

中坚科技 (002779)

园林机械出海龙头，聚焦具身智能打造第二增长曲线

增持 (维持)

2025年03月12日

证券分析师 周尔双

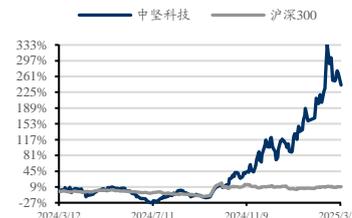
执业证书: S0600515110002

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)	512.43	666.62	776.98	906.80	1,060.83
同比 (%)	(5.13)	30.09	16.56	16.71	16.99
归母净利润 (百万元)	27.38	48.09	59.18	72.79	89.79
同比 (%)	119.06	75.64	23.05	22.99	23.36
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.21	0.36	0.45	0.55	0.68
P/E (现价&最新摊薄)	561.62	319.75	259.85	211.28	171.27

股价走势



投资要点

■ 主业聚焦园林机械，积极拓展人形机器人产业布局

公司成立于1997年12月，以电动工具作为主营产品，并逐步向园林机械拓展。在不断拓展产品型谱的同时，公司先后通过ISO质量管理体系认证并获得GS、CE、EMC、EURO-V、EPA等认证，为产品出口打下了坚实基础。2015年，公司于深交所成功上市。为了进一步追赶行业锂电化、智能化的发展趋势，2023年公司成立上海中坚高氮机器人有限公司，专门研发新一代割草机器人产品。2024年3月，公司投资了1X Holding AS公司，与软银、OPENAI、三星、SQT等国际大型机构共同参与了1X机器人的发展机会。2024年5月，公司设立控股子公司江苏坚米智能机器人有限公司，目前已有首款四足机器人产品。

■ 人形机器人量产元年，产业化进程加速

自2022年特斯拉AI Day发布以来，特斯拉多次更新擎天柱升级迭代视频，每次迭代都往更智能&更拟人的方向进步。2024年2月24日，特斯拉发布擎天柱走路视频，步伐更加稳健&更加拟人化，机械感大幅降低。24年10月10日，Optimus Gen2在特斯拉“We,robot”活动现场的人群中走路、打招呼、展示舞蹈，并执行出倒水、拿礼物、猜拳等多组动作，人形机器人动作丝滑连贯。24年11月28日，特斯拉发布Optimus稳稳接住网球视频，标志着灵巧手硬件趋于成熟。25年1月8日，特斯拉发布推特，Optimus Gen3有望于25Q1发布。根据我们测算，2025/远期特斯拉汽车工厂/全球新能源汽车工厂对人形机器人的需求量将达到12.5/50万台。

■ 聚焦具身智能，打造第二增长曲线

2024年3月，公司投资全球头部人形机器人厂商1X，以此切入具身智能赛道。2024年5月公司设立控股子公司江苏坚米智能机器人有限公司。2024年8月21日，公司于北京世界机器人大会展示了公司最新产品四足机器人。2024年12月12日，公司公告董事会决议通过调整非公开发行募集资金用途，新增项目“具身智能机器人产业化项目”。公司积极布局具身智能机器人板块，打造第二增长曲线。

■ 盈利预测与投资评级：公司自成立以来深耕园林机械，前瞻投资头部人形机器人公司。我们维持盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润为0.59/0.73/0.90亿元，当前股价对应PE分别为260/211/171倍。我们选取同为入形机器人行业的三花智控、拓普集团以及割草机器人行业格力博、大叶股份作为公司可比公司，公司估值水平较高。中坚科技积极拓展具身智能赛道，与海外头部机器人厂商深度合作的同时也自行研发布局，具有较大利润弹性。考虑到目前机器人本体上市公司较少，公司在市场具有较强稀缺性，维持“增持”评级。

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

市场数据

收盘价(元)	116.50
一年最低/最高价	24.22/151.99
市净率(倍)	21.43
流通A股市值(百万元)	13,797.62
总市值(百万元)	15,378.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.44
资产负债率(% ,LF)	33.32
总股本(百万股)	132.00
流通A股(百万股)	118.43

相关研究

内容目录

1. 中坚科技：主业聚焦园林机械，积极拓展人形机器人产业布局	4
1.1. 深耕园林机械多年，积极推进战略升级.....	4
1.2. 业绩规模稳健增长，盈利能力持续提升.....	6
2. 战略拓展机器人板块，深度绑定具身智能头部企业	8
2.1. 人形机器人量产元年，产业化进程加速.....	8
2.2. 聚焦具身智能，打造第二增长曲线.....	10
3. 盈利预测	12
4. 风险提示	13

图表目录

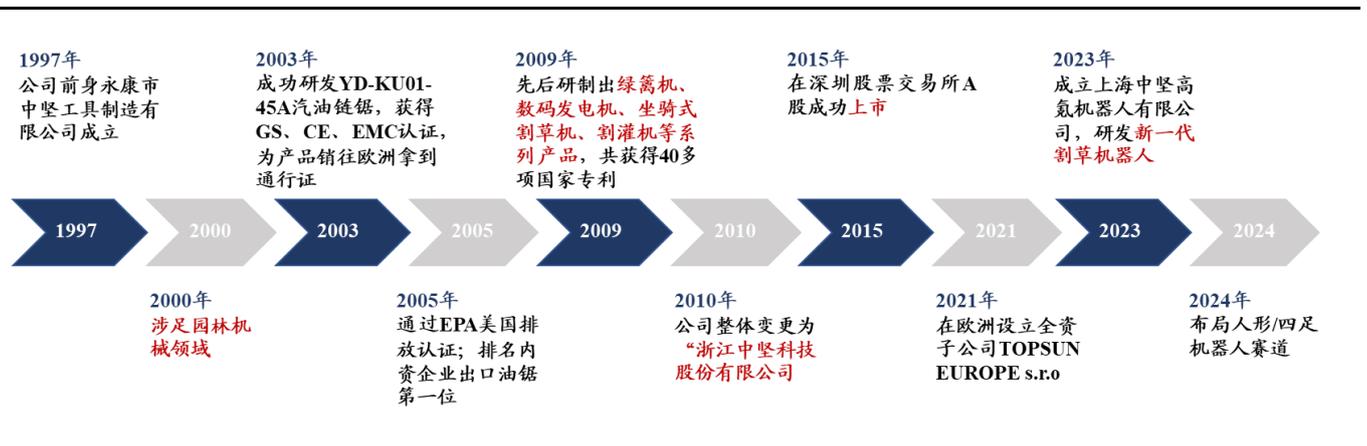
图 1:	中坚科技发展历程.....	4
图 2:	中坚科技主营业务产品矩阵.....	5
图 3:	公司已建立起以中高端客户为主的市场营销网络.....	5
图 4:	中坚科技股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）.....	5
图 5:	2018-2024Q3 公司收入及同比情况.....	6
图 6:	2018-2024Q3 公司归母净利润情况.....	6
图 7:	2018-24H1 公司分业务收入情况（亿元）.....	7
图 8:	2018-24H1 公司分业务毛利率情况.....	7
图 9:	2018-2024Q3 公司盈利能力保持稳定.....	7
图 10:	公司重视研发投入，研发费用率持续上涨.....	7
图 11:	特斯拉人形机器人进化史.....	8
图 12:	特斯拉 “We,robot” 现场机器人与人群互动.....	9
图 13:	11 月官推发布视频，左手稳稳接住飞来的网球.....	9
图 14:	特斯拉/新能源汽车工厂人形机器人需求量.....	9
图 15:	1X 二代人形机器人 NEO Gamma.....	10
图 16:	1X 一代机器人 EVE.....	10
图 17:	中坚科技灵睿 p1 四足机器人.....	11
图 18:	募集非公开发行人资金投向情况.....	11
图 19:	公司主营业务盈利预测（以 2024 年中报口径为准）.....	12
图 20:	可比公司估值表（截至 2025 年 3 月 7 日收盘价）.....	13

1. 中坚科技：主业聚焦园林机械，积极拓展人形机器人产业布局

1.1. 深耕园林机械多年，积极推进战略升级

电动工具起家，智能化转型趋势明确。公司成立于1997年12月，以电动工具作为主营产品，并逐步向园林机械拓展。在不断拓展产品型谱的同时，公司先后通过ISO质量管理体系认证并获得GS、CE、EMC、EURO-V、EPA等认证，为产品出口打下了坚实基础。2015年，公司于深交所成功上市。为了进一步追赶行业锂电化、智能化的发展趋势，2023年公司成立上海中坚高氮机器人有限公司，专门研发新一代割草机器人产品。2024年3月，公司投资了1X Holding AS公司，与软银、OPEN AI、三星、SQT等国际大型机构共同参与了1X机器人的发展机会。2024年5月，公司设立控股子公司江苏坚米智能机器人有限公司，目前已有首款四足机器人产品。

图1：中坚科技发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

产品矩阵完善，营销网络健全。公司产品主要应用于园林绿化修剪养护，按使用方式可分为手持式与轮式机械。其中，手持式机械主要为链锯、吹风机、绿篱机、割灌机、打草机等，轮式机械主要为手推式割草机与坐骑式割草机等。在完善的产品矩阵下，公司积极建立营销网络，目前已建立品牌商、进口商、商超和经销商四类销售渠道。具体来看，①**品牌商渠道**：主要以ODM/OEM模式与品牌商进行合作，按客户需求完成产品的开发设计和生产或贴牌生产。②**进口商渠道**：为进口商客户提供其亟需的研发、设计服务，并完成生产制造工作。③**商超渠道**：公司通过将产品销售给欧美地区大型商超，实现其全球网络销售的布局。④**经销商渠道**：公司自有品牌在国内市场具有较高的影响力，经销商客户主要负责公司自主品牌产品在国内各省份的市场开拓、分销和零售业务。凭借高水平的技术优势和产品质量保证体系，公司已经与国外知名品牌商、进口商、商超等均已建立起稳定的合作关系。

图2: 中坚科技主营业务产品矩阵

主要产品	用途	产品图例
链锯	短导板用于间歇性修枝, 长导板用于采伐; 适用于森林采伐、造材、打枝等以及贮木场造材、铁路枕木锯截等	
打草机/割灌机	大面积草坪的扫边或者修剪枯草灌木	
绿篱修剪机	庭院、茶叶护理, 公路和路旁树篱的作业修剪	
清扫机	分为背负式风力清扫机和手提式风力清扫机; 应用于城市道路清洁及企事业单位内卫生清理	
坐骑式草坪割草机	较大面积草坪的修剪, 如别墅、公园、高尔夫球场等的地面草坪修剪。	
手推式割草机	私家花园、公园草地、城市街道绿化带、高尔夫球场、其他草地等场所的草坪修剪和美化。	

数据来源: 公司 2024 半年度报告, 东吴证券研究所

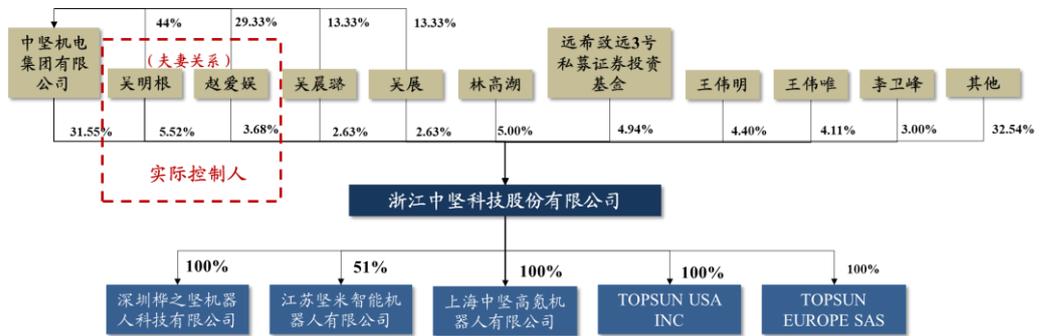
图3: 公司已建立起以中高端客户为主的市场营销网络



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, 管理层稳定性较强。公司实控人为吴明根、赵爱娉夫妇及其子女吴展、吴晨璐。截至 2024 年 9 月 30 日, 四人合计直接持股 14.46%, 且通过中坚机电间接持股 31.55%, 合计持股 46.01%, 股份结构稳定。公司管理团队合作多年, 多位高管持有公司部分股权, 稳定性较强。子公司布局方面, 公司在主营业务之外积极布局机器人领域, 有望受益于人形机器人产业化进程。

图4: 中坚科技股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日)

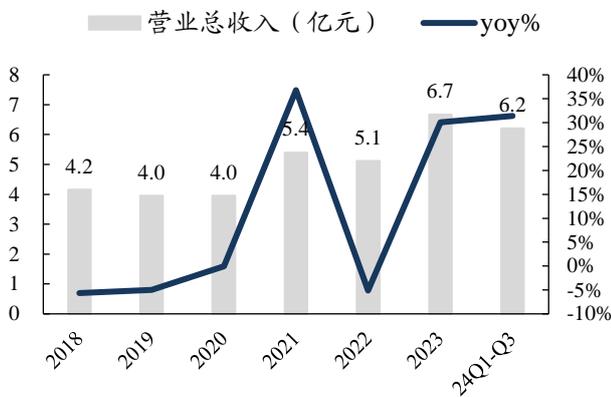


数据来源: 公司定期报告, 东吴证券研究所

1.2. 业绩规模稳健增长，盈利能力持续提升

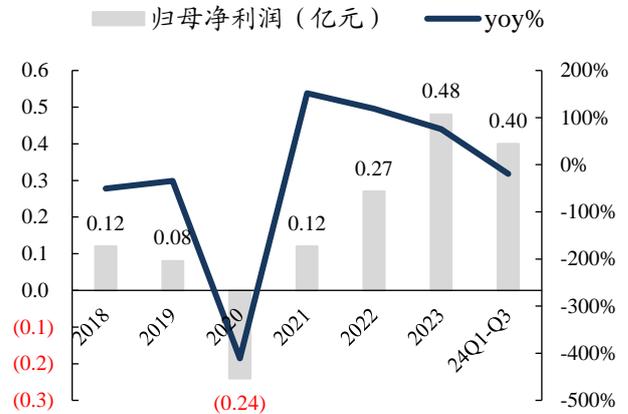
收入稳健增长，归母净利润拐点向上。收入端，2018-2023 年，公司营业总收入由 4.2 亿元提升至 6.7 亿元，CAGR 达 9.9%。2024Q1-Q3，公司实现营业收入 6.2 亿元，同比增长 31.4%，实现稳健增长。利润端，2020 年受宏观因素影响出现亏损，公司积极调整产品结构，加强成本管控，归母净利润迅速转正并实现较快增长。2021-2023 年，公司归母净利润由 0.12 亿元提升至 0.48 亿元。为进一步开拓新市场和新产品，公司加大渠道和研发投入，2024Q1-Q3 归母净利润为 0.40 亿元，同比下降 19.4%。

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

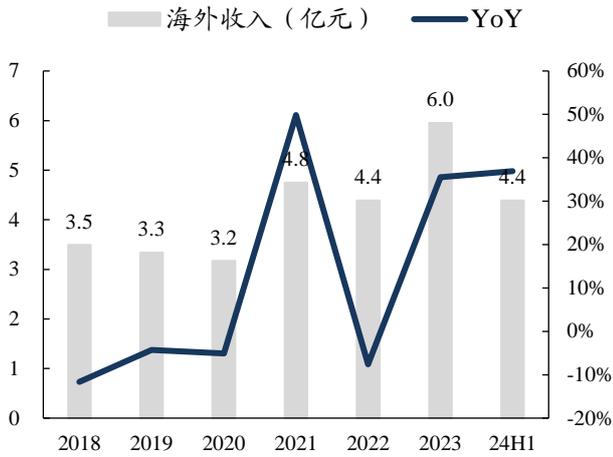
图6：2018-2024Q3 公司归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

海外开拓成果显著，盈利能力持续提升。公司以外销为主，外销区域主要为欧美等发达国家或地区，园林机械行业发展较为成熟。公司与欧美国际知名品牌商与大型商超合作，凭借优秀的研发实力及稳定的品质保障占据部分市场份额，2024H1 公司实现海外收入 4.4 亿元，同比增长 36.89%，实现较快增长。盈利能力来看，2022-24H1 公司海外毛利率分别为 23.5%/27.6%/28.3%，远高于同期国内毛利率 6.6%/6.2%/10.6%。

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

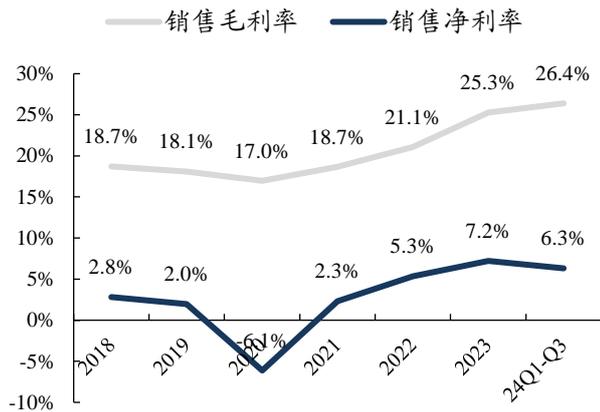
图8: 2018-24H1 公司分业务毛利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

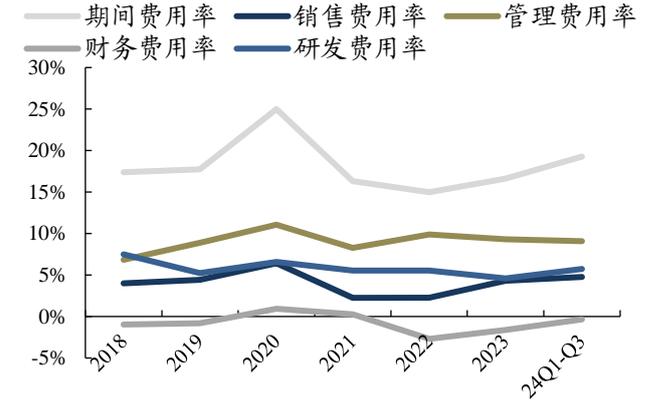
产品结构调整+优化管理流程, 盈利能力稳步提升。盈利能力方面, 近年来公司毛利率呈上升趋势, 2024Q1-Q3 公司销售毛利率为 26.39%, 同比增长 1.46pct, 销售净利率为 6.31%, 同比下降 4.16pct, 毛利率增长主要系公司高毛利产品轮式割草机市场反响较好, 净利率下降主要由于新市场和新产品的开拓, 费用端出现较大波动。具体来看, 2024Q1-Q3 公司期间费用率 19.25%, 同增 6.02pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.78%/9.08%/-0.34%/5.73%, 同比+1.99/+0.35/+1.43/+2.24pct。

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. 战略拓展机器人板块，深度绑定具身智能头部企业

2.1. 人形机器人量产元年，产业化进程加速

特斯拉 Optimus 迭代顺利，硬件成熟度逐步提高。自 2022 年特斯拉 AI Day 发布以来，特斯拉多次更新擎天柱升级迭代视频，每次迭代都往更智能&更拟人的方向进步。2024 年 2 月 24 日，特斯拉发布擎天柱走路视频，步伐更加稳健&更加拟人化，机械感大幅降低。行走速度约为 0.6 米/秒，与 2023 年 12 月份的视频相比，速度提高了 30%。最新版本擎天柱的前庭系统、脚部轨迹，以及地面接触逻辑得到了改进，行动更加自然。

图11：特斯拉人形机器人进化史



数据来源：Tesla 官网，东吴证券研究所

1) 24 年 10 月 10 日，Optimus Gen2 在特斯拉 “We,robot” 活动现场的人群中走路、打招呼、展示舞蹈，并执行出倒水、拿礼物、猜拳等多组动作，人形机器人动作丝滑连贯。2) 24 年 11 月 28 日，特斯拉 X 推特号发布 Optimus 稳稳接住网球视频，标志着灵巧手硬件趋于成熟。3) 25 年 1 月 8 日，特斯拉 X 推特号发布 Optimus Gen3 有望于未来几周发布。次日马斯克在采访中表示，如果一切进展顺利 2026 年特斯拉产量将增加 10 倍，至 5-10 万台人形机器人，然后在第二年再增加 10 倍至 50-100 万台。

图12: 特斯拉 “We,robot” 现场机器人与人群互动



数据来源: 特斯拉官网, 东吴证券研究所

图13: 11月官推发布视频, 左手稳稳接住飞来的网球



数据来源: 特斯拉官网, 东吴证券研究所

预计到 2030 年, 特斯拉汽车工厂/全球新能源汽车工厂对人形机器人的需求量将达到 12.5/50 万台。核心假设如下: ①2030 年特斯拉/全球汽车产能达到 1000/6000 万辆; ②2030 年特斯拉/全球汽车工厂人均产能分别 20/18 辆; ③2030 年 1 台人形机器人可以替代 2 个人工; ④2030 年特斯拉/全球汽车工厂人形机器人的渗透率分别为 50%/30%。

图14: 特斯拉/新能源汽车工厂人形机器人需求量

	2023	2024E	2025E	2030E
特斯拉产能 (万辆)	180	220	250	1000
员工人数 (万人)	14	14.7	15.4	50
人均产能 (辆/人)	13	15	16	20
1 台机器人替代人数			1	2
渗透率			10%	50%
机器人需求量(万台)			2	12.5
全球新能源汽车销量 (万辆)	1360	1912	2542	6000
人均产能 (辆/人)	13	15	16	18
新能源汽车行业员工 (万人)	106	128	157	333
1 台机器人替代人数			1	2
渗透率			1%	30%
机器人需求量(万台)			2	50

数据来源: Tesla 公告, 东吴证券研究所

2.2. 聚焦具身智能，打造第二增长曲线

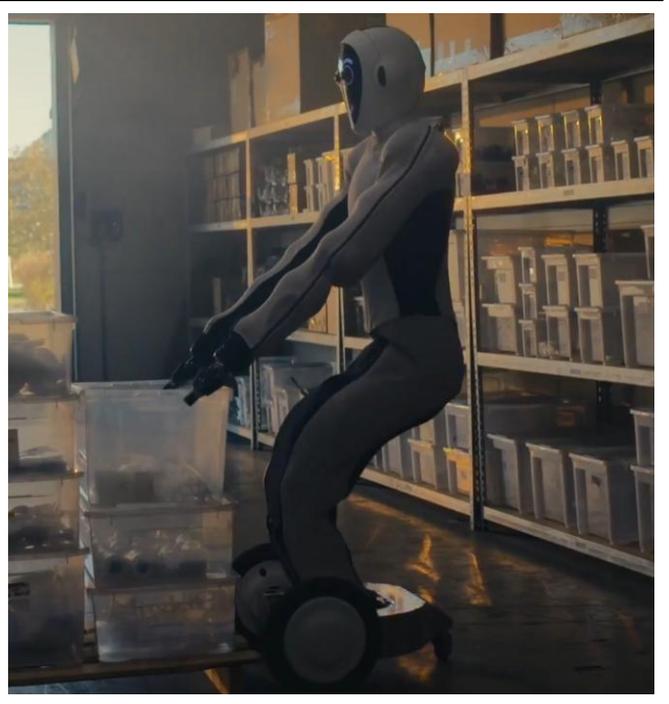
股权投资全球知名人形机器人科技公司 1X，拓展具身智能赛道。2024 年 3 月，公司投资了 1X Holding AS 公司（以下简称“1X”）。1X 机器人是全球知名的人形机器人科技公司。公司以对 1X 的投资为契机，与软银、OPENAI、三星、SQT 等国际大型机构共同参与了 1X 机器人的发展机会。1X 机器人背靠其强大的股东支持，将新型大模型与自身的研发能力充分结合，开发出了第一代人形机器人产品 EVE，率先实现了人形机器人商业化销售的突破。

图15: 1X 二代人形机器人 NEO Gamma



数据来源：1X 官网，东吴证券研究所

图16: 1X 一代机器人 EVE



数据来源：1X 官网，东吴证券研究所

设立控股子公司，由四足机器人切入机器人赛道。2024 年 5 月公司设立控股子公司江苏坚米智能机器人有限公司。2024 年 8 月 21 日，公司于北京世界机器人大会展示了公司最新产品四足机器人。该四足机器人拥有智能化高，通过性强、重负载、长续航等优点，主要应用于巡检、勘察和安防等各类场景。

图17: 中坚科技灵睿 p1 四足机器人



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

计划非公开发行募资 7.9 亿元, 产能规划有序推进。2024 年 12 月 12 日, 公司发布公告董事会决议通过调整非公开发行募集资金用途, 新增项目“具身智能机器人产业化项目”。该项目总投资金额 3.0 亿元, 旨在开发出性能更优、成本更低、适应性更强的机器人零部件产品。募投项目实施后, 公司有望能够抓住机器人行业高速发展的时代机遇, 利用自身的生产和研发经验进入机器人市场, 提供能够满足高性能人形机器人关键零部件需求的产品, 积累人形机器人各类零部件生产和研发经验, 实现产业链的延伸与发展, 提升公司综合竞争力。

图18: 募集非公开发行资金投向情况

投资项目	项目总投资金额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
年产 6 万台骑乘式割草车建设项目	21590.00	19890.40
年产 25 万台新能源智能园林机械建设项目	19250.00	15848.60
具身智能机器人产业化项目	30384.25	30000.00
上海研发中心建设项目	5780.00	5780.00
补充流动资金	7000.00	7000.00

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 盈利预测

中坚科技深耕园林机械行业，深度把握行业锂电化、智能化机遇，有望实现持续稳健增长。公司主营业务均受益于锂电化进程，收入实现较快增长，盈利预测具体如下：

(1) 割草机：割草机市场空间大，行业增长稳定，在较长时间内有望实现较快增长。我们预计该业务 2024-2026 年收入为 3.69/4.43/5.32 亿元，同比+20%/+20%/+20%，预计毛利率为分别为 31.0%/31.0%/31.0%。

(2) 电链锯：积极响应锂电化进程+新市场开拓顺利，有望实现较快增长。我们预计该业务 2024-2026 年收入 2.09/2.30/2.53 亿元，同比+10%/+10%/+10%，预计毛利率为 23.0%/23.0%/22.0%。

(3) 割灌机：锂电化带来增量空间，我们预计该业务 2024-2026 年收入 0.80/1.00/1.20 亿元，同比+25%/+24%/+20%，预计毛利率为 22.0%/22.0%/22.0%。

(4) 其他主营业务：公司智能割草机器人产品已与客户形成稳定战略合作关系，预计将为公司业绩贡献可观增量。我们预计该业务 2024-2026 年收入 0.79/0.87/1.00 亿元，同比+10%/+10%/+15%，预计毛利率为 23.0%/23.0%/23.0%。

图19：公司主营业务盈利预测（以 2024 年中报口径为准）

	2023A	2024E	2025E	2026E
割草机				
营业收入（亿元）	3.08	3.69	4.43	5.32
YoY	99.80%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	28.10%	31.00%	31.00%	31.00%
电链锯				
营业收入（亿元）	1.90	2.09	2.30	2.53
YoY	/	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	24.95%	23.00%	23.00%	22.00%
割灌机				
营业收入（亿元）	0.64	0.80	1.00	1.20
YoY	-17.10%	25.00%	24.00%	20.00%
毛利率	16.40%	22.00%	22.00%	22.00%
其他主营业务				
营业收入（亿元）	0.72	0.79	0.87	1.00
YoY	-0.07%	10.00%	10.00%	15.00%
毛利率	22.28%	23.00%	23.00%	23.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上假设，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 0.59/0.73/0.90 亿元，当前股价对应 PE 分别为 260/211/171 倍。我们选取同为人形机器人行业的三花智控、拓普集团以及割草机器人行业格力博、大叶股份作为公司可比公司，公司估值水平较高。中坚科技积极拓展具身智能赛道，与海外头部机器人厂商深度合作的同时也自行研发布局，具有较大利润弹性。考虑到目前机器人本体上市公司较少，公司在市场具有较强稀缺性，维持“增持”评级。

图20: 可比公司估值表 (截至 2025 年 3 月 7 日收盘价)

2025/3/7		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
002050.SZ	三花智控	CNY	30.49	1,138	29.2	31.6	38.1	46.2	39	36	30	30.49
601689.SH	拓普集团	CNY	59.93	1,010	21.5	30.5	37.2	45.6	47	33	27	59.93
301260.SZ	格力博	CNY	14.70	72	-4.7	3.0	4.7	5.7	/	24	15	14.70
300879.SZ	大叶股份	CNY	16.90	34	-1.7	0.9	1.6	2.5	/	38	22	16.90
平均									43	33	24	18
002779.SZ	中坚科技	CNY	116.50	154	0.5	0.6	0.7	0.9	326	260	211	171

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (三花智控、拓普集团、中坚科技盈利预测来自东吴证券研究所, 格力博、大叶股份盈利预测来自 Wind 一致预期。)

4. 风险提示

- (1) **锂电化产品研发不及预期:** 锂电产品具有较高的技术壁垒, 公司研发投入较高可能形成较多费用类支出, 影响公司业绩水平。
- (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。

中坚科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	655	761	898	1,061	营业总收入	667	777	907	1,061
货币资金及交易性金融资产	202	264	339	430	营业成本(含金融类)	498	570	664	778
经营性应收款项	156	176	207	243	税金及附加	7	8	9	11
存货	288	311	341	376	销售费用	29	31	34	35
合同资产	0	0	0	0	管理费用	62	70	80	89
其他流动资产	9	10	11	12	研发费用	31	37	50	62
非流动资产	320	313	298	282	财务费用	(11)	(1)	(2)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	4	5	5
固定资产及使用权资产	248	230	211	193	投资净收益	12	2	3	3
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(5)	0	0	0
无形资产	52	55	58	61	减值损失	(10)	(6)	(2)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	53	64	78	96
其他非流动资产	16	24	24	24	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	975	1,074	1,195	1,343	利润总额	52	64	78	97
流动负债	255	322	401	497	减:所得税	4	4	5	7
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	3	3	3	净利润	48	59	73	90
经营性应付款项	208	253	313	389	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	20	23	27	32	归属母公司净利润	48	59	73	90
其他流动负债	26	42	58	74	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.45	0.55	0.68
非流动负债	22	20	19	18	EBIT	37	62	76	93
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	69	87	101	119
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.27	26.70	26.80	26.66
租赁负债	7	6	5	4	归母净利率(%)	7.21	7.62	8.03	8.46
其他非流动负债	15	14	14	14	收入增长率(%)	30.09	16.56	16.71	16.99
负债合计	277	342	420	516	归母净利润增长率(%)	75.64	23.05	22.99	23.36
归属母公司股东权益	698	732	775	828					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	698	732	775	828					
负债和股东权益	975	1,074	1,195	1,343					

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	11	105	112	136	每股净资产(元)	5.28	5.55	5.87	6.27
投资活动现金流	(8)	(17)	(10)	(10)	最新发行在外股份(百万股)	132	132	132	132
筹资活动现金流	(7)	(25)	(31)	(38)	ROIC(%)	4.95	8.02	9.28	10.70
现金净增加额	(1)	59	71	88	ROE-摊薄(%)	6.89	8.08	9.39	10.85
折旧和摊销	32	25	25	25	资产负债率(%)	28.43	31.85	35.17	38.39
资本开支	(10)	(10)	(10)	(10)	P/E(现价&最新股本摊薄)	319.75	259.85	211.28	171.27
营运资本变动	(72)	17	15	22	P/B(现价)	22.05	21.01	19.85	18.58

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>