

银轮股份 (002126.SZ)

业绩稳步增长，海外+第三、四曲线打开公司成长空间

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业总收入 71.7 亿元，同比+16.5%；实现归母净利润 4.4 亿元，同比+9.5%；扣非归母净利润 4.2 亿元，同比+16.6%。其中，Q2 单季度实现营收 37.5 亿元，同/环比分别+17.9%/+9.8%；实现归母净利润 2.3 亿元，同/环比分别+8.3%/7.8%。

□ 公司收入实现稳步增长，降本控费成效显著。从上半年收入结构来看，乘用车/商用车、非道路/数字与能源热管理分业务板块收入分别为 38.34/24.26/6.92 亿元，同比增速分别为 20.5%/3.9%/58.9%，公司业绩增长主要来源于乘用车及数字与能源热管理业务。从利润率情况来看，25H1 公司毛利率为 19.25%，同比下滑 2pct；净利率为 6.97%，同比下滑 0.2pct。从各项费用率情况来看，25H1 期间费用率合计 10.6%，同比下降 2.48pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比下降 1pct/0.22pct/0.74pct/0.52pct，可见公司的降本控费措施取得了一定效果。

□ 公司积极布局第三、第四曲线业务，打开未来发展空间。在第三曲线的业务发展中，公司聚焦 4+N 产品体系，重点围绕数据中心、储能、低空飞行器等领域加速技术突破与客户拓展。1H25 公司在产品布局与客户结构上实现多维突破：（1）数据中心领域形成覆盖服务器机柜内外部的全场景液冷方案，兆瓦级浸没式液冷设备、芯片冷板模组等产品进入批量交付阶段，初步构建 3+3+N 头部客户矩阵并取得项目突破；（2）储能热管理延续快速增长势头，新能源重卡兆瓦级超产能显著提升，规模化交付能力增强；（3）低空飞行器领域完成无人机超充系统的客户开发，与国际头部厂商达成产品验证合作，形成从热管理模组到核心零部件的完整产品链路。通过技术方案创新与客户协同开发，公司在新能源换热领域的场景渗透率持续提升。第四曲线，形成了 1+4+N 的产品体系，1 是指 1 大系统，建立对具身智能系统的整体认知；4 是指 4 大模组，包括了热管理模组、旋转关节模组、执行器模组、灵巧手模组；N 是指围绕 4 大模组的关键零部件。报告期内，在市场拓展方面，围绕头部客户的需求在产品开发上取得重要进展，丰富了合作品类；在研究开发方面，顺利完成第一代旋转关节模组、执行器模组的开发；在对外合作方面，与合作伙伴合资设立苏州依智灵巧驱动科技有限公司，专注拓展灵巧手。与数家高校开展战略合作，通过多维度合作形成丰富的具身智能生态链，提升综合竞争力。

□ 国际化战略成果显著，海外经营质量向好。公司在海外经营体深化精益管理，上半年北美银轮实现营业收入 7.88 亿元，净利润 3443.28 万元；欧洲波兰工厂预计全年将实现扭亏。在国际化战略牵引下：（1）乘用车领域成功导入北美客户热管理模块及数据中心液冷散热系统，获取欧洲豪华车企芯片冷板项目；（2）商用车领域斩获国际头部客户新能源卡车集成热管理模块及电池液冷板项目；（3）数字能源领域突破全球数据中心头部客户液冷装备及储能液冷空调项目，其中储能液冷产品已配套国内头部储能集成商超大型储能电站。

□ 投资建议：预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.6/12.8/15.5 亿元，维持“强烈推荐”投资评级

强烈推荐（维持）

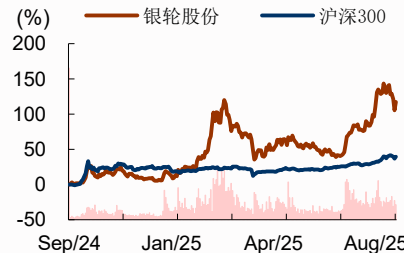
中游制造/汽车
目标估值：NA
当前股价：35.3 元

基础数据

总股本（百万股）	835
已上市流通股（百万股）	784
总市值（十亿元）	29.5
流通市值（十亿元）	27.7
每股净资产（MRQ）	7.9
ROE（TTM）	12.5
资产负债率	62.5%
主要股东	徐小敏
主要股东持股比例	6.66%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	5	118
相对表现	15	-9	81



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《银轮股份 (002126) — 新兴领域业务持续突破，公司营收稳步增长》2025-04-23
- 《银轮股份 (002126) — 营收利润增长，产品结构与国际化优势凸显》2024-10-30
- 《银轮股份 (002126.SZ) — 深耕汽车热管理，第三曲线打开成长新空间》2024-10-15

汪刘胜 S1090511040037

✉ wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

✉ yangxianyu@cmschina.com.cn

顾雨梦 研究助理

✉ guyumeng@cmschina.com.cn

□ **风险提示：**宏观经济波动风险、新业务拓展不及预期、原材料价格波动风险、关税风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11018	12702	15306	18214	21620
同比增长	30%	15%	21%	19%	19%
营业利润(百万元)	816	1009	1360	1649	1998
同比增长	68%	24%	35%	21%	21%
归母净利润(百万元)	612	784	1056	1281	1553
同比增长	60%	28%	34.8%	21.3%	21.2%
每股收益(元)	0.73	0.94	1.27	1.53	1.86
PE	48.1	37.6	27.9	23.0	19.0
PB	5.4	4.7	4.1	3.6	3.1

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9918	11494	13169	15856	19098
现金	1919	2187	2138	2807	3685
交易性投资	209	409	409	409	409
应收票据	466	402	485	577	685
应收款项	4001	4637	5564	6621	7860
其它应收款	59	109	131	156	185
存货	2063	2273	2665	3171	3765
其他	1201	1477	1777	2115	2511
非流动资产	6238	6869	7024	7153	7259
长期股权投资	324	365	365	365	365
固定资产	3577	3857	4116	4337	4525
无形资产商誉	945	984	885	797	717
其他	1392	1663	1658	1654	1652
资产总计	16156	18362	20193	23009	26357
流动负债	8731	9909	10635	12200	14033
短期借款	2111	2064	1900	1900	1900
应付账款	5671	6686	7867	9362	11112
预收账款	44	51	60	71	84
其他	904	1109	808	867	937
长期负债	1335	1381	1381	1381	1381
长期借款	291	129	129	129	129
其他	1044	1252	1252	1252	1252
负债合计	10066	11290	12016	13581	15414
股本	804	835	835	835	835
资本公积金	1370	1373	1373	1373	1373
留存收益	3285	4005	4961	6031	7327
少数股东权益	631	859	1008	1189	1408
归属于母公司所有者权益	5459	6213	7169	8239	9535
负债及权益合计	16156	18362	20193	23009	26357

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	921	1205	1265	1584	1840
净利润	701	894	1206	1462	1772
折旧摊销	497	592	668	695	718
财务费用	119	101	80	81	82
投资收益	(20)	(46)	(202)	(202)	(202)
营运资金变动	(383)	(331)	(493)	(459)	(538)
其它	8	(6)	6	7	8
投资活动现金流	(605)	(906)	(623)	(623)	(623)
资本支出	(1013)	(824)	(824)	(824)	(824)
其他投资	409	(82)	202	202	202
筹资活动现金流	551	(130)	(691)	(292)	(338)
借款变动	334	(235)	(511)	0	0
普通股增加	12	30	0	0	0
资本公积增加	256	3	0	0	0
股利分配	(63)	(80)	(100)	(211)	(256)
其他	13	151	(80)	(81)	(82)
现金净增加额	868	169	(49)	669	879

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11018	12702	15306	18214	21620
营业成本	8642	10147	11939	14207	16864
营业税金及附加	63	78	94	112	132
营业费用	291	179	459	546	670
管理费用	606	681	811	993	1124
研发费用	490	573	765	829	951
财务费用	82	57	80	81	82
资产减值损失	(124)	(181)	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	39	39	39	39
其他收益	77	117	117	117	117
投资收益	20	46	46	46	46
营业利润	816	1009	1360	1649	1998
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	29	9	9	9	9
利润总额	788	1002	1353	1642	1992
所得税	88	108	148	180	220
少数股东损益	88	111	149	181	219
归属于母公司净利润	612	784	1056	1281	1553

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	30%	15%	21%	19%	19%
营业利润	68%	24%	35%	21%	21%
归母净利润	60%	28%	34.8%	21.3%	21.2%
获利能力					
毛利率	21.6%	20.1%	22.0%	22.0%	22.0%
净利率	5.6%	6.2%	6.9%	7.0%	7.2%
ROE	12.1%	13.4%	15.8%	16.6%	17.5%
ROIC	9.9%	10.3%	12.9%	14.2%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	62.3%	61.5%	59.5%	59.0%	58.5%
净负债比率	16.6%	13.8%	10.0%	8.8%	7.7%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	4.4	4.7	4.8	4.9	4.9
应收账款周转率	2.7	2.7	2.8	2.7	2.7
应付账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	0.73	0.94	1.27	1.53	1.86
每股经营净现金	1.10	1.44	1.52	1.90	2.20
每股净资产	6.54	7.44	8.59	9.87	11.42
每股股利	0.10	0.12	0.25	0.31	0.37
估值比率					
PE	48.1	37.6	27.9	23.0	19.0
PB	5.4	4.7	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	20.1	16.8	12.9	11.2	9.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。