

艾芬达 (301575.SZ)

专研电热毛巾架，研发体系完善+与欧洲头部客户深度合作+智能制造优势显著

➤ **公司概况：**专研电热毛巾架，股权稳定+团队卓越+财务持续向好。二十载稳步发展，股权结构稳定，管理团队经验丰富，财务状况良好。2005 年艾芬达成立，经过二十年的稳步发展，不断完善产业链条和产品体系，形成了覆盖全球的暖通家居制造与销售网络，有效提升公司的市场影响力。创始人持股比例较高，股权结构保持稳定，核心管理团队凭借丰富的行业经验，确保了公司的持续稳定发展。公司营收增长稳健，2025H1 营业总收入同增 7.53%至 5.05 亿元，业绩重回增长空间，2025H1 归母净利润同增 35.53%至 0.6 亿元，公司的期间费用率保持稳定。

➤ **行业：**电热毛巾架渗透率提升空间大，市场集中度较低

电热毛巾架渗透率提升空间大，市场集中度较低。从行业空间看，暖通家居需求稳定，欧美地区暖通家居产品的市场需求由于受到气候、城市化等因素的影响持续旺盛，同时存在存量市场的翻新需求，电热毛巾架在采暖散热器的渗透率从 2012 年的 10.85%提升至 2023 年的 13%，未来仍有较大提升空间。从行业格局看，我国是全球暖通家居出口大国，当前全球卫浴毛巾架行业仍处于高度分散的竞争状态，参与者包括欧洲老牌企业、新兴地区制造商及中国本土企业，市场集中度较低。

➤ **核心竞争力：**研发体系完善+与欧洲头部客户深度合作+智能制造。研发体系完善+与欧洲头部客户深度合作+智能制造，公司未来成长可期。产品：公司以卫浴毛巾架为核心产品，销量稳步增长、价格总体稳定，研发体系完整，不断提升研发投入；销售：公司以出口代工为主，2024 年外销占比达 95%，代工占比 97%，英国为核心销售市场，2022 年英国收入占比超 60%，公司与境外头部客户深度合作，未来有望持续提升销售占比；在国内市场，公司也具备完善的线上、线下销售渠道。制造：公司通过产能利用率提升与智能化转型战略，构建了高效协同的供应链体系。公司产能利用率逐年提升。

投资建议：我们认为公司作为全球电热毛巾架出口代工龙头，深度合作大客户，智能制造优势明显，中长期市占率有望持续提升。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 1.47/1.72/1.97 亿元，同比增长 24.9%/16.6%/14.7%，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧，汇率波动，原材料价格大幅波动，海外业务增长不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	830	1,050	1,153	1,257	1,361
增长率 yoy（%）	8.9	26.4	9.8	9.1	8.3
归母净利润（百万元）	164	118	147	172	197
增长率 yoy（%）	76.0	-28.0	24.9	16.6	14.7
EPS 最新摊薄（元/股）	1.89	1.36	1.70	1.98	2.27
净资产收益率（%）	26.7	16.1	10.3	10.8	11.0
P/E（倍）	29.3	40.7	32.6	27.9	24.4
P/B（倍）	7.8	6.6	3.4	3.0	2.7

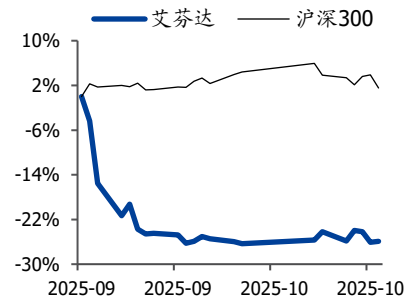
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 17 日收盘价

增持（首次）

股票信息

行业	家居用品
10 月 17 日收盘价（元）	55.40
总市值（百万元）	4,801.52
总股本（百万股）	86.67
其中自由流通股（%）	19.07
30 日日均成交量（百万股）	4.54

股价走势



作者

分析师 徐程颖

执业证书编号：S0680521080001

邮箱：xuchengying@gszq.com

分析师 陈思琪

执业证书编号：S0680524070002

邮箱：chensiqi@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	540	695	1425	1790	2257
现金	91	136	809	1122	1556
应收票据及应收账款	236	293	303	339	359
其他应收款	9	10	12	13	14
预付账款	10	32	21	26	31
存货	183	206	258	263	278
其他流动资产	10	16	22	29	20
非流动资产	576	625	755	693	519
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	477	477	430	267	21
无形资产	34	33	73	122	150
其他非流动资产	65	114	252	303	348
资产总计	1116	1319	2180	2483	2776
流动负债	350	450	547	601	658
短期借款	140	210	240	270	300
应付票据及应付账款	142	159	199	206	219
其他流动负债	68	81	108	125	139
非流动负债	153	138	209	286	325
长期借款	102	92	130	165	156
其他非流动负债	51	45	79	121	169
负债合计	503	588	756	887	984
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	65	65	87	87	87
资本公积	27	27	551	551	551
留存收益	521	639	786	958	1155
归属母公司股东权益	613	731	1424	1596	1793
负债和股东权益	1116	1319	2180	2483	2776

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	119	114	231	352	503
净利润	164	118	147	172	197
折旧摊销	41	48	102	234	337
财务费用	9	10	15	18	20
投资损失	2	1	1	2	2
营运资金变动	-54	-86	-18	-46	-40
其他经营现金流	-42	22	-18	-29	-14
投资活动现金流	-89	-108	-209	-138	-129
资本支出	-87	-106	-207	-136	-142
长期投资	-1	-2	0	0	15
其他投资现金流	-1	0	-2	-2	-2
筹资活动现金流	-57	42	651	99	60
短期借款	30	70	30	30	30
长期借款	-70	-10	38	35	-9
普通股增加	0	0	22	0	0
资本公积增加	0	0	524	0	0
其他筹资现金流	-17	-18	38	34	39
现金净增加额	-19	51	673	313	434

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	830	1050	1153	1257	1361
营业成本	618	763	847	916	985
营业税金及附加	7	10	23	28	15
营业费用	33	38	41	44	46
管理费用	59	47	51	53	56
研发费用	29	33	37	39	41
财务费用	5	7	7	5	2
资产减值损失	0	-5	-2	-2	-3
其他收益	60	6	3	4	4
公允价值变动收益	-1	-12	0	0	0
投资净收益	-2	-1	-1	-2	-2
资产处置收益	54	-1	23	35	22
营业利润	185	134	166	202	232
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	0	0	1	0	0
利润总额	187	133	167	202	232
所得税	23	15	19	30	35
净利润	164	118	147	172	197
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	164	118	147		197
EBITDA	180	202	275	442	572
EPS (元/股)	1.89	1.36	1.70	1.98	2.27

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	8.9	26.4	9.8	9.1	8.3
营业利润(%)	88.2	-27.8	24.5	21.2	14.9
归属母公司净利润(%)	76.0	-28.0	24.9	16.6	14.7
获利能力					
毛利率(%)	25.6	27.3	26.5	27.1	27.6
净利率(%)	19.7	11.2	12.8	13.7	14.5
ROE(%)	26.7	16.1	10.3	10.8	11.0
ROIC(%)	13.7	12.9	8.2	8.2	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	45.1	44.6	34.7	35.7	35.4
净负债比率(%)	29.1	26.3	-26.0	-36.1	-52.5
流动比率	1.5	1.5	2.6	3.0	3.4
速动比率	1.0	1.0	2.1	2.4	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.7	0.5	0.5
应收账款周转率	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	4.2	5.1	4.7	4.5	4.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.89	1.36	1.70	1.98	2.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.38	1.32	2.66	4.06	5.80
每股净资产(最新摊薄)	7.07	8.43	16.43	18.41	20.69
估值比率					
P/E	29.3	40.7	32.6	27.9	24.4
P/B	7.8	6.6	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	1.0	1.0	16.1	9.6	6.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 17 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：二十载稳健发展，财务表现稳健	4
1.1 发展历程：深耕暖通家居行业二十载，从中国制造向全球品牌的跨越.....	4
1.2 股权结构及管理层：股权结构稳定，核心管理团队经验丰富	4
1.3 财务分析：需求旺盛拉动收入持续增长，利润率稳中向上.....	6
2. 行业：暖通行业需求旺盛，市场空间持续拓展.....	7
3. 经营分析：以产品升级、市场拓展和智能化转型为核心战略，形成差异化竞争优势	9
3.1 产品：暖通家居产品基本盘稳固，成长空间大	9
3.2 渠道优势：全渠道网络覆盖，创新模式提升经营效率	12
3.2.1 全渠道销售网络：国内外市场渗透与线上线下协同布局.....	13
3.3 产能扩张+智能化转型，强化供应链优势	15
3.3.1 生产工艺娴熟，产能利用率提升较快.....	15
3.3.2 重视智能化升级，提高生产效率	15
3.4 募集资金投资，扩大发展空间.....	15
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议.....	19
风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司主要发展历程.....	4
图表 2: 发行前公司股权架构图	5
图表 3: 艾芬达主要管理层人员	6
图表 4: 2022 年-2025 年 H1 营业收入及同比增速（万元）	7
图表 5: 2022 年-2025 年 H1 归母净利润及同比增速（万元）	7
图表 6: 2022 年-2024 年毛利率及净利率	7
图表 7: 2022 年-2024 年期间费用率.....	7
图表 8: 欧洲六国采暖散热器 2024~2028 年预测销售情况（单位：万片）	8
图表 9: 2020~2031 年卫浴毛巾架市场规模（单位：亿美元）	8
图表 10: 卫浴毛巾架品牌格局分布.....	8
图表 11: 行业格局情况	9
图表 12: 艾芬达产品矩阵.....	10
图表 13: 各业务线营收情况（单位：万元人民币）	11
图表 14: 各业务线毛利率情况	11
图表 15: 卫浴毛巾架各大类营收情况（单位：万元人民币）	12
图表 16: 暖通零配件销量变动（单位：万套）	12
图表 17: 暖通零配件平均售价变动（单位：元/套）	12
图表 18: 公司前五大客户情况	13
图表 19: 2020-2023 年 H1 公司分区域收入占比.....	14
图表 20: 艾芬达销售渠道拆分情况（单位：万元人民币）	14
图表 21: 各产品产能利用率（万套）	15
图表 22: 募集项目概括	15
图表 23: 公司 IPO 募集资金预计投入项目（单位：万元）	16
图表 24: 分业务收入预测一览（百万元）	18
图表 25: 公司费率预测（%）	19
图表 26: 可比公司归母净利润(亿元)及 PE 估值对比	19

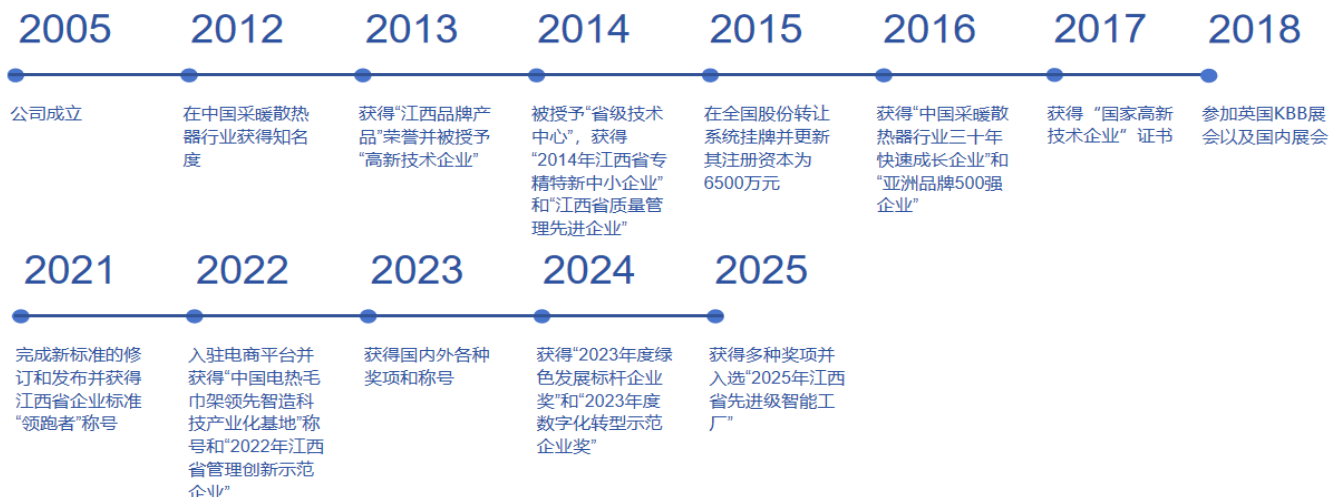
1. 公司概况：二十载稳健发展，财务表现稳健

1.1 发展历程：深耕暖通家居行业二十载，从中国制造向全球品牌的跨越

艾芬达公司自 2005 年成立以来，战略布局稳健。先后完成了品牌创立、国内市场渗透、自主技术创新以及国际化拓展等关键发展阶段。公司在此过程中不断完善产业链条与产品体系，逐步形成了覆盖全球的暖通家居制造与销售网络，为其在行业中的长期竞争优势奠定了基础。

- **初创阶段（2005-2009 年）：**在该阶段，公司重点投入于卫浴毛巾架产品的生产工艺与技术研发，推进自动化生产线建设，并开展小规模试生产。同时，公司以 ODM 模式为部分境外卫浴产品制造商提供产品，整体业务规模仍较为有限。
- **成长阶段（2009-2015 年）：**公司毛巾架产品生产线已初步建成，生产设备与工艺逐渐成熟，产能实现稳步提升。与此同时，公司整体工作重心由生产建设逐步转向市场开拓和研发设计能力的提升，并陆续与境外知名卫浴产品制造商建立合作关系，开启电热毛巾架及暖通阀门零配件等新产品的研发布局。
- **2015 年至今：**公司生产规模进一步扩大，生产能力进一步增强。公司以 ODM 业务为主，拥有稳定的境外客户群体，并以此为基础以线上和线下结合的方式开拓国内市场，提升公司产品的市场影响力和竞争力。

图表1：公司主要发展历程

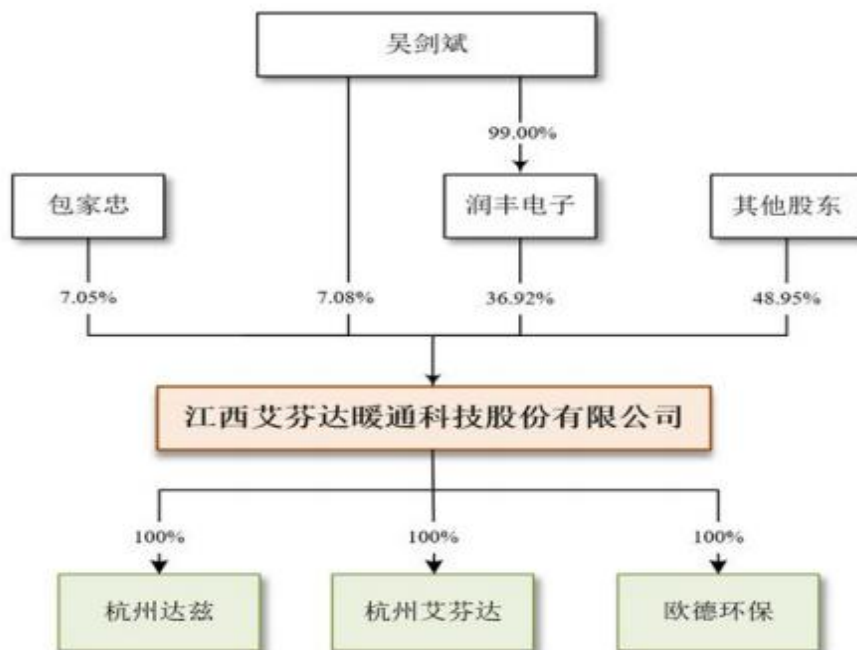


资料来源：艾芬达公司官网，国盛证券研究所

1.2 股权结构及管理层：股权结构稳定，核心管理团队经验丰富

公司股权结构稳定。截至 2025 年 8 月 21 日，吴剑斌直接持有公司 460.00 万股股份。其持股占公司总股本的 7.08%，并通过润丰电子控制公司 36.92%的股份合计拥有公司 44.00%的表决权。

图表2: 发行前公司股权架构图



资料来源: 艾芬达招股说明书, 国盛证券研究所

核心管理团队经验丰富: 艾芬达公司主要管理层由公司董事长吴剑斌领衔, 核心成员包括财务总监鲍正军、副总经理黄卫城、技术研发部经理张卫和工艺工程部副总监林志辉, 分别负责集团财务管理、战略执行、技术研发等关键职能。

图表3: 艾芬达主要管理层人员

姓名	性别	年龄	职位	履历
吴剑斌	男	56	董事长、总经理	1991年7月至1993年8月，任浙江水晶厂机械绘图员；1993年9月至1994年9月，任玉环县工业水泵厂车间主任；1994年10月至1999年11月，任吴剑机械厂长；2000年4月至2004年1月，任玉环县万达阀门厂厂长；2004年1月至2009年5月，任台州艾迪西万达阀门有限公司总经理；2010年8月至2017年6月，任润丰电子执行董事；2011年起兼任杭州达兹及杭州艾芬达执行董事、总经理，并自2011年10月起担任公司董事长、总经理。
鲍正军	男	54	副总经理、董事会秘书、财务总监	1993年7月至2003年12月，任安徽巢湖水泥厂、安徽巢湖东亚水泥有限公司会计主管；2004年1月至2004年11月，任安徽富煌集团副总会计师；2004年12月至2009年2月，任台州艾迪西万达阀门有限公司副总经理；2009年3月加入艾芬达有限，现任公司董事、副总经理、董事会秘书、财务总监。
黄卫城	男	46	副总经理	2000年9月至2003年5月，任光宝电子科技有限公司生产科长；2003年6月至2005年4月，任中国松日电器有限公司生产经理；2005年5月至2008年7月，任歌纳洁具有限公司厂长；2008年8月至2011年8月，任艾芬达有限厂长；2011年8月至2013年7月，任浙江森拉特暖通有限公司副总经理；2013年8月加入艾芬达有限，2015年3月至今任公司董事、副总经理。
张卫	男	47	技术研发部经理	2000年至2003年，任广州禾达物流器材有限公司设计师；2003年至2008年，任广州海鸥卫浴股份有限公司设计部主管；2008年至2011年，任鹤山市洁丽实业有限公司技术部经理；2011年加入艾芬达有限，现任公司技术研发部经理。
林志辉	男	56	工艺工程部副总监	1989年8月至1994年12月，任海门麻帽厂技术员；1995年1月至2002年4月，任浙江海门橡胶一厂技术员；2005年1月至2009年5月，任台州艾迪西万达阀门有限公司工程师；2009年6月加入艾芬达有限，现任公司工艺工程部副总监。

资料来源：艾芬达招股说明书，国盛证券研究所

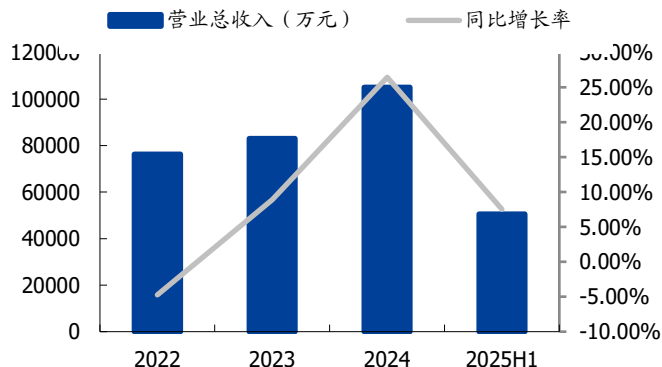
1.3 财务分析：需求旺盛拉动收入持续增长，利润率稳中向上

公司收入延续稳步上行态势，增长势能持续释放。艾芬达公司在 2022 至 2024 年间实现营业收入持续增长，规模由 7.62 亿元提升至 10.5 亿元。其中，2023 年受国内外经济逐步改善、俄乌冲突影响减弱等因素的影响，公司主营业务同比增长 8.93%。2024 年进一步增长 26.44%，一方面需求增加以及产品的更新迭代，原有客户的业务规模进一步增长，另一方面，通过不断地市场推广和客户开发，收入规模也稳定增长。2025 年 H1 公司营业收入为 5.05 亿元，同比增加 7.53%，主要得益于市场竞争力的增强。

归母净利润稳中向上，盈利能力稳步提升。公司盈利水平在稳中伴随一定波动。2024 年归母净利润从 0.93 亿元增长至 1.18 亿元。2023 年为 1.64 亿元，同比增加 76.04%。2024 年同比减少 28.04%，主要由美元对人民币汇率升高导致购买的远期外汇合约发生

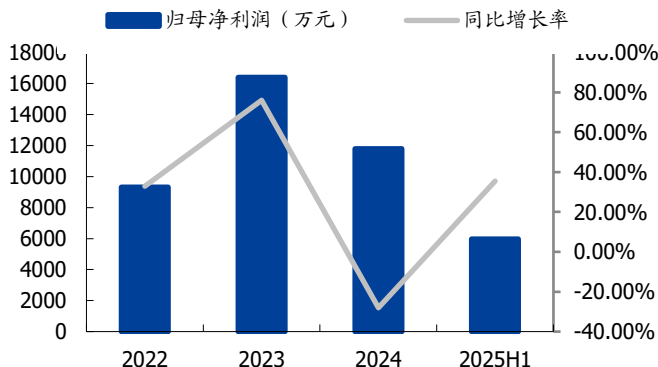
账面亏损导致。2025 年 H1 归母净利润为 0.60 亿元，较上年同期增加 35.53%，同样受公司购买的远期外汇合约因汇率变动的影响所致。

图表4: 2022 年-2025 年 H1 营业收入及同比增速 (万元)



资料来源: 艾芬达招股说明书, iFinD, 国盛证券研究所

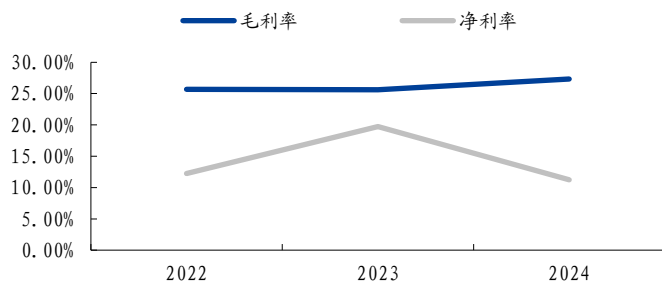
图表5: 2022 年-2025 年 H1 归母净利润及同比增速 (万元)



资料来源: 艾芬达招股说明书, iFinD, 国盛证券研究所

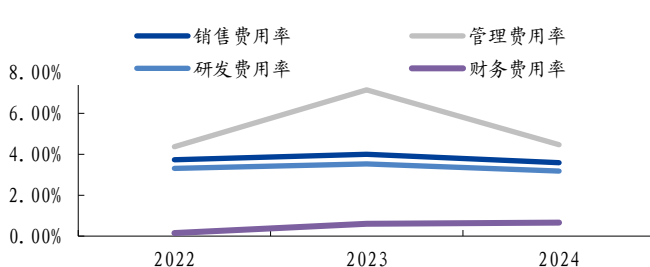
费用结构分析: 公司销售、管理、研发和财务费用率整体稳定, 未显著侵蚀利润空间。销售费用率由于公司销售体系逐渐成熟从 2022 年的 3.73% 小幅下降至 2024 年的 3.59%。管理费用率则从 4.37% 小幅提升至 4.47%, 2023 年占比 7.15%, 主要受结转厂房搬迁所产生费用的影响。研发费用率从 3.31% 小幅下降至 3.18%, 说明公司研发投入持续且稳定, 研发强度处于合理水平, 保障了产品迭代和技术升级。财务费用率从 0.15% 小幅上升至 0.66%, 上升可能与融资规模扩大或利率环境有关, 但总体占比较小, 对整体盈利能力影响有限。整体费用结构呈现合理可控、效率提升趋势, 为公司保持盈利能力提供保障。

图表6: 2022 年-2024 年毛利率及净利率



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表7: 2022 年-2024 年期间费用率

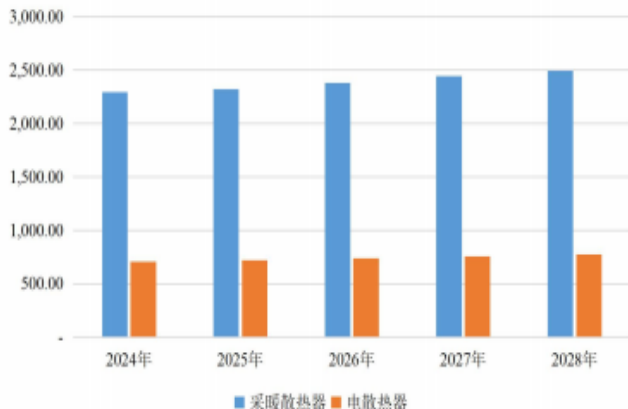


资料来源: 艾芬达招股说明书, 国盛证券研究所

2.行业: 暖通行业需求旺盛, 市场空间持续拓展

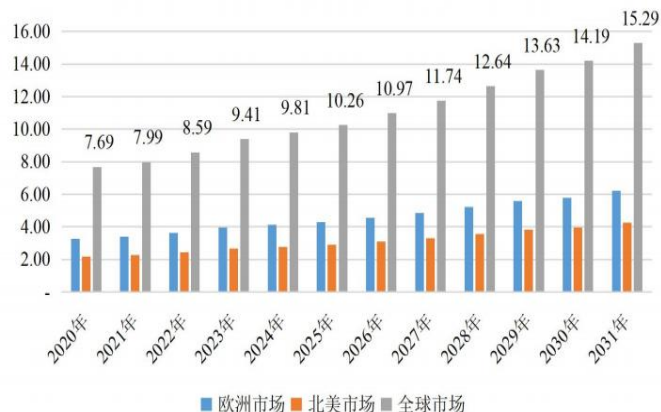
全球采暖散热器市场需求稳定增长。 欧洲地区受气候和生活方式的影响, 采暖散热器较为普及。以英国、法国、德国、波兰、意大利、西班牙六国为例, 根据 BRG 关于采暖散热器的统计数据, 2012 年至 2023 年合计销量基本维持在每年 2800 万片左右。卫浴毛巾架产品受城市更新与商业领域需求驱动, 在欧洲市场展现出广阔的增长潜力。美国作为人口最多的发达国家, 国土广阔, 冬季寒冷, 且城镇化率与人均收入均处于较高水平, 是全球采暖散热器的重要消费市场之一。受多年城镇化进程影响, 美国住房以老旧房屋为主, 房屋维修支出从 2012 年的 2,850 亿美元预计增至 2023 年的 5,800 亿美元。随着存量住房老化与翻新需求增加, 采暖散热器在美国市场保持稳定增长的空间。

图表8: 欧洲六国采暖散热器 2024~2028 年预测销售情况(单位: 万片)



资料来源: 艾芬达招股说明书, 国盛证券研究所

图表9: 2020~2031 年卫浴毛巾架市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: 艾芬达招股说明书, 国盛证券研究所

中国采暖散热器市场容量快速增长, 智能化水平仍亟待提高。随着国内房地产市场的快速发展和人民生活水平的提高, 采暖散热器行业的市场需求同样快速增长。在产品市场区域方面, 北方市场以钢制管型为主, 南方市场以钢制板型为主。在生产环节上, 机械化、自动化及智能化水平仍有较大提升空间。

行业前十家领军企业的产值合计占比仍然偏低, 产业集中度不足。当前卫浴毛巾架行业仍处于高度分散的竞争状态, 市场集中度显著偏低。当前全球卫浴毛巾架行业呈现多元化竞争格局, 参与者包括欧洲老牌企业、新兴地区制造商及中国本土企业。欧洲市场主要由历史悠久、技术成熟的跨国企业主导, 如瑞士上市的 Zehnder Group (2024 年营收 7.06 亿欧元) 和意大利的 IRSAP, 其产品覆盖多国市场并拥有品牌优势。土耳其企业如 Kudox 和 Warma 则以供应链和产能见长, 其中 Warma 月产能达 6 万套, 主要面向欧洲、非洲及美洲市场。中国厂商如宏倍斯和森拉特自 2003 年起发展迅速, 具备规模化生产能力 (如宏倍斯年产 30 万套散热器), 并通过技术研发和海外渠道拓展 (如森拉特进入欧美多国) 积极参与国际竞争。整体行业竞争激烈, 企业通过产能、品牌及全球化布局争夺市场份额。

图表10: 卫浴毛巾架品牌格局分布

名称	卫浴毛巾架产品市场份额
翠丰集团	4.32%
Kartell UK Limited	0.59%
塔维博金集团	0.57%
Eastbrook Company	0.40%
Legio Sales Belgium N.V.	0.95%
欧倍德	6.45%
Online Home Retail Limited	0.79%
Touch Global UK Ltd	0.46%
Eurorad Ltd	0.21%
Victorian plumbing Ltd	2.03%

资料来源: 《申请首次公开发行股票并在创业板上市的审核中心意见落实函的回复》, 国盛证券研究所 (注: 数据截止日期 2023 年 4 月 14 日)

图表11: 行业格局情况

企业名称	竞争产品	企业情况介绍
Kudox	卫浴毛巾架	Kudox 成立于 2003 年, 其主要供应商位于土耳其, 主要产品包括采暖散热器、毛巾架等, 在英国等欧洲国家销售, 是公司在英国市场的主要竞争对手
Zehnder Group	卫浴毛巾架	Zehnder Group (森德集团) 成立于 1895 年, 总部设在瑞士, 在瑞士证券交易所上市, 主要产品包括供暖和制冷设备、新风净化系统等, 在全球 70 多个国家销售, 拥有 “Zehnder” “Acova” 等品牌, 2024 年营业收入 7.06 亿欧元
IRSAP	卫浴毛巾架	IRSAP (意莎普) 成立于 1963 年, 总部设在意大利, 主要产品包括采暖散热器、空调等, 在意大利、法国、英国、德国、西班牙等国销售, 是欧洲主要的散热器生产厂商之一
Warma	卫浴毛巾架	Warma 成立于 2005 年, 是位于土耳其的暖通产品生产企业, 主要产品包括采暖散热器、卫浴毛巾架等, 具备月产 6 万套的生产能力, 主要在欧洲、非洲和美洲等地区销售
宏倍斯	卫浴毛巾架、阀门	浙江宏倍斯智能科技股份有限公司成立于 2003 年, 主要从事技术型采暖散热器、电热毛巾架、智能采暖控制一体化及不锈钢深井泵的研发、制造和销售。具备年产 30 万套高档家居散热器的生产能力
森拉特	卫浴毛巾架	浙江森拉特暖通设备有限公司成立于 2003 年, 主要从事各类散热器产品的研发、生产和销售, 具有全套的钢、铝、铜及铜铝复合等各类散热器的研发及生产能力, 在全国设有多家销售门店, 海外市场拓展到英国、法国、德国、意大利等多个欧美国家或地区

资料来源: 艾芬达招股说明书, 国盛证券研究所

全球卫浴毛巾架行业需求旺盛, 市场成长迅速。欧洲六国卫浴毛巾架销量相对稳定, 产品占有率由 2012 年的 10.85% 上升到 2023 年的 13% 左右。美国市场主要以电热毛巾架产品为主, 同时便携款式卫浴毛巾架的销量较高。随着人民生活水平的提升, 我国卫浴毛巾架市场成长迅速, 来自国内市场需求将成为行业内重要的市场需求来源。

3.经营分析: 以产品升级、市场拓展和智能化转型为核心战略, 形成差异化竞争优势

3.1 产品: 暖通家居产品基本盘稳固, 成长空间大

公司以“艾芬达”作为主品牌布局全球市场, 并通过自主研发提升市场渗透率。公司以人为本, 已形成了全自动冲孔翻边技术、网带式钎焊技术、全自动液压扩管技术、弯管搭接电阻焊设备及其焊接方法等多项制造技术, 并拥有年产超过 200 万套卫浴毛巾架的生产能力。

在产品布局方面, 公司聚焦卫浴毛巾架和暖通零配件两大业务线。卫浴毛巾架根据表面处理工艺不同可分为喷涂毛巾架和电镀毛巾架, 根据产品款式不同可分为插接式、搭接式、古典式。公司的暖通零配件主要是自主研发生产的温控阀、磁滤器、暖通阀门等暖通行业的零配件产品。

图表12: 艾芬达产品矩阵

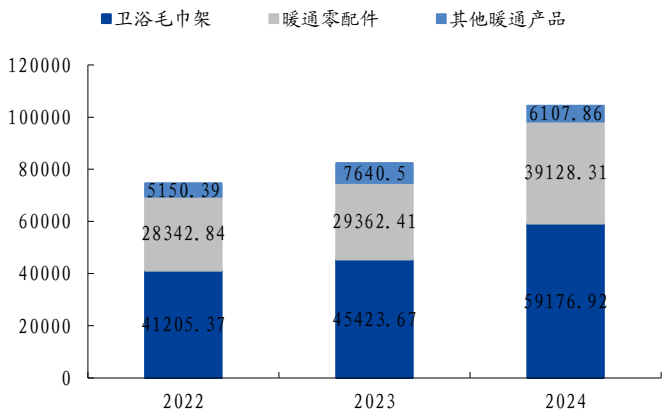
产品分类	产品名称	产品说明	产品示例
卫浴毛巾架	插接式	产品具备烘干毛巾、浴巾及小件衣物的功能，有效防止潮湿滋生异味与霉菌，并可辅助供暖，兼具装饰性。工艺上采用优质低碳钢及自主扩管与钎焊技术，产品表面无明显焊痕，耐压性强、漏液率低，外观经电镀或喷涂处理，美观且可定制。功能方面，具备 IPX4/IP24 防水等级，30-70℃精准控温与智能恒温，可实现触控、语音及 APP 远程操作；同时节能环保，测试表明在特定环境下 12 小时耗电约 1 度。	
	搭接式	产品可烘干毛巾、浴巾及小件衣物，防止潮湿带来的异味与霉菌，兼具辅助供暖与装饰功能。工艺上采用优质低碳钢及电阻焊自溶技术，耐压性好、漏液率低，表面经电镀或喷涂处理，美观耐用，并可定制特殊形态（如单边搭接设计，便于挂取毛巾）。功能方面具备 IPX4/IP24 防水等级，30-70℃精准控温与智能恒温，支持触控、语音及 APP 远程操作，节能环保，在特定环境下 12 小时耗电约 1 度。	
	古典式	产品可烘干毛巾、浴巾及小件衣物，避免潮湿引发异味和霉菌，兼具辅助供暖与装饰功能。工艺上采用优质低碳钢及传统柱形钢制散热器为主要材料，表面经镀铬处理，光亮美观。功能方面具备 IPX4 防水等级，支持温度可控，装饰性突出。	
暖通零配件	温控阀	该产品为暖通设备常用零部件之一，内置感温材料阀芯可感应环境温度变化并产生体积变化，从而带动阀芯位移，调节散热器水流量与散热量，实现室内温度的自动控制，并有效降低能耗。	
	暖气阀	该产品为暖通系统常用阀门配件，通过调节进出水量控制散热器温度，需手动操作；流道设计宽大，不易堵塞，具备良好的自洁功能。	

	磁滤器	该磁滤器由强磁性材料与阻拦滤网组成，可过滤管道中的铁锈、泥沙等颗粒杂质，并吸附微米级铁磁性污染物。同时，内部设计可破除水泡、释放空气，防止管道及设备生锈，保护压缩机、锅炉、泵及毛巾架等装置正常运行。底部排污口便于清除磁性污染物和杂质，提高锅炉使用寿命并减少热能损耗。	

资料来源：艾芬达招股说明书，国盛证券研究所

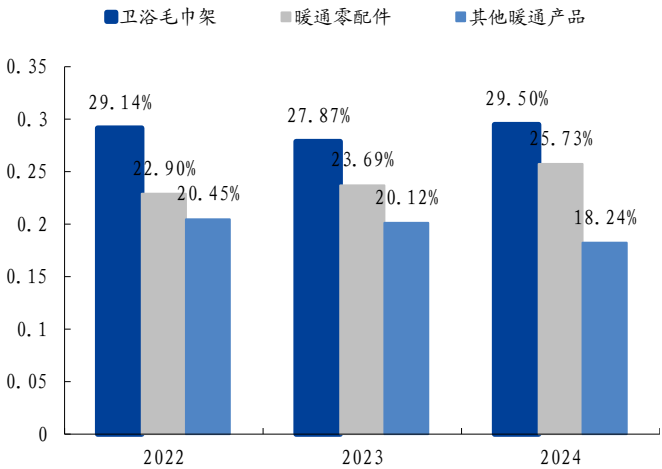
具体到业务上，公司主营业务呈现差异化盈利特征。卫浴毛巾架作为核心板块，2022-2024 年营收从 4.12 亿元增长至 5.92 亿元，而毛利率在 27%~30%间波动。暖通零配件业务作为次要板块，2022-2024 年营收从 2.83 亿元增长至 3.91 亿元，毛利率稳步提升，从 2022 年 22.90%升至 2024 年 25.73%。这显示出盈利结构的稳健性。

图表13: 各业务线营收情况 (单位: 万元人民币)



资料来源：艾芬达招股说明书，国盛证券研究所

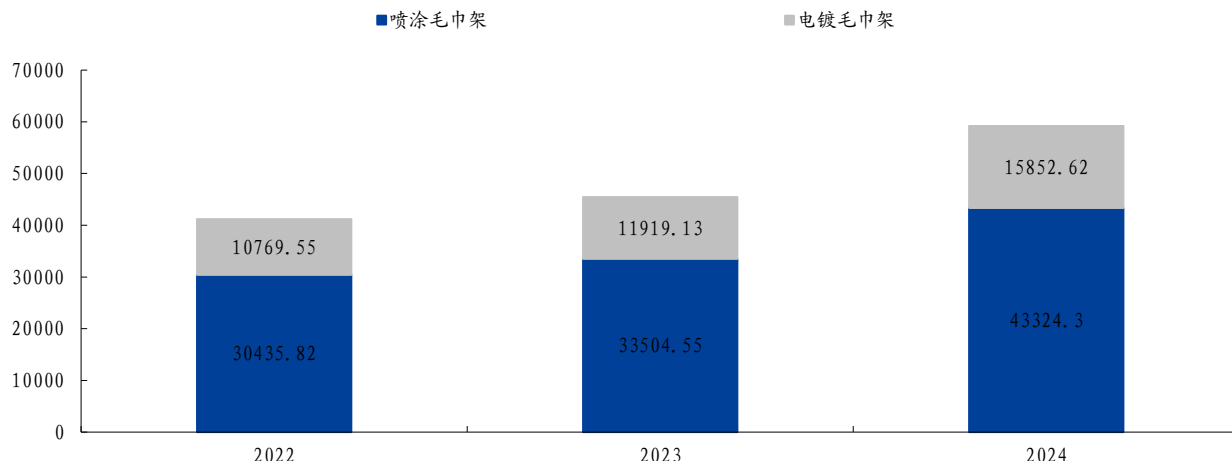
图表14: 各业务线毛利率情况



资料来源：艾芬达招股说明书，国盛证券研究所

从产品构成来看，公司卫浴毛巾架业务主要分为喷涂毛巾架和电镀毛巾架两大品类。其中，喷涂毛巾架作为核心品类贡献主要收入，2022-2024 年营收从 3.04 亿元增长至 4.33 亿元。电镀毛巾架呈现稳健增长，同期营收由 1.08 亿元提升至 1.59 亿元。两大品类共同构成了公司卫浴毛巾架业务的差异化产品矩阵。

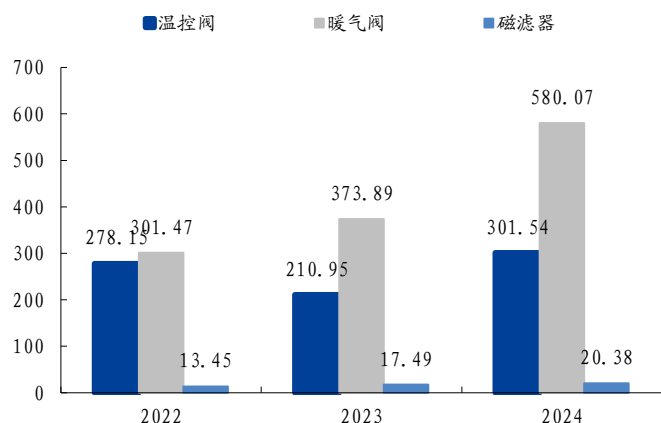
图表15: 卫浴毛巾架各大类营收情况 (单位: 万元人民币)



资料来源: 艾芬达招股说明书, 国盛证券研究所

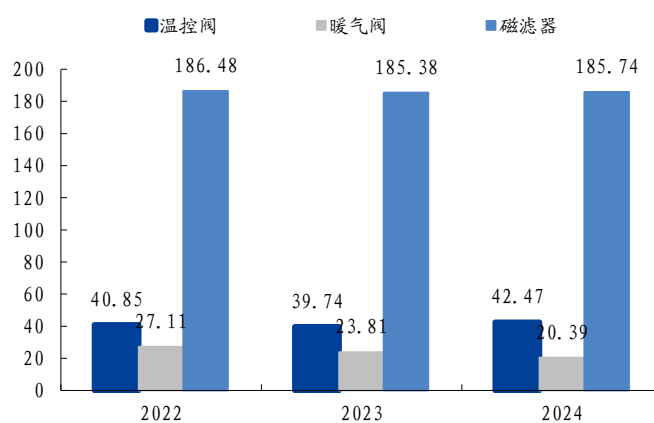
公司暖通零配件业务呈现销量稳步增长、价格总体稳定的特点。公司温控阀产品 2022 年至 2024 年销量从 278.15 万套增长至 301.54 万套, 2023 年销量由于受到市场竞争等因素的影响有所下降。同期平均售价分别为 40.85 元/套、39.74 元/套和 42.47 元/套, 整体保持相对稳定。公司暖气阀产品 2022 年至 2024 年销量从 301.47 万套逐年增长到 580.07 万套。同期平均售价分别为 27.11 元/套、23.81 元/套和 20.39 元/套, 平均售价有所下滑主要系产品销量增长, 相应的单位成本、单位售价也有所下降。公司磁滤器销量分别为 13.45 万套、17.49 万套和 20.38 万套, 平均单价分别为 186.48 元/套、185.38 元/套和 185.74 元/套, 价格相对稳定。

图表16: 暖通零配件销量变动 (单位: 万套)



资料来源: 艾芬达招股说明书, 国盛证券研究所

图表17: 暖通零配件平均售价变动 (单位: 元/套)



资料来源: 艾芬达招股说明书, 国盛证券研究所

3.2 渠道优势: 全渠道网络覆盖, 创新模式提升经营效率

公司已搭建起线上线下协同发展的全渠道销售体系, 实现传统渠道与新兴模式的深度融合。在传统渠道建设方面, 公司采用直销模式, 以自营出口为主。在线上渠道建设方面, 公司通过在天猫、京东、阿里巴巴等线上销售平台开设自营店铺, 推动销售网络向高效

化方向升级，与京东合作建立京东自营店铺以及第三方合作店铺等方式进行线上销售，产品由公司或京东自营仓库直接向客户发货。

3.2.1 全渠道销售网络：国内外市场渗透与线上线下协同布局

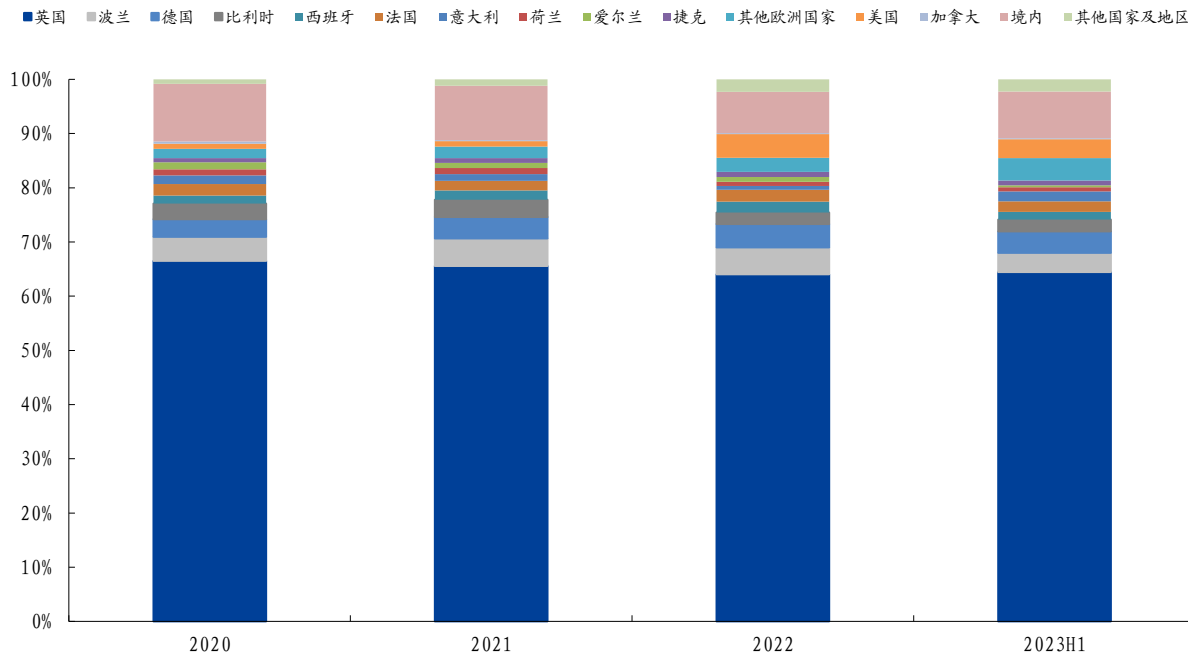
海外市场与中国协同发展格局已经显著形成。作为业务起点，海外市场持续为公司提供稳定基本盘，与翠丰集团、Eurorad、Online Home Retail、Mercury Products、Kartell UK 等欧洲知名建材产品、暖通产品、卫浴产品批发商、零售商、品牌商长期合作。境外市场收入从 2022 年的 6.90 亿元快速增长至 2024 年的 9.97 亿元，分别占总营收的 92.37%、92.42%和 95.53%，其中销往英国占比超 50%，持续担任驱动整体收入增长的核心引擎。同时，公司也在积极推动国内市场渗透，国内市场收入 2022 年至 2024 年分别为 0.57 亿元、0.63 亿元和 0.47 亿元，收入较上年有所下降。

图表18: 公司前五大客户情况

年度	序号	客户名称	金额（万元）	占当期营业收入的比例
2024 年度	1	翠丰集团	20219.72	19.26%
	2	Kartell UK Limited	6838.19	6.51%
	3	Eurorad Ltd	6586.98	6.27%
	4	Online Home Retail Limited	6057.45	5.77%
	5	Mercury Products Ltd	5491.95	5.23%
		合计	45194.29	43.05%
2023 年度	1	翠丰集团	17366.42	20.92%
	2	Kartell UK Limited	6212.97	7.48%
	3	Eurorad Ltd	6132.28	7.39%
	4	Mercury Products Ltd	4335.93	5.22%
	5	Online Home Retail Limited	3950.11	4.76%
		合计	37997.70	45.77%
2022 年度	1	翠丰集团	20500.35	26.90%
	2	Online Home Retail Limited	7368.43	9.67%
	3	Kartell UK Limited	5104.3	6.70%
	4	Touch Global UK Ltd	3632.28	4.77%
	5	Purmo Group (UK) Ltd	1876.76	2.46%
		合计	38482.12	50.49%

资料来源：《关于江西艾芬达暖通科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件审核问询函的回复》，国盛证券研究所

图表19: 2020-2023 年 H1 公司分区域收入占比



资料来源:《关于江西艾芬达暖通科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件审核问询函的回复》, 国盛证券研究所

公司已构建完善的多元化线上销售体系, 主要包含三大渠道: 1) 基于主流电商平台的自营营销模式; 2) 以线上分销平台为基础的线上分销模式; 3) 根据电商平台提出的订单需求向其指定仓库发货并由电商平台负责最终销售的统一入库模式。公司自 2015 年起就与主流电商平台展开深度合作, 积累了一定的电商运营经验。在线上自营模式下, 公司在主流电商平台设立官方旗舰店或专营店, 由第三方负责物流及产品安装并确保经济利益能够流入公司。线上分销模式下, 公司在终端客户确认收货后完成风险报酬转移并确认收入。统一入仓模式下, 公司按电商平台需求向其仓库发货, 由平台负责订单、物流和售后, 消费者在平台下单付款, 平台发货并由第三方或消费者安装, 公司与平台定期结算, 现主要合作平台为京东自营。

线下销售网络具体包括: 1) 面向企业客户的自主品牌产品销售; 2) 为 ODM 客户提供的贴牌生产服务, 其将公司制造的产品以自有品牌进行市场销售。在海外市场, 公司通过主要线下渠道向欧洲和美国等重点市场的经销商销售 ODM 产品。

图表20: 艾芬达销售渠道拆分情况 (单位: 万元人民币)

产品类型	销售模式	2022 年	占比	2023 年	占比	2024 年	占比
卫浴毛巾架	线上销售	1159.3	1.55%	1553.26	1.88%	1345.83	1.29%
	线下销售	40046.07	53.61	43870.41	53.22%	57831.09	55.39%
暖通零配件	线上销售	69.96	0.09%	9.98	0.01%	8.11	0.01%
	线下销售	28272.88	37.85%	29352.44	35.61%	39120.2	37.47%
其他暖通产品	线上销售	28.19	0.04%	145.99	0.18%	67.82	0.06%
	线下销售	5122.19	6.86%	7494.07	9.09%	6040.04	5.78%
小计	线上销售	1257.46	1.68%	1709.22	2.07%	1421.76	1.36%
	线下销售	73441.14	98.32%	80716.92	97.93%	102991.33	98.64%

资料来源: 艾芬达招股说明书, 国盛证券研究所

3.3 产能扩张+智能化转型，强化供应链优势

公司通过产能利用率提升与智能化转型战略，构建了高效协同的供应链体系。公司产能利用率逐年提升。同时，公司持续改进生产工艺和生产设备，加快智能改造升级，提高生产效率，持续强化供应链竞争力。

3.3.1 生产工艺娴熟，产能利用率提升较快

截至 2024 年，公司卫浴毛巾架产能 210 万套，暖通零配件产能 1000 万套（包括温控阀、暖气阀和磁滤器等）。近年产能利用率提升，卫浴毛巾架产能利用率从 2022 年 79% 提升到 103.05%，暖通零配件产能利用率从 2022 年 69.06% 提升到 90.58%，得益于终端订单饱满。

图表21: 各产品产能利用率（万套）

产品类别	项目	2022 年	2023 年	2024 年
卫浴毛巾架	产能	180	180	210
	产量	142.2	167.68	216.4
	产能利用率	79.00%	93.15%	103.05%
暖通零配件	产能	800	800	1000
	产量	552.48	647.46	905.75
	产能利用率	69.06%	80.93%	90.58%

资料来源：艾芬达招股说明书，国盛证券研究所

3.3.2 重视智能化升级，提高生产效率

公司持续投入自动化和智能化设备，有效提高生产效率。目前，公司拥有 8 条全自动钎焊生产线、7 条全自动喷涂线和 4 条全自动电镀生产线，有效提高了生产效率，保持了较高的市场份额和规模优势。2020 年公司智能无人车间正式完工上线，通过智能控制系统，实现生产过程实时调度、车间环境实时智能监控、生产完工自动上下库作业，形成了以数据驱动为核心的管理新模式。公司计划募集资金投资建设 2 条自动化生产线，有利于加快生产智能化改造，扩大公司生产规模，提升研发水平和产品质量，增强公司核心竞争力。

图表22: 募项目概括

项目名称	项目简介
年产 130 万套毛巾架自动化生产线技改升级项目	拟通过新建厂房、购置智能化设备、升级改造原有设备等方式，形成年产 130 万套卫浴毛巾架的生产能力。有利于加快生产智能化改造，扩大公司生产规模，增强公司核心竞争力
年产 100 万套毛巾架自动化生产线建设项目	拟通过新建厂房、购置智能化设备、升级改造原有设备等方式，形成年产 100 万套卫浴毛巾架的生产能力，以此扩大公司现有业务规模

资料来源：艾芬达招股说明书，国盛证券研究所

3.4 募集资金投资，扩大发展空间

募投项目概括。公司拟实施“年产 130 万套毛巾架自动化生产线技改升级项目”和“年产 100 万套毛巾架自动化生产线建设项目”，预计分别投资约 2.61 亿元和 3.53 亿元，建设周期均为 18 个月。前者通过新建厂房、智能化设备采购及存量设备改造，形成 130 万

套卫浴毛巾架产能；后者则计划新建产线，新增 100 万套毛巾架及配套 300 万套温控阀的生产能力。与此同时，公司拟投入 5000 万元募集资金用于补充流动资金，以满足业务扩张需求，优化资本结构，降低财务费用。该流动资金补充额度结合历史运营数据、行业发展趋势及公司战略规划测算，具有一定合理性。

募投项目的必要性。1) 卫浴毛巾架行业作为传统制造业，当前面临产业升级与消费群体变化的双重挑战。一方面，公司部分厂房因政府收储需整体搬迁，原有设备智能化水平偏低，项目实施有助于提升生产线自动化与智能化水平，契合国家产业政策方向。另一方面，随着家装消费群体逐步由都市中产向年轻一代延伸，市场需求呈现多样化、个性化趋势，制造企业需要在标准化批量生产的同时具备柔性化能力，以快速响应小批量、多规格订单。由此，自动化与柔性化产线建设已成为行业发展的必然选择。2) 年产 100 万套毛巾架自动化生产线建设项目拟新建两栋生产厂房，新增 100 万套卫浴毛巾架及 300 万套温控阀产能，有助于缓解当前产能瓶颈，保障公司可持续发展。项目建成后，公司将在生产技术与工艺流程上进一步升级，推动产品质量提升与高端市场渗透。同时，凭借多年深耕欧盟市场所积累的研发、生产与管理经验，公司在产品品质与设计水准上已逐步与国际接轨。通过本次扩产，公司将有效降低单位成本、提升经营效率，强化产品质量优势，进一步巩固在卫浴毛巾架及温控阀领域的竞争力，并保持在国内外市场的领先地位。

募投项目的可行性。1) 契合产业政策与行业趋势。本次募投项目主要围绕厂房搬迁、生产设备及工艺的升级改造，目标是逐步实现生产线的自动化与智能化，符合国家产业政策与绿色、智能制造的发展方向。传统卫浴毛巾架企业普遍存在自动化水平低、人工依赖度高、次品率高及成本效率低等问题，已成为行业发展的瓶颈。本项目的实施将通过智能化改造与工艺优化，有效提升生产效率和产品质量，同时兼顾环保与经济效益，推动企业智能制造与精细化管理水平的持续提升，为公司长期竞争力与可持续发展奠定坚实基础。公司多年积累的研发实力与工艺技术优势，为本项目的顺利实施提供了有力保障。2) 研发与市场优势确保产能消化。公司在研发、工艺与质量体系方面具备深厚积累，同时在市场端建立了多元化的销售与拓展渠道，产品凭借稳定性能与性价比优势在客户中赢得了良好口碑。在海外市场，公司已形成覆盖欧盟的销售网络，并与国际知名卫浴五金及暖通器材贸易商保持长期合作，同时积极参与意大利 MCE、德国法兰克福、英国 KBB 及广交会等国际展会，强化品牌影响力并拓展北美、东欧等新兴市场。在国内，公司正重点开发新客户，建立了覆盖主要城市的营销网络，并与知名房地产企业合作，同时在电商等新兴渠道实现突破。凭借成熟的市场拓展能力，公司具备将产品与技术优势快速转化为市场订单的能力，从而保障本项目建成后的新增产能能够顺利消化。

图表23: 公司 IPO 募集资金预计投入项目（单位：万元）

项目名称	投资总额
年产 130 万套毛巾架自动化生产线技改升级项目	26142.02
年产 100 万套毛巾架自动化生产线建设项目	35325.98
补充流动资金	5000
合计	66468

资料来源：艾芬达招股说明书，国盛证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们在如下假设下对公司进行盈利预测：

➤ 收入端

根据前文所述，我们预计 2025~2027 年公司营业收入分别为 11.53/12.57/13.61 亿元，同比增长 9.8%/9.1%/8.3%。分业务来看：

✓ 卫浴毛巾架业务：

1) 外销方面，电热毛巾架行业处于渗透期，欧洲和北美存量翻新市场空间广阔，短期景气回暖，公司作为全球出口龙头，与翠丰集团等大客户合作深化，份额提升空间大；2) 内销方面，中国卫浴毛巾架市场需求旺盛，公司通过多元线上线下渠道拓展国内市场，产品持续优化升级。3) 综合公司市场地位和定价能力，我们预计价格每年增长 1%。

综合来看，我们预计 2025-2027 年卫浴毛巾架业务收入为 6.57/7.24/7.90 亿元，同比增长 11.10%/10.09%/9.08%；销量为 227.99/248.5/268.39 万套，同比增长 10.00%/9.00%/8.00%；单价为 288/291/294 元/套，同比增长 1.00%/1.00%/1.00%。

✓ 暖通零配件业务：1) 暖通零配件需求稳增，公司温控阀、磁滤器等产品具备技术优势。2) 公司产能利用率高，IPO 募投项目达产后将进一步扩大规模，提升市占率。3) 产品结构稳定成熟，我们估计产品均价按年增长 1%。

我们预计 2025-2027 年暖通零配件业务收入为 4.35/4.79/5.22 亿元，同比增长 11.10%/10.09%/9.08%；销量为 992/1081/1168 万套，同比增长 10.00%/9.00%/8.00%；单价为 44/44/45 元/套，同比增长 1.00%/1.00%/1.00%。

图表24: 分业务收入预测一览 (百万元)

单位: 百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
整体						
营业收入	762.22	830.27	1049.83	1152.56	1256.99	1360.96
yoy	-4.73%	8.93%	26.44%	9.8%	9.1%	8.3%
分品类						
卫浴毛巾架						
收入	412.05	454.24	591.77	657.46	723.79	789.51
yoy	-12.60%	10.24%	30.28%	11.10%	10.09%	9.08%
销量 (万件)	141.48	153.29	207.26	227.99	248.50	268.39
yoy		8.35%	35.21%	10.00%	9.00%	8.00%
均价 (元)	291	296	286	288.38	291.26	294.17
yoy		1.75%	-3.65%	1.00%	1.00%	1.00%
营收占比	54.06%	54.71%	56.37%	57.04%	57.58%	58.01%
暖通零配件						
收入	283.43	293.62	391.28	434.71	478.57	522.03
yoy	7.21%	3.60%	33.26%	11.10%	10.09%	9.08%
销量 (万件)	593.07	602.33	901.98	992.18	1,081.47	1,167.99
yoy		1.56%	49.75%	10.00%	9.00%	8.00%
均价 (元)	48	49	43	43.81	44.25	44.69
yoy		2.00%	-11.01%	1.00%	1.00%	1.00%
营收占比	37.18%	35.36%	37.27%	37.72%	38.07%	38.36%
其他暖通产品						
收入	51.50	76.40	61.08	54.97	49.47	44.53
yoy	15.26%	48.35%	-20.05%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
营收占比	6.76%	9.20%	5.82%	4.77%	3.94%	3.27%
其他业务						
收入	15.23	6.01	5.70	5.42	5.14	4.89
yoy	-22.10%	-60.54%	-5.16%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
营收占比	2.00%	0.72%	0.54%	0.47%	0.41%	0.36%

资料来源: iFind, 公司公告, 国盛证券研究所

► 盈利端

毛利率水平上, 1) 短期受原材料 (钢材、铜材) 价格和汇率波动影响, 但长期受益于产品结构升级、智能制造降本和规模效应, 预计 25-27 年保持在 26% 以上的较高水平。我们预计 2025~2027 年公司整体毛利率分别为 26.54%/27.10%/27.64%。

费用率水平上, 1) 销售费用率: 公司已搭建起线上线下全渠道销售体系, 客户集中, 销售渠道稳定, 预计销售费用率维持在 3.5% 左右; 2) 管理费用率: 公司管理效率提升, 自动化和智能化生产降低人工成本, 预计管理费用率小幅下降至 4.4%-4.1%; 3) 研发费用率: 公司重视技术创新和智能化升级, 研发投入持续, 预计研发费用率稳定在 3.2% 左右; 4) 财务费用率: 公司的产品主要以出口为主, 受汇兑损益 (人民币兑美元升值) 影响, 财务费用率预计下降至 0.3%。

综上所述, 我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 1.47/1.72/1.97 亿元, 同比增长 24.9%/16.6%/14.7%。

图表25: 公司费率预测 (%)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.67%	25.62%	27.34%	26.54%	27.10%	27.64%
销售费用率	3.73%	4.00%	3.59%	3.60%	3.50%	3.4%
管理费用率	4.37%	7.15%	4.47%	4.40%	4.20%	4.1%
研发费用率	3.32%	3.53%	3.18%	3.20%	3.10%	3.0%
财务费用率	0.15%	0.61%	0.66%	0.30%	0.29%	0.29%

资料来源: ifind, 国盛证券研究所

4.2 投资建议

相对估值: 我们选取金属制品行业相关及外销占比较高的上市公司苏泊尔、哈尔斯和好太太, 以及专门从事阀门、管件类的上市公司惠达卫浴进行估值分析。从 PE 估值来看, 2025 年同业可比公司 PE 估值的平均值为 20.5 倍。考虑到公司始终保持外销领先地位, 不断夯实自身研发及销售水平, 我们认为 2025 年或可取得与行业平均估值相近的水平。

图表26: 可比公司归母净利润(亿元)及 PE 估值对比

可比公司归母净利润						可比公司 PE 估值					
公司名称	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	公司名称	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
惠达卫浴	-1.97	1.39	1.47	1.53	1.57	惠达卫浴	-12.9	18.3	17.3	16.6	16.2
YOY		-170.66%	5.80%	4.08%	2.61%	苏泊尔	17.8	17.3	16.7	15.7	14.8
苏泊尔	22	22	23.18	24.74	26.29	YOY		2.97%	3.28%	6.70%	6.29%
YOY		2.97%	3.28%	6.70%	6.29%	哈尔斯	14.3	12.5	11.7	9.7	8.1
哈尔斯	2	3	3.05	3.68	4.43	YOY		14.72%	6.33%	20.82%	20.41%
YOY		14.72%	6.33%	20.82%	20.41%	好太太	27.5	36.2	36.1	31.0	26.9
好太太	3	2	2.50	2.90	3.35	YOY		-24.07%	0.53%	16.20%	15.50%
YOY		-24.07%	0.53%	16.20%	15.50%	艾芬达	2	1.18	1.47	1.72	1.97
艾芬达	2	1.18	1.47	1.72	1.97	YOY		-28.04%	24.93%	16.64%	14.68%
YOY		-28.04%	24.93%	16.64%	14.68%	行业平均	11.7	21.1	20.5	18.3	16.5
						艾芬达	29.3	40.7	32.6	27.9	24.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 数据截止日期 2025 年 10 月 17 日, 其他公司数据为 wind 一致预期)

投资建议: 我们认为公司作为全球电热毛巾架出口代工龙头, 深入合作大客户, 智能制造优势明显, 中长期市占率有望持续提升。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 1.47/1.72/1.97 亿元, 同比增长 24.9%/16.6%/14.7%, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险。随着暖通家居行业集中度持续提升，头部品牌通过价格战、渠道下沉等方式抢占市场份额，公司可能面临销售承压、毛利率下滑等挑战。

汇率波动风险。报告期内公司外销收入占比约 90%，主要以美元、欧元和英镑结算，产生汇兑损益分别为-834.61 万元、-1,144.67 万元和-642.34 万元。若美元兑人民币持续下跌或大幅波动且公司未能有效对冲，将对业绩造成不利影响。

原材料价格大幅波动风险。报告期内公司直接材料成本占比分别为 67.44%、62.00% 和 66.05%，主要原材料为钢材、铜材。若未来原材料价格持续上涨且公司无法有效转嫁或消化成本，将对经营业绩造成不利影响。

海外业务增长不及预期风险。公司海外营收占比 90%左右，若主要出口市场贸易政策发生重大变化、海外市场竞争加剧，可能导致公司海外业务拓展受阻，收入增速下滑。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级		相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com