

金杨股份 (301210)

圆柱电池精密结构件领军者，跨界机器人打造第二成长曲线

买入 (首次)

2025年08月21日

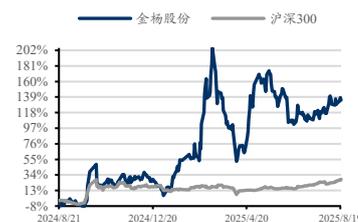
证券分析师 曾朵红
执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 孟祥文
执业证书: S0600523120001
mengxw@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证书: S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn
证券分析师 岳斯瑶
执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn
证券分析师 徐毅达
执业证书: S0600524110001
xuyd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,110	1,365	1,645	2,119	2,563
同比 (%)	(9.73)	22.96	20.56	28.83	20.94
归母净利润 (百万元)	61.20	56.26	40.29	93.47	127.46
同比 (%)	(43.57)	(8.07)	(28.39)	132.03	36.36
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.53	0.49	0.35	0.82	1.11
P/E (现价&最新摊薄)	84.51	91.92	128.37	55.33	40.57

投资要点

- **圆柱电池结构件国内龙头，投资国华智能涉足机器人领域，打造第二成长曲线。**公司 1998 年成立，专注电池精密结构件研发及生产，成长为圆柱电池精密结构件龙一，24 年国内市占率维持 25%+。公司不断扩张业务版图，2018 年收购东杨新材 60% 股份切入精密镍基导体材料领域，2024 年实现营业收入 13.65 亿元，同比增长 23%，其中锂电结构件收入占比 60% 左右，24 年公司归母净利 0.6 亿，同比下降 8%，主要系结构件行业降价，且受新产品开发和新产能爬坡影响。公司 2025 年参股国华智能，正式涉足智能机器人领域，打造第二成长曲线，需求空间可观。
- **机器人元年已至，公司投资国华实现技术+客户协同，打造全新增长极。**国华智能谐波减速器起家，技术实力领先，目前具备谐波减速器、行星滚柱丝杠及直线、旋转关节等产品生产能力，成为人形机器人关节全方案供应商，并已拿到头部机器人本体厂订单，客户进展领先。公司通过收购国华智能 10.37% 股权。一方面实现人形机器人领域率先卡位，另一方面公司上市时获得小米股权基金投资，且直接对接比亚迪等头部车企，并具备精密结构件生产基础，可实现与国华客户+资源协同。公司通过与国华合资成立无锡合盛智能，布局机器人基础构件环节，我们预计 2030 年全球人形机器人销量 300 万台，远期可给公司带来可观增量。
- **结构件新产品放量收入增速快于行业，降本增效盈利预期逐步改善。**公司为圆柱结构件行业龙头，24 年锂电结构件收入 8.3 亿元，同比增长 37.2%，其中圆柱占比约 80% 左右。公司绑定亿纬、东磁、比克、宁德时代等头部厂商，25 年起全极耳小圆柱电池结构件及方形壳体与盖板起量，在头部厂商份额持续提升，我们预计 25 年锂电结构件收入可实现 30% 增长，快于行业增速，26 年新产能释放将进一步加速。盈利端，结构件价格见底，预计毛利率可维持基本稳定在 10% 左右，随着公司产能利用率提升，且就近配套建厂产能落地带动运费下降，预计公司净利率水平将逐步改善。
- **镍基导体材料稳定增长，原材料价格下行推升毛利水平。**公司生产的镍基导体材料主要应用于锂电池中的极耳与连接片生产，近年来业绩稳步增长，预计 25 年收入同增 5-10%，毛利率水平预计稳中有升。
- **盈利预测与投资评级：**考虑 25 年起股权激励费用影响，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.4/0.9/1.3 亿元，同比 -28%/+132%/+36%，对应 PE 128/55/41 倍。考虑到公司主业盈利逐步好转，增速快于行业，且机器人率先卡位，并持股国华智能，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**人形机器人推广不及预期，下游锂电池需求不及预期，同行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.12
一年最低/最高价	24.61/88.00
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	1,961.09
总市值(百万元)	5,171.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	22.17
资产负债率(% ,LF)	21.71
总股本(百万股)	114.61
流通 A 股(百万股)	43.46

相关研究

内容目录

1. 金杨股份：国内圆柱电池精密结构件领军企业，跨界布局机器人领域	5
1.1. 公司股权架构稳定，杨建林为实际控制人.....	5
1.2. 公司发展：立足于电池精密结构件，不断扩张其业务版图.....	6
1.3. 财务：收入整体呈上升趋势，结构件盈利触底拐点将现.....	7
2. 锂电结构件：圆柱电池精密结构件龙头，扩展方形产品贡献新增长	10
2.1. 行业：结构件强度、精度要求高，在电芯成本占 10%左右.....	10
2.2. 公司结构件收入增速快于行业，新产品放量弹性显著.....	13
2.3. 盈利：结构件价格基本见底，产能利用率提升+就近配套等改善盈利.....	17
3. 镍基导体材料：具备先发优势的第一梯队，原材料价格下行推升毛利水平	19
3.1. 公司镍基导体材料业务稳步增长，具备技术、客户优势.....	19
3.2. 镍基导体材料核心产品一极耳.....	20
3.3. 镍基导体材料核心产品一连接片.....	21
3.4. 全球镍产能过剩，原材料价格下行推升公司镍基导体材料业务毛利率.....	22
4. 跨界进军人形机器人，打造全新增长极	23
4.1. 以入股国华智能为起点，进军人形机器人产业链.....	23
4.2. 公司具备精密制造能力，目标成为人形机器人基础构件供应商.....	25
5. 盈利预测与投资建议	29
6. 风险提示	31

图表目录

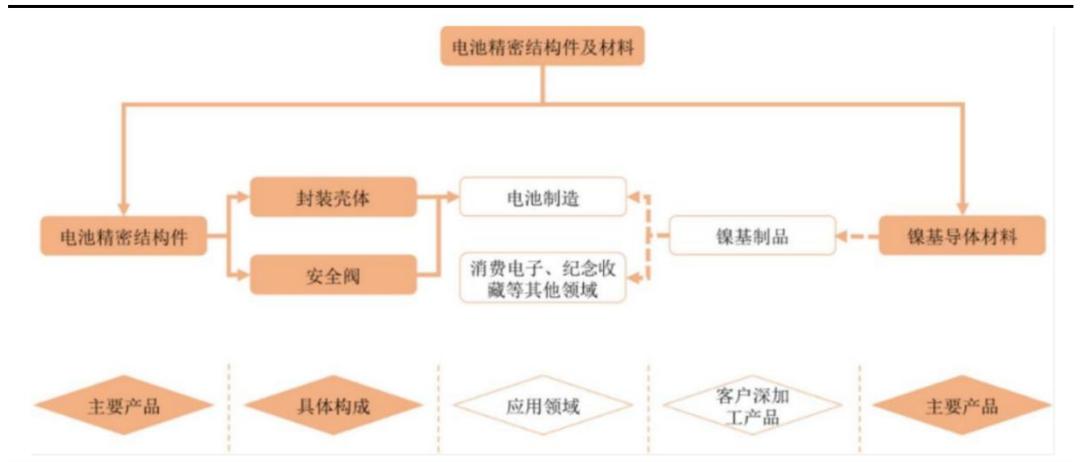
图 1:	公司产品布局.....	5
图 2:	公司股权架构图 (截至 2025 年 6 月)	6
图 3:	公司发展历程.....	7
图 4:	公司营业收入 (百万元) 及同比增长率.....	7
图 5:	公司归母净利润 (百万元) 及同比增长率.....	7
图 6:	公司收入构成.....	8
图 7:	公司毛利构成.....	8
图 8:	公司研发费用逐年增长.....	9
图 9:	公司期间费用率逐年下行.....	9
图 10:	圆柱锂电池电芯主要结构.....	10
图 11:	2024 年全球圆柱电池行业出货量.....	11
图 12:	2024 年中国圆柱电池行业出货量.....	11
图 13:	2024 年圆柱锂电池应用领域比例.....	11
图 14:	2024 年中国圆柱锂电池出货结构.....	12
图 15:	公司结构件收入、毛利率情况.....	14
图 16:	2024 年国内圆柱结构件竞争格局.....	14
图 17:	2024 年公司主要客户结构.....	15
图 18:	2023 年公司主要客户结构.....	15
图 19:	公司方型结构件收入、占比情况.....	17
图 20:	公司结构件业务毛利率.....	17
图 21:	公司镍基导体材料业务产销量趋势上行 (吨)	19
图 22:	公司镍基导体材料业务业绩稳步增长 (亿元)	19
图 23:	2022—2027 年中国极耳市场规模预测 (亿元)	20
图 24:	2022 年极耳市场产品结构 (%)	20
图 25:	正负极极耳示意图.....	21
图 26:	公司镍基导体材料核心产品—连接片.....	21
图 27:	公司镍基导体材料业务毛利率具备上行空间.....	22
图 28:	全球原生镍产量过剩情况进一步加剧.....	22
图 29:	国华智能股权结构穿刺图 (截至 20250819)	23
图 30:	国华智能发展历程.....	24
图 31:	国华智能开发的谐波减速器产品.....	24
图 32:	国华智能的灵巧手、执行器、谐波减速器产品.....	25
图 33:	机器人部分基础部件示意图.....	26
图 34:	六维力传感器示意图.....	27
图 35:	人形机器人产量预测.....	28
表 1:	公司 2025 股权激励计划考核目标.....	9
表 2:	公司股权激励预摊销费用.....	9
表 3:	圆柱电池结构件市场空间测算.....	13
表 4:	公司结构件核心技术.....	15
表 5:	各电池厂推出全极耳产品.....	16

表 6: 公司结构件产能规划.....	18
表 7: 极耳的分类及成本.....	20
表 8: 公司生产的结构件参数.....	26
表 9: 分业务盈利预测.....	29
表 10: 可比公司估值.....	30

1. 金杨股份：国内圆柱电池精密结构件领军企业，跨界布局机器人领域

金杨股份为电池精密结构件企业，圆柱电池精密结构件市占率领先，并布局镍基导体材料、机器人领域。公司主要产品包括圆柱、方形电池封装壳体、安全阀与镍基导体材料。2024年，公司主营产品金属结构件销量达29亿只，是少数能够同时满足LG新能源、松下、三星SDI、比亚迪、宁德时代等众多国内外知名客户多品类、规模化电池精密结构件及材料需求的供应商。2025年，公司入股国华智能，正式涉足智能机器人核心零部件研发与制造领域。

图1：公司产品布局

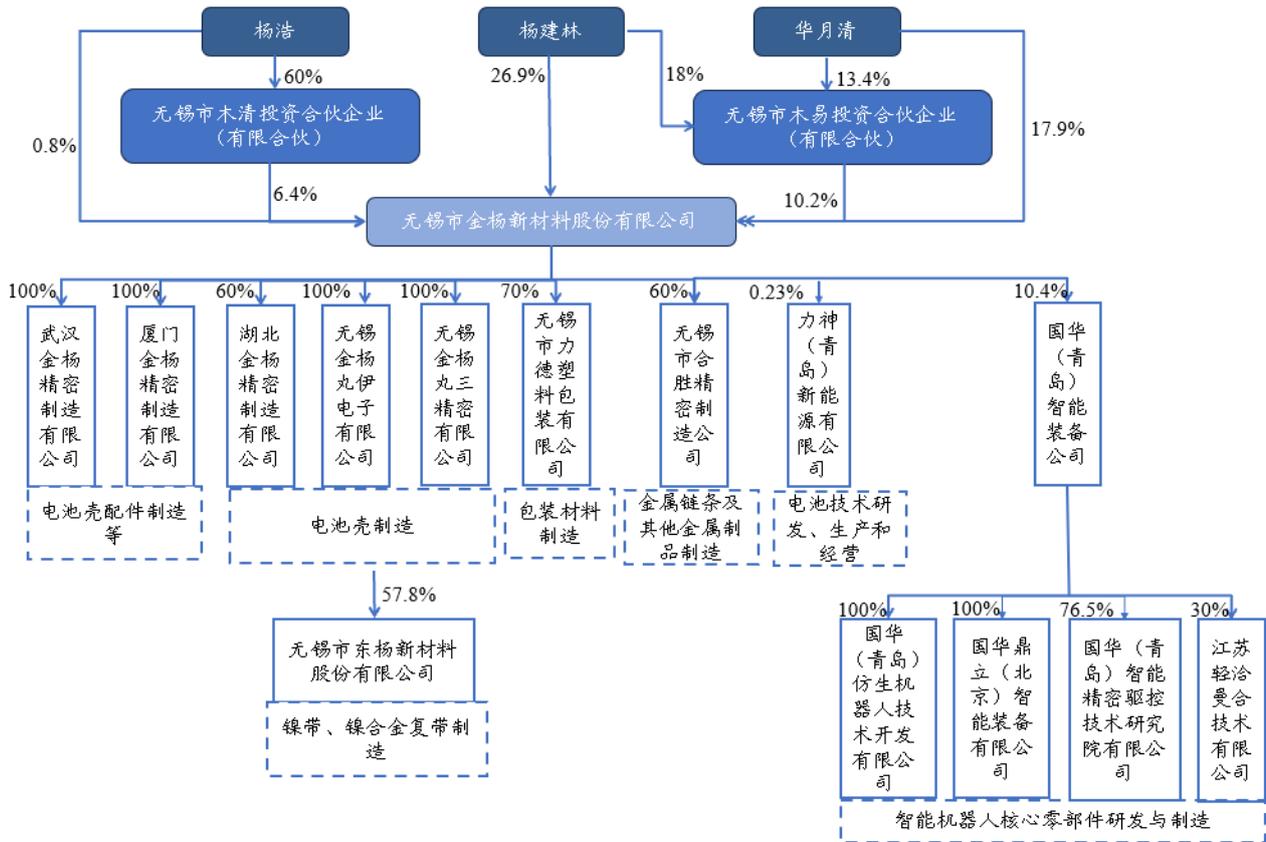


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 公司股权架构稳定，杨建林为实际控制人

公司股权架构相对稳定，主要集中于杨建林家族之手。截至2025年6月，杨建林，华月清，以及二人之子杨浩，分别直接持股26.9%/17.9%/0.8%，合计直接持股45.6%，并通过持有木清投资合伙企业60%股份和木易投资合伙企业31.4%股份，间接持有金杨股份约7%的股份。这一结构确保了三人对公司的实际控制权，其中杨建林为主要控制人以及最大个人股东。

图2：公司股权架构图（截至 2025 年 6 月）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

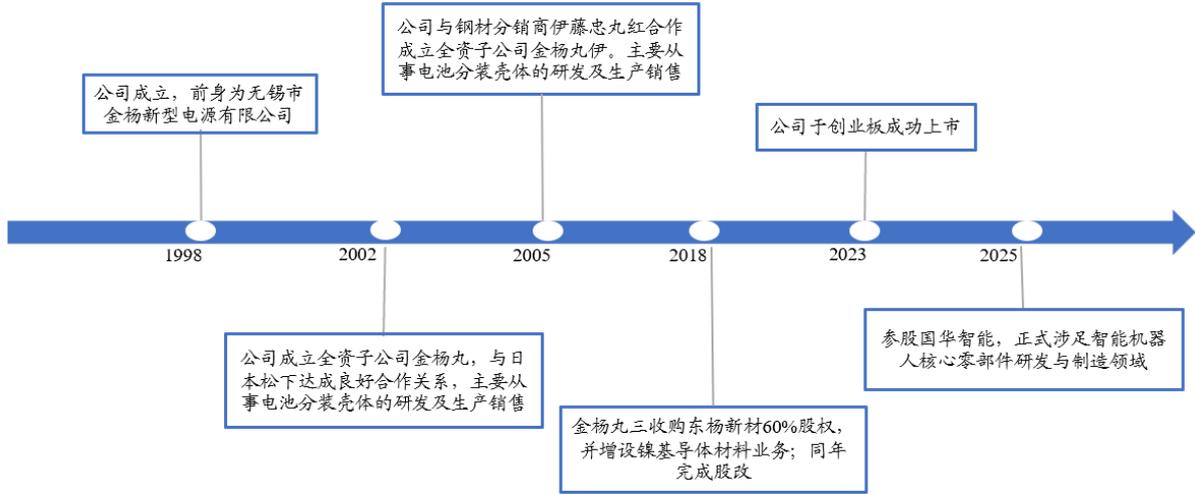
1.2. 公司发展：立足于电池精密结构件，不断扩张其业务版图

1998—2005 年，公司成功切入电池封装壳体业务。1998 年 3 月，金杨股份前身金杨新型电源有限公司（金杨有限）成立。公司于 2002 年、2005 年分别成立全资控股子公司金杨丸伊和金杨丸三。两家子公司都以电池封装壳体的研发、生产和销售为主营业务，是公司主要的圆柱封装壳体产品生产基地之一。

2006—2018 年，公司在巩固其圆柱封装壳体业务同时，加大方形封装壳体和圆柱安全阀投入，进一步拓展镍基导体材料领域。2018 年，金杨丸三与东杨新材股东杨浩签署《股份转让协议》，约定将其持有的东杨新材 60% 股份转让给金杨丸三。公司收购东杨新材后，整体纳入发行人集团体系，并正式切入精密镍基导体材料领域，与公司此前的主营业务电池结构精密件协调互补。

2023 至今，公司完成创业板上市，加大方形盖板投入，实现圆柱和方形电池精密结构件全覆盖，并不断延伸其业务领域，涉足机器人领域。2023 年 4 月，公司成功于创业板上市；2025 年，公司参股国华（青岛）智能装备有限公司，正式涉足智能机器人核心零部件研发与制造领域，进一步扩大延伸其业务版图。

图3: 公司发展历程

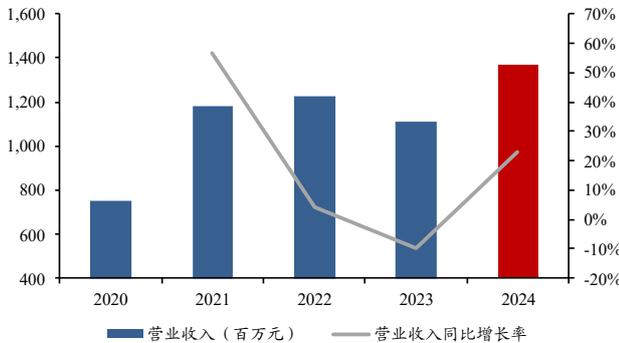


数据来源：公司官网，公司年报，公司招股说明书，企查查，东吴证券研究所

1.3. 财务：收入整体呈上升趋势，结构件盈利触底拐点将现

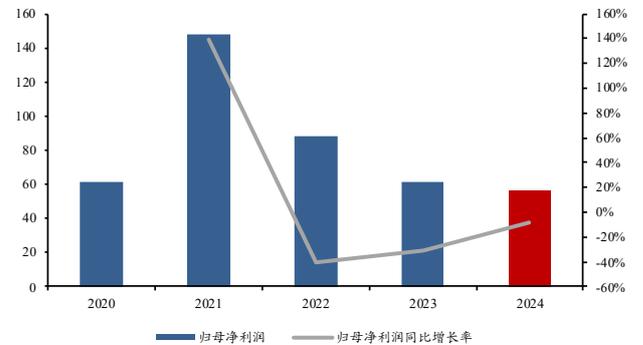
24年金杨股份收入恢复增长，结构件降价盈利承压。公司收入受益于过去数年锂电池行业、消费电子以及储能行业等终端应用的蓬勃发展而逐年提升，公司2024全年实现营业收入13.65亿元，同比增长23%。24年结构件行业降价压力较大，且受新产品开发和新建产能逐步上量等因素影响，盈利承压，2024年公司归属于母公司股东的净利润5625.96万元，同比下降8.07%。

图4: 公司营业收入（百万元）及同比增长率



数据来源：Wind，公司招股说明书

图5: 公司归母净利润（百万元）及同比增长率



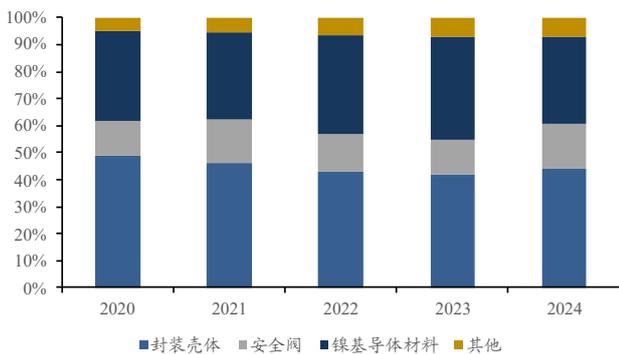
数据来源：Wind，公司招股说明书

24 年公司收入及利润以结构件与镍基导体材料为主，其中结构件收入占比 60%左右，毛利占比 50%左右。

1) 结构件业务: 2024 年公司结构件业务收入 8.3 亿元，同增 37%，收入占比 60%，主要系公司方形电池精密结构件产品放量，收入快速增长，且圆柱电池下游客户去库存结束以及小圆柱全极耳产品的逐步上量，公司圆柱电池精密结构件产销量增长较快；盈利端，公司产品价格根据客户需求和市场状况进行了调整，同时由于新产品开发和新建产能逐步上量等因素影响，公司电池精密结构件产品毛利率 9.8%，同比下滑 6pct，其中安全阀业务毛利率录得 21.2%，同比下降 3.4pct，封装壳体业务毛利率录得 5.5%，同比下降 7.7pct。

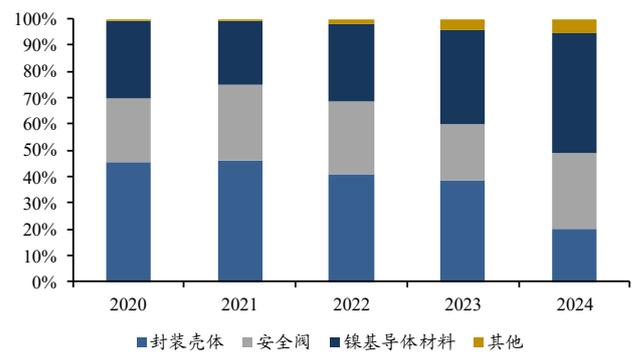
2) 镍基导体材料业务: 受下游需求增长影响，公司镍基导体材料产销量同比增长超过 20%，但由于原材料价格维持低位影响，镍基导体材料收入基本稳定，24 年镍基导体材料收入 4.3 亿元，同增 3.8%，2024 年公司镍基导体材料业务毛利率录得 17.3%，同比增长 3.9pct，系原材料价格维持低位。

图6: 公司收入构成



数据来源: Wind, 公司招股说明书

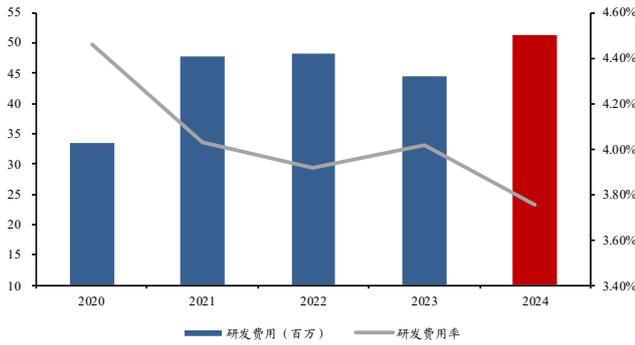
图7: 公司毛利构成



数据来源: Wind, 公司招股说明书

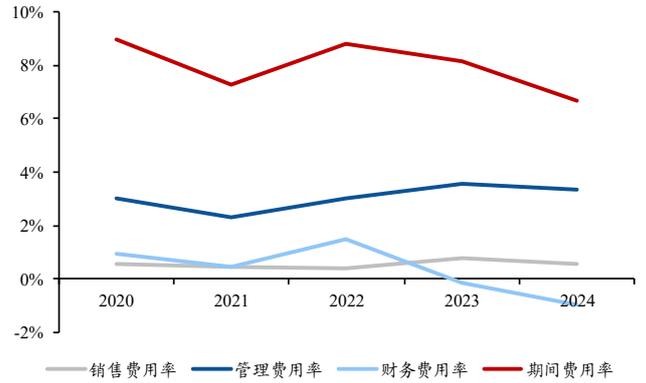
公司研发费用逐年增长，期间费用率趋势下行。2020-2024 年，研发费用不断增长，2024 年公司研发费用 5122 万元，同比增长 14.98%。电池精密结构件市场更新迭代较快，公司在研发上的长期高投入将有效满足客户不同需求。此外，期间费用率从 2020 年期的 8.99% 下降到 2024 年的 6.65%，其中财务费用率大幅下降至 -0.99%，反映出公司对整体费率及资金管理能力的不断提升。

图8: 公司研发费用逐年增长



数据来源: Wind, 公司招股说明书

图9: 公司期间费用率逐年下行



数据来源: Wind, 公司招股说明书

公司发布股权激励计划，彰显管理层信心。公司 2025 年 2 月发布股权激励计划，拟向 68 名激励对象授予限制性股票 129.20 万股，约占总股本的 1.57%，其中，首次拟授予总量 119.90 万股，首次授予价格为 20.98 元/股，对应 25/26/27 年股权激励费用达 2288/1172/143 万元。业绩考核设定收入和净利两个指标，要求 25-26 年收入较 24 年分别增长 20%/40%，或净利润较 24 年分别增长 10%/20%；以 24 年为基数计算，预计 25-26 年收入不低于 16.4/19.1 亿元或扣非净利润不低于 0.47/0.52 亿元（考虑股权激励费用后不低于 0.25/0.4 亿），充分彰显管理层信心。

表1: 公司 2025 股权激励计划考核目标

归属期	考核年度	考核年度公司营业收入相比于 2024 年增长率 (A)		考核年度公司净利润相比于 2024 年增长率 (B)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个归属期	2025	20%	10%	10%	5%
第二个归属期	2026	40%	20%	20%	10%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 公司股权激励预摊销费用

首次授予数量 (万股)	预摊销的总费用 (万元)	2025 年 (万元)	2026 年 (万元)	2027 年 (万元)
119.9	3,603.00	2,287.59	1,172.42	142.98

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

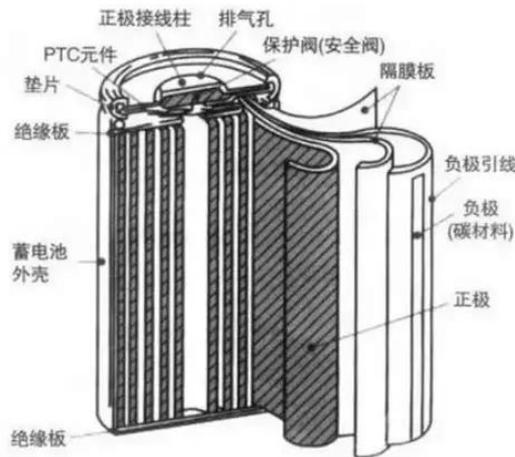
2. 锂电结构件：圆柱电池精密结构件龙头，扩展方形产品贡献新增长

2.1. 行业：结构件强度、精度要求高，在电芯成本占 10%左右

锂电池结构件主要包括壳体、盖板、极柱等部件，具备高强度、气密性和加工精度。精密结构件在保障电池安全性、一致性与使用寿命方面起到关键作用。按功能划分，结构件主要分为壳体和盖板两类，其中盖板集成防爆阀、极柱、绝缘垫等功能组件，附加值较高；壳体通常采用钢材或铝材冲压成型，对壁厚、同心度与机械性能要求严格，是确保电池模组化后的安全与稳定运行的重要基础。

圆柱结构件单颗价值量 0.5-1 元左右，成本占比约 10%。18650 及 21700 圆柱电池结构件整套价值量预计 0.5-1 元左右，根据我们测算，占电芯成本的 10%左右，成本占比与电解液和负极接近。

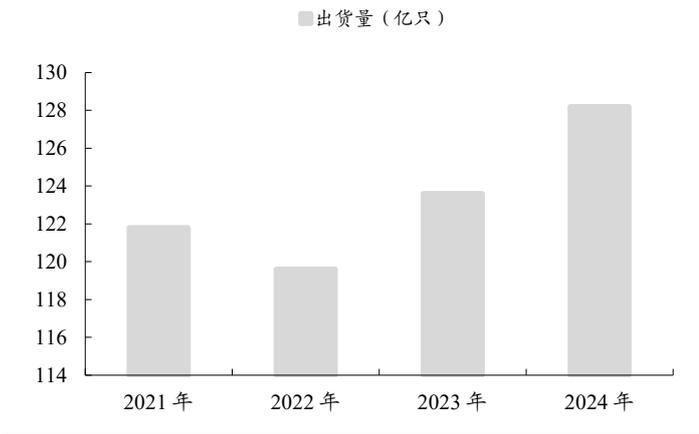
图10：圆柱锂电池电芯主要结构



数据来源：环宇源电力网，东吴证券研究所

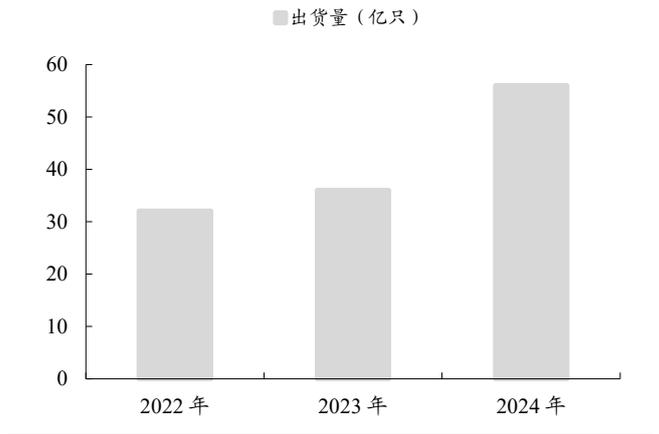
圆柱电池下游主要应用于动力、电动工具及消费领域，24 年需求 128 亿只，同增 4%。2024 年全球圆柱电池出货量达到 128.2 亿只，同比增长 3.6%，其中 18 系列与 21 系列圆柱电池在 2024 年依旧主导市场，占比分别为 52%与 43%；下游领域看，小圆柱电池主要应用领域为动力电池，主要系松下及 LG 配套特斯拉三元电池车型，每年需求 70 亿只左右，24 年占比达 54%，此外电动工具、3C 需求占比分别为 10%左右，此外圆柱电池也应用在储能、便携移动储能等领域，占比 5-10%。

图11: 2024年全球圆柱电池行业出货量



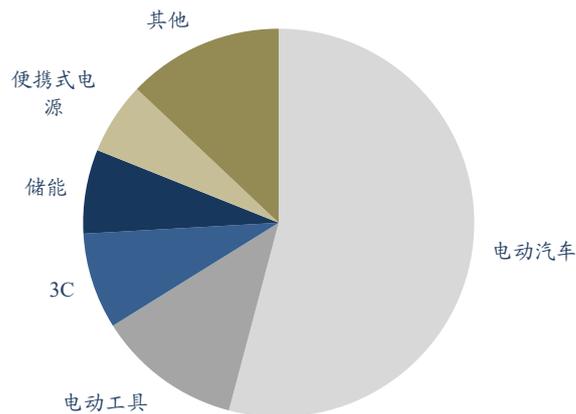
数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图12: 2024年中国圆柱电池行业出货量



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

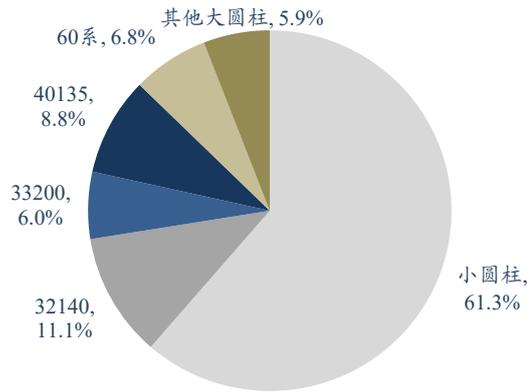
图13: 2024年圆柱锂电池应用领域比例



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

大圆柱电池在动力及储能领域逐步起量, 25年需求预计10GWh+。大圆柱电池主要包括30系、40系、46系和60系电池。动力端, 特斯拉推出直径为46mm, 高度为80mm的4680电池, 兼顾高能量密度和高功率密度, 已在Cybertruck装车上市, 25年出货预计10GWh+, 26年宝马“新世代”车型定点宁德时代及亿纬锂能46系大圆柱电池, 预计开始贡献增量。储能端, 大圆柱电池主要用于户储, 2024年户用储能领域大圆柱电池应用已达GWh规模, 此外6系大圆柱开始应用于工商业储能领域。

图14：2024年中国圆柱锂电池出货结构



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

AIDC 资本开支高增，孕育 BBU 新需求，带来小圆柱电池增量市场。 数据中心是 AI 发展的重要基础设施，全球 CSP（云厂商）纷纷加大对 AIDC 的投资建设，25 年全球数据中心总装机量有望突破 100GW，并且根据 IEA 测算，在乐观/中性假设下，2024-2030 年数据中心总装机量增速分别为 21%/15%，实现高速增长。25 年起 AIDC 备用电源由集中式 UPS 逐步向分布式机柜内 BBU 切换，BBU 随 GB300 逐渐成为标配，根据 QY Research，到 2031 年全球 BBU 市场预计将达到 166 亿美元，25-31 年 CAGR 约 11%；我们预计 25 年行业需求 0.2 亿颗以上，并维持同比高增长。

我们预计 2025 年全球圆柱结构件市场空间达 90 亿+，后续维持 10%+ 增长，国内市场增速快于行业。 25 年受特斯拉销量承压影响，预计小圆柱电池整体行业需求微增，但其中 BBU 等新场景开始起量，预计行业市场空间达 90 亿+；后续随着电动工具景气度恢复、BBU 等新场景放量及大圆柱电池推进，预计可维持 10%+ 增长，且国产替代加速，预计国内市场增速快于行业。

表3: 圆柱电池结构件市场空间测算

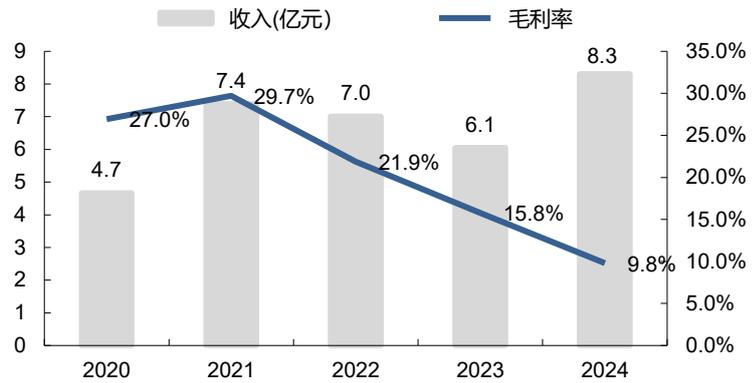
	2024E	2025E	2026E	2027E
全球动力端圆柱电池需求 (亿颗)	65.4	60.3	66.6	72.4
特斯拉小圆柱电池车型销量 (万辆)	110	99	110	120
圆柱电池用量 (万颗/台)	0.50	0.50	0.50	0.50
特斯拉大圆柱电池车型销量 (万辆)	5	10	20	30
圆柱电池用量 (万颗/台)	0.08	0.08	0.08	0.08
特斯拉圆柱电池需求 (亿颗)	55.4	50.3	56.6	62.4
其余大圆柱搭载车型销量 (万辆)			10	20
圆柱电池用量 (万颗/台)			0.08	0.08
其余大圆柱电池需求 (亿颗)			0.8	1.6
其余小圆柱电池需求 (亿颗)	10	10	10	10
全球电动工具圆柱电池需求 (亿颗)	28.5	34.4	39.7	41.7
-增速		21%	16%	5%
电动工具销量 (亿台)	5.7	6.6	7.2	7.2
平均带电量 (颗/台)	5	5	6	6
全球储能端及 3C 端圆柱电池需求 (亿颗)	25	30	36	43.2
-增速		20%	20%	20%
全球其他领域圆柱电池需求 (亿颗)	6.3	6.9	7.6	8.4
-增速		10%	10%	10%
全球圆柱电池需求合计 (亿颗)	128.2	136.7	158.5	179.2
-增速	4%	7%	16%	13%
结构件单位价格 (元/颗)	0.7	0.7	0.7	0.6
-增速		-5%	-2%	-2%
全球圆柱结构件市场空间 (亿元)	90	91	103	114
-增速		1%	14%	11%

数据来源: 东吴证券研究所测算

2.2. 公司结构件收入增速快于行业, 新产品放量弹性显著

公司 24 年结构件收入高增, 圆柱结构件收入占比约 80%, 方形结构件开始起量。2024 公司锂电结构件收入达 8.3 亿元, 同比增长 37.2%, 收入增速显著高于行业增速, 主要得益于全极耳电池结构件销量增长和方形结构件销量增长, 其中圆柱结构件收入超 6 亿, 占比约 80%, 方形结构件开始逐步起量。

图15: 公司结构件收入、毛利率情况

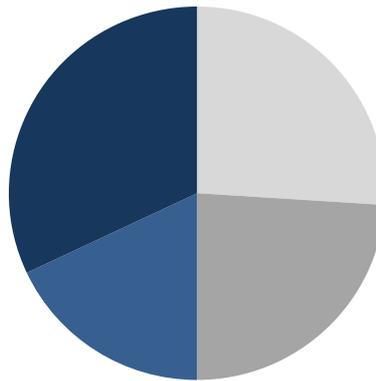


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

圆柱结构件行业格局稳定，金杨为行业龙一，24年市占率25%+。金杨股份凭借在产品工艺、产能布局及下游客户资源方面的综合优势位居第一，根据起点研究院数据，2024年金杨股份在圆柱结构件市场市占率已达到26%，CR3金杨、中瑞、科达利合计市占率超过70%，行业格局稳定。

图16: 2024年国内圆柱结构件竞争格局

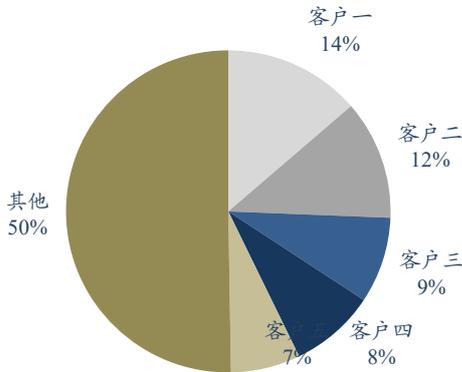
■ 金杨股份 ■ 中瑞股份 ■ 科达利 ■ 其他



数据来源: 起点研究院, 东吴证券研究所

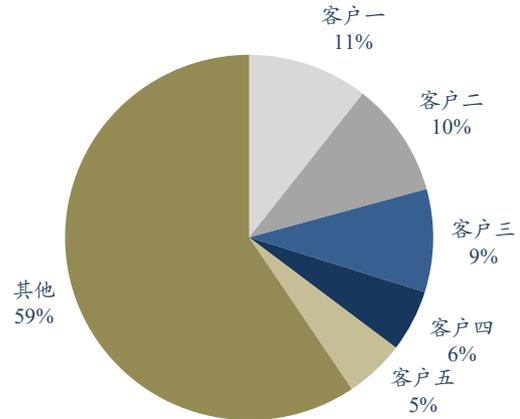
公司主流客户占比进一步提升，结构持续优化。2024年，公司客户结构得到进一步优化，前五大主流客户占比50%，若仅考虑结构件业务，前十大客户占比90%左右，并绑定亿纬、东磁、力神、宁德等电池厂，且在头部电池厂中份额进一步提升，随着2025年公司荆门产能投产和全极耳结构件产品放量，预计头部厂商份额将进一步提升。

图17: 2024 公司主要客户结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 2023 公司主要客户结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司结构件技术实力领先, 具备稳定、高质量供应能力。公司凭借先进的模具设计制造工艺与成熟的品质控制体系, 打造了出色的工艺控制优势能力, 在产品的高精密度、高出货量的背景下, 是行业内少有的可做到长期质量稳定性的电池精密结构件及材料供应商; 且公司开发锂电池断电释压三重防护结构件技术、低电阻高通流锂电安全阀技术、大容量锂电池封装壳体技术和镜面耐腐蚀锂电池封装壳体技术, 针对性解决圆柱锂电池生产、应用过程中的一系列痛点。

表4: 公司结构件核心技术

核心技术	具体应用环节	应对问题	应用产品
锂电池断电释压三重防护结构件技术	圆柱封装壳体-壳体底部设计和精密加工; 安全阀-关键部件设计和精密加工	应对圆柱锂电池的过载、热失控等安全性问题	圆柱封装壳体及安全阀
低电阻高通流锂电安全阀技术	安全阀-整体结构设计和精密加工	降低圆柱锂电池的内阻, 减少损耗	安全阀
大容量锂电池封装壳体技术	圆柱封装壳体-壳体封口、壁厚设计和精密加工	增大圆柱锂电池容量	圆柱封装壳体
镜面耐腐蚀锂电池封装壳体技术	圆柱封装壳体-壳体表面质量设计和精密加工	提高圆柱锂电池散热性能和耐腐蚀性能	圆柱封装壳体

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司提前布局小圆柱全极耳产品，新产品大规模供应贡献增量。小圆柱电池开发全极耳技术，可提升倍率，容量也在逐步地提升，24年起渗透趋势明显，新能安、比克、亿纬等多家电池厂推出小圆柱全极耳产品。2023年公司陆续完成对多家小圆柱全极耳电池精密结构件的开发后，2024年公司实现了小圆柱全极耳系列产品的大批量供应，公司为新能安供应全极耳产品，24年在宁德收入实现翻倍以上增长，预计25年可进一步同增50%+。此外，全极耳设计会增加正极和负极的集流盘，单价也将明显提升，公司充分收益。

表5: 各电池厂推出全极耳产品

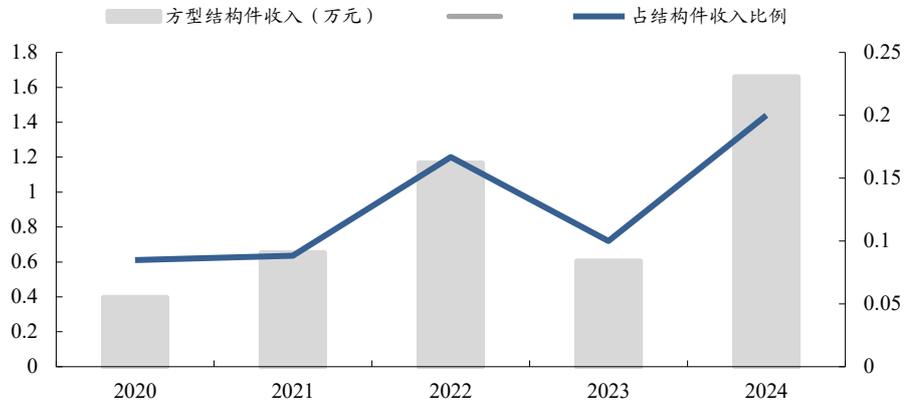
品牌	标称容量 (mAh)	型号	发布时间
新能安	4000	JP40	2024/3/20
	3000	JP30	2024/12/12
比克	25000	4680 全极耳电池	2021/3/19
	5000	INR21700-50D	2024/3/27
	4500	INR21700-45D	2024/3/27
	4000	INR21700-40D	2024/3/27
合盛	4200	INR21700-42P	2024/9/1
	4000	INR21700-40P	2024/9/1
力神	4000	21700-40PT	2025/7/8
	5000	21700-50PT	2025/7/8
	5500	21700-55PT	2025/7/8
	55000	46120-55 Ah	2025/7/8
	2000	18650-20PT	2025/7/8
	2500	18650-25PT	2025/7/8
亿纬锂能	30000	4695E 全极耳电池	2022/12/15
	4000	INR21700-40PL	2023/4/13
	3000	INR18650-30PL	2024/3/20
	5000	INR21700-50PL	2025/3/24
国轩高科	33600	4695 星辰电池	2024/5/17
睿恩	/	21700 全极耳电池	2024/3/21
	5000	21700-RS50	2025/3/24
蔚蓝锂芯	4000	21700-4.0XG	2025/3/24

数据来源：电池交易网，东吴证券研究所

方形结构件产能释放，打造结构件业务第二增长曲线，25年起贡献主要增量。公司圆柱结构件起家，方形收入占比较少，2024年起公司新增6条方壳盖板产线，产能达15万只/天，成功开拓楚能、力神、宁德时代等客户，24年占结构件收入20%左右。公司新建厦门、孝感和荆门基地都有方形产品布局，随着新增产线陆续达产，且楚能、力神的客户需求放量，我们预计2025年方型结构件收入在结构件业务占比提升至30%+，贡

献主要增长。

图19: 公司方型结构件收入、占比情况

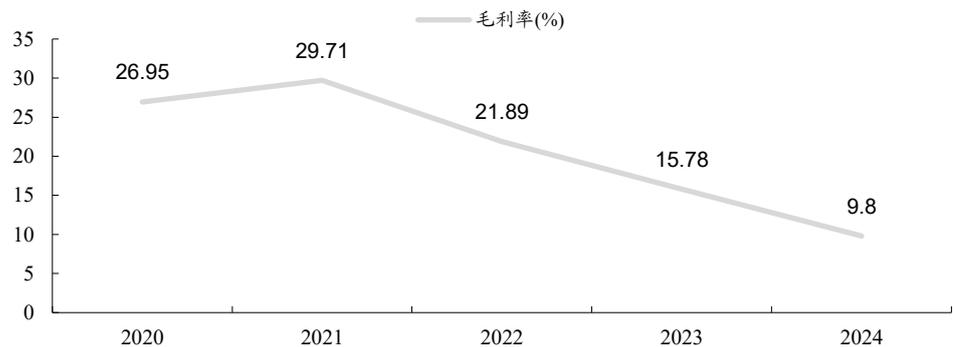


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 盈利: 结构件价格基本见底, 产能利用率提升+就近配套等改善盈利

结构件行业价格承压, 24年毛利9.8%, 已基本见底。受行业竞争影响, 24年结构件价格整体承压, 降价5-10%, 叠加公司新增产能爬坡影响, 24年公司毛利率10%, 同比下降6pct。25年年初公司对部分产品价格进一步调整, 当前价格已见底, 预计25年毛利率可维持稳定。

图20: 公司结构件业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

就近配套产能陆续投产, 产能利用率提升+降低运费, 预计盈利能力逐步好转。结构件运输费用较高, 成本占比3-5%左右, 主要系结构件较轻但体积大, 并且需要专业包装以免运输中发生磕碰或者损坏。公司当前无锡产能仅配套力神、别克较便利, 销售给

亿纬、宁德需要较高的运输成本。公司与亿纬合资设立湖北金杨，孝感基地主要用于配套楚能，并协调华中地区其他客户，厦门厂房进一步辐射到华南地区，实现对宁德、比亚迪等重要客户的就近配套，有效降低运输费用，提高公司的盈利能力。此外，24年公司新产能爬坡过程中，全年产能利用率 60-70%，后续随着新增产能逐步消化，预计公司盈利逐步好转。

表6: 公司结构件产能规划

生产基地	总产值 (亿元)	总投资 (亿元)	投产时间	配套厂商	备注 (20250331)
无锡 (总部)	14	-	已投产	比克、力神、宁德、比亚迪等	当前配套亿纬、新能安等客户距离较远
荆门一期	4	3	预计 2025	亿纬	位于亿纬产业园内部，绝大部分产能配套亿纬
孝感	16	8	预计 2029	楚能、远景以及德赛电池等	主要用于配套楚能
厦门	10	6	预计 2026	新能安、比亚迪、宁德、新客户等	重点配套新能安全极耳小圆柱电池
马来西亚	-	-	-	-	亿纬、新能安、海四达等客户已在马来西亚建厂，结构件配套势在必行

数据来源：证券时报，东吴证券研究所

3. 镍基导体材料：具备先发优势的第一梯队，原材料价格下行推升毛利水平

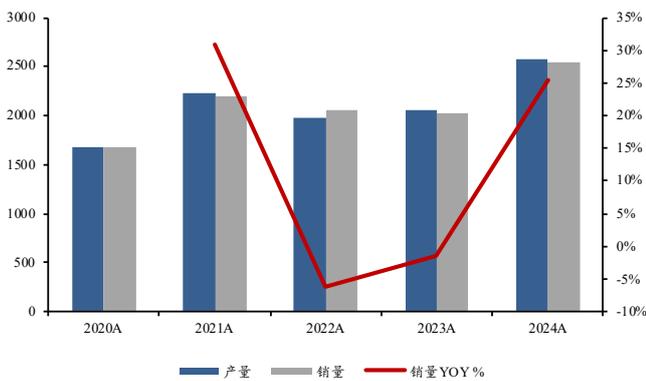
3.1. 公司镍基导体材料业务稳步增长，具备技术、客户优势

公司生产的镍基导体材料主要为高性能镍板带材，主要应用于锂电池中的极耳与连接片生产。镍基导体材料是精密镍基导体材料的上游为镍材等原材料供应商，是一类以镍（Ni）为主要基础元素，通过添加钴（Co）、锡（Sn）、铜（Cu）等其他金属元素形成的复合金属材料，主要用于提升导电性、机械强度及耐腐蚀性，下游客户主要是锂电池制造商或相关配套企业。

镍基导体材料以其稳定的金属性逐步占据了负极极耳和连接片等电池关键配件的市场主导地位。未来，随着新能源汽车等锂电池应用的快速发展，极耳、连接片作为锂电池生产的必备部件对于镍基导体材料的需求将持续不断增长。

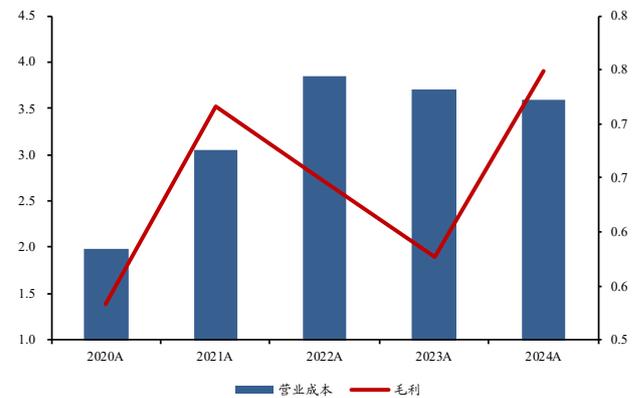
公司镍基导体材料业务产销趋势上行，业绩稳步增长。近年来，受益于产品下游锂电池的产量的放量，以及公司自身产能利用率的提升，公司镍基导体材料业务产销趋势上行，销量近5年CAGR达11.9%，带动公司业绩稳步增长。我们认为随着公司产能及利用率的进一步增长，镍基导体材料业务有望持续维持高增态势。

图21：公司镍基导体材料业务产销量趋势上行（吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：公司镍基导体材料业务业绩稳步增长（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司镍基导体材料业务具备技术壁垒与客户认证等先发优势。锂电池结构件与材料供认证周期较长，时间通常需要1-3年，凭借突出的技术创新能力，公司镍基导体材料产品已供应至三星 SDI、ATL（宁德新能源）、LG 化学、三洋能源、亿纬锂能、万祥科技、蔚蓝锂芯、方林科技、新普科技等知名厂商在内的直接或终端客户。

3.2. 镍基导体材料核心产品—极耳

极耳是连接电芯内部极片与外部电池壳体/模组的金属导电体。极耳是锂离子电池的核心导电部件，负责将电芯内部的电流导出到外部电路，同时保障电池内部的安全密封性。在不同类型的锂电池封装方式下极耳的类别有所区分：软包电池极耳为金属导电体+胶片，而圆柱和方形电池极耳为金属导电体，没有胶片。

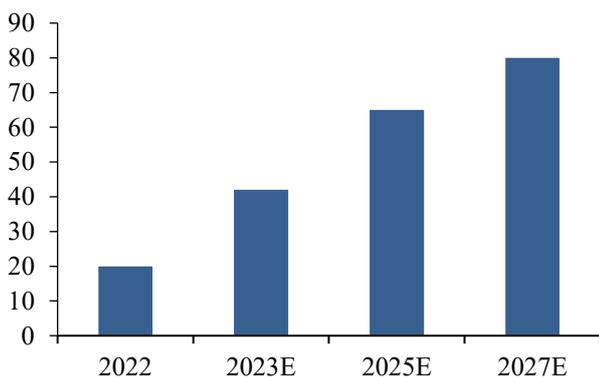
表7：极耳的分类及成本

极耳类型	极耳组成	焊接方式	成本
软包电池	铝带（正极）、镍带/铜带 镍带（负极）、极耳胶	一端电阻焊接到极片，另一端激光焊接到铝塑膜， 极耳胶与铝塑膜 PP 熔化粘合（绝缘、密封）	0.1-10 元
圆柱电池	铝带（正极）、镍带/铜带 镍带（负极）	一端电阻焊接到极片，另一端激光焊接到盖帽(正 极)，电阻焊接到壳体(负极)	0.005-1 元
方形电池	铝带（正极）、铜带（负 极）	2 片连接片一端(铝带/铜带)分别上下夹住铝箔/铜箔 凹槽进行超声焊接，另一端激光焊接到极柱	0.005-1 元

数据来源：GGII，东吴证券研究所

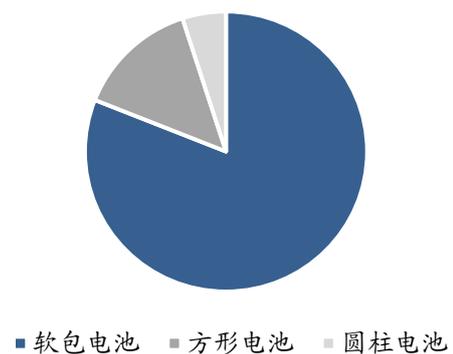
方形电池及软包电池出货量提升带动中国极耳市场规模增长。根据 CGII，2022 年中国极耳市场规模超 20 亿元，其中主要增长受到软包与方形电池出货量提升而带动（2022 年极耳市场中软包电池占比超 80%，其次为方形电池），随着下游需求的不断增长，预计 2025 年中国极耳市场规模将超 60 亿元。

图23：2022—2027 年中国极耳市场规模预测（亿元）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图24：2022 年极耳市场产品结构（%）

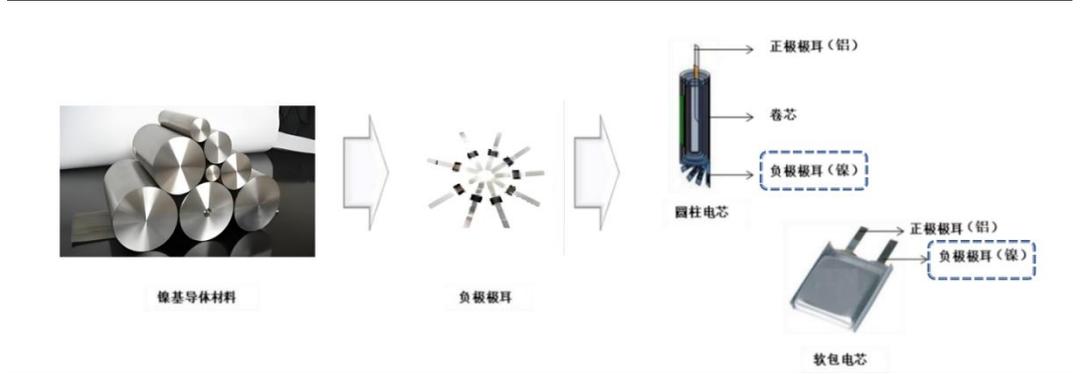


数据来源：GGII，东吴证券研究所

公司镍基导体材料多用于圆柱/软包锂电池的负极极耳。镍基导体材料经过进一步加工后形成负极极耳，主要应用于圆柱锂电池和软包锂电池。1) 圆柱锂电池的负极极耳主要采用纯镍带，在特定场景下会选用铜镍复合带。纯镍带的焊接可靠性较高，但特定

应用场景下锂电池需要进行大电流放电，要求负极端耳在保证焊接性能的情况下，铜镍复合带能够具备更低的电阻率，但由于其成本较高，应用场景有限；2) 软包锂电池负极端耳主要采用纯镍带。软包电池极耳通常会直接暴露在空气中，纯镍具备耐腐蚀性较强的特性。

图25：正负极极耳示意图

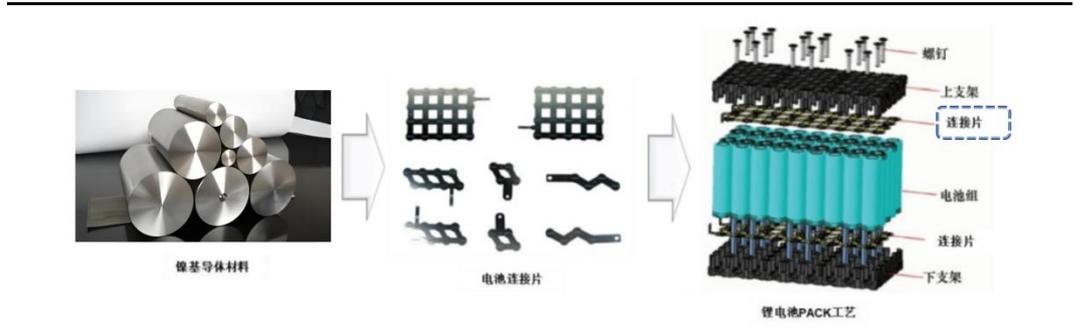


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 镍基导体材料核心产品—连接片

连接片主要用于圆柱锂电池模组或电池包中电芯间的串联或并联。电池连接片作为连接电池正负极的关键部件，主要用于圆柱锂电池后端 PACK 制造工艺的连接组装环节。由于镍金属具备良好的抗疲劳性、降低导电电阻和抗氧化防锈蚀能力，通常作为动力电池连接片主要材质。

图26：公司镍基导体材料核心产品—连接片



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锂电池 PACK 连接片主要采用纯镍带。在常用场景中，基于纯镍带的焊接可靠性高、成本适中、耐腐蚀性能强，因此应用最为普遍；铜镍复合带以及镀锡铜带的应用场景适用于锂电池需要进行大电流放电，要求负极端耳在保证焊接性能的情况下，能够具

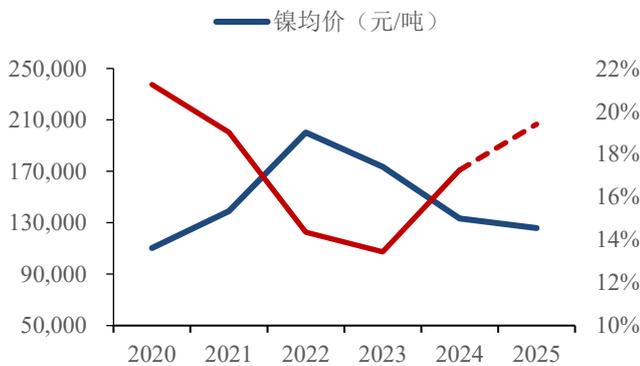
备更低的电阻率，但成本较纯镍带高，应用主要限于特定领域；铜带、镀镍铜带的成本较低，电阻率小，但焊接性能表现较差，可能导致锂电池可靠性降低；镀镍钢带成本最低，焊接性能较差，电阻率大，应用较少。

3.4. 全球镍产能过剩，原材料价格下行推升公司镍基导体材料业务毛利率

全球镍市场过剩情况进一步加剧，镍价处于下行周期。近年来随着印尼红土镍矿湿法项目产能逐步释放，以及通过产业政策方式引导全球加工厂商落地建厂（华友、中伟、格林美等中资企业在印尼建设湿法冶炼项目），根据 INSG，2025 年全球原生镍产量将达 373.5 万吨，同比增长 5.9%，原生镍过剩量达 19.8 万吨，较 2023/2024 年的 17.3/17.9 万吨过剩量进一步增长。

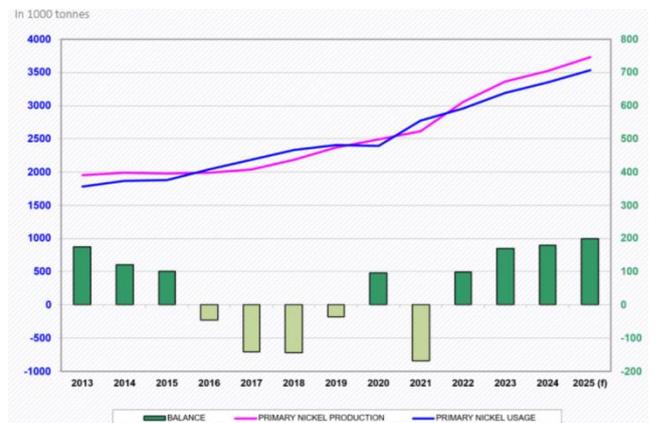
公司镍基导体材料采取成本加成的定价方式，毛利率具备进一步上行空间。公司采用“原材料成本+固定加工费”模式。镍价下跌时，原材料采购成本降低（国内镍均价从 2022 年的 20 万/吨下行至 2025 年上半年的 12.6 万/吨），但加工费部分保持稳定甚至因技术溢价上浮，直接扩大单位产品毛利空间，我们预计随着全球原生镍维持过剩格局，镍价下行周期持续，公司镍基导体材料业务毛利率存在进一步上行空间。

图27: 公司镍基导体材料业务毛利率具备上行空间



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28: 全球原生镍产量过剩情况进一步加剧



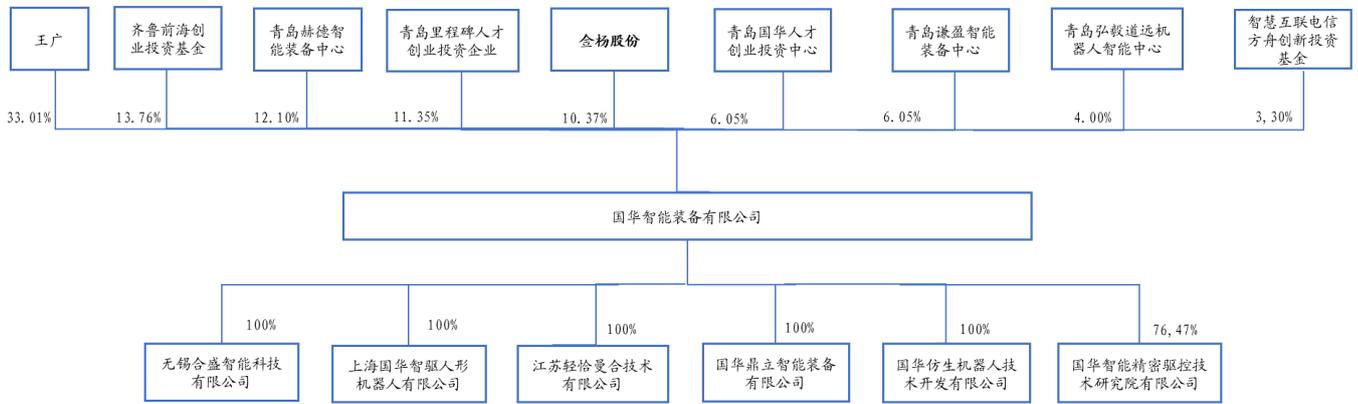
数据来源：INSG，SMM，东吴证券研究所

4. 跨界进军人形机器人，打造全新增长极

4.1. 以入股国华智能为起点，进军人形机器人产业链

公司以入股国华智能为起点，迈出进军人形第一步。国华智能实控人为王广，主要子公司包括上海国华智驱人形机器人有限公司和国华仿生机器人技术开发有限公司等，为国内领先谐波减速器厂商，并拓展至其他核心部件，致力于人形机器人核心部件的精心研发与制造。2025年3月，公司以2000万元购得国华智能5%股权，并通过老股转让实现股权比例持续提升，当前股权占比已达到10.37%，成为国华智能第五大股东。2024年国华智能营业收入3035.52万元，净亏损809.96万元。

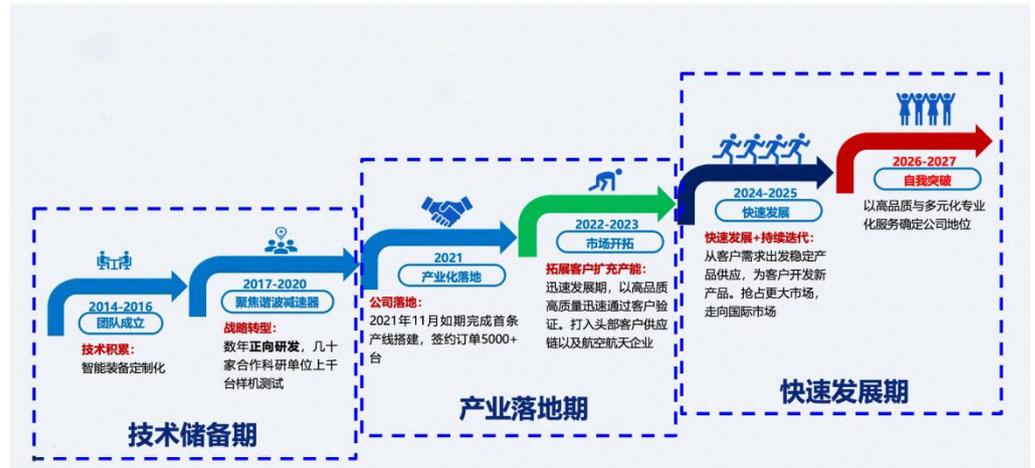
图29：国华智能股权结构穿透图（截至20250819）



数据来源：企查查，东吴证券研究所

国华智能谐波减速器起家，深耕精密传动领域，技术实力领先。国华智能成立于2021年2月，21年之前即从事精密谐波减速器行业，在精密传动领域耕耘十余载，技术实力雄厚，21年开始进行人形机器人用精密谐波减速器的研究，当前公司产品在人形机器人领域得到广泛应用，并已扩展至工业自动化、航空航天等多个领域。技术层面，公司拥有大量精密传动领域的高层次人才，其中博士、硕士等技术人员占比50%以上，公司在精密传动、驱控及智能制造领域已申请发明专利30余项、实用新型专利20余项，注册商标20余项，授权软件著作权50余项，并作为主要单位参与了多项国家及团体标准的编写。

图30：国华智能发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司谐波减速器产品成熟，并向下布局旋转关节，适配机器人领域。国华智能全系列谐波减速器覆盖 GHCS、GHCD、GHHS、GHHD、GHFD 五个系列 100 多种型号，广泛应用于机器人、商业航天、泛工业设备等领域。此外公司深耕伺服驱控系统领域，向下游延伸布局旋转关节产品，搭载高精度编码器与驱动控制器，支持实时力控与数据反馈，为高端装备提供兼具刚性与灵活性的传动解决方案。公司开发的谐波减速器、关节模组等百余款产品已应用于航空航天及人形机器人头部企业，年产能超 8 万套。

同步布局行星滚柱丝杠及机电一体化模组，打造人形机器人关节全方案供应商。国华智能同步进行行星滚柱行星丝杠的研发，突破了小螺距螺纹加工制造技术、高硬度螺纹微粒喷丸强化工艺与技术、性能演化分析与寿命预测技术、综合测试技术，开发了差动式、反向式系列产品，分别发布 1208 型和 1510 型两款人形机器人专用行星丝杠产品，并纵向布局直线关节，成为人形机器人关节全方案供应商。

图31：国华智能开发的谐波减速器产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图32: 国华智能的灵巧手、执行器、谐波减速器产品



数据来源：国华智能公众号，东吴证券研究所

国华智能已与头部人形机器人厂商对接，金杨参股后预计可为国华赋能。国华当前谐波减速器年产能超 8 万套，通过技术优势+批量生产能力，当前已应用于头部人形机器人厂商，供应上肢部件，其中核心零部件谐波、旋转关节等自制；金杨为比亚迪等车企供应商，具备深厚的技术交流和业务协作，参股国华后预计可在客户开拓上进一步赋能。

4.2. 公司具备精密制造能力，目标成为人形机器人基础构件供应商

公司聚焦机器人基础部件领域，与国华智能成立合资公司实现资源与客户协同。2025 年 7 月 1 日，公司与国华智能合资设立无锡合盛智能科技有限公司，与国华合作进一步加深。公司依托自身精密制造能力，聚焦人形机器人基础构件，包括头部转轴、腰部固定座、导轨骨架等，当前公司已初步投入部分设备、场地，预计 2025 年内设备陆续到场。

图33: 机器人部分基础部件示意图



数据来源: 机器人 WAIC 大会, 东吴证券研究所

公司跨界布局机器人零部件, 具有技术及客户两大优势:

1) 公司具备生产高精度结构件能力, 能转换运用到机器人基础构件领域。公司生产的封装壳体壁厚均匀性可达到 ± 0.015 毫米、内外径尺寸公差可达到 ± 0.03 毫米、高度公差可达到 ± 0.05 毫米, 安全阀断电压力区间可达到 1.1 ± 0.2 Mpa, 防爆压力区间可达到 2.1 ± 0.2 Mpa, 具备较强的精密制造能力。头部转轴、腰部固定座和导轨骨架等人形机器人本体部件, 同样对精度、强度有较高的要求, 与结构件制造有技术协同优势。

表8: 公司生产的结构件参数

产品类型	细分产品	公司的技术水平
封装壳体	圆柱封装壳体	壳体壁厚均匀性可达到 ± 0.015 毫米、内外径尺寸公差可达到 ± 0.03 毫米、高度公差可达到 ± 0.05 毫米; 具备负极防爆刻线设置, 刻痕凹槽残余厚度可低至 0.08 毫米, 破裂压力可达到 2.9 ± 0.2 Mpa。
	方形封装壳体	尺寸外观精度具有行业竞争力, 可达到宁德时代、比亚迪、力神电池、星恒电源、南都电源、欣旺达、亿纬锂能要求的相关参数指标。
	安全阀	断电压力区间可达到 1.1 ± 0.2 Mpa, 防爆压力区间可达到 2.1 ± 0.2 Mpa。

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2) 公司上市时获得小米股权基金投资, 并直接对接比亚迪等头部车企, 可与国华实现客户协同。2022 年上市时, 小米智造股权投资基金即通过 IPO 战略配售持有公司 2.51% 的股权, 为该基金唯一持有的上市公司, 此外公司直接供应比亚迪等头部车企,

预计可与国华实现客户协同。

参股无锡智立传感有限公司，涉足六维力传感器，公司拓展弹性体加工业务。6月5日，无锡智立传感科技有限公司成立，公司持股5%。无锡智立为国内首家通过力觉多模态模型结合定制化 rpu 芯片制造智能传感器的科技型企业，目前已有成熟产品，并初步对接协作机器人厂商，后续拓展人形机器人客户。公司预计将为智立传感代加工弹性体，产品品类持续开拓。

图34：六维力传感器示意图



数据来源：NBIT 官网，东吴证券研究所

人形机器人放量可期，预计公司充分受益。特斯拉最新量产计划，25 年底几千台，自用，用于收集数据和模型训练。26 年中 toB 端量产机型发布，29-2030 年有望达到 100 万台。海外 FigureAI 和 1X 跟进，25 年均 1000 台目标。国内智元和宇树引领，其次优必选、乐聚、开普勒、银河通用、星动纪元等均制定千台量产目标。2025 年预计国内外机器人产量超过 2 万台，27-28 年呈指数级增长。公司通过入股国华智能并建立合资公司实现资源协同，将有效抢占人形机器人生态位，远期人形机器人业务可给公司带来可观增量。

图35: 人形机器人产量预测

海外	2025	2026	2027	2028	2029	2030	远期
海外人形机器人产量 (万台)	1.11	6	33	66	118	171	1,754
-同比		427%	464%	100%	79%	45%	30%
特斯拉	0.5	3	20	40	70	100	1,000
Figure AI	0.1	1	5	8	15	20	300
Agility	0.1	0.5	1	3	6	10	80
Apptronik	0.05	0.1	0.5	2	4	6	24
Sanctuary AI	0.05	0.2	1	3	5	7	50
波士顿动力	0.01	0.05	0.5	1	3	7	30
IX	0.1	0.5	2	3	7	10	200
Neura Robotics	0.1	0.5	1	2	3	5	20
其他	0.1	0.5	2	4	5	6	50
国内人形机器人产量 (万台)	1	4	17	34	62	129	1,246
-同比		366%	310%	100%	82%	108%	16%
智元	0.35	1	5	10	20	40	500
宇树	0.5	1	5	10	15	30	200
优必选	0.15	0.5	1.5	3	5	10	100
乐聚	0.1	0.5	2	3	5	10	50
普渡	0.05	0.1	0.5	1	2	8	50
纵擎	0.1	0.2	0.5	1	2	8	50
银河通用	0.1	0.2	1	2	4	8	50
星动纪元	0.1	0.2	1	3	4	10	50
其他	0	0	1	2	3	5	140
全球人形机器人销量 (万台)	2.00	10	50	100	180	300	3,000
-同比		400%	400%	100%	80%	67%	88%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营收分别 16/21/26 亿元，同比 +21%/+29%/+21%，考虑股权激励费用影响，我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 0.4/0.9/1.3 亿元，同比-28%/+132%/+36%。

分业务板块来看，

- **锂电池结构件：**公司客户结构改善，新增大客户+新产品放量，收入增速快于行业，我们预计2025-2027年锂电池结构件收入同比分别+30%/+40%/+27%至11/15/19亿元。考虑公司产能利用率逐步提升+就近工厂配套，我们预计25年盈利触底，毛利率稳定，26-27年逐步改善。
- **镍基导体材料：**25年行业需求稳定增长，原材料价格维持低位，预计25年收入恢复增长，毛利率稳中有升。

表9：分业务盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1.精密结构件								
收入(百万)	466	739	700	605	830	1,079	1,514	1,917
收入增速	49%	59%	-5%	-14%	37%	30%	40%	27%
成本(百万)	340	520	547	510	749	976	1,348	1,706
毛利率	27.0%	29.7%	21.9%	15.8%	9.8%	9.5%	11.0%	11.0%
毛利(百万)	126	220	153	95	81	103	167	211
2.镍基导体材料								
收入(百万)	251	376	450	429	434	456	479	503
收入增速	20%	50%	20%	-5%	1%	5%	5%	5%
成本(百万)	198	305	386	371	359	376	393	412
毛利率	21.3%	19.0%	14.4%	13.4%	17.3%	17.5%	18.0%	18.0%
毛利(百万)	53	72	65	58	75	80	86	91
3.其他业务								
收入(百万)	37	67	79	76	100	110	121	133
收入增速	35%	81%	18%	-4%	32%	10%	10%	10%
成本(百万)	35	64	74	69	91	100	110	121
毛利率	4.1%	3.7%	6.1%	8.5%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
毛利(百万)	2	2	5	6	9	10	11	12

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

考虑 25 年起股权激励费用影响，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.4/0.9/1.3 亿元，同比-28%/+132%/+36%，对应 PE 128/55/41 倍。可比公司选取科达利、震裕，到 25/26/27 年平均 PE 为 36/28/22 倍，考虑到公司主业盈利逐步好转，增速快于行业，且机器人率先卡位，并持股国华智能，首次覆盖给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元/	归母净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE			总股本 (亿股)
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
002850.SZ	科达利	358	131	18.1	22.1	26.7	6.6	8.1	9.8	19.7	16.2	13.4	2.74
300953.SZ	震裕科技	212	122	4.0	5.5	6.9	2.3	3.1	4.0	52.9	38.9	30.5	1.73
	平均值	285	127	11.1	13.8	16.8	4.5	5.6	6.9	36.3	27.6	22.0	2.23
301210.SZ	金杨股份	52	45	0.4	0.9	1.3	0.4	0.8	1.1	128.4	55.3	40.6	1.15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) **人形机器人推广不及预期风险。**人形机器人的推广受到现有技术、用户接受度、具体应用场景需求等多方面的影响，商业化进度具有不确定性，可能对产业链产生不利影响。
- 2) **下游锂电池需求不及预期。**公司精密锂电池结构件受下游锂电池需求增速影响，若锂电池行业需求疲弱，将对产业链产生不利影响。
- 3) **同行业竞争加剧的风险：**锂电池行业需求增速仍然保持韧性，结构件市场的增长可能导致市场出现新进入者、供应商扩张结构件产能，导致同行业竞争加剧，进而压缩公司的盈利水平。

金杨股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,179	1,233	1,503	1,783	营业总收入	1,365	1,645	2,119	2,563
货币资金及交易性金融资产	202	145	201	220	营业成本(含金融类)	1,199	1,453	1,855	2,248
经营性应收款项	587	641	826	1,001	税金及附加	8	9	12	14
存货	322	380	406	491	销售费用	8	7	10	12
合同资产	0	0	0	0	管理费用	45	58	64	77
其他流动资产	69	67	69	71	研发费用	51	54	68	79
非流动资产	1,335	1,432	1,471	1,506	财务费用	(14)	2	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	13	8	11	13
固定资产及使用权资产	724	779	781	779	投资净收益	(1)	(1)	11	26
在建工程	105	135	165	195	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	98	104	110	116	减值损失	5	(3)	(3)	(3)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(3)	0	0	0
长期待摊费用	22	22	22	22	营业利润	81	66	126	164
其他非流动资产	386	392	393	394	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,515	2,666	2,974	3,288	利润总额	81	66	126	164
流动负债	508	579	752	915	减:所得税	6	5	10	13
短期借款及一年内到期的非流动负债	36	86	106	116	净利润	75	61	116	151
经营性应付款项	416	432	575	719	减:少数股东损益	18	20	22	23
合同负债	2	3	4	5	归属母公司净利润	56	40	93	127
其他流动负债	55	58	66	76	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.49	0.35	0.82	1.11
非流动负债	56	75	95	95	EBIT	72	68	130	169
长期借款	44	64	84	84	EBITDA	148	140	206	249
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.11	11.68	12.49	12.30
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	4.12	2.45	4.41	4.97
其他非流动负债	12	12	12	12	收入增长率(%)	22.96	20.56	28.83	20.94
负债合计	564	655	847	1,011	归母净利润增长率(%)	(8.07)	(28.39)	132.03	36.36
归属母公司股东权益	1,818	1,858	1,951	2,079					
少数股东权益	133	153	175	199					
所有者权益合计	1,951	2,011	2,127	2,278					
负债和股东权益	2,515	2,666	2,974	3,288					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	121	48	126	105	每股净资产(元)	22.05	16.21	17.03	18.14
投资活动现金流	(124)	(171)	(104)	(89)	最新发行在外股份(百万股)	115	115	115	115
筹资活动现金流	8	66	35	4	ROIC(%)	3.29	3.00	5.36	6.48
现金净增加额	2	(57)	56	19	ROE-摊薄(%)	3.09	2.17	4.79	6.13
折旧和摊销	76	72	76	80	资产负债率(%)	22.42	24.56	28.48	30.74
资本开支	(216)	(160)	(110)	(110)	P/E (现价&最新股本摊薄)	91.92	128.37	55.33	40.57
营运资本变动	(17)	(93)	(64)	(110)	P/B (现价)	2.05	2.78	2.65	2.49

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>