



盈利能力持续提升，机器人等业务加快推进 ——汇川技术（300124.SZ）首次覆盖报告

分析师：曾韬、鲁佩、段尚昌、彭星嘉

盈利能力提升，机器人等业务加快推进

——2025 年半年报业绩点评&首次覆盖报告

2025 年 8 月 29 日

核心观点

- **事件：**25H1 公司实现营收 205.1 亿元，同比+26.7%，归母净利 29.7 亿元，同比+40%，扣非净利 26.7 亿元，同比+29%；毛利率 30.2%，同比-1.55pcts，净利率 14.5%，同比+1.4pcts。25Q2 公司实现营收 115.3 亿元，同/环比+19.0%/+28.4%；归母净利 16 亿元，同/环比+26%/+24%；毛利率 29.6%，同/环比-0.2/-1.3pcts；净利率 14.3%，同/环比+0.8/-0.5pcts，符合预期。
- **行业止跌回稳，通用自动化引领增长。**25H1 制造业投资/工业自动化市场同比+7.5%/1%，且锂电等 OEM 市场好于项目市场。公司营收增长 17% 领先行业，其中国内市场份额通用伺服系统/低压变频器/小型 PLC/中大型 PLC/工业机器人/SCARA 机器人/约 32%/22%/7.0%/5.1%/8.2%/20.4%，排名第 1/1/4/6/4/1，龙头地位稳固。Q2 末订单情况好转，下半年预计实现更高增长。
- **客户放量推高市占率，新增定点支撑未来。**25H1 理想/广汽等客户车型放量使公司业务营收高增 49%，25H1 乘用车电机控制器份额 10.1% 龙二，第三方供应商稳居龙一；电驱总成份额 7.1% 排第四，多合一趋势已定超额完成订单目标；定子装机量 11.3% 龙二。公司新增海外定点 5 个项目，国内 30+ 个项目，匈牙利工厂已完成首个样件下线，全年增长预期高。
- **费率下降，盈利回升。**25Q2 规模效应&汇兑收益使期间费用率同/环比-0.2/-2.1pcts，股权投资收益利润率贡献同/环比+2/+0.1pcts，归母净利增速超营收，盈利能力自 24 年底部持续回升。
- **机器人等战略业务加速推进。**1) 无框力矩电机及关节模组等产品处开发阶段，行星滚柱丝杠已完成送样并开发直线执行器；2) AI 技术平台架构 iFG 落地；3) 打造数字化智慧能源解决方案，西安工厂产能达 50GW；4) InoCube 平台 FOS 产品已实现批量化订单，FEMS 产品实现实质性业绩突破。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 469/568/682 亿元；归母净利分别为 52/65/80 亿元，EPS 1.9、2.4、3.0 元/股，对应 PE 39x/31x/25x。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、全球贸易形势复杂多变、原材料价格上涨等风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	37040.95	46935.93	56803.09	68186.38
同比/%	21.77	26.71	21.02	20.04
归母净利润/百万元	4285.49	5230.36	6454.15	7989.67
同比/%	-9.62	22.05	23.40	23.79
EPS/元	1.59	1.94	2.39	2.96
PE	47.19	38.67	31.33	25.31

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

汇川技术 (300124.SZ)

推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎: 010-8092-7627

✉: zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525030001

鲁佩

☎: 021-2025-7809

✉: lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521060001

段尚昌

☎: 010-8092-7653

✉: duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524090003

研究助理

彭星嘉

✉: pengxingjia_yj@chinastock.com.cn

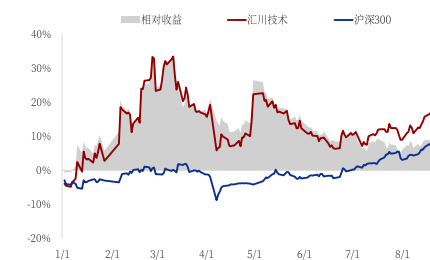
市场数据

2025-08-29

A 股收盘价/元	75.03
上证指数	3,857.93
总股本 (亿股)	26.97
实际流通 A 股 (亿股)	23.63
流通 A 股市值 (亿元)	1773.0

市场表现

2025-08-29



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 25H1 业绩符合预期	4
(一) 营收及盈利能力	4
(二) 资本结构与偿债能力	8
(三) 营运能力	9
(四) 现金流情况	9
(五) 杜邦分析	10
二、 全球工业自动化龙头，技术成长持续引领发展	12
三、 投资建议	15
(一) 盈利预测	15
(二) 相对估值	15
(三) 投资建议	15
四、 风险提示	16

一、25H1 业绩符合预期

（一）营收及盈利能力

公司营收高速增长。2025 年上半年，公司营业收入实现 205.1 亿元，同比增长 26.7%，其中新能源类业务占比 45.2%，同比增长 49%，通用自动化业务占比 42.9%，同比+17%。25Q2 公司营收 115.3 亿元，同比+19.0%，环比+28.4%。

行业止跌回稳，通用自动化引领增长。25H1 国内制造业 PMI 徘徊于枯荣线但政策持续加码设备更新及数字化转型带动 Capex 温和修复，制造业投资/工业自动化市场同比+7.5%/1%，且锂电等 OEM 市场好于项目市场。公司通过持续增强营销网络等措施实现业务营收增长 17%领先行业，其中国内市场份额通用伺服系统/低压变频器/小型 PLC/中大型 PLC/工业机器人/SCARA 机器人/约 32%/22%/7.0%/5.1%/8.2%/20.4%，排名第 1/1/4/6/4/1，龙头地位稳固。Q2 末订单情况好转，下半年若无新增贸易风险预计将实现更高增长。

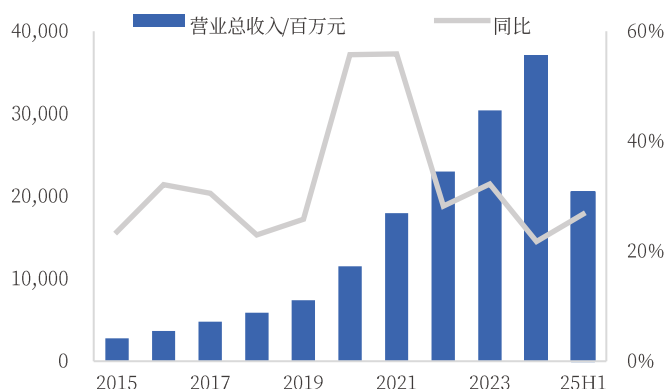
客户放量推高市占率，新增定点支撑未来。25H1 国内新能源车市维持强劲增长，理想/广汽等客户车型放量使公司业务营收高增 49%，助推公司市占率持续提升，25H1 乘用车电机控制器份额 10.1%龙二，第三方供应商稳居龙一；电驱总成份额 7.1%排第四，多合一趋势已定超额完成订单目标；定子装机量 11.3%龙二；OBC 份额 5.1%排第七。期内公司新增海外定点 5 个项目，国内 30+个项目，客户结构/产品种类多样化发展，公司苏州工厂顺利推进，匈牙利工厂已完成首个样件下线，全年看增长预期高，未来目标稳定 30%+增长速度。

电梯/轨交业务积极寻找新增量。受国内房地产及轨交市场不振影响，公司电梯相关/轨交业务同比-1%/持平。公司积极通过存量挖掘/升级改造、出海新兴市场、推进试点等措施稳增长预期。

机器人等战略新业务加速推进。1) 人形机器人低压高功率驱动器、无框力矩电机及关节模组等产品处开发阶段，行星滚柱丝杠已完成送样并开发直线执行器；2) AI 技术平台架构 iFG 落地；3) 着力于构建国内工商业能源综合解决方案的能力，西安储能新工厂产能达 50GW；4) 数字化 InoCube 平台 FOS 产品已实现批量化订单，FEMS 产品实现实质性业绩突破。

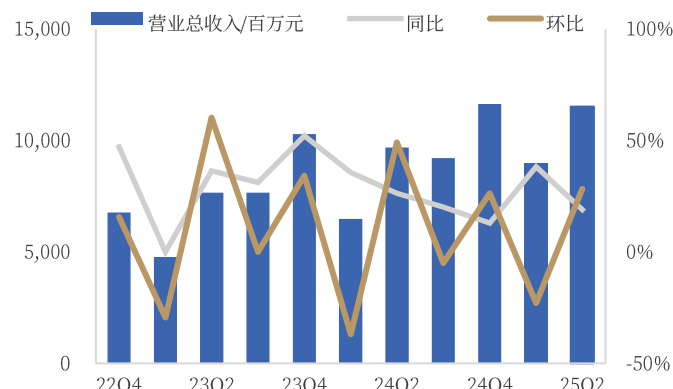
分地区看，公司 25H1 海外业务占比 6.4%，同比+39pcts，其中新能源汽车相关约 6 亿元，电梯相关约 4 亿元，工业自动化相关约 3 亿元。

图1：25H1 公司营业总收入



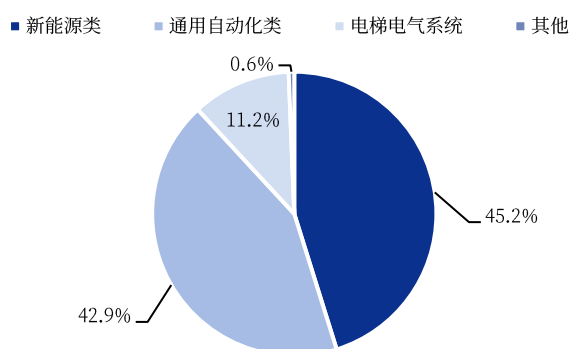
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：25Q2 公司营业总收入



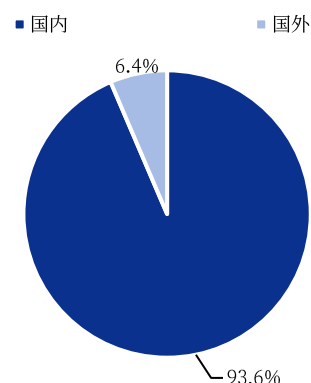
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图3: 25H1 公司营收按产品分类拆分



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

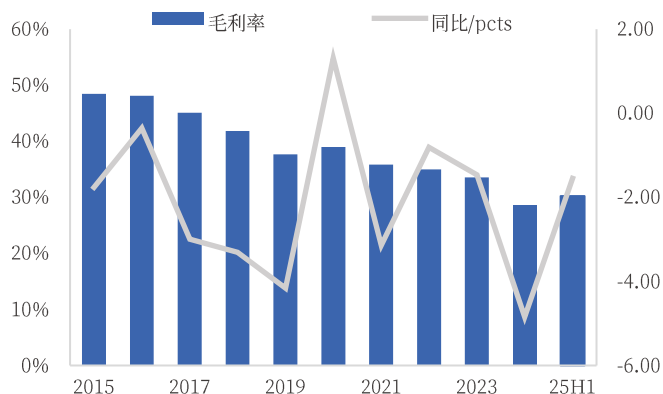
图4: 25H1 公司营收按地区分类拆分



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

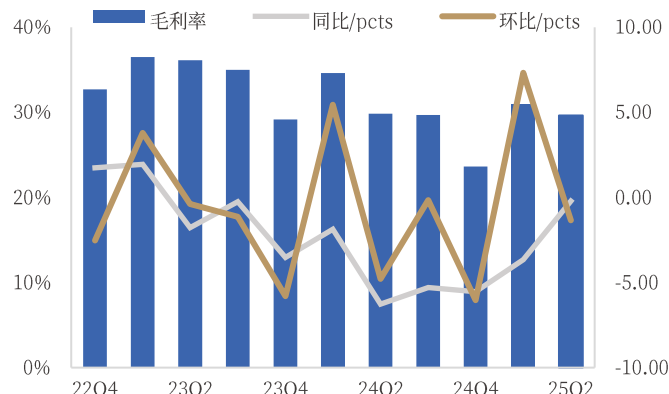
25Q2 公司毛利率下滑。25H1 公司销售毛利率 30.2%，同比+31.8pcts，新能源类/通用自动化类/电梯电气系统毛利率分别为 17.5%/44.5%/24.4%，同比-0.8%/0.2%/-2.1%。25Q2 公司销售毛利率 29.6%，同/环比-0.22/-1.34pcts。公司毛利率下滑主要系新能源类产品营收快速增长，占比明显提升，结构上降低整体毛利率，同时由于市场竞争激烈，新能源类产品降价压力使毛利率承压。

图5: 25H1 公司毛利率



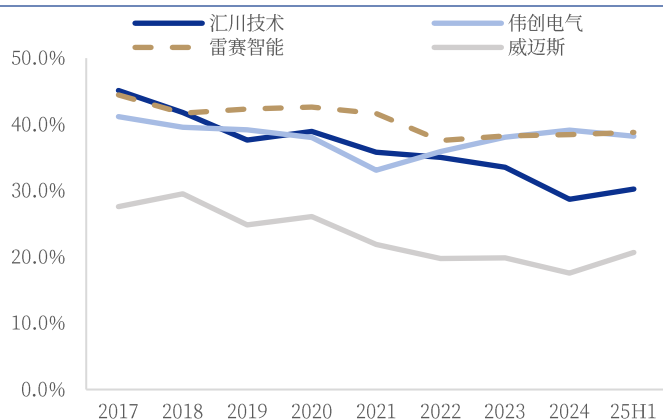
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 25Q2 公司毛利率



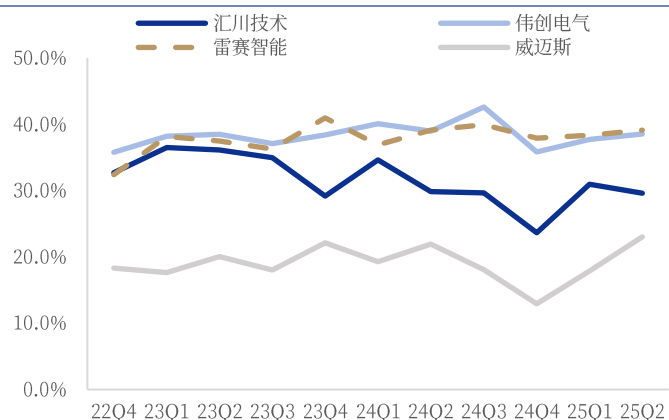
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图7: 可比公司毛利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图8: 季度间可比公司毛利率对比

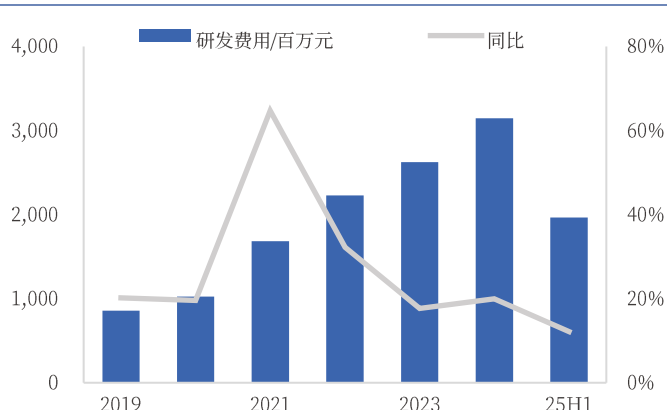


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

规模效应显现，期间费用率下行。25H1 公司期间费用率为 16.7%，同比-2.0pcts，其中销售、

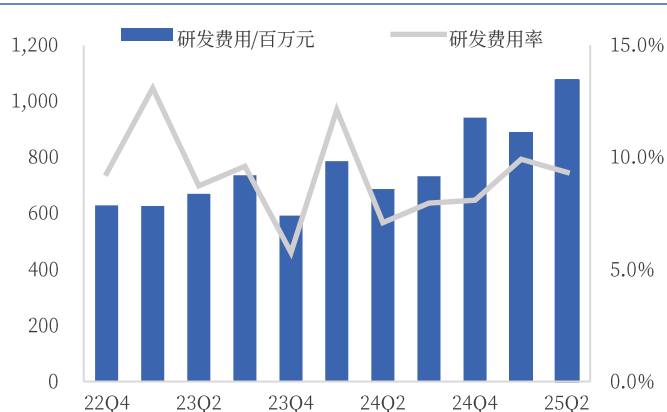
管理、研发、财务费用率分别为 3.3%、4.0%、9.6%、-0.3%。25Q2 公司期间费用率为 15.7%，环比-2.1pcts。公司规模效应优势持续体现，同时汇兑损益贡献下期间费用率下行。

图9：25H1 公司研发费用情况



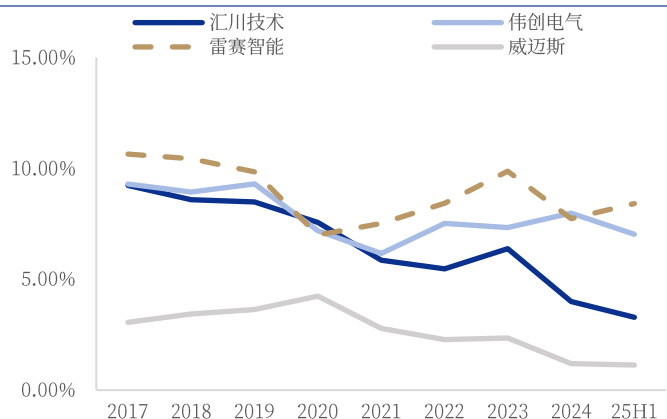
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图11：25Q2 公司研发费用情况



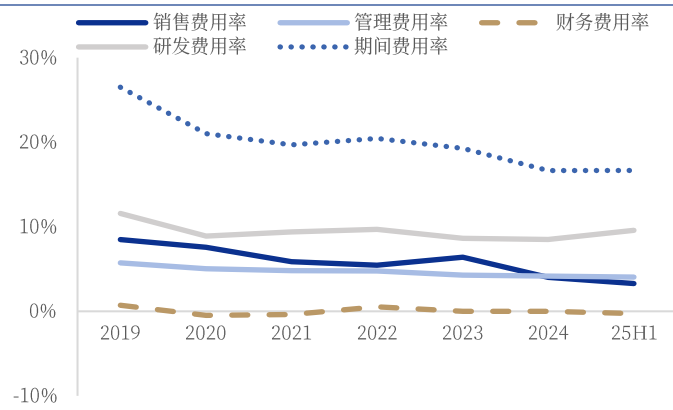
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图13：25H1 可比公司销售费用率对比



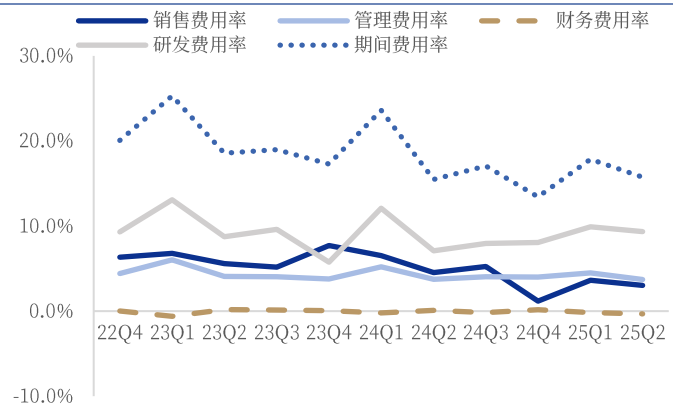
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图10：25H1 公司期间费用率情况



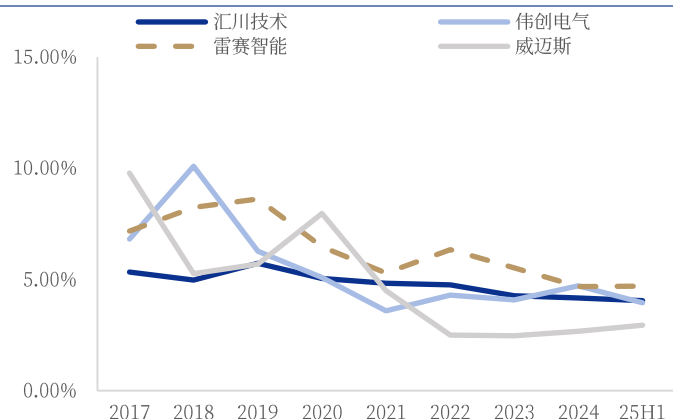
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图12：25Q2 公司期间费用率情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

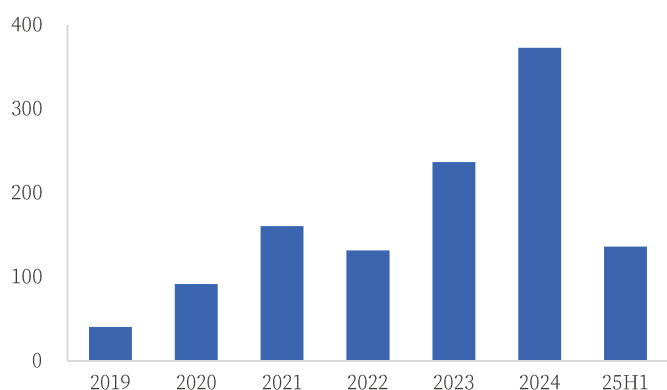
图14：25H1 可比公司管理费用率对比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

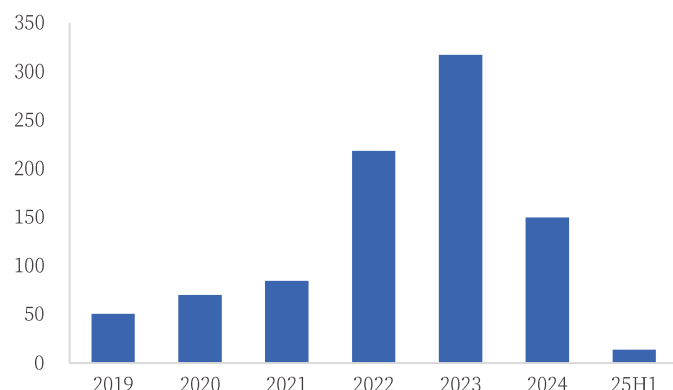
2025 年上半年公司资产减值损失和信用减值损失分别为 1.36 亿元、1364 万元。资产减值同比大幅提升主要系存货增加以及对部分老旧设备计提减值。若用信用减值损失/应收账款及应收票据衡量信用风险变化，公司整体经营依旧稳健。

图15: 25H1 公司资产减值损失 (单位: 百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

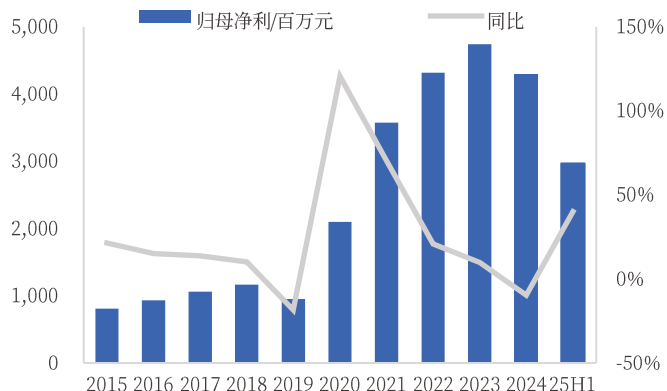
图16: 25H1 公司信用减值损失 (单位: 百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

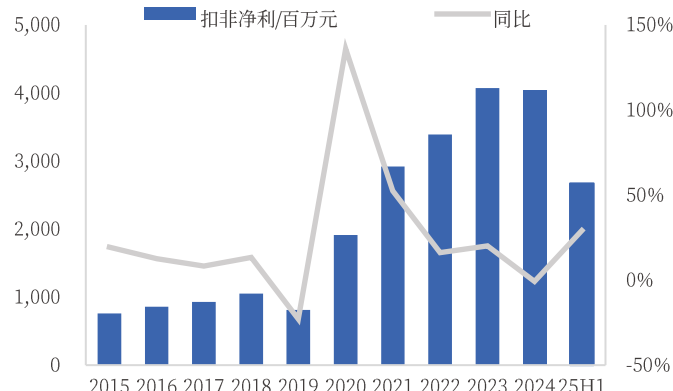
公司归母净利润增速大于营收增速, 盈利触底回升。2025 年上半年公司实现归母净利润 29.7 亿元, 同比+40.1%, 归母净利率 14.5%, 同比+1.4pcts。扣非净利 26.7 亿元, 同比+29.1%。25Q2 公司归母净利润 16.5 亿元, 同/环比+26%/+24%, 归母净利率 14.3%, 同/环比+0.8pcts/-0.5pcts; 扣非净利 14.4 亿元, 同/环比+12.6pcts/+16.5pcts, 扣非归母净利率 12.5%, 同/环比-0.7/-1.3pcts。

图17: 25H1 公司归母净利润



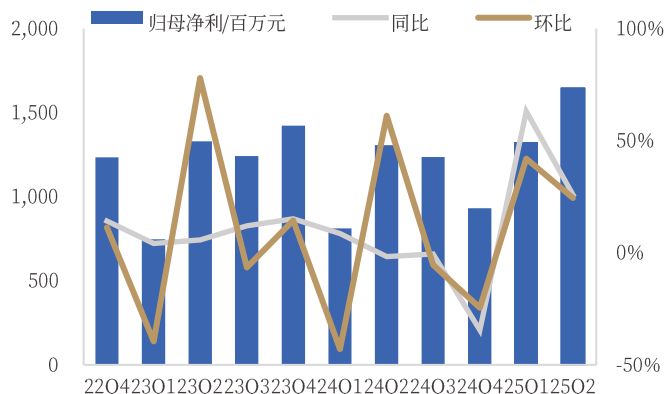
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 25H1 公司扣非归母净利润



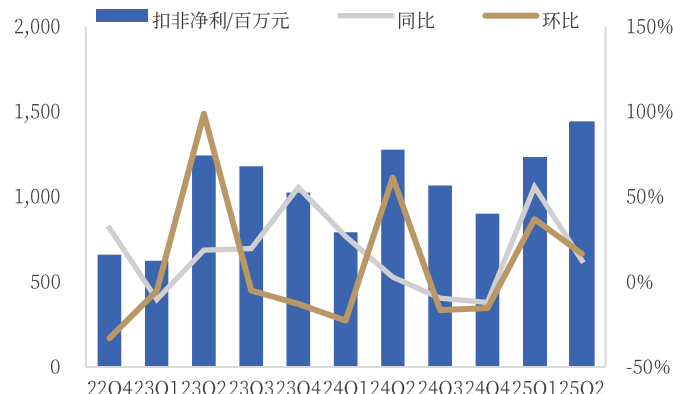
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图19: 25Q2 公司归母净利润



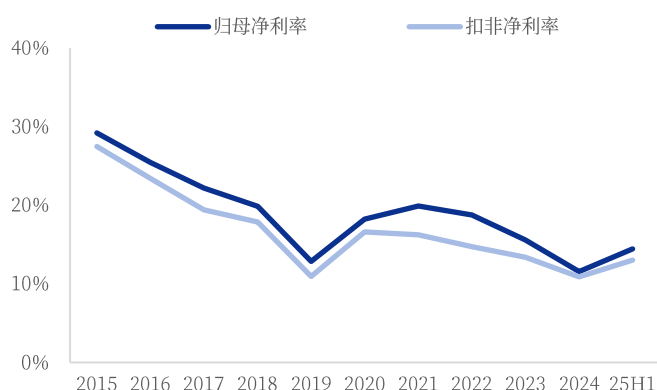
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图20: 25Q2 公司扣非归母净利润



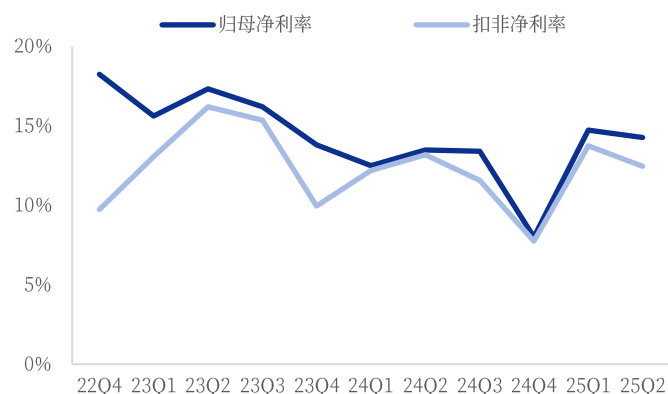
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 25H1 公司归母净利率与扣非归母净利率



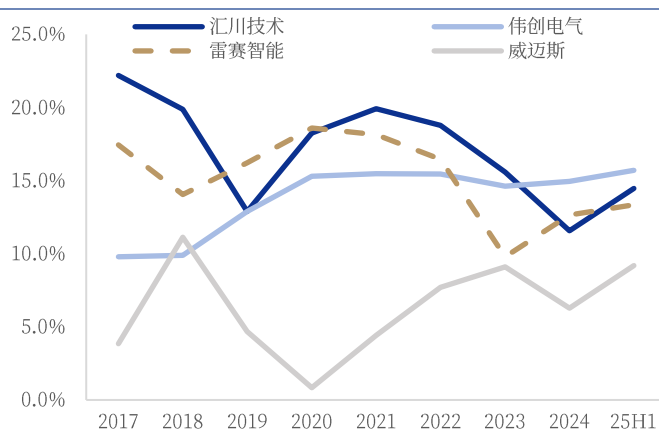
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 25Q2 公司归母净利率与扣非归母净利率



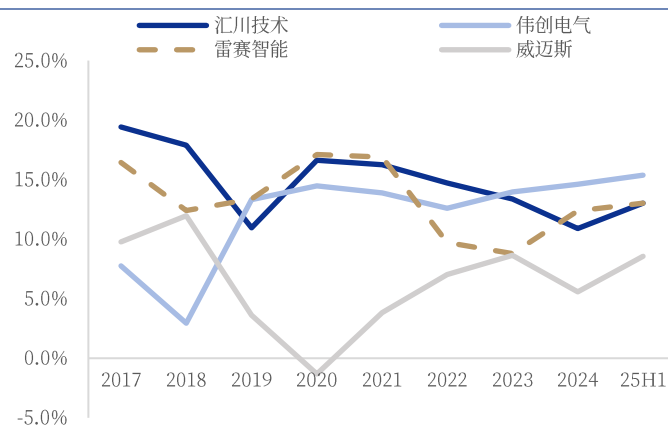
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图23: 25H1 可比公司归母净利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图24: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比

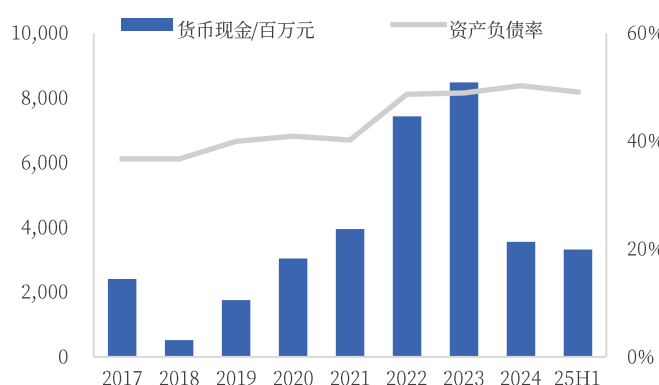


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 资本结构与偿债能力

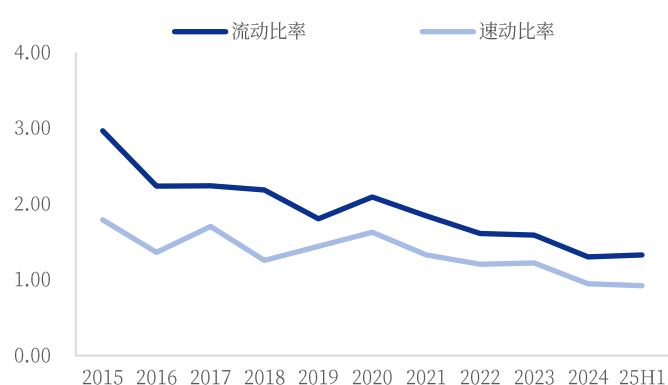
2025年上半年公司资产负债率49.1%,资产结构健康。期末货币现金33.16亿元,同比-52.2%,主要系24年为提升资金使用效率购买长期定期存款及封闭式结构性存款。公司流动比率/速动比率分别为1.33/0.92,近两年维持稳定,偿债能力强。

图25: 25H1 公司货币现金



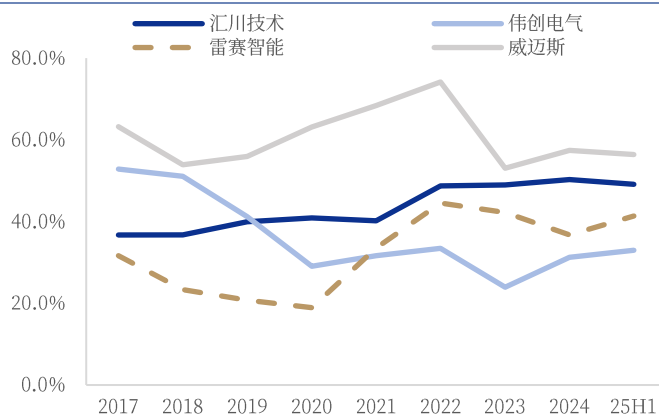
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图26: 25H1 公司流动/速动比率稳定



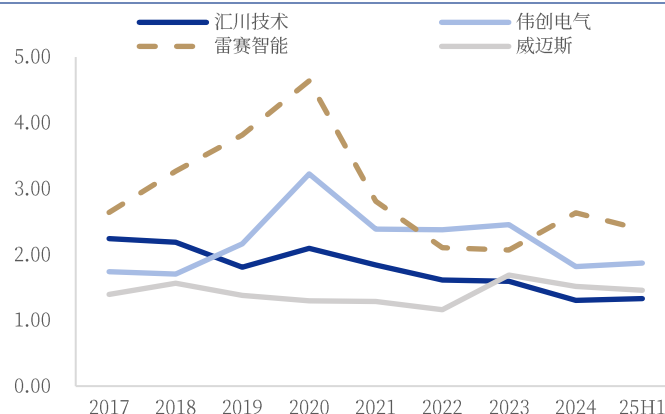
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图27: 25H1 可比公司资产负债率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图28: 25H1 可比公司流动比率对比

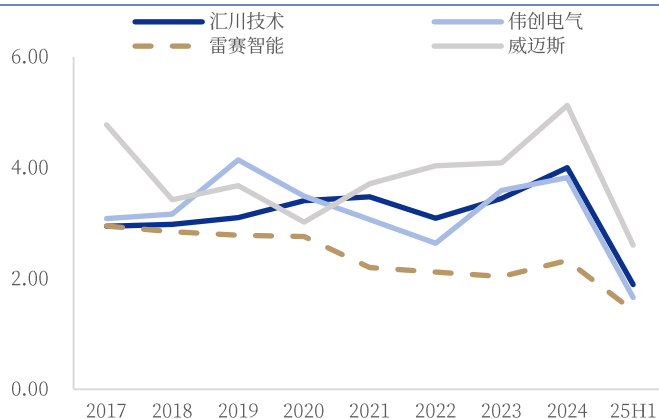


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

（三）营运能力

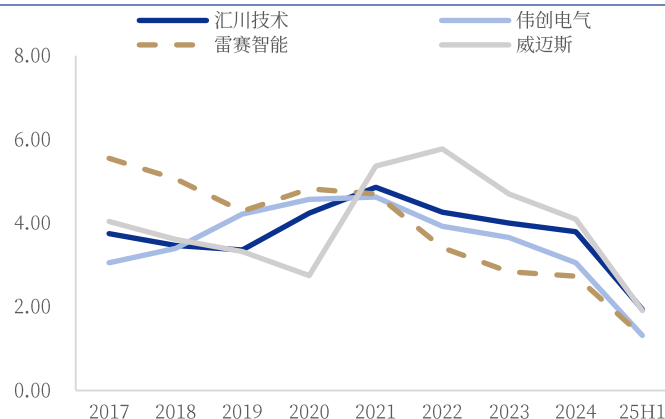
2025H1 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 1.9 次、1.9 次、0.7 次、0.3 次，营运效率行业领先。

图29: 25H1 可比公司存货周转率对比



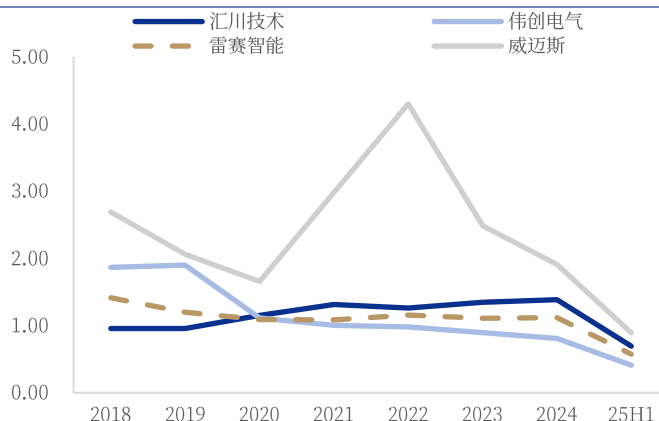
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比



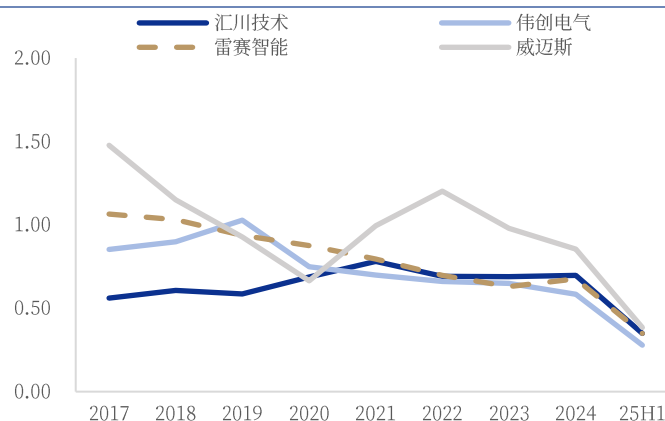
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图31: 25H1 可比公司净资产周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图32: 25H1 可比公司总资产周转率对比

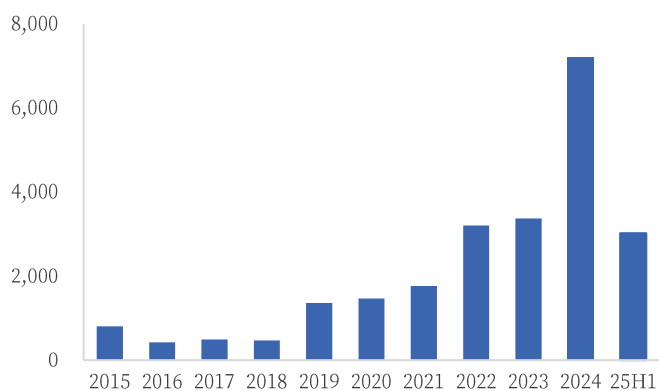


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

（四）现金流情况

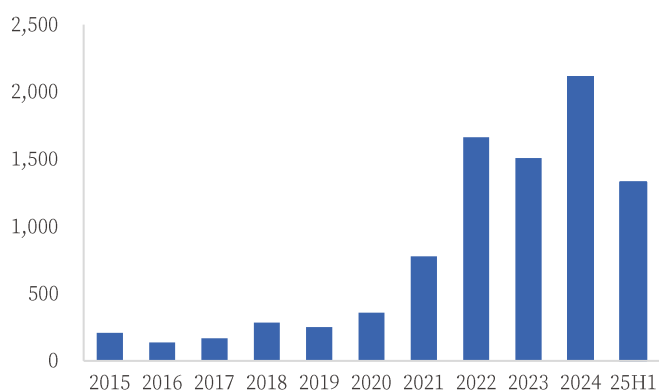
25Q2 公司经营性现金流净额再创新高。2025H1 公司经营性现金流净额为 30.2 亿元，其中 Q2 为 27.6 亿元，创下历史新高。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考，25 年上半年公司资本开支为 13.3 亿元，扩张强度处于历史高位。

图33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元



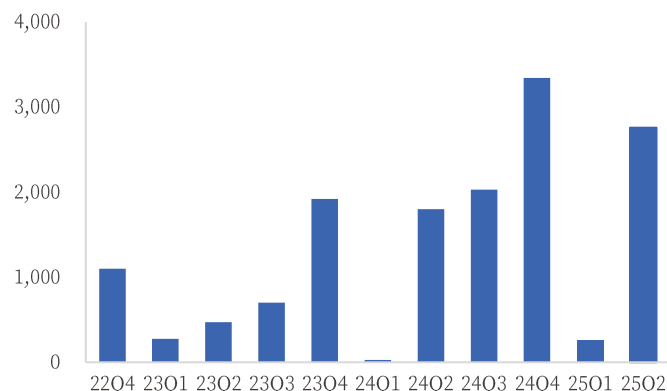
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图35: 25H1 公司资本开支/百万元



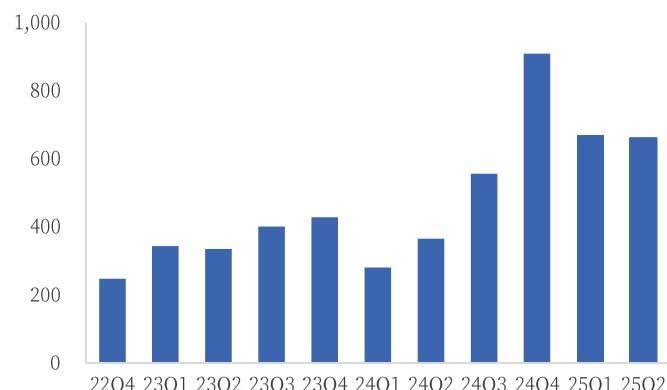
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

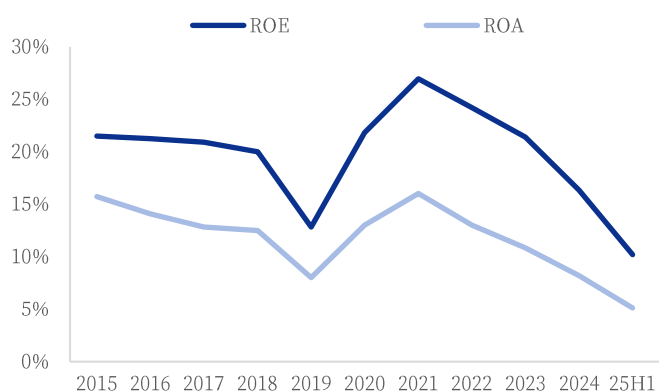
图36: 25Q2 公司资本开支/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

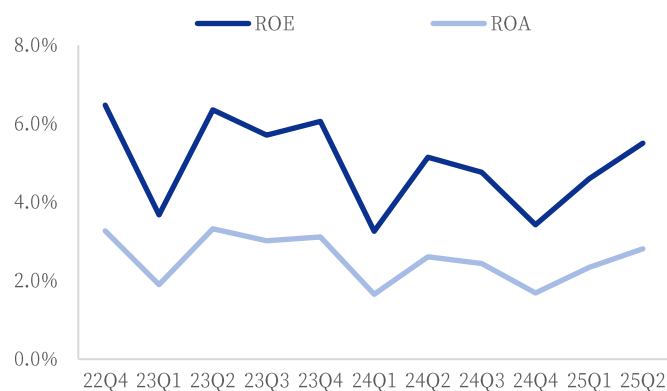
(五) 杜邦分析

图37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况



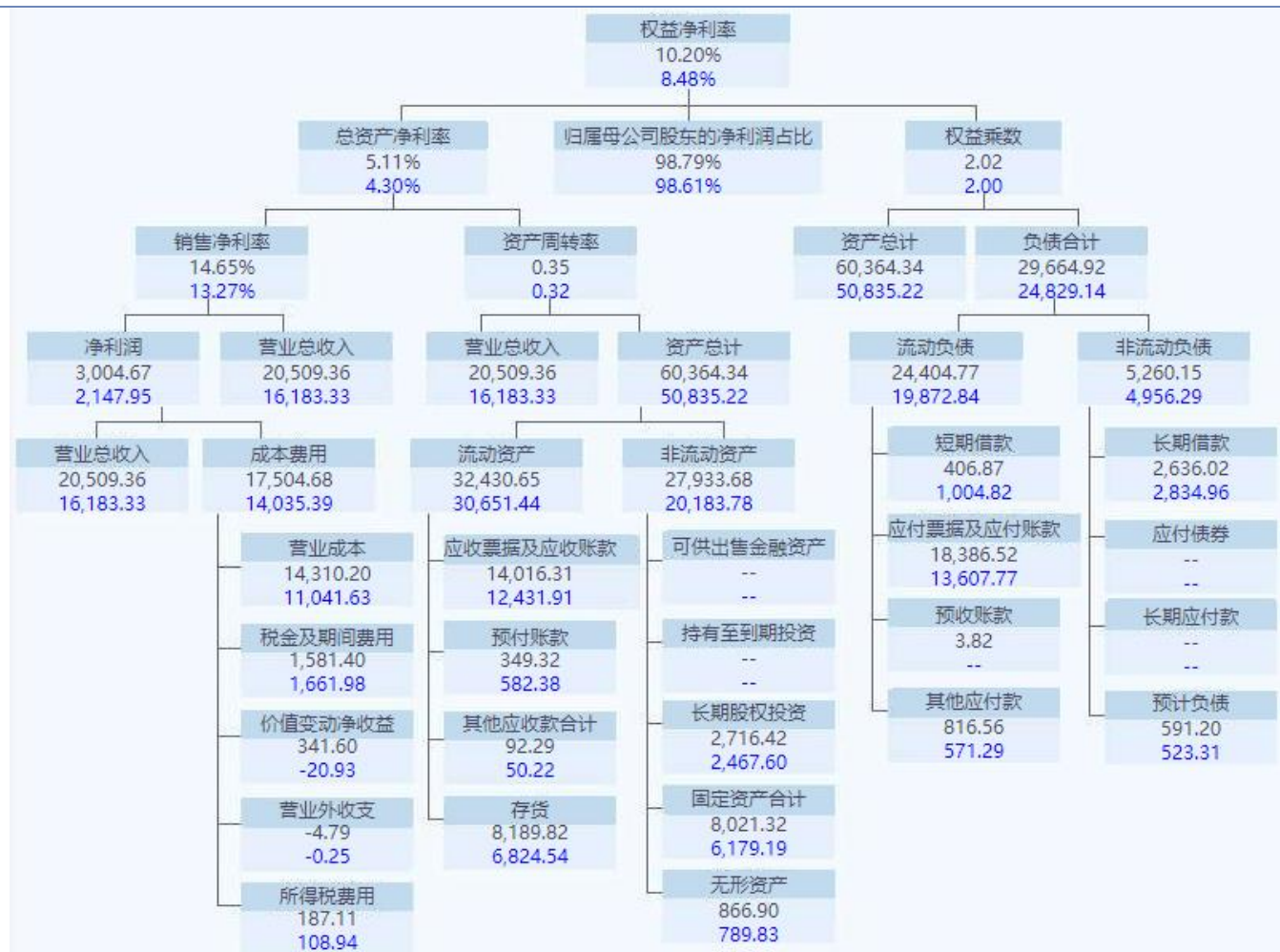
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图39: 公司 25H1 (黑字) 与 24H1 (蓝字) 杜邦分析拆分对比

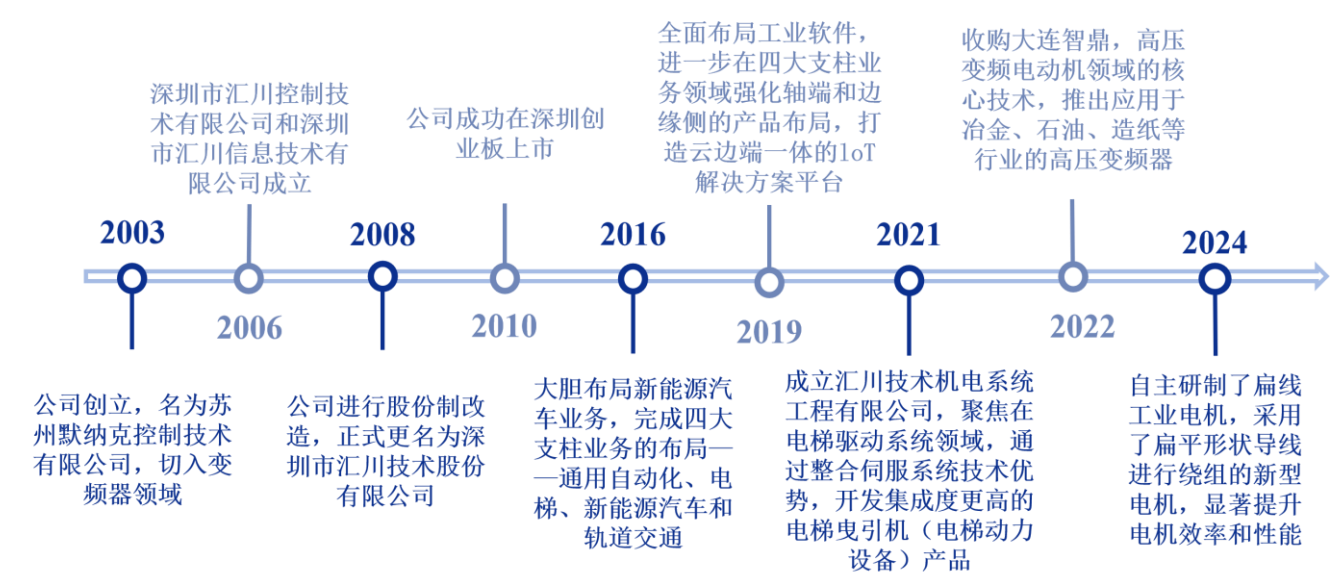


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、全球工业自动化龙头，技术成长持续引领发展

全球工业自动化龙头，大胆开头新能源汽车等业务。公司创立于 2003 年，最早从事变频器业务，后拓展出电梯一体化控制业务，于 2010 年，低压变频器市场的占有率在国产品牌厂商中排名第二，其中一体化及专机产品在多个细分行业处于业内首创或领先地位，成功在深圳创业板上市。2016 年，公司大胆布局新能源汽车业务，形成了四大支柱业务布局：通用自动化、电梯、新能源汽车和轨道交通。2019 年，公司全面布局工业软件，打造出了云端议题的 IoT 解决方案平台。2020 年以来，公司不断提升产品性能、进行新技术开发，于 2021 年开发集成度更高的电梯曳引机，于 2022 年推出应用于冶金、石油、造纸等行业的高压变频器，于 2024 年自主研制了全球首款 VPlus-pin 工业扁线电机。据 NE 时代统计，2025 年上半年，公司新能源乘用车电机控制器产品在中国市场的份额约为 10.1%，排名第二（排名第一名为比亚迪），第三方供应商中排名第一；新能源乘用车电驱总成、定子装机量、OBC 产品均处于行业领先地位。

图40：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

公司业务范围广泛，产品矩阵丰富。公司聚焦工业领域的自动化、数字化、智能化，形成了四大支柱业务布局——通用自动化、电梯、新能源汽车和轨道交通，产品覆盖工业自动化、能源、工业机器人、智能电梯、工业互联网、新能源汽车和轨道交通等领域。其中新能源乘用车解决方案包括电机、电控、电源、动力总成四部分，新能源商用车解决方案包括微面、客车、轻卡、重卡四部分，公司解决方案具有高功率密度、高灵活性、高安全性等特点。

表1：公司业务板块表

业务类别	业务介绍
工业自动化	工业自动化是在工业生产中广泛采用自动控制、自动调整装置，用以代替人工操纵机器和机器体系进行加工生产的趋势。汇川技术为工业客户提供变频器、伺服驱动器及伺服电机、PLC、触摸屏（HMI）等标准工业自动化产品。满足客户应用在机械设备上的各种需求，提高产业效率，为客户创造价值。
能源	聚焦能源领域“发、输、配、用”全场景，提供储能管理系统、储能变流器、储能一体柜、工业电源产品。为生态伙伴提供“电能转换、电能治理、电能管理、电源控制”产品与解决方案。

工业机器人	汇川技术智能制造以工业机器人应用为核心，贴近场景，深度了解各种复杂工艺，让用户使用更简便、生产更高效。并与汇川技术提供的控制、驱动、执行、传感等设备互联，通过 MES、工业互联网构建信息化+ 自动化的智能制造生态系统。
智能电梯	汇川技术基于行业客户的细分，为战略客户提供专家控制与驱动系统，满足行业客户的集成化、智能化、差异化需求。专家控制与驱动系统来源于对客户工艺的准确理解与精确的实现，在电梯行业得到广泛的应用。电梯逻辑控制与曳引机驱动融合在一起，使整个电梯控制与驱动系统简洁，降低成本，提高可靠性。产品涵盖客梯、货梯、扶梯、别墅梯等，以及门机等外围设备的控制与驱动。
工业互联网	汇川工业互联网开发了多款物联网关产品和端到端的工业设备物联网解决方案，用于现场工业设备联网服务及数据收集和远程调试。以蜂窝网络和无线局域网为主要承载网，为工业用户提供无线数据传输通道，可轻松完成对现场设备的远程数据采集和控制，为客户设备创造连接价值；全系列产品采用汇川 PLC 同标准工业级设计，运行更稳定可靠，可应用于各类工业场景。
新能源汽车	汇川联合动力新能源乘用车解决方案可根据不同车型提供电机、电控、电源及动力总成多种产品组合的搭配方案，在确保驾驶的安全性、高效性及经济性的同时兼顾整车匹配的灵活性，方案适用于 A00 级、A0 级、A 级、B 级等不同级别的纯电、混动、增程式车型。
轨道交通	由全资子公司经纬轨道业务，从事轨道交通牵引系统的研发设计、生产销售、技术支持及售后服务，要为城市地铁、有轨电车、动车组车辆提供配套的牵引变流器、辅助变流器、高压箱、牵引电机和 TCMS 等产品。

资料来源：公司官网，公司 2025 年半年度报告，中国银河证券研究院

管理层从业经验丰富，管理优势显著。公司管理层大多为硕士、博士学历，毕业于全国顶尖高校，有丰富的专业知识和从业经验。董事长于 2016 年发掘新能源汽车领域新机遇并大胆尝试，眼光独到。公司不断推动 9 个优势物料导入实现成本优化，优化项目费用基线与项目预算管控规则，打造质量管理新骨干团队，在战略规划、研发管理、事业部运作、供应链管理等领域都保持管理优势。公司要求研发队伍与市场紧密贴近、身处一线解决问题，坚持保证高研发投入，2024 年公司研发投入 31.47 亿元，拥有员工 2 万余人，其中专门从事核心平台技术研究、应用技术研究和产品开发的研发人员达 5538 人。

表2：公司管理层情况

姓名	职位	基本情况
朱兴明	董事长、总裁	东北重型机械学院硕士研究生学历。曾供职于深圳华能控制系统有限公司、华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司，现任深圳市汇川技术股份有限公司董事长兼总裁，深圳市汇川投资有限公司执行董事。
周斌	副总裁、董事	华中理工大学（现华中科技大学）本科学历，中欧国际工商学院 EMBA。曾供职于华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。现任深圳市汇川技术股份有限公司董事、副总裁，分管通用自动化事业部和数字化事业部。
宋君恩	副总裁、职工董事、 董事会秘书、	南京航空航天大学硕士研究生学历。曾供职于华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。现任深圳市汇川技术股份有限公司董事、副总裁、董事会秘书，分管董事会秘书办公室、战略与投资发展部。
易高翔	副总裁	华中理工大学电子与信息工程系毕业，本科学历。曾供职于深圳市南航电子工业有限公司、华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。现任深圳市汇川技术股份有限公司副总裁，分管流程数据与 IT 部

李瑞琳	副总裁	西安交通大学本科学历，北京大学工商管理硕士毕业。曾供职于华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。2012年6月至今，任职于汇川技术，现任深圳市汇川技术股份有限公司副总裁，分管产品竞争力中心。
杨春禄	副总裁、董事	中北大学本科学历。曾供职于东北机器总厂、佳能有限公司、华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。现任深圳市汇川技术股份有限公司董事、副总裁，分管供应链业务。
江泱	副总经理	中国科学技术大学本科学历，同济大学工商管理专业MBA毕业。曾供职于江南电梯集团有限公司，苏州快速电梯有限公司。现任深圳市汇川技术股份有限公司副总裁，分管电梯产品事业部及子公司上海贝思特电气有限公司。
邵海波	副总经理	博士学历，毕业于北京大学化学专业。历任北京旭阳科技有限公司应用化学事业部工程师，上海合全药物研发有限公司工艺开发部工程师。2017年12月至今历任德福科技研发中心经理、首席质量官、副总经理。现任九江德福科技股份有限公司副总经理。

资料来源：iFinD，公司招股说明书，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表3：分业务预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
新能源类	营业收入	16,642.50	23,299.49	30,289.34	39,376.14
	YOY	67.76%	40.00%	30.00%	30.00%
通用自动化类	营业收入	15,242.99	18,291.58	21,035.32	23,138.85
	YOY	1.36%	20.00%	15.00%	10.00%
电梯相关	营业收入	4,939.47	5,038.26	5,139.02	5,241.80
	YOY	-6.65%	2.00%	2.00%	2.00%
营业收入合计		37,040.95	46,935.93	56,803.09	68,186.38
YOY		21.77%	26.71%	21.02%	20.04%
归母净利润合计		4285.49	5230.36	6454.15	7989.67
YOY		-9.62%	22.05%	23.40%	23.79%
EPS（元）		1.59	1.94	2.39	2.96

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

结合公司业务情况，我们选取伟创电气、雷赛智能、威迈斯作为可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 39x/31x/25x。结合公司业务发展情况及未来战略，我们给予公司 25 年 35~45xPE，首次覆盖给予推荐评级。

表4：与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 29 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688698.SH	伟创电气	1.16	1.43	1.74	2.09	48.11	39.03	32.07	26.70
002979.SZ	雷赛智能	0.65	0.86	1.08	1.35	70.42	53.22	42.38	33.90
688612.SH	威迈斯	0.95	1.55	2.05	2.54	41.98	25.73	19.45	15.70
	平均值					53.50	39.33	31.30	25.44
300124.SZ	汇川技术	1.59	1.94	2.39	2.96	47.19	38.67	31.33	25.31

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

(三) 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 469/568/682 亿元；归母净利分别为 52/65/80 亿元，EPS 1.9、2.4、3.0 元/股，对应 PE 39x/31x/25x。首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。若行业竞争进一步加剧,企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战,行业内企业业绩将进一步承压,公司盈利进一步受损。
- 2、全球贸易形势多变,中美关税壁垒进一步提升、蔓延至全球贸易市场,针对中国零部件、原材料的限制性政策增多导致公司出海战略受阻的风险等。
- 3、原材料价格上涨的风险。公司成本结构受原材料价格影响大,若原材料价格剧烈波动会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	30450.69	38865.64	48561.25	60366.14
现金	3558.45	4808.24	8540.47	13446.13
应收账款	10713.82	13490.86	16239.84	19405.84
其它应收款	107.50	136.21	164.85	197.88
预付账款	465.81	595.39	722.37	870.43
存货	6955.51	8527.44	9992.61	11706.26
其他	8649.60	11307.49	12901.11	14739.59
非流动资产	26728.14	27682.09	28458.72	29211.01
长期投资	2495.70	2495.70	2495.70	2495.70
固定资产	7041.44	7734.11	8485.81	9202.04
无形资产	807.72	866.63	750.93	635.24
其他	16383.27	16585.65	16726.27	16878.03
资产总计	57178.82	66547.73	77019.97	89577.15
流动负债	23373.96	28753.78	34343.42	40856.37
短期借款	479.19	115.95	115.95	115.95
应付账款	10140.25	12960.95	15725.20	18948.17
其他	12754.53	15676.88	18502.27	21792.25
非流动负债	5375.73	5325.27	5325.27	5325.27
长期借款	2874.28	2756.59	2756.59	2756.59
其他	2501.45	2568.67	2568.67	2568.67
负债合计	28749.69	34079.05	39668.69	46181.64
少数股东权益	434.75	509.08	600.81	714.35
归属母公司股东权益	27994.38	31959.60	36750.47	42681.16
负债和股东权益	57178.82	66547.73	77019.97	89577.15

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7200.44	5593.92	7215.13	8769.61
净利润	4346.40	5304.69	6545.87	8103.22
折旧摊销	849.75	1304.75	1517.44	1650.23
财务费用	43.07	154.09	143.73	143.73
投资损失	-93.45	-516.30	-624.83	-750.05
营运资金变动	1739.20	-988.41	-909.68	-1009.89
其它	315.47	335.10	542.60	632.37
投资活动现金流	-10550.52	-2665.01	-1675.90	-1661.24
资本支出	-1926.51	-2367.41	-2300.73	-2411.29
长期投资	-1424.01	-694.30	0.00	0.00
其他	-7200.01	396.71	624.83	750.05
筹资活动现金流	-1833.12	-1706.79	-1807.00	-2202.72
短期借款	-325.08	-363.23	0.00	0.00
长期借款	529.05	-117.69	0.00	0.00
其他	-2037.09	-1225.87	-1807.00	-2202.72
现金净增加额	-5200.07	1249.79	3732.23	4905.66

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37040.95	46935.93	56803.09	68186.38
营业成本	26409.40	33755.68	40954.94	49348.88
营业税金及附加	230.52	292.10	353.51	424.36
营业费用	1480.88	1876.47	2270.96	2726.06
管理费用	1541.35	2062.35	2428.26	2916.12
财务费用	-3.19	77.58	40.35	-39.89
资产减值损失	-372.62	-362.87	-430.92	-497.08
公允价值变动收益	-43.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	93.45	516.30	624.83	750.05
营业利润	4625.98	5628.55	6948.19	8601.76
营业外收入	22.58	20.67	22.73	21.99
营业外支出	39.72	24.23	29.81	31.25
利润总额	4608.84	5624.99	6941.11	8592.50
所得税	262.44	320.30	395.24	489.28
净利润	4346.40	5304.69	6545.87	8103.22
少数股东损益	60.90	74.33	91.72	113.55
归属母公司净利润	4285.49	5230.36	6454.15	7989.67
EBITDA	5326.12	7007.32	8498.91	10202.84
EPS (元)	1.59	1.94	2.39	2.96

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	21.77%	26.71%	21.02%	20.04%
营业利润增速	-7.49%	21.67%	23.45%	23.80%
归属母公司净利润增	-9.62%	22.05%	23.40%	23.79%
毛利率	28.70%	28.08%	27.90%	27.63%
净利率	11.57%	11.14%	11.36%	11.72%
ROE	15.31%	16.37%	17.56%	18.72%
ROIC	12.90%	14.76%	15.94%	17.03%
资产负债率	50.28%	51.21%	51.50%	51.56%
净负债比率	2.62%	-2.61%	-12.26%	-21.86%
流动比率	1.30	1.35	1.41	1.48
速动比率	0.94	0.98	1.06	1.13
总资产周转率	0.70	0.76	0.79	0.82
应收账款周转率	3.80	3.88	3.82	3.83
应付账款周转率	3.05	2.92	2.86	2.85
每股收益	1.59	1.94	2.39	2.96
每股经营现金	2.67	2.08	2.68	3.25
每股净资产	10.39	11.86	13.63	15.83
P/E	47.19	38.67	31.33	25.31
P/B	7.22	6.33	5.50	4.74
EV/EBITDA	29.75	28.74	23.26	18.89
P/S	5.46	4.31	3.56	2.97

图表目录

图 1: 25H1 公司营业总收入	4
图 2: 25Q2 公司营业总收入	4
图 3: 25H1 公司营收按产品分类拆分	5
图 4: 25H1 公司营收按地区分类拆分	5
图 5: 25H1 公司毛利率	5
图 6: 25Q2 公司毛利率	5
图 7: 可比公司毛利率对比	5
图 8: 季度间可比公司毛利率对比	5
图 9: 25H1 公司研发费用情况	6
图 10: 25H1 公司期间费用率情况	6
图 11: 25Q2 公司研发费用情况	6
图 12: 25Q2 公司期间费用率情况	6
图 13: 25H1 可比公司销售费用率对比	6
图 14: 25H1 可比公司管理费用率对比	6
图 15: 25H1 公司资产减值损失（单位：百万元）	7
图 16: 25H1 公司信用减值损失（单位：百万元）	7
图 17: 25H1 公司归母净利润	7
图 18: 25H1 公司扣非归母净利润	7
图 19: 25Q2 公司归母净利润	7
图 20: 25Q2 公司扣非归母净利润	7
图 21: 25H1 公司归母净利率与扣非归母净利率	8
图 22: 25Q2 公司归母净利率与扣非归母净利率	8
图 23: 25H1 可比公司归母净利率对比	8
图 24: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比	8
图 25: 25H1 公司货币现金	8
图 26: 25H1 公司流动/速动比率稳定	8
图 27: 25H1 可比公司资产负债率对比	9
图 28: 25H1 可比公司流动比率对比	9
图 29: 25H1 可比公司存货周转率对比	9
图 30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比	9
图 31: 25H1 可比公司净资产周转率对比	9
图 32: 25H1 可比公司总资产周转率对比	9
图 33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元	10
图 34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元	10

图 35: 25H1 公司资本开支/百万元 10

图 36: 25Q2 公司资本开支/百万元..... 10

图 37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况 10

图 38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况 10

图 39: 公司 25H1（黑字）与 24H1（蓝字）杜邦分析拆分对比 11

图 40: 公司发展历程 12

表 1: 公司业务板块表..... 12

表 2: 公司管理层情况..... 13

表 3: 分业务预测（单位：百万元） 15

表 4: 与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 29 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期） 15

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

鲁佩，机械首席分析师。伦敦政治经济学院经济性硕士，证券从业10年，2021年加入中国银河证券研究院，曾获新财富最佳分析师、IAMAC最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师等。

段尚昌，北京大学本硕。2022年8月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn