



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 10 月 22 日

基础数据

10 月 17 日收盘价（元）	11.96
总市值（亿元）	105.03
总股本（亿股）	8.78

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证汽车】云意电气：公司与长安汽车控股股东“辰致集团”拟成立合资公司-2025.08.11

【兴证汽车】云意电气：2024Q4 业绩符合预期，同比实现高增长-2025.03.21

分析师：董晓彬

S0190520080001

dongxiaobin@xyzq.com.cn

分析师：刘思仪

S0190525060006

liusiyi23@xyzq.com.cn

云意电气(300304.SZ)

中国“小博世”，稀缺的汽车电子平台型企业

投资要点：

- **公司产品线看似关联性不大，实际业务拓展基于公司核心底层技术，遵循“高护城河+高盈利+国产替代”。**公司基于核心能力“控制+算法+芯片”，公司做纯燃油车的发电机上调节器整流器这两个部件起家，在长达 20 年的时间里积累了各种能力将产业链垂直整合做到极致，核心主要是芯片开发设计能力、控制算法、精密注塑连接能力。新业务拓展基于客户的需求挖掘新的业务方向，以及根据自身的能力去做国产替代，要求是高盈利高壁垒。管理方面：通用技术集团共享，预留 15%-30%股权激励事业部核心成员。
- **基本盘+成长型业务维持高速增长态势：**
传统业务下游是纯燃油，是否有下行风险？公司调节器+整流器全球份额持续提升，前装+后装长尾效应保证持续增长。产品主要应用于纯燃油车，全球燃油车前后装市场长尾效应明显，仍将为智能电源控制器提供较大需求。公司产品供应链垂直整合度高，在大功率车用二极管、电压控制算法、主控芯片以及精密注塑方面实现完全自主可控，与全球头部芯片厂商达成战略合作，成本优势明显，竞争对手加速退出，公司凭借成本优势有望承接外资份额。
雨刮器切入头部自主客户迎来高增长，系统定点落地元年，从商用到乘用车，增长潜力可期。雨刮市场规模：从有骨到无骨，从机械式到电子式，进入门槛逐步提升，国内市场规模有望从 2024 年 102 亿元提升到 2028 年 117 亿元。雨刮系统核心能力：①胶条配方；②无骨算法；③正向开发。国内雨刮市场集中度较高，主要由外资主导。公司优势：从研发雨刮器起步，逐步实现胶条、簧片、电机和连杆自制，技术优势业内领先。进展：公司雨刮器已进入长安、比亚迪、上汽大众、上汽乘用车、奇瑞汽车等车厂供应体系；雨刮系统已拿到多个商用车定点，看好后续拿到乘用车雨刮系统定点。
氮氧传感器突破国内商用车前装市场，后续有望受益欧七/国七新规。氮氧传感器为国产替代蓝海领域，主要受政策和替换需求驱动。氮氧传感器应用环境恶劣，为易耗品，具备“高单价+高替换率+高利润率”的特点。欧 7/国 7 可能进一步要求汽油车/插电车配置氮氧传感器，全球市场规模有望大幅扩容。公司现已突破国外技术封锁，掌握陶瓷芯高温共烧技术和底层控制算法及芯片开发技术，同时高度整合产业链，相比外资具有明显成本优势，已经突破国内头部商用车客户。
- **整车央企重大战略合作有望打造汽车电子平台型公司，绑定大客户切入域控赛道。**长安方面，基于核心技术自主可控，掌握供应链主导权的目的设立合资公司，看重云意电气成本控制与垂直整合能力、车用电器技术积累与协同效应以及文化高度匹配。此前公司已经布局域控相关产品，此次合资动作绑定大客户，有望快速切入域控赛道，逐步升级为汽车智能化电子平台型选手。公司此前已供货长安接近 20 年，此次合资项目预计 2025 年底落地，落地前已经有部分产能在徐州建设，落地后产能建设速度将加快。
- **投资建议：公司业务国产替代市场空间广阔，此次重大战略合作有望打造汽车电子平台型公司，维持“增持”评级。**公司智能电源控制器业务维持平稳增长，成长型业务雨刮系统和氮氧传感器等取得突破性进展，且有望受益欧七国七标准落地，同时公司积极推动其他新业务外延落地。此次合作事件侧面证明公司在汽车电子领域具备较强的产品优势以及垂直整合优势，未来这两大优势有望伴随合资公司落地进一步加深，有望为公司实现高质量发展奠定坚实基础。公司业绩伴随新老业务放量实现增速换挡，产品结构变化切入新市场，估值有望重塑。考虑到公司新增业务合作，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.70/6.46/8.55 亿元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**燃油车销量表现不及预期；新能源汽车竞争加剧；原材料价格上涨风险；新产能建设和投产进展不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2145	2439	4007	5544
同比增长	28.3%	13.7%	64.2%	38.4%
归母净利润（百万元）	401	470	646	855
同比增长	31.5%	17.1%	37.4%	32.4%
毛利率	31.7%	31.2%	28.1%	27.5%
ROE	13.4%	13.6%	15.9%	17.6%
每股收益（元）	0.46	0.53	0.74	0.97
市盈率	26.2	22.4	16.3	12.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、整流器起家，公司外延内生打造高护城河产品组合	4
1.1、拓展逻辑：高护城河+国产替代，底层技术有协同效应	4
1.2、近三年业绩分析：成长型业务营收 CAGR 近 60%	6
1.3、经营战略和模式分析：打造平台型企业，从 Tier2 到 Tier1	8
二、现有核心业务分析：客户突破，市场份额稳步提升	9
2.1、基本盘：“调节器&整流器”稳增长，全球份额提升	9
2.2、成长业务 1：雨刮系统定点落地，国产替代进程加速	11
2.3、成长业务 2：氮氧传感器突破前装，有望受益欧七新规	13
三、整车央企重大合作，绑定长安切入域控领域	17
3.1、合资背景：长安核心技术自主可控，提升垂直整合能力	17
3.2、合作进展：供货在即，公司进入新一轮产能扩张期	20
四、盈利预测及投资建议	21
五、风险提示	23

图目录

图 1、公司主要业务和产品	4
图 2、云意电气产品线拓展实际是围绕公司底层核心技术，有协同效应	5
图 3、公司股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）	6
图 4、公司营收分业务占比	7
图 5、公司分业务毛利率	7
图 6、公司分业务净利润结构测算（亿元）	7
图 7、公司近五年营业成本结构（百万元）	8
图 8、公司 2024 年营业成本占比	8
图 9、公司近五年固定费用率	8
图 10、公司近五年五项费用率之和	8
图 11、雨刮系统开发制造需要的部件和能力	12
图 12、云意雨刮器/系统主要客户	13
图 13、国内主要雨刮供应商毛利率情况	13
图 14、欧七&国七标准实施时间线	14
图 15、公司氮氧传感器业务拓展策略	16
图 16、公司氮氧传感器部件拆分	16
图 17、云意电气与可比公司毛利率（%）情况	18
图 18、云意电气与可比公司净利率（%）情况	18
图 19、云意电气与可比公司 ROA（%）情况	18
图 20、云意电气与可比公司资产负债率（%）情况	18
图 21、云意固定资产、营业收入（单位：亿元）以及固定资产周转次数（右轴）	20
图 22、云意历年资本开支（单位：亿元）	20

表目录

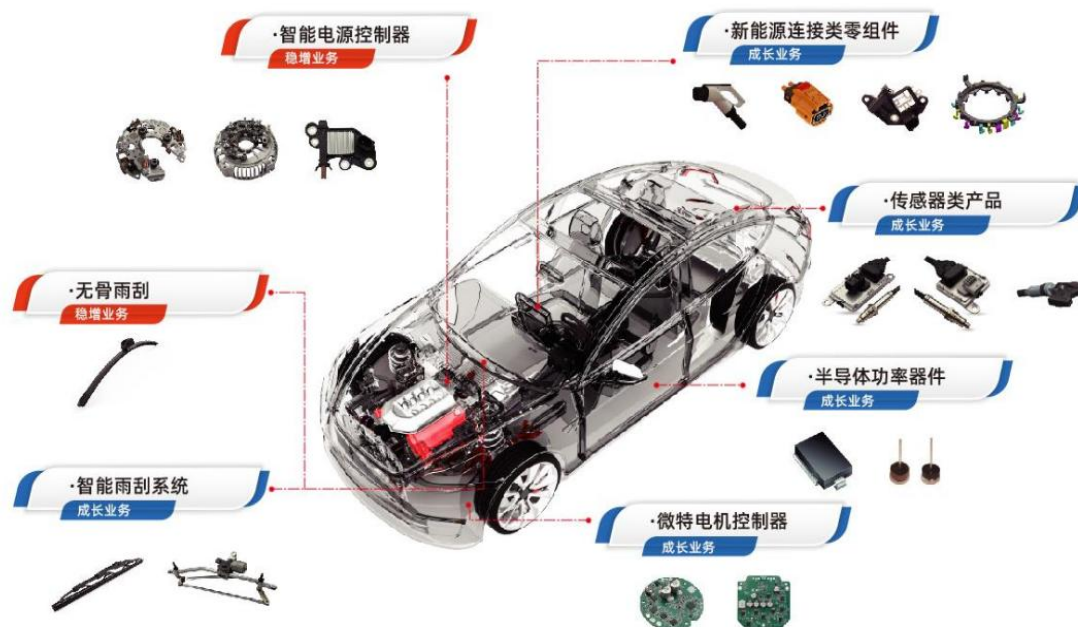
表 1、全球纯燃油车销量增速假设	10
表 2、全球调节器+整流器市场规模预测（单位：亿元）	10

表 3、国内雨刮前后装市场 2023-2028 年规模测算（单位：万只；亿元）	12
表 4、欧七尾气排放标准相比欧六的变化.....	15
表 5、氮氧传感器全球市场规模测算.....	15
表 6、公司盈利预测预测、核心假设及拆分（注：黄色字体为假设；单位：百万元）.....	21

一、整流器起家，公司外延内生打造高护城河产品组合

公司打造汽车电子平台型企业的历程：云意电气成立于 2001 年，从车用整流器和调节器（用于纯燃油车发电机部位）起家，在领域深耕二十年，成为国产车用智能电源控制器龙头。公司 2012 年登陆创业板，聚焦核心技术圈拓宽产品线，2014 年拓展雨刮系统产品，2021 年拓展至氮氧传感器产品。公司其他成长型业务还包括车用半导体功率器件、新能源连接类产品、微特电机控制器等。公司 2025 年 8 月与长安控股股东“辰致集团”达成战略合作，将成立合资公司供应长安体系车型各类域控制器与汽车电子电器类产品，公司供货单价预计将从此前几十、几百水平提升至几千甚至上万元水平。

图1、公司主要业务和产品



数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

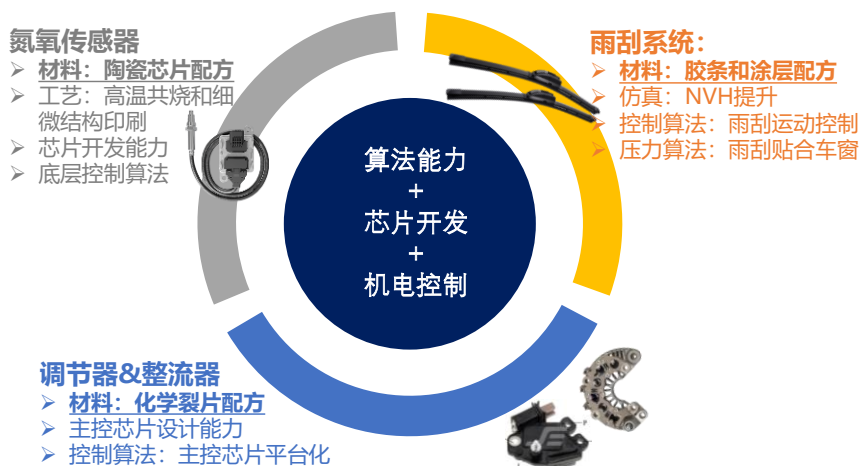
1.1、拓展逻辑：高护城河+国产替代，底层技术有协同效应

市场对公司产品组合的疑问：公司产品类别较多，并且应用的领域重叠度较低，公司拓展品类的逻辑是什么，以及如何在集团层面进行管理？

回答：公司在发展整流器调节器业务的过程中，专注聚焦于产业链垂直整合，形成了芯片设计制造、算法开发、机电控制、精密注塑以及压铸等底层能力。上市后拓展业务基于国产替代思路，选择的领域市场规模通常在百亿级别，竞争格局相对优良，公司通过收并购进入新领域之后，将集团优势技术赋能到新业务上，打磨产品直到成为细分领域国产领先供应商。

基于核心能力“控制+算法+芯片”，业务内生外延。1、主业产业链垂直整合过程中积累核心能力：公司做纯燃油车的发电机上调节器整流器这两个部件起家，在长达 20 年的时间里积累了各种能力将产业链垂直整合做到极致，核心主要是芯片开发设计能力、控制算法、精密注塑连接能力，并且在制造的各个环节以及工艺方面积累了独特的能力，比如主业需要的芯片封测环节，公司使用化学裂片方式能够节省材料&优化性能，其中的化学配方是独家的。2、新业务拓展思路：公司基于主要的四大客户（法雷奥、博世、电装、索恩格），根据客户的需求挖掘新的业务方向，以及根据自身的能力去做国产替代（政策支持）。比如两大最重要的新业务雨刮系统以及氮氧传感器，全球主要的供应商包含法雷奥、电装、博世、大陆。

图2、云意电气产品线拓展实际是围绕公司底层核心技术，有协同效应



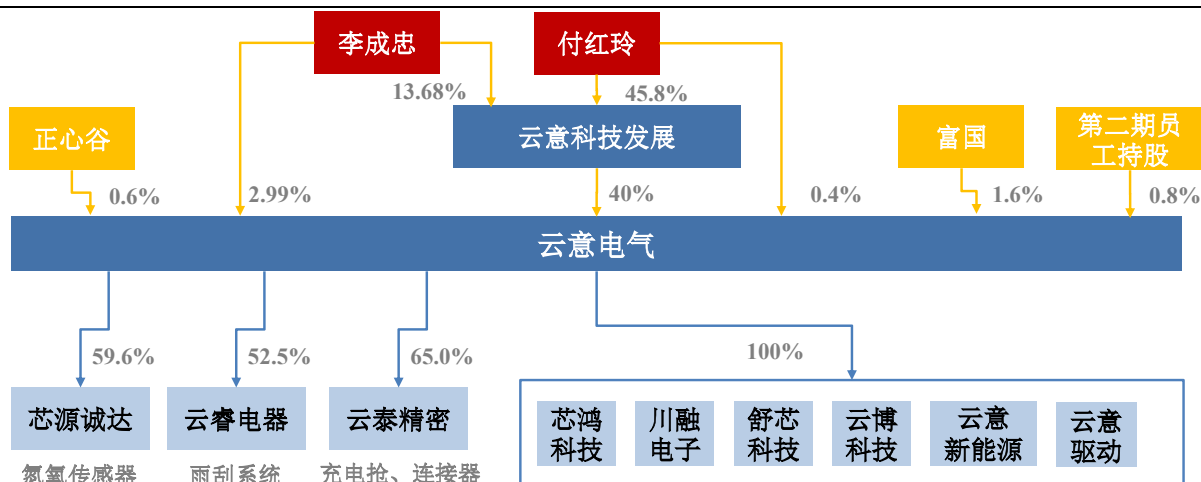
数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

新业务孵化能力已被多次验证。共性是公司寻找到合适的新业务后，收购市场实力最强的研发团队，团队本身已经具备部分核心部件的能力，公司再赋能团队孵化出更加有竞争力的产品。1、比如雨刮系统，此前 14 年收购的团队具备的是胶条能力，后续通过不断改进胶条配方，叠加公司机电控制能力和算法能力，做成完整的一套雨刮系统。2、氮氧传感器最初收购团队也是具备陶瓷芯片的设计能力以及陶瓷配方，收购后叠加公司的底层控制算法，改进工艺等，做成一套完整的氮氧传感器。此外公司具备较强的精密注塑嵌件能力，协同应用于各业务线。公司新拓产品部件自制率高，核心能力（配方、算法等）自研，涉及的产品又是十分依赖整体开发设计能力，因此对比竞争对手，公司在整体成本控制，开发效率、质量控制方面有明显优势。

通用技术集团共享，预留股权激励事业部核心成员。1、股权结构：截至 2025 年 6 月 30 日，付红玲和李成忠夫妇持有云意科技发展有限公司比例共 59.48%，通

过云意科技间接控股公司。2、事业部架构：公司采用事业部架构，每个事业部独立运营，上市公司占股百分之六十左右。3、技术协同共享：每个事业部有独立核心专业技术和通用技术，通用技术进行知识管理供事业部共享。公司重视仿真技术等基础技术，集团层面会把它作为公司层面技术研发重点，提升研发效率、降低成本，事业部共享。4、员工激励：员工薪酬高于当地同类工作岗位薪酬，制定实施股权激励计划。

图3、公司股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）



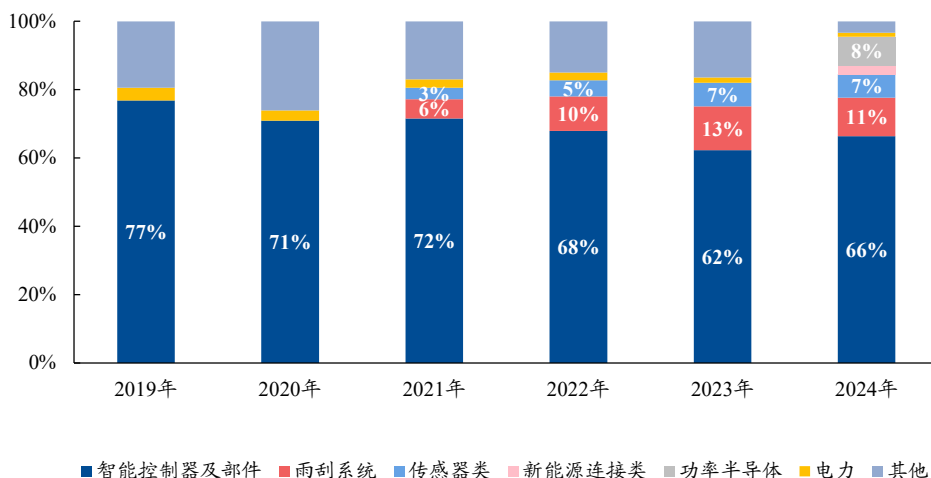
数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、近三年业绩分析：成长型业务营收 CAGR 近 60%

近五年公司营收绝对值大头来自“调节器整流器”，成长型业务三年复合增速达到接近 60%：

- **业务结构**：公司五年前接近 80%的营收来自“调节器整流器”，随着成长型业务放量，调节器整流器所在的智能电源控制器业务占比下滑至 2024 年 66%（实际调节器整流器单独计算大约占总收入一半，66%包含其他相关部件）。成长型业务中占比最高的分别为雨刮系统、传感器、功率半导体，分别为 11%、7%、8%。从增长的绝对值来看，五年营收增量的大头仍然来自调节器和整流器。
- **分业务增速**：公司智能电源控制器 21-24 年营收 CAGR 为 22%，雨刮和传感器三年 CAGR 分别为 58%/57%。
- **分地区增速**：公司产品外销占比近五年持续提升，从 2019 年 20%提升至 2024 年 28%。近五年内销和外销营收 CAGR 分别为 22%/33%。

图4、公司营收分业务占比

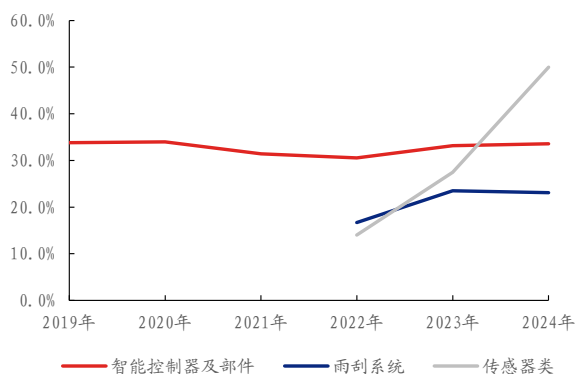


数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

调节器&整流器是公司利润基石，成长型业务利润占比提升：

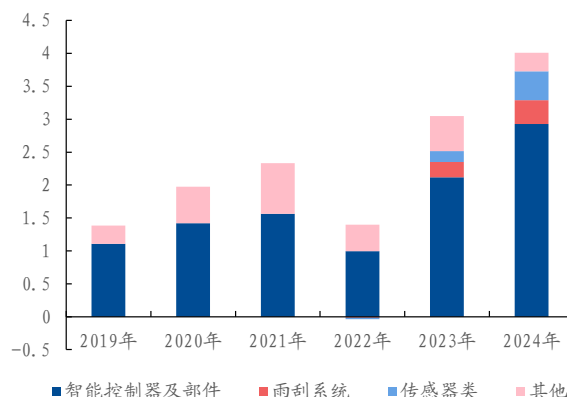
- **盈利能力：**公司整体毛利率长期维持 30%出头，分业务来看，氮氧传感器>调节器整流器>雨刮系统。
- **净利润构成：**公司整体费用率在 13%左右，通过不同业务毛利率-费用率，粗略计算，公司 2024 年 4 亿净利润中，2.9 亿来自智能电源控制器及部件，占绝对大头，并且近五年实现了翻倍增长。传感器和雨刮系统贡献利润体量在同一水平，2024 年相比 2023 年整体翻倍，在小几千万水平。其他业务加起来利润体量和雨刮&氮氧传感器差不多。

图5、公司分业务毛利率



数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司分业务净利润结构测算（亿元）

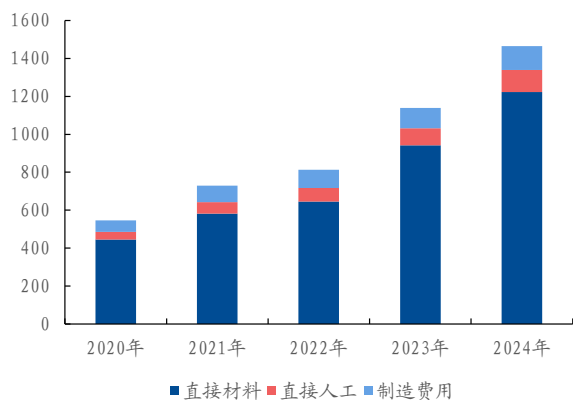


数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理和测算

公司营业成本中 **83%**是直接原材料成本，自动化程度高，人工和制造费用占比较低：公司产业链垂直整合程度较高，同时产线自动化率较高，因此直接人工占营业成本比例为 8%，原材料占比 2024 年达到 83%，且成本结构占比长期较为稳定。上游采购原材料主要包含：晶圆、橡胶、塑料粒子、金属、电子元器件。

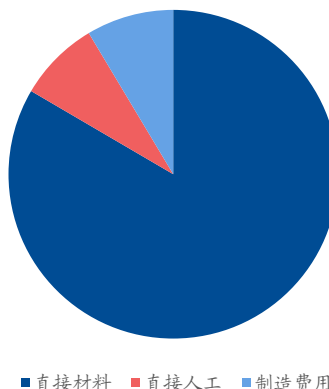
公司固定费用率近五年下降较多，**内部控费效果明显**：公司五项固定费用率之和从 2019 年 21%下降至 2024 年仅为 11%，主要来自研发、销售、管理费用率降低。公司此前针对成长型业务投入较多研发以及销售费用，2022 年成长型业务逐步放量后两项费用率摊薄；公司近几年进行数字化转型，落实精益生产理念，全方位内部降本，管理费用率稳中有降。

图7、公司近五年营业成本结构（百万元）



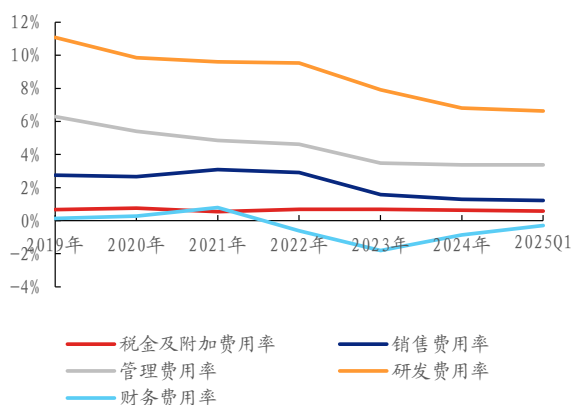
数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司 2024 年营业成本占比



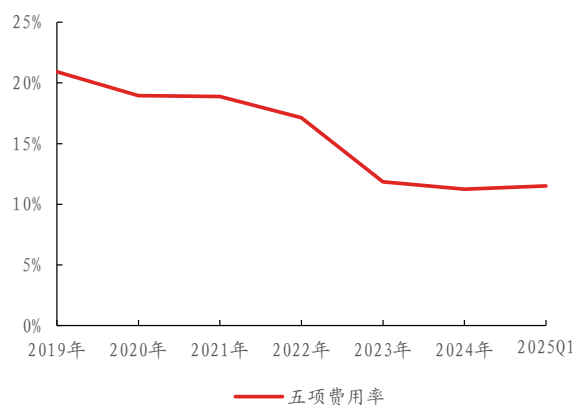
数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司近五年固定费用率



数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司近五年五项费用率之和



数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、经营战略和模式分析：打造平台型企业，从 Tier2 到 Tier1

公司兼顾前装与售后市场：

- **OE**：在主机配套市场，公司为汽车厂商、整车动力智能控制总成厂家、一级配套发电机企业、零部件系统商等供应车用智能电源控制器、智能雨刮系统产品、传感器类产品、精密注塑类产品等汽车核心电子产品。销售模式以直销为主。
- **AM**：在售后服务市场，公司产品的销售对象主要为售后发电机制造厂商、经销商等企业。凭借在主机配套市场形成的良好品牌效应，公司在售后市场与多家大型高端售后发电机制造厂商和经销商建立了成熟稳定的合作关系。

公司从最初主要做 Tier2 供应商，逐渐转型成为 Tier1：

- 公司在 2020 年以前，营收主要来源是整流器和调节器，下游主要客户是博世、法雷奥、电装等 Tier1 发电机客户，国内主要包含比如长安旗下华川这类 Tier1。2022 年以后，通过雨刮业务直接接触到更多主机厂，部分业务转型成为 Tier1。再到 2025 年公司突破氮氧传感器商用车前装客户，以及后续针对国七欧七的储备研发，直接对接更多主机厂客户。
- 2025 年 8 月辰致集团重大合作后，云意定位 Tier1.5 为合资公司供货，合资公司将定位为长安车系的 Tier0.5 供应各类域控制器以及电子电器类产品。凭借跟长安战略合作获得的资源和优势（采购和研发等），云意自身也可直接供货其他主机厂域控类产品。预计未来云意作为 Tier1 供货的业务占比会有显著提升。

二、现有核心业务分析：客户突破，市场份额稳步提升

2.1、基本盘：“调节器&整流器”稳增长，全球份额提升

全球燃油车前后装市场长尾效应明显，远期市场规模不悲观，仍将为智能电源控制器提供较大需求。市场分为 OE 和 AM，关键假设是中国和海外市场纯燃油销量每年增速（25-30 年）。其他参数基本保持稳定，比如单价、故障率、替换率、保有量基数等。2018-2023 年中国新能源汽车销量快速提升，全球新能源汽车处于发展阶段，全球燃油车销量五年 CAGR 为-5.4%，到 2023 年 2 月国内和海外燃油车（不包含轻混）销量整体增速开始回升，2023 年/2024 年/2025 年 1-5 月全球纯燃油车销量同比分别+6.4%/-4.3%/-7.6%。乐观、中性、悲观预期下（对应全球 25-30 年燃油车销量增速 CAGR 分别-4%/-7%/-11%），2030 年燃油车用调节器&整流器市场规模分别为 43/38/32 亿元。

表1、全球纯燃油车销量增速假设

纯燃油销量增速		2023年	2024年	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
乐观	中国	3.8%	-9.6%	-5.3%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
	海外	5.4%	-0.2%	-8.6%	-5%	-5%	-3%	-3%	-3%
中性	中国	3.8%	-9.6%	-5.3%	-10%	-10%	-8%	-8%	-8%
	海外	5.4%	-0.2%	-8.6%	-8%	-8%	-5%	-5%	-5%
悲观	中国	3.8%	-9.6%	-5.3%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
	海外	5.4%	-0.2%	-8.6%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%

数据来源：中汽协、Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、全球调节器+整流器市场规模预测（单位：亿元）

市场规模		2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
乐观	前装OE	48.3	44.3	47.2	45.1	41.7	39.6	37.6	36.3	35.0	33.7
	后装AM	12.6	12.5	12.5	12.1	11.6	11.1	10.6	10.1	9.7	9.2
	合计	61.0	56.8	59.6	57.2	53.2	50.6	48.2	46.4	44.6	43.0
中性	前装OE	48.3	44.3	47.2	45.1	41.7	38.1	34.8	32.8	30.9	29.1
	后装AM	12.6	12.5	12.5	12.1	11.6	11.0	10.5	10.0	9.5	9.1
	合计	61.0	56.8	59.6	57.2	53.2	49.1	45.3	42.8	40.4	38.1
悲观	前装OE	48.3	44.3	47.2	45.1	41.7	36.9	32.7	29.0	25.7	22.8
	后装AM	12.6	12.5	12.5	12.1	11.6	11.0	10.5	9.9	9.4	8.9
	合计	61.0	56.8	59.6	57.2	53.2	47.9	43.2	38.9	35.1	31.7

数据来源：中汽协、Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

云意作为第三方，把整流器和调节器供给全球四大纯燃油车发电机客户（份额集中，前四大法雷奥、电装、博世、索恩格占全球份额大头）。这些客户本身也做调节器和整流器，但成本比云意高，产品成熟，策略上减少投入，外采比例扩大。云意优势如下：

- **独有配方和工艺降本：**在大功率二极管方面，通过化学裂片方式使单晶尺寸面积最大，扩大整流电流，优化封装解决应力释放问题；
- **对下游来讲开发效率高：**开发低压稳定控制算法，精度优于国际水平，并基于此开发四代芯片，实现芯片功能集成，通过烧录方式满足客户不同配置需求；
- **对上游来讲采购有规模优势：**把算法固化到芯片，开发芯片的目的是用一个芯片集成多个芯片的功能，应对多款车型。站在晶圆厂角度，只需要给云意生产一颗芯片就可以了，有采购规模优势。

公司智能电源控制器成本优势明显，外资客户外采比例扩大，云意在主要客户占比提升。公司智能电源控制器产品广泛应用于各大主机厂，同时作为一级供应商和二级供应商供货，其他市场玩家主要为发电机供应商如法雷奥、日本电装、博世和索恩格（2021年四家发电机供应商全球份额约为72%）。随着全球发电机Tier1业务发展重心调整，预计将逐步提升整流器和调节器外采比例。同时，公司

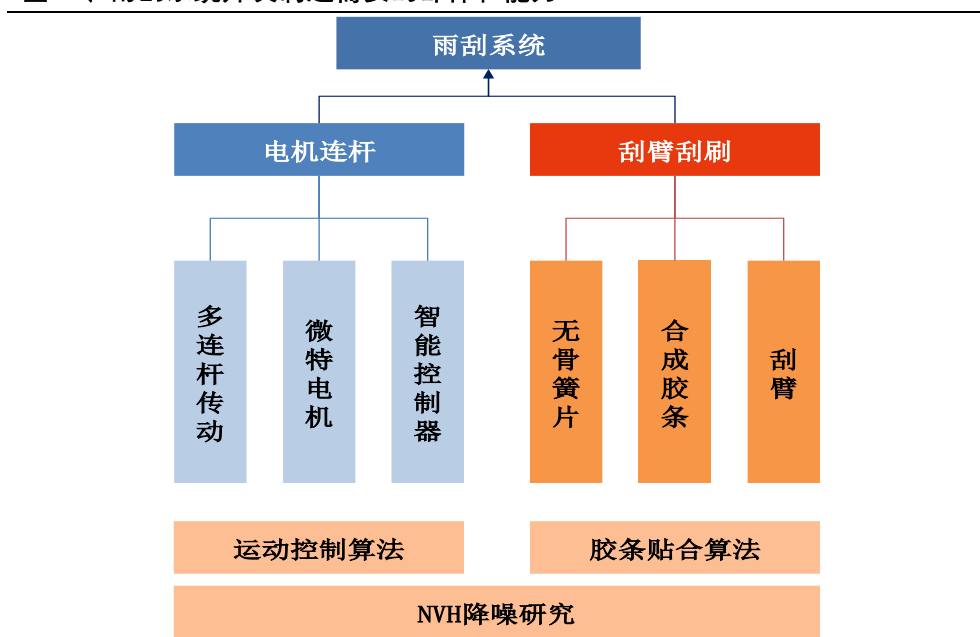
整流器和调节器产品核心部件皆实现自制，且垂直整合程度较高，在大功率车用二极管、电压控制算法、主控芯片以及精密注塑方面实现完全自制，核心主控芯片创新设计有利于提升配套效率，并且与全球头部芯片厂商达成战略合作，整体成本优势相对外资明显，在全球 OE 和 AM 市场份额有望进一步提升。云意承接外资份额，全球份额提升确定性很强，行业没有变化，优势盖过竞争对手，强者恒强。目前云意全球份额大约 25%，根据目前云意在主要客户订单趋势来看，未来两年份额提升趋势明确。

2.2、成长业务 1：雨刮系统定点落地，国产替代进程加速

雨刮是重要的安全部件，系统产品由多达十多个部件构成，消费者体验感知较强，对品牌形象影响较大，进入门槛较高。

- **难点 1：包含多个活动部件，要求供应商具备软硬件一体化能力。**雨刮器一般由电机、连杆机构、刮臂刮片三大部分组成，具体包括直流电机、减速器、连杆机构、刮水臂芯轴、刮臂、刮片等十多个小部件。近年来，雨刮器受电动化和智能化影响，逐步朝着电子控制和无骨刮片方向发展，进一步提升驾驶的安全性和舒适性。
- **难点 2：开发制造整个系统，要求供应商对材料有深入的把控理解。**制造单个雨刮系统中的部件难度不高，但是整个系统由于涉及到运动控制以及压力分布算法，更改一处部件的设计需要连带调整整个系统，同时部件的材料（比如胶条）特性也会影响后续的计算、仿真、测试等环节。
- **难点 3：需要配合车企正向开发。**

图11、雨刮系统开发制造需要的部件和能力



数据来源：汽车之家、CSDN，兴业证券经济与金融研究院整理

雨刮系统国内百亿级市场规模，竞争格局良好，国产替代蓝海。无骨雨刮器价格一般在 50-60 元，整套雨刮系统单价大约 200-300 元。按雨刮器类型来看，目前无骨雨刮已成为市场主流；按雨刮系统类型，目前电子式雨刮系统渗透率还有较大提升空间。按照不同配置渗透率以及单价测算，2022 年雨刮国内 OE/AM 市场规模约为 44.5/42.0 亿元，到 2025 年有望分别提升至 61.7/45.5 亿元，整体市场规模到 25 年预计将达到 107 亿元，24-28 年 CAGR 为 3.4%。

表3、国内雨刮前后装市场 2023-2028 年规模测算（单位：万只；亿元）

前装市场	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E	2028E
国内新车销量/万辆	2628	2686	3009	3144	3206	3239	3206	3174
机械式雨刮系统占比	95%	92%	85%	75%	67%	60%	55%	45%
中低配占比	75%	74%	72%	70%	69%	69%	68%	68%
高配占比	25%	26%	28%	30%	31%	31%	32%	32%
机械式雨刮系统ASP/元	157.5	157.8	158.4	159.0	159.3	159.3	159.6	159.6
机械式雨刮系统规模/亿元	39.3	39.0	40.5	37.5	34.2	31.0	28.1	22.8
电子式雨刮系统占比	5%	8%	15%	25%	33%	40%	45%	55%
中低配占比	75%	74%	72%	70%	69%	69%	68%	68%
高配占比	25%	26%	28%	30%	31%	31%	32%	32%
电子式雨刮系统ASP/元	257.5	257.8	258.4	259.0	259.3	259.3	259.6	259.6
电子式雨刮系统规模/亿元	3.4	5.5	11.7	20.4	27.4	33.6	37.5	45.3
国内OE规模/亿元	42.7	44.5	52.2	57.8	61.7	64.5	65.6	68.1
后装市场	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E	2028E
国内汽车保有量/万辆	-	-	32800	34312	35738	37161	38459	39669
雨刮替换量/万只	7550	7875	8410	9070	9739	10440	11139	11334
国内替换单价/元	55.0	53.4	51.7	49.2	46.7	45.3	43.9	43.1
国内AM规模/亿元	41.5	42.0	43.5	44.6	45.5	47.3	48.9	48.8
国内OE&AM合计/亿元	84.2	86.6	95.7	102.4	107.1	111.8	114.5	116.9

数据来源：中国经济网、Marklines、云意电气公司公告、胜华波招股书、贵航股份公司公告、公安部，兴业证券经济与金融研究院整理与测算

公司产品从雨刮器到雨刮系统，积极开拓新客户，有望实现“量、价、利”齐升。

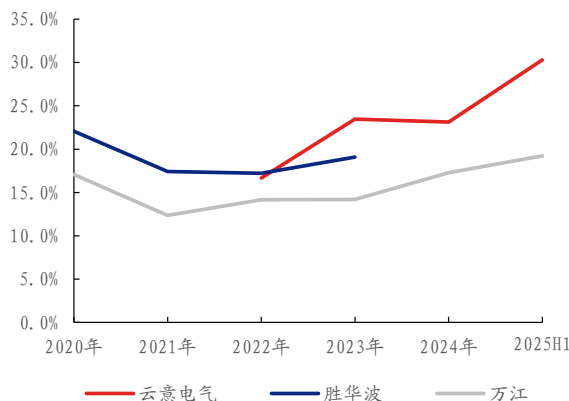
- **雨刮器已供货国内主流头部自主厂商：** 公司从研发雨刮器起步，逐步实现胶条、簧片、电机和连杆自制，技术优势业内领先。公司雨刮器已进入长安、比亚迪、上汽大众、上汽乘用车、奇瑞汽车等车厂供应体系，适配多款畅销车型，主要在国内自主 OE 市场实现进口替代。
- **雨刮系统已获 20 余个系统项目定点：** 公司雨刮系统此前主要供应江淮汽车商用车，24-25 年在原有客户基础上实现延伸供货，同时也在积极开拓头部新能源客户，截至目前已获 20 余个系统项目定点。
- **雨刮系统乘用车项目在谈：** 乘用车相较商用车国产替代稍慢，主要原因为雨刮对消费者体验影响较大，主机厂需要更多时间做测试。电子式雨刮系统有望成为未来主流，技术路径跟机械式有差异，有利于国产厂商切入；另外云意在 NVH 方面有望超越外资，赋能主机厂，进行差异化竞争。

图12、云意雨刮器/系统主要客户



数据来源：iFinD、公司公告、1688，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、国内主要雨刮供应商毛利率情况

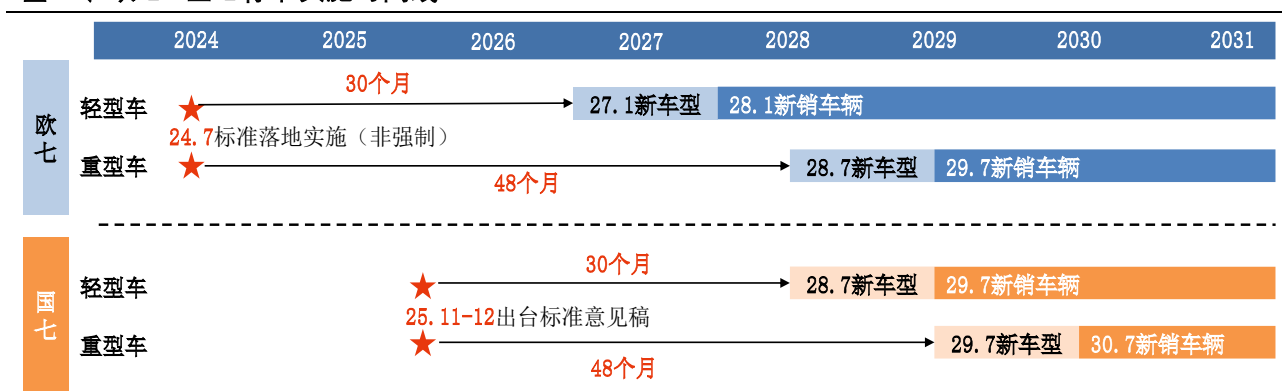


数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、成长业务 2：氮氧传感器突破前装，有望受益欧七新规

时间线：欧七 27 年初开始强制实施，国七或在 28 年中强制实施。 **欧七：** 标准 2024 年 7 月开始实施，但是属于非强制。欧盟规定标准落地后 30 个月也就是 2027 年 1 月轻型车新车型开始强制实施，2028 年 1 月所有轻型车新销车辆强制实施。重型车整体后延一年半。 **国七：** 标准意见稿预计 2025 年 11 月左右出台，2026 年开始实施（非强制），根据以往经验，预计轻型车 2028 年 7 月要求新车型强制实施，2029 年 7 月新销车辆强制实施。重型车整体后延一年半。

图14、欧七&国七标准实施时间线



数据来源：ICCT、ACEA，兴业证券经济与金融研究院整理

主要增量：

欧七相较欧六：硬件增加氮氧传感器、OBM 升级价值量提升、催化剂用量提升。

尾气排放：1、轻型车整体尾气排放限值与欧 6 标准相同，新增颗粒物数量和质量限值。2、重型车尾气排放限值要求提升，重点是对氮氧化合物、一氧化碳和甲烷有机物的限值要求提升。预计，**监测和处理系统：**1、汽油机新增一个氮氧传感器（此前不用），BOM 升级，催化剂用量增加；2、柴油发动机新增一个氮氧传感器（此前两个），BOM 升级，催化剂用量增加。

国七相较国六：整体靠近欧七，硬件增加氮氧传感器、OBM 升级价值量提升、催化剂用量提升。**尾气排放：**1、轻型车对 NOx 要求更严格，新增颗粒物排放要求。2、重型车参照欧七，整体变严。**监测和处理系统：**跟欧七类似，整体升级，价值量提升。

表4、欧七尾气排放标准相比欧六的变化

重型车	欧六 (mg/kWh)	欧七 (mg/kWh)	变化
NO _x 氮氧化合物	690	260	-62%
PM颗粒物质量	—	—	—
PN颗粒物数量	9.8×10^{11}	9×10^{11}	-8%
CO一氧化碳	6000	1950	-68%
NMOG非甲烷有机物	240	105	-56%
THC总碳氢	—	—	—
NH ₃ 氨	—	85	新增
CH ₄ 甲烷	750	650	-13%
N ₂ O氧化亚氮	—	260	新增
轻型车	欧7标准中的轻型车尾气排放限值与欧6标准相同。		

数据来源：ICCT，兴业证券经济与金融研究院整理

欧七国七标准下，氮氧传感器市场规模有望翻倍增长。氮氧传感器在欧七国七标准下由于用量增加，全球规模从此前欧六国六标准要求下大约 74 亿元，远期欧七国七实施后预计增加至 155 亿元。此外，OBM 系统或受益于标准提升，系统升级可能带来价值量提升。

表5、氮氧传感器全球市场规模测算

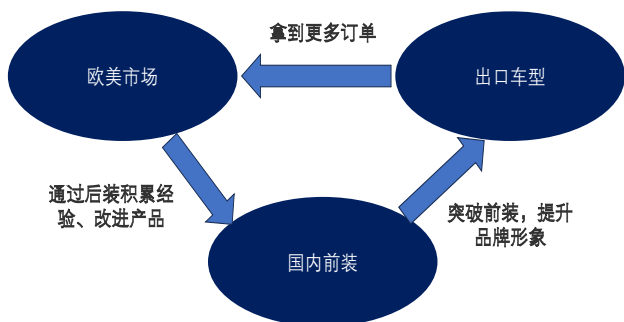
	欧六/国六 (2024年及之前)	欧七/国七 (2030年及之后)	变化
欧盟			
需求量/万只	911	1666	83%
单价/元每只	500	400	-20%
市场规模/亿元	46	67	46%
中国			
需求量/万只	73	1733	2287%
单价/元每只	500	350	-30%
市场规模/亿元	4	61	1571%
其他地区			
需求量/万只	492	738	50%
单价/元每只	500	375	-25%
市场规模/亿元	25	28	13%
总计			
需求量/万只	1476	4137	180%
单价/元每只	500	375	-25%
市场规模/亿元	74	155	110%

数据来源：ICCT、ACEA、Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理；注：表中欧六/国六指 2024 年及之前，欧七/国七指 2030 年及之后政策全面实施

公司优势：突破外资垄断，成本优势显著，切入国内 OE 客户。云意突破国外技术封锁，掌握陶瓷芯高温共烧技术和底层控制算法及芯片开发技术，同时高度整合产业链，国产替代进程加快，相比外资具有明显成本优势。① **陶瓷芯高温共烧：**

自研国际先进的陶瓷芯片，目前可以达到 OE 配套需求的只有日本 NGK、NKT 拥有陶瓷芯片独立自主掌握此项技术。② **底层控制算法及芯片开发**：掌握核心控制系统算法及核心芯片的开发，目前只有德国博世和大陆电子有该技术，国内尚无该项技术。

图15、公司氮氧传感器业务拓展策略



数据来源：iFinD、公司官网、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、公司氮氧传感器部件拆分



数据来源：iFinD、公司官网、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

云意氮氧传感器销售增长来源主要聚焦于国内商用车前装突破（品牌形象提升）、欧 7 标准下自主乘用车出口欧洲、欧美后装替换市场。

- **欧美后装市场**：氮氧传感器为易耗品，具备“高单价+高替换率+高利润率”的特点，欧美保有量市场规模巨大。应用环境恶劣：氮氧传感器经常暴露在高温和有腐蚀性的汽车排气环境中，会加速磨损和老化，同时，行驶过程的振动和冲击较大，可能对传感器造成损伤。氮氧传感器作为易耗品，在恶劣的应用环境中具有较高的替换率。它们的高成本和技术复杂性也导致了较高的单价和利润率，使其成为汽车维修和售后市场的一个重要组成部分。
- **国内前装**：已经突破国内头部商用车客户，2025H2 开始小批量产。公司 2021 年收购氮氧传感器团队，经过两年孵化以及供后装的经验，2023 年进入国内主要商用重卡企业进行样品测试，又经过两年测试之后，2025 年下半年开始在玉柴、全柴、潍柴小批量产。突破国内前装具有标杆意义，品牌形象进一步提升，具备前装经验之后，有助于公司在海外后装以及未来国内乘用车（潜在）市场拿到更多订单。
- **欧 7 标准出口**：欧 7 对于氮氧化合物排放监测要求进一步提升，欧洲市场的普通汽油/插混乘用车预计也将配置氮氧传感器，包含国内比亚迪、奇瑞等企业出口到欧洲市场的插混车型。

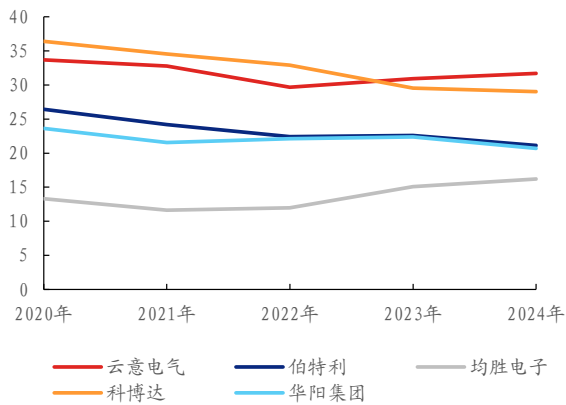
三、整车央企重大合作，绑定长安切入域控领域

3.1、合资背景：长安核心技术自主可控，提升垂直整合能力

公司 2025 年 8 月 8 日发布重大合作公告：与长安汽车控股股东“辰致集团”拟成立合资公司，聚焦汽车及摩托车电子电器产品领域，满足辰致集团及其下属企业的相关产品配套要求并面向外部市场拓展相关业务。

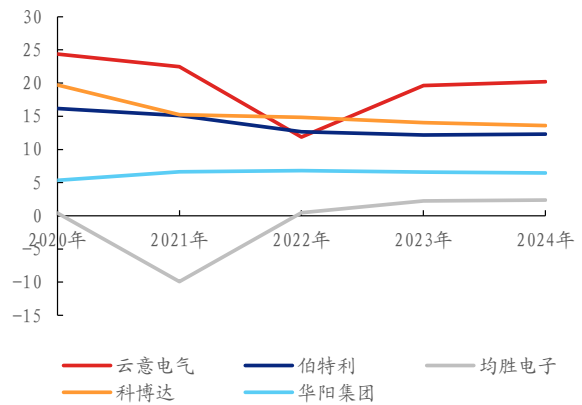
- **辰致和长安关系：**辰致集团的前身是“中国长安汽车集团有限公司”，成立于 2005 年 12 月 26 日，隶属于中国兵器装备集团有限公司，是长安汽车的直接控股股东，专注于汽车零部件领域，为长安汽车提供包括智能底盘、电驱动系统等在内的核心零部件，保障其供应链的稳定性和技术先进性。中国长安是在 2009 年通过整合原中国南方工业汽车股份有限公司和中国航空工业集团有限公司的汽车业务（包括昌河、哈飞、东安动力等）重组而来。2025 年 6 月中国长安汽车集团有限公司正式更名为辰致汽车科技集团有限公司。此次更名主要是为了贯彻落实公司“市场化、中性化、国际化”的战略，并避免外界对其与整车业务长安汽车的混淆。辰致集团专注于汽车零部件领域，致力于成为“世界一流的出行领域科技伙伴”
- **合资公司设立情况：**1、股比：合资公司设立时的注册资本暂定为人民币 4.0 亿元，其中辰致集团占合资公司注册资本的 70%，云意电气占合资公司注册资本的 30%。2、成立目的：深耕辰致集团及其下属企业的业务需求，同时积极开拓外部市场，重点开展汽车和摩托车电子电器产品相关业务。3、经营范围：合资公司主营业务为汽车及摩托车（组合）辅助驾驶域控、动力域控、多合一电源、座舱域控、底盘域控、车身域控、热管理领域控制器、装备特种控制器等大控制器；油泵、水泵、电子风扇、雨刮等小电机控制器；以及其他围绕汽车和摩托车电子电器开展的研发、生产、销售等相关业务。
- **对公司影响：合资公司预计将为公司业务结构优化升级注入新动能。**1、投资角度：公司作为合资公司股东持股 30%，可享受合资公司带来的部分投资收益；2、业务角度：公司和辰致集团以资源共享、技术互补、产能联动为纽带，充分发挥双方在技术研发、产业链垂直整合、市场资源等多维度核心优势，有助于公司完善汽车智能核心电子产业布局，有效提升公司综合竞争力、业务拓展能力以及可持续发展能力。3、其他影响：公司与长安汽车合作历史较长，此次战略合作双方绑定更深入，有助于控制器类产品以外其他业务拓展，进入周期有望缩短。

图17、云意电气与可比公司毛利率（%）情况



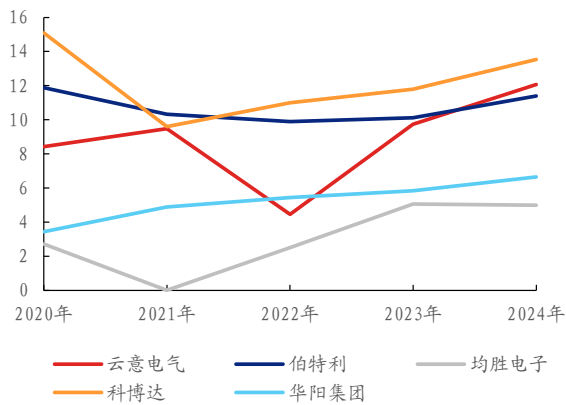
数据来源：iFinD、各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、云意电气与可比公司净利率（%）情况



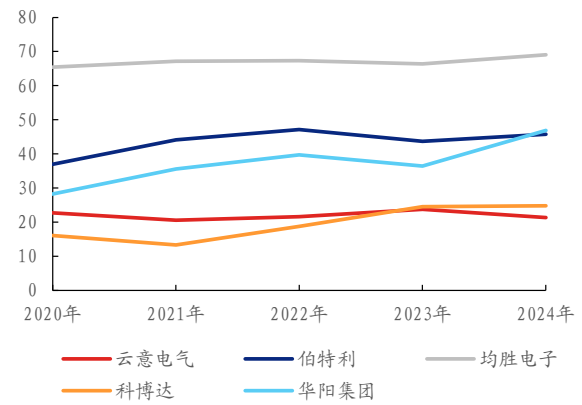
数据来源：iFinD、各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、云意电气与可比公司 ROA（%）情况



数据来源：iFinD、各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、云意电气与可比公司资产负债率（%）情况



数据来源：iFinD、各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

对于长安汽车，成立合资公司的意义在于：实现核心技术自主可控、降本增效，并最终构建未来的核心竞争力。

（一）确保核心技术自主可控，掌握供应链主导权

- **摆脱对外部巨头的依赖：** 智能座舱、（组合）辅助驾驶等域控制器是智能汽车的“大脑”，技术含量和价值最高。目前全球市场主要由博世、大陆、采埃孚等国际 Tier 1 巨头垄断。依赖它们，不仅成本高，还存在“卡脖子”的风险（如芯片短缺期间保供问题）。长安必须拥有自己能掌控的核心技术供应链。
- **避免“灵魂”握于他人之手：** 与行业头部全栈式解决方案提供商合作（虽然强大），整车厂可能逐渐丧失技术定义权和主导权，有“被架空”的风险。通过合资公司，长安能够将最核心的电子电气架构和软件能力牢牢抓在自己手里，守护自己的“灵魂”。

(二) 降本增效，提升垂直整合能力

- **降低采购成本：**域控制器价值量极高，一套高级别的（组合）辅助驾驶域控制器成本可达万元级别。跳过传统 Tier 1，直接与芯片原厂合作，并通过合资公司自行研发生产，可以大幅降低采购成本，提升整车利润空间。
- **缩短开发周期，快速响应：**传统的开发模式是：长安提出要求→国际 Tier 1 研发→测试验证→量产。流程长，响应慢，有了自己的合资公司，双方团队可以深度协同，需求对接更直接，软件开发迭代更快，能极大地缩短车型研发周期，更快地响应市场变化。

(三) 深度软硬件协同，打造差异化产品体验

- **软件定义汽车（SDV）的基石：**未来的汽车竞争，很大程度上是软件和生态的竞争。而软件必须运行在硬件之上。通过控股合资公司，长安可以从最底层的硬件选型开始，就为上层的软件算法做深度优化，实现软硬件一体化的高度协同。
- **打造独特卖点：**全部采用外部供应商的标准化产品，很容易导致“千车一面”，同质化严重。拥有自己的域控制器研发能力后，长安可以针对自家车型的定位和用户需求，进行深度定制和功能开发，从而打造出竞争对手无法快速复制的差异化功能和用户体验，形成真正的护城河。

对于云意电气，此前公司已经布局域控相关产品，此次合资动作绑定大客户，有望快速切入域控赛道，逐步升级为汽车智能化电子平台型选手。

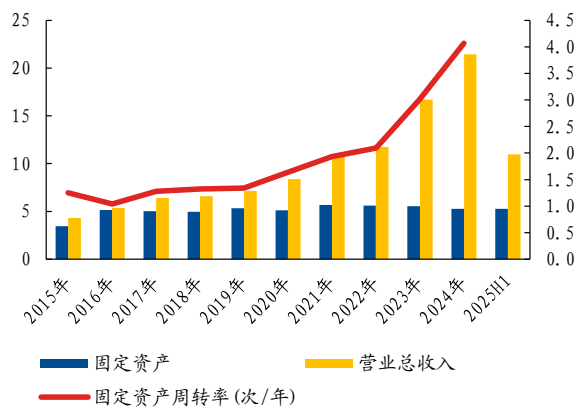
- **技术跃迁与产品升级：**合资公司使云意电气的产品从单价较低的汽车零部件转向系统级部件（如域控制器），显著提高了单套产品的价值量。
- **确定性订单与业绩弹性：**背靠长安汽车，合资公司初期就拥有了稳定的订单来源。这为云意电气带来了两大业绩增长点：一是合资公司本身的投资收益；二是向合资公司供应核心零部件（如 PCBA）产生的销售收入。
- **平台化发展与中性化扩张：**国际零部件巨头的成长史，几乎都是一部从内部供应走向外部市场、从单一产品线拓展为多产品线的平台化发展史。此次合资是云意电气迈向“平台型”公司的关键一步。它有机会借助辰致的资源和自身的技术积累，向更广泛的市场推销其他产品，如已布局的氮氧传感器（受益于排放标准升级）、智能雨刮系统、充电枪与连接器等。
- **全球化布局的深化：**云意电气本身就有约 30% 的业务来自海外市场。与国际巨头的发展路径相似，此次合资深化了其与国内大集团的绑定，增强了技术

实力和产品竞争力，这可能为其进一步开拓国际市场、服务更广泛的客户群体奠定更坚实的基础。

3.2、合作进展：供货在即，公司进入新一轮产能扩张期

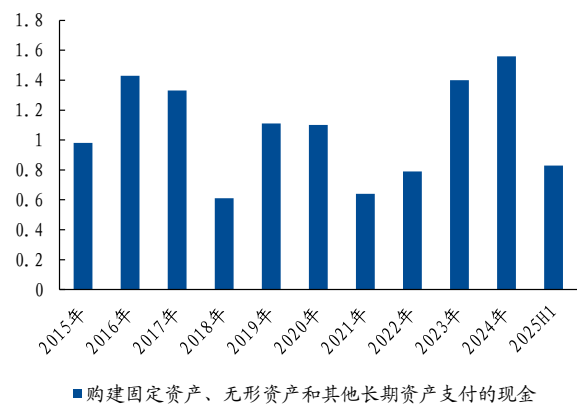
公司已针对长安合资项目新建部分产能，**2025 年底有望小批量供应**。云意此前已供货长安 20 余年，更多是作为 Tier2，长安对云意认可度较高。此次合资项目预计 2025 年底落地，落地前已经有部分产能在徐州建设，落地后产能建设速度将加快。云意上一轮产能扩张为 2022-2025 年，主要地点为徐州市高新区珠江路北富民路西，投资主要包含：1、新建半导体分立器件研发及产业化项目；2、新建公司总部及研发中心建设项目；3、新建新能源功率模块研发及产业化项目。整体珠江路厂房预算金额为 5.5 亿元，截至 2025H1 工程进度为 48%。长安合资项目部分产线包含在珠江路厂房建设项目中。

图21、云意固定资产、营业收入（单位：亿元）以及固定资产周转次数（右轴）



数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、云意历年资本开支（单位：亿元）



数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测及投资建议

公司营收和利润根据不同领域产品拆分：

表6、公司盈利预测预测、核心假设及拆分（注：黄色字体为假设；单位：百万元）

营收拆分	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1375	1671	2145	2439	4007	5544
yoy	-	21.5%	28.3%	13.7%	64.3%	38.4%
智能电源控制器	710	1123	1423	1466	1495	1525
yoy	-4.3%	58.3%	26.7%	3.0%	2.0%	2.0%
智能雨刮系统	118	214	243	303	394	544
yoy	92.3%	81.0%	13.2%	25.0%	30.0%	38.0%
氮氧传感器	-	21	80	120	180	252
yoy	-	-	279.4%	50.0%	50.0%	40.0%
功率半导体			179	241	322	418
yoy				35.0%	33.4%	30.0%
其他业务	146	138	32	278	393	511
yoy		-5.1%	-76.6%	758.6%	41.2%	30.1%
长安项目				30	1223	2294
yoy					3976.8%	87.5%
毛利率	29.7%	30.9%	29.1%	32.8%	27.9%	27.1%
四项费用率合计	16.4%	11.0%	10.6%	11.6%	10.5%	10.2%
销售费率	2.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
管理费	4.6%	3.5%	3.4%	3.0%	2.8%	2.5%
研发费用率	9.5%	7.9%	6.8%	8.8%	8.0%	8.0%
财务费率	-0.6%	-1.8%	-0.9%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
归母净利润	136	305	401	470	646	855
yoy	-41.7%	124.1%	31.5%	17.1%	37.5%	32.4%
扣非归母净利润	142.0	261.0	360.5	434.8	615.8	824.1
yoy	11.8%	83.8%	38.1%	20.6%	41.6%	33.8%
归母净利率	11.6%	18.2%	18.7%	19.3%	16.1%	15.4%

数据来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及测算

公司产品线看似关联性不大，实际业务拓展基于公司核心底层技术，遵循“高护城河+高盈利+国产替代”。公司基于核心能力“控制+算法+芯片”，公司做纯燃油车的发电机上调节器整流器这两个部件起家，在长达 20 年的时间里积累了各种能力将产业链垂直整合做到极致，核心主要是芯片开发设计能力、控制算法、精密注塑连接能力。新业务拓展基于客户的需求挖掘新的业务方向，以及根据自身的能力去做国产替代，要求是高盈利高壁垒。管理方面：通用技术集团共享，预留 15%-30%股权激励事业部核心成员。

基本盘+成长型业务维持高速增长态势：

- 传统业务下游是纯燃油，是否有下行风险？ 公司调节器+整流器全球份额持续提升，前装+后装长尾效应保证持续增长。产品主要应用于纯燃油车，全球燃油车前后装市场长尾效应明显，仍将为智能电源控制器提供较大需求。公司产品供应链垂直整合度高，在大功率车用二极管、电压控制算法、主控芯片以及精密注塑方面实现完全自主可控，与全球头部芯片厂商达成战略合作，

成本优势明显，竞争对手加速退出，公司凭借成本优势有望承接外资份额。未来几年在下游主流客户中的份额有望实现稳定提升，全球规模悲观预期下远期规模仍有 30 亿元以上，业务收入仍能保持稳健增长。

- **雨刮系统：雨刮器切入头部自主客户迎来高增长，系统定点落地元年，从商用到乘用车，增长潜力可期。**雨刮市场规模：从有骨到无骨，从机械式到电子式，进入门槛逐步提升，国内市场规模有望从 2024 年 102 亿元提升到 2028 年 117 亿元。雨刮系统核心能力：①胶条配方；②无骨算法；③正向开发。国内雨刮市场集中度较高，主要由外资主导。公司优势：从研发雨刮器起步，逐步实现胶条、簧片、电机和连杆自制，技术优势业内领先。进展：公司雨刮器已进入长安、比亚迪、上汽大众、上汽乘用车、奇瑞汽车等车厂供应体系；雨刮系统已拿到多个商用车定点，看好后续拿到乘用车雨刮系统定点。
- **氮氧传感器：突破国内商用车前装市场，小批量产，后续有望受益欧七/国七新规。**氮氧传感器为国产替代蓝海领域，主要受政策和替换需求驱动。氮氧传感器应用环境恶劣，为易耗品，具备“高单价+高替换率+高利润率”的特点。欧 7/国 7 可能进一步要求汽油车/插混车配置氮氧传感器，全球市场规模有望大幅扩容。氮氧传感器核心技术壁垒为陶瓷芯片的研发制造，公司现已突破国外技术封锁，掌握陶瓷芯高温共烧技术和底层控制算法及芯片开发技术，同时高度整合产业链，相比外资具有明显成本优势，目前主要供货欧美高端售后市场，已经突破国内头部商用车客户，2025H2 开始小批量产，品牌形象提升有助于公司未来拿到欧 7 要求下出口车型订单。

整车央企重大战略合作有望打造汽车电子平台型公司，绑定大客户切入域控赛道。

长安方面，基于核心技术自主可控，掌握供应链主导权的目的设立合资公司，看重云意电气成本控制与垂直整合能力、车用电子电器技术积累与协同效应以及文化高度匹配。对于云意电气，此前公司已经布局域控相关产品，此次合资动作绑定大客户，有望快速切入域控赛道，逐步升级为汽车智能化电子平台型选手。公司此前已供货长安接近 20 年，此次合资项目预计 2025 年底落地，落地前已经有部分产能在徐州建设，落地后产能建设速度将加快。

投资建议：公司业务国产替代市场空间广阔，此次重大战略合作有望打造汽车电子平台型公司，维持“增持”评级。公司智能电源控制器业务维持平稳增长，成长型业务雨刮系统和氮氧传感器等取得突破性进展，且有望受益欧七国七标准落地，同时公司积极推动其他新业务外延落地。此次合作事件侧面证明公司在汽车电子领域具备较强的产品优势以及垂直整合优势，未来这两大优势有望伴随合资公司落地进一步加深，有望为公司实现高质量发展奠定坚实基础。公司业绩伴随新老业务放量实现增速换挡，产品结构变化切入新市场，估值有望重塑。考虑到公司

新增业务合作，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.70/6.46/8.55 亿元，维持“增持”评级。

五、风险提示

- 燃油车销量表现不及预期；
- 新能源汽车竞争加剧；
- 原材料价格涨价风险；
- 新产能建设和投产进展不及预期。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2931	3652	4878	6117
货币资金	1338	1974	2413	2653
交易性金融资产	285	198	157	172
应收票据及应收账款	575	607	1049	1526
预付款项	20	18	32	48
存货	452	624	981	1368
其他	261	231	246	350
非流动资产	1077	1083	1163	1296
长期股权投资	78	73	63	78
固定资产	527	540	609	746
在建工程	288	270	280	248
无形资产	26	25	25	23
商誉	0	0	0	0
其他	158	175	186	201
资产总计	4008	4735	6041	7412
流动负债	755	1036	1687	2197
短期借款	71	41	61	31
应付票据及应付账款	557	831	1361	1806
其他	128	164	265	361
非流动负债	99	89	90	90
长期借款	0	0	0	0
其他	99	89	90	90
负债合计	855	1125	1777	2287
股本	878	878	878	878
未分配利润	1610	1983	2496	3175
少数股东权益	151	162	206	261
股东权益合计	3153	3610	4264	5125
负债及权益合计	4008	4735	6041	7412

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	401	470	646	855
折旧和摊销	79	93	110	133
营运资金的变动	-133	135	-192	-445
经营活动产生现金流量	378	692	568	546
资本支出	-155	-105	-211	-271
长期投资	1	105	60	-15
投资活动产生现金流量	74	11	-111	-226
债权融资	-20	-30	21	-30
股权融资	9	0	0	0
融资活动产生现金流量	-138	-68	-18	-80
现金净变动	314	635	439	240

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2145	2439	4007	5544
营业成本	1465	1679	2879	4018
税金及附加	14	16	26	36
销售费用	28	32	52	67
管理费用	72	83	130	177
研发费用	146	166	264	366
财务费用	-19	-24	-38	-41
投资收益	18	30	41	55
公允价值变动收益	20	0	14	10
信用减值损失	-3	-3	-5	-6
资产减值损失	-41	-5	-10	-10
营业利润	486	541	776	1017
营业外收支	-2	0	-1	-1
利润总额	484	541	775	1016
所得税	51	59	85	107
净利润	433	481	690	909
少数股东损益	32	11	44	55
归属母公司净利润	401	470	646	855
EPS(元)	0.46	0.53	0.74	0.97

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	28.3%	13.7%	64.2%	38.4%
营业利润增长率	31.3%	11.3%	43.6%	31.1%
归母净利润增长率	31.5%	17.1%	37.4%	32.4%
盈利能力				
毛利率	31.7%	31.2%	28.1%	27.5%
归母净利率	18.7%	19.3%	16.1%	15.4%
ROE	13.4%	13.6%	15.9%	17.6%
偿债能力				
资产负债率	21.3%	23.8%	29.4%	30.9%
流动比率	3.88	3.53	2.89	2.78
速动比率	3.02	2.78	2.24	2.09
营运能力				
资产周转率	55.6%	55.8%	74.4%	82.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.46	0.53	0.74	0.97
每股经营现金	0.43	0.79	0.65	0.62
估值比率(倍)				
PE	26.2	22.4	16.3	12.3
PB	3.5	3.0	2.6	2.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn