 公司 2024 半年度报告, 东吴证券研究所

股权结构稳定，决策效率较高。公司实控人为岑国建、周国英夫妇。截至 2024 年 9 月 30 日，岑国建、周国英夫妇通过中大投资、中大香港、德立投资、德正投资合计控制公司 46.4% 股权，股权结构稳定。

图4: 中大力德股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日)

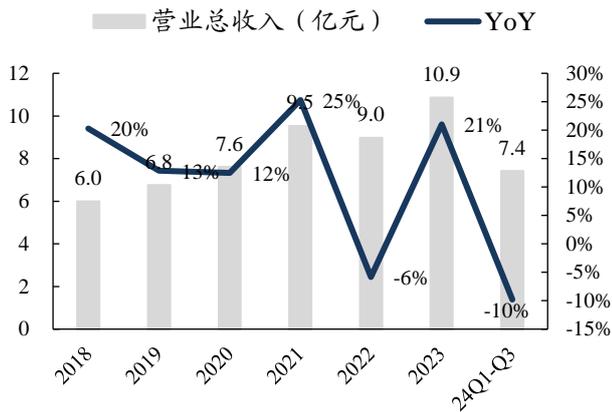


数据来源: 公司定期报告, 东吴证券研究所

## 1.2. 业绩规模稳健增长，盈利能力有望逐步改善

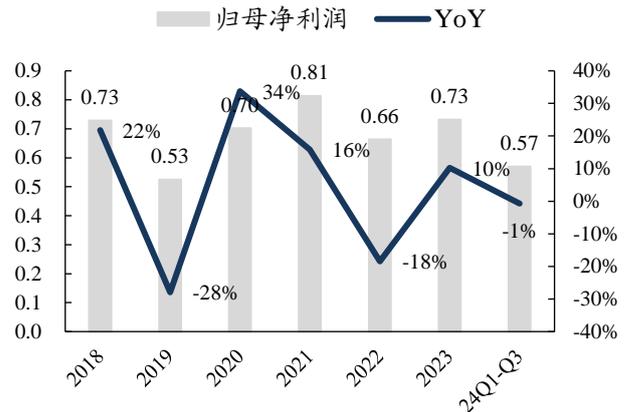
**业务规模稳步拓展，盈利能力有望逐步改善。**受 2024 年通用机械市场增量需求乏力影响，2024Q1-Q3 公司业绩小幅下滑，实现营业收入 7.4 亿元，同比下降 10%。长期来看，2018-2023 年公司营业收入由 6.0 亿元提升至 10.9 亿元，CAGR 为 12.6%，长期增长趋势明确。利润方面，2024 年来虽受原材料价格上涨等影响，公司积极调整产品结构，2024Q1-Q3 实现归母净利润 0.57 亿元，同比下降 1%。展望未来，随着下游通用机械行业的回暖和人形机器人领域的持续拓展，公司业绩有望实现稳健增长。

图5：2018-2024Q3 公司收入及同比情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

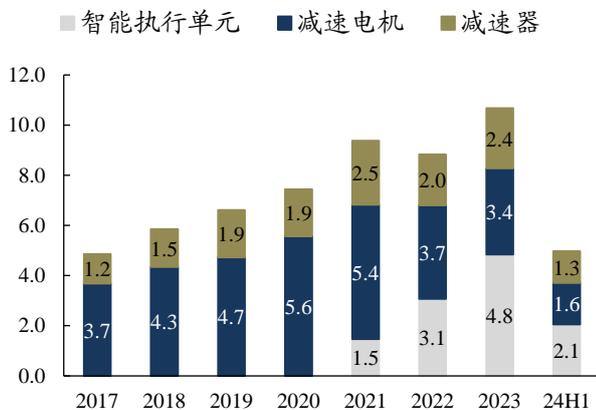
图6：2018-2024Q3 公司归母净利润情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

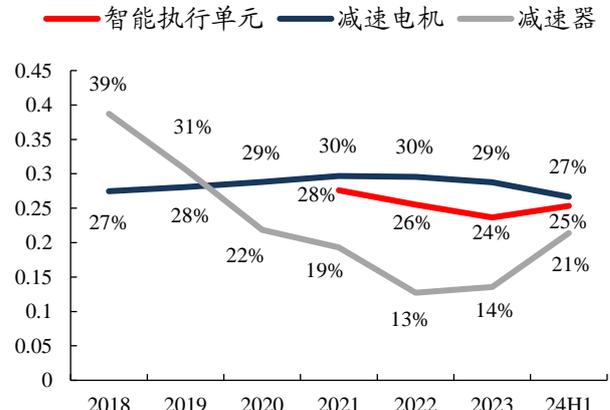
**新业务快速放量，市场开拓成果显著。**2021 年公司新增智能执行单元业务，从生产销售单一零部件向提供一体化解决方案转型，较大程度上提升产品附加值。2021-24H1，公司智能执行单元业务实现收入 1.5/3.1/4.8/2.1 亿元，为公司重点推进业务。利润率方面，由于智能执行单元尚处于市场开拓期，毛利率与减速器、减速电机处于同一水平。展望未来，随着公司智能执行单元的放量，公司收入规模、盈利能力有望持续增长。

图7：2018-24H1 公司分业务收入情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

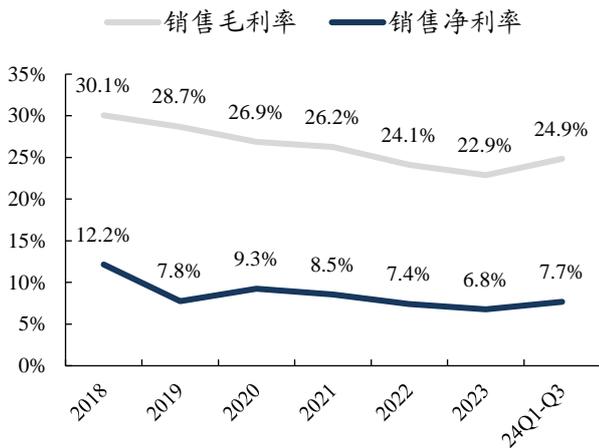
图8：2018-24H1 公司分业务毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

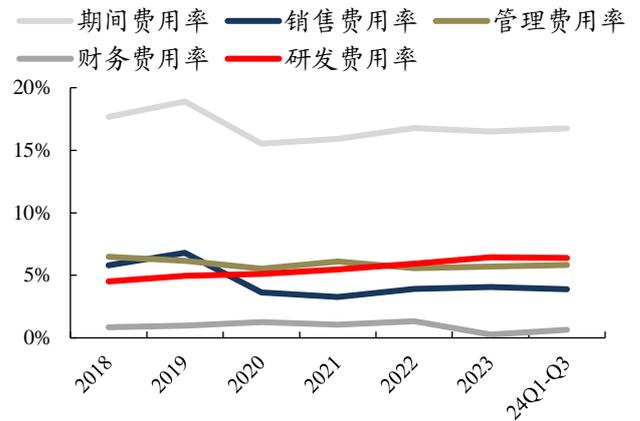
市场竞争激烈毛利率承压，费控能力良好助力净利率维稳。由于精密减速器以及微型电机市场竞争相对激烈，公司为保持市场份额主动降低部分价格，导致公司毛利率呈下降趋势。2024年以来，公司积极调整产品结构，2024Q1-Q3公司综合毛利率为24.86%，同增2.65pct，销售净利率7.66%，同增0.69pct，盈利能力持续提升。费用端，公司费控能力良好，2024Q1-Q3公司期间费用率15.34%，同增1.42pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为3.90%/5.84%/0.65%/6.38%，同比+0.87/+0.48/+0.45/-0.38pct。

图9：2018-2024Q3 公司盈利能力保持稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：公司重视研发投入，研发费用率持续上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 受益于机器人产业化进程，精密减速器市场空间广阔

### 2.1. 精密减速器是智能制造核心部件

减速器于工业领域应用广泛。减速器一般用于低转速大扭矩的传动设备，在原动机和执行机构之间起匹配转速和传递扭矩的作用。按照控制精度划分，减速器一般可以分为一般减速器和精密减速器。一般减速器控制精度低，可满足机械设备基本的传动需求，精密减速器回程间隙小、精度高、使用寿命长，稳定性更强。根据原理不同，精密减速器主要分为RV减速器、行星减速器和谐波减速器等，广泛应用于机器人、新能源设备、高端机床等高端制造领域。

图11：主要精密减速器的特点及示意图

类型	特点	示意图
RV 减速器	刚性好、抗冲击能力强、传动平稳、精度高；制造难度大，价格较贵	
行星减速器	高刚性、高精度、耐磨性强；减速比低，精度较差	
谐波减速器	体积小、重量轻、结构简单紧凑；材料易疲劳损坏	

数据来源：纳博特斯克官网，绿的谐波官网，中大力德官网，东吴证券研究所

海内外各大厂商布局人形机器人，推动减速器市场扩容。①海外：以特斯拉、Figure为代表，积极布局人形机器人行业，且积极寻求中国产业链进行量产&降本。②国内：宇树、智元、银河通用等公司已推出人形机器人产品，并能够实现日常行走等功能，行业整体呈现百花齐放的发展态势。减速器作为人形机器人各部位均需要使用的核心零部件，市场空间大幅增长。具体来看，不同减速器用于其特性不同被应用于不同的部位：①关节传动：谐波减速器由于其体积小、重量轻、传动比大，常被用于肘关节、腕关节

等关节部位，用以实现精确的传动和控制。②集成应用：行星减速器等集成于电机等执行机构以实现更紧凑和高效的传动。③负载支撑：RV 减速器具有较高的承载能力和稳定性，应用于负载较大的关节部位。整体来看，人形机器人强调大扭矩、高精度、小空间的关节会采用谐波减速器；而强调高效率、低成本、空间大小不敏感的关节会采用行星减速器。谐波减速器因优秀的性能成为首选，行星减速器则作为谐波减速器的有效补充方案在某些场景下得以应用。

图12: 工业机器人&人形机器人减速器应用



数据来源：乐晴研究，东吴证券研究所

**减速器具有广阔未来前景。**综上所述，我们对人形机器人中市场空间最大的谐波减速器进行测算。根据我们测算，2025/2026/2027/远期全球人形机器人需求有望达到3/6/15/1165万台，对应旋转执行器需求量36/86/206/16310万套，最终对应谐波减速器市场空间4/9/21/751亿元，未来空间广阔。

图13: 人形机器人用谐波减速器市场空间测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
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
旋转执行器需求量 (万套)	36	86	206	415	846	1,626	2,633	4,318	7,060	10,875	16,310
-单价 (元/套)	3,200	3,040	2,888	2,455	1,964	1,473	1,326	1,259	1,196	1,137	1,080
市场空间 (亿元)	11	26	60	102	166	239	349	544	845	1,236	1,761
谐波减速器需求量 (万套)	36	86	206	415	846	1,626	2,633	4,318	7,060	10,875	16,310
-单价 (元/套)	1,200	1,080	1,026	923	831	665	565	537	510	485	460
市场空间 (亿元)	4	9	21	38	70	108	149	232	360	527	751

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 以减速器为核心，拓展人形机器人零部件

#### 3.1. 产品种类齐全，具备稀缺性

减速器方案尚未收敛，公司全品类布局具备稀缺性。公司深耕精密减速器行业，同时具备行星减速器、谐波减速器和RV减速器生产能力，具有深厚的生产研发经验。公司在各个细分领域深入研究的同时，通过整合各平台优势，构建全产品系列，并不断进行产品结构升级，不仅能满足客户对标准化产品的需求，而且能根据客户的个性化要求，定制生产规格、型号不同的产品，为客户提供一站式服务。

图14: 公司三大减速器产品技术参数

产品	扭转刚度	转动精度	体积	重量	单级速比
单位	N · m/(Arc · min)	Arc · min	mm	kg	
行星减速器	25	≤ 3	115*186	7.8	3~10
RV 减速器	49	1	123*65	4.7	41,57,81,105,121,141,161
谐波减速器	8.7	≤ 1.5	110*55	2.1	50,80,100,120

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

产能规划有序推进，积极推进人形机器人零部件布局。2023年4月，公司召开董事会审议变更募集资金用途事项，新增“智能执行单元及大型RV减速器生产线项目”，合计投入资金1.75亿元，拟使用募集资金1.15亿元。在当前环境下，我国智能制造领域实现自主可控、国产化替代将是长期的发展趋势，动力传动与运动控制行业作为关键核心环节。公司作为国内精密减速器头部企业，将充分受益于国产替代进程。

图15: 截至2024年6月30日，募集资金投向情况

投资项目	承诺投资金额 (万元)	变更后投资金额 (万元)	实际投资金额 (万元)
智能执行单元生产基地项目	19386.6	9886.6	10539.0
技术研发中心升级项目	3000.0	1000.0	1098.2
智能执行单元及大型RV减速器生产线项目(新增)		11500.0	11141.7

数据来源：公司2024年中报，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测

中大力德深耕精密减速器行业，积极开拓智能执行器板块，有望在人形机器人产业化进程中充分受益。我们预计公司有望实现持续增长。公司主营业务盈利预测具体如下：

(1) 智能执行单元：随着公司业务从单一零部件向系统集成转型，智能执行单元收入有望持续增长。我们预计该业务 2024-2026 年收入为 4.36/5.02/5.77 亿元，同比-10%/+15%/+15%，预计毛利率为分别为 24.0%/24.0%/24.0%。

(2) 精密减速器：公司积极布局全品类减速器，有望切入人形机器人产业链。我们预计该业务 2024-2026 年收入 2.04/2.35/2.77 亿元，同比-15%/+15%/+18%，预计毛利率为 20.5%/21.0%/20.0%。

(3) 减速电机：行业竞争趋于平稳，未来有望实现稳健增长。我们预计该业务 2024-2026 年收入 3.08/3.55/4.08 亿元，同比 -10%/+15%/+15%，预计毛利率为 25.0%/25.0%/25.0%。

图16：公司主营业务盈利预测（以 2024 年年报口径为准）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
智能执行单元					
营业收入（亿元）	3.07	4.85	4.36	5.02	5.77
YoY	109%	58%	-10%	15%	15%
毛利率	25.52%	23.66%	24.00%	24.00%	24.00%
精密减速器					
营业收入（亿元）	2.03	2.40	2.04	2.35	2.77
YoY	-20%	18%	-15%	15%	18%
毛利率	12.72%	13.54%	20.50%	21.00%	20.00%
减速电机					
营业收入（亿元）	3.73	3.43	3.08	3.55	4.08
YoY	-30%	-8%	-10%	15%	15%
毛利率	29.57%	28.75%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上假设，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 0.73/0.83/0.98 亿元，当前股价对应 PE 分别为 199/175/149 倍。公司自成立以来深耕机械传动与控制应用领域关键零部件，同时拥有行星减速器、谐波减速器、RV 减速器等人形机器人核心零部件，具有较强稀缺性。我们选取同为减速器行业的绿的谐波、双环传动、国茂股份作为公司

可比公司，由于出色的产品结构，公司估值处于行业较高水平。但考虑到精密减速器市场空间大，技术壁垒高，公司具有数十年研发生产经验，且已与部分国内机器人厂商进行初步合作，身位优势明显，维持“增持”评级。

图17: 可比公司估值表 (截至 2025 年 3 月 4 日收盘价)

2025/3/4		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
688017.SH	绿的谐波	CNY	160.03	293	0.8	0.7	1.0	1.4	348	402	285	204
002472.SZ	双环传动	CNY	36.79	312	8.2	10.3	12.7	15.5	38	30	25	20
603915.SH	国茂股份	CNY	17.88	118	4.0	3.1	4.2	4.9	30	38	28	24
平均					4.3	4.7	6.0	7.3	139	156	112	83
002896.SZ	中大力德	CNY	96.72	146	0.7	0.7	0.8	1.0	200	199	175	149

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (以上盈利预测来自东吴证券研究所)

## 5. 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。

## 中大力德三大财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>709</b>	<b>484</b>	<b>461</b>	<b>482</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,086</b>	<b>965</b>	<b>1,108</b>	<b>1,280</b>
货币资金及交易性金融资产	134	45	12	25	营业成本(含金融类)	838	740	848	983
经营性应收款项	324	252	274	299	税金及附加	9	8	9	10
存货	243	180	168	151	销售费用	44	39	47	45
合同资产	0	0	0	0	管理费用	62	48	53	59
其他流动资产	9	7	7	8	研发费用	70	68	83	102
<b>非流动资产</b>	<b>912</b>	<b>1,215</b>	<b>1,402</b>	<b>1,571</b>	财务费用	3	(1)	0	1
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	23	19	22	26
固定资产及使用权资产	545	794	897	994	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	241	290	374	445	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	86	85	84	83	减值损失	(7)	(8)	(4)	(4)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	2	3	4	<b>营业利润</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>86</b>	<b>102</b>
其他非流动资产	36	42	42	42	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,621</b>	<b>1,699</b>	<b>1,863</b>	<b>2,053</b>	<b>利润总额</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>86</b>	<b>102</b>
<b>流动负债</b>	<b>401</b>	<b>405</b>	<b>484</b>	<b>576</b>	减:所得税	2	2	3	3
短期借款及一年内到期的非流动负债	117	147	177	207	<b>净利润</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>84</b>	<b>99</b>
经营性应付款项	194	185	224	273	减:少数股东损益	0	0	1	1
合同负债	12	10	11	13	<b>归属母公司净利润</b>	<b>73</b>	<b>73</b>	<b>83</b>	<b>98</b>
其他流动负债	77	63	72	83	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.48	0.49	0.55	0.65
非流动负债	108	116	131	146	EBIT	79	75	87	103
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	159	174	202	236
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.88	23.36	23.49	23.25
租赁负债	15	30	45	60	归母净利率(%)	6.74	7.60	7.52	7.66
其他非流动负债	93	86	86	86	收入增长率(%)	20.99	(11.10)	14.80	15.53
<b>负债合计</b>	<b>508</b>	<b>521</b>	<b>615</b>	<b>722</b>	归母净利润增长率(%)	10.22	0.33	13.56	17.69
归属母公司股东权益	1,112	1,177	1,247	1,329					
少数股东权益	1	1	1	2					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,113</b>	<b>1,178</b>	<b>1,248</b>	<b>1,331</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,621</b>	<b>1,699</b>	<b>1,863</b>	<b>2,053</b>					

现金流量表 (百万元)				重要财务与估值指标					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	177	282	239	287	每股净资产(元)	7.36	7.79	8.25	8.79
投资活动现金流	(220)	(397)	(302)	(302)	最新发行在外股份(百万股)	151	151	151	151
筹资活动现金流	(19)	27	30	27	ROIC(%)	6.40	5.57	5.96	6.51
现金净增加额	(61)	(89)	(33)	13	ROE-摊薄(%)	6.58	6.24	6.69	7.38
折旧和摊销	80	100	115	133	资产负债率(%)	31.35	30.66	33.01	35.18
资本开支	(199)	(396)	(301)	(301)	P/E(现价&最新股本摊薄)	199.89	199.22	175.44	149.07
营运资本变动	17	106	35	50	P/B(现价)	13.14	12.42	11.73	11.01

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>