

2025 年 03 月 28 日

天铭科技(836270.BJ)

投资评级：增持（首次）

——汽车越野改装件隐形冠军，新品伴随募投产能释放开启新增长周期

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

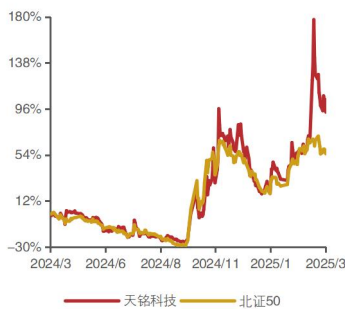
万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 28 日

收盘价(元)	16.70
一年内最高/最低(元)	24.78/6.35
总市值(百万元)	1,747.09
流通市值(百万元)	1,354.44
总股本(百万股)	104.62
资产负债率(%)	13.92
每股净资产(元/股)	3.93

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **汽车越野改装件省级隐形冠军，绞盘、电动踏板为主要产品。**天铭科技主要从事绞盘、电动踏板、车载空压机、尾门合页和其他辅件等汽车越野改装件的设计、研发、生产和销售，产品主要应用于山地越野车、皮卡、军车、SUV 等车型。公司为汽车后装市场提供种类丰富的改装件产品，并通过不断深入参与汽车前装市场客户的同步研发，率先开拓了国内汽车前装市场，与长城汽车、东风汽车等诸多优质客户建立了长期的良好合作关系。**公司预计 2024 年度实现营业收入 2.53 亿元 (yoy+12.10%)、归母净利润 6,286.59 万元 (yoy+8.55%)、扣非归母净利润 5,962.26 万元 (yoy+16.84%)，基本每股收益预计 0.60 元 (yoy+8.55%)。**公司营业收入及归母净利润实现双增长，主要得益于国内市场需求回暖，核心业务收入增长稳健。
- **定制汽车吸引力增强，拓宽改装市场千亿赛道。**参考 WGR 和智研瞻产业研究院数据，（1）**全球市场：**全球汽车改装市场的主要驱动因素是定制汽车以改善其视野、性能和声音的吸引力日益增强，2023 年全球汽车改装市场规模约为 748 亿美元，预计 2032 年或将增长至 1526 亿美元，2019–2032 年 CAGR 约 8.25%；（2）**国内市场：**随着汽车“新四化”推进，消费者对汽车性能、舒适度等需求提升，改装需求也相应增加，定制化等成市场主导趋势，2023 年我国汽车改装行业市场规模达 1090.70 亿元。在个性化需求推动下，未来我国汽车个性定制改装市场潜力较大。
- **募投项目处于内部建造阶段，陆续开发高压绞盘等多款新品。**截至 2024 年上半年末，公司上市募投的“高端越野改装部件生产项目”和“研发中心建设项目”投入进度分别为 70.98%和 61.86%，目前正处于内部建造阶段，预计 2025 年下半年会完成设备调试以及试生产，届时空压机、液压千斤顶等新产品产能有望逐步得到释放。此外，在新能源汽车领域，高压绞盘的电压要求不同于传统汽油车，公司已自主研发出适配新能源汽车的高压绞盘，以增加功率降低噪音和采用高压永磁同步技术，与控制器配合实现绞盘智能化以及车机交换。近期，公司又取得了传动装置和一种车用踏板设备和车辆的专利认证，并开发了防撞电动踏板、踏板杠、新型减震器等一系列新品，有望为产能释放提供支撑。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 0.63、0.80 和 1.01 亿元，对应 PE 为 27.8、21.8、17.3 倍。我们选取中国汽研和拓普集团作为可比公司。公司作为越野改装市场稀缺企业，电动踏板及国内越野车前装市场产品具备较强竞争力，且新品存在陆续开发面市的积极预期，我们看好其在越野改装市场良好发展环境下的增长潜力，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**客户集中度较高的风险、外汇汇率波动风险、知识产权保护的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	165	226	253	314	391
同比增长率（%）	-12.92%	36.69%	12.10%	23.87%	24.60%
归母净利润（百万元）	44	58	63	80	101
同比增长率（%）	22.48%	31.55%	8.55%	27.49%	25.94%
每股收益（元/股）	0.42	0.55	0.60	0.77	0.96
ROE（%）	11.88%	14.24%	14.18%	16.32%	18.28%
市盈率（P/E）	39.69	30.17	27.79	21.80	17.31

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 0.63、0.80 和 1.01 亿元，对应 PE 为 27.8、21.8、17.3 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司 2024 年业绩快报以及对于未来公司募投项目达产后新品的放量预期，我们假设如下：

（1）越野主产品：预计收入较快增长，假设 2024–2026 年营业收入同比 11%/24%/25%，测算得出 2024–2026 年营业收入分别为 2.19/2.72/3.40 亿元；

（2）其他辅件：预计收入较快增长，假设 2024–2026 年营业收入同比 19.75%/23%/22%，测算得出 2024–2026 年营业收入分别为 0.34/0.42/0.51 亿元。

投资逻辑要点

公司当前已形成了“后装市场+前装市场”双轮驱动的销售模式，主要面向北美市场和国内市场，北美市场成熟且需求稳定，国内汽车越野改装市场正处于起步阶段，具备可期的发展空间。2025 年下半年公司募投项目预计进入试生产阶段，届时空压机、液压千斤顶等新品放量有望贡献第二增长点，叠加公司根据新能源车型进行的产品研发与出新，我们认为公司在中期具备成长潜力。

核心风险提示

客户集中度较高的风险、外汇汇率波动风险、知识产权保护的风险

内容目录

1. 汽车越野改装件浙江省隐形冠军，绞盘、电动踏板为主要产品	5
2. 预计 2024 年营收 yoy+12%，募投项目预计 2025 年下半年实现试生产	8
3. 定制汽车吸引力增强，拓宽改装市场千亿赛道	10
4. 盈利预测与评级	11
5. 风险提示	12

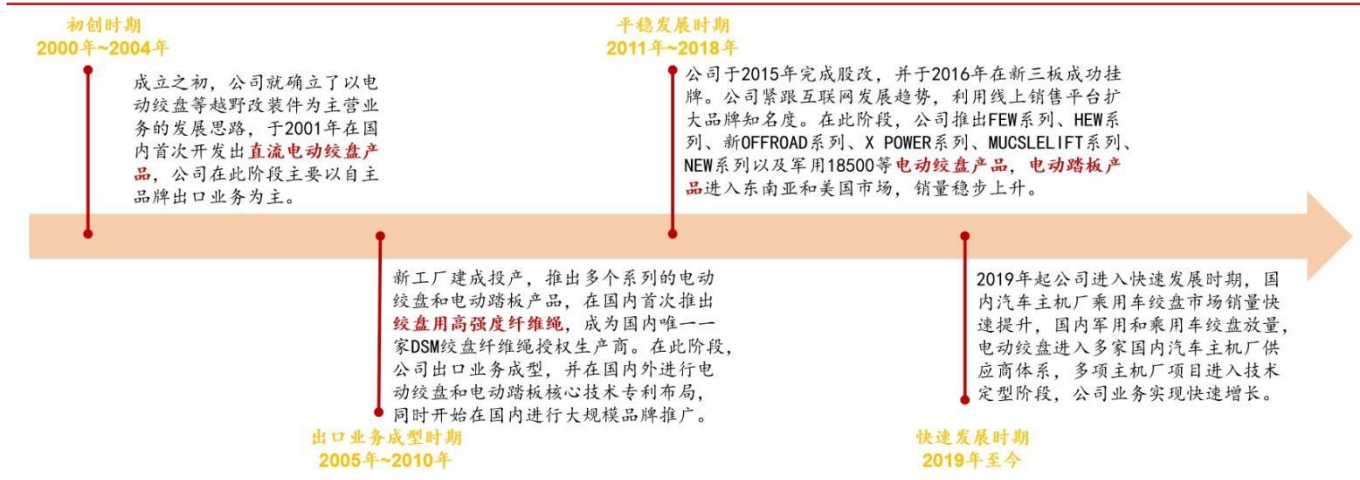
图表目录

图表 1： 公司主营业务围绕汽车改装件行业	5
图表 2： 天铭科技实际控制人为张松、艾鸿冰（单位：股）	5
图表 3： 公司产品包括绞盘、电动踏板等	6
图表 4： 公司形成了“后装市场+前装市场”双轮驱动的销售模式	8
图表 5： 公司 2020–2023 年间前五大客户合计销售收入占比均位于 70%左右	8
图表 6： 公司预计 2024 年度实现营业收入 2.53 亿元（yoy+12.10%）	9
图表 7： 2023 年全球汽车改装市场规模约为 748 亿美元	10
图表 8： 2023 年我国汽车改装行业市场规模达 1090.70 亿元	10
图表 9： 天铭科技分业务创收预测关键假设	11
图表 10： 天铭科技可比公司估值表（截至 20250328）	11

1. 汽车越野改装件浙江省隐形冠军，绞盘、电动踏板为主要产品

天铭科技成立至今已经深耕行业二十多年，主营业务围绕汽车改装件行业，是专业从事绞盘、电动踏板等汽车越野改装件设计、研发、生产和销售的国家级高新技术企业，入选 2021 年度浙江省隐形冠军企业名单、浙江省“专精特新”中小企业名单。公司一直注重自主品牌建设，建立了国内知名的越野自主品牌“T-MAX”，业务布局汽车主机厂和汽车后市场，在全球市场也具有较高的知名度和较强的市场竞争力。

图表 1：公司主营业务围绕汽车改装件行业



资料来源：天铭科技招股书、华源证券研究所

从公司 2024 年第三季度报告披露的股东信息来看，天铭科技实际控制人为张松（董事长）、艾鸿冰（副总经理），两者为夫妻关系，张松直接控制比例达 26.89%，杭州传铭控股有限公司、香港天铭实业有限公司均为张松控制的企业。

图表 2：天铭科技实际控制人为张松、艾鸿冰（单位：股）

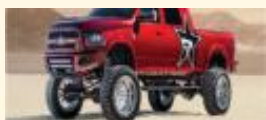
序号	股东名称	股东性质	持股数	持股比例%	持有限售股份数量	持有无限售股份数量
1	杭州传铭控股有限公司	境内非国有法人	28,799,962	27.53%	0	28,799,962
2	张松	境内自然人	28,132,833	26.89%	21,099,625	7,033,208
3	香港天铭实业有限公司	境外法人	15,307,200	14.63%	0	15,307,200
4	陈建	境内自然人	4,870,000	4.66%	0	4,870,000
5	杭州富阳盛铭投资管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	3,840,041	3.67%	1,692,041	2,148,000
6	开源证券股份有限公司	国有法人	1,006,590	0.96%	0	1,006,590
7	深圳市丹桂顺资产管理有 限公司－丹桂顺之实事实求是伍号私募证券投资基金	其他	1,002,533	0.96%	0	1,002,533
8	徐建桥	境内自然人	888,100	0.85%	0	888,100
9	张普	境内自然人	720,000	0.69%	0	720,000
10	杭州富阳弘铭投资管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	682,577	0.65%	270,017	412,560
	合计	-	85,249,836	81.49%	23,061,683	62,188,153

资料来源：天铭科技 2024 年第三季度报告、华源证券研究所 注：信息截至 20240930

公司产品包括绞盘、电动踏板、车载空压机、尾门合页和其他越野改装件及附件等，产品主要应用于山地越野车、皮卡、军车、SUV 等车型。

图表 3：公司产品包括绞盘、电动踏板等

产品类别	产品名称	产品示意图	产品简介
电 动 绞 盘	HEW 系列		该系列产品具有体积小、重量轻、拉力大、操作便捷、智能控制等优点，主要用于越野车遇到恶劣路况或险情时自救或互救
	EW 系列		
	越野电动绞盘 MUSCLELIFT 系列（9500 钢缆、12500 钢缆）		该系列产品针对中端越野车客户量身设计，性价比高
	OUTBACK 系列		该系列产品采用集成一体化设计技术，具有拉力大，性能稳定等优点
	PEW 系列		该系列产品采用改良电机，拥有更好性能
	ATV/UTV 系列		该系列产品是针对 ATV/UTV 全地形车特点设计的轻型绞盘，最大可以提供 6000 磅的拉力，具有体积小、重量轻、操作便捷等优点
	军用电动绞盘 EW（18500）		该系列产品通过了国家军用标准的型式试验，主要适用于特种改装车辆
	消防电动绞盘 FEW（13500-18500）		该系列产品通过了国家消防装备质量检验检测中心的认证，主要适用于消防车
液压绞盘	CHW（9000-12000）		该系列产品机身主要采用了铸钢绳筒支座，配置了二级行星轮传动系统，工业用自锁式离合手柄，螺旋作用于多盘片机械刹车，并且可以选择气动或液压离合，具有操作便捷、持续工作能力强、安全性较好等优点，主要适用于工业牵引和拖拽场合

	FHW (13500-22500)		该系列产品通过了国家消防装备质量检验检测中心的认证，主要适用于消防车
电动踏板	电动踏板	 	公司的电动踏板产品区别于普通踏板，采用单侧踏板双机构双电机结构，一侧踏板由两个伸缩机构驱动，每个伸缩机构由一个蜗轮减速电机驱动。当电动踏板系统感应到汽车开门信号时，两个蜗轮减速电机同时驱动伸缩机构运动，伸缩机构带动踏板从车底伸出，直至踏板运行到设定位置；当电动踏板系统感应到汽车关门信号时，两个蜗轮减速电机同时驱动伸缩机构运动，伸缩机构带动踏板收回，直至踏板运行到车底设定位置。电动踏板主要应用于越野车、SUV、皮卡、商务车等底盘较高的车型，为用户上下汽车提供方便的服务
	72L 车载空压机		该产品标称流量为 72L，充气速度快，主要用于给汽车轮胎快速充气，是越野车野外必备的装备
车载空压机	160L 车载空压机		该产品标称流量为 160L，流量大、充气速度快，主要用于给汽车轮胎快速充气，是越野车野外必备的装备
	沙漠风暴系列 车载空压机		该产品标称流量为 180L，采用新技术，电机性能更高，整机一体化的设计使得其在拥有高性能的同时也有不错的外观
尾门合页	尾门合页		该产品整体采用高强度铝铸造成型、钢板整体冲压成型和机械手焊接制作而成，备胎支架与尾门摆页通过多个高强度螺丝对穿紧固增加强度，成品比一般产品强度更高，具有负载能力强、耐用性良好等优点
其他越野改装件及附件	拖车带		该产品具有高弹性、高拉力等优点，主要适用于牵引救援

资料来源：天铭科技招股书、华源证券研究所

绞盘：根据动力源的不同可以分为电动绞盘、液压绞盘两大类，其中电动绞盘根据使用场景的不同又可分为越野、军用及消防三类。**电动踏板：**公司的电动踏板产品区别于普通踏板，采用单侧踏板双机构双电机结构，一侧踏板由两个伸缩机构驱动，每个伸缩机构由一个蜗轮减速电机驱动。**车载空压机：**车载空压机利用大气压的原理实现汽车轮胎等的快速充气。车载空压机抽气时，连通器的阀门被大气的气压冲开，气体进入气筒；打气时，阀门被气筒内的气压关闭，气体进入轮胎。**尾门合页：**主要适用于吉普牧马人车型。**其他越野改装件及附件：**公司致力于为汽车越野改装提供专业的系统解决方案，目前已开发出适用于多种越野车型的越野系列改装件及附件，主要为拖车带等产品。

2. 预计 2024 年营收 yoy+12%，募投项目预计 2025 年下半年实现试生产

公司产品从以国外后装市场销售为主，逐步向国内前装市场拓展，已形成了“后装市场+前装市场”双轮驱动的销售模式。后装市场客户以境外品牌商、终端改装门店等为主，前装市场客户以境内汽车主机厂以及特种车辆改装厂为主。得益于国内市场的恢复和适配公司产品的新车型推出，2024H1 实现境内营业收入 3768 万元（yoy+45.65%）。2024H1 公司的毛利率为 42.38%，同比增长 3.08pcts，主要是新品贡献以及技术更新迭代带来的成本节约。

图表 4：公司形成了“后装市场+前装市场”双轮驱动的销售模式

维度	市场	市场竞争情况	公司市场份额
境内	前装	属于起步发展阶段，竞争对手较少	在已上市销售且可批量选装绞盘的相关车型中，基本占据全部市场份额
	后装	绞盘等越野改装件受限于汽车改装政策，市场规模还较小，局限于改装爱好者，市场处于萌芽阶段；其他改装件及附件零售市场发展较为稳定	处于境内前列水平
境外	后装	完全成熟市场，市场竞争较为充分	产品具有一定的市场竞争力，份额较小

资料来源：天铭科技招股书、华源证券研究所

公司为汽车后装市场提供种类丰富的改装件产品，并通过不断深入参与汽车前装市场客户的同步研发，率先开拓了国内汽车前装市场，与长城汽车、东风汽车等诸多优质客户建立了长期的良好合作关系，汽车前装市场已成为公司重要的盈利增长点及收入来源。公司 2020-2023 年间前五大客户合计销售收入占比均位于 70%左右，客户相对集中。

图表 5：公司 2020-2023 年间前五大客户合计销售收入占比均位于 70%左右

年份	单位名称(客户)	销售金额(万元)	占营业收入比(%)
2023 年报	客户一	7,622.73	33.74
	客户二	3,340.26	14.78
	客户三	1,960.85	8.68
	客户四	1,362.27	6.03
	客户五	1,005.19	4.45
	合计	15,291.29	67.68
2022 年报	客户一	4,504.95	27.25
	客户二	2,232.93	13.51
	客户三	1,689.94	10.22
	客户四	1,247.87	7.55
	客户五	488.81	2.96
	合计	10,164.50	61.49
2021 年报	TAP	4,969.59	26.18
	长城汽车	4,963.56	26.15
	东风汽车	2,571.91	13.55
	WINCH ENGINEERING, LTD	429.09	2.26
	青岛天铭公司	359.36	1.89
	合计	13,293.50	70.03
2020 年报	TAP	6,455.83	37.84
	东风汽车	3,798.87	22.27
	长城汽车	2,387.76	14.00
	青岛天铭	341.41	2.00
	PIONEER ENGINEERING INTERNATIONAL CO., LTD	279.13	1.64
	合计	13,263.00	77.75

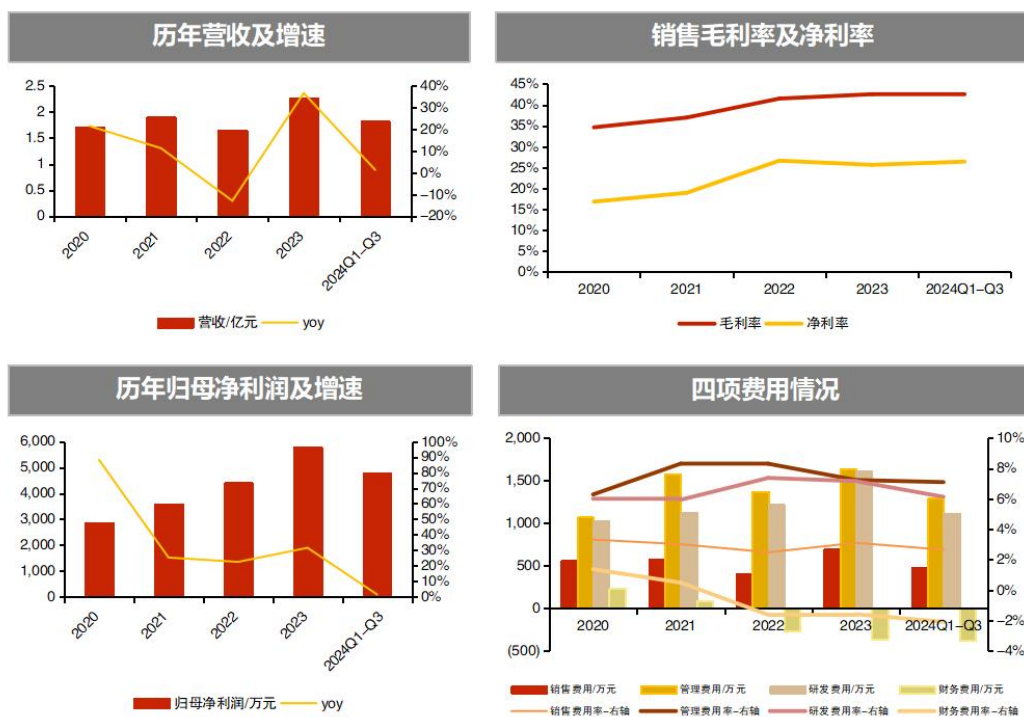
资料来源：Wind、华源证券研究所

规模方面：2020~2021 年公司总营收分别达 1.71 亿元（yoy+21.50%）和 1.90 亿元（yoy+11.28%），2022 年有所下滑，2023 年上升至 2.26 亿元（yoy+36.69%），2024 年前三季度已实现营收 1.82 亿元。公司归母净利润从 2020 年的 2869 万元增至 2023 年的 5791 万元，年复合增长率为 26.38%，2024 年前三季度归母净利润为 4801 万元。

盈利能力：2020~2022 年毛利率和净利率持续上涨，2023 年至 2024 年前三季度基本保持稳定。期间费用率从 2021 年的 17.76%降低至 2023 年的 15.92%，2024 年前三季度为 13.80%。

2024 年业绩快报：公司预计 2024 年度实现营业收入 2.53 亿元（yoy+12.10%）、归母净利润 6,286.59 万元（yoy+8.55%）、扣非归母净利润 5,962.26 万元（yoy+16.84%），基本每股收益预计 0.60 元（yoy+8.55%）。公司营业收入及归母净利润实现双增长，主要得益于国内市场需求回暖，核心业务收入增长稳健。

图表 6：公司预计 2024 年度实现营业收入 2.53 亿元（yoy+12.10%）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2025 年看点：（1）截至 2024 年上半年末，公司上市募投的“高端越野改装部件生产项目”和“研发中心建设项目”投入进度分别为 70.98%和 61.86%，目前正处于内部建造阶段，预计 2025 年下半年会完成设备调试以及试生产，届时空压机、液压千斤顶等新产品产能有望逐步得到释放。（2）在新能源汽车领域，高压绞盘的电压要求不同于传统汽油车，公司已自主研发出适配新能源汽车的高压绞盘，以增加功率降低噪音和采用高压永磁同步技术，与控制器配合实现绞盘智能化以及车机交换。（3）近期，公司又取得了传动装置和一种车用踏板设备和车辆的专利认证，并开发了防撞电动踏板、踏板杠、新型减震器等一系列新品，有望为产能释放提供支撑。

3. 定制汽车吸引力增强，拓宽改装市场千亿赛道

全球汽车改装市场的主要驱动因素是定制汽车以改善其视野、性能和声音的吸引力日益增强。同时，由于新技术的进步，更高性能的汽车改装产品不断推陈出新。除此之外，赛车运动和赛车文化的普及正在推动全球汽车改装市场的增长，这种趋势在美国、欧洲和日本等以赛车文化闻名的国家中尤为明显。根据 WGR (WISE GUY REPORTS)数据显示，2023 年全球汽车改装市场规模约为 748 亿美元，预计 2032 年或将增长至 1526 亿美元，2019-2032 年 CAGR 约 8.25%。

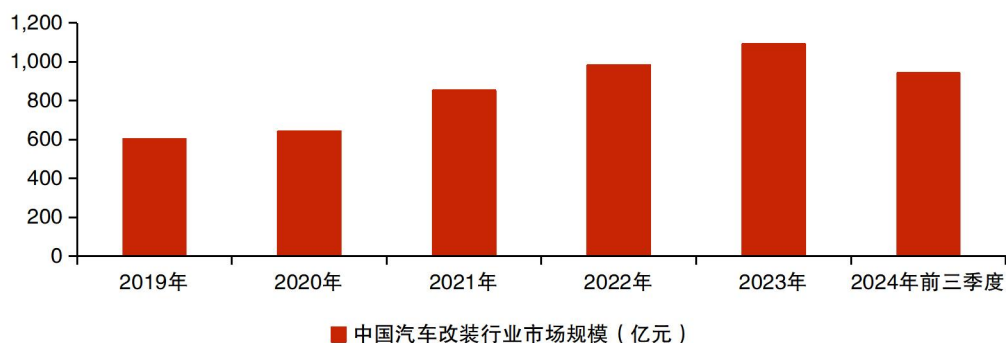
图表 7：2023 年全球汽车改装市场规模约为 748 亿美元



资料来源：WGR、华源证券研究所

尽管中国汽车改装行业尚处起步阶段，存在规范不统一、门店技术水准参差不齐等问题，但近年来发展蓬勃，吸引众多知名改装品牌与大型整车制造商加入。自 2019 年 9 月《机动车查验工作规程》拓宽改装领域后，厂商积极革新。随着汽车“新四化”推进，消费者对汽车性能、舒适度等需求提升，改装需求也相应增加，定制化等成市场主导趋势。在个性化需求推动下，未来我国汽车个性定制改装市场潜力较大。根据智研瞻产业研究院数据，2023 年我国汽车改装行业市场规模达 1090.70 亿元。

图表 8：2023 年我国汽车改装行业市场规模达 1090.70 亿元



资料来源：智研瞻产业研究院、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合公司 2024 年业绩快报以及对于未来公司募投项目达产后新品的放量预期,我们假设如下:

(1)越野主产品: 预计收入较快增长,假设 2024–2026 年营业收入同比 11%/24%/25%,测算得出 2024–2026 年营业收入分别为 2.19/2.72/3.40 亿元;

(2)其他辅件: 预计收入较快增长,假设 2024–2026 年营业收入同比 19.75%/23%/22%,测算得出 2024–2026 年营业收入分别为 0.34/0.42/0.51 亿元。

图表 9: 天铭科技分业务创收预测关键假设

	2024E	2025E	2026E
越野主产品 (百万元)	219.35	271.99	339.99
同比	11.00%	24.00%	25.00%
其他辅件 (百万元)	33.94	41.75	50.94
同比	19.75%	23.00%	22.00%

资料来源: 公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 0.63、0.80 和 1.01 亿元,对应 PE 为 27.8、21.8、17.3 倍,首次覆盖,给予“增持”评级。

图表 10: 天铭科技可比公司估值表 (截至 20250328)

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国汽研	601965.SH	18.89	189.52	0.91	1.13	1.33	20.8	16.7	14.2
拓普集团	601689.SH	59.03	1,025.84	1.72	2.19	2.7	34.3	27.0	21.9
均值				1.32	1.66	2.02	27.5	21.8	18.0
天铭科技	836270.BJ	16.70	17.47	0.60	0.77	0.96	27.8	21.8	17.3

资料来源: Wind、华源证券研究所 注: 可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期; 天铭科技盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

客户集中度较高的风险：客户集中度较高，如果主要客户或大客户未来生产经营发生重大不利变化，导致对公司产品需求下降减少采购订单或指定其他供应商，可能对公司的业务发展和业绩表现产生较大的不利影响。

外汇汇率波动风险：公司的出口销售业务占比较高，美元汇率波动将直接影响公司外销产品价格以及汇兑损益金额，也会影响公司出口产品价格竞争力。若未来美元汇率发生大幅波动，可能对公司经营业绩带来较大不利影响。

知识产权保护的风险：越野汽车改装件企业的关键核心竞争力在于核心专利技术，较高的品牌知名度和影响力，先进的制造工艺和设备，完善高效的供应链系统，以及面向市场需求的新产品的研发创新能力等。但是由于行业内技术种类和数量繁多，若公司对侵犯知识产权的行为未能及时发现并采取有效的法律措施，可能会对公司的知识产权和品牌形象产生负面影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	143	161	207	242
应收票据及账款	50	66	77	90
预付账款	1	1	1	1
其他应收款	2	3	3	4
存货	61	64	74	85
其他流动资产	92	88	82	100
流动资产总计	349	382	444	523
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	17	31	45	59
在建工程	85	72	59	45
无形资产	25	24	24	24
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	1	1	2	4
非流动资产合计	129	129	130	132
资产总计	478	511	574	655
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	50	46	57	71
其他流动负债	19	19	23	29
流动负债合计	69	65	81	100
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债合计	71	68	83	103
股本	87	105	105	105
资本公积	162	144	145	147
留存收益	158	195	241	300
归属母公司权益	407	443	491	552
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	407	443	491	552
负债和股东权益合计	478	511	574	655

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	58	58	72	94
折旧与摊销	3	5	6	7
财务费用	-4	-1	-1	-1
投资损失	-2	-3	-4	-4
营运资金变动	31	-22	-9	-9
其他经营现金流	2	5	8	8
经营性现金净流量	89	42	74	95
投资性现金净流量	-121	1	5	-19
筹资性现金净流量	-22	-26	-33	-41
现金流量净额	-52	18	46	35

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	226	253	314	391
营业成本	130	145	179	222
税金及附加	3	3	3	4
销售费用	7	7	8	8
管理费用	16	17	21	25
研发费用	16	16	20	25
财务费用	-4	-1	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2	3	4	4
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	5	3	4	3
营业利润	65	72	90	115
营业外收入	2	0	2	1
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	66	72	91	115
所得税	8	9	11	14
净利润	58	63	80	101
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	58	63	80	101
EPS(元)	0.55	0.60	0.77	0.96

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	36.69%	12.10%	23.87%	24.60%
营业利润增长率	41.75%	10.90%	25.54%	27.10%
归母净利润增长率	31.55%	8.55%	27.49%	25.94%
经营现金流增长率	227.27%	-52.30%	74.97%	28.51%
盈利能力				
毛利率	42.54%	42.77%	42.95%	43.22%
净利率	25.63%	24.82%	25.55%	25.82%
ROE	14.24%	14.18%	16.32%	18.28%
ROA	12.11%	12.30%	13.96%	15.41%
估值倍数				
P/E	30.17	27.79	21.80	17.31
P/S	7.73	6.90	5.57	4.47
P/B	4.30	3.94	3.56	3.16
股息率	2.50%	1.50%	1.91%	2.40%
EV/EBITDA	18	20	15	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。