

祥鑫科技（002965.SZ）

冲压模具及精密结构件专家，机器人有望打开增量空间

优于大市

核心观点

公司深耕模具及金属结构件领域，内生发展与战略转型双轮驱动成长。公司成立于2004年，是国内精密冲压模具和金属结构件领域领军企业，按照其产品场景分类其收入结构为：新能源车占比57%，储能设备业务占比18%，燃油车占比18%，通信业务占比6%；2024年祥鑫科技营收67亿元，同比+18.3%，归母净利润3.6亿元，同比-11.6%；近年来公司持续加码新兴领域，推动低空经济与机器人业务成为第二增长曲线。

股权结构稳定，账上资金充足。截至2024年报，公司实控人陈荣和谢祥娃夫妇分别直接持有公司18.7%和14.4%股份，多年来股权和管理结构稳定；截止25Q1公司货币资金12亿元，为后续业务开拓提供充分保障。

看点1：重视品类开拓，液冷、低空等领域有望带来增量。公司重视研发创新（24年研发占比4%），掌握数控铣削加工、翻孔内攻牙、冲压成型、自冲铆、热熔自攻丝技术、模拟仿真、热成型等技术；以车、光伏及储能为基本盘，布局战略性新兴产业如机器人、低空经济、算力服务器等。

看点2：墨西哥、泰国产能加速扩张，全球化布局逐步推进。积极推进全球化布局，24年海外营收6.3亿元，同比+13%，毛利率30.3%，同比+6.5pct，同时推进海外产能布局，1）墨西哥工厂目前产能规划2.5亿元，有望逐步贡献盈利；2）泰国工厂聚焦新能源车、光储、算力服务器市场；3）计划欧洲或北非建厂，目标覆盖斯特兰蒂斯、丰田、大众等国际化车企。

看点3全面切入人形机器人制造领域。基于自身能力，联合客户、科研院所共建“结构件—关键零部件—本体代工”全链条能力。自身内核：1）工程化能力强（模具制造+精密冲压技术）；2）绑定客户基因优（主业合作CATL、BYD、H等）；能力外延：联手广东智能制造研究所，开发灵巧手、机械臂、测试、仿真设计、视觉应用、设备管理等，与三度智能、武迪电子签订协议加强布局；看好公司机器人业务带来新动能。

风险提示：客户拓展不如预期、产能扩建速度不如预期、技术更新风险。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。看好公司主业稳定性及机器人业务的潜在成长性，预计25/26/27年归母净利润为4.6/5.6/6.8亿元，EPS为1.73/2.10/2.55元，考虑到公司机器人业务的全面布局，给予公司2025年估值30-32x PE，对应每股合理估值52-55元，相较当下具有26%-35%的上行空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,703	6,744	8,020	9,470	11,180
(+/-%)	33.0%	18.3%	18.9%	18.1%	18.1%
净利润(百万元)	407	359	459	558	678
(+/-%)	58.5%	-11.6%	27.8%	21.5%	21.4%
每股收益(元)	2.28	1.76	1.73	2.10	2.55
EBIT Margin	8.6%	5.5%	5.7%	6.0%	6.4%
净资产收益率(ROE)	13.1%	8.6%	7.9%	9.0%	10.2%
市盈率(PE)	18.0	23.3	23.7	19.5	16.1
EV/EBITDA	18.8	24.7	25.8	22.8	19.3
市净率(PB)	2.36	2.00	1.86	1.75	1.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：孙树林

0755-81982598

sunshulin@guosen.com.cn

S0980524070005

基础数据

投资评级

优于大市（首次覆盖）

合理估值

41.05元

收盘价

总市值/流通市值

10894/8186百万元

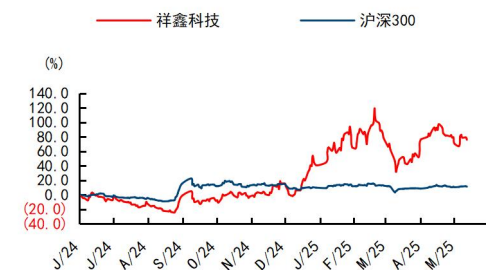
52周最高价/最低价

68.33/22.91元

近3个月日均成交额

796.13百万元

市场走势



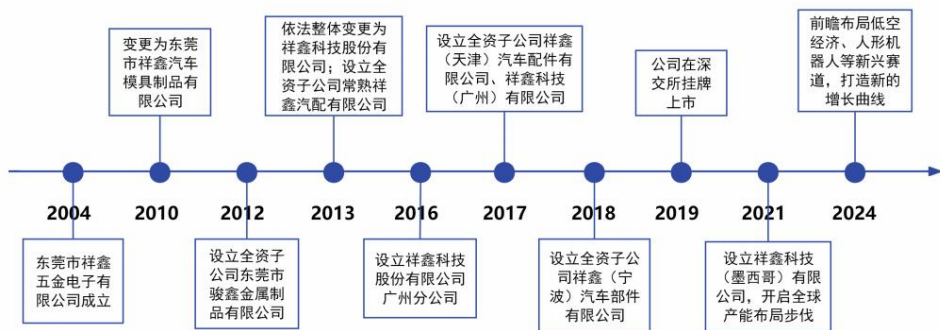
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

深耕模具及金属结构件二十载的零部件玩家

深耕模具及金属结构件领域，内生发展与战略转型双轮驱动成长。公司成立于2004年，前身为东莞市祥鑫五金电子有限公司，主要从事打印机、复印机等五金件加工业务；2008年正式进军汽车冲压模具及金属结构件领域，2013年完成股份制改造更名为“祥鑫科技股份有限公司”，2019年上市，2018年起布局新能源汽车、储能及光伏结构件业务，2021年设立墨西哥子公司，开启全球化产能布局；近年来公司持续加码新兴领域，2025年与广东省科学院共建“人形机器人关键零部件联合创新中心”，推动低空经济与人形机器人业务成为第二增长曲线，2024年公司营收67亿元，同比+18.3%，归母净利润3.6亿元，同比-11.6%。

图1：公司历史沿革情况



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

管理层以创始人团队为核心，创始人陈总、谢总夫妇深耕行业二十余载，产业资源丰富。创始人陈荣、谢祥娃夫妇深耕行业二十余年，具备丰厚的机械工程专业背景及供应链管理经验，同时其他高管也有丰富的技术和管理背景，以及高校资源；截至2024年末公司技术人员共2289人，占员工总数19.7%。

表1：公司核心团队情况

姓名	职务	从业经历
陈荣	董事长，董事	1971年01月出生，中级机械工程师，曾任东莞长安上沙金鑫金属制品厂技术员，技术主管，工程部经理；2004年5月与配偶谢祥娃女士共同创立公司并先后担任祥鑫科技股份有限公司执行董事兼总经理，董事长；13年5月至今，陈荣先生任祥鑫科技股份有限公司董事长，兼任子公司常熟祥鑫汽配有限公司执行董事和总经理，祥鑫科技(墨西哥)有限公司总管理人。
谢祥娃	副董事长，董事，总经理	1974年08月出生，研究生学历，曾任东莞长安上沙金鑫金属制品厂质检员，采购主管，业务主管，东莞金鑫金属制品有限公司总经理，武汉宏升鑫汽车零部件有限公司董事；2004年5月与配偶陈荣先生共同创立公司并历任祥鑫科技股份有限公司监事，董事，总经理等职务。2013年5月起，谢祥娃女士任祥鑫科技股份有限公司副董事长和总经理，兼任子公司东莞市骏鑫金属制品有限公司执行董事，祥鑫科技(广州)有限公司执行董事，宜宾祥鑫新能源技术开发有限公司执行董事，祥鑫科技(香港)有限公司执行董事，广东祥远投资有限公司董事长。
陈振海	副总经理，董事会秘书	1982年08月出生，本科学历，曾任职于东莞长安上沙金鑫金属制品厂，东莞金鑫金属制品厂，东莞金鑫金属制品有限公司。历任祥鑫科技股份有限公司总经理助理，人力资源部经理，行政中心总监。2014年06月至今任祥鑫科技股份有限公司副总经理，董事会秘书，兼任子公司祥鑫(东莞)新能源科技有限公司执行董事，广东祥远投资有限公司副董事长和总经理，广州市祥新投资有限公司执行董事和总经理。
谢洪鑫	副总经理	大专学历，曾任职于东莞长安上沙金鑫金属制品厂，东莞金鑫金属制品有限公司。历任祥鑫科技股份有限公司钣金事业部副总经理。2013年05月至今任祥鑫科技股份有限公司副总经理，兼任祥鑫科技股份有限公司采购中心总监，全资子公司祥鑫(安徽)智能制造有限公司执行董事。

刘伟 董事

1976 年 11 月出生，研究生学历，2002 年 8 月至 2003 年 10 月，任江苏金海投资集团有限公司投资部经理；2003 年 10 月至 2006 年 3 月，任汉高华威电子有限公司副总经理；2006 年 3 月至 2010 年 8 月，任江苏太阳雨太阳能有限公司副总经理；2008 年 10 月至 2016 年 3 月，任江苏四季沐歌太阳能有限公司总经理；2010 年 8 月至 2016 年 3 月，任日出东方太阳能股份有限公司董事，副总裁，董事会秘书；现任如通股份独立董事，江苏磐鼎实业有限公司执行董事，万来文化发展（江苏连云港）有限公司执行董事。

黄奕鹏 独立董事

1961 年 09 月出生，中国国籍，在职研究生，注册会计师、高级审计师，无境外居留权。曾任潮州市审计局股长、科长，潮安县审计局局长，广东金曼集团股份有限公司副总经理，广东发展银行汕头分行财务总监、总经理，广东德明投资集团有限公司副总裁，广东四通集团股份有限公司董事会秘书、高级顾问，广东真美食品股份有限公司独立董事；现担任实丰文化发展股份有限公司独立董事、南京我乐家居股份有限公司（证券代码：603326）独立董事、祥鑫科技股份有限公司独立董事等。

汤勇 独立董事

1962 年 11 月出生，中国国籍，工学博士学历，无境外永久居留权。曾任职于安徽省利群机械厂、安徽省汽车工业公司合肥汽车配件厂；现担任华南理工大学教授、深圳大学教授、“半导体显示与光通信器件”国家地方联合工程研究中心主任、中国机械工程学会生产工程分会切削专业委员会常务理事、惠州亿纬锂能股份有限公司独立董事、佛山市国星光电股份有限公司独立董事、广东中昇华控智能科技股份有限公司副董事长、珠海华控光电科技有限公司董事长、祥鑫科技股份有限公司独立董事等。

王承志 独立董事

1977 年 05 月出生，中国国籍，法学博士学历，无境外永久居留权。曾任江西凤翔传说整合营销服务股份有限公司独立董事、摩登大道时尚集团股份有限公司独立董事、江苏凯强医学检验有限公司董事、广东茉莉数字科技集团股份有限公司独立董事、艾尔玛科技股份有限公司独立董事、广东凯金新能源科技股份有限公司独立董事等；现担任中山大学副教授和博士生导师、易方达基金管理有限公司独立董事、深圳市美之高科技股份有限公司独立董事、广州恒运企业集团股份有限公司独立董事、广东神朗律师事务所兼职律师、祥鑫科技股份有限公司独立董事等。

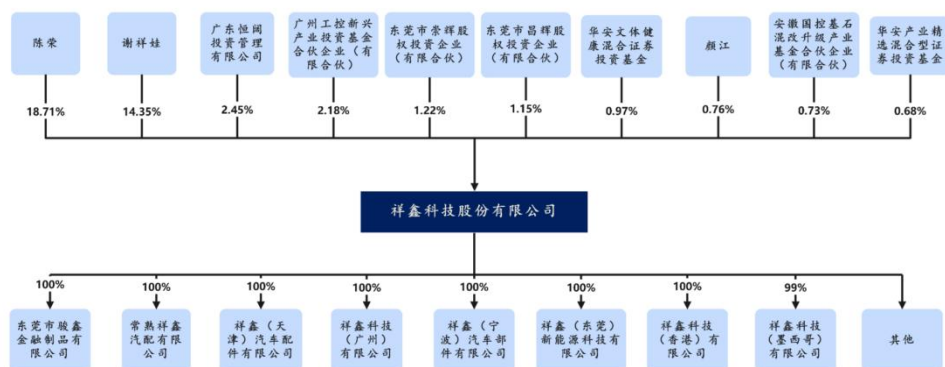
李燕红 财务负责人

1979 年 01 月出生，中国国籍，本科学历，无境外永久居留权。曾任职于东莞长安上沙鑫鑫金属制品厂、东莞鑫鑫金属制品有限公司，历任公司财务经理、财务高级经理、财务副总监，2020 年 04 月至今任公司财务负责人。

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构保持稳定。截至 2024 年年报，陈荣和谢祥娃夫妇分别直接持有公司 18.71%和 14.35%股份，陈荣和谢祥娃二者为夫妻关系，为公司的控股股东、实际控制人。；另外东莞市昌辉股权投资企业（有限合伙）持有公司（背后实控人谢祥娃持有 49.65%的股权）1.15%股权；东莞市崇辉股权投资企业（有限合伙）持有公司（背后实控人谢祥娃持有 46.8%的股权）1.22%股权。

图2：祥鑫科技股权结构图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

客户资源丰富，打造平台型供应体系

公司以模具及金属结构件能力为基础，覆盖模具生态圈、汽车部件系统、3C 产业三大业务板块，主要产品包括汽车五金模具、车身部件、动力电池箱体、热管理系统、座椅舒适系统、光储充产品、通信设备结构件、压铸类产品等，能够为汽车、光伏储能、通信设备等行业的客户提供一体化解决方案和服务。公司具备从

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

金属结构件单品到组件及系统总成的全链条供应能力,并拓展至新能源金属制品、机器人、自动化设备等领域,同时提供货物及技术进出口服务。

图3: 样鑫科技业务情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

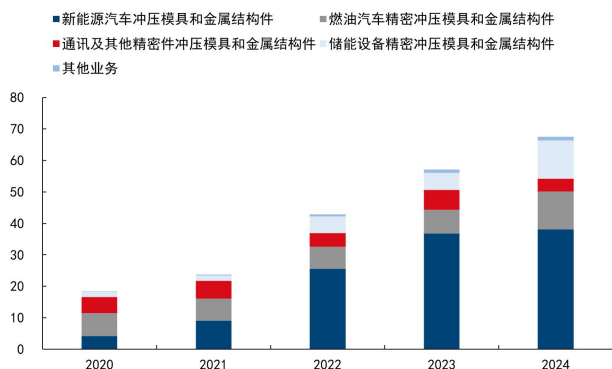
图4: 样鑫科技产品矩阵



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

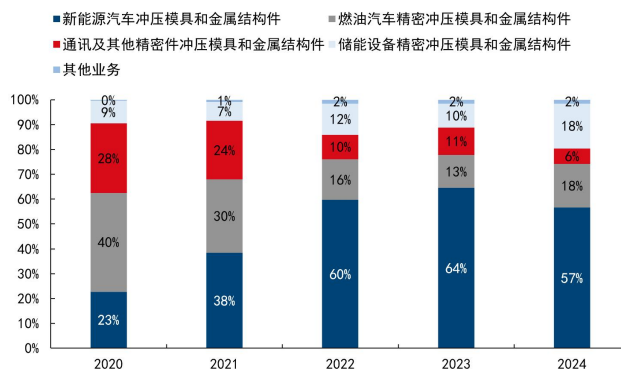
产品层面, 样鑫科技产品布局以 1) 新能源汽车冲压模具和金属结构件为核心业务, 2024 年营收占比 57%, 收入同比+4%, 涵盖动力电池箱体、热管理系统等高附加值产品; 2) 储能设备业务快速增长, 2024 年占比 18%, 收入同比+123%, 主要为光伏逆变器及储能结构件; 3) 传统燃油汽车精密件及通信设备结构件占比逐年下降, 2024 年占比 18%, 收入同比+57%; 4) 通信业务占比 6%, 收入同比-34%。

图5: 公司收入结构情况(亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司营收占比情况



资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

与国内外多家行业领军企业建立稳固的战略合作关系。公司客户覆盖新能源汽车整车制造、动力电池及智能科技等领域，汽车结构件客户覆盖市场主流车企，如广汽集团、吉利汽车、比亚迪、小鹏汽车、蔚来汽车、零跑汽车、理想汽车（Tier 2 座椅骨架）、长城汽车（Tier 2 座椅骨架）、T 客户（Tier 2 座椅骨架）等；与本特勒、佛吉亚、法雷奥、马勒、延锋等 Tier1 深度合作；动力电池类客户主要是 C 客户、B 客户、国轩高科、亿纬锂能、吉利威睿等知名厂商；光伏逆变器及储能客户有 H 客户（目前配套供应通信、数据中心、智能汽车、液冷超充、光伏逆变器及储能等产品）、新能安、C 客户、Enphase Energy、南网科技、闻储创新、海辰储能、蜂巢能源等国内外知名企业。

图7: 祥鑫科技主要客户情况

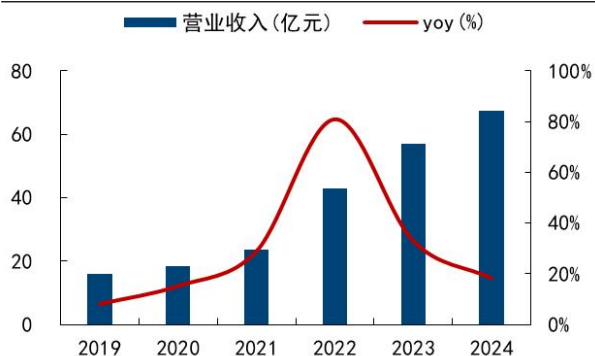


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务：资金储备充足，近几年收入维持高增长

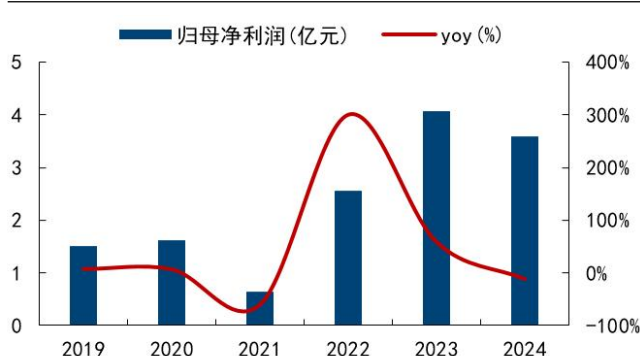
营收和利润常年维持稳定增长。依托于优质的模具和结构件的制造能力，祥鑫科技营收从 2014 年的 7.3 亿元增长到 2024 年的 67.4 亿元，复合增速为 26.4%，利润从 2014 年的 0.71 亿元增长到 2024 年的 3.59 亿元，复合增速为 17.7%，实现多年的业绩稳定增长。2024 年营收 67 亿元，同比+18%，规模实现稳定增长，归母净利润 3.6 亿元，同比-12%，系原材料成本上行及行业竞争加剧导致。

图8: 祥鑫科技营业收入及同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

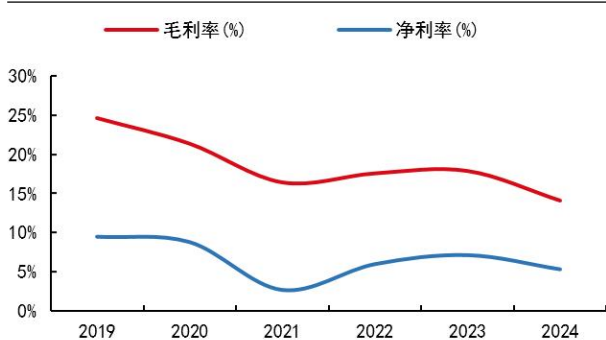
图9: 祥鑫科技归母净利润及同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

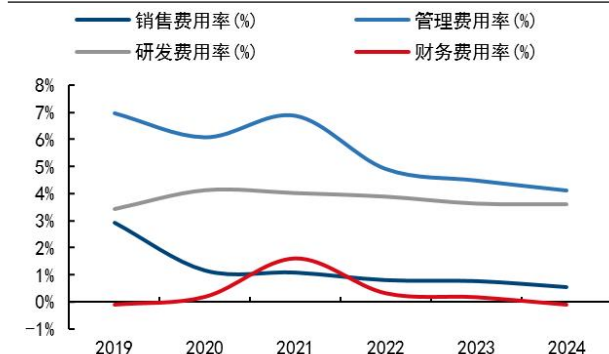
近两年行业竞争原因至毛利率略有承压，产品扩张及降本增效打开增量空间。近两年公司毛利率有所下滑，主要系行业竞争影响，公司的措施是积极拓展国内国外优质业务，调整产品结构，提高新能源占比，提升产品质量和技术，同时提升内部管理效率，积极优化生产工艺和技术，持续有效地推进降本措施。未来随新能源汽车需求持续迭代、光储业务产能加速释放，叠加低空经济及人形机器人等新兴领域的技术储备逐步兑现，公司增长动能有望持续强化；2024 年公司销售/管理/研发费用率为 0.5%/4.1%/3.6%，同比-0.2/-0.4/-0pct，降本增效持续推进。

图10: 祥鑫科技毛利率及净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 祥鑫科技期间费用率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 祥鑫科技货币资金情况（亿元）

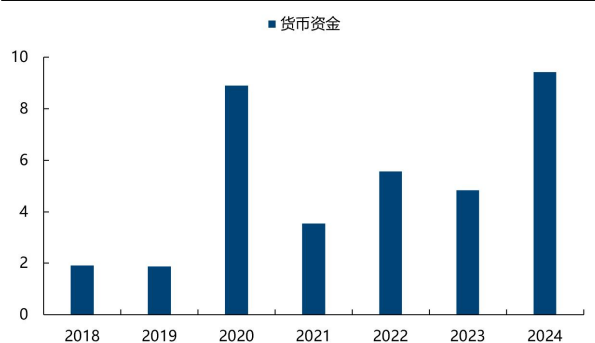
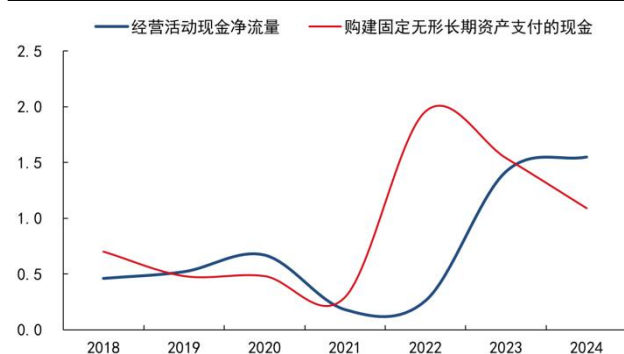


图13: 祥鑫科技现金流与资本开支情况（亿元）



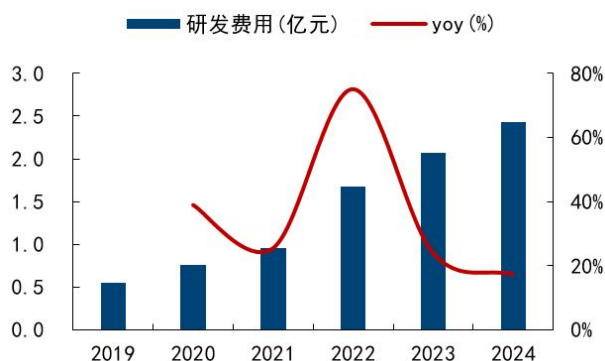
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司看点 1：重视研发+产品开拓

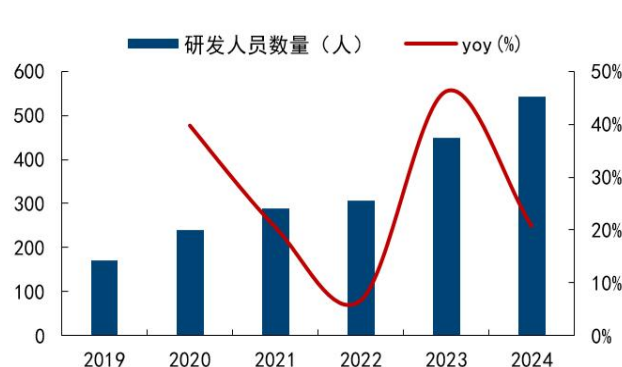
公司高度重视研发创新，2024 年研发投入 2.43 亿元，占营收 3.61%，凭借对研发创新的高度重视和持续投入，公司已形成独立核心技术体系，拥有 600 余项专利，从研发设计的角度来改进生产技术。经过多年探索与实践积累，公司已完成模块化模具设计数据库系统开发、覆盖件冲压模具设计制造技术与开发、覆盖件冲压成型模具制造技术等一体化技术及应用开发、智能化大型复杂模具设计、制造成套技术与装备开发和应用研究等项目，熟练掌握高性能数控铣削加工、翻孔内攻牙、整体冲压成型、多工步级进冲压、自冲铆 (SPR)、热熔自攻丝技术 (FDS)、拼焊板、模拟仿真、热成型等技术，可广泛应用于汽车、光伏储能、通信设备等领域。经广东省振动工程学会认定，公司“高精度复杂汽车零部件冲压稳健生产关键技术研究与应用”总体技术达国际先进水平，其中管道式换热器集液管整体级进冲压成形加工技术达国际先进水平，获广东省科技进步奖二等奖。

图14：祥鑫科技研发费用和同比（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图15：祥鑫科技研发人员数量和同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司积极进行多元化产品布局。公司始终聚焦新能源汽车、光伏逆变器及储能业务构筑基本盘，同时积极布局战略性新兴产业如人形机器人、低空经济、算力服务器等，坚持以研发创新为驱动，通过管理的持续创新改善、精细化数字化的管理提升、成本控制等措施，优化公司产业布局，丰富公司的产品类型，促进公司业务快速增长；公司的冷媒直冷的液冷方案，力争今年获得客户的批量订单。

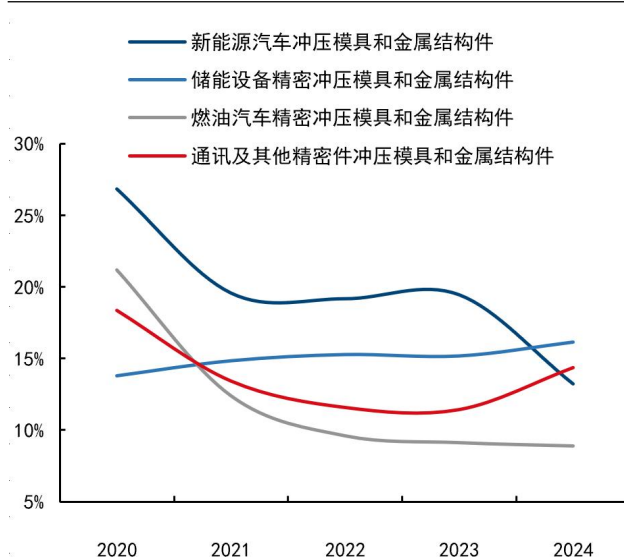
- 汽车：供应精密冲压模具、车身结构件和总成件、热管理系统总成等；
- 动力电池：供应型材箱体、冲压箱体、辊压箱体等多种解决方案；
- 光伏储能：供应风/液冷工商业储能系统、逆变器、充电桩等进行 OEM 生产；
- 通信设备：为客户供应通讯插箱、交换机箱、算力服务器等产品和服务。
- 低空经济：公司与头部客户达成战略合作，打造新增长曲线。

图16: 祥鑫科技产品持续延展



资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 祥鑫科技不太业务毛利率变化情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司看点 2: 墨西哥+泰国工厂助力全球化进程

全国范围内围绕汽车产业集群布局产能。随业务领域的拓展和订单量的快速增长,公司陆续延展振华园和骏鑫两大基地,先后在广州、常熟、天津和宁波投入建成生产基地,实现基地覆盖国内三大汽车产业集群中心,产品配套珠三角、长三角和京津冀。从而实现有效地降低产品运输费用、缩短供货时间、及时解客户的需求并迅速调整相应的生产工艺、提前获取新款产品的开发情况和快速调整研发方向,为客户实现就近配套,进一步提高公司的业务能力和盈利能力。

图18: 公司国内生产基地布局



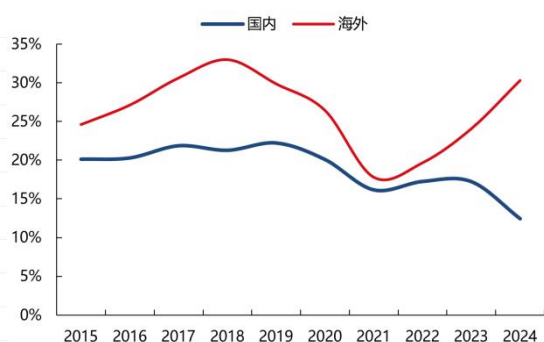
资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司积极推进全球化布局, 2024 年公司海外市场营收 6.3 亿元, 同比+13%, 营收占比 9.3%, 海外业务毛利率 30.3%, 同比+6.5pct, 海外盈利逐步显现。同时公司持续进行海外产能布局, 以实现全球客户的持续拓展。

- **墨西哥工厂:** 墨西哥子公司可实现北美客户的覆盖, 24 年营收 1.0 亿元 (23 年 0.3 亿元), 净利润-426 万元; 目前产能规划约 2.5 亿元, 将会根据客户的需求进行扩产, 我们预计公司墨西哥工厂有望逐步实现盈利。

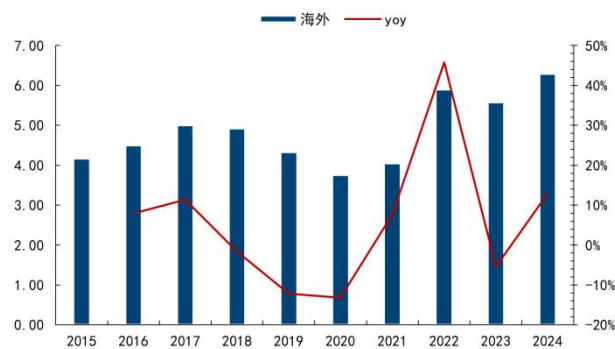
- **泰国工厂：**建设提速，目标是覆盖北美、东南亚新能源汽车、光储、算力服务器市场。24 年 11 月，祥鑫科技拟在泰国投资设立子公司，计划投资金额不超过 18000 万泰铢：产销汽车电子、液冷散热器、消费电子、充电桩等精密金属结构件或总成件；产品覆盖北美等产业集群、东南亚地区。
- **其他：**公司今年计划在欧洲或北非建厂，目标覆盖客户包括斯特兰蒂斯、雷诺、丰田、大众等国际化车企，同时也可配合国内客户出海，目前已经接到部分项目（车身结构件、动力电池结构件等）。

图19：公司海外与国内业务毛利率



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图20：公司海外业务营收（亿元）及增速



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

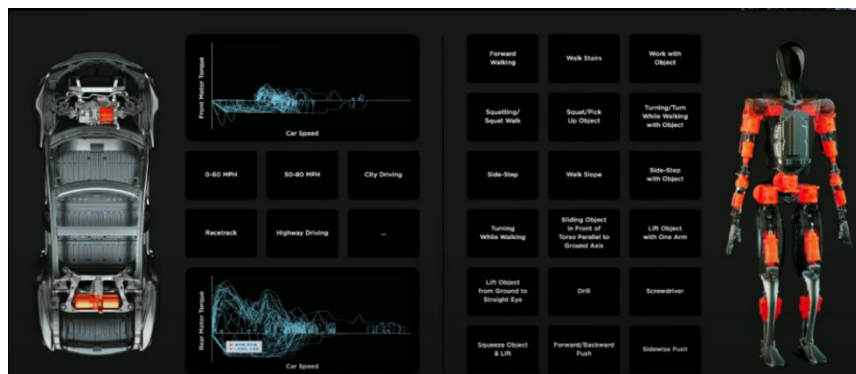
公司看点 3：发力人形机器人布局

人形机器人是公司未来重要的战略布局方向之一。公司能够根据不同客户的需求，为客户提供从模具到结构件的产品整体解决方案。围绕客户需求进行产业配套，在项目初期与客户共同开发，提供全面技术解决方案以满足客户需求。公司将联合客户、科研院所共建“轻量化结构件—关键零部件—本体代工”全链条能力。

自身内核：优秀的工程化能力+客户深度绑定的实力

领先的模具制造技术和精密冲压技术，产品种类多元，批量生产能力强。1) 公司拥有领先的模具制造技术和精密冲压技术，曾荣获广东省科技进步奖二等奖，是国家高新技术企业、国家知识产权示范企业、模具出口重点单位、中国重点骨干模具企业、广东制造业企业 500 强和 2024 年广东省省级制造业单项冠军企业，为汽车、光伏储能、通信设备等行业的国内外客户提供一体化解决方案和服务；2) 公司已经建立健全技术、设计、生产、销售和服务等方面的管理体系，具有快速的组织反应能力和较强的精细化管理能力，可高效合理地配置公司资源，及时批量生产一致性的优质产品；3) 公司产品类众多，涉及新能源汽车、光伏逆变器及储能业务，其中机器人产业链与电动车零部件产业链在技术上有较高的重叠度，后续有望进行相关业务的延展。

图21：特斯拉车端 VS 人形机器人



资料来源：特斯拉 AI Day，国信证券经济研究所整理

客户绑定能力强。公司 2016 年前五大客户结构为广汽集团（占比 10%）、华为（占比 10%）、佛吉亚（占比 7%）、中兴（占比 5%）、马勒（占比 5%）；2020 年上半年公司前五大客户结构为华为（占比 23%）、佛吉亚（占比 10%）、中兴（占比 7%）、广汽（占比 5%）、马勒（占比 4%），以及已定点但当时尚未量产的大额定点项目客户包括宁德时代、吉利汽车等，均为当时的行业领先玩家。近些年公司生产的产品得到客户的高度认可并建立长期稳定的合作关系，包括广汽集团、广汽埃安、吉利汽车、上汽集团、比亚迪、小鹏汽车、蔚来汽车、奇瑞汽车、零跑汽车、Stellantis、华为、宁德时代、亿纬锂能、国轩高科、欣旺达、Enphase Energy、蜂巢能源、本特勒、佛吉亚、法雷奥、马勒、延锋、Stellantis、雷诺等，涵盖汽车、储能光伏、通信设备等行业，可见公司具备绑定核心大客户的优秀能力和基因。目前公司部分客户已涉足机器人业务，后续有望扩大合作深度和合作范围。

图22：公司和核心客户合作年份（不完全梳理）



资料来源：wind，公司公告，公司招股书，国信证券经济研究所整理

能力外延：牵手产业资源全面发力人形机器人零部件

公司密切关注机器人行业的发展趋势和市场情况，并提前进行战略布局。公司在 25 年年初注册祥鑫智能机器人有限公司，未来人形机器人的业务都会整合到该全资子公司，以满足客户的多样化需求。

- 25 年 1 月，祥鑫科技与广东省科学院智能制造研究所签署《合作协议书》，双方共建人形机器人关键零部件联合技术创新中心，研究院为公司提供在人形机器人关键零部件等产品开发领域的技术研究服务和支持，共同研发人形机器人智能化解决方案，包括但不限于灵巧手、轻量化机械手臂、功能/性能/可靠性测试、数字化仿真设计、机器视觉应用、设备健康管理等。

- 2025 年 3 月，祥鑫科技分别与三度（佛山）智能、深圳市武迪电子签订《人形机器人关键零部件战略合作协议》和《新能源汽车关键零部件战略合作协议》。公司与三度智能围绕“人形机器人关键技术”、与武迪电子围绕“新能源汽车关键零部件”建立战略合作关系并开展深度合作，以推动产业发展。

图23: 祥鑫科技与广东省科学院智能制造研究所签署合作



资料来源：广东省科学院智能制造研究所，国信证券经济研究所整理

- 2025 年 6 月祥鑫科技与 FUTURE BOT HOLDING LTD. 签订《股权转让协议》，公司拟受让女娲机器人（NUWA Robotics Corp.）股份 69120 股（占其现有总股本 1.25%）；NUWA Robotics Corp. 下属子公司女娲创造于 2016 年在中国台湾创立。通过平台化软件工具（如无代码编辑器、自研高精度 SLAM）与高性价比硬件（利用富士康供应链优势）结合，提供覆盖家用/教育、商服、工业自动化三大场景的解决方案，显著降低机器人部署成本（如商服机器人月租仅\$499）与应用门槛（部署时间缩短 98%）。产品包括校用及 IP 家用机器人、可快速回本商服机器人和富士康应用的工业物流 AMR（目标 2026 年产量超 6000 台）。女娲创造公司已赢得软银、亚马逊、富士康等全球巨头合作，目标 2026 年收入突破 1 亿美元（净利率 24%）。依托技术平台化、极致成本控制力和多场景落地能力，公司正加速成长为全球机器人领域的创新力量。

图24: 女娲创造公司业务



资料来源：祥鑫科技公众号，国信证券经济研究所整理

图25: 祥鑫科技人形机器人战略布局



资料来源：祥鑫科技公众号，公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提：我们的盈利预测基于以下假设条件：

新能源汽车/燃油汽车冲压模具和金属结构：在汽车领域，公司能够为客户供应精密冲压模具、车身结构件和总成件、热管理系统总成等产品和服务；在动力电池领域，公司能够为客户供应型材箱体、冲压箱体、辊压箱体等多种解决方案；公司汽车业务的主要客户包括广汽集团、广汽埃安、吉利汽车、上汽集团、比亚迪、小鹏汽车、蔚来汽车、零跑汽车、宁德时代、亿纬锂能、国轩高科，公司已经完成模块化模具设计数据库系统开发、汽车覆盖件冲压模具先进设计制造技术研究及开发、汽车覆盖件冲压成型模具制造技术等一体化技术，从客户、产品、技术维度均有较为深度的布局，后续随客户的放量以及产品拓展有望维持增长，预计2025-2027年，公司新能源汽车冲压模具和金属结构件营收为44/50/57亿元，同比+15%/14%/14%，假设随收入体量上升规模效应持续释放带来毛利率提升，预计毛利率分别为14%/14%/15%；预计2025-2027年公司燃油汽车精密冲压模具和金属结构件营收为14/15/16亿元，同比+13%/11%/7%，假设随收入体量上升规模效应持续释放带来毛利率提升，预计毛利率分别为14%/15%/15%。

储能设备精密冲压模具和金属结构件：公司光伏逆变器及储能主要客户主要有H客户、新能安、C客户、Enphase Energy、南网科技、闻储创新、海辰储能、蜂

巢能源、锦浪科技、麦田能源等国内外知名企业，够为客户供应风冷/液冷工商业储能系统、逆变器、充电桩等产品并进行 OEM 生产；依托原有业务的客户积累以及自身在精密制造的优势，公司近两年在储能相关领域持续拓展产品（风冷/液冷工商业储能系统、逆变器、充电桩等）和开拓优质客户，有望给本块业务带来持续的增长动力。我们预计收入端保持持续提升，预计 2025-2027 年营收为 17/24/32 亿元，同比+40%/38%/36%，假设随收入体量上升规模效应持续释放带来毛利率提升，预计毛利率分别为 14%/14%/15%。

5G 通讯及其他精密件冲压模具和金属结构件：主要产品包括用于通讯插箱、交换机箱、服务器中的部件，我们预计收入端保持相对稳定的提升，预计 2025-2027 年营收为 5/5/6 亿元，同比+13%/11%/12%，假设随收入体量上升规模效应持续释放带来毛利率提升，预计毛利率分别为 14%/15%/15%。

费率方面：随着收入体量的扩张以及公司业务的逐步成熟，我们认为公司费率有望逐渐趋稳，假设 25-27 年公司研发费率分别为 4%/4%/4%水平，管理费用率分别为 4%/4%/4%水平。

表2：祥鑫科技盈利预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新能源汽车冲压模具和金属结构件						
收入	25.6	36.7	38.1	44.0	50.0	57.0
YOY	181%	44%	4%	15%	14%	14%
成本	20.7	29.6	33.1	37.8	42.9	48.7
毛利	4.9	7.1	5.0	6.2	7.1	8.3
毛利率(%)	19.2%	19.4%	13.2%	14.0%	14.2%	14.5%
储能设备精密冲压模具和金属结构件						
收入	5.4	5.5	12.2	17.0	23.5	32.0
YOY	202%	2%	123%	40%	38%	36%
成本	4.5	4.6	10.2	14.6	20.1	27.3
毛利	0.8	0.8	2.0	2.4	3.4	4.7
毛利率(%)	15.3%	15.2%	16.2%	14.0%	14.4%	14.8%
燃油汽车精密冲压模具和金属结构件						
收入	7.0	7.6	11.9	13.5	15.0	16.0
YOY	0%	8%	57%	13%	11%	7%
成本	6.3	6.9	10.9	11.6	12.8	13.6
毛利	0.7	0.7	1.1	1.9	2.2	2.4
毛利率(%)	9.6%	9.1%	8.9%	14.0%	14.5%	15.0%
5G 通讯及其他精密件冲压模具和金属结构件						
收入	4.3	6.3	4.2	4.7	5.2	5.8
YOY	-24%	47%	-34%	13%	11%	12%
成本	3.8	5.6	3.6	4.0	4.4	4.9
毛利	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
毛利率(%)	11.6%	11.4%	14.4%	14.0%	14.5%	15.0%
其他业务						
收入	0.7	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
YOY	192%	37%	11%	-7%	0%	0%
成本	0.0	0.1	0.2	0.9	0.9	0.9
毛利	0.7	0.8	0.9	0.1	0.1	0.2
毛利率(%)	95.8%	86.9%	80.3%	14.0%	14.5%	15.0%
合计						
收入	42.9	57.0	67.4	80.2	94.7	111.8
YOY	81%	33%	18%	19%	18%	18%
成本	35.3	46.8	57.9	69.0	81.1	95.4
毛利	7.6	10.2	9.5	11.2	13.6	16.4
毛利率(%)	17.6%	17.9%	14.1%	14.0%	14.3%	14.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

按上述假设条件与假设，我们预计未来 3 年营收分别为 80.2/94.7/111.8 亿元，同比+19%/+18%/+18%，毛利率分别为 14%/14%/15%，公司归母净利润分别为 4.6/5.6/6.8 亿元，同比增速分别+28%/22%/21%，EPS 分别为 1.73/2.10/2.55 元。

表3：未来 3 年盈利预测表(单位：百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6744	8020	9470	11180
营业成本	5792	6897	8114	9538
销售费用	36	44	52	61
管理费用	278	314	369	434
研发费用	243	281	331	391
营业利润	400	511	622	755
归属于母公司净利润	359	459	558	678
EPS	1.76	1.73	2.10	2.55
ROE	9%	8%	9%	10%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表4：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	5703	6744	8046	9530	11285
(+/-%)	33.0%	18.3%	19.3%	18.4%	18.4%
净利润(百万元)	407	359	598	726	880
(+/-%)	58.5%	-11.6%	66.5%	21.3%	21.2%
摊薄 EPS	2.28	1.76	2.52	3.06	3.70
中性预测					
营业收入(百万元)	5703	6744	8020	9470	11180
(+/-%)	33.0%	18.3%	18.9%	18.1%	18.1%
净利润(百万元)	407	359	459	558	678
(+/-%)	58.5%	-11.6%	27.7%	21.6%	21.4%
摊薄 EPS(元)	2.28	1.76	1.73	2.10	2.55
悲观的预测					
营业收入(百万元)	5703	6744	7995	9411	11077
(+/-%)	33.0%	18.3%	18.5%	17.7%	17.7%
净利润(百万元)	407	359	321	393	480
(+/-%)	58.5%	-11.6%	-10.6%	22.4%	22.1%
摊薄 EPS	2.28	1.76	0.95	1.17	1.44
总股本（百万股）	178	204	265	265	265

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：55.6–56.4 元

未来估值假设条件见下表：

表5: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	80.9%	33.0%	18.3%	18.9%	18.1%	18.1%	15.0%	10.0%
营业成本/营业收入	82.4%	82.1%	85.9%	86.0%	85.7%	85.3%	85.2%	85.3%
管理费用/营业收入	4.8%	4.4%	4.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用/营业收入	3.9%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
销售费用/销售收入	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%
营业税及附加/营业收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
所得税税率	8.0%	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股利分配比率	8.2%	19.7%	34.3%	34%	34%	34%	34%	34%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.00	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	8.80%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.03
公司股价 (元)	41.05	Ke	8.97%
发行在外股数 (百万)	265	E/(D+E)	97.00%
股票市值 (E, 百万元)	10894	D/(D+E)	3.00%
债务总额 (D, 百万元)	337	WACC	8.81%
Kd	4.50%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 55.6-56.4 元, 估值中枢为 56.0 元。

表7: FCFF 估值

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	454	567	713	860	927	1041	966	1053	1096
所得税税率	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
EBIT*(1-所得税税率)	408	511	641	774	834	937	869	947	987
折旧与摊销	159	173	187	201	216	230	244	258	272
营运资金的净变动	1117	(561)	(402)	(223)	(71)	(89)	(30)	(76)	(53)
资本性投资	(212)	(212)	(212)	(212)	(212)	(212)	(212)	(212)	(212)
FCFF	1472	(90)	214	539	766	865	871	917	993
PV (FCFF)	1352	(76)	166	385	502	521	482	467	464
核心企业价值	11,562.4								
减: 净债务	(3,298.7)								
股票价值	14,861.1								
每股价值	56.00								

资料来源: 国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

WACC 变化						
75.27		8.6%	8.7%	8.8%	8.9%	9.0%
永续 增长 率变 化	2.3%	56.83	56.83	56.83	56.83	56.83
	2.2%	56.41	56.41	56.41	56.41	56.41
	2.1%	56.00	56.00	56.00	56.00	56.00
	2.0%	55.60	55.60	55.60	55.60	55.60
	1.9%	55.22	55.22	55.22	55.22	55.22

	1.8%	54.84	54.84	54.84	54.84	54.84
	1.7%	56.83	56.83	56.83	56.83	56.83

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：52-55 元

对于相对估值，选取在人形机器人领域有深度布局的三花智控、国内轻量化领先玩家文灿股份和嵘泰股份为可比公司：

- **三花智控**：全球热管理电子膨胀阀龙头公司，截止阀、车用热力膨胀阀、储液器等市占率处于全球领先，公司批量化一致性生产能力强，具备较强的工程化能力和客户绑定能力；且人形机器人领域定位 Tier1 关节模组厂，公司批量化和高精密生产能力及机器人领域定位和祥鑫科技具有可比和相似性。
- **文灿股份**：轻量化领先玩家，专攻汽车精密压铸件，产品主要应用于变速箱、底盘、制动系统、车身结构件等，拥有具有丰富经验的优秀技术队伍，配备现代先进设计和管理的软件及工具，公司轻量化零部件制造能力和祥鑫科技具有可比和相似性。
- **嵘泰股份**：国内领先汽车精密压铸件生产企业，集模具研发与制造、高压压铸、精密加工、装配集成于一体的高新技术企业，从产品的前期设计研发、生产、交付直至售后服务为客户提供一站式的全方位服务，同时公司积极布局人形机器人领域，公司轻量化零部件制造能力和祥鑫具有相似性。

祥鑫科技目前具备三大看点：

看点 1：重视品类开拓，液冷、低空等领域有望带来增量。公司重视研发创新（24 年研发占比 4%），掌握数控铣削加工、翻孔内攻牙、冲压成型、自冲铆、热熔自攻丝技术、模拟仿真、热成型等技术；以车、光伏及储能为基本盘，布局战略性新兴产业如机器人、低空经济、算力服务器等；

看点 2：墨西哥、泰国产能加速扩张，全球化布局逐步推进。积极推进全球化布局，24 年海外营收 6.3 亿元，同比+13%，毛利率 30.3%，同比+6.5pct，同时推进海外产能布局，墨西哥工厂目前产能规划 2.5 亿元，有望逐步贡献盈利；泰国工厂聚焦新能源车、光储、算力服务器市场；计划欧洲或北非建厂，目标覆盖斯特兰蒂斯、丰田、大众等国际化车企。

看点 3：全面切入人形机器人制造领域。基于自身能力，联合客户、科研院所共建“结构件—关键零部件—本体代工”全链条能力。**自身内核**：工程化能力强+绑定客户基因优；**能力外延**：联手广东智能制造研究所，开发灵巧手、机械臂等，与三度智能、武迪电子签订协议加强布局，看好公司机器人业务带来新动能。预计 25/26/27 年营收分别为 80.2/94.7/111.8 亿元，同比+19%/+18%/+18%，公司归母净利润分别为 4.6/5.6/6.8 亿元，同比增速分别+28%/22%/21%，EPS 分别为 1.73/2.10/2.55 元；参考可比公司估值，考虑到后续公司在机器人板块的持续布局较为全面（结构件—关键零部件—本体代工全方位布局），且主业客户矩阵扎实，有望将合作延伸至人形机器人领域，从而有望带来新的成长动力，可以看到公司在人形机器人领域的布局是较为全面和有深度的，因此我们认为其可以享受一定的估值溢价，给予公司 2025 年估值 30-32x PE，对应每股合理估值 52-55 元，相较当下具有 26%-35%的上行空间。

表9：可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 收盘（元）	总市值 （亿元）	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002050.SZ	三花智控	优于大市	25.93	968	0.83	1	1.17	31	26	22

600933.SH	文灿股份	未评级	20.30	64	0.37	0.72	1.12	55	28	18
605133.SH	嵘泰股份	未评级	35.04	76.23	0.88	1.16	1.45	40	30	24
	平均							42	28	21
002965.SZ	祥鑫科技	优于大市	41.05	109	1.76	1.73	2.10	23	24	20

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；注：数据时间为6月10日收盘价 注：1）祥鑫科技25年股本结构发生变化；2）文灿股份和嵘泰股份的盈利预测来自wind一致预期。

投资建议：

综上所述，预计祥鑫科技25/26/27年营收分别为80.2/94.7/111.8亿元，同比+19%/+18%/+18%，公司归母净利润分别为4.6/5.6/6.8亿元，同比增速分别+28%/22%/21%，EPS分别为1.73/2.10/2.55元；参考可比公司估值，考虑到后续公司在机器人板块的持续布局较为全面（结构件—关键零部件—本体代工全方位布局），且主业客户矩阵扎实，有望将合作延伸至人形机器人领域，从而有望带来新的成长动力，可以看到公司在人形机器人领域的布局是较为全面和有深度的，因此我们认为其可以享受一定的估值溢价，给予公司2025年估值30-32x PE，对应每股合理估值52-55元，相较当下具有26%-35%的上行空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 52-55 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.8%、风险溢价 6%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取在人形机器人领域有深度布局的三花智控、国内轻量化领先玩家文灿股份和嵘泰股份为可比公司作为相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 作为相对估值的参考，参考可比公司估值，考虑到后续公司在机器人板块的持续布局较为全面（结构件—关键零部件—本体代工全方位布局），且主业客户矩阵扎实，有望将合作延伸至人形机器人领域，从而有望带来新的成长动力，可以看到公司在人形机器人领域的布局是较为全面和有深度的，因此我们认为其可以享受一定的估值溢价，最终给予公司 25 年 30-32 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入分别为 80.2/94.7/111.8 亿元，同比 +19%/+18%/+18%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 14%/14%/15%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司费率有望逐渐趋稳，假设 25-27 年公司研发费率分别为 4%/4%/4% 水平，管理费用率分别为 4%/4%/4% 水平，可能存在对公司费用估计偏低，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司业绩增量，储能设备精密冲压模具和金属结构持续贡献增量，若客户开拓和产品拓展节奏不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司拟布局人形机器人业务，若人形机器人行业发展不及预期或公司新业务进展不及预期，存在高估公司未来业绩风险。

经营风险

市场需求波动的风险：公司所处行业发展与消费市场的景气程度密切相关，

当处于上升阶段时，下游整车、光储、通信设备等市场需求量上升，汽车模具、汽车零部件、数控钣金件等需求增加；反之，当处于下降阶段时，下游整车、光储、通信设备等市场需求量减少，汽车模具、汽车零部件、数控钣金件等需求相应减少，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

行业竞争加剧的风险：公司结构件业务竞争格局相对分散，下游相关产业的快速发展带动了公司所在行业的扩张和整合，行业内优秀的企业实力不断壮大，技术不断进步，导致行业竞争有所加强；同时，产业集群从欧美等发达国家进一步向中国转移，将吸引越来越多的企业进入公司所在行业，使竞争进一步加剧。行业内上市公司旭升集团、文灿股份、广东宏图等，随着行业竞争加剧，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

新产品的研发及市场推广的风险：公司推出冷媒直冷技术，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。同时，人形机器人是公司未来重要的战略布局方向之一。公司能够根据不同客户的需求，为客户提供从模具到结构件的产品整体解决方案。同时围绕客户需求进行产业配套，并在项目初期就与客户共同开发，提供全面的技术解决方案以满足客户需求。公司将联合客户、科研院所共建“轻量化结构件—关键零部件—本体代工”全链条能力，如果不能如期获得市场认可，将会一定程度影响公司长期增长动力。

贸易保护主义和贸易摩擦风险：2024 年公司海外市场营收 6.3 亿元，同比+13%，营收占比 9.3%，海外业务毛利率 30.3%，同比+6.5pct，海外盈利逐步显现。同时公司持续进行海外产能布局，以实现全球客户的持续拓展；若贸易摩擦进一步加剧，海外客户可能会减少订单、进而对公司经营业绩形成不利影响。同时公司布局泰国、墨西哥工厂：墨西哥子公司可实现北美客户的覆盖，24 年净利润-426 万元，若墨西哥工厂不能顺利贡献正向盈利，也将对公司业绩带来一定的影响。

原材料价格波动风险：公司产品的主要原材料为钢材、铝材等金属材料。近年来，国际国内钢材价格、铝材价格波动幅度较大，导致公司主要原材料的采购成本相应波动。虽然公司实行“以产定购”的采购模式，也与主要客户、供应商建立了价格联动机制或共识，但如果未来原材料价格继续大幅波动，而公司不能将原材料价格波动导致的影响及时传导到下游市场，将会对公司的毛利率水平和盈利能力造成一定的影响。

汇率风险：公司产品外销主要以美元、欧元、港币等国际货币结算，汇率的波动对公司的生产经营和利润水平都会带来一定的影响，因此公司存在一定的汇率波动风险。

财务风险

应收账款较多风险：截至 2023 年末公司应收账款账面价值为 16.7 亿元，占营业收入的 25%，占总资产的比例为 21%。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

技术风险

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。公司目前拥有研发人员共 542 人，占员工总数的 7.8%。随着行业竞

争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人直接持有公司超 33%的股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	487	945	4199	4466	4685	营业收入	5703	6744	8020	9470	11180
应收款项	2161	1914	1978	2724	2941	营业成本	4682	5792	6897	8114	9538
存货净额	1570	1896	1857	2188	2576	营业税金及附加	26	26	31	36	43
其他流动资产	236	244	201	284	335	销售费用	43	36	44	52	61
流动资产合计	4774	5703	8534	9963	10837	管理费用	256	278	314	369	434
固定资产	1237	1560	1636	1683	1717	研发费用	207	243	281	331	391
无形资产及其他	178	177	168	159	150	财务费用	10	(6)	(43)	(54)	(42)
投资性房地产	339	313	313	313	313	投资收益	(8)	(3)	0	0	0
长期股权投资	96	82	82	82	82	资产减值及公允价值变动	21	35	15	0	0
资产总计	6624	7835	10733	12200	13099	其他收入	(244)	(250)	(281)	(331)	(391)
短期借款及交易性金融负债	154	182	182	182	182	营业利润	455	400	512	622	755
应付款项	2698	3002	4030	4486	4637	营业外净收支	3	(0)	0	0	0
其他流动负债	536	360	428	571	672	利润总额	458	400	512	622	755
流动负债合计	3388	3544	4640	5239	5492	所得税费用	50	40	51	62	75
长期借款及应付债券	0	0	154	654	854	少数股东损益	1	1	1	1	2
其他长期负债	127	89	89	89	89	归属于母公司净利润	407	359	459	558	678
长期负债合计	127	89	244	744	944	现金流量表（百万元）					
负债合计	3515	3634	4884	5983	6436	净利润	407	359	459	558	678
少数股东权益	3	4	5	6	7	资产减值准备	(7)	(7)	2	1	1
股东权益	3107	4198	5845	6212	6657	折旧摊销	87	118	159	173	187
负债和股东权益总计	6624	7835	10733	12200	13099	公允价值变动损失	(21)	(35)	(15)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	10	(6)	(43)	(54)	(42)
每股收益	2.28	1.76	1.73	2.10	2.55	营运资本变动	(142)	22	1117	(561)	(402)
每股红利	0.45	0.60	0.59	0.72	0.88	其它	8	7	(1)	(0)	0
每股净资产	17.43	20.56	22.02	23.41	25.08	经营活动现金流	332	465	1721	171	464
ROIC	16%	11%	15%	20%	20%	资本开支	0	(464)	(212)	(212)	(212)
ROE	13%	9%	8%	9%	10%	其它投资现金流	(79)	(382)	403	0	0
毛利率	18%	14%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(76)	(832)	191	(212)	(212)
EBIT Margin	9%	5%	6%	6%	6%	权益性融资	2	863	0	0	0
EBITDA Margin	10%	7%	8%	8%	8%	负债净变化	0	0	1500	500	200
收入增长	33%	18%	19%	18%	18%	支付股利、利息	(80)	(123)	(158)	(192)	(233)
净利润增长率	59%	-12%	28%	22%	21%	其它融资现金流	(170)	209	0	0	0
资产负债率	53%	46%	46%	49%	49%	融资活动现金流	(328)	825	1342	308	(33)
股息率	1.0%	1.5%	1.9%	2.3%	2.8%	现金净变动	(72)	458	3254	267	219
P/E	18	23	24	20	16	货币资金的期初余额	559	487	945	4199	4466
P/B	2.4	2.0	1.9	1.8	1.6	货币资金的期末余额	487	945	4199	4466	4685
EV/EBITDA	18.8	24.7	25.8	22.8	19.3	企业自由现金流	381	8	1472	(90)	214
						权益自由现金流	211	217	3008	459	452

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032