

铭利达（301268.SZ）

海外汽车客户迎放量元年，经营拐点或已现

2025 年 06 月 03 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

殷晟路（分析师）

王嘉懿（联系人）

yinshenglu@kysec.cn

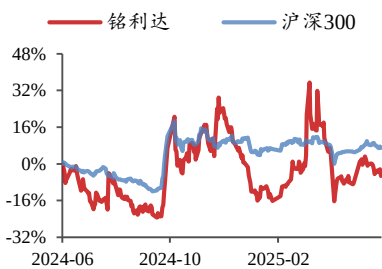
wangjiayi@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

证书编号：S0790123070003

日期	2025/5/30
当前股价(元)	16.52
一年最高最低(元)	24.86/13.15
总市值(亿元)	66.15
流通市值(亿元)	29.80
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	1.80
近 3 个月换手率(%)	146.29

股价走势图



数据来源：聚源

● 海外汽车客户迎放量元年，光储逆变器去库接近尾声，公司经营拐点或已现

公司主营精密结构件，主要应用于光伏、汽车、消费电子、安防等领域。2022 年海外光伏放量，带动公司业绩高速增长；2023 年以来受到光储逆变器去库、资本开支加大、海外汽车客户尚未放量的影响，业绩承压。2024 年公司对国内基地做“关停并转”，同时在光储逆变器去库的背景下，重点拓展了新能源汽车领域的国内外客户。2024 年公司新能源汽车行业的营收占比已达 56%，同时光伏领域占比大幅下降，预计 2025 年新能源汽车仍将是公司营收占比最高的行业。2025 年公司海外汽车客户迎来放量元年，且海外光储逆变器去库或已进入尾声，我们认为公司经营拐点或已现。另外，公司拥有机器人及数据中心液冷两块潜在期权业务。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 41.58、56.63、72.46 亿元，归母净利润分别为 1.85、3.90、6.73 亿元，EPS 为 0.46、0.97、1.68 元/股，当前股价对应 PE 分别为 35.8、17.0、9.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 优质客户打磨多维度技术能力，产品种类丰富提供“一站式”定制服务

与精密结构件行业内的友商相比，公司产品种类更加丰富，资源配置更加全面，能够为客户提供“一站式”采购的定制化服务。公司产品涵盖了金属及塑胶两大类，包含了压铸、注塑、型材冲压等多种成型技术，有效节约了客户寻找不同供应商的时间和管理成本。此外，公司客户资源优质，与多领域客户的密切合作，使得公司积累了多维度的产品设计和开发经验。

● 公司拥有机器人及数据中心液冷两块潜在期权业务

经过多年积累，公司已成为“一站式”企业，生产工序及技术能力能够契合机器人结构件的需求。此外公司于 2024 年并购数据中心液冷业务团队，并成立全资子公司作为布局液冷散热的核心载体，主要面向 3C 类、AI 类的液冷产品。2025 年有望在服务器领域形成收入，后续有望拓展至汽车领域。

● 风险提示：

下游需求不及预期，海外客户放量不及预期，竞争加剧导致盈利能力下滑风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,070	2,559	4,158	5,663	7,246
YOY(%)	26.4	-37.1	62.5	36.2	28.0
归母净利润(百万元)	320	-469	185	390	673
YOY(%)	-20.7	-246.8	139.4	110.9	72.8
毛利率(%)	18.9	8.0	17.9	19.1	20.2
净利率(%)	7.9	-18.3	4.4	6.9	9.3
ROE(%)	12.4	-24.7	8.8	15.9	21.9
EPS(摊薄/元)	0.80	-1.17	0.46	0.97	1.68
P/E(倍)	20.7	-14.1	35.8	17.0	9.8
P/B(倍)	2.7	3.7	3.4	2.8	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 铭利达：经营拐点或已现	3
1.1、 2022 年海外光伏需求放量，带动公司业绩高速增长	3
1.2、 2023 年，海外光储逆变器开始去库、汽车仍以国内低毛利客户为主	4
1.3、 资本开支加大，压制 2022-2024 年盈利水平	5
1.4、 进入 2025 年，公司经营拐点或已现	6
1.4.1、 海外光储逆变器或已进入去库尾声	7
1.4.2、 2025 年或为海外汽车客户 Stellantis 放量元年	8
2、 核心竞争力：优质客户打磨多维度技术能力，产品种类丰富提供“一站式”定制服务	10
2.1、 产品种类丰富、资源配置全面	10
2.2、 客户资源优质，多年密切合作积累了丰富的产品开发经验	11
2.3、 股权结构：实际控制人为陶诚，控制权稳定	12
3、 潜在期权：机器人及数据中心液冷业务	13
3.1、 机器人：公司现有生产工序能够契合机器人结构件的需求	13
3.2、 数据中心液冷：成立全资子公司布局液冷散热业务	13
4、 盈利预测与投资建议	14
4.1、 关键假设	14
4.2、 估值与评级	15
5、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 公司主营精密结构件产品	3
图 2： 公司下游应用领域主要是光伏和汽车（单位：亿元）	3
图 3： 公司股价复盘：2022 年海外光伏需求放量，2023H2 海外光储逆变器开始去库	3
图 4： 营收结构：2020-2023 年光伏营收占比过半	4
图 5： 毛利结构：2021-2022 年光伏、消费电子共约占 70%	4
图 6： 受海外光伏去库影响，公司营收端增速自 2023 年下半年开始放缓	4
图 7： 2023 年公司汽车领域毛利率大幅下滑	5
图 8： 公司境外营收占比较高，2022 年以来境内营收占比有所提升	5
图 9： 2022 年公司固定资产及在建工程体量迅速扩大	6
图 10： 2024 年公司营收端大幅下滑	6
图 11： 2024 年或为公司业绩低谷	6
图 12： SolarEdge 预计 2025Q2 收入在 2.65-2.85 亿美元，超预期（单位：百万美元）	7
图 13： Enphase 2025Q1-2 收入端预计同环比持续修复（单位：百万美元）	8
图 14： 公司积累了多种材质、不同成型方式的定制化精密结构件产品供应能力	10
图 15： 公司客户资源优质	11
图 16： 实际控制人为陶诚，控制权稳定（截至 2025 年一季度）	12
图 17： 全资子公司讯凌新产品包括水冷泵、水冷散热器、水冷板、水冷模组等	13
表 1： 公司精密结构件产品涵盖了金属及塑胶两大类，包含了压铸、注塑、型材冲压等多种成型技术	11
表 2： 公司营收拆分及预测：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 41.58、56.63、72.46 亿元	14

1、铭利达：经营拐点或已现

1.1、2022 年海外光伏需求放量，带动公司业绩高速增长

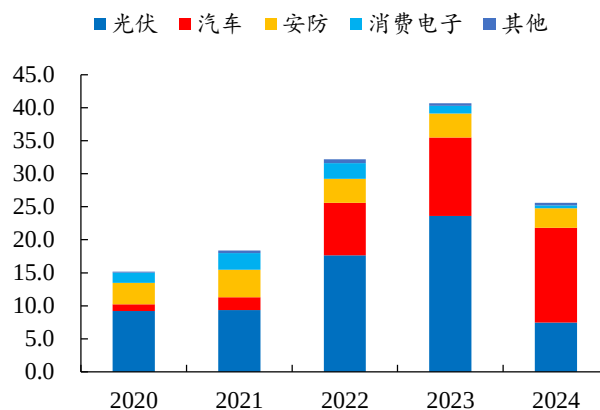
公司主营精密结构件。公司成立于 2004 年，2022 年 4 月于深交所上市。公司精密结构件产品主要包括各类产品金属外壳、支架、内部支撑结构、汽车轻量化部件等，主要应用于光伏、汽车、安防、消费电子等领域。

图1：公司主营精密结构件产品



资料来源：公司公告

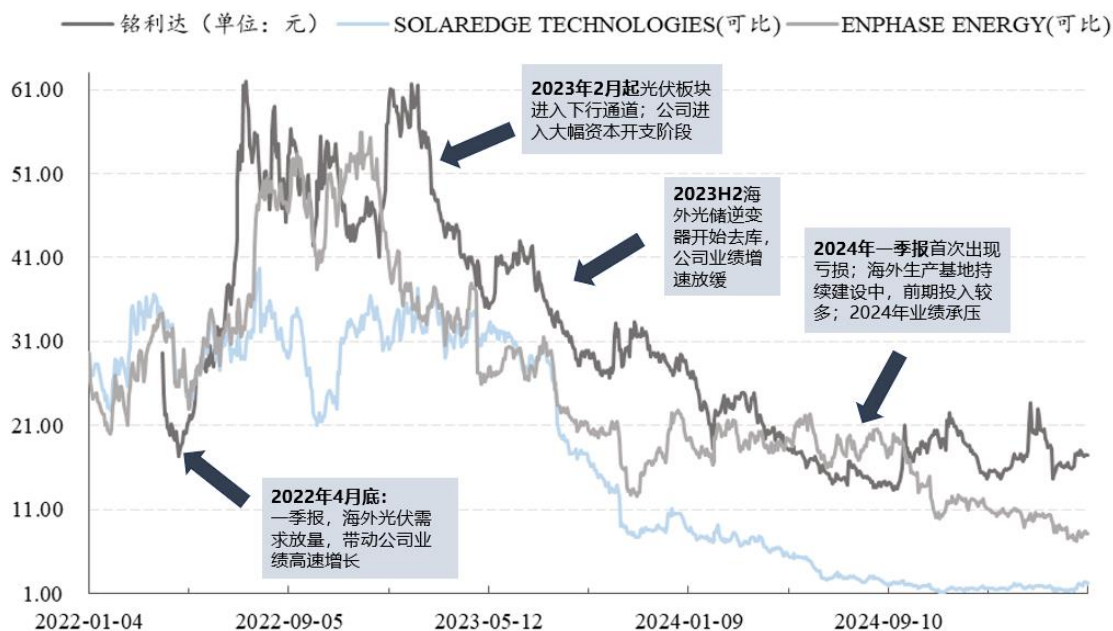
图2：公司下游应用领域主要是光伏和汽车(单位:亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

2022 年海外光伏需求放量，带动公司业绩高速增长。公司与 SolarEdge、Enphase 股价均大幅上涨。公司光伏领域营收主要来自于 SolarEdge、Enphase 这两个海外大客户。2020-2022 年公司光伏领域营收占比分别 60.8%、50.9%、54.8%，其中，单 SolarEdge 客户贡献公司约 40%的营收（2022 年、2023Q1）。

图3：公司股价复盘：2022 年海外光伏需求放量，2023H2 海外光储逆变器开始去库

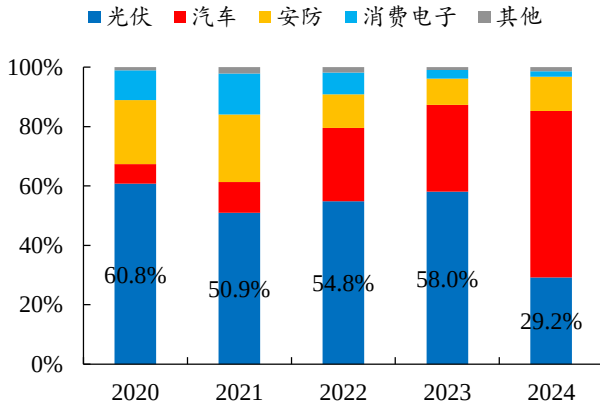


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、2023 年，海外光储逆变器开始去库、汽车仍以国内低毛利客户为主

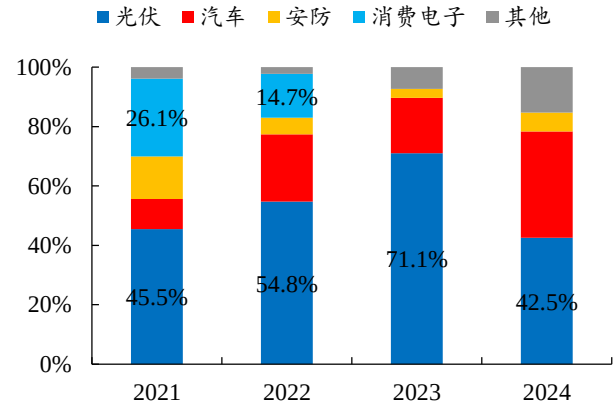
光伏营收占比高，消费电子毛利率高，2021-2022 年这两个业务领域贡献公司 70% 左右的毛利，是公司利润的主要来源。

图4：营收结构：2020-2023 年光伏营收占比过半



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：毛利结构：2021-2022 年光伏、消费电子共约占 70%

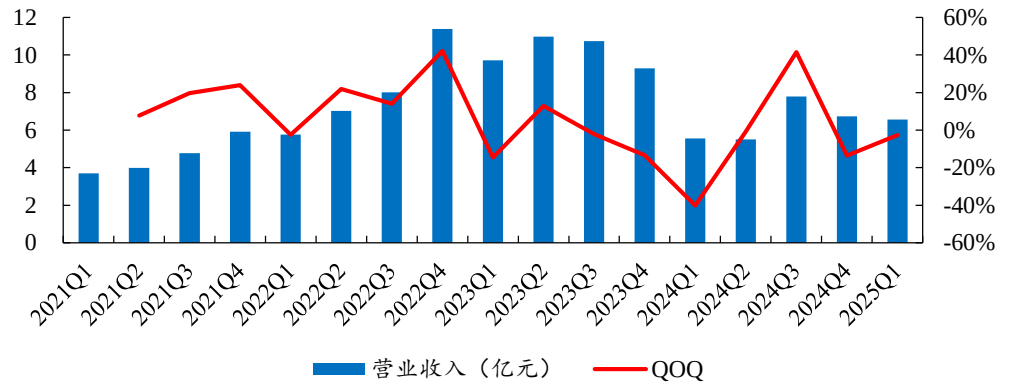


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 年，公司经营层面受到海外光储逆变器去库、消费电子增长乏力、汽车领域毛利率下滑三重压力。

(1) 进入 2023H2，受海外光储市场需求影响，公司下游客户进入去库周期，对应到公司营收端增速自 2023 年下半年开始放缓。

图6：受海外光伏去库影响，公司营收端增速自 2023 年下半年开始放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 同时，高毛利的消费电子领域业务营收开始下滑。

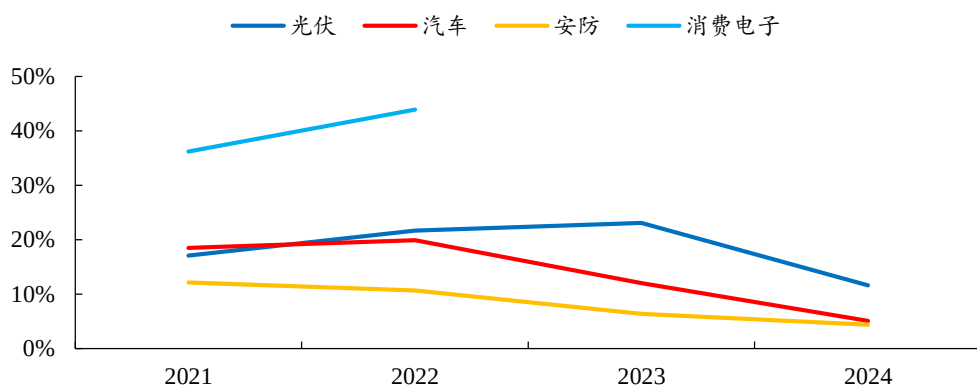
(3) 2023 年国内重点客户带动汽车领域营收高速增长，但竞争激烈导致毛利率大幅下滑。

在此阶段，公司汽车领域业务以国内客户为主，包括比亚迪、北汽、宁德时代等，其中比亚迪原是公司汽车领域存量业务最大的客户。2022、2023 年公司汽车领域营收占比分别 25%、29%，2022 年、2023Q1 单比亚迪客户贡献公司 16%、19% 的营收。

公司与比亚迪有多年业务合作，为其提供三电系统（电机、电控、电池托盘）以及一些轻量化、一体化的结构件，得益于其体量、成长速度，公司 2022、2023 年在汽车领域分别实现 8.0、11.9 亿元营收，同比增速分别 315%、49%。

但国内竞争较为激烈，且重点客户针对存量项目持续招标，产品价格持续下降，导致 2023 年公司汽车领域毛利率大幅下滑至 12.1%，同比下降 7.8pcts。

图7：2023 年公司汽车领域毛利率大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

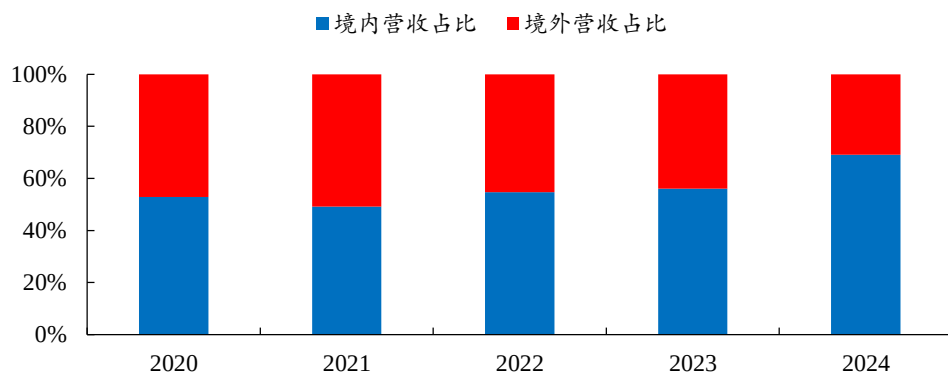
1.3、资本开支加大，压制 2022-2024 年盈利水平

结构件行业需重资产投入。公司 2022 年上市后配合行业发展情况，在国内、海外分别做了资本开支，前期成本费用支出较高。由于国内市场竞争激烈，2024 年又对部分国内基地做调整优化并计提减值。整体压制了 2022-2024 年的盈利水平。

(1) 行业高景气下公司产能受限，2022 年在国内大幅扩产以拓展国内客户。

公司拥有以 SolarEdge 为代表的海外大客户，早期主要针对国外市场发展，并未重点开拓国内市场。在行业高速发展的背景下，公司产能受限。2022 年，公司加速江西、安徽、重庆一期、肇庆、湖南益阳的产业布局，完善资源配置，拓展国内客户。

图8：公司境外营收占比较高，2022 年以来境内营收占比有所提升



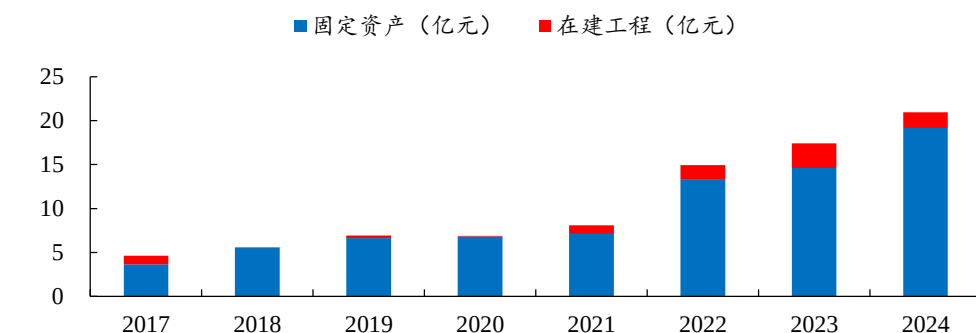
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 获海外汽车客户定点，2022 年底到 2024 年持续投入墨西哥、匈牙利生产基地建设。

公司 2022 年获海外汽车客户定点，为满足海外客户的就近配套要求，2022 年底到 2024 年公司持续投入墨西哥、匈牙利的生产基地建设，逐步投产并不断提升产能。

生产基地从建设、批量生产到盈利需要较长的过程：由于部分大型进口设备采购周期很长，有部分主体设备需要先行投资；设备投入后客户还需认证工厂；认证工厂到批量生产也需要一年至数年的时间。生产基地建设造成较高的前期成本费用投入，直至 2024 年公司海外生产基地尚处于持续亏损状态。

图9：2022 年公司固定资产及在建工程体量迅速扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

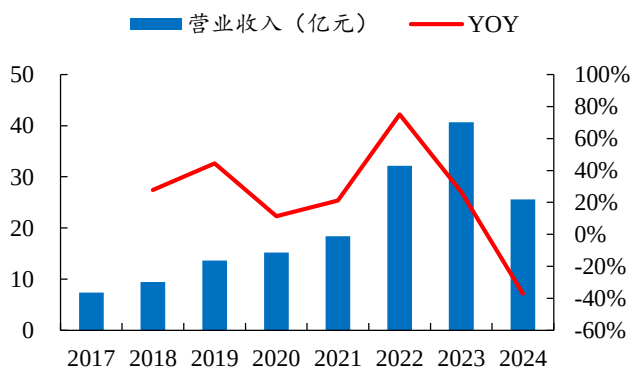
(3) 2024 年对部分国内基地做调整优化并计提减值，2025 年轻装上阵。

由于国内市场竞争激烈，且前几年公司在国内布局的基地较多，2024 年下半年公司陆续关停湖南和安徽两个国内生产基地，并结合客户需求变化情况，基于谨慎性原则计提了 1.8 亿的资产减值损失。

1.4、进入 2025 年，公司经营拐点或已现

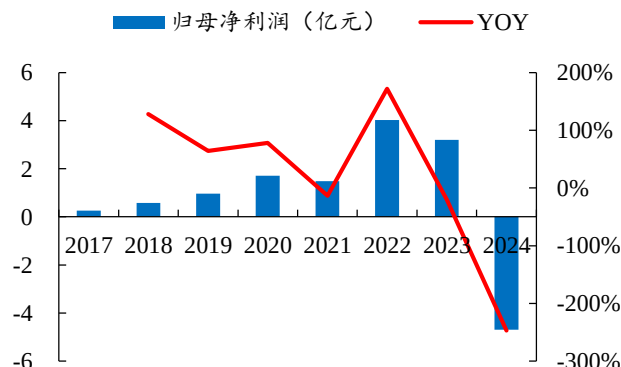
2024 年或为公司业绩低谷。在海外光储逆变器持续去库、海外汽车客户尚未放量的背景下，2024 年公司营收端大幅下滑。资本开支加大，产能利用率不足导致毛利率下滑。此外，利润端还受到可转债利息计提、以及对国内基地做调整优化并一次性计提 1.8 亿资产减值损失的影响。

图10：2024 年公司营收端大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024 年或为公司业绩低谷



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为公司经营层面拐点或已现。

(1) 2024 年公司通过战略转型，国内“关停并转”，陆续关停湖南和安徽两个生产基地；

(2) 在 2024 年海外光储逆变器去库存的背景下，重点拓展了新能源汽车领域的国内外客户；

(3) 2024 年公司下游新能源汽车行业的营收占比已经达到 56%，光伏领域的占比大幅下降，预计 2025 年新能源汽车仍将是公司营收占比最高的行业；

(4) 2025 年海外汽车客户迎来放量元年，且海外光储逆变器去库已接近尾声。公司收入端有望恢复，带动产能利用率提升、毛利率恢复。同时公司战略重心重新调整至海外拓展，高毛利客户占比有望提升。

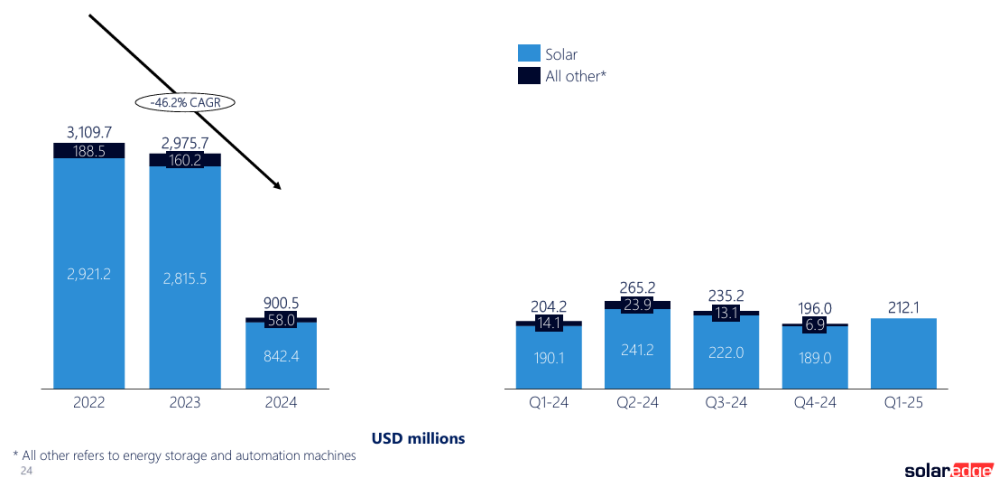
1.4.1、海外光储逆变器或已进入去库尾声

从 SolarEdge、Enphase 财报及业绩指引看，海外光储逆变器去库或已进入尾声。

SolarEdge 在 2025Q1 净利润亏损 9850 万美元，环比大幅减亏；且 SolarEdge 预计 2025Q2 收入在 2.65-2.85 亿美元，收入指引超预期。另外，SolarEdge 反馈，其欧洲市场的大部分渠道库存将在 Q2 末清理完毕。

图12：SolarEdge 预计 2025Q2 收入在 2.65-2.85 亿美元，超预期（单位：百万美元）

Revenues growth by segment



资料来源：Solaredge 官网

Enphase 于 2025Q1 实现营业收入 3.56 亿元，同比增长 35%；预计其 2025Q2 收入在 3.4-3.8 亿美元之间，同环比持续修复。

图13：Enphase 2025Q1-2 收入端预计同环比持续修复（单位：百万美元）



资料来源：Enphase 官网

1.4.2、2025 年或为海外汽车客户 Stellantis 放量元年

公司积极拓展海外汽车客户，2022 年获 Stellantis 客户定点，2025 年为放量元年。公司 2022 年获得海外汽车客户定点，2023 年下半年开始陆续提供样品测试，2024 年初开始逐步小批量。为就近配套海外客户，公司持续投入墨西哥及匈牙利生产基地，2024 年海外基地仍处于扩建及产能爬坡阶段，前期成本偏高，尚处于持续亏损状态。

根据客户需求预测，公司配套的产品在产品生命周期，平均每年销售不低于人民币 10 亿元，且规模量产预计从 2024 年底、2025 年初左右开始。海外高价值客户放量，有望带动公司营收增长、提升毛利率水平。

此外，公司与 2 家全球知名车企正在定点过程中。公司顺利通过两家全球知名品牌汽车集团的审核认证，正处在项目定点过程中，将为后续持续增长奠定坚实基础。

2024 年，Stellantis 集团开始向其下一代产品过渡，并基于其 STLA 多能源平台打造多款产品。2025 年，Stellantis 集团还将推出 10 款新产品。

- STLA Medium 平台：以纯电动为主，但能提供多能源动力模式。首批车型包括标致 E-3008、E-5008、全新欧宝 Grandland 等。
- STLA Large 平台：该多能源平台具备高度适应性。道奇 Charger Daytona、Jeep® Wagoneer S、Jeep® Cherokee 换代车型和 Jeep® Recon，以及未来的阿尔法·罗密欧、克莱斯勒和玛莎拉蒂品牌车型都将基于该平台而打造。在不影响车辆关键性能的前提下，该平台也支持混动动力和传统内燃机动力车辆。
- STLA Frame 平台：该平台专为全尺寸非承载式车身结构的皮卡和 SUV 而开发，基于该平台打造的 Ram 品牌 1500 Ramcharger 车型将于 2024 年首次

亮相，随后该平台还将推出 Jeep®品牌旗下具备增程式混动技术的相关车型。

- Smart Car 小型车平台：包括经济型的雪铁龙 C3/ë-C3、全新 C3 Aircross、欧宝 Frontera 和菲亚特 Grande Panda 车型。雪铁龙 Basalt 也已在印度和南美市场上市。

Stellantis 是美国 PHEV 细分市场领导者。其中 Jeep®牧马人 4xe、Jeep®大切诺基 4xe、克莱斯勒 Pacifica Hybrid 和道奇 Hornet R/T 占据最畅销 PHEV 前五名中的四席，截至 2024 年 8 月，上述车型占据了美国 PHEV 市场 45%的份额。

2、核心竞争力：优质客户打磨多维度技术能力，产品种类丰富提供“一站式”定制服务

2.1、产品种类丰富、资源配置全面

与精密结构件行业内的友商相比，公司产品种类更加丰富，资源配置更加全面，能够为客户提供“一站式”采购的定制化服务。

公司在满足原有客户新增需求、不断开拓新领域客户的过程中，积累了多种材质、不同成型方式的定制化精密结构件产品供应能力：

- 2004 年公司成立之初主要从事金属制品加工业务。
- 2008 年起，公司以铝合金压铸业务为基础，先后开发了光伏、安防等领域精密压铸结构件产品，成功进入了 SolarEdge、阳光电源、Axis、大华股份等知名厂商的供应链体系，在此阶段积累了精密压铸、机械加工、表面处理等技术。
- 2014 年，SolarEdge 等客户为使其部分产品在成本优化的基础上，做到结构轻便、组装便携，将部分金属配套外壳转变为塑胶外壳。此外公司新增客户 Enphase、Grammer 等对精密塑胶产品也存在一定需求，公司开始兼顾发展精密注塑结构件业务。
- 2017 年以来，在新能源汽车及轻量化趋势的发展背景下，公司在汽车结构件领域陆续突破了高致密、高精度、高强度的铝合金压铸和大型高强度高延伸率的车身结构件压铸等技术难点，成功为比亚迪、吉利等提供三电系统和车身精密压铸结构件。

图14：公司积累了多种材质、不同成型方式的定制化精密结构件产品供应能力



资料来源：公司公告

公司下游各领域的终端客户对于精密结构件的需求往往是全方位、多种类的。例如，终端产品的外壳部分一般采用压铸结构件或注塑结构件较多，内部固定装置往往选取金属冲压结构件，而散热装置通常选取型材结构件。公司已经形成种类多样的精密结构件产品，涵盖了金属及塑胶两大类，包含了压铸、注塑、型材冲压等多种成型技术。公司综合运用不同原材料及成型技术所制造出的精密结构件产品，可以满足终端客户对结构件产品在材料、功能、强度、精密性、密封性等方面的不同需求，有效节约了客户寻找不同供应商的时间和管理成本，有利于公司增强客户粘性、提升产品附加值。

表1：公司精密结构件产品涵盖了金属及塑胶两大类，包含了压铸、注塑、型材冲压等多种成型技术

按成型材料划分	按生产工艺划分	应用领域
金属	压铸	各类产品金属外壳、支架、内部支撑结构、汽车轻量化部件；要求较高的强度、密封性、耐腐蚀性能
塑胶	注塑	各类产品外壳、支架等一般类精密注塑结构件以及电线组件。其中电线组件主要应用于光伏领域，具有热量损失少、气密性良好等特点
/	型材切削、五金冲压	各类散热器、散热片产品

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、客户资源优质，多年密切合作积累了丰富的产品开发经验

公司客户资源优质，多为具备较高成长潜力的行业内领先企业。在光伏领域，公司的主要客户包括 SolarEdge、SMA、阳光电源、Tesla 等；在安防领域公司的主要客户包括海康威视、Bosch、Axis、华为等；在汽车领域公司的主要客户包括比亚迪、北汽新能源、宁德时代、Grammer 等国内外知名汽车及汽车零部件厂商；在消费电子领域公司的客户包括 Intel、NEC、Honeywell、飞毛腿集团等。

一方面，优质客户对供应商的要求往往更为严格，与之形成稳定的供应关系能够为待拓展的客户产生示范效应。知名的终端产品制造商对精密结构件的各项技术参数要求更加严格，对样品设计开发能力、供应链稳定性和时效性、产品质量可靠性、服务应变能力等各方面要求都更高。公司自 2009 年起与 SolarEdge 开展持续稳定的合作，为其战略合作供应商；且先后获得了海康威视的“最佳服务奖”、“最佳交付奖”，SMA 的“金石伙伴奖”以及 Venture 的“Partnership Excellence Award（合作卓越奖）”。

图15：公司客户资源优质



资料来源：公司公告

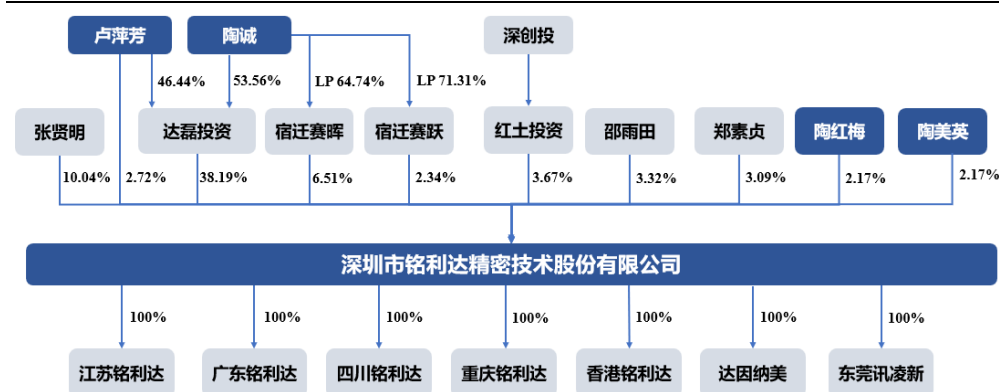
另一方面，与多领域客户的密切合作，使得公司积累了多维度的产品设计和开发经验。公司与高端客户的合作模式已经不再是简单的供求合作关系，而是逐渐过渡到产品的前期合作研发模式。公司往往在客户新项目规划初期就参与客户新产品对应结构件的配套研制，在与客户同步开发的过程中，不断积累结构件研发制造经验。且公司下游涉及光伏、安防、汽车、消费电子等多个细分领域，各领域对产品技术指标的要求存在较大差异，在与不同客户的合作过程中，公司打磨了多维度的技术能力。例如，光伏逆变器组件对散热性和耐腐蚀性的要求较高；安防监控设备对结构件的耐腐蚀和结构稳定性要求较高；汽车零部件对轻量化结构设计、力学性能、精密度以及致密性的要求较高；消费电子对结构件的精密化程度、表面处理后的表现状况要求较高。

2.3、股权结构：实际控制人为陶诚，控制权稳定

公司实际控制人为陶诚，陶诚、卢萍芳、卢常君、陶红梅、陶美英为一致行动人，控制权稳定。陶诚先生持有达磊投资 53.56% 的股权，且持有宿迁赛晖 64.74% 的出资份额、持有宿迁赛跃 71.31% 的出资份额。卢萍芳女士直接持有公司 2.72% 的股份，并持有达磊投资 46.44% 的股权。

公司旗下拥有全资子公司广东铭利达、江苏铭利达、四川铭利达、重庆铭利达、香港铭利达、达因纳美、东莞讯凌新。

图16：实际控制人为陶诚，控制权稳定（截至 2025 年一季报）



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

3、潜在期权：机器人及数据中心液冷业务

公司依托精密压铸、注塑、型材、冲压等全产业链制造能力，构建了从工艺研发到规模量产的一站式服务体系。在此基础上，公司持续探索产业链其他细分行业，向其他高毛利行业拓展，在机器人结构件、数据中心液冷领域已有一定布局，为潜在期权业务。

3.1、机器人：公司现有生产工序能够契合机器人结构件的需求

公司前期已将机器人定位为未来重点拓展方向，2024 年起结合市场调研和拓展情况加速推进机器人业务。

2025 年 3 月 19 日，公司与中关村机器人产业创新中心签订战略合作协议。双方基于资源共享、优势互补的原则，在人工智能、人形机器人、低空经济等领域展开深度合作，共同推动技术创新与产业升级。

经过多年积累，公司已成为“一站式”企业，生产工序及技术能力能够契合机器人结构件的需求。(1) 机器人结构件也需要表面处理，公司已具备从氧化到喷涂的全套工艺；(2) 机器人结构件也需要压铸，公司具有镁合金、铝合金压铸能力，现有铝合金压铸机设备约 100 多台；(3) 公司汽车结构件业务对轻量化等要求较高，已打磨了公司的工艺技术能力，转向机器人结构件相对更容易。

3.2、数据中心液冷：成立全资子公司布局液冷散热业务

公司于 2024 年并购数据中心液冷业务团队，2025 年有望在服务器领域形成收入，后续有望拓展至汽车领域。2024 年 9 月，公司成立全资子公司东莞市讯凌新科技有限公司（以下简称“讯凌新”），作为布局液冷散热的核心载体，主要面向 3C 类、AI 类的液冷产品。

根据讯凌新官网，讯凌新专注于高性能计算（HPC）和数据中心领域的热管理难题，核心技术覆盖高功率 AI 加速器、GPU、CPU 及量子计算硬件的散热管理，研发上专注高性能水冷泵、流体快速接头、完整散热系统三大核心方向。

子公司业务尚处发展阶段，根据公司公告，其数据中心液冷业务是直接做液冷系统，客户基本以中国台湾为主，也有美国客户，基本都是头部。

图17：全资子公司讯凌新产品包括水冷泵、水冷散热器、水冷板、水冷模组等



资料来源：讯凌新官网

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 光伏：从 SolarEdge、Enphase 财报及业绩指引看，海外光储逆变器去库或已进入尾声，下游需求转暖。公司光伏领域营收有望恢复，带动产能利用率提升、毛利率恢复。我们预计公司下游光伏领域 2025-2027 年营业收入分别为 16.45、23.03、29.94 亿元，毛利率分别为 22.0%、23.0%、24.0%。

(2) 汽车：前期定点并为其配套建设海外产能的高毛利客户 Stellantis 预计将于 2025 年放量。此外，公司与 2 家全球知名车企正在定点过程中。同时，公司战略重心重新调整至海外拓展，高毛利客户占比有望提升。我们预计公司下游汽车领域 2025-2027 年营业收入分别 21.52、30.12、39.16 亿元，毛利率分别为 16.0%、17.0%、18.0%。

表2：公司营收拆分及预测：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 41.58、56.63、72.46 亿元

业务	项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
1、光伏	营业收入（亿元）	23.62	7.48	16.45	23.03	29.94
	YOY	34%	-68%	120%	40%	30%
	营业成本（亿元）	18.16	6.61	12.83	17.73	22.75
	毛利率（%）	23.1%	11.6%	22.0%	23.0%	24.0%
2、汽车	营业收入（亿元）	11.89	14.34	21.52	30.12	39.16
	YOY	49%	21%	50%	40%	30%
	营业成本（亿元）	10.46	13.61	18.07	25.00	32.11
	毛利率（%）	12.0%	5.1%	16.0%	17.0%	18.0%
3、消费电子	营业收入（亿元）	1.17	0.46	0.43	0.41	0.39
	YOY	-50%	-61%	-5%	-5%	-5%
	营业成本（亿元）	0.70	0.27	0.26	0.25	0.24
	毛利率（%）	40.0%	40.0%	39.5%	39.0%	38.5%
4、安防	营业收入（亿元）	3.61	2.95	2.80	2.66	2.53
	YOY	-1%	-18%	-5%	-5%	-5%
	营业成本（亿元）	3.38	2.82	2.69	2.56	2.43
	毛利率（%）	6.4%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
5、其他	营业收入（亿元）	0.41	0.36	0.38	0.41	0.45
	YOY	-30%	-12%	5%	7%	10%
	营业成本（亿元）	0.32	0.23	0.27	0.28	0.31
	毛利率（%）	22.7%	36.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	营业收入（亿元）	40.70	25.59	41.58	56.63	72.46
	YOY	26%	-37%	62%	36%	28%
	营业成本（亿元）	33.02	23.55	34.12	45.82	57.84
	毛利率（%）	18.9%	8.0%	17.9%	19.1%	20.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值与评级

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 41.58、56.63、72.46 亿元，归母净利润分别为 1.85、3.90、6.73 亿元，EPS 为 0.46、0.97、1.68 元/股，当前股价对应 PE 分别为 35.8、17.0、9.8 倍。我们选取同为结构件行业的科达利、文灿股份、祥鑫科技为可比公司，公司 2026 年 PE 与可比公司相当，2027 年 PE 低于可比公司平均。海外光储逆变器去库或已进入尾声，且高毛利的海外汽车客户将迎来放量元年，公司经营拐点或已现。且公司拥有机器人及数据中心液冷两块潜在期权业务。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：公司 2026 年 PE 与可比公司相当，2027 年 PE 低于可比公司平均

证券代码	可比公司	收盘价（元）	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002850.SZ	科达利	110.35	6.69	8.10	9.70	16.5	13.6	11.4
603348.SH	文灿股份	20.21	0.72	1.12	1.46	28.1	18.1	13.8
002965.SZ	祥鑫科技	39.76	1.79	2.18	2.64	22.2	18.2	15.1
平均						22.3	16.7	13.4
301268.SZ	铭利达	16.52	0.46	0.97	1.68	35.8	17.0	9.8

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期，收盘价选取日期为 2025 年 5 月 30 日

5、风险提示

（1）下游需求不及预期。若海外光储行业需求不及预期，导致公司下游客户去库进度不及预期，将影响公司营收修复；

（2）海外客户放量不及预期。若海外汽车客户放量不及预期，将影响公司产能利用率水平，进而对公司盈利能力造成不利影响；

（3）竞争加剧导致盈利能力下滑风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3387	3422	5087	6130	7833
现金	1116	584	1045	1358	1779
应收票据及应收账款	913	917	1461	1879	2472
其他应收款	26	68	84	122	141
预付账款	21	30	52	60	83
存货	804	984	1606	1872	2518
其他流动资产	508	840	840	840	840
非流动资产	2253	2682	3351	3921	4526
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1460	1917	2542	3076	3620
无形资产	159	207	219	230	247
其他非流动资产	634	558	590	615	660
资产总计	5640	6104	8438	10051	12360
流动负债	1836	2964	5076	6405	8187
短期借款	454	1625	2686	3645	4675
应付票据及应付账款	1159	1060	1916	2235	2906
其他流动负债	223	278	474	525	606
非流动负债	1225	1236	1273	1202	1100
长期借款	1065	1033	1070	999	897
其他非流动负债	159	203	203	203	203
负债合计	3060	4200	6349	7607	9287
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	400	400	400	400
资本公积	1035	1045	1045	1045	1045
留存收益	997	428	594	933	1515
归属母公司股东权益	2579	1904	2089	2443	3073
负债和股东权益	5640	6104	8438	10051	12360

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	80	-720	243	459	619
净利润	320	-469	185	390	673
折旧摊销	191	241	235	307	350
财务费用	29	126	141	171	181
投资损失	-8	-18	0	0	0
营运资金变动	-497	-748	-318	-408	-584
其他经营现金流	44	148	0	0	0
投资活动现金流	-623	-642	-903	-877	-955
资本支出	396	381	903	877	955
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-226	-261	0	0	0
筹资活动现金流	852	797	-1565	-227	-273
短期借款	-42	1172	1061	959	1030
长期借款	1015	-32	37	-71	-102
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5	9	0	0	0
其他筹资现金流	-126	-352	-2663	-1115	-1201
现金净增加额	310	-567	-2226	-646	-609

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4070	2559	4158	5663	7246
营业成本	3302	2355	3412	4582	5784
营业税金及附加	19	14	19	21	22
营业费用	46	47	50	57	65
管理费用	148	199	229	283	326
研发费用	197	138	116	147	174
财务费用	29	126	141	171	181
资产减值损失	-23	-178	0	0	0
其他收益	30	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	18	0	0	0
资产处置收益	-1	2	0	0	0
营业利润	352	-470	190	402	694
营业外收入	4	0	0	0	0
营业外支出	0	6	0	0	0
利润总额	356	-476	190	402	694
所得税	36	-7	6	12	21
净利润	320	-469	185	390	673
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	320	-469	185	390	673
EBITDA	611	-86	569	901	1283
EPS(元)	0.80	-1.17	0.46	0.97	1.68

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	26.4	-37.1	62.5	36.2	28.0
营业利润(%)	-15.5	-233.5	140.5	110.9	72.8
归属于母公司净利润(%)	-20.7	-246.8	139.4	110.9	72.8
获利能力					
毛利率(%)	18.9	8.0	17.9	19.1	20.2
净利率(%)	7.9	-18.3	4.4	6.9	9.3
ROE(%)	12.4	-24.7	8.8	15.9	21.9
ROIC(%)	14.3	-9.3	7.3	10.6	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	54.3	68.8	75.2	75.7	75.1
净负债比率(%)	20.4	120.8	148.5	152.5	139.5
流动比率	1.8	1.2	1.0	1.0	1.0
速动比率	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.4	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4.5	3.2	3.8	3.7	3.7
应付账款周转率	3.1	2.7	2.9	2.8	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	-1.17	0.46	0.97	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	-1.80	0.61	1.15	1.55
每股净资产(最新摊薄)	6.09	4.45	4.91	5.80	7.37
估值比率					
P/E	20.7	-14.1	35.8	17.0	9.8
P/B	2.7	3.7	3.4	2.8	2.2
EV/EBITDA	11.1	-96.8	16.0	10.8	8.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn