

上纬新材（688585）

环保树脂领军者，智元系入主谱写具身智能成长新篇章

增持（首次）

2025 年 07 月 12 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 钱尧天

执业证书：S0600524120015

qianyt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,400	1,494	1,641	1,801	1,976
同比（%）	(24.74)	6.73	9.83	9.79	9.70
归母净利润（百万元）	70.94	88.68	94.95	107.73	117.02
同比（%）	(15.69)	25.01	7.07	13.46	8.62
EPS-最新摊薄（元/股）	0.18	0.22	0.24	0.27	0.29
P/E（现价&最新摊薄）	44.24	35.39	33.05	29.13	26.82

投资要点

■ 深耕环保树脂主业，风电与防腐构成长底盘

公司成立于 1992 年，是国内领先的高性能树脂材料企业。1) 产品完善：当前公司已形成以环保高性能耐腐蚀材料、风电叶片用材料、新型复合材料、循环经济材料四大类为核心的产品体系，具备丰富的应用拓展能力。2) 收入及利润边际改善：24 年公司实现收入 14 亿元。同比+6.7%，扭转 22 年来的连续下滑，主要系风电订单释放和产品结构持续优化，实现归母净利润 0.89 亿元，同比+25.4%。3) 盈利能力持续上修：公司毛利率在经历 2021 年原材料价格冲击后逐步恢复，从 8.5%回升至 24 年的 15.9%；同期净利率也从 0.6%改善至 6.0%。4) 费用管控稳定：近年来公司费用率管控稳定，22 年起研发费用率保持在 2%以上，体现技术投入的持续性。

■ 风电叶片用材料：立足主业优势，乘风电新周期再起之势

1) 公司产品完善：已建立覆盖全工艺环节的风电叶片用材料体系，具备稳定出货能力与广泛客户认证基础，在行业内形成明显竞争优势。2) 行业景气度上行：风电行业有望迈入“装机放量+材料升级”双驱动的中长期成长通道。2024-2030 年间全球新增风电装机量将有望达到年均 8.8%的复合增速，至 2030 年预计达到 194GW，新增规模几乎翻番，长期成长空间充足。

■ 环保高性能耐腐蚀材料：深耕重防腐赛道，稳健拓展多元应用场景

1) 公司产品完善：深耕防腐树脂三十余年，产品体系完善，性能稳定，广泛应用于重防腐等高端领域。2) 市场需求稳中有增：环保高性能耐腐蚀材料受益于基建投资与设备更新，市场需求稳中有增，全球乙烯基酯树脂市场规模预计在 2024 年达到 10.5 亿美元，过去十年保持温和上升趋势。

■ 智元系入主公司，公司转型为人形机器人平台化公司

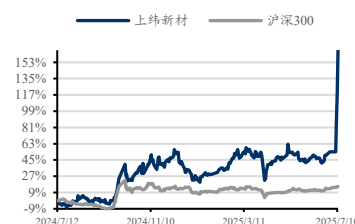
1) 智元收购公司：智元系或支付超 21 亿，收购公司至多 66.99%的股权，原前两大股东放弃表决权。2) 智元综合实力雄厚：创始团队方面，华为系孵化，兼具技术实力和资本市场经验；商业化进展方面，具备机器人全栈技术，国内出货量第一；硬件方面：四大系列机器人，覆盖多种应用落地场景；软件方面：开创性使用 ViLLA 架构，GO-1 实现小样本快速泛化；资本市场方面：成立合资公司/投资创业公司，构建产业生态。

■ 盈利预测与投资评级：

公司主业经营稳健，盈利能力稳定释放，为公司提供持续现金流支持。暂不考虑收购影响，我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.95/1.08/1.17 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 33x/29x/27x，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ 风险提示：下游风电行业竞争加剧风险，人形机器人产业化进程不及预期，重大股权调整带来相应风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.45
一年最低/最高价	4.62/13.45
市净率(倍)	4.22
流通 A 股市值(百万元)	5,425.22
总市值(百万元)	5,425.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.18
资产负债率(% ,LF)	36.79
总股本(百万股)	403.36
流通 A 股(百万股)	403.36

相关研究

内容目录

1. 上纬新材：深耕环保树脂主业，风电与防腐构建成长底盘	4
1.1. 产品矩阵丰富、应用纵深广泛，构筑风电与环保双轮驱动的核心竞争力	4
1.2. 收入稳步恢复，盈利能力修复与费用结构协同优化	7
2. 风电拉动边际改善，防腐构筑底层韧性	8
2.1. 风电叶片用材料：立足主业优势，乘风电新周期再起之势	8
2.2. 环保高性能耐腐蚀材料：深耕重防腐赛道，稳健拓展多元应用场景	10
3. 智元系入主公司，收购若完成，公司有望转型为人形机器人平台化公司	11
3.1. 人形将迎来“ChatGPT”时刻，汽车工厂为最先落地的应用场景	11
3.2. 智元系收购公司，人形机器人龙头智元新机遇	15
3.3. 智元综合实力雄厚，量产及商业化进展领先	17
4. 盈利预测与投资建议	19
5. 风险提示	21

图表目录

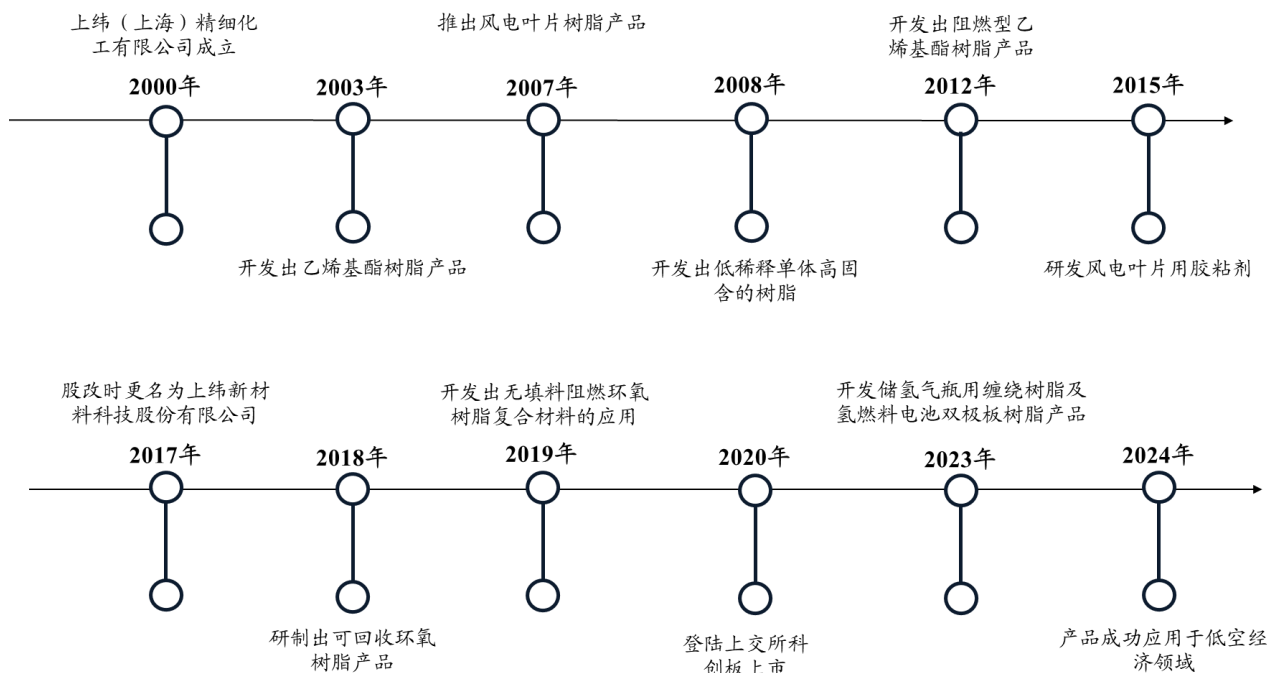
图 1:	上纬新材发展历程.....	4
图 2:	上纬新材股权结构图（截至 2025 年 Q1）.....	5
图 3:	上纬新材产品应用多样化.....	6
图 4:	2020-2024 年公司分业务收入结构.....	7
图 5:	2020-2025Q1 公司营业收入（亿元）.....	7
图 6:	2020-2025Q1 公司归母净利润（亿元）.....	7
图 7:	2020-2025Q1 公司毛利率与归母净利率（%）.....	8
图 8:	2020-2025Q1 公司期间费用率（%）.....	8
图 9:	2024-2030E 全球新增风电装机量.....	10
图 10:	全球乙烯基酯树脂市场规模（2013-2024E）.....	11
图 11:	工业机器人、服务机器人、人形机器人对比.....	11
图 12:	Figure 机器人.....	12
图 13:	Figure 01 已与宝马斯巴坦堡工厂合作.....	12
图 14:	LLM 发展：大规模数据、参数、算力、Scale up 实现智能涌现.....	12
图 15:	汽车产线上总装环节对人形机器人需求最大.....	13
图 16:	特斯拉汽车工厂和全球新能源汽车工厂人形机器人需求量.....	14
图 17:	国内机器人本体厂商梳理.....	14
图 18:	海外机器人本体厂商梳理.....	15
图 19:	智元恒岳股权结构（截至 2025 年 7 月 8 日）.....	16
图 20:	致远新创合伙股权结构（截至 2025 年 7 月 8 日）.....	16
图 21:	满档要约前后公司股权变化.....	16
图 22:	满档要约前后公司表决权变化.....	16
图 23:	智元机器人发展历程.....	17
图 24:	智元机器人产品矩阵.....	18
图 25:	GO-1 模型架构示意图.....	19
图 26:	智元机器人合资公司情况.....	19
表 1:	公司风电叶片用材料产品介绍及应用场景.....	9
表 2:	公司环保高性能耐腐蚀材料产品介绍及应用场景.....	10
表 3:	公司分业务收入预测（百万元）.....	20
表 4:	可比公司估值表（截至 2025 年 7 月 8 日）.....	21

1. 上纬新材：深耕环保树脂主业，风电与防腐构建成长底盘

1.1. 产品矩阵丰富、应用纵深广泛，构筑风电与环保双轮驱动的核心竞争力

上纬新材是国内领先的环保高性能树脂材料企业，持续深耕风电、轨交、新能源等高端应用市场。上纬新材料科技股份有限公司成立于 2000 年，是国内领先的高性能树脂材料企业，于 2020 年在上交所科创板上市。公司深耕环保高性能耐腐蚀材料、风电叶片用材料及新型复合材料领域，产品涵盖乙烯基酯树脂、特种不饱和聚酯树脂、手糊树脂、胶粘剂、HYVER 树脂及环保友好型树脂等系列，广泛应用于轨道交通、电力、石化、风电、新能源汽车等下游场景。公司坚持研发创新，累计授权专利超百项，积极推进绿色低碳与循环经济材料开发，具备 CNAS 实验室、通过 DNV 等国际权威认证，在海内外中高端市场具备较强品牌影响力。近年来，公司借助国内外产能布局与下游渗透，稳步推动高质量可持续发展。

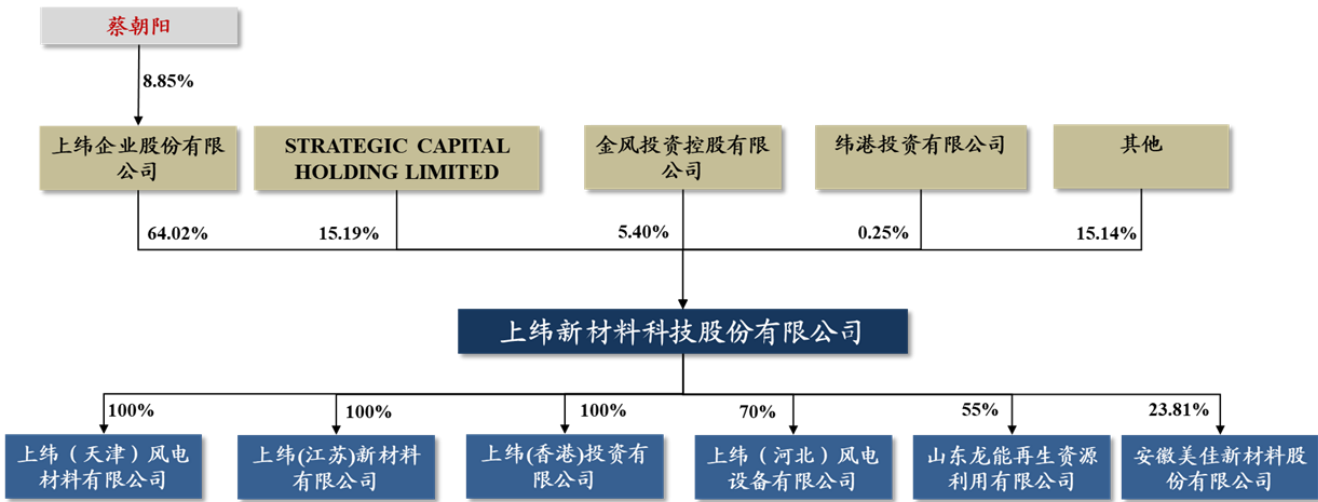
图1：上纬新材发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构集中，董事长为具备行业深耕背景蔡朝阳先生。截至 2025 年 Q1，公司控股股东为台湾公司上纬企业股份有限公司，持有公司 64.02% 的股份。公司最终受益人为蔡朝阳，其通过持有上纬企业 8.85% 股权间接对公司持股。公司股权结构相对集中，核心管理层稳定。董事长蔡朝阳先生毕业于台湾清华大学化学工程学系，长期深耕复合材料与风电材料领域，曾任上纬企业董事长，2017 年 7 月起担任公司董事长，具备丰富的行业经验与技术背景。公司通过旗下全资或控股子公司实现对风电材料、环保树脂、新材料制品等核心业务环节的全面布局，境内外产能协同有序，为公司长期稳健发展奠定基础。

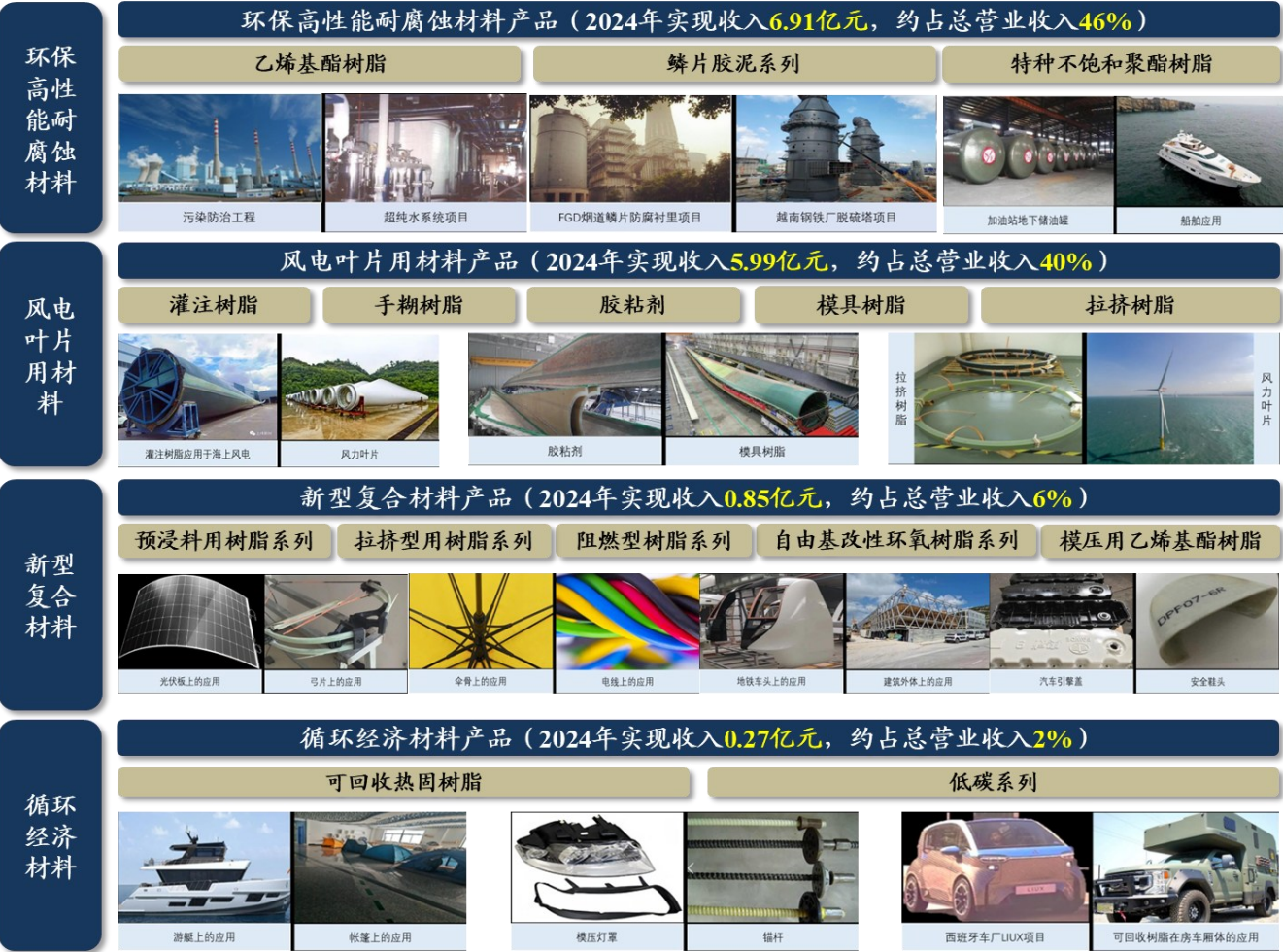
图2：上纬新材股权结构图（截至 2025 年 Q1）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

公司产品矩阵完善，覆盖风电、环保、新能源等高景气赛道，具备广阔的下游应用基础。公司已形成以环保高性能耐腐蚀材料、风电叶片用材料、新型复合材料、循环经济材料四大类为核心的产品体系，具备丰富的应用拓展能力。①**环保高性能耐腐蚀材料**：公司产品包括乙烯基酯树脂、鳞片胶泥、特种不饱和聚酯树脂等，广泛应用于电力、石化、污水处理、轨交等领域；②**风电叶片用材料**：公司布局了灌注树脂、手糊树脂、胶粘剂、模具树脂、拉挤树脂五大类，客户覆盖国内外主流风电叶片厂商；③**新型复合材料方面**：公司可提供预浸料、拉挤型、阻燃型、自由基改性环保树脂等产品，面向光伏、汽车、船舶、轨道交通、建筑等领域；④**循环经济材料**：公司推出可回收热固树脂与低碳系列材料，助力下游客户碳足迹管理与绿色转型。整体来看，公司已建立起从环保高分子基础材料到新能源复合材料的全方位产品布局，具备持续向下游拓展的能力。

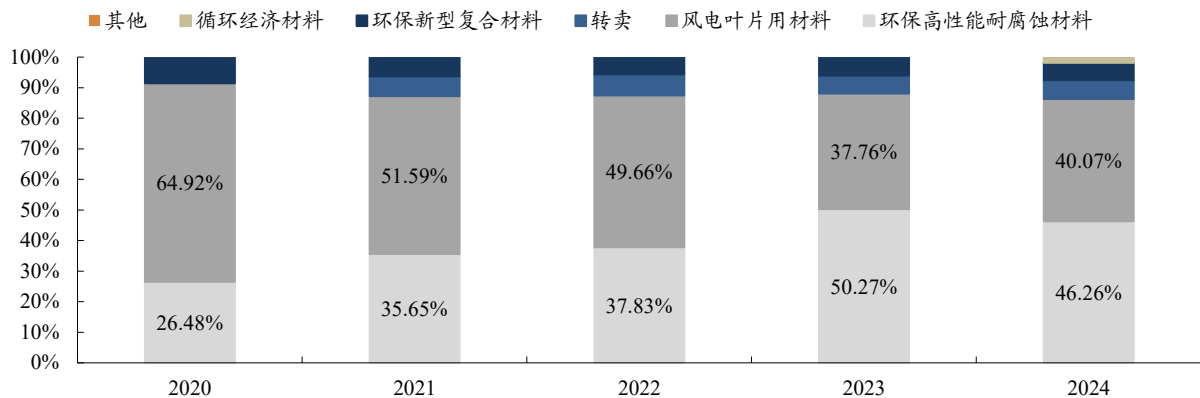
图3：上纬新材产品应用多样化



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司产品结构持续优化，核心业务支撑稳固，风电与环保双轮驱动特征显著。2020-2024 年，公司风电叶片用材料与环保高性能耐腐蚀材料合计收入占比均在 80%以上，是公司最主要的业绩来源。2024 年，公司风电叶片用材料收入占比 46.3%，为最大业务板块，主要服务于国内外风电整机与叶片制造企业；环保高性能耐腐蚀材料收入占比 40.1%，产品广泛应用于电力、石化、轨交等基础设施及工业领域；转卖、新型复合材料、循环经济材料分别占比约 6.1%、5.7%、1.8%，新型复合材料主要面向光伏、汽车等新兴产业，循环经济材料体现公司“绿色转型”导向。在各业务稳健推进下，公司产品结构持续向高附加值与可持续发展方向演进，展现出良好的成长韧性与产业穿透力。稳健业绩支撑发展，市场潜力持续释放。

图4：2020-2024 年公司分业务收入结构

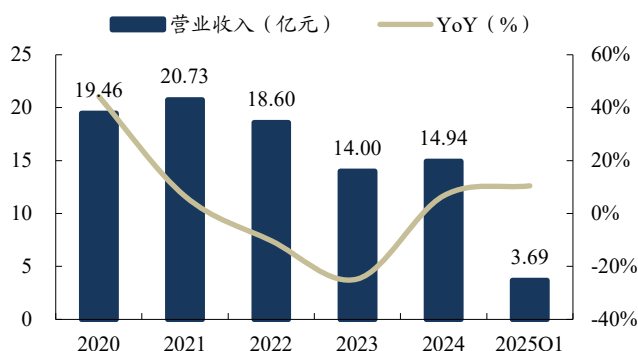


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 收入稳步恢复，盈利能力修复与费用结构协同优化

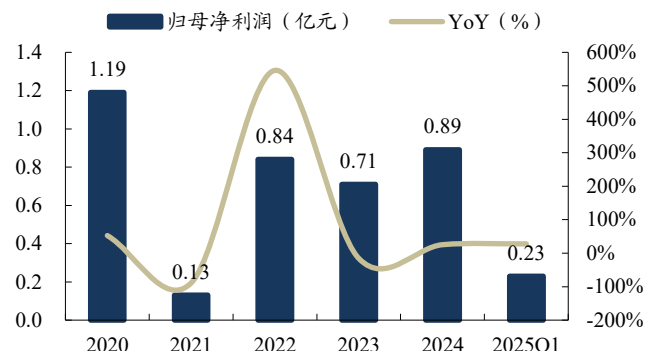
公司收入整体呈现先升后降再回升态势，归母净利润则在波动中改善。2020-2021 年公司营收维持在 20 亿元左右高位，受益于风电行业高景气及客户结构优化，但 2022-2023 年受风电行业竞争加剧、下游需求波动及原材料价格扰动影响，营收分别下滑至 18.60 亿元和 14.00 亿元。归母净利润则从 2020 年的 1.19 亿元降至 2021 年的低谷 0.13 亿元，2022 年因成本缓解及费用控制回升至 0.84 亿元，2023 年有所回落至 0.71 亿元。2024 年，随着风电订单释放和产品结构持续优化，公司实现营收 14.94 亿元，同比增长 7%，归母净利润 0.89 亿元，同比增长 25%，展现出良好的盈利恢复趋势；2025 年 Q1，公司业绩持续恢复，实现营收 3.69 亿元，同比增长 10%，归母净利润 0.23 亿元，同比增长 28%。

图5：2020-2025Q1 公司营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2020-2025Q1 公司归母净利润（亿元）

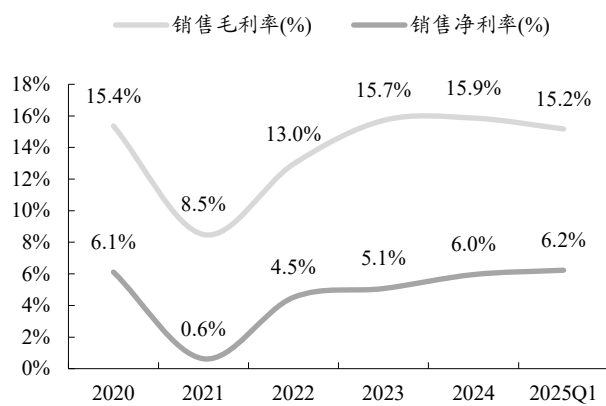


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司盈利能力逐步修复，毛利改善叠加费用结构优化助力净利率回升。2020 年-2025 年 Q1，公司毛利率在经历 2021 年原材料价格冲击后逐步恢复，从 2021 年低点 8.5%回

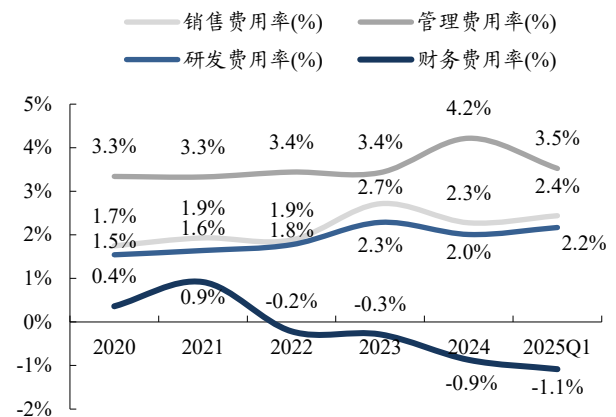
升至 2024 的 15.9%；同期净利率也从 0.6%改善至 6.0%；2025 年 Q1 恢复趋势延续，毛利率、净利率分别为 15.2%、6.2%，分别同比+0.2pct、+0.8pct。期间公司费用端运行稳健，销售费用率持续维持在 2%左右，管理费用率除 2024 年外稳定在 3.3%-3.5%区间，显示公司具备良好的费用控制能力。2024 年管理费用率短暂上行，主要系用人成本、租金及专业服务费增加所致。研发方面，公司聚焦新型复合材料等高附加值产品，持续丰富产品线、不断拓展下游应用，2022 年起研发费用率保持在 2%以上，体现技术投入的持续性。财务费用自 2022 年起转为负值，2025 年 Q1 为 -1.1%，主要受益于汇兑收益与资金成本优化。整体来看，公司毛利修复与费用结构协同改善，共同驱动利润率持续提升。

图7：2020-2025Q1 公司毛利率与归母净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2020-2025Q1 公司期间费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 风电拉动边际改善，防腐构筑底层韧性

2.1. 风电叶片用材料：立足主业优势，乘风电新周期再起之势

公司已建立覆盖全工艺环节的风电叶片用材料体系，具备稳定出货能力与广泛客户认证基础，在行业内形成明显竞争优势。公司风电叶片用材料产品广泛应用于新能源领域，客户覆盖国内外主要风电叶片生产厂商，是整体业内广泛认可、且大量使用的风电叶片用材料产品供应商。公司已建立起较为完善的产品体系，覆盖灌注树脂、手糊树脂、胶粘剂、模具树脂与拉挤树脂等多个品类，应用于风电叶片制造的关键环节。其中：

1) **灌注树脂**：适用于大型风电结构叶片中叶片的成型工艺，具备良好适中性和纤维润湿性，主要用于叶片壳体、大梁、腹板及叶片模具部件，主要市场区域覆盖中国大陆、中国台湾、北美、欧洲、印度等；2) **手糊树脂**：适用于大型风电叶片的表面处理，提供不同固化速度选项以满足多样化操作需求；3) **胶粘剂**：可用于叶片各类粘接结构，具备低密度、低黏度、良好力学性能与粘接可靠性；4) **模具树脂**：具备高耐高温、耐化学腐蚀和优良纤维润湿性，适用于风电叶片大型模具制造工艺；5) **拉挤树脂**：专用于风

电用拉挤大梁部件，具备适中的黏度、良好的反应性和机械性能，适配玻纤与碳纤增强材料，是通用于大批量结构的基础型树脂产品。目前公司已形成覆盖多类环节的系统化解决方案，产品性能成熟，持续巩固其在国内风电叶片用树脂领域的核心供应商地位。

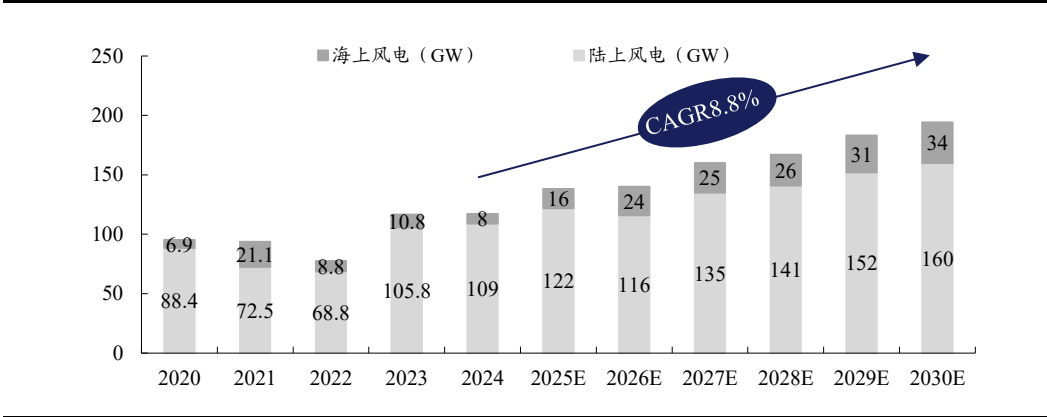
表1：公司风电叶片用材料产品介绍及应用场景

分类	产品简介/特性	应用领域/产业	主要市场区域
灌注树脂	适用于大型叶片灌注成型，机械性能好，纤维润湿性佳	风电行业：壳体、大梁、腹板及模具部件	中国大陆、中国台湾、北美、欧洲、印度
手糊树脂	不同固化速度，适配不同操作需求，方便使用	风电行业：大型风电叶片	中国大陆、海外：欧洲
胶粘剂	粘接性能好，低密度、低黏度，适用多种结构粘接	风电行业：叶片粘接及复材结构	中国大陆、中国台湾、北美、欧洲、印度
模具树脂	耐高温、耐化学腐蚀，适合大型模具制造	风电行业：大型叶片模具	中国大陆、中国台湾、北美、欧洲、印度
拉挤树脂	适配玻纤碳纤，稳定性好，用于拉挤大梁	风电行业：拉挤大梁部件	中国大陆

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

风电行业有望迈入“装机放量+材料升级”双驱动的中长期成长通道。在全球能源绿色转型背景下，风电行业迎来强劲复苏，装机需求持续释放，风电叶片用材料市场有望同步扩容，景气度中枢上行。根据 GWEC 数据，全球风电新增装机容量在经历 2022 年短暂下滑后，于 2023 年快速回升至 116.6GW，2024 年预计达 117GW，显示出行业复苏态势明显。展望未来，2024-2030 年间全球新增风电装机量将有望达到年均 8.8% 的复合增速，至 2030 年预计达到 194GW，新增规模几乎翻番，长期成长空间充足。其中，陆上风电仍为主力，占比维持在 80% 以上，但海上风电也呈现稳定增长趋势，至 2030 年新增装机将达 34GW。伴随大型化、轻量化趋势持续演进，叶片尺寸不断增加，对复合材料在性能、工艺与结构强度等方面提出更高要求，将带动高性能叶片用树脂材料持续放量。长期来看，行业将呈现“装机量增长+单机容量提升+材料高端化”三重驱动格局，为上游材料企业打开广阔成长空间。

图9：2024-2030E 全球新增风电装机量



数据来源：GWEC，东吴证券研究所

2.2. 环保高性能耐腐蚀材料：深耕重防腐赛道，稳健拓展多元应用场景

公司深耕防腐树脂三十余年，产品体系完善，性能稳定，广泛应用于重防腐等高端领域。公司环保高性能耐腐蚀材料产品覆盖乙烯基酯树脂、鳞片树脂系列及不饱和聚酯树脂三大类，广泛应用于电子电气、新能源、轨交、冶金、电力、化工、防腐储罐与船舶等下游行业。产品具备耐腐蚀、耐高温、力学性能优异等特性，能适应高盐、高湿、高温等复杂环境，具备较强的应用稳定性与延展性。公司客户覆盖中国大陆及东南亚、中东、南欧等地区。当前，公司相关产品已批量应用于FGD脱硫塔、地下储油罐、特种船体等典型工程，并正通过技术创新与产品升级不断拓展高端化、多元化、定制化市场空间。

表2：公司环保高性能耐腐蚀材料产品介绍及应用场景

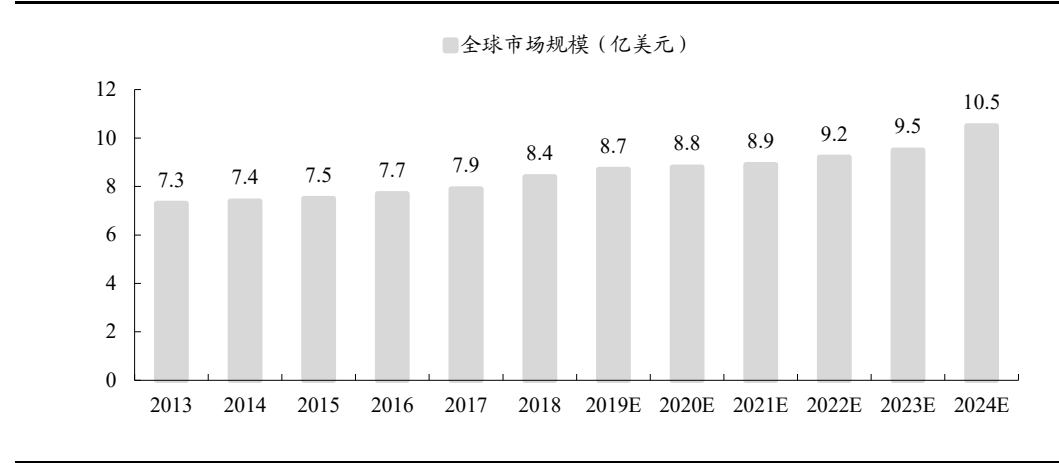
分类	产品简介/特性	应用领域/产业	主要市场区域
乙烯基酯树脂	具优异耐化性、韧性与耐疲劳性能，耐酸碱腐蚀，低温下仍保持良好强度。	电子电气、新能源、半导体、轨交、冶金、污染防治工程	中国大陆、中国台湾、东南亚、中东、南欧等
鳞片树脂及衍生系列	提供优异耐化性、耐磨性与极低渗透率，适用于重防腐场景。	电力、化工、污染防治工程	中国大陆、中国台湾、东南亚、中东、南欧等
特种不饱和聚酯树脂	具良好耐候、耐腐蚀性，适用于车制、灌注与维修等复杂成型工艺。	汽车、轨交、加油站油罐、船舶	中国大陆

数据来源：Wind，东吴证券研究所

环保高性能耐腐蚀材料受益于基建投资与设备更新，市场需求稳中有增，公司有望持续受益。公司环保高性能耐腐蚀材料主要应用于电力、石化、管道运输和基础设施等重资产行业，受益于固定资产投资与老旧设施更新需求的持续释放，市场需求保持稳健增长。根据 Lucintel 在 2019 年的预测，全球乙烯基酯树脂市场规模预计在 2024 年达到 10.5 亿美元，过去十年保持温和上升趋势。公司所处细分赛道具备明确政策支持 and 稳定

需求支撑，有望持续受益于下游行业恢复及新应用场景拓展所带来的成长机会。

图10：全球乙烯基酯树脂市场规模（2013-2024E）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3. 智元系入主公司，收购若完成，公司有望转型为人形机器人平台化公司

3.1. 人形将迎来“ChatGPT”时刻，汽车工厂为最先落地的应用场景

人形机器人是具备人类外形特征和行动能力的智能机器人，通过手臂和身体的协调完成功能，基于通用型算法和生成式 AI，具备语义理解、人机交互、自主决策等能力，并利用人机交互实现任务理解与反馈，有强大的感知计算与运动控制能力。

人形机器人相比工业机器人拥有更高级的感知交互系统，包括传感模块和软件方面（导航技术、智能决策等）。与服务机器人相比更有更好的通过性，每个关节受力更加复杂，对减速器负载和电机响应速度要求更高。

图11：工业机器人、服务机器人、人形机器人对比

	工业机器人	服务机器人	人形机器人
特点	1) 精度较服务机器人高 2) 通过执行明确的程序进行重复性工作	1) 精度相对较低 2) 形态多样，模仿人类能力	1) 仿真程度高，更接近人形 2) 具备较强的自主性，环境感知+人机交互要求高 3) 运动控制能力更强，关节对减速器和电机要求高 4) 多功能性，通用性更强
应用领域	代替人类执行危险任务，焊接、搬运、喷涂、装配、磨削等	主要协助人类工作，医疗、餐饮、酒店、物流等	应用领域更广，涵盖服务业和工业制造业
形态类型	单臂机器人、双臂机器人、移动机器人、固定机器人	人形机器人、车型机器人、无人机、智能家居	一般具有躯干、头部、两条手臂和两条腿
主要制造商	瑞典ABB、日本Fanuc、日本安川电机、德国库卡等	科沃斯、美国iRobot、海康等	特斯拉、本田、波士顿动力等
示意图			

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

AI 将赋予人形机器人通用属性，AI 科技巨头入局加速商业化进程落地。人形机器人的运行由感知、控制、执行三大模块构成，控制模块是人形机器人的“大脑”，是决定人形机器人是否可以商业化落地的关键，算法和 AI 大模型则是控制模块的核心。不同于工业机器人在特定场景下的应用，人形机器人商业化落地的关键在于其通用性，因此控制技术的复杂性就开始指数级倍增，一方面需要强大的数据建模，另一方面需要对语言和指令有强大的理解力。AI 大模型的突破解决了人形机器人的控制难题，帮助人形机器人实现真正的具身智能。

在具身智能浪潮下，AI 科技巨头纷纷入局人形机器人。如亚马逊创始人贝索斯、英伟达和其他大型科技公司纷纷宣布投资人形机器人初创企业 Figure，积极探索将“人形机器人”作为 AI 技术落地的新机遇。

图12: Figure 机器人



数据来源：机器人大讲堂公众号，东吴证券研究所

图13: Figure 01 已与宝马斯巴坦堡工厂合作



数据来源：机器人大讲堂公众号，东吴证券研究所

具身智能人形机器人即将迎来“ChatGPT”时刻。目前随着 AI 技术的迭代和应用研究深入，在各种任务解决上已经体现较好的通用性能力，智能体端到端的 AI+控制算法、强化学习、具身模型技术方案应用在各种任务的算法方案逐渐取得重大突破，围绕 Transformer 的底层算法框架已经形成，研发商需要探索不同于历史卷积模型的 AI 架构，开启全新的范式。同时需基于本体做围绕本体的数据、算法快速优化打磨，最终达到满足任务操作泛化解决的可商业化的通用具身智能人形机器人。

图14: LLM 发展：大规模数据、参数、算力、Scale up 实现智能涌现

	GPT1	GPT2	GPT3	GPT4
发表日期	2018	2019	2020	2023
参数量	117M	1.5B	175B	100T
数据量	600B单词	450B	1.5T	100T
训练数据	BookCorpus数据集	WebText	Common Crwal等	Unkonwn
模型能力	文本生成、文本翻译	生成更真实复杂的文本	不需要微调就能生产更复杂的文本	生成文本的同时，还能生成图文

数据来源：星动纪元，东吴证券研究所

人形机器人将率先落地于汽车工厂：国内外主流人形机器人厂商的落地场景均为汽车工业，特斯拉的人形机器人将首先放在特斯拉汽车工厂应用，优必选 Walker S 已经进入蔚来汽车工厂，英伟达投资的 Figure AI 预计 2025 年内将产品放进宝马工厂进行实训。我们认为短期内人形机器人将首先在汽车工厂实现商业化落地，一方面系汽车工厂同时具备规模大和标准化程度高的特点，赋予人形机器人实训的条件，另一方面汽车产业的自动驾驶、传感器、机器视觉等方面的技术与人形机器人具有共通性，车厂和人形机器人厂商的深度合作可以发挥二者的协同效应。

具体到汽车生产工序来看，人形机器人大概率应用于质检/汽车总装环节。在汽车生产的四大车间中，冲压、焊接以及涂装的自动化率都已非常高，仅有质检返修等工作需要依赖人工，而总装环节需要完成安装非标零部件、车辆点检、路试等工作，自动化率仅有 10% 左右，对人工的依赖程度较高。此外，总装线布置密集度在所有车间中最高，装线之间通常仅相隔 2-3 米，布置体积更大、自动化程度更高的设备存在较大空间限制。因此，未来总装环节自动化率的进一步提升有赖于人形机器人的引入与落地。

图15：汽车产线上总装环节对人形机器人需求最大

工序	冲压	焊接	涂装	总装
主要工作	将钢板通过冲压的方式变成汽车车身零件	将车身零件通过焊接、铆接、胶接等方式连接成为白车身	对白车身附以各种防腐工艺，并喷涂上漂亮的色漆、清漆	将车身上各种零部件及系统安装在车身上组装成一台完整的汽车
自动化率	很高	90%以上机器人焊接	很高	10%
人工需求	夹具换装、钣金返修、质检	飞溅检查、焊接质量检查	质检、返修	非标零部件安装、车辆点检、路试等

数据来源：星动纪元，东吴证券研究所

预计到 2030 年，特斯拉汽车工厂/全球新能源汽车工厂对人形机器人的需求量将达到 13/50 万台。核心假设如下：①2030 年特斯拉/全球汽车产能达到 1000/6000 万台；②2030 年特斯拉/全球汽车工厂人均产能分别 20/18 辆；③2030 年 1 台人形机器人可以替代 2 个人工；④2030 年特斯拉/全球汽车工厂人形机器人的渗透率分别为 50%/30%。

图16：特斯拉汽车工厂和全球新能源汽车工厂人形机器人需求量

	2022	2023	2024E	2025E	2030E
特斯拉产能（万辆）	131	180	220	250	1000
员工人数（万人）	12.8	14	14.7	15.4	50
人均产能	10	13	15	16	20
1台机器人替代人数				1	2
渗透率				10%	50%
机器人需求量(万台)				2	12.5

	2022	2023	2024E	2025E	2030E
全球新能源汽车销量（万辆）	1052	1360	1912	2542	6000
人均产能（辆/人）	10	13	15	16	18
新能源汽车行业员工（万人）	103	106	128	157	333
1台机器人替代人数				1	2
渗透率				1%	30%
机器人需求量(万台)				2	50

数据来源：IEA，Teala 公告，产业链调研，东吴证券研究所

国内人形机器人进展：人形机器人产业以美日企业牵头，国内企业顺势而上加速追赶，小米、小鹏、傅利叶、埃斯顿等公司都在积极探索和布局人形机器人领域，产品方案各具特色。同时，随着政策的不断出台和资本的持续涌入，人形机器人产业链也将不断完善和壮大，将加速人形机器人在商业、家庭、工业等不同场景下的应用落地。

图17：国内机器人本体厂商梳理

公司	概览	人形机器人型号	人形机器人简介	发布年份	速度 (km/h)	自由度	销售
优必选	2012年创立，国内人形机器人第一股	Walker S	第一款工业场景机器人，已经进入蔚来汽车工厂实训	2024	-	-	少量
小米	2010年创立，专注于消费电子及智能家居生态链建设	CyberOne	为一款基于人工智能交互算法的双足真人尺寸人形机器人，能感知人类情绪，视觉敏锐、可对真实世界三维虚拟重建，充分模拟人的各项动作。	2022	3.6	21	无
傅利叶智能科技	2015年创立，核心产品康复机器人已进入规模化应用阶段。	Fourier GR-1	采用了高度可扩展的设计，可实现更多的AI模型与算法验证，在工业、康复、居家、科研等多应用场景潜能巨大。	2023	5	44	预售
智元机器人	2023年由华为天才少年稚晖君创立	远征A1	具备自主导航、语音交互、人脸识别等功能，可以广泛应用于家庭、商业、工业等领域。采用先进的AI算法和传感器技术，能够实现精准定位、自主避障和智能交互。	2023	7	49	无
达闼	2015年创立，云端智能机器人运营商	Cloud Ginger XR1	为一款云端智能迎宾服务机器人，结合了云端大脑的智能视觉、智能语音、智能语义、智能运动等综合AI能力，可以完成精准运动、高精度视觉引导、柔性抓取和操控等任务。	2019	-	34	少量
追觅	2017年创立，起步于扫地机器人	通用型人形机器人	攻克了SLAM、ToF激光雷达、结构光等核心技术，进一步提升了机器人的场景识别和语义理解能力	2023	-	44	无
小鹏鹏行	2016年创立，起步于四足机器人	PX5	采用了创新的“直腿”行走方案，不仅平衡能力出众，更在行走方式上呈现出大跨步、自然且拟人的步态	2023	-	-	无
宇树	2016年创立，专注于消费级、行业级高性能通用足式/人形机器人及灵巧机械臂	H1	宇树H1人形机器人是一款高度集成的智能机器人，具备高度的灵活性和自主性，能够实现智能控制，可应用于物流、仓储、医疗、救援等多个领域。	2023	5.4	19	无

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

海外人形机器人进展：人形机器人市场目前海外科技巨头入局较早，全球具身智能主机厂参与者众多，多数处于前期研发阶段，仅有少数达到商业化阶段。受益于 AI 大模型的积累，海外机器人厂商在技术和产品进展上较国内厂商进展要稍快。

图18：海外机器人本体厂商梳理

公司	地域	成立时间	团队背景	产品和发布时间	特点	应用场景
特斯拉	美国	2003年	基于特斯拉在汽车等领域的积累	2022.8: Optimus Gen1 2023.12: Optimus Gen2	硬件层面具备超高的灵活性和协调控制力，软件基于FSD技术积累	工厂及生活场景
谷歌&Apptronik	美国	2016年	德州大学奥斯丁分校的Human Centered Robotics Lab分拆	2024: Apollo	有谷歌Deepmind技术团队支持	仓库和工厂场景
波士顿动力	美国	1992年	MIT和卡耐基梅隆大学的技术团队	2013: 初代Atlas 2016: 第一代液压版Atlas 2024: 全新全电动Atlas	良好的机械控制能力和复杂动作的实现能力	实验室应用
Figure AI	美国	2022年	核心团队来自于佛罗里达人类和机器认知研究所 (IHMC)、Waymo、谷歌和Tesla等	2024.3: Figure 01	具备多模态理解、端到端学习能力，行走能力接近人类	定位通用场景
1x Technologies	挪威	2014	核心团队来自于谷歌Deepmind	2022: EVE轮式机器人 2024: NEO双足机器人	Open AI投资，在AI大模型和端到端能力上有Open AI支持	工业、物流、零售和家庭场景
Stanford Aloha	美国	/	斯坦福大学AI实验室	2024.6: Humanplus	基于字树的H1机器人平台，人形模仿能力可以通过40h的高效演示，观察模仿学习一项新任务	科研场景，技术开源
Sanctuary AI	加拿大	2018	来自于量子计算行业先驱D-Wave、机器人公司Kindred和Creative Destruction Lab	2024.4: Phoenix Gen7	跟英伟达合作，具备AI的端到端能力，具备一定的泛化能力	通用化场景
PI	美国	2024	核心团队来自于Deepmind、Stanford和NASA等	2024: π0 (机器人软件)	采用预训练和后训练结合的AI算法，具备较高的泛化能力	通用化场景

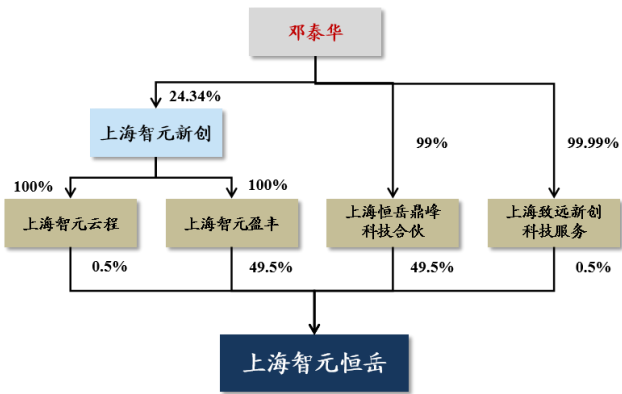
数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

3.2. 智元系收购公司，人形机器人龙头智元新机遇

智元系收购公司至多 66.99%的股权。25 年 7 月 1 日，公司公告称，因控股股东正在筹划重大事项，可能导致公司控制权变更，自次日起停牌。7 月 8 日，公司公告称上海智元恒岳科技合伙企业（有限合伙）（下称“智元恒岳”）、上海致远新创科技设备合伙企业（下称：“致远新创合伙”）拟收购公司至多 66.99%的股权。根据相关公告，交易详情如下：

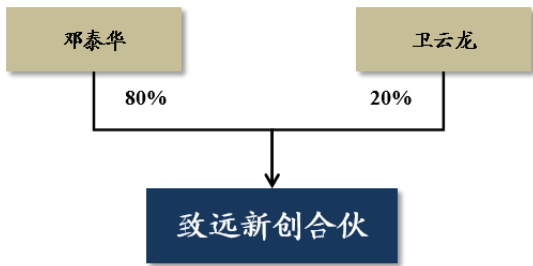
（1）智元恒岳收购 24.99%股份，前两大股东放弃表决权。SWANCOR 萨摩亚、智元恒岳、STRATEGIC 萨摩亚、上纬投控签署《股权转让协议一》，智元恒岳拟以协议转让的方式受让 SWANCOR 萨摩亚所持有的 100,800,016 股无限售条件流通股份及其所对应的所有股东权利和权益，占公司股份总数的 24.99%。协议完成后，SWANCOR 萨摩亚、STRATEGIC 萨摩亚及其一致行动人或关联方（包括但不限于 SWINHOKA INVESTMENT LIMITED、阜宁县上品管理咨询服务有限公司）放弃行使其所持上市公司全部股份的表决权，且除《股份转让协议一》约定的表决权恢复情形外（智元恒岳 6 个月后未完成要约收购，可恢复表决权，但要回购智元已有的公司股份），前述放弃行使的表决权始终不恢复。

图19：智元恒岳股权结构（截至 2025 年 7 月 8 日）



数据来源：公司公告，企查查，东吴证券研究所
注：邓泰华持有恒岳鼎峰 99% 有限合伙人份额，该份额由智元新创创始人及核心高管、产业方和战略合作方持有。

图20：致远新创合伙股权结构（截至 2025 年 7 月 8 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：邓泰华及卫云龙持有的部分份额拟由智元新创的重要产业方、战略合作方持有。

（2）致远新创合伙收购 5% 股份。致远新创合伙分别与 SWANCOR 萨摩亚、金风投控签署《股权转让协议二》，《股权转让协议三》，拟以协议转让的方式受让公司 0.6% 和 4.4% 的无限售条件流通股份及其所对应的所有股东权利和权益。

（3）智元恒岳拟要约收购进一步增持公司 37% 股份。以上述两项股份转让为前提，智元恒岳向公司除自己外的全体股东发出部分要约收购，拟收购公司股份的 37%。

图21：满档要约前后公司股权变化

股东名称	股份转让前		要约收购完成后	
	持股数量 (亿股)	持股比例	持股数量 (亿股)	持股比例
SWANCOR 萨摩亚	2.58	64.02%	0.19	4.1%
STRATEGIC 萨摩亚	0.61	15.19%	0.61	15.19%
金风投控	0.22	5.39%	0.40	0.99%
智元恒岳			2.50	61.99%
致远新创合伙			0.20	5.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：满档要约前后公司表决权变化

股东名称	股份转让前		要约收购完成后	
	表决权 (亿股)	持股比例	表决权 (亿股)	持股比例
SWANCOR 萨摩亚	1.55	38.43%		
STRATEGIC 萨摩亚	0.61	15.19%		
金风投控	0.22	5.39%	0.40	0.99%
智元恒岳			2.50	61.99%
致远新创合伙			0.20	5.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

（4）若交易完成，智元系拟支付超 21 亿元。上述交易的每股转让价格均为 7.78 元，若要约收购满档执行，智元恒岳和致远新创合伙预计支付 21.02 亿元。

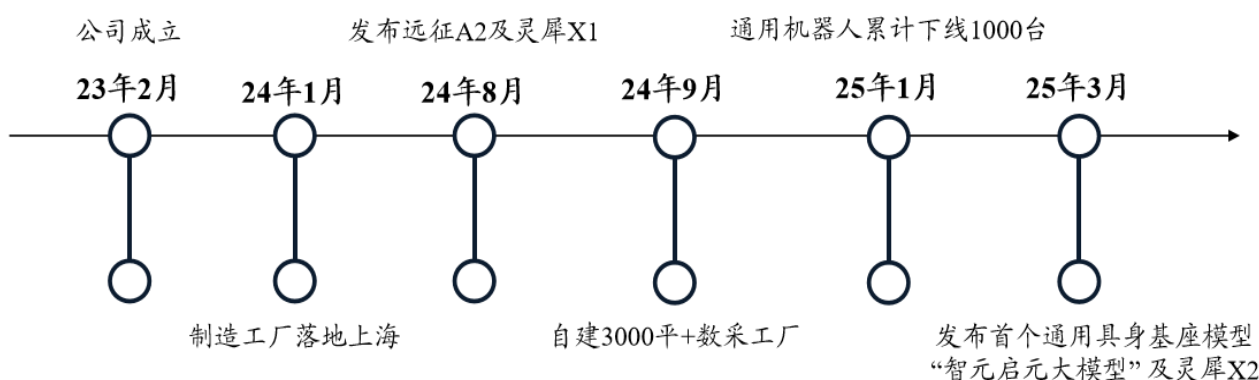
（5）公司业绩有保底条款，未来确定性增强。根据《股份转让协议一》，转让方向智元承诺 2025-2027 年度归母净利润和扣非归母净利润分别不低于 6000 和 8000 万元

3.3. 智元综合实力雄厚，量产及商业化进展领先

智元综合实力雄厚，处于行业优势地位：

（1）创始团队方面：华为系孵化，兼具技术实力和资本市场经验。智元机器人成立于 2023 年 2 月，由华为前副总裁、无线产品线总裁、计算产品线总裁邓泰华掌舵，其联合创始团队由具有丰富产业经验的全球著名企业核心高管、人工智能领域顶尖科学家等多位业内资深人士共同组成，包括“华为天才少年”彭志辉、前华为副总裁姜青松、前华为 CMO 邱恒、前蔚来工程总监姚卯青、前大疆 Livo 激光雷达负责人王闯等。团队具有深厚的核心技术背景、全面的产业管理经验、丰富的产业资源和资本市场经验。

图23：智元机器人发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

（2）商业化领先：具备机器人全栈技术，国内出货量第一。智元机器人构建了领先的机器人“本体+AI”全栈技术，并在全球范围内率先实现了人形机器人的规模化量产和商业化落地。自成立来，24 年 8 月发布远征 A2 及灵犀 X1，同年 9 月自建 3000 平+数采工厂，25 年 1 月第 1000 台通用具身机器人正式量产下线，并于同年 3 月发布启元大模型及灵犀 X2。

（3）硬件完善：四大系列机器人，覆盖多种应用落地场景。截至目前，根据公司官网，智元已发布四大系列机器人。分别为：

①远征系列：面向 B 端客户。包含应用于营销客服、展厅讲解、商超导航等的交互服务机器人远征 A2；应用于柔性制造场景的远征 A2-W；应用于搬运、码垛等的重载特种机器人远征 A2 MAX。

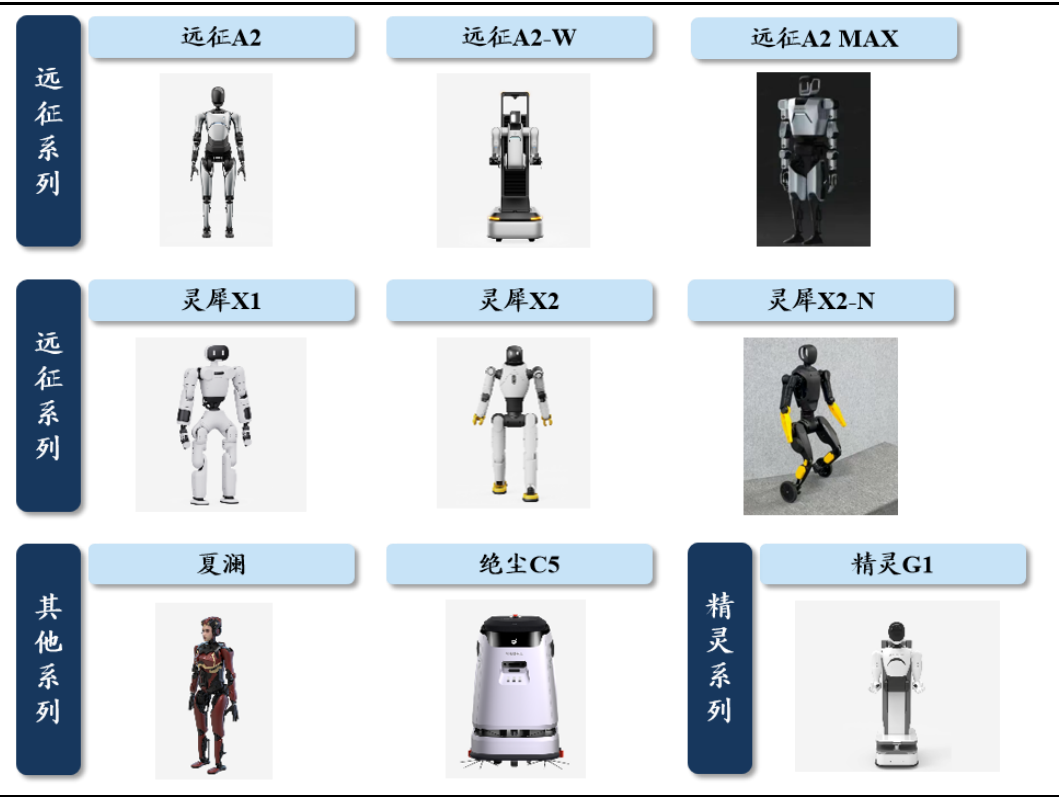
②灵犀系列：面向 C 端客户。该系列为全栈开源机器人，主要应用于康养、服务、家庭陪伴等多个日常领域。其中灵犀 X2 具备完善的运动、交互及作业能力，能够灵活应对各种需求，轻松实现奔跑、跳跃、舞蹈、骑车等高难度灵活动作。灵犀 X2-N 为 X2 的扩展形态，能够在轮式和足式两种形态之间切换。

③精灵系列：为主要用于数据采集与推理于一体的机器人，可采集、商业、家庭等

多种场景作业数据。

④其他系列：包括高仿真人脸交互机器人夏澜和清洁机器人绝尘 C5。

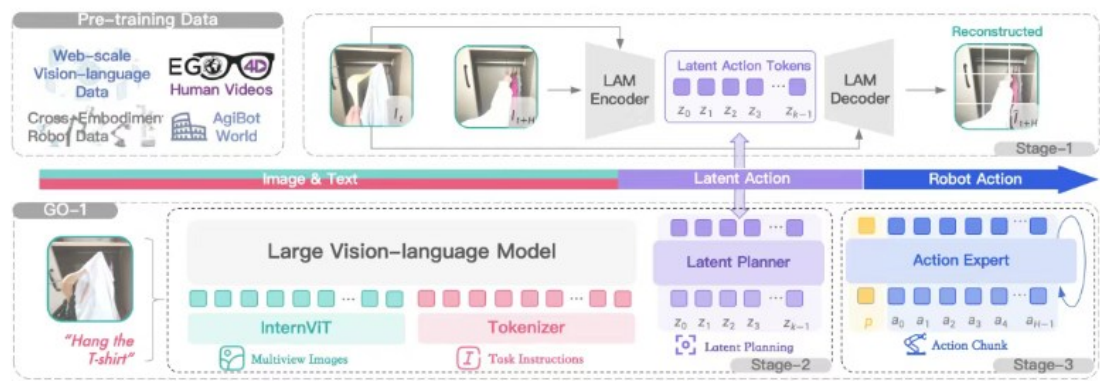
图24：智元机器人产品矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

（4）软件实力强：开创性使用 ViLLA 架构，GO-1 实现小样本快速泛化。依托 24 年 9 月自建的数采工厂，同年年底，智元推出了 AgiBot World，包含超过 100 万条轨迹、涵盖 217 个任务、涉及五大场景的大规模高质量真机数据集。基于 AgiBot World，智元发布了首个通用具身基座模型——GO-1。它提出了 Vision-Language-Latent-Action（ViLLA）架构，该架构由 VLM(多模态大模型) + MoE(混合专家)组成，其中 VLM 借助海量互联网图文数据获得通用场景感知和语言理解能力，MoE 中的 Latent Planner(隐式规划器)借助大量跨本体和人类操作视频数据获得通用的动作理解能力，MoE 中的 Action Expert(动作专家)借助百万真机数据获得精细的动作执行能力，三者环环相扣，实现了可以利用人类视频学习，完成小样本快速泛化，降低了具身智能门槛。

图25：GO-1 模型架构示意图



数据来源：上海经信委公众号，东吴证券研究所

（5）产业链整合完善：成立合资公司/投资创业公司，构建产业生态。自 24 年末以来，智元频频出手，与包括软通动力、富临精工、博众精工等的多家上市公司成立合资公司联合从事机器人业务。同时，智元直接出手投资数家具身智能产业链上的创业公司，包括了数字华夏、灵初智能、千觉机器人、富兴机电等，涵盖了机器人零部件、具身智能系统、仿生机器人等多个领域。智元凭借自身优势，选择生态打法，迅速联合各方资源，同时孵化其他创业公司，逐步建立起自己的产业生态

图26：智元机器人合资公司情况

合作上市公司	合资公司名称	智元机器人占股	投资时间
软通动力	软通天擎机器人	5%	2024 年 12 月
东阳光	光谷东智具身智能	15%	2025 年 2 月
富临精工	安努智能	20%	2025 年 2 月
蓝思科技	智启未来	15%	2025 年 3 月
卧龙电驱	希尔机器人	未工商变更	2025 年 3 月
博众精工	灵猴机器人	0.8%	2025 年 4 月
大丰实业	签署合作协议，尚未成立	15%	2025 年 4 月
均普智能	普智未来机器人	15%	2025 年 4 月

数据来源：智能涌现公众号，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

1. 核心假设

（1）环保高性能耐腐蚀材料：当前，公司已在多个细分领域积累雄厚，如新能源电池方面，公司和行业内多家龙头企业均有紧密的合作如南宁比亚迪新材料有限公司等，合作项目遍布贵州、云南、广西、四川、湖北等全国各地。我们预计该业务 2025-2027 年收入为 7.26/7.62/8.00 亿元，同比+5%/+10%/+5%，预计毛利率分别为 19%/20%/20%。

(2) 风电叶片材料: 公司通过前瞻性布局, 目前已进入到收获期: 2024 年初, 公司与金风科技、中材叶片达成合作进行全叶片试制; 3 月, 公司与西门子歌美飒签署合作意向书, 协议规定自 26 年起, 公司供应给西门子歌美飒的树脂将全部为可回收体系系列产品; 12 月, 公司与金风科技、中材叶片签署了关于促进风机资源绿色循环暨可回收再利用的共同合作协议。我们预计该业务未来将保持稳定增长, 预计 2025-2027 年收入 6.88/7.92/9.10 亿元, 同比+15%/+15%/+15%, 预计毛利率为 12%/12%/12%。

(3) 新型复合材料: 凭借其轻质、高强度、耐腐蚀及耐高温的卓越性能, 在低空产业中不可或缺, 被广泛用于机身、机翼、尾翼、旋翼、尾梁等关键结构件。我们预计随低空产业高速发展, 该项业务也将同步增长, 预计 2025-2027 年收入 1.02/1.17/1.29 亿元, 同比+20%/+15%/+10%, 预计毛利率为 28%/28%/28%。

(4) 循环经济材料: 我们预计该 2025-2027 年收入 0.30/0.33/0.37 亿元, 同比+10%/+10%/+10%, 预计毛利率为 8%/8%/8%。

(5) 转卖及其他: 我们预计该 2025-2027 年收入 0.94/0.97/1.00 亿元, 同比+3%/+3%/+3%, 预计毛利率为 9%/9%/9%。

2. 盈利预测

基于以上假设, 暂不考虑收购对公司主营业务的影响, 维持公司以环保高性能树脂材料为核心的业务结构。我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 16.41/18.01/19.76 亿元, 分别同比增长 9.83%/9.79%/9.70%。公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.95/1.08/1.17 亿元, 分别同比增长 7.07%/13.46%/8.62%。

表3: 公司分业务收入预测 (百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
环保高性能耐腐蚀材料	703.58	703.81	691.06	725.62	761.90	799.99
YoY	-4.81%	0.03%	-1.81%	5.00%	10.00%	5.00%
毛利率	18.47%	20.85%	19.16%	19.00%	20.00%	20.00%
风电叶片用材料	923.65	528.69	598.59	688.37	791.63	910.37
YoY	-13.63%	-42.76%	13.22%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	7.87%	9.06%	11.65%	12.00%	12.00%	12.00%
新型复合材料	104.43	84.12	85.03	102.03	117.33	129.07
YoY	-19.38%	-19.46%	19.56%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	20.00%	17.51%	28.43%	28.00%	28.00%	28.00%
循环经济材料			27.44	30.18	33.20	36.52
YoY				10.00%	10.00%	10.00%
毛利率			7.81%	8.00%	8.00%	8.00%

转卖及其他	923.65	528.69	598.59	94.46	97.30	100.22
YoY	-4.77%	-35.23%	10.54%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	13.80%	12.12%	9.30%	9.00%	9.00%	9.00%
收入合计	1859.76	1,399.59	1,493.82	1,640.66	1,801.36	1,976.17
YoY	-10.27	-24.74	6.73	9.83	9.79	9.70
毛利润合计	241.14	219.47	237.00	237.00	259.96	291.64
综合毛利率	12.97	15.68	15.87	15.84	16.19	16.06

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司方面，我们选取与公司业务和商业模式相近的化学纤维行业公司华峰化学（002064.SZ）、化学原料行业公司卫星化学（002648.SZ）、化学制品行业公司巨化股份（600160.SH）作为可比公司。截至 2025 年 7 月 8 日，2025-2027 年可比公司 PE 均值为 14x/11x/9x。

表4：可比公司估值表（截至 2025 年 7 月 8 日）

2025/2/11		货币	收盘价	市值 (亿)	归母净利润（亿元）				PE			
股票代码	公司简称				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
002064.SZ	华峰化学	CNY	6.74	334	22.2	25.5	31.8	34.6	15	13	11	10
002648.SZ	卫星化学	CNY	17.63	594	60.7	69.8	90.7	109.9	10	9	7	5
600160.SH	巨化股份	CNY	28.79	777	19.6	39.7	49.5	60.6	40	20	16	13
平均									22	14	11	9
688585.SH	上纬新材	CNY	7.78	31	0.89	0.95	1.08	1.17	35	33	29	27

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 投资建议

上纬新材是国内领先的环保高性能树脂材料企业，持续深耕风电、轨交、新能源等高端应用市场。当前产品涵盖乙烯基酯树脂、特种不饱和聚酯树脂、手糊树脂、胶粘剂、HYVER 树脂及环保友好型树脂等系列，广泛应用于轨道交通、电力、石化、风电、新能源汽车等下游场景。由于收购具有不确定性，故暂不考虑智元系收购影响，我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.95/1.08/1.17 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 33x/29x/27x，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5. 风险提示

- 1. 下游风电行业竞争加剧风险。当前风电项目招标价格不断逼近风电整机厂商成本水平，若未来竞争进一步加剧，将会同步影响对公司的采购需求。
- 2. 人形机器人产业化进程不及预期。智元是人形机器人行业的领军企业。若人形机

器人产业化进程不及预期，缺乏商业化落地场景，将会影响其未来发展。

3. **重大股权调整带来相应风险。**公司控股股东发生变化,且后续要约收购尚未落地,当前重大股权调整事项可能带来一定潜在风险。

上纬新材三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,242	1,286	1,420	1,552	营业总收入	1,494	1,641	1,801	1,976
货币资金及交易性金融资产	271	217	250	268	营业成本(含金融类)	1,257	1,381	1,510	1,659
经营性应收款项	770	831	907	1,001	税金及附加	4	4	4	5
存货	180	163	188	208	销售费用	34	39	43	47
合同资产	0	0	0	0	管理费用	63	63	70	78
其他流动资产	21	74	75	75	研发费用	30	34	38	41
非流动资产	718	723	727	728	财务费用	(13)	0	0	0
长期股权投资	188	179	168	157	加:其他收益	2	2	2	2
固定资产及使用权资产	258	267	278	288	投资净收益	5	2	2	3
在建工程	23	22	20	15	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	41	46	52	58	减值损失	(12)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	114	124	141	152
其他非流动资产	208	210	210	210	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	1,960	2,009	2,147	2,280	利润总额	115	124	141	152
流动负债	674	666	730	785	减:所得税	27	29	34	36
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	10	10	10	净利润	88	94	107	116
经营性应付款项	381	371	421	464	减:少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
合同负债	5	4	5	5	归属母公司净利润	89	95	108	117
其他流动负债	280	280	295	305	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.22	0.24	0.27	0.29
非流动负债	15	15	15	15	EBIT	106	124	141	152
长期借款	7	7	7	7	EBITDA	145	155	174	188
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.87	15.84	16.19	16.06
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	5.94	5.79	5.98	5.92
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	6.73	9.83	9.79	9.70
负债合计	690	681	745	800	归母净利润增长率(%)	25.01	7.07	13.46	8.62
归属母公司股东权益	1,266	1,325	1,398	1,478					
少数股东权益	4	4	3	2					
所有者权益合计	1,270	1,329	1,401	1,480					
负债和股东权益	1,960	2,009	2,147	2,280					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26	68	102	88	每股净资产(元)	3.14	3.28	3.47	3.66
投资活动现金流	(84)	(86)	(34)	(33)	最新发行在外股份(百万股)	403	403	403	403
筹资活动现金流	(25)	(34)	(34)	(37)	ROIC(%)	6.47	7.13	7.70	7.93
现金净增加额	(84)	(54)	33	18	ROE-摊薄(%)	7.00	7.17	7.70	7.92
折旧和摊销	39	32	33	36	资产负债率(%)	35.18	33.88	34.72	35.07
资本开支	(16)	(44)	(47)	(47)	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.39	33.05	29.13	26.82
营运资本变动	(105)	(55)	(36)	(60)	P/B(现价)	2.48	2.37	2.24	2.12

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

免责声明

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

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

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>