

## 山东威达 (002026.SZ)

## 基本盘扎实，发展态势有望超预期

公司前身为文登蔺山水泥制品厂，1984 年转型后主业为电动工具零配件业务，在电动工具钻夹头领域优势突出。此后公司纵向拓展电池包业务，并相继新增其他制造业务。公司基本盘扎实，随着电动工具下游应用领域复苏，发展态势可能会超预期。

- **基本情况。**公司主业为电动工具零配件业务，成立于 1976 年，前身为文登蔺山水泥制品厂，1984 年公司向机械制造业转型，在此过程中逐步成为电动工具钻夹头领域的头部公司。2004 年公司在深交所上市，此后在 2010 年收购上海拜骋，纵向拓展电动工具开关业务，并布局锂电池包，此后公司相继收购济南一机、苏州德迈科，新增数控机床业务、智能装备制造业务，并与蔚来共同投资设立昆山斯沃普智能装备有限公司涉足充电桩业务。近年来，公司加强全球化布局，越南、墨西哥基地分别于 2021 年、2024 年小批量生产。
- **电动工具钻夹头优势突出。**公司在转型制造业过程中，进口钻夹头成为公司较高的成本项，因此公司开始布局钻夹头领域。2001 年公司接下 TTI 订单，并开发新型复合型表面硬化工艺，显著提升钻夹头产品品质，在电动工具钻夹头领域优势凸显。公司在技术研发、产品质量及后续支持服务方面均已建立良好的品牌形象和较高的市场知名度，客户包括 TTI、史丹利百得等知名品牌，因此电动工具业务盈利也维持了较好水平，在行业下行期，公司电动工具业务依然有约 22% 毛利率。
- **海外基地有望起量。**公司前瞻布局海外市场，2021 年公司越南基地一期项目投产，2024 年墨西哥基地实现小规模投产。截至 2025 年上半年，公司越南工厂收入同比增长约 138% 至 1.24 亿元，净利润同比增长约 250% 至 0.14 亿元，净利率约 11%。公司海外基地产能的持续释放，有助于推动海外战略的实施与海外订单获取。
- **电池包业务有望贡献较大业绩弹性。**电动工具行业 CR7 约为 70%，这一行业具备较强的 ToC 属性，应用场景多样，因此产品品类多且迭代速度较快。公司早期在钻夹头领域与下游客户保持了较好的客户关系，2010 年公司收购上海拜骋电器有限公司 100% 股权，由钻夹头业务切入到电池包等业务。上海拜骋收入和利润按产品类别分别确认至电动工具配件业务与电池包业务，实际电池包业务与电动工具业务有较多相同的客户。自 2022 年起，受行业影响，公司电池包业务收入下降，而在此期间，公司不断加码电池包，上海拜骋总资产已增长至 8.56 亿，较 2021 年增长约 29%。2024 年电动工具行业需求开始恢复，2025 上海拜骋年化总资产周转率年化恢复至约 75%，而过去 10 年上海拜骋总资产周转率均值为 140%。随着电动工具行业的复苏，上海拜骋后续有望贡献较大的业绩弹性。
- **公司受益于电动工具下游需求转好。**2021 年疫情隔离与贸易纠纷带动电动工具需求增长，此后随着疫情隔离基本放开叠加加息导致的建筑业下行，全球电动工具需求下滑，2022 年、2023 年行业需求同比增速分别为 -19%、-4%。2024 年行业回暖，电动工具全年出货同比增长 27% 至 5.7 亿台。2025 年仅从国内数据看，1-9 月其他手提式电动工具出口数量同比增长 21% 至 1.2 亿台，

## 增持（首次）

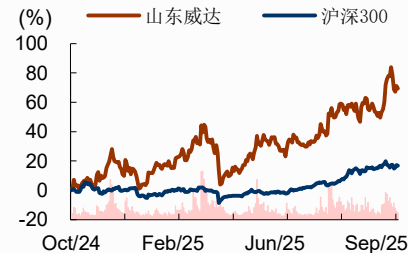
中游制造/电力设备及新能源  
目标估值：NA  
当前股价：15.03 元

## 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本（百万股）    | 441        |
| 已上市流通股（百万股） | 423        |
| 总市值（十亿元）    | 6.6        |
| 流通市值（十亿元）   | 6.4        |
| 每股净资产（MRQ）  | 8.4        |
| ROE（TTM）    | 8.5        |
| 资产负债率       | 21.6%      |
| 主要股东        | 山东威达集团有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 35.97%     |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 10 | 47 | 71  |
| 相对表现 | 9  | 25 | 55  |



## 相关报告

游家训 S1090515050001  
youjx@cmschina.com.cn  
郭倩倩 S1090525060003  
guoqianqian@cmschina.com.cn  
赵旭 S1090519120001  
zhaoxu2@cmschina.com.cn

此外，2025 年上半年家得宝存货同比增长 7.73%至 248 亿元。预计 2025 年全年需求有望继续保持增长。电动工具市场下游需求较广，产品包括电钻、电锯、电动砂轮机、电锤、电动扳手等，其需求与建筑业景气度相关度较高。2024 年北美与欧洲市场占电动工具需求总量的 75%(北美 41%、欧洲 34%)。2024 年美联储启动降息周期，欧元区也在下调利率，预计电动工具的主要市场（北美、欧洲）建筑业景气度有望复苏，电动工具市场需求有望保持，公司也有望受益。

- **投资建议：**
 预计公司 2025-2026 年归母净利润 3.48、4.08 亿元，对应 PE19x，16x。首次覆盖，给予“增持”评级。

□ **风险提示：**
 电动工具下游需求不及预期、海外基地进展不及预期、原材料价格波动风险、政策风险等。

财务数据与估值

| 会计年度       | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 2367 | 2221 | 1988  | 2316  | 2646  |
| 同比增长       | -4%  | -6%  | -10%  | 17%   | 14%   |
| 营业利润(百万元)  | 200  | 343  | 397   | 465   | 529   |
| 同比增长       | -22% | 71%  | 16%   | 17%   | 14%   |
| 归母净利润(百万元) | 166  | 300  | 348   | 408   | 463   |
| 同比增长       | -19% | 80%  | 16%   | 17%   | 14%   |
| 每股收益(元)    | 0.38 | 0.68 | 0.79  | 0.93  | 1.05  |
| PE         | 39.1 | 21.7 | 18.7  | 15.9  | 14.0  |
| PB         | 1.9  | 1.8  | 1.6   | 1.5   | 1.4   |

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司基本情况.....5

1、 历史沿革.....5

2、 股权结构.....5

3、 主营业务.....6

4、 财务分析.....8

二、 技术优势突出，客户资源优质 .....10

1、 管理层对行业理解深刻，重视研发投入 .....10

2、 电动工具领域优势突出.....11

3、 加码电池包业务，有望贡献较大业绩弹性.....12

4、 其他业务有望取得进展.....13

三、 公司受益于电动工具下游需求转好 .....15

四、 盈利预测 .....17

风险提示 .....18

图表目录

图 1：公司股权结构.....5

图 2：公司收入与同比增速.....6

图 3：公司归母净利润与同比增速.....6

图 4：公司各业务收入占比.....7

图 5：公司产品：电动工具业务—钻夹头.....7

图 6：公司产品：电动工具业务—粉末冶金制品.....7

图 7：公司产品：电动工具业务—锯片 .....7

图 8：公司产品：高端智能装备制造业务—数控机床 .....7

图 9：公司研发费用（亿元）与占比 .....11

图 10：全球电动工具市场市占率 .....13

图 11：2024 年全球电动工具需求回暖，出货同比增长 27%至 5.7 亿台 .....15

图 12：2025 年 1-9 月国内其他手提式电动工具出口数量同比增长 21%至 1.2 亿台 .....15

图 13：家得宝存货及同比增速 .....15

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图 14: 主要国家与地区利率下降 .....                                   | 16 |
| 图 15: 美国建筑业总支出与利率基本呈负相关 .....                             | 16 |
| 图 16: 山东威达历史 PE Band .....                                | 18 |
| 图 17: 山东威达历史 PB Band .....                                | 18 |
| 表 1: 公司历史沿革.....                                          | 5  |
| 表 2: 业绩摘要.....                                            | 8  |
| 表 3: 主要比率.....                                            | 8  |
| 表 4: 单季度业绩摘要.....                                         | 9  |
| 表 5: 单季度主要比率.....                                         | 9  |
| 表 6: 公司管理层及董事情况.....                                      | 10 |
| 表 7: 公司人力资源情况.....                                        | 11 |
| 表 8: 公司电动工具业务盈利水平较好 .....                                 | 12 |
| 表 9: 公司越南工厂经营情况 (亿元) .....                                | 12 |
| 表 10: 上海拜骋经营情况 (过去 10 年总资产周转率均值 140%, 2025 年化约 75%) ..... | 13 |
| 表 11: 公司自动设备经营情况 (亿元) .....                               | 14 |
| 表 12: 公司机床业务经营情况 (亿元) .....                               | 14 |
| 表 13: 公司换电站业务经营情况 (亿元) .....                              | 14 |
| 表 14: 盈利预测.....                                           | 17 |
| 附: 财务预测表.....                                             | 19 |

一、公司基本情况

1、历史沿革

公司成立于 1976 年，前身为文登蔺山水泥制品厂，1984 年前任董事长杨桂模推动公司向机械制造业转型。1987 年公司开始自主研发与生产钻夹头，1998 年山东威达机械股份有限公司成立，主业为钻夹头及电动工具配件。2001 年公司成功突破下游重要客户 TTI，在电动工具配件领域建立起了行业地位。

2004 年公司于深交所上市，并相继开拓新业务，2010 年公司收购上海拜骋，纵向拓展，新增电动工具开关业务，并开始布局锂电池包。2013 年、2016 年公司收购济南一机、苏州德迈科，横向拓展，新增数控机床业务、智能装备制造业务。

2017 年，苏州德迈科与蔚来能源共同成立子公司昆山斯沃普，生产新能源汽车换电站。以后公司加强全球化布局，越南、墨西哥基地分别于 2021 年、2024 年小批量生产。

表 1：公司历史沿革

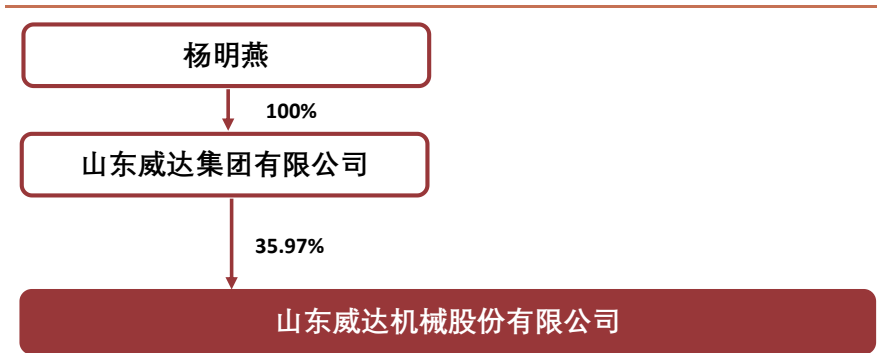
| 时间     | 事件                                |
|--------|-----------------------------------|
| 1976 年 | 公司成立                              |
| 1987 年 | 自主研发与生产钻夹头                        |
| 1998 年 | 山东威达机械股份有限公司成立                    |
| 2001 年 | 突破下游重要客户 TTI，树立行业地位               |
| 2004 年 | 深交所上市                             |
| 2010 年 | 收购上海拜骋（电动工具开关），布局锂电池包             |
| 2013 年 | 收购济南一机（数控机床）                      |
| 2016 年 | 收购苏州德迈科（智能装备制造）                   |
| 2017 年 | 苏州德迈科与蔚来能源共同成立子公司昆山斯沃普，生产新能源汽车换电站 |
| 2021 年 | 越南基地小批量生产                         |
| 2024 年 | 墨西哥基地小批量生产                        |

资料来源：公司公告、招商证券

2、股权结构

公司股权相对集中，截至 2025 年 6 月 30 日，公司实际控制人为杨明燕，通过山东威达集团有限公司（100%控股）持有公司 35.97%股份。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

### 3、主营业务

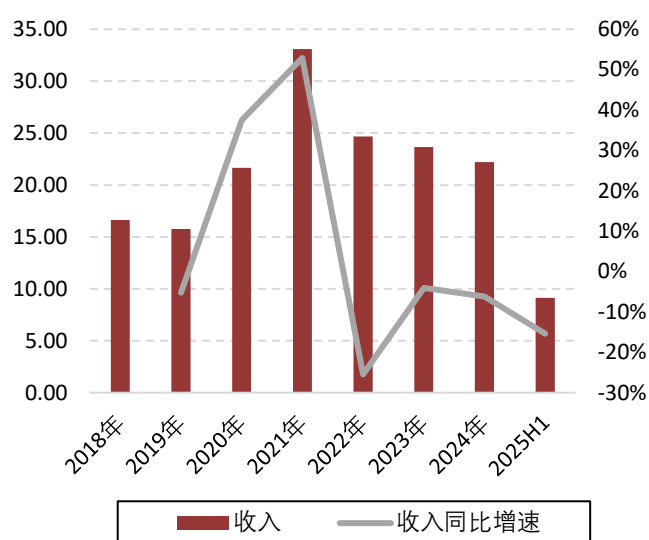
**主营业务：**公司主营产品要涉及电动工具行业、高端智能装备制造行业和新能源行业储能锂电池业务与新能源汽车换电站业务：

**a) 电动工具配件业务：**主要包括钻夹头、电动工具开关、精密铸造件、粉末冶金件、锯片等，2025 年上半年公司电动工具业务收入 5.57 亿元，毛利率，收入占比约 61%；

**b) 高端智能装备制造业务：**包括机床类、自动化设备等，2025 年上半年收入 0.70 亿元，收入占比为 7.67%；

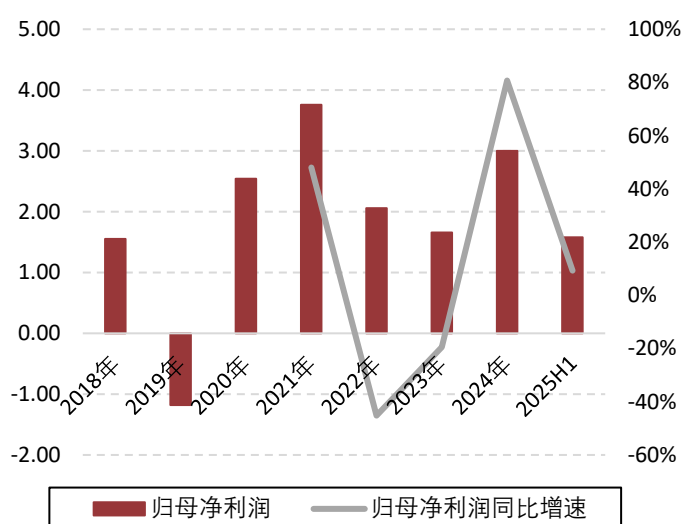
**c) 新能源业务：**包括锂电池包、充电器及新能源汽车换电站等，2025 年上半年收入 2.61 亿元，收入占比约 29%；

图 2：公司收入与同比增速



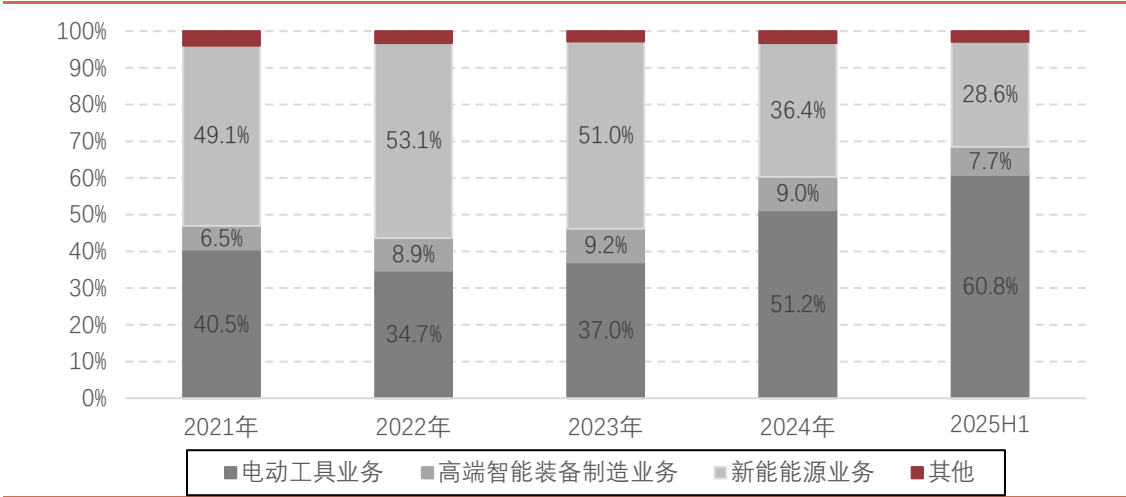
资料来源：Wind、招商证券

图 3：公司归母净利润与同比增速



资料来源：Wind、招商证券

图 4：公司各业务收入占比



资料来源：Wind、招商证券

图 5：公司产品：电动工具业务—钻夹头



资料来源：公司官网、招商证券

图 6：公司产品：电动工具业务—粉末冶金制品



资料来源：公司官网、招商证券

图 7：公司产品：电动工具业务—锯片

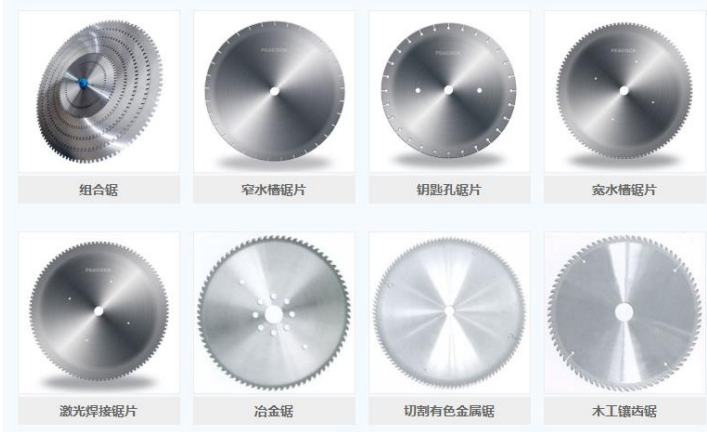


图 8：公司产品：高端智能装备制造业务—数控机床



资料来源：公司官网、招商证券

资料来源：公司官网、招商证券

## 4、财务分析

2025 上半年公司收入、归母净利、扣非归母净利 9.14、1.58、1.38 亿元，同比下降 15.37%、增长 9.31%、增长 8.48%。Q2 单季度收入、归母净利、扣非归母净利 4.74、0.99、0.88 亿元，同比下降 19.85%、提升 14.98%、提升 13.63%。

上半年公司综合毛利率 25.09%，同比提升 1.05 个百分点，净利率 17.28%，同比提升 3.79 个百分点，主要是因财务费用中的利息收入相较 2024 年上半年多 4000 万元。

截至 2025 年半年报，公司资产负债率 21.64%，货币资金+交易性金融资产约 16.95 亿元，存货 6.2 亿（环比 Q1 增长 0.21 亿），应收 5.43 亿、应付 6.28 亿，短期借款 1.15 亿（信用借款）、无长期借款，报表扎实。

表 2：业绩摘要

| 百万元         | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年  | 同比变化 (%) | 2024H1  | 2025H1 | 同比变化 (%) |
|-------------|---------|---------|---------|----------|---------|--------|----------|
| 营业收入        | 2467.18 | 2367.25 | 2220.90 | -6.18    | 1080.23 | 914.16 | -15.37   |
| 营业成本        | 1977.39 | 1917.97 | 1646.01 | -14.18   | 820.60  | 684.81 | -16.55   |
| 毛利润         | 489.79  | 449.28  | 574.89  | 27.96    | 259.63  | 229.35 | -11.66   |
| 销售税金        | 18.22   | 18.66   | 21.66   | 16.05    | 11.01   | 10.94  | -0.61    |
| 毛利润（扣除销售税金） | 471.57  | 430.61  | 553.23  | 28.47    | 248.62  | 218.41 | -12.15   |
| 销售费用        | 30.92   | 38.54   | 40.43   | 4.88     | 17.92   | 17.95  | 0.20     |
| 管理费用        | 110.26  | 114.46  | 135.92  | 18.74    | 61.11   | 66.48  | 8.79     |
| 经营利润        | 330.38  | 277.61  | 376.89  | 35.76    | 169.60  | 133.98 | -21.00   |
| 资产减值损失      | -42.90  | -18.02  | -14.64  | -18.72   | 0.81    | -2.31  | -386.07  |
| 财务费用        | -78.96  | -26.84  | -23.56  | -12.21   | -15.61  | -55.95 | 258.42   |
| 投资收益        | 13.29   | 27.20   | 32.41   | 19.16    | 13.25   | 26.72  | 101.66   |
| 资产处置收益      | 0.94    | 0.56    | -0.45   | -181.51  | -0.82   | -0.05  | -94.21   |
| 其他收益        | 23.68   | 25.46   | 23.45   | -7.88    | 13.50   | 7.87   | -41.68   |
| 营业外收入       | 1.14    | 0.28    | 1.13    | 296.32   | 0.72    | 0.02   | -97.04   |
| 营业外支出       | 0.66    | 0.92    | 0.39    | -57.88   | 0.14    | 0.04   | -71.12   |
| 利润总额        | 255.56  | 199.48  | 343.57  | 72.23    | 167.36  | 184.69 | 10.35    |
| 所得税         | 27.63   | 19.55   | 40.94   | 109.41   | 21.59   | 26.71  | 23.73    |
| 税后净利润       | 227.93  | 179.93  | 302.63  | 68.19    | 145.78  | 157.98 | 8.37     |
| 少数股东损益      | 21.55   | 13.54   | 2.61    | -80.75   | 1.35    | 0.11   | -91.56   |
| 归母净利润       | 206.38  | 166.39  | 300.03  | 80.31    | 144.42  | 157.87 | 9.31     |
| 非经常性损益      | 9.47    | 28.76   | 38.57   | 34.10    | 17.02   | 19.67  | 15.56    |
| 扣非归母净利润     | 196.91  | 137.63  | 261.46  | 89.97    | 127.40  | 138.20 | 8.48     |

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：主要比率

| (%)   | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 同比变化 (%) | 2024H1 | 2025H1 | 同比变化 (%) |
|-------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|
| 毛利率   | 19.85  | 18.98  | 25.89  | 6.91     | 24.03  | 25.09  | 1.05     |
| 销售费用率 | 1.25   | 1.63   | 1.82   | 0.19     | 1.66   | 1.96   | 0.31     |
| 管理费用率 | 4.47   | 4.84   | 6.12   | 1.28     | 5.66   | 7.27   | 1.62     |
| 财务费用率 | -3.20  | -1.13  | -1.06  | 0.07     | -1.45  | -6.12  | -4.68    |

敬请阅读末页的重要说明

|       |       |       |       |      |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 | 13.39 | 11.73 | 16.97 | 5.24 | 15.70 | 14.66 | -1.04 |
| 所得税率  | 10.81 | 9.80  | 11.92 | 2.12 | 12.90 | 14.46 | 1.56  |
| 净利率   | 8.37  | 7.03  | 13.51 | 6.48 | 13.37 | 17.27 | 3.90  |
| 扣非净利率 | 7.98  | 5.81  | 11.77 | 5.96 | 11.79 | 15.12 | 3.32  |

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：单季度业绩摘要

| 百万元   | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q2 同比 (%) | 25Q2 环比 (%) |
|-------|------|------|------|------|------|------|-------------|-------------|
| 营业收入  | 489  | 591  | 535  | 606  | 440  | 474  | -20         | 8           |
| 营业成本  | 374  | 446  | 403  | 422  | 332  | 352  | -21         | 6           |
| 销售费用  | 8    | 10   | 10   | 12   | 7    | 11   | 2           | 43          |
| 管理费用  | 32   | 29   | 33   | 42   | 31   | 36   | 25          | 16          |
| 财务费用  | -9   | -7   | 8    | -16  | -3   | -53  | 689         | 1817        |
| 所得税   | 12   | 10   | 3    | 16   | 12   | 15   | 50          | 24          |
| 归母净利润 | 59   | 86   | 55   | 101  | 59   | 99   | 15          | 66.46       |

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：单季度主要比率

| %     | 24Q1  | 24Q2  | 24Q3  | 24Q4  | 25Q1  | 25Q2   | 25Q2 同比百分点变化 | 25Q2 环比百分点变化 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------------|--------------|
| 毛利率   | 23.44 | 24.53 | 24.57 | 30.34 | 24.48 | 25.65  | 1.12         | 1.17         |
| 销售费用率 | 1.54  | 1.76  | 1.89  | 2.05  | 1.68  | 2.23   | 0.47         | 0.56         |
| 管理费用率 | 6.64  | 4.85  | 6.13  | 6.94  | 6.99  | 7.53   | 2.69         | 0.54         |
| 财务费用率 | -1.81 | -1.14 | 1.49  | -2.62 | -0.63 | -11.22 | -10.08       | -10.59       |
| 净利率   | 12.00 | 14.51 | 10.29 | 16.60 | 13.46 | 20.81  | 6.30         | 7.35         |

资料来源：公司公告、招商证券

## 二、技术优势突出，客户资源优质

### 1、管理层对行业理解深刻，重视研发投入

**管理层对行业理解深刻。**公司管理层拥有专业技术背景和多年管理经验，多数管理层从公司内部基础岗位做起、深耕行业多年，对行业、技术均有深刻的理解与经验。

**重视研发投入。**公司重视研发投入，截至 2024 年，公司研发人员数量为 541 人，当年研发费用为 1.16 亿元，占比为 5.2%。自 2022 年起，公司研发费用占比均在 5%以上，2025 年上半年为 5.5%。

表 6：公司管理层及董事情况

| 姓名  | 职务               | 年龄 | 个人简历                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----|------------------|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 杨明燕 | 董事长<br>总经理<br>董事 | 48 | 曾任山东威达机床工具集团总公司职员，山东威达集团有限公司董事，山东威达机械股份有限公司董事长，山东威达锯业有限公司执行董事，威海威达精密铸造有限公司执行董事，武汉蔚能电池资产有限公司董事；现任山东威达机械股份有限公司董事长兼总经理，山东威达销售有限公司执行董事，山东威达置业股份有限公司董事，上海云燕新能源科技有限公司执行董事，山东威达集团有限公司执行董事，威海威达粉末冶金有限公司董事，山东威达铸业有限公司执行董事，威海威达物资回收有限公司执行董事。                                                                                                                           |
| 杨桂军 | 副董事长<br>董事       | 58 | 曾任山东威达机床工具集团总公司业务经理，山东威达机械股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书，山东威达机械股份有限公司副董事长；现任山东威达机械股份有限公司副董事长，山东威达销售有限公司经理，济南第一机床有限公司执行董事，文登市昆崙科技开发有限公司执行董事兼总经理，山东威达雷姆机械有限公司副董事长，济南第一机床厂董事长兼总经理。                                                                                                                                                                                         |
| 李铁松 | 董事               | 60 | 曾任文登金利机械有限公司检查科科长，山东威达机床工具集团总公司质量保证部部长，山东威达机械股份有限公司质量保证部部长，山东威达机械股份有限公司董事兼副总经理，山东威达粉末冶金有限公司执行董事兼总经理；现任山东威达机械股份有限公司董事兼副总经理，山东威达雷姆机械有限公司总经理。                                                                                                                                                                                                                   |
| 刘友财 | 董事               | 59 | 曾任文登精密机床附件厂副厂长，山东威达机床工具集团总公司副总经理，山东威达机械股份有限公司董事、总经理，山东威达粉末冶金有限公司执行董事；现任山东威达机械股份有限公司董事兼总经理。                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 宋战友 | 副总经理             | 52 | 曾任山东威海进出口集团财务部副经理、山东威达机械股份有限公司证券事务代表、证券部部长、国际市场开发部经理、董事会秘书、副总经理，山东威达雷姆机械有限公司董事，上海威达环保工程有限公司执行董事兼经理，威海市大有正颐创业投资有限公司董事，山东威达销售有限公司监事，苏州德迈科电气有限公司董事长，上海德迈科电气控制工程有限公司执行董事，杭州施先电气有限公司执行董事。现任山东威达机械股份有限公司副总经理，苏州德迈科电气有限公司董事长，威达（越南）制造有限公司董事长，山东威达雷姆机械有限公司董事，上海威达环保工程有限公司执行董事兼经理，威海市大有正颐创业投资有限公司董事，山东威达销售有限公司监事，上海德迈科电气控制工程有限公司执行董事，昆山斯沃普智能装备有限公司董事，威海威达进出口有限公司执行董事。 |
| 曹原培 | 财务负责人            | 44 | 曾任东旭科技集团有限公司财务管理中心财务总监、海尔集团日日顺健康平台 CFO、深圳大通实业股份有限公司财务总监、福建实达集团股份有限公司财务总监；现任山东威达机械股份有限公司财务负责人。                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 陈杰  | 董事会秘书            | 40 | 曾任上海泰胜电力工程机械有限公司董事会办公室秘书，上海泰胜风能装备股份有限公司证券事务代表、副总经理兼董事会秘书，泰胜风能技术（上海）有限公司执行董事，上海泰胜风电技术有限公司监事，上海艾录包装股份有限公司独立董事；现任山                                                                                                                                                                                                                                              |

东威达机械股份有限公司董事会秘书，上海艾录包装股份有限公司独立董事。

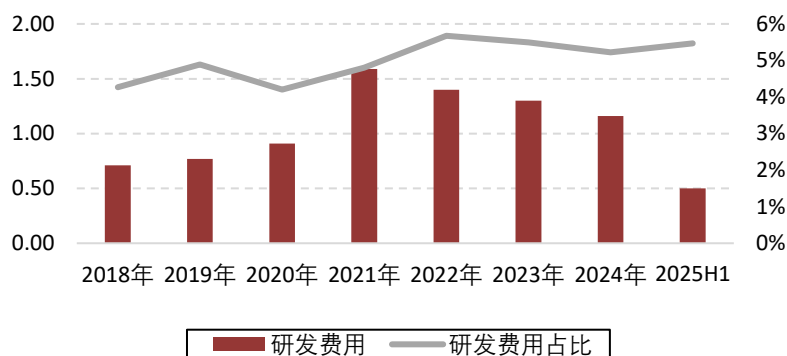
资料来源：公司公告、招商证券

表 7：公司人力资源情况

|             | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 员工总人数       | 3,502  | 3,203  | 3,150  | 3,215  | 2,957  |
| 人均薪酬(万元)    | 13     | 12     | 11     | 15     | 11     |
| 员工薪酬(万元)    | 44,177 | 37,221 | 35,579 | 46,684 | 31,727 |
| 人均创利(万元)    | 9      | 5      | 7      | 12     | 9      |
| 人均创收(万元)    | 63     | 74     | 78     | 103    | 73     |
| <b>专业构成</b> |        |        |        |        |        |
| 生产人员        | 1,968  | 2,149  | 2,063  | 2,127  | 2,393  |
| 销售人员        | 100    | 100    | 94     | 88     | 109    |
| 技术人员        | 503    | 533    | 543    | 540    | 541    |
| 财务人员        | 58     | 67     | 67     | 62     | 68     |
| 行政人员        | 328    | 366    | 383    | 386    | 391    |
| <b>学历构成</b> |        |        |        |        |        |
| 硕士及以上       | 21     | 23     | 25     | 22     | 27     |
| 大学本科        | 288    | 342    | 365    | 343    | 398    |
| 大专          | 459    | 492    | 495    | 506    | 531    |
| 大专以下        | 2,189  | 2,358  | 2,265  | 2,332  | 2,546  |

资料来源：公司公告、招商证券

图 9：公司研发费用（亿元）与占比



资料来源：公司公告、招商证券

## 2、电动工具领域优势突出

**从乡镇企业到电动工具钻夹头全球龙头。**公司前身为文登蔺山水泥制品厂，在转型制造业过程中，进口钻夹头成为公司较高的成本项，因此公司开始布局钻夹头领域。2001 年公司接下 TTI 订单，于同年 7 月成功研发新型复合型表面硬化工艺，显著提升了钻夹头的产品品质。此后，公司便在全球高精度钻夹头行业中稳占领导地位。目前，公司在围绕现有产品大力拓展电锤、快换螺母、转角器、偏置器、扩管器、齿轮、轴等非夹具类产品。

**客户优质，盈利水平较好。**公司始终坚持以客户需求为导向，专注于建立长期、稳定的客户关系，凭借产品应用领域广泛的特点，公司积极拓展下游不同行业的应用市场，形成了较为广泛的客户基础。经过多年稳健经营，公司在技术研发、

产品质量及后续支持服务方面均已建立良好的品牌形象和较高的市场知名度，凭借专业化的营销队伍、完善的营销网络和强大的客户服务保障体系，公司能够为客户提供及时、高效、优质的“点对点”服务，与 TTI、史丹利百得、小米、美的等国内外知名品牌公司保持长期稳定的合作关系，电动工具盈利也保持较好水平。

**海外基地有望起量。**公司前瞻布局海外市场，分别于越南、墨西哥、新加坡设立了海外子公司，2021 年山东威达越南制造有限公司一期项目投产，2024 年墨西哥基地实现小规模投产。截至 2025 年上半年，公司越南工厂收入同比增长约 138% 至 1.24 亿元，净利润同比增长约 250% 至 0.14 亿元，净利率约 11%。公司海外基地产能的持续释放，有助于推动海外战略的实施与海外订单获取。

表 8：公司电动工具业务盈利水平较好

| (亿元) | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025H1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入   | 10.14  | 11.31  | 16.11  | 11.42  | 7.29   | 7.57   | 9.92   | 4.75   |
| 成本   | 7.56   | 8.36   | 11.6   | 8.58   | 5.71   | 5.92   | 7.64   | 3.67   |
| 毛利   | 2.57   | 2.96   | 4.52   | 2.84   | 1.58   | 1.65   | 2.28   | 1.08   |
| 毛利率  | 25.37% | 26.13% | 28.04% | 24.86% | 21.62% | 21.83% | 22.99% | 22.72% |

资料来源：Wind、招商证券

表 9：公司越南工厂经营情况（亿元）

| (亿元) | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024H1 | 2025H1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入   | 0.01   | 0.11   | 0.61   | 0.52   | 1.24   |
| 净利润  | -0.05  | -0.04  | -0.01  | 0.04   | 0.14   |
| 总资产  | 0.66   | 1.15   | 1.87   | 2.02   | 3.05   |
| 投资额  | 0.35   | 0.35   | 0.35   | 0.35   | 0.35   |

资料来源：Wind、招商证券

### 3、加码电池包业务，有望贡献较大业绩弹性

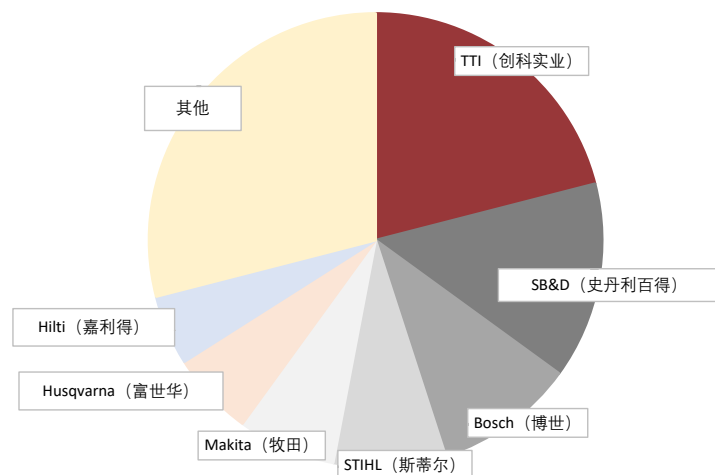
**依托已有客户，加码电池包业务。**电动工具行业 CR7 约为 70%，这一行业具备较强的 ToC 属性，应用场景多样，因此产品品类多且迭代速度较快。公司早期在钻夹头领域与下游客户保持了较好的客户关系，2010 年公司收购上海拜骋电器有限公司 100% 股权，由钻夹头业务切入到电池包等业务。2021 年公司非公开发行募资不超过 2.01 亿元，其中 1.9 亿元用于扩增智能新能源储能电源自动化组装车间，实施主体为上海拜骋。

目前，公司锂电池包及相关控制系统产品的应用领域已经从电动工具行业广泛拓展至智能家电、新型电动自行车等领域，并与安海、TTI、江苏东成、百力通、麦太保、美的等客户深入合作。此外，公司还新研发出 600-2000W 多种规格便携式储能产品，可为露营数码产品、夜间照明、应急等场景提供可靠的绿色能源保障。

**电池包业务有望贡献较大业绩弹性。**公司全资子公司上海拜骋收入和利润按产品类别分别确认至电动工具配件业务与电池包业务，公司将电池包业务归至新能源板块，实际电池包业务与电动工具业务有较多相同的客户。自 2022 年起，受行业影响，公司电池包业务收入下降，而在此期间，公司不断加码电池包，上海拜

骋总资产已增长至 8.56 亿，较 2021 年增长约 29%。2024 年电动工具行业需求开始恢复，2025 上海拜骋年化总资产周转率年化恢复至约 75%，而过去 10 年上海拜骋总资产周转率均值为 140%。随着电动工具行业的复苏，上海拜骋后续有望贡献较大的业绩弹性。

图 10：全球电动工具市场市占率



资料来源：EVTank、招商证券

表 10：上海拜骋经营情况（过去 10 年总资产周转率均值 140%，2025 年化约 75%）

|        | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025H1 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入     | 1.93   | 2.81   | 3.63   | 5.11   | 6.27   | 9.35   | 10.81  | 7.42   | 5.83   | 2.89   | 3.23   |
| 净利润    | 0.29   | 0.60   | 0.79   | 0.85   | 1.02   | 1.26   | 1.87   | 1.26   | 0.95   | -0.06  | 0.53   |
| 总资产    | 2.07   | 2.41   | 2.88   | 2.87   | 3.58   | 4.83   | 6.66   | 7.41   | 8.22   | 8.60   | 8.56   |
| 总资产周转率 |        | 125.6% | 137.3% | 177.8% | 194.5% | 222.2% | 188.1% | 105.4% | 74.6%  | 34.4%  | 37.7%  |
| 净利率    | 14.9%  | 21.4%  | 21.7%  | 16.6%  | 16.2%  | 13.5%  | 17.3%  | 17.0%  | 16.2%  | -2.1%  | 16.3%  |

资料来源：Wind、招商证券

注：总资产周转率=收入/平均总资产

## 4、其他业务有望取得进展

除电动工具配件与电池包业务外，公司其他业务主要为自动设备业务、机床制造业务、换电站业务，2024 年三项业务收入约占总收入 15%。

**1) 自动设备业务：**2015 年公司发行股份以 3.65 亿对价收购德迈科 100% 股权。德迈科提供一站式智能制造解决方案(包括智能穿梭车、多层堆垛机、伺服电机、高速并联机器人、MES/WMS 软件、机器人包装装备、智能物流装备、自动化装配线、自动化机加工设备等等)，客户覆盖消费品、食品饮料、精细化工、汽车、电商物流、工程设备、机加工等细分产业。

2024 年德迈科新签订单 1.67 亿元，同比增长 18.8%。

**2) 机床业务：**2013 年公司收购威达集团持有的济南一机 100% 股权，同年定增不超过 8 亿元，其中 7 亿投入中高档数控机床创新能力及产业化建设项目(一期)，实施主体为济南一机。

济南一机主业为机床及附件,包括各种规格、型号的中高档数控车床、车削中心、加工中心、数控镗铣床、数控专用机床、高速切割锯床、自动化设备及附件等。济南一机拥有国家级企业技术中心,承担国家机床行业重点科研项目,产品广泛应用于汽车、军工、电子、轨道交通等领域。

2024 年济南一机生产机床 406 台,完成签单 7938.05 万元,实现 MJ460MC、MJ520MC 和五轴加工中心机床海外销售。

**3) 换电站业务:** 2017 年 7 月 21 日,公司全资子公司德迈科与武汉蔚来能源有限公司签署《关于成立合资公司的协议》,双方共同投资设立昆山斯沃普智能装备有限公司,注册资本为人民币 1000 万元。其中,苏州德迈科以自有资金出资占比 56.50%,蔚来能源占比 43.50%。

公司控股孙公司昆山斯沃普业务主要为充电桩,下游客户以蔚来汽车为主,已为蔚来汽车供货三代、四代换电站设备。受收入确认方式与客户减少资本开支影响,2024 年起,公司换电站业务收入降幅较大。

表 11: 公司自动设备经营情况 (亿元)

|         | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025H1 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入      | 2.8    | 3.19   | 2.18   | 2.37   | 1.82   | 1.85   | 1.78   | 1.54   | 0.42   |
| 成本      | 2.07   | 2.27   | 1.64   | 1.96   | 1.42   | 1.46   | 1.48   | 1.3    | 0.35   |
| 毛利      | 0.73   | 0.92   | 0.54   | 0.4    | 0.4    | 0.39   | 0.31   | 0.23   | 0.07   |
| 毛利率 (%) | 26.06% | 28.74% | 24.95% | 17.07% | 22.12% | 21.03% | 17.22% | 15.28% | 17.17% |

资料来源: Wind、招商证券

表 12: 公司机床业务经营情况 (亿元)

|         | 2017 年 | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025H1 |
|---------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入      | 1.11   | 0.86    | 0.17    | 0.85   | 0.33   | 0.35   | 0.39   | 0.47   | 0.28   |
| 成本      | 1.19   | 0.95    | 0.25    | 0.87   | 0.3    | 0.31   | 0.33   | 0.39   | 0.24   |
| 毛利      | -0.08  | -0.09   | -0.07   | -0.02  | 0.03   | 0.04   | 0.06   | 0.08   | 0.04   |
| 毛利率 (%) | 0.00%  | -10.52% | -42.64% | -2.74% | 8.80%  | 10.53% | 16.37% | 17.11% | 12.74% |

资料来源: Wind、招商证券

表 13: 公司换电站业务经营情况 (亿元)

|         | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025H1 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入      | 7.86   | 7.3    | 7.64   | 1.32   | 0.21   |
| 成本      | 7      | 6.39   | 6.85   | 0.99   | 0.13   |
| 毛利      | 0.86   | 0.91   | 0.79   | 0.33   | 0.07   |
| 毛利率 (%) | 10.95% | 12.41% | 10.35% | 24.72% | 35.27% |

资料来源: Wind、招商证券

### 三、公司受益于电动工具下游需求转好

**2024 年全球电动工具出货回暖，2025 年有望继续保持增长。**2021 年疫情隔离与贸易纠纷带动电动工具需求增长，电动工具下游补库，此后，随着疫情隔离基本放开，叠加加息导致的建筑业下行，全球电动工具需求下滑，2022 年、2023 年行业需求同比增速分别为-19%、-4%。

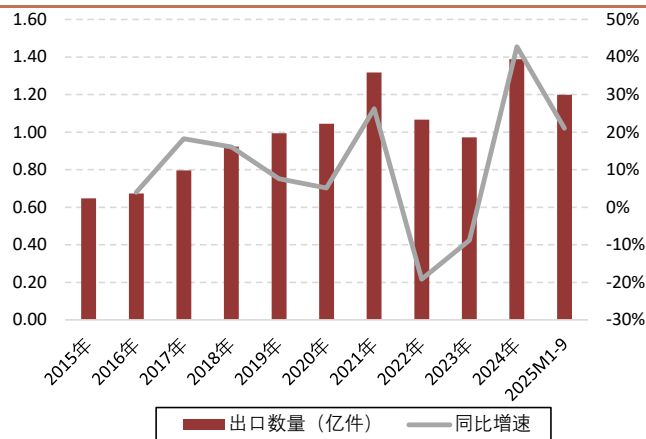
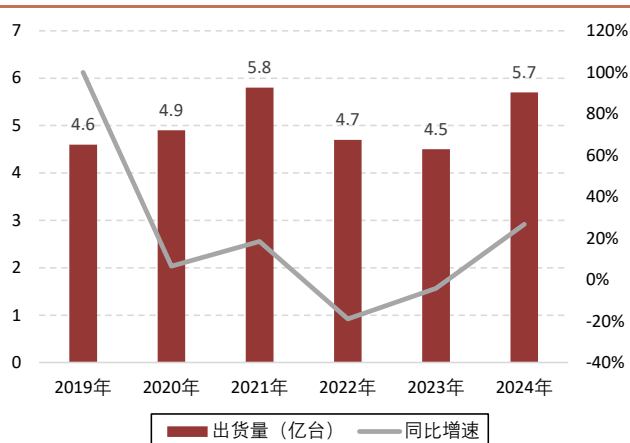
2024 年行业回暖，电动工具全年出货同比增长 27%至 5.7 亿台。2025 年仅从国内数据看，1-9 月其他手提式电动工具出口数量同比增长 21%至 1.2 亿台，此外，2025 年上半年家得宝存货同比增长 7.73%至 248 亿元。预计 2025 年全年需求有望继续保持增长。

**来年几年主要市场需求增长有望持续。**电动工具市场下游需求较广，产品包括电钻、电锯、电动砂轮机、电锤、电动扳手等，其需求与建筑业景气度相关度较高。2024 年北美与欧洲市场占电动工具需求总量的 75%（北美 41%、欧洲 34%）。

2024 年美联储启动降息周期，欧元区也在下调利率，预计电动工具的主要市场（北美、欧洲）建筑业景气度有望复苏，电动工具市场需求有望保持，公司也有望受益。

图 11: 2024 年全球电动工具需求回暖，出货同比增长 27%至 5.7 亿台

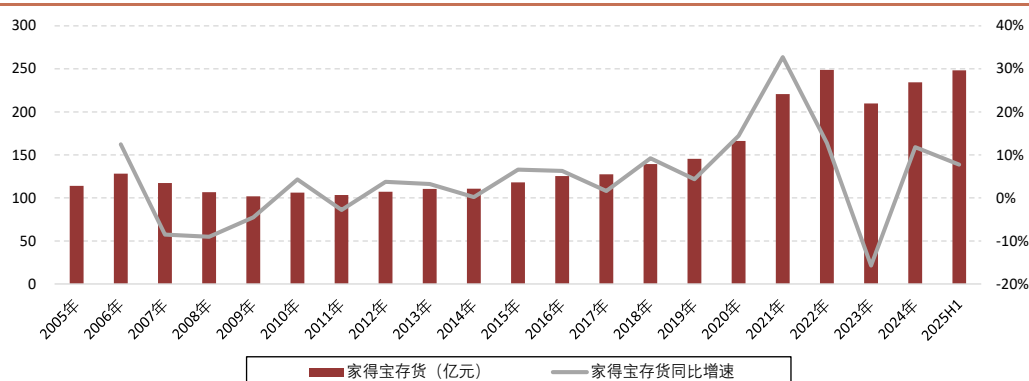
图 12: 2025 年 1-9 月国内其他手提式电动工具出口数量同比增长 21%至 1.2 亿台



资料来源: EVTank、招商证券

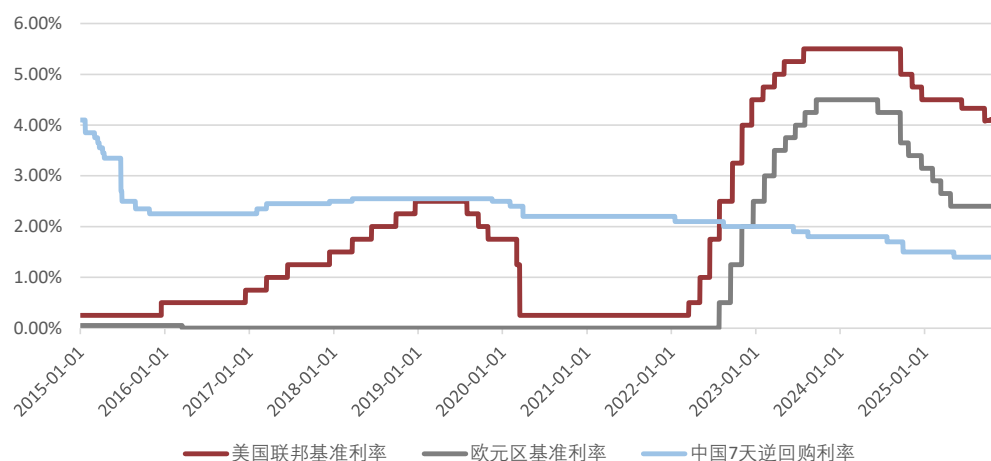
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 家得宝存货及同比增速



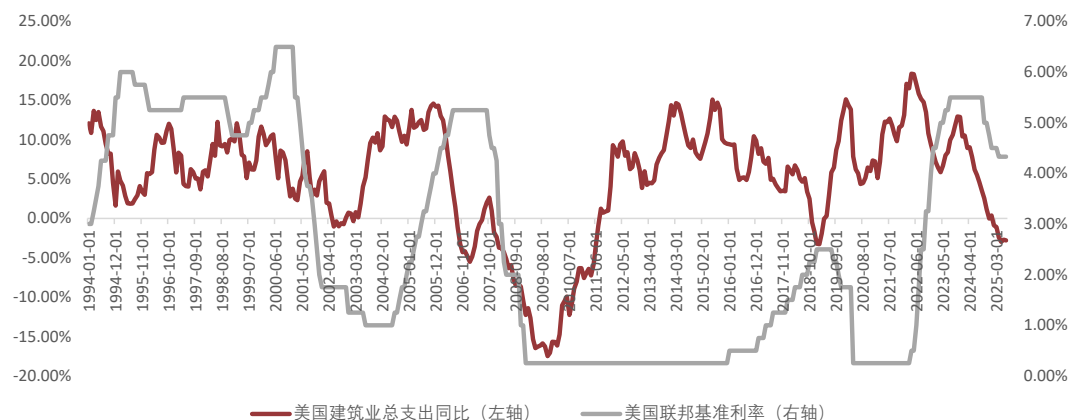
资料来源: Wind、招商证券

图 14：主要国家与地区利率下降



资料来源：Wind、招商证券

图 15：美国建筑业总支出与利率基本呈负相关



资料来源：Wind、Fred、招商证券

## 四、盈利预测

预计:

公司 2025-2026 年收入分别为 19.88、23.16 亿元, 同比增长-10%、17%。综合毛利率分别为 25%、24%。

电动工具配件业务 2025-2026 年收入增速分别为 0%、16%, 毛利率分别为 23%、20%;

新能源业务收 2025-2026 年收入增速分别为-25%、20%, 毛利率分别为 34%、35%;

高端智能装备制造业务收 2025-2026 年收入增速分别为-15%、10%, 毛利率分别为 15%、17%;

销售费用率 2025-2026 年分别为 1.8%、1.5%, 管理费用率 2025-2026 年分别为 6%、5%, 研发费用率 2025-2026 年分别为 5%、4.5%

归母净利润 3.48、4.08 亿元, 对应 PE19x, 16x, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 14: 盈利预测

| 百万元      |        | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 电动工具配件   | 营业收入   | 876   | 1,138 | 1,134 | 1,320 | 1,518 |
|          | YOY(%) | 2     | 30    | 0     | 16    | 15    |
|          | 毛利率(%) | 21    | 23    | 23    | 20    | 19    |
| 新能源      | 营业收入   | 1,207 | 809   | 607   | 728   | 837   |
|          | YOY(%) | -8    | -33   | -25   | 20    | 15    |
|          | 毛利率(%) | 18    | 33    | 34    | 35    | 35    |
| 高端智能装备制造 | 营业收入   | 217   | 201   | 171   | 188   | 207   |
|          | YOY(%) | -1    | -8    | -15   | 10    | 10    |
|          | 毛利率(%) | 17    | 16    | 15    | 17    | 18    |
| 其他业务     | 营业收入   | 67    | 73    | 76    | 80    | 84    |
|          | YOY(%) | -18   | 9     | 5     | 5     | 5     |
|          | 毛利率(%) | 21    | 21    | 15    | 20    | 20    |
| 合计       | 营业收入   | 2,367 | 2,221 | 1,988 | 2,316 | 2,646 |
|          | YOY(%) | -4    | -6    | -10   | 17    | 14    |
|          | 毛利率(%) | 19    | 26    | 25    | 24    | 24    |

资料来源: 公司公告、招商证券

## 风险提示

## 1、电动工具下游需求不及预期

公司业务主要与电动工具相关，若行业下游需求不及预期，会影响公司相关业务收入。

## 2、海外基地进展不及预期

公司越南基地收入增长明显，墨西哥基地 2024 年小批量，但也有进展低于预期的可能。

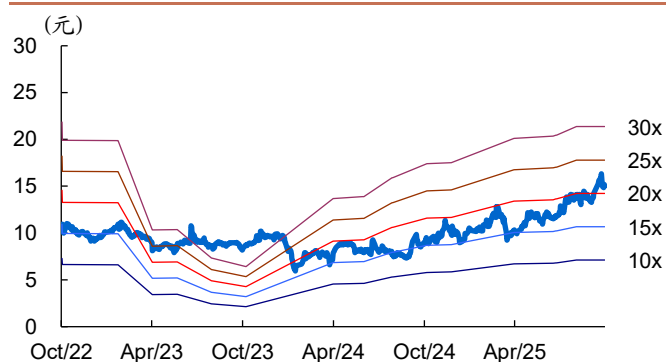
## 3、原材料价格波动风险

若原材料价格持续大幅上涨，对公司盈利会有不利影响。

## 4、政策风险

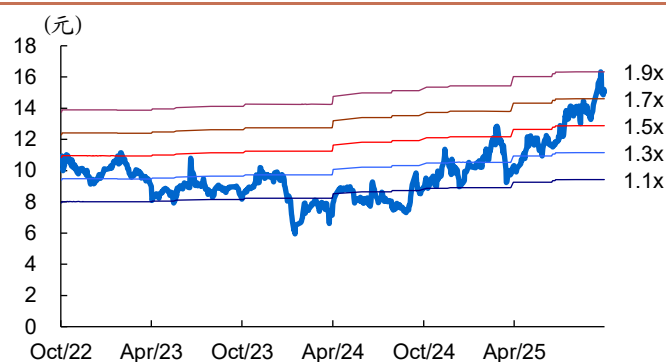
北美地区存在一定政策风险，公司虽然在海外有产能，但依然有被影响的可能。

图 16：山东威达历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 17：山东威达历史 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>    | 3636        | 3515        | 3115        | 3452        | 3832        |
| 现金             | 1404        | 1162        | 920         | 1019        | 1163        |
| 交易性投资          | 679         | 801         | 801         | 801         | 801         |
| 应收票据           | 2           | 3           | 2           | 3           | 3           |
| 应收款项           | 501         | 614         | 550         | 641         | 732         |
| 其它应收款          | 29          | 25          | 22          | 26          | 30          |
| 存货             | 556         | 575         | 520         | 613         | 703         |
| 其他             | 465         | 335         | 300         | 351         | 401         |
| <b>非流动资产</b>   | 1662        | 1593        | 1682        | 1761        | 1831        |
| 长期股权投资         | 217         | 237         | 237         | 237         | 237         |
| 固定资产           | 720         | 841         | 947         | 1041        | 1125        |
| 无形资产商誉         | 178         | 171         | 154         | 138         | 125         |
| 其他             | 547         | 345         | 345         | 345         | 345         |
| <b>资产总计</b>    | <b>5298</b> | <b>5108</b> | <b>4798</b> | <b>5213</b> | <b>5663</b> |
| <b>流动负债</b>    | 1775        | 1380        | 759         | 867         | 972         |
| 短期借款           | 561         | 553         | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 952         | 615         | 555         | 655         | 751         |
| 预收账款           | 71          | 57          | 51          | 61          | 70          |
| 其他             | 191         | 155         | 152         | 152         | 151         |
| <b>长期负债</b>    | 68          | 63          | 63          | 63          | 63          |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 68          | 63          | 63          | 63          | 63          |
| <b>负债合计</b>    | <b>1844</b> | <b>1443</b> | <b>822</b>  | <b>930</b>  | <b>1035</b> |
| 股本             | 446         | 446         | 441         | 441         | 441         |
| 资本公积金          | 1484        | 1486        | 1486        | 1486        | 1486        |
| 留存收益           | 1491        | 1713        | 2025        | 2329        | 2669        |
| 少数股东权益         | 33          | 21          | 24          | 28          | 32          |
| 归属于母公司所有者权益    | 3421        | 3644        | 3952        | 4255        | 4596        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>5298</b> | <b>5108</b> | <b>4798</b> | <b>5213</b> | <b>5663</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> | 304          | 267         | 378          | 220       | 284        |
| 净利润            | 180          | 303         | 351          | 411       | 467        |
| 折旧摊销           | 82           | 91          | 113          | 124       | 133        |
| 财务费用           | 1            | 2           | (100)        | (100)     | (100)      |
| 投资收益           | (27)         | (32)        | (80)         | (85)      | (85)       |
| 营运资金变动         | 68           | (104)       | 93           | (130)     | (131)      |
| 其它             | 0            | 9           | 0            | 0         | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (426)        | (277)       | (123)        | (118)     | (118)      |
| 资本支出           | (154)        | (94)        | (203)        | (203)     | (203)      |
| 其他投资           | (272)        | (183)       | 80           | 85        | 85         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (81)         | (26)        | (497)        | (4)       | (22)       |
| 借款变动           | (93)         | 12          | (556)        | 0         | 0          |
| 普通股增加          | 1            | 0           | (5)          | 0         | 0          |
| 资本公积增加         | 5            | 1           | 0            | 0         | 0          |
| 股利分配           | (22)         | (53)        | (36)         | (104)     | (122)      |
| 其他             | 29           | 14          | 100          | 100       | 100        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(203)</b> | <b>(36)</b> | <b>(242)</b> | <b>98</b> | <b>144</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>营业总收入</b>     | 2367       | 2221       | 1988       | 2316       | 2646       |
| 营业成本             | 1918       | 1646       | 1487       | 1753       | 2011       |
| 营业税金及附加          | 19         | 22         | 19         | 23         | 26         |
| 营业费用             | 39         | 40         | 36         | 35         | 34         |
| 管理费用             | 114        | 136        | 119        | 116        | 119        |
| 研发费用             | 130        | 116        | 99         | 104        | 106        |
| 财务费用             | (27)       | (24)       | (100)      | (100)      | (100)      |
| 资产减值损失           | (24)       | (15)       | (10)       | (5)        | (5)        |
| 公允价值变动收益         | (3)        | 18         | 20         | 20         | 20         |
| 其他收益             | 25         | 23         | 15         | 15         | 15         |
| 投资收益             | 27         | 32         | 45         | 50         | 50         |
| <b>营业利润</b>      | 200        | 343        | 397        | 465        | 529        |
| 营业外收入            | 0          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| 营业外支出            | 1          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>利润总额</b>      | 199        | 344        | 398        | 466        | 530        |
| 所得税              | 20         | 41         | 46         | 55         | 63         |
| 少数股东损益           | 14         | 3          | 3          | 4          | 4          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>166</b> | <b>300</b> | <b>348</b> | <b>408</b> | <b>463</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | -4%   | -6%   | -10%  | 17%   | 14%   |
| 营业利润           | -22%  | 71%   | 16%   | 17%   | 14%   |
| 归母净利润          | -19%  | 80%   | 16%   | 17%   | 14%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 19.0% | 25.9% | 25.2% | 24.3% | 24.0% |
| 净利率            | 7.0%  | 13.5% | 17.5% | 17.6% | 17.5% |
| ROE            | 5.0%  | 8.5%  | 9.2%  | 9.9%  | 10.5% |
| ROIC           | 3.8%  | 6.7%  | 6.3%  | 7.7%  | 8.4%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 34.8% | 28.3% | 17.1% | 17.8% | 18.3% |
| 净负债比率          | 10.7% | 10.9% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 2.0   | 2.5   | 4.1   | 4.0   | 3.9   |
| 速动比率           | 1.7   | 2.1   | 3.4   | 3.3   | 3.2   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 3.1   | 2.9   | 2.7   | 3.1   | 3.1   |
| 应收账款周转率        | 4.9   | 4.0   | 3.4   | 3.9   | 3.8   |
| 应付账款周转率        | 2.4   | 2.1   | 2.5   | 2.9   | 2.9   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.38  | 0.68  | 0.79  | 0.93  | 1.05  |
| 每股经营净现金        | 0.69  | 0.61  | 0.86  | 0.50  | 0.65  |
| 每股净资产          | 7.77  | 8.27  | 8.97  | 9.66  | 10.43 |
| 每股股利           | 0.12  | 0.08  | 0.24  | 0.28  | 0.32  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 39.1  | 21.7  | 18.7  | 15.9  | 14.0  |
| PB             | 1.9   | 1.8   | 1.6   | 1.5   | 1.4   |
| EV/EBITDA      | 26.0  | 16.0  | 15.7  | 13.1  | 11.4  |

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。