

## 华懋科技 (603306.SH)

## 夯实汽车安全业务，全面切入算力制造领域

公司一方面夯实汽车零部件业务领域竞争力，全面拥抱全球化；另一方面，积极融入国家战略布局及新发展格局，围绕“新质生产力”，聚焦“高质量发展”，通过内生及外延的形式，积极寻求新的产业机会，战略入股富创优越，切入半导体及算力制造领域。

## □ 夯实汽车被动安全业务，全面拥抱海外市场

公司汽车被动安全产品战略定位于高端化、国产化和新能源化三个方向，2024 年公司量产的安全气囊袋项目有 498 个，新定点的安全气囊袋项目（含 OPW）有 188 个。得益于气囊配置率的持续提升及新能源车渗透率的提高，2024 年来自新能源汽车主要主机厂（不包含传统车企的新能源部分）的收入占比接近 30%。

越南子公司已通过认证量产的项目 37 个，已获 PPAP 批准待量产的项目 5 个。2024 年实现销售收入折合人民币约 2.58 亿元人民币，同比增长 32.23%，实现净利润折合人民币约 3,743.70 万元，同比增长 78.34%。公司越南生产基已经于 2025 年 4 月 20 日正式投产，规划产能约 20 亿人民币，主要目标市场为东南亚、日韩、印度等地区。

## □ 围绕“新质生产力”，全面切入算力制造领域

公司根据自身战略及资源禀赋，结合未来产业发展趋势及成长性，选择半导体及算力制造领域作为外延增长方向。因此，2024 年及 2025 年第一季度，公司战略入股富创优越，合计出资 38,336.10 万元，持有其 42.16% 股权，5 月 28 日，公司发布公告，正在筹划通过发行股份及支付现金（含部分现金由华懋科技全资子公司支付）的方式，直接或间接购买富创优越 57.8398% 股权。交易完成后，公司将直接及间接持有富创优越 100% 股权。未来，公司将持续加大在半导体及算力制造领域的业务布局，包括根据实际情况继续加大在相关领域的投入及深度整合富创优越产业链上下游等。富创优越光通信全产业链产品有全系列光接收器 PCBA，及部分成品组装和其他测试板等。

公司目前的光刻材料及光刻胶业务主要依托于参股公司徐州博康信息化学品有限公司。鉴于光刻胶业务存在投入大、回报周期长的特征，公司预计不会继续加大在此领域的投入，并将根据自身发展战略，在合适的时机进行择优处置。

2022 年 2 月公司成立了全资子公司东阳研究院，通过东阳研究院，孵化一批新的面向未来的技术、业务方向，打造公司的“第二增长曲线”。未来公司将通过产学研合作，人才引进及收购等方式，通过内生及外延的形式，继续在汽车轻量化、减碳新材料等领域发展新的产业机会，产品涉及车用新材料、汽车主动安全及定制化系统开发等领域。

□ 投资建议：公司是国内汽车安全气囊龙头企业，市占率超过 35%，目前正在全面拥抱海外市场，积极拓展越南生产基地，辐射东南亚地区。围绕“新质生产力”，全面切入半导体及算力制造领域，目前已经全资收购了光通信 PCBA 企业富创优越，打开新增长点。我们预计公司 2025、2026、2027 年归母净

## 强烈推荐（维持）

中游制造/汽车  
目标估值：NA  
当前股价：41.65 元

## 基础数据

总股本（百万股）	329
已上市流通股（百万股）	329
总市值（十亿元）	13.7
流通市值（十亿元）	13.7
每股净资产（MRQ）	9.6
ROE（TTM）	9.8
资产负债率	37.6%
主要股东	东阳华盛企业管理合伙企业
主要股东持股比例	14.96%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	34	113
相对表现	23	36	106



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《华懋科技（603306）—2023&2024Q1 业绩符合预期，经营稳健》2024-05-02
- 2、《华懋科技（603306）—2023Q3 营收创历史新高，盈利能力超预期恢复》2023-10-27
- 3、《华懋科技（603306）—2023Q2 业绩略超预期，盈利能力显著恢复》2023-08-30

汪刘胜 S1090511040037

✉ wangls@cmschina.com.cn

陆乾隆 S1090523060001

✉ luqianlong@cmschina.com.cn

利润 4.97、6.88、8.52 亿元，对应 PE 分别为 27.6、19.9、16.1 X PE，给予“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：毛利率下滑风险、下游主要客户集中风险、新产业拓展风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2055	2213	2935	3635	4535
同比增长	26%	8%	33%	24%	25%
营业利润(百万元)	260	337	574	793	982
同比增长	12%	30%	70%	38%	24%
归母净利润(百万元)	242	277	497	688	852
同比增长	22%	15%	79%	38%	24%
每股收益(元)	0.74	0.84	1.51	2.09	2.59
PE	56.6	49.4	27.6	19.9	16.1
PB	3.7	3.6	3.2	2.8	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、 夯实被动安全业务，全面拥抱海外市场.....	6
1、 老牌汽车安全公司，经营稳健.....	6
2、 受益新能源汽车发展，安全气囊 ASP 提升.....	10
3、 成本处于长期下行区间.....	12
4、 竞争格局好，下游客户稳定.....	13
5、 扩充产能，拓展海外业务及新业务品类.....	14
(1) 越南生产基地建设.....	15
(2) 厦门生产基地改建扩建.....	16
二、 围绕新质生产力，全面切入算力制造领域.....	17
1、 光模块是光通信的核心器件.....	17
2、 光模块技术方案升级，国内市场持续扩容.....	18
3、 富创优越深耕光通信，厚积薄发.....	20
三、 盈利预测及投资建议.....	22
1、 盈利预测.....	22
2、 投资建议.....	23
四、 风险提示.....	24
五、 PE-PB Band.....	24

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权架构.....	7
图 3: 公司汽车被动安全产品.....	7
图 4: 公司营业收入及同比 (亿元).....	8
图 5: 公司营收结构及占比 (亿元).....	8
图 6: 公司毛利率及净利率 (%).....	9
图 7: 公司净利润及同比 (亿元).....	9
图 8: 公司期间费用 (万元).....	9
图 9: 公司期间费用率 (%).....	9
图 10: 公司经营现金流情况 (亿元).....	9

图 11: 公司货币资金情况 (亿元) .....	9
图 12: 六气囊示意图 .....	10
图 13: 八气囊示意图 .....	10
图 14: 中国汽车被动安全系统市场规模及预测 (亿元) .....	11
图 15: 公司 OPW 气囊销售额及增速 (万元、%) .....	12
图 16: 公司新增气囊定点数量 (个) .....	12
图 17: 尼龙 66 生产工艺流程 .....	12
图 18: 尼龙 66 价格走势 (元/吨) .....	12
图 19: 公司海外地区营收情况 (万元) .....	15
图 20: 越南子公司营收情况 (亿元) .....	15
图 21: 光模块工作原理 .....	17
图 22: 全球光模块细分市场及预测 (百万美元) .....	18
图 23: 低功耗光模块的解决方案 .....	19
图 24: 中国光模块市场规模 (亿美元) 及份额 .....	19
图 25: 2023 年中国光模块细分市场结构 .....	19
图 26: 富创优越股权架构 .....	20
图 27: 富创优越深圳生产基地 .....	21
图 28: 富创优越马来西亚生产基地 .....	21
图 29: 富创优越光通信能力路线图 .....	21
图 30: 华懋科技历史 PE Band .....	25
图 31: 华懋科技历史 PB Band .....	25
表 1: 公司营业收入构成情况 (亿元) .....	8
表 2: 常见车型安全气囊个数 .....	10
表 3: 公司主要专利 .....	11
表 4: 国内主要企业尼龙 66 在建及拟建项目 .....	12
表 5: 公司主要客户 .....	13
表 6: 2022 年公司主要产品市场占有率 .....	14
表 7: 竞争对手及其所属集团各生产基地投建情况 .....	14
表 8: 公司可转债募集资金用途 (万元) .....	15
表 9: 越南基地投资估算 .....	16

表 10: 公司募投前安全气囊布、OPW 气囊袋产销情况 .....	16
表 11: 厦门改建扩建项目投资估算.....	16
表 13: 光模块常见分类及用途.....	17
表 14: 全球前十大光模块厂商.....	19
表 15: 公司业绩预测-富创优越并表前 (亿元) .....	22
表 16: 公司业绩预测-富创优越并表后 (亿元) .....	23
附: 财务预测表.....	26

## 一、夯实被动安全业务，全面拥抱海外市场

### 1、老牌汽车安全公司，经营稳健

华懋（厦门）新材料科技股份有限公司成立于 2002 年，并于 2014 年 9 月 26 日在上海证券交易所主板挂牌上市，股票代码为 603306.SH。公司是一家新材料科技企业，我国汽车被动安全行业龙头，产品涵盖汽车安全气囊、气囊布、安全带等。2020 年公司完成控股权变更，东阳华盛成为控股股东，袁晋清与林晖成为实际控制人，2025 年拟控股富创优越，布局半导体及算力制造领域。

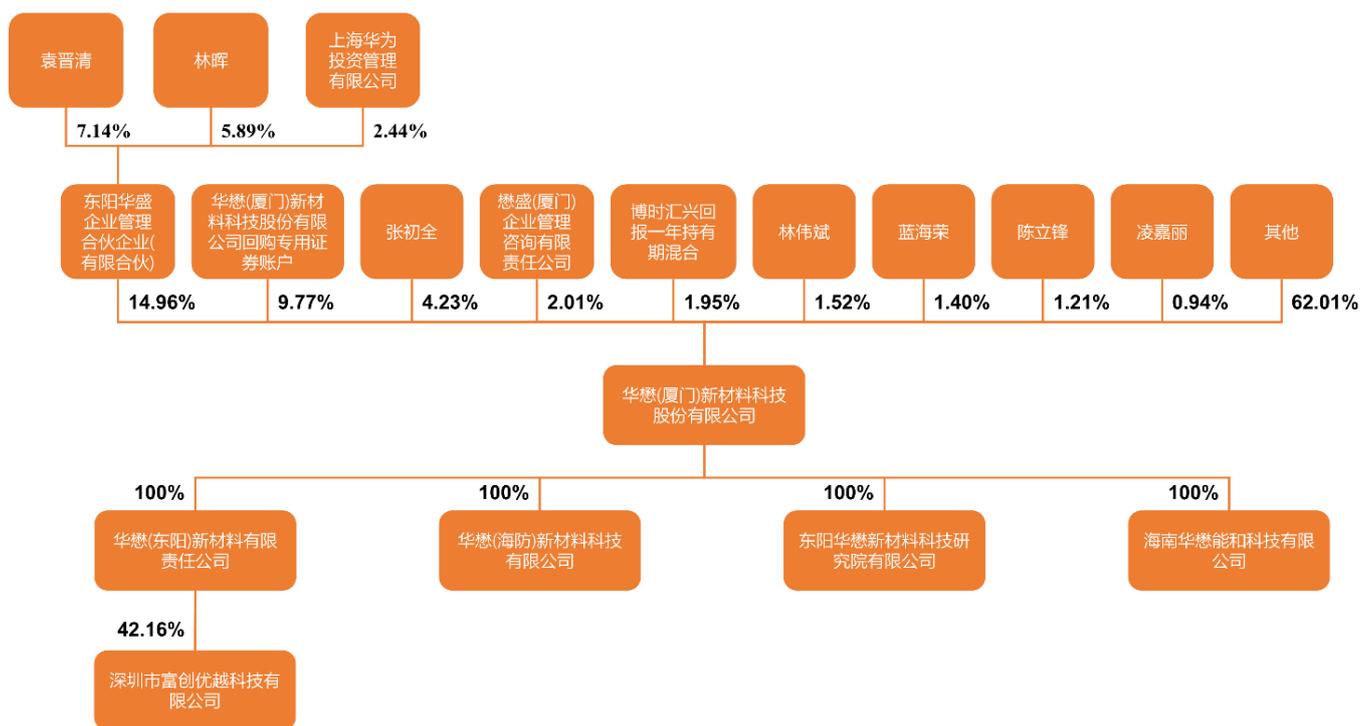
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

截至 2025 年 3 月，公司总股本为 3.29 亿，目前，东阳华盛企业管理合伙企业(有限合伙)、公司回购专用证券账户、张初全为前 3 大股东，分别持股 14.96%、9.77%、4.23%。东阳华盛为公司控股股东，由上海华为投资管理有限公司以及公司实际控制人袁晋清、林晖控股。公司有四家主要的全资子公司，其中华懋（东阳）持股深圳市富创优越科技有限公司。

图 2: 公司股权结构



资料来源: WIND、招商证券

公司产品线覆盖汽车安全气囊布、安全气囊袋和安全带等被动安全系统部件, 以及防弹布、夹网布等; 其中安全气囊包括 OPW 安全气囊、驾驶员气囊 (DAB)、副驾驶气囊 (PAB)、膝部安全气囊 (KAB)、侧气囊 (SAB)、帘式气囊 (CAB)。在半导体及算力制造领域, 公司战略投资公司富创优越产品覆盖汽车电子、ODM 海事通信及光通信等领域。

图 3: 公司汽车被动安全产品



资料来源: 公司官网、招商证券

2021-2024 年, 受益于汽车整车消费增长、新能源渗透率持续提升等因素影响, 公司营收稳步扩大。2024 年, 公司营收 22.13 亿元, 同比+7.69%; 2025Q1,

敬请阅读末页的重要说明

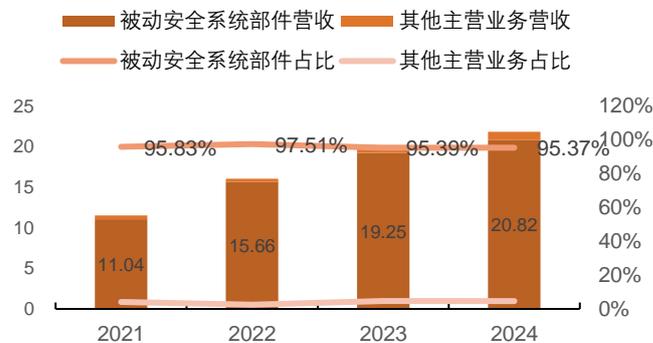
公司营收 5.37 亿元，同比+14.37%。得益于我国汽车市场稳中向好的发展态势，公司汽车被动安全业务持续增长。2024 年，公司被动安全系统部件营收 20.82 亿元，占比 95.37%。随着人民安全意识的增强、安全标准的愈发严格，汽车厂商将更加注重安全方面配置的升级，增加安全气囊等安全产品的配置率，公司汽车被动安全业务营收有望稳定上升。

图 4：公司营业收入及同比（亿元）



资料来源：WIND、招商证券

图 5：公司营收结构及占比（亿元）



资料来源：WIND、招商证券

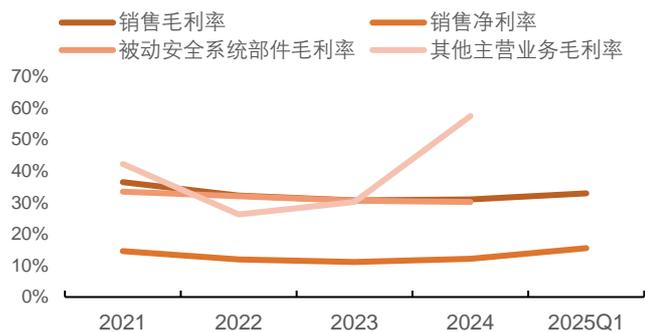
表 1：公司营业收入构成情况（亿元）

项目	2021 年度		2022 年度		2023 年度		2024 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
安全气囊袋	7.77	67.48%	11.84	73.72%	14.15	70.08%	14.64	67.06%
其中：平织布气囊袋	5.13	44.57%	6.71	41.78%	8.74	43.29%	9.76	44.71%
OPW 气囊袋	2.64	22.91%	5.13	31.94%	5.42	26.84%	4.88	22.35%
安全气囊布	2.69	23.38%	3.18	19.80%	4.29	21.25%	5.34	24.46%
安全带	0.57	4.95%	0.63	3.92%	0.81	4.01%	0.85	3.89%
其他	0.48	4.19%	0.40	2.49%	0.93	4.61%	1.01	4.63%
主营业务收入小计	11.52	95.54%	16.06	98.11%	20.19	98.20%	21.83	98.64%
其他业务收入	0.54	4.46%	0.31	1.89%	0.37	1.80%	0.30	1.36%
合计	12.06	100.00%	16.37	100.00%	20.56	100.00%	22.13	100.00%

资料来源：公司公告、招商证券

2021-2025Q1，公司毛利率总体维持在 30%左右，被动安全系统部件毛利率与整体毛利率保持一致。近年受上游原材料涨价影响，公司毛利率与净利率略微下降。2024 年，公司销售毛利率 30.92%，销售净利率 12.16%，被动安全系统部件毛利率 30.13%。

图 6: 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: WIND、招商证券

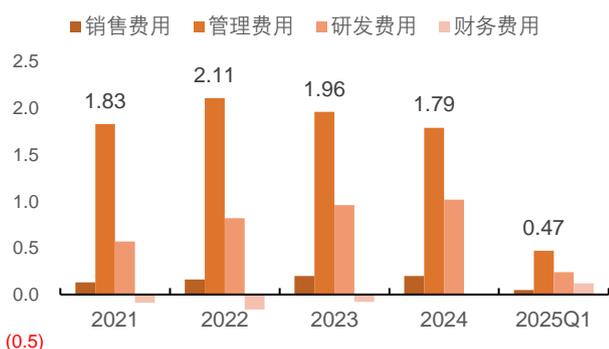
图 7: 公司净利润及同比 (亿元)



资料来源: WIND、招商证券

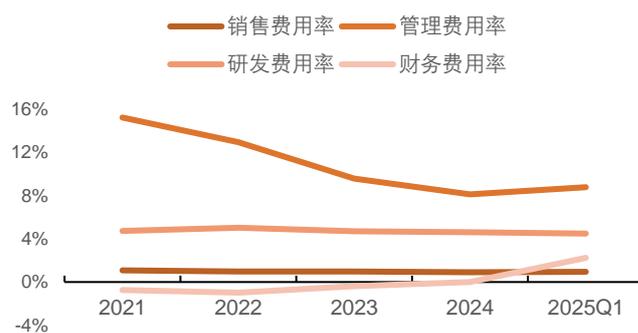
2023-2024 年, 公司通过精细化管理, 有效降低了管理费用的支出, 同时股份支付费用逐步减少, 管理费用回落。公司持续加大研发投入, 2024 年公司研发支出 1.02 亿元, 同比+6.25%, 占营收比重 4.61%。此外, 公司销售费用率与财务费用率保持稳定, 公司费用管控能力较为优异。

图 8: 公司期间费用 (亿元)



资料来源: WIND、招商证券

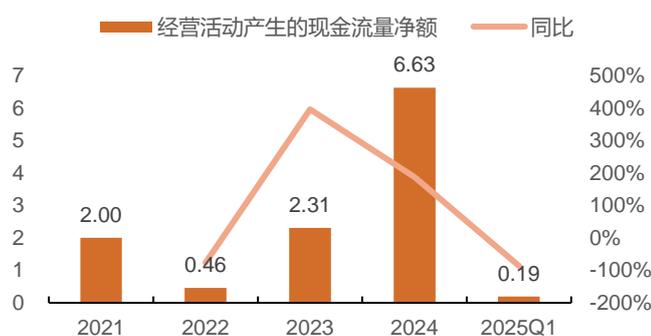
图 9: 公司期间费用率 (%)



资料来源: WIND、招商证券

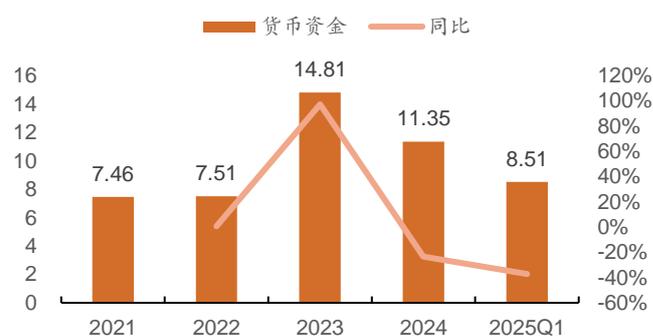
2023-2024 年, 公司经营活动产生的现金流净额大幅增长, 主要系客户销售货款回笼增加。公司的货币资金充足, 近两年货币资金虽然有所减少, 但依旧保持 8 亿元以上的较高资金存量水平, 货币资金减少主要系采购资金支出增加、投资支付的现金增加。

图 10: 公司经营现金流情况 (亿元)



资料来源: WIND、招商证券

图 11: 公司货币资金情况 (亿元)



资料来源: WIND、招商证券

## 2、受益新能源汽车发展，安全气囊 ASP 提升

汽车安全气囊总体需求量持续提升。安全气囊通过吸收动能保护成员安全，可减少成员 25% 的头部受伤率。目前，我国安全气囊市场较为成熟，汽车产量、单车配置率对汽车安全气囊的市场容量增长起主导作用，同时新能源车的崛起、“造车新势力”的汽车消费市场品牌国产化趋势以及我国汽车出海的产业化发展为安全气囊带来了结构性的增长机会，市场潜力依然较大。

图 12：六气囊示意图



资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 13：八气囊示意图



资料来源：公司招股说明书、招商证券

新能源汽车“高配”和“超配”趋势明显，被动安全部件配置优于燃油车。对比畅销的燃油车和新能源车型，在价格较低的车型区间内，新能源车的气囊配置数量高于燃油车，例如 A 级的比亚迪宋 PLUS、小鹏 P5 配置的安全气囊数量为 6 个，而大众朗逸、宝来、桑塔纳和长安逸动等车型仅配备了 2-5 个安全气囊。

表 2：常见车型安全气囊个数

传统燃油车	安全气囊个数	新能源汽车	安全气囊个数
大众朗逸	5	比亚迪宋 plus	6
长安逸动 plus	2 或 4	比亚迪汉	9
大众宝来	5	小鹏 P5	6
大众桑塔纳	2 或 4	小鹏 P7	6
奔驰 C 级	6 或 8	蔚来 ET5	7
奥迪 A4L	6 或 8	蔚来 ES6	7
奥迪 A6L	6 或 8	理想 L9	9
宝马 3 系	6	深蓝 SL03	6
宝马 5 系	7	广汽 AION V	6
大众观途 L	7	特斯拉 model3	7

资料来源：汽车之家、招商证券

中国汽车被动安全行业发展态势良好。随着人民安全意识的增强、安全标准的愈发严格，汽车制造商更加注重安全方面配置的升级，增加安全气囊等安全产品的配置率，从而扩大被动安全产品市场规模。2019-2023 年，中国汽车被动安全行业市场规模由 277 亿元增长至 335 亿元，复合年增长率 4.9%，预计到 2028 年，市场规模将进一步攀升至 430 亿元。

图 14: 中国汽车被动安全系统市场规模及预测 (亿元)



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

公司在汽车被动安全系统部件生产、研发上具备领先优势。公司的主要生产设备均来自日本、德国、瑞士、法国等先进机械制造国家, 拥有在 OPW 一次成型气囊产品和切割生产工序的先进设备; 在人力集中的缝纫工序逐步增加自动花样机的智能设备替代人工; 硬件方面在国内同行业处于先进水平, 为提高生产效率、保持产品的质量稳定性提供了保障。同时, 公司持续加大研发投入, 推动产品的改进与创新。目前公司拥有通过 ISO/IEC17025 国家认可的研发实验室, 以及多项专利产品。截止 2024 年末, 公司已取得国家知识产权局授权专利 99 项, 其中 12 项发明专利。

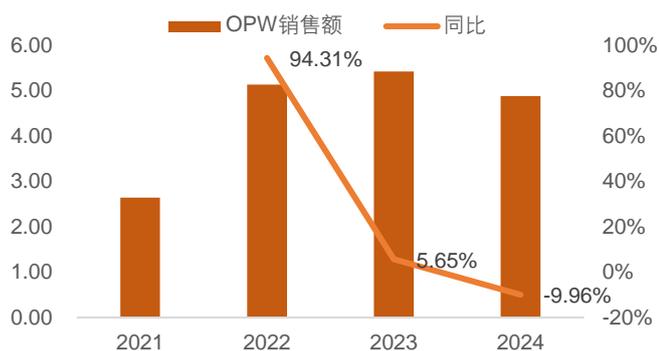
表 3: 公司主要专利

专利名称	专利类型	申请日	有效期
一种保压安全气囊复合织物成型方法及该复合织物	发明专利	2022.4.29	自申请日起二十年
一种帘式气囊耳片的全自动薄膜分离设备	发明专利	2022.4.12	自申请日起二十年
一种防水透气有机硅皮革及其制备方法	发明专利	2022.8.24	自申请日起二十年
一种一体型的高空防护气囊	实用新型	2022.10.31	自申请日起十年
一种无人驾驶车的前排安全气囊	发明专利	2022.8.2	自申请日起二十年
一种双层复合一次成型安全气囊	实用新型	2021.8.17	自申请日起十年
一种低透气率一次成型安全气囊及其生产工艺	发明专利	2021.7.29	自申请日起二十年
一种一次性织造成型的腰部气囊	实用新型	2021.6.8	自申请日起十年

资料来源: 公司公告、招商证券

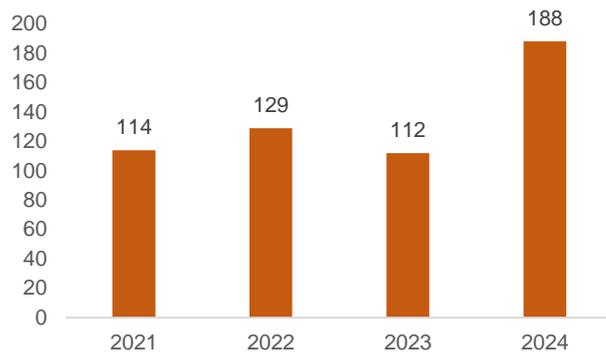
OPW 气囊是近年汽车安全气囊的主要增量之一。公司是国内第一家自主研发并顺利实现 OPW 批量供货的企业, 也是全球仅有的几家 OPW 生产商之一。2024 年, 公司 OPW 气囊实现销售收入 4.88 亿元。公司气囊业务新增定点数量近年显著增加, 2024 年公司新定点的安全气囊袋项目 (含 OPW) 达 188 个。得益于气囊配置率的持续提升及新能源车渗透率的提高, 2024 年公司来自新能源汽车主要主机厂的收入占比接近 30%。

图 15: 公司 OPW 气囊销售额及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 16: 公司新增气囊定点数量 (个)

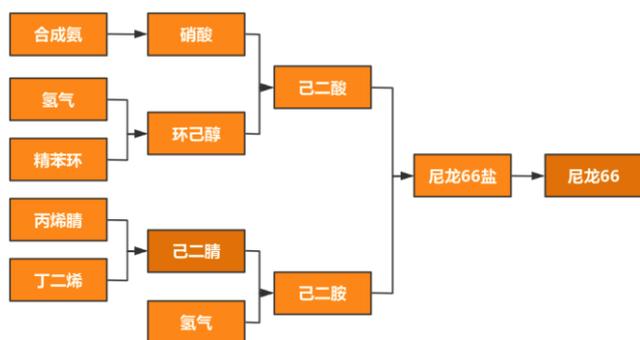


资料来源: 公司公告、招商证券

### 3、成本处于长期下行区间

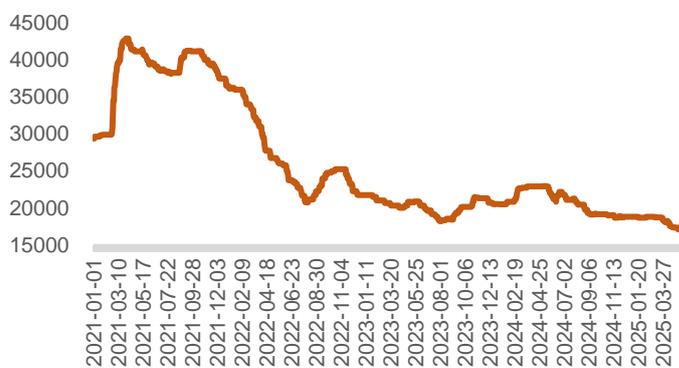
尼龙、聚酯等高分子材料为主要的汽车安全气囊布材料。目前,市场上主流的汽车安全气囊布材料包括尼龙、聚酯等高分子材料,这些材料具有优异的抗拉强度、耐磨性和耐候性等特点,其中己二腈为尼龙 66 产业化关键原材料。随着国产己二腈技术的突破,我国尼龙 66 产业迎来快速发展时期,国内企业纷纷开工、投产和扩建。截至 2024 年底,国内尼龙 66 在建和拟建项目总产能超 873 万吨/年,加上已投产产能,合计超 1000 万吨。尼龙 66 价格从 2021 年高点回落,进入长期下行通道。

图 17: 尼龙 66 生产工艺流程



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

图 18: 尼龙 66 价格走势 (元/吨)



资料来源: WIND、招商证券

表 4: 国内主要企业尼龙 66 在建及拟建项目

公司	尼龙 66 产能 (万吨/年)	状态
天辰齐翔	20	一期项目已完成, 二期项目已备案
福建永荣	8	在建
神马股份	6	在建
华鲁恒升	4	在建
上海洁达	12	一期项目于 2025 年 1 月竣工, 二期项目开工, 三期项目启动
优纤科技	5	2023 年启动建设

山东聚合顺	30	一期 8 万吨尼龙 66 项目预计 2025 年投产
玖源化工	120	项目于 2023 年 3 月签约，预计 4 年内建成
新和成	40	取得用海预审意见
隆华新材	108	2025 年 1 月一期项目中 4 万吨/年生产装置建设完成， 预计 2028 年 6 月全面竣工
三宁化工	20	2024 年 8 月正式投产
安徽昊源	40	一期项目于 2024 年 8 月顺利开车，二期 5 万吨/年尼 龙 66 装置即将开建
福化古雷	40	预计 2025 年 12 月建成
辽阳石化	10	2025 年 2 月进入试运阶段
山西恒力新材料	12	完成环评公示，处于前期准备阶段
浙石化	50	环评
旭阳郟城	20	环评
河南心连心化学	20	环评
江苏威名	6	环评
<b>总计</b>	<b>571</b>	

资料来源：流程工业、招商证券

#### 4、竞争格局好，下游客户稳定

行业壁垒较高，公司客户关系稳定。安全气囊布和安全气囊袋是汽车被动安全部件的重要原材料，相关生产厂商须通过 IATF16949 质量管理体系认证和汽车安全气囊总成厂商或整车厂商的双重认证，准入壁垒较高。下游客户基于对产品质量稳定性和交付及时性的考虑，更倾向于与供应商保持长期供应关系。公司下游主要为汽车产业链的一级供应商，公司与奥托立夫、采埃孚、均胜、延锋智能、锦恒等国内外知名安全气囊生产厂商建立了长期、稳定的战略合作关系，产品进入奥迪、比亚迪、本田、北汽、长城、长安、大众、福特、丰田、吉利、江淮、理想、马自达、尼桑、奇瑞、上汽、通用、特斯拉、沃尔沃、蔚来、小鹏、一汽等知名整车厂商供应体系。

表 5: 公司主要客户

公司名称	公司简介	下游直接客户
延锋百利得	由延锋汽车饰件系统有限公司和美国百利得安全系统公司共同投资成立，主要从事汽车安全系统的设计、开发、测试、制造以及销售，产品包括方向盘、安全气囊模块和安全带以及整个汽车被动安全系统	上汽大众、上汽通用、一汽大众等美系、欧系及自主品牌
奥托立夫	瑞典奥托立夫公司，国际一流汽车被动安全部件一级供应商，公司主要产品为汽车电子安全系统，座椅安全带系统以及电子控制单元，汽车方向盘系统等	奥迪、宝马、奔驰、大众等美系、欧系及长城、吉利、奇瑞、蔚来、理想、小鹏等自主品牌
锦州锦恒	1997 年成立的汽车零部件生产企业，隶属万得汽车集团有限公司。主要从事汽车安全气囊、安全带、方向盘的设计、生产、销售	上汽大众、一汽大众、福特等合资品牌

资料来源：公司公告、招商证券

公司市占率较高，占据领先地位。公司是国内较早进入安全气囊布行业的公司之一，作为国内安全气囊布和安全气囊的主要供应商，国内市场占有率约 36%。全球安全气囊布、安全气囊袋生产企业主要为日韩企业，其作为公司竞争对手在 21 世纪初进入中国市场，当时国内安全气囊布及安全气囊袋生产基本处于空白

阶段。经过 20 年的发展，公司在核心技术、客户资源、产品质量和公司管理等方面已建立起较大优势，在国内安全气囊行业中逐步建立领先地位。

表 6: 2022 年公司主要产品市场占有率

乘用车销量 (万台)	气囊种类	配置率	每套耗布量 (米)	总耗布量 (万平米)	总需求 (万平米)
国内市场需求 量测算	DAB	100%	0.60	1,413.78	
	PAB	100%	0.91	2,144.23	
	CAB	60%	2.04	2,884.11	7,735.73
	SAB	80%	0.67	1,262.98	
	KAB	1%	1.30	30.63	

产品分类	总销量 (万平米)	国内收入占比	国内市场销量 (万平米)
安全气囊布销量	2,656.59		
OPW 气囊袋销量 (万个)	745.51	93.37%	2,758.89
对应 OPW 布米数	298.20		
国内市场占有率			35.66%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 竞争对手及其所属集团各生产基地投建情况

国内竞争对手	所属集团	生产基地	设立/扩产日期
可隆 (南京) 特种纺织品有限公司	韩国可隆	中国 (轮胎帘子布及安全气囊袋)	2004 年设立, 2015 年扩产
		越南 (安全气囊袋)	2009 年设立, 2017 年扩产
		墨西哥 (安全气囊袋)	2016 年设立
日岩帝人汽车安全用布 (南通) 有限公司	日本帝人	中国 (安全气囊布)	2011 年设立, 2014 年及 2019 年注册资本增加
		墨西哥 (安全气囊布、汽车座椅布、橡胶材料)	2016 年设立
吉丝特汽车安全部件 (常熟) 有限公司	韩国晓星 (2011 年收购吉丝特)	中国 (安全气囊布)	2004 年设立, 2019 年注册资本增加
		罗马尼亚 (安全气囊布)	2015 年设立
		墨西哥 (安全气囊布)	2017 年竣工
东洋纺汽车饰件 (常熟) 有限公司	日本东洋坊	中国 (安全气囊布)	2011 年设立
		泰国 (安全气囊布)	2017 年设立
丸井织物 (南通) 有限公司	日本丸井织物	中国 (安全气囊布)	2004 年设立
江阴杜奥尔汽车用纺织品有限公司	韩国杜奥尔	中国 (安全气囊布)	2008 年设立
常州昌瑞汽车部品制造有限公司	常州华利达	中国 (安全气囊袋)	2004 年设立

资料来源: 公司公告、招商证券

## 5、扩充产能，拓展海外业务及新业务品类

公司通过发行可转债，募集资金扩产和加大研发投入。公司于 2023 年通过发行可转债的形式募集不超过 10.5 亿元的资金，主要用于越南生产基地建设项目 (一期)、厦门生产基地改建扩建项目、信息化建设项目及研发中心建设项目。可转债的发行将扩大公司汽车被动安全产品国内外的产能，持续优化产品结构，建设

智能化生产线提升生产效率，进一步抢占增量市场和海外市场，助力海外市场开拓；另一方面，通过研发中心项目，在穿戴式智能防护气囊、安全气囊自动化生产线、汽车轻量化材料应用研发等领域将实现突破。

表 8: 公司可转债募集资金用途 (万元)

序号	项目名称	项目总投资	募集资金投入
1	越南生产基地建设项目 (一期)	48,760.77	48,760.00
2	厦门生产基地改建扩建项目	35,613.42	35,613.00
3	信息化建设项目	5,586.05	5,586.00
4	研发中心建设项目	17,457.96	15,041.00
	合计	107,418.20	105,000.00

资料来源: 公司公告、招商证券

### (1) 越南生产基地建设

越南作为全球重要的新兴市场之一，是全球化布局的重要选择。越南制造产品可辐射多个区域和国家，且其具有低廉的劳动成本、良好的投资及贸易环境、税收优惠政策等优势。公司所处细分产业链上，海利得等公司上游供应商，可隆、东丽、丰田织造等竞争对手均已在越南投资建厂。

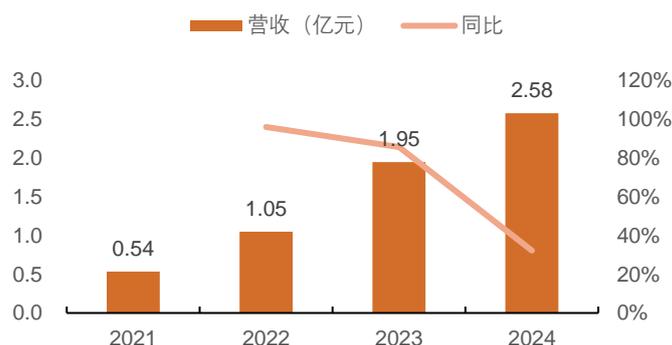
公司海外产能逐步完善，营收持续增长。公司于 2018 年在越南海防市安阳县安阳工业区 (深越工业园区) 投资建立了安全气囊袋缝纫工厂，并于 2023 年开始在越南建设新生产基地，支持国际业务增长。2025Q1，公司越南新工厂正式投产，规划年产能 20 亿元，主要面向东南亚、日韩、印度等市场。2024 年，公司海外地区营收 2.29 亿元，同比增长 23.58%，营收占比 10.49%；公司越南子公司经营稳健增长，实现销售收入约 2.58 亿元人民币，同比增长 32.23%。

图 19: 公司海外地区营收情况 (亿元)



资料来源: WIND、招商证券

图 20: 越南子公司营收情况 (亿元)



资料来源: WIND、招商证券

越南项目计划总投资 48,760.77 万元，其中包含土地投资 3,751.63 万元、建设投资 8,962.00 万元、设备投资 29,032.78 万元、预备费用 1,899.74 万元，铺底流动资金 5,114.62 万元。拟购置土地并购买先进的生产设备，将越南现有切割缝纫工序升级为完整工序的安全气囊袋生产线，在越南建设安全气囊袋以及 OPW 气囊袋的生产基地，项目建成达产后，预计年产安全气囊袋 1,050.00 万个。

OPW 气囊袋 214.50 万个，产能将在六年内逐步释放。

表 9: 越南基地投资估算

序号	项目	金额	比例
1	土地投资	3,751.63	7.69%
2	建设投资	8,962.00	18.38%
3	设备投资	29,032.78	59.54%
4	预备费	1,899.74	3.90%
5	铺底流动资金	5,114.62	10.49%
总投资金额		48,760.77	100.00%

资料来源：公司公告、招商证券

## (2) 厦门生产基地改建扩建

产能利用率较高，公司募投扩产。由于公司最终客户整车制造商零库存的追求，使得公司必须预留部分产能，一方面可满足下游客户突发性的订单需求；另一方面也可保障已有订单的按期生产交货，避免因设备故障等意外原因导致延迟交货，对下游客户造成不利影响。此外，在实际生产过程中，因为国家法定节假日、订单周期性影响等通常很难完全达到设计产能，根据行业经验，合理产能为设计产能的 80% 左右，即一般产能利用率达 80% 即需增加产线拓展产能。2023H1，公司 OPW 气囊袋折算产能利用率达 78.08%，安全气囊布折算产能利用率达 90.78%，产能利用率接近饱和，因此公司通过扩建生产基地来提升生产能力。

表 10: 公司募投前安全气囊布、OPW 气囊袋产销情况

项目	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1-6 月
产能利用率	54.38%	71.60%	84.22%	87.10%
安全气囊布 折算产能利用率	62.92%	82.32%	87.99%	90.78%
产销率	104.51%	101.32%	98.57%	100.07%
产能利用率	41.03%	50.61%	80.07%	73.51%
OPW 气囊袋 折算产能利用率	48.25%	56.31%	87.55%	78.08%
产销率	94.48%	97.10%	98.01%	97.67%

资料来源：公司公告、招商证券

厦门改建扩建项目计划总投资 35,613.42 万元，其中包含设备投资 29,011.33 万元、软件投资 430.00 万元、预备费用 1,472.07 万元，铺底流动资金 4,700.02 万元。该项目新增产能在 5 年内逐步达产，达产后预计年产 OPW 气囊袋 429 万个，安全气囊布 530 万米。

表 11: 厦门改建扩建项目投资估算

序号	项目	金额	比例
1	设备投资	29,011.33	81.46%

2	软件投资	430.00	1.21%
3	预备费	1,472.07	4.13%
4	铺底流动资金	4,700.02	13.20%
<b>总投资金额</b>		<b>35,613.42</b>	<b>100.00%</b>

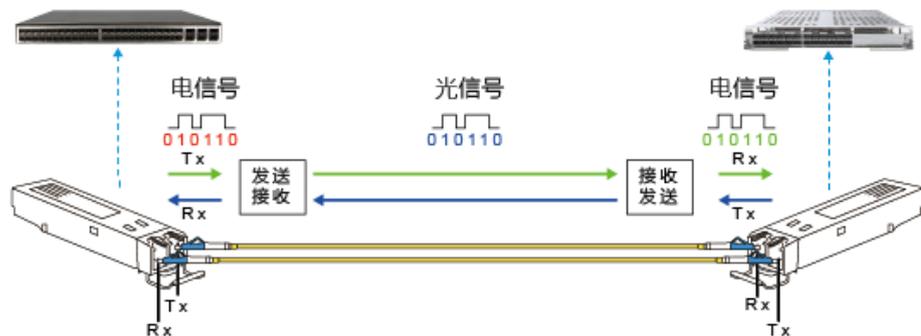
资料来源：公司公告、招商证券

## 二、围绕新质生产力，全面切入算力制造领域

### 1、光模块是光通信的核心器件

光模块是用于通信设备之间数据传输的载体。为完成光电/电光转换，光模块的电口端插入交换设备或者基站设备，光口端连接光纤，帮助设备接入光网络，主要作用是实现传输媒体的光电相互转化。从结构上来看，光模块主要由光发射器件 (TOSA, 含激光器)、光接收器件 (ROSA, 含光探测器)、功能电路和光(电)接口等部分组成。光模块根据其不同的特性和应用场景，有多种分类方式。随着技术的不断进步和市场的不断变化，新的光模块类型和规格也在不断涌现。

图 21: 光模块工作原理



资料来源：面包板社区、招商证券

表 13: 光模块常见分类及用途

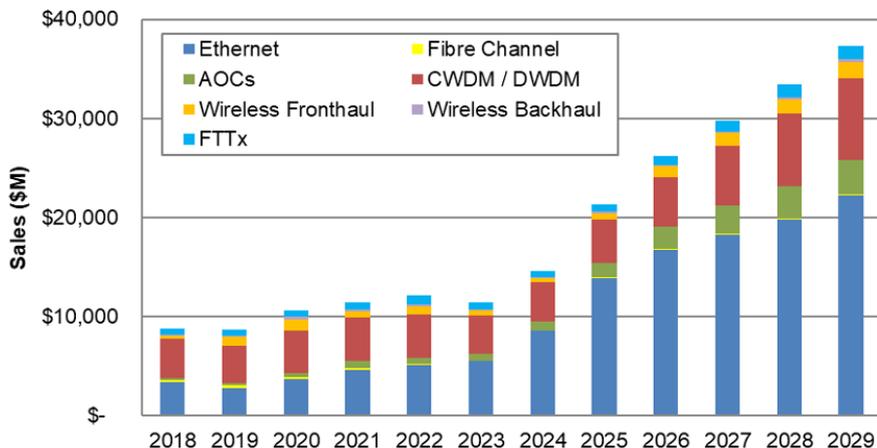
分类	主要品种	主要用途
传输速率	1Gbps	千兆以太网常用速率
	10Gbps	高速以太网常用速率
	40Gbps	常用于数据中心和广域网
	100Gbps	超高速以太网常用速率
	400Gbps 及以上	随着数据流量的增加，更高传输速率的光模块正在逐步推广
用途	以太网用光模块	用于以太网通信
	SONET/SDH 用光模块	用于 SONET/SDH 网络
	光纤通道 (FC) 用光模块	用于光纤通道网络
封装	SFP	支持热插拔，广泛用于以太网和光纤通道通信中
	SFP+	支持 8Gbit/s 光纤通道、10G 以太网和光传输网络标准 OTU2
	QSFP	四通道小型可插拔模块，支持 40Gbps 及以上的高速传输

QSFP28	支持 28Gbps 通道速率的 QSFP 模块，常用于 400Gbps 的光纤传输
QSFP-DD	QSFP 的升级版本，具有更高的端口密度和更大的带宽
XFP	10Gbps 的小型可插拔模块
CFP	用于 400Gbps 及以上传输速率的大型可插拔模块
COBO	常见于光纤到户（FTTH）应用中，提供低成本的光纤连接解决方案

资料来源：专精特新研习社、招商证券

**AI 技术的深度应用以及数据中心等对高速光模块需求增加，推动市场规模扩张。**光模块是数据中心和服务器互连的核心部件，随着大模型等人工智能技术的快速发展，海内外云厂商加大算力投资规模，进一步推动光模块数通市场需求增长。随着 AI 技术的进一步突破，大模型训练和 AI 推理等应用场景对算力的需求呈现出指数级增长，数据中心需要更高速率的光模块来提升网络带宽，确保数据传输的高效性和稳定性，高速光模块的需求将是未来数通市场的主要增长驱动力。此外，5G-A 网络建设的加速推进、以及政企 FTTR 的推进，XGPON/XGSPON 的持续部署，也使得光模块的市场需求维持增长态势。

图 22：全球光模块细分市场规范及预测（百万美元）

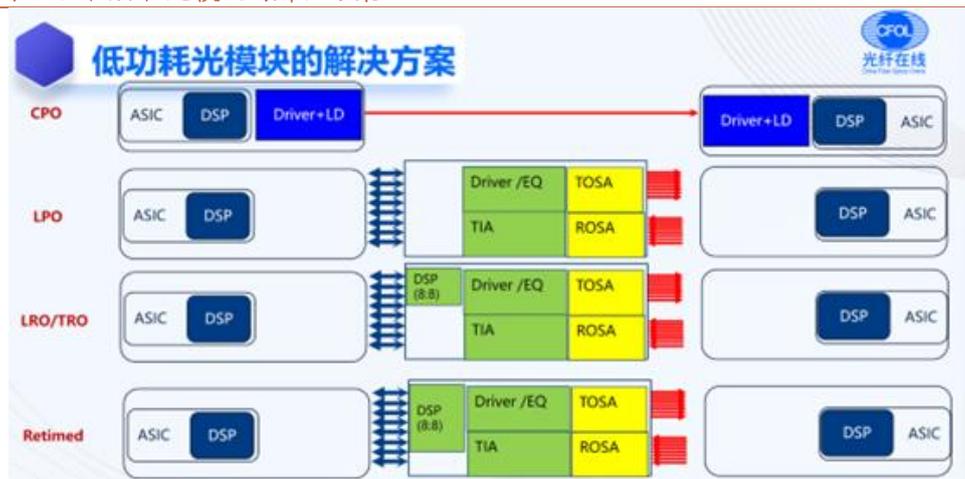


资料来源：LightCounting、招商证券

## 2、光模块技术方案升级，国内市场持续扩容

**光模块技术创新推动产业持续发展。**为满足数据中心对于高速、大容量传输的需求，能够提供更高的数据传输速率的 800G 光模块逐渐成为主流，1.6T 光模块应用需求开始萌芽，3.2T 光模块技术开始研究。2024 年，硅光技术取得了长足的进步；在光模块的多种技术方案中，EML、SiPh+ CW-DFB、VCSEL 等多种方案并进；为破局功耗困局，可插拔光模块形成创新的 LPO（线性驱动可插拔光模块）、LRO（半重定时线性链接）、CPO（光电共封装技术）等封装形式，为不同应用场景提供了多样化的选择。

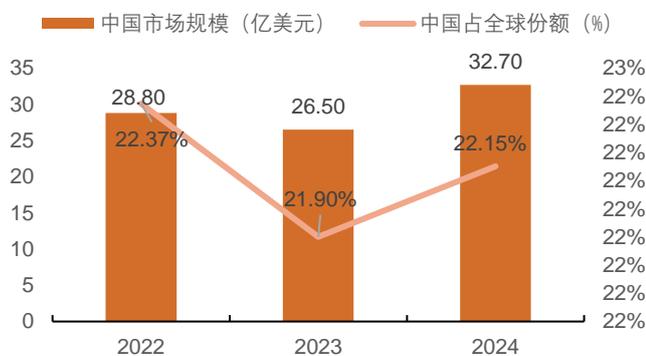
图 23: 低功耗光模块的解决方案



资料来源: 和弦产业研究中心、招商证券

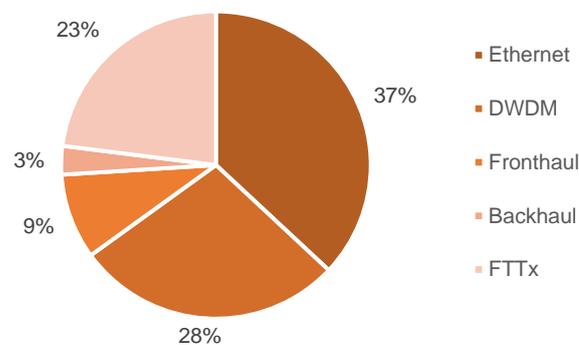
国内光模块市场规模有望持续扩大。近年来，政策层面对算力产业链不断加码，助推数字经济蓬勃发展。随着国产芯片能力、大模型能力的提升、人工智能应用的发展，国内算力基础设施建设蓄势待发。同时，在 AI 技术发展的驱动下，头部超大规模云计算厂商对光模块的需求持续强劲。光模块作为算力环节中国产化程度高，技术储备前沿的核心产品，在算力持续升级及需求大幅增长等因素的驱动下，将迎来快速增长。2024 年，中国光模块市场规模达 32.70 亿美元，占全球市场的 32.70%。

图 24: 中国光模块市场规模 (亿美元) 及份额



资料来源: LightCounting、招商证券

图 25: 2023 年中国光模块细分市场结构



资料来源: LightCounting、招商证券

国内光模块厂商发展迅猛，国产化进程可观。2010 年至今，国内光模块厂商飞速发展，全球排名逐步靠前。2010 年，国内仅武汉电信器件有限公司 (WTD) 入围全球 TOP10 榜单。2018 年起，美日厂商逐步退出市场，中国厂商在全球市场的份额和竞争力持续提升。2023 年，旭创科技超过 Coherent (Finisar) 成为全球第一，且共有 7 家中国厂商入围全球 TOP10。

表 14: 全球前十大光模块厂商

序号	2010	2016	2018	2023
1	Finisar	Finisar	Finisar	旭创科技

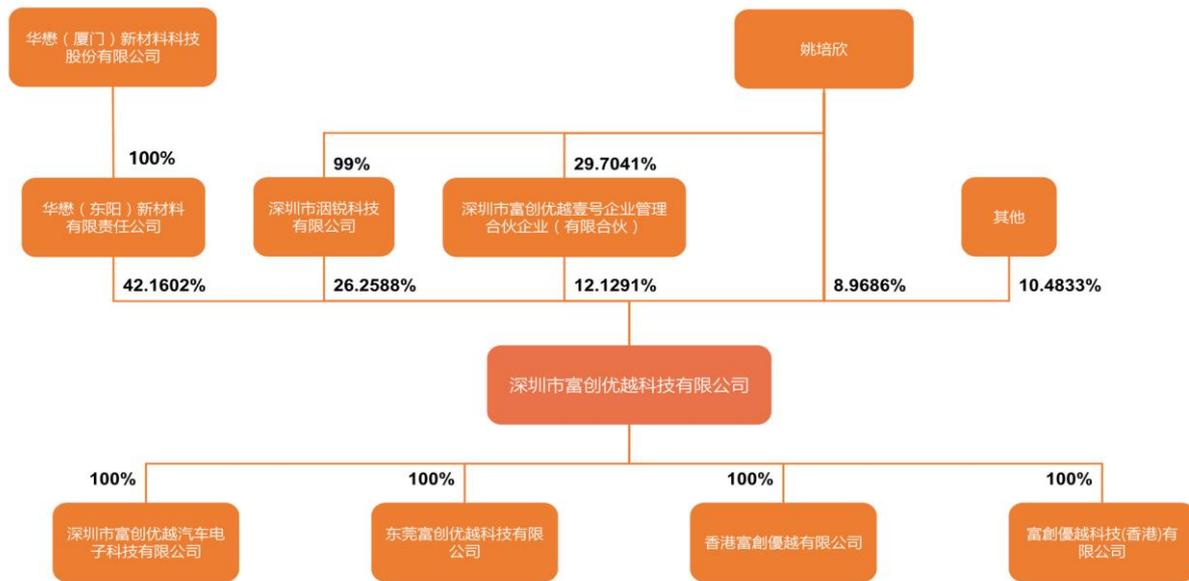
2	Opnext	海信宽带	旭创科技	Coherent
3	Sumitomo	光迅科技	海信宽带	华为
4	Avago	Acacia	光迅科技	Cisco(Acacia)
5	Source Photonics	FOIT(Avago)	FOIT(Avago)	光迅科技
6	Fujitsu	Oclaro	Lumentum /Oclaro	海信宽带
7	JDSU	旭创科技	Acacia	新易盛
8	Emcore	Sumitomo	Intel	华工正源
9	武汉电信器件	Lumentum	AOi	索尔思光电
10	NeoPhotonics	Source Photonics	Sumitomo	Marvell

资料来源: LightCounting、招商证券

### 3、富创优越深耕光通信，厚积薄发

战略投资富创优越，布局半导体及算力制造领域。2025Q1，公司完成对电子制造服务企业富创优越的战略入股，持有富创优越 42.16% 股权，成为其第一大股东。公司将根据实际情况进一步深度整合，与富创优越共同推进拓展在硅光、CPO 等下一代光通信领域技术和产业布局，打通管理、人才、财务、内控等领域一体化工作以及更深度的资本合作。

图 26: 富创优越股权架构



资料来源: 企查查、招商证券

富创优越是专业的电子智造服务提供商，实现中国和马来西亚双布局。公司成立于 2019 年 8 月，在深圳和马来西亚设有共 30000 平方智能制造园区，主营业务涉及光通信、海事通信等行业领域，为客户提供从产品研发、物料采购、生产制造到全球物流等一站式电子制造服务。其中，富创优越马来西亚，是马来西亚第一家也是唯一一家拥有光通信全产业链能力的公司，包括器件，PCBA，COB，组装，自动化测试，光耦合，盘纤等。2024 年，富创优越营收 13.20 亿元，净利润 1.27 亿元。

图 27: 富创优越深圳生产基地



资料来源: 公司官网、招商证券

图 28: 富创优越马来西亚生产基地

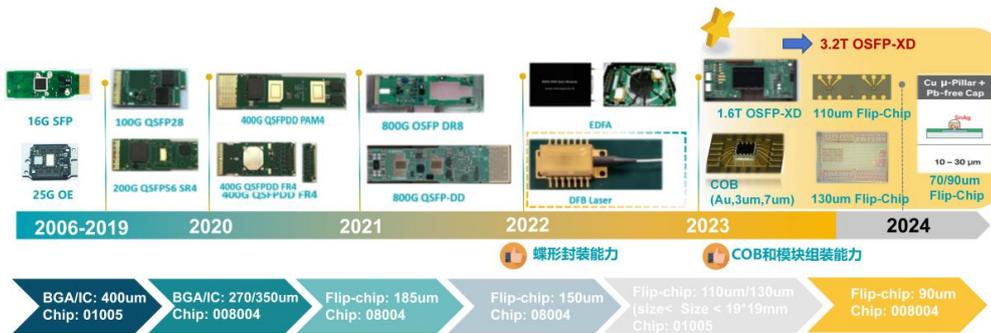


资料来源: 公司官网、招商证券

富创优越为高可靠性要求的复杂光通信产品提供全产业链服务, 产品涵盖从低速率至高速率全系列光模块 (4G – 800G) 的 PCBA 到光设备的成品组装。公司全球生产基地为光通信产品制造设立独立车间, 配备高精度贴片线与 3D AOI, 3D X-ray, ICT 测试、飞针测试、金手指, OGP 等先进测设设备, 以及动态万级无尘组装车间。同时, 组建了经验丰富的专项工程师团队, 持续进行工艺提升和制程优化。目前, 在光通信产业链, 富创优越已具备 DFB 蝶形封装激光器模块组装能力、DMTx 组装能力、用于光收发器的新 COB 工艺能力、CATV 整机组装能力等。

公司在 Coherent Corp. 举办的 2024 年全球卓越供应商奖上被授予 "最佳持续扩展供应奖"。

图 29: 富创优越光通信能力路线图



资料来源: 讯石光通讯网、招商证券

5月28日, 公司发布公告, 正在筹划通过发行股份及支付现金 (含部分现金由华懋科技全资子公司支付) 的方式, 直接或间接购买富创优越 57.8398% 股权。本次交易前, 华懋科技通过全资子公司华懋 (东阳) 新材料有限责任公司持有富创优越 42.1602% 股权, 本次交易完成后, 公司将直接及间接持有富创优越 100% 股权。根据公司 2024 年报, 2024 年, 富创优越总资产为 9.40 亿元, 净资产为 4.59 亿元, 盈利为 1.27 亿元。

### 三、盈利预测及投资建议

#### 1、盈利预测

5月28日，公司发布公告，正在筹划通过发行股份及支付现金的方式，直接或间接购买富创优越 57.8398% 股权。交易完成后，公司将直接及间接持有富创优越 100% 股权。因本次交易尚处于筹划阶段，有关事项尚存在不确定性，审慎起见，未来三年我们因此依旧按照华懋科技参股富创优越 42.1602% 股权比例测算投资收益：

**被动安全业务：** 预计 2025、2026、2027 年，营收分别为 28.00、35.00、44.00 亿元，yoy 分别为 34.49%、25.00%、25.71%；该业务快速增长主要系越南基地进入产能释放期，预计未来三年越南收入分别为 5.00、10.00、16.00 亿元，未来三年国内收入分别为 23.00、25.00、28.00 亿元，国内增长较为平稳。毛利率略微提升，主要系越南业务盈利情况好于国内。

**总营收：** 预计 2025、2026、2027 年，营收分别为 29.35、36.35、45.35 亿元，yoy 分别为 32.63%、23.85%、24.76%，毛利率分别为 31.13%、31.39%、31.49%。

表 15：公司业绩预测-富创优越并表前（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营收</b>	<b>20.55</b>	<b>22.13</b>	<b>29.35</b>	<b>36.35</b>	<b>45.35</b>
yoy	25.53%	7.69%	32.63%	23.85%	24.76%
毛利率	30.63%	30.92%	31.13%	31.39%	31.49%
<b>被动安全系统部件</b>	<b>19.25</b>	<b>20.82</b>	<b>28.00</b>	<b>35.00</b>	<b>44.00</b>
yoy	22.92%	8.16%	34.49%	25.00%	25.71%
毛利率	30.58%	30.13%	32.50%	32.90%	32.90%
<b>其他主营业务</b>	<b>0.93</b>	<b>1.01</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>
yoy	132.50%	8.60%	-0.99%	0.00%	0.00%
毛利率	30.13%	57.35%	50%	50%	50%
<b>其他业务</b>	<b>0.37</b>	<b>0.30</b>	<b>0.35</b>	<b>0.35</b>	<b>0.35</b>
yoy	19.35%	-18.92%	16.67%	0.00%	0.00%
毛利率	34.17%	-3.65%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：wind、招商证券预测

假设收购顺利完成之后，华懋科技 100% 控股富创优越，预计 2026 年实现并表，则相应的盈利预测如下：

**富创优越业务：** 预计 2026、2027 年，营收分别为 36.00、48.00 亿元（2025 年营收未并表，仅仅计入投资收益）；该业务快速增长主要系算力资本开支仍旧保持较高增速，且公司积极拓展国内算力客户。

**总营收：** 预计 2025、2026、2027 年，营收分别为 29.35、71.35、92.35 亿元，yoy 分别为 32.63%、143.10%、29.43%，毛利率分别为 33.13%、26.40%、26.20%。

表 16: 公司业绩预测-富创优越并表后 (亿元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营收</b>	<b>20.55</b>	<b>22.13</b>	<b>29.35</b>	<b>71.35</b>	<b>92.35</b>
yoy	25.53%	7.69%	32.63%	143.10%	29.43%
毛利率	30.63%	30.92%	31.13%	26.40%	26.20%
<b>被动安全系统部件</b>	<b>19.25</b>	<b>20.82</b>	<b>28.00</b>	<b>35.00</b>	<b>44.00</b>
yoy	22.92%	8.16%	34.49%	25.00%	25.71%
毛利率	30.58%	30.13%	32.50%	32.90%	32.90%
<b>其他主营业务 (含富创优越业务)</b>	<b>0.93</b>	<b>1.01</b>	<b>1.00</b>	<b>36.00</b>	<b>48.00</b>
yoy	132.50%	8.60%	-0.99%	3500.00%	33.33%
毛利率	30.13%	57.35%	50%	20%	20%
<b>其他业务</b>	<b>0.37</b>	<b>0.30</b>	<b>0.35</b>	<b>0.35</b>	<b>0.35</b>
yoy	19.35%	-18.92%	16.67%	0.00%	0.00%
毛利率	34.17%	-3.65%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: wind、招商证券预测

## 2、投资建议

2020 年, 根据公司发展的需要, 制定了在“完善夯实现有业务、积极拓展新领域”的长期发展战略。2024 年, 公司发布《关于 2025 年度“提质增效重回报”行动方案》, 更聚焦于公司战略, 加强战略定力, 一方面夯实汽车零部件业务领域竞争力, 全面拥抱全球化; 另一方面, 积极融入国家战略布局及新发展格局, 围绕“新质生产力”, 聚焦“高质量发展”, 通过内生及外延的形式, 积极寻求新的产业机会, 战略入股富创优越, 切入半导体及算力制造领域。

### (1) 夯实汽车被动安全业务, 全面拥抱海外市场

公司汽车被动安全产品战略定位于高端化、国产化和新能源化三个方向, 2024 年公司量产的安全气囊袋项目有 498 个, 新定点的安全气囊袋项目(含 OPW) 有 188 个。得益于气囊配置率的持续提升及新能源车渗透率的提高, 2024 年来自新能源汽车主要主机厂(不包含传统能源车企的新能源部分)的收入占比接近 30%。

越南子公司已通过认证量产的项目 37 个, 已获 PPAP 批准待量产的项目 5 个。2024 年实现销售收入折合人民币约 2.58 亿元人民币, 同比增长 32.23%, 实现净利润折合人民币约 3,743.70 万元, 同比增长 78.34%。公司越南生产基已经于 2025 年 4 月 20 日正式投产, 规划产能约 20 亿人民币, 主要目标市场为东南亚、日韩、印度等地区。

### (2) 围绕“新质生产力”, 全面切入半导体及算力制造领域

公司根据自身战略及资源禀赋, 结合未来产业发展趋势及成长性, 选择半导体及算力制造领域作为外延增长方向。因此, 2024 年及 2025 年第一季度, 公司战略入股富创优越, 合计出资 38,336.10 万元, 持有其 42.16% 股权, 5 月 28 日, 公司发布公告, 正在筹划通过发行股份及支付现金(含部分现金由华懋科技全资子公司支付)的方式, 直接或间接购买富创优越 57.8398% 股权。交易完成后, 公司将直接及间接持有富创优越 100% 股权。未来, 公司将持续加大在半导体及算力制造领域的业务布局, 包括根据实际情况继续加大在相关领域的投入及深度整合富创优越产业链上下游等。富创优越光通信全产业链产品有全系列光接收器

PCBA，及部分成品组装和其他测试板等。

公司目前的光刻材料及光刻胶业务主要依托于参股公司徐州博康信息化学品有限公司。鉴于光刻胶业务存在投入大、回报周期长的特征，公司预计不会继续加大在此领域的投入，并将根据自身发展战略，在合适的时机进行择优处置，以获得新的发展机会。

2022年2月公司成立了全资子公司东阳研究院，通过东阳研究院，孵化一批新的面向未来的技术、业务方向，打造公司的“第二增长曲线”。未来公司将通过产学研合作，人才引进及收购等方式，通过内生及外延的形式，继续在汽车轻量化、减碳新材料等领域发展新的产业机会，产品涉及车用新材料、汽车主动安全及定制化系统开发等领域。

**投资建议：**公司是国内汽车安全气囊龙头企业，市占率超过 35%，目前正在全面拥抱海外市场，积极拓展越南生产基地，辐射东南亚地区。围绕“新质生产力”，全面切入半导体及算力制造领域，目前已经全资收购了光通信 PCBA 企业富创优越，打开新增长点。我们预计公司 2025、2026、2027 年归母净利润 4.97、6.88、8.52 亿元，对应 PE 分别为 27.6、19.9、16.1 X PE，给予“强烈推荐”评级。

## 四、风险提示

### 1、毛利率下滑风险

受整车厂商降价压力的影响，公司下游客户安全气囊系统及安全气囊袋生产商每年也会要求公司调低原有产品价格，由于公司产品是根据车型定制生产的，单款产品毛利率最高的时候一般是相应车型上市的第一年，如果未来下游汽车厂商放缓新车型上市节奏，原有产品价格将持续下降，公司将面临毛利率持续下滑的风险。

### 2、下游主要客户集中风险

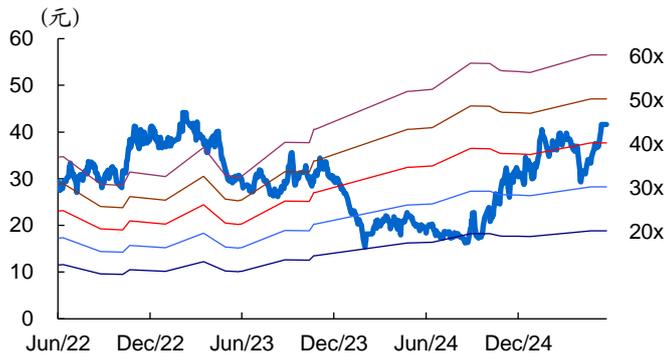
公司下游客户市场份额主要被国内外少数汽车被动安全部件一级供应商占据，如奥托立夫、采埃孚、均胜、延锋和锦恒等。如果公司主要客户的生产经营出现重大波动或对公司产品的需求发生重大不利变化，可能会对公司的生产经营产生不利影响。

### 3、新产业拓展风险

公司拓展的战略新兴业务相关行业及企业仍处于快速发展期，产品尚处于研发验证或市场拓展期，其产品及市场前景仍存在较大的不确定性，公司面临产业拓展风险。

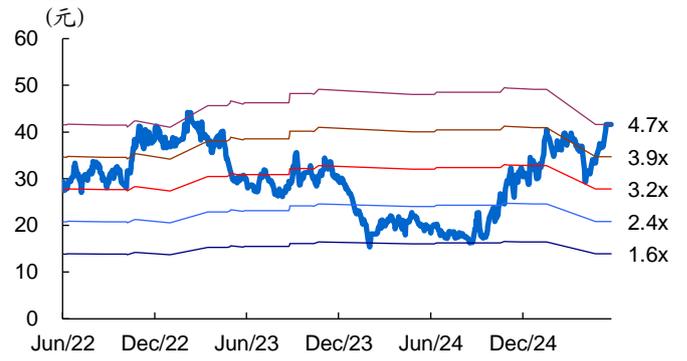
## 五、PE-PB Band

图 30: 华懋科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 31: 华懋科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2979	2464	2289	2822	3578
现金	1481	1135	538	663	890
交易性投资	32	32	32	32	32
应收票据	103	0	0	0	0
应收款项	614	837	1109	1374	1714
其它应收款	97	17	22	27	34
存货	275	281	372	459	574
其他	376	163	215	267	333
<b>非流动资产</b>	2105	2906	3639	3811	3952
长期股权投资	861	1125	1649	1649	1649
固定资产	671	944	1171	1358	1512
无形资产商誉	68	97	87	79	71
其他	504	740	732	725	720
<b>资产总计</b>	<b>5084</b>	<b>5371</b>	<b>5928</b>	<b>6633</b>	<b>7530</b>
<b>流动负债</b>	399	540	646	749	885
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	228	331	438	540	676
预收账款	1	1	1	2	2
其他	171	208	206	206	207
<b>长期负债</b>	875	925	925	925	925
长期借款	0	0	0	0	0
其他	875	925	925	925	925
<b>负债合计</b>	<b>1274</b>	<b>1465</b>	<b>1571</b>	<b>1673</b>	<b>1810</b>
股本	326	329	329	329	329
资本公积金	1728	1637	1637	1637	1637
留存收益	1616	1821	2287	2909	3696
少数股东权益	139	120	105	85	59
归属于母公司所有者权益	3670	3786	4252	4875	5661
<b>负债及权益合计</b>	<b>5084</b>	<b>5371</b>	<b>5928</b>	<b>6633</b>	<b>7530</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	231	663	242	434	506
净利润	228	269	482	668	827
折旧摊销	119	123	181	218	248
财务费用	7	24	0	0	0
投资收益	13	30	(106)	(146)	(176)
营运资金变动	(147)	212	(315)	(305)	(392)
其它	10	5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(504)	(851)	(807)	(243)	(213)
资本支出	(343)	(473)	(390)	(390)	(390)
其他投资	(162)	(378)	(418)	146	176
<b>筹资活动现金流</b>	1000	(171)	(33)	(66)	(66)
借款变动	(75)	(64)	(1)	0	0
普通股增加	6	3	0	0	0
资本公积增加	343	(91)	0	0	0
股利分配	(60)	(65)	(31)	(66)	(66)
其他	786	46	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>727</b>	<b>(359)</b>	<b>(597)</b>	<b>125</b>	<b>227</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	2055	2213	2935	3635	4535
营业成本	1426	1529	2021	2494	3121
营业税金及附加	16	15	20	25	31
营业费用	20	20	29	36	45
管理费用	196	179	235	258	322
研发费用	96	102	135	145	181
财务费用	(8)	0	0	0	0
资产减值损失	(61)	(28)	(27)	(30)	(30)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	24	26	26	26	26
投资收益	(13)	(30)	80	120	150
<b>营业利润</b>	260	337	574	793	982
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	261	338	575	793	982
所得税	32	68	92	126	155
少数股东损益	(14)	(8)	(15)	(20)	(25)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>242</b>	<b>277</b>	<b>497</b>	<b>688</b>	<b>852</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	26%	8%	33%	24%	25%
营业利润	12%	30%	70%	38%	24%
归母净利润	22%	15%	79%	38%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.6%	30.9%	31.1%	31.4%	31.5%
净利率	11.8%	12.5%	16.9%	18.9%	18.8%
ROE	7.1%	7.4%	12.4%	15.1%	16.2%
ROIC	6.2%	7.1%	11.3%	13.9%	15.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.1%	27.3%	26.5%	25.2%	24.0%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	7.5	4.6	3.5	3.8	4.0
速动比率	6.8	4.0	3.0	3.2	3.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	5.2	5.5	6.2	6.0	6.0
应收账款周转率	3.2	2.8	3.0	2.9	2.9
应付账款周转率	6.9	5.5	5.3	5.1	5.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.74	0.84	1.51	2.09	2.59
每股经营净现金	0.70	2.01	0.74	1.32	1.54
每股净资产	11.15	11.51	12.92	14.81	17.20
每股股利	0.20	0.09	0.20	0.20	0.20
<b>估值比率</b>					
PE	56.6	49.4	27.6	19.9	16.1
PB	3.7	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	41.1	32.7	19.6	14.7	12.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。