

亚普股份 (603013)

燃油龙头新能源转型提速，布局旋变卡位龙头

买入 (首次)

2025年09月11日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭雨蒙

执业证书: S0600525030002
guoym@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	8,583	8,076	9,123	9,989	10,961
同比 (%)	1.66	(5.91)	12.97	9.49	9.74
归母净利润 (百万元)	466.12	500.10	575.12	647.30	755.88
同比 (%)	(6.95)	7.29	15.00	12.55	16.77
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.91	0.98	1.12	1.26	1.47
P/E (现价&最新摊薄)	28.55	26.61	23.14	20.56	17.60

投资要点

- 全球化布局深化，出海带来新增量：**公司业务遍及 51 个国家，在全球 11 个国家布局 25 个生产基地及 7 个工程中心，形成贴近客户集群的生产网络，配套大众、通用等跨国车企海外工厂。近年海外业务增速显著高于国内，虽 2024 年受全球汽车市场波动略有下滑，但长期受益于燃油车出口红利及新能源业务出海，全球化布局持续优化盈利结构。
- 主业挖潜筑底：**公司 2024 年燃油系统营收占比 93%，是全球第三、国内第一的汽车燃油系统供应商。混动车型渗透率逐年提升，2022/2023/2024 插混及增程市场份额占比分别为 24.40%/32.10%/41.47%，高压燃油箱业务依托混动车型成为核心增长点，高压产品单车价值量较传统燃油系统高 10%-30%，对冲纯燃油车销量下滑压力。
- 新能源多元布局：**公司多元化布局热管理、电池包壳体、储氢系统三大新能源赛道。1) 热管理：投资 4.2 亿元建设生产线，规划 60 万套热管理集成模块、3.2 万套储能液冷机组产能；2) 电池包壳体：聚焦热固复材上盖、吹塑上盖及底护板，热固复材上盖已批量供货东风时代、奇瑞等，吹塑上盖在宁德客户处小批量验证；3) 储氢系统：自主研发 IV 型 70MPa 储氢瓶，70MPa 瓶阀为国内首个通过新国标认证的产品，正对接国内外商用车企，卡位氢能商业化初期红利。
- 收购赢双科技，切入机器人高成长赛道：**赢双科技是国内磁阻式旋转变压器龙头，市占率国内第一，产品精度对齐全球头部企业；盈利能力优异，2022 年毛利率高于可比公司 17.35pct，深度绑定比亚迪，并切入汇川技术、中国中车等工业客户供应链。公司有望通过收购赢双科技增厚利润，切入机器人赛道。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营收为 91.23/99.89/109.61 亿元，预计 2025-2027 年归母净利润为 5.75/6.47/7.56 亿元，EPS 分别为 1.12/1.26/1.47 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 23/21/18 倍。燃油龙头新能源转型提速，布局旋变打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**传统燃油车下滑、海外经营风险、新能源业务竞争加剧、收购整合不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.96
一年最低/最高价	12.55/26.28
市净率(倍)	3.01
流通 A 股市值(百万元)	13,307.08
总市值(百万元)	13,307.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.64
资产负债率(% ,LF)	35.32
总股本(百万股)	512.60
流通 A 股(百万股)	512.60

相关研究

内容目录

1. 公司概况	5
1.1. 汽车燃油系统全球龙头，多赛道布局成型	5
1.2. 股权结构集中，深入全球化经营	6
1.3. 公司营收稳健增长，海外业务增速显著	7
2. 传统业务稳健，汽车燃油系统全球龙头	9
2.1. 油箱行业总量承压，出海或打开增量	9
2.2. 公司为塑料油箱行业龙头，全球燃油系统核心供应商	10
2.3. 混动车型需求对冲燃油车下滑，油箱产品升级	11
3. 新能源业务蓄势待发，打开第二增长曲线	13
3.1. 热管理系统：国产替代空间大，亚普实现快速扩展	13
3.2. 新能源电池包壳体：技术优势切入赛道，部分已进入量产阶段	15
3.3. 储氢系统：短期落地尚不明朗，前瞻布局卡位初期红利	17
4. 收购赢双科技，切入旋转变压器赛道	18
4.1. 变压器与伺服电机相连，影响运动控制的精确性与稳定性	18
4.2. 旋变市场稳健增长，国产打破垄断	20
4.3. 收购赢双科技，布局新增长点	22
4.3.1. 赢双科技：机器人核心赛道优质资产	22
4.3.2. 收购协同效应展望：1+1>2	24
5. 盈利预测与投资建议	24
6. 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 2025 年 6 月公司股权结构.....	6
图 3: 公司全球分布.....	6
图 4: 公司主要合作客户.....	7
图 5: 2020-2025H1 公司营业收入及其增速 (亿元)	7
图 6: 2020-2025H1 公司归母净利润及其增速 (亿元)	7
图 7: 2020-2025H1 公司期间费用率情况.....	8
图 8: 2020-2025H1 公司各大费用率情况.....	8
图 9: 2020-2024 公司分业务营收占比.....	8
图 10: 2020-2024 公司分地区主营业务营收占比.....	9
图 11: 2020-2024 公司主营业务境内外营收情况.....	9
图 12: 2018-2023 年我国汽车保有量变化 (亿辆)	10
图 13: 油箱行业市场格局.....	10
图 14: 亚普股份燃油系统产品.....	11
图 15: 常压油箱运作示意图.....	12
图 16: 高压油箱示意图.....	12
图 17: 汽车行业 2020-2024 年插电式混动乘用车销量 (万辆)	13
图 18: 汽车行业 2020-2024 年乘用车市场份额占比.....	13
图 19: 传统燃油车热管理系统.....	14
图 20: 新能源汽车热管理系统.....	14
图 21: 热管理管路国内外企业相关产品布局.....	14
图 22: CTM 技术 (Cell to Module)	15
图 23: CTP 技术 (Cell to PACK)	15
图 24: CTC 技术 (Cell to Chassis)	15
图 25: CTB 技术 (Cell to Body)	15
图 26: 新能源汽车电池盒箱体行业市场规模变化及预测 (亿元)	16
图 27: 2023 年新能源汽车电池盒箱体国内市占率情况.....	17
图 28: 高压储氢气瓶阀门产品图.....	18
图 29: 伺服系统与编码器的关系.....	19
图 30: 旋转变压器结构.....	20
图 31: 信号的输出波形示意图.....	20
图 32: 全球旋转变压器市场销售额变化及预测 (亿美元)	21
图 33: 2022 国内新能源汽车领域旋变市场市占率情况.....	21
图 34: 2022 全球新能源汽车领域旋变市场市占率情况.....	21
图 35: 赢双科技 2020-2022 旋转变压器营收 (万元)	22
图 36: 2020-2022 赢双科技主营业务与产品毛利率.....	23
图 37: 2020-2022 赢双科技毛利率与同行业对比情况.....	23
图 38: 赢双科技 2022-2022 旋转变压器产能 (万台) 及产能利用率.....	24
表 1: 国内油箱供应商与车企合作关系.....	10
表 2: 外企储氢瓶技术路线对比.....	18

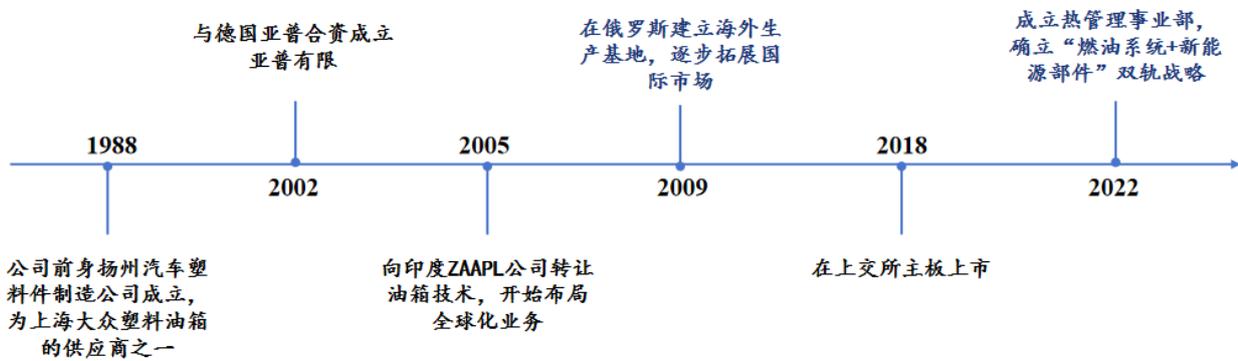
表 3: 编码器种类.....	20
表 4: 赢双科技旋变产品.....	23
表 5: 主营业务拆分.....	25
表 6: 可比公司 PE 数据对比.....	26

1. 公司概况

1.1. 汽车燃油系统全球龙头，多赛道布局成型

塑料油箱起家，深耕汽零数十载。1988年，公司前身扬州汽车塑料件制造公司成立，专注汽车燃油箱国产化，与国内汽车主机厂合作，为上海大众塑料油箱的供应商之一。2002年与德国亚普合资成立亚普有限，引入全球领先的燃油系统集成技术；2005年向印度ZAAPL公司转让油箱技术，开始布局全球化业务；2009年，在俄罗斯建立海外生产基地，逐步拓展国际市场；2018年正式在上交所主板上市，2022年成立热管理事业部，确立“燃油系统+新能源部件”双轨战略。

图1：公司发展历程



数据来源：Wind、公司官网、东吴证券研究所

公司切入全新赛道，完成从单一燃油系统向多赛道企业的转型。亚普股份核心业务围绕汽车燃油系统展开，并逐渐开拓新能源业务，亚普于2020年切入新能源电池包壳体业务，2022年启动储氢系统研发，2025年探索机器人旋转变压器领域，完成从单一燃油系统向多赛道企业的转型。

1) 混动高压油箱：公司高压燃油系统通过蒸汽自动控制技术和YNTF技术有效控制了油箱内部气压的稳定，有效提高了高压燃油箱的承压能力，使其能够承受从-16KPa至+35KPa的正负压力，有效减少了油箱的变形，提高了整车的安全性和稳定性。

2) 热管理系统：公司热管理系统主要包括汽车热管理系统和储能热管理系统。汽车热管理系统主要产品为热管理集成模块，主要包括水回路集成模块、冷媒回路集成模块和集成模块+域控制器Combo；储能热管理系统聚焦于电源/电网侧储能，以及工商业储能，主要产品是液冷机组。

3) 电池壳包体：亚普电池包系统包括动力电池包和储能插箱，具体产品聚焦上盖、下托盘和底护板。

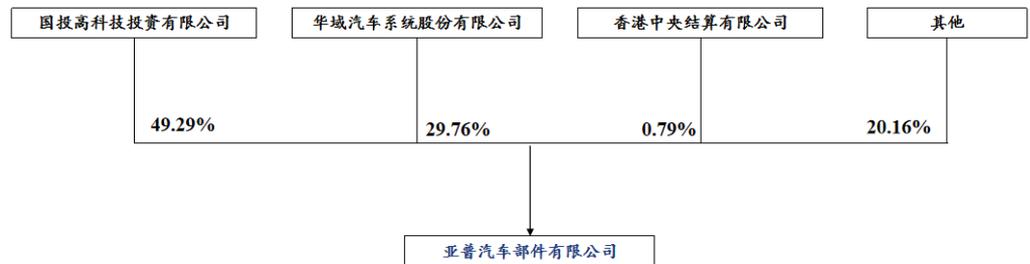
4) 储氢系统：在氢能领域亚普主要的产品是氢系统及其核心零部件，同步开发

35MPa 和 70MPa 的 IV 型储氢瓶、瓶阀、减压阀、加氢口、系统控制器等产品。亚普自主研发的 IV 型 70MPa 储氢瓶，是目前最为先进的储氢瓶之一。

1.2. 股权结构集中，深入全球化经营

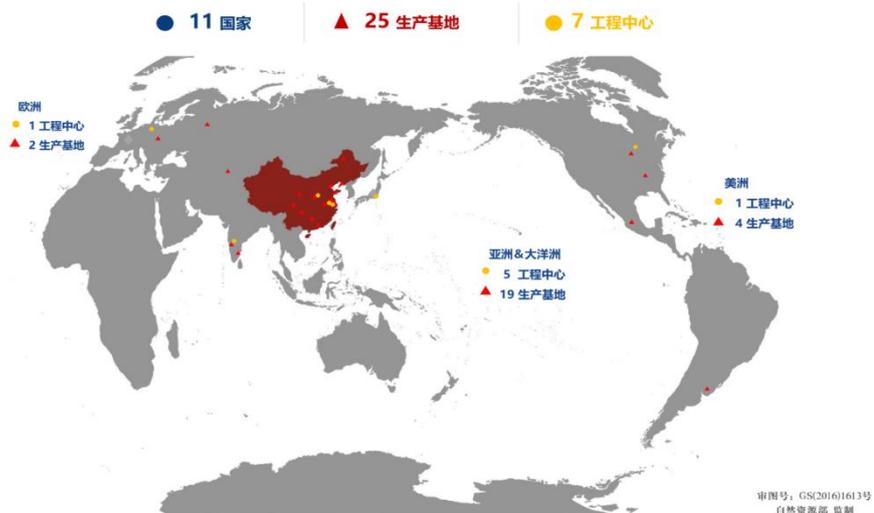
公司股权结构清晰，实际控制人为国家开发投资集团有限公司。截至 2025 年 6 月底，国投高科技投资有限公司持有亚普 49.29% 的股权，为公司第一大股东；华域汽车系统股份有限公司为第二大股东，持股占比 29.76%。公司拥有 9 家全资子公司，共拥有 15 家控股公司，注册地覆盖全球。国内子公司主要包括重庆大江亚普、亚普宁波、芜湖亚奇、亚普佛山等，海外子公司包括亚普美国、亚普巴西、亚普俄罗斯、亚普印度、亚普德国等。当前，公司业务布局覆盖 51 个国家，在全球 11 个国家拥有 25 个生产基地、7 个工程中心。

图2：2025 年 6 月公司股权结构



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图3：公司全球分布



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

公司与国内外主流汽车厂商建立深入合作关系。主要客户包括大众、奥迪、通用、

奔驰、日产、丰田等国际汽车厂和比亚迪、一汽、长城、长安、上汽、奇瑞、吉利等国内汽车厂以及蔚来、零跑、赛力斯、合众等创新汽车新势力，长期保持国内第一、全球第三的行业地位。

图4：公司主要合作客户

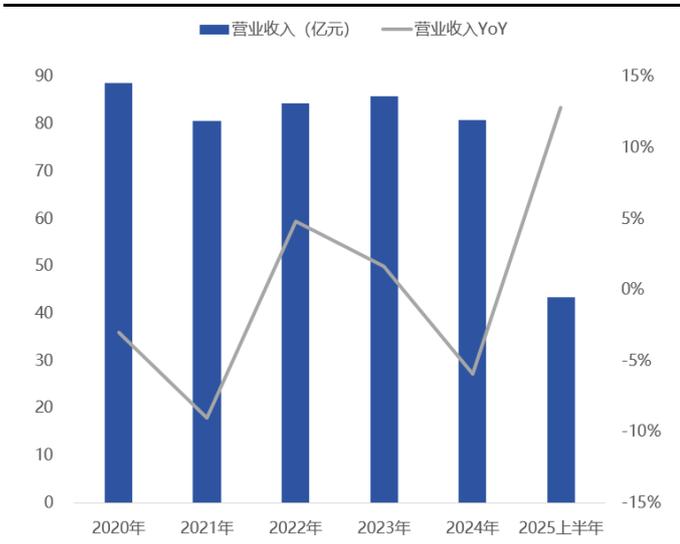


数据来源：东吴证券研究所

1.3. 公司营收稳健增长，海外业务增速显著

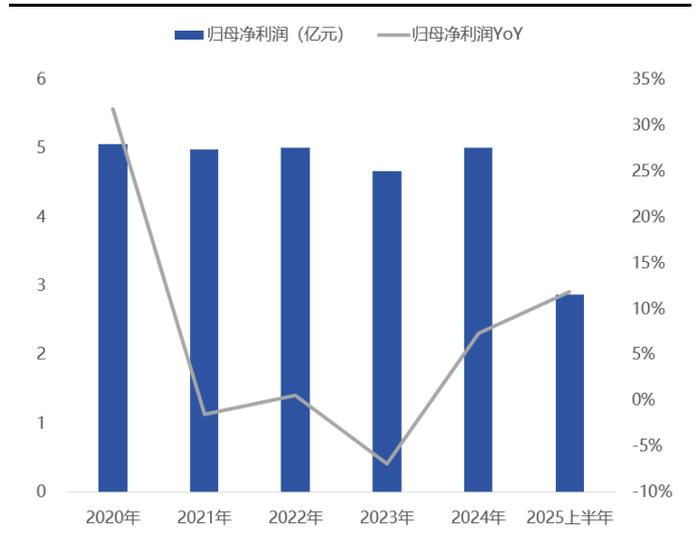
公司营收稳定，净利率稳中向好。公司 2024 年营业收入为 80.76 亿元，同比-5.9%；归母净利润为 5.0 亿元，同比+7.3%，对应归母净利率为 6.2%，同比+0.76pct。2025H1 公司营收为 43.45 亿元，同比+12.8%，归母净利润为 2.87 亿元，同比+11.8%，对应归母净利率为 6.6%。

图5：2020-2025H1 公司营业收入及其增速（亿元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图6：2020-2025H1 公司归母净利润及其增速（亿元）

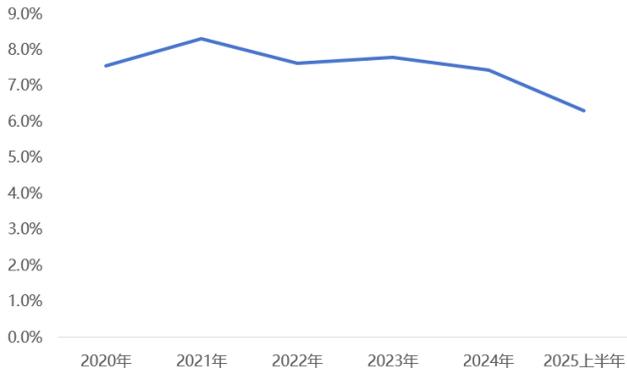


数据来源：wind、东吴证券研究所

公司注重费用管控，期间费用率持续下降。2024 年公司期间费用率为 7.45%，同比-0.35pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.53%/3.43%/3.92%/-0.44%，同比分别-0.20/-0.13/+0.10/-0.13pct。2025H1 期间费用率为 6.32%，同比-1.28pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.49%/3.32%/3.20%/-0.69%，同比分别+0.00/-0.34/-0.44/-

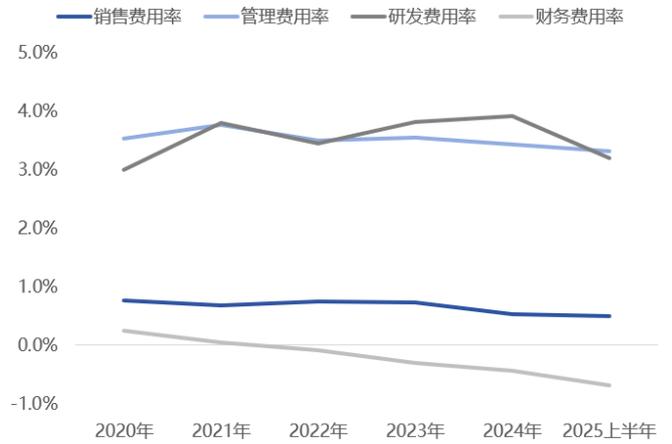
0.51pct，持续保持下降态势。

图7：2020-2025H1 公司期间费用率情况



数据来源：wind、东吴证券研究所

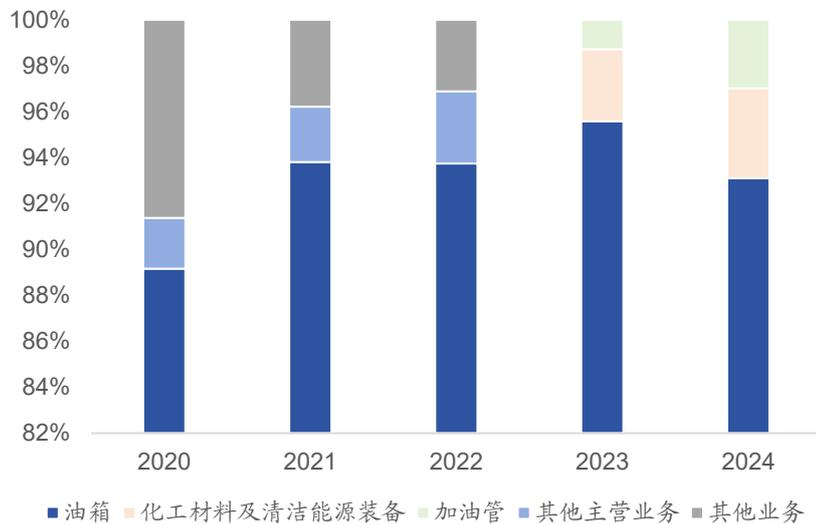
图8：2020-2025H1 公司各大费用率情况



数据来源：wind、东吴证券研究所

燃油系统业务为主，新能源业务加速布局。燃油系统业务是公司的核心业务，亚普股份的营收主要来源于燃油系统业务，2024 年营收占比高达 93%；其他业务（如热管理系统、电池包壳体等）占比较小但逐年提升，2023/2024 年业务收入同比增长 3.14%/17.40%。正逐步从单一燃油供应商转型至新能源综合解决方案商。

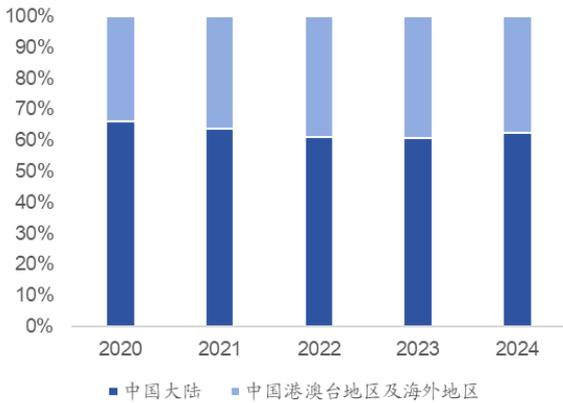
图9：2020-2024 公司分业务营收占比



数据来源：wind、东吴证券研究所

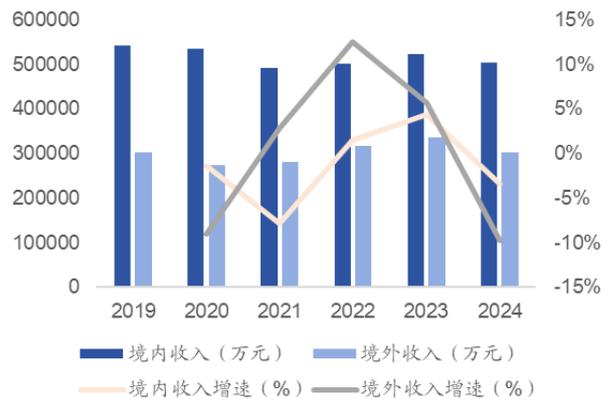
公司境外收入持续优化，全球化布局成效显著。亚普股份 2024 年海外营收占比约为 37.53%，国内营收占比 62.47%，海外布局优势明显。公司海外业务主要集中在北美、欧洲及亚洲部分市场，近年来海外市场营收增速相对国内更显著，但受全球汽车市场波动影响，2024 年海外营收同比略有下降。

图10: 2020-2024 公司分地区主营业务营收占比



数据来源: wind、东吴证券研究所

图11: 2020-2024 公司主营业务境内外营收情况



数据来源: wind、东吴证券研究所

2. 传统业务稳健，汽车燃油系统全球龙头

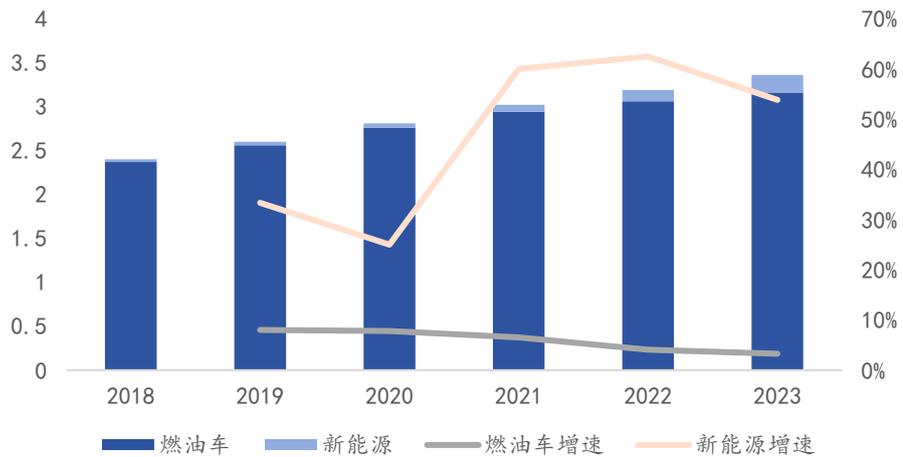
2.1. 油箱行业总量承压，出海或打开增量

汽车油箱是汽车贮存液体燃料的容器，主要作用是存储燃油、输出油位指示信号以及存储和管理燃油蒸汽。汽车油箱是燃油系统的核心部件，为汽车燃油系统提供燃料，确保燃油系统顺利运行。

汽车油箱可分为金属油箱与塑料油箱，呈现轻量化趋势。 1) 第一阶段：金属油箱阶段。由冷轧钢板、铝合金制成，体积大、结构简单、成型容易、模具成本相对较低，目前卡车上仍使用刚度和强度较好的金属油箱。2) 第二阶段：塑料油箱阶段。金属油箱抗腐蚀性较差，且热传导性高、不抗静电、易爆炸特性致其安全性较低，而采用高密度聚乙烯做基材的塑料油箱除具有金属材质的耐冲击性外，还具有安全性高、重量轻、耐腐蚀、成型方便，外形能充分满足车身底盘布置等金属油箱无法具备的优点。多层塑料燃油箱是未来乘用车的主流方向，HDPE 汽车油箱为轻量化发展的重要创新应用，其耐环境应力开裂优异、刚韧平衡性能突出、熔体强度高、加工性能好，得到全球多家知名汽车零部件供应商的认可。

燃油车增速放缓，但其主导地位并不会变。 根据中汽协数据，2022 年至 2024 年，我国传统燃油汽车销量分别为 1997.74 万辆、2059.88 万辆、1857.10 万辆，插电式混合动力汽车销量分别为 151.84 万辆、280.42 万辆、514.10 万辆。出口方面燃油车的优势则更加明显。2024 年中国汽车出口 585.9 万辆，同比增长 19.3%。其中传统燃油车为绝对主力，新车出口达 457.4 万辆，同比增长 23.5%；新能源汽车出口 128.4 万辆，同比增长 6.7%。

图12: 2018-2023年我国汽车保有量变化(亿辆)



数据来源: 中汽协、东吴证券研究所

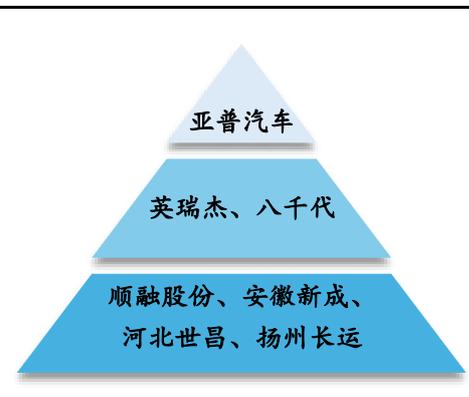
我国油箱行业集中度高，呈现一超多强格局。我国汽车整车制造行业集中度较高，大型整车制造企业对汽车燃油箱质量把控严格，因此为保障原材料供应稳定，大型车企更倾向于与零部件供应商建立长期稳定的合作关系，在此影响下，我国汽车燃油箱市场呈现出较高的集中度。亚普股份在行业中占据主导地位，其他厂商呈现“多强并立”的竞争态势。市场主要参与者包括英瑞杰、考泰斯、邦迪管路、东熙集团等外资企业，以及尼威动力、世昌股份等内资企业。

表1: 国内油箱供应商与车企合作关系

	大众	宝马	通用	丰田	本田	现代	福特	上汽	长城
英瑞杰	✓	✓	✓	✓		✓	✓		
考泰斯	✓	✓	✓	✓			✓		
邦迪管路	✓	✓	✓	✓		✓			
亚普股份	✓		✓				✓	✓	✓
八千代					✓				
顺荣									✓
江苏塑光			✓						✓

数据来源: 盖世汽车、东吴证券研究所

图13: 油箱行业市场格局



数据来源: 盖世汽车、东吴证券研究所

2.2. 公司为塑料油箱行业龙头，全球燃油系统核心供应商

公司传统业务聚焦汽车燃油储存与供给系统总成，为全国第一、全球第三供应商。产品涵盖燃油箱、加油管、供油模块等，广泛应用于燃油车及插电混动(PHEV)、增程式混动车型。1) 公司主力产品: 高压燃油系统。亚普高压燃油系统由多个关键组件构成，包括两片式多层塑料燃油箱本体、蒸汽控制系统、加强内置件以及加注蒸汽回收系统等。该系统凭借低碳环保、轻质高强、低噪舒适等卓越特点，在混合动力汽车中扮演着至关重要的角色。2) 功能部件: 创新塑料加油管。

图14: 亚普股份燃油系统产品



数据来源: 亚普股份、盖世汽车、东吴证券研究所

亚普依靠技术+客户+规模三重壁垒构筑燃油系统护城河。

公司为行业标准制定者，专利数量领先。2024 年公司获得发明专利授权 23 件，连续五年发明专利授权量达两位数获得 2024 年中国汽车供应链优秀创新成果奖。2012 年-2016 年，亚普股份投资约 2200 万元、历经 5 年时间成功开发用于插电式混合动力汽车的亚普蒸汽管理燃油系统 Y-EMTS，该项技术拥有发明专利 9 项，PCT 专利 1 项。该系统凭借低碳环保、轻质高强、低噪舒适等特点，与混合动力汽车有极高的适配度。

绑定全球头部车企，合作粘性深厚。公司核心客户包括大众、通用、丰田等众多国际汽车厂商和一汽、长城、长安、上汽、奇瑞等诸多国内汽车厂商以及创新汽车新势力品牌。2024 年，公司前五头部客户营收占比 43.37%。

公司进行全球产能布局，成本控制能力突出。公司通过全球化产能布局构建规模优势，目前在已在全球 4 大洲 11 个国家建立了 25 个生产基地和 7 个工程技术中心，包括扬州总部基地、上海研发中心，以及德国、墨西哥、印度、泰国海外工厂，形成“贴近客户集群”的生产网络。

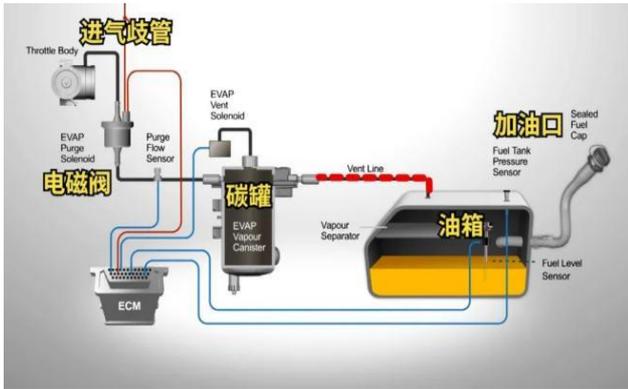
2.3. 混动车型需求对冲燃油车下滑，油箱产品升级

混合动力汽车是燃油车向纯电动过渡的重要解决方案。混合动力汽车一般指油电混合，简称 HEV，是将两种不同动力装置进行组合，结合汽车行驶情况对动力系统进行灵活调整，以此保障汽车最佳性能。混合动力汽车是燃油车向纯电动过渡的重要解决方案，分类方式多样。目前市场上的混动车主要分为插电式混合动力车(PHEV)、油电混合动力车(HEV)和增程式电动车(REEV)三大类。混合动力产品在燃油汽车和纯电动汽车之间起衔接的作用，会有很大的发展空间，发展混合动力汽车有其必然性。由于完全实现纯电动化周期较长，因此在一定时期内以 PHEV 和 REEV 为代表的混动车型将持续成为乘用车市场的主力。

混动车型将打开高压油箱需求，契合公司产品技术迭代方向。1) 常压油箱：指承

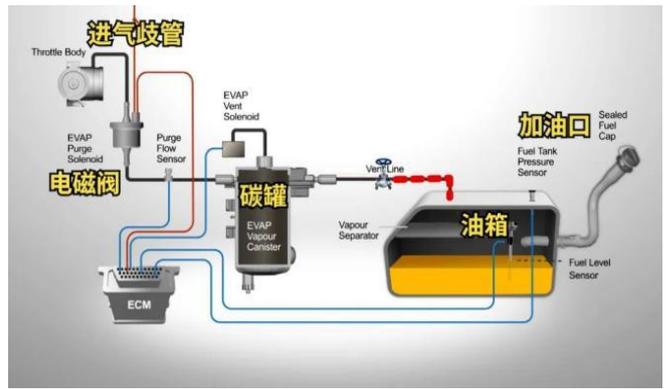
压范围在-7.5 至 12.5kPa 的油箱。当油箱内压力过大时，为维持压力平衡，汽油蒸汽会进入与油箱相连的碳罐保存起来。等到发动机点火，碳罐电磁阀打开，汽油蒸汽就会进入到发动机燃烧掉。**2) 高压油箱：**混动车型以电驱为主，较少使用发动机，碳罐容易达到压力上限，同时其混合动力特殊的运行模式，会让车辆比燃油车更易蒸发污染物，因此混动车型普遍使用高压油箱。高压油箱通常是指承压范围在 35kPa 以上的油箱，多采用铝合金或高强度复合材料，并配备了更复杂的密封系统和隔离阀。亚普高压燃油系统通过蒸汽自动控制技术和 YNTF 技术有效控制了油箱内部气压的稳定，最大限度减少了蒸发排放、加油排放和尾气排放，公司产品技术迭代方向与行业发展有效契合。

图15: 常压油箱运作示意图



数据来源：极客引擎 pro 公众号，东吴证券研究所

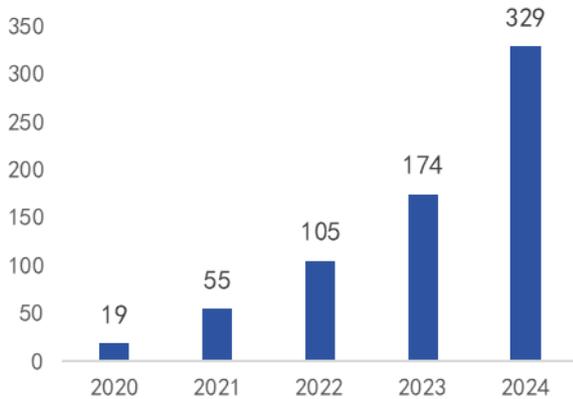
图16: 高压油箱示意图



数据来源：极客引擎 pro 公众号，东吴证券研究所

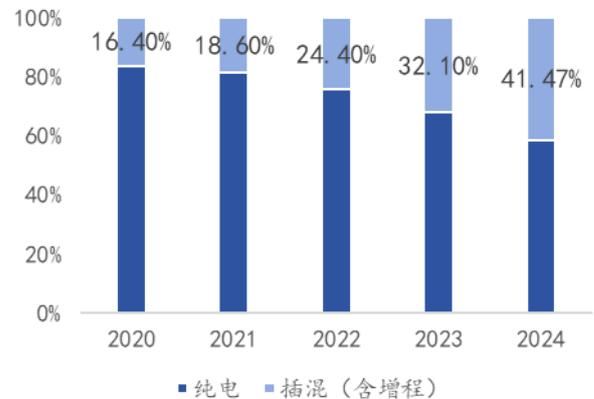
混动汽车景气度攀升，全球化布局赋能出海增量。由于消费者的里程焦虑以及 PHEV 的补能便利性，插电混动车型渗透率稳步提升，2022/2023/2024 插混及增程市场份额占比分别为 24.40%/32.10%/41.47%。2024 年中国混合动力汽车市场规模约 9167 亿元，较 2023 年增长 880.7 亿元。比亚迪 DM-i 系列、理想、问界增程版等众多插混车型销量领先。公司近年来获得的混动车型的高压油箱项目定点较过去大幅增加，目前亚普已经获得比亚迪、赛力斯等多家客户的高压油箱项目定点，生命周期内预计供应 700 万只。并于 2025 年 2 月获得北美某主机厂超 200 万套高压燃油箱系统项目定点。根据不同供货范围，高压燃油系统比传统燃油系统单车价值量高 10%-30%，未来有望随着 PHEV 销量增长实现快速放量。

图17: 汽车行业 2020-2024 年插电式混动乘用车销量 (万辆)



数据来源: 杰兰路, 东吴证券研究所

图18: 汽车行业 2020-2024 年乘用车型市场份额占比



数据来源: 汽车之家、上险数, 东吴证券研究所

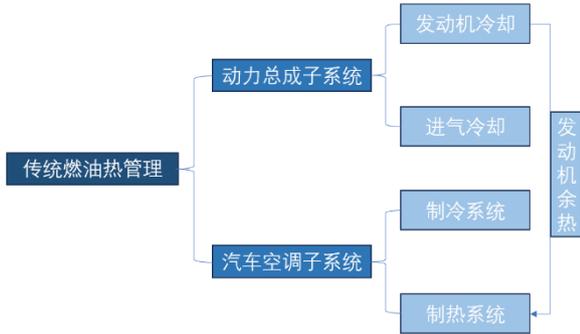
3. 新能源业务蓄势待发, 打开第二增长曲线

3.1. 热管理系统: 国产替代空间大, 亚普实现快速扩展

车辆热管理系统用于调节各个零部件温度和驾驶乘员舱温度。对汽车驾驶的舒适性、安全性等具有重要作用。传统的车辆热管理系统以发动机冷却为核心, 通过冷却液循环系统 (水泵、散热器、节温器等) 将发动机运行产生的热量散发到空气中, 防止过热并维持最佳工作温度 (约 80-100℃)。

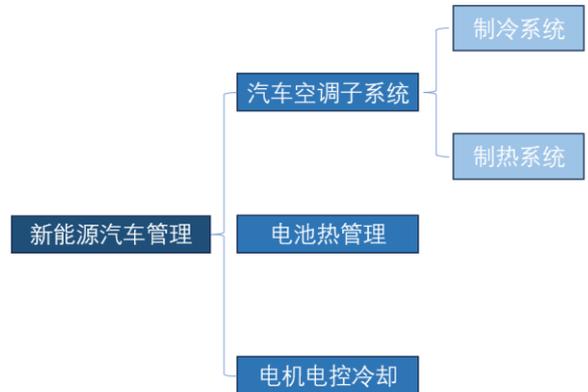
新能源电动化下车辆热管理系统复杂度提升。1) 作用对象变化。新能源车的电池、电机、电控等的电动化部件对温度变化更为敏感, 对于热管理的质量要求会更高。2) 电池包的运行温度要求。新能源电车的电池包对于运行温度有一定的要求, 这需要新能源汽车热管理兼具冷却及制热功能, 在高温时对三电系统及诸多电子元器件进行冷却, 并且在低温时对电池包进行加热。3) 动力源产生变化。传统汽车空调系统利用发动机余热对驾驶舱进行制热, 利用发动机带动压缩机制冷; 新能源汽车空调由于不能从发动机获得动力, 需要使用一套全新的电动压缩机和热泵, 对热管理系统的集成度要求变高。

图19: 传统燃油车热管理系统



数据来源: wind、东吴证券研究所

图20: 新能源汽车热管理系统



数据来源: wind、东吴证券研究所

热管理行业集中度较高，国产厂商发展较好。海外热管理市场由翰昂、法雷奥、电装、马勒垄断，布局较为完善；这些企业凭借技术积累、系统集成能力（如整车热管理解决方案）和先发优势，垄断了传统燃油车及早期新能源车市场。根据华经产业研究院统计，国际龙头日本电装、韩国翰昂、德国马勒、法国法雷奥合计占据全球汽车热管理系统市场超过 50% 的份额。但随着国内造车势力逐渐兴起，国产厂商迎来的切入的机会。相比于国外厂商，国产厂商对于本土的车厂而言拥有更大的沟通优势、运输优势，可以更加及时的响应客户需求，并且物流成本较低，价格更具竞争力。

图21: 热管理管路国内外企业相关产品布局

	厂商	管路	Chiller	电子水泵	电力压缩机	热交换	电子膨胀阀	鼓风机	节温器	多通阀
海外	翰昂	√	√	√	√	√		√	√	√
	法雷奥	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	电装		√	√	√	√	√			
	马勒		√	√	√	√			√	
国内	中鼎股份	√								
	银轮股份		√	√		√		√		√
	三花智控			√			√			√
	拓普集团		√	√		√	√			

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

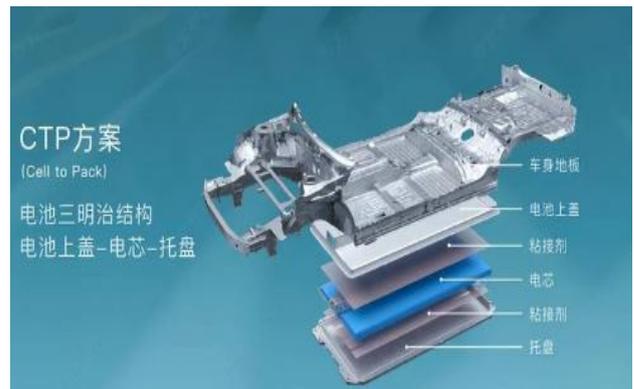
公司扩大热管理生产线规模，有望依托客户资源打开订单。公司现有热管理系统主要包括汽车热管理系统和储能热管理系统。1) 汽车热管理系统: 主要产品为热管理集成模块，主要包括水回路集成模块、冷媒回路集成模块和集成模块+域控制器 Combo; 2) 储能热管理系统: 聚焦于电源/电网侧储能，以及工商业储能，主要产品是液冷机组。

图22: CTM 技术 (Cell to Module)



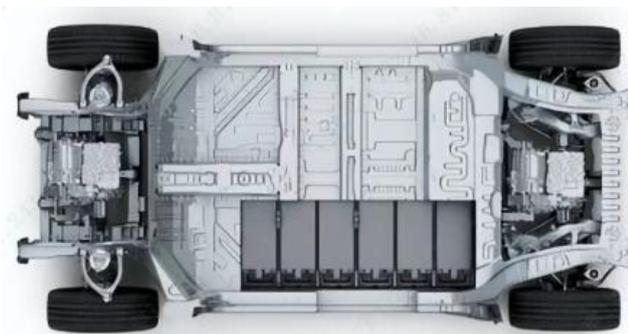
数据来源: 中合聚能, 东吴证券研究所

图23: CTP 技术 (Cell to PACK)



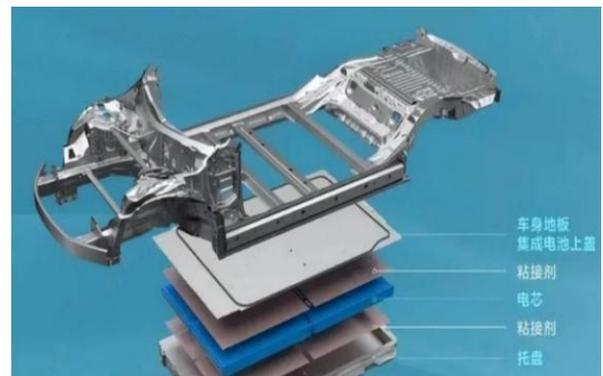
数据来源: 中合聚能, 东吴证券研究所

图24: CTC 技术 (Cell to Chassis)



数据来源: 中合聚能, 东吴证券研究所

图25: CTB 技术 (Cell to Body)



数据来源: 中合聚能, 东吴证券研究所

2023 年公司拟投资 4.2 亿元建设热管理生产线, 规划 60 万套热管理集成模块、3.2 万套储能热管理液冷机组、80 万套水加热器的生产能力和年产 3.2 万套控制器的研发试制能力, 计划于 2026 年建设完成。公司就布局产品积极与多家主流汽车厂商深度交流进行市场拓展, 有望依托客户资源打开订单。

3.2. 新能源电池包壳体: 技术优势切入赛道, 部分已进入量产阶段

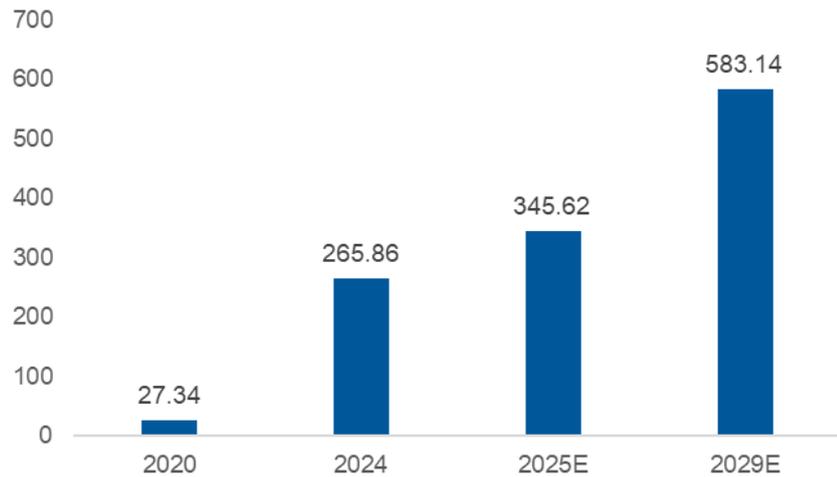
电池包作为新能源汽车的动力源, 是新能源汽车最重要的部件之一, 而电池包壳体对电池包乃至整车起重要作用, 是新能源汽车的关键部件。电池包壳体需要同时具备安全性、保护性和密封性等特质, 可有效抵挡外部的冲击, 承担着整个电池组的重量, 为电池系统的正常工作提供安全的运行环境。

电池技术路线迭代下电池包壳体重要性凸显。全球动力电池系统集成技术主要有传统模组电池包技术 (CTM)、无模组设计电池包 (CTP) 以及电池车身一体化技术 (CTB/CTC)。其中 CTM 作为传统集成方案, 采用电芯-模组-电池包的层级结构, 但

其 40%的空间利用率显著制约了其他组件的布局空间。在此背景下，以 CTP、CTB 和 CTC 为代表的电池一体化集成技术正成为产业研发和应用的热点。展望未来，随着 CTP 技术的大规模商业化应用，以及 CTB 和 CTC 技术的持续完善，新能源汽车将实现电池系统与车身/底盘更深度的融合。这一趋势下，电池盒不仅需要满足更严苛的安全防护标准，还将承担更为复杂的系统集成功能，其重要性进一步凸显。

新能源汽车高景气度与汽车轻量化驱动电池包壳体需求快速增加。以铝合金材料为代表的汽车轻量化零部件市场规模迅速提升，同时电池盒市场规模与新能源汽车市场紧密相关，在新能源汽车行业需求提升驱动下也呈现较快增速。2020 年到 2024 年，新能源汽车电池盒箱体行业市场规模由 27.34 亿元增长至 265.86 亿元，期间年复合增长率 76.59%。预计 2025 年到 2029 年，新能源汽车电池盒箱体行业市场规模由 345.62 亿元增长至 583.14 亿元，期间年复合增长率 13.97%。

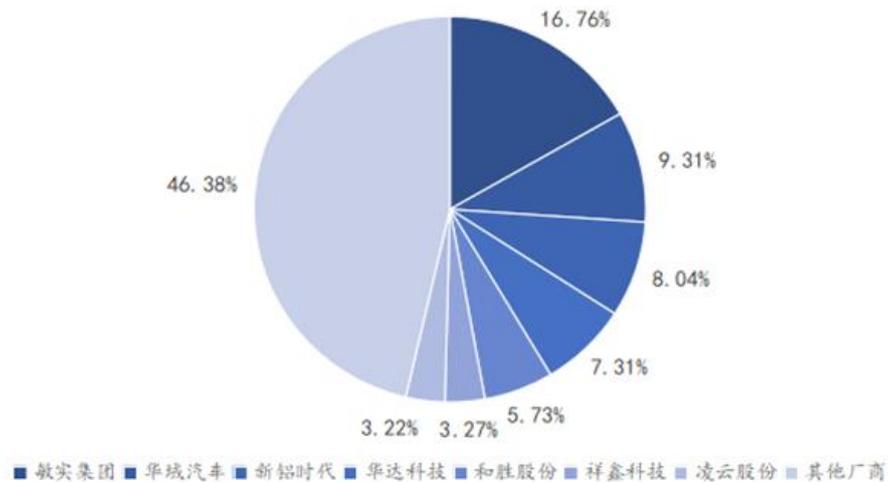
图26：新能源汽车电池盒箱体行业市场规模变化及预测（亿元）



数据来源：思瀚产业研究院,东吴证券研究所

行业较为集中，呈分散竞争格局，吸引传统汽车零部件厂商入局。2023 年电池包壳体行业呈现以下竞争梯队情况：第一梯队有敏实集团、华域汽车、新铝时代、华达科技、和胜股份等；第二梯队有祥鑫科技、凌云股份等；第三梯队为其他中小型企业，占比达 46.38%。其中敏实集团、华域汽车、华达科技等传统汽车零部件生产厂商，原本就拥有汽车零部件的成熟生产线，且与下游汽车厂商建有合作关系，在切入新能源汽车电池盒箱体市场后，快速打开市场，迅速扩大产能。

图27：2023年新能源汽车电池盒箱体国内市占率情况



数据来源：新铝时代招股说明书,东吴证券研究所

公司依托原有技术积累切入赛道，部分产品已进入量产阶段。2020年公司切入该领域，聚焦中高端新能源车型配套。亚普的电池包系统包括动力电池包和储能插箱，具体产品聚焦上盖、下托盘和底护板。1) 亚普电池包上盖包括热固复材上盖和吹塑上盖。热固复材上盖具有轻质高强、绝缘、耐高温、耐腐蚀等优点，相比传统钣金方案可以减重50%左右，生产节拍快、成本低、且可回收，目前已为东风时代、奇瑞、远景动力、北汽福田批量供货。2) 吹塑上盖材料为纯阻燃PP，强度较低，目前主要应用在储能插箱上。公司创新工艺极大地提高了产品生产效率，目前已在宁德客户产品上验证并小批量供货。3) 底护板和下托盘产品，公司技术路线多元化，可根据客户需求提供不同的技术方案，进行多种材料融合，以发挥不同材料的性能优势。

3.3. 储氢系统：短期落地尚不明朗，前瞻布局卡位初期红利

氢储运有一定刚需，但短期内市场体量有限。配合加氢站建设及FCV的示范应用，交通用氢的储运有一定刚需。但由于短期工业用氢成本敏感，多采用现产现用模式，储运短期市场体量不大。随着FCV的示范应用推进，带动车载储氢瓶放量，从III型瓶向IV型瓶演替。据GGII预测，2021-2025年我国车载储氢瓶CAGR达到73%，到2030年国内需求车载储氢系统有望达到49万套。

氢能重卡商业化加速，外企布局中国节奏加快。氢能重卡成为氢能推广的核心，多家车企亲自下场。2024年以来，长城汽车、北汽福田、现代汽车、东风汽车、厦门金龙、陕汽集团均有自研系统配套氢能重卡车型上公告，目前上牌氢能重卡系统功率集中在110-130kW，超过10款150kW及以上的系统实现上牌运营。国内燃料电池企业不断进行产品迭代和降本提效，外企布局中国市场的节奏加快，丰田、博世、现代、康明斯等多家外企已经完成国内产线建设，开始进入商业落地阶段。

表2: 外企储氢瓶技术路线对比

国家	研发机构	储氢罐类型	工作压力 (MPa)
美国	Quantum 公司	IV	35
美国	Hexagon Lincoln 公司	IV	20
日本	丰田公司	IV	70
加拿大	Dynetec 公司	III	70
意大利	Faber Industries 公司	III	35

数据来源: 储氢产业公众号、东吴证券研究所

公司 70MPa 瓶阀认证已完成, 积极对接多家商用车企。依托燃油系统高压流体控制技术, 公司储氢瓶研发进展顺利, TypeIV 储氢瓶已完成样品测试, 工作压力达 70MPa, 满足车载储氢安全标准, 其内胆和复材层厚减少了 20%, 储氢质量比达 6.1wt%; 疲劳次数在 44000 次以上, 并且非常耐氢蚀、耐氢脆; 公司已推出 35MPa 和 70MPa 级别瓶阀、减压阀、加氢口和尾阀等产品, 其中 70MPa 瓶阀是国内首个按新国标通过认证的产品, 正积极对接国外高豪华品牌汽车厂项目。

图28: 高压储氢气瓶阀门产品图



数据来源: 中国证券网, 东吴证券研究所

4. 收购赢双科技, 切入旋转变压器赛道

4.1. 变压器与伺服电机相连, 影响运动控制的精确性与稳定性

旋转变压器是编码器的一种, 编码器与伺服电机相连, 是伺服系统实现执行与反馈的关键部件。编码器是伺服系统控制性能的关键, 是其闭环反馈信号的提供者, 在电机运行过程中, 编码器将位置信号反馈至驱动器, 驱动器根据反馈信号保证电机的稳定性和输出性。按照应用场景, 编码器可分为线性编码器、旋转编码器(即旋转变压器), 旋转编码器可根据旋转运动反馈物体的位置和运动状态。

图29：伺服系统与编码器的关系

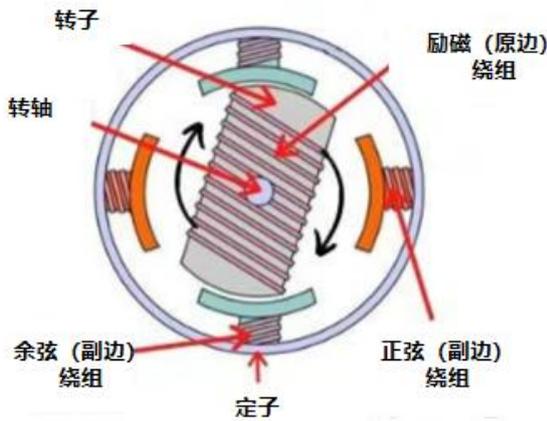


数据来源：禾川科技可转债募集说明书,东吴证券研究所

旋转变压器是一种通过电磁感应原理将机械旋转角度或位置转换为电信号的传感器，广泛应用于汽车的电机控制系统中，尤其是在电动汽车和混合动力汽车中。旋转变压器可以**精确测量转子位置和角速度**，但在耐用性和可靠性方面更具优势。在机器人领域中，其核心功能是实时反馈关节电机的转子位置和旋转速度，影响运动控制的精准性和稳定性。

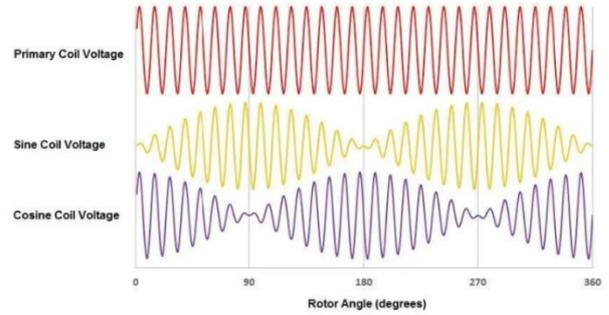
旋转变压器主要由转子、定子铁芯以及数字信号处理器组成。定子连接到交流电源，其初级绕组以正弦信号的形式，将电流感应到转子的初级绕组中。与普通变压器原边绕组和副边绕组相对固定的结构不同，旋转变压器的原边绕组和副边绕组的相对位置随转子的角位移发生改变，因而输出电压的大小与转子角位移呈一定函数关系。通过给转子线圈输入高频正弦信号，也就是我们常说的励磁信号（旋变的电源），随后我们就能接收到线圈中感应旋变转子反馈出来的高频感应信号，经过处理可以得到对应的正余弦信息，对于每个位置，旋转变压器都将提供其 \sin 和 \cos 信号的比例。通过软件解析后便可以得到定子的绝对位置，如解算芯片可通过 $\arctan(\sin\theta/\cos\theta)$ 计算旋转角度 θ 。

图30: 旋转变压器结构



数据来源: 公司公告、鼎阳硬件智库, 东吴证券研究所

图31: 信号的输出波形示意图



数据来源: 公司公告、鼎阳硬件智库, 东吴证券研究所

目前工业领域, 获取转速的产检编码器主要有光电编码器、磁性编码器与旋转变压器, 相比磁编码器、光电编码器等技术, 旋转变压器更具稳定性, 尤其在强电磁干扰环境中表现卓越。1) 抗高温耐恶劣环节: 能承受高温、灰尘、油污和剧烈机械振动, 适应电机压力; 2) 抗高强度电磁干扰: 旋转变压器没有电路板件, 不易被强电磁场扰乱, 信号稳定可靠; 3) 寿命长: 旋转变压器耐用性高, 电机寿命长达4万小时。

表3: 编码器种类

	光电编码器	磁性编码器	旋转变压器
封装尺寸	中	中	小
精度	高	低	高
环境要求	不适于高温环境	环境条件要求低	可用于高温环境
最高转速	低	低	高

数据来源: Hello 工控、东吴证券研究所

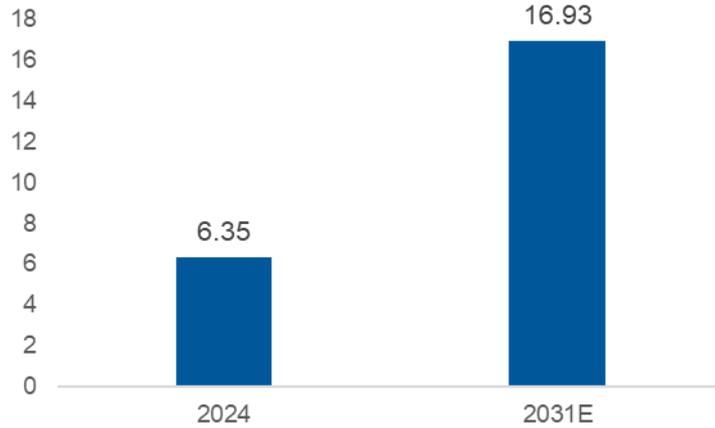
旋转变压器应用广泛, 人形机器人编码器技术迭代。1) 汽车的电机控制系统。如应用于新能源汽车, 以实现车辆的平稳行驶和高效调速; 2) 工业机器人。旋转变压器可用于伺服电机系统中, 帮助机器人关节准确感知自身的旋转角度, 从而实现精确的运动控制和姿态调整。3) 人形机器人。人形机器人在旋转关节、线性关节、手部关节均有编码器。随着 Optimus 编码器技术路线迭代, 聚焦电涡流编码器和旋转变压器, 旋转变压器可用于人形机器人关节部位。此外, 旋转变压器具备成本优势, 与人形机器人降本趋势相契合, 且人形机器人关节部位对位置传感器的精度和尺寸大小提出更高要求, 因此高精度、小尺寸的旋转变压器具有一定应用空间。

4.2. 旋变市场稳健增长, 国产打破垄断

编码器行业增长同比由负到正, 旋变市场稳健增长。1) 按编码器市场来看, 未来应用空间广阔。据 MIR DATABANK 的数据显示, 2024 年中国编码器市场规模接近 30 亿元, 同比增长 5%, 实现正增长。编码器的应用行业集中度较高, 主要集中在伺服、

机床、电梯、风电和工程机械等行业。其中，伺服行业是编码器最大的下游应用领域，占比约为 35%。在伺服电机中，编码器通过实时检测电机转速，显著提升了伺服电机系统的稳定性、精度、可靠性和动态性能。2) 按旋转变压器这一细分市场来看，根据 QY Research 的统计及预测，2024 年全球旋转变压器市场销售额达到了 6.35 亿美元，预计 2031 年将达到 16.93 亿美元，2025~2031 期间年复合增长率为 15.3%。

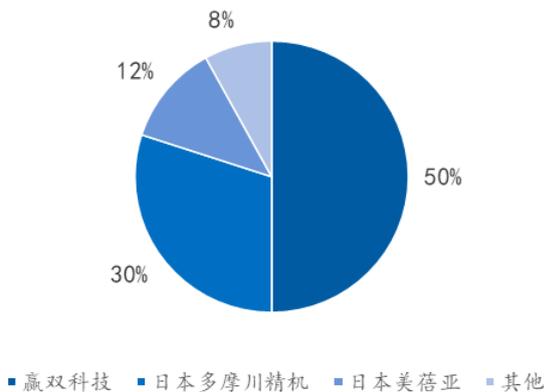
图32: 全球旋转变压器市场销售额变化及预测 (亿美元)



数据来源: QY Research, 东吴证券研究所

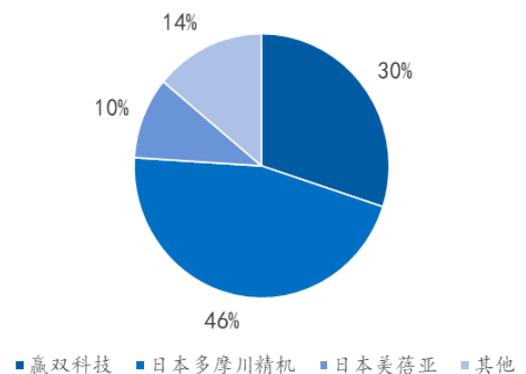
日企实力强劲，国产打破垄断。全球旋转变压器核心厂商如日本多摩川精机、德国西门子、瑞士 ABB 等企业在径向磁阻式旋转变压器的研究方面处于领先地位，其旋变精度高，在材料、控制、算法等方面的综合实力更强。据 SAE 数据，2022 年国内新能源汽车领域旋变市场份额前三的企业分别为中国赢双科技、日本多摩川精机和日本美蓓亚，其市占率分别约为 50%、30%、12%；2022 年全球新能源汽车领域旋变市场份额前三的企业分别为日本多摩川精机、中国赢双科技和日本美蓓亚，其市占率分别约为 46%、30%、10%，随后为美国泰科电子等其他旋变厂商。

图33: 2022 国内新能源汽车领域旋变市场市占率情况



数据来源: 赢双科技, 东吴证券研究所

图34: 2022 全球新能源汽车领域旋变市场市占率情况



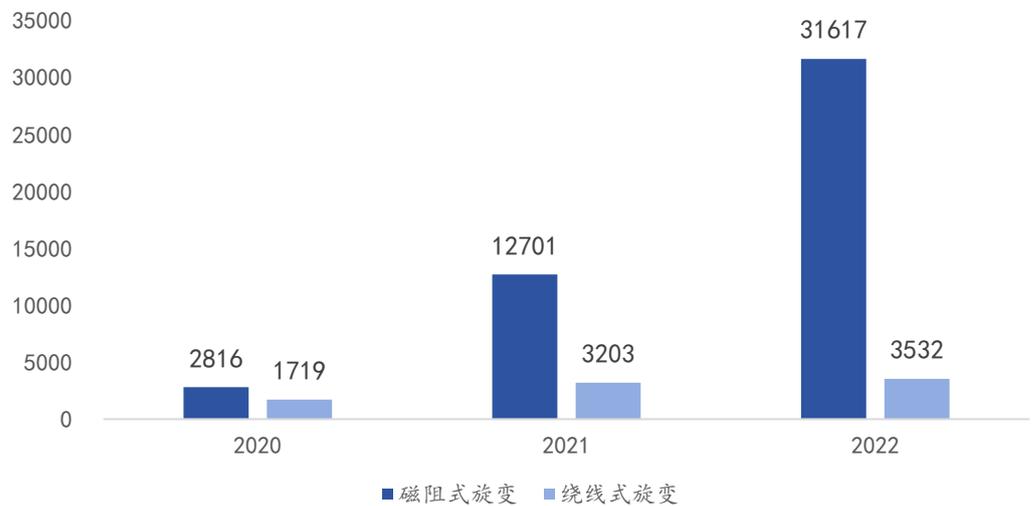
数据来源: 赢双科技, 东吴证券研究所

4.3. 收购赢双科技，布局新增长点

4.3.1. 赢双科技：机器人核心赛道优质资产

国内第一技术梯队，赢双为磁阻式旋变国内出货龙头。赢双科技自 2006 年起开始研发旋转变压器技术，目前是国内少数掌握磁阻式旋变量产技术的公司，其产品精度对标国际龙头，正逐步实现对国际知名品牌的进口替代。其 4 对极磁阻式旋变在新能源汽车领域的电气误差角度可做到 $\pm 25'$ ，优于日本多摩川旋变 $\pm 30'$ 的电气误差，且最高转速可达 60,000rpm，耐震动冲击，工作温度范围为 $-55^{\circ}\text{C}\sim 155^{\circ}\text{C}$ ，技术指标领先。截至 2023 年 3 月，公司及其子公司拥有 49 项专利，其中发明专利 11 项，实用新型 34 项，外观设计 4 项。截至 2024 年 6 月，公司车规级旋变国内年出货量已超 450 万台，市占率达 50% 左右，市场排名第一。

图35：赢双科技 2020-2022 旋转变压器营收（万元）



数据来源：赢双科技、东吴证券研究所

深度绑定比亚迪，积极开拓新客户市场和应用领域。公司旋变产品目前主要应用于新能源汽车领域，受下游行业格局影响，公司客户集中度相对较高。2022 年赢双科技向比亚迪销售金额 1.99 亿，占赢双科技总营收的 56.38%，与比亚迪深度绑定。此外，公司旋变产品多样，是上汽通用五菱、赛力斯、合众汽车、零跑汽车、奇瑞汽车、东风汽车、长安汽车、宇通客车等整车厂商的主要旋变供应商，并在轨道交通、工业伺服、工业机械及航空航天等领域，目前赢双科技已进入中国中车、汇川技术、航空工业及航天科工等行业龙头企业的供应链体系。

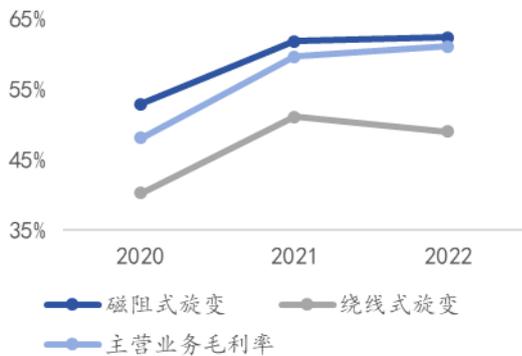
表4: 赢双科技旋变产品

产品	主要型号类型	应用领域	应用类型
磁阻式旋变	J35 系列、J37 系列、J52 系列、J56 系列、J59 系列、J74 系列、J89 系列、J100 系列、J132 系列、J137 系列、J156 系列、J160 系列、J191 系列、215 系列、316 系列等	新能源汽车、轨道交通、矿场、风电等	民用
绕线式旋变	20 系列、26 系列、36 系列、52 系列、	数控机床、注塑机、纺织机、矿山机械、航空航天、机器人等	民用为主，少量军用

数据来源: 赢双科技官网、东吴证券研究所

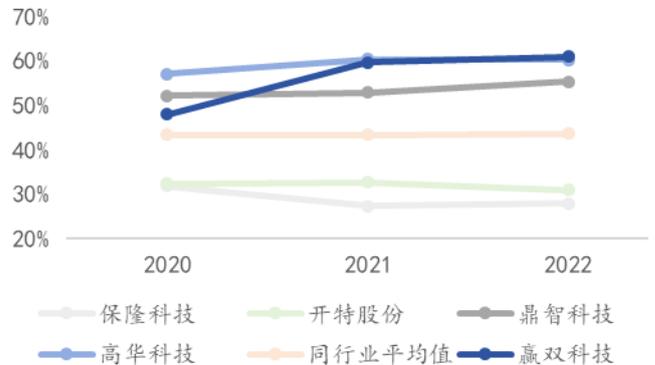
盈利能力优于友商，营收增速较快。2020-2022 年赢双科技主营业务毛利率分别为 48.06%/59.57%/60.99%，高出同行业可比公司平均值 4.65/16.29/17.35pct。2021 年毛利率上升较大，主要系 2021 年公司产量和订单量大幅提升，单位产品分摊的直接人工和制造费用下降所致；2022 年公司主要产品毛利率保持稳定，高于可比公司平均水平，与鼎智科技、高华科技接近，主要系公司产品在细分领域形成竞争优势，毛利率较高所致。2020 年-2022 年公司营业收入分别为 0.46 亿元/1.60 亿元/3.52 亿元，净利润分别为 886.92 万元/5700.79 万元/1.39 亿元，营收规模较小但增速快。

图36: 2020-2022 赢双科技主营业务与产品毛利率



数据来源: 赢双科技, 东吴证券研究所

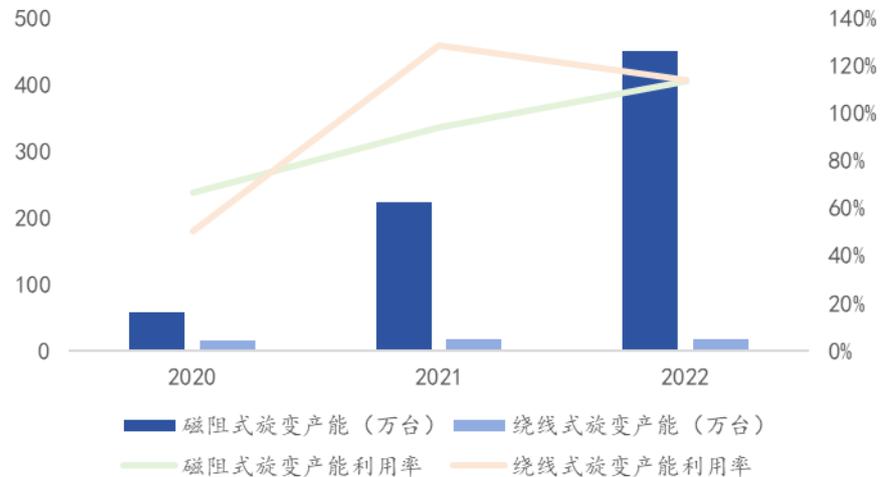
图37: 2020-2022 赢双科技毛利率与同行业对比情况



数据来源: 赢双科技, 东吴证券研究所

下游订单量持续上市，公司超产能生产。赢双科技已实现旋转变压器的规模化产线布局，磁阻式与绕线式旋转变压器两大主力产品完成量产爬坡。下游需求持续旺盛，公司积极扩产以应对订单增长，产能利用率始终保持高位，2021/2022 年持续处于超产能生产状态。

图38: 赢双科技 2020-2022 旋转变压器产能 (万台) 及产能利用率



数据来源: 赢双科技、东吴证券研究所

4.3.2. 收购协同效应展望: 1+1>2

短期: 赢双科技盈利能力突出, 业绩护城河增厚公司利润。车端旋变市场可选标的少, 稀缺性高, 同类型厂商均为非上市公司, 而其中赢双科技市占率超过 50%, 在汽零厂商中盈利能力强。1) 成本端: 亚普的规模化优势以及自动化产线经验预计降低赢双科技原材料成本与制造成本; 2) 利润端: 据赢双 IPO 申报稿披露, 赢双 24 年营收达 3.12 亿元, 净利润 0.74 亿元; 25Q1 营收 0.74 亿元, 净利润 0.14 亿元, 赢双科技下游订单充足, 其业绩护城河预期将直接增厚亚普股份利润, 为公司带来直接收益。

长期: 布局机器人赛道, 为汽车零部件产品多元化发展加码。赢双将协同亚普切入机器人赛道, 陆续推出高精度高可靠旋转变压器、无框力矩电机等适配人形机器人的产品, 拓展下游应用场景。亚普与赢双有望形成设备、技术以及客户资源优势互补。1) 设备: 赢双旋变可凭借亚普规模化生产能力和制造体系快速进行产能扩张; 2) 技术: 赢双科技在冲压、注塑等核心加工工艺领域具备专业技术专长, 收购完成后, 可以在设备研发及工艺技术方面与亚普股份形成合力, 将旋变传感器与亚普现有热管理系统集成, 赋能亚普汽车零部件业务。3) 客户: 亚普股份客户资源丰富、海外运营经验成熟, 赢双可依托其客户网络推进国际化业务、拓展全球主机厂客户。此外, 赢双在工业机器人、自动化设备领域的客户有望为亚普打开非汽车零部件市场。

5. 盈利预测与投资建议

1) **油箱:** 该业务为公司传统主营业务, 公司出海布局与混动车型渗透率提升有望对冲传统燃油汽车下滑风险, 为业绩带来新增量, 预计该业务 2025-2027 年营收增速分别为 12%/8%/8%; 预计该业务 2025-2027 年毛利率分别为 14.20%/14.20%/14.20%。

2) **加油管:** 作为燃油系统功能部件, 其业务量有望与油箱匹配, 存在较大增长空

间，预计该业务 2025-2027 年营收维持高速增长，分别为 31.75%/25.16%/20.77%；主业毛利率维持稳定，预计该业务 2025-2027 年毛利率分别为 22.95%/22.95%/22.95%。

3) **化工材料及清洁能源装备**：公司新能源业务包括电池壳包体、热管理系统以及储氢系统，随着技术路线的成熟和下游订单的放量，预计该业务 2025-2027 年营收增速为 21.17%/29.10%/32.70%；该业务毛利率预计先与 2024 年持平，后小幅上升。预计该业务 2025-2027 年毛利率分别为 35.29%/36.70%/38.17%。

表5: 主营业务拆分

项目/年度单位: 百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
油箱					
收入	8204.48	7519.14	8421.44	9095.15	9822.76
YoY	3.66%	-8.35%	12.00%	8.00%	8.00%
毛利率	15.34%	14.24%	14.20%	14.20%	14.20%
加油管					
收入	109.62	240.71	317.13	396.93	479.36
YoY	-58.71%	119.58%	31.75%	25.16%	20.77%
毛利率	12.09%	22.95%	22.95%	22.95%	22.95%
化工材料及清洁能源装备					
收入	269.29	316.15	384.75	496.72	659.14
YoY	-	17.40%	21.70%	29.10%	32.70%
毛利率	25.13%	35.29%	35.29%	36.70%	38.17%
总计					
收入	8583.39	8076.00	9123.32	9988.79	10961.27
YoY	1.66%	-5.91%	12.97%	9.49%	9.74%
毛利率	15.61%	15.32%	15.39%	15.67%	16.02%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司是国内传统燃油系统龙头企业，近年来积极布局新能源赛道，切入机器人市场，未来业务增量主要来源于高压燃油系统、热管理系统、电池壳包体、储氢瓶以及旋转变压器等。我们选取汽车发动机泵领先企业**美湖股份**、新能源汽车热管理系统制造商**银轮股份**作为可比公司。

1) **美湖股份**：公司专注发动机泵类、电子泵、可变排量泵等产品，近年来积极布局新能源汽车和智能驾驶领域。

2) **银轮股份**：公司专注从事各种热交换器和排放后处理产品的研发、制造和销售，热交换器产品产销量连续十多年保持国内行业第一。

公司估值低于可比公司估值均值，主要由于可比公司均布局人形机器人赛道，未来业绩增长速度预计将高于行业平均水平。而公司有望借助赢双科技切入机器人赛道，打开第二增长空间，故而具备一定估值上升空间。

我们预计公司 2025-2027 年营收为 91.23/99.89/109.61 亿元，预计 2025-2027 年归母

净利润为 5.75/6.47/7.56 亿元，EPS 分别为 1.12/1.26/1.47 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 23/21/18 倍。燃油龙头新能源转型提速，布局旋变打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
603319.SH	美湖股份	40.25	0.49	0.76	0.94	1.15	82.34	53.08	42.80	34.91
002126.SZ	银轮股份	37.29	0.94	1.27	1.60	1.94	39.73	29.37	23.28	19.19
	可比公司均值	38.77	0.71	1.01	1.27	1.55	61.04	41.22	33.04	27.05
603013.SH	亚普股份	25.96	0.98	1.12	1.26	1.47	26.61	23.14	20.56	17.60

数据来源: Wind, 上市公司数据截至 2025 年 9 月 11 日, 可比公司盈利预测来源于 Wind 一致预期, 东吴证券研究所

6. 风险提示

传统燃油车市场下滑风险: 若燃油车销量下滑速度超预期, 公司燃油系统业务将面临营收增长压力, 且混动车型对高压油箱的增量需求或不足以完全对冲传统燃油系统的下滑。

全球化经营风险: 公司海外营收受全球汽车市场波动、地缘政治冲突(、汇率波动影响较大。若未来北美、欧洲等地汽车产业链复苏不及预期, 或地缘政策加剧贸易摩擦, 将直接影响海外生产基地产能利用率与盈利能力。

新能源业务竞争加剧风险: 公司新能源业务可能面临头部企业挤压, 影响新能源业务起量节奏, 短期内难以形成对传统业务的有效替代。

收购整合不及预期: 收购赢双科技后存在多维度整合挑战。

亚普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	5,065	6,042	7,281	8,656	营业总收入	8,076	9,123	9,989	10,961
货币资金及交易性金融资产	1,201	2,082	2,974	3,941	营业成本(含金融类)	6,838	7,719	8,424	9,205
经营性应收款项	1,838	1,922	2,143	2,385	税金及附加	24	27	30	33
存货	1,181	1,191	1,318	1,483	销售费用	43	46	49	53
合同资产	0	0	0	0	管理费用	277	301	330	362
其他流动资产	846	846	847	847	研发费用	316	347	380	417
非流动资产	1,657	1,348	1,015	681	财务费用	(35)	0	0	0
长期股权投资	113	113	113	113	加:其他收益	49	56	61	67
固定资产及使用权资产	1,229	916	600	282	投资净收益	1	2	2	2
在建工程	51	41	33	26	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	162	153	144	135	减值损失	(35)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	2	3	3
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	631	744	842	965
其他非流动资产	102	124	124	124	营业外净收支	(25)	(38)	(47)	(36)
资产总计	6,722	7,390	8,296	9,337	利润总额	606	706	795	928
流动负债	2,152	2,079	2,315	2,573	减:所得税	66	85	95	111
短期借款及一年内到期的非流动负债	171	73	73	73	净利润	540	621	700	817
经营性应付款项	1,753	1,755	1,969	2,201	减:少数股东损益	40	46	52	61
合同负债	58	59	69	76	归属母公司净利润	500	575	647	756
其他流动负债	170	192	204	224	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	1.12	1.26	1.47
非流动负债	205	226	226	226	EBIT	600	706	795	928
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	880	1,038	1,128	1,262
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.32	15.39	15.67	16.02
租赁负债	94	94	94	94	归母净利率(%)	6.19	6.30	6.48	6.90
其他非流动负债	111	132	132	132	收入增长率(%)	(5.91)	12.97	9.49	9.74
负债合计	2,356	2,305	2,541	2,799	归母净利润增长率(%)	7.29	15.00	12.55	16.77
归属母公司股东权益	4,205	4,877	5,495	6,217					
少数股东权益	161	208	260	321					
所有者权益合计	4,366	5,084	5,755	6,538					
负债和股东权益	6,722	7,390	8,296	9,337					

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	763	932	963	1,032	每股净资产(元)	8.20	9.51	10.72	12.13
投资活动现金流	(941)	(56)	(43)	(31)	最新发行在外股份(百万股)	513	513	513	513
筹资活动现金流	(319)	(23)	(29)	(34)	ROIC(%)	11.89	12.58	12.53	12.94
现金净增加额	(526)	881	892	967	ROE-摊薄(%)	11.89	11.79	11.78	12.16
折旧和摊销	280	332	333	333	资产负债率(%)	35.05	31.20	30.63	29.98
资本开支	(197)	(35)	(45)	(33)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.61	23.14	20.56	17.60
营运资本变动	(71)	(69)	(112)	(150)	P/B (现价)	3.16	2.73	2.42	2.14

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>