

轻工制造

2025年09月22日

东港股份 (002117)

——印刷业务为基石，智能卡、机器人发展迅速

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点:

市场数据: 2025年09月22日

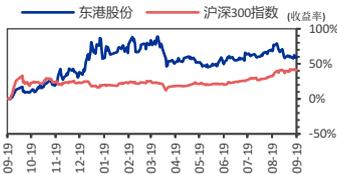
收盘价(元)	11.58
一年内最高/最低(元)	15.45/6.21
市净率	4.4
股息率(分红/股价)	2.25
流通A股市值(百万元)	6,063
上证指数/深证成指	3,828.58/13,157.97

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年06月30日

每股净资产(元)	2.61
资产负债率%	27.98
总股本/流通A股(百万)	524/524
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003

tuyt@swsresearch.com

张海涛 A0230524080003

zhanght@swsresearch.com

联系人

张海涛

(8621)23297818x

zhanght@swsresearch.com

- **东港股份：印刷业务为基石，智能卡、机器人发展迅速。**公司成立于1996年，主要从事票据印刷，基于过去的客户资源积累，公司逐渐延申至覆合类产品（智能卡、RFID标签等）、技术服务（档案管理及电子化、电子票证等）。基于对AI和机器人行业的长期看好，公司2023年开始布局AI智能大模型和具身机器人，部分产品已顺利落地。2025年以来受益智能卡业务爆发式增长，业绩改善明显。2025H1公司实现收入5.81亿元，同比增长0.3%，其中单Q2收入3.05亿元，同比增长10.5%，2025H1归母净利润0.78亿元，同比增长10.9%，其中单Q2归母净利润0.36亿元，同比增长29.9%
- **覆合类业务：客户合作关系紧密，业务厚积薄发，快速增长。**
- **1) 行业：智能卡应用场景逐渐延申，行业需求稳定增长。需求端，**相较于传统磁条卡，智能卡具备更大容量、更高安全性、功能拓展性，银行卡、社保卡等存量需求庞大，产品性能迭代贡献换新需求，ETC、物联网卡等新领域贡献增量，数字货币快速发展，打造实体硬钱包新需求。出于安全性、隐私性等考量，无卡化在金融、社保、通信等领域存在难以逾越的障碍，目前实体+电子智能卡协同发展的模式仍然为主流，支撑实体智能卡需求，根据观研天下，预计2024年全球智能卡总需求为95.8亿张，2021-2024年CAGR为0.9%，预计2024-2027年仍然保持1.0%的增速。**供给端：**智能卡具备技术、资质、渠道等壁垒，进入门槛较高，目前智能卡行业主要玩家包括楚天龙、恒宝股份、东信和平、天喻信息等，东港股份为后起之秀。
- **2) 东港股份：厚积薄发，智能卡业务发展迅速。**公司2010年开始重点发力智能卡业务，2011-2013年公司陆续通过银联、万事达、Visa三大认证机构的产品认证，覆合类业务进入高速发展期。公司积极推动产品研发和客户开拓，叠加设计印刷优势，满足智能卡当前差异化设计、工艺需求，市场份额持续提升。2024年、2025H1公司智能卡对应的覆合类业务收入增速分别为+20%、+133.8%。此外公司渠道优势显著，具备制作数字人民币钱包卡的能力，积极探索数字货币发展机遇。
- **技术服务：档案存储业务稳健增长，机器人有望成为新增长极。1) 电子票证、档案存储及电子化等业务多元化发展：**历史上公司积极顺应时代发展，布局电子票证、区块链等新业务，创新基因深筑。客户资源渠道优势复用，积极布局档案存储及电子化业务，赛道具备较高成长性，支撑技术服务收入增长。**2) 把握AI机遇，布局服务机器人产品。**AI技术加持机器人行业快速发展，全球机器人行业规模在2023年已达614亿美元，2019-2023年CAGR为12.0%，预计2023-2028年CAGR为16.4%。其中服务机器人为机器人中最大的细分赛道，2023年市场规模为569亿美元，2019-2023年复合CAGR为8.4%，预计2023-2028年复合CAGR达到14.9%。公司不断推进技术创新和场景落地，研发的机器人已形成覆盖政务、党建、工会、办公、教育等多领域的全场景，逐渐贡献业绩。
- **印刷类业务：电子化冲击逐渐缓解，呈现企稳趋势。**印刷类业务中商业票证印刷占比较高，受电子化冲击较为明显，目前压力充分体现，预计25H2开始逐渐改善。彩色印刷需求相对稳定，不干胶市场延续景气，支撑东港印刷主业企稳。高效成本管控，盈利能力处于行业领先水平，25H1印刷业务毛利率35.8%，同比提升3.4pct，改善明显。
- **公司主业稳健增长，渠道复用延申新领域，智能卡业务厚积薄发，迎来爆发式增长，积极布局机器人高潜赛道。**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.88/2.28/2.76亿元，分别同比增长19.3%/20.9%/21.1%，当前市值对应2025-2027年PE分别为32/27/22X，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：终端需求疲软的风险，机器人行业竞争加剧的风险。**

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,178	581	1,247	1,498	1,739
同比增长率(%)	-1.9	0.3	5.9	20.2	16.1
归母净利润(百万元)	158	78	188	228	276
同比增长率(%)	-3.4	10.9	19.3	20.9	21.1
每股收益(元/股)	0.30	0.15	0.36	0.43	0.53
毛利率(%)					
ROE(%)					
市盈率	38		32	27	22

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

公司智能卡业务受益行业格局优化，实现爆发式增长，产能持续扩张，奠定后续增长确定性；档案三方存储及电子化渗透率逐渐提升，公司卡位优势显著；印刷主业前期受票证电子化冲击较大，目前逐渐触底企稳，成本控制优化，助力盈利改善。基于渠道复用性，积极延申高潜机器人赛道，目前已逐渐形成收入。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.88/2.28/2.76 亿元，分别同比增长 19.3%/20.9%/21.1%，当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 32.2/26.7/22.0X，考虑东港股份智能卡产能快速扩张中，预计 2026 年利润弹性较为充分体现，参考可比公司 2026 年平均 PE 29.6X，对应东港股份目标市值 67.31 亿元，较当前仍有 11.0% 的向上空间，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

覆合类产品：实体+电子智能卡协同发展、不可或缺，新领域贡献需求增量。公司积极推动产品研发和客户开拓，叠加设计印刷优势，智能卡增速领跑行业。假设 2025-2027 年覆合类业务收入分别为 3.90/5.86/7.61 亿元，分别同比 +100%/+50%/+30%。随着收入的快速增长，规模效应进一步释放，假设 2025-2027 年毛利率分别为 27%/29.5%/32%。

技术服务：多元化业务发展，档案存储及电子化业务受益行业渗透率提升，2025H1 受到纸质票寄送业务萎缩的影响，2025H2 逐渐恢复，假设 2025-2027 年技术服务收入分别为 2.10/2.32/2.58 亿元，分别同比 +8.5%/+10.5%/+11%。随着业务结构的改善，高毛利率业务占比提升，假设 2025-2027 年毛利率分别为 43%/44%/45%。

印刷类产品：前期受票证电子化影响较大，25H2 受益基数走低，增速有望环比明显改善。假设 2025-2027 年印刷类业务收入分别为 6.21/6.56/6.95 亿元，分别同比 -18%/+5.5%/+6%。得益于生产成本控制和产品结构调整，盈利有望逐渐改善，假设 2025-2027 年毛利率分别为 35%/36%/37%。

有别于大众的认识

市场认为智能卡行业趋于稳定，且受到电子化冲击，东港相关业务难以大幅增长。我们认为**银行卡、社保卡**存量需求庞大，且行业应用 IC 卡、三代社保卡催生换卡需求，**物联网卡、ETC 卡、数字货币硬钱包**产品贡献增量。无卡化在金融、社保、通信等领域存在难以逾越的障碍，目前**实体+电子智能卡**协同发展的模式仍然为主流。东港股份虽为后起之秀，但随着智能卡产品逐渐走向差异化，外观设计、特殊工艺成为各家银行引流手段，**公司主业为印刷，具备设计和印刷优势，市场份额持续提升。**

股价表现的催化剂

智能卡新产能扩产，档案寄存渗透率提升，机器人业务放量。

核心假设风险

终端需求疲软的风险，机器人行业竞争加剧的风险。

目录

1.东港股份：印刷业务为基石，智能卡、机器人发展迅速	6
1.1 智能卡业务爆发式增长，布局机器人高潜赛道	6
1.2 管理层充分参与公司管理，高分红回报股东	7
2.覆合类业务：客户合作关系紧密，业务厚积薄发	9
2.1 智能卡应用场景逐渐延申，供给呈现高集中度	9
2.2 东港股份：厚积薄发，智能卡业务发展迅速	12
3.技术服务类：档案存储业务稳健增长，机器人有望成为新增长极	15
3.1 积极顺应市场发展，创新基因深筑	15
3.2 渠道优势协同，布局机器人高潜赛道	18
4.印刷主业：电子化冲击逐渐缓解，呈现企稳趋势	20
5.盈利预测与估值分析	23
5.1 盈利预测	23
5.2 估值分析	24
风险提示	25
附表	26

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：2025H1 收入出现企稳回升趋势	7
图 3：公司业务多元化发展，对冲票证电子化影响.....	7
图 4：2024Q4 以来扣非经营性利润改善明显	7
图 5：25H1 公司盈利能力触底回升.....	7
图 6：公司股权结构.....	8
图 7：公司经营现金流质量优异	8
图 8：公司近年来分红持续保持在 80%以上.....	8
图 9：智能 IC 卡行业分类	9
图 10：银行卡发卡存量规模庞大	10
图 11：银行卡支付业务量稳步增长.....	10
图 12：国内社保卡持卡人数接近饱和	10
图 13：三代社保卡渗透率持续提升.....	10
图 14：预计 24 年各类智能卡需求合计约 96 亿张	11
图 15：物联网用户数快速增长.....	11
图 16：数字人民币卡样例.....	11
图 17：公司覆合类业务发展情况	13
图 18：24 年以来东港股份智能卡业务增速明显领跑行业.....	13
图 19：东港股份为客户提供特殊工艺智能卡产品	14
图 20：智能卡业务收入体量对比	14
图 21：智能卡业务毛利率对比.....	14
图 22：2020 年东港旗下的瑞宏开出了北京第一张区块链电子发票	15
图 23：2017-2023 年档案馆寄存市场复合 CAGR 为 4.6%.....	16
图 24：2023 年档案寄存市场占比：第三方档案寄存仍有较大提升空间	16
图 25：2023 年档案数字化市场规模达到 40 亿元	17
图 26：各行业档案数字化渗透率仍有较大提升空间	17
图 27：档案存储及电子化业务助力技术服务收入稳定增长	17
图 28：2019-2023 年全球机器人行业市场规模复合 CAGR 为 12.0%.....	18
图：北京瑞宏推出小智教育机器人	

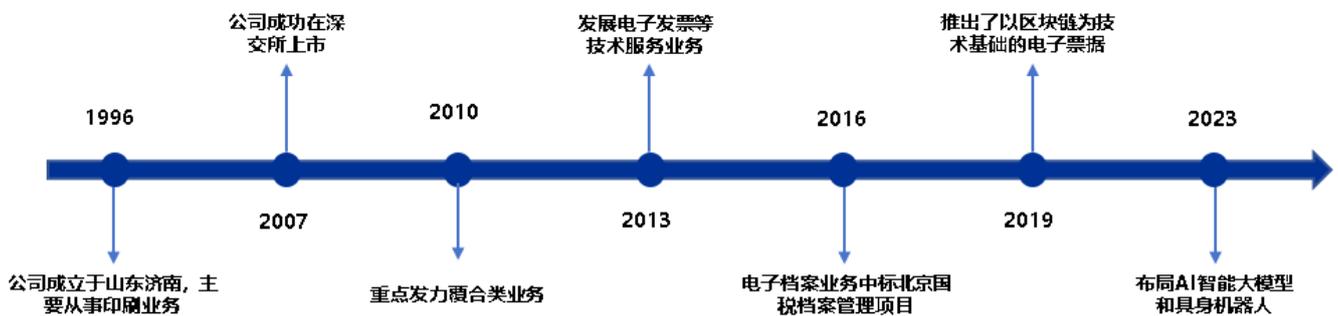
图 30: 北京瑞宏为国博提供陶蛇俑机器人	19
图 31: 东港股份部分印刷类产品示例	20
图 32: 印刷主业受电子化冲击较为明显	21
图 33: 图书零售市场需求相对稳定	21
图 34: 不干胶行业快速成长	21
图 35: 主要公司印刷业务的收入体量对比	22
图 36: 东港印刷业务毛利率处于行业领先水平	22
表 1: 智能卡主要玩家对比	12
表 2: 机器人主要类别对比	19
表 3: 收入拆分表	24
表 4: 可比公司估值对比	24
表 5: 利润表	26
表 6: 现金流量表	26
表 7: 资产负债表	27

1.东港股份：印刷业务为基石，智能卡、机器人发展迅速

1.1 智能卡业务爆发式增长，布局机器人高潜赛道

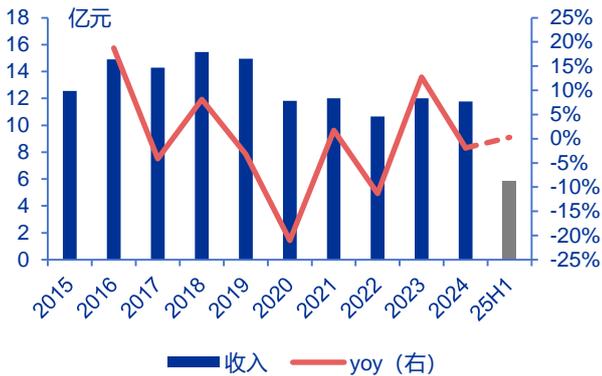
东港股份：印刷业务为基石，渠道复用助力多元化发展。公司成立于1996年，主要从事票据印刷，包括商业票据印刷、不干胶标签以及商业彩色印刷等，2007年公司在深交所挂牌上市。基于过去的客户资源积累，公司逐渐延申新领域，2010年公司开始发展覆合类业务（智能卡、RFID 标签等），2013年布局技术服务业务，包括纸质档案管理、电子档案以及电子票证等。基于对AI和机器人行业的长期看好，2023年起公司积极探索AI智能产品，包括AI智能大模型，AI具身机器人等，为客户提供AI算法和机器人服务。公司所开发的政务机器人、党建机器人、政务数字人、教育机器人等产品已顺利落地。2025H1公司实现收入5.81亿元，同比增长0.3%，其中单Q2收入3.05亿元，同比增长10.5%，2025H1归母净利润0.78亿元，同比增长10.9%，其中单Q2归母净利润0.36亿元，同比增长29.9%。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

印刷主业逐渐企稳，覆合类业务爆发式增长。2025H1 公司印刷主业、覆合类业务、技术服务分别实现收入 2.99、1.62、1.10 亿元，收入占比分别为 51.4%、27.9%、19.0%，较 2015 年分别-33.9、+14.5、+18.3pct。公司过去受票证电子化影响较大，尤其是 2024 年税务系统全面推广数字化的电子发票，导致业绩有所波动，但公司积极提升生产效率，加大个性化彩色印刷、商业标签和数据处理打印的市场开发力度，助力市占率提升及印刷主业企稳。此外**公司积极开拓覆合类业务、技术服务等新业务**，25H1 公司覆合类业务实现收入 1.62 亿元，同比增长 133.8%，市场份额和生产订单快速增长，客户覆盖数量和服务区域也加速增长，目前公司正持续扩产及提升技术研发能力，未来覆合类业务有望持续成为公司增长的驱动力；25H1 技术服务类收入同比下降 7.1%，主要是因为纸质增值税专用发票的票 E 送服务因政策调整导致收入减少，档案存储及电子化业务收入和利润均保持稳定增长。

图 2: 2025H1 收入出现企稳回升趋势


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 公司业务多元化发展, 对冲票证电子化影响

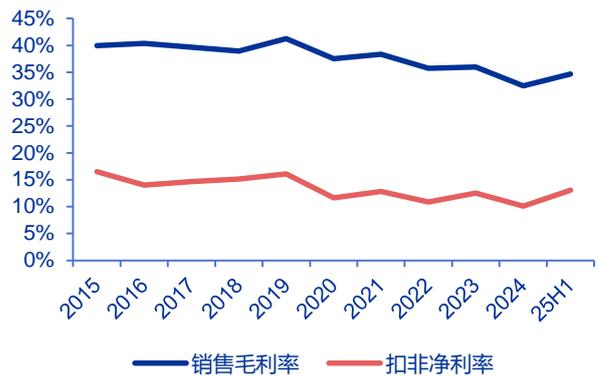

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

收入改善带动产能利用率提升, 内部积极降本增效, 2024Q4 以来盈利改善明显。

2024Q4 公司扣非净利润达 0.45 亿元, 环比增长 404.6%, 盈利拐点出现。2025H1 公司扣非净利润 0.76 亿元, 同比、环比分别+17.9%、+40.5%, 毛利率、扣非净利率分别为 34.7%、13.1%, 较 2024 年分别提升 2.2、3.0cpt, 分品类来看, 2025H1 印刷类业务、复合类业务、技术服务毛利率分别为 35.8%、25.2%、43.0%, 较 2024 年提升 3.3、3.0、5.9pct。2024Q2-3 受外部环境影响, 公司盈利处于低谷, 但针对外部环境变化, 公司调整了生产加工模式, 采用生产大集中的方式, 提高生产效率, 并采用 AI 大模型和信息化系统提升日常研发、设计和运营效率, 通过有效的管理和技术措施, 降低产品的成本费用。此外复合类业务爆发式增长、档案存储及电子化业务亦有稳定增长, 产能利用率提升带动盈利明显改善。

图 4: 2024Q4 以来扣非经营性利润改善明显


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 5: 25H1 公司盈利能力触底回升


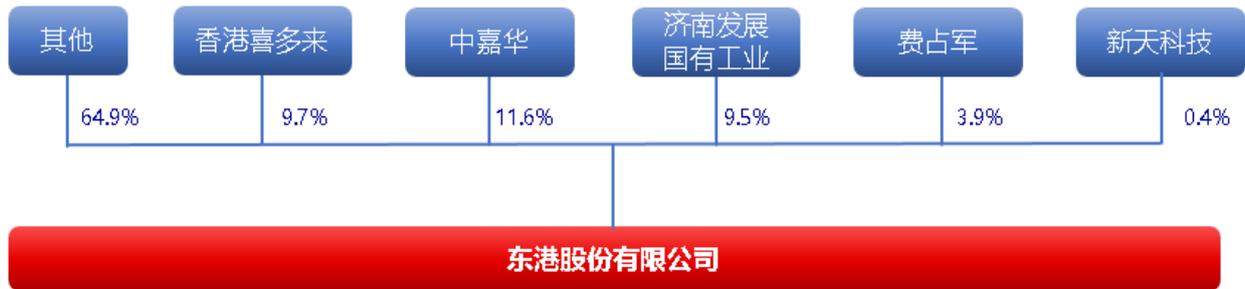
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.2 管理层充分参与公司管理, 高分红回报股东

股权结构稳定, 管理层充分参与公司管理。公司目前无实际控制人, 第一大股东为北京中嘉华, 为管理层持股平台, 持股比例为 11.6%, 公司董事长史建中为中嘉华第一大股东, 持有中嘉华 23.5% 股权 (2002 年 12 月起任本公司董事、总经理、总裁), 董事楚伦巴特持有中嘉华 20.6% 股权, 职工董事、总裁唐国奇持有中嘉华 5.9% 股权, 副总裁刘宏

持股 8.8%，其余股东也基本为公司早期管理层。第二大股东为香港喜多来，此前为公司控股股东，目前持股比例已降至 9.7%；第三大股东为济南发展国有工业资产经营，实控人为山东历城城市发展集团（济南市历城区财政局全资子公司），山东历城城市发展集团有限公司党委书记、董事长张萌担任公司董事。

图 6：公司股权结构

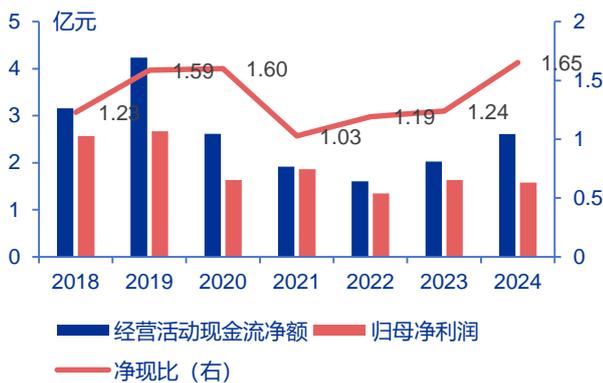


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：上述股权结构截至 2025Q2 末

资产质量优异，高分红持续回报股东。公司资产结构健康，截至 25H1 末资产负债率为 28.0%，账面净现金充裕。公司主要客户为银行、保险等金融企业客户，财政、税务等政府类客户，以及大型企业类客户，回款风险低，主业稳健发展背景下，公司不断提升生产运营效率，加强运营资金管控，净现比持续保持高位。优异现金流支撑下，公司延续高分红策略，近年来分红率保持在 80%以上，充分回报股东。

图 7：公司经营现金流质量优异



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：公司近年来分红持续保持在 80%以上



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 复合类业务：客户合作关系紧密，业务厚积薄发

公司复合类产品主要包括 1) **智能卡制造与个性化处理**：主要产品包括金融 IC 卡、社保 IC 卡、证件卡、公交卡等一系列产品，为复合类产品的主要收入构成；2) **RFID 智能标签**：公司目前已开发了包括防伪票证、门票、纸（薄膜）卡等产品。

2.1 智能卡应用场景逐渐延申，供给呈现高集中度

需求端：实体+电子智能卡协同发展、不可或缺，新领域贡献需求增量

智能卡具备更大容量、更高安全性、功能拓展性，应用场景逐渐延申。智能卡产品是指将集成电路芯片镶嵌在塑料基片中封装成卡片形状，再写入卡片操作系统，从而实现数据的存储、传递、处理等功能。智能卡是大规模集成电路、计算机技术和信息安全技术发展的产物。与传统磁条卡通过表面磁性介质记录信息的模式相比，**智能卡通过卡内的集成电路存储信息，在具有更好的保密性和更大的储存容量的同时，可实现更加强大的数据传输、数据处理等功能**。随着智能卡技术的日趋成熟，智能卡的应用领域也更加广泛，目前已在社保、金融、通信、交通、教育、安全证件、医疗健康等多个领域得到规模化的发展与应用，极大地提高了人们工作与生活的便利程度。

图 9：智能 IC 卡行业分类



资料来源：申万宏源研究

银行卡存在较大规模换新需求，此外应用场景拓展贡献增量。根据中国人民银行要求，从 2013 年 1 月 1 日起，全国性商业银行均要发行金融 IC 芯片卡，金融 IC 卡的更新换代进入实质性实施阶段，近年来银行卡资金交易规模不断扩大，截至 2024 年底，中国银行卡支付业务笔数、支付业务金额分别为 5642 亿笔、993 万亿元，2014-2024 年复合 CAGR 分别为 25.2%、8.2%，助力银行卡等交易媒介稳定增长。此外，金融 IC 卡所具备的行业应用属性进一步拓展了借记卡和信用卡的使用场景和应用领域，为借记卡和信用卡市场增加了新的动力。2024 年银行卡累计发卡量 99.13 亿张，同比增长 1.3%，2014-2024 年 CAGR 为 7.2%，近年随着人均持卡量接近饱和（2024 年底人均银行卡持有量 7.04 张），增量需求有所放缓，但随着产品迭代升级，庞大的存量市场持续贡献换新需求。

图 10: 银行卡发卡存量规模庞大



资料来源: 中国人民银行, 申万宏源研究

图 11: 银行卡支付业务量稳步增长



资料来源: 中国人民银行, 申万宏源研究

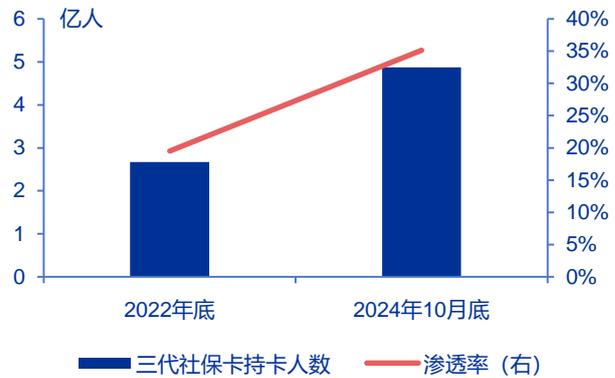
社保卡存量较为稳定, 三代社保卡贡献换新需求。2011年7月人社部和央行联合发布《关于社会保障卡加载金融功能的通知》, 决定在社保卡上加载金融功能。截至2024年底, 国内社保卡持卡人数达到13.89亿人, 覆盖98%以上人口, 存量已趋于稳定。除正常的更换需求外, 第三代社保卡于2017年开始技术验证, 2020年全面启动推广, 核心优势集中在功能拓展、安全性提升、便捷性优化三大维度, 前两代社保卡核心功能集中于“社保业务办理”, 第三代则实现“社保+金融+公共服务”多场景覆盖, 真正落地“一卡通”, 且具备非接触式交互、线上线下打通和跨区域通用等属性。22年底、24年10月底三代社保卡的持卡人数分别为2.67、4.87亿人, 渗透率分别为19.5%、35.1%, 未来有望持续提升。

图 12: 国内社保卡持卡人数接近饱和



资料来源: 人力资源社会保障部, 申万宏源研究

图 13: 三代社保卡渗透率持续提升



资料来源: 人力资源社会保障部, 申万宏源研究

ETC、物联网卡等新领域贡献增量, 实体+电子智能卡协同发展仍为主流形态。随着互联网、网络安全等技术的发展, 以及智能终端的普及, 实体智能卡逐渐电子化甚至无卡化。但智能卡电子化通常是依托实体卡进行应用拓展、延伸以满足特定人群在特定场景的便捷使用需求, 是实体卡的有机补充; 无卡化指不再依托实体智能卡作为媒介, 通过生物识别等技术直接关联个人身份、数据信息, 以实现智能卡的相关功能, 但出于安全性、隐私性等考量, 无卡化在金融、社保、通信等领域存在难以逾越的障碍。目前实体+电子智能卡协同发展的模式仍然为主流, 支撑实体智能卡需求。根据观研天下, 预计2024年全球智能卡总需求为. 亿张, - 年CAGR为.% , 预计- 年仍然保持.% 的

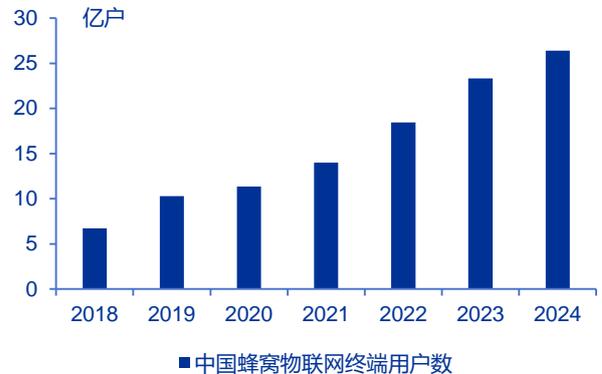
增速，其中电信 SIM 卡需求有所下降（受 eSIM 卡等影响），金融 IC 卡需求稳定增长，应用于 ETC、物联网等领域的其他智能卡快速增长。

图 14：预计 24 年各类智能卡需求合计约 96 亿张



资料来源：观研天下，申万宏源研究

图 15：物联网用户数快速增长



资料来源：中国互联网络信息中心，申万宏源研究

数字货币快速发展，打造实体硬钱包新需求。数字经济时代，货币形态的数字化是必然趋势，我国央行也在积极推动数字人民币的使用，不仅可以维护货币主权、强化金融监管、推动人民币国际化，同时还可以提升支付效率、降低成本、保护安全隐私。而数字人民币的硬钱包则是基于安全芯片等技术，依托 IC 卡等特定硬件载体为客户提供服务，由工行、农行等数字人民币运营机构发行，成为智能卡新的需求来源。

图 16：数字人民币卡样例



资料来源：中国工商银行上海市分行公众号，申万宏源研究

供给端：准入门槛高，智能卡竞争格局稳固

智能卡具备技术、资质、渠道等壁垒，进入门槛较高。

1) **技术要求：**要求 COS 与系统开发技术、密钥技术、安全存储技术、终端系统开发技术、特殊工艺加工技术、生产安全管理技术等；对于金融 IC 卡等高安全等级产品而言，其通常具有非常严格的行业认证和管理流程，厂商基于资源受限的高安全芯片进行开发的同时还需满足庞杂的跨行业应用需求，技术难度较高、实施部署工作量大。对于通讯类、交通类智能卡产品而言，需要满足客户对产品稳定性、兼容性和个性化需求的高要求；

2) 资格认证: 金融 IC 卡产品, 需要具有银联标识产品企业资质认证证书、维萨 (VISA) 标识产品企业资质认证证书、万事达 (MasterCard) 标识产品企业资质认证证书、美国运通 (American Express) 标识产品企业资质认证证书、日本 JCB 标识产品企业资质认证证书等, 同时, 产品还需要通过银行卡检测中心、国家安全保密等机构的检测;

3) 安全性: 客户以政府部门、银行、公共交通企业、通信公司等为主, 由于涉及到大量公众信息, 需要安全性保障和长期合作的信任积累。

目前智能卡行业主要玩家包括楚天龙、恒宝股份、东信和平、天喻信息等, 东港股份为后起之秀。 1) **楚天龙:** 24 年收入、利润分别为 10.49、0.22 亿元, 分别同比-21.5%、-69.4%, 其中智能卡业务收入占比 77%; 2) **恒宝股份:** 24 年收入、利润分别为 9.03、0.95 亿元, 分别同比-28.5%、-39.7%, 其中智能卡业务收入占比 80%; 3) **东信和平:** 24 年收入、利润分别为 13.85、1.90 亿元, 分别同比+0.2%、+10.5%, 其中智能卡业务收入占比 77%; 4) **天喻信息:** 24 年收入、利润分别为 8.47、-3.62 亿元, 收入同比-50.2%, 利润由盈转亏, 主要因公司被列入 SDN 制裁清单, 智能卡业务及金融终端涉及的相关资质或认证陆续被取消。**东港股份为后起之秀, 但厚积薄发、发展迅速, 24 年复合类产品收入 1.95 亿元, 同比增长 20.0%, 25H1 收入 1.62 亿元, 同比增长 133.8%, 大幅跑赢行业。**

表 1: 智能卡主要玩家对比

玩家	整体收入	归母净	智能卡	智能卡	智能卡收入占比	公司发展历程介绍
	亿元	利润	收入	销量		
	亿元	亿元	亿元	亿张		
楚天龙	10.49	0.22	8.04	3.49	76.6%	成立于2002年, 2021年在深交所上市, 是一家专注于数字安全与数字化服务、智能硬件及一体化解决方案、系统平台及运营服务的行业领军企业。公司深度参与政务服务、金融科技、社会保障、移动通信、交通出行、信息安全等领域, 为金融机构、移动通信运营商、社保机构、交通运营管理机构等提供嵌入式安全产品及服务, 同时积极投身数字人民币体系建设, 通过制定相关标准、打造“数字人民币+”普惠金融场景, 推动国家金融基础设施建设进程
恒宝股份	9.03	0.95	7.25	3.89	80.3%	成立于1996年, 2007年在深交所上市, 最初主营业务是金融重控产品的印刷, 后逐步转型为高科技制卡企业, 业务涵盖智能卡制造、数字人民币等领域。公司是国家税务总局税控卡指定供应商, 曾连续多年蝉联中国磁条卡市场占有率第一。2021年恒宝股份入围央行数字人民币试点, 成为首批通过硬件钱包安全认证的企业, 其数字人民币硬钱包产品亮相了北京冬奥会、杭州亚运会和成都大运会等
天喻信息	8.47	-3.64	5.72	2.35	67.5%	成立于1999年, 2011年在深交所创业板上市。公司是中国数据安全领域领先的产品和解决方案提供商, 聚焦国内外高安全要求的金融、通信、政府公共事业以及垂直行业领域, 着力发展数据安全、支付终端、通信与物联网等核心业务。天喻信息是国家高新技术企业、国家知识产权优势企业, 其业务已遍布全球120多个国家及地区
东信和平	13.85	1.90	10.71	9.56	77.4%	前身为1998年成立的东信和平智能卡有限公司, 2004年在深交所上市, 2021年东信和平并入中国电子科技集团。公司业务覆盖移动通信、金融服务、政府公共事业的智能卡产品及服务, 以及消费电子、工业物联、车联网等多领域的数字身份安全解决方案和垂直行业物联网整体解决方案。公司是国家火炬计划重点高新技术企业, 产品覆盖全球60多个国家和地区, 为超过35亿用户提供产品与服务
东港股份	11.78	1.58	1.95		16.6%	成立于1996年, 2007年在深交所上市, 公司业务发展较为多元化, 主要包括印刷类业务, 如商业票证印刷、数据处理打印与邮发封装等; 复合类业务, 如智能卡制造与个性化处理、RFID智能标签等; 技术服务类业务, 如电子票证服务、档案存储与电子化等

资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

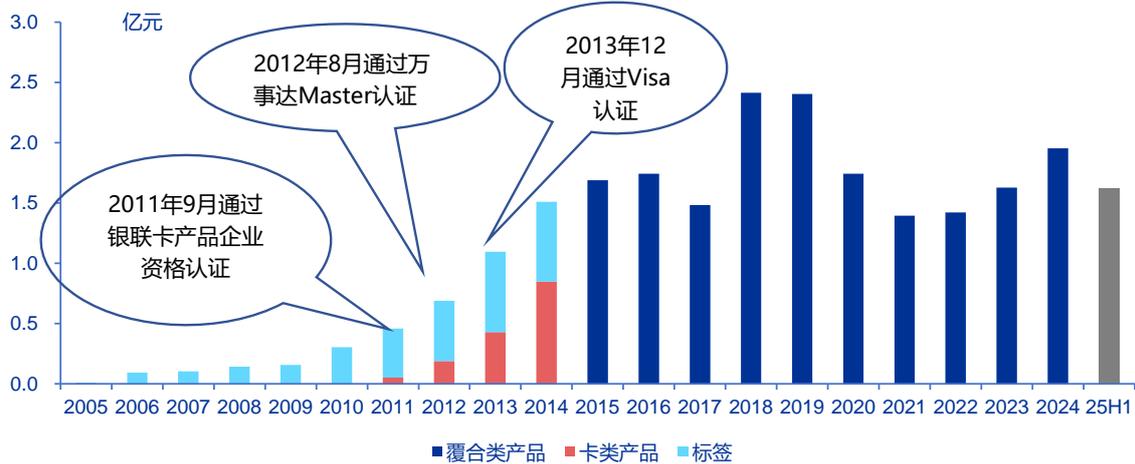
注: 上表财务数据为 2024 年数据

2.2 东港股份: 厚积薄发, 智能卡业务发展迅速

东港股份从 2010 年开始重点发力智能卡业务, 目前已成为国内知名智能卡供应商。公司过去票据印刷的主要客户包括银行、保险等金融企业客户, 财政、税务等政府类客户, 以及大型企业类客户, 基于过去的渠道优势和客户长期信任, 以及看到智能卡的发展机遇 (如 2024 年人社部和央行决定在社保卡上加载金融功能, 2025 年要求全国性商业银行均

要发行金融 IC 芯片卡)，公司从 2010 年开始重点发力智能卡业务。2011-2013 年公司陆续通过银联、万事达、Visa 三大认证机构的产品认证，复合类业务进入高速发展期。公司目前为国内 12 个省、市、自治区提供第三代社保卡服务，为工商银行、农业银行等 12 家全国性商业银行总行的金融 IC 卡供应商，是国内极少数同时入围五大国有商业银行的卡商，已成为国内知名的智能卡产品供应商。

图 17：公司复合类业务发展情况

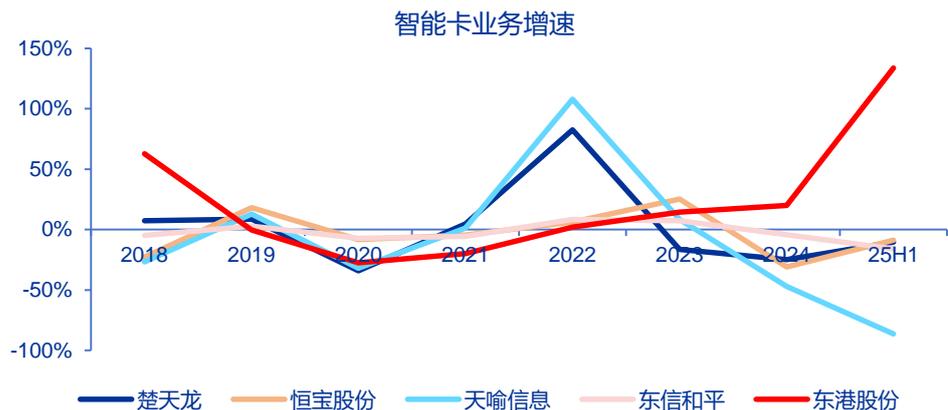


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2015 年及以后卡类产品和标签产品合并统计为复合类产品

积极推动产品研发和客户开拓，叠加设计印刷优势，智能卡增速领跑行业。公司不断对现有智能卡产品进行升级，研发加载国产架构操作系统的智能 IC 卡、支持国密算法的智能 IC 卡交易测试平台、支持数字货币功能的金融 IC 卡等，提供更安全、防伪性能强、易于识别、更优质的智能卡产品。此外智能卡产品逐渐走向差异化，外观设计、特殊工艺成为各家银行引流手段，公司主业为印刷，具备设计和印刷优势，市场份额持续提升。2024 年、2025H1 公司智能卡对应的复合类业务收入增速分别为+20%、+133.8%，而楚天龙、恒宝、天喻、东信和平四家公司累计收入的增速分别为-26.6%、-29.7%。25H1 东港股份复合类业务体量 1.62 亿元，而楚天龙、恒宝、天喻、东信和平四家公司分别为 3.69、3.36、0.56、4.57 亿元，随着东港智能卡新产能投产，后续体量有望进一步和其余几家公司接近。

图 18：24 年以来东港股份智能卡业务增速明显领跑行业



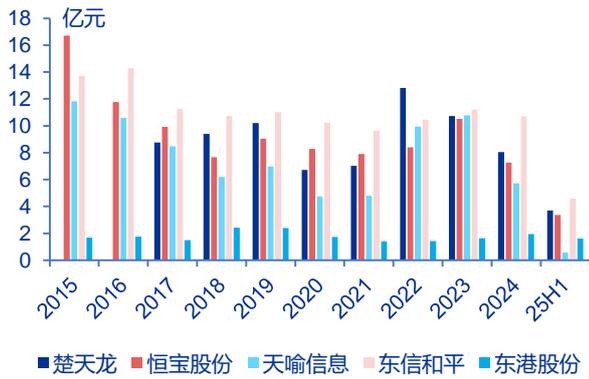
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 19：东港股份为客户提供特殊工艺智能卡产品



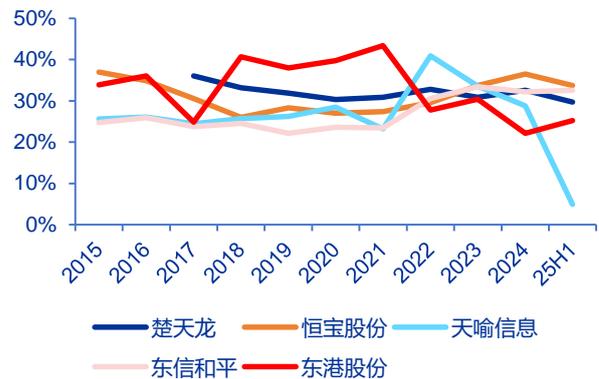
资料来源：东港股份官网，申万宏源研究

图 20：智能卡业务收入体量对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 21：智能卡业务毛利率对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

渠道优势显著，积极探索数字货币发展机遇。公司过去与银行等客户关系密切，具备渠道领先优势，同时公司具备制作数字人民币钱包（卡）的能力，也已经研发了该类产品，正在做相关的产品资质认证。针对数字货币的快速发展趋势，公司目前也在关注数字人民币等数字货币的政策和技术发展情况，以及产品具体的应用市场和商业模式，未来将根据客户和市场需要开发相关产品。

3.技术服务类：档案存储业务稳健增长，机器人有望成为新增长极

3.1 积极顺应市场发展，创新基因深筑

积极顺应时代发展，布局电子票证、区块链等新业务，创新基因深筑。

1) 电子票证发展领先：针对票证电子化的趋势，背靠公司广大政府、金融机构客群资源，公司积极布局电子票证领域，2013年6月27日公司联合京东商城开出中国历史上第一张电子发票，2013年10月，公司建设的瑞宏网作为北京市国税局授权的电子发票查验平台正式上线运营。2020年3月，瑞宏开出了北京市第一张区块链电子发票。公司以区块链技术为核心，运用大数据、云计算、人工智能等方式，提供电子发票、电子票据的开具、传输、入账、归档等服务，以及电子票证的制作、申领和校验等服务。目前公司为国内主流电商平台、公共事业、保险行业、金融行业、餐饮行业、医药连锁、商超百货、货运物流、教育培训等行业几万家企业提供了高效服务。

2) 区块链技术能力成熟：公司在国家网信办有四个区块链产品备案，分别是 TK-BaaS-E 平台、电子票据区块链、电子发票区块链、电子证照区块链。在财政、金融等领域已形成成熟的区块链应用经验，具备支持智能合约与多链结构的技术架构，在电子票据、智能合约、可信流转等领域的技术能力可为电子票证的场景应用提供技术支撑。

图 22：2020 年东港旗下的瑞宏开出了北京第一张区块链电子发票

项目名称	规格型号	单位	数量	单价	金额	税率	税额
*经营租赁*停车费					1.90	5%	0.10
合计					1.90		0.10

价税合计(大写) 贰圆整 (小写) 1.90

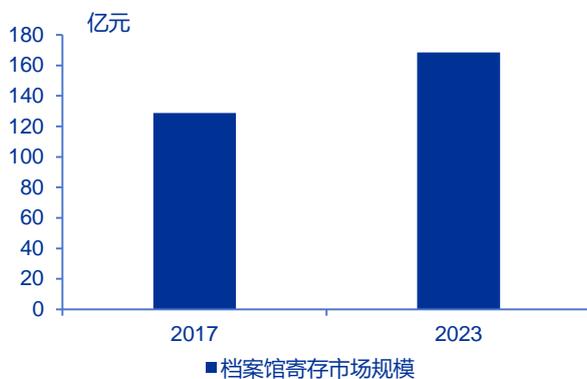
资料来源：瑞宏网官网，申万宏源研究

渠道优势显著，积极布局档案存储及电子化业务，赛道具备较高成长性。

受益政策催化，档案寄存行业有望稳健增长。档案托管寄存是将档案交由第三方服务商，由第三方服务商提供档案整理、保管、利用、销毁等服务，档案的所有者按照约定向第三方服务商支付相应费用的服务模式。这种服务旨在确保档案材料的完整性、安全性和可访问性，同时减轻委托方在档案管理方面的人力、物力和空间负担，核心价值在于实现

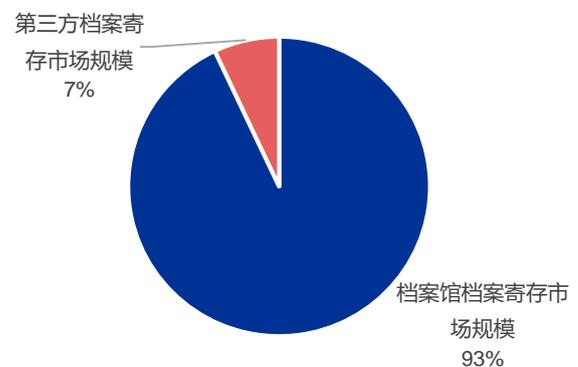
资源优化，通过专业化分工，让档案管理更加高效，从而达到降本增效的目的。**近年来档案寄存相关政策持续推出**：2014年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强和改进新形势下档案工作的意见》，该通知第五条明确指出：规范并支持社会力量参与档案事务。2017年8月，国家档案局发布档案保管外包服务管理规范，自2018年1月1日起实施，旨在规范并支持社会力量参与档案事务，引导档案保管外包服务企业健康发展。2021年1月1日，新修订的《中华人民共和国档案法》正式施行。2024年3月1日，新修订的《中华人民共和国档案法实施条例》正式施行。根据智研咨询数据，2023年档案寄存市场规模181.3亿元，其中档案馆档案寄存/第三方档案寄存占比分别为93%、7%，2023年档案馆寄存市场规模168.6亿元，2017-2023年复合CAGR为4.6%，第三方档案寄存占比仍处于较低水平，未来随着档案寄存市场发展以及对档案馆的替代，成长空间广阔。

图 23：2017-2023 年档案馆寄存市场复合 CAGR 为 4.6%



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

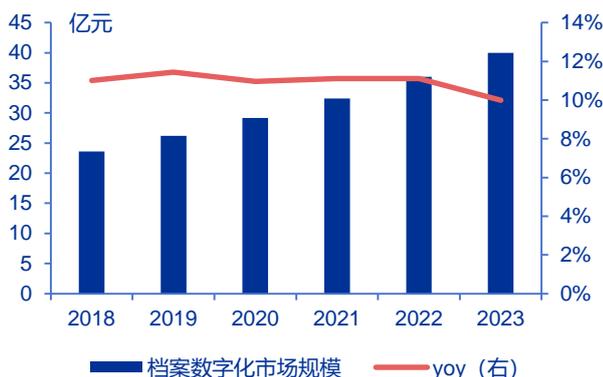
图 24：2023 年档案寄存市场占比：第三方档案寄存仍有较大提升空间



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

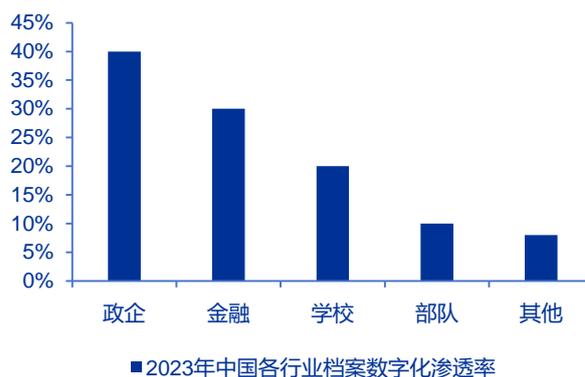
档案数字化、AI+档案或成未来新趋势。档案数字化是将传统的实体档案资料转换为电子形式的过程，旨在便于长期保存、快速检索和广泛共享，随着社会对信息资源需求的增长，档案数字化市场需求不断扩大。根据头豹研究院，2023年国内档案数字化市场规模达到40亿元，2017-2023年CAGR为11.1%，2023年政企、金融、学校、部队、其他行业的档案数字化渗透率分别为40%、30%、20%、10%、8%，仍有较大提升空间。此外AI技术的快速发展，有助于加速档案的数字化转型，AI+档案的应用场景包括档案开放审核、数字化成果处理、辅助档案整理、档案智能检索、辅助档案编研、声像档案处理、辅助接待利用和库房智能助手等诸多领域，大幅提升档案管理效率。

图 25: 2023 年档案数字化市场规模达到 40 亿元



资料来源: 头豹研究院, 申万宏源研究

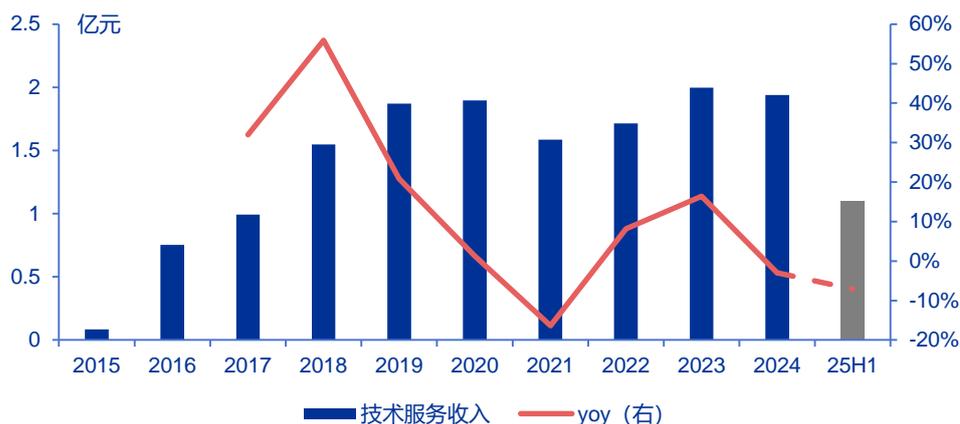
图 26: 各行业档案数字化渗透率仍有较大提升空间



资料来源: 头豹研究院, 申万宏源研究

档案存储及电子化业务稳健发展, 支撑技术服务收入增长。借助过去金融、政府等客户的渠道资源优势, 以及数字化能力和技术积累, 公司逐渐延申档案存储及电子化业务。目前公司的档案业务已迈入智能化、安全化、高效化的新阶段, 构建了多媒体档案管理的一体化平台, 在数字化与标准化处理、智能检索与数据挖掘、智能环境控制、安全与权限体系建设方面取得成效, 并通过射频识别技术与物联网设备的深度联动, 实现了档案管理全流程的智能化升级, 成为行业高效运营的典范。在传统的金融、保险系统之外, 获取了医疗、公检法系统等政府部门较大的市场份额。截至 2024 年底, 已经实现档案存储箱数 380 万箱, 同比增长 30%; 档案整理电子化业务同比增长 25%。2025 年技术服务类收入略有下滑, 主要系电子发票相关项目的影响, 但档案存储及电子化业务收入和利润均保持稳定增长。

图 27: 档案存储及电子化业务助力技术服务收入稳定增长



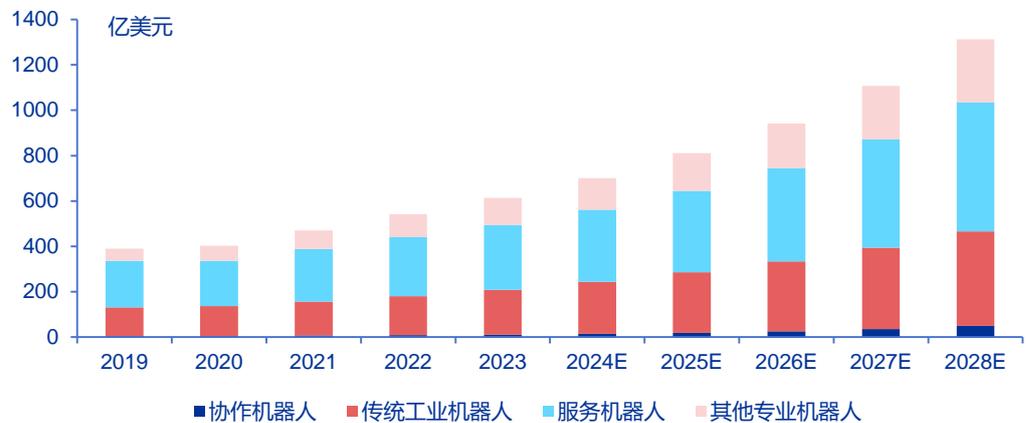
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 公司原“技术服务”业务中包含彩票终端的运营服务, 2021 年调整为其他业务, 若还原此影响, 2021 年技术服务实际同比增长 3.95%

3.2 渠道优势协同，布局机器人高潜赛道

AI 技术加持，机器人行业快速发展。随着全球人口老龄化以及机器人及 AI 技术的快速进步，机器人的效率及能力得到极大提升。以 AI 为基础的机器人算法整合使机器人能够灵活执行复杂任务，从而推动机器人在工业、商业、医疗健康、科研教育板块等各个下游领域日益普及。机器人发展逐渐免去处理单调工作的人手。随着机器人功能、人机交互及安全性提高，机器人变得更具灵活性及适应力，能够执行更多类型工作。AI 进步大幅增强新一代机器人的智能处理能力（即脑部功能），使机器人能够进行更复杂的工作。根据灼识咨询，按销售收入计，全球机器人行业已由 2019 年的 390 亿美元增加至 2023 年的 614 亿美元，复合年增长率为 12.0%。预期市场规模于 2028 年将达 1314 亿美元，2023 年至 2028 年的复合年增长率为 16.4%。

图 28：2019-2023 年全球机器人行业市场规模复合 CAGR 为 12.0%



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

服务机器人市场空间庞大，需求稳健增长。目前主流机器人可分为四类：协作机器人、传统工业机器人、服务机器人和其他专业机器人。其中服务机器人是为人员或设备执行功能性工作（不包括工业自动化应用）而设计的机器人，可分为家用服务机器人及专业服务机器人。目前服务机器人的应用场景已从最初的家政清洁，拓展到餐饮、医疗、酒店、教育、养老、物流等多个领域。根据灼识咨询，2023 年服务机器人市场规模为 285 亿美元，为机器人中最大的细分赛道，2019-2023 年复合 CAGR 为 8.4%，预计 2023-2028 年复合 CAGR 达到 14.9%。

表 2：机器人主要类别对比

	协作机器人	传统工业机器人	服务机器人
典型使用场景	●工业、商业、医疗健康及科研教育等各种场景	●汽车制造等工业场景，特点包括固定装配线、速度快、负载大、伸展距离远及人机交互需求低	●教育、物流、接待、食品配送、吸尘及地面清洁等非工业场景
结构和功能	●配备机械臂，上半身操作为主	●配备机械臂，上半身操作为主	●并无配备机械臂，下半身移动为主，包括轮式、履带式或腿式移动平台
执行力、灵活性及交互性	●执行能力强，灵活性强 ●通过带拖动画编程设计与人员交互更多	●执行能力强 ●与人员交互较少	●执行能力适中 ●适度与人员交互，主要透过语音互动及触控荧幕操作
负载及精度	●强调低自重，具备复合关节、灵活性及安全性 ●额定负载通常低于20千克，一般不超过30千克	●刚度高，高精度及速度 ●额定负载范围广，中型至重型负载通常介乎20千克至1,000千克	●设计轻巧，具移动性 ●自重轻
技术挑战	●高精度位置控制及力度控制 ●精密部件及控制算法集成 ●避碰及人机交互技术	●高精度位置控制及适当力度控制 ●精密部件及控制算法集成	●导航及路线规划 ●能源效益及续航时间 ●人机交互技术
安全	●具有可于相同共享空间安全协作特点的人机协作	●需要通过栅栏等实体屏障将人机隔离以保证安全	●具有避障功能，安全性高，确保与人员交互时不会造成伤害
价格	中	高	低

资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

渠道优势复用，服务机器人业务逐渐形成销售。公司把握人工智能的发展机遇，不断推进技术创新和场景落地，研发的机器人已形成覆盖政务、党建、工会、办公、教育等多领域的全场景，并实现一定的销售收入。东港子公司北京瑞宏开发的教育机器人产品依托实际教育现场、课堂教学实践、学校日常管理、师生校园活动等多元化场景，功能涵盖编程、机器人控制、AI 伦理、心理辅导等 AI 机器人主题课程，通过真实应用反馈与动态需求分析，持续优化教育机器人的功能模块，较好地应用于教育教学场景，逐步获得用户认可；另外，政务和导览机器人，成功交付北京亦庄国税局、北京车管所和国家博物馆等用户，通过人机协同模式显著提升了行业服务效率与质量，为用户带来更智能便捷的交互体验。

图 29：北京瑞宏推出小智教育机器人


资料来源：瑞宏 AI 机器人官方公众号，申万宏源研究

图 30：北京瑞宏为国博提供陶蛇俑机器人


资料来源：瑞宏 AI 机器人官方公众号，申万宏源研究

4.印刷主业：电子化冲击逐渐缓解，呈现企稳趋势

东港股份主业为印刷类业务，主要包括商业票证印刷、数据处理打印与邮发封装、个性化彩色印刷及商业标签印制，其中商业票证印刷为最主要收入来源。

- 1) **商业票证印刷**: 公司每年为财政、税务、民政、交通、海关、住建、卫生与健康、体育、金融、保险等各行业用户设计、印刷大量的防伪票据、有价单证。产品主要包括: 各类商业票据、热敏纸彩票、税务发票、证书、证件、存折、证照等。
- 2) **数据处理打印与邮发封装**: 公司在北京、上海建立有数据处理及账单(信函)制作中心, 为多家银行信用卡中心提供数据处理、账单预印、信封加工、账单打印及封装、交寄的全流程业务。公司在全国十多个重点城市建立了保单制作中心, 为多家保险公司, 提供各类保单打印制作服务。同时, 公司还承接证书、文件资料、检测报告等的打印制作服务, 并开发了综合账单信函处理平台、保险合同打印平台, 保单物流查询系统, 能完成客户数据处理任务。
- 3) **个性化彩色印刷**: 公司主要承接书刊、宣传彩页、内部刊物等产品的印制, 为国家政府机关、各部委、金融机构等客户提供了大量彩色印刷服务, 得到了客户的好评。
- 4) **商业标签印制**: 主要从事物流标签、防伪标签、智能标签、航空类标签、数码印刷标签以及常规标签的印刷。

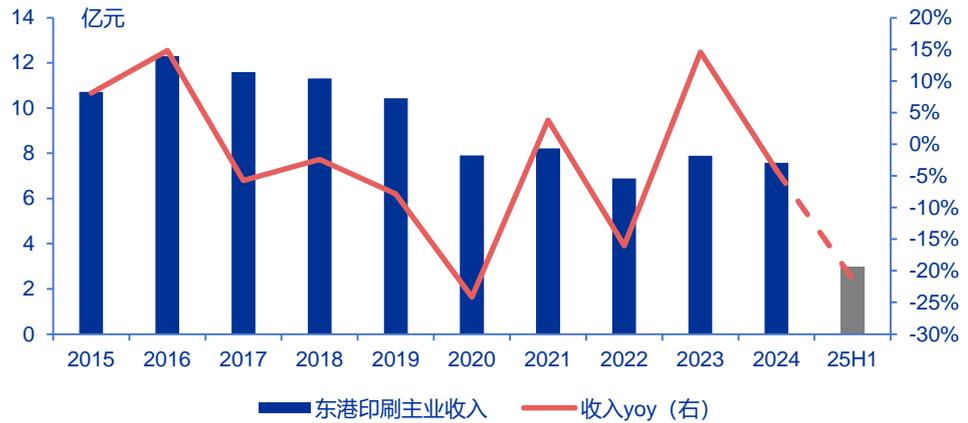
图 31: 东港股份部分印刷类产品示例



资料来源: 东港股份官网, 申万宏源研究

商业票证印刷占比较高, 受电子化冲击较为明显, 目前压力充分体现, 预计 25H2 开始逐渐改善。公司在印刷业务领域, 凭借优异产品、有效服务、良好信誉, 通过招投标方式获得了多家全国性金融企业和政府财税部门的长期服务供应商资格, 为客户提供了大量的票证、彩印、数据打印等各类产品及服务, 竞争优势显著。但由于受到票证电子化的冲击, 近年来印刷主业有所下滑, 尤其是 2024 年增值税发票全面电子化影响较大, 24 年印刷主业收入 7.58 亿元, 同比下降 4.1%, 25H1 收入 2.99 亿元, 同比下降 21.3%。但考虑 H 已受到增值税发票全面电子化影响, 基数走低, 预计 H 逐渐改善。

图 32: 印刷主业受电子化冲击较为明显



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

彩色印刷需求相对稳定, 不干胶市场延续景气, 支撑东港印刷主业企稳。彩印图书需求相对稳定, 根据开卷信息, 2024 年全国图书零售码洋 1129 亿元, 同比下降 1.5%, 2016-2024 年复合 CAGR 为 3.1%。不干胶标签具有自粘性、多样性、便捷性、可移除性、持久性等特点, 广泛应用于商品包装、物流、办公管理等多个领域, 在日化行业、医药行业、超市和物流行业等行业的需求不断增长。根据智研咨询, 2023 年不干胶市场规模、产量分别为 319 亿元、97 亿平, 2017-2023 年复合 CAGR 为 11.2%、8.9%, 未来随着材料技术和印刷工艺的不断进步, 不干胶标签将继续发展, 提供更多功能性和个性化的解决方案, 满足不同领域的需求。

图 33: 图书零售市场需求相对稳定



资料来源: 开卷信息, 申万宏源研究

注: 由于 24 年口径调整, 历史数据均依据同比增速调整

图 34: 不干胶行业快速成长



资料来源: 智研咨询, 申万宏源研究

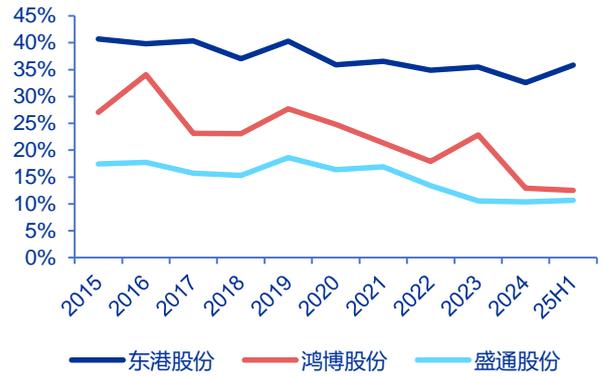
高效成本管控, 盈利能力处于行业领先水平。印刷行业与东港业务较为类似的上市公司主要为鸿博股份、盛通股份, 其中鸿博印刷业务中彩票印刷占比较高, 而盛通股份则专注于书籍印刷, 东港是业务最为多元化的印刷公司。虽然行业竞争加剧, 但东港不断优化生产成本控制, 调整产品结构, 25H1 印刷业务毛利率 35.8%, 同比提升 3.4pct, 改善明显, 历史东港毛利率表现相对稳定, 且领先于行业其他公司 (25H1 鸿博、盛通印刷毛利率分别为 .% 、.%) , 盈利优势显著。

图 35: 主要公司印刷业务的收入体量对比



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

图 36: 东港印刷业务毛利率处于行业领先水平



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

公司智能卡业务受益行业格局优化，实现爆发式增长，产能持续扩张，奠定后续增长确定性；档案三方存储及电子化渗透率逐渐提升，公司卡位优势显著；印刷主业前期受票证电子化冲击较大，目前逐渐触底企稳，成本控制优化，助力盈利改善。基于渠道复用性，积极延申高潜机器人赛道，目前已逐渐形成收入。

我们对公司业务做出以下关键假设：

复合类产品：实体+电子智能卡协同发展、不可或缺，新领域贡献需求增量。公司积极推动产品研发和客户开拓，叠加设计印刷优势，智能卡增速领跑行业。假设 2025-2027 年复合类业务收入分别为 3.90/5.86/7.61 亿元，分别同比+100%/+50%/+30%。随着收入的快速增长，规模效应进一步释放，假设 2025-2027 年毛利率分别为 27%/29.5%/32%。

技术服务：多元化业务发展，档案存储及电子化业务受益行业渗透率提升，2025H1 受到纸质票寄送业务萎缩的影响，2025H2 逐渐恢复，假设 2025-2027 年技术服务收入分别为 2.10/2.32/2.58 亿元，分别同比+8.5%/+10.5%/+11%。随着业务结构的改善，高毛利率业务占比提升，假设 2025-2027 年毛利率分别为 43%/44%/45%。

印刷类产品：前期受票证电子化影响较大，25H2 受益基数走低，增速有望环比明显改善。假设 2025-2027 年印刷类业务收入分别为 6.21/6.56/6.95 亿元，分别同比-18%/+5.5%/+6%。得益于生产成本控制和产品结构调整，盈利有望逐渐改善，假设 2025-2027 年毛利率分别为 35%/36%/37%。

公司印刷主业起步，渠道复用延申复合类产品、技术服务，业务呈现多元化发展趋势。智能卡业务受益行业格局优化，以及公司竞争优势凸显，实现爆发式增长。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 12.47/14.98/17.39 亿元，分别同比增长 5.9%/20.2%/16.1%。考虑公司成本管控改善、产品结构优化，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.88/2.28/2.76 亿元，分别同比增长 19.3%/20.9%/21.1%。

表 3: 收入拆分表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	11.81	12.01	10.65	12.01	11.78	12.47	14.98	17.39
yoy (右)	-21.0%	1.7%	-11.3%	12.7%	-1.9%	5.9%	20.2%	16.1%
成本	7.38	7.41	6.84	7.69	7.96	8.17	9.71	11.06
yoy (右)	-16.0%	0.4%	-7.6%	12.3%	3.5%	2.7%	18.8%	13.9%
毛利率	37.5%	38.3%	35.7%	36.0%	32.4%	34.4%	35.2%	36.4%
1、印刷类产品								
收入	7.91	8.21	6.90	7.90	7.58	6.21	6.56	6.95
yoy (右)	-24.2%	3.8%	-16.0%	14.6%	-4.1%	-18.0%	5.5%	6.0%
成本	5.07	5.21	4.49	5.10	5.11	4.04	4.20	4.38
yoy (右)	-18.6%	2.8%	-13.9%	13.5%	0.3%	-21.0%	3.9%	4.3%
毛利率	35.9%	36.5%	34.9%	35.5%	32.5%	35.0%	36.0%	37.0%
2、覆合类产品								
收入	1.74	1.39	1.42	1.63	1.95	3.90	5.86	7.61
yoy (右)	-27.6%	-20.0%	1.9%	14.5%	20.0%	100.0%	50.0%	30.0%
成本	1.05	0.79	1.03	1.13	1.52	2.85	4.13	5.18
yoy (右)	-29.6%	-24.8%	30.0%	10.4%	34.2%	87.6%	44.9%	25.4%
毛利率	39.7%	43.4%	27.8%	30.4%	22.2%	27.0%	29.5%	32.0%
3、技术服务								
收入	1.90	1.59	1.72	2.00	1.94	2.10	2.32	2.58
yoy (右)	1.3%	-16.4%	8.1%	16.4%	-2.9%	8.5%	10.5%	11.0%
成本	1.14	0.87	0.97	1.16	1.22	1.20	1.30	1.42
yoy (右)	18.5%	-24.0%	12.4%	19.3%	4.9%	-1.7%	8.6%	9.0%
毛利率	39.9%	45.4%	43.2%	41.8%	37.1%	43.0%	44.0%	45.0%
4、其他								
收入	0.26	0.82	0.62	0.48	0.31	0.25	0.25	0.25
yoy (右)	3.8%	214.1%	-24.2%	-21.7%	-36.4%	-20.0%	0.0%	0.0%
成本	0.12	0.54	0.35	0.29	0.11	0.09	0.09	0.09
yoy (右)	12.0%	346.4%	-34.0%	-17.0%	-63.6%	-19.4%	0.0%	0.0%
毛利率	53.8%	34.3%	42.8%	39.3%	65.3%	65.0%	65.0%	65.0%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

5.2 估值分析

公司主业稳健增长, 渠道复用延申新领域, 积极布局机器人高潜赛道, 因此我们选择同样布局服务机器人领域的科沃斯、荣泰健康作为可比公司。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.88/2.28/2.76 亿元, 分别同比增长 19.3%/20.9%/21.1%, 当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 32.2/26.7/22.0X, 考虑东港股份智能卡产能快速扩张中, 预计 2026 年利润弹性较为充分体现, 参考可比公司 2026 年平均 PE 29.6X, 对应东港股份目标市值 67.31 亿元, 较当前仍有 11.0% 的向上空间, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 4: 可比公司估值对比

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE		
		2025/9/22	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
603486.SH	科沃斯	604	8.06	19.24	22.45	25.84	31.4	26.9	23.4	
603579.SH	荣泰健康	75	1.92	2.06	2.31	2.61	36.2	32.2	28.6	
平均值							33.8	29.6	26.0	
002117.SZ	东港股份	61	1.58	1.88	2.28	2.76	32.2	26.7	22.0	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 科沃斯、荣泰健康为 Wind 一致预期, 东港股份为申万轻工预测

风险提示

终端需求疲软的风险。公司印刷类业务和经济活动相关性高，如果终端需求持续低迷，印刷业务发展受限。

机器人行业竞争加剧的风险。机器人产业前景吸引有实力的参与者，预计行业竞争程度可能进一步提升。机器人行业属于技术、资本密集行业，未来发展空间广阔，竞争程度高，技术迭代快，价格战导致行业利润压缩。

附表

表 5: 利润表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,201	1,178	1,247	1,498	1,739
营业总成本	1,037	1,038	1,075	1,280	1,464
营业成本	769	796	817	971	1,106
税金及附加	17	16	17	20	23
销售费用	87	71	75	90	104
管理费用	95	100	106	127	148
研发费用	69	54	57	69	80
财务费用	1	2	3	3	3
其他收益	10	13	13	13	13
投资收益	18	16	16	16	16
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	1	-4	0	0	0
资产减值损失	0	-1	0	0	0
资产处置收益	-6	18	18	18	18
营业利润	187	182	219	265	322
营业外收支	-5	1	0	0	0
利润总额	181	183	219	265	322
所得税	18	25	30	37	46
净利润	163	158	188	228	276
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	163	158	188	228	276

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

表 6: 现金流量表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	163	158	188	228	276
加: 折旧摊销减值	62	61	74	80	86
财务费用	2	3	3	3	3
非经营损失	-14	-34	-34	-34	-34
营运资本变动	-35	55	15	56	47
其它	23	18	0	0	0
经营活动现金流	202	261	246	332	378
资本开支	27	55	42	42	42
其它投资现金流	-23	-360	16	16	16
投资活动现金流	-50	-415	-26	-26	-26
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	120	164	113	163	196
其它融资现金流	-51	-207	0	0	0
融资活动现金流	-171	-372	-113	-163	-196
净现金流	-19	-526	107	143	156

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

表 7: 资产负债表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,316	1,157	1,269	1,437	1,617
现金及等价物	849	717	825	968	1,124
应收款项	256	268	268	268	268
存货净额	186	148	151	173	194
合同资产	18	16	17	20	23
其他流动资产	7	8	8	8	8
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	692	696	682	662	636
无形资产及其他资产	205	173	173	173	173
资产总计	2,212	2,026	2,123	2,272	2,425
流动负债	601	600	619	700	771
短期借款	15	15	15	15	15
应付款项	318	411	430	511	582
其它流动负债	268	174	174	174	174
非流动负债	44	28	28	28	28
负债合计	646	628	647	728	799
股本	546	524	524	524	524
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	250	109	109	109	109
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	350	370	394	423	457
未分配利润	421	395	450	488	536
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,567	1,398	1,476	1,544	1,626
负债和股东权益合计	2,212	2,026	2,123	2,272	2,425

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。