

# 科达利 (002850.SZ)

## 锂电结构件龙头，二次创业机器人赛道

买入 (首次评级)

### 投资要点:

➤ **科达利：精密结构件行业龙头公司，近 30 年深耕积累深厚。**公司主营业务为锂电池结构件和汽车结构件。其中，锂电池结构件为核心业务，营收占比基本维持 95% 左右。2024 年公司营收 120.3 亿元，同比+14.4%，归母净利润 14.7 亿元，同比+22.5%。2025Q1 公司营业收入 25.1 亿元，同比+20.5%，实现归母净利润 3.9 亿元，同比+25.5%。期间公司毛利率水平温和回落趋势下，但净利率稳中有升，体现公司强大的费用管控能力。

➤ **锂电池结构件行业维持稳健增长，龙头企业先发优势持续深化。**结构件市场下游的主要增量市场为新能源车和储能市场。据公司公告援引 EVTank 预测，未来 2024-2030 年间，全球新能源车销量年均复合增速可达 17%，储能电池市场年均复合增速可达 27%，市场前景维持高增。行业特点来看，结构件行业技术难度高、初期资本开支大，有助于龙头企业巩固先发优势。科达利作为行业龙头公司，我们认为具有以下三大竞争优势：1) 行业商务客制化明显，公司通过交互式模式加深客户商务绑定；2) 分布式产能布局紧贴核心客户，积极加速海外产能布局抢占利润市场；3) 公司重视研发投入，研发费用逐年稳步提升，研发人员占比常年维持在 20% 以上。

➤ **多方合作进军机器人赛道，布局谐波减速器和关节模组两大环节。**2024 年 4 月，科达利与盟立及其子公司盟英三者成立合资公司科盟，持股比例 40%，主要拓展机器人结构件业务，尤其是谐波减速器和关节模组。其中，技术方提供减速器及电机设计，科达利负责精密制造、量产和商务资源。同年 9 月，公司与盟立、伟创电气合资设立合资子公司伟达立，持股比例 30%，主要拓展机器人关节模块业务。公司积极拓展机器人业务的主要竞争优势有：1) 核心主机厂和电池厂的商务关系基础；2) 多年精密制造量产经验；3) 成本控制能力等。2025 年 4 月，子公司科盟正式发布七款机器人核心传动技术新品，涵盖轻量化、结构紧凑、扭矩/重量比、高精度&高负载稳定性四大技术方向，未来产品送样定点进展值得期待。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 148.1、178.1、214.2 亿元，同比分别增长 23.1%、20.3%、20.3%；归母净利润为 17.7、21.7、26.9 亿元，同比增速分别为 20.4%、22.3%、24.1%，采用可比公司估值法，以 2025 年 8 月 11 日收盘价为基准，2025-2027 年可比公司 PE 均值分别为 40.5、30.9、25.1X，公司 PE 为 17.9、14.7、11.8X。我们认为，公司深耕精密结构件行业近 30 年，具备强大的研发能力和深厚的商务基础，未来有望通过海外基地进一步扩大市场份额，中期具备谐波减速器、关节模组等相关人形机器人核心部件的高成长性业务，有望额外提供估值弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险、新能源车或储能需求增长不及预期风险、机器人产业化节奏不及预期风险、国际地缘政治风险和汇率风险

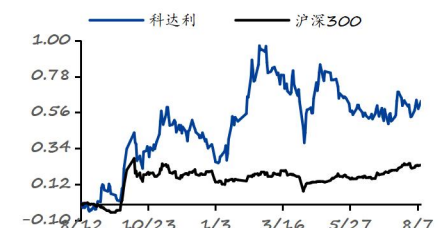
| 财务数据和估值   | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 10,511 | 12,030 | 14,808 | 17,807 | 21,419 |
| 增长率       | 21%    | 14%    | 23%    | 20%    | 20%    |
| 净利润（百万元）  | 1,201  | 1,472  | 1,772  | 2,167  | 2,689  |
| 增长率       | 33%    | 23%    | 20%    | 22%    | 24%    |
| EPS（元/股）  | 4.39   | 5.38   | 6.48   | 7.92   | 9.83   |
| 市盈率（P/E）  | 26.5   | 21.6   | 17.9   | 14.7   | 11.8   |
| 市净率（P/B）  | 3.0    | 2.7    | 2.5    | 2.2    | 1.9    |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 日期            | 2025-08-11    |
| 收盘价:          | 116.31 元      |
| 总股本/流通股本(百万股) | 273.51/196.84 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 22,894.19     |
| 每股净资产(元)      | 44.27         |
| 资产负债率(%)      | 38.08         |
| 一年内最高/最低价(元)  | 148.80/68.51  |

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

|                      |                     |
|----------------------|---------------------|
| 分析师:                 | 邓伟(S0210522050005)  |
| DW3787@hfzq.com.cn   |                     |
| 研究助理:                | 陈瑞标(S0210124080041) |
| crb30651@hfzq.com.cn |                     |

### 相关报告

## 正文目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1 锂电池精密结构件行业龙头企业              | 4  |
| 1.1 精密制造起家，拓展业务领域             | 4  |
| 1.2 主营业务明确集中，产品构成多样化          | 4  |
| 1.3 股权结构集中稳定，积极投资区域子公司        | 5  |
| 1.4 主业稳健增长，盈利能力持续提升           | 6  |
| 2 锂电池结构件市场稳健增长，龙头企业先发优势持续深化   | 7  |
| 2.1 动力、储能双轮驱动，锂电池结构件市场维持高增长   | 7  |
| 2.2 行业准入门槛高，构筑龙头护城河           | 9  |
| 2.2.1 产品工艺复杂形成技术和工程壁垒         | 9  |
| 2.2.2 验证周期长，投资门槛高             | 10 |
| 2.3 公司亮点：客制化加强客户粘性，配套建厂绑定商务合作 | 11 |
| 2.3.1 客制化加深客户粘性，强化公司先发优势      | 11 |
| 2.3.2 推动产能扩张，加速海外布局           | 11 |
| 2.3.3 重视研发投入，专利技术领先           | 12 |
| 3 进军机器人赛道，探索第二成长曲线            | 13 |
| 3.1 政策持续加码扶持行业发展，中期市场需求空间广阔   | 13 |
| 3.2 公司积极推进多方合作，加速第二赛道布局       | 15 |
| 3.3 合资企业新品陆续发布，产业化放量指日可待      | 15 |
| 4 盈利预测与投资建议                   | 16 |
| 4.1 盈利预测                      | 17 |
| 4.2 投资建议                      | 17 |
| 5 风险提示                        | 18 |

## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图表 1：科达利发展历程                            | 4  |
| 图表 2：科达利营业收入构成                          | 5  |
| 图表 3：科达利产品分类多元                          | 5  |
| 图表 4：科达利股权结构图（截至 2025 年 3 月末）           | 6  |
| 图表 5：公司营业收入稳健增长                         | 6  |
| 图表 6：公司盈利能力维持高速增长                       | 6  |
| 图表 7：毛利率下行趋势下，净利率稳中有升                   | 7  |
| 图表 8：研发、管理费用率逐年回落                       | 7  |
| 图表 9：锂电池结构件产业链情况                        | 7  |
| 图表 10：国内外新能源汽车销售量高增                     | 7  |
| 图表 11：国内外动力电池装车量同步高增长                   | 7  |
| 图表 12：2020-2024 年储能电池市场 CAGR 达 90%      | 8  |
| 图表 13：2024-2030 年全球锂电池出货量预期 CAGR 维持 22% | 8  |
| 图表 14：方形壳体、盖板结构分解图                      | 9  |
| 图表 15：方形盖板、壳体制作工艺流程图                    | 9  |
| 图表 16：宁德时代采购流程图                         | 10 |
| 图表 17：科达利部分项目投资金额、建设周期和回本周期             | 10 |
| 图表 18：科达利交互式研发模式全流程                     | 11 |
| 图表 19：科达利海外规划基地概览                       | 12 |
| 图表 20：科达利研发费用率常年维持在 6%左右                | 12 |
| 图表 21：科达利研发人员占比持续维持在 20%+               | 12 |
| 图表 22：2024 年科达利累计专利数达 522 件             | 13 |
| 图表 23：国内人形机器人产业政策持续加码                   | 14 |
| 图表 24：2024-2035 年人形机器人销量预期              | 14 |
| 图表 25：2024-2035 年人形机器人市场空间预期            | 14 |
| 图表 26：科达利持股科盟 40%                       | 15 |

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 图表 27: 科达利持股伟达立 30% ..... | 15 |
| 图表 28: 深圳科盟产品分类说明 .....   | 16 |
| 图表 29: 伟达立产品型谱图 .....     | 16 |
| 图表 30: 公司收入拆分预测表 .....    | 17 |
| 图表 31: 可比公司估值表 .....      | 18 |
| 图表 32: 财务预测摘要 .....       | 19 |



## 1 锂电池精密结构件行业龙头企业

### 1.1 精密制造起家，拓展业务领域

科达利创立于1996年，于2017年在深交所中小板上市，是一家锂电池精密结构件和汽车结构件研发及制造企业。公司自模具设计与制造起家，并自此积累起精密制造技术的技术与经验，现已成为行业领军企业。

2000年，公司进入技术的积累和扩展阶段，并专注于动力电池和储能电池的结构件研发。自2010年后，公司不断提升技术水平，优化自身生产工艺，成为锂电池结构件领域重要参与者，相继发展大量海内外优质客户，为公司在新能源行业的快速发展提供了坚实基础。

公司积极响应市场需求，持续扩产国内外产能。先后在上海、西安、惠州、江苏、大连、福建成立控股子公司，同时积极开拓国际市场，提升国际市场占有率，在德国、瑞典等地设立生产基地，并于2021年成立匈牙利科达利有限公司、于2024年设立美国科达利建设生产基地。2024年4月，公司与台湾盟立、盟英合资成立子公司深圳科盟创新机器人科技有限公司，公司持股40%；2024年9月，公司与伟创电气、台湾盟立投资成立深圳市伟达立，公司持股30%，计划形成合作优势互补，进军机器人零部件行业。

图表 1：科达利发展历程



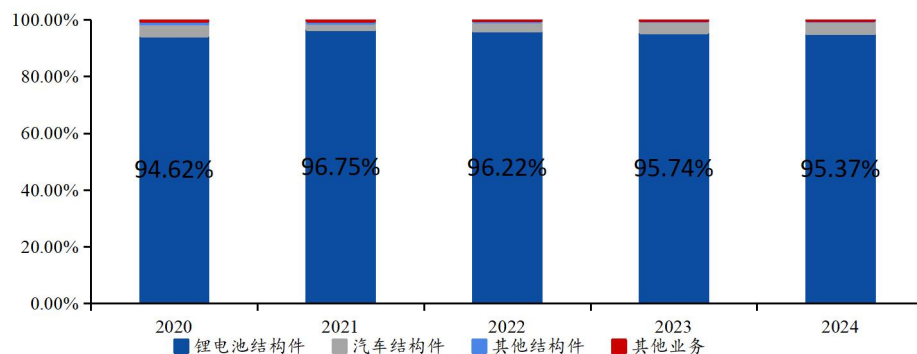
数据来源：公司官网、公司公告、科达利实业公众号，华福证券研究所

### 1.2 主营业务明确集中，产品构成多样化

**锂电池结构件业务占比维持95%左右，产品品类多元。**公司主营业务为锂电池结构件和汽车结构件。其中，锂电池结构件为核心业务，占比基本维持在95%左右，是公司主要收入来源。汽车结构件整体占比较小，但自2022年以来逐年提升。科达利产品涵盖锂电池、电动汽车、消费电子等多个终端领域，结构件覆盖全面、应用领域广泛。动力电池结构件细分丰富，包括方形壳体、软包、圆柱、连接片、盖板等多个维度，体现出公司从电芯级到模组级的一体化制造能力，适配不同主流电池技术路线（方壳、软包、圆柱）。汽车结构件技术跨度大、模块化程度高，涉及车身、电子、三电系统等多个模块，产品形态既有大型结构件如电池托盘、纵梁，也

有精密件如母排模组、连接器，满足新能源汽车轻量化与集成化趋势。

图表 2：科达利营业收入构成



数据来源：iFinD、公司公告，华福证券研究所

图表 3：科达利产品分类多元

| 产品类别   | 产品名称                                                                                                               |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 锂电池结构件 | 方形铝壳、移动电池铝壳、移动电池方壳（2 种）、动力电池、锂离子动力电池精密结构件、铝极柱、方形盖板、母排（软链接）、铜软连接、移动电池盖板（2 种）、铜铝复合极柱、圆形盖板、圆形防爆锂电池盖板（2 种）、移动电池圆壳、引脚盖板 |
| 汽车结构件  | 汽车零部件（10 种）、汽车中控仪表、汽车座椅、电枢、车门拉手系列、EPB 电机驱动总成、汽车车锁系列                                                                |
| 其他结构件  | 铜铝软连接、EV 大功率连接器、电网铁路模块、EV 马达接线端子、PV 逆变模块、EV 逆变模块、HEV 逆变模块                                                          |

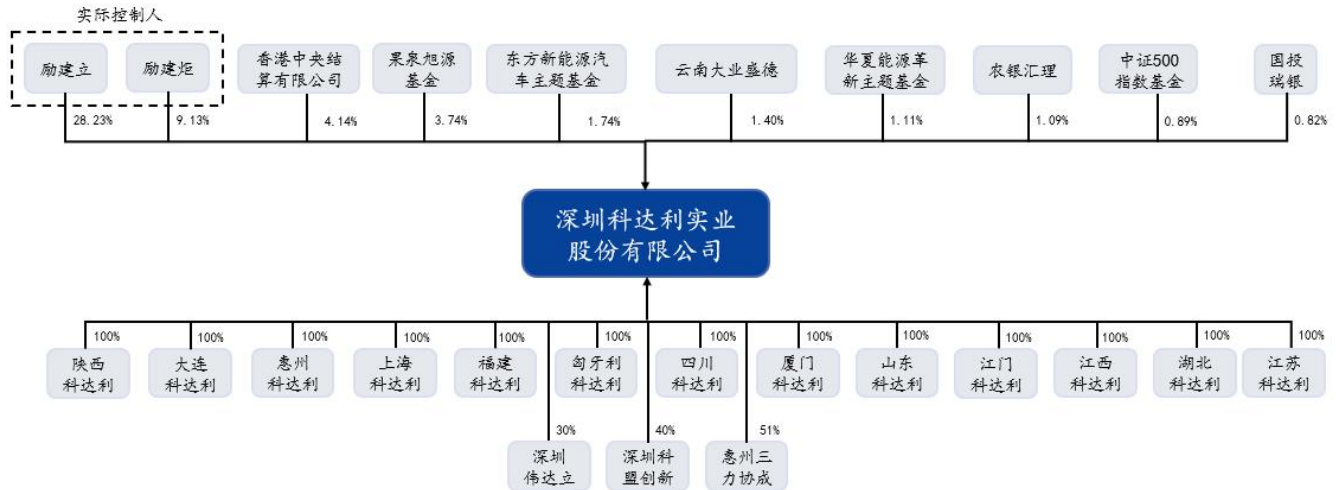
数据来源：公司官网，华福证券研究所

### 1.3 股权结构集中稳定，积极投资区域子公司

**励建立、励建炬兄弟为公司实控人，股权结构稳定。**截至 2025 年一季度末，励建立和励建炬兄弟二人分别持有企业股份 28.23%、9.13%，合计持股约 37.36%。励建立先生在公司担任董事长职位，励建炬在公司担任董事职位。

**投建区域子公司巩固商务关系，积极建设合资公司进军机器人行业。**公司在华东、华南、华中、东北、西北、西南等锂电池行业重点区域均设有生产基地，覆盖国内动力电池产业重点区域。此外，公司还在德国、瑞典和匈牙利设立了海外生产基地，满足海外客户的产能需求。2024 年 4 月，科达利作为实际控股方出资占比 40%，与台湾盟立、盟英科技共同出资设立子公司深圳科盟创新；2024 年 9 月，与苏州伟创电气、台湾盟立设立参股子公司深圳伟达立，三方各出资 30%，进入机器人零部件行业。

图表 4：科达利股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

#### 1.4 主业稳健增长，盈利能力持续提升

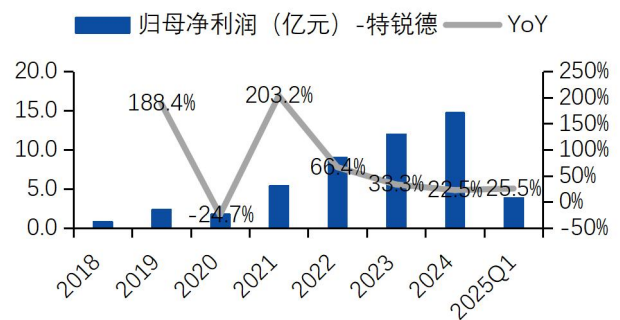
公司经营状况良好，营收、盈利水平稳步增长。2020-2024 年，科达利营业收入分别为 19.85/44.68/86.54/105.11/120.30 亿元，年均复合增长率为 56.9%；归母净利润分别为 1.79/5.42/9.01/12.01/14.76 亿元。2025Q1 公司营业收入 25.1 亿元，同比+20.5%，实现归母净利润 3.9 亿元，同比+25.5%。

图表 5：公司营业收入稳健增长



数据来源：公司公告、Wind、华福证券研究所

图表 6：公司盈利能力维持高速增长

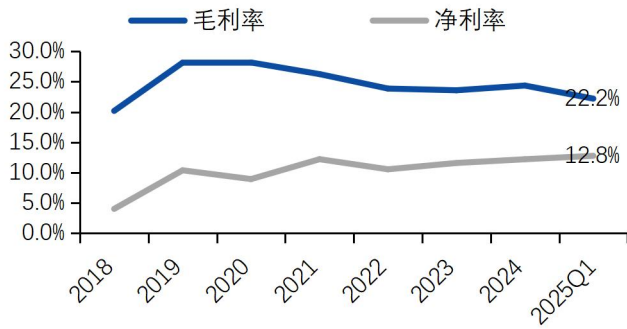


数据来源：公司公告、Wind、华福证券研究所

**毛利率持续下滑，净利率稳中有升。**公司毛利率从 2020 年的 28.16%下降至 2024 年的 24.36%，主要考虑到行业价格竞争加剧，向上游传导成本压力。公司 2022-2024 年间，公司净利率仍呈现稳步向上爬坡趋势，体现出公司强大的费用管控能力。

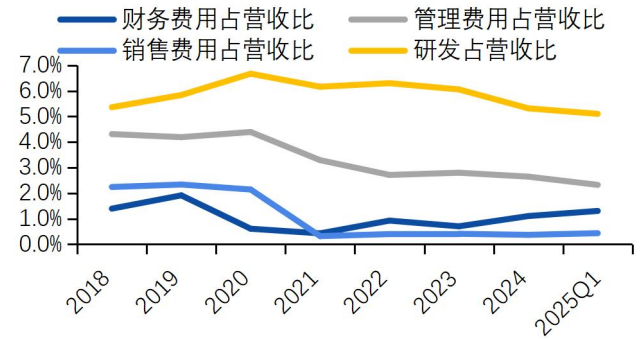
**费用率管理得当，管理、研发费用率逐年回落。**公司销售费用率从 2020 年的 2.14%下降至 2024 年的 0.37%，主要系科达利客户集中度高，销售以直供大客户为主，销售推广和渠道成本持续降低。管理费用率从 2020 年的 4.39%下降至 2024 年的 2.64%，主要得益于规模效应的成本分摊。研发费用从 2020 年的 6.67%温和回落至 2024 年的 5.32%，但仍是公司最大的费用支出项，体现出公司对于技术研发的重视。

图表 7：毛利率下行趋势下，净利率稳中有升



数据来源：公司公告、Wind，华福证券研究所

图表 8：研发、管理费用率逐年回落



数据来源：公司公告、Wind，华福证券研究所

## 2 锂电池结构件市场稳健增长，龙头企业先发优势持续深化

### 2.1 动力、储能双轮驱动，锂电池结构件市场维持高增长

锂电池结构件处于产业链中游核心地位，市场景气度与下游需求强相关。锂电池结构件作为连接上游材料（如铝、铜、镍）与下游动力电池、储能系统、电动汽车的中游核心环节，在确保电池安全性、一致性和高集成度方面发挥着不可替代的作用。核心产品包括铝壳、盖板、极柱等关键结构件，广泛应用于动力电池、储能电池及新能源汽车轻量化结构，其具备定制化、高精度、批量交付等特点。

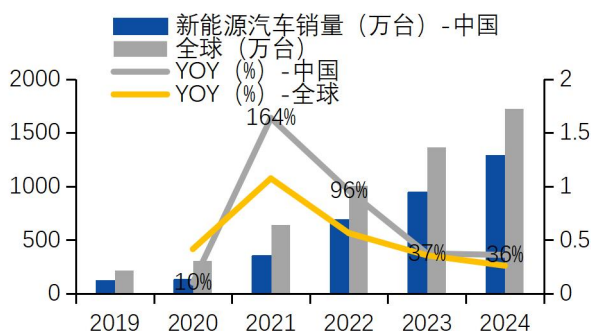
图表 9：锂电池结构件产业链情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

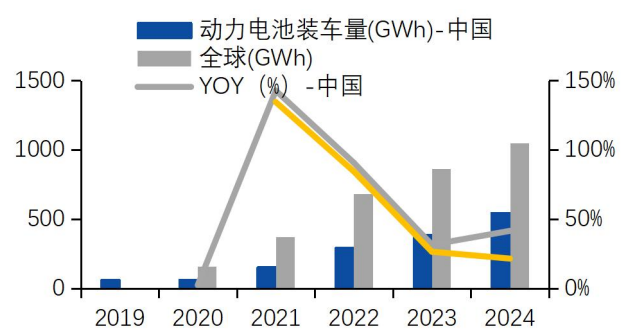
全球新能源车市场蓬勃发展，驱动锂电池市场需求。2024 年中国新能源汽车销量达 1286.5 万台，同比+36%，对应国内动力电池装车量为 548.5GWh，同比+41%。2024 年全球新能源车销量为 1724.2 万台，同比+26%，对应全球动力电池装车量为 1051.2GWh，同比+21%。据公司公告援引 EVTank 预测，2030 年全球新能源车销量或将突破 4405 万台，2024-2030 年均复合增速约为 17%。

图表 10：国内外新能源汽车销售量高增



数据来源：iFinD、中汽协、CleanTechnica，华福证券研究所

图表 11：国内外动力电池装车量同步高增长

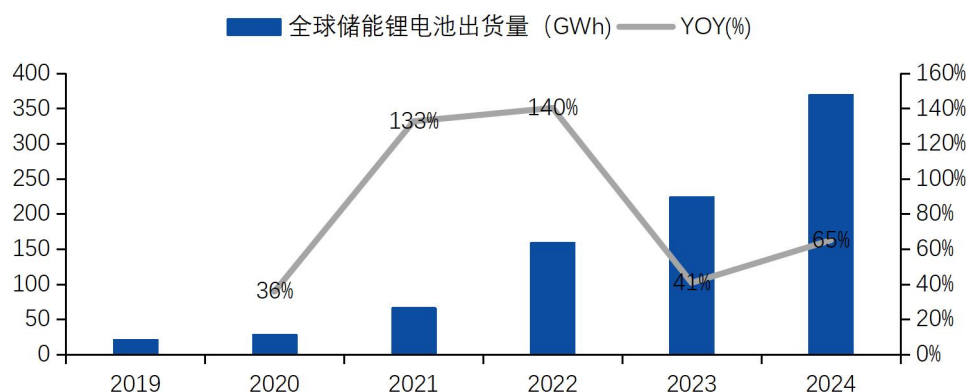


数据来源：中国动力电池联盟、iFinD，华福证券研究所

全球“双碳”背景下储能需求快速释放，为锂电池市场提供第二需求增长曲线。

随着全球能源结构加速向低碳化和可再生方向转型，储能技术已成为支撑新型电力系统不可或缺的关键要素。锂离子电池，凭借其高能量密度、长循环寿命以及卓越快速充放电能力，在储能领域占据了核心地位。2024 年，全球储能锂电池出货量为 369.8GWh，同比+65%，2020-2024 年间全球储能锂电池出货量复合增速约 90%，市场空间增长强劲。据公司公告援引 EVTank 预测，到 2030 年全球储能锂电池出货量将增至 1,550.0GWh，2024-2030 年间复合增速有望维持在 27%。

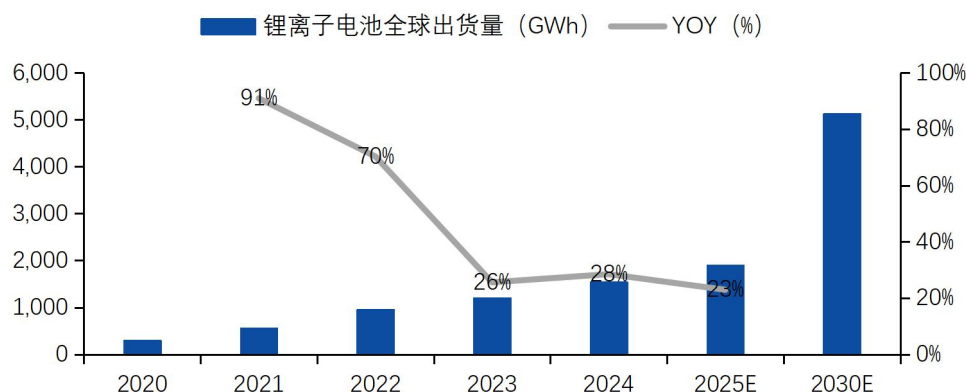
图表 12：2020-2024 年储能锂电池市场 CAGR 达 90%



数据来源：同花顺金融、iFinD，华福证券研究所

动力、储能双轮驱动锂电池市场增长，2024-2030 年间锂电池出货量 CAGR 有望维持在 20%+。2024 年，锂电池在全球出货量为 1545.10 GWh，同比+28%，2020-2024 年 CAGR 约为 51%。据 EVTank 在《中国锂离子电池行业发展白皮书（2025 年）》中预计，全球锂离子电池出货量在 2025 年和 2030 年将分别达到 1899.3GWh 和 5127.3GWh，对应 2024-2030 年年均复合增速有望继续维持在 20%以上，为上游结构件材料高增提供坚实的需求基础。

图表 13：2024-2030 年全球锂电池出货量预期 CAGR 维持 22%



数据来源：EVTank，华福证券研究所

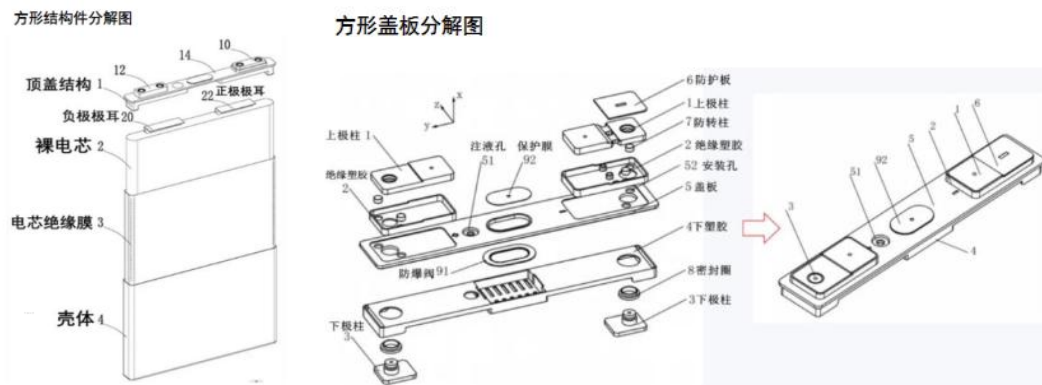
## 2.2 行业准入门槛高，构筑龙头护城河

### 2.2.1 产品工艺复杂形成技术和工程壁垒

锂电池结构件作为动力系统中承担封装、连接、导电、散热等多重功能的关键部件，其本质是一项高度依赖精密制造与多工艺协同的复杂零部件产业，对产品结构精细、制程复杂方面有较高的技术要求。

**产品形态复杂、结构紧凑，对设计与制造精度要求高。**锂电池硬壳结构件主要包括壳体、盖板、连接片等，盖板和壳体主要通过激光焊接的方式连接为一个整体。壳体结构作为电芯的载体，其主要功能是容纳裸电芯、提供外部支撑与初步密封，结构强度、散热等性能是衡量电池工作能力的重要指标；盖板为电芯最关键的功能性结构之一，主要起到密封、电流导通和保护的作用，结构更为复杂，在完成正负极引出之余，还集成了多个精密部件如防爆阀、绝缘件、极柱、注液口等。

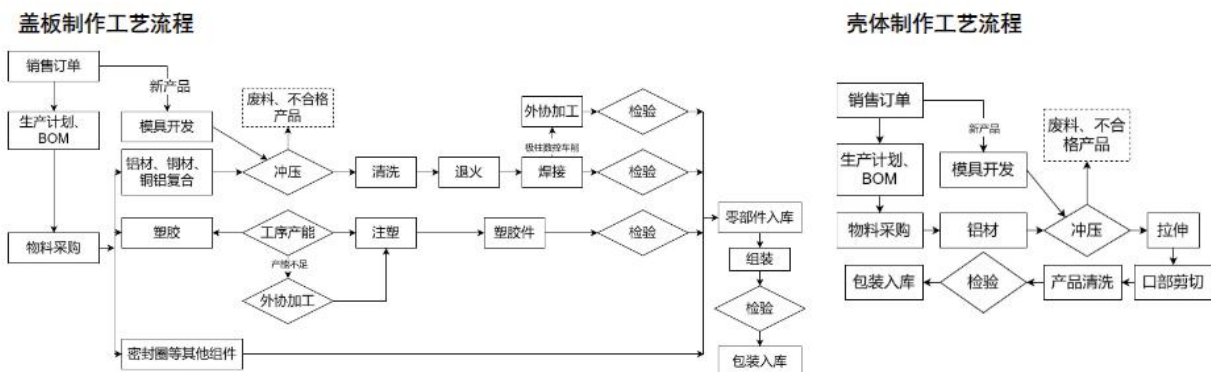
图表 14：方形壳体、盖板结构分解图



数据来源：震裕科技招股说明书，华福证券研究所

**工艺流程链条长，对制程集成能力要求高。**结构件往往作为高安全敏感件进入电芯内部或模组系统，其最终成品需通过主机厂、电池厂的多轮验证测试，如冷热循环、跌落冲击、气密性测试、化学兼容性验证等，对产品可靠性与过程一致性提出极高要求。在制作流程之初，对于新产品配套模具的开发设计，在企业规模、研发投入、设备精度等多方面设置了相当高的行业进入门槛。

图表 15: 方形盖板、壳体制作工艺流程图



数据来源：震裕科技招股说明书，华福证券研究所

### 2.2.2 验证周期长，投资门槛高

产品验证周期长，头部客户通常需要 1-2 年。结构件属于动力电池的核心安全件之一，产品需经历严格的客户验证流程，尤其在一线动力电池企业与主机厂的供应体系中，结构件供应商通常需经过 12-24 个月的审核与认证周期，涵盖样品开发、小批试制、量产验证、质量审核等多个环节，耗时长、门槛高。即使具备产能与设备能力，未通过客户技术路线适配和长期协同，也难以实现大规模导入。

图表 16：宁德时代采购流程图



数据来源：宁德时代招股说明书，华福证券研究所

行业属于重资产投资，前期资本开支压力较大。结构件项目通常涉及冲压、注塑、模具、检测等多环节设备投入，且为满足客户同步开发需求，需要进行提前布局 and 冗余产能建设。以科达利为例，单个结构件项目投资往往在数亿元级别，前期投入、后期回报的生产周期对企业的现金流管理和资本调度能力提出极高要求。科达利等头部厂商依托多年积累的资金沉淀与盈利能力，实现多地同步扩产，快速响应扩张节奏，而新进入者则难以在短期内完成资金到位和项目交付闭环。科达利资金沉淀优势显著，支撑其大规模多点扩张布局。公司通过多年稳健经营积累了雄厚的内部资金实力，同时保持良好的盈利能力与现金流管理水平，具备较强的资本调度与项目融资能力，近年单项投资金额基本达到数亿元级别。在全球客户同步开发、产能冗余布局要求提升的背景下，科达利能够同步推进多地项目建设，快速实现产能释放与本地化供货，体现出公司在资金组织效率与扩产节奏管理上的核心竞争力，进一步巩固了其在行业中的龙头地位。

图表 17：科达利部分项目投资金额、建设周期和回本周期

| 项目名称                | 投资金额<br>(亿元) | 项目建设期 (年) | 税后投资回报期 (年) |
|---------------------|--------------|-----------|-------------|
| 惠州动力锂电池精密结构件项目      | 3.46         | 1.50      | 5.00        |
| 深圳动力锂电池精密结构件扩产和技改项目 | 1.50         | 1.50      | 4.35        |
| 西安动力锂电池精密结构件扩产和技改项目 | 1.04         | 1.50      | 4.21        |
| 上海动力锂电池精密结构件扩产和技改项目 | 1.00         | 1.50      | 4.16        |
| 锂电池精密结构件研发中心建设项目    | 0.73         | 1.50      | -           |
| 新能源汽车结构件厂房及综合楼项目    | 2.11         | 3.00      | 6.88        |
| 科达利德国有限责任公司项目       | 5.05         | -         | -           |
| 匈牙利科达利有限责任公司项目      | 3.52         | -         | -           |

|                    |      |   |   |
|--------------------|------|---|---|
| 科达利瑞典有限责任公司项目      | 3.08 | - | - |
| 湖北新能源汽车动力电池精密结构件项目 | 6.79 | - | - |

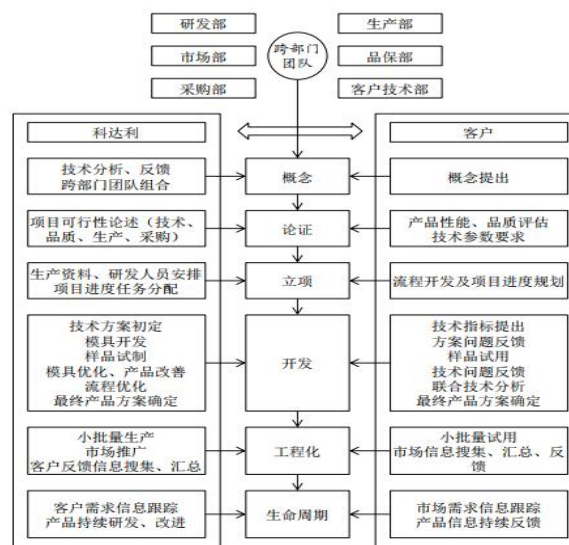
数据来源：科达利招股说明书、华福证券研究所

## 2.3 公司亮点：客制化加强客户粘性，配套建厂绑定商务合作

### 2.3.1 客制化加深客户粘性，强化公司先发优势

行业商务客制化明显，公司交互式模式加深客户商务绑定。动力电池及新能源汽车企业在结构件选型上强调产品匹配性与供应可靠性，一旦完成导入验证，极少更换供应商。结构件企业需根据客户需求进行定制化开发，并持续满足其快速迭代的产品要求，从而实现协同式成长。客户绑定的高粘性要求企业具备长期、稳定的批量交付能力，具备规模优势的企业能够更好地贴近客户产线，提供供货、模块化交付等配套服务，从而在客户侧构建稳定合作格局。这种深度合作关系高度依赖企业产能基础与管理体系，构成了新进入者难以撼动的行业壁垒。结构件产品迭代节奏快、客户定制化程度高，具备深厚研发基础与快速响应能力的企业更具先发优势。

图表 18：科达利交互式研发模式全流程



数据来源：科达利招股说明书、华福证券研究所

### 2.3.2 推动产能扩张，加速海外布局

分布式产能布局紧贴核心客户，夯实供货响应与客户协同能力。为贴近客户产线、响应本地化配套需求，科达利已在华东、华南、华中、东北、西南、西北等多个锂电池产业核心区域布局生产基地，基本实现对宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达等主流客户的全国化覆盖。各基地可有效服务客户多地投产战略，提高供货响应效率和综合协同能力。分布式布局策略使公司在电池结构件产品中具备快速响应、定制供货、柔性制造等综合交付能力优势，持续增强客户黏性，为产能释放和市占率提升提供稳定支撑。

前瞻布局全球产能网络，夯实海外供货与客户跟随能力。面对动力电池全球化

产能迁移趋势,科达利已前瞻性推动欧洲、美洲及东南亚市场的产能布局,覆盖 CATL、LG、新能源主机厂等海外客户项目,逐步建立起全球交付网络。其中,德国、瑞典、匈牙利等欧洲基地已实现部分产能交付,标志着公司海外供货能力初具规模;美国与马来西亚项目将作为中长期增长储备,为日后客户跟随式布局提供产能基础,进一步拓展海外收入占比。

图表 19：科达利海外规划基地概览

| 基地   | 分期 | 规划产值    | 投资金额     | 规划时间        | 投产时间      |
|------|----|---------|----------|-------------|-----------|
| 德国   | 一期 | 1 亿欧元   | 6000 万欧元 | 2020 年 3 月  | 2022H2    |
| 瑞典基地 | 一期 | 1.2 亿欧元 | 5000 万欧元 | 2020 年 10 月 | 2022 年底   |
| 匈牙利  | 一期 | 0.8 亿欧元 | 8000 万欧元 | 2020 年 11 月 | 2022H1    |
| 美国   | 一期 | 0.7 亿美元 | 4900 万美元 | 2024 年 5 月  | 预计 2027 年 |
| 马来西亚 | 一期 | 13 亿元   | 6 亿元     | 2024 年 10 月 | 预计 2028 年 |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

随着欧美市场本地化采购趋势上升,电池结构件供应链也从“出口模式”向“本地制造”转型。科达利作为结构件龙头厂商,正以技术能力、模具开发与协同交付能力为核心优势,绑定国际客户,推动海外份额扩张,公司将形成覆盖中日韩、欧洲、美洲、东南亚的“一体两翼多节点”全球交付格局,发展空间广阔。

2.3.3 重视研发投入，专利技术领先

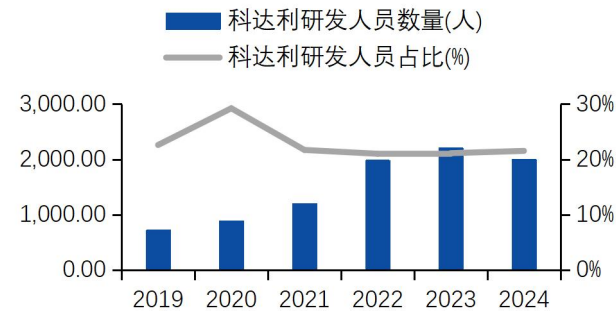
公司研发投入总额稳步提升,研发人员占比维持在 20% 以上。2024 年研发支出达 63,945.55 万元,较 2019 年翻了近 4.9 倍,特别是在 2021 年之后,公司研发投入呈现加速趋势,显示其跟随产品结构升级和客户拓展不断加大技术投入;研发费用占比维持在 5% - 6% 之间,显示出公司收入扩张的同时,研发强度未被稀释,保持这一投入比例对于保持企业技术领先性、应对客户定制化需求有重要支撑作用。研发团队规模从 2019 年的 722 人提升至 2024 年的 1997 人,人员数量三年增长超 2 倍;虽然人员占比从 2020 年高点的 29.22% 有所回落,但仍维持在 21% 以上的较高水平,表明公司在规模扩张背景下仍重视技术型人才队伍建设;研发团队占比远高于多数制造类企业,体现其在精密结构件、模具研发、工艺平台搭建等方面具有深厚积淀。

图表 20：科达利研发费用率常年维持在 6% 左右



数据来源：公司公告、iFinD，华福证券研究所

图表 21：科达利研发人员占比持续维持在 20%+

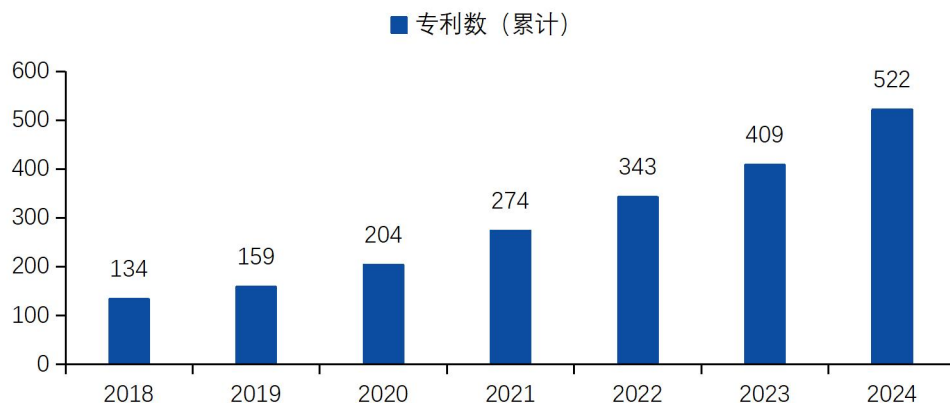


数据来源：公司公告、iFinD，华福证券研究所

重视专利积累，强化竞争优势。科达利专利总数持续增长,截至 2024 年末公司

及子公司共持有专利 522 项，显示出公司在结构件制造与模具技术领域的知识产权沉淀能力强。公司针对海外大客户需求，专门开发了适配其 4680 大圆柱电池平台的盖板、极柱等新型结构件；在储能领域，针对大容量电芯需求，自主研发并批量交付了超大型壳体产品，充分体现了科达利研发体系在客户定制化、产品升级与新领域拓展中的快速反应能力。科达利通过早期大规模投入研发资源，已形成完备的交互式开发模式与客户协同体系，在下游动力电池厂商新品导入时能够率先切入供应链。通过深度绑定宁德时代、特斯拉等龙头客户，在结构件产品迭代中实现同步开发，不仅抢占了批量订单机会，也强化了与客户的战略合作黏性。这种基于技术、产能与管理体的先发优势，使科达利在结构件行业技术更迭的常态中持续占据供应链优位地位，形成稳固的市场领先格局。

图表 22：2024 年科达利累计专利数达 522 件



数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 3 进军机器人赛道，探索第二成长曲线

#### 3.1 政策持续加码扶持行业发展，中期市场需求空间广阔

国内政策扶持力度持续加码，推动机器人行业发展。2023 年 1 月，工信部等 17 部门联合印发《“机器人+”应用行动实施方案》，随后北京、上海、浙江等地方政府相继跟进地方性政策，细化未来的发展目标和场景等，政策对机器人产业发展的支持力度不断加大。

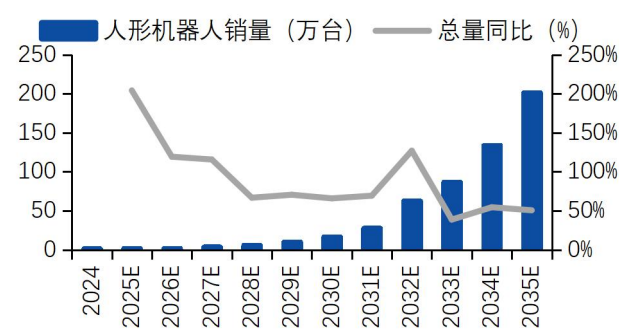
图表 23：国内人形机器人产业政策持续加码

| 发布时间        | 政策名称                        | 发布单位                  | 政策内容摘要                                                                                                               |
|-------------|-----------------------------|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023 年 1 月  | 《“机器人+”应用行动实施方案》            | 工信部等 17 部门            | 提出到 2025 年制造业机器人密度较 2020 年翻番，聚焦制造业、农业、医疗等十大应用领域，突破 100 种以上机器人创新应用技术及解决方案，推广 200 个以上具有较高技术水平、创新应用模式和显著应用成效的机器人典型应用场景。 |
| 2023 年 6 月  | 《北京市机器人产业创新发展行动方案》          | 北京市人民政府办公厅            | 提出布局人形机器人整机及核心零部件攻关，打造“1+4”产品体系，到 2025 年核心产业收入达 300 亿元。                                                              |
| 2023 年 10 月 | 《上海市促进智能机器人产高质量创新发展行动方案》    | 上海市经信委、发改委、科委、财政局、统计局 | 目标到 2025 年打造全球机器人产业高地，建设人形机器人制造业创新中心，推动 AI 大模型与机器人融合。                                                                |
| 2023 年 11 月 | 《人形机器人创新发展指导意见》             | 工业和信息化部               | 明确 2025 年建立人形机器人创新体系，突破“大脑、小脑、肢体”关键技术；2027 年综合实力达世界先进水平。                                                             |
| 2024 年 1 月  | 《浙江省人工智能特色产业建设规划》           | 浙江省政府                 | 提出到 2027 年人工智能企业超 3000 家，总营收突破万亿元，重点布局杭州、宁波为核心的人工智能产业集群。                                                             |
| 2024 年 4 月  | 《人工智能人才培养行动计划（2024-2026 年）》 | 人社部、中央组织部、中央网信办等九部门   | 实施数字技术工程师培育项目，推进数字技能提升，培养复合型人才，完善数字人才评价体系。                                                                           |
| 2024 年 6 月  | 《国家人工智能产业标准化体系建设指南（2024 版）》 | 工信部、中央网信办、国家发改委、国家标准委 | 构建覆盖基础共性、关键技术、智能产品等 7 大领域的标准体系，2026 年前制定 50 项国家标准。                                                                   |
| 2025 年 2 月  | 《北京具身智能科技创新与业培育行动计划》        | 北京市科委、发改委、经信局         | 到 2027 年突破 100 项关键技术，培育 50 家核心企业，万台具身机器人规模落地，打造千亿级产业集群。                                                              |

数据来源：工信部、政府网站，华福证券研究所

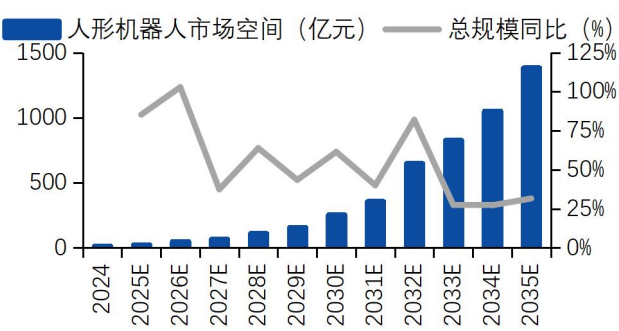
2025 年有望成为人形机器人市场产业化元年，未来市场空间前景广阔。供给端来看，头部企业特斯拉官方表示计划在 2025 年生产数千台 Optimus，并且在 2026 年逐步扩产至 5-10 万台，2027 年进一步提升至 50 万台以上。国内企业来看，宇树科技、优必选、傅利叶、众擎机器人、智元机器人等相关企业也已经开始实现小批量出货，客户群体以科研机构或开发者用户为主。2025 年有望成为人形机器人真正落地的“元年”，人形机器人将率先在 B 端下游场景实现落地应用。随着人形机器人产品的逐步完善，未来 C 端产品也有望逐步放量。根据 GGII 测算，2030 年人形机器人销量预期为 16.3 万台，对应产值规模为 254 亿元，2024-2030 年间年均复合增速达 64%。

图表 24：2024-2035 年人形机器人销量预期



数据来源：GGII《中国人形机器人产业发展蓝皮书》，华福证券研究所

图表 25：2024-2035 年人形机器人市场空间预期



数据来源：GGII《中国人形机器人产业发展蓝皮书》，华福证券研究所

3.2 公司积极推进多方合作，加速第二赛道布局

公司积极布局机器人零部件业务，推进多方合作。2024 年 4 月，公司宣布与台湾盟立、盟英科技共同投资设立深圳市科盟机器人科技有限公司。深圳科盟拟注册资本为 1 亿元，其中科达利持股 40%，台湾盟立持股 34%，盟英科技持股 10%，科盟利持股 16%（科盟团队持股平台）。同年 9 月，公司宣布与苏州伟创电气、上海盟立共同投资建设子公司深圳伟达立创新科技有限公司。伟达立拟注册资本为 1000 万元，其中科达利持股 30%、上海盟立持股 30%、苏州伟创持股 30%，其余 10%由公司团队持股平台认缴。

合作方技术研发基因深厚，公司则有望在工程、商务方面实现互补。盟英科技于 2018 年创立，专心致力于谐波减速器的设计和制造，同时结合了工研院谐波减速机的研发菁英团队以及顶尖齿轮技术团队，于 2022 年开始开发大陆市场并与有关机器人公司进行合作，具备丰富的人形机器人研发经验。2024 年，盟英开始拓展机器人模组业务，组建量产线。盟立主营自动化系统集成与关键运动控制组件制造，在机器人领域拥有的深厚技术积累为科盟提供了技术创新支持。科达利则具备近 30 年的精密加工制造经验、工程量产降本经验和深厚的大客户商务基础，有望在产业化和商务方面提供赋能。

图表 26：科达利持股科盟 40%

| 股东名称                   | 认缴出资<br>额（万元） | 出资<br>比例 |
|------------------------|---------------|----------|
| 深圳市科达利实业股份有限公司         | 4,000         | 40%      |
| 台湾盟立自动化股份有限公司          | 3,400         | 34%      |
| 台湾盟英科技股份有限公司           | 1,000         | 10%      |
| 深圳市科盟利企业管理咨询合伙企业（有限合伙） | 1,600         | 16%      |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 27：科达利持股伟达立 30%

| 股东名称                    | 认缴出资额<br>（万元） | 出资<br>比例 |
|-------------------------|---------------|----------|
| 深圳市科达利实业股份有限公司          | 300           | 30%      |
| 苏州伟创电气科技股份有限公司          | 300           | 30%      |
| 盟立自动化科技（上海）有限公司         | 300           | 30%      |
| 深圳市伟立成长企业管理咨询合伙企业（有限合伙） | 60            | 6%       |
| 深圳市科立成长企业管理咨询合伙企业（有限合伙） | 40            | 4%       |

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 合资企业新品陆续发布，产业化放量指日可待

科盟创新七大新品首发亮相，同步布局减速器和关节模组。2025 年 4 月，科盟创新正式发布七款机器人核心传动技术新品，发布产品品类主要包括 5 种减速机和 2 种类关节模组，涵盖轻量化、结构紧凑、扭矩/重量比、高精度&高负载稳定性四大技术方向，为人形机器人和工业自动化提供全新技术支撑。在材料与结构创新方面，科盟创新采用铝钢复合、PEEK 高性能塑料等新型材料，通过优化结构实现减重，有效提升运动性能与部件耐久性；在安全性与精度控制方面，新一代谐波减速器与摆线减速机产品在扭力限制、防反冲击、低波动率等方面实现技术突破，提升机器人关节模组的稳定性与协作安全性，适配更为严苛的人形机器人及协作应用场景；在系统集成与模块化方向，Gearmotor 内藏式电机模块与薄型马达关节模块通过电机与

减速系统一体化设计，缩小整体体积与厚度，满足机器人行业对小型化、高集成化、快速装配的趋势要求，为客户提供更高效的模块化解决方案。

图表 28：深圳科盟产品分类说明

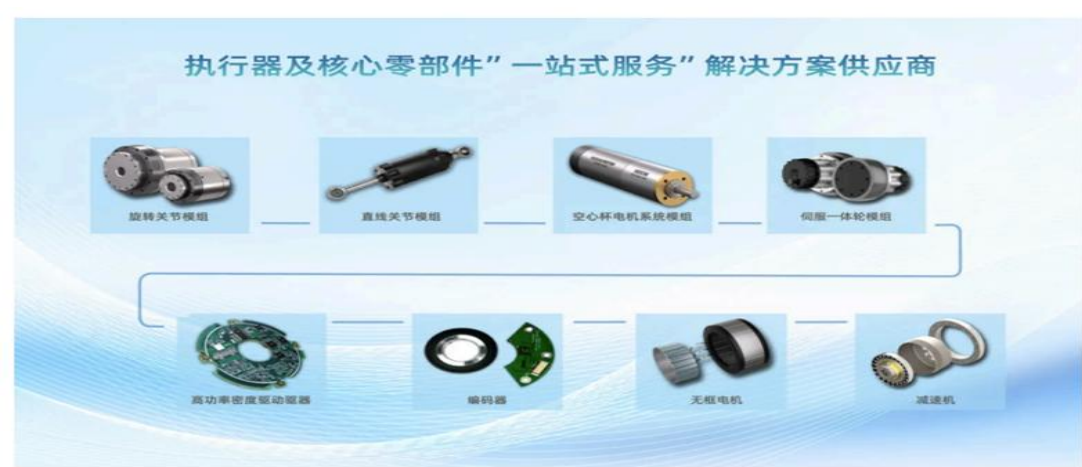
| 产品名称              | 核心特点                      | 主要应用         |
|-------------------|---------------------------|--------------|
| 铝钢复合减速机           | 双材质协同，减重 30%，高速高精度        | 工业机器人/数控设备   |
| PEEK 轻量化谐波减速机     | 轻量 40%，3 倍寿命提升，轴向尺寸缩减 20% | 精密控制场景       |
| 具扭力限制谐波减速机        | 快速过载保护，提升安全性              | 高协作要求场景      |
| PEEK 轻量化摆线减速机     | 抗冲击力提升，体积缩小               | 高负载紧凑型任务     |
| 渐开线少齿差减速机         | 扭矩密度提升，抗倾覆能力增强            | 革新传统摆线方案     |
| Gearmotor 内藏式电机模块 | 电机减速一体化，体积缩小 40%          | 医疗机器人、空间受限场景 |
| 薄型马达关节模块          | 厚度减半，高扭矩密度                | 仿生机器人、轻量机械臂  |

数据来源：科盟官方微信公众号平台，华福证券研究所

发展专利技术，完善配套产能。子公司科盟以创新设计为主要导向，目标客户覆盖协作机器人、工业机器人及服务机器人等高端装备领域。目前为止，科盟已拥有避免一种具扭力限制谐波减速机、AGV 前进坠落的方法、减震全向轮三项发明专利。科盟创新沿用科达利全球化布局的战略模式，将深圳总部作为战略及研发中心，自研的谐波减速器已完成产品验证，江门基地一期规划产能为 5 万套/年，同时利用台湾工厂辐射亚太与欧美市场。

系统集成持续创新，打造高性能、高适配性产品矩阵。子公司伟达立依托股东在各自领域的深厚积淀，致力于为机器人行业提供执行器及核心零部件“一站式服务”解决方案，如旋转关节模组、直线关节模组、灵巧手动力系统（空心杯电机系统）、伺服一体轮等，以及对应核心零部件高功率密度驱动器、无框力矩电机、编码器、减速机等，并将 AI 软件算法与机器人技术结合，极大拓展机器人的应用范围和能力边界，持续助力机器人产业的跨越式成长。

图表 29：伟达立产品型谱图



数据来源：伟创电气官方微信公众号平台，华福证券研究所

#### 4.1 盈利预测

我们预计 2025-2027 年公司锂电池结构件产品收入同比增速分别为 23%、20%、20%，主要考虑到公司结构件产品已批量导入头部电池企业，综合产品出货量稳中有升，份额提升与年降影响综合影响下，假设营收同比增速接近下游需求增速；综合毛利率假设分别为 24.5%、24.6%、24.7%，考虑到规模效应和产能持续爬坡，成本下滑有望对冲价格下降；假设 2025-2027 年间汽车结构件同比增速维持 25%、25%、25%，产品仍处于导入阶段，毛利率假设分别为 8.5%、8.6%、8.2%。

图表 30：公司收入拆分预测表

| 单位：亿元  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 19.85  | 44.68  | 86.54  | 105.11 | 120.30 | 148.08 | 178.07 | 214.19 |
| YOY    | -11.0% | 125.1% | 93.7%  | 21.5%  | 14.4%  | 23.1%  | 20.3%  | 20.3%  |
| 营业成本   | 14.26  | 32.95  | 65.89  | 80.33  | 91.00  | 112.75 | 135.53 | 162.78 |
| 毛利     | 5.59   | 11.73  | 20.65  | 24.79  | 29.30  | 35.33  | 42.54  | 51.41  |
| 毛利率    | 28.2%  | 26.2%  | 23.9%  | 23.6%  | 24.4%  | 23.9%  | 23.9%  | 24.0%  |
| 锂电池结构件 |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入   | 18.78  | 43.22  | 83.27  | 100.64 | 114.73 | 141.12 | 169.34 | 203.21 |
| yoy    | -9.2%  | 130.1% | 92.7%  | 20.9%  | 14.0%  | 23.0%  | 20.0%  | 20.0%  |
| 营业成本   | 13.30  | 31.68  | 62.96  | 76.35  | 86.03  | 106.50 | 127.71 | 152.96 |
| 毛利     | 5.48   | 11.54  | 20.31  | 24.29  | 28.70  | 34.62  | 41.63  | 50.25  |
| 毛利率    | 29.2%  | 26.7%  | 24.4%  | 24.1%  | 25.1%  | 24.5%  | 24.6%  | 24.7%  |
| 汽车结构件  |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入   | 0.83   | 1.06   | 2.95   | 4.27   | 5.32   | 6.65   | 8.31   | 10.39  |
| yoy    | -42.0% | 27.7%  | 178.3% | 44.7%  | 24.6%  | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%  |
| 营业成本   | 0.78   | 1.01   | 2.71   | 3.85   | 4.83   | 6.08   | 7.59   | 9.53   |
| 毛利     | 0.05   | 0.05   | 0.24   | 0.42   | 0.49   | 0.57   | 0.72   | 0.86   |
| 毛利率    | 6.0%   | 4.7%   | 8.1%   | 9.8%   | 7.6%   | 8.5%   | 8.6%   | 8.2%   |
| 其他结构件  |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入   | 0.18   | 0.31   | 0.23   | 0.09   | 0.07   | 0.06   | 0.04   | 0.04   |
| yoy    | 0.0%   | 72.2%  | -25.8% | -60.9% | -22.2% | -20.0% | -20.0% | -20.0% |
| 营业成本   | 0.15   | 0.22   | 0.17   | 0.07   | 0.05   | 0.04   | 0.03   | 0.03   |
| 毛利     | 0.03   | 0.09   | 0.06   | 0.02   | 0.02   | 0.01   | 0.01   | 0.01   |
| 毛利率    | 16.7%  | 29.0%  | 26.1%  | 22.2%  | 25.8%  | 24.7%  | 24.2%  | 24.9%  |
| 其他业务   |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入   | 0.06   | 0.08   | 0.09   | 0.11   | 0.19   | 0.26   | 0.37   | 0.56   |
| yoy    | 500.0% | 33.3%  | 12.5%  | 22.2%  | 72.7%  | 35.8%  | 43.6%  | 50.7%  |
| 营业成本   | 0.03   | 0.03   | 0.05   | 0.06   | 0.08   | 0.13   | 0.18   | 0.26   |
| 毛利     | 0.03   | 0.05   | 0.04   | 0.05   | 0.11   | 0.13   | 0.19   | 0.29   |
| 毛利率    | 50.0%  | 62.5%  | 44.4%  | 45.5%  | 57.9%  | 49.3%  | 50.9%  | 52.7%  |

数据来源：公司公告、Wind、华福证券研究所

综上，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 148.1、178.1、214.2 亿元，同比分别增长 23.1%、20.3%、20.3%，毛利率分别为 23.9%、23.9%、24.0%。

#### 4.2 投资建议

公司深耕精密结构件行业近 30 年，具备强大的研发能力和深厚的商务基础，未

来有望通过海外基地进一步扩大市场份额，中期看公司具备谐波减速器、关节模组等相关人形机器人核心部件的高成长性业务，有望额外提供估值弹性。我们预期公司 2025-2027 年归母净利润为 17.7、21.7、26.9 亿元，同比增速分别为 20.4%、22.3%、24.1%。我们选取精密结构件同业的震裕科技、东山精密、长盈精密作为可比公司，以 2025 年 8 月 11 日收盘价为基准，2025-2027 年可比公司 PE 均值分别为 40.5、30.9、25.1X，公司 PE 为 17.9、14.7、11.8X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31：可比公司估值表

| 简称   | 市值<br>(亿) | 营业收入(亿) |       |       | 归母净利润(亿) |       |       | P/E   |       |       |
|------|-----------|---------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |           | 2025E   | 2026E | 2027E | 2025E    | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 震裕科技 | 182.9     | 224.1   | 107.1 | 135.0 | 4.0      | 5.4   | 6.9   | 45.8  | 33.6  | 26.3  |
| 东山精密 | 1019.1    | 427.2   | 503.0 | 572.5 | 28.5     | 37.9  | 46.7  | 35.8  | 26.9  | 21.8  |
| 长盈精密 | 340.7     | 192.4   | 221.9 | 246.4 | 8.6      | 10.6  | 12.6  | 39.7  | 32.1  | 27.1  |
| 平均值  |           |         |       |       |          |       |       | 40.5  | 30.9  | 25.1  |
| 科达利  | 318.1     | 148.1   | 178.1 | 214.2 | 17.7     | 21.7  | 26.9  | 17.9  | 14.7  | 11.8  |

数据来源：Wind,华福证券研究所，注：股价基准日为 2025 年 8 月 11 日收盘价；可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

## 5 风险提示

**市场竞争加剧风险。**结构件行业市场前景广阔且增速确定性较高，新进入者投资意愿较强，行业未来竞争压力或将逐步加大。如果行业大面积开展价格战，或对公司的出货份额和价格产生不利影响。

**新能源车或储能需求增长不及预期风险。**结构件市场依赖于新能源车和储能等下游市场需求的持续高增，如果相关市场受宏观经济或政策影响出现不可抗力的需求下滑，对应结构件市场也会相应承压。

**机器人产业化节奏不及预期风险。**当前人形机器人正处于商业化落地早期阶段，销量较少，未来销量增长存在不及预期风险，进而对估值可能产生负面影响。

**国际地缘政治风险和汇率风险。**公司在匈牙利、瑞典、德国、美国等区域都有产能建设规划，相关产能或将受对应国家政策与国际地缘政治变化影响。此外，海外营业收入以外币计价，将部分受到汇率波动影响。

图表 32：财务预测摘要

| 资产负债表      |        |        |        |        | 利润表          |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 单位:百万元       | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 货币资金       | 2,102  | 2,588  | 3,628  | 5,404  | 营业收入         | 12,030 | 14,808 | 17,807 | 21,419 |
| 应收票据及账款    | 3,825  | 4,645  | 5,415  | 6,374  | 营业成本         | 9,100  | 11,275 | 13,553 | 16,278 |
| 预付账款       | 17     | 25     | 28     | 35     | 税金及附加        | 86     | 92     | 119    | 139    |
| 存货         | 832    | 1,471  | 1,519  | 1,811  | 销售费用         | 44     | 58     | 69     | 82     |
| 合同资产       | 0      | 0      | 0      | 0      | 管理费用         | 318    | 402    | 484    | 577    |
| 其他流动资产     | 4,316  | 5,060  | 6,020  | 7,070  | 研发费用         | 639    | 872    | 1,025  | 1,211  |
| 流动资产合计     | 11,093 | 13,789 | 16,610 | 20,694 | 财务费用         | 133    | 62     | 51     | 26     |
| 长期股权投资     | 3      | 3      | 3      | 3      | 信用减值损失       | -84    | -103   | -124   | -150   |
| 固定资产       | 6,790  | 6,531  | 6,251  | 5,973  | 资产减值损失       | -65    | -74    | -89    | -107   |
| 在建工程       | 387    | 397    | 407    | 417    | 公允价值变动收益     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产       | 400    | 410    | 391    | 376    | 投资收益         | 16     | 27     | 29     | 37     |
| 商誉         | 0      | 0      | 0      | 0      | 其他收益         | 143    | 176    | 212    | 255    |
| 其他非流动资产    | 377    | 545    | 561    | 637    | 营业利润         | 1,718  | 2,070  | 2,531  | 3,139  |
| 非流动资产合计    | 7,957  | 7,887  | 7,614  | 7,406  | 营业外收入        | 2      | 2      | 2      | 3      |
| 资产合计       | 19,051 | 21,676 | 24,224 | 28,099 | 营业外支出        | 28     | 34     | 41     | 50     |
| 短期借款       | 57     | 103    | 57     | 57     | 利润总额         | 1,692  | 2,038  | 2,492  | 3,092  |
| 应付票据及账款    | 4,986  | 6,368  | 7,269  | 8,948  | 所得税          | 224    | 270    | 330    | 409    |
| 预收款项       | 0      | 0      | 0      | 0      | 净利润          | 1,468  | 1,768  | 2,162  | 2,683  |
| 合同负债       | 12     | 13     | 16     | 20     | 少数股东损益       | -3     | -4     | -5     | -6     |
| 其他应付款      | 11     | 11     | 11     | 11     | 归属母公司净利润     | 1,471  | 1,772  | 2,167  | 2,689  |
| 其他流动负债     | 474    | 518    | 564    | 607    | EPS（按最新股本摊薄） | 5.38   | 6.48   | 7.92   | 9.83   |
| 流动负债合计     | 5,540  | 7,012  | 7,917  | 9,642  | 主要财务比率       |        |        |        |        |
| 长期借款       | 0      | 0      | 0      | 0      |              | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 应付债券       | 1,404  | 1,404  | 1,404  | 1,404  | 成长能力         |        |        |        |        |
| 其他非流动负债    | 422    | 322    | 350    | 365    | 营业收入增长率      | 14.4%  | 23.1%  | 20.3%  | 20.3%  |
| 非流动负债合计    | 1,826  | 1,726  | 1,755  | 1,769  | EBIT 增长率     | 27.4%  | 15.1%  | 21.1%  | 22.6%  |
| 负债合计       | 7,366  | 8,739  | 9,672  | 11,412 | 归母公司净利润增长率   | 22.5%  | 20.4%  | 22.3%  | 24.1%  |
| 归属母公司所有者权益 | 11,641 | 12,898 | 14,518 | 16,660 | 获利能力         |        |        |        |        |
| 少数股东权益     | 43     | 39     | 34     | 28     | 毛利率          | 24.4%  | 23.9%  | 23.9%  | 24.0%  |
| 所有者权益合计    | 11,685 | 12,937 | 14,552 | 16,688 | 净利率          | 12.2%  | 11.9%  | 12.1%  | 12.5%  |
| 负债和股东权益    | 19,051 | 21,676 | 24,224 | 28,099 | ROE          | 12.6%  | 13.7%  | 14.9%  | 16.1%  |
| 现金流量表      |        |        |        |        | ROIC         | 14.4%  | 15.3%  | 16.6%  | 17.9%  |
| 单位:百万元     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 偿债能力         |        |        |        |        |
| 经营活动现金流    | 2,148  | 1,838  | 2,132  | 2,871  | 资产负债率        | 38.7%  | 40.3%  | 39.9%  | 40.6%  |
| 现金收益       | 2,444  | 2,660  | 3,025  | 3,498  | 流动比率         | 2.0    | 2.0    | 2.1    | 2.1    |
| 存货影响       | 88     | -639   | -48    | -292   | 速动比率         | 1.9    | 1.8    | 1.9    | 2.0    |
| 经营性应收影响    | -1,073 | -754   | -684   | -859   | 营运能力         |        |        |        |        |
| 经营性应付影响    | 997    | 1,382  | 901    | 1,679  | 总资产周转率       | 0.6    | 0.7    | 0.7    | 0.8    |
| 其他影响       | -308   | -812   | -1,062 | -1,155 | 应收账款周转天数     | 97     | 103    | 101    | 99     |
| 投资活动现金流    | -1,262 | -713   | -491   | -520   | 存货周转天数       | 35     | 37     | 40     | 37     |
| 资本支出       | -771   | -591   | -523   | -506   | 每股指标（元）      |        |        |        |        |
| 股权投资       | -3     | 0      | 0      | 0      | 每股收益         | 5.38   | 6.48   | 7.92   | 9.83   |
| 其他长期资产变化   | -488   | -122   | 32     | -14    | 每股经营现金流      | 7.85   | 6.72   | 7.80   | 10.50  |
| 融资活动现金流    | -882   | -639   | -601   | -575   | 每股净资产        | 42.56  | 47.16  | 53.08  | 60.91  |
| 借款增加       | -526   | 64     | -31    | -16    | 估值比率         |        |        |        |        |
| 股利及利息支付    | -425   | -577   | -577   | -576   | P/E          | 22     | 18     | 15     | 12     |
| 股东融资       | 136    | 2      | 0      | 0      | P/B          | 3      | 2      | 2      | 2      |
| 其他影响       | -67    | -128   | 7      | 17     | EV/EBITDA    | 26     | 23     | 20     | 17     |

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn