

## 机械设备

2025年12月24日

## 华之杰

(603400)

——电动工具零部件核心制造商，开拓新能源等第二曲线

报告原因：首次覆盖

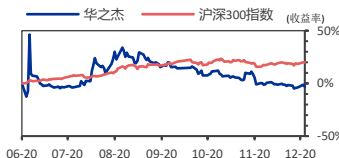
## 买入 (首次评级)

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 市场数据:       | 2025年12月23日        |
| 收盘价(元)      | 51.88              |
| 一年内最高/最低(元) | 97.00/46.15        |
| 市净率         | 4.1                |
| 股息率%(分红/股价) | 0.77               |
| 流通A股市值(百万元) | 1,038              |
| 上证指数/深证成指   | 3,919.98/13,368.99 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

|              |             |
|--------------|-------------|
| 基础数据:        | 2025年09月30日 |
| 每股净资产(元)     | 12.59       |
| 资产负债率%       | 31.07       |
| 总股本/流通A股(百万) | 100/20      |
| 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

刘正 A0230518100001  
liuzheng@swsresearch.com  
王珂 A0230521120002  
wangke@swsresearch.com

## 联系人

程恺雯 A0230524080009  
chengkw@swsresearch.com

## 投资要点:

- **产品覆盖电动工具及消费电子行业，全球化生产经营布局。**公司围绕智能控制技术构建了完善的产品体系，其核心产品涵盖智能开关、智能控制器、无刷电机及精密结构件等关键功能零部件，覆盖锂电电动工具/园林机械、智能手机等消费电子下游领域。公司外销以间接出口（对国内出口保税区及出口加工区的销售）和境外工厂的本地销售为主，为完善全球协同的生产销售体系，先后于越南、墨西哥、美国等海外市场设立子公司，形成了“以中国基地为主，以越南、墨西哥基地为辅”的生产经营布局。越南/墨西哥子公司24年分别实现收入2.1/0.3亿元，合计占收入比例19.7%，能够完全覆盖对美直接出口敞口。
- **绑定全球领先大客户，受益北美降息周期带来的地产复苏。**全球电动工具行业竞争格局相对稳定，百得集团、TTI集团、博世集团、牧田集团等大型跨国企业占据了70%以上的市场份额。公司收入中大客户的贡献度较高且与全球领先电动工具企业重合，2024年前五大客户占比为71%，绑定行业大型跨国企业意味着公司能够覆盖下游较大比例市场。行业角度，北美作为全球电动工具的核心消费市场，其需求受益于降息周期带来的地产复苏。电动工具行业北美占全球41%的最大份额，2024年后随着库存水平恢复正常叠加美国降息周期，电动工具行业迎来复苏，全年出货量同比增长24.8%至5.7亿台，市场规模增至566.4亿美元。
- **开拓新能源汽车电机、储能等新领域，预计贡献成长性。**公司经历二十余年的发展和技术积累，在电动工具核心技术基础上向新能源汽车、储能、无人机等领域进一步延伸。2021年布局刹车电机，切入线控底盘系统，与北美新能源汽车头部企业、国内汽车线控底盘头部企业等建立合作关系。在液冷式电池热管理系统领域，开发了用于液冷式电池热管理系统的精密结构件，目前相关精密结构件已进入北美新能源汽车头部企业供应商体系。在新能源充电桩领域，针对北美市场要求开发了符合NACS标准的交流充电桩、液冷充电桩以及交/直流转换器(AC/DC)、充电模块组件等产品，目前公司相关产品已实现向北美头部客户批量供应。目前公司新能源车业务尚未并表，预计2026年将贡献重要增量与成长性。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司2025-2027年分别实现归母净利润1.72/2.08/2.61亿元，同比分别增长11.8%/21.5%/25.0%。可比公司26年平均PE为34倍，公司为25倍。综合来看，2026年公司对应目标市值70.7亿元，较2025年12月23日收盘市值51.9亿元有36%的上升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**海外需求持续低迷风险；汽零业务开拓不及预期风险

## 财务数据及盈利预测

|            | 2024  | 2025Q1-3 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|----------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 1,230 | 1,031    | 1,559 | 1,931 | 2,428 |
| 同比增长率(%)   | 31.3  | 22.6     | 26.8  | 23.9  | 25.7  |
| 归母净利润(百万元) | 154   | 111      | 172   | 208   | 261   |
| 同比增长率(%)   | 26.4  | 8.6      | 11.8  | 21.5  | 25.0  |
| 每股收益(元/股)  | 2.05  | 1.33     | 1.72  | 2.08  | 2.61  |
| 毛利率(%)     | 26.0  | 24.2     | 24.2  | 25.0  | 24.8  |
| ROE(%)     | 20.9  | 8.8      | 12.2  | 12.9  | 13.9  |
| 市盈率        | 34    |          | 30    | 25    | 20    |

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

我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 1.72/2.08/2.61 亿元，同比分别增长 11.8%/21.5%/25.0%。可比公司 26 年平均 PE 为 34 倍，公司为 25 倍。综合来看，2026 年公司对应目标市值 70.7 亿元，较 2025 年 12 月 23 日收盘市值 51.9 亿元有 36% 的上升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

1) 电动工具零部件业务：预计 2025-2027 年公司电动工具零部件业务分别实现营收 14.68/18.38/23.33 亿元，同比分别增长 29%/25%/27%。公司通过拓展品类、客户及一体化供应优势，实现收入稳定增长。此外，公司已经承接大型国际客户核心部件组装业务，通过越南工厂为其提供一体化交付，预计未来贡献更大幅度的增长。我们预计公司智能开关业务贡献重要增量，2025-2027 年分别实现营收 7.47/8.96/10.76 亿元，同比分别增长 27%/20%/20%。

2) 消费电子零部件业务：预计 2025-2027 年公司消费电子零部件业务分别实现营收 0.75/0.77/0.79 亿元，同比分别增长 3%/3%/3%。公司消费电子业务相对稳定，占营收整体体量也较小，未来凭借稳定客群贡献收入。

### 有别于大众的认识

市场认为，公司所在电动工具行业海外需求较弱，整体业务增长空间受限，我们认为，在北美降息周期下，地产有望迎来复苏，新屋开工能够直接拉动专业级工具需求，房屋交易后装修与 DIY 活动将直接转化为电动工具的消费带来增量，此外，公司在海外产能充足，或能够享受其他海外产能短缺的供应商份额转移。

### 股价表现的催化剂

公司新能源车零部件等新业务开拓顺利、拓展大客户；北美电动工具需求快速增长等。

### 核心假设风险

海外需求持续低迷风险；汽零业务开拓不及预期风险。

## 目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1.全球电动工具零部件系统解决方案供应商 .....</b>   | <b>5</b>  |
| 1.1 锂电电动工具零部件到系统解决方案全面布局 .....      | 5         |
| 1.2 聚焦电动工具零部件，多元化业务拓展迎突破 .....      | 7         |
| 1.3 股权结构较为集中，下属多个全资子公司开拓全球业务 .....  | 10        |
| <b>2.多元化、全球化布局贡献成长 .....</b>        | <b>11</b> |
| 2.1 绑定全球领先大客户，受益北美地产复苏 .....        | 11        |
| 2.2 全球协同生产销售经营布局，开拓新能源汽车电机、储能等领域... | 14        |
| <b>3.盈利预测与估值 .....</b>              | <b>16</b> |
| 3.1 盈利预测 .....                      | 16        |
| 3.2 相对估值 .....                      | 17        |
| 3.3 风险提示 .....                      | 18        |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 华之杰发展历程 .....                          | 5  |
| 图 2: 公司 2019-2024 收入 CAGR 达到 15.6% .....    | 7  |
| 图 3: 公司利润整体保持增长趋势 .....                     | 7  |
| 图 4: 公司电动工具智能开关贡献主要收入 .....                 | 8  |
| 图 5: 公司海外收入贡献更高成长 .....                     | 9  |
| 图 6: 公司前五大客户占比较为稳定 .....                    | 9  |
| 图 7: 公司毛利率与净利率变化趋势一致 .....                  | 9  |
| 图 8: 公司研发费用率保持稳定 .....                      | 9  |
| 图 9: 公司股权结构 (截至 2025.9.30) .....            | 10 |
| 图 10: 全球工具电动开关行业历史上维持快速增长 .....             | 12 |
| 图 11: 全球智能控制器行业增速较为稳定 .....                 | 12 |
| 图 12: 我国智能控制器行业应用中电动工具占比 13% (2023 年) ..... | 12 |
| 图 13: 2019-2024 全球电动工具总体出货量 .....           | 13 |
| 图 14: 2024 年全球电动工具各地区市场份额 .....             | 13 |
| 图 15: 美国私人住宅投资和电动工具进口额有正向联系 .....           | 13 |
| 图 16: 全球无刷电机渗透率预计在 25 年将达到 50% .....        | 14 |
| 图 17: 无刷电机去掉电刷能够有效减少损耗 .....                | 14 |
| 图 18: 公司各区域收入占比较为稳定 .....                   | 14 |
| 图 19: 公司产能利用率整体较高 .....                     | 14 |
| 图 20: 新能源车渗透率持续提升提振智能化部件需求 .....            | 15 |
| <br>  |    |
| 表 1: 华之杰主要产品及应用 .....                       | 6  |
| 表 2: 华之杰大客户覆盖电动工具行业高份额领先企业 .....            | 11 |
| 表 3: 华之杰盈利预测 (单位: 亿元) .....                 | 16 |
| 表 4: 可比公司相对估值表 (2025 年 12 月 23 日收盘价) .....  | 17 |
| 表 5: 公司资产负债表 (单位: 百万元) .....                | 18 |
| 表 6: 公司现金流量表 (单位: 百万元) .....                | 19 |
| 表 7: 公司利润表 (单位: 百万元) .....                  | 21 |

# 1.全球电动工具零部件系统解决方案供应商

## 1.1 锂电电动工具零部件到系统解决方案全面布局

华之杰成立于 2001 年, 主要专注于为锂电电动工具和消费电子领域提供先进的电源管理与动力驱动系统解决方案。公司核心产品涵盖智能开关、智能控制器、无刷电机及精密结构件等关键功能零部件, 构建了完整的产品矩阵。凭借前瞻性的技术布局、一体化的供应链体系和国际化的运营网络, 华之杰已与百得集团、TTI 集团、佳世达集团、牧田集团、台达集团等全球知名企业建立了长期稳定的战略合作关系。卓越的产品品质与服务体系使公司连续多年获得客户颁发的年度优秀供应商称号, 彰显了其在行业中的领先地位与核心竞争力。公司自创立以来, 始终深耕智能控制领域, 历经三个关键发展阶段:

### 业务奠基时期 (2001-2003 年)

公司于 2001 年以消费电子开关及结构件业务起步, 建立了精密制造的基础能力。2003 年成功切入电动工具零部件领域, 实现了从消费电子向工业级市场的首次重要跨越, 为后续发展奠定了坚实基础。

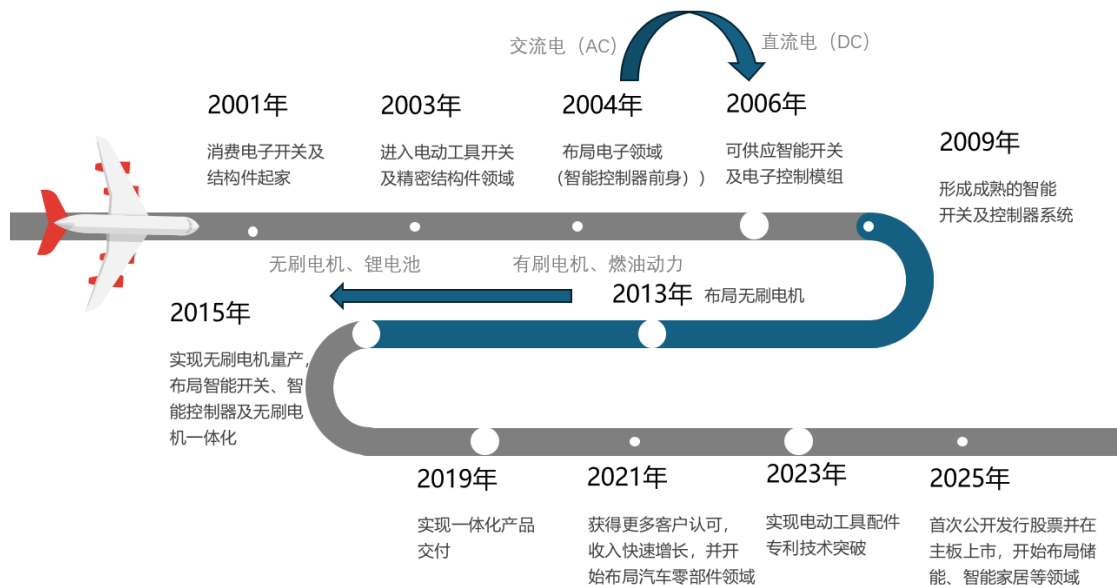
### 技术布局与能力构建期 (2004-2018 年)

2004 年公司前瞻性布局电子领域, 开始研发智能控制组件, 开启了技术升级之路。2015 年战略性进入无刷电机领域, 完成核心产品线的关键布局。经过持续的技术积累和工艺改进, 公司在 2019 年形成了智能开关、智能控制器、无刷电机等关键功能零部件的一体化交付能力, 实现了从单一零部件供应商向系统解决方案提供者的重要转变。

### 生态拓展时期 (2019 年至今)

自实现一体化交付能力后, 公司持续深化系统集成优势, 不断完善全球业务体系。通过建立越南、墨西哥生产基地和美国、中国香港等销售子公司, 构建了覆盖主要市场的三角产能网络。同时积极拓展新能源汽车、智能家居、充电桩等新兴领域, 实现了从电动工具核心供应商向智能控制整体解决方案服务商的战略升级。

图 1: 华之杰发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

**以核心技术为基石，从零部件到系统解决方案的全面布局。**公司围绕智能控制技术构建了完善的产品体系，其核心产品涵盖智能开关、智能控制器、无刷电机及精密结构件等关键功能零部件，覆盖锂电电动工具/园林机械、智能手机等消费电子下游领域。智能开关作为公司较具备竞争优势的产品，通过低电阻电路设计与智能化功能集成，成为电动工具领域的核心支柱；无刷电机则作为战略增长点，在电动工具、新能源汽车及智能家居等多领域展现出强劲的延伸潜力。公司已实现从单一零部件向模组化系统解决方案的重要转型，通过将智能开关、控制器与无刷电机等关键部件集成，为客户提供高度协同的一站式电控与动力模块，显著提升了产品性能与供应链效率。这一战略转型不仅强化了客户黏性，更使公司在电动工具、新能源汽车等赛道建立起差异化竞争优势。依托持续的技术迭代与全球化的运营布局，华之杰展现出从零部件领先企业向系统解决方案提供商的成功演进，为其长期发展奠定了坚实基础。

表 1：华之杰主要产品及应用

| 产品类型        | 产品名称  | 公司产品图示 | 下游产品图示   |          |
|-------------|-------|--------|----------|----------|
|             |       |        | 锂电电动工具   | 锂电园林机械   |
| 电动工具<br>零部件 | 智能开关  |        | 锂电电锤     | 锂电割草机    |
|             | 智能控制器 |        | 锂电电钻     | 锂电吹风机    |
|             | 无刷电机  |        | 手持式锂电切割机 | 锂电修枝机    |
|             | 精密结构件 |        | 锂电直角直磨机  | 锂电坐骑式割草机 |
|             |       |        | 锂电圆锯     | 锂电链锯     |



资料来源：公司公告，申万宏源研究

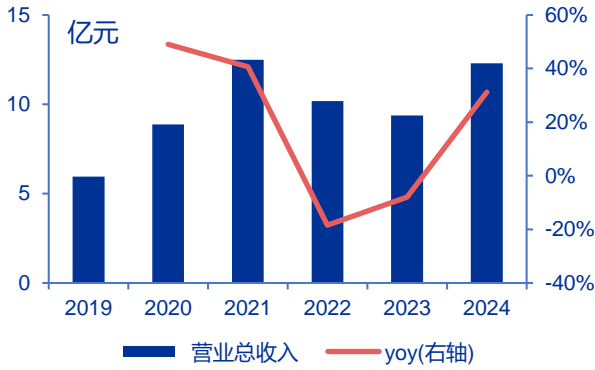
**多维开拓成长性新领域。**华之杰已在电动工具零部件市场建立了领先的市场地位，并在此基础上向锂电园林机械、智能家居、新能源汽车、充电桩、无人机、液冷服务器等领域进一步延展。公司重点拓展新能源汽车、储能、无人机领域，**2021 年布局刹车电机**，切入线控底盘系统，与北美新能源汽车头部企业、国内汽车线控底盘头部企业等建立合作关系。**在液冷式电池热管理系统领域**，公司开发了用于液冷式电池热管理系统的精密结构件，以顺应当前汽车电动化趋势，目前相关精密结构件已进入北美新能源汽车头部企业供应商体系。**在新能源充电桩领域**，公司针对北美市场要求开发了符合 NACS 标准的交流充电枪、液冷充电枪以及交/直流转换器（AC/DC）、充电模块组件、电子锁等产品，目前公司相关产品已实现向北美头部客户批量供应。目前公司新能源车业务尚未并表，预计 2026 年将贡献重要增量与成长性。此外，公司布局的新赛道（如新能源车刹车电机等）聚焦高毛利率产品，带动盈利能力稳定。

## 1.2 聚焦电动工具零部件，多元化业务拓展迎突破

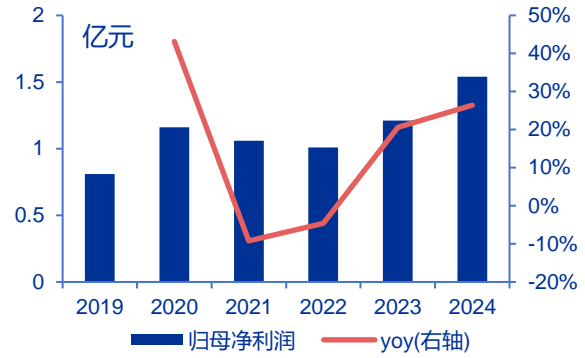
**收入受益大客户扩展整体保持提升态势，利润韧性突出。**华之杰 2019-2024 年营业收入总体呈现上升趋势，从 5.96 亿元提升至 12.30 亿元，CAGR 达 15.6%。2020 年受益于全球电动工具需求激增，营收同比增速达 49.1%；2022-2023 年受全球小家电及电动工具去库存、公司无刷电机业务调整等影响同比下降 18.4%/8.0%。2024 年下游电动工具行业市场需求回暖，公司与百得集团、TTI 集团等客户的业务规模有所扩大，收入回升至 12.30 亿元，同比增长 31.26%。同期归母净利润表现更具韧性，从 2019 年的 0.81 亿元增至 2024 年的 1.54 亿元，CAGR 达 13.7%。其中，2023 年营收下降而归母净利润上升主要得益于产品结构变动、汇率的有利变动以及原材料价格下降等因素。

图 2：公司 2019-2024 收入 CAGR 达到 15.6%

图 3：公司利润整体保持增长趋势



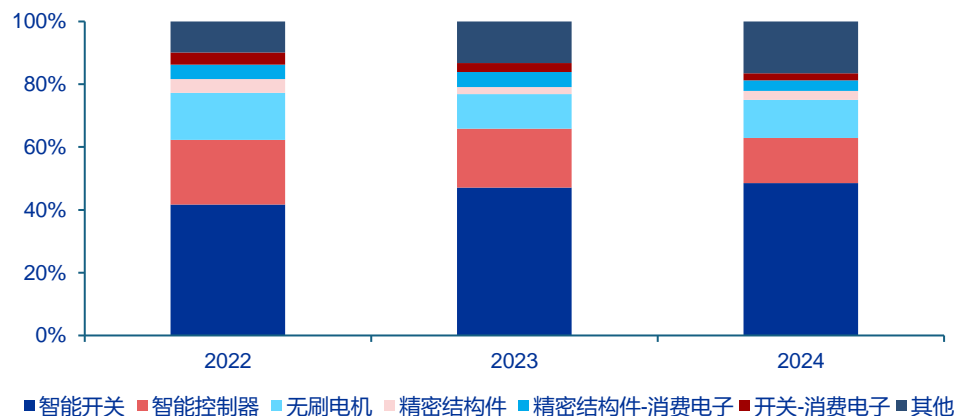
资料来源：招股说明书，申万宏源研究



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**聚焦电动工具零部件，多元化业务拓展迎突破。**公司核心业务电动工具零部件 2024 年实现营收 11.41 亿元，占总营收比重达 94.04%。细分来看，智能开关贡献电动工具零部件主要收入，从 2022 年的 4.12 亿元增长至 2024 年的 5.88 亿元，CAGR 达 19.52%，24 年占总营收比重达 48.48%，印证了产品持续向智能化、集成化升级的战略成效。智能控制器业务阶段性结构调整，2024 年营收 1.75 亿元，同比微增 0.89%，毛利率下滑至 12.24%，主要受到原材料成本上升及客户价格压力的影响。公司第二板块消费电子零部件收入占比在个位数波动，主要覆盖精密结构件及开关等，此外，华之杰目前开拓了刹车电机、液冷式电池热管理系统、新能源充电桩等多维度成长性赛道，预计 2026 年起贡献重要增量与成长性。总体而言，华之杰已形成智能开关夯实基础、模组产品驱动增长的健康格局，这种由单一部件向系统化解决方案的演进不仅增强了客户黏性，也为公司在电动工具产业链中的持续发展注入了新的动能。

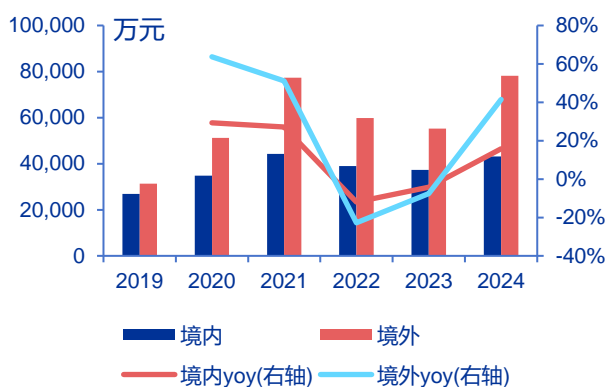
图 4：公司电动工具智能开关贡献主要收入



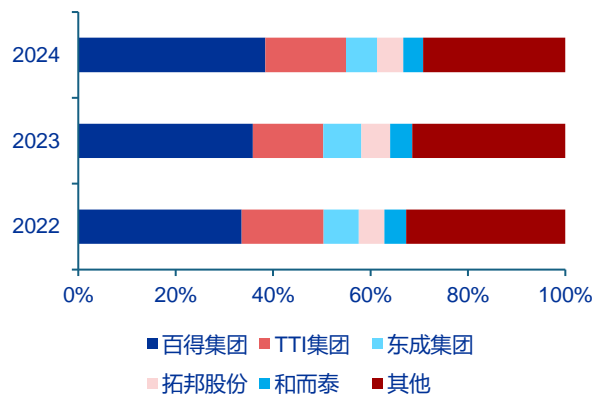
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**以境外市场为核心驱动，深度绑定全球领先企业。**公司境外销售收入从 2019 年的 3.13 亿元增长至 年的 . 亿元，CAGR 达 .% ，占总营收比重提升 .pcts 至

63.53%。同期境内销售收入从 2.69 亿元增长至 4.32 亿元，CAGR 为 9.92%。客户结构方面，公司前五大客户集中度较为稳定，2024 年销售占比达 70.78%，较上年提升 2.23pcts。其中百得集团和 TTI 集团合计贡献约 54.98%的营业收入，公司客户结构与电动工具行业领先企业重合，绑定行业大型跨国企业意味着公司能够覆盖下游较大比例市场，并保障订单稳定性。

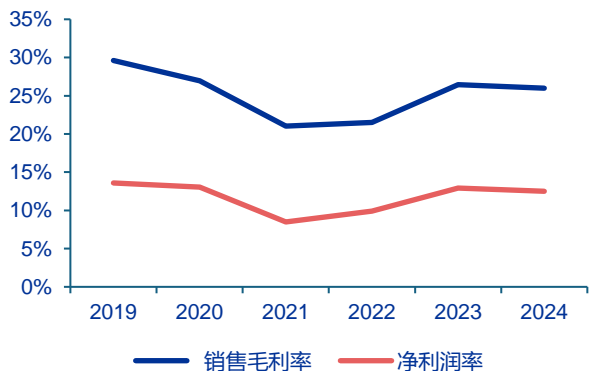
**图 5：公司海外收入贡献更高成长**


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

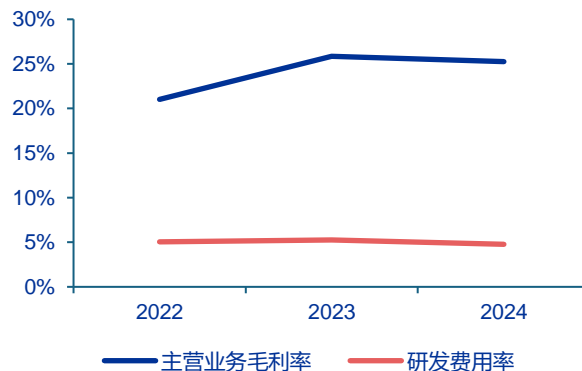
**图 6：公司前五大客户占比较为稳定**


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**盈利能力稳定提升，研发投入良性循环。**公司的销售毛利率从 2022 年 21.50% 提升至 2023 年 26.46%，2024 年仍保持 25.99% 的较高水平，主要得益于毛利率较高产品销售占比提升、美元兑人民币汇率回升和原材料价格下降等因素；核心产品电动工具零部件毛利率同步改善，从 20.64% 提升至 25.32%。公司净利率变动与销售毛利率基本一致，同时公司研发投入保持稳定高效，研发费用率维持在 4.77%-5.26% 区间，持续支撑产品技术迭代。公司盈利能力提升与研发投入稳定的良性循环，充分体现了公司核心产品的市场竞争力和技术壁垒。

**图 7：公司毛利率与净利率变化趋势一致**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

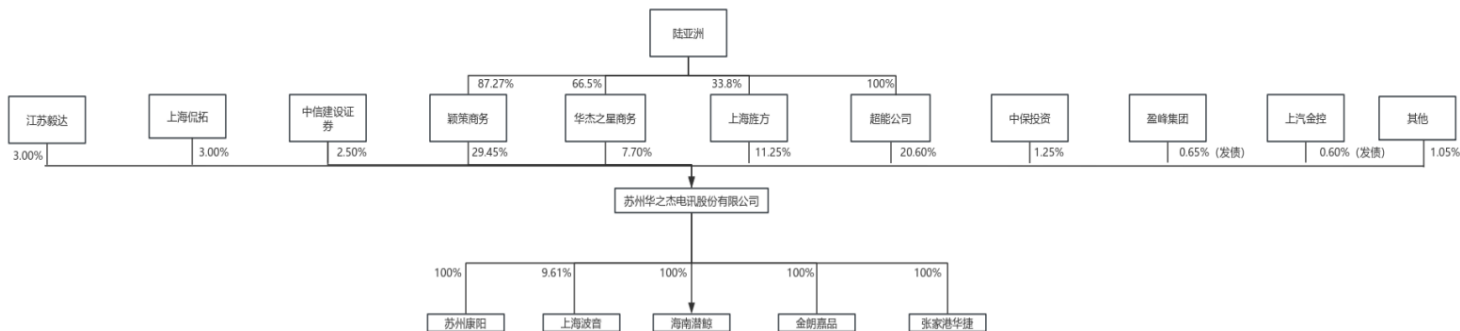
**图 8：公司研发费用率保持稳定**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.3 股权结构较为集中，下属多个全资子公司开拓全球业务

华之杰股权结构呈现多层次控制特征，公司实际控制人为陆亚洲，通过上海旌方、超能公司、颖策商务、华杰之星商务间接持有华之杰 3.80%/20.60%/25.70%/5.12%的股份，构建了核心控制体系。上海侃拓和江苏毅达则分别直接持股 3.00%/3.00%。公司全球化战略在股权层面得到充分体现，旗下全资控股美国华捷、越南华捷、墨西哥华杰及中国香港嘉品等重要子公司，同时在中国内地通过华捷电子等全资子公司支撑主营业务发展。这种股权设计确保了控制权的集中稳定，也为公司国际化扩张和产业链整合提供了完善的资本平台和组织保障。

图 9：公司股权结构（截至 2025.9.30）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 多元化、全球化布局贡献成长

### 2.1 绑定全球领先大客户，受益北美地产复苏

**产品覆盖电动工具及消费电子行业，绑定全球领先大客户。**公司产品以智能开关、智能控制器、无刷电机、精密结构件等关键功能零部件为主，主要为锂电电动工具和消费电子等提供电源和驱动系统解决方案。公司产品下游行业主要包括电动工具行业（包括电动工具和园林机械）以及消费电子行业。我国是电动工具制造和出口大国，2023年电动工具出口率达77.5%，出口量稳居世界第一。相关行业快速发展，为北美和欧洲等电动工具需求大国提供整机及零部件。

目前，全球电动工具行业竞争格局相对稳定，由于北美、欧洲在电动工具方面市场需求大，发展历史悠久，根据EV Tank数据，百得集团、TTI集团、博世集团、牧田集团等大型跨国企业占据了70%以上的市场份额。公司收入中大客户的贡献度也较高，2024年前五大客户占比为71%，百得集团、TTI集团、东成集团、拓邦股份、和而泰占比分别为38%/17%/6%/5%/4%，客户结构与电动工具行业领先企业重合，绑定行业大型跨国企业意味着公司能够覆盖下游较大比例市场。

**表 2：华之杰大客户覆盖电动工具行业高份额领先企业**

| 年度      | 客户名称   | 主要销售内容     | 销售金额 (万元) | 占营业收入的比例 |
|---------|--------|------------|-----------|----------|
| 2022 年度 | 百得集团   | 智能控制器、智能开关 | 34,169.11 | 33.54%   |
|         | TTI 集团 | 无刷电机、智能开关  | 17,120.15 | 16.80%   |
|         | 东成集团   | 智能控制器      | 7,377.04  | 7.24%    |
|         | 和而泰    | 智能开关       | 5,334.04  | 5.24%    |
|         | 拓邦股份   | 智能开关       | 4,584.82  | 4.50%    |
|         | 合计     |            | 68,585.17 | 67.32%   |
| 2023 年度 | 百得集团   | 无刷电机、智能开关  | 33,615.20 | 35.87%   |
|         | TTI 集团 | 无刷电机、智能开关  | 13,524.41 | 14.43%   |
|         | 东成集团   | 智能控制器      | 7,352.83  | 7.85%    |
|         | 拓邦股份   | 智能开关       | 5,487.84  | 5.86%    |
|         | 和而泰    | 智能开关       | 4,255.19  | 4.54%    |
|         | 合计     |            | 64,235.46 | 68.55%   |
| 2024 年度 | 百得集团   | 无刷电机、智能开关  | 47,216.45 | 38.39%   |
|         | TTI 集团 | 无刷电机、智能开关  | 20,406.71 | 16.59%   |
|         | 东成集团   | 智能控制器      | 7,845.42  | 6.38%    |
|         | 拓邦股份   | 智能开关       | 6,616.76  | 5.38%    |
|         | 和而泰    | 智能开关       | 4,971.53  | 4.04%    |
|         | 合计     |            | 87,056.87 | 70.78%   |

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**电动工具开关、智能控制器行业受益下游应用旺盛，行业整体保持增长态势。**根据 QYResearch 数据，2023 年全球电动工具开关市场规模为 8.38 亿美元，预计 2030 年将达到 13 亿美元，年复合增长率将达到 5.58%。根据中投产业研究院数据，2019 年全球智能控制器行业市场规模为 15462 亿美元，2018-2023 年全球智能控制器行业的年复合增长率为 5.48%，预计 2024 年将达到 19771 亿美元，其中，电动工具应用占比(我国)约为 13%。**智能控制器作为工具类智能化核心零部件、家居类万物互联的基础，下游应用场景不断扩张带动行业增长。此外，工具类产品锂电化、智能化趋势加速亦促进智能控制器渗透率提升。电动工具开关则与电动工具下游需求更加直接相关。**

图 10: 全球工具电动开关行业历史上维持快速增长



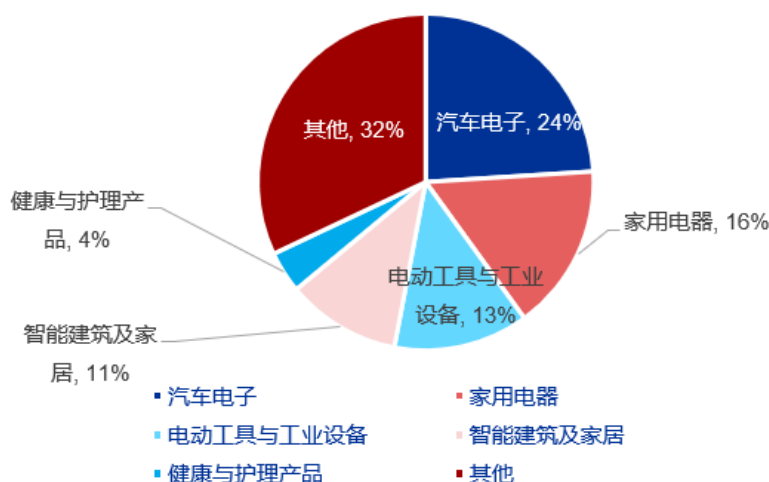
资料来源：招股说明书，QYResearch《全球电动工具开关市场研究报告 2024-2030》，申万宏源研究

图 11: 全球智能控制器行业增速较为稳定



资料来源：招股说明书，中投产业研究院，中商产业研究院，申万宏源研究

图 12: 我国智能控制器行业应用中电动工具占比 13% (2023 年)

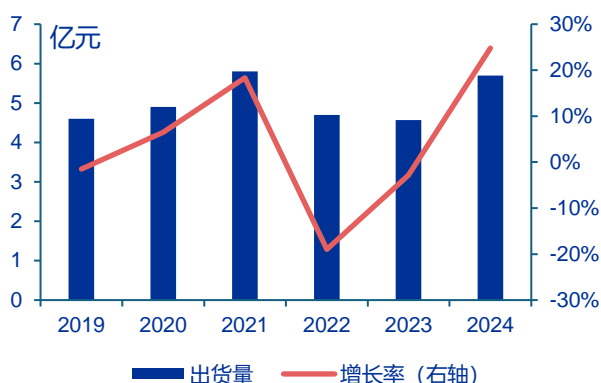


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**北美作为全球电动工具的核心消费市场，其需求受益于降息周期带来的地产复苏。**电动工具行业北美占全球 41% 的最大份额，欧洲占 34%，在全球电动工具消费中占主导地位。- 年经历疫情“宅经济”后，全球家电及工具类产品库存高企，进入去库存阶段，

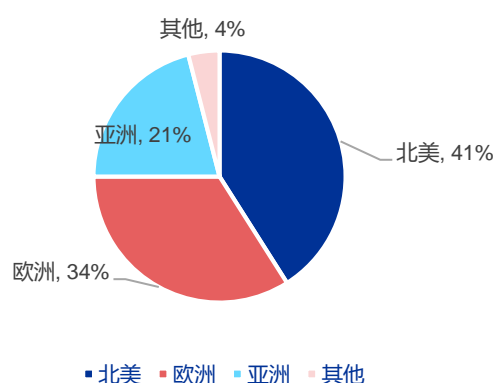
电动工具出货量阶段性下滑，2024年后随着库存水平恢复正常叠加美国降息周期，电动工具行业迎来复苏，全年出货量同比增长24.8%至5.7亿台，市场规模增至566.4亿美元。2024年美国通胀压力缓解，房贷利率从2023年高点回落，私人住宅投资同比增长6.3%。2025年这一趋势更加明确，美联储降息周期启动推动房贷利率进一步下行，同时美国政府简化审批流程、鼓励标准化建设等政策，共同刺激了新屋开工与规模化装修需求。在此背景下，美国私人住宅投资保持增长，建筑商信心指数维持在扩张区间，而新屋开工能够直接拉动专业级工具需求，房屋交易后装修与DIY活动将直接转化为电动工具的消费。

图 13: 2019-2024 全球电动工具总体出货量



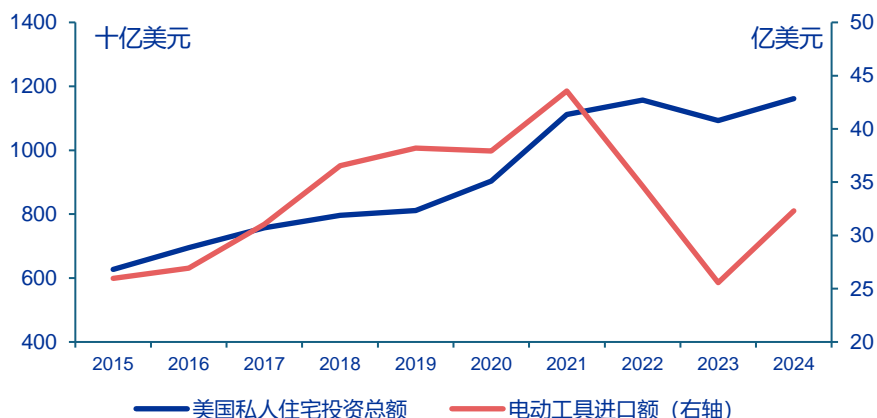
资料来源: EVtank, 申万宏源研究

图 14: 2024 年全球电动工具各地区市场份额



资料来源: EVtank, 申万宏源研究

图 15: 美国私人住宅投资和电动工具进口额有正向联系

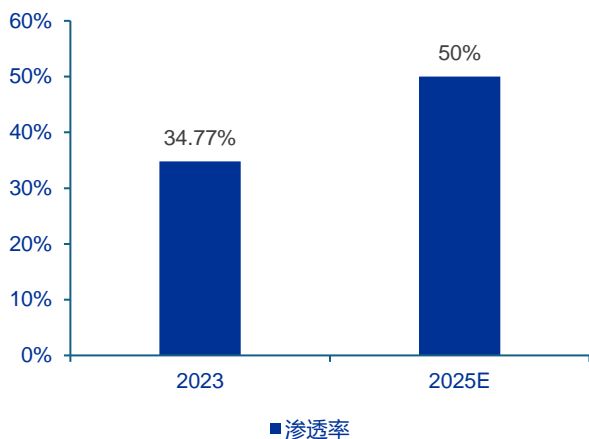


资料来源: BEA, 中国海关总署, 申万宏源研究

**电动工具无刷电机降低损耗、提高安全性，形成对有刷电机的替代。** 相较有刷电机，无刷形式减少了电火花和运转时摩擦力，有效降低了噪音和磨损，从而延长了其使用寿命。根据 Research and Markets 的数据显示，2023 年全球无刷直流电机市场规模为 121 亿美元，预计从 2023 年到 2028 年将保持 7.9% 的年复合增长率，2023 年渗透率达到 34.77%，根

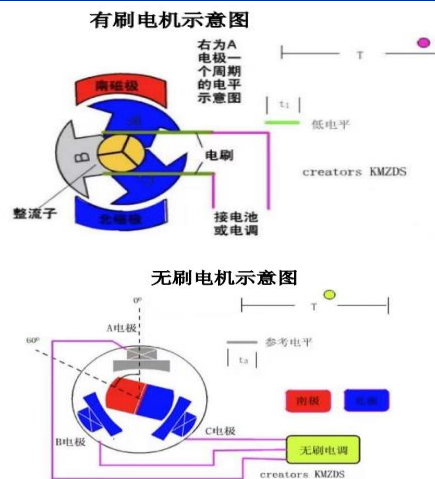
据头豹研究院数据预测 2025 年这一比例将达到 50%。公司无刷电机技术成熟，充分受益无刷对有刷电机替代的趋势。

图 16: 全球无刷电机渗透率预计在 25 年将达到 50%



资料来源：招股说明书，头豹研究院，申万宏源研究

图 17: 无刷电机去掉电刷能够有效减少损耗



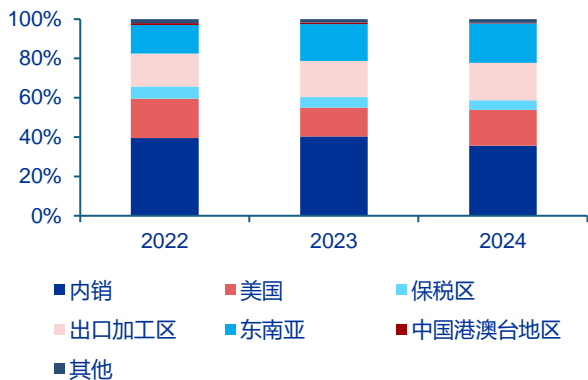
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

## 2.2 全球协同生产销售经营布局，开拓新能源汽车电机、储能等领域

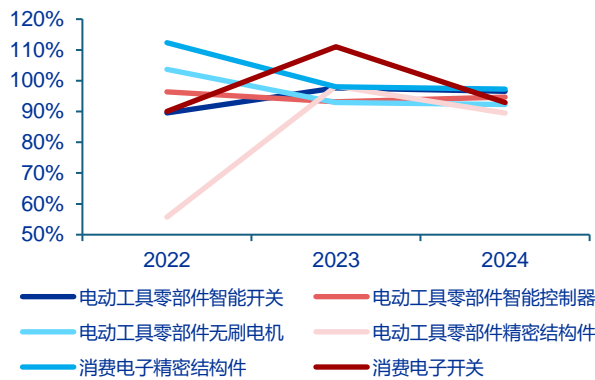
**海外产能充足，建立全球协同的生产销售体系。**公司外销以间接出口（对国内出口保税区和出口加工区的销售）和境外工厂的本地销售为主，2024 年国内/海外占比分别为 36%/64%，其中境外美国/东南亚占比分别为 18%/20%、出口加工区+保税区占比为 24%。公司为完善全球协同的生产销售体系，先后于越南、墨西哥、美国等海外市场设立子公司，形成了“以中国基地为主，以越南、墨西哥基地为辅”的生产经营布局。越南/墨西哥子公司 24 年分别实现收入 2.1/0.3 亿元，合计占收入比例 19.7%，能够完全覆盖对美直接出口敞口，受关税政策变化影响风险较小。

图 18: 公司各区域收入占比较为稳定

图 19: 公司产能利用率整体较高



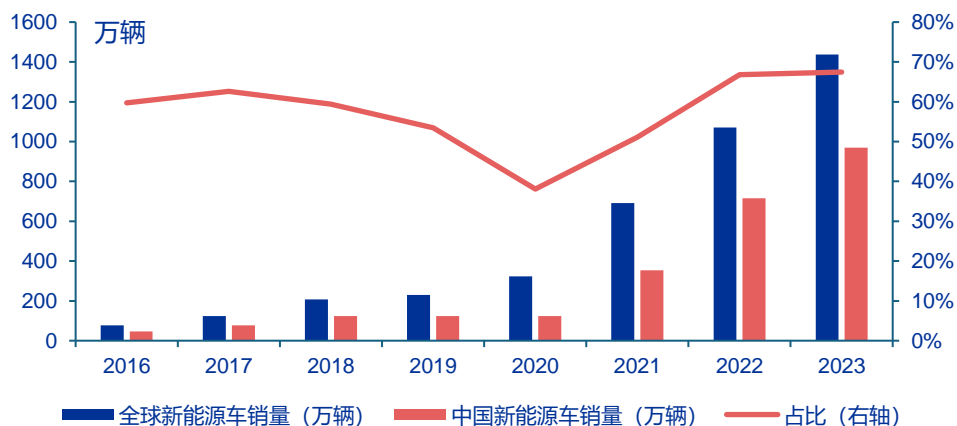
资料来源：招股说明书，申万宏源研究



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**开拓新能源汽车电机、储能等新领域，预计明年并表贡献成长性。**公司经历二十余年的发展和技术积累，在电动工具核心技术基础上向消费电子、智能家居（扫地机器人、一体化智能家电等）、新能源汽车（汽车刹车助力智能系统、转向助力智能系统及智能座舱等）等领域进一步延伸，打造成为智能控制行业内知名的世界级供应商，2024年消费电子零部件收入占比6%。公司重点拓展新能源汽车、储能、无人机领域，**2021年布局刹车电机**，切入线控底盘系统，与北美新能源汽车头部企业、国内汽车线控底盘头部企业等建立合作关系。**在液冷式电池热管理系统领域**，公司开发了用于液冷式电池热管理系统的精密结构件，以顺应当前汽车电动化趋势，目前相关精密结构件已进入北美新能源汽车头部企业供应商体系。**在新能源充电桩领域**，公司针对北美市场要求开发了符合NACS标准的交流充电枪、液冷充电枪以及交/直流转换器（AC/DC）、充电模块组件、电子锁等产品，目前公司相关产品已实现向北美头部客户批量供应。目前公司新能源车业务尚未并表，预计2026年将贡献重要增量与成长性。此外，公司布局的新赛道（如新能源车刹车电机等）聚焦高毛利率产品，带动盈利能力稳定。

图 20：新能源车渗透率持续提升提振智能化部件需求



资料来源：EV volumes，中国汽车工业协会，申万宏源研究

## 3.盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

在以下关键假设下，我们进行对华之杰的盈利预测：

1) 电动工具零部件业务：预计 2025-2027 年公司电动工具零部件业务分别实现营收 14.68/18.38/23.33 亿元，同比分别增长 29%/25%/27%。公司通过拓展品类、客户及一体化供应优势，实现收入稳定增长。此外，公司已经承接大型国际客户核心部件组装业务，通过越南工厂为其提供一体化交付，预计未来贡献更大幅度的增长。我们预计公司智能开关业务贡献重要增量，2025-2027 年分别实现营收 7.47/8.96/10.76 亿元，同比分别增长 27%/20%/20%。

2) 消费电子零部件业务：预计 2025-2027 年公司消费电子零部件业务分别实现营收 0.75/0.77/0.79 亿元，同比分别增长 3%/3%/3%。公司消费电子业务相对稳定，占营收整体体量也较小，未来凭借稳定客群贡献收入。

综上，我们预计公司 2025-2027 年实现营收 15.59/19.31/24.28 亿元，同比分别增长 26.77%/23.87%/25.72%；归母净利润 1.72/2.08/2.61 亿元，同比分别增长 11.8%/21.5%/25.0%。

表 3：华之杰盈利预测（单位：亿元）

|         | 2022   | 2023    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业收入  | 10.19  | 9.37    | 12.30  | 15.59  | 19.31  | 24.28  |
| (+/-%)  |        | -8.02%  | 31.26% | 26.77% | 23.87% | 25.72% |
| 营业成本    | 8.00   | 6.89    | 9.10   | 11.81  | 14.49  | 18.25  |
| 毛利率     |        | 26.46%  | 25.99% | 24.23% | 24.96% | 24.83% |
| 电动工具零部件 |        |         |        |        |        |        |
| 智能开关    | 4.12   | 4.36    | 5.88   | 7.47   | 8.96   | 10.76  |
| (+/-%)  |        | 5.94%   | 34.84% | 27.00% | 20.00% | 20.00% |
| 营业成本    | 2.99   | 2.95    | 3.95   | 5.08   | 6.01   | 7.21   |
| 毛利率     | 27.42% | 32.34%  | 32.80% | 32.00% | 33.00% | 33.00% |
| 智能控制器   | 2.03   | 1.74    | 1.75   | 1.84   | 1.93   | 2.03   |
| (+/-%)  |        | -14.45% | 0.90%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 营业成本    | 1.71   | 1.44    | 1.54   | 1.62   | 1.68   | 1.76   |
| 毛利率     | 15.74% | 17.13%  | 12.24% | 12.00% | 13.00% | 13.00% |
| 无刷电机    | 1.49   | 1.01    | 1.47   | 1.91   | 2.29   | 2.75   |
| (+/-%)  |        | -31.86% | 44.85% | 30.00% | 20.00% | 20.00% |
| 营业成本    | 1.32   | 0.82    | 1.18   | 1.53   | 1.83   | 2.20   |
| 毛利率     | 11.26% | 19.58%  | 19.59% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 其他      | 1.34   | 1.40    | 2.31   | 3.46   | 5.19   | 7.79   |
| (+/-%)  |        | 4.19%   | 64.82% | 50.00% | 50.00% | 50.00% |
| 成本      | 1.11   | 1.13    | 1.85   | 2.81   | 4.18   | 6.27   |

|         |        |         |        |        |        |        |
|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率     | 17.65% | 19.52%  | 19.84% | 19.00% | 19.50% | 19.50% |
| 合计收入    | 8.98   | 8.51    | 11.41  | 14.68  | 18.38  | 23.33  |
| yoy     |        | -5.19%  | 34.04% | 28.66% | 25.20% | 26.90% |
| 消费电子零部件 |        |         |        |        |        |        |
| 收入      | 0.90   | 0.74    | 0.72   | 0.75   | 0.77   | 0.79   |
| yoy     |        | -17.08% | -2.63% | 3.00%  | 3.00%  | 3.00%  |
| 成本      | 0.67   | 0.53    | 0.55   | 0.58   | 0.59   | 0.61   |
| 毛利率     | 24.81% | 28.64%  | 24.53% | 22.00% | 23.00% | 23.00% |
| 其他业务    |        |         |        |        |        |        |
| 其他业务收入  | 0.31   | 0.12    | 0.17   | 0.17   | 0.17   | 0.17   |
| 其他业务成本  | 0.20   | 0.03    | 0.20   | 0.20   | 0.20   | 0.20   |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 相对估值

我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 1.72/2.08/2.61 亿元，同比分别增长 11.8%/21.5%/25.0%。公司业务涉及智能开关、智能控制器等核心零部件的生产设计，客户主要为锂电电动工具、消费电子等领域，我们参考公司招股说明书中可比公司的表述，选择同为智能控制、连接器行业的兴瑞科技、胜蓝股份作为可比公司，其主业为精密机械零部件制造，下游同样遍及消费电子、新能源车等领域，且收入、利润规模较为接近。可比公司 26 年平均 PE 为 34 倍，公司为 25 倍。综合来看，2026 年公司对应目标市值 70.7 亿元，较 2025 年 12 月 23 日收盘市值 51.9 亿元有 36% 的上升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司相对估值表（2025 年 12 月 23 日收盘价）

| 证券代码      | 公司名称 | 收盘价   | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 002937.SZ | 兴瑞科技 | 22.34 | 0.8   | 0.92  | 1.1   | 28    | 24    | 20    |
| 300843.SZ | 胜蓝股份 | 52.93 | 0.99  | 1.21  | 1.46  | 53    | 44    | 36    |
|           | 平均值  |       |       |       |       | 41    | 34    | 28    |
| 603400.SH | 华之杰  | 51.88 | 1.72  | 2.08  | 2.61  | 30    | 25    | 20    |

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：除华之杰采用申万预测外，其他可比公司采用 Wind 一致预期

### 3.3 风险提示

**1.海外需求持续低迷风险：**海外库存在 2022 年基本见顶，并进入去库存周期，此外，美国高通胀、地缘冲突等因素均对海外需求有一定不利影响，进而影响到出口业务，若出口环境整体持续低迷，将对公司出口业务收入产生影响。

**2.汽零业务开拓不及预期风险：**预计新能源车零部件业务为公司 2026 年后重要成长性来源，并加速贡献收入业绩。但汽零业务整体交付周期较长，如若下游客户需求不及预期或公司交付、产能爬坡等不及预期，汽零业务整体收入贡献可能晚于预计速度。

**表 5：公司资产负债表（单位：百万元）**

|                      | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金                 | 132   | 176   | 156   | 286   | 352   | 968   | 1,168 | 1,405 |
| 交易性金融资产              | 0     | 40    | 49    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 衍生金融资产               | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 经营性应收款项              | 287   | 330   | 244   | 284   | 416   | 416   | 416   | 416   |
| 其中： 应收票据、应收账款及应收款项融资 | 281   | 321   | 235   | 275   | 406   | 406   | 406   | 406   |
| 应收账款                 | 273   | 312   | 221   | 266   | 393   | 393   | 393   | 393   |
| 应收票据及应收款项融资          | 8     | 9     | 14    | 9     | 13    | 13    | 13    | 13    |
| 其他应收款                | 3     | 3     | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 预付款项                 | 3     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 存货                   | 186   | 288   | 214   | 230   | 330   | 369   | 414   | 456   |
| 合同资产                 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动资产               | 15    | 40    | 20    | 34    | 54    | 54    | 54    | 54    |
| 持有待售资产及其他            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动资产合计               | 619   | 873   | 683   | 834   | 1,152 | 1,807 | 2,052 | 2,331 |
| 债权投资                 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他债权投资               | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期应收款                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资               | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他权益工具投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动金融资产            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产               | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产                 | 79    | 109   | 125   | 121   | 116   | 151   | 154   | 157   |
| 在建工程                 | 0     | 0     | 8     | 12    | 18    | 18    | 18    | 18    |
| 无形资产类                | 7     | 8     | 8     | 7     | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 其中： 无形资产             | 7     | 8     | 8     | 7     | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 商誉                   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 开发支出                 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期待摊费用               | 7     | 7     | 7     | 7     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 递延所得税资产              | 6     | 7     | 8     | 8     | 15    | 15    | 15    | 15    |
| 其他非流动资产              | 28    | 28    | 21    | 24    | 28    | 28    | 28    | 28    |
| 使用权资产及其他             |       |       |       |       |       |       |       |       |

|               |     |       |     |       |       |       |       |       |
|---------------|-----|-------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 非流动资产合计       | 127 | 172   | 191 | 195   | 200   | 236   | 239   | 242   |
| 资产总计          | 746 | 1,045 | 875 | 1,029 | 1,352 | 2,043 | 2,291 | 2,573 |
| 短期借款          | 0   | 61    | 5   | 5     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 其中：短期借款       | 0   | 56    | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 一年内到期的非流动负债   | 0   | 4     | 5   | 5     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 交易性金融负债       | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 经营性应付款项       | 370 | 484   | 354 | 401   | 569   | 591   | 630   | 652   |
| 其中：应付票据及应付账款  | 346 | 455   | 329 | 372   | 519   |       |       |       |
| 预收款项          | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     |       |       |       |
| 应付职工薪酬        | 20  | 25    | 21  | 21    | 29    |       |       |       |
| 应交税费          | 3   | 4     | 4   | 8     | 21    |       |       |       |
| 合同负债          | 0   | 1     | 1   | 0     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 其他应付款         | 2   | 3     | 3   | 3     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 其他流动负债        | 26  | 34    | 37  | 20    | 31    | 31    | 31    | 31    |
| 持有待售负债及其他     | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计        | 398 | 582   | 399 | 429   | 612   | 634   | 674   | 696   |
| 长期借款          | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券          | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债       | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其中：长期应付款      | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     |       |       |       |
| 预计负债          | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     |       |       |       |
| 其他非流动负债       | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     |       |       |       |
| 递延所得税负债       | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 租赁负债及其他       | 0   | 10    | 11  | 11    | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 非流动负债合计       | 0   | 10    | 11  | 11    | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 负债合计          | 398 | 592   | 411 | 440   | 617   | 639   | 679   | 701   |
| 股本            | 75  | 75    | 75  | 75    | 75    | 100   | 100   | 100   |
| 其他权益工具        | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积          | 75  | 76    | 76  | 77    | 78    | 550   | 550   | 550   |
| 减：库存股         | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他综合收益        | -5  | -5    | 5   | 7     | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 盈余公积          | 26  | 35    | 38  | 38    | 38    | 38    | 38    | 38    |
| 未分配利润         | 176 | 273   | 271 | 392   | 545   | 717   | 925   | 1,186 |
| 专项储备及其他       | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 348 | 453   | 464 | 589   | 735   | 1,404 | 1,612 | 1,873 |
| 少数股东权益        | 0   | 0     | 0   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计        | 348 | 453   | 464 | 589   | 735   | 1,404 | 1,612 | 1,873 |
| 负债和股东权益总计     | 746 | 1,045 | 875 | 1,029 | 1,352 | 2,043 | 2,291 | 2,573 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：公司现金流量表（单位：百万元）

2020A 2021A 2022A 2023A 2024A 2025E 2026E 2027E

|        |                                  |      |      |      |     |      |     |     |     |
|--------|----------------------------------|------|------|------|-----|------|-----|-----|-----|
|        | 净利润                              | 116  | 106  | 101  | 121 | 154  | 172 | 208 | 261 |
| 加:     | 计提的资产减值准备                        | 9    | 6    | 5    | 3   | 3    | -11 | 7   | 3   |
|        | 信用减值损失                           | 7    | 0    | -4   | 3   | 6    | 5   | 5   | 5   |
|        | 固定资产折旧                           | 8    | 11   | 19   | 21  | 21   | 28  | 32  | 36  |
|        | 无形资产摊销                           | 0    | 0    | 1    | 1   | 1    | 0   | 0   | 0   |
|        | 长期待摊费用摊销                         | 1    | 2    | 3    | 2   | 3    | 0   | 0   | 0   |
|        | 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列) | 0    | 0    | 0    | 0   | 0    | 0   | 0   | 0   |
|        | 公允价值变动损失(收益以“-”号列示)              | 0    | 0    | 0    | 0   | 0    | 0   | 0   | 0   |
|        | 财务费用(收益以“-”号列示)                  | 16   | 8    | -16  | -11 | -8   | -19 | -22 | -27 |
|        | 投资损失(收益以“-”号列示)                  | -3   | 0    | -1   | 0   | 0    | 0   | 0   | 0   |
|        | 递延所得税资产减少(增加以“-”列示)              | -2   | -1   | 0    | -1  | -6   | 0   | 0   | 0   |
|        | 递延所得税负债增加(减少以“-”列示)              | 0    | 0    | 0    | 0   | 0    | 0   | 0   | 0   |
|        | 存货的减少(增加以“-”列示)                  | -75  | -107 | 70   | -20 | -102 | -39 | -45 | -42 |
|        | 经营性应收项目的减少(增加以“-”列示)             | -127 | 65   | 107  | -29 | -142 | 0   | 0   | 0   |
|        | 经营性应付项目的增加(减少以“-”列示)             | 169  | -9   | -101 | 16  | 168  | 22  | 39  | 22  |
|        | 其他-经营活动现金流                       | -4   | 5    | 0    | 1   | 2    | -7  | -7  | -7  |
| 经营活动合计 | 经营活动产生的现金流量净额                    | 115  | 86   | 182  | 107 | 98   | 150 | 217 | 250 |
|        | 收回投资所收到的现金                       | 52   | 20   | 136  | 315 | 124  | 0   | 0   | 0   |
|        | 取得投资收益收到的现金                      | 3    | 0    | 1    | 0   | 0    | 0   | 0   | 0   |
|        | 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额         | 1    | 0    | 3    | 0   | 1    | 0   | 0   | 0   |
|        | 处置子公司及其他营业单位收回现金净额               | 0    | 0    | 0    | 0   | 0    | 0   | 0   | 0   |
|        | 收到其他与投资活动有关的现金                   | 0    | 2    | 0    | 0   | 0    | 0   | 0   | 0   |
| 流入小计   | 投资活动现金流入小计                       | 57   | 22   | 140  | 315 | 126  | 0   | 0   | 0   |
|        | 购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金         | 49   | 67   | 36   | 23  | 30   | 50  | 40  | 40  |
|        | 投资所支付的现金                         | 22   | 41   | 145  | 266 | 124  | 0   | 0   | 0   |
|        | 支付其他与投资活动有关的现金                   | 0    | 2    | 0    | 0   | 0    | 0   | 0   | 0   |
|        | 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额              | 0    | 0    | 0    | 0   | 0    | 0   | 0   | 0   |
| 流出小计   | 投资活动现金流出小计                       | 72   | 110  | 181  | 290 | 155  | 50  | 40  | 40  |
| 投资活动合计 | 投资活动产生的现金流量净额                    | -15  | -88  | -41  | 26  | -29  | -50 | -40 | -40 |
|        | 吸收投资收到的现金                        | 0    | 0    | 0    | 0   | 0    | 497 | 0   | 0   |
|        | 取得借款收到的现金                        |      |      |      |     |      |     |     |     |

|        |                   |     |    |      |     |    |     |    |    |
|--------|-------------------|-----|----|------|-----|----|-----|----|----|
|        | 收到其它与筹资活动有关的现金    | 0   | 0  | 29   | 0   | 11 | 19  | 22 | 27 |
| 流入小计   | 筹资活动现金流入小计        | 0   | 57 | 55   | 0   | 11 | 522 | 28 | 33 |
|        | 偿还债务支付的现金         | 0   | 0  | 87   | 0   | 0  | 6   | 6  | 6  |
|        | 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 30  | 0  | 101  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  |
|        | 支付的其它与筹资活动有关的现金   | 10  | 45 | 8    | 27  | 9  | 0   | 0  | 0  |
| 流出小计   | 筹资活动现金流出小计        | 40  | 45 | 196  | 27  | 9  | 6   | 6  | 6  |
| 筹资活动合计 | 筹资活动产生的现金流量净额     | -40 | 12 | -142 | -27 | 3  | 516 | 22 | 27 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 7：公司利润表（单位：百万元）

|                | 2020A            | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一、 营业总收入       | 888              | 1,249 | 1,019 | 937   | 1,230 | 1,559 | 1,931 | 2,428 |
| 其中： 营业收入       | 888              | 1,249 | 1,019 | 937   | 1,230 | 1,559 | 1,931 | 2,428 |
|                | 其他类金融业务收入        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 二、 营业总成本       | 756              | 1,132 | 910   | 803   | 1,057 | 1,372 | 1,694 | 2,132 |
| 其中： 营业成本       | 649              | 986   | 800   | 689   | 910   | 1,181 | 1,449 | 1,825 |
|                | 其他类金融业务成本        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
|                | 税金及附加            | 4     | 4     | 6     | 6     | 5     | 9     | 11    |
|                | 销售费用             | 15    | 20    | 19    | 22    | 40    | 55    | 90    |
|                | 管理费用             | 39    | 60    | 50    | 49    | 58    | 73    | 114   |
|                | 研发费用             | 34    | 54    | 51    | 49    | 59    | 75    | 119   |
|                | 财务费用             | 16    | 8     | -17   | -13   | -15   | -22   | -27   |
| 加： 其他收益        | 3                | 4     | 3     | 3     | 8     | 8     | 8     | 8     |
|                | 投资收益             | 3     | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
|                | 净敞口套期收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
|                | 公允价值变动收益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
|                | 信用减值损失（损失以“-”填列） | -6    | -2    | 4     | -3    | -6    | -5    | -5    |
|                | 资产减值损失（损失以“-”填列） | -3    | -4    | -5    | -3    | -3    | 11    | -7    |
|                | 资产处置收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
|                | 汇兑收益及其他          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 三、 营业利润        | 129              | 115   | 113   | 131   | 172   | 201   | 233   | 296   |
| 加： 营业外收入       | 0                | 2     | 2     | 3     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 减： 营业外支出       | 3                | 2     | 2     | 1     | 1     | 10    | 2     | 6     |
| 四、 利润总额        | 126              | 115   | 113   | 133   | 171   | 191   | 231   | 290   |
| 减： 所得税         | 10               | 9     | 13    | 12    | 18    | 20    | 23    | 29    |
| 五、 净利润         | 116              | 106   | 101   | 121   | 154   | 172   | 208   | 261   |
|                | 持续经营净利润          | 116   | 106   | 101   | 121   | 154   | 208   | 261   |
|                | 终止经营净利润          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
|                | 少数股东损益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
|                | 归属于母公司所有者的净利润    | 116   | 106   | 101   | 121   | 154   | 208   | 261   |
| 六、 其他综合收益的税后净额 | -                | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     |

|    |                  |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 七、 | 综合收益总额           | 112  | 105  | 111  | 124  | 145  | 172  | 208  | 261  |
|    | 归属于母公司所有者的综合收益总额 | 112  | 105  | 111  | 124  | 145  | 172  | 208  | 261  |
| 八、 | 基本每股收益           | 1.55 | 1.41 | 1.34 | 1.62 | 2.05 | 1.72 | 2.08 | 2.61 |
|    | 全面摊薄每股收益         | 1.16 | 1.06 | 1.01 | 1.21 | 1.54 | 1.72 | 2.08 | 2.61 |
|    | 当期发行在外总股数        | 75   | 75   | 75   | 75   | 75   | 100  | 100  | 100  |

资料来源：公司公告，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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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

|        |     |               |                       |
|--------|-----|---------------|-----------------------|
| 华东团队   | 茅炯  | 021-33388488  | maojiong@swhysc.com   |
| 华北团队   | 肖霞  | 15724767486   | xiaoxia@swhysc.com    |
| 华南团队   | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swhysc.com  |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123   | panyeming@swhysc.com  |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817   | zhuxiaoyi@swhysc.com  |
| 华南创新团队 | 邵景丽 | 0755-82579627 | shaojingli@swhysc.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”）在中华人民共和国内地（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。

版权均属本公司。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。