



大洋电机 (002249.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

电机领军企业 “轻装上阵”，机器人

+SOFC 重塑估值

投资逻辑

公司依托建筑通风及家居电器电机行业三十余年技术积累，通过外延式并购成为国内少数能够同时覆盖传统燃油车及新能源车动力方案的独立第三方供应商，20~24 年公司归母净利润 CAGR 达 71%。近年公司加速拓展海外市场，7 月公告筹划港股上市，新建泰国、摩洛哥、美国工厂，25H1 海外营收占比提升至 48%。

推荐逻辑一：新能源汽车需求稳定增长，公司利润弹性有望释放。

1) 行业观点：新能源电驱系统需求增长受三重因素驱动：新能源车销量增长→单车电机配置数量提升→新技术渗透率提升，我们预计 25 年国内/全球电驱系统市场达 1185/1520 亿元。24 年新能源乘用车电机/电控第三方供应商占比恢复至 50%/52% (NE 数据)，长期看好具有技术迭代能力、成本控制、全球化布局的第三方供应商份额提升。**2) 公司布局：**①乘用车：24 年新增量产定点项目 30+；②商用车 800V 驱动电机系统 25 年有望实现欧洲量产供货。24 年公司业务已基本实现盈亏平衡，预计 25-27 年营收 CAGR 约 25%。

推荐逻辑二：全球需求长期向好，传统建筑家居业务为压舱石。

1) 行业观点：1H25 国内以旧换新政策加码，中国家电大盘零售额 4537 亿元，同比+9%；各国能效要求+发展中国家工业化+新兴行业扩张驱动长期需求景气，根据弗若斯特沙利文，全球暖通电驱动系统解决方案市场规模预计到 2029 年增至 3130 亿元，CAGR 达 6%。

2) 公司布局：客户已覆盖格力、海尔、美的、大金、开利、特灵等全球暖通行业主要品牌，推进全球化&下游应用领域拓展（数据中心、储能等），预计 25-27 年营收稳健增长，CAGR 达 15%。

推荐逻辑三：战略路径规划清晰，前瞻布局人形+氢能 (SOFC)。

1) 机器人：轴向磁通电机匹配人形大扭矩、轻量化需求有望成为主流方案，公司储备相关技术，投资工业机器人 3D 视觉龙头梅卡曼德，有望借其客户资源加速产品商业化落地；**2) 氢能：**固体氧化物燃料电池 (SOFC) 基于高效率等优势有望在数据中心环节提升份额，公司氢燃料电池战略定位明确，已在车载领域批量应用。

盈利预测、估值和评级

25-27 年预计实现业绩 11.4/14.0/17.0 亿元，同比+28%/23%/21%，预计传统电机业务稳健增长，新能源车定点项目量产加速驱动、机器人和 SOFC 新业务重塑估值。给予公司 26 年 30 倍 PE，目标市值 420 亿元，目标价 17.20 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

国际贸易冲突、下游行业需求波动、新业务发展不及预期等风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

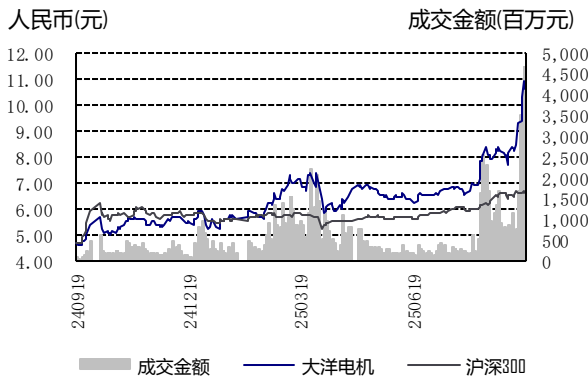
yaoy@gjzq.com.cn

联系人：范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.60 元

目标价 (人民币)：17.20 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,288	12,113	13,390	15,348	17,835
营业收入增长率	3.28%	7.31%	10.54%	14.62%	16.20%
归母净利润(百万元)	630	888	1,138	1,401	1,696
归母净利润增长率	47.57%	40.82%	28.26%	23.04%	21.06%
摊薄每股收益(元)	0.263	0.363	0.466	0.573	0.694
每股经营性现金流净额	0.81	1.01	0.34	0.69	0.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.24%	9.55%	11.53%	13.19%	14.64%
P/E	18.91	16.16	22.74	18.48	15.27
P/B	1.37	1.54	2.62	2.44	2.24

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、基本面：电机及驱动控制领军企业，全球化&多下游布局引领长期发展.....	4
1.1 大洋电机：产业梯级发展战略渐显成效，业绩高速增长、海外营收占比持续提升.....	4
1.2 公司亮点：全球化拓展、技术创新及长效人才激励机制.....	6
二、推荐逻辑一：新能源汽车需求稳定增长，公司利润弹性有望释放.....	8
2.1 行业观点：全球电驱市场为千亿规模，我们长期看好①具有技术迭代能力、②成本控制、③全球化布局的第三方供应商.....	8
2.2 公司布局：技术迭代&客户拓展双轮驱动，卸下历史包袱利润释放可期.....	9
三、推荐逻辑二：国内以旧换新叠加全球需求长期向好，传统业务盈利压舱石支撑战略远征.....	12
3.1 行业观点：国内政策持续加码，我们认为①各国能效要求、②发展中国家工业化、③新兴行业扩张为长期需求驱动.....	12
3.2 公司布局：暖通电机领域龙头，持续推进全球化&下游应用领域拓展.....	13
四、推荐逻辑三：战略路径规划清晰，前瞻布局人形机器人+氢能（SOFC）.....	15
4.1 机器人：轴向磁通电机适配机器人，公司机器人业务布局提速.....	15
4.2 氢能：SOFC 在数据中心应用潜力大，公司已储备相关技术.....	17
五、盈利预测与投资建议.....	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 投资建议及估值.....	20
六、风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 公司营业务主要涵盖①建筑及家居用电机、②新能源汽车动力总成系统、③传统汽车起动机与发电机.....	4
图表 2： 20 年以来公司归母净利润快速增长.....	5
图表 3： 20 年以来公司海外营收增速整体高于国内.....	5
图表 4： 建筑及家居电机&传统汽车业务营收贡献超 80%.....	5
图表 5： 公司整体毛利率相对稳定，新能源业务盈利提升.....	5
图表 6： 公司管理费用率相对稳定、研发费用率逐步提升.....	6
图表 7： 2020 年后公司净利率持续提升.....	6
图表 8： 公司全球化布局领先，海外拥有 7 个制造基地/子公司+4 个研发中心.....	6
图表 9： 公司研发费用率处于行业前列（可比公司卧龙电驱、江特电机、微光股份、江苏雷利、佳电股份等）.....	7



图表 10:	近年公司全面推进数字化转型进程,着力缩短管理和生产节拍,提升组织效能.....	7
图表 11:	2020-2025 年公司累计推出 8 次员工激励计划,覆盖超 5000 人次,累计授予权益总量约 2 亿份....	7
图表 12:	预计 2025 年国内/全球电驱系统市场规模有望达到 1185/1520 亿元.....	8
图表 13:	2024 年除驱动总成,电机/电控/车载充电机第三方供应比例上升.....	9
图表 14:	第三方供应商的优势在于规模优势、技术纵深、质量闭环能力.....	9
图表 15:	公司新能源车动力总成营收体量领先(亿元).....	9
图表 16:	公司新能源车业务营收增速阶段性弱于同行.....	9
图表 17:	公司新能源车辆动力总成系统业务毛利率领先同行.....	10
图表 18:	公司提出多种前瞻性电机高效化设计方案,满足多样化的产品性能与技术需求.....	10
图表 19:	乘用车领域持续拓展国内战略客户和海外新能源汽车市场,加速商用车领域渗透.....	11
图表 20:	上海电驱动业务逐渐步入正轨,利润持续修复.....	11
图表 21:	国家政策持续出台扎实推动大规模设备更新和消费品以旧换新.....	12
图表 22:	1H25 中国家电大盘零售额同比增长 9.2%.....	12
图表 23:	受关税影响 1H25 国内家用电器出口同比+1%.....	12
图表 24:	预计 2024-2029 年全球暖通电驱动系统解决方案市场规模年复合增长率达 6.1%.....	13
图表 25:	公司建筑及家居用电机业务——营收体量领先(单位:亿元).....	13
图表 26:	公司建筑及家居用电机业务营收增速——与可比公司基本相当.....	13
图表 27:	公司建筑及家居用电机毛利率领先卧龙电驱、科力尔.....	14
图表 28:	BHM 事业部下属子公司持续研发新产品,为数据中心、储能等行业提供高效可靠的电机/风机解决方案.....	14
图表 29:	电机应用于线性/旋转执行器、灵巧手环节,价值量占比提升.....	15
图表 30:	径向磁通电机和轴向磁通电机拓扑结构:根本差异在磁场方向不同.....	16
图表 31:	机器人用电机拓扑结构对比:轴向磁通电机具有轴向尺寸紧凑、转矩/功率密度高、空间利用率高的优点.....	16
图表 32:	公司通过“自主研发+产学研合作+战略投资”相结合的方式布局机器人业务.....	17
图表 33:	SOFC 系统结构组成:SOFC 系统包含电堆和辅助系统.....	17
图表 34:	电堆主要包括阳极阴极、电解质、连接体.....	17
图表 35:	预计 2024 年至 2028 年的复合年增长率高达 46%.....	18
图表 36:	算力中心中 IT 设备能耗高达 67%.....	18
图表 37:	全球数据中心、加密货币、AI 等用电量高增.....	18
图表 38:	公司业务预测总览(亿元).....	20
图表 39:	可比公司估值表(市盈率法)(亿元).....	20



一、基本面：电机及驱动控制领军企业，全球化&多下游布局引领长期发展

1.1 大洋电机：产业梯级发展战略渐显成效，业绩高速增长、海外营收占比持续提升

（一）介绍：深耕电机及驱动控制领域，目前主要下游集中在家电/建筑/汽车等领域

公司成立于1994年，2008年6月深交所主板上市，2011-2015年先后收购芜湖杰诺瑞、北京佩特来、美国佩特来集团完善车辆电机领域布局，2016年全资收购上海电驱动，正式切入新能源汽车电驱动系统领域，并参股加拿大巴拉德公司，前瞻布局氢燃料电池业务。

公司目前在全球范围内，包括美国、墨西哥、英国、越南、印度、泰国、摩洛哥（生产基地投建中）等国家，设立了子公司及生产基地，产品销往全球80多个国家和地区，具备年产超8000万台套建筑通风及家居电器电机、800万台车辆旋转电器、100万台套新能源汽车动力总成系统，以及3000套氢燃料电池系统的生产能力。

经过三十余年沉淀积累，公司已经发展成为全球建筑及家居电器电机、车辆旋转电器、新能源汽车电驱动系统等行业的龙头企业之一（同类头部玩家还有卧龙电驱、联合动力等），目前已形成“建筑通风及家居电器电机+新能源汽车动力总成系统+氢燃料电池系统”三级产业阶梯式发展战略方向：

- 建筑及家居用电机（BHM）：传统优势业务，包含家用/商用空调用电机、建筑通风设备用电机等，25H1收入占比61%，为公司贡献稳定的利润来源，与国内外主流家电企业（美的、格力、海尔、大金等）建立了长期合作关系。
- 车辆事业集团（EVBG）：25H1收入占比38%，包括①传统车辆起动机发电机、和②新能源汽车电驱动系统。其中新能源汽车电驱动系统是公司战略发展的核心，核心竞争力在于公司自主研发的先进技术，包括全球首款量产800V高压SiC电机控制器以及扁线电机技术，合作长安、北汽、东风、小鹏、雷诺、印度塔塔、韩国现代等客户。
- 氢燃料电池系统（BOP）：下游应用于发电、储能两大产业领域，通过参股加拿大巴拉德公司在燃料电池核心技术领域积累先发优势，据公司公告，其氢燃料电池系统技术迭代领先行业1-2年，目前业务占比少但已实现小批量盈利。

25年2月公司设立“人形机器人电机”项目组，8月公司投资参股以“AI+3D”视觉为核心的智能机器人头部企业梅卡曼德，目前已完成机器人关节模组方案设计。

图表1：公司营业务主要涵盖①建筑及家居用电机、②新能源汽车动力总成系统、③传统汽车起动机与发电机



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所（注：营收占比采用2025年中报数据）



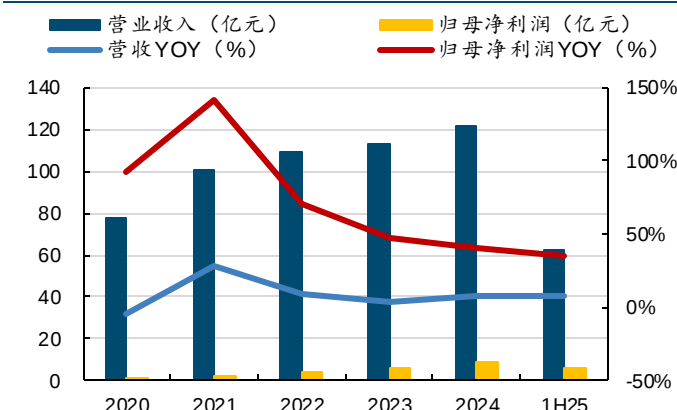
(二) 经营情况：海外营收占比持续提升，盈利能力持续修复

甩掉“历史包袱”轻装上阵，未来业绩有望实现健康增长。

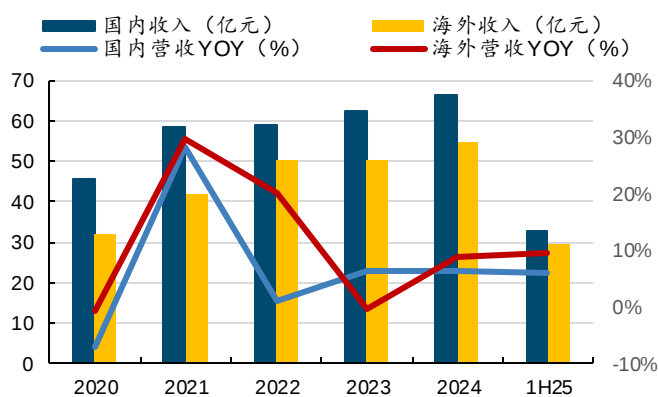
2018 年公司计提上海电驱动、北京佩特来等商誉减值准备 24 亿元，导致利润大幅下滑；2020-2024 年公司营收和归母净利润年化复合增速分别为 71% 和 71%，营收端稳健增长，业绩快速增长主要系资产减值损失大幅缩窄、期间费用率下降等因素驱动。25H1 公司实现营业收入 62.4 亿元，同比+8%；归母净利润 6.0 亿元，同比+34%，维持较快增长。分地区看，近年来公司海外营收增速整体高于国内，25H1 公司海外营收占比提升至 48%，未来随着海外产能陆续投产，预计海外收入占比将进一步提升。

图表2：20 年以来公司归母净利润快速增长

图表3：20 年以来公司海外营收增速整体高于国内



来源：wind，国金证券研究所



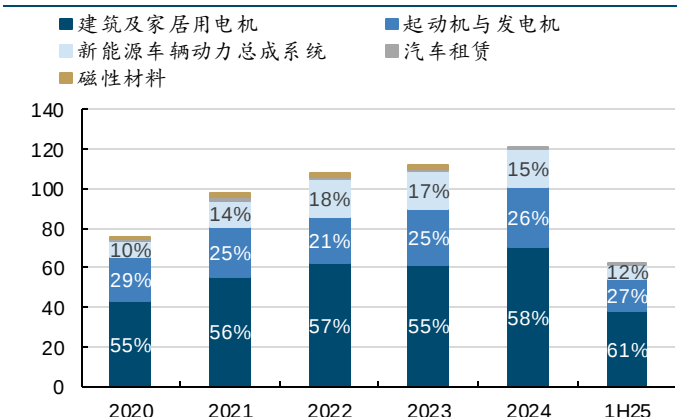
来源：wind，国金证券研究所

建筑及家居电机&传统汽车业务营收贡献超 80%，新能源汽车业务盈利提升。

公司传统业务建筑及家居电机、起动机与发电机板块贡献主要营收（25H1 合计营收占比 88%），2020-2024 年营收复合增速分别达到 13%、9%，新能源汽车动力总成业务增速更高达 24%。毛利率方面，除 21 年受原材料价格上涨影响，建筑及家居电机毛利率基本保持 24-26%；24 年起动机与发电机毛利率下降至 19%，预计受传统燃油车市场增长放缓及市场竞争加剧，公司采取价格竞争策略影响；新能源汽车业务公司聚焦核心客户，全球生产基地布局提升交付效率，提升关键部件自制率（如电机控制器核心组件），减少对外购部件的依赖，降低采购成本，24 年毛利率提升至 16%，25H1 进一步上升至 19%。

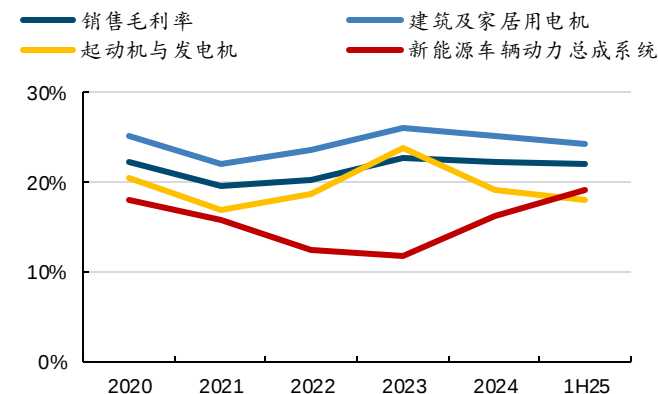
图表4：建筑及家居电机&传统汽车业务营收贡献超 80%

图表5：公司整体毛利率相对稳定，新能源业务盈利提升



来源：wind，国金证券研究所（*注：图中百分比为各业务板块营收占比，23 年

公司处置完成公司持有的子公司宁波科星、上海顺祥的股权，24 年磁性材料及汽车租赁业务营业收入大幅减少）



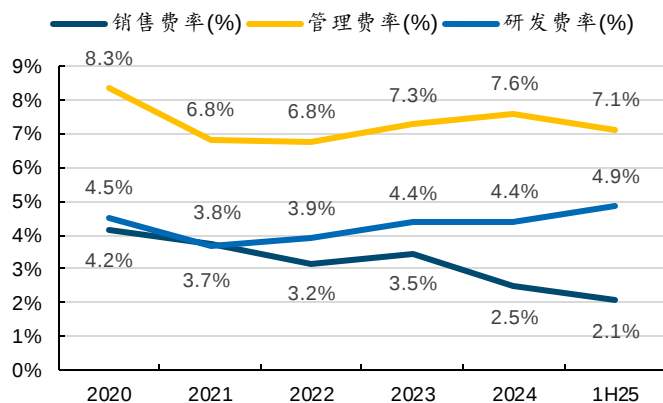
来源：wind，国金证券研究所

20 年以来公司毛利率相对稳定，期间费用显著改善，净利率快速提升。除 2021-2022 年原材料价格上涨影响，公司毛利率基本维持 22% 以上，保持稳定；期间费用率从 2020 年 17.8% 下降至 13.8%，同比-4.0pct，一方面受 24 年会计政策调整部分销售费用记入营业成本导致销售费用率下降，另一方面公司货币资金充裕，2020-2024 年利息收入持续增长导致财务费用下降；公司期间费用率下降叠加资产减值损失缩窄，净利率因此快速提升，25H1 修复已至 10.3%，在工控&电机行业中处于中等偏上水平。

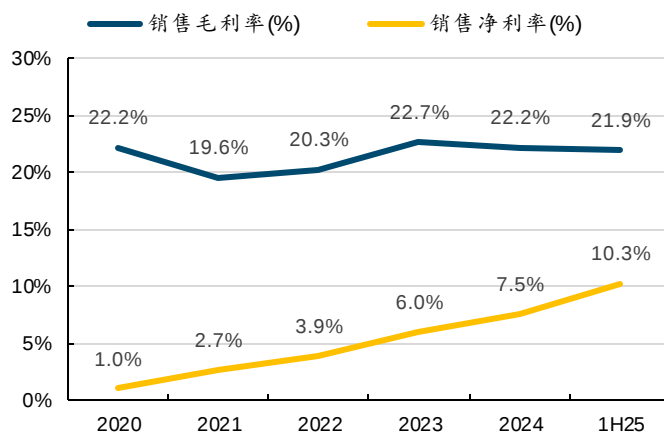


图表6: 公司管理费用率相对稳定、研发费用率逐步提升

图表7: 2020年后公司净利率持续提升



来源: wind, 国金证券研究所



来源: wind, 国金证券研究所

1.2 公司亮点: 全球化拓展、技术创新及长效人才激励机制

(一) 亮点①: 全球化布局领先, 海外产能持续扩张、规划港股上市

公司1998年首次以自有品牌出口海外市场, 目前子公司遍布及美国、墨西哥、英国、越南、印度等多个国家, 产品远销五大洲80多个国家和地区, 在海外拥有7个制造基地/子公司、4个研发中心, 国外员工人数超2800人。24年公司加速全球化布局, 加大对东南亚、欧洲等市场的拓展力度, 先后启动了泰国工厂、摩洛哥工厂、美国印第安纳工厂建设:

- 泰国生产基地: 新能源汽车动力总成系统及其关键零部件, 为公司国内战略客户位于东南亚的工厂提供产品配套(覆盖50万辆新能源车需求), 目前已正式投产;
- 摩洛哥生产基地: 覆盖公司两大事业板块的产品, 以更好地服务公司欧洲及其他海外客户, 其中包括著名车企雷诺, 预计最快于25年底投产。
- 美国印第安纳工厂: 与墨西哥、摩洛哥、越南工厂共同构成BHM事业部海外核心制造基地群, 针对不同区域的差异化关税灵活规划和调整产能, 预计最快于26年底投产。

25年7月公司披露筹划在香港联交所上市, 我们认为这是其深化全球化战略布局的重要举措, 成功上市后将进一步增强公司资本实力, 加速推进其海外业务拓展和技术创新。

图表8: 公司全球化布局领先, 海外拥有7个制造基地/子公司+4个研发中心



来源: 公司公告, 国金证券研究所

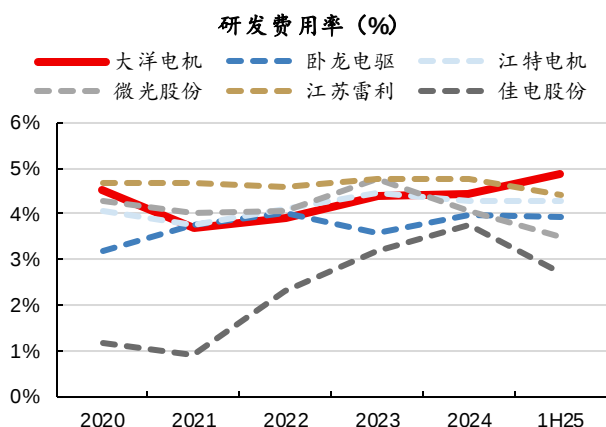


(二) 亮点②：技术创新+数字化转型+长效人才激励机制持续激发企业经营活力

公司高度重视技术研发，国内外设有 11 个研发中心，过去 5 年研发费用率约 4.5%，处于行业前列。公司研发并量产的一系列产品，如 EC 风机、半封闭压缩机专用电机、800V 碳化硅控制器、“多合一”扁线电驱动总成、增程器发电机系统、氢燃料电池系统及其关键零部件等，均在行业内处于技术领先地位。

同时公司近年数字化转型成果显著：芜湖杰诺瑞“起动机总装数字化车间”于 23 年获得“安徽省数字化车间”称号，潍坊佩特来于 24 年成功入选山东省数字经济“晨星工厂”。24 年公司 BHM 事业部完成数字化初步建设，累计完成数字化改造超过 1500 项（具体到产线），覆盖中山、湖北、上海、潍坊、芜湖、越南、墨西哥等生产基地，25 年公司将正式启动实施 AI 战略，加速 AI 技术在生产、管理场景的全面渗透。

图表9：公司研发费用率处于行业前列（可比公司卧龙电驱、江特电机、微光股份、江苏雷利、佳电股份等）



图表10：近年公司全面推进数字化转型进程，着力缩短管理和生产节拍，提升组织效能



来源：wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

20 年以来公司持续加大员工激励力度，强化核心团队与公司战略的长期绑定。

2020-2025 年公司对不同类型的激励对象实施了多元化激励方案，累计推出 8 次员工激励计划，形成“股票期权为主、股票增值权为辅”的激励体系，覆盖超 5000 人次核心管理及技术骨干，累计授予权益总量约 2 亿份，充分调动员工的积极性和创造性。

此外公司还特别针对新能源汽车电驱动力总成系统及氢燃料电池系统业务的核心研发人员实施了“领航计划”系列员工持股计划，提升核心研发人员的稳定性，在激烈的行业竞争中实现技术创新，进一步提高产品竞争力和市场地位。

图表11：2020-2025 年公司累计推出 8 次员工激励计划，覆盖超 5000 人次，累计授予权益总量约 2 亿份

计划年度	激励工具	授予数量 (万份)	激励对象人数	考核目标
2020年	股票期权	4195	高管、中层及核心骨干	-
2021年	股票期权	4197	856人	-
2022年	股票期权	3112	981人	以2021年营收/净利润为基数，2022年营收/净利润增长率不低于10%/15%； 2023年营收/净利润增长率不低于15%/30%；2024年营收/净利润增长率不低于20%/45%；
2023年	股票期权	3490	1041人	以2022年营收/净利润为基数，2023年营收/净利润增长率不低于10%/10%； 2024年营收/净利润增长率不低于15%/15%；2025年营收/净利润增长率不低于20%/20%；
2024年	股票增值权	290	48人（外籍及海外骨干）	以2021-2023年营收/净利润平均数为基数，2024年营收/净利润增长率不低于12%/50%； 2025年营收/净利润增长率不低于18%/60%；2026年营收/净利润增长率不低于22%/70%；
2024年	股票期权	2209	972人（中层及核心骨干）	
2025年	股票期权	1560	715人（中层及核心骨干）	以2022-2024年营收/净利润平均数为基数，2025年营收/净利润增长率不低于10%/45%； 2026年营收/净利润增长率不低于15%/55%；2027年营收/净利润增长率不低于20%/65%；
2025年	股票增值权	880	501人（车辆事业部集团核心管理人员及骨干、外籍及海外骨干）	

来源：公司公告，国金证券研究所



二、推荐逻辑一：新能源汽车需求稳定增长，公司利润弹性有望释放

2.1 行业观点：全球电驱市场为千亿规模，我们长期看好①具有技术迭代能力、②成本控制、③全球化布局的第三方供应商

1H25 国内新能源汽车销量 693.7 万辆，同比+40%，渗透率提升至 44%，新能源汽车电驱系统需求增长本质上是三重因素叠加：新能源汽车销量增长→单车电机配置数量提升→新技术渗透率提升。

- **新能源汽车销量增长：**当前“双碳”目标已成为全球共识，各国政府通过制定战略目标、出台政策法规等措施鼓励新能源汽车市场迅速发展。我国新能源汽车自 2021 年进入市场化阶段以来，新能源汽车销量快速增长。24 年我国新能源汽车渗透率已经突破 40%，参考乘联会及 Marklines 数据，我们预计 25/26 年国内新能源汽车销量有望达到 1580/1815 万台，同比增长 30%/15%，全球新能源汽车销量有望达到 2027/2327 万台，同比增长 24%/15%。
- **单车电机配置数量提升：**随着新能源汽车对于性能的持续追求，中高端车型加速普及双电机甚至三电机配置（如四驱车型前后桥独立驱动），动力系统搭载量提升将增加单车配套价值。
- **新技术渗透率提升：**电机领域加速推进扁线绕组工艺、油冷散热设计及 800V 高压平台适配；电控模块向单管并联拓扑结构和碳化硅 MOSFET 应用迭代；减速器则探索 2 档变速架构等。随着高附加值技术方案的规模化导入，单车配套价值中枢将实现上移。

综上，我们预计新能源汽车电驱系统单价有望提升至 0.8 万元/台，2025 年国内/全球电驱系统市场规模有望分别达到 1185/1520 亿元。

图表12：预计 2025 年国内/全球电驱系统市场规模有望达到 1185/1520 亿元

	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球新能源汽车销量（万台）	987	1307	1634	2027	2327
yoy	59.7%	32.4%	25.0%	24.1%	14.8%
中国新能源汽车销量（万台）	649	887	1223	1580	1815
yoy	96.8%	36.7%	37.9%	29.2%	14.9%
电驱系统单价（万元/台）	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
国内新能源电驱系统市场规模（亿元）	454	621	856	1185	1361
全球新能源电驱系统市场规模（亿元）	691	915	1143	1520	1745

来源：乘联会，公司公告，国金证券研究所

2024 年电机/电控/车载充电机第三方供应比例企稳回升，看好具有技术迭代能力、成本控制、全球化布局的第三方供应商份额提升。

新能源汽车主机厂基于技术主导权掌控、供应链安全及成本优化三重考量，推进动力系统自研进程。据 NE 时代统计，2021-2023 年期间驱动总成/电机/电控/车载充电机的第三方供应占比持续收缩，分别下降至 34%/49%/51%/67%，引发市场对第三方供应商未来生存空间的担忧。我们认为行业终将形成“专业分工+动态制衡”的良性格局，核心逻辑在于：

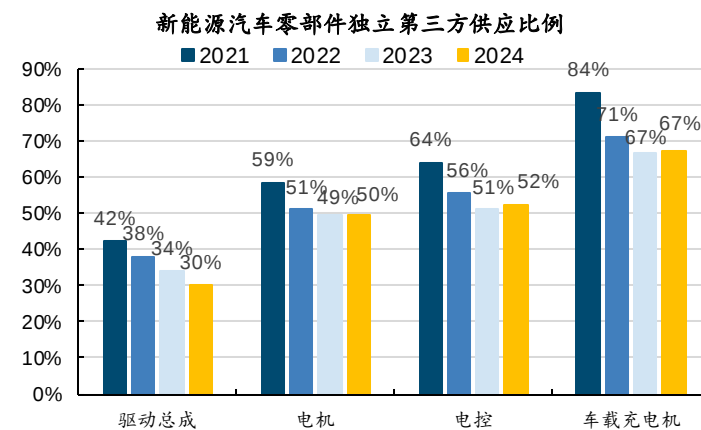
- 1) 主机厂自研存在成本与规模经济局限性：自研需要较大研发投入，且需足够销量摊薄成本（年销 20 万辆以上方能覆盖研发与产线成本）。新能源汽车市场“车型多、迭代快”的特征导致多数单一车型难以实现有效的规模效应。
- 2) 第三方供应商具备不可替代性：独立第三方供应商通过服务多个客户从而平滑需求波动，基于跨主机厂合作积累经验形成高兼容技术平台，通过规模化整合、技术纵深积淀与质量闭环能力，能够为主机厂提供“降本、增效、提质”的系统性解决方案。
- 3) 新能源汽车消费者更关注续航、智能化等参数，电驱差别感知并不明显，类比燃油车时代整车厂核心竞争力在于发动机，同质化零部件最终主要由第三方供应。



从当前格局看，除比亚迪、特斯拉通过垂直供应链整合实现了零部件及总成全量自制外，其他主机厂均在自制部分总成及少量零部件的基础上批量外采电机定子转子、电控、电源等核心部件。2024 年除驱动总成，电机/电控/车载充电机第三方供应比例企稳回升，长期维度：①具有技术迭代能力、②成本控制优势、③全球化布局的第三方供应商将持续受益。

图表13：2024 年除驱动总成，电机/电控/车载充电机第三方供应比例上升

图表14：第三方供应商的优势在于规模优势、技术纵深、质量闭环能力



模式	优势	劣势
主机厂自研	①掌握技术主导权：深入研发可提升技术创新能力； ②平衡成本与供应链安全：可复用产线降低成本，减少对外部供应商依赖，提升供应链稳定性； ③满足特定车型需求：能根据自身车型设计研发匹配的电驱系统，提升整车性能。	①重资产投入与资源分散：需投入大量资金和资源，面临车型平台多样化和爆款车型交付压力，平衡技术迭代和成本控制难度大； ②技术深耕受限：自制零部件优先满足特定车型，可能弱化在动力系统领域的技术积累。
第三方供应商供应	①规模优势：整合多客户需求，实现设备利用率最大化和成本优化，规模化采购降低成本； ②技术纵深：专注于动力系统产品创新，技术矩阵覆盖全产品链条，跨主机厂合作积累经验，形成高兼容技术平台； ③质量闭环能力：通过多客户、多场景实践积累经验，构建质量闭环体系，从设计源头保障产品质量。	①依赖主机厂订单：业务依赖主机厂，受主机厂需求变化和供应链调整影响大； ②可能存在技术适配问题：产品可能无法完全满足主机厂特定需求，在与主机厂的技术协同和定制化开发上存在挑战； ③潜在竞争压力：随着主机厂自研能力提升或其他第三方供应商进入，市场竞争加剧，面临被替代风险。

来源：NE 时代，国金证券研究所

来源：联合动力公告，国金证券研究所

2.2 公司布局：技术迭代&客户拓展双轮驱动，卸下历史包袱利润释放可期

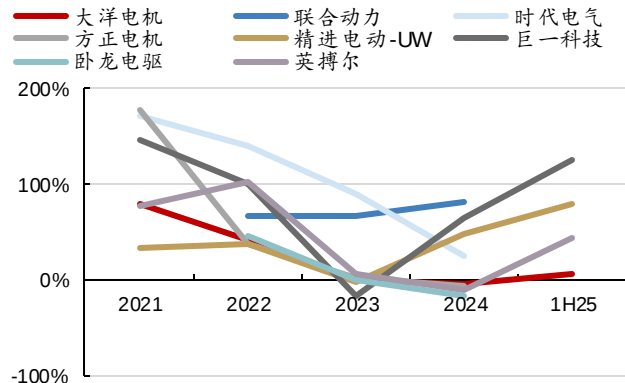
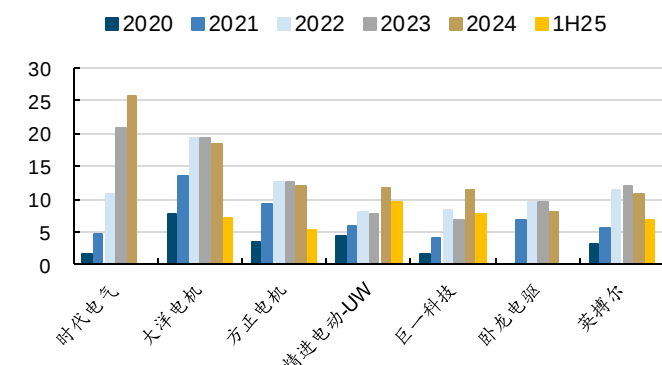
依托核心资产上海电驱动，技术底蕴深厚，优化见效、盈利跃居行业前列。

公司 16 年全资收购上海电驱动全面布局新能源汽车动力总成系统，上海电驱动作为国家高新技术企业及国家级专精特新企业（设立于 2008 年），拥有深厚的技术积淀，曾先后承担和参与国家“863”计划项目 30 余项、国家科技支撑计划项目 9 项、国家创新工程项目 7 项、国家重点研发计划项目 10 项及上海市科技项目 20 余项，彰显其研发实力。根据 NE 数据，2024 年上海电驱动在国内增程式发电机独立第三方供应商装机量排名中位居首位。

目前国内电驱系统第三方供应商包括联合动力、时代电气、大洋电机、方正电机、精进电动等。公司营收体量在二线第三方供应商中处于领先地位。尽管 23-24 年受配套车型市场表现不及预期及新项目量产爬坡周期较长等因素影响，公司整体营收增速阶段性弱于同行，但公司持续进行产品结构优化，提升关键零部件自制率及整体运营效率，推动盈利能力显著改善，1H25 毛利率已提升至 19%，达到行业领先水平。

图表15：公司新能源车动力总成营收体量领先（亿元）

图表16：公司新能源车业务营收增速阶段性弱于同行

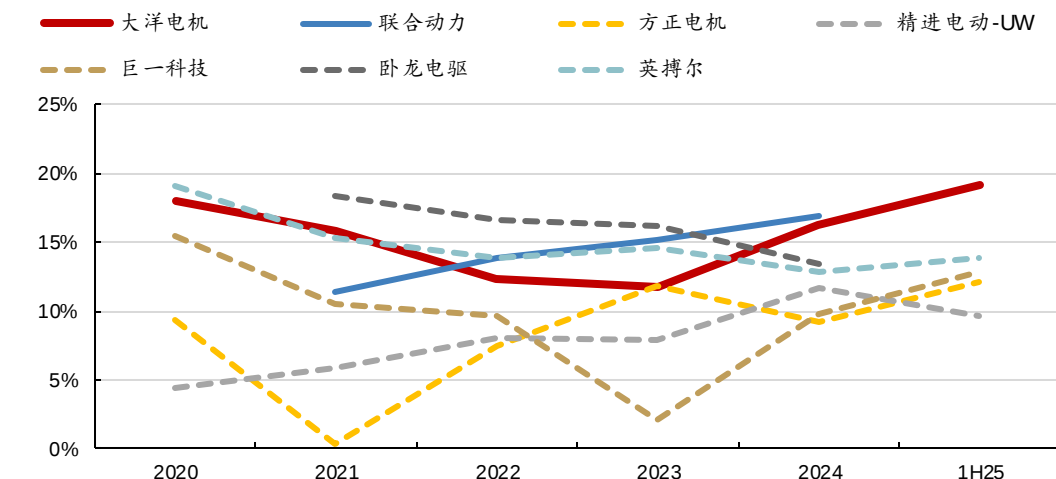


来源：wind，国金证券研究所（*注：时代电气—新能源汽车电驱系统，大洋电机—新能源车动力总成系统，方正电机—驱动电机和汽车电子，精进电动-UW—新能源汽车电机驱动系统，巨一科技—新能源汽车电机驱动系统，卧龙电驱—交

来源：wind，国金证券研究所（*注：联合动力—电驱系统，时代电气—新能源汽车电驱系统，大洋电机—新能源车动力总成系统，方正电机—驱动电机和汽车电子，精进电动-UW—新能源汽车电机驱动系统，巨一科技—新能源汽车电机驱动系统，卧龙电驱—交



图表17: 公司新能源车辆动力总成系统业务毛利率领先同行



来源: wind, 国金证券研究所 (*注: 时代电气—新能源汽车电驱系统, 大洋电机—新能源车动力总成系统, 方正电机—驱动电机和汽车电子, 精进电动-UW—新能源汽车电机驱动系统, 巨一科技—新能源汽车电机驱动系统, 卧龙电驱—交通机电, 英搏尔—电驱总成+电机控制器, 时代电气未披露新能源汽车电驱系统业务毛利率)

(一) 技术领域: 公司提出多种电机高效设计方案, 稳固技术领先地位。

新能源汽车主驱电机行业技术发展主线: 围绕“高效率、高转速、轻量化、低噪声”的核心目标, 扁线电机技术迅速成为主流, 并带动了材料(超薄硅钢片)、工艺(粘接、退火)、冷却(油冷)和设计(极槽配合)等一系列技术的协同演进。

上海电驱动作为行业领先的供应商, 不仅跟进技术趋势(如推广扁线、采用薄硅钢片), 更注重底层创新(如首创 54 槽 6 极、研发 N-pin/X-pin、开发专利油路)和精益设计(如多因素平衡优化), 从而提供综合性能更优的电驱动系统解决方案。

2025 年 7 月, 历经 3 年四轮开发迭代, 公司全球首发向心式油冷 (U+X) PIN 定转子, 产品具备高效能、低噪声、高散热性等优点, 推动电机体积缩小、功率密度提升, 进一步稳固公司新能源汽车电驱系统技术领先地位。

图表18: 公司提出多种前瞻性电机高效化设计方案, 满足多样化的产品性能与技术需求

技术领域	行业技术发展趋势与挑战	上海电驱动的优化与创新方案	方案优势与成果
绕组技术 (扁线化)	1. 趋势: 从圆线转向扁线, 以提高铜满率、效率、功率密度。 2. 挑战: 交流损耗 (ACLoss) 增大, 尤其在高速时; 制造工艺 (如焊接) 难度高。	1. 极槽配合创新: 率先采用 54 槽 6 极方案, 替代传统的 48 槽 8 极, 降低运行频率和交流损耗。 2. 层数与尺寸优化: 精心设计绕组层数与尺寸平衡, 而非盲目增加层数, 以兼顾交流损耗和铜满率。 3. 先进焊接工艺: 自主研发 N-pin 焊接技术, 解决端部高度和量产工艺难题。 4. 布局前沿技术: 开发 X-pin 技术, 进一步降低端部高度, 实现轻量化和降本。	1. 54 槽 6 极方案成为行业主流, 更适合高速扁线电机, 实现更高功率、更大转矩和更优效率。 2. N-pin 技术实现量产应用。 3. X-pin 产品已通过验证, 获客户认可, 计划 2025 年初量产。
铁芯材料与工艺	1. 趋势: 采用更薄的硅钢片 (如 0.25mm→0.2mm→0.15mm) 以降低铁耗, 尤其在中高速区。 2. 挑战: 传统铁芯结合方式 (扣点、焊接) 会破坏磁路完整性, 增加铁耗。	1. 应用超薄硅钢片: 量产采用 0.2mm 硅钢片; 0.15mm 产品进入样机试制阶段。 2. 铁芯粘接技术: 采用模具内点胶或自粘接技术替代扣点/焊接, 消除工艺引起的铁耗。 3. 优化退火工艺: 应用退火技术消除应力, 提高导磁性; 并结合机壳配合设计, 以最大化其效果。	1. 有效降低铁芯铁损, 显著提升电机在 CLTC/WLTC 工况中高速区的效率。 2. 粘接技术成为降低铁耗的有效手段。
磁钢优化	挑战: 磁钢在交变磁场下产生涡流损耗, 影响效率并导致温升。	磁钢分块粘接技术: 将整块磁钢分割成多个小块后再粘接, 以阻断涡流路径, 减少涡流损耗。	1. 可降低磁钢涡流损耗和温升。 2. 能使 CLTC 工况效率提升约 0.1%, 高速区效果更显著。 3. 该技术已应用于量产产品。
冷却技术	1. 趋势: 油冷技术成为中高端电驱主流, 以提升持续性能。 2. 挑战: 油品选择 (粘度平衡) 和油路设计对效率与冷却效果至关重要。	1. 油品科学选型: 精准选择油品粘度, 平衡冷却效果与搅油损耗。 2. 创新油路设计: 拥有多项发明专利 (如向心式油冷技术), 设计高效油路消除死区, 兼顾冷却与低损耗。	1. EP150 三合一电驱系统实现单电机效率超过 97.5%。
电磁设计	挑战: 转子谐波会导致定子铁耗增加和 NVH 问题。	1. 转子磁路优化: 精心设计转子磁路拓扑, 以减少谐波。 2. 专利绕组方案: 采用无环流绕组专利方案, 显著降低铁耗。	1. 有效降低定子铁耗, 对优化电机 NVH 性能有积极作用。 2. 进一步提升电机效率。

来源: 公司公众号, 公司公告, 国金证券研究所



(二) 市场/客户拓展领域：乘用车凭借平台迭代持续拓展国内战略客户和海外新能源汽车市场，商用车依托多场景适配能力加速渗透。

- 乘用车：①第三代产品平台核心技术及关键零部件获得突破，覆盖深蓝汽车、东风汽车、奇瑞汽车等国内车企及韩国现代、印度塔塔等国际客户多款車型；②多合一驱动总成实现法国雷诺、武汉易捷特等客户车型量产；③第二代油冷扁线增程发电机平台完成技术升级，市场保持领先。2024 年新增新能源汽车量产定点项目 30 余项，先后于 2024 年下半年至 2025 年实现量产。
- 商用车：①客车领域：高转矩直驱电机系统在苏州金龙、南京金龙等实现量产配套；②重卡领域：增程发电机及集成 AMT 变速箱的驱动电机实现量产开发，持续获取批量订单；③工程机械：专用电机系统获国际头部客户项目定点。公司 800V 功率系列化和规格化的高压风机二合一驱动电机系统，完成多轮整机测试与验证，预期在 2025 年实现向欧洲动力总成客户量产供货。

在技术持续迭代与客户加速导入的背景下，我们认为公司稳健的传统业务将为新能源汽车业务提供双重支撑：一方面，可提供稳定的现金流，保障前瞻性研发投入；另一方面，凭借其在车辆旋转电器业务积累及“佩特来”&“杰诺瑞”客户关系（传统燃油车），公司将直接受益于客户向新能源转型的趋势，顺势切入其电动化供应链，形成天然的卡位优势。

此外公司重庆、泰国、摩洛哥工厂陆续投产将进一步扩大公司新能源汽车动力总成的产能规模，加强与国内外头部汽车厂家建立合作，为公司业务长期发展提供保障。

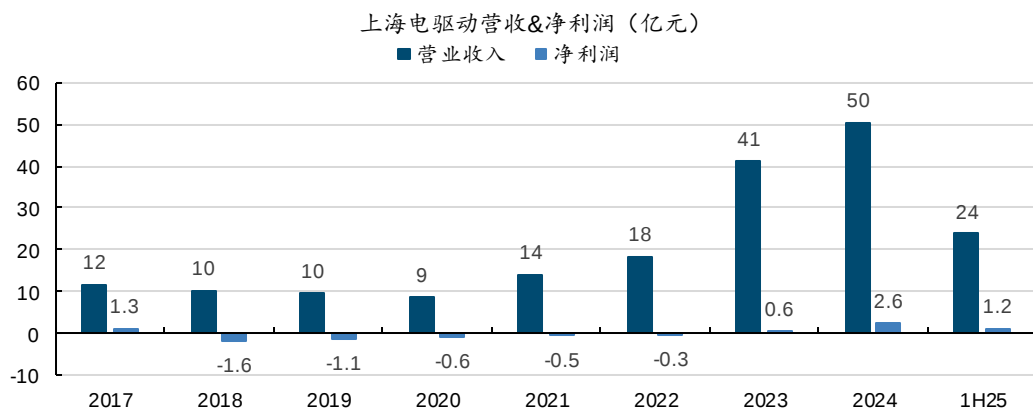
图表19：乘用车领域持续拓展国内战略客户和海外新能源汽车市场，加速商用车领域渗透

	技术领域	主要进展	客户应用/突破
乘用车	第三代产品平台	油冷扁线永磁同步/异步电机、碳化硅控制器、高等级电磁兼容及网络安全技术实现量产应用	深蓝汽车、东风、奇瑞、北汽新能源、上汽通用五菱、韩国现代、印度塔塔等多个车型量产
	多合一集成技术	集成电机控制器、车载电源及充电机的多合一电控总成；集成电控总成和高速减速器的多合一电驱动总成实现突破	法国雷诺、武汉易捷特等国内外客户车型量产应用
	增程发电机	第二代油冷扁线增程发电机总成平台技术升级	深蓝汽车、东风、广汽、奇瑞等整车增程式乘用车量产，产销量在增程市场保持领先
商用车	动力总成升级	产品综合性能提升与迭代升级	国内外商用车客户量产应用，市场持续增长
	高转矩直驱电机	新一代系统实现量产配套	苏州金龙、南京金龙、上海申沃等客车企业
	电动重卡系统	增程发电机和集成AMT变速箱的驱动电机实现量产开发	持续获得批量订单
	纯电驱动总成	双电机串联系统获得18米BRT客车项目定点	苏州金龙项目定点
	工程机械电机	系统获得国际工程机械客户项目定点	工程机械领域应用拓展
	电驱动桥系统	新一代客用电驱动桥电机系统获得定点	方盛车桥客户项目定点
	扁线电机系统	高速扁线电机获得轻型卡车量产项目定点	江淮客户轻型卡车项目
	二合一电机电控	系统获得轻型商用车项目定点	江淮、福田等客户项目定点
	高压风扇电机	重型车辆用高压风扇电机系统实现整车可靠性验证与小批供货	重型车辆应用突破

来源：公司公告，国金证券研究所

公司新能源汽车电驱动业务前期发展主要受资产&信用减值拖累，近年来公司通过加大减值风险处置力度、优化资产结构及客户账期管理，显著降低历史包袱影响，我们测算 24 年公司该业务已经基本实现盈亏平衡。在前期包袱处理基本完成的情况下，看好公司新能源汽车业务步入正轨，利润弹性持续释放。

图表20：上海电驱动业务逐渐步入正轨，利润持续修复



来源：公司公告，国金证券研究所（*注：自 2023 年开始公司将子公司芜湖杰诺瑞、北京佩特来与上海电驱动合并披露）



三、推荐逻辑二：国内以旧换新叠加全球需求长期向好，传统业务盈利压舱石支撑战略远征

3.1 行业观点：国内政策持续加码，我们认为①各国能效要求、②发展中国家工业化、③新兴行业扩张为长期需求驱动

促消费成为国内政策主旋律，家电以旧换新需求潜力巨大。

2024 年以来，国家先后下发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》、《关于促进服务消费高质量发展的意见》、《提振消费专项行动方案》推动消费品以旧换新。2025 年政府工作报告中提出超长期特别国债支持消费品以旧换新。

根据国家发改委数据，截至 24 年底，我国汽车保有量达到 3.36 亿辆，冰箱、洗衣机、空调等家电保有量超过 30 亿台；车龄 15 年以上的乘用车超过 700 万辆，至少有 1.8 亿台家电产品已超过安全使用年限，汽车、家电等产品换新蕴藏万亿元规模的市场空间。

图表21：国家政策持续出台扎实推动大规模设备更新和消费品以旧换新

发布时间	政策	主要内容
2024年7月	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	支持家电产品以旧换新，根据能效或水效标准给予不同额度补贴。
2024年8月	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	培育提供改造设计、定制化整装、智能化家居等一站式、标准化产品和服务的龙头企业，推广应用先进绿色低碳技术，完善能效水效标识管理。
2025年1月	《国家发展改革委、财政部关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	继续向地方直达拨付超长期特别国债支持以旧换新；扩大范围与标准：①家电：扩至12类（新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲），二级补15%、一级补20%，单件≤2000元；②家装厨卫与适老化改造由各地自定品类与标准；
2025年3月	《提振消费专项行动方案》	用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新，推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级，支持换购合格安全的电动自行车。
2025年7月	《扎实推动大规模设备更新和消费品以旧换新》	不仅传统家电与汽车，更多品类（数码产品、家装厨卫、智能化、适老化改造等）纳入支持范围或正在被加快纳入。

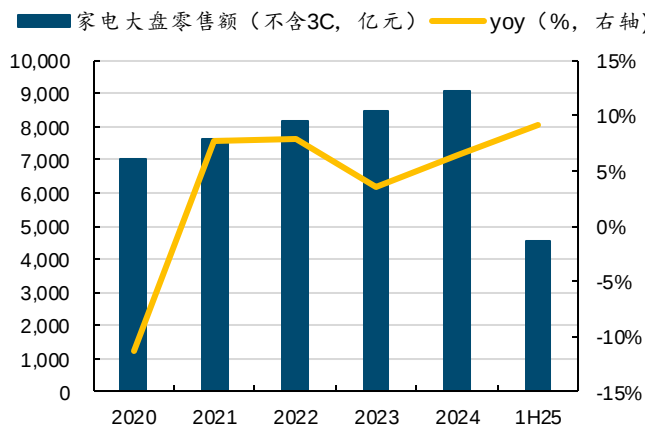
来源：国务院，发改委，国金证券研究所

1H25 国内家电在“国补”带动下较快增长，出口受关税影响降速，全球需求长期存在。

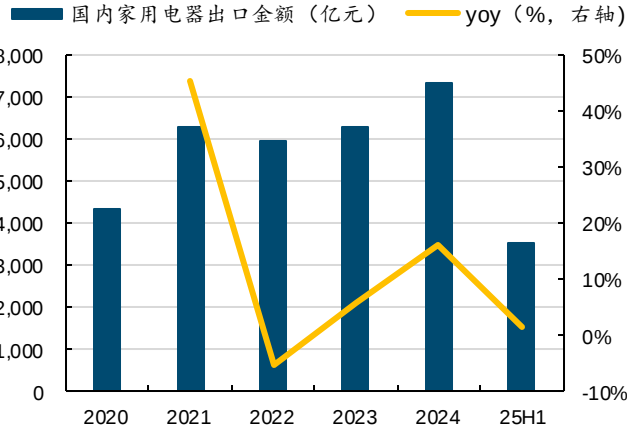
25 年上半年国内以旧换新政策加码，家电行业维持较快增长，据奥维云网，中国家电大盘（不含 3C）零售额 4537 亿元，同比+9.2%，家电出口受关税影响降速。长期维度，各国在建筑行业实施能效法规、发展中国家城市化&工业化、半导体制造&数据中心行业扩张等因素将驱动建筑及家居用电机需求稳健增长。根据弗若斯特沙利文数据，全球暖通电机驱动系统解决方案市场规模预计到 2029 年增长至 3130 亿元，年复合增长率达 6.1%。

图表22：1H25 中国家电大盘零售额同比增长 9.2%

图表23：受关税影响 1H25 国内家用电器出口同比+1%



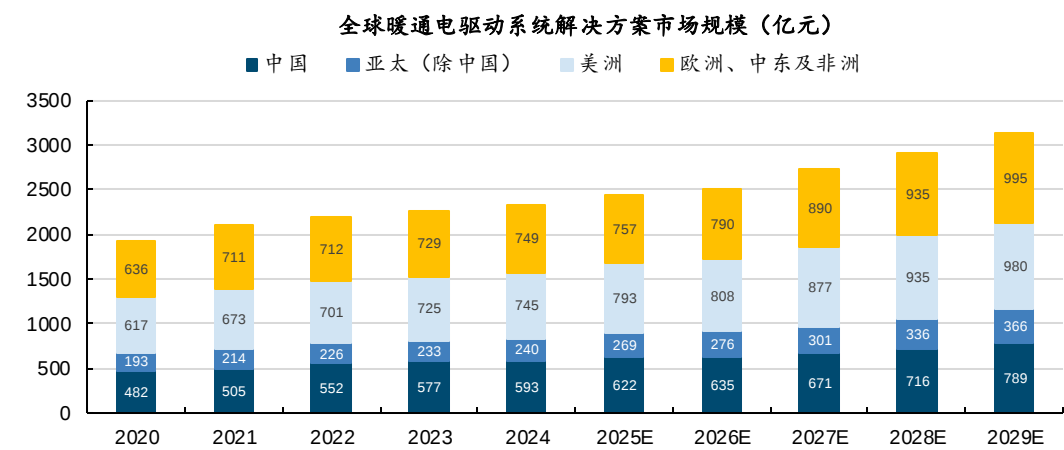
来源：奥维云网，国金证券研究所



来源：wind，海关总署，国金证券研究所



图表24：预计 2024-2029 年全球暖通电驱动系统解决方案市场规模年复合增长率达 6.1%



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

3.2 公司布局：暖通电机领域龙头，持续推进全球化&下游应用领域拓展

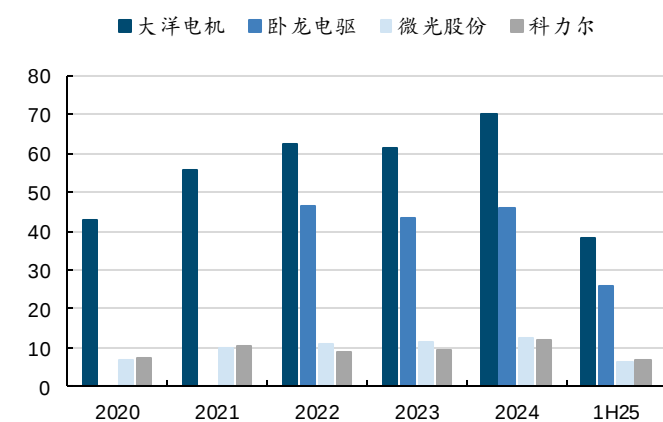
公司是国内暖通电机领域龙头，客户包括格力、美的、海尔、大金、开利、约克等。

公司自 1994 年成立以来一直从事建筑及家居电器电机的研发、生产及销售，产品主要包括家用/商用空调用电机、建筑通风设备用电机、厨房电器设备用电机、自动车库门用电机、水泵用电机、商用空调用压缩机电机、暖气/通风系统及空调设备用高效率风机系统等。经过 30 余年的发展，目前全球暖通行业内主要品牌均为公司的客户，国内包括长虹、格力、海尔、海信、美的、TCL 等，国外有大金、江森自控、开利、特灵、约克等。

竞争格局方面，家电用微电机是全球化竞争行业，国际市场头部玩家包括美国雷勃电气、日本尼得科、巴西 WEG 等，在国内市场家居电器微电机生产厂商主要为威灵（美的子公司，专注于集团内部配套）、大洋电机、卧龙电驱等。根据弗若斯特沙利文，2024 年公司在全球暖通电驱动解决方案市场占有率 2.9%，排名全球第二（仅次于日本尼得科），国内第一。

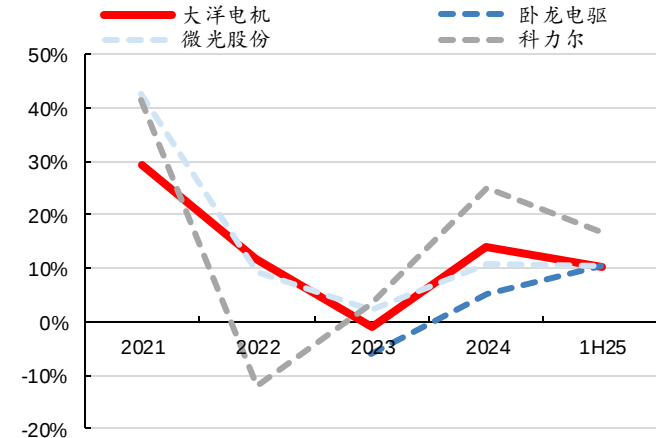
盈利能力方面，由于行业下游主要是家用电器的制造商，因其采购规模较大，并且往往是龙头企业，议价能力较强，公司毛利率基本维持 25% 左右，规模优势明显，盈利能力领先可比公司卧龙电驱、科力尔等。

图表25：公司建筑及家居用电机业务——营收体量领先（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所（*注：大洋电机—建筑及家居用电机，卧龙电驱—暖通电驱动系统解决方案，微光股份—制冷电机及风机，科力尔—智能家居类）

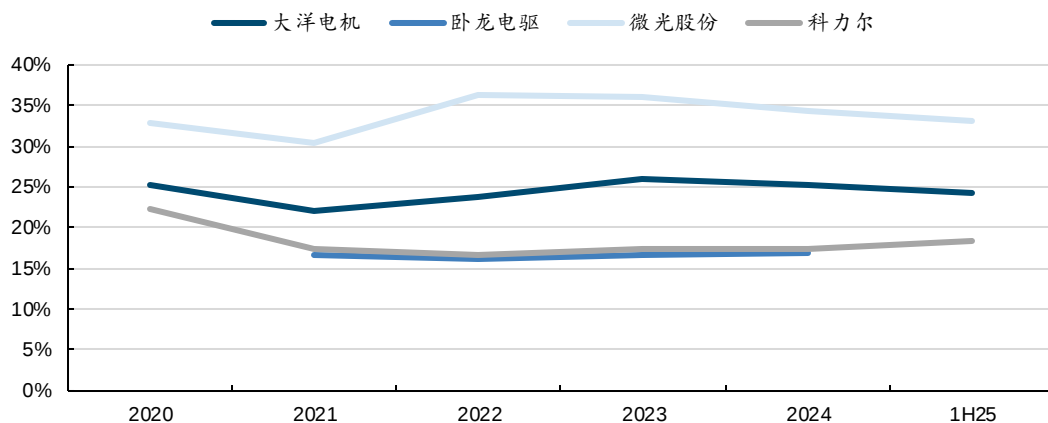
图表26：公司建筑及家居用电机业务营收增速——与可比公司基本相当



来源：wind，国金证券研究所（*注：大洋电机—建筑及家居用电机，卧龙电驱—暖通电驱动系统解决方案，微光股份—制冷电机及风机，科力尔—智能家居类）



图表27：公司建筑及家居用电机毛利率领先卧龙电驱、科力尔



来源：wind，国金证券研究所 （*注：微光股份聚焦高附加值的冷链与高效节能电机等高端领域，因而毛利率整体较高，其他三家公司业务主要面向暖通、家电等传统领域）

公司 BHM 事业部围绕①完善全球化布局、②迭代新产品、③拓展下游应用场景进一步扩大业务空间，看好数据中心等下游营收快速增长。

- 全球化布局：针对不同区域的差异化关税，灵活规划和调整产能，实现不同贸易政策变化下的生产资源最优配置。①墨西哥工厂：提升产能与零部件自制能力；②推进摩洛哥工厂建设、启动美国印第安纳工厂建设。
- 产品结构优化&升级：持续推动永磁辅助同步磁阻电机、高效智能电机、半封闭压缩机电机、数据中心风机系统、储能散热风机系统等产品研发突破。
- 拓场景：发力新能源领域，为车用空调、新能源汽车充电桩、冷链物流、热泵、IDC（数据中心）及储能等快速发展的行业提供高效可靠的电机/风机解决方案。根据弗若斯特沙利文报告，AI 爆发式增长带动数据中心建设，其配套暖通电驱动系统解决方案市场复合年增长有望达 42.3%（2024-2029 年）。

目前公司子公司中山宜必思温控散热风机产品目前已成功应用于 IDC 领域，客户包括中国移动、英维克、海悟等。我们认为，尽管当前公司应用在 IDC、储能等领域的产品整体规模相对较小，但随着产业的发展，后续业务量有望快速增长，为公司 BHM 事业部贡献新的营收增长点。

图表28：BHM 事业部下属子公司持续研发新产品，为数据中心、储能等行业提供高效可靠的电机/风机解决方案

子公司	主要产品	应用场景	成果/优势
武汉安兰斯	半封闭压缩机专用电机	为大型制冷压缩机专用配套特种电机，广泛用于包括大型数据中心、芯片晶圆制造规模化工厂、地铁高铁站等新基建市场以及冷链运输等新型行业	产品成功突破海外品牌垄断，获得国内外众多客户认可，业务持续快速增长，市场规模已进入全球行业前列。
湖北鹿曼	三相交流高效电机、三相永磁同步高效电机	广泛应用于轻型商用空调、泳池泵、高温消防风扇、压缩机等领域	1) 三相交流高效电机：在保持成本不变的情况下，有效地提升了电机效率，降低了温升； 2) 三相永磁同步高效电机：在满足客户高可靠性要求的同时，具备高效、低噪声等优点。
中山宜必思	高效率、低噪声轴流与离心风机	广泛应用在 IDC（数据中心）、大型储能系统以及工商业储能、电力新能源、暖通商用空调的通风与散热领域中	1) 数据中心领域：产品连续5年在某通信集采中，技术分达到第一名，产品性能远超国外知名品牌； 2) 储能领域：60kW温控主流产品中，开发了比行业通用产品低10dB的低噪声产品，成为行业标杆技术； 3) 风电等特殊领域：开发的三高（耐高温、高防护、高防腐）技术得到了市场好评。
珠海伟高	暖通变频驱动器及控制器	家用窗式空调、分体式空调、移动空调、商用单元机、多联机、热泵机、冷冻冷藏、车载空调、机房空调、储能空调等应用领域	1) 产品型号齐全，功率范围包括30W-40kW，可以覆盖市面上90%以上压缩机及风机； 2) 软件算法领先，具有独到的技术优势； 3) 可靠性高，所有产品均满足在EFT 4kV、浪涌6kV测试下正常运行的要求； 4) 所有产品保护齐全，尤其是恶劣条件下短路保护不会损坏器件。

来源：公司公告，国金证券研究所



四、推荐逻辑三：战略路径规划清晰·前瞻布局人形机器人+氢能（SOFC）

公司战略路径规划清晰，自上市以来在传统优势业务建筑通风及家居电器电机基础上持续产业转型升级，2011 年以来进入车辆旋转电器领域，2016 年收购上海电驱动全面布局新能源汽车动力总成系统产业，同年与巴拉德等氢能产业内优秀企业开展战略合作。

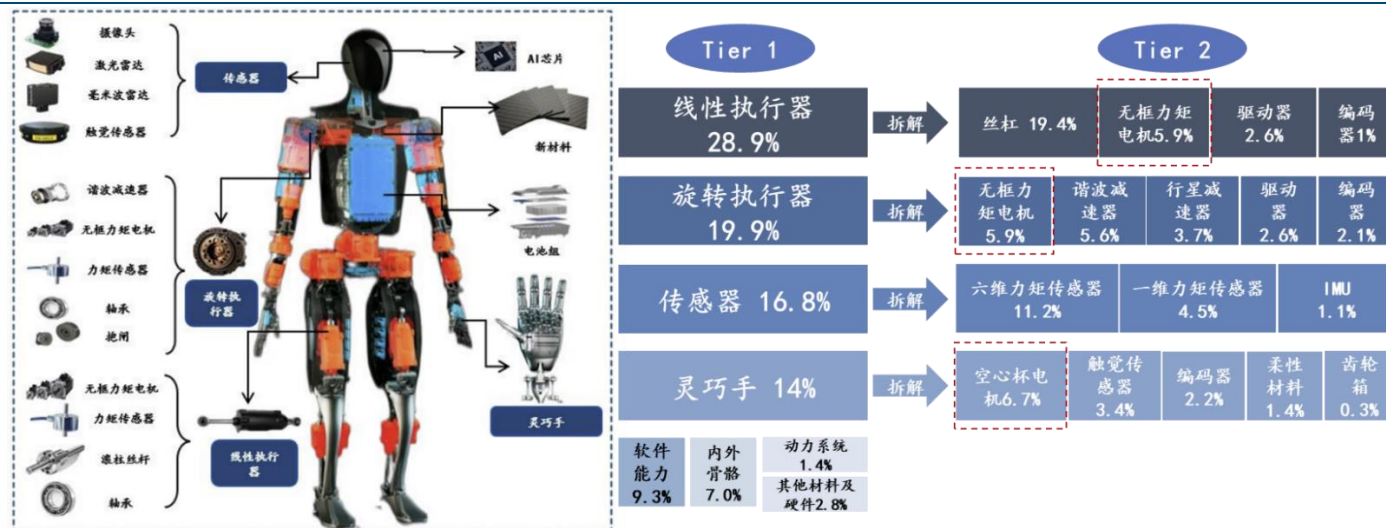
从家电行业（今天）→汽车行业（明天）→氢燃料电池行业（未来），行业空间从百亿级别跨越入万亿级别，极大地拓展了公司发展空间。此外公司通过“自主研发+产学研合作+战略投资”相结合的方式布局机器人业务，未来有望贡献新增长。

4.1 机器人：轴向磁通电机适配机器人，公司机器人业务布局提速

机器人电机广泛应用于执行器、灵巧手环节，价值量占比高。根据 MIR 数据，人形机器人电机成本占比超过 15%。与传统工业应用中的伺服电机相比，机器人电机更需加强短时输出的爆发性、提高未知环境中的可靠性，并适应机器人自身结构所带来的限制：

- (1) 模块化设计：通过电机与传动部件集成，实现低速大转矩输出，以应对重载交互需求；
- (2) 强过载能力：在动态场景中快速响应时效性任务，需支持短时高力矩爆发输出；
- (3) 优异动态响应：适应频繁加减速及往复运动，确保复杂动作执行的精准性；
- (4) 高可靠性能：抵御频繁交互带来的冲击扰动，保障系统运行可靠性；
- (5) 高功率/转矩密度：在有限关节空间内实现高转矩/功率密度，可满足机器人轻量化需求。

图表29：电机应用于线性/旋转执行器、灵巧手环节，价值量占比达到 15%以上



来源：Tesla, MIR, 国金证券研究所

轴向磁通电机匹配大扭矩、高承载轻量化需求，符合机器人关节电机需求。

轴向磁通电机与主流径向磁场电机根本区别为磁场方向不同，轴向磁通电机（定子与转子半径一致呈盘式结构，轴向排布）的磁场方向与旋转轴平行，而传统径向磁通电机（电机转子装配于电机内部）的磁场方向则与旋转轴垂直。

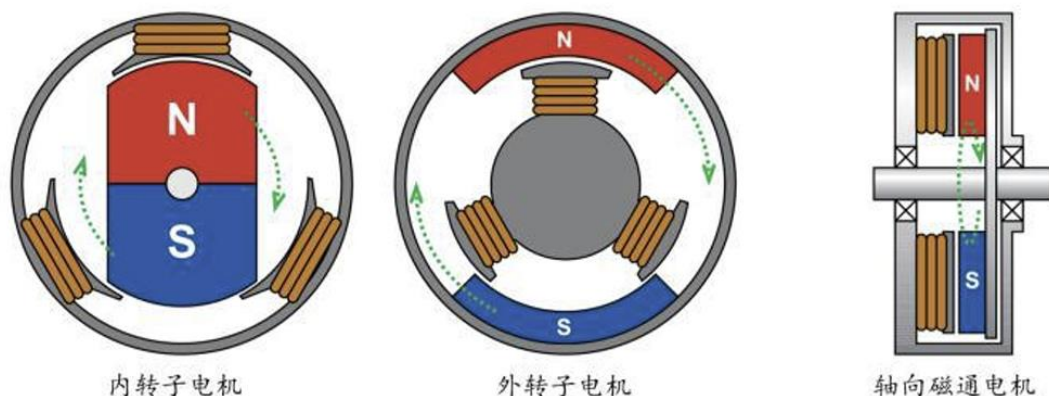
轴向磁通电机与传统径向磁通电机相比，具有轴向尺寸紧凑、转矩/功率密度高、空间利用率高的优点，其结构特点使其能够在相同外径条件下，具有更大永磁体空间和更多磁极数量，从而更易实现低速大转矩输出（相同尺寸下扭矩提升 40%），目前主要应用在空间与质量敏感同时功率需求大的领域如高端新能源汽车、航空航天等场景。

当前轴向磁通电机产业化主要面临制造和成本双重困境：①制造方面，轴向磁通电机气隙控制精度要求极高（需<0.05mm），远高于径向电机的容差标准，且定子铁芯需采用卷绕工艺而非传统叠片，加工复杂度高；②成本方面，当前批量较传统电机高 20-30%，主因 Halbach 阵列永磁体用量增 25%及工艺复杂度高。

未来随着材料（非晶合金定子、热解石墨基板等）、拓扑结构的创新，轴向磁通电机有望逐渐走向产业化，满足机器人快速响应、高扭矩密度、高载荷等要求。



图表30：径向磁通电机和轴向磁通电机拓扑结构：根本差异在磁场方向不同



来源：《Development of In-Wheel Motor Systems for Formula SAE Electric Vehicles》，国金证券研究所

图表31：机器人用电机拓扑结构对比：轴向磁通电机具有轴向尺寸紧凑、转矩/功率密度高、空间利用率高的优点

拓扑分类	内转子电机			外转子电机	轴向磁通电机	空心杯电机
执行器组成	电机+齿轮箱(+弹性元件)	电机+高减速比减速器(+弹性元件)	电机+低减速比减速器	电机+低减速比减速器	电机+减速器	电机+齿轮箱+蜗轮蜗杆/丝杠
结构图						
径-长比	低	中	中	高	较高	低
转矩密度	较低	高	中	较高	高	低
成本	低	较高	中	中	高	高
集成度	低	中	较高	高	较高	低
可靠性	中	低(装弹性元件时高)	较高	高	较低	中
固有缺点	多关节集成受限	抗冲击性能差	爆发性能弱	一体化振动存在	发热问题严重	制造难度高
适用场景	微/小型机器人的高动态关节	高精度、大负载机器人的上肢关节	高动态机器人的下肢关节	高动态、高爆发机器人的下肢关节	大负载机器人关节	小型、高精度关节
典型应用	DelFly, Hummingbird	TORO, Walk-MAN, CENTAURO	MIT Cheetah II, MIT Cheetah III	Mini Cheetah, ARTERMIS	“青龙”机器人“电动牦牛”	Pisa/IIT SoftHand, iLimb, ILDA

来源：《机器人关节用伺服电机关键技术与展望》，国金证券研究所 注：可靠性的衡量标准主要为冲击载荷作用下发生故障和极端工况下升温烧毁的可能性

25 年公司加速人形业务布局，有望借助电机领域积累实现弯道超车。

公司设立“人形机器人电机”项目组，与同济大学合作共建“具身机器人执行机构先进技术联合研究中心”，投资参股以“AI+3D”视觉为核心的智能机器人头部企业梅卡曼德，目前已完成机器人关节模组方案设计，有望于年内推出相关产品。

我们认为，公司投资梅卡曼德能够获取机器人视觉感知技术支持，同时有望借助其客户资源推动关节模组工程化落地；此外公司深耕电机领域多年，在新能源汽车动力总成、建筑通风电机等领域具备成熟的电机设计与制造能力，在新能源车电驱动领域储备轴向磁通电机技术，已申请轴向磁通电机模组电机（CN202510726089.8 专利），未来也有望在人形领域应用。



图表32：公司通过“自主研发+产学研合作+战略投资”相结合的方式布局机器人业务

措施	主要内容&成果
自主研发	前瞻技术研究院于2025年2月设立“人形机器人电机”项目组，目前已完成机器人关节模组方案设计
产学研合作	2025年7月公司与同济大学机械与能源工程学院签署合作协议，共建“具身机器人执行机构先进技术联合研究中心”，整合“产学研用”资源，依托双方互补优势，聚焦核心技术攻关
战略投资	2025年7月公司投资参股以“AI+3D”视觉为核心的智能机器人头部企业梅卡曼德，并将与梅卡曼德探讨进一步深化合作，为公司“以机代人”等项目提供智能机器人解决方案。此外梅卡曼德也将成为公司机器人关键模组产品工程化、产业化落地的重要抓手与战略合作伙伴。

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 氢能：SOFC 在数据中心应用潜力大，公司已储备相关技术

SOFC 是一种实现从化学能到电能高效转化的发电装置，具有转换效率高的特点。固体氧化物燃料电池（SOFC）是 SOC 的燃料电池供电模式，通过氧化燃料（氢气、碳氢化合物等）产生电能以供电。SOFC 的单电池由阳极、阴极和固体氧化物电解质组成，均使用陶瓷材料，其中阳极和阴极分别为燃料氧化和氧化剂还原的场所，两个电极的催化剂均使用陶瓷膜，SOFC 系统由单个或多个模块与热交换器、燃气重整器、涡轮机等构成。SOFC 的运行原理为阴极持续通入氧化剂即空气，具有多孔结构的阴极表面吸附氧，使 O_2 得到电子变为 O^{2-} ， O^{2-} 进入电解质导体，基于浓度梯度扩散原理，最终到达固体电解质与阳极的界面，与燃料气体反应，电子由外电路传导回阴极，形成电流，实现化学能到电能的转换从而发电。

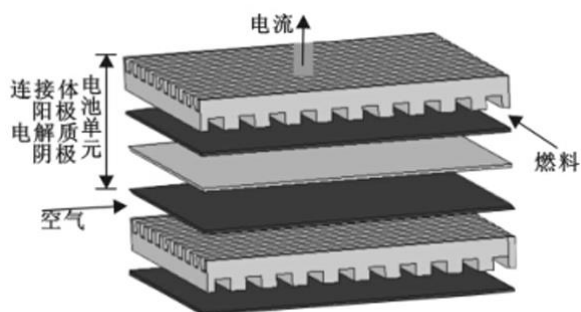
SOFC 燃料选择范围广、发电效率高，适用热电联产和固定式电源发电。SOFC 燃料可直接采用碳氢化合物，不需要复杂且昂贵的外部燃料重整器，碳氢燃料通常可催化转化（内部重整）成氢和一氧化碳（合成气）以及部分二氧化碳，之后在电堆的阳极侧，氢和一氧化碳再反应生成二氧化碳和水，同时产生电能和高温热能。相较其他燃料电池，SOFC 的发电效率更高，余热温度高，热电联供下最高可实现近 90% 的效率，燃料的选择范围也更广，并且不需要使用贵金属催化剂，适合于热电联产、分布式发电、固定式电源等应用。

图表33：SOFC 系统结构组成：SOFC 系统包含电堆和辅助系统



来源：势银、国金证券研究所

图表34：电堆主要包括阳极阴极、电解质、连接体

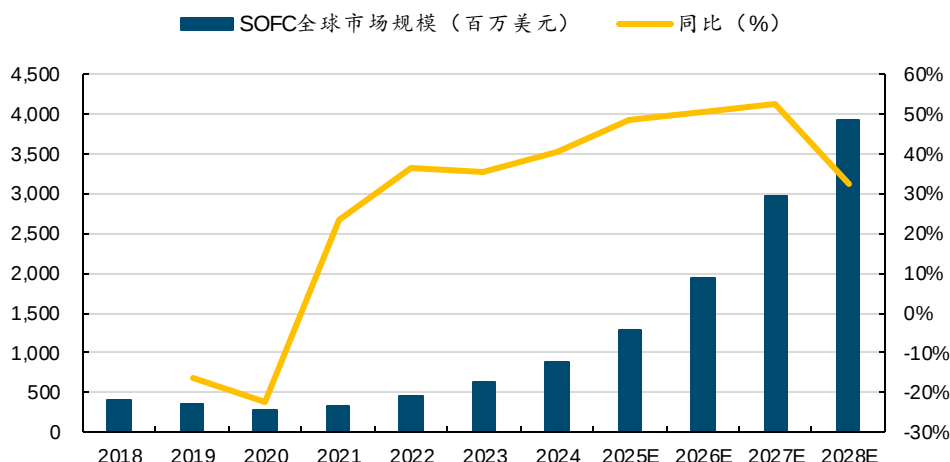


来源：《固体氧化物燃料电池的系统结构及其研究进展》、国金证券研究所

基于高效率 and 多种燃料发电等优势，SOFC 成为增长最快的替代备用电源选项之一。根据 Grand View Research，2023 年全球固体氧化物燃料电池市场规模预计为 6.2 亿美元，预计 2024 年至 2028 年的复合年增长率高达 46%，其中最大和增长最快的市场为美国，其次是欧洲和中国。



图表35：预计 2024 年至 2028 年的复合年增长率高达 46%



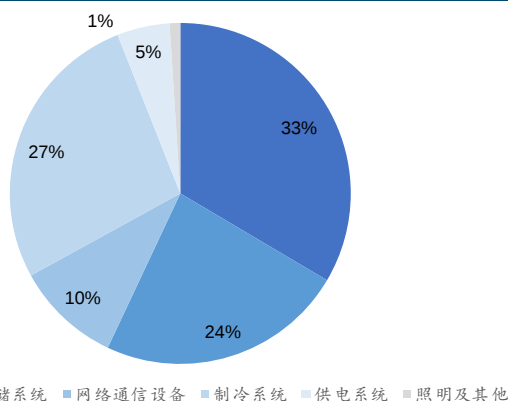
来源：Grand View Research、国金证券研究所

数据中心是 SOFC 应用潜力最大的场景之一，预计渗透率不断提升。数据中心大多现阶段仍依赖传统柴油发电机作为备用电源，高碳排放与高成本成为待解决的难题，55%的相关企业报告称在过去三年中经历过数据中心停电，其中电源和冷却系统的故障是数据中心停机的最常见原因，约占所有停机的 71%。因而数据中心电力需求的不断增长促使行业探索氢燃料电池和天然气发电等替代能源。

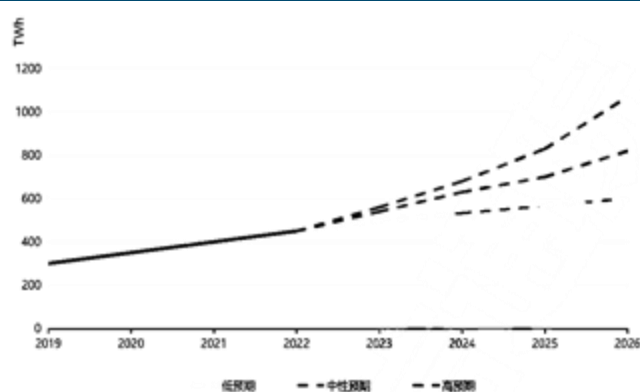
SOFC 技术凭借高达 60% 的转换效率以及冷热电联供特性，不仅能为数据中心提供稳定的电力，还能通过回收余热来增强冷却系统的效能，实现能源的高效利用，是数据中心备用电源重要的技术发展趋势。Bloom Energy 公司开发的产品目前已在苹果、谷歌、易趣等众多公司得到应用，在美国安装超过 800MW 的 SOFC 燃料电池。

- 数据中心用电量激增，需寻求不间断的高效备用电源。据国际能源署（IEA）数据，2022 年全球数据中心消耗高达 4600 亿千瓦时电力，占全球总电量的 2%。随着人工智能工作负载、GPU 工作负载和高性能计算（HPC）的增加，配备 GPU 的具备 AI 算力的服务器需电 40-60kW/机架，而目前为 10-14kW，这大大提高了数据中心的整体功耗。预计用电量将以 160% 的速度高速增长，到 2030 年全球数据中心用电量将接近德国或瑞典一年的总电力需求。
- 数据中心运行碳排放激增，需寻求绿色能源。据斯坦福大学《2022 年人工智能指数报告》，OpenAI 的 GPT-3 模型在训练期间释放了 502 公吨碳，是目前大模型中有据可查耗能最严重的，它的碳排放量是 Gopher 模型的 1.4 倍，是 BLOOM 模型的 20.1 倍，约等于 8 辆普通汽油乘用车一生的碳排放量，人均 91 年的碳排放量。此外，高盛最新分析指出，到 2030 年，数据中心电力需求的增长将使数据中心二氧化碳排放量比 2022 年增加 100% 以上（约 2.15-2.2 亿吨），增加量约占全球能源排放量的 0.6%。

图表36：算力中心中 IT 设备能耗高达 67%



图表37：全球数据中心、加密货币、AI 等用电量高增



来源：《中国绿色算力发展研究报告（2024 年）》、国金证券研究所，以 PUE=1.5

来源：IEA、国金证券研究所

为例



国外迈入商业化初期，国内尚处工业化示范阶段，公司已有相关技术储备。

- 国外：美国是全球最大的 SOFC 市场，重点发展大中型工/商业用供电，特别是由于美国自然灾害频繁，缺少可靠电网，数据中心备用电源应用场景丰富；其次是日韩和欧洲，日本 SOFC 主要类型为家用型（千瓦级）以及电厂型（兆瓦级及以上），以家用小型热电联供系统最为成熟，小型热电联供系统累计出货量已达到 60MW；欧洲 SOFC 的主要应用为微型热电联供（Micro-CHP）系统，以上国家均已基本实现了 SOFC 的商业化运行。相关企业包括美国 Bloom Energy、英国 Ceres Power、欧洲 Elcogen、Convion、日本三菱重工、京瓷和爱信精机，韩国 KCERACELL、KOREA SOFC FORUM、HNPOWER 等；
- 国内：SOFC 尚处实验室向商业化过渡阶段，当前产业链配套不成熟、市场尚未大规模启动，目前国内 SOFC 的相关企业，潮州三环具备量产能力，潍柴动力通过兼并收购 Ceres Power 20%的股权以及联合 Ceres Power 和博世建立合资公司布局 SOFC。

氢能业务方面，公司燃料电池动力系统已实现宏远客车的氢燃料公交车、中通客车 600 台物流车、博雷顿 5 吨氢燃料装载机等应用。截至 23 年底公司在氢燃料电池业务上已累计申请专利达到 235 项，已授权专利达到 133 项。

SOFC 作为氢能产业链上游关键技术，与公司“氢燃料电池业务定位为未来事业板块”的战略高度契合。公司与国内技术领先的科研院校合作，已在金属支撑固体氧化物燃料电池（SOFC）分布式能源及电解制氢技术方面进行了产业布局，伴随 SOFC 在数据中心备电电源应用场景渗透率持续提升，公司 SOFC 业务有望贡献业绩增量。

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

公司已经形成“建筑通风及家居电器电机+新能源汽车动力总成系统+氢燃料电池系统”三级产业阶梯式发展战略，建筑通风及家居电器电机业务可为新能源汽车动力总成系统、氢能业务、机器人业务提供持续稳定的现金流，有力支持公司前瞻技术研发的持续投入。

23 年公司处置完成持有的子公司宁波科星、上海顺祥的股权，24 年磁性材料及汽车租赁业务营业收入大幅减少，目前公司主营业务主要有 3 大类：①建筑及家居用电机、②新能源车动力总成系统、③起动机与发电机。

- 1) **建筑及家居用电机**：包含家用/商用空调用电机、建筑通风设备用电机等，2020-2024 年营收 CAGR 达 13%，25H1 年营收占比达 61%，贡献主要营收来源。

公司是国内暖通电驱动系统解决方案的龙头，业务后续增长确定性和持续性主要来自：①摩洛哥工厂有望于 2025 年底建成，美国印第安纳工厂已启动建设，海外产能释放支撑公司全球化布局；②国内能效升级政策推动高效电机渗透率提升，智能家居、IDC 及储能温控等新兴场景打开增量空间；③各国在建筑行业实施能源效益法规、发展中国家城市化&工业化将驱动建筑及家居用电机海外需求加速增长。

我们预计 2025-2027 年建筑及家居用电机业务实现营收 77.1/88.0/102.4 亿元，同比增长 10.0%/14.1%/16.3%。考虑到公司全球化布局进一步深入叠加高效智能电机等高毛利产品占比提升，预计 25-27 年毛利率分别为 25.1%/25.8%/26.1%。

- 2) **新能源车动力总成系统**：包含新能源汽车驱动电机、控制器及电驱动总成系统、增程器发电机等，2020-2024 年营收 CAGR 接近 25%，25H1 年营收占比 12%。

业务后续增长确定性和持续性长期受益于定点项目释放及国内外产能扩张：①24 年新增国内外定点 30 余个，2025-2026 年陆续量产；②重庆基地 2025 年 6 月投产，新增动力总成系统 100 重点配套西南地区客户；③25H1 泰国工厂投产，服务东南亚客户，摩洛哥工厂建成后目标拓展欧洲市场。

我们预计 2025-2027 年新能源车动力总成系统业务实现营收 21.0/26.5/33.4 亿元，同比增长 15.0%/25.9%/26.4%，随着业务规模不断扩大带来的成本摊薄，预计 25-27 年毛利率分别为 16.9%/17.4%/17.5%。

- 3) **起动机与发电机**：公司主要提供车用及非道路机械用车辆旋转电器（起动机/发电机），2020-2024 年营收 CAGR 达 9%，25H1 年营收占比达 27%。

业务后续增长确定性和持续性主要来自存量替换需求及海外市场拓展：①公司将持续发力售后市场，深挖国内外潜在客户，凭借性价比优势提升细分市场占有；②借助大中型客车出口市场的强劲势头积极拓展海外业务，新增雷诺项目定点为未来的业务发展开辟新空间。



我们预计 2025-2027 年起动机与发电机业务实现营收 34.1/37.2/40.5 亿元，同比增长 9.4%/9.1%/8.7%，毛利率相对稳定，预计 25-27 年毛利率分别为 18.7%/18.7%/18.5%。

- **费用率假设：**24 年会计政策调整部分销售费用计入营业成本导致销售费用率下降，预计 25-27 年销售费用率分别为 2.3%/2.2%/2.2%；随着公司规模扩张、数字化管理水平提升，管理费用率稳中有降，25-27 年分别为 7.3%/7.2%/7.1%；公司持续投入高效智能电机、新能源汽车动力总成系统、氢燃料电池关键零部件及 SOFC、人形机器人等产品研发投入，预计研发费用率基本稳定，25-27 年分别为 4.4%/4.3%/4.3%。
- 综上，我们预计 2025-2027 年公司实现营收 133.9/153.5/178.4 亿元，同比增长 10.5%/14.6%/16.2%，毛利率为 22.1%/22.6%/22.7%，归母净利润 11.4/14.0/17.0 亿元，同比增长 28.3%/23.0%/21.1%。

图表38：公司业务预测总览（亿元）

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	112.9	121.1	133.9	153.5	178.4
YOY	3.3%	7.3%	10.5%	14.6%	16.2%
毛利	25.6	27.0	29.6	34.6	40.5
毛利率(%)	22.7%	22.2%	22.1%	22.6%	22.7%
建筑及家居用电机					
收入	61.6	70.1	77.1	88.0	102.4
YOY	-1.1%	13.9%	10.0%	14.1%	16.3%
毛利	16.0	17.7	19.3	22.7	26.7
毛利率(%)	26.0%	25.2%	25.1%	25.8%	26.1%
起动机与发电机					
收入	28.1	31.2	34.1	37.2	40.5
YOY	21.0%	11.2%	9.4%	9.1%	8.7%
毛利	6.7	5.9	6.4	6.9	7.5
毛利率(%)	23.8%	19.0%	18.7%	18.7%	18.5%
新能源汽车动力总成系统					
收入	19.3	18.3	21.0	26.5	33.4
YOY	0.4%	-5.4%	15.0%	25.9%	26.4%
毛利	2.3	3.0	3.5	4.6	5.9
毛利率(%)	11.8%	16.3%	16.9%	17.4%	17.5%
其他					
收入	1.4	1.5	1.6	1.8	2.1
YOY	-12.3%	9.6%	10.0%	10.0%	15.0%
毛利	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
毛利率(%)	20.2%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

我们采用市盈率法对公司进行估值，选取可比公司：汇川技术、卧龙电驱、威迈斯、微光股份，2026 年可比公司平均 PE 为 37 倍。考虑到公司作为暖通电机龙头受益于能效升级和全球化需求稳健增长，新能源车动力总成业务定点项目陆续量产贡献高增长，中长期氢能、机器人、数据中心等新兴业务进一步打开成长空间，给予公司 26 年 30 倍 PE 估值，公司 26 年目标市值为 420 亿元，对应目标价 17.20 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表39：可比公司估值表（市盈率法）（亿元）

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润（亿元）					PE				
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
300124.SZ	汇川技术	2,228	82.6	47.4	42.9	54.6	66.6	78.4	47	52	41	33	28
600580.SH	卧龙电驱	885	56.7	5.3	7.9	10.2	11.8	13.3	167	112	86	75	67
688612.SH	威迈斯	164	39.0	5.0	4.0	6.5	8.6	10.7	33	41	25	19	15
002801.SZ	微光股份	88	38.2	1.2	2.2	3.5	4.1	4.7	72	40	25	21	19
平均值									80	61	44	37	32
002249.SZ	大洋电机	259	10.6	6.3	8.9	11.4	14.0	17.0	41	29	23	18	15

来源：wind，国金证券研究所 *注：1) 以 2025 年 9 月 18 日收盘价计算上述公司现价对应 PE；2) 除汇川技术，均采用 wind 一致性预测



六、风险提示

国际贸易与地缘政治风险：25H1 公司海外业务占比 48%，产品销往全球 80 多个国家和地区。若国际贸易摩擦加剧或地区冲突升级，可能导致关税壁垒提高、物流成本上升或海外订单减少，进而对公司的海外营收及盈利能力产生不利影响。

下游行业需求波动风险：公司产品主要应用于汽车、家电等领域，其需求与宏观经济周期及相关产业政策紧密相关。若下游行业景气度下滑，可能影响公司产品的市场需求与订单规模，从而对经营业绩产生不确定性影响。

新业务及新技术发展不及预期风险：氢燃料电池系统目前产能利用率仍较低，机器人关节模组尚未形成营业收入。若相关技术研发进度滞后、市场推广不及预期或产业政策支持力度减弱，可能影响公司新业务的成长性与盈利贡献。

原材料及供应链成本风险：公司产品主要原材料包括铜、硅钢、铝材、稀土永磁材料等，直接材料成本占比高。若原材料价格持续上涨，而公司未能及时通过产品调价或成本控制有效传导压力，可能对利润水平带来负面影响。

行业竞争加剧风险：电机及驱动系统行业竞争激烈，国内外企业均在积极布局高效节能、新能源等高增长领域。若竞争对手通过价格策略、技术升级或市场渗透进一步加剧竞争，可能对公司市场份额及毛利率形成持续压力。

未来仍有可能计提资产减值风险：公司先后收购了芜湖杰诺瑞、佩特来、上海电驱动等企业，形成了一定金额的商誉。若上述并购标的受宏观经济、行业政策、技术路线、市场环境、监管政策变化或者其他因素影响导致未来的经营业绩未能达成预期，上述商誉将面临进一步减值的风险；此外公司车用驱动系统、家商用电机及氢能等业务特点，若出现整车平台切换与客户节奏放缓、海外需求波动、价格竞争加剧或技术迭代加速，可能导致库存周转放慢与售价成本错配，增加存货减值风险。



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	10,930	11,288	12,113	13,390	15,348	17,835
增长率		3.3%	7.3%	10.5%	14.6%	16.2%
主营业务成本	-8,711	-8,727	-9,419	-10,430	-11,887	-13,786
%销售收入	79.7%	77.3%	77.8%	77.9%	77.4%	77.3%
毛利	2,219	2,562	2,694	2,961	3,461	4,049
%销售收入	20.3%	22.7%	22.2%	22.1%	22.6%	22.7%
营业税金及附加	-51	-65	-58	-60	-69	-80
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-347	-391	-299	-301	-330	-383
%销售收入	3.2%	3.5%	2.5%	2.3%	2.2%	2.2%
管理费用	-740	-820	-923	-971	-1,097	-1,257
%销售收入	6.8%	7.3%	7.6%	7.3%	7.2%	7.1%
研发费用	-428	-493	-535	-582	-660	-758
%销售收入	3.9%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	654	793	879	1,046	1,305	1,570
%销售收入	6.0%	7.0%	7.3%	7.8%	8.5%	8.8%
财务费用	75	61	88	95	105	109
%销售收入	-0.7%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-325	-254	-133	-50	-50	-50
公允价值变动收益	-4	11	-1	10	15	20
投资收益	37	104	137	150	170	200
%税前利润	6.5%	13.3%	13.0%	11.0%	10.2%	10.0%
营业利润	591	786	1,053	1,364	1,661	1,994
营业利润率	5.4%	7.0%	8.7%	10.2%	10.8%	11.2%
营业外收支	-24	-3	-2	5	10	15
税前利润	568	783	1,051	1,369	1,671	2,009
利润率	5.2%	6.9%	8.7%	10.2%	10.9%	11.3%
所得税	-143	-108	-139	-181	-221	-264
所得税率	25.2%	13.8%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
净利润	425	675	912	1,188	1,451	1,745
少数股东损益			24	50	50	50
归属于母公司的净利润	427	630	888	1,138	1,401	1,696
净利率	3.9%	5.6%	7.3%	8.5%	9.1%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	425	675	912	1,188	1,451	1,745
少数股东损益	-2	44	24	50	50	50
非现金支出	790	669	561	292	328	362
非经营收益	-42	-190	-197	-138	-196	-240
营运资金变动	254	787	1,197	-519	95	135
经营活动现金净流	1,426	1,940	2,473	824	1,678	2,002
资本开支	-215	-466	-423	-629	-463	-405
投资	-982	-1,050	-1,276	-34	-20	-15
其他	-361	-606	1,096	150	170	200
投资活动现金净流	-1,558	-2,122	-603	-513	-313	-220
股权募资	60	97	153	7	0	0
债权募资	29	24	6	-146	-20	0
其他	-428	-423	-513	-571	-666	-737
筹资活动现金净流	-339	-302	-354	-709	-685	-737
现金净流量	-214	-438	1,572	-398	679	1,044

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,474	2,512	3,532	3,073	3,710	4,725
应收款项	4,113	4,410	4,316	4,747	5,411	6,266
存货	2,433	1,982	2,024	2,207	2,502	2,889
其他流动资产	757	948	1,364	1,471	1,517	1,575
流动资产	9,777	9,852	11,235	11,498	13,141	15,456
%总资产	64.5%	61.2%	62.6%	61.7%	64.1%	67.3%
长期投资	1,561	2,611	2,885	2,919	2,944	2,969
固定资产	1,813	1,722	1,851	2,012	2,145	2,248
%总资产	12.0%	10.7%	10.3%	10.8%	10.5%	9.8%
无形资产	1,418	1,285	1,268	1,455	1,534	1,558
非流动资产	5,384	6,242	6,706	7,126	7,364	7,517
%总资产	35.5%	38.8%	37.4%	38.3%	35.9%	32.7%
资产总计	15,162	16,094	17,941	18,624	20,505	22,973
短期借款	89	42	93	70	50	50
应付款项	4,979	5,425	6,069	6,424	7,321	8,489
其他流动负债	594	847	1,275	1,145	1,311	1,518
流动负债	5,662	6,315	7,437	7,638	8,681	10,057
长期贷款	16	39	31	31	31	31
其他长期负债	1,071	954	1,049	898	944	1,023
负债	6,749	7,309	8,517	8,566	9,656	11,111
普通股股东权益	8,316	8,702	9,293	9,877	10,618	11,581
其中：股本	2,381	2,399	2,444	2,442	2,442	2,442
未分配利润	217	417	800	1,376	2,118	3,081
少数股东权益	96	83	131	181	231	281
负债股东权益合计	15,162	16,094	17,941	18,624	20,505	22,973

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.179	0.263	0.363	0.466	0.573	0.694
每股净资产	3.493	3.628	3.803	4.044	4.347	4.742
每股经营现金净流	0.599	0.809	1.012	0.338	0.687	0.820
每股股利	0.320	0.370	0.190	0.230	0.270	0.300
回报率						
净资产收益率	5.14%	7.24%	9.55%	11.53%	13.19%	14.64%
总资产收益率	2.82%	3.92%	4.95%	6.11%	6.83%	7.38%
投入资本收益率	5.62%	7.54%	7.82%	8.75%	10.15%	11.19%
增长率						
主营业务收入增长率	9.11%	3.28%	7.31%	10.54%	14.62%	16.20%
EBIT 增长率	35.67%	21.22%	10.94%	18.91%	24.77%	20.34%
净利润增长率	70.57%	47.57%	40.82%	28.26%	23.04%	21.06%
总资产增长率	0.05%	6.15%	11.48%	3.81%	10.10%	12.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80.2	80.5	81.7	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	111.5	92.3	77.6	78.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	109.7	107.0	111.7	114.0	114.0	114.0
固定资产周转天数	58.4	52.1	53.3	49.9	45.5	40.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.41%	-33.91%	-36.16%	-29.66%	-33.64%	-39.41%
EBIT 利息保障倍数	-8.7	-13.0	-10.0	-11.0	-12.5	-14.4
资产负债率	44.51%	45.41%	47.47%	45.99%	47.09%	48.37%

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	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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