

行业：汽车

评级：买入（首次评级）



汽车微电机单车价值提升，机器人与AIDC液冷泵开辟新成长曲线

德昌电机控股（0179.HK）首次覆盖报告

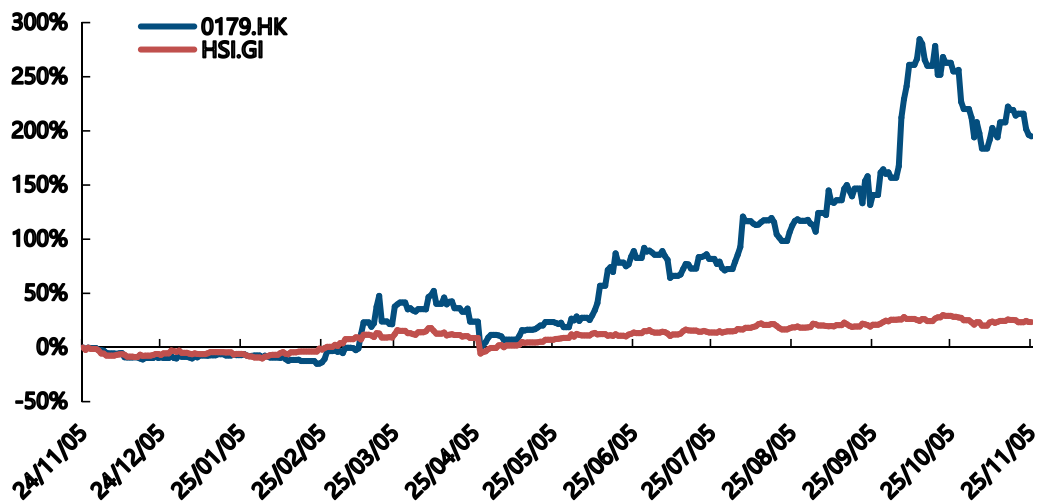
证券分析师：王凯
S0820524120002
021-32229888-25522
wangkai526@ajzq.com

证券分析师：吴迪
S0820525010001
021-32229888-25523
wudi@ajzq.com

- **投资评级与估值：首次覆盖，给予“买入”评级。** 公司是全球领先的汽车微型电机及系统供应商，具备完备的全球制造体系与稳定的Tier1客户资源。我们预计公司2026E–2028E营业收入分别为38.16/41.00/46.34亿美元，同比增长4.6%/7.5%/13.0%；归母净利润分别为2.71/2.97/3.39亿美元，同比增长3.1%/9.5%/14.0%；对应PE为15.2/13.9/12.2倍。A股可比公司2026E/2027E平均PE分别为77.3倍/59.9倍；全球可比公司2026E/2027E平均PE分别为23.6倍/21.5倍。相较之下，公司估值具备显著的配置吸引力。
- **关键假设点**
 - 1. 汽车电机主业：公司长期服务全球主要车企，APG业务正经历由燃油车向电动车的结构转型。**
 - 1)看单价：**新能源汽车平均搭载电机数量约为燃油车的17倍。我们测算，公司2023年在燃油车单车配套价值量约为217.6美元，在新能源车单车配套价值量约为326.5美元。
 - 2)看数量：**
 - ①新能源车业务：**全球新能源车产量预计将由2024年的2,490万辆增至2028年的4,020万辆（CAGR=12.7%），假设公司市占率由7.2%提升至7.4%，对应覆盖产量由179万辆增至298万辆，收入由6.0亿美元增至9.7亿美元。
 - ②传统燃油车业务：**全球燃油车产量将由6,470万辆降至5,520万辆（CAGR=-3.9%），公司覆盖由1,196万辆降至918万辆，对应收入由26.0亿美元降至20.0亿美元。新能源车业务有望成为公司APG板块的主要增量来源。
 - 2. 人形机器人业务：凭借成熟的客户体系、全球制造布局与系统级电机技术优势，公司有望成为海内外人形机器人整机厂的核心供应商。** 公司约三分之二产能布局海外，已具备全球制造与交付优势，并通过垂直整合实现从电机零部件到成品的品质控制与成本优化。基于公司在机器人关节模组与灵巧手总成领域的现有技术与产品能力，我们保守估算公司人形机器人单机价值量达到21,389元/台，对应BOM价值量占比12.25%。
 - 3. AI数据中心液冷泵：随着AI数据中心对散热效率需求提升，液冷方案加速渗透，公司液冷泵业务将直接受益于液冷系统建设。** 我们预计，采用液冷系统的AI服务器市场规模将由2024年的200亿美元增长至2030年的7,289亿美元（CAGR=82.1%）。按CDU占服务器价值量约35%、泵组占CDU 20%测算，全球液冷泵市场规模预计将由2024年的14亿美元增至2030年的510亿美元。公司在科技泵及流体控制领域深耕多年，已成功覆盖18W–1800W的DCP系列液冷泵产品矩阵。我们在乐观/中性/保守情景下假设2030年市占率为7%/5%/3%，对应收入35.7/25.5/15.3亿美元，有望成为公司新成长曲线。

- **有别于大众的认识：**市场普遍认为公司增长将受汽车行业周期与主业约束，对新兴业务贡献预期偏保守。我们认为：1) 公司在高精度电机、电控、流体控制系统方面的积累，使其天然具备跨行业延伸能力，机器人与液冷泵业务增长确定性较高。2) 公司全球产能布局与Tier1客户体系是进入国际机器人与AI基础设施供应链的关键门槛，其稀缺性未被充分定价。3) 新能源汽车渗透率提升带动公司客户结构由燃油车向电动车转型，单车电机价值量显著提升，推动主业结构性改善与盈利能力修复。
- **股价表现的催化剂：**人形机器人主机厂量产验证，公司执行机构业务放量；全球AI数据中心建设高增，液冷泵产品销售规模突破；新能源汽车渗透率超预期提升，带动主业量价齐升；成本控制与产能优化改善毛利率结构；公司新订单、客户认证及新产品发布节奏超预期。
- **风险提示：**人形机器人产业化节奏延后；AI数据中心液冷泵市场竞争加剧或公司渗透率不及预期；新能源汽车销售不及预期导致主业增长放缓；原材料及人工成本波动影响盈利能力。

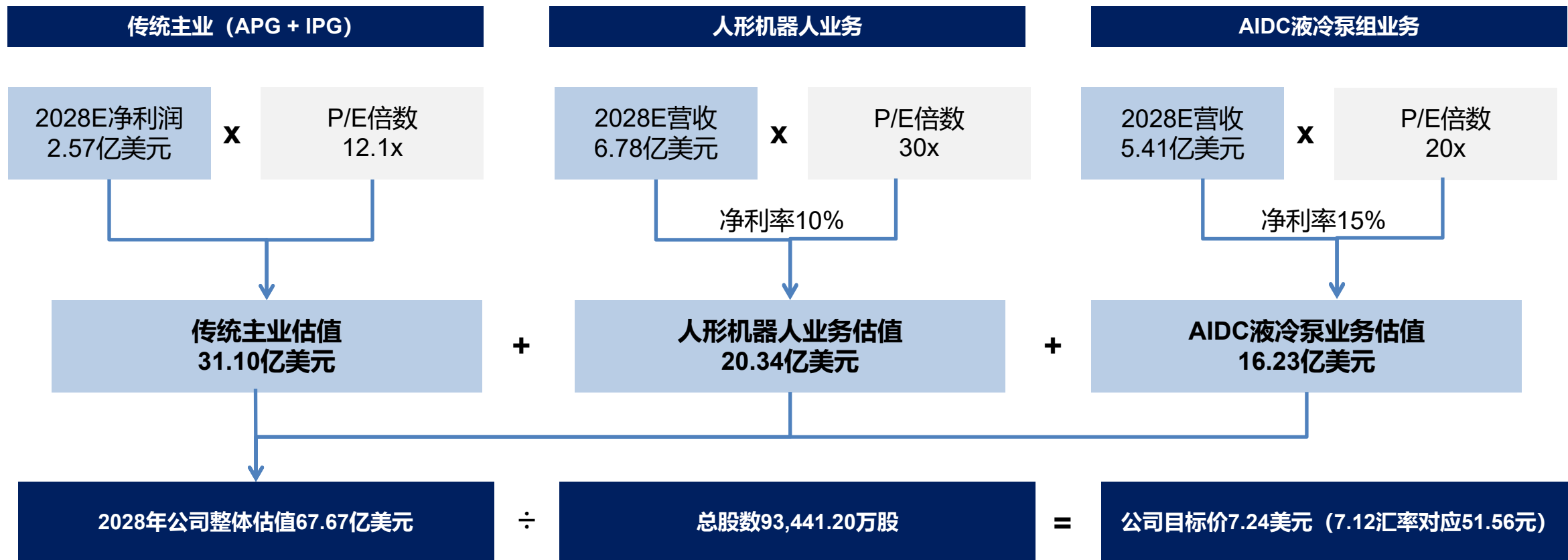
图：近一年公司相对恒生指数走势



图：公司财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万美元）	3,814.21	3,647.61	3,815.64	4,099.96	4,633.53
YoY(%)	4.61	-4.37	4.61	7.45	13.01
净利润（百万美元）	229.23	262.80	270.87	296.59	338.04
YoY(%)	45.26	14.65	3.07	9.50	13.98
毛利率(%)	22.30	23.12	23.37	23.61	23.86
净利率(%)	6.09	7.27	7.14	7.27	7.33
ROE(%)	8.98	9.86	9.52	9.77	10.43
EPS(摊薄/美元)	0.25	0.28	0.29	0.32	0.36
P/E(倍)	17.97	15.68	15.21	13.89	12.19
P/B(倍)	1.61	1.55	1.45	1.36	1.27

2028年德昌电机控股SOTP估值表



目录

- 1. 全球领先的微电机制造商，以车为核，多元成长
- 2. 主业：车电气化趋势下，公司APG主业有望量价齐升
- 3. 看点一：电机电控技术优势延伸有望延伸至机器人关节模组
- 4. 看点二：液冷泵技术积累深厚，受益于AI算力基础设施建设
- 5. 盈利预测与估值
- 6. 风险提示

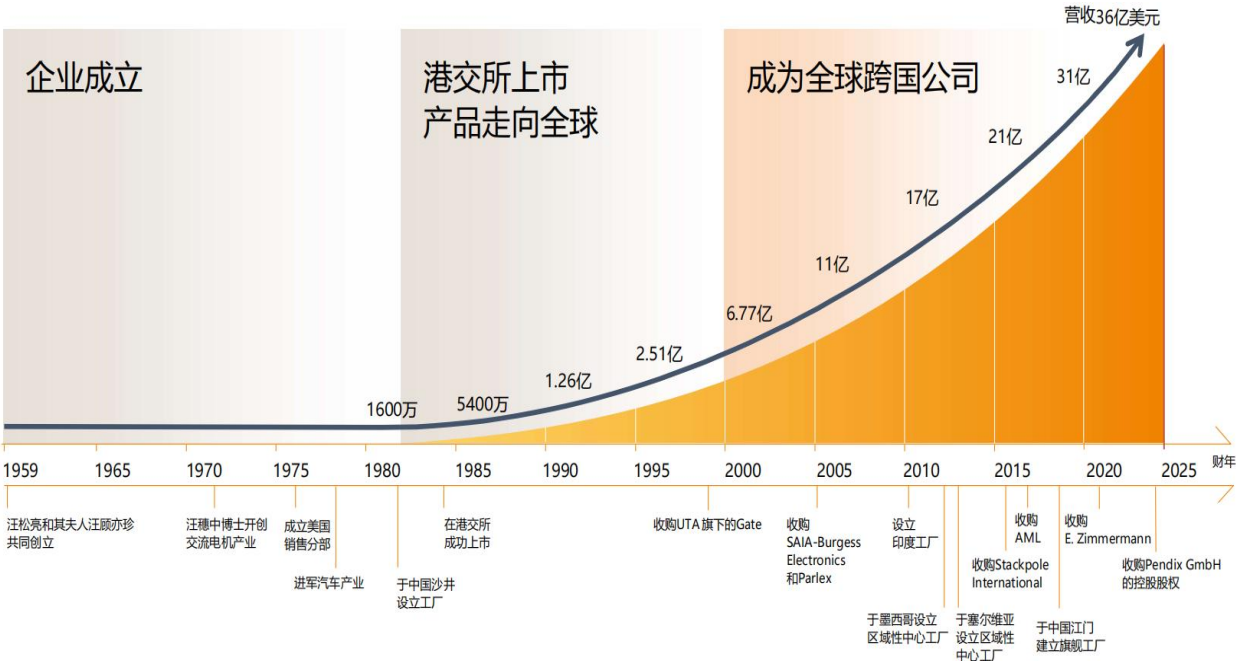


1.全球领先的微电机制造商，以车为核，多元成长

1.1 全球领先的汽车微电机及马达系统供应商，业务拓展至各领域

- **公司发展三阶段：**1) 公司成立于1959年，起源于香港家族企业，从玩具微电机起步并在1970年代切入汽车电机领域。2) 1982年公司在深圳设厂，1984年在港交所上市，并逐步建立全球生产与供应网络。3) 1999年起通过持续并购，公司业务由微电机延伸至驱动系统，阀门，柔性电路，粉末冶金与传感器等领域，形成从单体电机到系统级解决方案的完整体系。目前公司业务遍及全球22个国家，已成长为全球领先的精密马达与机电系统集团。

图：公司历史沿革



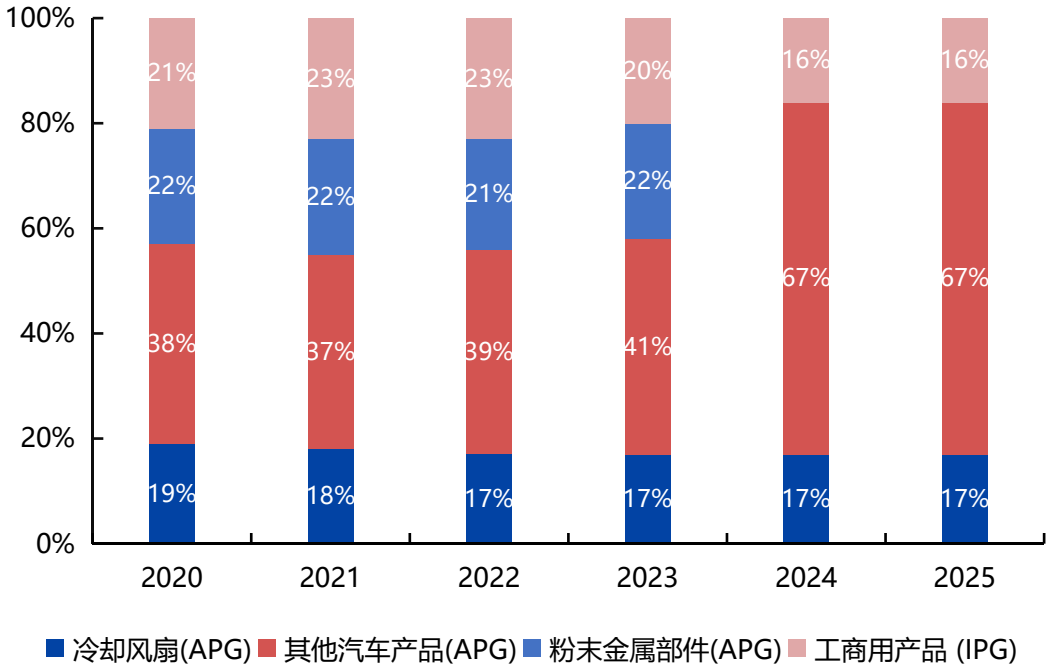
图：德昌电机集团品牌



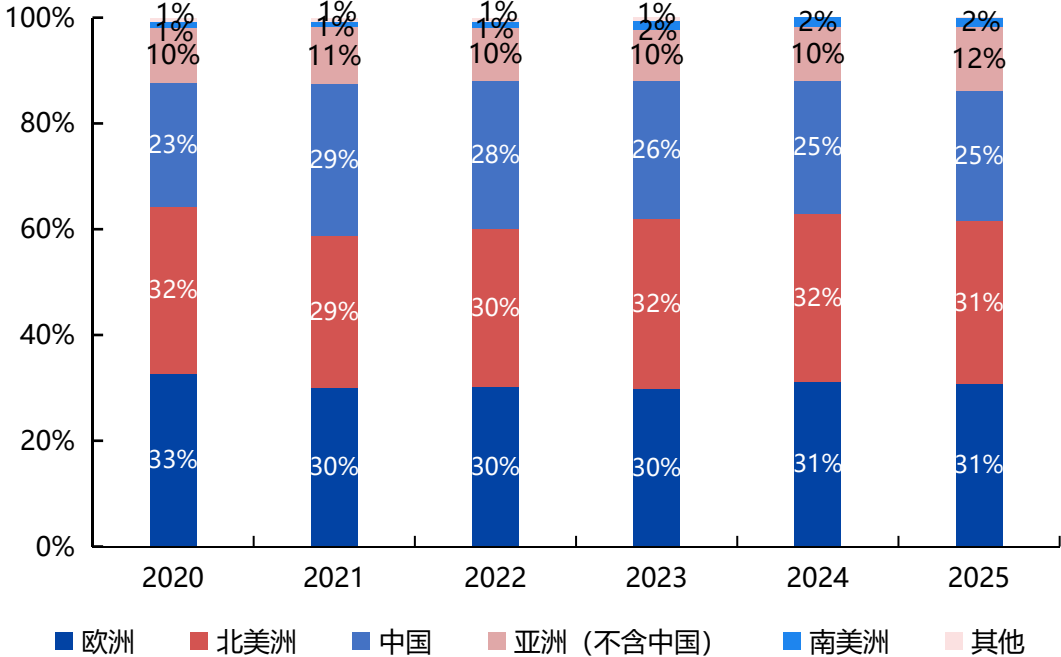
1.2 公司业务以汽车为核心，欧美中为三大核心市场

- **公司收入结构持续向汽车主业集中。**2020-2025 年间，汽车产品组（APG）占比显著提升，在粉末金属部件公司（Stackpole）并入后，2025年APG业务收入占比提升至84%，工商业产品（IPG）业务收入占比降至 16%。**从区域看**，欧洲，北美和中国仍是公司三大核心市场，2025年合计贡献87%收入。**对于后续的收入结构变化**，我们认为公司顺应全球电动化和供应链本地化趋势，并持续强化APG业务在整体营收中的主导地位。

图：2020-2025年公司收入结构（分业务）



图：2020-2025年公司业务收入结构（分地区）

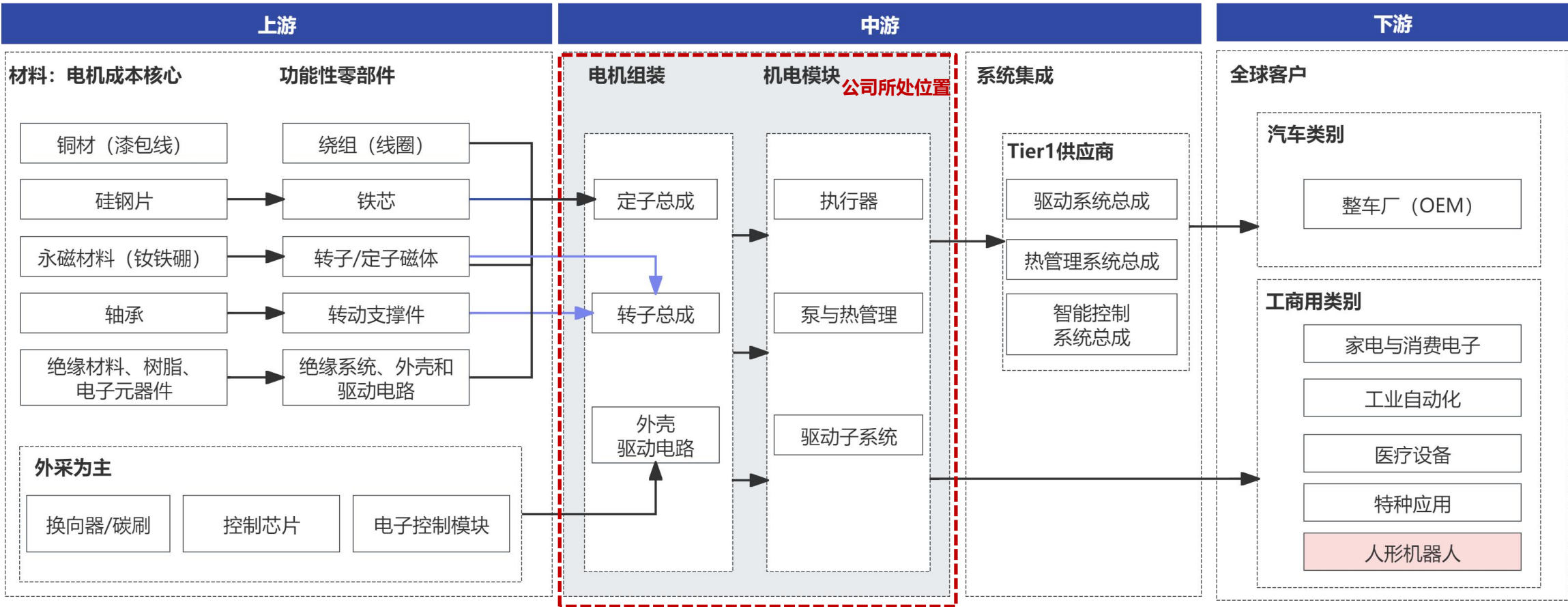


注：欧洲地区23和24财年含中东和非洲

1.3 公司汽车业务主要定位Tier 2，工商业务通过旗下品牌直销

- **汽车业务 (APG)** 中，公司汽车业务主要定位于Tier 2环节，为全球主要一级供应商及整车厂提供电机及电控系统配套；**工商用业务 (IPG)** 中，公司则以自有品牌为主导，涵盖电机，传动与控制的模块化解决方案，采用直销模式服务全球家电，医疗及工业客户。

图：在微电机产业链中，公司主要承担电机组装和机电模块化业务



1.4.1 全球化：研发—制造—销售一体化网络，供应链本土化程度高

- **公司前瞻性布局全球产能，兼顾客户贴近与成本技术协同。**公司已构建覆盖研发，制造与销售全链条的全球化运营网络：产能布局横跨亚洲，欧洲，美洲及中东主要工业区域，供应链本土化程度高，可实现就近供货与快速响应客户需求，显著增强跨区域交付与成本管控能力。

图：公司生产，制造和销售基地全球布局

区域	国家	城市/子公司	说明
亚洲	中国	江门	旗舰工厂；大型汽车产品/工商用产品研发中心
	中国	江门	多个生产基地（包括沙井）
	中国	常州	汽车产品与工商用产品生产（电机，子系统）
	中国	南京	制造与研发
	中国	无锡	制造与研发
	中国	北京	汽车制造
	中国	深圳	研发和工业产品（工商用产品）
	中国香港	香港	总部和部件与服务部门/组件生产
	印度	金奈	新工厂（新近开业，区域中心）
	韩国	韩国运营有限公司	制造，研发，技术许可
欧洲	塞尔维亚	尼什	区域中心工厂；制造与服务
	匈牙利	匈牙利有限责任公司	制造与研发
	德国	厄林根，亚琛	制造与研发；E.Zimmermann机械加工业务
	法国	法国AML股份有限公司	照明/机电一体化执行器
	意大利	阿斯蒂	电机与执行器
	波兰	波兰有限责任公司	制造设施
	瑞士	Saia-Burgess AG公司	制造与研发
	土耳其	土耳其汽车产品公司	汽车零部件制造
美洲	墨西哥	萨卡特卡斯	制造与销售；汽车产品 + 工商用产品
	巴西	巴西有限责任公司	汽车电机
	加拿大	加拿大动力技术	制造与研发
	美国	北美Medtech公司	制造，销售，研发
中东	阿根廷	阿根廷发动机制造公司	供应区域市场的电机制造
	以色列	以色列Nanomotion 公司	精密压电陶瓷电机



1.4.2 全球化：持续并购，从细分电机成为全球运动系统领军

图：公司纵横整合，完善业务版图（1999年至2022年公司主要收并购历程）

日期	资产	类型	地区	主要影响
1999年1月	电动马达系统公司（原属李尔 / UT 汽车系统公司），包括 GATE 股份公司	收购（业务分拆）	美国 / 意大利 / 巴西	切入电子助力转向电机领域；获得 GATE 的冷却风扇模块资产
2003年4月	日本 Nihon 公司	收购（少数股权）	日本	切入相机 / 光盘驱动器微型电机领域
2004年3月	尼得科德昌电机汽车影音电机合资公司	收购（合资公司剩余股权）	日本 / 全球	控股汽车影音电机合资公司
2004年4月	日本 Nihon 公司	收购（买断）	日本	成为数字相机市场第一大电机供应商
2004年11月	以色列Nanomotion 公司	收购（多数股权）	以色列	提升高精度压电陶瓷运动技术
2005年8月	瑞士Saia-Burgess公司	收购	瑞士 / 欧洲	扩展开关 / 控制装置业务规模
2005年10月	CEL（通过Saia-Burgess收购）	补强性收购（间接）	美国	获取汽车暖通空调执行器业务；归入 Saia-Burgess 旗下进行补强性整合
2005年11月	美国Parlex公司	收购	美国	获得柔性印制电路板技术能力；补充运动子系统业务
2013年2月	Saia-Burgess Controls	剥离（出售给霍尼韦尔）	瑞士 / 欧洲	退出非核心楼宇控制业务；将资金回笼至核心运动业务
2015年10月	收购世特科国际	收购	加拿大 / 北美 / 亚洲	切入粉末冶金及发动机 / 变速箱油泵领域
2016年5月	收购法国AML Développement	收购	法国 / 欧盟	获取大灯调平器，智能执行器业务
2017年5月	汉拿世特科	股权增持（合资公司）	韩国 / 中国	扩大亚洲粉末冶金业务布局
2021年5月	德国E.Zimmermann公司	收购	德国	提升差速器壳体机械加工专业能力
2022年10月	收购德国Pendix GmbH	收购（多数股权）	德国	拓展电动自行车电驱动系统业务
2022年9月	汉拿世特科企业	股权增持（期权）	韩国	搭建实现 100% 持股的路径；简化合资公司结构

1.4.3 全球化：客户结构优质，终端覆盖广泛

- 公司客户资源优质，覆盖全球主要汽车，家电，医疗与工业领域的头部品牌，客户结构多元且稳定，为公司抵御单一行业波动，拓展新兴应用奠定坚实基础。在汽车领域，公司同时服务全球一级供应商与整车厂，客户包括博世，大陆，法雷奥，丰田，大众，通用及比亚迪等，贯穿传统燃油车与新能源车产业链。在工商业领域，公司合作客户涵盖博世家电，戴森，松下，GE，ABB，施耐德等国际高端品牌。

图：公司蓝筹客户多，终端领域分布广泛

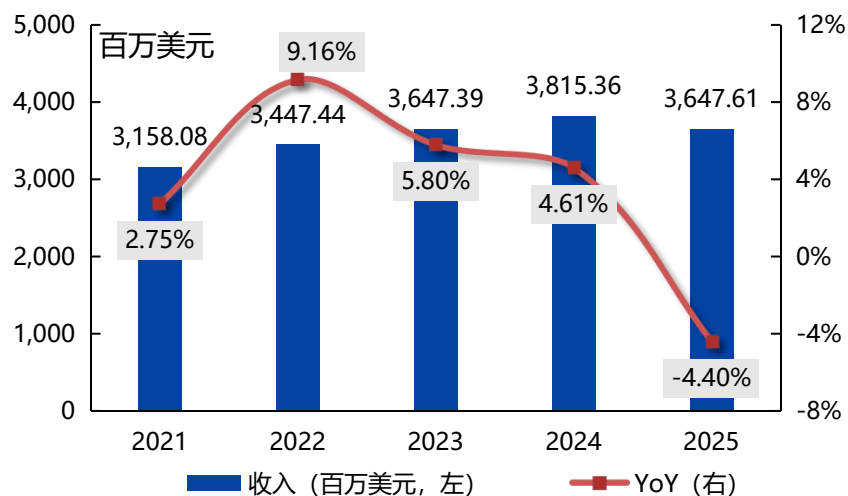
分类	客户
汽车一级供应商	电装，爱信，爱德克斯，日立安斯泰莫，万都，法雷奥，大陆集团，麦格纳，博格华纳，博泽，李尔，佛瑞亚（含海拉），马勒，马瑞利，安通林，依工，杰必，霍夫，莱茵金属，蒂森克虏伯等
全球汽车制造商	大众，福特，通用，Stellantis集团，梅赛德斯-奔驰，宝马，沃尔沃，保时捷，玛莎拉蒂，捷豹，路虎，铃木，本田，丰田，雷诺-日产-三菱联盟等
中国汽车制造商	比亚迪，蔚来，小鹏，吉利，上汽，一汽，奇瑞，长城，江铃等
其他亚洲/新兴市场汽车制造商	现代，起亚，塔塔，马鲁蒂铃木等
消费及家用电器	博世，美诺，德龙，奈斯派索，伊莱克斯，戴森，惠而浦，科勒，胡斯华纳，必胜，史丹利百得，斯蒂尔，尚飞，赛博，亨特道格拉斯，飞利浦，百朗 - 纽通等
医疗与健康	卡地纳健康，爱惜康，费森尤斯医疗，通用电气医疗，西门子医疗，美敦力，赛默飞世尔科技，坦德姆糖尿病护理等
工业与能源	松下电器，ABB（中文名称保留英文），西门子，施耐德电气，布鲁姆能源，川崎，应用材料，蔡司，兰吉尔，科磊，蒂森克虏伯等



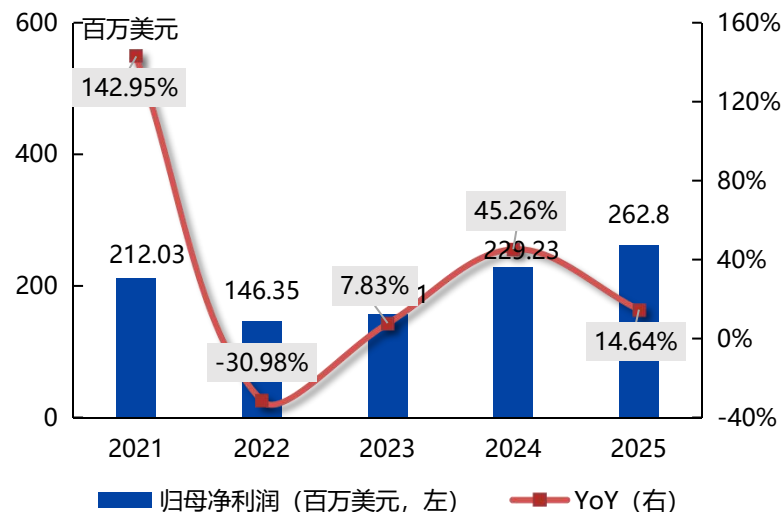
1.5 传统业务阶段性承压，新能源车驱动收入结构改善与盈利修复

- **公司2025年收入承压，逐步转型新能源客户后有望重回增长。**2021–2025年公司收入从31.6亿美元增长至36.5亿美元，年均复合增速约3.7%。2022–2024年期间，传统燃油车需求疲弱对公司主业形成拖累，但得益于车身电气化趋势和新车型电机单车价值提升，公司收入仍保持稳健。2025年预计收入小幅回落（YoY-4.4%），主要系传统业务调整及欧洲地区部分客户去库存影响。
- **归母净利润自2021年的2.1亿美元上升至2025年的2.6亿美元，年均增长率5.5%。**2022–2023年间，公司因原材料价格上涨及物流成本高企导致盈利承压，但2024年后随着成本趋稳，高附加值电机系统占比提升，利润率显著修复。展望未来，我们认为公司持续优化全球制造布局，并强化一体化驱动系统的规模化量产能力，盈利能力有望稳步回升。

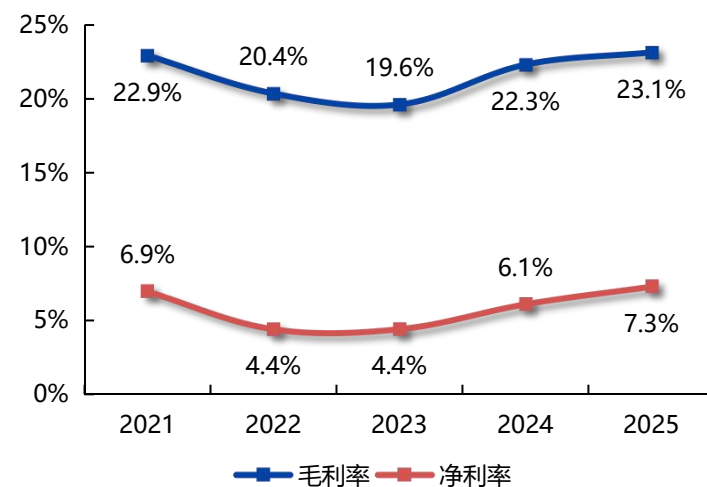
图：2021-2025年公司营业收入及YoY



图：2021-2025年公司归母净利润及YoY



图：2021-2025年公司总体毛利润及净利率





2.主业：车电气化趋势下，公司APG主业有望量价齐升

2.1 微特电机：小体积驱动大世界的核心动力单元

- “电机”：我们日常生活中见到的电机基本就是电动机和发电机，电动机把电能转化成机械能（旋转和直线两种形式），发电机是把机械能转化成电能。微特电机通常指功率不超过750W，机座外径不大于160mm的微型电机和特种精密电机。微特电机主用于：①控制系统，主要承担机电信号及能量的检测，解算，放大，执行及转换等功能；②驱动系统，比如工农业生产中要求速度控制和位置控制的场合。

图：微特电机示意图（部分）



紧凑型汽车电机



汽车散热风扇电机

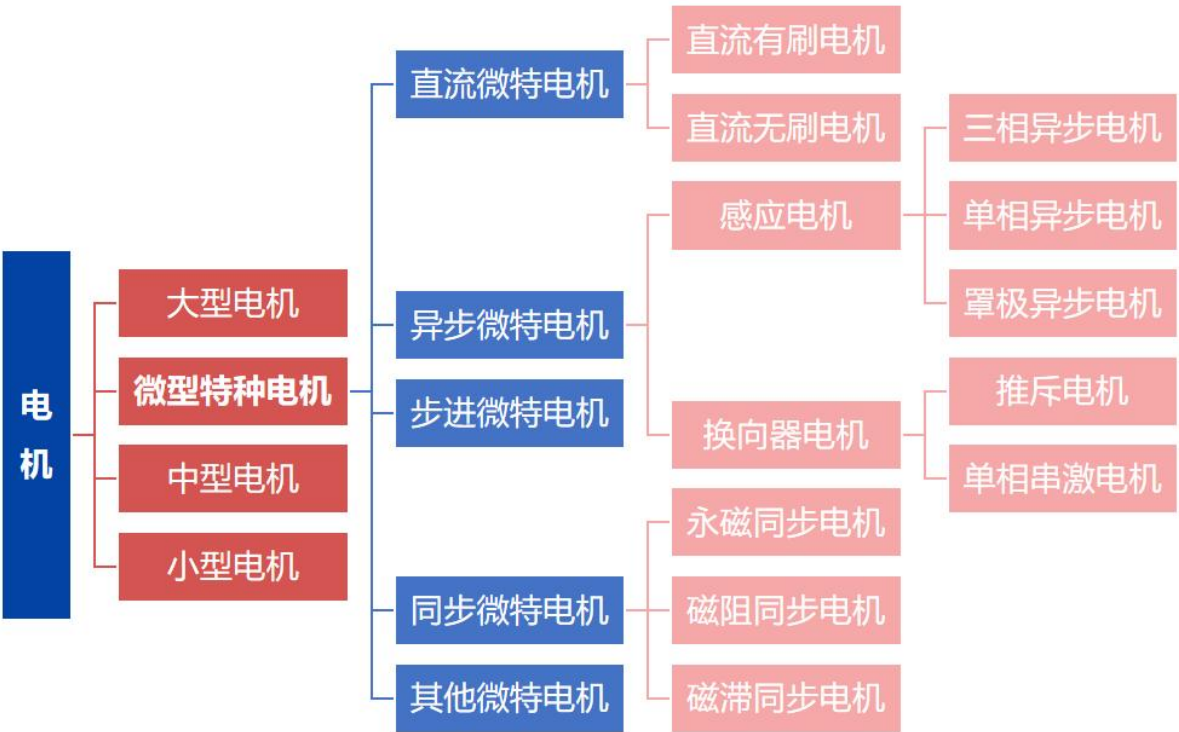


同步电机



汽车无刷电机

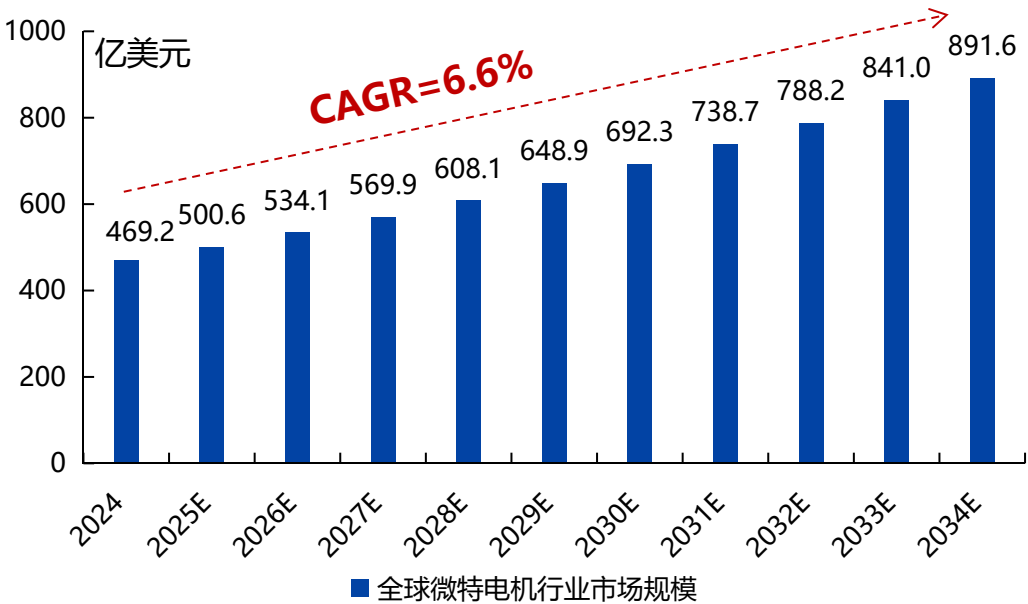
图：电机分类



2.2 全球与中国微特电机市场长期稳健增长，中国增速领先

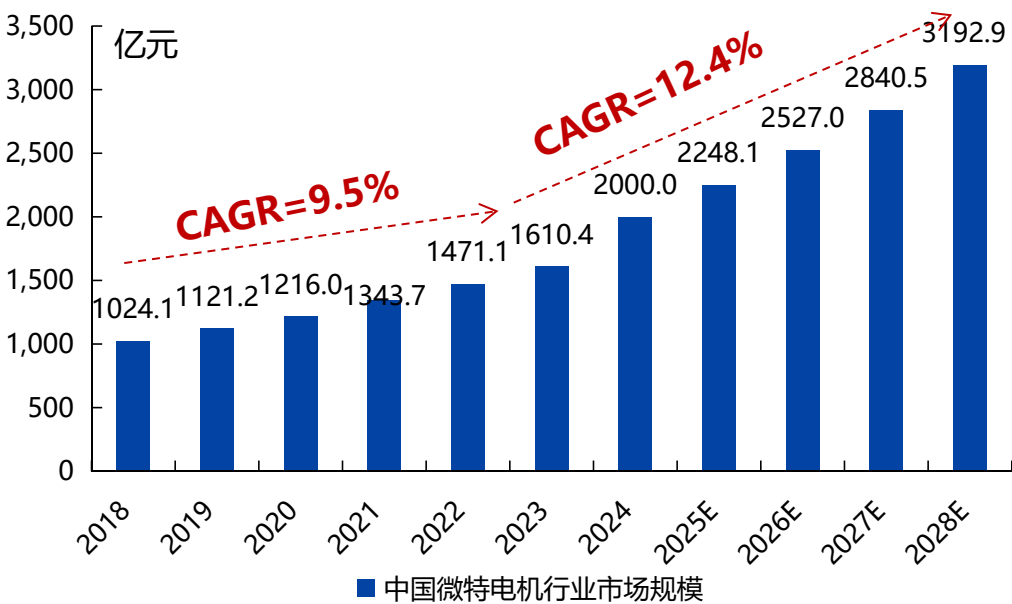
- **全球市场方面**，根据 Precedence Research 数据，2024 年全球微电机市场规模约 469.2 亿美元，预计到 2034 年将增至 891.6 亿美元，2025-2034 年 CAGR 为 6.6%。**中国市场方面，2024-2028 年的增长预计将显著快于 2018-2023 年，主要受益于新能源汽车，智能家电和工业自动化等下游需求扩张。**据金田铜业及华经产业研究院数据，中国微特电机市场规模由 2018 年的 1,024.1 亿元增至 2023 年的 1,610.4 亿元，对应 CAGR 为 9.5%。中国电器工业协会微电机分会披露，2024 年市场规模已超过 2,000 亿元（本报告取保守假设 2,000 亿元）。参考艾诺仪器与华经产业研究院预测，2028 年市场规模有望达到 3,192.9 亿元，对应 2024-2028 年 CAGR 为 12.4%。

图：2024-2034E全球微特电机市场规模



资料来源：大洋电机招股书，Precedence Research，P&S Intelligence，爱建证券研究所

图：2018-2028E中国微特电机市场规模



资料来源：智研咨询，艾诺仪器，金田铜业，中国电器工业协会，华经产业研究院，头豹产业研究院，爱建证券研究所

2.3 微电机产业链主要参与公司名单

微特电机产业链主要参与公司

	模块	细分	海外厂商	中国厂商
材料与核心部件	漆包线/磁线	圆线、扁线、耐高温	Essex Furukawa、Elektrisola、Sam Dong、Rea Magnet Wire	精达股份、耐普罗、金龙羽、三新电材、金田股份
	电工钢片 (NOES)	定/转子冲片原材	Nippon Steel、JFE、POSCO、voestalpine、ArcelorMittal、thyssenkrupp	宝武/宝钢、鞍钢、首钢
	永磁体 (NdFeB)	高性能钕铁硼	Proterial (原日立金属)、VAC、Arnold	中科三环、金力永磁、宁波韵升、正海磁材、金田股份
	永磁体 (铁氧体)	小家电/车身电机	TDK、TDG	横店东磁 (DMEGC)、安泰磁材
	轴承 (微型)	深沟/滚针/角接触	SKF、NSK、NTN、Schaeffler、JTEKT(Koyo)、MinebeaMitsumi(NMB)	瓦房店、哈轴、万向钱潮、晶星轴承
	绝缘/粘接/浸渍	绝缘纸膜、灌封/导热、结构胶	DuPont (Nomex/Kapton)、Elantas、Henkel、3M、Dow、Von Roll	回天新材、波林化工、科思创在华供应链、索维化工
	铜材	铜杆/铜带	Aurubis、KME	江西铜业、紫金铜业、铜陵有色、金田股份
加工/功能性零部件	叠片/铁芯	定转子铁芯总成	EuroGroup Laminations、Tempel	万邦德电机铁芯、天通吉成、麦格米特
	绕组与槽绝缘	线圈绕组、成型/浸渍	ATOP (绕线设备)、Odelo 等专机与代工网络	立讯电机、常州/苏州多家专业绕组厂
	转子/定子组件	转轴、动平衡、转笼	GKN Powder Metallurgy、Miba、Fine Sinter	中航粉末合金、松芝粉末、东睦股份
	轴类/支撑件	轴、套、销	SFS、Bulten	宁波方正、万丰奥威 (精密机加延伸)
	外壳与结构件	铝压铸/注塑/钣金	Ryobi、Ahresty、Nemak、Endurance	拓普集团、文灿股份、旭升股份、爱柯迪；注塑：海天体系、敏实注塑件
互连与基板	连接器	端子/板端/线端	TE Connectivity、Molex、Amphenol、JST	航天电器、长盈精密、立讯精密
	线束	高/低压线束	Yazaki、住友电装(SEWS)、Aptiv、LEONI、Lear	德科立、永贵电器、科博达 (部分线束/接插件)
	FPC/柔性板	Rigid-Flex/FPC	Nippon Mektron (Mektec)、Zhen Ding (ZDT, 台)、FLEXium (台)	景旺电子、弘信电子、鹏鼎控股
	刚性PCB	功率/控制板	TTM、Unimicron、Compeq、AT&S	深南电路、崇达技术、沪电股份
半导体 (控制与驱动)	控制 MCU/SoC	车规/工业控制	NXP、Renesas、ST、TI、Microchip、Infineon	华大半导体、兆易创新 (部分场景)
	功率器件	MOSFET/IGBT/SIC	Infineon、ST、onsemi、ROHM、Vishay、Renesas	斯达半导、华润微、比亚迪半导体、士兰微、闻泰安世
	驱动与门极	电机驱动/门极驱动	Infineon (MOTIX/EiceDRIVER)、TI、Microchip、Allegro (驱动)	纳芯微、灵动微 (控制类延伸)
	传感器	霍尔/电流/位置	Allegro、Melexis、TDK-Micronas、AMS OSRAM	艾为电子、矽杰微 (霍尔)、美芯晟 (电流)
	PCBA/EMS	驱动板/控制器代工	Jabil、Flex、Sanmina、Celestica、Pegatron	立讯精密、比亚迪电子、富士康、和硕在华工厂
电机组装 (品牌/厂商)	综合微电机/厂商		Nidec、日本电产; Mabuchi	德昌电机控股、卧龙电驱、威灵 (Welling, 美的)、大洋电机
	汽车微电机/机电一体化		Bosch、Denso、Valeo、Brose、Mitsuba、Bühler Motor	方正电机、德昌电机控股、精进电动 (细分)
	精密/医疗/仪器		Maxon、Faulhaber、Portescap (Regal Rexnord)、Allied Motion	MOONS' (步进/伺服)、常州晨北、弗尔智能、德昌电机控股
	消费小型电机		Nidec、Mabuchi	德昌电机控股、兆威机电、先锋电机、江门嘉铭
系统集成	座椅电机系统		Brose、Lear、Adient、Toyota Boshoku、Hyundai Transys	延锋安道拓 (YFAI/Adient JV)、常熟汽车饰件相关配套
	车身控制执行系统		Valeo、Bosch、Denso、Mitsuba、Aisin、Inteva、Hi-Lex	长春一汽富维 (部分门窗系统)、华域汽车体系、宁波均胜 (车身电子)
	热管理风机/泵		Mahle、Hanon Systems、Denso、Bosch、Aisin、Pierburg	三花智控 (泵阀/热管理)、中鼎股份 (热管理总成)、德昌电机Gate风机在华配套

2.4.1 电气化驱动微电机用量激增，单车价值量提升显著

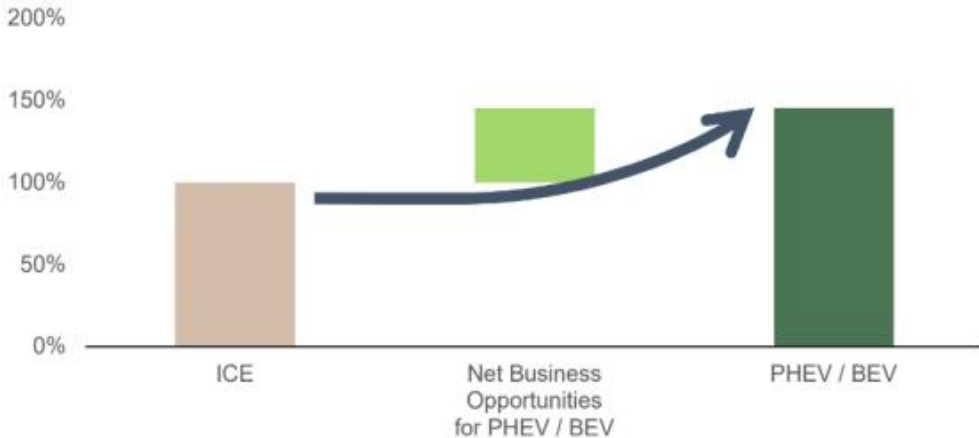
- 应用微电机数量多寡直接反映了汽车的电气化和自动化程度。新能源汽车平均搭载电机数量是经济型燃油车的17倍（头豹产业研究院），主要因电驱系统，热管理，电池管理，底盘线控，自动驾驶执行机构等均需大量电机支撑。根据德昌电机控股公司口径，燃油车（ICE）向混合动力和纯电动车（PHEV/BEV）转型过程中，单车微电机价值量提升50%。

- 1) 经济型燃油车仅搭载约10台电机，主要用于车窗，雨刷等基础功能；
- 2) 普通和豪华燃油车电机数量增至约25台和65台，增加了舒适性和智能化功能；
- 3) 新能源汽车平均约170台电机，因电驱，热管理，电池与底盘控制等环节全面电动化，显著提升了电机使用量。

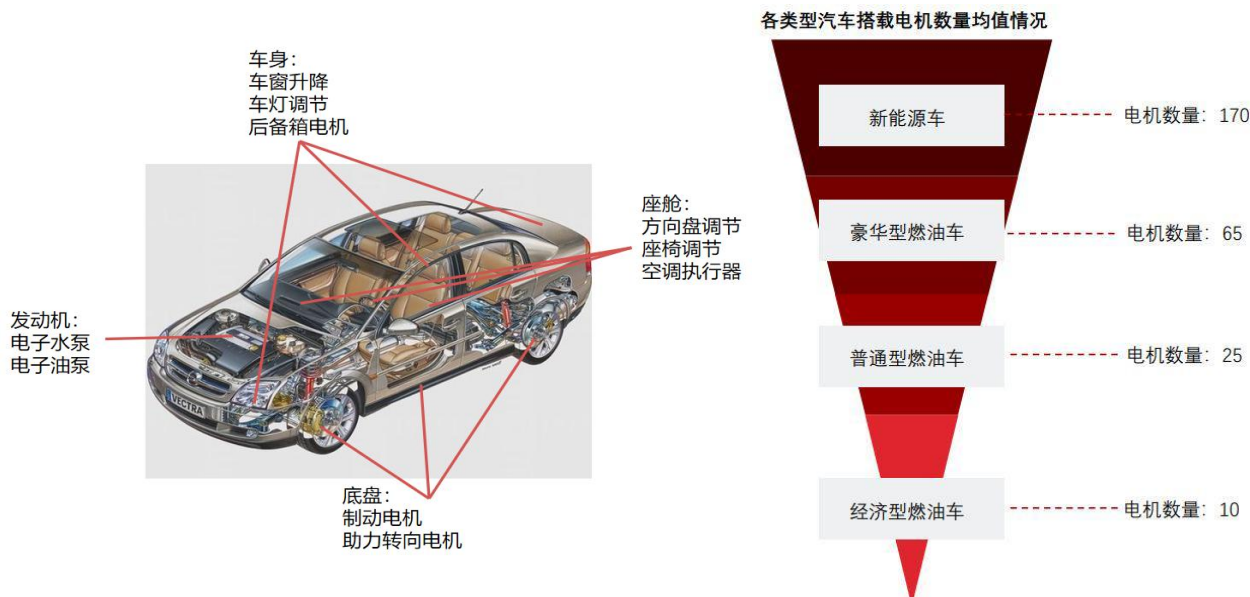
图：微特电机从燃油车到电动车单车价值量提升50%左右

% Change in
Dollar Content per
Passenger Car

Capitalizing on business opportunities for NEVs



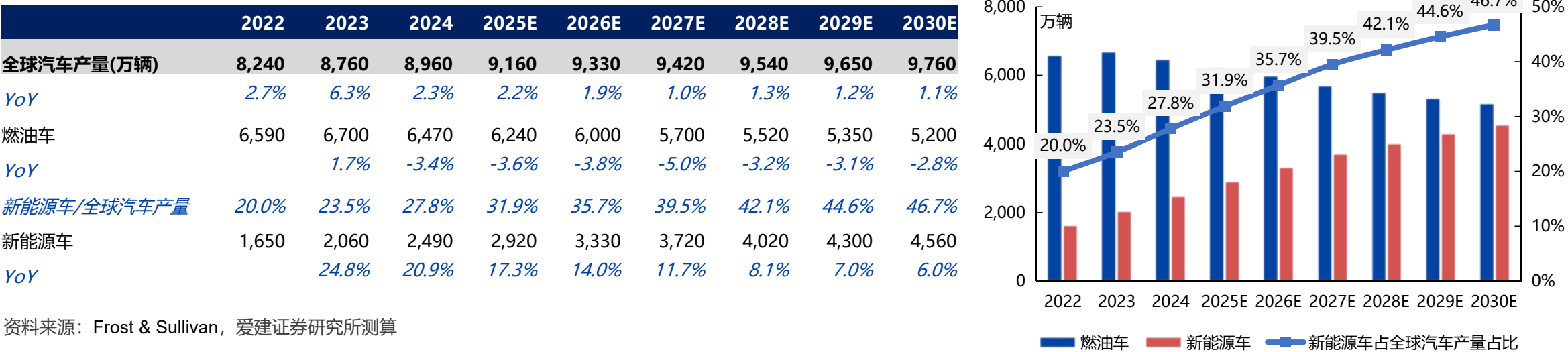
图：汽车微特电机应用部位（部分）及单车微电机配置数量



2.4.1 全球汽车行业从量增转向结构优化，新能源化趋势明确

- **全球汽车产业正转入结构性分化期，传统燃油车需求持续走弱，而新能源车仍是主要增量来源。**2023年起行业进入去库存阶段，预计2026年起全球汽车产销将阶段性趋稳，2027-2028年有望逐步企稳回升。产量层面，根据 Frost & Sullivan，全球汽车产量预计将由2024年8,960万辆增至2028年9,540万辆，2025-2028E同比增速分别为 +2.2%/+1.9%/+1.0%/+1.3%，整体维持温和增长。传统燃油车产量预计将自2024年的6,470万辆降至2028年的5,520万辆。
- **结构性增量主要来自新能源车渗透率的快速提升。**新能源车产量预计将由2024年的2,490万辆增至2028年的4,020万辆，2025-2028E同比增速分别为 +17.3%/+14.0%/+11.7%/+8.1%，新能源车在全球汽车产量占比预计由2024年的27.8%提升至2028年的42.1%。综合政策支持、技术演进与消费结构升级三大因素，我们预计到2030年，全球新能源车产量占比将进一步提升至46.7%，对应产量 4,560万辆。

图：2022-2030E全球燃油车和新能源车产量（左）及新能源车占比（右）



2.4.2 公司新能源车业务渗透率提升，驱动APG收入增长

- 我们测算德昌电机2023年单车价值量：燃油车约217.6美元/辆，新能源车约326.5美元/辆。根据Frost & Sullivan，2023年全球燃油车产量约6,700万辆。参考QY Research披露的“2021年德昌电机在全球汽车微电机销量市占率约14%”，并结合公司APG业务的收入增长趋势，我们假设公司市占率自2020年的14%逐步提升至2023年的16.8%。据此推算，公司2023年对应覆盖燃油车型约1,126万辆。同期，公司APG业务总收入为29.17亿美元，假设其中84%来源于燃油车业务，对应燃油车收入约24.50亿美元。由此计算，德昌2023年燃油车单车价值量约217.6美元/辆。根据公司披露，新能源车单车价值量约为燃油车的1.5倍，对应新能源车单车价值量约326.5美元/辆。

图：德昌单车价值量测算

百万美元	2021	2022	2023
全球燃油车产量（万台）	6,528.8	6,590.0	6,700.0
假设：德昌覆盖率	14.0%	15.3%	16.8%
对应覆盖燃油车数量（万台）	914.0	1007.3	1125.8
德昌APG业务收入	2430.3	2653.5	2916.9
假设：德昌当年燃油车业务占比	88%	85%	84%
德昌APG业务中燃油车贡献收入	2138.6	2255.5	2450.2
对应德昌燃油车单车价值量（美元/辆）	234.0	223.9	217.6
对应新能源车单车价值量（美元/辆，采用2023年单燃油车价值量150%）			326.5

资料来源：Frost & Sullivan，S&P Mobility，QY Research，Wind，乘联分会，公司公告，爱建证券研究所测算

注：1USD=7.12RMB，以上测算基于我们对公司市占率、单车价值量的假设推导，不代表公司官方数据或具体经营指引，仅供参考

2.4.3 公司新能源车业务渗透率提升，驱动APG收入增长

- 新能源车在APG业务收入贡献有望对冲燃油车需求下滑，公司将在未来几年逐步实现由燃油车向新能源车的产能和业务重心转移。我们预计公司新能源车市占率将由2023年的7.2%提升至2028年的7.4%，燃油车市占率则由18.5%回落至16.6%。随着电驱动、热管理及智能执行系统等高增长板块加速放量，新能源车型覆盖数量将由2024年的179.3万辆增至2028年的297.5万辆，对应收入由6.0亿美元提升至9.7亿美元,年均复合增长率达13.6%；同期燃油车覆盖车型将由1196万辆降至918万辆，年均复合增长率为-6.3%，对应收入预计由26.0亿美元下降至20.0亿美元。

图：以新能源车和燃油车口径拆分，德昌APG业务收入预测

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
全球新能源车产量（万台）	2060	2490	2920	3330	3720	4020
假设：德昌市占率		7.2%	7.3%	7.3%	7.4%	7.4%
对应覆盖新能源车数量（万台）		179.3	213.2	243.1	275.3	297.5
ASP（美元/辆）			326.5			
德昌APG业务中新能源车贡献收入		601.2	695.9	793.6	898.7	971.1
全球燃油车产量（万台）	6700.0	6470.0	6240.0	6000.0	5700.0	5520.0
德昌市占率		18.5%	17.4%	16.7%	16.4%	16.6%
对应覆盖燃油车数量（万台）		1195.9	1088.1	1002.4	936.5	917.8
ASP（美元/辆）			217.6			
德昌APG业务中燃油车贡献收入		2602.7	2368.1	2181.6	2038.1	1997.4
总计		3203.9	3064.0	2975.2	2936.8	2968.5

资料来源：Frost & Sullivan，S&P Mobility，QY Research，Wind，公司公告，爱建证券研究所

注：1USD=7.12RMB，以上测算基于我们对公司市占率、单车价值量的假设推导，不代表公司官方数据或具体经营指引，仅供参考

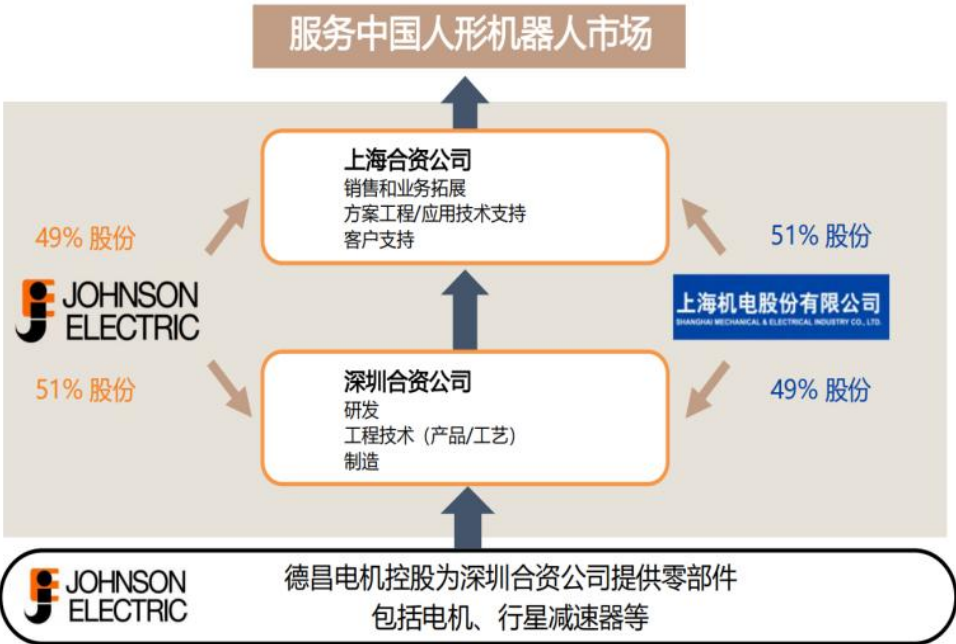


3.看点1：电机电控技术优势延伸有望延伸至机器人关节模组

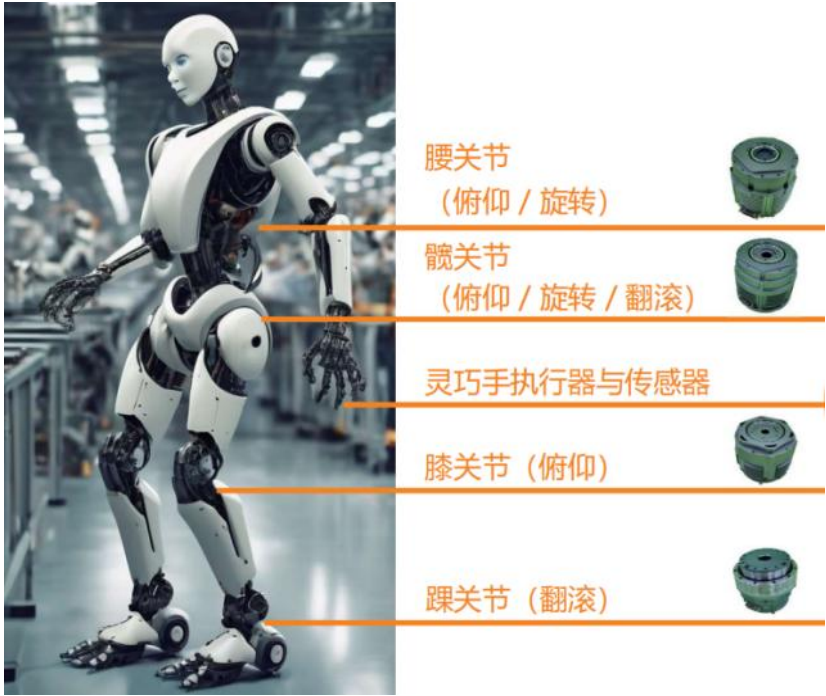
3.1 公司与上海机电成立合资公司，加速布局机器人产业

- 2025年7月16日，德昌电机控股与上海机电宣布在上海，深圳分别设立合资企业。**产业逻辑在于两方面：1) 技术与产业链协同。**人形机器人关节模组对电机，驱动与热管理的要求，与汽车电驱动具有高度共性。德昌在无刷直流电机，齿轮及油泵等领域积累的车规级技术与规模化制造经验，可直接迁移至机器人平台，兼具可靠性与成本优势。**2) 客户与市场拓展。**上海机电深耕本地装备制造业，具备广泛客户网络，政企关系与产业链整合能力，有助于合资公司加速切入示范项目，打通从研发到商业化的落地环节。动界智控已在2025年7月世界人工智能大会（WAIC）上宣布，与上海国地共建人形机器人“青龙项目”签署首台套供货协议，并与傅里叶智能达成产品合作备忘录。

图：公司与上海机电成立合资公司



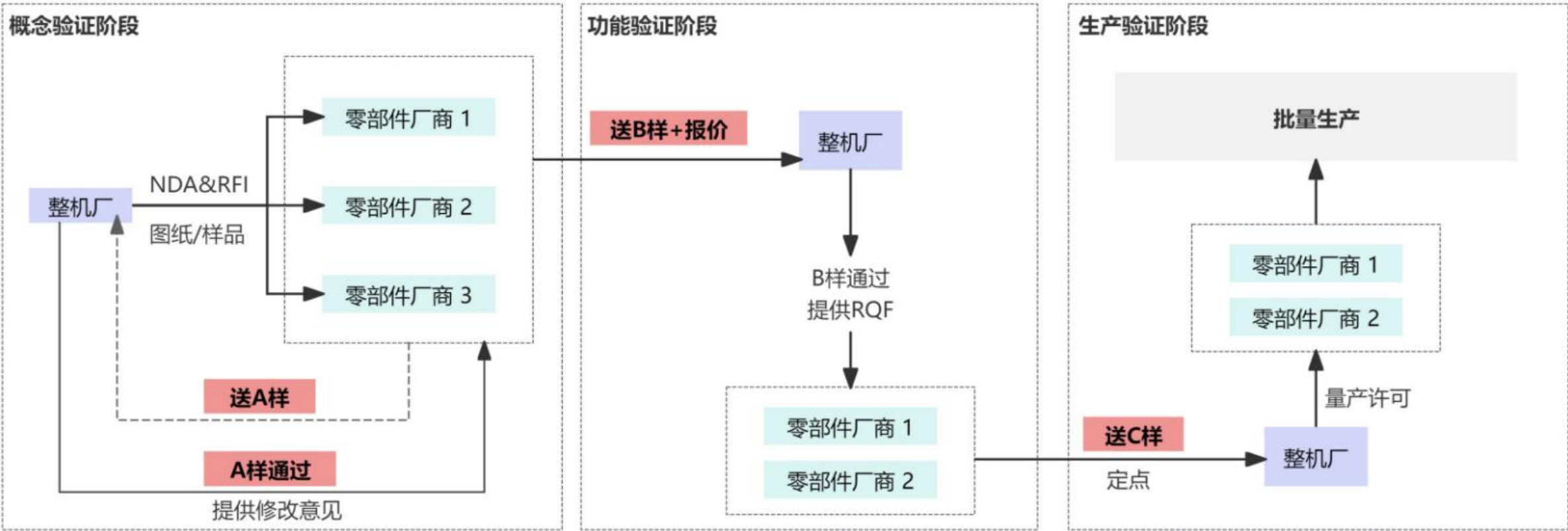
图：公司具备制造能力的主要关节类型展示



3.2 人形机器人零部件送样流程环节多，考验供应商能力

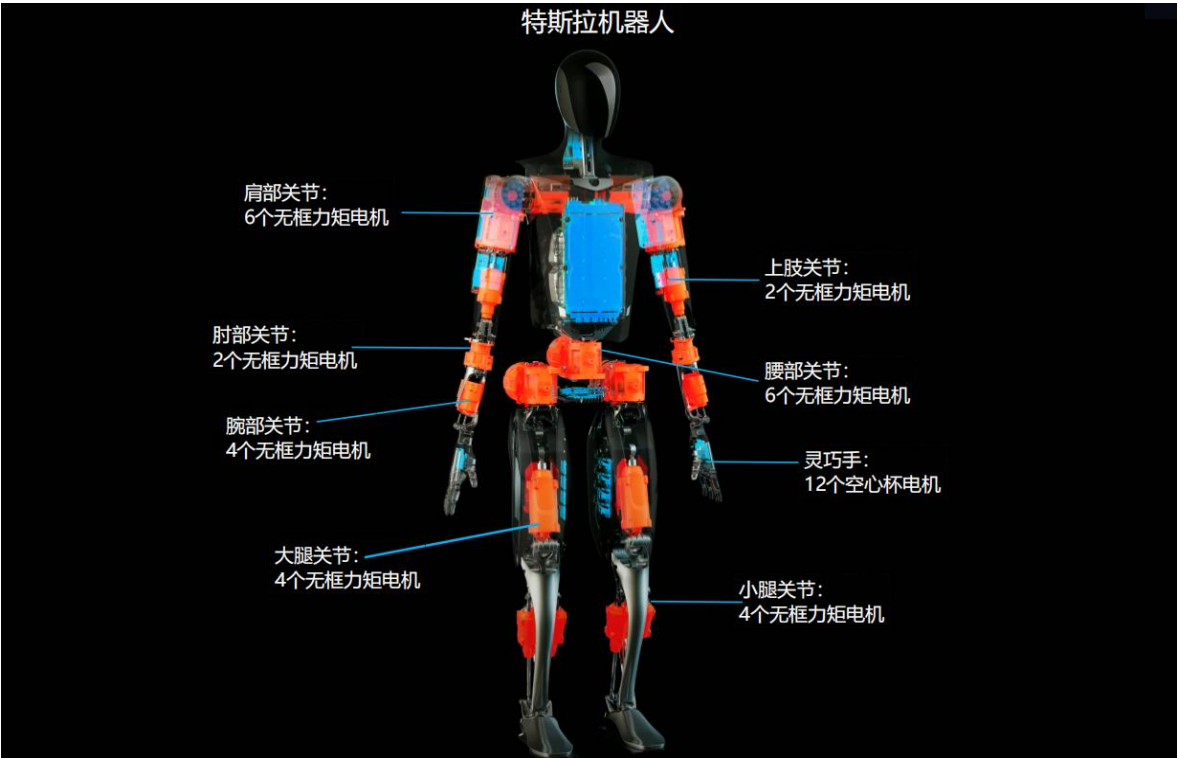
- 机器人零部件导入周期较长，普遍需经历A/B/C三阶段样品验证流程，该模式对供应商的设计/制造与验证能力要求极高。A样阶段处于产品研发初期，主要通过快速加工验证设计可行性与基本功能；B样阶段在此基础上完成结构与性能优化，重点考察精度/耐久与可靠性，验证通过后方可进入客户候选清单并触发RFQ（报价与比选）流程；C样阶段则在量产模具与工艺条件下检验一致性与良率，是量产导入前较关键一环。通过C样验证后，零部件将获得整机厂正式定点，进入批量供货阶段，对应收入确定性显著提升。

图：人形机器人零部件送样过程“三阶段”



3.3 参考特斯拉Optimus V2 BOM成本，公司可参与59.7%价值量环节

图：Optimus V2 BOM价值量测算（标黄为公司参与可能性较高环节）



资料来源：Tesla，RIO机器人公众号，爱建证券研究所

		单价	数量	总价 (元)	占比
智能感知	摄像头	350	3	1,050	0.60%
	毫米波雷达	350	1	350	0.20%
	AI芯片	10,000	1	10,000	5.73%
	其它传感器	-	-	14,000	8.02%
价格				25,400	14.55%
旋转执行器	谐波减速器	700	14	9,800	5.61%
	无框电机	1,500	14	21,000	12.03%
	力矩传感器	200	14	2,800	1.60%
	轴承	50	14	700	0.40%
价格				34,300	19.64%
线性执行器	无框电机	1,500	14	21,000	12.03%
	力矩传感器	200	14	2,800	1.60%
	滚柱丝杠	1,000	14	14,000	8.02%
	轴承	50	14	700	0.40%
价格				38,500	22.05%
灵巧手	空心杯电机	600	12	7,200	4.12%
	步进电机	200	4	800	0.46%
	多级行星减速器	300	12	3,600	2.06%
	滚珠丝杠	200	12	2,400	1.37%
	触觉传感器	1,000	14	14,000	8.02%
	力矩传感器	200	12	2,400	1.37%
	红外探测	500	2	1,000	0.57%
价格				31,400	17.98%
其它	碳纤维	-	-	30,000	17.18%
	通讯	-	-	7,000	4.01%
	散热	-	-	5,000	2.86%
	电池组	-	-	3,000	1.72%
价格				45,000	25.77%
总价				174,600	100.00%

3.4 人形机器人业务空间测算

- “市占率覆盖率”双敏感分析测算公司人形机器人单机价值量，市占率反映公司在核心零部件（如驱动电机、执行机构等）环节的竞争份额，覆盖率体现公司产品在整机BOM中的渗透广度（即每台机器人采用的公司部件数量）。我们保守预计单机价值量在21389元/台，对应BOM占比12.25%。参照特斯拉 Optimus 量产节奏指引下，我们保守预计Optimus机器人出货量从 2026 年的5.0万台增长至 2035 年的 1,124.2万台。假设德昌电机在机器人驱动系统领域渗透率分别为 10%/25%/40%，对应 2035 年市场空间约 151.5/378.9/606.2亿元。按中性假设 25%市占率测算，公司人形机器人零部件业务有望在2026年2.7亿元收入贡献增长至2035年378.9亿元收入贡献，CAGR=73.4%。

图：“市占率覆盖率”双敏感分析

		德昌市占率						
		20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
德昌单机BOM覆盖率	10%	3,492	4,365	5,238	6,111	6,984	7,857	8,730
	15%	5,238	6,548	7,857	9,167	10,476	11,786	13,095
	20%	6,984	8,730	10,476	12,222	13,968	15,714	17,460
	25%	8,730	10,913	13,095	15,278	17,460	19,643	21,825
	30%	10,476	13,095	15,714	18,333	20,952	23,571	26,190
	35%	12,222	15,278	18,333	21,389	24,444	27,500	30,555
	40%	13,968	17,460	20,952	24,444	27,936	31,428	34,920
	45%	15,714	19,643	23,571	27,500	31,428	35,357	39,285
	50%	17,460	21,825	26,190	30,555	34,920	39,285	43,650
	55%	19,206	24,008	28,809	33,611	38,412	43,214	48,015
	60%	20,952	26,190	31,428	36,666	41,904	47,142	52,380

单机价值量占比12.25%

图：特斯拉Optimus量产指引下，公司对应市场空间测算

参照T机器人产量指引，德昌三种渗透率情境下对应市场空间											
		2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
机器人产量（万台）		5.0	25.0	50.0	78.0	121.7	189.8	296.1	461.9	720.6	1,124.2
参照Model系列，单价按每年5%降价幅度估算											
单机器人BOM价格（万元）		17.5	16.6	15.8	15.0	14.2	13.5	12.8	12.2	11.6	11.0
德昌市场空间（亿元）		10.7	50.8	96.5	143.0	212.0	314.2	465.6	690.0	1022.6	1515.4
德昌市 场份 额	10%	1.1	5.1	9.7	14.3	21.2	31.4	46.6	69.0	102.3	151.5
	25%	2.7	12.7	24.1	35.8	53.0	78.5	116.4	172.5	255.6	378.9
	40%	4.3	20.3	38.6	57.2	84.8	125.7	186.2	276.0	409.0	606.2

注：上述测算基于假设情景推演，核心参数（出货量/单价/市占率等）仅用于反映潜在空间，不代表公司实际经营目标或业绩指引，仅供参考



4.看点2：液冷泵技术积累深厚，有望受益于AI算力基础设施建设

4.1 AI数据中心液冷方案已是刚需，对应液冷泵产品需求预计2025年起量

- 液冷因为在热交换效率，能量利用率和系统集成度等方面远超传统风冷，已经成为高性能算力场景的主流方案。在PUE（能效比）低于1.10的高密度机柜中，液冷可以支持单柜30kW以上的散热能力，是下一代高算力数据中心的核心技术路径。2025年NVIDIA GB300 NVL72 架构的发布，单机柜功耗高达130-140kW，远超传统风冷上限（典型机柜约30-40kW），使液冷成为唯一可行的散热路径。
- 我们判断2025年将成为液冷泵需求的拐点年份。我们判断2025年将成为液冷泵需求拐点。根据MarketsandMarkets，全球AI服务器市场预计从2025年的2,047.4亿美元增至2030年的8,378.3亿美元，CAGR达34.3%；TrendForce预计液冷渗透率将由2023年的6%升至2030年的87%。伴随高密度算力机房建设与液冷方案加速落地，液冷泵作为CDU核心部件，其需求将自2025年起显著放量。

图：NVIDIA GB300 NVL72配置

Rack Scale Design Close-up



Networking

- NVIDIA Quantum-X800 InfiniBand or NVIDIA Spectrum-X Ethernet for up to 800Gb/s compute fabric
- Ethernet leaf switches for in-band management
- Out-of-band 1G/10G IPMI switch
- Non-blocking network

10 Compute Trays

- 4x NVIDIA B300 GPUs per tray
- 2x NVIDIA Grace CPUs per tray

Compute Interconnect

- 9x NVLink Switches
- 72 GPUs and 36 CPUs interconnected at 1.8TB/s

8 Compute Trays

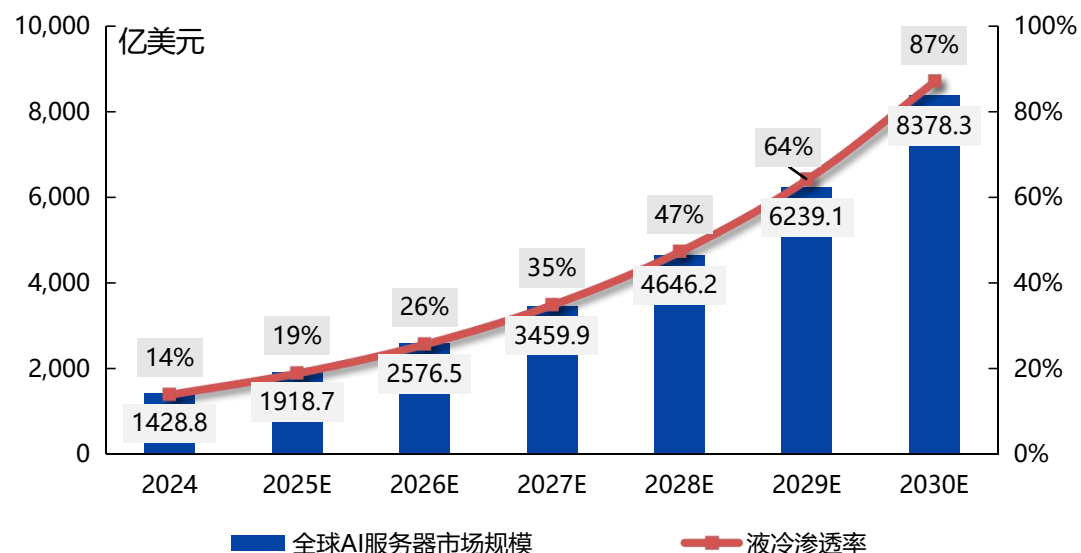
- 4x NVIDIA B300 GPUs per tray
- 2x NVIDIA Grace CPUs per tray

Liquid-Cooling Options

- In-Rack CDU: Up to 250kW capacity CDU with N+1 redundant pumps
- In-Row CDU: Up to 1.8MW capacity CDU with N+1 redundant pumps (supports up to 8 racks)
- L2A Sidecar CDU: Up to 200kW capacity CDU with N+1 redundant pumps (no facility water required)

在NVIDIA GB300 NVL72架构中，液冷系统通常采用 N+1 冗余泵设计，即在满足正常散热需求的基础上额外配置一台备用泵。当主泵运行出现故障或维护时，备用泵可自动切换接管，确保冷却液循环不中断。

图：2024-2020E全球AI服务器市场规模（左）及液冷方案渗透率（右）

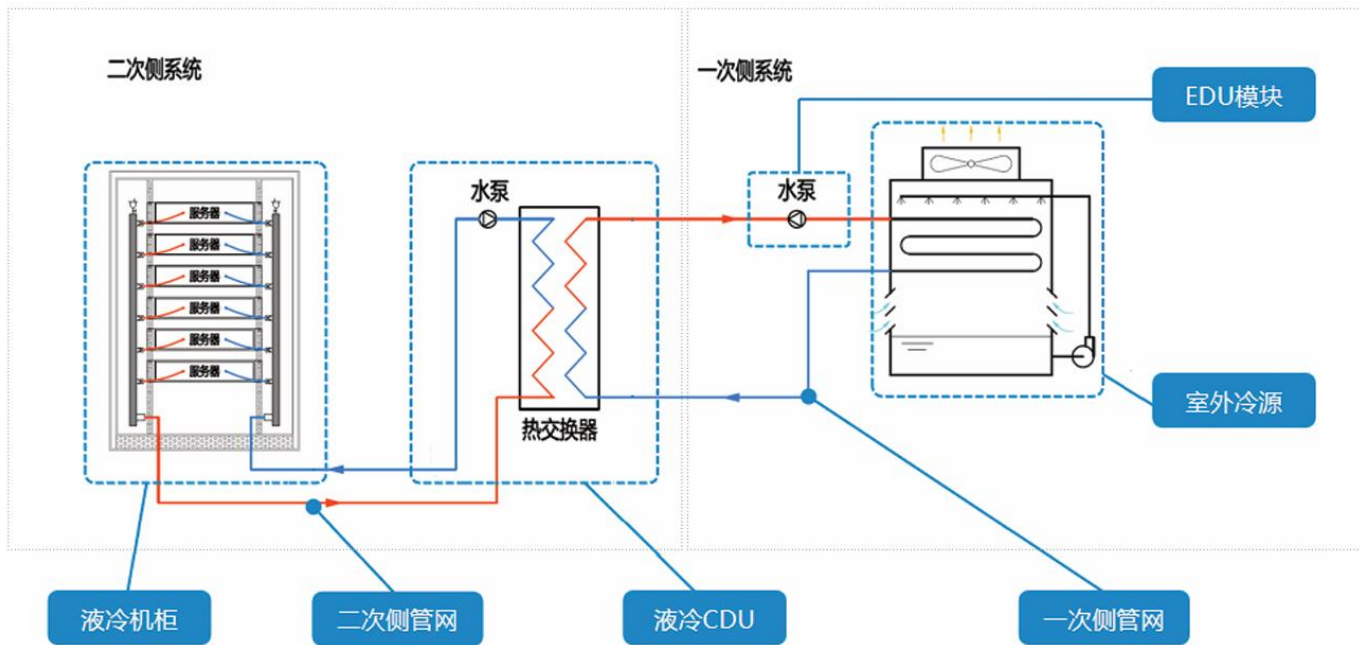
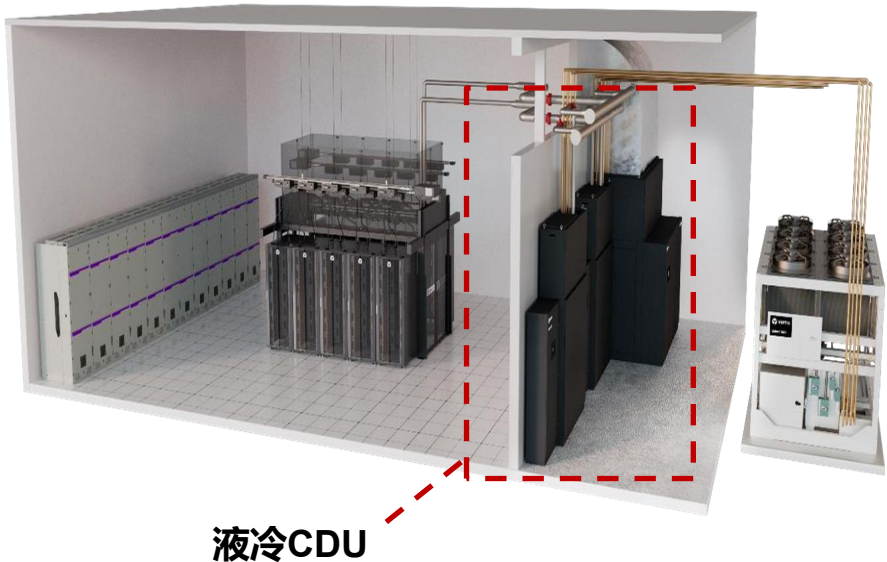


4.2 泵组配置围绕 CDU 展开，一次侧泵机房循环，二次侧泵机架循环

- 液冷系统通常以 CDU（冷却液分配单元）为分界，划分为一次侧与二次侧两个循环回路。**1) 一次侧系统**由室外冷源，一次侧水泵及管路组成，负责将冷源能量传递至 CDU 换热器；**2) 二次侧系统**由 CDU，液冷机柜及二次侧管路构成，通过 **CDU 内部泵组驱动冷却液循环**，实现机架级热交换与服务器芯片散热。**液冷系统基本原理**：二次侧冷却液在机柜内吸收设备热量，并通过 CDU 内的换热器将热量传递给一次侧冷却液，一次侧冷却液通过室外冷源最终将热量释放到大气环境中，完成散热。
- 单CDU内部通常会配置 2-4 台泵，根据大元泵业，泵在分布式CDU所有部件中价值量占比10%-30%。**常见配置2台泵（1主1备用）；高负载CDU配3-4台（2主泵+1-2台备用）具体数量取决于系统规模，冗余设计以及液冷架构类型。

图：数据中心液冷架构示意图

Vertiv™ CoolPhase CDU效果图



4.3 公司在科技泵深耕多年，有望受益于AIDC液冷方案渗透率提升

- **公司深耕科技泵领域多年。**公司于1999年通过从 Lear Corporation 收购其旗下 Electric Motor Systems，其中包括意大利公司 GATE SpA，后者主要从事冷却风扇业务；2015年进一步收购美国 Stackpole 30%股权（后增至80%），正式布局汽车水泵与油泵业务；2020年启动“高密算力液冷”专项研发，针对数据中心液体冷却推出 DCP 系列液冷泵，功率范围横跨 18W 至 1800W，覆盖服务器液冷和 CDU 等多应用场景。
- **公司液冷泵业务有望成为继汽车微电机与机器人业务之后的第三大成长曲线。**基于公司在精密电机与流体控制领域的长期积累，以及DCP系列产品覆盖多功率段覆盖的技术基础，并考虑液冷泵在AI数据中心尚处于导入与放量初期、竞争格局相对分散，我们在乐观、中性与保守三种情景下，分别假设公司在AIDC液冷泵领域市占率为7%、5%、3%，对应2030年收入约35.7、25.5、15.3亿美元。

图：公司在AIDC液冷泵领域业绩情景测算

单位：亿美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球AI服务器市场规模	1428.8	1918.7	2576.5	3459.9	4646.2	6239.1	8378.3
液冷渗透率	14%	19%	26%	35%	47%	64%	87%
对应使用液冷方案的AI服务器市场规模	200.0	364.2	663.2	1207.5	2198.6	4003.2	7289.1
CDU在AI服务器中价值量占比	35%						
全球CDU市场规模	70.0	127.5	232.1	422.6	769.5	1401.1	2551.2
泵组占CDU价值占比	20%						
对应泵组市场规模	14.0	25.5	46.4	84.5	153.9	280.2	510.2
不同德昌电机控股市占率假设下 对应市场空间	7%	1.0	1.8	3.2	5.9	10.8	19.6
	5%	0.7	1.3	2.3	4.2	7.7	14.0
	3%	0.4	0.8	1.4	2.5	4.6	8.4

资料来源：大井泵浦公告，大元泵业公告，云帆热管理公众号，德昌电机控股官网，爱建证券研究所测算
注：1USD=7.12RMB；上述测算基于假设情景推演，核心参数仅用于反映潜在空间，不代表公司实际经营目标或业绩指引，仅供参考

5.盈利预测与估值

5.1 核心假设及盈利预测

核心假设：我们预计公司在经历2024–2025年的调整期后，将于2026年起重新恢复增长动能。受新能源汽车电机及电控系统渗透率持续提升，以及机器人与AIDC液冷泵等新兴业务放量驱动，公司收入有望重回上升通道：预计2026E–2028E营业收入分别为38.16/40.99/46.34亿美元，对应YoY+4.6%/+7.5%/+13.0%。公司2020–2025年毛利率年均提升约0.2pct，假设未来三年毛利率保持相似改善节奏，我们预计2026E–2028E毛利率将分别达到23.4%/23.6%/23.9%。

- **主业方面，公司传统业务板块仍面临一定压力。**汽车（APG）与工商业（IPG）业务受全球汽车行业竞争加剧及主要客户去库存影响，短期内增长承压，预计2026E–2028E期间，主业（APG+IPG）收入分别为35.46/34.99/35.25亿美元，对应YoY-2.8%/-1.3%/+0.7%。整体来看，APG/IPG在收入贡献结构上将保持相对稳定，APG业务仍构成公司核心营收支撑。
- **真正的增长动能来自机器人与AIDC液冷泵两大新兴业务板块。**随着AI数据中心建设加速及人形机器人产业逐步进入产业化阶段，公司在高功率密度电机与流体控制领域的长期技术积累正加快转化为量产订单。我们预计，增量业务收入将由2026E的3.46亿美元提升至2028E的11.08亿美元，占总收入比重将由9.1%提升至23.9%，成为驱动公司业绩重回增长轨道的核心引擎之一。

德昌电机控股(0179.HK)									
百万美元 (Million USD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入 (百万美元)	3070.49	3,156.2	3446.1	3646.12	3814.21	3647.61	3815.65	4099.96	4633.53
yoy		2.8%	9.2%	5.8%	4.6%	-4.4%	4.6%	7.5%	13.0%
毛利润	672.26	723.29	701.91	715.91	850.72	843.34	891.55	968.03	1105.38
yoy	-11.0%	7.6%	-3.0%	2.0%	18.8%	-1.0%	5.7%	8.6%	14.2%
毛利率	21.9%	22.9%	20.4%	19.6%	22.3%	23.1%	23.4%	23.6%	23.9%

分业务营收									
分产品线 (主业APG+IPG)	3,070.49	3,156.20	3,446.10	3,646.12	3,814.21	3,647.61	3,545.99	3,498.98	3,525.13
YoY		2.8%	9.2%	5.8%	4.6%	-4.4%	-2.8%	-1.3%	0.7%
汽车用产品 (APG)	2,425.69	2,430.27	2,653.50	2,916.90	3,203.94	3,063.99	2,975.21	2,936.76	2,968.53
YoY		0.2%	9.2%	9.9%	9.8%	-4.4%	-2.9%	-1.3%	1.1%
冷却风扇 (APG)	583.39	568.12	585.84	619.84	648.42	620.09	607.07	601.78	610.20
YoY		-2.6%	3.1%	5.8%	4.6%	-4.4%	-2.1%	-0.9%	1.4%
其他汽车产品 (APG)	1166.79	1167.79	1343.98	1494.91	2555.52	2443.90	2368.14	2334.98	2358.33
YoY		0.1%	15.1%	11.2%	70.9%	-4.4%	-3.1%	-1.4%	1.0%
粉末金属部件 (APG)	675.51	694.36	723.68	802.15	-	-	-	-	-
YoY		2.8%	4.2%	10.8%					
工商用产品 (IPG)	644.80	725.93	792.60	729.22	610.27	583.62	570.78	562.22	556.59
YoY		12.6%	9.2%	-8.0%	-16.3%	-4.4%	-2.2%	-1.5%	-1.0%
分产品线占比									
APG	79.0%	77.0%	77.0%	80.0%	84.0%	84.0%	83.9%	83.9%	84.2%
工商用产品 (IPG)	21.0%	23.0%	23.0%	20.0%	16.0%	16.0%	16.1%	16.1%	15.8%

增量业务产品线 (机器人+AIDC液冷)	269.66	600.99	1,108.41
%Rev.	7.1%	14.7%	23.9%
机器人业务	37.55	178.36	338.89
%Rev.	1.0%	4.4%	7.3%
AIDC液冷泵业务	232.11	422.63	769.52
%Rev.	6.1%	10.3%	16.6%

5.2 估值分析与投资建议

可比估值框架下，我们认为公司当前估值具备较高的配置性价比。

公司2026E/2027E归母净利润预计分别为2.70/2.97亿美元，同比+3.1%/+9.5%，对应EPS为0.29/0.32美元，对应PE分别为15.2倍/13.9倍。

■ A股可比公司选取智能执行与驱动板块代表企业恒帅股份、信质集团、江苏雷利、雷赛智能、兆威机电及鸣志电器，2026E/2027E平均PE分别为77.3倍/59.9倍；全球可比公司选取在电驱动及自动化控制领域具代表性的 Nidec、Mitsubishi Electric、Rockwell Automation、Siemens、ABB 及 Yaskawa Electric，2026E/2027E 平均PE分别为23.6倍/21.5倍。**相较之下，德昌电机控股2026E/2027E为15.2倍/13.9倍。**我们认为当前低估主要源于市场对公司新能源车与智能化业务放量的预期仍相对保守，而公司在汽车电机、电控系统、人形机器人执行器及AIDC液冷泵等高成长领域的技术优势正逐步兑现。随着新兴业务渗透率提升、盈利结构改善及业绩增速修复，公司的估值中枢有望持续上移，长期成长性与估值修复空间兼具，首次覆盖，给予“买入”评级。

图：A股及全球可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值（亿元）	EPS(元人民币)				PE(倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300969.SZ	恒帅股份	144.9	1.6	1.9	2.4	3.0	80.8	66.5	54.6	42.4
002664.SZ	信质集团	114.8	0.1	0.5	0.9	1.4	206.9	52.7	31.9	20.6
300660.SZ	江苏雷利	241.9	0.7	0.8	1.0	1.2	76.0	67.0	54.6	44.7
002979.SZ	雷赛智能	137.8	0.7	0.8	1.0	1.2	63.7	54.2	43.2	35.5
003021.SZ	兆威机电	280.7	1.0	1.1	1.4	1.8	113.6	104.6	82.9	64.7
603728.SH	鸣志电器	300.5	0.2	0.3	0.4	0.5	373.5	274.5	196.7	151.4
平均							152.4	103.2	77.3	59.9
0179.HK	德昌电机控股	292.1	1.8	2.0	2.1	2.3	5.7	15.7	15.2	13.9

股票代码	股票简称	EPS(美元)				PE(倍)			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
6594.T	Nidec	1.0	1.1	1.3	1.4	18.1	14.8	13.2	11.9
6503.T	Mitsubishi Electric	1.1	1.1	1.2	1.3	17.7	23.6	21.1	19.5
ROK	Rockwell Automation	8.3	9.1	10.3	11.7	32.1	38.4	33.9	30
SIE.DF	Siemens	11.6	12.8	13.2	-	17.5	22	19.7	-
ABB.N.SIX	ABB	2.1	2.6	2.7	2.9	25.6	28.2	27.1	25.1
6506.T	Yaskawa Electric	1.5	0.9	1.1	1.5	18.9	31.3	25.7	20.3
平均						21.6	26.5	23.6	21.5
0179.HK	德昌电机控股	0.28	0.28	0.29	0.32	5.7	15.7	15.2	13.9

资料来源：Wind，爱建证券研究所
注：1USD=7.12RMB 数据取值截止至2025/11/3

6.风险提示

- **1. 人形机器人产业化节奏延后风险：**当前人形机器人仍处于验证与试产阶段，量产进度取决于主机厂技术成熟度、成本控制及下游场景落地速度。若产业化推进不及预期，或商业化周期延后，公司机器人执行机构及关节模组业务的收入释放节奏可能滞后，对短期业绩贡献有限。
- **2. AI数据中心液冷泵市场竞争与渗透率不及预期风险：**AI服务器液冷体系正处快速成长阶段，行业竞争格局仍在形成。若主要客户自建产能、替代液冷方案（如浸没式液冷）渗透超预期，或公司产品在性能、成本、认证进度上推进不及预期，可能导致液冷泵市占率与盈利水平低于预期。
- **3. 新能源汽车销售不及预期风险：**全球新能源汽车销量受宏观经济、补贴政策、油价及区域供需格局等因素影响。若新能源车渗透速度低于预期，或主流车企调整电驱、电控系统配套节奏，公司汽车电机业务的出货增长与单车价值提升可能受限，从而影响整体业绩表现。
- **4. 原材料及人工成本波动风险：**公司产品主要原材料包括铜、稀土、钢材及铝合金等，海外基地人工成本上升亦可能带来毛利率波动。若原材料价格或人工成本上行且公司未能通过提价或成本优化对冲，将对盈利能力造成阶段性压力。

财务摘要

资产负债表 (百万美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	408.66	749.86	790.63	1160.67	1562.04	1939.31	营业额	3646.12	3814.21	3647.61	3815.64	4099.96	4633.53
应收账款	702.33	654.16	704.06	708.63	761.43	860.52	销售成本	2930.21	2963.49	2804.27	2924.10	3131.93	3528.15
预付款项、按金及其他应收款项	105.91	119.04	112.84	115.99	124.63	140.85	其他费用	0.02	0.57	0.00	0.19	0.21	0.24
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	146.92	115.99	126.49	122.75	122.36	128.28
存货	589.00	551.48	531.82	562.15	602.11	678.28	管理费用	411.31	435.45	440.17	461.69	513.10	599.75
其他流动资产	82.91	158.23	92.86	120.75	127.70	140.76	财务费用	16.07	11.57	1.04	12.47	9.87	8.51
流动资产总计	1888.82	2232.77	2232.20	2668.18	3177.91	3759.73	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1631.07	1418.47	1368.59	1147.33	926.08	704.82	公允价值变动损益	0.13	-0.84	-0.07	0.00	1.00	2.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.67	1.83	营业利润	141.72	286.32	275.56	294.44	323.50	370.60
无形资产	216.11	278.54	237.83	198.20	158.83	119.83	其他非经营损益	39.31	-15.17	25.89	16.68	16.68	16.68
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	1.00	税前利润	181.04	271.15	301.45	311.11	340.17	387.28
其他非流动资产	359.58	291.68	225.66	223.39	222.08	221.66	所得税	19.77	38.81	36.30	38.65	42.14	47.87
非流动资产合计	2212.77	1988.70	1832.08	1568.92	1308.16	1049.16	税后利润	161.27	232.34	265.15	272.46	298.03	339.41
资产总计	4101.59	4221.47	4064.28	4237.10	4486.08	4808.88	归属于非控制股东利润	3.46	3.11	2.35	1.59	1.45	1.37
短期借款	106.88	308.53	57.56	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	157.81	229.23	262.80	270.87	296.59	338.04
应付账款	393.77	384.50	373.65	387.31	414.84	467.33	EBITDA	471.26	557.59	565.22	586.75	613.80	660.79
其他流动负债	480.77	453.55	423.80	464.14	498.51	563.19	NOPLAT	140.44	258.26	243.36	268.78	291.20	330.50
流动负债合计	981.41	1146.57	855.01	851.45	913.35	1030.51	EPS(元)	0.17	0.25	0.28	0.29	0.32	0.36
长期借款	367.14	252.28	301.77	301.77	301.77	301.77							
其他非流动负债	257.64	225.96	199.60	195.61	191.70	187.87	主要财务比率	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
非流动负债合计	624.79	478.23	501.38	497.38	493.47	489.64	成长能力						
负债合计	1606.20	1624.80	1356.39	1348.84	1406.82	1520.15	营收额增长率	0.06	0.05	-0.04	0.05	0.07	0.13
股本	5.99	6.03	6.03	1006.03	2006.03	3006.03	EBIT增长率	0.05	0.43	0.07	0.07	0.08	0.13
储备	2440.95	2545.98	2660.01	1660.01	661.01	-336.99	EBITDA增长率	0.00	0.18	0.01	0.04	0.05	0.08
留存收益	0.00	0.00	0.00	178.77	367.32	573.43	税后利润增长率	0.06	0.44	0.14	0.03	0.09	0.14
归属于母公司股东权益	2446.94	2552.01	2666.04	2844.81	3034.36	3242.47	盈利能力						
归属于非控制股东权益	48.45	44.66	41.86	43.45	44.90	46.26	毛利率	0.20	0.22	0.23	0.23	0.24	0.24
权益合计	2495.39	2596.67	2707.90	2888.26	3079.25	3288.73	净利率	0.04	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07
负债和权益合计	4101.59	4221.47	4064.28	4237.10	4486.08	4808.88	ROE	0.06	0.09	0.10	0.10	0.10	0.10
							ROA	0.04	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07
现金流量表 (百万美元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	ROIC	0.05	0.09	0.09	0.10	0.12	0.15
税后经营利润	126.13	246.05	242.44	257.86	282.43	322.80	估值倍数						
折旧与摊销	274.15	274.88	262.73	263.16	263.76	265.01	P/E	26.11	17.97	15.68	15.21	13.89	12.19
财务费用	16.07	11.57	1.04	12.47	9.87	8.51	P/S	1.13	1.08	1.13	1.08	1.00	0.89
其他经营资金	16.14	49.38	-58.13	-11.93	-46.46	-87.38	P/B	1.68	1.61	1.55	1.45	1.36	1.27
经营性现金净流量	432.49	581.88	448.09	521.55	509.60	508.94	股息率	0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03
投资性现金净流量	-240.80	-225.41	-94.26	10.61	9.69	8.77	EV/EBIT	2.46	0.89	-0.08	12.28	22.89	30.57
筹资性现金净流量	-110.37	-5.87	-305.02	-162.13	-117.91	-140.44	EV/EBITDA	1.03	0.45	-0.05	6.77	13.05	18.31
现金流量净额	81.32	350.61	48.81	370.03	401.38	377.26	EV/NOPLAT	3.46	0.97	-0.10	14.79	27.52	36.61

评级说明

投资建议的评级标准

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6个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场：沪深300指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证50指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

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
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

行业评级

强于大市	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
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开，合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测，数量化方法，或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息，意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息，意见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，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。本报告所载的意见，评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见，评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见，评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版，复制，转载，刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版，复制，转载，刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。