



时代新材 (600458.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

风电景气领航，新材料平台启成长

核心看点

公司作为新材料平台龙头，新基地近两年陆续达产，迈入业绩成长期。风电业务受益装机高景气下的量价齐升，将带来高利润弹性；新材料业务贡献新兴成长；其他板块业务稳健增长。

投资逻辑

风电叶片龙头，行业高景气下迎量价齐升，贡献业绩高弹性。风电需求高景气，我们预计 25-27 年，国内陆风装机规模将达到 100/95/100GW，同比+23/-5/5.3%；海风将达到 10/15/20GW，同比+78/50/33%。中国巨石发布复价函，对全系列风电纱复价 15%~20%，上游原材料涨价带动了叶片提价，公司作为国内第二的叶片龙头，盈利涨幅或超预期。此外，公司稳步推进“双海战略”，海外与 VESTAS、NORDEX 等客户合作，产品受益全球风电高景气。预计 25-27 年风电收入达到 106.7/107.6/111.0 亿元，同比+30/0.8/3.2%。

拓展高分子新材料产品，公司新兴成长板块。公司新孵化的高分子材料产品均已打入主流企业供应链，新基地也陆续投产，复用原有渠道可实现市场的快速突破，预计新材料及其他业务 25-27 年收入为 8.3/11.6/15.7 亿元，同比+73/40/35%。

汽车零部件盈利改善，具备中长期成长性。BOGE 为全球前三的橡胶金属件生产厂商之一，主要看点在于战略重组和拓展新市场带来的盈利弹性，预计 25-27 年板块收入为 68.2/69.5/75.1 亿元，同比-4/+2/+8%。公司主动战略调整成效显著，汽零板块 24 年实现扭亏为盈，毛利率达到 13.17%，同比+0.9pct。

轨交和工业工程减振全球龙头，稳固国内领先优势、突破海外市场。动车组新增需求、维修市场和海外拓展三者共同驱动轨道交通领域景气向上。公司的轨交弹性元件产品规模全球第一，工业工程持续开发新领域。7 月 1 日，公司发布定增报告书，发行价为 12.18 元/股，实际募资 13 亿元，用作升级并扩产风电叶片、汽车和轨交三大业务制造与研发基地，进一步增强公司竞争力。

盈利预测、估值和评级

我们预测，25-27 年公司实现营业收入 221.6/231.2/250.4 亿元，同比+10.5/4.4/8.3%，归母净利润 6.54/8.50/10.54 亿元，同比+46.9/30.0/24.1%，对应 EPS 为 0.70/0.91/1.13 元。公司作为新材料平台龙头，迈入业绩成长期。参考可比公司估值，给予公司 2025 年 25XPE，目标价 17.56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

汇率波动风险、原材料价格波动、市场拓展不及预期、大股东减持风险、限售股解禁风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.13 元

目标价 (人民币)：17.56 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,538	20,055	22,160	23,123	25,042
营业收入增长率	16.65%	14.35%	10.49%	4.35%	8.30%
归母净利润(百万元)	386	445	654	850	1,054
归母净利润增长率	8.30%	15.20%	46.92%	30.00%	24.07%
摊薄每股收益(元)	0.468	0.540	0.702	0.912	1.132
每股经营性现金流净额	0.96	1.39	0.70	1.46	1.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.66%	7.31%	8.16%	9.62%	10.69%
P/E	19.67	23.74	20.13	15.49	12.48
P/B	1.31	1.73	1.64	1.49	1.33

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、新材料平台型龙头企业，业绩迈入成长期.....	5
1.1 新材料平台龙头，背靠中车集团发展.....	5
1.2 股权激励规划出台，定增扩产进一步增强公司竞争力.....	6
二、风电叶片龙头：行业高景气下将迎量价齐升，贡献业绩高弹性.....	8
2.1 风电需求高景气，风电叶片迎复苏.....	8
2.2 大叶片结构优势带动盈利回升，公司“双海战略”持续开拓市场.....	12
三、拓展高分子新材料业务，公司打造新兴成长板块.....	15
3.1 新材料产业园孵化，复用原有渠道突破市场.....	15
3.2 新材料产品均已打入主流企业供应链，为公司业绩创造新兴增长点.....	18
四、汽车零部件盈利改善，中长期具备成长性.....	20
4.1 公司收购德国 BOGE，实现减振降噪技术向汽车行业延伸.....	20
4.2 重心向低成本亚太地区转移，拓展产品单车价值量.....	21
五、轨交和工业工程减振全球龙头，稳固国内绝对领先优势、突破海外市场.....	23
5.1 轨道交通投资迎来增长拐点，“城市群”打开工业工程减振降噪行业成长空间.....	23
5.2 轨交弹性元件产品规模全球第一，工业工程持续开发新领域.....	26
六、盈利预测与投资建议.....	30
6.1 盈利预测.....	30
6.2 投资建议及估值.....	31
七、风险提示.....	32

图表目录

图表 1： 轨道交通、风电、汽车为公司三大核心业务.....	5
图表 2： 公司为中国中车“一核三极多点”的重要一环.....	6
图表 3： 公司股权结构稳健利于长期发展.....	6
图表 4： 公司业务营业收入稳步上升.....	6
图表 5： 公司近四年归母净利润持续增长.....	6
图表 6： 公司发布股权激励计划.....	7
图表 7： 公司定增募集 13 亿元资金.....	7
图表 8： 公司现金分红逐年上升.....	8
图表 9： 2024 年国内风机新增招标 157GW，同比+93%.....	8
图表 10： 预计 2025 年国内风电装机 110GW，同比+27%.....	8
图表 11： 2024-2025 年 8 月央国企风电机组招标规模(不含框架)/GW.....	9



图表 12: 零部件等直接材料占风机成本的 92%	9
图表 13: 直接材料中叶片价值量最高, 占比约 20-30%	9
图表 14: 预计 2025 年叶片环节供需紧平衡	10
图表 15: 头部两家叶片企业国内合计市占率过半	10
图表 16: 全国缠绕直接纱 2400tex 均价 24 年起回升 (元/吨)	10
图表 17: 7M25 行业中标价格企稳探涨	11
图表 18: 风电叶片毛利率弹性敏感性测算	11
图表 19: 上一轮风电平价抢装周期中, 叶片需求高景气下公司实现明显盈利改善	12
图表 20: 21-24 年公司风电叶片销售收入逐年增长	12
图表 21: 21-24 年公司风电叶片出货量逐年增长	12
图表 22: 公司风电叶片产能利用率提升	13
图表 23: 公司风电叶片毛利率开始回升	13
图表 24: 公司风电叶片大叶片出货占比提升至 93%	13
图表 25: 公司 25-26 年风电新基地将陆续密集达产	14
图表 26: 公司发行定增的三大风电募投项目	14
图表 27: 全球风电整机制造企业 2024 年新增装机量及占比 (MW)	15
图表 28: 公司新材料板块产品	15
图表 29: 汽车缓冲块-聚氨酯材料	16
图表 30: 叶片及前缘保护体系	16
图表 31: 有机硅产品在电子产品、阻燃防火、电池密封等领域的应用	17
图表 32: 传统 RTM 和 HP-RTM 成型工艺对比	17
图表 33: HP-RTM 工艺流程图	17
图表 34: 不同工艺电池上盖的优劣势	18
图表 35: 聚氨酯、有机硅等新型材料在新能源汽车和风电的应用	19
图表 36: 新材料及其他业务板块收入及增速	19
图表 37: 新材料及其他业务板块毛利润及毛利率	19
图表 38: 公司汽车业务主要产品集中在传统油车的减振降噪与轻量化领域	20
图表 39: 公司将投入 1.41 亿元用于新能源汽车减振制品能力提升项目	20
图表 40: 公司汽车板块收入及增速	21
图表 41: 公司汽车板块净利润及同比增速	21
图表 42: 博戈分季度营业收入与同比增长	21
图表 43: 博戈分季度毛利率与净利率	21
图表 44: 公司汽车业务板块与可比公司毛利率对比	22
图表 45: 近年来博戈专项经营改善工作措施	22
图表 46: 博戈单车供货产品价值量提升空间大	23



图表 47: 铁路固定资产投资迎来增长拐点	23
图表 48: 全国铁路、高铁营业路程逐年增长	23
图表 49: 全国城轨固定资产投资完成额	24
图表 50: 全国城轨运营线路长度逐年提升	24
图表 51: 高级修周期一般为 3-12 年	24
图表 52: 12-15 年我国动车组保有量 CAGR 达 27.2%	25
图表 53: “一带一路”沿线国家高铁建设规划	25
图表 54: 21 个城市地铁已采用的不同等级减振措占比情况	26
图表 55: 公司轨交产品集中于车辆、路线和桥梁减振降噪和车体轻量化	27
图表 56: 公司轨道交通领域客户覆盖全球 90% 的车辆主机企业	27
图表 57: 轨道交通板块收入及增速	28
图表 58: 轨道交通板块毛利润及毛利率	28
图表 59: 公司创新中心及智能制造基地项目预计 2026 年实现达产	28
图表 60: 公司工业与工程产品主要应用于桥建减隔震、特种产品等领域	29
图表 61: 工业与工程收入及增速	29
图表 62: 工业与工程毛利润以及毛利率	29
图表 63: 公司营业收入拆分及预测	31
图表 64: 可比公司估值比较	32



一、新材料平台型企业，业绩迈入成长期

1.1 新材料平台龙头，背靠中车集团发展

公司作为新材料平台龙头，迈入业绩成长期，近两年多个业务板块的新建基地陆续达产。风电业务有望受益装机高景气以及原材料上涨带来的量价齐升，贡献高利润弹性；新材料园区竣工，产能处在爬坡期，构筑“十五五”高潜力成长板块；汽车板块不断优化全球资源布局，盈利持续改善预期加强；轨交及工业工程为全球龙头，贡献稳健增长业绩。

以高分子材料的研究及工程化应用为核心，致力于从事轨道交通、工业与工程、风力发电、汽车、高性能高分子材料等产业领域系列产品的研发、生产与销售，产品品种千余种。

- 轨道交通产业主要从事轨道交通机车车辆减振降噪、车辆轻量化系列产品的研发、生产与销售；
- 工业与工程产业主要从事轨道交通减振降噪、桥隧与建筑减震隔震、工业减振与传动产品的研发、制造与销售；
- 风电产业主要从事风电叶片的设计、生产、销售及运维业务；汽车产业主要从事高端汽车减振降噪与轻量化产品的研发、生产、销售；
- 高分子新材料产业主要从事高性能聚氨酯、有机硅、长玻纤增强热塑性复合材料、芳纶材料、先进纸基材料、光电信息材料、PAI 聚酰胺酰亚胺等新材料业务的研究与工程化应用。

图表1：轨道交通、风电、汽车为公司三大核心业务



来源：公司年报、国金证券研究所

背靠中国中车，公司为中国中车“一核三极多点”的重要环节之一。2024 年总人数达到 6341 人，其中研发人员 1184 人，是国际化经营的创新型高科技企业。股权上背靠中国中车，由国资委实际控制，结构稳定。截至 2025 年 8 月，公司前 10 大股东合计持股比例为 52.78%。

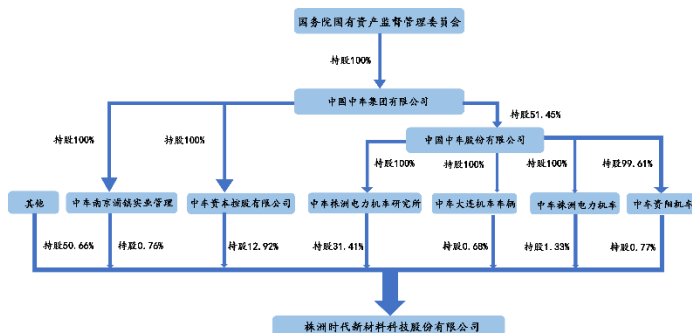


图表2：公司为中国中车“一核三极多点”的重要一环



来源：国务院国资委新闻中心、中国中车官网、国金证券研究所

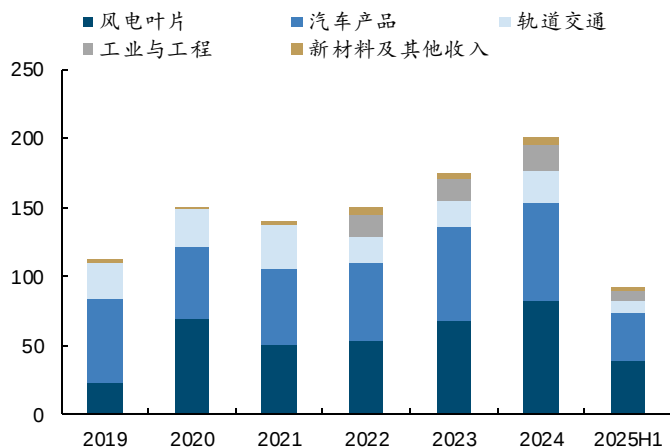
图表3：公司股权结构稳健利于长期发展



来源：ifind、国金证券研究所

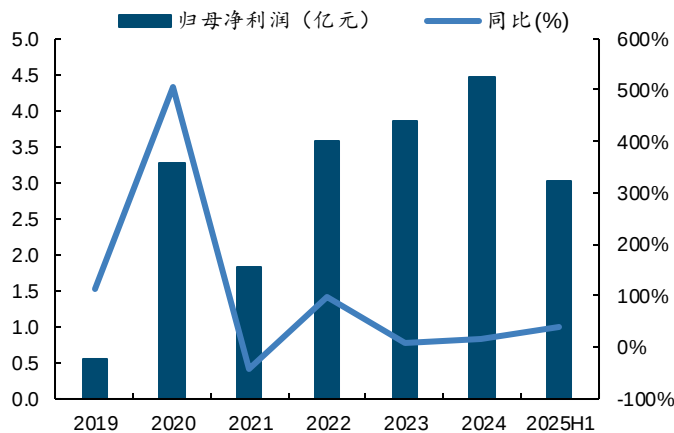
21-24 年公司收入和利润稳步增长。受风电行业需求回落、全球汽车行业整体需求疲软，叠加全球不可抗力的因素和地缘政治的冲突，21 年公司利润有所回落。22-24 年，受益于风电、汽车、轨交等多个市场需求的回暖、风电大型叶片产能的落地、以及市场开拓力度的提升，公司的业绩不断提升。2024 年收入利润再创历史新高，收入规模达到 200.55 亿元，同比增长 14.35%；归母净利润近三年也持续增长，2024 年达到 4.45 亿元，同比增长 15.2%。其中，汽车板块业绩也在 24 年实现扭亏为盈，并实现收入 71.01 亿元，同比增长 3.51%。

图表4：公司业务营业收入稳步上升



来源：公司公告、国金证券研究所

图表5：公司近四年归母净利润持续增长



来源：公司公告、国金证券研究所同期稳定增长

1.2 股权激励规划出台，定增扩产进一步增强公司竞争力

出台股权激励规划，彰显长期发展信心。23 年 4 月，公司发布股票激励计划，计划授予限制性股票数量为 2271 万股，激励计划的覆盖对象共计 209 人。25 年 4 月，公司授予第一个解除限售期，解除限售比例为获授首次授予部分限制性股票总数的 33%。


图表6：公司发布股权激励计划

解除限售期		业绩考核目标
首次及预留授予的限制性股票	第一个解除限售期	以 2021 年的营业收入为基数，2023 年的营业收入复合增长率不低于 10.64%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2023 年净资产收益率不低于 4.76%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2023 年资产负债率不高于 70%。
	第二个解除限售期	以 2021 年的营业收入为基数，2024 年的营业收入复合增长率不低于 10.64%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2024 年净资产收益率不低于 5.30%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2024 年资产负债率不高于 70%
	第三个解除限售期	以 2021 年的营业收入为基数，2025 年的营业收入复合增长率不低于 10.64%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2025 年净资产收益率不低于 5.60%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2025 年资产负债率不高于 70%。

来源：公司公告、国金证券研究所

定增计划发布，升级并扩产风电叶片、汽车和轨交三大业务，进一步增强公司竞争力。25 年 7 月 1 日，公司发布定增报告书：本次定增发行价 12.18 元/股，实际募资 13 亿元，扣除发行费用后净额 12.89 亿元。发行对象以产业资本与国资主导，10 家获配机构中，中车金控以 50.87% 份额领投，限售 18 个月；其余 9 家为央企/地方国资及专业投资机构，限售期 6 个月。

募集资金主要用于风电叶片、汽车和轨交三大项目。4.9 亿元投入创新中心及智能制造基地项目，针对轨道交通和汽车产业，升级技术、扩充产能，建成后年产 148 万件（套）橡胶基制品；5.7 亿元用于清洁能源装备提质扩能项目，通过射阳、蒙西、宾县三地项目，完善风电叶片产业布局、扩大产能；1.4 亿元用于新能源汽车减振制品能力提升项目，在无锡工厂提升产能，新增年产 2800 万件橡胶金属件。

图表7：公司定增募集 13 亿元资金

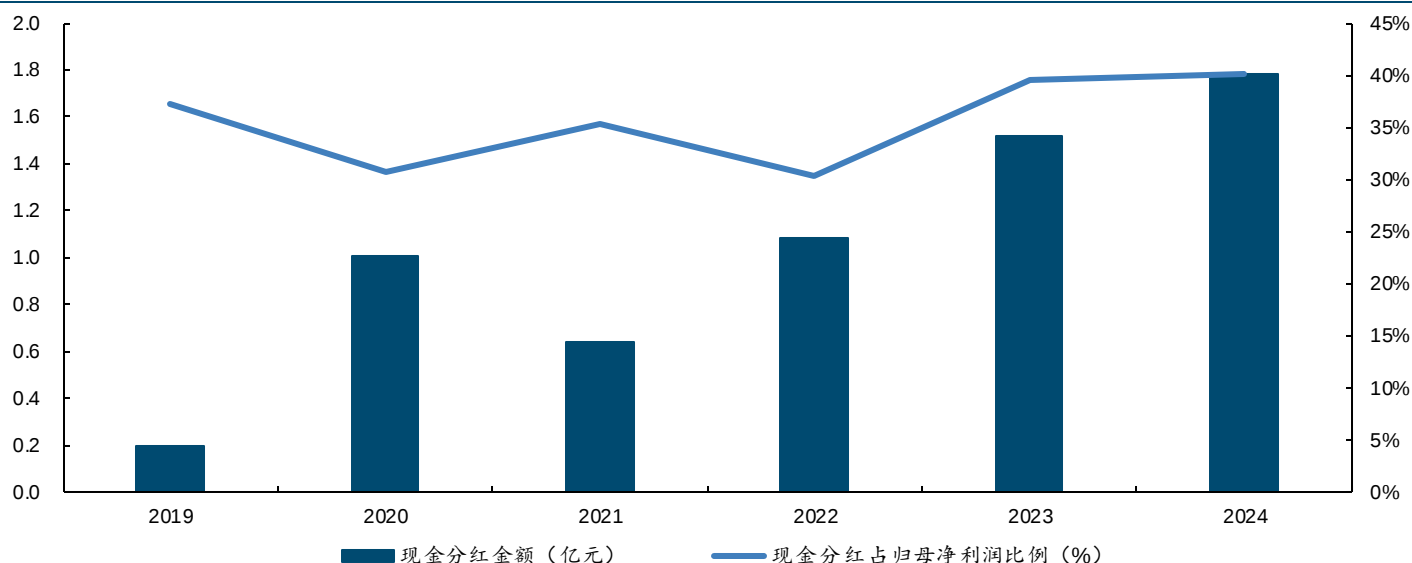
解除限售期	拟投入募集资金(亿元)	项目主要内容
创新中心及智能制造基地项目	4.9	在现有基础上进行技术升级和产能扩充，建成后形成年产 148 万件(套)橡胶基制品的生产能力，其中弹性元件 142 万件，空簧产品 6 万套。项目涵盖生产车间建设、先进生产设备购置以及智能化生产系统搭建。
清洁能源装备提质扩能项目	5.7	包括风电叶片射阳二期项目、风电叶片蒙西二期项目、风电叶片宾县工厂配套项目 3 个子项目。通过新建生产车间、增加先进生产设备，扩大风电叶片产能，完善全国性布局。
新能源汽车减振制品能力提升项目	1.4	在时代新材博戈无锡工厂既有厂房内，购置先进的工艺生产设备，建设完善的辅助生产设施，实现新能源汽车橡胶减振制品生产能力的提升，新增年产 2800 万件橡胶金属件的生产能力。
补充流动资金	1.0	/
合计	13.0	/

来源：公司公告、国金证券研究所

现金分红呈现增长趋势。公司 2022-2024 年三年累计分红现金金额高达 4.4 个亿，现金分红比例高达 111.57%。同时，现金分红占归母净利润的比例逐年增加，2020-2024 年现金分红分配利润不低于当年归母净利润的 30%。



图表8：公司现金分红逐年上升



来源：公司年报、国金证券研究所

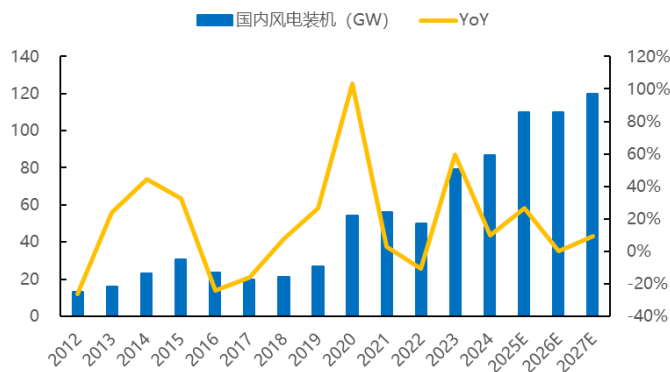
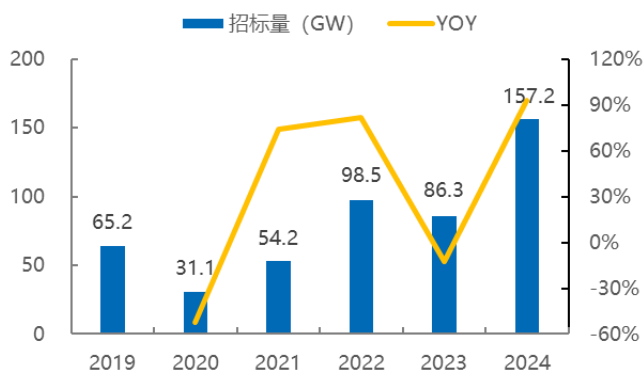
二、风电叶片龙头：行业高景气下将迎量价齐升，贡献业绩高弹性

2.1 风电需求高景气，风电叶片迎复苏

招标量指引高需求，2025 年风电需求高景气。根据金风科技业绩演示材料及我们不完全统计，2024 年国内新增风机招标规模约 157GW，同比+93%。此外，据风芒能源统计，2024 年国内各省下发风电指标超 183GW，风电需求高景气趋势明确，我们预计 2025-2027 年国内风电装机将达到 110/110/120GW，同比+26.5/0/9.1%，其中国内陆风装机规模达到 100/95/100GW，同比+23/-5/5.3%；海风达到 10/15/20GW，同比+78/50/33%。

图表9：2024 年国内风机新增招标 157GW，同比+93%

图表10：预计 2025 年国内风电装机 110GW，同比+27%

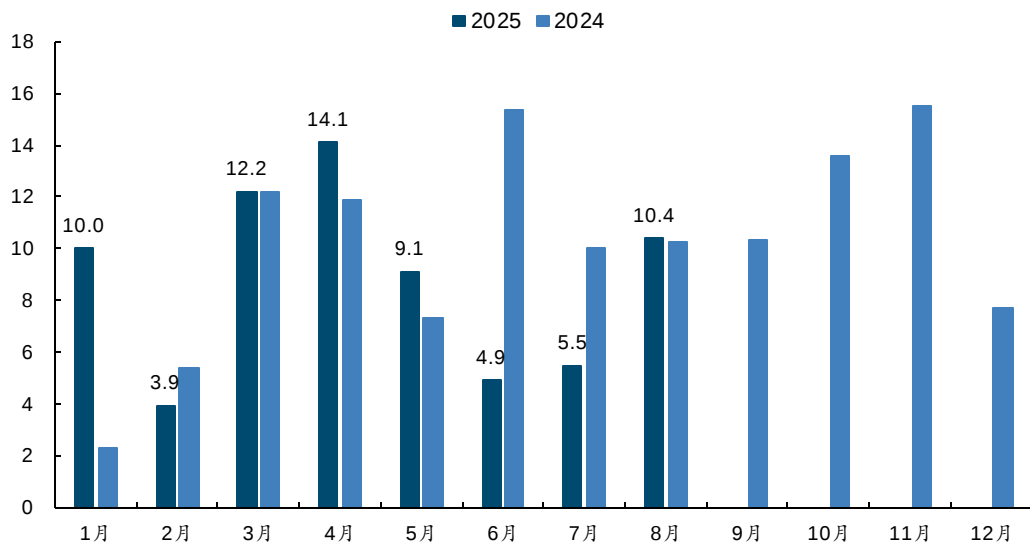


来源：金风科技业绩演示材料、风电头条、央国企电子招标平台，国金证券研究所；注：2024 年前三季度为金风科技披露，四季度招标数据为国金电新统计

来源：CWEA，国金证券研究所预测；注：吊装口径



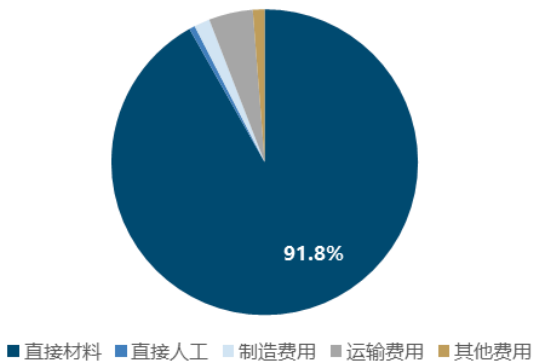
图表11: 2024-2025 年 8 月央企风电机组招标规模(不含框架)/GW



来源: 央企电子招标平台、国金证券研究所

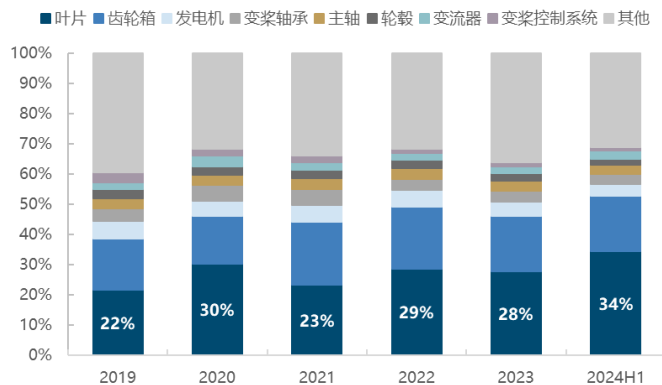
风电叶片在风机发电中承担捕获风能并将其转换为机械能的关键作用。从风机成本结构来看,叶片是风机零部件中价值量最高的产品,根据运达股份原材料采购结构估算,叶片在风机成本中占比大约 20-30%。在 2025 年风电装机需求大幅增长,预计叶片环节将呈现供需紧平衡、结构性短缺的状态。我们认为叶片环节有望受益于较好的供需关系、相对稳定的行业格局以及原材料成本上升带来的提价逻辑,从而实现价格及盈利的修复。

图表12: 零部件等直接材料占风机成本的 92%



来源: 运达股份公司公告, 国金证券研究所

图表13: 直接材料中叶片价值量最高, 占比约 20-30%

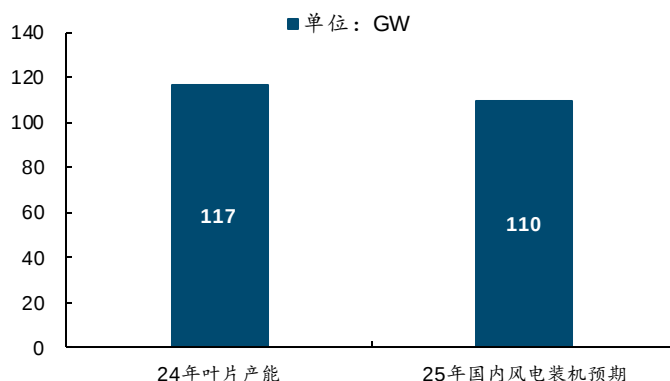


来源: 运达股份公司公告, 国金证券研究所; 注: 原材料采购占比

行业双寡头特征明显。据世界风能理事会(GWEC)统计,2024 年全球叶片环节产能约 117GW,根据中国风能专委会(CWEA)数据,2025 年国内风电装机需求为 110GW,预计 2025 年叶片环节供需将呈现紧平衡状态。从供给格局来看,2024 年中材科技和时代新材合计叶片市占率超过 50%,行业双寡头特征明显。

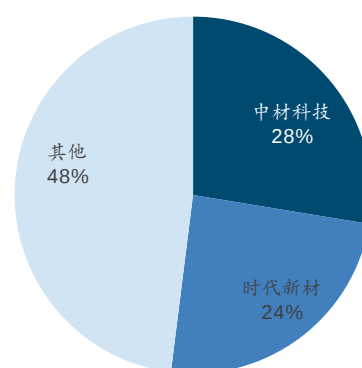


图表14：预计 2025 年叶片环节供需紧平衡



来源：GWEC、CWEA，国金证券研究所

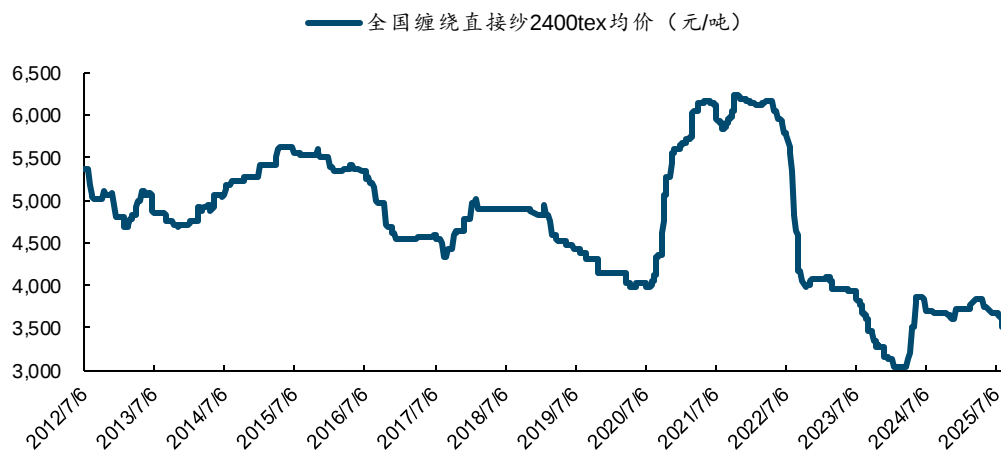
图表15：头部两家叶片企业国内合计市占率过半



来源：时代新材、中材科技公司公告、CWEA 等，国金证券研究所

风电纱开启复价，上游原材料涨价传导带动叶片提价。2024 年 3 月以来玻纤行业针对各类产品开启复价，但不包括原先已签订的长协订单。2024 年 11 月 27 日至 11 月 28 日，中国巨石、泰山玻纤、重庆国际、山东玻纤、四川威玻、长海股份、元源新材等玻纤企业陆续发布复价或调价函，涉及的产品种类有：风电纱、热塑短切产品、直接纱、合股纱、短切毡等，为 2025 年的相关产品合约准备。具体看，中国巨石预计全系列风电纱复价 15%~20%，复价的落地将带动玻纤的涨价，强化叶片提价预期。

图表16：全国缠绕直接纱 2400tex 均价 24 年起回升（元/吨）

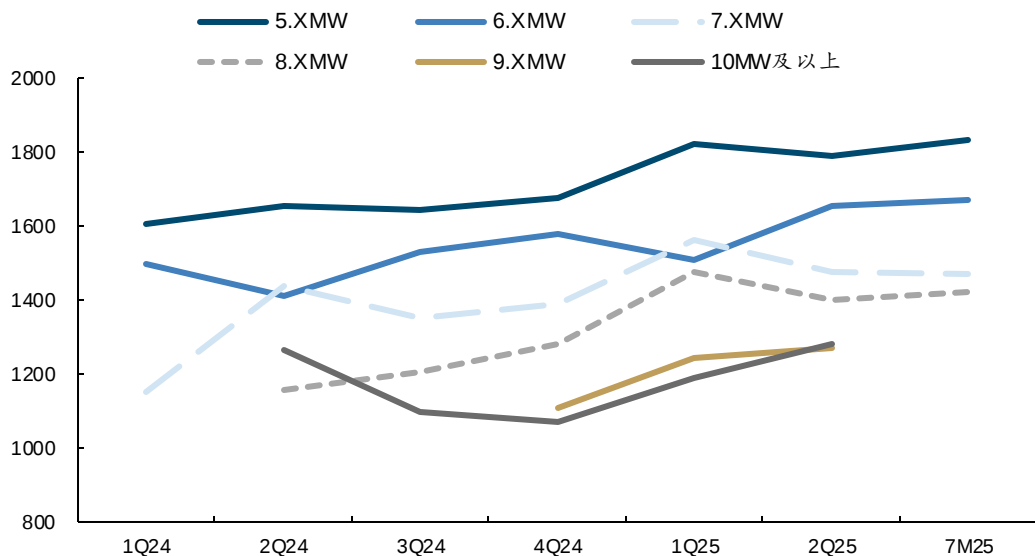


来源：卓创资讯、国金证券研究所

下游整机中标价格企稳探涨，支撑叶片涨价。2024 年国内风机招投标价格基本企稳。根据我们不完全统计，2024 年国内 5-8MW 机型（不含塔筒）中标价格在 1400-1700 元/kW 左右波动，8MW 及以上的大兆瓦机型（不含塔筒）中标价格则在 1000-1300 元/kW 左右。受益于行业自律合约签署及部分业主方修改招标规则，2025 年 1-7 月中标项目均价同比提升明显，将支撑叶片涨价。



图表17: 7M25 行业中标价格企稳探涨



来源：风电头条，国金证券研究所；注：含塔筒项目按照 350 元/kW 扣除塔筒费用，含吊装项目按照 120 元/kW 扣除吊装费用

风电装机需求的高增和叶片价格的上涨，将提升公司风电叶片的盈利弹性。公司近几年为产能投入期和产品加速迭代期，叠加风电行业周期性的特点，部分工厂产能未得到有效释放，并且产品换型次数多，公司的叶片毛利率相对偏低。在近两年风电高景气需求下，公司的叶片产能将得到充分利用，带来公司盈利能力的改善。同时，原材料价格上涨的传导也带来了叶片价格的提升，作为龙头，公司叶片的盈利能力提升或超预期。

图表18: 风电叶片毛利率弹性敏感性测算

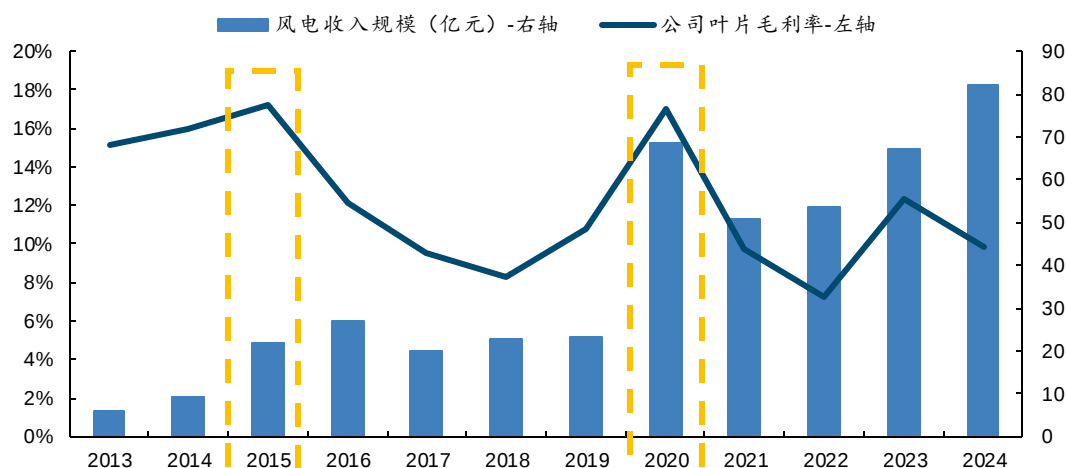
		叶片价格涨幅										
风电叶片价格涨幅		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
	0%	0.00%	0.88%	1.74%	2.59%	3.43%	4.25%	5.06%	5.85%	6.63%	7.40%	8.16%
	2%	-0.37%	0.52%	1.38%	2.24%	3.07%	3.90%	4.71%	5.51%	6.29%	7.06%	7.82%
	4%	-0.73%	0.15%	1.02%	1.88%	2.72%	3.55%	4.36%	5.16%	5.95%	6.72%	7.48%
	6%	-1.10%	-0.21%	0.67%	1.52%	2.37%	3.20%	4.01%	4.82%	5.61%	6.38%	7.15%
	8%	-1.46%	-0.57%	0.31%	1.17%	2.02%	2.85%	3.67%	4.47%	5.27%	6.05%	6.81%
	10%	-1.83%	-0.93%	-0.05%	0.81%	1.66%	2.50%	3.32%	4.13%	4.92%	5.71%	6.48%
	12%	-2.19%	-1.29%	-0.41%	0.46%	1.31%	2.15%	2.97%	3.78%	4.58%	5.37%	6.14%
	14%	-2.56%	-1.66%	-0.77%	0.10%	0.96%	1.80%	2.63%	3.44%	4.24%	5.03%	5.80%
	16%	-2.92%	-2.02%	-1.13%	-0.26%	0.60%	1.45%	2.28%	3.10%	3.90%	4.69%	5.47%
	18%	-3.29%	-2.38%	-1.49%	-0.61%	0.25%	1.10%	1.93%	2.75%	3.56%	4.35%	5.13%
	20%	-3.65%	-2.74%	-1.85%	-0.97%	-0.10%	0.75%	1.58%	2.41%	3.22%	4.01%	4.80%

来源：iFind、国金证券研究所测算

复盘上一轮周期风电抢装，叶片行业实现了明显的盈利改善。2020 年受风电平价上网政策影响，行业需求迅速爆发，全年实现风电吊装 54.4GW，同比提升 103%，抢装潮下公司叶片盈利能力实现大幅改善。我们认为这一轮风电周期或可类比 2020-2021 年风电抢装，在行业全年需求持续释放背景下，整机企业保供意愿强烈，叶片有望复刻 2020-2021 年的价格上涨，实现较为明显的盈利改善。



图表19：上一轮风电平价抢装周期中，叶片需求高景气下公司实现明显盈利改善

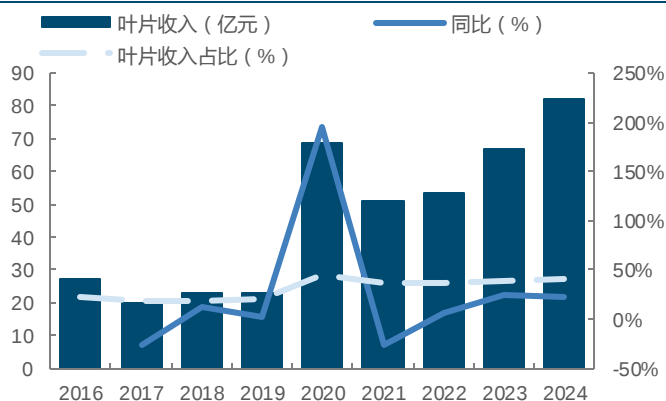


来源：公司公告、GWEC，国金证券研究所

2.2 大叶片结构优势带动盈利回升，公司“双海战略”持续开拓市场

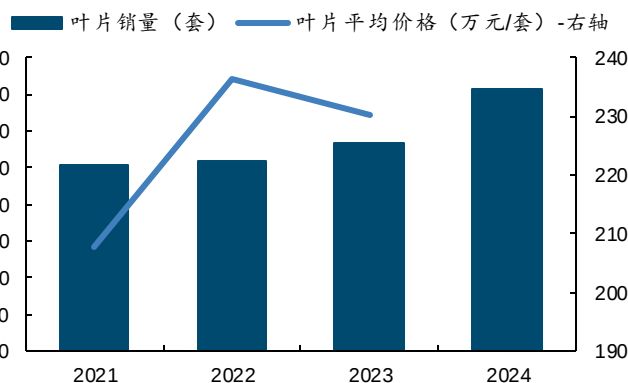
公司居国内第二，仅次于中材科技，“双寡头”行业格局基本形成。2021-2024 年，公司风电叶片收入逐年增长，由 50.98 亿元提升至 82 亿元，叶片出货量由 2541 套提升至 3560 套（21.22GW）。通过进军海上风电、加深下游客户合作、研发销售大叶片、全国布局风电生产基地等一系列动作，巩固自 2020 年风电行业“抢装潮”后，在风电平价时代的行业领先地位。

图表20：21-24 年公司风电叶片销售收入逐年增长



来源：公司公告、国金证券研究所

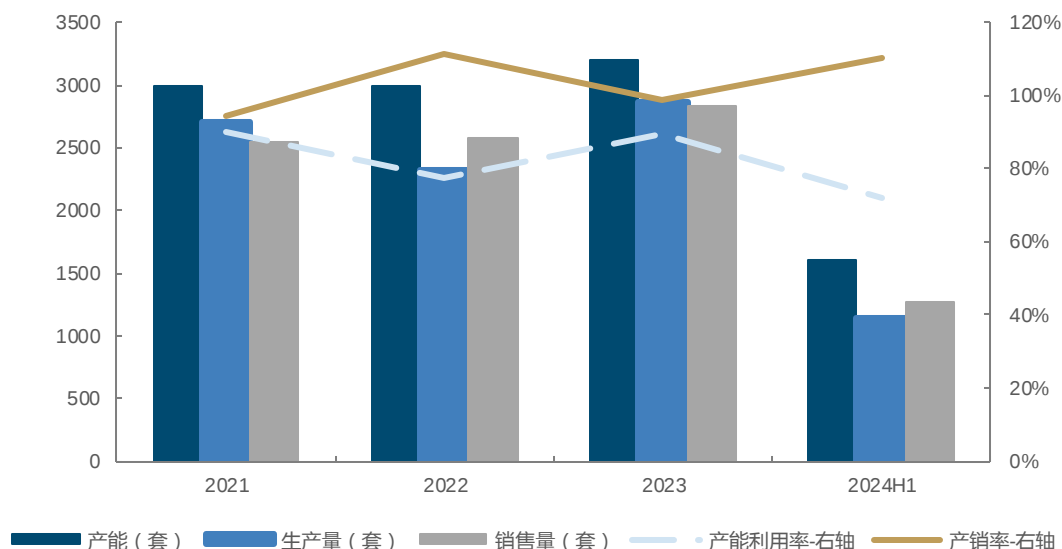
图表21：21-24 年公司风电叶片出货量逐年增长



来源：公司公告、国金证券研究所



图表22：公司风电叶片产能利用率提升



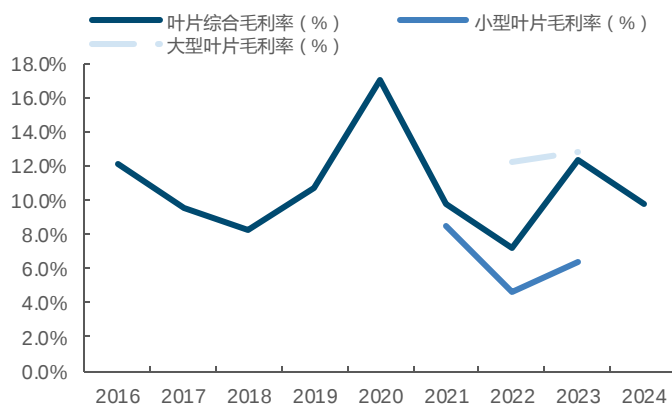
来源：公司公告、国金证券研究所

产品结构调整+行业筑底回暖，公司大叶片优势显著，带动均价和毛利率回升。

风电机组大型化迭代趋势显著，近两年风电叶片市场大型叶片需求加速增长。根据《2024年中国风电吊装容量统计简报》，国内新增陆上风电机组平均单机容量自2023年的5.4MW（2022年为4.3MW）进一步提高至2024年的5.9MW，同比增长9.6%。大型叶片技术难度较高，需兼具叶片大、重量轻、强度高等特点，只有少数叶片生产企业具备开发和量产能力。在风资源有限的情况下是下游企业的优选，相关产品可获得更大的市场份额。

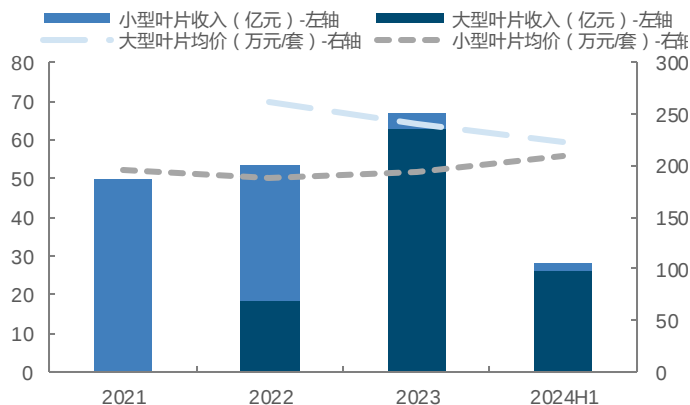
基于此，公司进一步推进了大型叶片的产能提升与市场开拓，大型风电叶片的销售占比自2022年的34.09%上升至2023年的93.47%。受大型叶片销量增加的影响，公司2023年的风电叶片销售均价较2022年提高13.80%，综合毛利率由7.21%上升至12.37%。随着风电大叶片应用的提速以及风电抢装潮的到来，公司盈利能力将持续提升。

图表23：公司风电叶片毛利率开始回升



来源：公司公告、国金证券研究所

图表24：公司风电叶片大叶片出货占比提升至93%



来源：公司公告、国金证券研究所

全国多地布局风电产业基地抢占市场，25-26年风电新基地陆续密集达产。公司风电产业主要布局在株洲、天津、蒙西、射阳、宾县、百色、哈密等地区，九大基地达产后年产能达到约4,000套。其中射阳二期、宾县和蒙西二期的三个风电叶片项目为公司发行定增的募投项目（共计划投资5.72亿元，870套），分别预计于2026年、2025年、2026年达产；百色、哈密项目均预计于2025年达产，达产后叶片产能分别为240套和360套；此外公司拟在越南建设风电叶片项目，初步规划年产480套。


图表25：公司 25-26 年风电新基地将陆续密集达产

类型	项目名称	对应业务板块	规划产能	达产安排
在建项目	清洁能源装备提质扩能项目	风电业务	射阳二期项目年产叶片 270 套、蒙西二期项目年产叶片 360 套、宾县叶片项目年产叶片 240 套	已部分投产，预计在 2026 年实现全部达产
	百色分公司风电叶片项目	风电业务	年产叶片 240 套	预计 2025 年达产
	哈密分公司风电叶片项目	风电业务	年产叶片 360 套	预计 2025 年达产
拟建项目	越南子公司风电叶片项目	风电业务	预计年产叶片 480 套	尚处于初步规划阶段

来源：公司公告、国金证券研究所

图表26：公司发行定增的三大风电募投项目

序号	项目名称	现有同类产品不含税单价（万元）	不含税单价（万元）	数量（套）	收入金额（万元）
1	射阳二期项目	239.91	649.89	271	176,121.22
2	宾县叶片项目		253.27	240	60,785.84
3	蒙西二期项目		372.03	360	133,929.56
合计		-	-	871	370,836.62
募投项目名称		子项目	产品品类	是否已量产	如已量产，下游典型客户
清洁能源装备提质扩能项目		射阳二期项目	120 米到 150 米叶型	是	海装风电、中车集团、远景能源、明阳智能、金风科技
		宾县叶片项目	90 米到 100 米叶型	是	运达股份
		蒙西二期项目	100 米到 120 米叶型	是	中车集团、运达股份、远景能源

来源：公司公告、国金证券研究所

“双海战略”稳步推进，公司持续开拓国内外客户，受益全球风电高景气。公司形成了国内以运达股份、远景能源、中车风电等为主，海外以 VESTAS、NORDEX 等为主的客户结构，并深入推进与明阳风电、海装风电、金风科技等的合作。下游客户均为风机整机制造头部企业，行业前七整机企业装机占比达到 71%，行业需求高景气下，公司持续拓展全球市场规模及产能消化预期进一步明确。



图表27：全球风电整机制造企业 2024 年新增装机量及占比（MW）

整机制造企业	新增装机容量（MW）	占比（%）
金风科技	20,549	16.2%
远景能源	17,128	13.5%
明阳智能	12,312	9.7%
运达股份	11,584	9.1%
Vestas	11,088	8.7%
三一重工	9,148	7.2%
东方电气	8,659	6.8%
Siemens Gamesa	6,739	5.3%
Nordex Acciona	6,362	5.0%
GE Vernova	5,200	4.1%
中国中车	4,568	3.6%
电气风电	3,500	2.8%
中船海装	2,753	2.2%
Enercon	2,527	2.0%
联合动力	1,276	1.0%
其他	3,633	2.9%
合计	127,026	100%

来源：CWEA、国金证券研究所

三、拓展高分子新材料业务，公司打造新兴成长板块

3.1 新材料产业园孵化，复用原有渠道突破市场

孵化高性能、高分子材料产品，复用原有渠道可实现市场的快速突破。公司致力于新材料产业，目前核心产品为高端聚氨酯减振/耐磨制品、HP-RTM 复合材料制品及先进有机硅材料制品。此外，公司的新材料产品下游应用均基于现有产品领域进行拓展，具体包括：聚氨酯缓冲块应用于汽车悬架系统及风电叶片前缘保护；有机硅产品应用于新能源电池 PACK；高压树脂应用于动力/储能电池壳体。依托上述技术与市场的协同优势，公司新材料新业务具备快速突破的发展潜力。

图表28：公司新材料板块产品



来源：公司官网、国金证券研究所

高端聚氨酯材料在汽车缓冲块中具备应用潜力，公司已开启国产替代。2024 年国内乘用车销量为 2756 万辆，同比增长 5.8%。中汽协预测 2025 年国内乘用车总销量为 2890 万辆，同比增长 4.9%。主机厂对整车 NVH 和轻量化提出更高的要求，聚氨酯材料相比橡胶



材料在隔振性、耐久性等方面拥有明显优势，目前乘用车已使用聚氨酯缓冲块。同时，聚氨酯上支撑、弹簧垫等产品在中高端车型上接受程度越来越高，带来广阔市场。公司高端聚氨酯减振垫产品对标国际头部企业，性能优异，可逐步替代橡胶制品应用于汽车高端减振领域，已开始替代国外头部厂商的减振降噪模块，目前进入多家知名车企供应链。

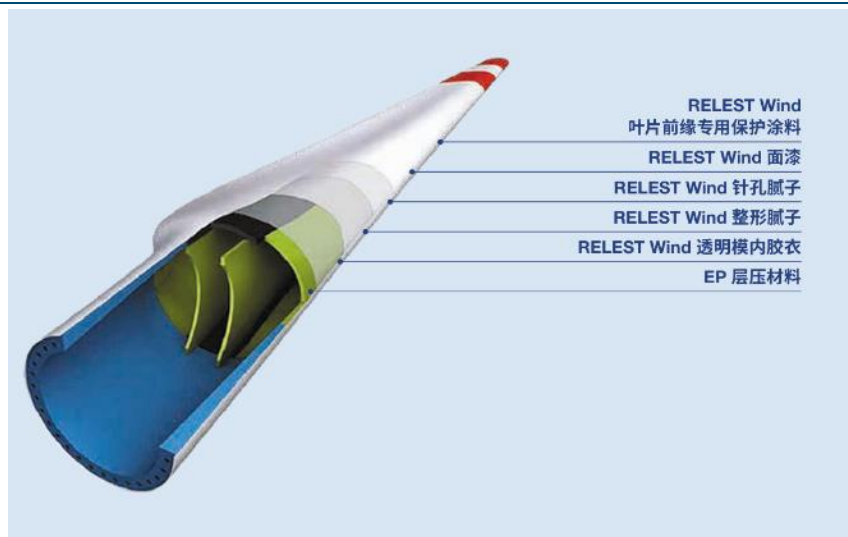
图表29：汽车缓冲块-聚氨酯材料



来源：BOGE 官网、公司官网、国金证券研究所

公司的高端聚氨酯材料也应用于风电前缘保护膜，已实现批量供货。2025 年国内风电预计新增装机容量为 115GW，其中海上风电约为 15GW，并且 2025 年沙戈荒基地加速建设。在复杂环境条件下，风电叶片的前缘部位需要承受雨蚀、沙尘冲击、紫外线辐射等多重考验。据行业统计，前缘侵蚀导致的发电量损失最高可达 5%，维护成本可占风电场 OPEX 的 15-20%。风电叶片前缘保护膜作为风力发电机组关键部件的防护屏障，其性能直接关系到叶片使用寿命和发电效率，应用前景广阔。公司的高端聚氨酯耐磨制品目前主要应用于风电叶片前缘保护膜领域，属于高端进口替代产品，能有效延长风电叶片寿命，公司产品针对主流客户已实现批量供货，已经开始替代国外头部厂商的同类产品。

图表30：叶片及前缘保护体系

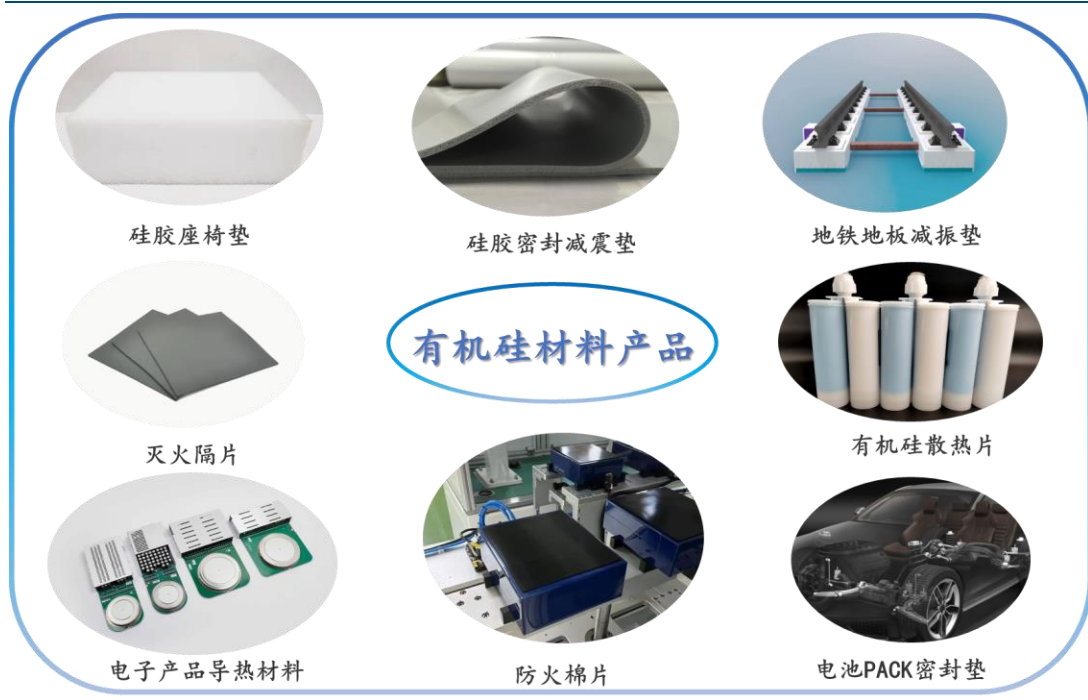


来源：Akzonobel、国金证券研究所

公司有机硅产品主要用于储能系统、动力电池的隔热和密封。新能源乘用车使用电池包，需要配套有机硅密封垫、硅胶带、隔热泡棉等产品；储能电池包需配套隔热、侧面胶条、密封垫、导热凝胶等。公司的先进有机硅材料制品目前主要应用于制作储能电池有机硅泡棉，已成功进入知名头部企业供应商体系。



图表31：有机硅产品在电子产品、阻燃防火、电池密封等领域的应用

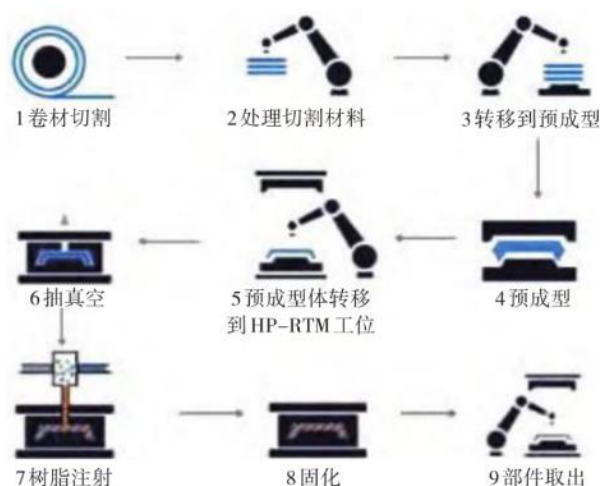
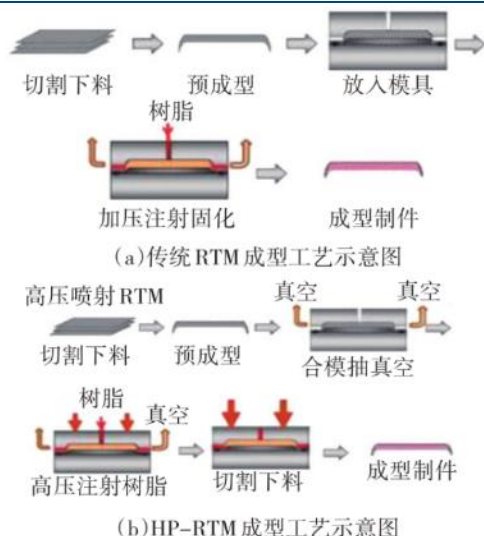


来源：公司官网、公司公众号、国金证券研究所

HP-RTM 在成本、效率等方面更具备优势，有望成为下一代新兴复合材料成型主流工艺。为进一步满足新能源汽车工业高效降低成本的生​​产要求，在传统 RTM 工艺的基础上进一步优化，开发出了高压 RTM 成型工艺（HP-RTM）。HP-RTM 是将预成型纤维体放置在模腔内，在模腔抽真空和高压的注射压力下，完成树脂对纤维的浸润并固化的一种新兴工艺，此种工艺可以实现低成本、短周期、大批量及高质量的生产。相较于传统的 RTM 0.6~1.5MPa（6~15bar）的注胶压力，HP-RTM 通常在 1.0~6.0MPa（10~60 bar）甚至更高的压力下注胶，树脂可以在较短的时间内充满模腔，完成对预成型纤维体的浸润过程，并且促进气泡排出树脂，提高制品的表面成型质量，工艺过程可缩短至 5 分钟以内。

图表32：传统 RTM 和 HP-RTM 成型工艺对比

图表33：HP-RTM 工艺流程图



来源：《碳纤维复合材料高压树脂传递模塑（HP-RTM）成型工艺》、国金证券研究所

来源：《碳纤维复合材料高压树脂传递模塑（HP-RTM）成型工艺》、国金证券研究所

HP-RTM 复合材料产品订单需求旺盛，公司在性能、成本、国产化等多方面具备竞争力。公司 HP-RTM 成型工艺目前用于生产制作电池 PACK 上盖及底板产品，运用在动力电池及储能领域。产品具备阻燃防爆、轻量化的特点，公司相关技术成果均已申报专利形成自主知识产权，具备产业化基础，与多家头部电池企业开展合作并形成批量供货。



- 收入与订单：目前株洲基地 7 条产线已投产（年底 10 条产线投产），宜宾基地年底有望新增 8 条产线，现有订单需求旺盛（如动力电池壳体、储能电池壳体等），株洲基地可承接 4 至 5 亿元的该产品订单；
- 产能规划：“十五五”期间将在宜宾、长三角、珠三角等地域持续布局新产线，形成规模化生产能力；
- 竞争格局：目前国内成熟掌握该工艺，并实现工业化生产的公司较为稀少，且竞争对手的产能投入不高。公司技术优势在于材料定制化（满足轻量化、结构性防火等需求）、SMC（超）状模塑料）等传统材料、成本接近 SMC，且生产线设备国产化，综合成本与效率优势显著，SMC 更具竞争力，有望加速替代动力电池领域金属和其他复合材料工艺。

图表34：不同工艺电池上盖的优劣势

	金属上盖	SMC上盖	HP-RTM上盖
S W	优点 - 加工：成本低寿命长，量产 - 应用场景：入门级 eg: Nissan Leaf 采用钢材上盖 - 性能：强度高（拉伸强度 250MPa）；具有电磁屏蔽性能	- 应用场景：中低端车型，比如比亚迪秦 Pro EV500 SMC 上盖，减重 38% - 成本低，重量小：密度小（1.8g/cm³）；膨胀系数小 - 生产效率高，3-5min/件，便于自动化生产	- 性能：孔隙率低；机械强度高（450Mpa）；轻量化；二氧化碳排放更少 - 生产效率高：5-8min简单结构件；20-30min复杂结构件 - 优异的阻燃性能和绝缘性能
	缺点 - 重量：铝密度为 2.7g/cm³，钢密度约为 7.8g/cm³，密度大，重量大 - 售后：铝外壳易腐蚀，需电泳涂装 - 绝缘性能不好	- 性能：机械性能低，厚度更大；没有电磁屏蔽性能 - 热固性材料不可回收	- 设备模具要求高：设备初期投入大，生产成本低 - 热固性材料不可回收

来源：公司官网、艾邦复合材料网、IDTechEx、国金证券研究所

此外，HP-RTM 在低空经济领域里同样应用前景广阔。在空间不变情况下，无人机结构件材料成为提高载荷的关键，尤其 eVTOL（电动垂直升降飞行器）是由电机驱动，碳纤维复合材料占到机身结构重量的 70%以上，对轻量化的要求更高。环氧树脂基碳纤维复合材料是飞行汽车实现轻量化的核心材料之一，可广泛应用于机身框架、机翼、桨叶、起落架等部位，将碳纤维复合材料用于打造 eVTOL，能够帮助机身整体重量减少 30%-40%。例如，小鹏汇天等公司均有型号采用了 HP-RTM 碳纤维机身。

3.2 新材料产品均已打入主流企业供应链，为公司业绩创造新兴增长点

公司新材料产品逐步完成验证，陆续开启批量化供货。2025 年，公司新材料事业部核心产品为高端聚氨酯减振/耐磨制品、HP-RTM 复合材料制品及先进有机硅材料制品，上述产品已具备规模化生产能力。2026 年，高端聚氨酯防护产品将成为风电叶片行业主流前缘防护解决方案；PACK 封装材料（有机硅、高压 RTM）将对新能源行业头部客户形成批量供应；光电信息显示材料将于 2025 年底完成产能建设，2026 年将在头部面板企业进行量产验证和供货。



图表35：聚氨酯、有机硅等新型材料在新能源汽车和风电的应用

聚氨酯系列材料
具有非常优越的弹性、承载力和疲劳性能

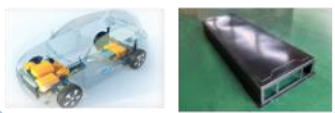
聚氨酯汽车缓冲块
用于汽车底盘悬架系统。能够缓解地面反弹至汽车底盘的作用力，使得汽车减振器、底盘免于过早损坏；同时降低噪音，增加舒适度

聚氨酯实心车轮
在高载荷高转速的工况下稳定应用于轨道交通车辆、电梯轮、叉车轮。



有机硅导热材料
由于具有优异的密封、减振和耐候性能，可以用于新能源汽车电池PACK密封垫、隔热垫等。作为发热元件材料高效散热，传导电池散发的热量，具有良好的导热性、绝缘耐压特性。

高压树脂（环氧树脂、玻璃纤维、碳纤维）传递模塑成型（HP-RTM）工艺
应用于动力、储能电池的电池上盖，用于密封保护电池包内部的电芯。其应用于单个产品可减重60%，是优异的绝缘阻燃、安全的轻量化材料，适用于汽车、航天领域。



聚氨酯树脂前缘保护膜
风电叶片的制造材料在常年经受沙尘、紫外线、暴雨的侵袭后很难保持完好。此外，沙石、水滴的粘附会严重降低发电机组的输出功率。

聚氨酯具备耐雨蚀、耐损伤性能优异等优点，匹配叶片气动外形，极大提升了叶片前缘防护能力因此可以实现风电叶片长期稳定运转。

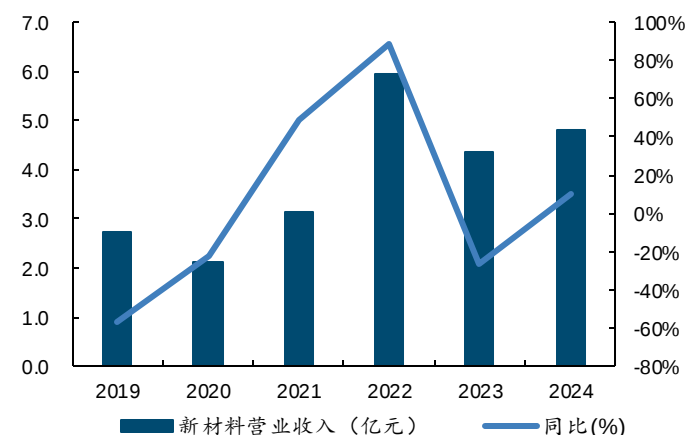


来源：公司官网、艾邦高分子、国金证券研究所

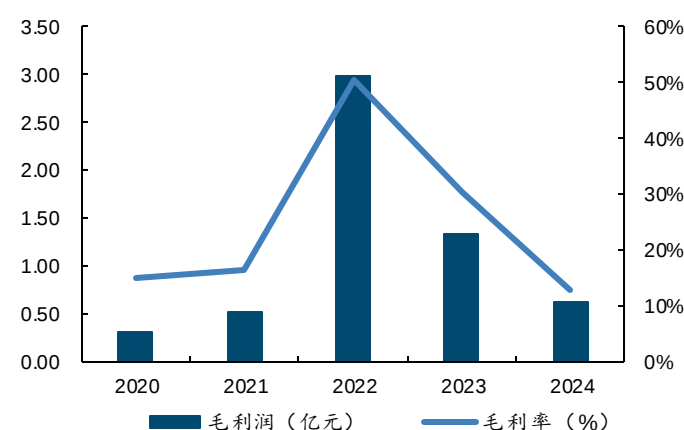
新材料产品已进入头部客户供应链，将随新建基地投产进一步扩大销售规模。2024 年之前，公司原有其他板块业务为芳纶树脂、复合电容隔膜等材料，由时代华先、橡塑元件两家公司承接，产品可应用于新能源汽车、电子产品等领域。高端聚氨酯减振/耐磨制品、HP-RTM 复合材料制品及有机硅材料制品等为公司近年来新孵化的新材料产品，从 2024 年起才逐步获得订单开始供货。截至 2024 年底，公司新材料产品全年实现新签订单 4 亿元，同比增长近 200%；新材料产业园也已建成投产，目前处在产能爬坡期。目前已实现批量供货的产品线如下：

- 高端聚氨酯材料制品：①汽车零部件领域减振制品，已开始替代国外头部厂商的减振降噪模块；②风电叶片防护制品，已完成国内主要风电主机厂认证，实现批量交付，已开始替代国外头部厂商的同类产品；
- 有机硅材料制品：用于制作电芯隔热泡沫、导热胶、电池 PACK 密封垫，实现电池内部电芯、模组之间导热、隔热功能；同时基于材料的耐久性和回弹性，可用于制作航空航天、轨道交通领域座椅等产品；
- HP-RTM（高压树脂传递模塑）相关制品：用于制作电池 PACK 上盖、底板板、低空飞行器叶片等产品，其具有轻量化、高强度的特性（性能超过 SMC-片状模塑料），结合 HP-RTM 工艺更高的生产效率和更优的性价比等特点，可广泛应用在汽车、低空飞行器等领域。

图表36：新材料及其他业务板块收入及增速



图表37：新材料及其他业务板块毛利润及毛利率





来源：公司年报、国金证券研究所

来源：公司年报、国金证券研究所

四、汽车零部件盈利改善，中长期具备成长性

4.1 公司收购德国 BOGE，实现减振降噪技术向汽车行业延伸

公司的汽车零部件优势体现在轻量化技术、全球化市场和材料创新，主要看点在于战略重组以及拓展新市场带来的中长期成长性。德国 BOGE（博戈）是全球前三的橡胶金属件生产厂商之一，新材德国（博戈）由采埃孚集团下属的 BOGE 橡胶与塑料业务剥离重组而来。聚焦高端汽车减振降噪与轻量化领域，产品涵盖动力总成、底盘减振以及轻量化替代等多个方面。公司通过收购 BOGE 实现了减振降噪产品向汽车行业的延伸，在德国（达默、波恩、西蒙）、中国（上海、无锡、株洲）、斯洛伐克（特纳瓦）、法国（丰特内）、美国、墨西哥、巴西等 7 个国家拥有 11 个制造基地/研发中心。

图表38：公司汽车业务主要产品集中在传统油车的减振降噪与轻量化领域



来源：公司官网、国金证券研究所

新拓展新能源系列产品，打造新的市场增长点。公司在维持传统油车市场份额的同时，逐步突破了二线豪华、自主高端等一些列汽车品牌，国内造车“新势力”的供货广度和深度也在不断提升。计划通过丰富轻量化产品系列、自主研发轻量化新材料，加快向电动化市场业务转型。随着新能源汽车减振制品能力提升项目的落地，公司将继续推动新能源产业的技术升级。截至 2024 年 6 月 30 日，项目已完成两期建设，其中项目一期主要为厂房建设及部分通用设备的投入，项目二期主要为市场订单类项目的产能建设投入。项目建成后，预计年产 5000 吨混炼胶及 6000 万件橡胶金属件。

图表39：公司将投入 1.41 亿元用于新能源汽车减振制品能力提升项目

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额	当前已使用资金	当前项目状态	后续投资进度安排
新能源汽车减振制品能力提升项目	14,121 万元	14,000 万元	1,634.86 万元	建筑工程已陆续完工，设备购置及安装进行中	预计 2025 年达产

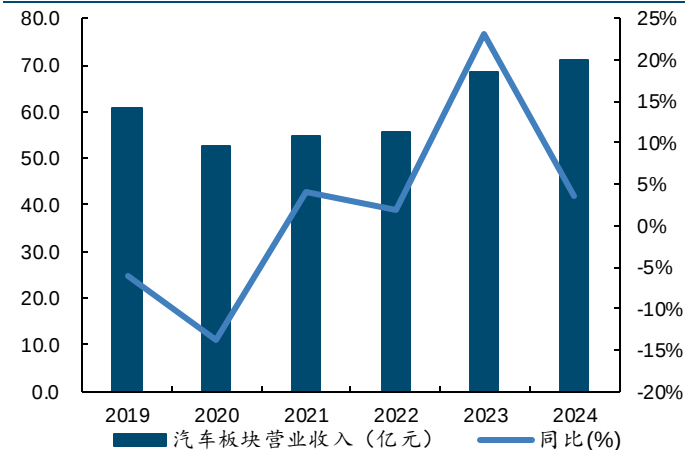
来源：公司公告、国金证券研究所



4.2 重心向低成本亚太地区转移，拓展产品单车价值量

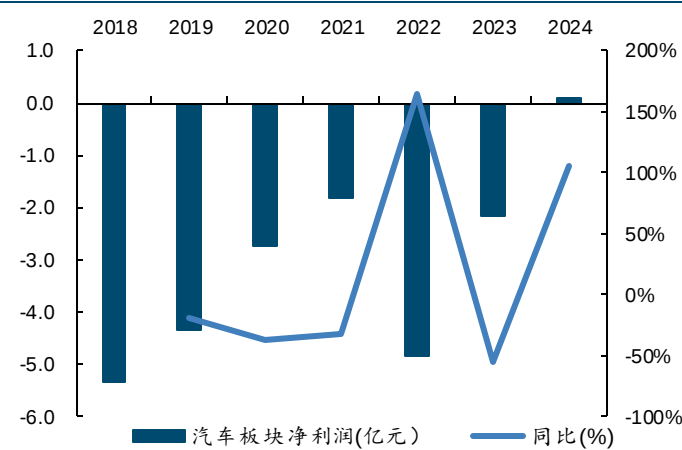
24 年实现扭亏为盈，战略调整成效显著。2019 年之后，全球汽车市场表现不佳、市场整体下行，博戈的收入也随之受到影响。并且 2018 至 2019 年，博戈共计提 7 亿元商誉减值，致使大额亏损出现。2020 年后，全球汽车行业整体需求仍然疲软，叠加全球不可抗力的因素和地缘政治的冲突，相关原材料和能源成本上行，公司的毛利率受到影响持续下滑，整体板块承压。随着公司对汽车零部件板块的不断主动战略调整，24 年公司汽车零部件板块实现扭亏为盈，销售收入创历史新高，达到 71.01 亿元。

图表40：公司汽车板块收入及增速



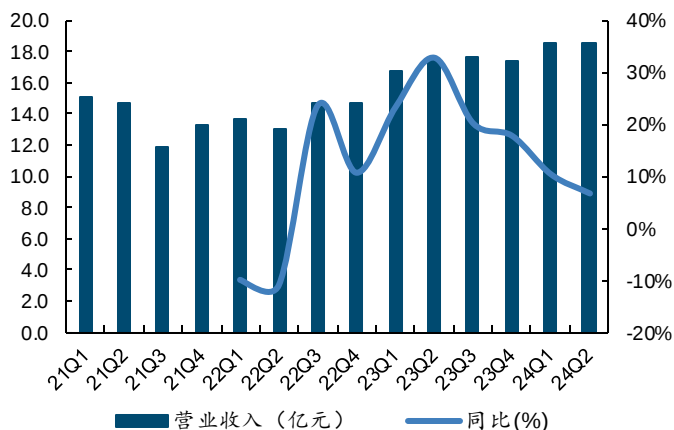
来源：公司公告、国金证券研究所

图表41：公司汽车板块净利润及同比增速



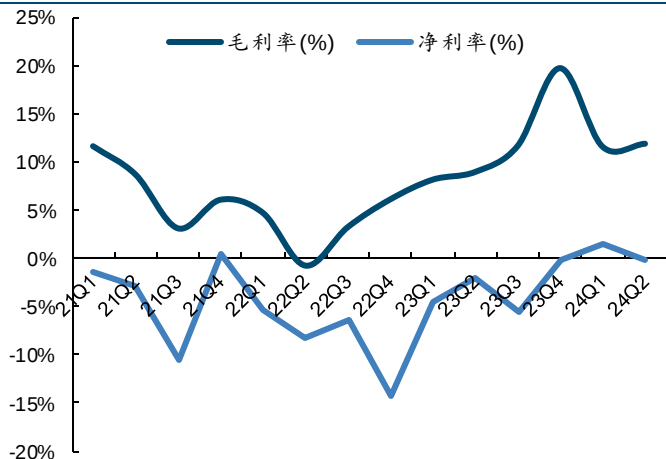
来源：公司公告、国金证券研究所（德国 BOGE 净利润以及增速）

图表42：博戈分季度营业收入与同比增长



来源：公司公告、国金证券研究所

图表43：博戈分季度毛利率与净利率

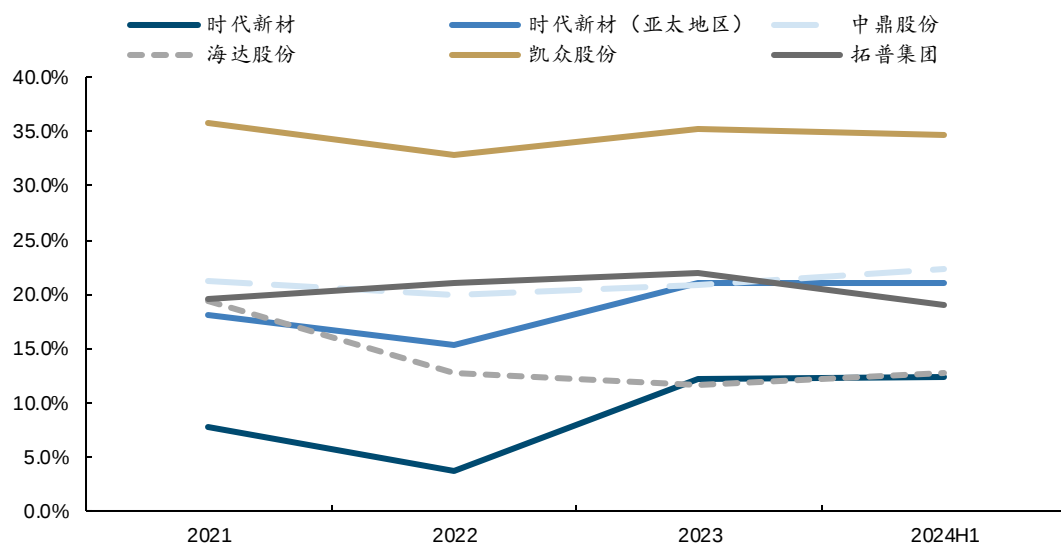


来源：公司公告、国金证券研究所

亚太地区毛利率水平更高，公司优化资源布局。之前公司主要产能以及员工布局在欧洲、北美等高成本地区，欧美地区的毛利率与同行业可比公司相比存在一定差异，而亚太地区的毛利率水平与同行业可比公司差异较小。2021-2024H1，亚太地区的毛利率水平分别为 18.06%、15.41%、21.09%和 21.06%。



图表44：公司汽车业务板块与可比公司毛利率对比



来源：公司公告、国金证券研究所。注：亚太地区成本低于海外，为突出公司将产能布局在亚太地区的成本优势，因而除了表示公司汽零整体的毛利率外，也将亚太地区的毛利率单独列出来。

降本增效+优化全球资源布局，公司实现盈利改善。公司重组 1.0 计划，通过关闭部分高成本境外生产工厂并将产能逐步向低成本地区转移，改善了汽车板块产品的盈利能力和竞争力。截至 2024 年底，公司已顺利完成德国波恩工厂关厂、员工辞退补偿工作和德国达默工厂部分土地出售工作；并同步建成投产无锡二期工厂，将承接上海基地、海外基地转产项目订单以及亚太区新签项目订单。低成本地区的产能利用率及新能源项目订单在不断提升，其中亚太区新签订单中新能源项目订单占比超八成。

图表45：近年来博戈专项经营改善工作措施

举措	具体内容
费用管控	严格的费用支出（BANF）控制；全球降本控费举措（Costs saving letter）；减少外部仓库，关闭低效办公室。
管理组织变革	通过全球战略制定，通过组织架构与管理层变革，建立标准化流程（GBS）。
客户端优化举措	根据原材料价格波动情况与产品报价阶段差异，从客户端原材料价格补偿；与客户沟通，对回款账期优化，降低财务成本。
盈利提升	欧洲特纳瓦工厂专项盈利提升支持；通过减员等工作降低人工成本；通过北美区、欧洲等高成本地区向中国转产，亚太区业务协同，实现亚太区 EBIT 提升。

来源：公司公告、国金证券研究所

公司正在开发新产品以提升单车供货价值量，进一步增厚收入。目前公司汽车产品主要集中在减振产品与注塑件。公司仍不断开发空气悬架与轻量化等新兴产业产品，包括复合材料踏板、复合材料副车架、金属系统件等，丰富汽车减振悬架车供货价值量。此外，汽车板块的客户与公司普遍合作年限较长，为保证供货稳定性，公司签署长达 5 到 10 年时间供货协议。博戈无锡截至 2023 年 12 月 31 日在手订单执行金额已有 85.60 亿元，也为未来较长一段时间的产能消化提供了有力保障。



图表46：博戈单车供货产品价值量提升空间大



来源：公司官网、国金证券研究所

五、轨交和工业工程减振全球龙头，稳固国内绝对领先优势、突破海外市场

5.1 轨道交通投资迎来增长拐点，“城市群”打开工业工程减振降噪行业成长空间

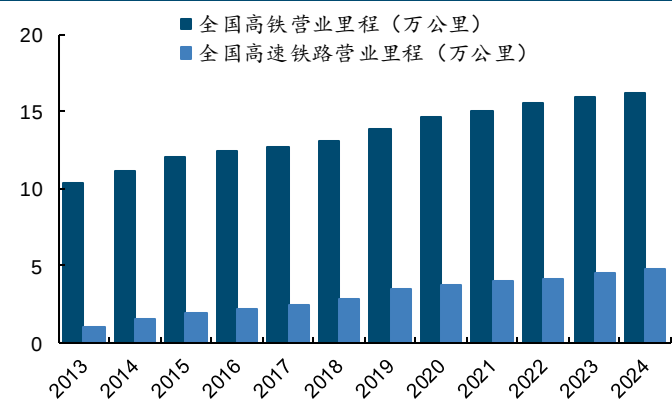
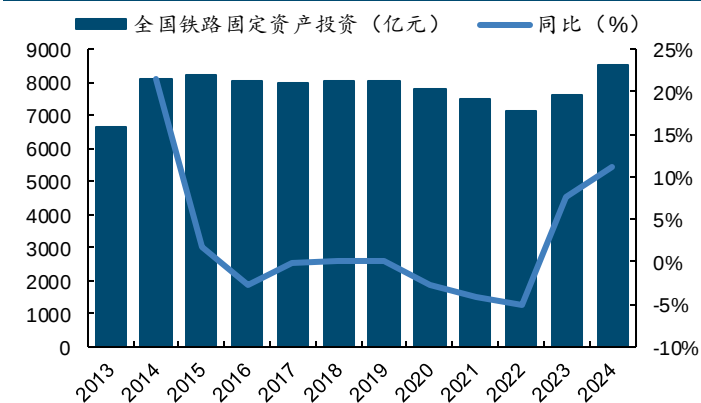
轨道交通领域：动车组新增需求、维修市场和海外拓展三者共同驱动景气向上

中国高速动车组数量继续保持增长态势，政策红利与技术突破驱动行业增长。城市轨道交通建设规模增速放缓，而新造与维保需求共振，将在 2025-2030 年进入车辆维修高峰期，也面临动车维保市场延长修和集团开展自主修的情况。同时随着新能源机车转型取代老型机车需求的进一步释放，下一代动车组、货车、多式联运、高速磁浮及中低制式运量车型的研发替换及批量应用，叠加 2024 年国家发改委关于推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案的逐步实施，国内轨道交通车辆市场有望迎来新一轮市场机遇期。

铁路投资拐点向上，高铁新增营业里程复苏带来动车组等装备采购需求增长。轨交装备行业作为国家战略性新兴产业，涵盖铁路和城市轨道交通所需的各类高端装备制造。近年来，随着铁路网络的快速扩张和城市轨道交通的蓬勃发展，国内轨交装备市场规模持续扩大。2024 年，全国铁路完成固定资产投资 8506 亿元，同比增长 11.3%，复苏态势强劲。

图表47：铁路固定资产投资迎来增长拐点

图表48：全国铁路、高铁营业里程逐年增长



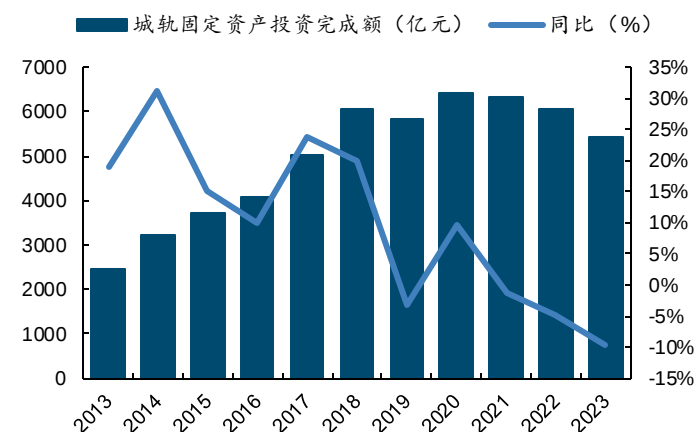
来源：iFind、国金证券研究所

来源：iFind、国金证券研究所

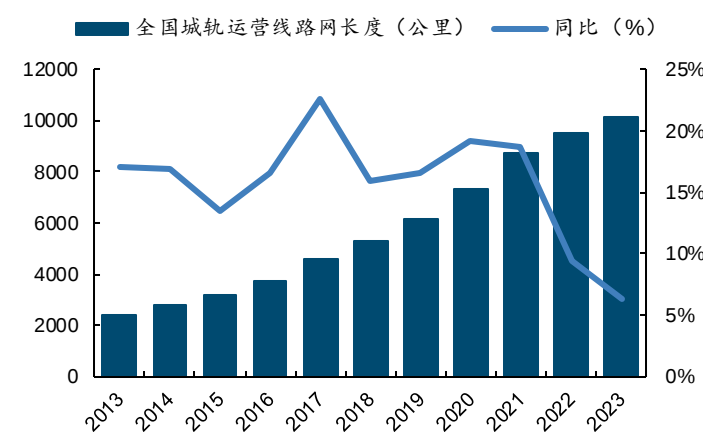


图表49：全国城轨固定资产投资完成额

图表50：全国城轨运营线路长度逐年提升



来源：iFind、国金证券研究所



来源：iFind、国金证券研究所

根据国铁集团的《铁路动车组运用维修规程》，动车组以里程周期为主，时间期为辅进行检修。动车组维修共五级，其中一、二级为日常维修，在动车所内进行；三、四、五级为高级修，需返厂维修；检修周期分别为 120 万公里、240 万公里、480 万公里，或 3 年、6 年、12 年。目前三级修已基本实现由铁路局动车段承担，四级修由动车段和中车动车组造修企业共同承担，五级修全部由中车动车组造修企业承担。

图表51：高级修周期一般为 3-12 年

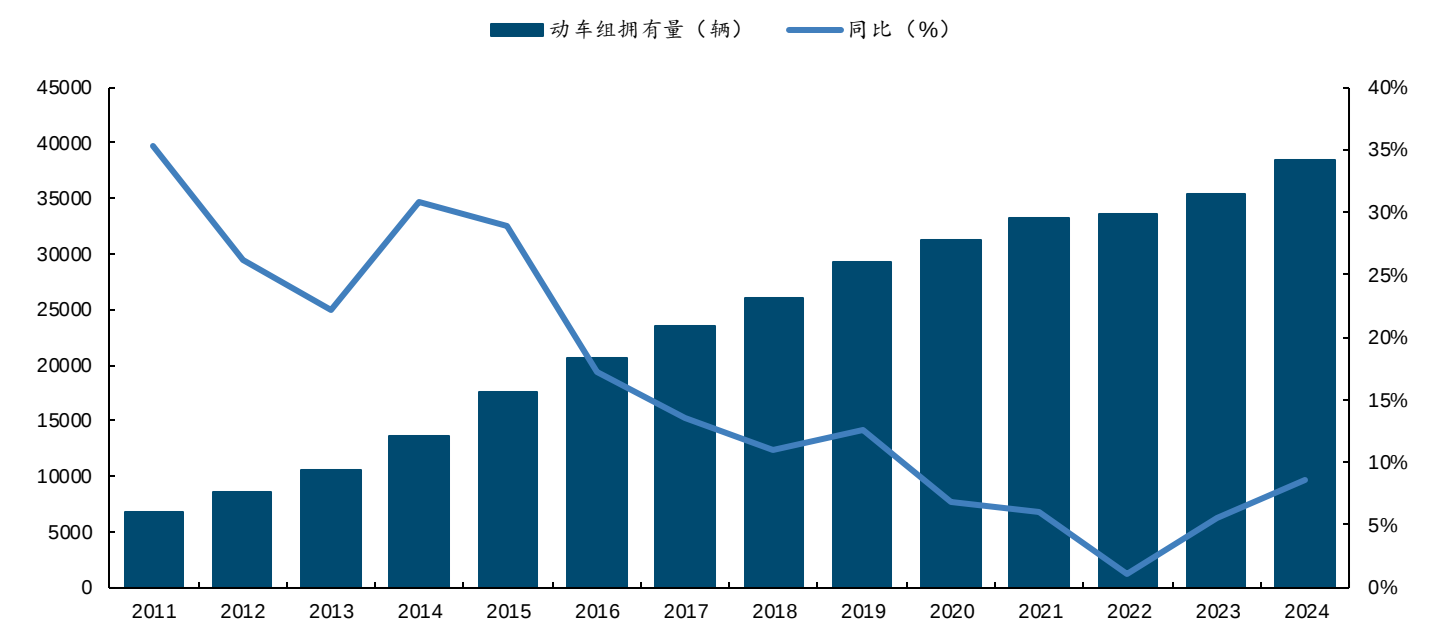
车型/修程	三级检修	四级检修	五级检修
CRH1A/1B CRH1E、CRH380D	120±10 万公里或 3 年	240±10 万公里或 6 年	480±10 万公里或 12 年
CRH2A (统) /2B/2C/2G、 CRH6A/6F/CRH2E、CRH380A (L)	60+2/-5 万公里或 1.5 年	120+5/-10 万公里或 3 年	240±10 万公里或 6 年
CRH3C、380B (L) /CL、BG CRH5A/G、CRH3A	120±12 万公里或 3 年	240±12 万公里或 6 年	480±12 万公里或 12 年

来源：观研天下、国金证券研究所

高级修密集期来临，维修市场有望快速增长。根据国家铁路局，12-15 年我国动车组保有量增速较高，CAGR 达 27.2%。考虑到我国动车组车辆检修环节往往提前，预计该批动车投产十年后，即 22 年后需要五级检修，由于五级检修将对动车部件进行大面积更换，维修市场有望迎来大幅增长。



图表52: 12-15 年我国动车组保有量 CAGR 达 27.2%



来源: iFind、国家铁路局、国金证券研究所

带路沿线高铁建设需求旺盛,国内轨交企业有望打开增长空间。根据商务部、中国一带一路网,目前一带一路沿线的越南、印度、埃及、土耳其、俄罗斯等国家均已提出高铁建设规划,例如印度《国家铁路计划》草案提出,到 2051 年在印度全国要修建近 8000 公里高速铁路。从建设时间上看,捷克、土耳其、印度、南非等国家均已将高铁建设规划至 2050 年及以后。一带一路沿线高铁建设需求旺盛,有望将带动我国轨道交通行业出口规模增加。

图表53: “一带一路”沿线国家高铁建设规划

国家	开工时间	建成时间	项目里程	最高时速	投资金额及收益	线路路段
越南	2028 年	——	1545 公里	——	预计投入 50 亿美元	包括河内到荣市段和胡志明市到芽庄段
捷克	2025 年	2050 年	700 公里	300 公里	到 2050 年将投资约 348 亿美元, 其中 2030 年前投资约 64 亿美元	捷克的 VRT 高铁网络共包含五条线路
印尼	——	2030 年	685.4 公里	300 公里	预计投入 195 亿美元	从雅加达到泗水
俄罗斯	——	2030 年	4235 公里	350-200 公里	——	包括从莫斯科到明斯克、莫斯科到基辅及喀山到萨马拉等
埃及	——	——	2000 公里	230 公里	——	苏赫奈泉-亚历山大和卡特鲁;开罗-阿布·辛拜勒;卢克索-胡尔
土耳其	2025 年	2054 年	——	——	建成后会带来 105 亿欧元的收益, 其中安卡拉到开塞利路线预计在 30 年内产生 105 亿里拉的收益	包括从安卡拉到鄂尔科伊再到开塞利和安卡拉到伊斯坦布尔
印度	——	2051 年	8000 公里	——	预计另外新增的 4 条高速子弹列车线路将投资 941 亿元	印度的第一条高铁走所从孟买到艾哈达巴穆(508 公里), 预计施工清续到 2026-2027 年
泰国	——	2028 年	609 公里	250 公里	中泰铁路分两期进行, 第一期投入 1794 亿泰铢, 二期投入 3000 亿泰铢。此外泰国国家铁路计划再投资 3000 亿泰铢于	一期从曼谷到呵叻(253 公里), 领计将于 2026 年试运行六个月, 2027 年年初通车;二期从呵叻到廊开(356 公里)



					在建的第二期项目	
南非	——	2050 年	预计建设三条高速铁路线，其中约翰内斯堡至德班里程约 700 公里	——	初步投资 130 亿美元，其中计划建设的约翰内斯堡至德班高铁线路投入资金数十亿兰特	规划了三条高速铁路线路，分别是约翰内斯堡至德班、开普敦以及穆西纳的线路

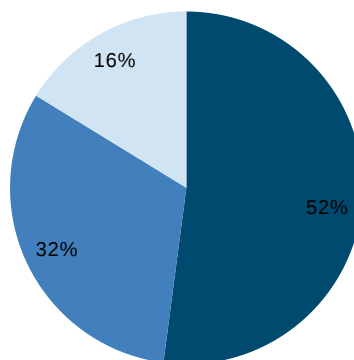
来源：中华人民共和国商务部、中国对外承包工程商会、中国一带一路网，国金证券研究所

工业与工程：“城市群”打开轨交减振降噪行业成长空间

“城市群”打开轨交减振降噪行业成长空间。轨交减振降噪行业下游长期受益于我国“交通强国”战略。我国铁路发展正处于网络完善和效能提升的关键时期，铁路建设转向高质量发展新阶段，线路产品需求保持稳定；城市轨道交通中新建地铁线路里程虽将下降，但市域(郊)占比增加，同时 TOD 开发与车辆维保市场形成新增长点。与此同时，跨江海公路桥梁与隧道建设仍在积极进行，大型水利水电工程建设也在加速推进。既有铁路桥梁病害整治和桥梁新型材料构件更换市场将逐步放量，维保投入力度将加大。轨道交通对城市生产、环境带来的振动和噪声污染也越来越多，为改善城市轨道交通沿线舒适度，减振降噪系统将得到更多的应用，行业将面临新的市场机遇。

图表54：21 个城市地铁已采用的不同等级减振措施占比情况

■ 无措施或初级减振 ■ 中、高级减振 ■ 特殊等级减振



来源：观研天下、国金证券研究所

在工业减振领域，未来国内风电仍会保持稳定匀速发展，全球海上风电蓬勃发展；机组大型化后技术趋势集成或全集成传动，齿圈减振、扁平绝缘联轴器等产品孕育新需求。

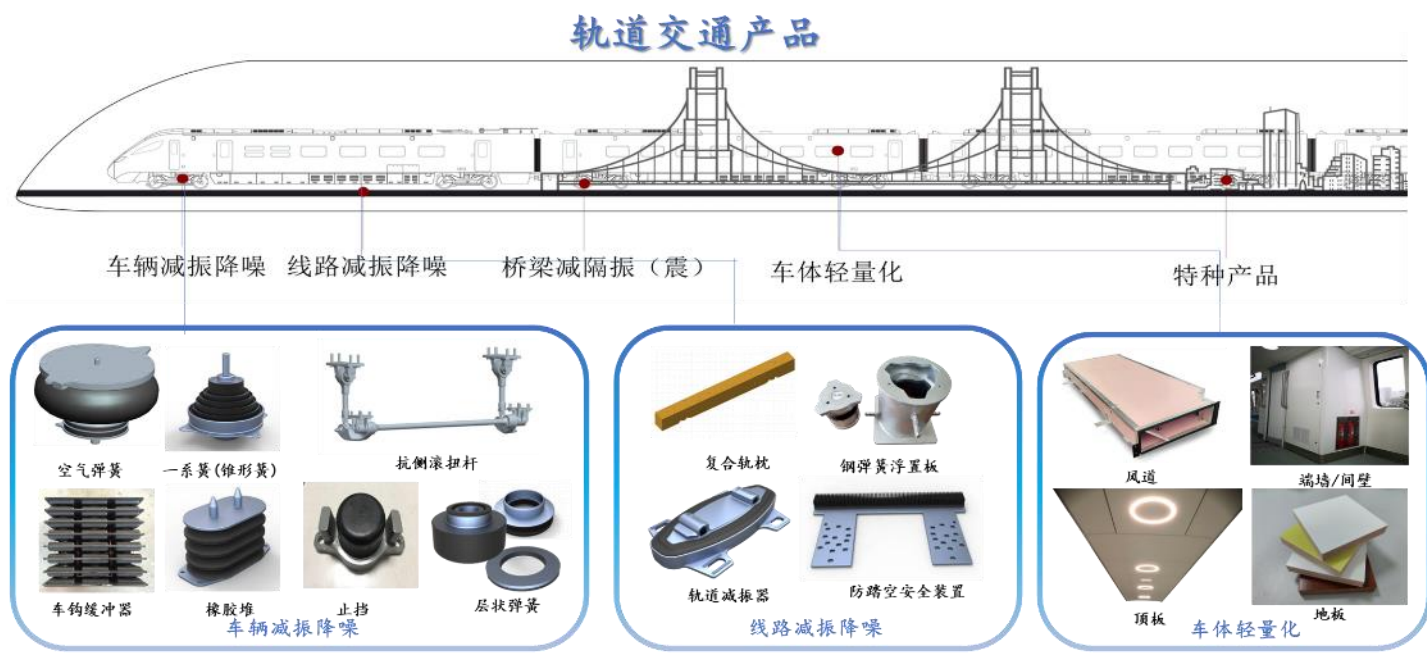
在清洁能源领域，氢能是我国战略性新兴产业和未来产业重点发展方向，在碳达峰碳中和背景下，氢能源面向新能源和新材料产业，具有巨大的应用空间和发展潜力。

5.2 轨交弹性元件产品规模全球第一，工业工程持续开发新领域

公司轨道交通弹性元件产品技术领先，规模全球第一。公司轨道交通高端弹性元件制品主要应用于各类轨道交通车辆上，可实现车辆行驶中的减振降噪和车体减震系统。车辆的转向架悬挂部件。公司参与了全球机车车辆减振降噪领域行业标准的制定，在全球轨道交通弹性元件产品领域技术领先、规模第一，不仅在国内拥有领先的市场份额，产品也早已远销欧美等发达国家，与全球主流知名机车车辆企业都建立了长期的合作关系。



图表55：公司轨交产品集中于车辆、路线和桥梁减振降噪和车体轻量化



来源：公司官网、国金证券研究所

行业一流的客户优势，公司拥有长期合作的优质客户资源。在轨道交通市场，公司的客户覆盖全球 90% 的车辆主机企业，是 WABTEC、ALSTOM、SIEMENS、CAF、TALGO、ROTEM、VOITH 等企业的战略合作伙伴，是 WABTEC、ALSTOM 悬挂部件全球最大供应商，也是国铁集团、城市地铁公司及中国中车旗下各主机厂轨道车辆减振部件的核心供应商，将不断提升全球轨道车辆减振市场份额。在新产业市场，公司具备国际竞争力的高分子材料制品，将不断完善在欧洲、美洲、亚太区域的市场布局，带来新的业务增长点。

图表56：公司轨道交通领域客户覆盖全球 90% 的车辆主机企业



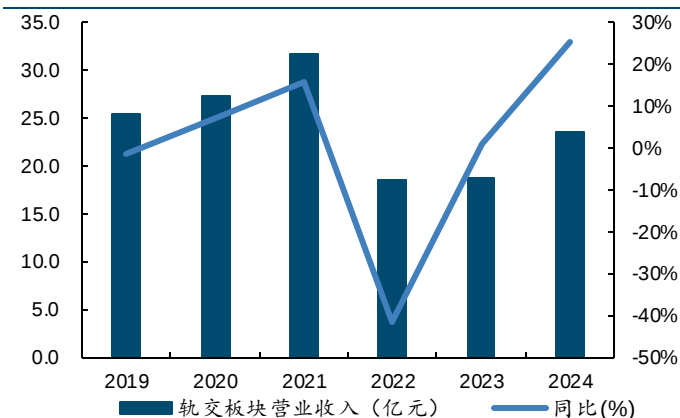
来源：公司官网、公司年报、国金证券研究所

公司持续巩固全球轨道交通市场优势地位。公司轨道交通板块 2024 年全年完成销售收入 23.55 亿元，创历史新高，较上年同期 18.75 亿元增加 4.80 亿元，增长幅度为 25.60%。2024 年，公司轨道交通板块海外及国内市场收入均创历史新高，海外市场份额提升至 30%，国内市场新增订单同比增长 20%，维保市场连续三年保持业务稳定增长。

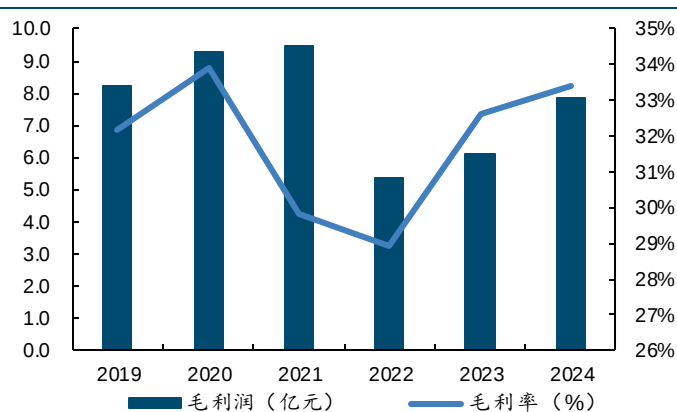
推进海外本地化配套，公司大力发展轨道交通海外市场。公司逐步加强海外办事机构的建设，加大在海外人员的派驻力度。2025 年，公司将以欧洲办事机构为平台，深度推进海外本地化能力和配套建设，进一步提高海外市场占有率。



图表57: 轨道交通板块收入及增速



图表58: 轨道交通板块毛利润及毛利率



来源: 公司年报、国金证券研究所 (注: 2022 年起轨交和工业工程业务拆分)

来源: 公司年报、国金证券研究所 (注: 2022 年起轨交和工业工程业务拆分)

公司定增新建的创新中心及智能制造基地将形成 148 万件(套)橡胶基制品的生产能力, 预计 2025 年为产能爬坡阶段, 2026 年实现达产。达产后将促进轨道交通板块产能释放、产线升级和产品迭代, 更好地满足客户需求, 提升产品的综合竞争力。同时, 公司加快培育新产品, 重点推进 CR450 车头降噪产品等多个新项目的研发与市场开拓, 形成新的业绩增长点。

图表59: 公司创新中心及智能制造基地项目预计 2026 年实现达产

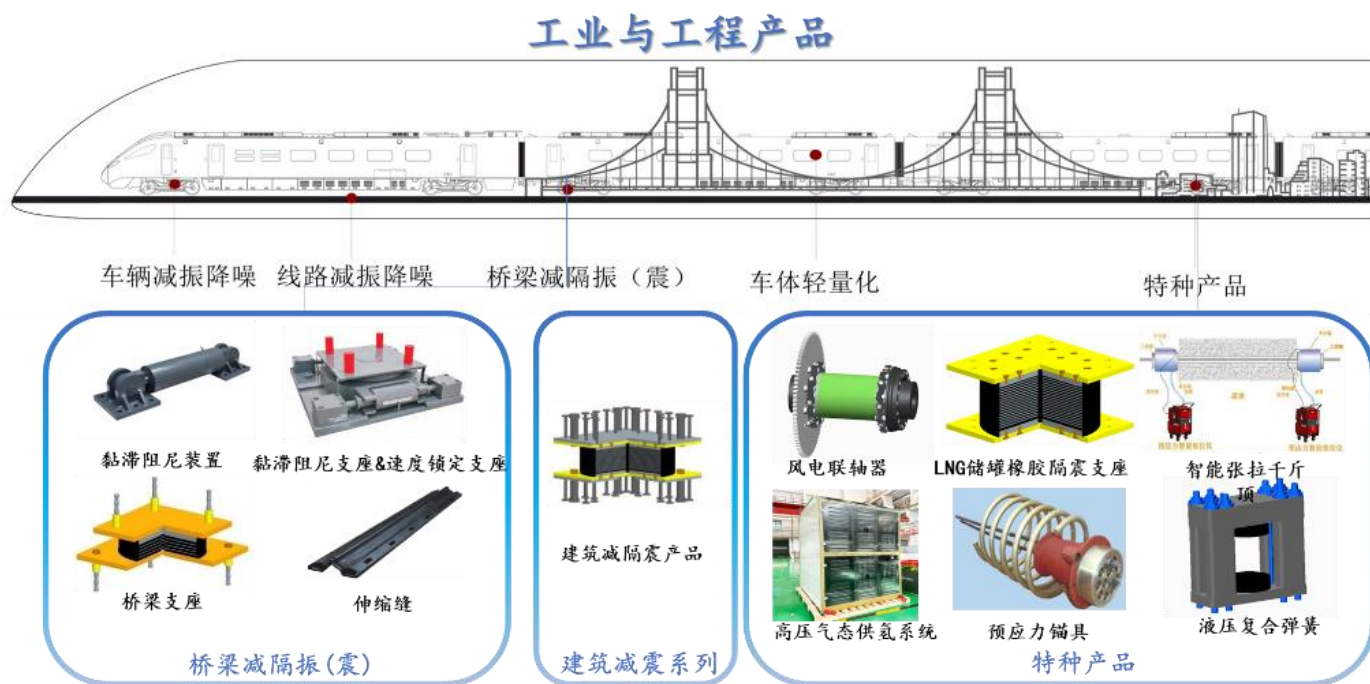
序号	产品名称	达产年产量 (万件/万套)
1	弹性元件	142
2	空簧产品	6
合计		148

来源: 公司公告、国金证券研究所

公司的工业与工程产品主要应用于轨道交通车辆以外的线路减振、桥建减隔震、工业减振等领域, 同时积极布局氢能、船舶等新兴领域, 推动产业技术升级。在工业与工程市场, 是国内轨道扣件以及减振产品和铁路桥梁支座产品最大供应商之一, 产品出口澳大利亚、意大利、秘鲁、罗马尼亚、韩国和马来西亚等国家, 是五大扣件集成商、三大桥梁厂以及中铁、中交、中建各大施工单位的主要供应商。



图表60：公司工业与工程产品主要应用于桥建减隔震、特种产品等领域

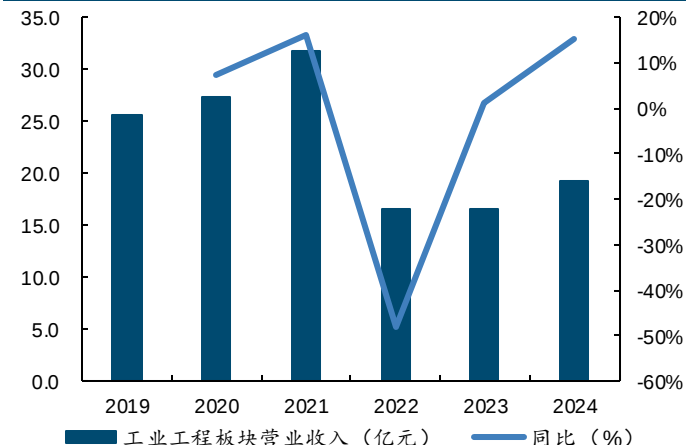


来源：公司官网、国金证券研究所

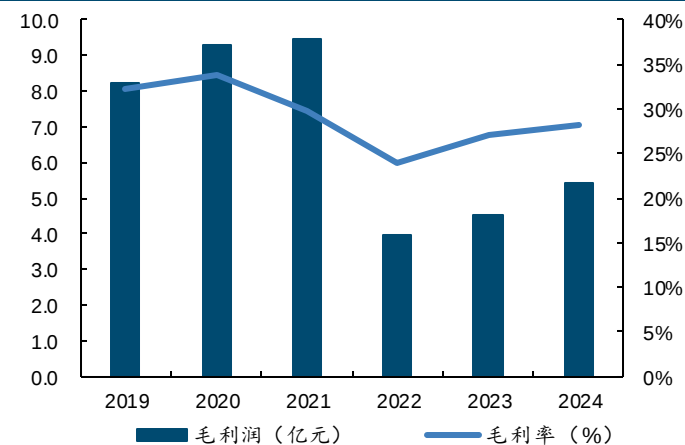
公司工业与工程板块全年完成销售收入 19.20 亿元，较上年同期 16.65 亿元增加 2.55 亿元，增长幅度为 15.32%。2024 年，线路减振市场的全年新签订单较去年同期增长 45%，桥建减隔震市场的产品广泛应用于深中通道、黄茅海跨海通道等国家重大工程，工业减振市场的风电减振产品及风电联轴器市占率持续保持国内第一。在新兴领域市场，车载高压供氢系统和船舶电机减振器实现首个订单交付，为后续业绩增量奠定基础。

2025 年，公司工业与工程板块将持续完善城市轨道交通线路减振领域“系统+”的商业模式；开拓市域（郊）铁路“新建+维保”市场新业务，完善环保降噪屏障类产品谱系；提升工业减振市场产品的市场份额，依托既有风电叶片产业链加强客户联系，积极拓展新的风电减振降噪产品。抓住氢能源产业发展机遇，在制氢、输氢、储氢三个环节采取不同的策略，强化轨道交通供氢系统及矿业领域输氢系统的技术研发和市场开拓；利用在轨道交通和风电领域积累的先进技术与丰富经验，拓展船舶动力减振降噪系统业务，提供高质量的减振产品及系统性解决方案，形成新的业务增长点。同时，启动制氢产品与轨道交通线路产品产线建设，为未来产业发展储备产能。

图表61：工业与工程收入及增速



图表62：工业与工程毛利润以及毛利率



来源：公司年报、国金证券研究所（注：2022 年起轨交和工业工程业务拆分）

来源：公司年报、国金证券研究所（注：2022 年起轨交和工业工程业务拆分）



六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们预测,2025-2027 年公司实现营业收入 221.6/231.2/250.4 亿元,同比+10.5/4.4/8.3%,实现归母净利润 6.54/8.50/10.54 亿元,同比+46.9/30.0/24.1%,对应 EPS 为 0.70/0.91/1.13 元。

1、风力发电

营业收入:风电需求高景气趋势明确,我们预计 2025 年国内风电装机 110GW,同比+26.5%,其中国内陆风装机规模将达到 100/95/100GW,同比+23/-5/5.3%;海风为 10/15/20GW,同比+78/50/33%。公司作为风电叶片行业龙头,市场份额居国内第二,25 年将充分受益需求增长。根据我们不完全统计,25 年 1-8 月央企新增风机招标 71GW,同比-5%,其中陆风 65GW,同比-7%;海风 6GW,同比+25%。26 年的风电装机规模由 25 年的招标情况决定,考虑到公司销售大部分为陆风叶片,预计公司 26 年风电叶片收入同比持平。此外,公司通过进军海上风电、加深下游客户合作、研发销售大叶片、全国布局风电生产基地等一系列动作,巩固在风电平价时代的行业领先地位。预计 2025-2027 年公司风电叶片业务收入为 106.7/107.6/111.0 亿元,同比+30.1/0.8/3.2%。

毛利率:公司进一步推进了大型叶片的产能提升与市场开拓,大型风电叶片销售占比自 2022 年的 34.09%上升至 2023 年的 93.47%,毛利率也由 7.21%上升至 12.37%。随着风电大叶片应用的提速以及全球风电的高景气需求,公司盈利能力将持续提升,叶片价格的上涨也为风电叶片进一步带来盈利弹性。此外,公司坚持出海战略,与海外客户合作密切,持续的海外市场突破将带来更高的利润率。预计 2025-2027 年公司风电叶片业务毛利率为 11.5/11.7/11.9%。

2、汽车产品

营业收入:德国 BOGE (博戈)是全球前三的橡胶金属件生产厂商之一,生产和研发基地覆盖全球多个国家,具备较强技术储备与客户基础,并且在维持传统油车的同时持续拓展新能源汽车领域市场。此外,公司在资源布局、成本控制方面不断优化,发展重心向低成本亚太地区转移,主动战略调整成效显著。未来也计划拓展产品单车价值量,进一步增厚收入,实现盈利改善。预计 2025-2027 年公司汽车零部件收入为 68.2/69.5/75.1 亿元,同比-4/+2/+8%。

毛利率:公司重组 1.0 计划,通过关闭部分高成本境外生产工厂并将产能逐步向低成本地区转移,改善了汽车板块产品的盈利能力和竞争力。低成本地区的产能利用率及新能源项目订单在不断提升,带来盈利能力的进一步改善。预计 2025-2027 年公司汽车零部件毛利率为 13.1/13.2/13.2%。

3、轨道交通

营业收入:中国高速动车组数量继续保持增长态势,城市轨道交通建设新造与维保需求共振,将在 2025-2030 年进入车辆维修高峰期。叠加 2024 年国家发改委关于推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案的逐步实施,国内轨道交通车辆市场有望迎来新一轮市场机遇期。此外,铁路投资拐点向上,高铁新增营业里程复苏带来动车组等装备采购需求增长。公司的轨道交通弹性元件产品技术领先,规模全球第一,与全球主流知名机车车辆企业都建立了长期的合作关系,客户覆盖全球 90%的车辆主机企业,将充分受益全球的轨交行业增长带动。预计 2025-2027 年公司轨道交通业务收入为 20.0/22.6/25.6 亿元,同比-10.1/+10.6/+14.4%。

毛利率:公司新建创新中心及智能制造基地,预计 2025 年为产能爬坡阶段,2026 年实现达产,带来利润端的小幅回升。预计 2025-2027 年公司轨道交通业务毛利率为 32.2/32.8/33.0%。

4、工业与工程

营业收入:“城市群”打开轨交减振降噪行业成长空间;机组大型化后技术趋势集成或全集成传动,齿圈减振、扁平绝缘联轴器等新产品孕育新增长点。公司面向新能源和新材料产业,同样具有巨大的应用空间和发展潜力。国内轨道交通扣件以及减振产品和铁路桥梁支座产品最大供应商之一,风电减振产品及风电联轴器市占率持续国内第一,并且在新兴领域市场,车载高压供氢系统和船舶电机减振器实现首个订单交付,为后续业绩增量奠定基础。预计 2025-2027 年公司工业与工程收入为 18.4/19.9/23.1 亿元,同比-4.0/+8.0/+16.0%。



毛利率：随着传统和新型领域产品的量产化和推广提速，将带来毛利率的小幅增长。预计 2025-2027 年公司工业与工程毛利率为 28.6/29.0/29.0%。

5、新材料及其他

营业收入：公司原有其他板块业务为芳纶树脂、复合电容隔膜等材料持续稳健销售，由时代华先、橡塑元件两家子公司承接，产品可应用于新能源汽车、电子产品等领域，2024 年新签订单超 3 亿元。公司的新材料产品可基于现有产品领域进行拓展：聚氨酯缓冲块应用于汽车悬架系统及风电叶片前缘保护；有机硅产品应用于新能源电池 PACK；高压树脂应用于动力/储能电池壳体。依托上述技术与市场的协同优势，公司新材料新业务具备快速突破的发展潜力，当前产品已进入头部客户供应链，将随新建基地投产进一步扩大销售规模。基于原有材料业务的稳健发展，以及新材料业务产能爬坡后的快速发展，预计 2025-2027 年公司新材料业务收入为 8.3/16.6/15.7 亿元，同比+73.0/40.0/35.0%。

毛利率：可比公司泰和新材以及美瑞新材，24 年芳纶材料和聚氨酯新材料的毛利率分别为 36.46%和 12.91%。考虑到公司新材料产品 24 年处于产能爬坡阶段，随着产线的落地和规模化的供货，25 年新材料核心的产品均已实现销售，带动毛利率回升。预计 2025-2027 年公司新材料业务毛利率为 25.0/26.3/26.0%。

图表 63：公司营业收入拆分及预测

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	150.35	175.38	200.55	221.60	231.23	250.42
yoy	7.01%	16.65%	53.49%	10.49%	4.35%	8.30%
毛利率	12.14%	16.35%	15.60%	15.77%	16.42%	16.89%
风电叶片（亿元）	53.67	67.01	82.00	106.68	107.55	110.99
yoy	5.27%	24.87%	22.36%	30.09%	0.81%	3.20%
毛利率	7.21%	12.37%	9.80%	11.50%	11.70%	11.90%
汽车零部件（亿元）	55.72	68.60	71.01	68.17	69.53	75.09
yoy	2.00%	23.12%	3.51%	-4.00%	2.00%	8.00%
毛利率	3.69%	12.27%	13.17%	13.05%	13.15%	13.15%
轨道交通（亿元）	18.54	18.75	23.55	20.02	22.62	25.56
yoy	-41.60%	1.13%	25.59%	-15.00%	13.00%	13.00%
毛利率	28.93%	32.64%	33.39%	32.20%	32.80%	33.00%
工业与工程（亿元）	16.49	16.65	19.20	18.43	19.90	23.09
yoy	—	1.00%	15.27%	-4.00%	8.00%	16.00%
毛利率	24.07%	27.15%	28.30%	28.60%	29.00%	29.00%
新材料及其他（亿元）	5.94	4.36	4.80	8.30	11.63	15.69
yoy	88.57%	-26.60%	10.09%	73.00%	40.00%	35.00%
毛利率	50.29%	30.38%	12.65%	25.00%	26.30%	26.00%

来源：iFind、国金证券研究所

费用率预测：公司销售规模不断扩大，新兴业务大多在前两年加大资本开支建厂，风电、轨交和新材料等项目今年起都开始逐步达产，因而费用率随着规模增长将逐步摊薄。我们预计 2025-2027 年公司的销售费率、管理费、研发费用率将稳中有降，预计 2025-2027 年公司销售费率为 2.1/2.0/2.0%、管理费率为 5.2/5.2/5.1%、研发费率为 4.8/4.7/4.6%。

6.2 投资建议及估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.54/8.50/10.54 亿元，现价对应 PE 为 20.13/15.49/12.48 倍。公司作为新材料平台龙头，多个业务板块的新建基地近两年陆续达产，迈入业绩成长期。风电业务受益装机高景气下的量价齐升，将带来高利润弹性；新材料业务贡献业绩的新兴成长；汽车板块不断优化全球资源布局，盈利持续改善；轨交及工业工程公司作为全球龙头，贡献稳健增长业绩。考虑到公司产品类型多样化，我们对各业务板块分别选取可比公司，风电叶片选取中材科技，汽车零部件板块为拓普集团和中鼎股份，轨道交通和工业工程板块选取天铁科技，新材料板块选取美瑞新材作为可比公司。参考可比公司估值，给予公司 2025 年 25XPE，目标价 17.56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。


图表64：可比公司估值比较

代码	名称	收盘价 (元/股)	EPS (元)					PE (倍)				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
002080	中材科技	32.97	1.33	0.53		1.55	1.82	12.01	24.61	27.71	21.27	18.12
601689	拓普集团	65.00	1.95	1.79	1.74	2.02	2.39	37.66	27.53	37.36	32.18	27.20
000887	中鼎股份	21.73	0.86	0.95	1.23	1.42	1.61	14.39	13.80	17.65	15.26	13.53
300587	天铁科技	7.21	-0.60	0.01	0.06	0.11	0.16	/	336.77	120.17	65.55	45.06
300848	美瑞新材	17.18	0.29	0.19	0.41	0.72	1.05	69.37	86.75	42.42	24.03	16.44
	平均值		0.77	0.69	0.93	1.16	1.40	33.36	97.89	49.06	31.66	24.07
600458	时代新材	14.13	0.47	0.54	0.70	0.91	1.13	19.67	23.74	20.13	15.49	12.48

来源：Wind、国金证券研究所，注：截止日期为 2025/9/3。中材科技、拓普集团采用国金最新研报预测数据，其余盈利预测均采用 Wind 一致预期。

七、风险提示

汇率波动风险：公司作为大型跨国公司，资产、收入等分布在全球，2024 年公司 41.79% 收入来自国外，公司收入以人民币结算，汇率的大幅波动将给公司带来汇兑损失风险；

坏账损失风险：公司 2019 年和 2020 年分别计提 3.70 和 1.22 亿元资产减值损失以及 2.83 亿元和 1.15 亿元的信用减值损失，主要为对德国 BOGE 的一系列处置。同时，公司跨国经营，国外不确定性相较国内更高，每年存在存货跌价处理；

原材料价格波动：公司的直接原材料包括玻纤、树脂、钢材、橡胶等，占公司营业成本的比重较大，其价格大幅波动将对公司业绩影响较大；

新产品市场拓展不及预期：公司新材料端拓展有机硅、聚氨酯、高压树脂 HP-RTM 等多品类产品，如果新业务市场拓展不及预期，对公司的收入和业绩将产生影响；

大股东减持风险：2025 年 7 月，公司董事长、总经理等 4 名核心高管集体发布减持计划，拟在 2025 年 7 月 28 日至 10 月 27 日期间通过集中竞价方式减持合计不超过 26.59 万股（占公司总股本约 0.03%），核心高管减持，或影响市场信心；

限售股解禁风险：2025 年 5 月，公司股权激励限售股解禁，规模达 629.772 万股（占公司总股本约 0.7%），涉及多名核心管理与技术人员。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	15,035	17,538	20,055	22,160	23,123	25,042
增长率		16.6%	14.4%	10.5%	4.3%	8.3%
主营业务成本	-13,210	-14,670	-16,926	-18,664	-19,325	-20,813
%销售收入	87.9%	83.6%	84.4%	84.2%	83.6%	83.1%
毛利	1,825	2,867	3,129	3,496	3,798	4,229
%销售收入	12.1%	16.4%	15.6%	15.8%	16.4%	16.9%
营业税金及附加	-49	-65	-62	-69	-69	-73
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-351	-546	-406	-454	-467	-503
%销售收入	2.3%	3.1%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%
管理费用	-578	-995	-1,055	-1,152	-1,191	-1,277
%销售收入	3.8%	5.7%	5.3%	5.2%	5.2%	5.1%
研发费用	-678	-830	-1,008	-1,064	-1,087	-1,152
%销售收入	4.5%	4.7%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	168	431	596	757	983	1,224
%销售收入	1.1%	2.5%	3.0%	3.4%	4.3%	4.9%
财务费用	-15	-68	-69	-77	-82	-84
%销售收入	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-80	-92	-192	-85	-90	-95
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	4	-3	-2	3	3
%税前利润	2.0%	1.1%	n.a	n.a	0.3%	0.2%
营业利润	246	375	522	746	969	1,202
营业利润率	1.6%	2.1%	2.6%	3.4%	4.2%	4.8%
营业外收支	38	25	-1	25	25	20
税前利润	285	399	521	771	994	1,222
利润率	1.9%	2.3%	2.6%	3.5%	4.3%	4.9%
所得税	-34	-73	-87	-126	-149	-171
所得税率	11.9%	18.2%	16.7%	16.3%	15.0%	14.0%
净利润	251	327	434	646	845	1,051
少数股东损益	-106	-60	-11	-8	-5	-3
归属于母公司的净利润	357	386	445	654	850	1,054
净利率	2.4%	2.2%	2.2%	2.9%	3.7%	4.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	251	327	434	646	845	1,051
少数股东损益	-106	-60	-11	-8	-5	-3
非现金支出	660	785	1,029	1,029	1,012	994
非经营收益	-140	145	24	36	15	12
营运资金变动	-1,426	-461	-344	-1,058	-513	-641
经营活动现金净流	-655	795	1,142	653	1,359	1,417
资本开支	-365	-546	-1,178	-856	-861	-949
投资	234	150	-110	0	0	0
其他	3	2	1	-2	3	3
投资活动现金净流	-128	-394	-1,287	-858	-858	-946
股权募资	357	481	0	1,290	0	0
债权募资	373	-242	249	-700	-357	-256
其他	-226	-322	-373	-114	-91	-83
筹资活动现金净流	504	-82	-125	476	-449	-339
现金净流量	-235	348	-304	271	52	132

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,882	2,222	1,934	2,088	2,030	2,050
应收款项	6,480	6,839	8,184	8,686	8,838	9,372
存货	2,612	2,596	2,135	2,812	2,886	3,022
其他流动资产	657	606	675	662	657	667
流动资产	11,631	12,264	12,927	14,248	14,411	15,111
%总资产	67.4%	67.3%	63.1%	65.6%	65.9%	66.5%
长期投资	432	442	459	459	459	459
固定资产	3,283	3,446	4,312	4,409	4,505	4,688
%总资产	19.0%	18.9%	21.0%	20.3%	20.6%	20.6%
无形资产	511	477	536	566	568	573
非流动资产	5,627	5,966	7,566	7,473	7,471	7,620
%总资产	32.6%	32.7%	36.9%	34.4%	34.1%	33.5%
资产总计	17,257	18,230	20,493	21,721	21,882	22,731
短期借款	1,131	1,239	2,304	1,643	1,288	1,035
应付款项	6,847	7,293	8,580	8,467	8,165	8,134
其他流动负债	377	616	481	617	644	699
流动负债	8,355	9,148	11,365	10,728	10,096	9,868
长期贷款	942	666	12	12	12	12
其他长期负债	1,631	1,889	2,315	2,271	2,243	2,293
负债	10,928	11,703	13,692	13,011	12,351	12,173
普通股股东权益	5,525	5,795	6,089	8,006	8,831	9,861
其中：股本	803	825	824	931	931	931
未分配利润	1,449	1,676	1,928	2,557	3,383	4,413
少数股东权益	803	732	713	705	700	697
负债股东权益合计	17,257	18,230	20,493	21,721	21,882	22,731

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.444	0.468	0.540	0.702	0.912	1.132
每股净资产	6.882	7.028	7.385	8.597	9.484	10.590
每股经营现金净流	-0.817	0.965	1.386	0.701	1.459	1.522
每股股利	0.085	0.100	0.026	0.026	0.026	0.026
回报率						
净资产收益率	6.45%	6.66%	7.31%	8.16%	9.62%	10.69%
总资产收益率	2.07%	2.12%	2.17%	3.01%	3.88%	4.64%
投入资本收益率	1.76%	4.17%	5.42%	6.08%	7.68%	9.03%
增长率						
主营业务收入增长率	7.01%	16.65%	14.35%	10.49%	4.35%	8.30%
EBIT 增长率	-37.19%	156.71%	38.22%	26.88%	29.97%	24.48%
净利润增长率	96.51%	8.30%	15.20%	46.92%	30.00%	24.07%
总资产增长率	5.89%	5.64%	12.41%	5.99%	0.74%	3.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.1	74.5	85.4	90.0	87.0	85.0
存货周转天数	75.8	64.8	51.0	55.0	54.5	53.0
应付账款周转天数	94.6	110.7	118.7	110.0	101.0	93.0
固定资产周转天数	76.5	64.0	65.3	56.3	52.1	47.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.14%	-4.86%	5.62%	-4.97%	-7.67%	-9.50%
EBIT 利息保障倍数	11.2	6.4	8.6	9.8	12.0	14.6
资产负债率	63.33%	64.20%	66.81%	59.90%	56.44%	53.55%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	六月内	
买入	2	4	8	11	19
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究