

翔楼新材（301160）

证券研究报告
2025 年 06 月 02 日

精冲材料迈向高端化，开辟机器人第二增长极

基本情况：深耕精冲特钢材料二十年，切入人形机器人领域

公司主要从事定制化精密冲压特殊钢材料的研发、生产和销售，产品主要用于各类汽车精冲零部件，应用范围覆盖汽车发动机系统、变速器与离合器系统、座椅系统、内饰系统等结构件及功能件。**2024 年，公司开拓机器人领域的新业务，将精冲材料创新地应用于谐波减速器、行星减速器等机器人零部件中。**

主业：下游汽车市场需求旺盛，公司进军高端精冲材料国产替代

行业端，随着我国汽车制造行业发展，叠加单车精冲材料用量向发达国家靠拢，中国精密冲压特钢市场前景广阔，目前需求量约为 100 万吨/年。同时，我国高端精冲材料仍有部分高度依赖进口，具备国产替代机会。

公司端，翔楼多年来坚持自主研发，在核心工艺环节精密冷轧和热处理领域掌握了多项核心技术。目前，公司精冲材料在性能上已经接近国际巨头威尔斯，并且汽车领域的产品价格能比外资竞争对手低 30%-50%。同时，安徽新厂的建设预计能在公司原有 18 万吨产能的基础上扩张 15 万吨新产能，并且开拓高端轴承、机器人等高附加值市场。

机器人：谐波柔轮精冲材料供应商，助力产业降本增效

翔楼将精密冲压工艺创新性地应用至谐波减速器柔轮材料领域，开辟公司的第二成长曲线。一方面，精密冲压工艺有助于人形机器人生产流程的降本增效。另一方面，相比起传统的棒材加工，精密冲压工艺能优化材料的疲劳性能，提高机器人的工作寿命。

投资建议

我们预计公司 25-27 年分别实现收入 17.8、20.9、24.6 亿元，YOY+20%、17%、18%，实现归母净利润 2.5、3.0、3.7 亿元，YOY+18%、22%、23%。

根据公司现有业务和新拓展业务情况，我们选取了斯菱股份、隆盛科技、科达利作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 25 年平均估值水平在 41X，给予公司 25 年 35XPE，目标价 105.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：汽车需求不及预期、原材料价格波动超预期、人形机器人发展不及预期、股价波动较大风险、产能扩张进度不及预期风险；

投资评级

行业	钢铁/特钢 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	82.11 元
目标价格	105.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	81.05
流通 A 股股本(百万股)	44.38
A 股总市值(百万元)	6,655.29
流通 A 股市值(百万元)	3,643.85
每股净资产(元)	21.17
资产负债率(%)	15.86
一年内最高/最低(元)	119.90/31.12

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,353.48	1,485.34	1,782.41	2,085.42	2,460.80
增长率(%)	11.69	9.74	20.00	17.00	18.00
EBITDA(百万元)	290.58	311.89	309.24	377.06	456.59
归属母公司净利润(百万元)	200.72	206.94	245.13	299.15	368.72
增长率(%)	42.20	3.10	18.45	22.04	23.26
EPS(元/股)	2.48	2.55	3.02	3.69	4.55
市盈率(P/E)	33.16	32.16	27.15	22.25	18.05
市净率(P/B)	4.25	4.03	3.37	2.94	2.55
市销率(P/S)	4.92	4.48	3.73	3.19	2.70
EV/EBITDA	9.80	14.00	19.44	16.68	12.48

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司基本情况	3
1.1. 深耕精冲特钢材料二十年，国产替代势头良好	3
1.2. 公司股权结构稳定，利好长期发展	3
1.3. 受益于精冲业务发展，公司业绩稳健增长	4
2. 主业：国内精冲材料龙头，进军高端产品国产替代	5
2.1. 汽车领域精冲材料需求旺盛，国产替代大势所趋	5
2.2. 自主研发推动精冲业务高端化，安徽新厂支撑产能扩张	7
3. 机器人：谐波柔轮精冲材料供应商，助力产业降本增效	8
4. 投资建议	9
4.1. 盈利预测	9
4.2. 估值	10
5. 风险提示	10

图表目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：公司的股权结构&主要子公司（截止到 2025Q1 季报）	4
图 3：2020-2025Q1 年公司营业收入及增速（亿元、%）	4
图 4：2020-2025Q1 年公司归母净利及增速（亿元、%）	4
图 5：公司 2022-2024 年收入构成（亿元）	5
图 6：精密冲压特殊钢产业链	6
图 7：公司自主研发的核心技术	7
图 8：翔楼新材与威尔斯的精冲材料性能对比	7
图 9：国内主要精冲材料公司产能梳理（万吨）	8
图 10：谐波减速器的构成	8
图 11：特殊的受力情况使柔轮成为最容易疲劳失效的零件	9
图 12：盈利预测	10
图 13：可比公司估值（截止到 5.30 日）	10
表 1：汽车行业精冲特殊钢需求量	6
表 2：国内精冲特殊钢进口依赖情况	6

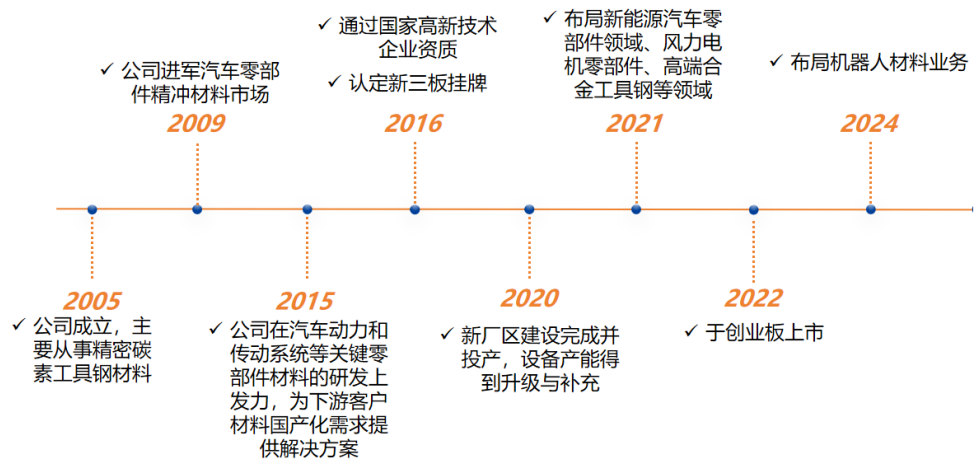
1. 公司基本情况

1.1. 深耕精冲特钢材料二十年，国产替代势头良好

翔楼新材于 2005 年成立，并于 2022 年在创业板上市。公司主要从事定制化精密冲压特殊钢材料的研发、生产和销售，产品主要用于各类汽车精冲零部件，应用范围覆盖汽车发动机系统、变速器与离合器系统、座椅系统、内饰系统等结构件及功能件，此外部分产品亦用于精密刀具、电气零部件等领域。

翔楼于 2024 年开拓机器人领域的新业务，将公司的材料产品应用于谐波减速器、行星减速器等机器人零部件中。

图 1：公司发展历程

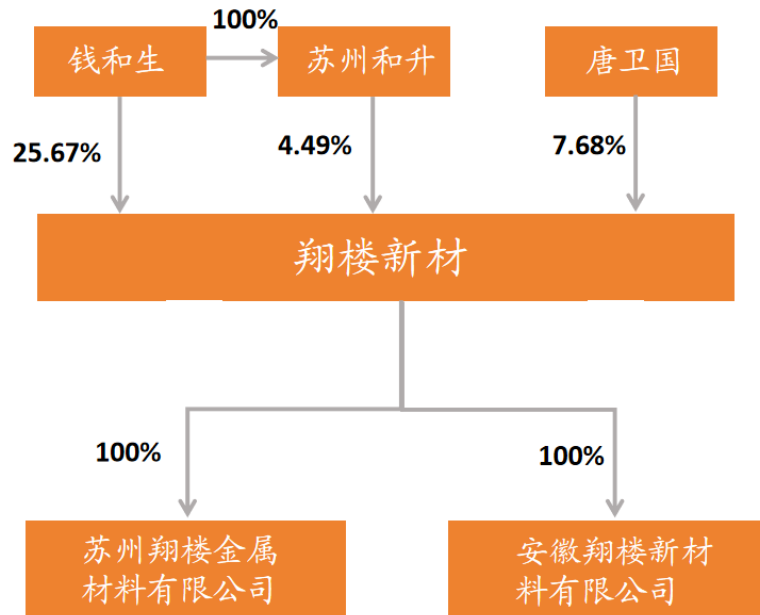


资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，利好长期发展

截至 2025Q1 末，公司董事长钱和生通过直、间接持有股权总共 30.16%，为公司实际控制人。翔楼新材下设两个全资子公司，业务分工明确。其中，翔楼金属位于苏州，负责新型金属材料研发与新材料技术领域的技术咨询；安徽翔楼负责研发、生产、销售精密冲压新材料。

图 2：公司的股权结构&主要子公司（截止到 2025Q1 季报）



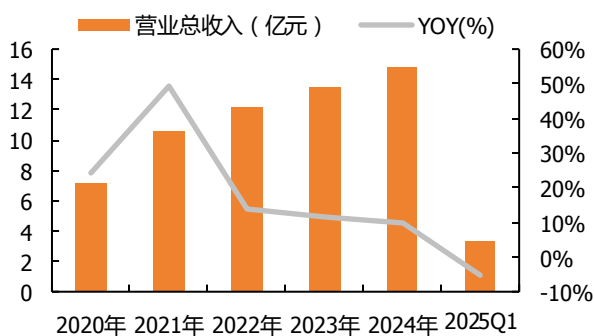
资料来源：公司财报、天风证券研究所

1.3. 受益于精冲业务发展，公司业绩稳健增长

公司业绩持续向好，2020-2024 年营收与盈利双增长。

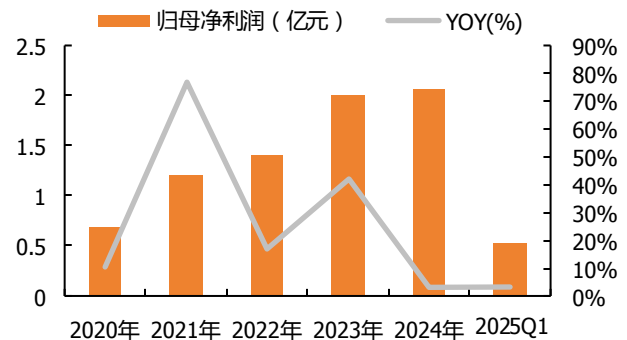
- ✓ **收入端：**2024 年公司全年营业收入实现 14.85 亿元，同比增长 9.74%。过去五年公司营收整体趋势向上，2020-2024 年复合增长率高达 20.17%。
- ✓ **利润端：**2024 年公司全年归母净利润实现 2.07 亿元，同比增长 3.10%。过去五年公司归母净利润整体趋势向上，2020-2024 年复合增长率高达 32.09%。

图 3：2020-2025Q1 年公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2020-2025Q1 年公司归母净利润及增速（亿元、%）



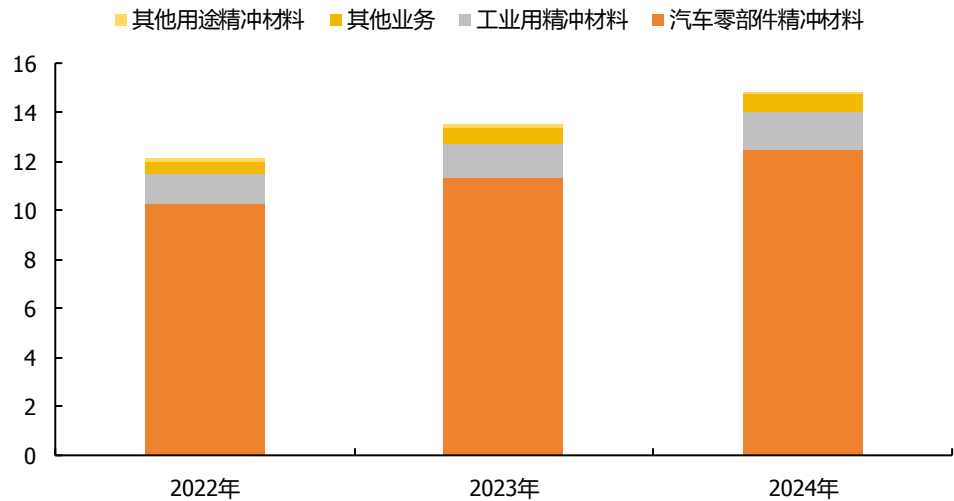
资料来源：Wind、天风证券研究所

公司的传统主营业务为精密冲压特殊钢材料，收入可拆分为汽车零部件精冲材料、工业用精冲材料、其他用途精冲材料、其他业务收入，具体如下：

- ✓ **汽车零部件精冲材料：**公司营收占比最大的业务，应用范围涵盖汽车安全系统、座椅系统、内饰系统及动力系统等结构件及功能件，2022-2024 年营收分别为 10.26/11.33/12.47 亿元。
- ✓ **工业用精冲材料：**2022-2024 年营收分别为 1.18/1.33/1.51 亿元。

- ✓ **其他用途精冲材料：**2022-2024 年营收分别为 0.14/0.16/0.13 亿元。
- ✓ **其他业务：**2022-2024 年营收分别为 0.54/0.71/0.73 亿元。

图 5：公司 2022-2024 年收入构成（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

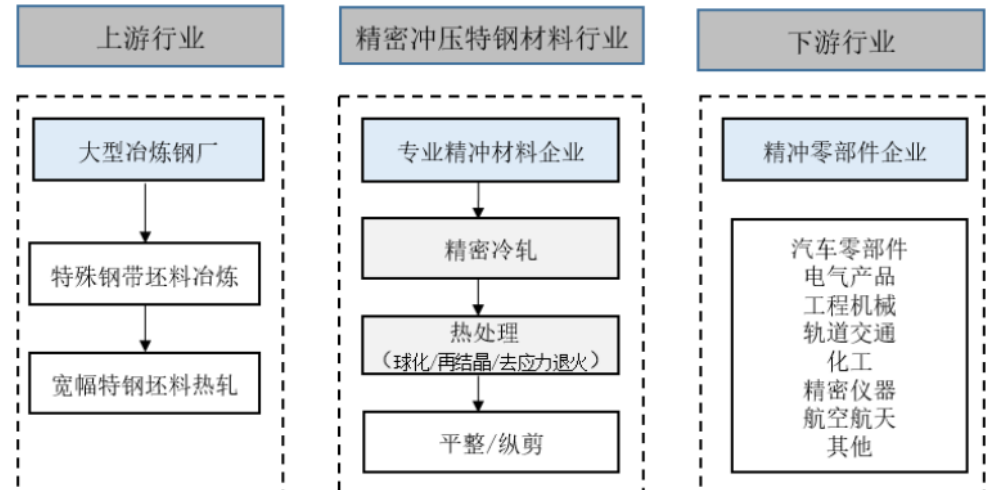
2. 主业：国内精冲材料龙头，进军高端产品国产替代

2.1. 汽车领域精冲材料需求旺盛，国产替代大势所趋

公司的主要业务为精密冲压特殊钢，专注汽车、工业领域精冲材料的生产。精密冲压材料指的是经过精密冷轧及热处理，用于零部件精冲的特殊钢材料，对材料的化学成分、力学性能、微观组织、尺寸精度和表面质量等有特殊要求。与传统锻造、铸造及机加工工艺相比，精密冲压通过一次成形就可以得到尺寸精度高、断面质量好的机械零部件，具备生产效率、成本低、能耗少的显著优势。

- ✓ **上游供应：**精冲材料的原材料为热轧宽幅钢胚料，上游特殊钢冶炼及热轧环节的参与者主要为大型炼钢企业，包括宝钢股份、首钢股份、新余钢铁、南钢股份等。
- ✓ **下游应用：**精密冲压特殊钢材料的下游应用主要为零部件精冲加工，其应用行业广泛，在汽车零部件、电气产品、仪器仪表、轨道交通、航空航天、工程机械、化工、刀具等行业均有所应用。

图 6：精密冲压特殊钢产业链



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

受益于“国产市场扩容+单车用量增长”，中国精冲特殊钢市场前景广阔。精冲材料的主要应用为汽车领域，占比达到 75%以上（2019 年），公司主业有望受益于国内汽车产业的增长。下游客户精冲材料单车用量约为 12-15kg，而发达国家则约为 20-22kg。未来随着精冲技术的不断成熟与发展，我国单车精冲钢用量有望接近发达国家水平。目前，全球市场大约有 300 万吨的需求，市场空间约在 240 亿元以上。

表 1：汽车行业精冲特殊钢需求量

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
全球轻型车销量（万辆）	8480	9054	9400	9700
精冲零部件单车使用量（kg）	15-20	15-20	15-20	15-20
全球轻型车精冲零部件使用量（万吨）	127-170	136-181	141-188	146-194
材料利用率	60%	60%	60%	60%
汽车行业精冲特殊钢需求量（万吨）	212-283	226-302	235-313	243-323

资料来源：招股说明书、MARKLINES、天风证券研究所

我国精冲特殊钢行业具备广阔的国产替代空间。我国目前部分特殊钢产品规模上已经跻身前列，但下游各领域所需的高端特殊钢产品大多依赖进口，例如船舶海工用特钢进口依赖度达到 60%、航空航天高温合金进口依赖度达到 50%。在汽车制造等涉及精冲特殊钢的领域，国外企业在部分高尺寸精度、高性能稳定性要求的产品仍占据优势地位。因此，我国目前仍有部分材料高度依赖进口，具备国产替代机会。

表 2：国内精冲特殊钢进口依赖情况

应用领域	主要牌号	进口依赖情况
汽车座椅高强滑轨用钢	HC800LA	该材料强化元素的弥散析出控制技术难度较大，且其加工硬化效果对材料热处理设备及技术要求高，目前国内尚未实现稳定量产，主要向韩国、德国等精冲特殊钢企业进口。
	HC900LA	
	HC1000LA	
	HC1100LA	
变速箱用特殊表面纹路用钢	DC04C390	该材料要求表面具有特殊纹路，以用于覆膜或储存润滑油，对轧制控制技术要求较高，目前主要依赖德国、日本等进口。
	DC04C590	

离合器同步齿环	20MnCrS5	20MnCrS5 材料由于含有较高的 S 元素，在冶炼过程中易形成 MnS 夹杂，容易导致同步器齿环洗齿过程中出现崩齿现象；27MnCrB5 等含 B 钢在冶炼及热轧过程容易形成带状组织，影响材料性能。因此，离合器同步齿环材料工艺技术难度高，目前国内以进口为主
	27MnCrB5	
发动机正时链条	SAE1055	正时链条作为发动机传动部件，在工作过程中需承受较大载荷，其表面若存在脱碳层，将导致表面淬透性降低、硬度下降，使零件疲劳性能、耐磨性能均大幅下降。国内企业受设备、工艺等限制，目前尚未能完全消除表面脱碳，因此该类高端材料依赖进口。
高端工具	排锯用 X32	对于高端刀锯用精冲特殊钢，要求材料具有高硬度以及优良的韧性，因此对材料晶粒度、碳化物等要求较高，目前国内受技术水平限制，无法消除材料偏析、带状物等缺陷，热轧环节受设备限制无法实现低温卷曲，冷轧、热处理环节受限于原料稳定性，无法完全解决断带、厚度波动等问题，因此以进口为主。
	油锯刀头用	
	68CrNiMo	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.2. 自主研发推动精冲业务高端化，安徽新厂支撑产能扩张

公司坚持技术自主研发，在精密冲压领域具备显著的工艺优势。精密冲压特殊钢行业实现产品性能与质量的关键在于生产工艺，核心生产环节为精密冷轧与热处理。对产品生产工艺和技术参数的精准把握，是公司在精密冲压特殊钢领域多年来不断研发投入以及长时间、大批量、系统性试验经验积累的成果，是公司核心技术的门槛。公司通过自主研发与工艺积累，在核心工艺环节精密冷轧和热处理领域掌握了多项核心技术，是向产业高端领域进军的基础。目前，公司在屈服强度、抗拉强度、硬度等性能接近全球最大的精冲材料企业威尔斯，同时在汽车领域，公司的产品价格能比外资竞争对手低 30%-50%。

图 7：公司自主研发的核心技术

工艺环节	核心技术	技术来源	应用情况
精密冷轧	高精度特殊钢轧制控制技术	自主研发及集成创新	批量生产
	特殊钢表面形貌控制技术	自主研发	批量生产
	厚规格高碳钢断带控制技术	自主研发	批量生产
	晶间氧化物控制技术	自主研发	批量生产
热处理	表面脱碳层控制技术	自主研发	批量生产
	显微组织柔性控制技术	自主研发	批量生产
	非相变强化超高强钢生产技术	自主研发	批量生产
	球化退火均匀性控制技术	自主研发	批量生产

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

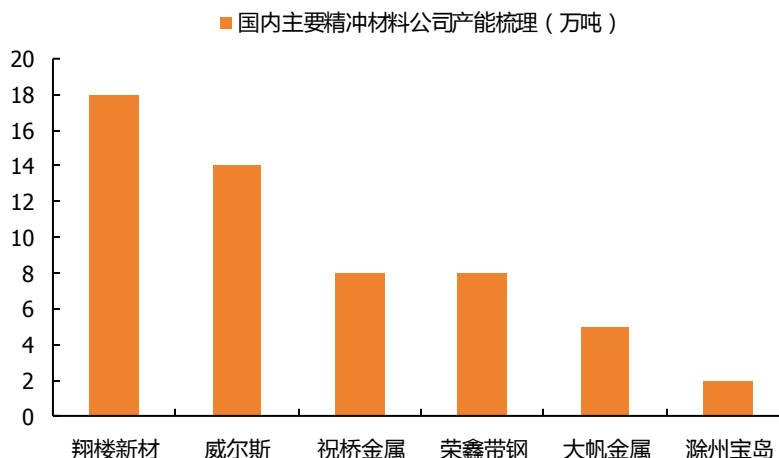
图 8：翔楼新材与威尔斯的精冲材料性能对比

项目	牌号	威尔斯集团			翔楼新材		
		屈服强度 (MPa)	抗拉强度 (MPa)	硬度 (HV)	屈服强度 (MPa)	抗拉强度 (MPa)	硬度 (HV)
球化退火	16MnCr5	325	500	155	265-335	450-505	128-164
	42CrMo4	360	550	171	340-410	510-615	152-201
	51CrV4	380	580	180	355-390	575-630	170-208
	C45E	335	510	158	295-370	465-535	157-166
球化退火-极软化	16MnCr5	265	440	136	225-325	400-450	135-138
	42CrMo4	315	520	161	265-365	520-525	152-201
	51CrV4	330	550	171	325-390	535-570	158-173
	C45E	290	480	149	285-355	480-515	148-151

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司产能领先行业，安徽新厂支撑业绩持续增长。在产能方面，24 年公司产能为 18 万吨，安徽新厂规划 15 吨万产能，25 年预计产能释放 4 万吨，规模属于国内第一梯队，同时保持极高的产能利用率，国内市场占有率位列第一。在产品方面，安徽新厂倾向于工艺复杂、技术含量高的轴承等高端制造领域，在汽车市场基础上开拓高端轴承、机器人等其他下游市场，进一步优化公司产品结构，从源头保障公司业绩高速增长。

图 9：国内主要精冲材料公司产能梳理（万吨）



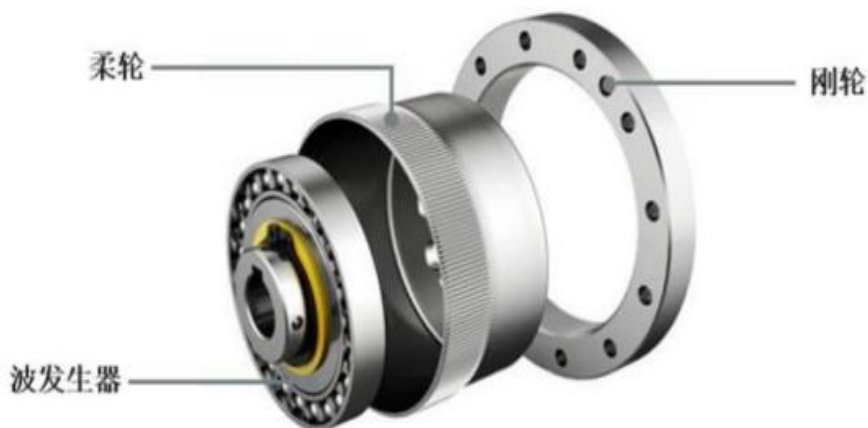
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司与下游头部客户积极开展深度合作。凭借优质的产品质量、技术实力与产能规模等优势，公司积累了广泛的市场资源，形成了自己一定的品牌优势。目前公司已与慕贝尔、麦格纳、佛吉亚、法雷奥、普思信、法因图尔、新坐标等多家国内外知名汽车零部件供应商建立了长期稳定合作关系，相关产品广泛用于宝马、奥迪、捷豹路虎、大众、丰田等车型，有利于公司保持长期盈利能力。

3. 机器人：谐波柔轮精冲材料供应商，助力产业降本增效

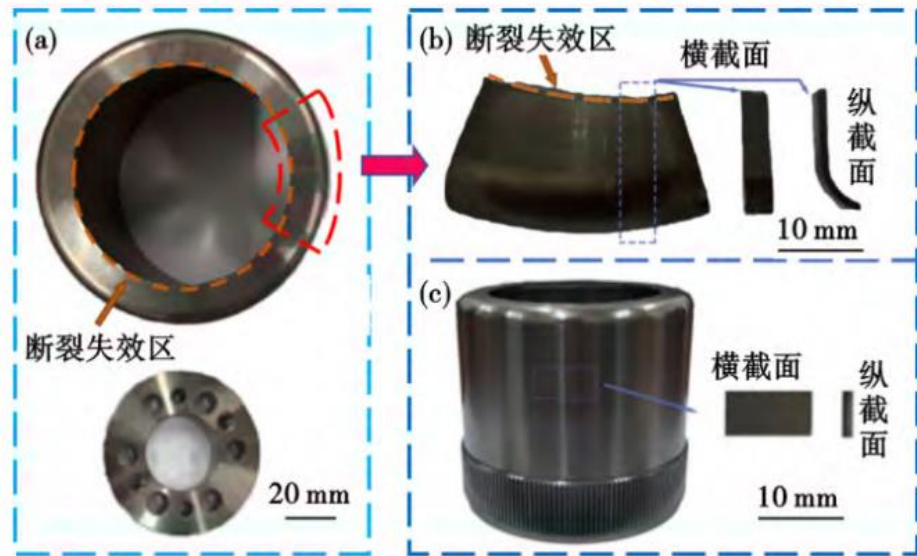
谐波减速器是机器人的“关节”，主要由波发生器、柔轮和刚轮三个基本构件组成。其中，柔轮由柔性金属制成，特殊的受力情况使其成为最容易发生疲劳失效的零件，根据《谐波减速器服役过程中柔轮断裂失效原因分析与工艺改进》，由疲劳断裂导致的柔轮失效占总失效形式的 60% 以上，是谐波减速器失效的主要形式。因此，柔轮的质量是谐波减速器疲劳寿命的关键因素，对人形机器人的工作寿命有重要影响。

图 10：谐波减速器的构成



资料来源：绿的谐波招股说明书、天风证券研究所

图 11：特殊的受力情况使柔轮成为最容易疲劳失效的零件



资料来源：《谐波减速器服役过程中柔轮断裂失效原因分析与工艺改进》（穆晓彪等）、天风证券研究所

翔楼将精密冲压工艺创新性地应用至谐波减速器柔轮材料领域，延续在汽车领域的技术优势。一方面，精密冲压工艺有助于人形机器人生产流程的降本增效，新材料的应用显著降低了成本，同时满足机器人批量生产对高效率的需求，支持传统工艺难以做到的大规模量产。另一方面，传统上谐波减速器柔轮采用棒材加工的形式，这样生产出来的柔轮疲劳性能无法满足机器人客户需求。而精密冲压工艺能在降本增效的基础上进一步优化了疲劳性能，提高机器人的工作寿命。

人形机器人领域有望为公司精冲业务开辟第二成长曲线。除了谐波减速器，公司正在探索将先进材料+精密冲压成型的方式，应用在行星减速器齿轮、RV 减速器摆线轮及力传感器弹性体等卡脖子材料上，以大幅降低减速器等机器人关键零部件成本。目前，公司已成立机器人材料研究院，未来目标是从单一零部件逐步拓展至所有零部件，发展路径与汽车行业类似，开辟公司的第二成长曲线。

4. 投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计公司 25-27 年分别实现收入 17.8、20.9、24.6 亿元，YOY+20%、17%、18%，实现归母净利润 2.5、3.0、3.7 亿元，YOY+18%、22%、23%。核心假设如下：

- ✓ **收入端：**考虑不同产品情况，随着国内汽车市场的发展与安徽新厂 15 万吨规划产能的释放，预计公司精冲材料业务（汽车、工业、其他）年增速在 15%以上。
- ✓ **利润端：**预计随着公司精冲材料业务向高端领域进军，利润率能逐渐提高。
- ✓ **期间费用：**预计公司的期间费用率保持不变。

图 12：盈利预测

项目	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	13.5	14.9	17.8	20.9	24.6
YOY		10%	20%	17%	18%
汽车零部件精冲材料	11.3	12.5	15.0	17.6	20.7
工业用精冲材料	1.3	1.5	1.8	2.0	2.5
其他业务	0.7	0.7	0.8	1.1	1.2
其他用途精冲材料	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
毛利率（%）	25%	26%	27%	28%	29%
汽车零部件精冲材料	24%	25%	26%	27%	28%
工业用精冲材料	19%	21%	22%	23%	23%
其他业务	59%	56%	56%	56%	56%
其他用途精冲材料	16%	16%	16%	17%	17%
期间费用率（%）	10%	10%	10%	10%	10%
期间费用	1.29	1.51	1.78	2.09	2.46
归母净利润（亿元）	2.01	2.07	2.45	2.99	3.69
YOY		3%	18%	22%	23%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 估值

根据公司现有业务和新拓展业务情况，我们选取了斯菱股份、隆盛科技、科达利作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 25 年平均估值水平在 42X，给予公司 25 年 35XPE，目标价 105.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 13：可比公司估值（截止到 5.30 日）

公司	2025E	2026E
斯菱股份	79.3	65.8
隆盛科技	29.5	22.5
科达利	16.5	13.6
平均 PE	41.8	40.0

资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 风险提示

汽车需求不及预期：汽车零部件是公司的主要业务，若下游汽车市场需求不及预期，将影响公司的收入。

原材料价格波动超预期：公司主营产品利润率受原材料价格影响，若原材料价格波动较大将影响公司的利润率。

人形机器人发展不及预期：公司新建产能有涉及人形机器人，若人形机器人产业未来发展不及预期，将影响公司。

股价波动较大风险：公司有布局产品到人形机器人行业，该行业变化多，可能会出现较大波动。

产能扩张进度不及预期风险：根据公司年报披露，公司安徽产能预计在 2025 年开始投产，存在达产不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	297.89	131.92	637.49	363.83	979.52
应收票据及应收账款	429.83	451.76	440.84	715.80	655.67
预付账款	104.15	129.41	82.98	202.84	142.17
存货	310.21	348.78	337.50	542.44	487.16
其他	276.40	173.63	168.75	156.29	185.15
流动资产合计	1,418.48	1,235.50	1,667.57	1,981.20	2,449.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	186.56	165.77	122.04	75.94	31.51
在建工程	114.31	435.52	440.52	450.52	470.52
无形资产	66.27	64.58	75.72	90.51	96.99
其他	112.68	75.07	84.01	89.98	82.74
非流动资产合计	479.83	740.93	722.29	706.96	681.76
资产总计	1,898.31	1,976.43	2,389.86	2,688.16	3,131.44
短期借款	75.06	104.08	109.08	119.08	134.08
应付票据及应付账款	157.59	114.74	209.92	202.54	273.58
其他	70.52	39.42	45.09	52.18	54.85
流动负债合计	303.17	258.24	364.09	373.80	462.51
长期借款	0.00	32.96	32.96	32.96	32.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.48	26.46	15.25	17.86	21.26
非流动负债合计	25.48	59.42	48.21	50.82	54.22
负债合计	331.42	323.02	412.30	424.62	516.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	79.18	81.05	81.05	81.05	81.05
资本公积	873.79	948.03	948.03	948.03	948.03
留存收益	613.91	742.85	987.98	1,287.13	1,655.86
其他	0.00	(118.52)	(39.51)	(52.67)	(70.23)
股东权益合计	1,566.88	1,653.41	1,977.55	2,263.54	2,614.71
负债和股东权益总计	1,898.31	1,976.43	2,389.86	2,688.16	3,131.44

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	200.72	206.94	245.13	299.15	368.72
折旧摊销	24.35	23.97	21.99	24.03	24.50
财务费用	3.23	2.54	2.00	3.00	4.00
投资损失	(5.42)	(2.35)	(5.00)	(6.00)	(7.00)
营运资金变动	(112.09)	(130.87)	143.83	(592.21)	230.26
其它	56.18	9.23	0.12	0.15	0.17
经营活动现金流	166.98	109.46	408.08	(271.87)	620.66
资本支出	128.47	321.62	5.62	0.12	3.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(331.75)	(481.09)	4.85	3.01	(2.87)
投资活动现金流	(203.28)	(159.47)	10.47	3.13	0.28
债权融资	(75.07)	41.09	8.01	8.25	12.31
股权融资	72.50	(42.41)	79.01	(13.17)	(17.56)
其他	32.88	(114.76)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	30.31	(116.08)	87.02	(4.92)	(5.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5.99)	(166.09)	505.57	(273.66)	615.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,353.48	1,485.34	1,782.41	2,085.42	2,460.80
营业成本	1,010.27	1,102.87	1,318.99	1,532.79	1,796.38
营业税金及附加	7.87	9.44	10.69	12.51	14.76
销售费用	28.05	34.37	35.65	37.54	41.83
管理费用	47.87	53.53	62.38	70.90	81.21
研发费用	50.95	61.25	73.08	85.50	100.89
财务费用	1.97	1.87	2.00	3.00	4.00
资产/信用减值损失	(4.39)	(1.34)	(5.50)	(8.70)	(9.20)
公允价值变动收益	1.11	0.33	0.12	0.15	0.17
投资净收益	5.42	2.35	5.00	6.00	7.00
其他	(13.70)	(15.82)	0.00	0.00	0.00
营业利润	218.07	236.49	279.24	340.63	419.69
营业外收入	12.87	0.73	0.02	0.02	0.02
营业外支出	0.15	1.66	0.70	0.70	0.70
利润总额	230.78	235.55	278.56	339.95	419.01
所得税	30.07	28.61	33.43	40.79	50.28
净利润	200.72	206.94	245.13	299.15	368.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	200.72	206.94	245.13	299.15	368.72
每股收益（元）	2.48	2.55	3.02	3.69	4.55

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	11.69%	9.74%	20.00%	17.00%	18.00%
营业利润	33.95%	8.45%	18.08%	21.98%	23.21%
归属于母公司净利润	42.20%	3.10%	18.45%	22.04%	23.26%
获利能力					
毛利率	25.36%	25.75%	26.00%	26.50%	27.00%
净利率	14.83%	13.93%	13.75%	14.34%	14.98%
ROE	12.81%	12.52%	12.40%	13.22%	14.10%
ROIC	21.83%	19.56%	16.35%	22.68%	19.64%
偿债能力					
资产负债率	17.46%	16.34%	17.25%	15.80%	16.50%
净负债率	-13.01%	0.31%	-24.80%	-9.08%	-30.78%
流动比率	4.64	4.69	4.58	5.30	5.30
速动比率	3.62	3.36	3.65	3.85	4.24
营运能力					
应收账款周转率	3.45	3.37	3.99	3.61	3.59
存货周转率	4.46	4.51	5.19	4.74	4.78
总资产周转率	0.78	0.77	0.82	0.82	0.85
每股指标（元）					
每股收益	2.48	2.55	3.02	3.69	4.55
每股经营现金流	2.06	1.35	5.03	-3.35	7.66
每股净资产	19.33	20.40	24.40	27.93	32.26
估值比率					
市盈率	33.16	32.16	27.15	22.25	18.05
市净率	4.25	4.03	3.37	2.94	2.55
EV/EBITDA	9.80	14.00	19.44	16.68	12.48
EV/EBIT	10.69	15.16	20.93	17.82	13.19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com