

## 中鼎股份 (000887.SZ)

## 基本盘拐点确立，机器人、液冷业务打开成长空间

公司持续推进海外工厂的成本控制和精细化管理，目前国内外业务持续向好，整体利润逐步提升。在汽车领域，公司将继续围绕智能底盘系统战略目标，推动公司业务向智能化迈进，使传统业务稳定增长，增量业务快速发展。同时，公司将积极推进人形机器人、低空经济、AI、数据中心热管理等新领域的布局，尤其将人形机器人领域作为公司的核心战略目标。

## □三大拐点成绩凸显

**业绩拐点：**公司持续推进海外工厂的成本控制和精细化管理，对海外企业人员进行人员缩减、费用控制、成本优化。与此同时公司继续聚焦核心主业，提升企业竞争力，增加了海外业务恢复的速度及确定性，国内外业务持续向好，公司整体利润将持续恢复并增长。

**产业拐点：**公司在推动业务向智能化迈进的同时，也在加速拓展人形机器人部件总成产品相关业务，公司将现有密封、橡胶业务及轻量化业务拓展到人形机器人领域，人形机器人相关密封产品、橡胶产品及连杆产品也在同步开发中。公司目前专注生产谐波减速器，后续将逐步拓展到力觉传感器等相关产品领域，最终实现机器人关节总成产品的生产制造。

**管理拐点：**公司从 2020 年正式推行模块化管理制度以来，按照五大模块推行全球化、专业化管理，强化中方管理团队对海外企业的管理，加强五大系统技术整合、架构优化和市场开拓，进一步推行管理输出和文化输出战略。全面推进海外工厂的成本控制和精细化管理，提升海外公司的盈利水平，持续推进海外企业中国落地业务发展和市场拓展。

## □精准布局新兴业务核心环节

**机器人：**公司布局机器人关节总成、谐波减速器、行星减速器、力觉传感器等核心环节，目前公司的橡胶产品已经完成配套，轻量化骨骼已经向客户送样，最终将实现机器人关节总成产品的生产制造。目前公司及子公司已与深圳市众擎机器人科技有限公司、埃夫特智能装备股份有限公司签署战略合作协议，提升公司在人形机器人部件总成产品领域核心优势，推进市场布局；同时公司也与深圳逐际动力科技有限公司签订项目意向合作协议，形成上下游产业链布局，推进机器人本体智造及代工业务发展。

**液冷：**公司基于自研热管理控制器及控制算法，管路系统及密封等核心技术，在储能领域已推出系列化液冷机组及浸没式液冷机组；超算中心热管理领域主要产品为 CDU(冷液分配装置)，未来根据实际需要，逐步将浸没式技术运用到超算中心热管理中，目前公司正在加速与客户对接。

□投资建议：公司持续推进海外业务管理优化，目前业绩拐点已经确立。同时，公司将积极推进人形机器人、低空经济、AI、数据中心热管理等新领域赛道的布局，尤其将人形机器人领域将作为公司的核心战略目标，从而形成产业拐点。我们预计 2025、2026、2027 年公司分别实现归母净利润 16.80、18.94、21.69 亿元，对应 PE 分别为 17.2、15.3、13.3 倍，首次给予“强烈

## 强烈推荐（首次）

中游制造/汽车

目标估值：NA

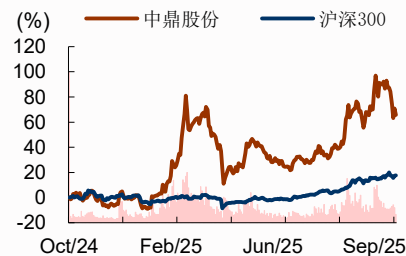
当前股价：21.97 元

## 基础数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 总股本（百万股）    | 1316          |
| 已上市流通股（百万股） | 1314          |
| 总市值（十亿元）    | 28.9          |
| 流通市值（十亿元）   | 28.9          |
| 每股净资产（MRQ）  | 10.4          |
| ROE（TTM）    | 9.9           |
| 资产负债率       | 46.6%         |
| 主要股东        | 安徽中鼎控股(集团)股份有 |
| 主要股东持股比例    | 40.46%        |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -3 | 33 | 70  |
| 相对表现 | -5 | 11 | 50  |



## 相关报告

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

陆乾隆 S1090523060001

luqianlong@cmschina.com.cn

推荐”投资评级。

□ 风险提示：贸易摩擦风险、汇率变动风险、新业务拓展不及预期风险、大宗商品价格波动风险。

### 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 17244 | 18854 | 20600 | 22987 | 26033 |
| 同比增长       | 16%   | 9%    | 9%    | 12%   | 13%   |
| 营业利润(百万元)  | 1377  | 1526  | 2064  | 2334  | 2679  |
| 同比增长       | 23%   | 11%   | 35%   | 13%   | 15%   |
| 归母净利润(百万元) | 1131  | 1252  | 1680  | 1894  | 2169  |
| 同比增长       | 17%   | 11%   | 34%   | 13%   | 14%   |
| 每股收益(元)    | 0.86  | 0.95  | 1.28  | 1.44  | 1.65  |
| PE         | 25.6  | 23.1  | 17.2  | 15.3  | 13.3  |
| PB         | 2.4   | 2.2   | 2.0   | 1.8   | 1.6   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、公司基本情况分析 .....               | 5  |
| 二、基础业务：管理优化、稳健发展 .....         | 11 |
| 1、海外管理持续优化 .....               | 11 |
| 2、客户结构不断优化 .....               | 12 |
| 3、新能源汽车项目占比显著提升 .....          | 13 |
| 三、新兴业务：机器人&液冷打开新空间 .....       | 13 |
| 1、人形机器人：多环节积极布局 .....          | 13 |
| 2、液冷：技术能力复用，布局储能及超算中心热管理 ..... | 17 |
| 四、盈利预测及投资建议 .....              | 20 |
| 1、盈利预测 .....                   | 20 |
| 2、投资建议 .....                   | 21 |
| 五、风险提示 .....                   | 22 |

## 图表目录

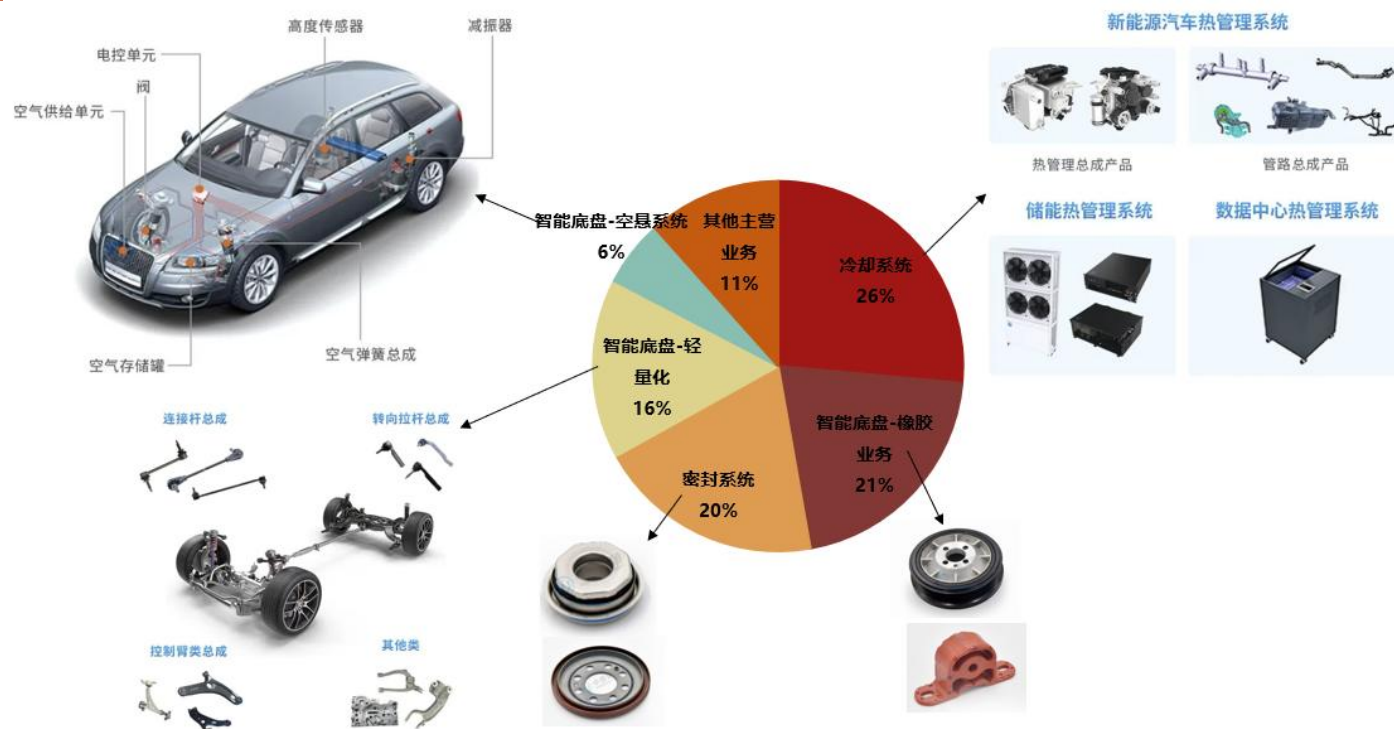
|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1：公司主要业务及产品（截至 2025H1） ..... | 5  |
| 图 2：公司发展历程 .....               | 7  |
| 图 3：公司股权架构 .....               | 7  |
| 图 4：公司营业总收入及同比（亿元；%） .....     | 8  |
| 图 5：公司营业收入结构（亿元） .....         | 8  |
| 图 6：截至 2025H1 公司各业务占比（%） ..... | 8  |
| 图 7：公司各业务毛利率（亿元；%） .....       | 8  |
| 图 8：公司归母净利润及同比（亿元；%） .....     | 9  |
| 图 9：公司毛利率及净利率（%） .....         | 9  |
| 图 10：公司海内外业务占比情况（亿元；%） .....   | 9  |
| 图 11：公司海内外业务毛利率（%） .....       | 9  |
| 图 12：公司欧洲布局 .....              | 10 |
| 图 13：公司美洲布局 .....              | 10 |
| 图 6：公司存货及应收账款周转天数（亿元；%） .....  | 10 |
| 图 15：公司净资产及总资产收益率（亿元；%） .....  | 10 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 16: 公司现金流及资本开支情况 (亿元) .....        | 11 |
| 图 17: 公司费用率情况 (%) .....              | 11 |
| 图 18: 公司机器人业务布局 .....                | 14 |
| 图 19: Optimus V2.5 侧面图片 .....        | 16 |
| 图 20: Optimus V2.5 正面图片 .....        | 16 |
| 图 21: 小鹏机器人 IRON 正面图片 .....          | 17 |
| 图 22: 小鹏机器人 IRON 德国慕尼黑车展制作咖啡图片 ..... | 17 |
| 图 23: 我国数据中心能耗分布示意图 .....            | 18 |
| 图 24: 冷却类型及散热效率对比 .....              | 18 |
| 图 25: 冷板液冷示意图 .....                  | 18 |
| 图 26: 单相浸没式液冷示意图 .....               | 18 |
| 图 27: 中鼎股份历史 PE Band .....           | 22 |
| 图 28: 中鼎股份历史 PB Band .....           | 22 |
| <br>                                 |    |
| 表 1: 公司前十大主机厂客户 .....                | 12 |
| 表 2: 公司新能源汽车收入占比情况 (亿元) .....        | 13 |
| 表 3: 人形机器人成本拆分测算 .....               | 14 |
| 表 4: GB300 采用冷板液冷方案 .....            | 19 |
| 表 5: GB300 液冷散热密度大幅提升、功耗占比大幅下降 ..... | 19 |
| 表 6: GB300 液冷系统成本占比达 42% .....       | 19 |
| 表 7: GB300 液冷系统大幅降低 PUE 和维护周期 .....  | 19 |
| 附: 财务预测表 .....                       | 23 |

## 一、公司基本情况分析

安徽中鼎密封件股份有限公司（股票代码：000887）成立于 1980 年，总部位于中国安徽省宁国市，是全球领先的汽车零部件及高端制造解决方案提供商。公司业务涵盖四大核心板块：密封系统、流体技术、减振降噪、空气悬挂。通过收购德国 KACO、AMK、TFH 等百年企业，产品配套大众、宝马、保时捷、比亚迪、理想等全球主流车企。近期投资 10 亿元建设合肥机器人研发制造中心，布局谐波减速器、关节总成、力觉传感器等新兴产品。

图 1：公司主要业务及产品（截至 2025H1）



资料来源：公司微信公众号、公司官网、招商证券

公司大致经历 5 个发展阶段：

### （1）初创与改制阶段（1980-2005 年）

1980 年：安徽省宁国密封件厂成立，以 3000 元启动资金和 60 余名员工起步，专注液压密封件生产。

1985 年：获批“七五”技术改造项目，成为全国重点项目，技术升级加速。

1992 年：改制为中鼎股份有限公司，开启现代化企业管理。

2003 年：设立中鼎美国公司，首次海外布局，开启国际化征程。

2005 年：与韩国合资成立安徽中鼎泰克，深化汽车密封件领域合作。

早期聚焦传统密封件，通过技术改造提升产能，逐步进入国内汽车供应链。

### （2）上市与早期拓展阶段（2006-2007 年）

2006 年：收购安徽飞彩车辆股份有限公司，借壳上市（股票代码 000887），成

为中国密封件行业第一股。

2007 年：技术中心升级为“国家认定企业技术中心”，研发实力获国家级认可。

上市后获得资本支持，为后续海外并购和技术升级奠定基础。

### （3）海外并购扩张阶段（2008-2017 年）

2008 年：收购美国 ABR 公司，切入高端减震橡胶领域；成立中鼎欧洲公司，拓展欧洲市场。

2014 年：收购德国百年企业 KACO，获得高端油封和新能源电机密封技术。

2016 年：并购德国 AMK 公司，掌握空气悬挂系统核心技术，进入高端汽车配套市场；拆分中鼎精密独立运营。

2017 年：全资收购德国 TFH 公司，发力热管理系统总成业务，营收达 114 亿元，营收首次突破百亿，全球非轮胎橡胶制品排名第 18 位。

通过海外并购快速获取技术，形成“密封系统、流体技术、减振降噪、空气悬挂”四大核心业务板块。客户覆盖大众、宝马、保时捷等国际品牌，全球化生产布局初步成型。

### （4）全球资源整合阶段（2018-2021 年）

2018 年：中德智造小镇动工，打造智能化生产基地；设立中鼎精密科技（泰国）有限公司，强化亚洲布局。

2019 年：海外子公司文森慈 - 韦德和特迎来百年庆典，中鼎跻身全球汽车零部件企业百强。

2020 年：获得博世华域蜗轮项目同步开发权，深化与国际巨头合作。

推动智能制造和数字化转型，提升全球供应链效率。新能源业务占比逐步提升，为后续爆发奠定基础。

### （5）产业延伸与高端化阶段（2022-2024 年）

2022 年：收购普利司通 NVH 业务，NVH 控制业务全球前三；

2023 年：设立中鼎橡塑（美国）有限公司，加码北美市场；

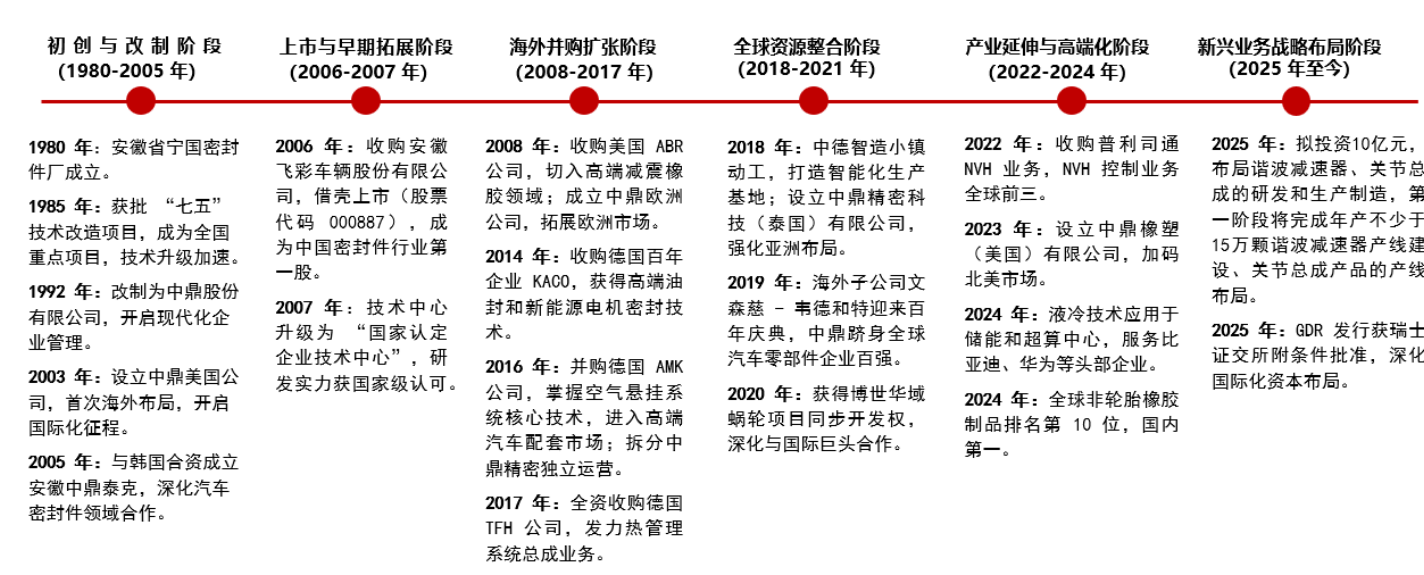
2024 年：热管理业务营收 50.72 亿元，液冷技术应用于储能和超算中心，服务比亚迪、华为等头部企业。

2024 年：全球非轮胎橡胶制品排名第 10 位，国内第一；新能源业务销售额 72.49 亿元，占汽车业务 40.2%。

### （6）机器人与液冷新兴业务战略布局阶段（2025 年至今）

2025 年：拟投资 10 亿元，布局谐波减速器、关节总成的研发和生产制造，第一阶段将完成年产不少于 15 万颗谐波减速器产线建设、关节总成产品的产线布局。

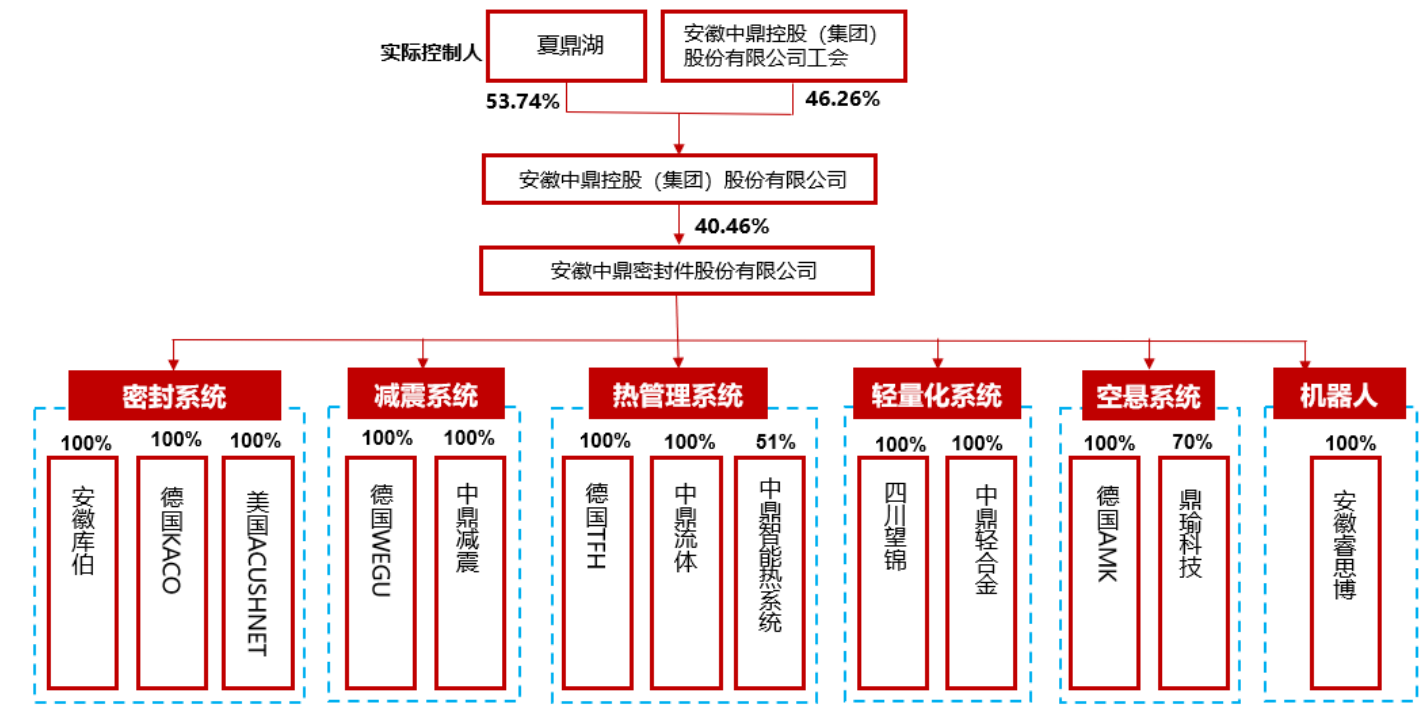
图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

公司股权结构清晰，业务布局覆盖全球。截至 2025 H1，公司实控人夏鼎湖先生持股 53.74%，安徽中鼎控股（集团）股份有限公司工会持股 46.26%。公司在国内宁国、上海、天津、江苏、广东等地均有产能布局，在国外美国、德国等拥有 KACO、WEGU、AMK、TFH 等海外公司，已成为拥有下属企业百余家的跨国民营企业集团。

图 3：公司股权架构

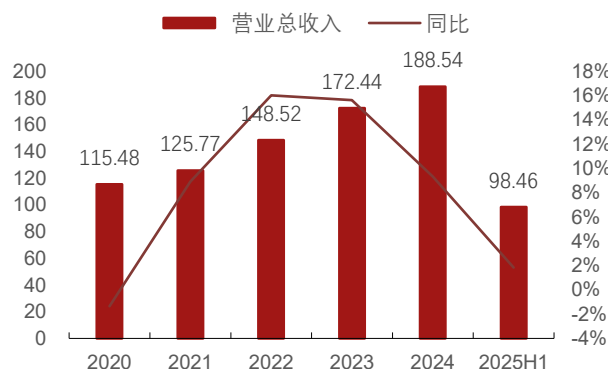


资料来源：WIND、招商证券

公司营收稳健增长。截至 2024 年，公司收入达到 188.54 亿元，收入结构中前

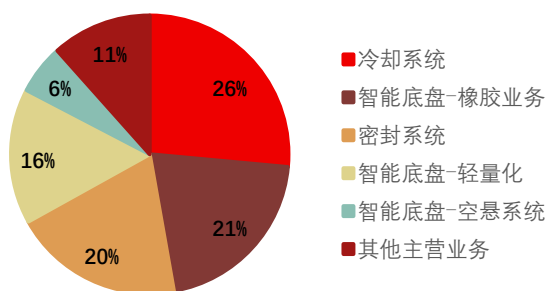
四大业务板块分别为冷却、橡胶、密封、轻量化，2024 年收入分别为 50.72 亿元、40.60 亿元、38.05 亿元、25.18 亿元，占比分别为 26.90%、21.54%、20.18%、13.36%。空悬业务收入体量已经达到 10.65 亿元，占比 5.65%，同比提升 0.88 个百分点。轻量化是目前增长最快的业务，2024 年同比增长 30.95%。截至 2025H1，公司各个业务板块格局基本稳定。

图 4：公司营业总收入及同比（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

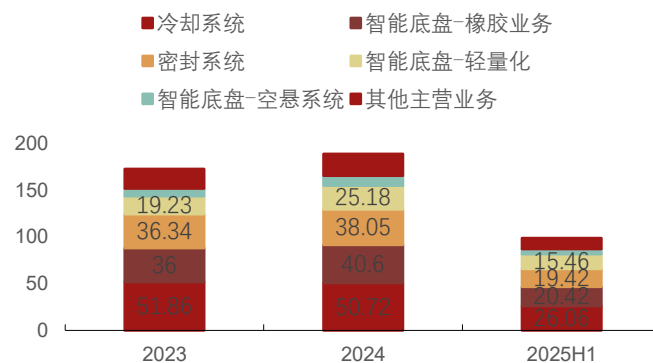
图 6：截至 2025H1 公司各业务占比（%）



资料来源：WIND、招商证券

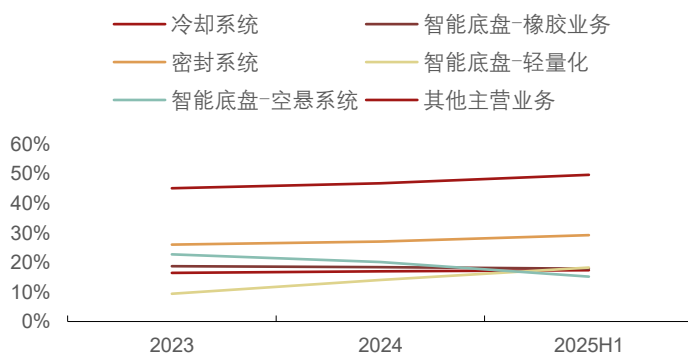
公司盈利稳中有升，毛利率、净利率持续优化。2024 年，公司实现净利率 12.52 亿元，毛利率 22.82%，净利率 6.62%，2025H1，公司实现归母净利润 8.17 亿元，同比增长 14.11%，毛利率 23.58%，净利率 8.26%，得益于公司海外业务管理优化，降本增效持续推进，近三年公司毛利率及净利率持续优化。

图 5：公司营业收入结构（亿元）



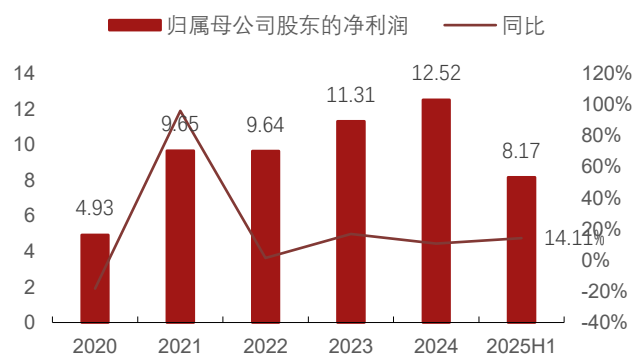
资料来源：WIND、招商证券

图 7：公司各业务毛利率（亿元；%）



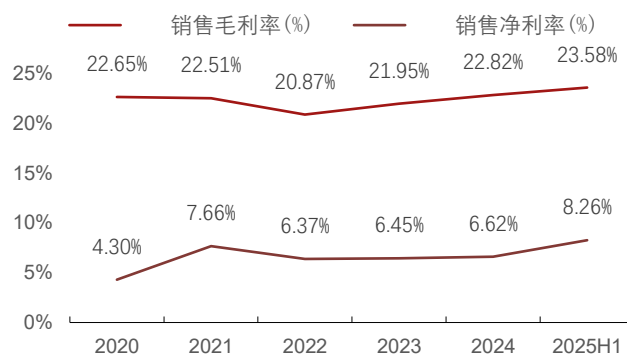
资料来源：WIND、招商证券

图 8：公司归母净利润及同比（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

图 9：公司毛利率及净利率（%）

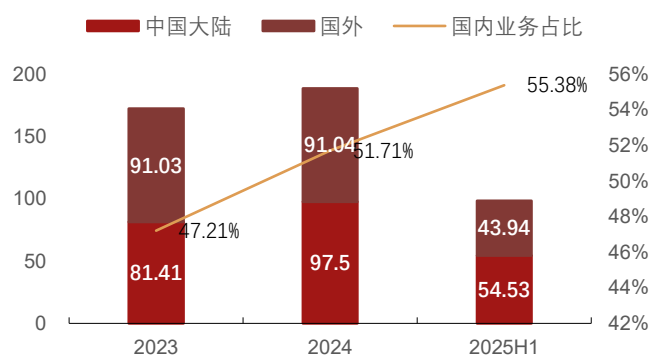


资料来源：WIND、招商证券

公司自 2008 年开启海外并购战略以来，已在欧洲和美洲形成“研发 - 生产 - 销售”一体化布局。截至 2025H1，亚洲、欧洲、美洲三大区域生产占比分别为 65.41%、25.04%、9.55%。

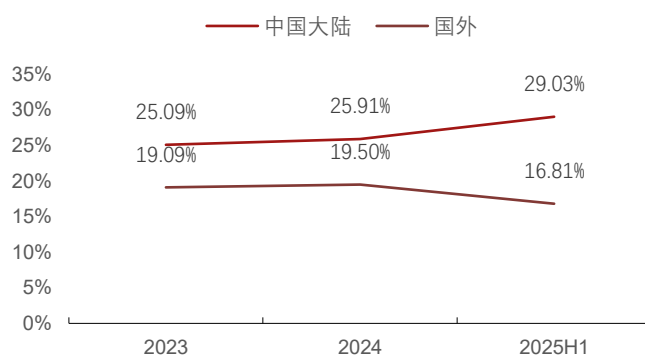
随着国内新能源汽车的快速发展，国内业务占比逐步提升，截至 2025H1，公司国内业务占比达到 55.38%，相较于 2023 年提升了 8.17 个百分点。同时国内业务盈利水平也在逐步提升，进一步拉升了公司的整体盈利水平。

图 10：公司海内外业务占比情况（亿元；%）



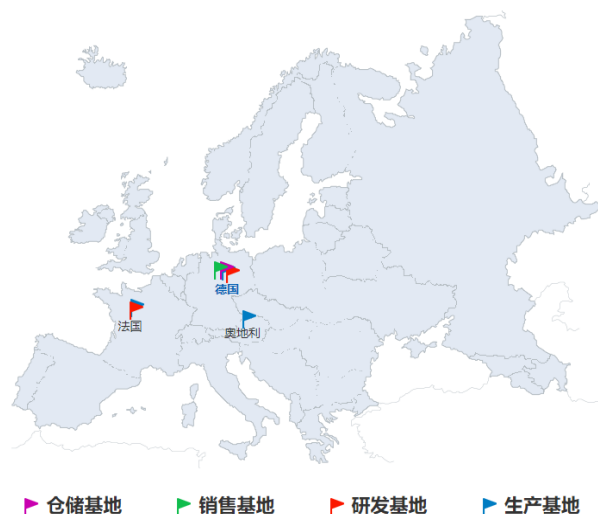
资料来源：WIND、招商证券

图 11：公司海内外业务毛利率（%）



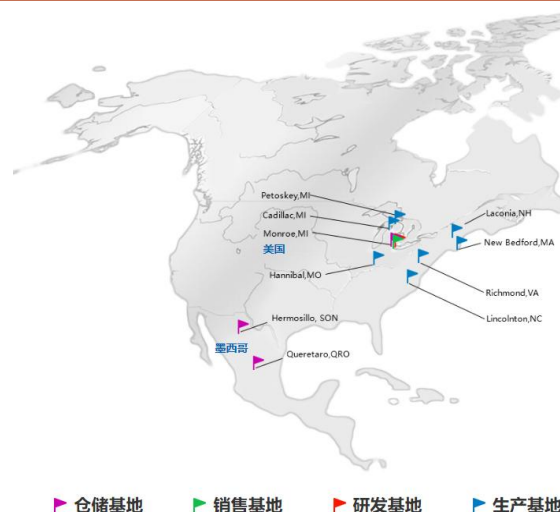
资料来源：WIND、招商证券

图 12: 公司欧洲布局



资料来源：公司官网、招商证券

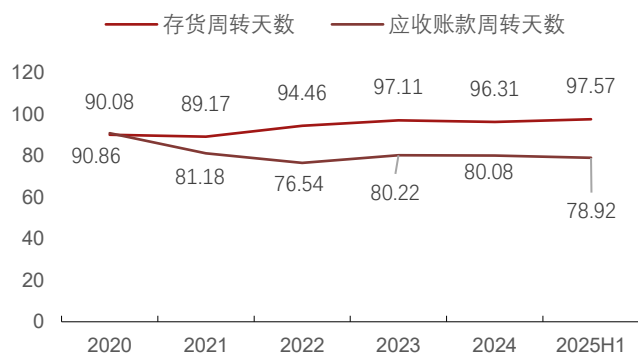
图 13: 公司美洲布局



资料来源：公司官网、招商证券

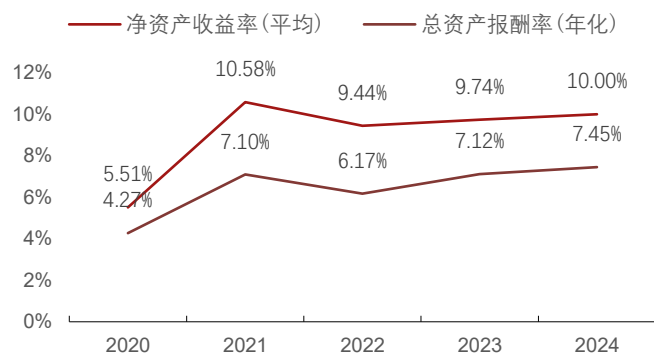
公司周转稳健，资产收益率平稳上升。近两年汽车零部件行业存在较大的回款压力和库存压力，而公司的存货周转天数和应收账款周转天数依旧保持平稳，抗压能力凸显。2024 年，公司净资产收益率达到到了 10%，总资产收益率 7.45%，且净资产收益率常年维持在 9% 以上，总资产收益率维持在 6% 以上，公司具备稳定的价值创造能力。

图 6: 公司存货及应收账款周转天数（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

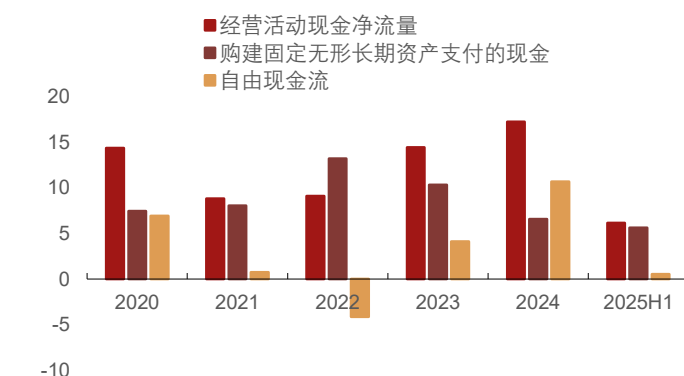
图 15: 公司净资产及总资产收益率（亿元；%）



资料来源：WIND、招商证券

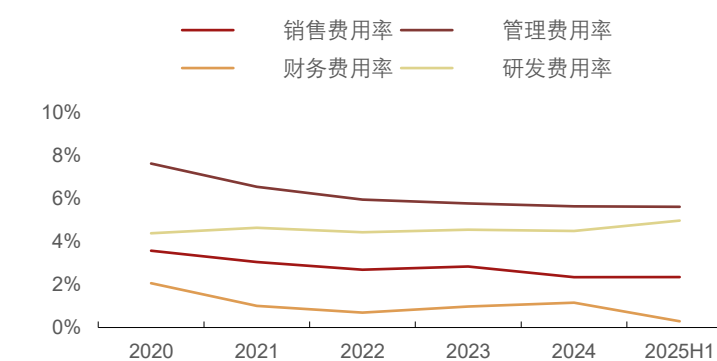
公司现金流量充沛，费用率持续优化。公司当前阶段资本开支较小，经营活动现金流量和自由现金流充沛。公司销售、管理、财务费用率正在逐年下降，研发费用率近两年略微提升，对新兴产业的布局在逐步加强。

图 16：公司现金流及资本开支情况（亿元）



资料来源：WIND、招商证券

图 17：公司费用率情况（%）



资料来源：WIND、招商证券

## 二、基础业务：管理优化、稳健发展

### 1、海外管理持续优化

公司持续推进海外工厂的成本控制和精细化管理，进一步推进海外原材料生产及模具制造业务建设；通过降低海外企业制造成本，优化费用等一系列举措，增加海外业务恢复的速度及确定性；通过不断的管理提升，国内外业务保持持续向好的成长态势，公司整体利润逐步提升。在与海外企业多年磨合的基础上，公司逐步强化管理输出和文化输出战略，加强海外企业的成本管控，推进业务整合和市场拓展，同时发挥中国工程师红利的优势，进一步加快技术吸收和创新。公司自 2008 年以来实现的国际化战略渐渐进入收获期，截止 2025H1，亚洲、欧洲、美洲三大区域生产占比分别为 65.41%、25.04%、9.55%。

**空气悬架：**公司旗下德国 AMK 作为空气悬挂系统的高端供应商，是行业前三的领导者，自九十年代进入空悬系统业务领域以来，不断提升产品总成技术，深耕行业二十多年，为捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等世界顶级主机生产商配套。国内空悬市场处于起步阶段，AMK 中国一直在加速推进完善中国乘用车市场空气悬架系统性能和成本最优化的供应链体系。AMK 将继续围绕“国产化推进、技术迭代升级、产业补强补全”的战略目标稳健发展。AMK 中国已取得国内多家造车新势力及传统自主品牌龙头企业订单。

公司旗下子公司鼎瑜科技依托中鼎在橡胶领域的研发、制造等核心优势，专注于空气弹簧的研发、生产，并持续推进技术突破，不断提升产品性能，目前空气弹簧及储气罐产品已获得项目定点，同时公司磁流变减震器项目目前已投产，正在积极对接客户中。

截至 2025H1，公司国内空悬业务已获订单总产值约为 158 亿元，其中总成产品订单总产值约为 17 亿。

**轻量化业务：**公司近年来，大力发展底盘轻量化系统总成产品，同时旗下子公司

四川望锦公司，其核心技术为球头铰链总成产品，是底盘系统核心安全部件及性能部件，拥有全球领先的技术，具备非常高的技术门槛。随着公司在底盘轻量化系统总成产品业务的不断推进，已经取得奔驰、长安、广汽、比亚迪等多个传统及新势力主机厂订单。公司在保持国内轻量化业务稳步发展的同时也在积极布局海外轻量化市场，目前公司在斯洛伐克及墨西哥的轻量化工厂正在有序建设中。

**2025H1，公司轻量化业务累计获得订单约为 55 亿元。**

**热管理业务：** 公司流体管路产品的单车价值从传统车上的三百元左右提升到新能源汽车单车价值近千元，增程式新能源汽车更达到一千五百元左右，同时汽车热管理系统总成将达到单车价值 5000 元左右。伴随着新能源汽车的不断发展，AI 算力需求的高速增长，以及 PUE 能效要求的日趋严格，新能源汽车热管理系统、新型储能及超算中心热管理系统的市场空间也在迅速扩大。

公司旗下子公司德国 TFH 是发动机及新能源汽车电池热管理管路总成产品优秀供应商，拥有自主专利的独家生产技术 creatube 工艺以及 TPV 软管和尼龙管的核心技术，公司在所处细分领域行业全球排名前二。公司大力推进新能源汽车热管理管路系统总成业务，目前已经给宝马、沃尔沃、奥迪、大众、吉利、小鹏和理想等新能源汽车平台配套。公司子公司中鼎流体及中鼎智能热系统主导热管理系统总成业务的发展，在汽车热管理业务基础上积极布局储能热管理及超算中心热管理。基于自研热管理控制器及控制算法，管路系统及密封等核心技术，公司在储能领域已推出系列化液冷机组，及浸没式液冷机组；超算中心热管理领域主要产品为 CDU(冷液分配装置)，未来根据实际需要，逐步将浸没式技术运用到超算中心热管理中，目前公司正在加速与客户对接。

**截至 2025H1，公司热管理系统业务累计获得订单约为 71 亿元。**

**密封系统：** 公司旗下子公司德国 KACO、美国 ACUSHNET 这些企业拥有国际前三的密封系统技术。KACO 为代表密封系统旗下企业积极推进新能源布局，已经开发配套成功高性能新能源电机密封。同时，公司目前已经开发批产新能源电池模组密封系统和电桥总成等产品，为沃尔沃、蔚来、上汽、广汽等新能源汽车平台配套。

## 2、客户结构不断优化

通过海外并购，全球技术与产品整合，品牌优势凸显，产品销售向中高端车型发展，前十大主机厂客户详见下表：

前十大客户直接与间接总销售额 49.53 亿，占 2025H1 营业收入的 50.30%，高端客户集中度较高。

**表 1：公司前十大主机厂客户**

| 序 | 客户名称    | 序  | 客户名称        |
|---|---------|----|-------------|
| 1 | BYD 比亚迪 | 6  | Daimler 戴姆勒 |
| 2 | VW 大众   | 7  | LI 理想       |
| 3 | BMW 宝马  | 8  | Chery 奇瑞    |
| 4 | GM 通用   | 9  | Geely 吉利    |
| 5 | Ford 福特 | 10 | Changan 长安  |

资料来源：公司公告、招商证券

### 3、新能源汽车项目占比显著提升

公司积极布局新能源汽车领域，以智能底盘系统为核心，同时在热管理系统、底盘轻量化系统、空气悬挂系统等多个新能源板块处于国际领先水平。截至 2025H1，新能源领域业务已经达到 37.62 亿元销售额，占营业收入比例为 39.56%，其中国内新能源领域业务销售额为 28.87 亿元，占营业收入比例为 52.94%。

表 2：公司新能源汽车收入占比情况（亿元）

|           | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025H1 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 新能源汽车收入   | 20.61  | 36.44  | 59.76  | 72.49  | 37.62  |
| 新能源汽车占比   | 17.28% | 25.75% | 36.27% | 40.20% | 39.56% |
| 国内新能源汽车收入 |        |        | 43.23  | 54.61  | 28.87  |
| 国内新能源汽车占比 |        |        | 53.10% | 56.01% | 52.94% |

资料来源：公司公告、招商证券

## 三、新兴业务：机器人&液冷打开新空间

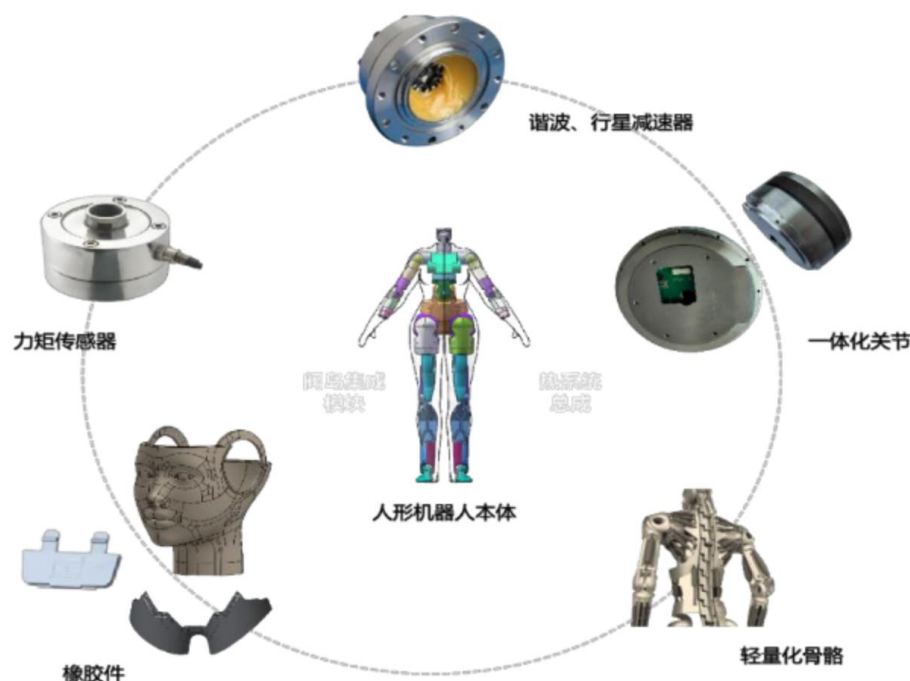
### 1、人形机器人：多环节积极布局

机器人是当今社会最具发展潜力新兴产业之一，为顺应行业发展趋势，公司以自有资金 5,000 万元在合肥市包河区设立全资子公司安徽睿思博机器人科技有限公司，推动公司机器人相关产品的生产配套。2025 年 1 月公司子公司安徽望锦以 1,289.28 万元购买安徽聚隆机器人减速器有限公司持有的机器人减速器生产制造设备，推动公司机器人谐波减速器产品的生产配套，同时安徽聚隆机器人将其机器人业务转入公司旗下子公司，并配合完成原有机器人业务和客户关系的对接转移工作。

2025 年 3 月，公司召开董事会拟与合肥市包河区人民政府签订《投资协议书》，在合肥市包河区投资建设智能机器人项目总部及核心零部件研发制造中心，项目预计投资总额为 10 亿元，当前主要业务方向是谐波减速器、关节总成的研发和生产制造，第一阶段将完成年产不少于 15 万颗谐波减速器产线建设、关节总成产品的产线布局。

公司通过安徽睿思博公司、星汇传感等子公司在关节总成、谐波减速器、行星减速器、力觉传感器等产品上完成产业布局，目前公司的橡胶产品已经完成配套，轻量化骨骼已经向客户送样，最终实现机器人关节总成产品的生产制造。目前公司及子公司已与深圳市众擎机器人科技有限公司、埃夫特智能装备股份有限公司签署战略合作协议，提升公司在人形机器人部件总成产品领域核心优势，推进市场布局；同时公司也与深圳逐际动力科技有限公司签订项目意向合作协议，形成上下游产业链布局，推进机器人本体智造及代工业务发展。

图 18：公司机器人业务布局



资料来源：公司公告、招商证券

人形机器人**大脑**、**线性关节**、**旋转关节**是最核心环节：

**AI 芯片**：人形机器人核心竞争力，单机价值量约为 50000 元，成本占比约为 26.5%；

**旋转执行器**：总成产品，将由第三方供应，包含谐波减速器（或者类谐波的新型减速器）、无框力矩电机、力矩传感器、编码器、轴承等主要部分，成本占比约为 23%；

**线性执行器**：总成产品，将由第三方供应，包含行星滚柱丝杠、无框力矩电机、力矩传感器、编码器、轴承等主要部分，成本占比约为 28%；

**灵巧手**：包含空心杯电机、行星齿轮箱、传感器、滚珠丝杠等，成本占比约为 7%；

**肢体骨骼**：力学结构件，成本占比约为 13%。

表 3：人形机器人成本拆分测算

| 所属部分  | 部件名称   | 量产单价（元） | 数量 | 总价（元） | 成本占比   |
|-------|--------|---------|----|-------|--------|
| 旋转执行器 | 谐波减速器  | 1000    | 14 | 14000 | 7.42%  |
|       | 无框力矩电机 | 1000    | 14 | 14000 | 7.42%  |
|       | 力矩传感器  | 500     | 14 | 7000  | 3.71%  |
|       | 编码器    | 200     | 28 | 5600  | 2.97%  |
|       | 角接触轴承  | 50      | 28 | 1400  | 0.74%  |
|       | 交叉滚子轴承 | 100     | 14 | 1400  | 0.74%  |
| 线性执行器 | 无框力矩电机 | 1000    | 14 | 14000 | 7.42%  |
|       | 行星滚柱丝杠 | 2000    | 14 | 28000 | 14.84% |
|       | 力矩传感器  | 500     | 14 | 7000  | 3.71%  |
|       | 编码器    | 200     | 14 | 2800  | 1.48%  |
|       | 深沟球轴承  | 50      | 14 | 700   | 0.37%  |
|       | 四点接触轴承 | 50      | 14 | 700   | 0.37%  |
| 灵巧手   | 空心杯电机  | 600     | 12 | 7200  | 3.82%  |
|       | 行星齿轮箱  | 200     | 12 | 2400  | 1.27%  |

|          |              |       |      |        |        |
|----------|--------------|-------|------|--------|--------|
|          | 传感器          | 100   | 12   | 1200   | 0.64%  |
|          | 编码器          | 50    | 12   | 600    | 0.32%  |
|          | 滚珠丝杠         | 150   | 12   | 1800   | 0.95%  |
| 运动控制+处理器 | FSD 系统、AI 芯片 | 50000 | 1    | 50000  | 26.50% |
| 头部交互     | 显示屏          | 500   | 1    | 500    | 0.26%  |
| 环境探测传感器  | 摄像头          | 300   | 3    | 900    | 0.48%  |
|          | 毫米波雷达        | 500   | 1    | 500    | 0.26%  |
| 动力电池     | 电池组          | 3000  | 1    | 3000   | 1.59%  |
| 肢体骨骼     | 手臂、胸腔、腿部、脚部  | 800   | 30KG | 24000  | 12.72% |
|          | 合计           |       |      | 188700 | 100%   |

资料来源：特斯拉 AI Day、公司官网、招商证券

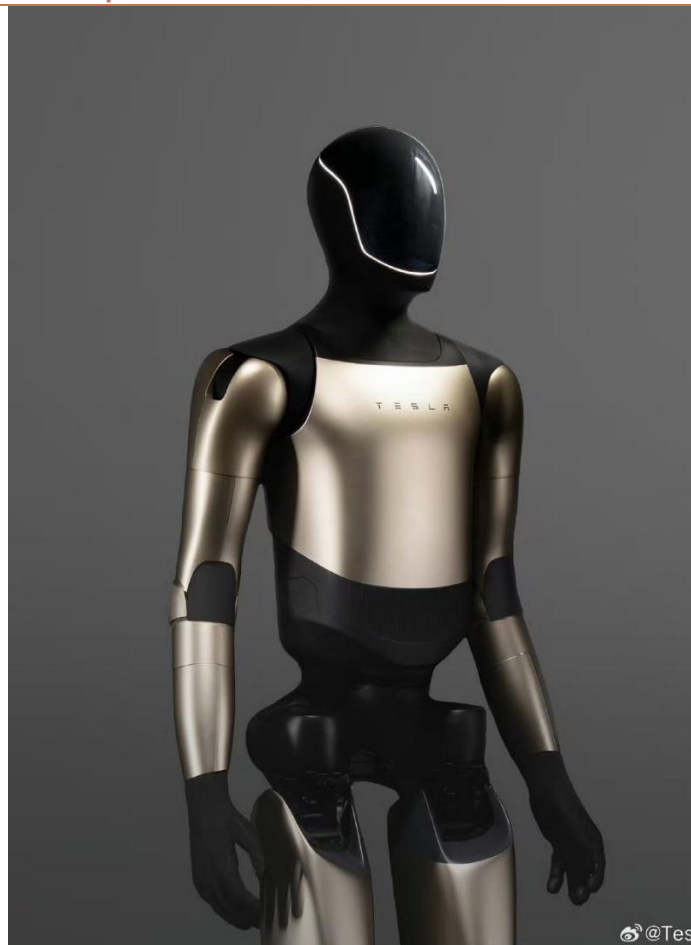
### 特斯拉人形机器人引领行业，2030 年目标 100 万台：

9 月 5 日，特斯拉方面提出了给予马斯克 4.2 亿股股票的新薪酬方案，以换取其全力投入特斯拉 AI 业务。该方案明确了三大业务目标：1) 实现 1000 万 FSD 存量活跃客户（换算订阅渗透率超过 50%，当前渗透率预计 10%+）；2) 100 万辆 Robotaxi 同时商业运营（对应公司 2026 年底百万辆的预期，当前仅百辆左右）；3) 累计交付 100 万台机器人（对应公司 5 年后年产 100 万的预期，今年量产指引不足万台）。

Optimus Gen3 被马斯克称为“特斯拉最重要的产品”，目标是替代人类完成危险、重复或繁琐的工作，包括工厂装配、物流搬运、家庭清洁等。其终极愿景是全球部署百亿台，形成“机器人即劳动力”的新经济范式。

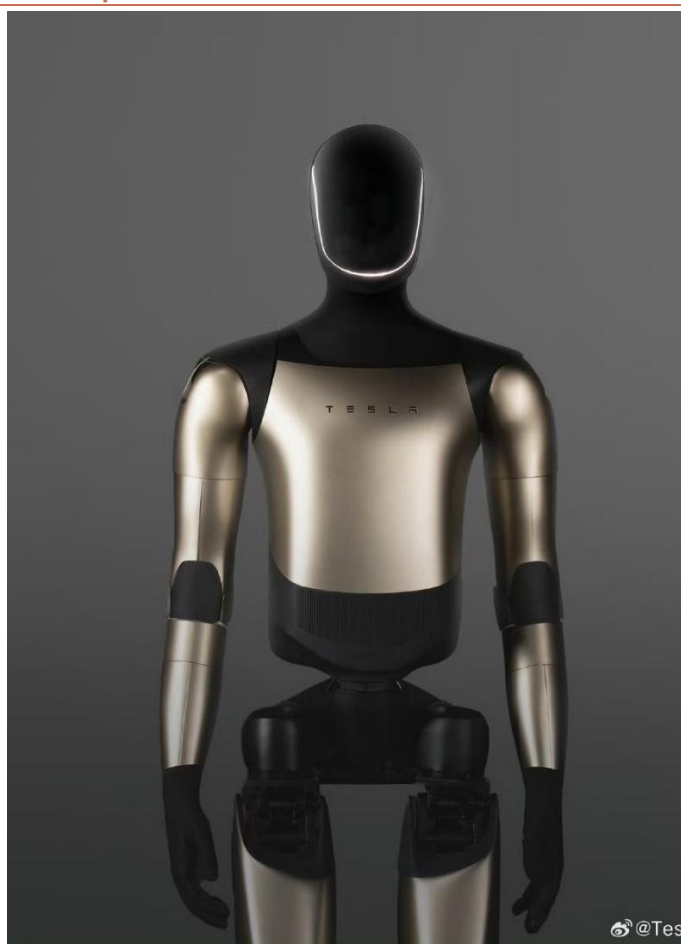
9 月 7 日，特斯拉通过其新设的“TeslaAI”官方微博，首次公开了 Optimus V2.5 的人形机器人外观，特别展示了高度仿真的手部设计，包括褶皱、指甲轮廓和关节痕迹等细节，相较前两代有明显提升。

图 19: Optimus V2.5 侧面图片



资料来源: TeslaAI 官方微博、招商证券

图 20: Optimus V2.5 正面图片



资料来源: TeslaAI 官方微博、招商证券

### 国内头部企业已经逐步进入商业化阶段:

9月4日, 智元机器人获得湖北 3101 万元大单; 9月3日, 优必选获 2.5 亿元大单(累计订单已达 4 亿元, 上半年已交付 5000 万元); 7月智元与宇树合计获 1.2 亿大单。

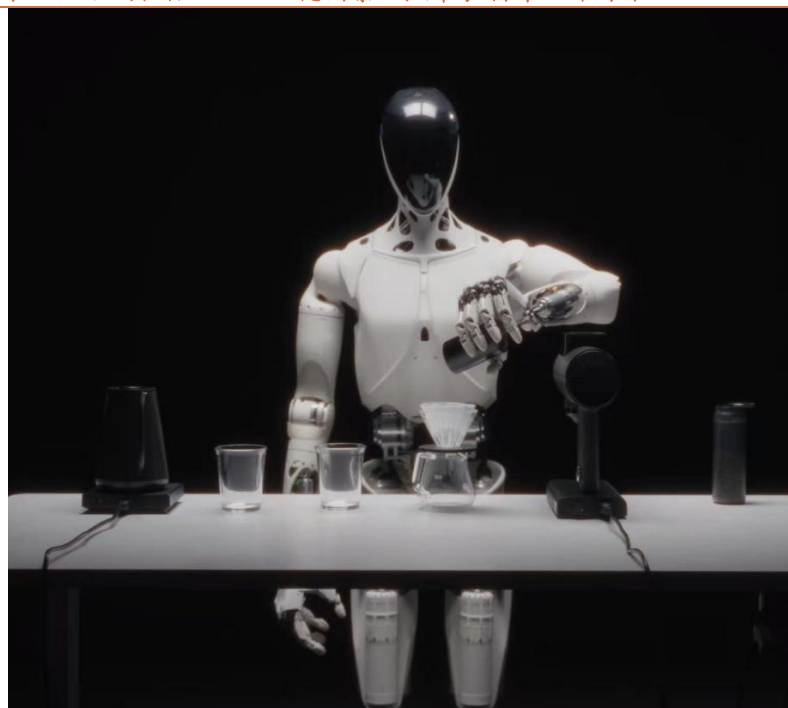
9月8日, 在本届慕尼黑国际车展上, 小鹏机器人 IRON 为现场观众展示了手冲咖啡的演示。从杯具定位, 到抓握移动, 将液态咖啡成功倒入指定位置, 整个动作较为丝滑。对于咖啡粉末, IRON 通过小幅度的手臂抖动实现精准倾倒, 体现出小鹏大模型及运控能力的强大。目前 IRON 已进入工厂实训, 并将在今年第四季度推出下一代超类人机器人, 目标是于 2026 年实现量产, 该产品将广泛运用于工厂运营、门店接待和零售导购等场景。

图 21: 小鹏机器人 IRON 正面图片



资料来源：小鹏汽车官网、招商证券

图 22: 小鹏机器人 IRON 德国慕尼黑车展制作咖啡图片



资料来源：小鹏汽车官网、招商证券

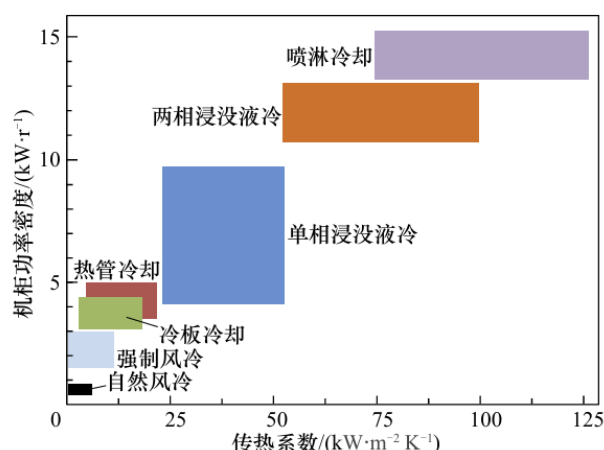
## 2、液冷：技术能力复用，布局储能及超算中心热管理

公司子公司中鼎流体及中鼎智能热系统主导热管理系统总成业务的发展，在汽车热管理业务基础上积极布局储能热管理及超算中心热管理。基于自研热管理控制器及控制算法，管路系统及密封等核心技术，公司在储能领域已推出系列化液冷机组，及浸没式液冷机组；超算中心热管理领域主要产品为 **CDU(冷液分配装置)**，未来根据实际需要，逐步将浸没式技术运用到超算中心热管理中，目前公司正在加速与客户对接。

**液冷是 AIDC 确定性大趋势，促使 AIDC 生命周期价值量重新分配：**

数据中心的总能耗由供配电、照明、散热冷却和 IT 设备功耗等构成。当前，数据中心能量消耗中的 43% 用于散热冷却，冷却成本高，节能潜力大。风冷技术使用的冷却介质为空气，其热导率低，而液体的热导率较气体可提高一个数量级，理论上可将传热速率极大提高，可满足高功率密度机柜的散热冷却要求。

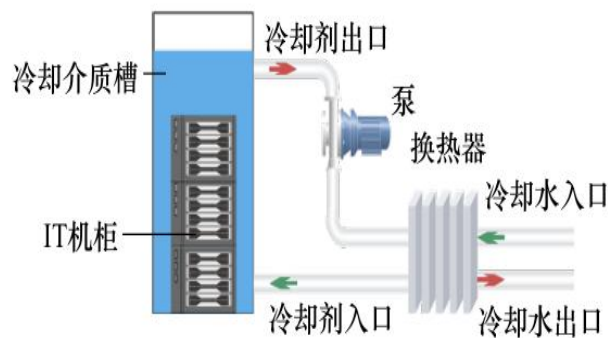
图 24: 冷却类型及散热效率对比



资料来源：《绿色高能效数据中心散热冷却技术研究现状及发展趋势》、招商证券

风冷系统中，电费占 TCO 的 50% 以上，而液冷通过精准温控（温差  $\leq 3^{\circ}\text{C}$ ）将设备寿命延长 20%（如硬盘故障率降低 50%），维护成本减少 30%-50%，使电费占比降至 35% 左右，硬件折旧与维护成本占比提升至 45%。这种变化推动数据中心从“重运营轻资本”向“技术驱动型”模式转型。

图 26: 单相浸没式液冷示意图



资料来源：《绿色高能效数据中心散热冷却技术研究现状及发展趋势》、招商证券

英伟达 GB300 在技术实现上采用了一项关键设计：将 CPU、GPU 及 HBM3 内

存高度集成于一个可拆卸的插槽式处理器模块中，其安装方式类似于传统 CPU 插槽。该模块直接与液冷冷板紧密结合，并在芯片与冷板之间的微间隙填充液态金属——其导热系数高达  $73\text{W/m}\cdot\text{K}$ ——从而极大提升了导热效率与界面接触性能。大幅提升了散热效率，降低了功耗占比。

2025 年：实现 GB300 规模量产，预计液冷技术在数据中心渗透率提升至 25%，主要初期客户为 Google、Meta 等超大规模企业。

2026 年：推出两相浸没式冷却方案，进一步提升散热密度，目标突破  $100\text{W}/\text{cm}^2$ 。

2027 年：集成热电转换模块，对废热进行回收发电，当前能量转换效率目标设定为 5-8%。

表 4：GB300 采用冷板液冷方案

| 传统方案           | GB300 方案      | 优势           |
|----------------|---------------|--------------|
| GPU 焊接在 PCB 板上 | CPU+GPU 模块可插拔 | 简化维护，支持全液冷覆盖 |
| 散热依赖硅脂/导热垫     | 液态金属直接接触散热    | 热阻降低 60%     |
| 冷板仅覆盖部分芯片      | 一体化全覆盖冷板      | 消除局部热点       |

资料来源：液冷产业大会暨展览会公众号、招商证券

表 5：GB300 液冷散热密度大幅提升、功耗占比大幅下降

| 散热方式     | 散热密度 ( $\text{W}/\text{cm}^2$ ) | 功耗占比    |
|----------|---------------------------------|---------|
| 传统风冷     | 10-15                           | 15-20%  |
| GB300 液冷 | $\geq 35$                       | $< 8\%$ |

资料来源：液冷产业大会暨展览会公众号、招商证券

表 6：GB300 液冷系统成本占比达 42%

| 项目     | 成本（万美元） | 占比   |
|--------|---------|------|
| 液冷系统   | 38      | 42%  |
| 处理器模组  | 210     | 46%  |
| 电源/CDU | 32      | 12%  |
| 总计     | 300 万   | 100% |

资料来源：液冷产业大会暨展览会公众号、招商证券

表 7：GB300 液冷系统大幅降低 PUE 和维护周期

| 参数                              | GB200 (风冷+液冷混合) | GB300 (全液冷) | 提升幅度  |
|---------------------------------|-----------------|-------------|-------|
| 单芯片最大功耗                         | 1000W           | 1400W       | 40%   |
| 散热密度 ( $\text{W}/\text{cm}^2$ ) | 18              | 35          | +94%  |
| 数据中心 PUE                        | 1.15            | 1.05        | ↓8.7% |
| 维护周期                            | 3 年             | 2 年         | -33%  |

资料来源：液冷产业大会暨展览会公众号、招商证券

液冷技术不仅是散热方式的革新，更是数据中心产业价值分配体系的重构。随着 AI 算力需求爆发与政策红利释放，掌握冷板、CDU、冷却液等核心技术的企业将主导未来十年的行业价值流向。

## 四、盈利预测及投资建议

### 1、盈利预测

**冷却系统：**我们预计 2025、2026、2027 年，分别实现营收 55.00、65.00、80.00 亿元，yoy 分别 8.44%、18.18%、23.08%，毛利率分别为 17.37%、18.00%、18.00%。公司稳健的基础业务之一，当前布局的液冷业务预计 2026 年贡献收入，从而提升板块增速。

**智能底盘-橡胶业务：**我们预计 2025、2026、2027 年，分别实现营收 42.00、44.10、46.31 亿元，yoy 分别 3.45%、5.00%、5.00%，毛利率分别为 17.89%、17.50%、17.50%。公司稳健基础业务之一，稳中有增。

**密封系统：**我们预计 2025、2026、2027 年，分别实现营收 40.00、41.60、43.26 亿元，yoy 分别 5.12%、4.00%、4.00%，毛利率分别为 29.24%、30.00%、30.00%。公司稳健基础业务之一，稳中有增。

**智能底盘-轻量化：**我们预计 2025、2026、2027 年，分别实现营收 33.00、41.25、50.74 亿元，yoy 分别 31.1%、25.00%、23.00%，毛利率分别为 18.27%、19.00%、20.00%。公司基本盘中增长最快的业务，受益于新能源汽车轻量化趋势，后续增长动能仍旧较强。

**智能底盘-空悬业务：**我们预计 2025、2026、2027 年，分别实现营收 12.00、13.44、15.05 亿元，yoy 分别 12.7%、12.00%、12.00%，毛利率分别为 15.20%、16.00%、17.00%。

2025、2026、2027 年，公司合计营收预计分别为 206.00、229.87、260.33 亿元，yoy 分别为 9.26%、11.59%、13.25%，毛利率分别为 23.60%、23.70%、23.90%。公司新兴业务中，液冷业务有望从 2026 年开始贡献业绩，机器人业务目前正处于研发投入以及小规模资本开支阶段，预计 3-5 年后贡献业绩。客户分散，业务多元化，管理优化，基本盘稳健增长。

表 8：公司业绩预测（亿元）

|           | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 172.44 | 188.54 | 206.00 | 229.87 | 260.33 |
| yoy       |        | 9.34%  | 9.26%  | 11.59% | 13.25% |
| 毛利率       | 21.95% | 22.82% | 23.60% | 23.70% | 23.90% |
| 冷却系统      | 51.86  | 50.72  | 55.00  | 65.00  | 80.00  |
| yoy       |        | -2.20% | 8.44%  | 18.18% | 23.08% |
| 毛利率       | 16.47% | 17.01% | 17.37% | 18.00% | 18.00% |
| 智能底盘-橡胶业务 | 36     | 40.6   | 42.00  | 44.10  | 46.31  |
| yoy       |        | 12.78% | 3.45%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 毛利率       | 18.73% | 18.43% | 17.89% | 17.50% | 17.50% |
| 密封系统      | 36.34  | 38.05  | 40.00  | 41.60  | 43.26  |
| yoy       |        | 4.71%  | 5.12%  | 4.00%  | 4.00%  |
| 毛利率       | 26.04% | 27.07% | 29.24% | 30.00% | 30.00% |
| 智能底盘-轻量化  | 19.23  | 25.18  | 33.00  | 41.25  | 50.74  |
| yoy       |        | 30.94% | 31.1%  | 25.00% | 23.00% |
| 毛利率       | 9.40%  | 14.02% | 18.27% | 19.00% | 20.00% |
| 智能底盘-空悬系统 | 8.22   | 10.65  | 12.00  | 13.44  | 15.05  |
| yoy       |        | 29.56% | 12.7%  | 12.00% | 12.00% |
| 毛利率       | 22.74% | 20.11% | 15.20% | 16.00% | 17.00% |
| 其他主营业务    | 20.79  | 23.33  | 24.00  | 24.48  | 24.97  |
| yoy       |        | 12.22% | 2.87%  | 2.00%  | 2.00%  |

|     |        |        |        |        |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 45.12% | 46.85% | 49.66% | 46.00% | 46.00% |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|

资料来源：wind，招商证券；

## 2、投资建议

### （1）三大拐点成绩凸显

**业绩拐点：**公司持续推进海外工厂的成本控制和精细化管理，对海外企业进行人员缩减、费用控制、成本优化。与此同时公司继续聚焦核心主业，提升企业竞争力，增加了海外业务恢复的速度及确定性，国内外业务持续向好，公司整体利润将持续恢复并增长。

**产业拐点：**公司在推动业务向智能化迈进的同时，也在加速拓展人形机器人部件总成产品相关业务，公司将现有密封、橡胶业务及轻量化业务拓展到人形机器人领域，人形机器人相关密封产品、橡胶产品及连杆产品也在同步开发中。公司目前专注生产谐波减速器，后续将逐步拓展到力觉传感器等相关产品领域，最终实现机器人关节总成产品的生产制造。

**管理拐点：**公司从 2020 年正式推行模块化管理制度以来，按照五大模块推行全球化、专业化管理，强化中方管理团队对海外企业的管理，加强五大系统技术整合、架构优化和市场开拓，进一步推行管理输出和文化输出战略。全面推进海外工厂的成本控制和精细化管理，提升海外公司的盈利水平，持续推进海外企业中国落地业务发展和市场拓展。

### （2）精准布局新兴业务核心环节

**机器人：**公司布局机器人关节总成、谐波减速器、行星减速器、力觉传感器等核心环节，目前公司的橡胶产品已经完成配套，轻量化骨骼已经向客户送样，最终将实现机器人关节总成产品的生产制造。目前公司及子公司已与深圳市众擎机器人科技有限公司、埃夫特智能装备股份有限公司签署战略合作协议，提升公司在人形机器人部件总成产品领域核心优势，推进市场布局；同时公司也与深圳逐际动力科技有限公司签订项目意向合作协议，形成上下游产业链布局，推进机器人本体智造及代工业务发展。

**液冷：**公司基于自研热管理控制器及控制算法，管路系统及密封等核心技术，在储能领域已推出系列化液冷机组及浸没式液冷机组；超算中心热管理领域主要产品为 CDU(冷液分配装置)，未来根据实际需要，逐步将浸没式技术运用到超算中心热管理中，目前公司正在加速与客户对接。

**投资建议：**公司持续推进海外业务管理优化，目前业绩拐点已经确立。同时，公司将积极推进人形机器人、低空经济、AI、数据中心热管理等新领域赛道的布局，尤其将人形机器人领域将作为公司的核心战略目标，从而形成产业拐点。我们预计 2025、2026、2027 年公司分别实现归母净利润 16.80、18.94、21.69 亿元，对应 PE 分别为 17.2、15.3、13.3 倍，首次给予“强烈推荐”投资评级。

## 五、风险提示

### 1、贸易摩擦风险

受全球贸易摩擦加剧的影响，特别是高贸易壁垒国政策变化，将推高该国客户的采购成本，导致出口该市场的产品订单数量下降。

### 2、汇率变动风险

公司海外收入占比达到 44.62%（截至 2025H1），人民币汇率以及出口国家/地区的当地货币汇率受全球地区矛盾、美联储加息等不利因素影响，波动幅度较大，不仅可能对公司产品的出口需求带来不利影响，同时可能造成公司汇兑损失，增加财务成本。

### 3、新业务拓展不及预期风险

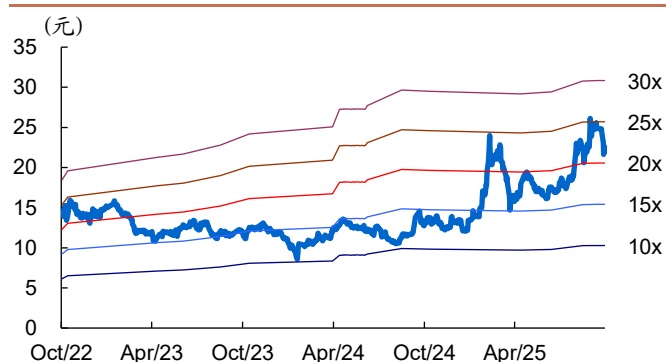
机器人业务和液冷业务为全新业务，目前行业的技术路径和竞争格局依旧存在较大不确定性。

### 4、大宗商品价格波动风险

公司上游原材料主要是橡胶、铝等，价格可能受宏观经济波动而收到影响。

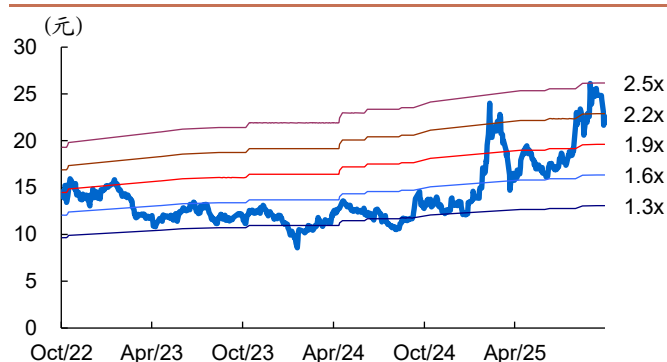
## PE-PB Band

图 27：中鼎股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 28：中鼎股份历史 PB Band



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        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 13212        | 14119        | 14180        | 15625        | 17743        |
| 现金             | 2177         | 2772         | 1873         | 1962         | 2355         |
| 交易性投资          | 498          | 526          | 526          | 526          | 526          |
| 应收票据           | 410          | 654          | 715          | 798          | 904          |
| 应收款项           | 4179         | 4209         | 4599         | 5132         | 5812         |
| 其它应收款          | 187          | 159          | 173          | 193          | 219          |
| 存货             | 3509         | 3788         | 4099         | 4566         | 5156         |
| 其他             | 2253         | 2010         | 2195         | 2448         | 2772         |
| <b>非流动资产</b>   | 9633         | 10006        | 10031        | 10043        | 10046        |
| 长期股权投资         | 274          | 85           | 85           | 85           | 85           |
| 固定资产           | 4678         | 5063         | 5396         | 5685         | 5935         |
| 无形资产商誉         | 3101         | 2950         | 2655         | 2389         | 2151         |
| 其他             | 1579         | 1908         | 1894         | 1884         | 1875         |
| <b>资产总计</b>    | <b>22844</b> | <b>24125</b> | <b>24210</b> | <b>25669</b> | <b>27789</b> |
| <b>流动负债</b>    | 7523         | 9657         | 8265         | 8032         | 8187         |
| 短期借款           | 2530         | 2294         | 2842         | 2083         | 1574         |
| 应付账款           | 3849         | 4178         | 4521         | 5035         | 5686         |
| 预收账款           | 89           | 76           | 83           | 92           | 104          |
| 其他             | 1055         | 3109         | 820          | 821          | 823          |
| <b>长期负债</b>    | 3225         | 1436         | 1436         | 1436         | 1436         |
| 长期借款           | 2590         | 714          | 714          | 714          | 714          |
| 其他             | 634          | 722          | 722          | 722          | 722          |
| <b>负债合计</b>    | <b>10748</b> | <b>11093</b> | <b>9701</b>  | <b>9468</b>  | <b>9623</b>  |
| 股本             | 1316         | 1316         | 1316         | 1316         | 1316         |
| 资本公积金          | 3393         | 3394         | 3394         | 3394         | 3394         |
| 留存收益           | 7355         | 8262         | 9744         | 11441        | 13413        |
| 少数股东权益         | 32           | 59           | 54           | 49           | 43           |
| 归属于母公司所有者权益    | 12064        | 12973        | 14455        | 16152        | 18123        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>22844</b> | <b>24125</b> | <b>24210</b> | <b>25669</b> | <b>27789</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024       | 2025E        | 2026E     | 2027E      |
|----------------|-------------|------------|--------------|-----------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1445        | 1726       | 1957         | 1962      | 2036       |
| 净利润            | 1113        | 1248       | 1675         | 1889      | 2163       |
| 折旧摊销           | 692         | 733        | 983          | 996       | 1006       |
| 财务费用           | 314         | 148        | 180          | 180       | 200        |
| 投资收益           | (163)       | (119)      | (272)        | (272)     | (272)      |
| 营运资金变动         | (504)       | (246)      | (610)        | (831)     | (1061)     |
| 其它             | (7)         | (37)       | 0            | 0         | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (855)       | (612)      | (737)        | (737)     | (737)      |
| 资本支出           | (1034)      | (656)      | (1008)       | (1008)    | (1008)     |
| 其他投资           | 179         | 44         | 272          | 272       | 272        |
| <b>筹资活动现金流</b> | (609)       | (283)      | (2119)       | (1136)    | (907)      |
| 借款变动           | (138)       | 44         | (1742)       | (758)     | (509)      |
| 普通股增加          | 0           | 0          | 0            | 0         | 0          |
| 资本公积增加         | (32)        | 2          | 0            | 0         | 0          |
| 股利分配           | (263)       | (197)      | (197)        | (197)     | (197)      |
| 其他             | (175)       | (132)      | (180)        | (180)     | (200)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(19)</b> | <b>830</b> | <b>(900)</b> | <b>89</b> | <b>392</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 17244 | 18854 | 20600 | 22987 | 26033 |
| 营业成本             | 13459 | 14552 | 15747 | 17539 | 19806 |
| 营业税金及附加          | 103   | 150   | 164   | 183   | 208   |
| 营业费用             | 489   | 442   | 515   | 575   | 651   |
| 管理费用             | 992   | 1064  | 1195  | 1333  | 1510  |
| 研发费用             | 783   | 845   | 927   | 1034  | 1171  |
| 财务费用             | 169   | 220   | 180   | 180   | 200   |
| 资产减值损失           | (99)  | (326) | (80)  | (80)  | (80)  |
| 公允价值变动收益         | (44)  | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 其他收益             | 107   | 149   | 149   | 149   | 149   |
| 投资收益             | 163   | 119   | 119   | 119   | 119   |
| <b>营业利润</b>      | 1377  | 1526  | 2064  | 2334  | 2679  |
| 营业外收入            | 16    | 35    | 35    | 35    | 35    |
| 营业外支出            | 24    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| <b>利润总额</b>      | 1369  | 1542  | 2080  | 2350  | 2695  |
| 所得税              | 256   | 294   | 405   | 460   | 532   |
| 少数股东损益           | (19)  | (4)   | (5)   | (5)   | (6)   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 1131  | 1252  | 1680  | 1894  | 2169  |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 16%   | 9%    | 9%    | 12%   | 13%   |
| 营业利润           | 23%   | 11%   | 35%   | 13%   | 15%   |
| 归母净利润          | 17%   | 11%   | 34%   | 13%   | 14%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 22.0% | 22.8% | 23.6% | 23.7% | 23.9% |
| 净利率            | 6.6%  | 6.6%  | 8.2%  | 8.2%  | 8.3%  |
| ROE            | 9.7%  | 10.0% | 12.2% | 12.4% | 12.7% |
| ROIC           | 7.2%  | 7.7%  | 9.8%  | 10.8% | 11.6% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 47.0% | 46.0% | 40.1% | 36.9% | 34.6% |
| 净负债比率          | 23.6% | 22.0% | 14.7% | 10.9% | 8.2%  |
| 流动比率           | 1.8   | 1.5   | 1.7   | 1.9   | 2.2   |
| 速动比率           | 1.3   | 1.1   | 1.2   | 1.4   | 1.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 存货周转率          | 4.0   | 4.0   | 4.0   | 4.0   | 4.1   |
| 应收账款周转率        | 4.1   | 4.0   | 4.0   | 4.1   | 4.1   |
| 应付账款周转率        | 3.7   | 3.6   | 3.6   | 3.7   | 3.7   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.86  | 0.95  | 1.28  | 1.44  | 1.65  |
| 每股经营净现金        | 1.10  | 1.31  | 1.49  | 1.49  | 1.55  |
| 每股净资产          | 9.16  | 9.85  | 10.98 | 12.27 | 13.77 |
| 每股股利           | 0.15  | 0.15  | 0.15  | 0.15  | 0.15  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 25.6  | 23.1  | 17.2  | 15.3  | 13.3  |
| PB             | 2.4   | 2.2   | 2.0   | 1.8   | 1.6   |
| EV/EBITDA      | 17.9  | 16.2  | 11.9  | 10.9  | 9.9   |

## 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。