

光洋股份 (002708)

FPC&低空经济&人形机器人“三擎驱动”，轴承龙头焕发新生

买入 (首次)

2025年10月12日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

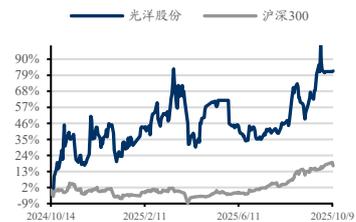
huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭雨蒙

执业证书: S0600525030002
guoym@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,823	2,310	2,774	3,700	4,795
同比 (%)	22.53	26.69	20.10	33.39	29.61
归母净利润 (百万元)	(116.94)	51.01	108.15	217.79	362.69
同比 (%)	50.07	143.62	112.02	101.37	66.53
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.21)	0.09	0.19	0.39	0.65
P/E (现价&最新摊薄)	(67.20)	154.05	72.66	36.08	21.67

股价走势



投资要点

- **深耕轴承数十年，为轴承领域头部企业。**公司成立于1994年，以汽车轴承起家，后拓展至同步器、汽车电子，2024年以来拓展人形机器人及低空经济等新兴产业，客户涵盖大众、吉利等头部车企以及博格华纳、采埃孚等头部Tier 1汽零企业。2022年以来，公司业绩触底反弹，2024年扭亏为盈且向上趋势明显。2025H1公司营收达12.60亿元，同比+12.1%；归母净利润为0.53亿元，同比+21.9%。
- **轴承主业实现量价齐升，同步器业务稳健增长：**1) 轴承是公司第一大业务，近年来，公司受益于中国汽车产销和新能源渗透率的持续增长，叠加政策和需求端推动的国产化替代背景，公司轴承主业实现量价齐升，ASP从8.42提升至9.56元/套，2025H1公司轴承营收达7.42亿元，同比+22.84%；2) 同步器、行星排为公司第二大业务，近年来盈利能力已实现触底反弹，2025H1毛利率提升至25.59%，同比+5.08pct。2025H2公司产品将陆续量产，全年增速或将强势转正。
- **布局汽车电子，紧跟智能穿戴浪潮打开全新增量空间。**公司于2020年布局汽车电子赛道，近年来PCB (FPC) 营收持续增长，毛利率由低位的-98.17%提升至2025H1的-17.18%。同时，公司横向拓展AI智能穿戴终端业务，已获多个头部企业定点，2025-2027年将陆续实现量产。随着公司业务规模的不断扩大，带动规模效应显现有望加速毛利率转正，为公司业绩提升贡献增量。
- **立足汽车，走出汽车，布局低空经济+人形机器人拓展第二主业：**1) eVTOL为低空经济中的重要一环，与汽车产业链重合度较大，且下游整车厂入局倒逼汽零企业布局，其市场规模广阔，2040年预计将达到410亿美元。公司当前已获国内某头部新能源整车企业飞行汽车项目定点，部分项目将于2026年量产，业绩落地在即；2) 公司轴承主业与机器人减速器轴承具有技术协同性，公司机器人用轴承产品已获定点，且自2024H2就陆续实现批量交付。此外，公司积极布局行星减速总成及齿轮组件，入股陕西大祺传感电子布局传感器赛道。未来公司有望凭借在主业的技术及客户积累成为低空经济与机器人产业的核心供应商。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2025-2027年实现营收27.74/37.00/47.95亿元，实现归母净利润1.08/2.18/3.63亿元，EPS分别为每股0.19/0.39/0.65元，当前市值对应2025-2027年PE为73/36/22倍。公司为轴承领域头部企业，盈利能力已实现触底反弹，FPC业务扭亏在即，叠加公司在低空经济与机器人领域的布局，公司有望打开全新增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料成本上行超预期；下游车市需求不及预期；新产品落地不及预期；FPC业务拓展不及预期；新兴产业拓展不及预期。

市场数据

收盘价(元)	13.98
一年最低/最高价	7.37/15.33
市净率(倍)	4.68
流通A股市值(百万元)	7,185.65
总市值(百万元)	7,858.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.99
资产负债率(% ,LF)	53.04
总股本(百万股)	562.10
流通A股(百万股)	514.00

相关研究

内容目录

1. 轴承主业发力，业绩实现底部反转	5
2. 下游需求持续旺盛，国产化替代带来新机遇	8
2.1. 主业轴承：量价齐升带动业绩上行，后续动力充沛	8
2.2. 自动变速器渗透率提升，同步器&行星排业务蕴藏发展机	14
2.3. 电动化、智能化浪潮助力 FPC 业务新增长	17
3. 立足汽车，走出汽车	20
3.1. 低空经济“万亿蓝海”，前瞻布局已获定点	20
3.2. 机器人业务多维布局，打造全新成长空间	23
4. 盈利预测与投资建议	24
5. 风险提示 q	26

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	5
图 2: 股权架构 (截至 2025 年 9 月 21 日)	5
图 3: 产品矩阵.....	6
图 4: 公司部分客户示意图	6
图 5: 2019-2025H1 公司营收及同比.....	7
图 6: 2019-2025H1 公司归母净利润及同比.....	7
图 7: 2019-2025H1 公司分产品营收.....	7
图 8: 2019-2025H1 公司分地区收入.....	7
图 9: 2019-2025H1 公司毛利率和归母净利率.....	8
图 10: 2019-2025H1 公司分业务毛利率.....	8
图 11: 2019-2025H1 公司费用率和期间费用率情况.....	8
图 12: 2019-2025H1 公司研发费用及 YoY	8
图 13: 轴承制造行业产业链.....	9
图 14: 全球轴承市场规模测算 (亿美元)	10
图 15: 2024 年全球轴承市场份额.....	10
图 16: 轴承制造行业支持政策一览.....	11
图 17: 中国轴承产量 (亿套)	11
图 18: 2022 年轴承应用市场结构.....	12
图 19: 汽车轴承应用部位.....	12
图 20: 2019 年至今中国汽车产量及同比.....	12
图 21: 2019-2023 年中国轴承销量及市场规模	12
图 22: 插电混动乘用车销量及在新能源车中的渗透率.....	13
图 23: 公司轴承销量及 ASP (元/套) 变化	13
图 24: 2021 至今公司轴承营收及 YoY	13
图 25: 汽车变速箱结构示意图.....	14
图 26: 同步器示意图.....	14
图 27: 同步器的内部结构示意图.....	15
图 28: 同步器的应用配置情况.....	15
图 29: 中国新能源车产销情况 (万辆)	16
图 30: 新能源汽车变速装置分类及发展方向.....	16
图 31: 公司同步器行星排营收情况.....	16
图 32: 公司同步器行星排毛利率变化情况.....	16
图 33: 印刷电路板 PCB 的空板示意图	17
图 34: 威海世一电子部分产品示意.....	17
图 35: PCB 应用场景	18
图 36: FPC 在汽车中的应用.....	19
图 37: 不同类型汽车中汽车电子成本占比 (2019 年)	19
图 38: 可穿戴设备内部结构与 FPC 应用情况.....	19
图 39: 公司线路板产品营收.....	20
图 40: 公司线路板产品毛利率.....	20
图 41: 低空经济应用场景.....	21
图 42: 低空经济部分国家政策梳理.....	21

图 43: eVTOL 应用场景	22
图 44: eVTOL 产业链	23
图 45: 陕西大祺车用传感器产品矩阵	24
表 1: 全球八家大型轴承制造商简况	10
表 2: 公司 2024H2 至今部分轴承项目量产时间梳理	14
表 3: 公司 2025H2 部分同步器项目量产时间梳理	16
表 4: FPC 部分特性梳理	18
表 5: 公司部分 PCB 业务量产时间梳理	20
表 6: eVTOL 分类	22
表 7: 不同减速器所需轴承类型及梳=数量	23
表 8: 公司机器人业务项目进度	24
表 9: 业务拆分	25
表 10: 可比公司 PE 数据对比	26

1. 轴承主业发力，业绩实现底部反转

深耕轴承数十年，业务版图持续扩张。公司前身为常州光洋轴承有限公司，成立于1994年，专注于汽车传动系统核心零部件。2014年在深圳证券交易所中小板上市，实现资本市场与业务扩张。近年来，公司不断优化产品结构，从轴承拓展至同步器、空心轴、电子电路板，并切入新能源汽车及机器人零部件领域。2024年以来，公司积极布局低空经济与机器人等新兴产业，致力于开拓第二主业。

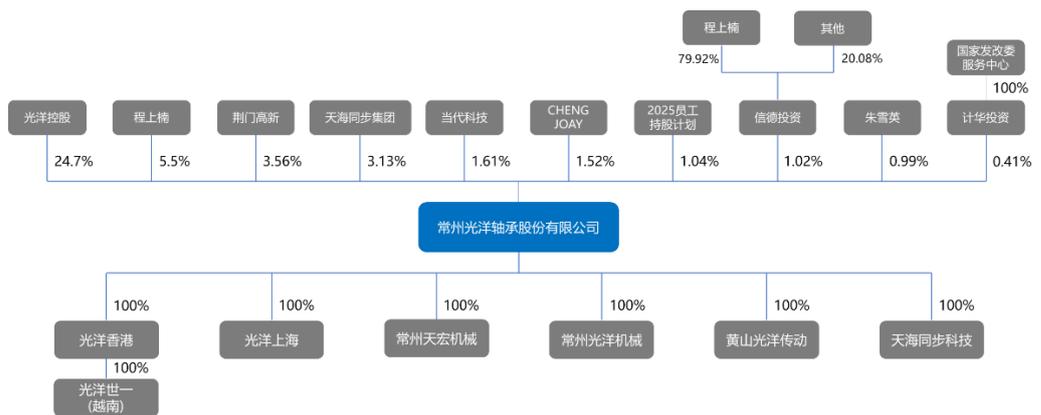
图1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构稳定，常州光洋控股有限公司为第一大股东。截至2025年9月21日，常州光洋控股有限公司持股比例24.7%；程上楠先生为现任公司董事，1987年创办常州滚针轴承厂（光洋控股前身），从业已经30多年，现为江苏省轴承工业协会副理事长。1994年1月至2019年10月历任常州光洋轴承股份有限公司董事长、法定代表人。

图2：股权架构（截至2025年9月21日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

产品主要可分为轴承和汽零两大部分。轴承产品涵盖滚针、圆柱、圆锥、球轴承及轮毂单元，广泛应用于发动机、变速器和新能源汽车电驱系统；零部件产品包括同步器齿环、齿毂、齿套及行星排组件，应用于传统燃油车与新能源车传动系统核心环节。

图3: 产品矩阵



数据来源: 公司官网, 天津天海同步官网, 东吴证券研究所

客户布局兼顾传统汽车、新能源车与新兴领域。公司客户涵盖国内外整车厂及国际一线零部件供应商, 包括大众、吉利、红旗、长城、赛力斯、博格华纳、采埃孚、麦格纳、耐世特等, 同时配套东安发动机、浙江鑫可、极亚精机等国内零部件厂商, 并已进入智能机器人、风电及 AI 终端等新兴产业供应链。

图4: 公司部分客户示意图

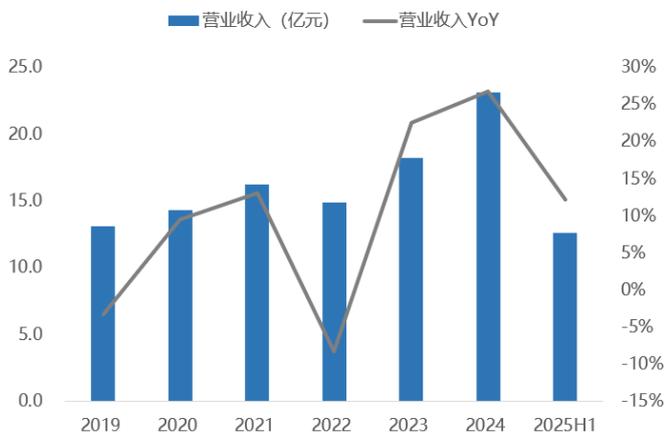


数据来源: 公司半年报, 东吴证券研究所

业绩持续向上, 近三年势头良好。2023 年以来, 公司营业收入触底反弹, 主要受益于工资在汽车及消费电子领域的拓展放量和新能源市场的不断开拓。2024 年, 公司营收同比高增, 并实现扭亏为盈; 2025H1 受益于海外市场的开拓, 公司势头得以延续。2025H1

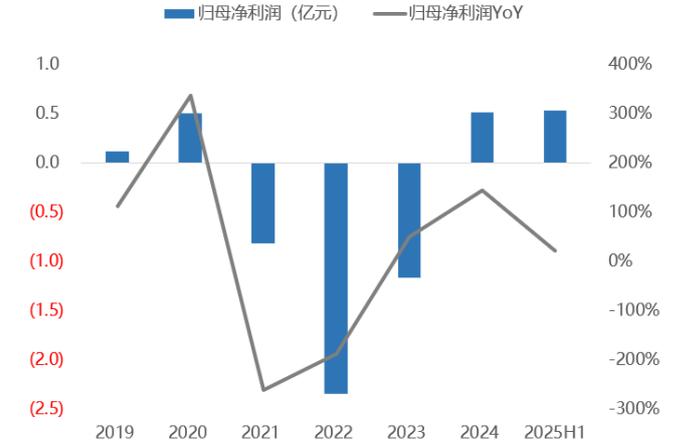
公司营收达 12.60 亿元，同比+12.1%；归母净利润为 0.53 亿元，同比+21.9%，超 2024 全年水平。

图5：2019-2025H1 公司营收及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2025H1 公司归母净利润及同比

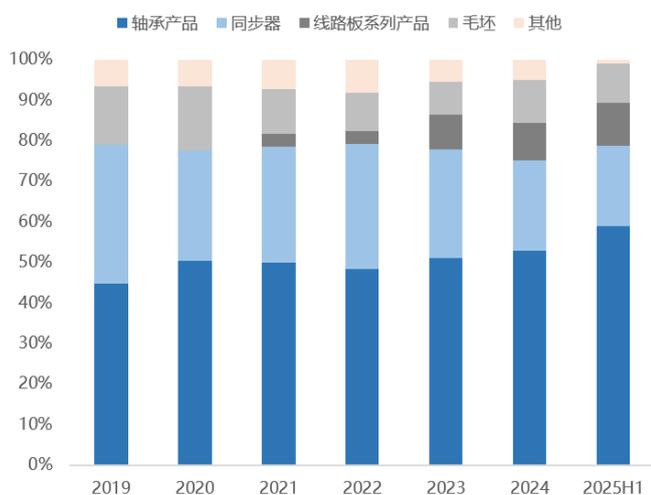


数据来源：Wind，东吴证券研究所

轴承&线路板实现放量。公司营收来源主要为轴承、同步器、毛坯，2020 年通过布局线路板系列产品进入电子行业，2023 年以来步入收获期。2025H1 主营业务具体来看：
1) 公司轴承业务营收 7.42 亿元，同比+22.84%；2) 同步器营收 2.49 亿元，同比-1.19%；
3) 线路板系列营收 1.33 亿元，同比+2.83%，超越毛坯成为公司第三大业务；4) 毛坯营收 1.23 亿元，同比+25.44%。

国际化战略布局持续推进。为拓展海外市场、满足 PCB 客户业务需求，公司于 2024 年在越南设立全资孙公司，并于 2025 年 4 月进一步增资。2024 年公司海外收入达 3.15 亿元，同比+65.83%；2025H1 海外营收达 2.45 亿元，同比+72.72%，占比提升至 19.44%。

图7：2019-2025H1 公司分产品营收



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2019-2025H1 公司分地区收入

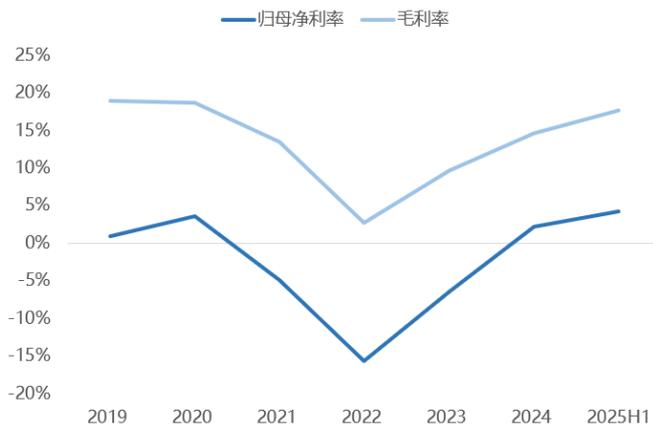


数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利能力底部强势反转，同步器毛利率提升显著。自 2022 年公司盈利能力触底后，公司毛利率+归母净利率逐年提升，基本恢复至 2019-2020 年的水平。2025H1 公司毛利

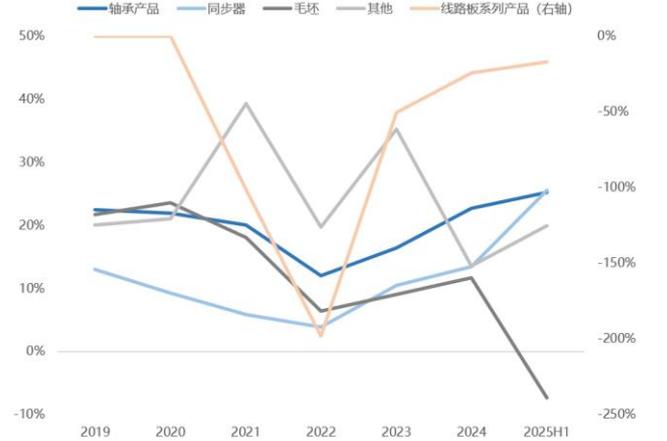
率为 17.62%，同比+1.57pct；归母净利率为 4.2%，同比+0.33pct。分产品来看，公司主要毛利来源为轴承与同步器，2025H1 分别达 1.87/0.64 亿元。2025H1 从毛利率角度来看：1) 轴承产品达 25.25%，同比+0.63pct；2) 同步器达 25.58%，同比+5.08pct；3) 线路板产品达-17.18%，同比+9.32pct；4) 毛坯达-7.31%，同比-6.23pct。

图9：2019-2025H1 公司毛利率和归母净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2019-2025H1 公司分业务毛利率

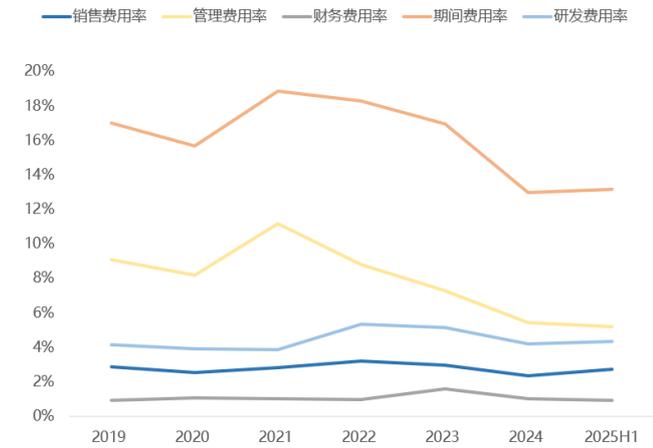


数据来源：Wind，东吴证券研究所

费用率管控稳健，助力盈利能力向上。公司 2024 年期间费用率为 12.9%，同比-3.97pct；销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.3%/5.4%/1.0%/4.2%，同比分别-0.62pct/-1.84pct/-0.57pct/-0.95pct。2025H1 期间费用率为 13.1%，同比+0.24pct；销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.7%/5.2%/0.9%/4.3%，同比分别+0.22pct/-0.02pct/-0.01pct/+0.04pct。

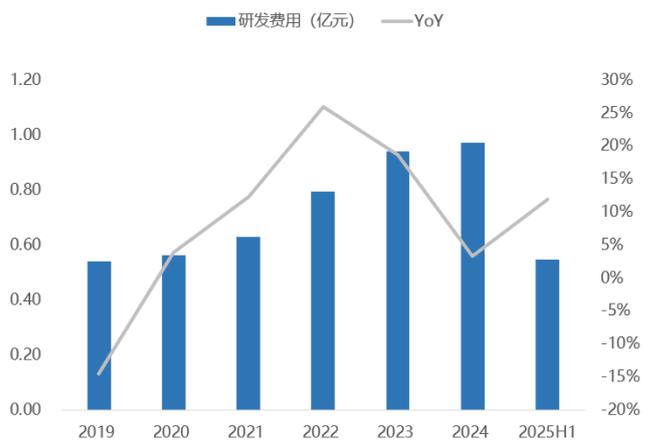
从研发投入角度看，公司自 2024 年以来积极布局低空经济和人形机器人等新兴产业，研发投入持续加大，2024 年/2025H1 研发投入分别为 0.97 亿元/0.55 亿元，同比分别+3.21%/+11.91%。

图11：2019-2025H1 公司费用率和期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2019-2025H1 公司研发费用及 YoY



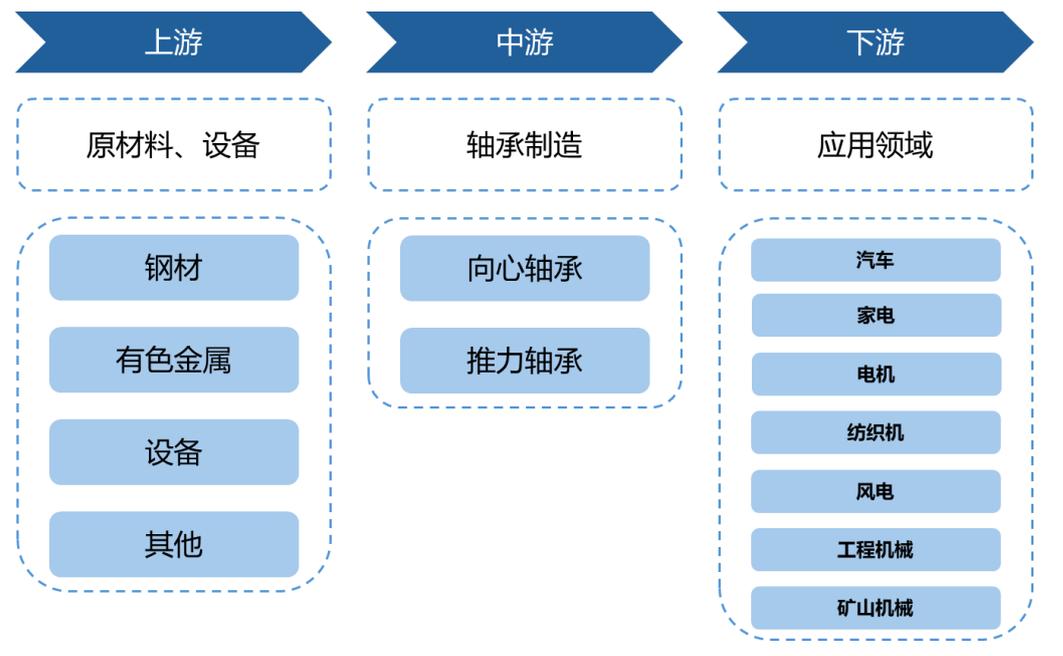
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 下游需求持续旺盛，国产化替代带来新机遇

2.1. 主业轴承：量价齐升带动业绩上行，后续动力充沛

轴承应用领域广泛，我国轴承产业链布局完善。轴承是制造产业链中的关键机械零部件，用于引导轴的转动运动或移动运动，承受由轴或轴上零件传递的载荷。轴承制造是我国体量较大的高端装备零部件市场。从产业链来看，轴承制造产业的上游产业链包括原材料、设备供应商等。下游应用于汽车行业、工程机械行业、家电和电机行业、风电行业等相关联。整体来看，轴承制造产业上下游所涉及的领域范围非常广泛。我国基础工业发达，具备较为完善的轴承产业链资源，对轴承产业上游与中游的布局较为完善。

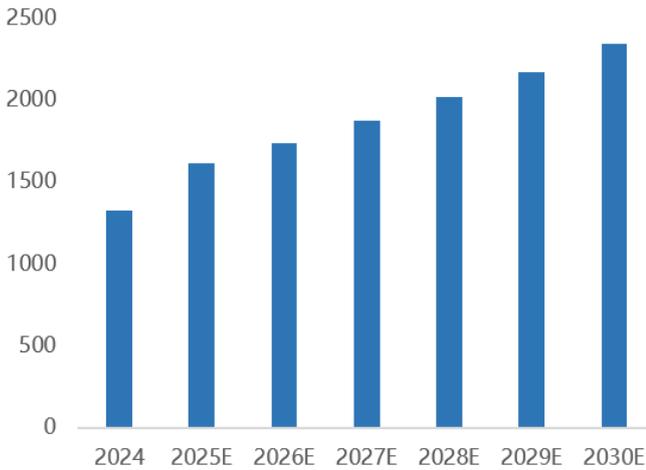
图13: 轴承制造行业产业链



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

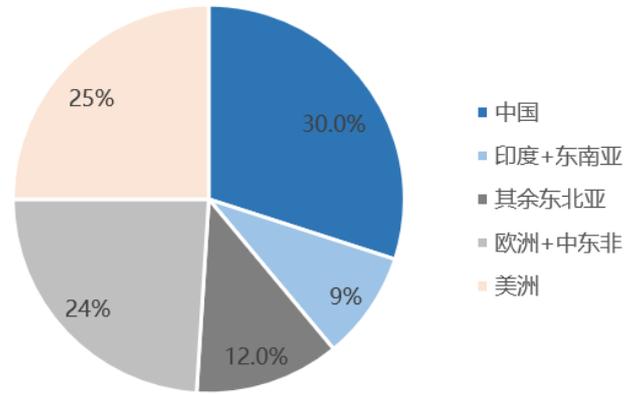
全球市场规模持续增长态势，中国占据最大市场份额。2024年，全球轴承行业市场规模达到1339.9亿美元，预计到2030年将达2798亿美元，CAGR约为9.94%。全球轴承市场有望继续保持增长态势，制造业对高性能、高品质的轴承需求将持续增加。从地区分布来看，2024年，中国及东北亚地区占据了全球市场份额的将近一半，其中中国的市场规模占比约为30%，是世界最大的轴承市场。

图14: 全球轴承市场规模测算 (亿美元)



数据来源: Precedence Research, 中金企信国际咨询, 东吴证券研究所

图15: 2024 年全球轴承市场份额



数据来源: SKF2024 年财报, 机泵与轴承, 东吴证券研究所

中高端轴承国产替代市场空间大, 国内企业份额分散。2022 年, 世界八大轴承龙头企业占据了全球 75% 的市场份额, 而中国轴承企业的全球占比约为 20%。我国轴承高端市场主要被全球八大跨国轴承企业占据, 因其凭借技术和市场优势, 在高端领域建立起了较高壁垒。中国轴承行业规模较大, 但同质化较严重, 行业集中度低, 且我国轴承产品的生产制造集中在中低端市场, 未来国产中高端轴承空间较大。

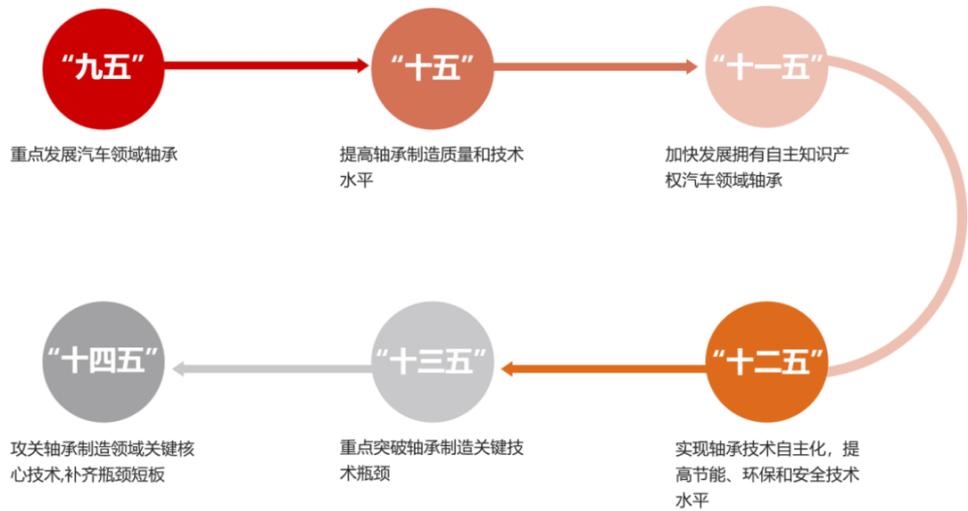
表1: 全球八家大型轴承制造商简况

国家	品牌	企业名称	主要产品
瑞典	SKF	瑞典斯凯孚轴承制造公司	中大型冶金矿山轴承、汽车轴承
德国	Schaeffler	德国滚针轴承公司 (INA)	滚针轴承及液压顶杆
		德国乔治沙佛公司 (FAG)	中大型圆锥圆柱滚子轴承
	NSK	日本精工公司	小型低噪音轴承
日本	NIN	日本东洋轴承公司	车用等速万向节轴承、中型球轴承
	Minebea	日本美蓓亚株式会社	办公自动化微型轴承
	NACHI	日本不二越钢铁工业公司	中小型球轴承
	JTKET	日本捷太格特公司	汽车轴承、滚针轴承

数据来源: 东吴证券研究所

国家产业政策大力支持, 托举高端轴承进口替代。《全国轴承行业“十四五”发展规划》要求, 轴承行业“十四五”期间主营业务收入达到 2237 亿-2583 亿元, 完成包含新能源汽车驱动电机专用轴承在内的 8 种高端轴承标志性产品攻关。预计未来在政策加持下, 轴承厂商将不断提升轴承产品的精度、性能、寿命等关键技术指标, 逐渐实现高端轴承的进口替代。

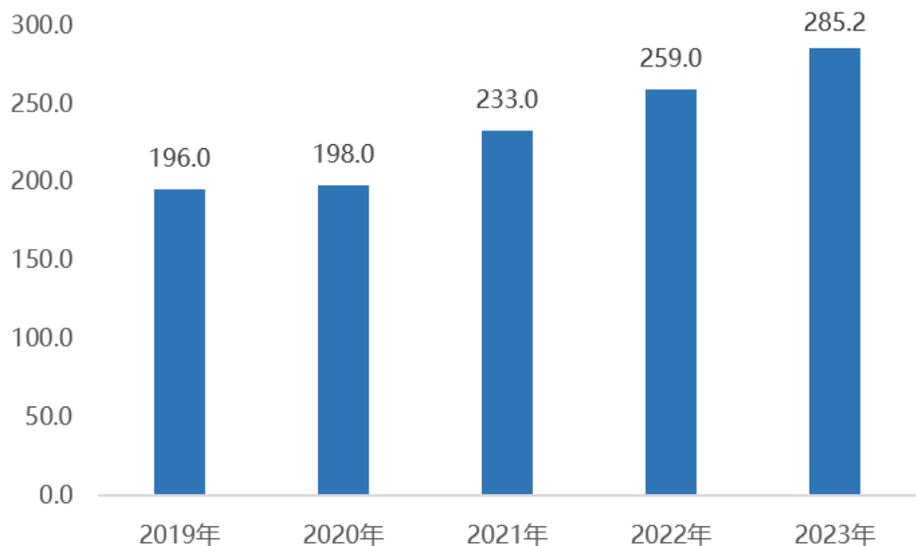
图16: 轴承制造行业支持政策一览



数据来源: 求思咨询, 东吴证券研究所

国内轴承企业生产能力逐渐提高, 逐渐减少对外依赖。我国轴承进口主要集中在高端轴承产品, 主要用于弥补国内生产能力不足、满足高端市场需求。近年来, 随着我国航天军工、机床、风电等重大装备制造行业发展, 国产轴承产品的质量和性能逐渐接近或达到国际先进水平。根据中金企信数据, 2016-2022年, 中国轴承出口量始终高于进口量。2022年, 我国轴承进口数量 27.21 亿套, 同比减少 8.21%, 进口金额 45.64 亿美元, 同比下滑 16.56%, 对外依赖正在逐步减少。从产量来看, 亦保持总体增长态势。2019 年行业产量为 196 亿套, 2023 年已增长到 285.2 亿套。

图17: 中国轴承产量 (亿套)

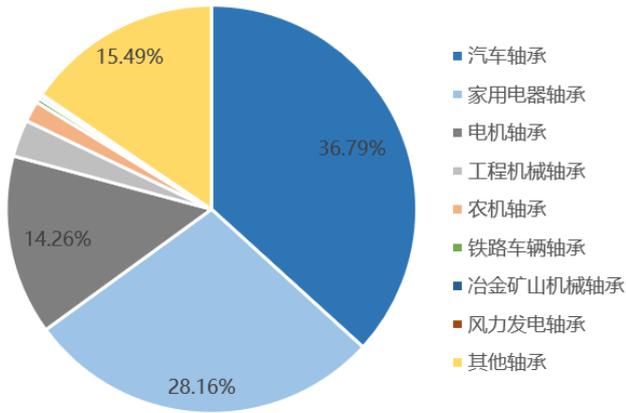


数据来源: 中国轴承工业协会, 观研天下, 东吴证券研究所

汽车是轴承的最大需求领域。轴承可广泛应用于交通运输、工程机械、建筑机械、家用电器、仪器仪表等, 目前轴承前三大应用领域为汽车、电机和家电为轴承。2022 年

汽车行业的轴承消费量占比达 36.79%，是轴承应用最广泛的领域，单车汽车一般需要安装 30 种共计 50 套轴承，应用范围包括发动机、传动系、转向系及空调机等。

图18: 2022 年轴承应用市场结构



数据来源:《中国工业机械年鉴》2023 年, 东吴证券研究所

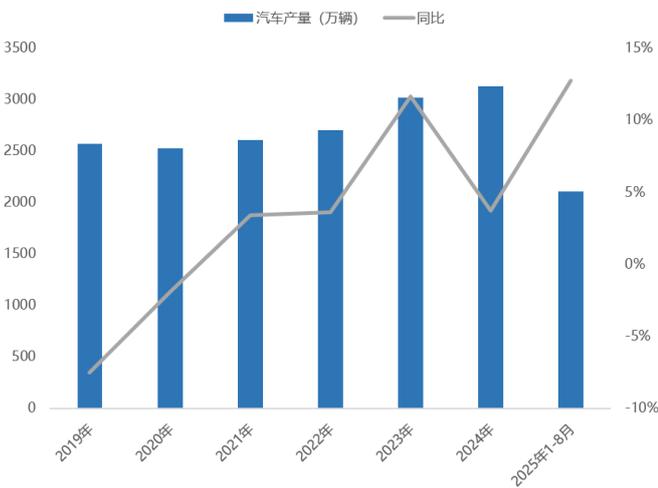
图19: 汽车轴承应用部位



数据来源: 求思咨询, 东吴证券研究所

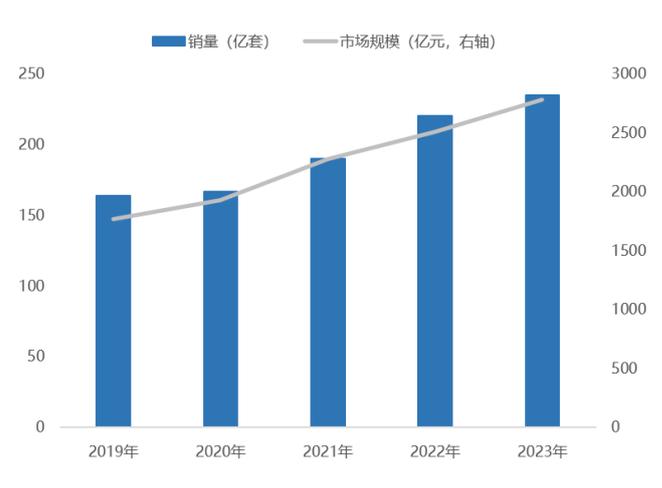
中国汽车产销持续增长, 提振上游轴承需求。2021 年以来, 中国车市持续向好, 2023 年我国汽车产销量首次突破 3000 万辆, 乘用车市场日趋回暖, 购车需求进一步释放, 有效拉动汽车增长。2024 年中国汽车产销分别达 3128/3143.6 万辆, 同比+3.7%/+4.5%。得益于车市的产销两旺, 车用轴承市场持续扩大。以轴承整个行业来看, 2023 年轴承销量达 235.4 亿套, 市场规模为 2785 亿元。以 2022 年数据测算, 则 2022 年车用轴承市场规模约为 927.55 亿元; 智研咨询数据显示, 该市场 2024 年规模增大至 1221.37 亿元。

图20: 2019 年至今中国汽车产量及同比



数据来源: 中汽协, Wind, 东吴证券研究所

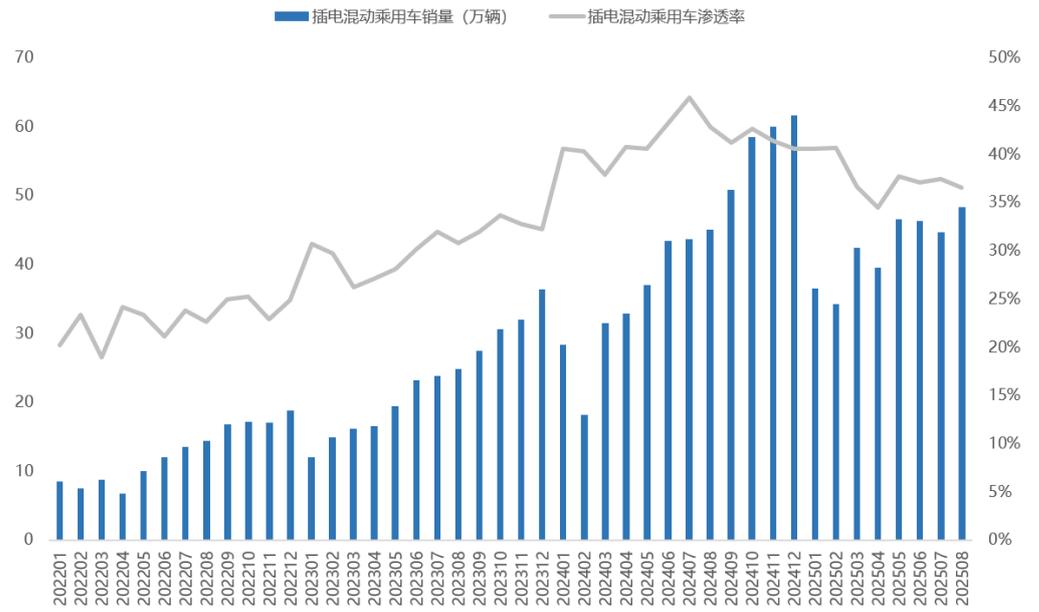
图21: 2019-2023 年中国轴承销量及市场规模



数据来源: 中国轴承工业协会, 东吴证券研究所

新能源汽车轴承用量较少, 混动车型放量实现对冲。新能源汽车轴承使用量较传统燃油车少 20 个左右。其中, 混动车型由于发动机和电动机并存, 轴承应用量较纯电动汽车更多, 在混动车型增速更快从而对冲燃油车销量下降带来的轴承用量下滑的背景下, 中国车市轴承需求量有望稳中有升。

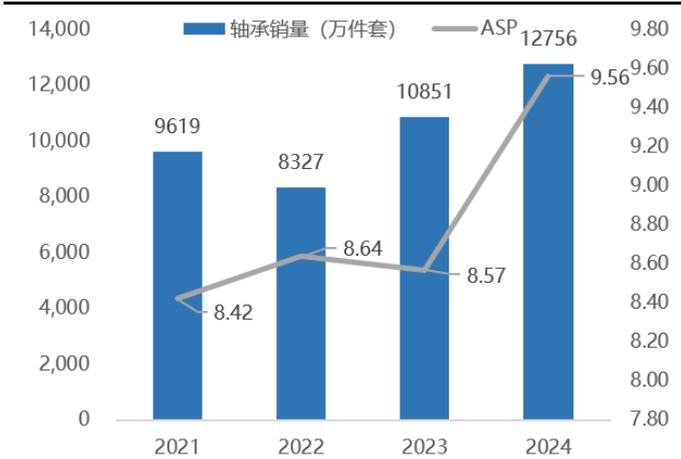
图22: 插电混动乘用车销量及在新能源车中的渗透率



数据来源: Wind, 中汽协, 东吴证券研究所

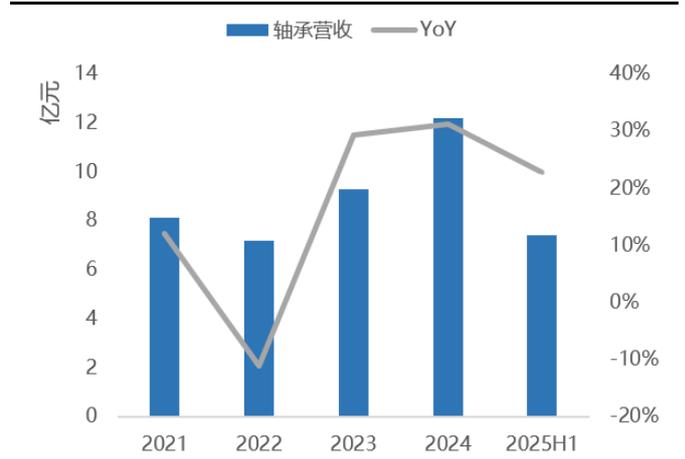
新能源轴承要求更高, 公司卡位核心客户实现量价齐升。新能源汽车因驱动电机替代发动机, 对轴承的性能要求大幅提升, 如更高的转速、更优的耐高温性能等, 推动车用轴承单价提升。公司近年来卡位核心新能源客户以及海外 Tier 1 客户, 向新能源轴承及高端轴承市场持续迈进, 实现量价齐升。公司轴承销量自 2021 年的 9616 万件套提升至 2024 年的 12756 万件套, ASP 也从 8.42 元/套提升至 9.56 元/套, 双重因素推动公司轴承业绩持续上行, 2025H1 公司轴承营收达 7.42 亿元, 同比+22.84%。

图23: 公司轴承销量及 ASP (元/套) 变化



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

图24: 2021 至今公司轴承营收及 YoY



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

新能源+高端项目陆续量产, 轴承主业步入收获期。公司近年来持续开拓新能源汽车厂商及海外中高端 Tier 1 企业, 部分项目已于 2024 年以来陆续量产。截至 2024 年, 公司轴承设计产能为 13942 万件套/年, 产能利用率达 94.43%, 在建产能为 729 万件套/年, 2023 年通过定增募投“年产 6500 万套高端新能源汽车关键零部件及精密轴承项目”,

当前处于在建状态，投产后将继续支撑公司业绩进一步向上。

表2: 公司 2024H2 至今部分轴承项目量产时间梳理

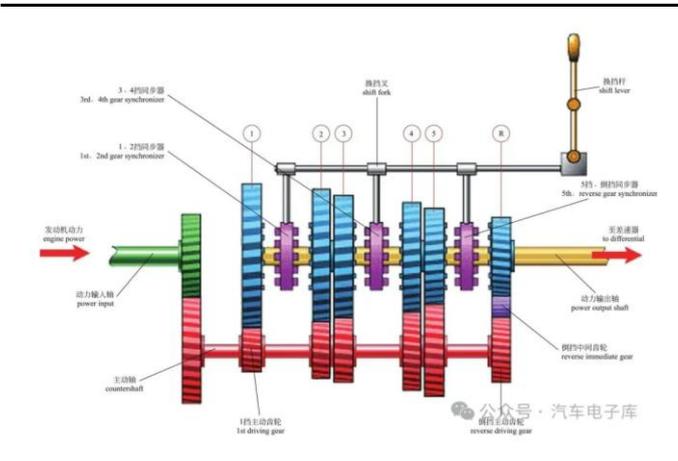
企业	项目	产品	量产时间
吉利汽车	EVEREST	离合器分离轴承	2024.9
博格华纳	DM22 (SAIC280)	离合器分离轴承	2024.11
博格华纳	BHAP	离合器分离轴承	2024.11
头部新能源车企	S**	电驱动系统的圆锥滚子轴承	2025.7
吉利汽车	DHT120	滚针轴承	2025.7
麦格纳	DHD 轴承	-	2025.7
耐世特	大众 MLB 平台	空心变径整体等速驱动半轴	2025.12
头部新能源车企	X 项目 2	-	2026.3

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 自动变速器渗透率提升, 同步器&行星排业务蕴藏发展机

同步器是汽车变速箱的核心零部件之一。变速箱是用于协调、改变发动机转速和扭矩的装置, 主要实现改变传动比、中断动力传递、实现倒退行驶功能, 是汽车的核心动力总成之一。变速箱构造复杂, 主要由壳体、输入输出轴、齿轮、同步器等组成; 其中, 同步器是在换挡过程中使相互接合的齿轮同步的装置, 基本原理是依托同步环的锥面在直齿与圆盘立齿接触之前对齿轮进行提前摩擦与牵引, 快速实现变速器输入轴与输出轴同步, 使目标挡位齿轮达到一致转速以顺利啮合, 从而缩短换挡时间、减小换挡冲击并延长变速器寿命。

图25: 汽车变速箱结构示意图



数据来源: 汽车电子库, 东吴证券研究所

图26: 同步器示意图



数据来源: 买车问问, 东吴证券研究所

同步器主要应用于 MT、AMT 和 DCT, 行星排主要应用于 AT 和 CVT, 均可有效解决变速箱输入轴与发动机输出轴转速不同而产生的换挡冲击。汽车变速器按操纵方式可分为手动变速器和自动变速器, 自动变速器按不同结构又可细分为机械式自动变速器 (AMT)、双离合自动变速器 (DCT)、液力自动变速器 (AT) 和无极式自动变速器 (CVT)。同步器主要包括常压式、惯性式、自行增力式, 惯性式同步器主要由接合套、

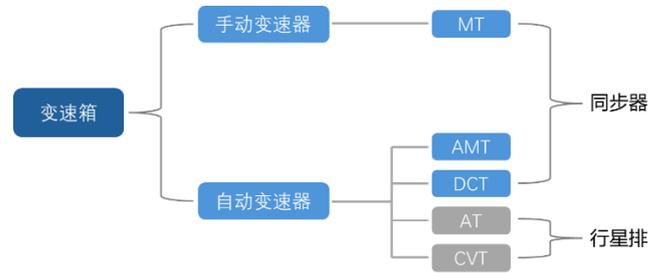
同步锁环等组成，为大部分汽车变速箱所采用。与此相对应，同步器是对变速箱 MT、AMT 中具备决定性影响的关键总成，亦可用于 DCT 带载情况下的换挡，实现目标挡位齿轮在变速箱载荷状态下进行同步；而行星排则主要应用于液力自动变速器 AT

图27: 同步器的内部结构示意图



数据来源：汽车电子库，东吴证券研究所

图28: 同步器的应用配置情况

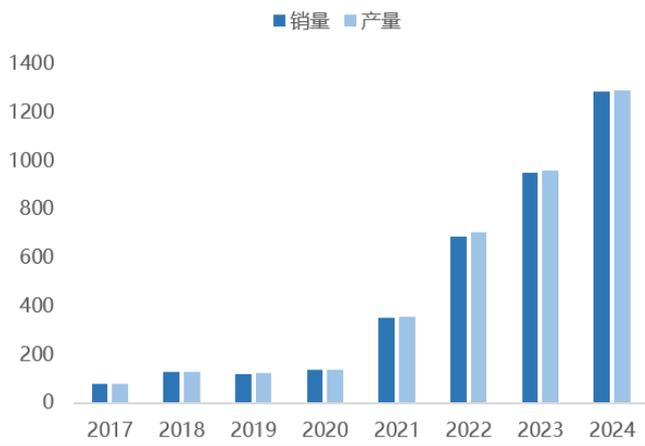


数据来源：商用车修理工，自动变速器养护联盟，不足为奇，东吴证券研究所

变速器市场规模稳定增长。2022 年全球汽车变速器市场规模约为 7,524 亿元，其中中国市场为 2,257 亿元，占比约为 30%。随着负面因素的逐步释放，全球汽车行业需求稳步恢复，推动汽车变速器市场规模增加。预计 2025 年全球汽车变速器市场规模将达到 10,176 亿元，年均复合增长率为 10.6%，其中中国市场将达到 3,147 亿元，年均复合增长率为 11.7%。

DCT 逐步成长为国内汽车主力变速器，新能源助推同步器市场迎来机遇。随着自动化、智能化、节能环保、操纵轻便化等技术的不断发展和应用，自动变速器成为全球汽车变速器的主流产品。2022 年全球自动变速器市场份额占比达到 70.6%。相比于全球市场，我国自动变速器渗透率更高，2022 年中国汽车自动变速器装配率达到 72.5%，预计 2025 年将进一步提高至 81.2%。此外，DCT 变速器在新能源汽车领域有良好的应用前景，中国新能源汽车行业的持续高速增长，也为同步器市场创造了良好的发展机遇。

图29: 中国新能源车产销情况 (万辆)



数据来源: 车乾信息, 东吴证券研究所

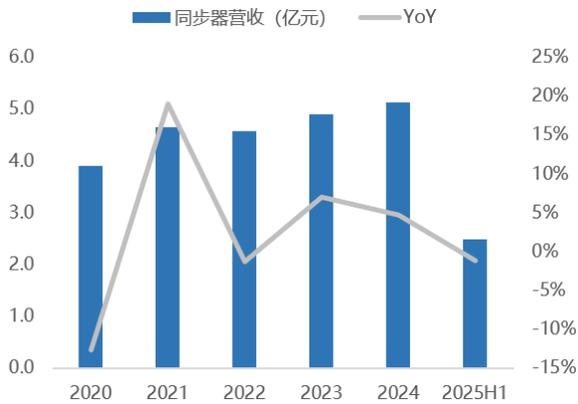
图30: 新能源汽车变速装置分类及发展方向

新能源汽车变速装置分类及发展方向					
种类	纯电动汽车	燃料电池汽车	插电混合动力汽车		
细分	-	-	串联	并联	混联
变速装置	单级减速器	单级减速器	单级减速器	自动变速器或电驱桥	专用混动变速器
未来发展方向	多档变速器	多档变速器	多档变速器	专用自动变速器	专用混动变速器

数据来源: 普华有策, 东吴证券研究所

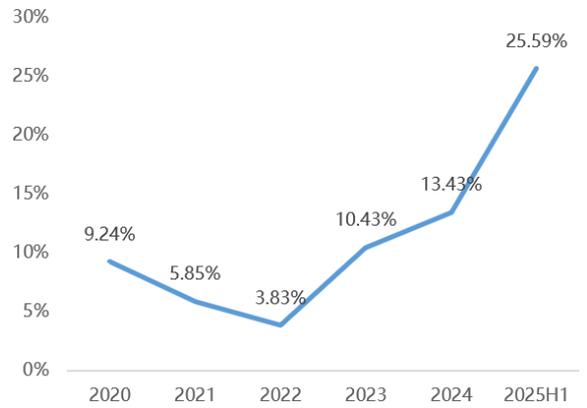
同步器行星排营收较为稳健, 毛利率触底实现强势反弹。公司近年来同步器行星排营收较为稳健, 2024 年营收达 5.13 亿元, 同比+4.7%; 2025H1 达 2.49 亿元, 同比-1.19%。毛利率层面, 继 2022 年受原材料涨价、运费激增等多重因素影响, 公司毛利率触底, 后强势反弹, 2024 年提升至 13.43%, 2025H1 提升至 25.59%, 同比+5.08pct。

图31: 公司同步器行星排营收情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 公司同步器行星排毛利率变化情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

25H2 产品陆续量产, 公司同步器业务底盘稳固。公司部分同步器项目将于 2025H2 陆续量产, 客户包括麦格纳、福田传讯等。截至 2024 年, 公司同步器、行星排设计产能达 1600 万件套/年, 产能利用率为 82.75%, 在建产能 88.6 万件套/年, 充沛产能可支撑公司后续新项目量产。

表3: 公司 2025H2 部分同步器项目量产时间梳理

企业	项目	PPAP 时间	量产时间
麦格纳	DHD 同步器	2025.6	2025.7
福田传讯	6S 同步器	2025.7	2025.9
福田传讯	5S 同步器	2025.9	2025.11

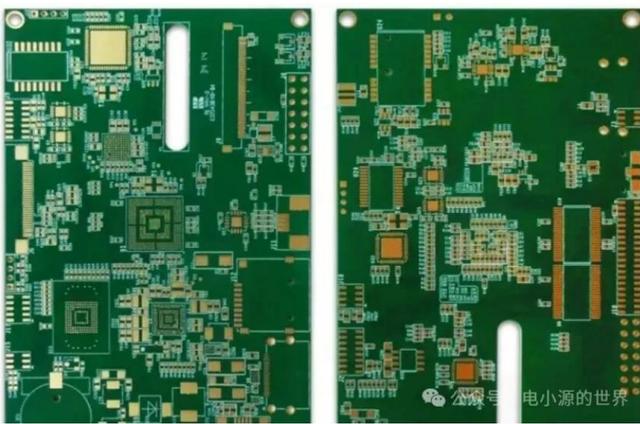
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 电动化、智能化浪潮助力 FPC 业务新增长

PCB 是电子元器件的支撑和连接电路的桥梁，应用范围广泛。印刷电路板（Printed Circuit Board）简称 PCB，是在通用基材上按照预定设计形成点间来连接及印制元件的印制板，主要用于实现电子元器件之间的相互连接，起中继传输的作用。PCB 产品根据基材柔软性质划分，印刷电路板可分为刚性印刷电路板 RPCB、柔性印刷电路板 FPC 和软硬结合板 RFPC

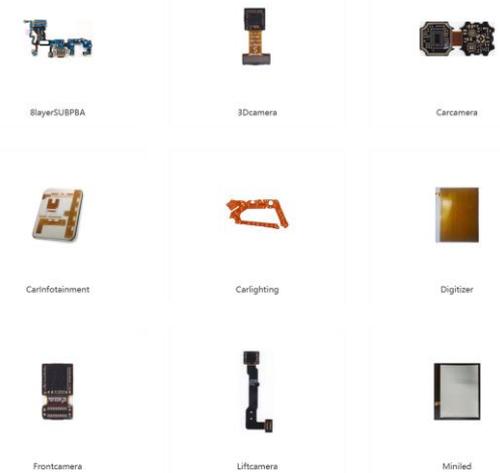
2020 年收购威海世一切入 PCB 赛道，标的公司经验丰富。2020 年底，公司以人民币 8000 万元收购威海世一 100% 的股权，拓展电子元器件和电子线路板业务。在 FPC 和 RFPCB 领域有着二十多年的丰富经验产品种类覆盖单双面 FPC 到 12 层 Anylayer RFPC 等各种产品叠构，产品应用方面完全覆盖到现在的智能手机、平板电脑、汽车电子、可穿戴设备、5G 通信等领域。

图33: 印刷电路板 PCB 的空板示意图



数据来源：电小源的世界，东吴证券研究所

图34: 威海世一电子部分产品示意



数据来源：威海世一官网，东吴证券研究所

PCB 应用广泛，AI 服务器、汽车电子是 PCB 行业新增长两大主要驱动力。PCB 应用市场涵盖通信设备、汽车电子、消费电子、航空航天、AI 服务器等多个领域。当前，由于 AI 模型算力需求持续扩张，推动大数据、算力、服务器、算法相关产业的快速迭代升级，带来 PCB 需求大幅增长。服务器作为成长最快的领域，有望成为通信 PCB 增长的主要驱动力。此外，新能源汽车对电子控制系统的需求远高于传统燃油车，其动力系统、充电系统和能量存储系统均需要大量 PCB，新能源汽车渗透率的不断提高也为 PCB 行业带来了新的增长点。

图35: PCB 应用场景



数据来源：领卓一站式 PCBA 智造平台，东吴证券研究所

电子产业智能化、轻薄化升级驱动 FPC 替代加速。FPC 具有配线密度高、重量轻、厚度薄、弯折性好的特点，完美契合了电子产品小型化、轻薄化发展趋势。随着移动电子设备的智能化、轻薄化发展，FPC 正逐渐取代刚性板 RPCB 的部分应用，未来有望成为电子设备中的主要连接配件，市场前景广阔。

表4: FPC 部分特性梳理

特性	具体内容
可挠性	只要在容许的曲率半径范围内卷曲，可经受几千至几万次使用而不至损坏
轻薄化	与刚性 PCB 比，空间可节省 60~90%、重量减轻约 90%。
装连的一致性	消除了用导线电缆接线时的差错
可靠性	可在 X、Y、Z 三个平面上布线，减少了转接互连
设计可控性	根据使用要求，设计师在进行软性 PCB 设计时，可控制电容、电感、特性阻抗、延迟和衰减等
低成本	结构设计简化；消除了电缆导线装连时经常发生的错误和返工

数据来源：POE 科技，东吴证券研究所

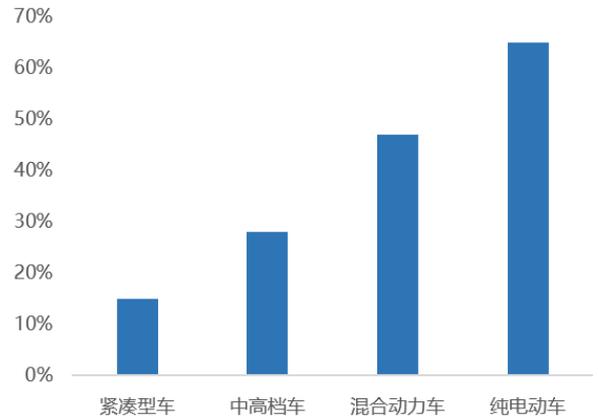
汽车电子潜力可观，FPC 未来市场广阔。基于体积小、重量轻、耐弯折等特性，FPC 在汽车领域可广泛应用于动力电池、车载显示、传感器、LED 车灯、变速箱、ADAS 系统等底层车身装置或车载装置。分能源类型来看，新能源汽车电子成本占比更高，随着国内新能源渗透率不断提高，且智能化+电动化推动汽车电子产业不断升级，中国汽车电子市场有望持续扩大。普华永道预测，2028 年中国汽车电子市场规模有望达 15128.80 亿元，2022-2028 年 CAGR 约为 7.5%；全球汽车电子市场规模有望达到 5923 亿美元，2022-2028 年 CAGR 约为 6.6%左右。

图36: FPC 在汽车中的应用



数据来源: 电小源的世界, 东吴证券研究所

图37: 不同类型汽车中汽车电子成本占比 (2019 年)



数据来源: 《汽车电子风暴系列 (一): ADAS 通向未来, 连接器联通万物》, 东吴证券研究所

下游技术升级拉动需求放量, FPC 行业发展机会多元。AI 手机带来的全面换机潮和单机 FPC 板用量提升, 成为 FPC 板行业的最大确定性增长新机遇; 折叠机为代表的中高端手机中 FPC 用量与价值量均明显高于普通手机, 为国产高端软板厂商带来增长机遇; 汽车智能化与电动化下, 显示屏数量及尺寸、车载传感器用量的增加直接拉动车载显示 FPC 需求倍数增长; AR/VR 等可穿戴设备空间有限, 带来对轻量化、高性能和高层级 FPC 板的高需求。

图38: 可穿戴设备内部结构与 FPC 应用情况



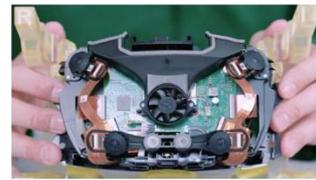
智能手表



VR眼镜



无线耳机

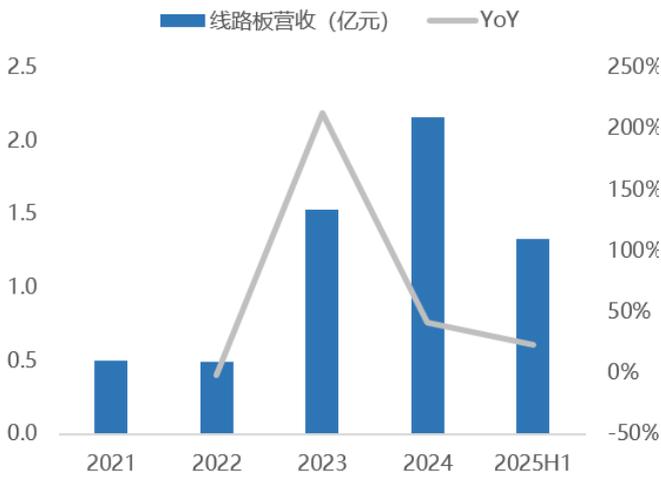


VR控制器

数据来源: FPC 那些事, iFixit, 电子开发学习, 梦之墨 Dreamink, VR 陀螺, 东吴证券研究所

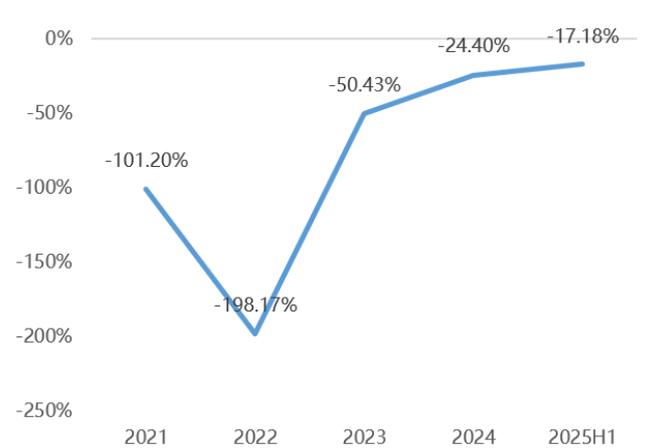
PCB 业务规模持续扩大, 毛利率转正在即。公司 2021 年至今 PCB 业务逐年保持提升态势。2025H1 公司线路板营收达 1.33 亿元, 同比+22.83%; 毛利率为-17.18%, 同比+9.32pct。随着公司 PCB 业务规模的不断扩大, 规模效应显现有望加速实现毛利率转正。

图39: 公司线路板产品营收



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图40: 公司线路板产品毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

紧跟 AI 眼镜等智能穿戴潮流，打开全新增量空间。公司立足汽车及传统消费电子板块，横向拓展 AI 智能穿戴终端业务，已获多个头部企业定点，部分已于 2025 年实现量产，其余项目预计在 2026 年~2027 年陆续量产。截至 2024 年，公司线路板设计产能为 5 万平方米/月，产能利用率为 60%，在建产能为 0.2 万平方米/月。随着公司项目的陆续量产，公司产能利用率将持续提升，带动规模效应显现继而加码毛利率提升。

表5: 公司部分 PCB 业务量产时间梳理

企业	项目	定点时间	量产时间
全球某头部智能穿戴终端	FXXX	2025.2	2025.5
	FXXX	2025.2	2025.7
	FXXX	2025.2	2025Q4
	FXXX	2024.12	2026Q1
全球某知名 AI 终端	SXXX 等 4 款	-	2026-2027
	ChXXX	2025.7	2026Q1
国内某知名 AI 眼镜终端	MXXX	-	2025.8

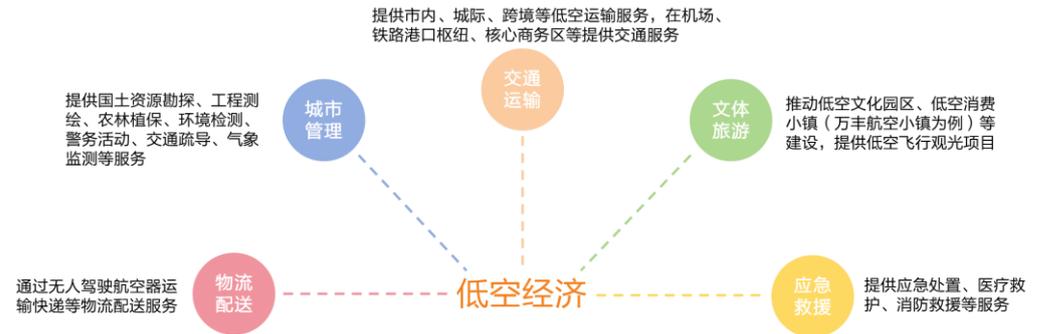
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 立足汽车，走出汽车

3.1. 低空经济“万亿蓝海”，前瞻布局已获定点

低空经济主要载体包括通用航空飞行器（如直升机）、无人机和 eVTOL(电动垂直起降航空器)等飞行器。这是一种依托于低空空域，以各种有人驾驶和无人驾驶航空器的低空飞行活动为牵引，辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态。低空空域通常是指距正下方地平面垂直距离在 1,000 米以内的空域。根据不同地区特点和实际需要可扩展至 3,000 米以内的空域。

图41: 低空经济应用场景



数据来源：《深圳经济特区低空经济产业促进条例》，万丰航空工业官网，东吴证券研究所

政策端保驾护航，低空经济发展步入“快车道”。中国的“低空经济”概念最早于2009年提出，距今已有15年。2011-2020年为行业初步发展期，有关“低空经济”的文件多由中国民用航空局印发，“低空经济”概念并未写入国家政策。2021年，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，“低空经济”概念首次被写入国家纲要，标志着“低空经济”进入快速发展期。2023年，中央经济会议上，“低空经济”首次被定义为国家战略新兴产业。

图42: 低空经济部分国家政策梳理



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

eVTOL 是低空经济的重要一环。eVTOL 是一种以电力驱动，具备垂直起降能力的新型飞行器，拥有智能操控、便捷高效、低成本、低噪音、零排放等优势。相比传统飞行器，它能够利用城市低空空域资源，有效缓解城市交通拥堵，满足物资运输和出行需求，实现快速、灵活的空中移动。eVTOL 主要分为以下三类：1) 倾转翼型（矢量推力）；2) 复合翼型；3) 多旋翼型。

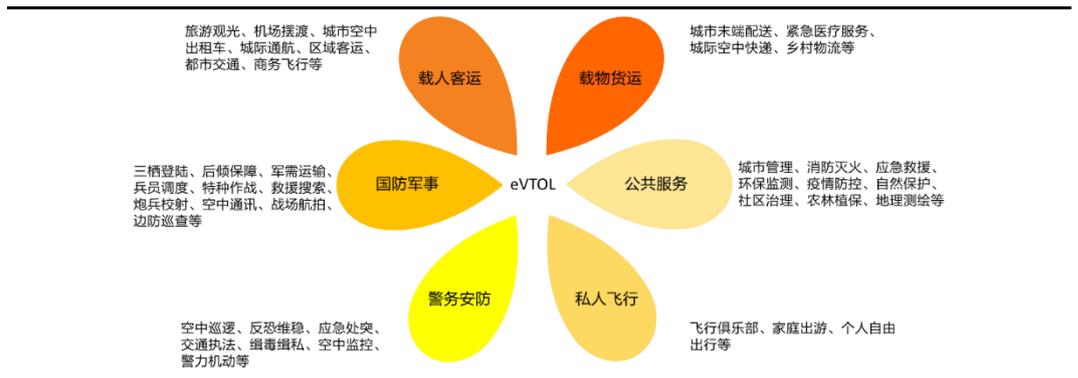
表6: eVTOL 分类

类别	倾转旋翼（矢量推力）	复合翼型	多旋翼型
原理	在不同使用阶段，通过改变推力方向实现垂直起降和巡航	升力和巡航用的螺旋桨互相独立，分别实现垂直起降和巡航	无巡航用螺旋桨，完全通过控制多旋翼的升力大小实现飞行
优势	航程较长	研制速度较快	技术风险较低
	速度较快	风险和成本较低	研制难度较低
	灵活性高	生产和维护较为简单	具有悬停状态的最佳效率
劣势	研发成本大	额外阻力大、速度受限	航程有限、速度较慢
	技术难度较高	稳定性较差	能效较低
	安全风险较高	操作难度较大	使用场景局限
代表机型	Joby-S4	Wisk-Cora	Ehang-216

数据来源：飞行汽车之家，亿航智能、Joby 官网，New ATLAS，民航新型智库，东吴证券研究所

应用场景丰富多元，市场规模广阔。eVTOL 潜在应用场景大致可分为载人客运、载物货运、公共服务、警务安防、国防军事及私人飞行六大类，可覆盖通用航空的多数场景。波士顿咨询发布的《中国载人 eVTOL 行业白皮书》预测，到 2040 年，中国 eVTOL 年销量将达 15.9 万台，对应市场规模 410 亿美元；全球市场更将攀升至 2250 亿美元。

图43: eVTOL 应用场景



数据来源：徐州网络公共安全防技术协会，东吴证券研究所

产业链与汽车重合度较大，汽零及车企纷纷入局。eVTOL 产业链中的轻量化原材料、三电系统及其余零部件与汽车产业链均有所重合。当前，广汽、小鹏、红旗、吉利、奇瑞等车企均先后布局低空经济整机制造，抢占万亿市场，使得 eVTOL 零部件需求传导至汽车产业链中上游的汽零企业。

打造低空经济增长引擎，当前进度顺利。公司已获国内某头部新能源整车企业飞行汽车项目定点：1) 某飞行汽车项目已完成 A 样交付，因技术陆续调整当前正处积极对接阶段；2) 某飞行汽车电驱项目于 2025 年 2 月完成 OTS-2 交样，预计 2026 年 2 月量产。

图44: eVTOL 产业链



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

3.2. 机器人业务多维布局, 打造全新成长空间

减速器为机器人关节传动核心部件, 轴承为二级核心。减速器的主要作用为降低电机转速、增大扭矩; 轴承则用于承担支撑、引导旋转及减轻摩擦, 能够使机器人的关节在运动中更加平稳, 并减少能量损耗, 其性能直接影响机器人关节的精度、效率与寿命。由于不同减速器所用轴承不同, 故可将轴承应用分为 3 类: 1) 谐波减速器需要一个交叉滚子轴承 (钢轮) 和一个柔性轴承; 2) 行星减速器: 输入和输出端使用球轴承, 另外需要使用滚针轴承配套行星轮; 3) RV 减速器: 需用 6 个滚针轴承、6 个圆锥轴承和 2 个角接触轴承

表7: 不同减速器所需轴承类型及梳=数量

类型	轴承	价值量
谐波减速器	交叉滚子轴承*1	约 100 元
	柔性轴承*1	约 60 元
行星减速器	球轴承*2	国产 3~5 元, 进口十几元
	滚针轴承*3	1~2 元
	滚针轴承*3*2	十几元
RV 减速器	圆锥轴承*3*2	国产十几元, 进口几十元
	角接触轴承*1*2	几十元

数据来源: 焉知机器人, 米思米官网, 东吴证券研究所

机器人业务已实现“从 0 到 1”。公司主要为下游机器人开发交叉滚子轴承、柔性轴承、RV 组合轴承等, 2024 年 8 月起部分产品已实现批量交付, 2025 年送样速度进一步加快。除机器人轴承外, 公司进一步拓展行星减速总成、齿轮组件。其中, 行星减速总成与公司同步器、行星排业务具有技术协同性; 齿轮组件与公司轴承业务具有技术协同性, 且已获国内某人形机器人头部厂商定点, 预计 2025 年 9 月实现交付。

同时, 公司规划总投资 10 亿元的黄山基地已于 2025 年初完成项目一期土地摘牌, 涵盖年产 6000 万套高端新能源汽车及机器人零部件的智能化生产线, 预计 2026 年后达成将成为公司切入机器人赛道的核心支撑。

表8: 公司机器人业务项目进度

企业	项目	具体内容
某智能机器人	RV/谐波减速器轴承	2024.07 分批进入 PPAP (共计开发 30 余款), 2024.08 批量交付 (2 款产品)
某机器人头部企业	交叉滚子	2025.06 完成首样交付, 整机试验中
某机器人企业	谐波交叉	2025.05 完成首样交付, 2025.08 小批量交付
某机器人企业	K***	2024 年年底完成首样交付, 2025.04 完成整机试验, 2025 年 6 月 PPAP 样件交付
国内某人形机器人头部客户	关节模组齿轮	已获得量产定点, 预计 2025.09 交付

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

入股陕西大祺, 布局传感器赛道。2025 年 7 月, 公司与陕西大祺传感电子科技有限公司签署《增资协议》和《股东协议》, 以现金 500 万元认购陕西大祺部分新增注册资本 416.7 万元。陕西大祺主要产品包括压力传感器、力/力矩传感器、温度传感器, 产品广泛应用于汽车、机器人、储能、充电桩、物联网、工业控制等领域, 其压力传感器产品与公司齿轮件产品可形成优势互补。

图45: 陕西大祺车用传感器产品矩阵



数据来源: 陕西大祺传感电子科技官网, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

1) 轴承: 新能源车轴承要求较燃油车更高, 使得新能源车轴承单价更高。受益于公司在新能源客户端的不断开拓, 公司实现量价齐升。预计公司此业务 2025-2027 年营收同比分别 +32.2%/+33.3%/+34.5%; 预计 2025-2027 年毛利率分别为 23.33%/24.03%/24.75%;

2) 同步器、行星排: 近年来公司积极拓展新能源客户, 改善客户结构, 对冲燃油车

销量下滑带来的影响，且随着混动车型的放量，下游需求有望稳中向上。预计公司 2025-2027 年该业务营收同比分别+6.9%/+26.0%/+17.7%；公司 2025H1 毛利率同比提升显著，预计将具有延续性，则预计 2025-2027 年毛利率分别为 20.00%/21.60%/23.33%；

3) **线路板**：该业务为公司近年来拓展的全新业务，随着公司定点的陆续量产，产能持续爬坡，公司此业务将高速增长，预计公司 2025-2027 年该业务营收同比分别+30.00%/+60.00%/+30.00%；随着营收持续上升，规模效应有望扭转盈利能力，预计 2025-2027 年毛利率分别为-12.00%/1.00%/5.00%；

4) **毛坯件**：预计公司 2025-2027 年该业务营收同比分别+25%/+25%/+25%；毛利率分别为 3.00%/3.00%/5.00%。

5) **其他主营业务**：预计公司 2025 年营收为 26.11 亿元，2026-2027 年该业务营收同比分别+5%/+5%；毛利率维持稳定，2025-2027 年分别为 15.00%/15.00%/15.00%。

表9：业务拆分

项目/年度单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
轴承产品					
收入	929.68	1,219.56	1612.36	2149.57	2890.84
YoY	29.27%	31.18%	32.2%	33.3%	34.5%
毛利率	16.42%	22.65%	23.33%	24.03%	24.75%
同步器行星排					
收入	490.34	512.70	548.18	690.71	812.97
YoY	6.98%	4.56%	6.92%	26.00%	17.70%
毛利率	10.43%	13.43%	20.00%	21.60%	23.33%
线路板系列产品					
收入	153.39	215.82	280.57	448.90	583.58
YoY	213.99%	40.70%	30.00%	60.00%	30.00%
毛利率	-50.43%	-24.40%	-12.00%	1.00%	5.00%
毛坯					
收入	150.89	245.23	306.54	383.18	478.97
YoY	7.96%	62.52%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	9.09%	11.74%	3.00%	3.00%	5.00%
其他主营业务					
收入	98.78	116.26	26.11	27.42	28.79
YoY	-18.85%	17.70%	-122.46%	5.00%	5.00%
毛利率	35.20%	13.57%	15.00%	15.00%	15.00%
总计					
收入	1,823.07	2,309.58	2773.75	3699.78	4795.14
YoY	22.53%	26.69%	20.10%	33.39%	29.61%
毛利率	9.60%	14.59%	16.77%	18.54%	20.07%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司为轴承行业头部企业，近年来积极布局低空经济与机器人产业，将产品品类拓展至机器人用轴承、减速器、齿轮等。我们选择同轴承行业且布局机器人板块的**五洲新春**、**兆丰股份**作为可比公司、选取齿轮行业且布局减速器赛道的**双环传动**作为可比公司。

1) 五洲新春: 主营业务为轴承及轴承车件、齿轮和传动部件生产与销售，重点聚焦新能源汽车及工业轴承新领域，与公司在产品类别层面具有可比性；此外五洲新春近年来拓展机器人用丝杠领域，与公司的新兴产业布局具有可比性。

2) 兆丰股份: 主营业务涵盖各类汽车轮毂轴承单元、分离轴承等汽车轴承，商用车底盘系统零部件以及汽车电子电气产品的研发、生产和销售，与公司在业务版图层面具有可比性；此外兆丰股份积极布局机器人线性执行器赛道，与公司的新兴产业布局具有可比性。

3) 双环传动: 主营业务为机械传动齿轮及其相关零部件的研发、设计与制造，覆盖汽车、工业机械、智能家具等多个领域，为齿轮行业领军企业。子公司环动科技主要从事机器人关节精密减速器的研发、设计、生产和销售，与公司在行星减速总成及齿轮的布局具有可比性。

所选取的可比公司均值较高的主要原因为此类公司均布局机器人等新兴产业，未来业绩增速将显著高于传统汽车行业均值。公司当前估值低于可比公司均值，且除机器人外，公司另深度布局低空经济行业且已量产在即。综上，公司具备一定的估值上升空间。

我们预计公司 2025-2027 年实现营收 27.74/37.00/47.95 亿元，实现归母净利润 1.08/2.18/3.63 亿元，EPS 分别为每股 0.19/0.39/0.65 元，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 73/36/22 倍。公司为轴承领域头部企业，盈利能力已实现触底反弹，FPC 业务扭亏在即，叠加公司在低空经济与机器人领域的布局，公司有望打开全新增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
603667.SH	五洲新春	44.12	0.25	0.41	0.52	0.68	176.83	108.01	85.27	64.74
300695.SZ	兆丰股份	104.60	1.37	1.65	2.04	2.65	76.58	63.48	51.18	39.54
002472.SZ	双环传动	46.86	1.21	1.49	1.80	2.14	38.87	31.48	26.07	21.90
	可比公司均值	74.36	0.81	1.03	1.28	1.66	126.70	85.74	68.22	52.14
002708.SZ	光洋股份	13.98	0.09	0.19	0.39	0.65	154.05	72.66	36.08	21.67

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 注: 上市数据截至 2025 年 10 月 10 日, 可比公司估值来源于 Wind 一致预期。

5. 风险提示 q

1) 原材料成本上行超预期: 上游原材料持续上涨将导致公司成本上升，进而使得毛

利承压，影响利润；

2) 下游车市需求不及预期：下游车市需求下降会导致公司轴承、同步器行星排等产品销量下滑，进而影响公司营业收入与利润；

3) 新产品落地不及预期：新产品无法按期落地会导致公司产品销量下滑，进而影响公司营业收入与利润；

4) FPC 业务拓展不及预期：公司 FPC 业务毛利率仍未转正，若该业务收入规模扩大受阻会放缓毛利率转正进程，进而影响公司业绩。

5) 新兴产业拓展不及预期：公司低空经济和人形机器人产业拓展不达预期可能会导致研发费用率的提高，进而影响公司盈利能力。

光洋股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,136	2,562	3,276	4,165	营业总收入	2,310	2,774	3,700	4,795
货币资金及交易性金融资产	588	776	964	1,238	营业成本(含金融类)	1,973	2,309	3,014	3,833
经营性应收款项	966	1,128	1,458	1,847	税金及附加	16	19	26	34
存货	547	613	800	1,017	销售费用	54	64	85	109
合同资产	0	0	0	0	管理费用	125	149	196	252
其他流动资产	35	44	54	63	研发费用	97	115	152	195
非流动资产	1,394	1,213	1,021	832	财务费用	23	22	21	20
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	23	28	37	48
固定资产及使用权资产	1,040	853	671	491	投资净收益	6	7	10	12
在建工程	111	105	100	95	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	113	106	98	91	减值损失	(18)	(10)	(8)	(6)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	(1)	(2)	(2)
长期待摊费用	16	20	24	29	营业利润	34	119	243	405
其他非流动资产	115	129	128	127	营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	3,530	3,774	4,297	4,997	利润总额	36	121	244	407
流动负债	1,688	1,899	2,215	2,578	减:所得税	7	23	46	77
短期借款及一年内到期的非流动负债	902	960	988	1,017	净利润	29	98	198	330
经营性应付款项	715	836	1,092	1,388	减:少数股东损益	(22)	(10)	(20)	(33)
合同负债	3	3	4	5	归属母公司净利润	51	108	218	363
其他流动负债	69	100	131	168	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.09	0.19	0.39	0.65
非流动负债	126	119	120	121	EBIT	52	143	265	427
长期借款	31	32	33	34	EBITDA	257	347	464	624
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.59	16.77	18.54	20.07
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	2.21	3.90	5.89	7.56
其他非流动负债	90	81	81	81	收入增长率(%)	26.69	20.10	33.39	29.61
负债合计	1,814	2,018	2,335	2,699	归母净利润增长率(%)	143.62	112.02	101.37	66.53
归属母公司股东权益	1,692	1,743	1,969	2,338					
少数股东权益	23	13	(6)	(39)					
所有者权益合计	1,715	1,757	1,963	2,298					
负债和股东权益	3,530	3,774	4,297	4,997					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(104)	252	188	272	每股净资产(元)	3.01	3.10	3.50	4.16
投资活动现金流	(137)	(19)	0	2	最新发行在外股份(百万股)	562	562	562	562
筹资活动现金流	146	(48)	0	0	ROIC(%)	1.67	4.29	7.48	10.90
现金净增加额	(93)	188	188	274	ROE-摊薄(%)	3.01	6.20	11.06	15.52
折旧和摊销	205	204	199	197	资产负债率(%)	51.40	53.46	54.33	54.01
资本开支	(96)	(3)	(3)	(4)	P/E(现价&最新股本摊薄)	154.05	72.66	36.08	21.67
营运资本变动	(382)	(85)	(239)	(281)	P/B(现价)	4.64	4.51	3.99	3.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>