

银轮股份(002126)

报告日期: 2025 年 11 月 30 日

汽车热管理龙头，拓展算力、机器人新成长曲线

——银轮股份覆盖报告

投资要点

□ 汽车热管理龙头，拓展数据中心、机器人等新增长曲线

公司起家于热管理并深耕 40 余年，已形成商用车非道路、新能源热管理、数字与能源热管理、人工智能与机器人四大成长曲线，客户覆盖各领域头部厂商，包括主流车厂、康明斯、卡特彼勒、宁德时代、阳光电源等。近年来收入利润整体持续稳健向上，22-24 年收入复合增速为 22%，归母净利润复合增速达 43%，净利率分别为 5.29%/6.36%/7.04%，盈利能力持续提升。

多元化业务布局及海外市场加速拓展，公司进入成长新阶段。从业务结构看，公司乘用车业务强劲领跑，数字能源业务开始快速放量，商用车及非道路业务保持稳定贡献，机器人业务前瞻布局有望受益于远期空间释放；从区域结构看，公司凭借全球化布局和属地化生产优势，持续获得国际客户定点，海外业务加速扩张，25H1 海外收入占比为 24%，收入规模创历史新高，且海外经营主体盈利能力显著改善，北美经营体净利润 3443 万元，欧洲波兰新工厂实现扭亏为盈，整体略亏，目标 25 年实现扭亏为盈。

□ AI 数据中心液冷爆发，数字能源新业务有望快速放量

国内外市场共振，数据中心液冷有望加速进入放量周期。国内互联网资本开支高增，有望进入 AI 应用驱动算力投入的正反馈循环，温控冷却环节将受益。海外和国内需求共振，液冷有望加速进入放量周期，海外英伟达 GPU 及各大云厂商自研 ASIC 芯片液冷需求明显，国内超节点方案有望加速，单机柜功耗达 100kW 量级，液冷成为刚需。

公司前瞻布局数字能源，AI 液冷+储能贡献新增长动力。数据中心领域 24 年实现客户突破，共获 301 套数据中心液冷散热系统订单，规模 500MW；目前明确数据中心液冷 1（系统）+2（风液式/液冷 CDU 换热器和冷板）+N（零部件）发展战略规划，客户覆盖国内外。储能领域进入头部客户供应链，主要客户已包括阳光电源、中车、比亚迪、宁德时代等众多知名企业并持续获取热管理订单。25H1 数字与能源板块新项目定点增速较高，根据客户需求预测，量产后为公司新增年销售收入 6.37 亿元。公司预计第三曲线未来 2-3 年均保持高速增长。拟收购深蓝股份，外延并购有望实现赋能。25 年 11 月公司公告拟以自有资金约 1.3 亿元，通过股权收购与增资方式取得深蓝股份 55%以上股权，成为其控股股东并将其纳入合并报表范围，并计划结合股票定向发行等交易方式，使持股比例提升至 60%以上，深蓝股份聚焦于储能温控、通信空调、工业空调等领域，专注暖通空调智能控制器、压缩机变频驱动器等产品，有望赋能公司数据中心液冷及储能液冷等业务。

□ 海外业务加速扩张，打开汽车热管理新增长空间

汽车向电动化、智能化趋势发展，热管理单车价值量提升。24 年我国新能源汽车渗透率高达 47%，同比提升 12pct，乘联会秘书长预计 25 年新能源汽车市场渗透率预计进一步提升至 56%，由于系统变化以及芯片算力提升，新能源汽车热管理单车价值量为传统燃油车的 2~4 倍。据测算，中国 2025-2027 年乘用车热管理市场规模分别为 1264/1369/1481 亿元，全球 2025-2027 年乘用车热管理市场规模分别为 2271/2412/2556 亿元。

积极品类扩张+份额提升+客户拓展，海外市场进一步打开局面。公司产品布局完善，包括电池热管理系统、空调系统、热泵系统等以及电池冷却板、Chiller、电子水泵等零部件；近年来研发费用率保持 4%以上，在上海、欧洲、北美均设立研发中心，累计有效专利数量超过 1000 项；具备全球供应能力，已在全球建立 11 个海外生产基地及研发中心；进入国内外众多头部客户供应链，包括宝马、戴姆勒、奥迪、法拉利、通用、福特、日产、康明斯、卡特彼勒、沃尔沃、丰田、吉利、广汽、长城、长安、上汽、一汽、东风、福田、潍柴、重汽、江淮、

投资评级：买入(首次)

分析师：张建民

执业证书号：S1230518060001
zhangjianmin1@stocke.com.cn

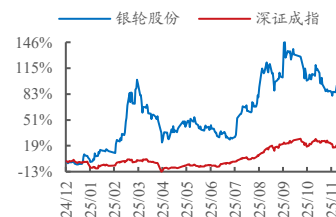
分析师：邢艺凡

执业证书号：S1230525080009
xingyifan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 33.60
总市值(百万元)	28,346.65
总股本(百万股)	843.65

股票走势图



相关报告

- 《2024 年前三季度盈利能力提升，新业务有望成为增长点》
2024.11.08
- 《2024H1 业绩稳步向上，海外业务盈利能力明显改善》
2024.08.28
- 《2023 年度业绩持续向上》
2023.12.19

徐工等。公司 25H1 新获项目超 200 个，预计生命周期达产后贡献新增年销售收入约 55.37 亿元。

□ 前瞻布局人形机器人业务，有望打造新的增长空间

当前处于人形机器人产业爆发前夕，预计 25 年全球人形机器人市场规模有望达到 53 亿美元，29 年达 324 亿美元，中国市场 29 年有望突破 750 亿元。机器人与汽车客户重叠度较高，热管理技术有所协同，同时公司增设 AI 数智产品部加码技术研发储备，未来有望打造新的业绩增长点。目前第四曲线已形成 1+4+N 的产品体系，即 1 大系统+4 大模组（热管理模组、旋转关节模组、执行器模组、灵巧手模组）+N（围绕 4 大模组的关键零部件）。

□ 盈利预测与估值

公司为国内热管理老将，主业稳健发展，乘用车有望受益于新能源渗透率提升，商用车及非道路有望迎来行业修复及海外客户突破，同时基于主业领域丰富经验及技术储备，拓展 AI 液冷及具身智能机器人等新兴领域，蓄力未来可持续发展。预计 25-27 年公司实现营收 152.11/179.52/209.78 亿元，YOY 分别为 19.8%/18.0%/16.9%，归母净利润分别 9.73 /12.55/15.77 亿元，YOY 分别为 24.2%/29.0%/25.7%，当前市值对应 PE 估值分别为 29/23/18 倍（截至 25 年 11 月 30 日收盘价），给予“买入”评级。

□ 风险提示

行业发展不及预期；新业务及客户拓展不及预期；原材料价格上涨超预期；行业竞争加剧等风险。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12702.07	15210.97	17951.52	20977.59
(+/-) (%)	15.28%	19.75%	18.02%	16.86%
归母净利润	783.53	973.05	1254.89	1577.07
(+/-) (%)	-9.47%	24.19%	28.97%	25.67%
每股收益(元)	0.93	1.15	1.49	1.87
P/E	36.17	29.12	22.58	17.97

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 汽车热管理龙头，打造多元成长曲线	6
1.1 聚焦热管理，持续拓展多元增长曲线	6
1.2 全球布局，优质客户资源遍布海内外	6
1.3 高管从业经验丰富，股权激励计划完善	9
1.4 进入新成长期，海外和新兴业务添动力	10
2 AI 数字能源业务成中期增长有力驱动	12
2.1 AI 液冷驱动数据中心温控市场量价齐升	12
2.2 储能装机高增，热管理液冷渗透率提升	14
2.3 储能+算力液冷成中期增长贡献主力军	16
3 汽车热管理品类+份额+客户持续拓展	19
3.1 汽车电动化+智能化，带动单车价值量提升	19
3.2 品类扩张+份额提升+客户拓展打开成长空间	22
4 布局人形机器人，拓宽远期成长边界	26
4.1 机器人产业爆发前夕，市场空间广阔	26
4.2 前瞻布局，具备客户及技术协同优势	29
5 盈利预测及估值	30
5.1 盈利预测	30
5.2 估值分析	31
5.3 风险提示	31

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司四大成长曲线业务及产品布局.....	7
图 3: 公司全球布局.....	8
图 4: 公司股权结构.....	9
图 5: 2017 年至 2025Q1-Q3 公司收入及同比增速.....	10
图 6: 2017 年至 2025 Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速.....	10
图 7: 2018 年至 2025 Q1-Q3 公司毛利率及净利率变化情况.....	10
图 8: 2018 年至 2025 Q1-Q3 公司费用率变化情况.....	10
图 9: 2016 年至 2025H1 公司收入按地区拆分 (单位: 亿元).....	11
图 10: 2020 年至 2025H1 公司收入按业务拆分 (单位: 亿元).....	11
图 11: 北美四大 CSP 厂商资本开支及合计同比增速 (亿美元, %).....	12
图 12: 2024-2029 年英伟达主流机柜产品功耗情况.....	13
图 13: 机柜功率密度提升带来的制冷技术演进路线.....	13
图 14: GB200 NVL72 液冷机柜.....	14
图 15: 昇腾 384 超节点液冷机柜.....	14
图 16: 24H1-2025H1 中国已投运新型储能累计装机量 (GW).....	15
图 17: 24 年全球储能新增装机预测 (GW).....	15
图 18: 储能系统成本构成.....	15
图 19: 储能风冷及液冷散热技术对比.....	15
图 20: 24 年部分厂商推出液冷储能系统产品.....	16
图 21: 25 年预计储能液冷渗透率达 45%.....	16
图 22: 储能液冷原理.....	16
图 23: 储能液冷系统组成.....	16
图 24: 公司数字与能源产品系列.....	17
图 25: 公司数字与能源热管理业务快速增长.....	18
图 26: 公司数字与能源热管理业务收入占比快速提升.....	18
图 27: 2018 年至 2025 年 1-10 月中国乘用车销量及同比增速.....	19
图 28: 中国乘用车新能源渗透率快速提升.....	19
图 29: 传统汽车热管理及纯电动汽车热管理构成对比.....	19
图 30: 传统汽车热管理及纯电动汽车热管理回路对比.....	20
图 31: 2024 年 1-6 月中国新能源乘用车热管理系统统计.....	20
图 32: PTC 方案与热泵方案对比.....	20
图 33: 公司研发支出占收入比重稳步提升.....	23
图 34: 公司研发人员数量逐年增长.....	23
图 35: 全球研发资源布局.....	23
图 36: 2020 年至 2025H1 公司乘用车与新能源收入及同比增速.....	25
图 37: 2020 年至 2025H1 年公司商用车、非道路收入及同比增速.....	25
图 38: 2020 年至 2024 年公司获项目数量.....	26
图 39: 2020 年至 2024 年公司新订单预计新增年销售收入.....	26
图 40: 全球人形机器人产业规模情况 (亿美元).....	26
图 41: 中国人形机器人产业规模情况 (亿元).....	26
图 42: 人形机器人价值量拆解及核心零部件.....	27

图 43: 人形机器人结构图	28
表 1: 公司主要产品与主要客户	8
表 2: 股权激励业绩目标	9
表 3: 公司数据中心液冷订单获取情况	18
表 4: 新能源汽车热管理系统核心部件价值大幅提升	21
表 5: 中国乘用车热管理市场规模测算	21
表 6: 全球乘用车热管理市场规模测算	22
表 7: 汽车热管理主要供应商产品布局对比	22
表 8: 公司全球生产基地及研发中心布局情况	24
表 9: 公司各领域主要客户	24
表 10: 近两年公司获国际客户定点情况	25
表 11: 车企在人形机器人行业布局	28
表 12: 公司部分机器人方向专利	29
表 13: 收入按业务拆分及预测	30
表 14: 同业可比公司估值水平对比	31
表附录: 三大报表预测值	32

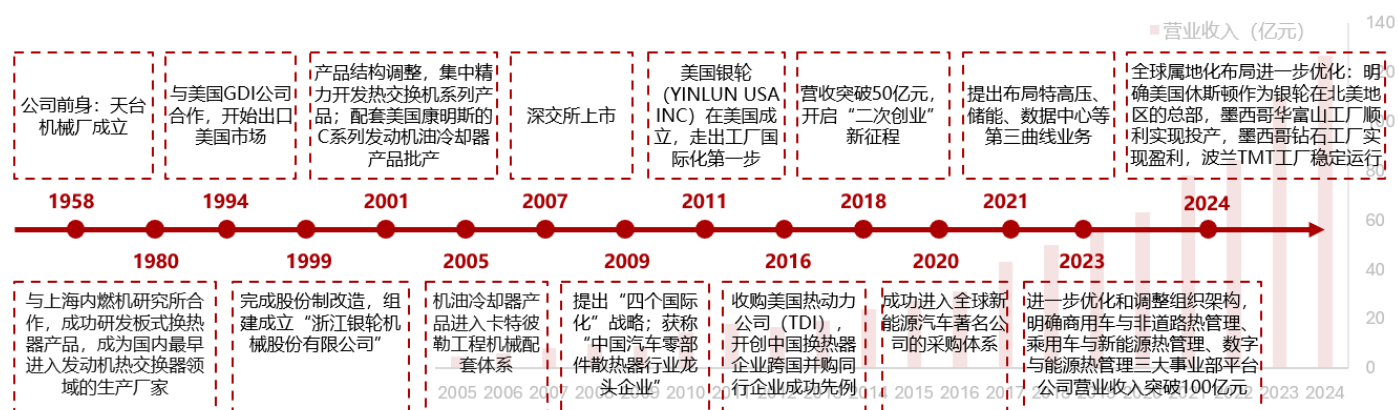
1 汽车热管理龙头，打造多元成长曲线

1.1 聚焦热管理，持续拓展多元增长曲线

深耕热管理主业 40 余年，高度重视国际化发展。公司前身为 1958 年成立的天台机械厂，早在 1980 年便率先研制出内燃机板式换热器，奠定热管理业务基础，此后公司不断优化产品结构，逐步研发出热交换器、机油冷却器等核心产品，深耕热管理主业。1994 年公司与美国 GDI 公司合作进入美国市场，2011 年成立美国银轮，于 2016 年收购美国 TDI，成功进入全球主流客户供应链体系，并于 2020 年成功进入全球著名新能源汽车客户采购体系，持续深化国际化战略。2024 年公司明确美国休斯顿作为银轮在北美地区的总部，墨西哥华富山工厂顺利实现投产，墨西哥钻石工厂实现盈利，波兰 TMT 工厂稳定运行，全球属地化布局进一步优化，海外运营和服务能力持续提升。经过四十余年发展，公司已成长为国内汽车热管理领域龙头企业，并持续拓展全球化布局与新兴业务赛道。

积极拓展数据中心、人工智能方向多元新业务。近年来公司积极拓展“第三曲线”业务，2021 年起布局特高压、储能、数据中心等新兴领域；2023 年进一步探索算法与人工智能应用，培育“第四曲线”，有望成为未来新增长引擎。依托多元化战略与技术积累，公司在巩固热管理优势的同时，不断突破重点客户与项目，全球竞争力持续提升。

图1：公司发展历程



资料来源：wind，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

1.2 全球布局，优质客户资源遍布海内外

经过多年经营实践积累及持续产品研发，公司具备全领域热管理产品配套能力。公司产品配套种类完整，从发动机、电池、电机到车身热管理、尾气处理，能够为客户提供价值数百元到数千元的全系列产品。产品应用领域广泛，目前主要配套商用车、乘用车、新能源、工程机械、农业机械、压缩机、风力发电、火车机车、轮船等，并致力于拓展智能驾驶、通讯基站、数据处理中心、光伏储能等新兴领域热管理业务。

围绕热管理技术，公司目前已形成四大曲线业务布局。第一曲线为传统汽车、非道路机械热管理，包括商用车、非新能源乘用车、工程机械三大板块的热管理。第二曲线为新能源热管理系统，围绕1+4+N产品体系，确保前端模块、空调箱模块、电子芯片冷却模块等产品领先地位，拓展新能源商用车及非道路工程机械热管理系统、热管理集成模块和关键零部件的应用。第三曲线为数字与能源热管理，确定了4+N的产品体系，以汽车热管理技术优势赋能数据中心、储能、充换电、低空飞行器四大领域的N个系统和模块，其中数

据中心领域，形成了覆盖服务器机柜内外部的液冷产品布局，包括兆瓦级浸没一体式液冷设备、精密空调+冷却塔、服务器液冷/风冷 CDU+芯片冷板模组+Manifold、柴油发电机液冷模块等，部分品类已进入逐步放量阶段，部分品类处在验证阶段；无人机超充与客户开发进展顺利；储能热管理快速放量，新能源重卡兆瓦级超充产能逐步提升。第四曲线为具身智能，主要包含具身智能的旋转关节模组、线性关节模组、灵巧手模组及热管理模组等，形成了 1+4+N 的产品体系，1 指建立对具身智能这一系统的整体认知，4 大模组包括具身智能的热管理模组、旋转关节模组、线性关节模组、灵巧手模组，N 是围绕四大模组的关键零部件，公司已围绕头部客户需求，顺利完成第一代旋转关节模组、执行器模组的开发，与合作伙伴合资设立苏州依智灵巧驱动科技有限公司，专注拓展灵巧手，并与数家高校开展战略合作。

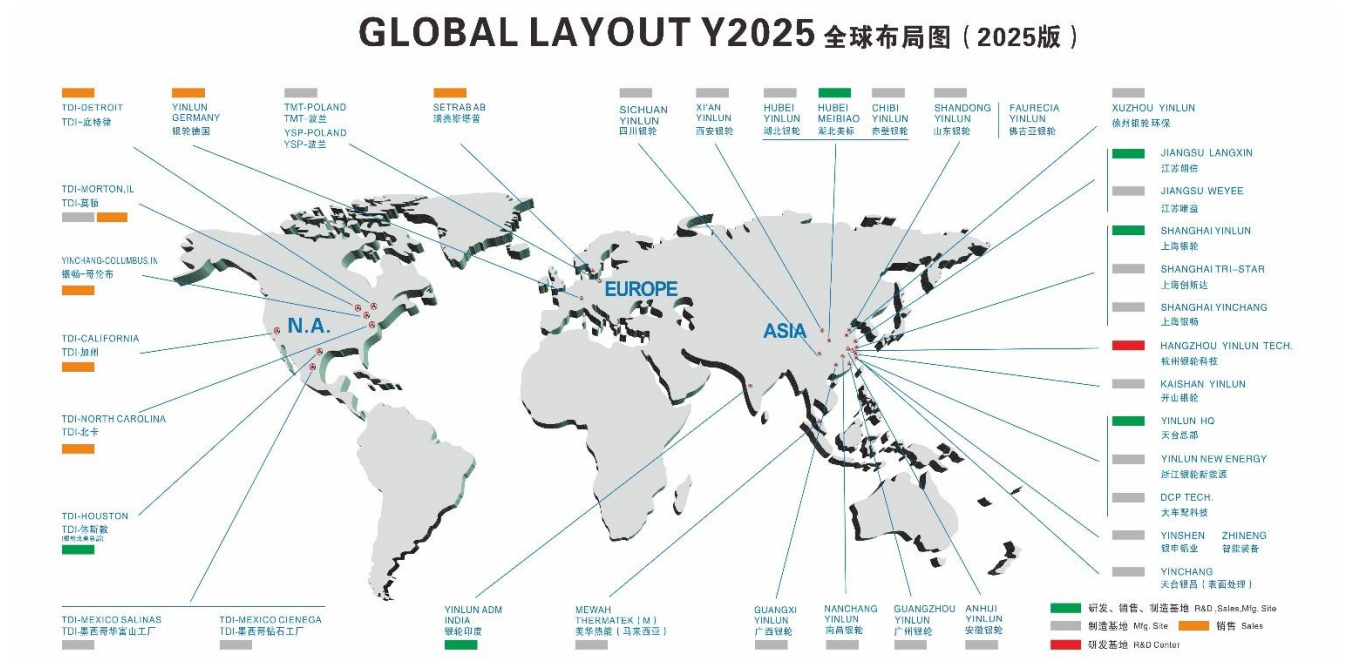
图2: 公司四大成长曲线业务及产品布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

实施“四个国际化”战略，全球深度布局。公司实施“产品国际化、人才国际化、布局国际化、管理国际化”四大国际化战略，经过数十年的发展，公司在全球重要经济体中均有深度布局，以全球化供应能力满足客户的需求。北美与欧洲方面，公司在美国、墨西哥、波兰、德国、瑞典等国都建有研发分中心和生产基地；亚洲方面，除了在国内浙江、上海、山东、湖北、江苏等的多处子公司和生产基地以外，公司还在印度、马来西亚设有研发、销售、制造基地。公司的全球化布局为公司国际经济局势中持续获得国际客户订单并实现稳定交付打下了坚实的基础。

图3： 公司全球布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司全球优质客户资源广泛，赋能新业务拓展。凭借覆盖中美欧日韩等重点市场的全球化布局和属地化生产优势，公司持续获得国际客户定点，海外业务加速扩张。公司长期服务于宝马、奔驰、福特、奥迪、丰田、沃尔沃、通用等国际主流车企和卡特彼勒、康明斯、ABB 等工业及能源领域客户，并与宁德时代、比亚迪、蔚来等新能源龙头企业保持合作。强大的客户基础不仅为公司传统热管理业务和新能源热管理领域提供稳定支撑，也为公司打开数据中心、储能、机器人等新兴市场奠定了基础。公司原有的工业和能源行业客户与数据中心场景有所契合，基于研发积累及交付能力，有望快速切入 AI 温控领域，贡献公司增长新动能。

表1： 公司主要产品与主要客户

成长曲线	应用领域	主要产品	合作客户
第一曲线：商用车 非道路	非新能源乘用车	热交换器： 前端冷却模块、水空中冷器、变速箱油冷器、发动机油冷器、机滤模块等； 尾气处理： 汽油机 EGR	乘用车领域： 福特、通用、宝马、雷诺、曼胡默尔、捷豹路虎、广汽三菱、东风日产、丰田、吉利、广汽、长城、长安、上汽等； 超级跑车领域： 法拉利、奥迪、奔驰、兰博基尼、宾利、宝马、迈凯伦、福特等；
	商用车	热交换器： 空调系统、前端冷却模块、机油滤清模块等； 尾气处理： EGR 模块、后处理技术、国六筒式封装、国六箱式封装、国六 U 型封装、尿素箱、消声器、DPF、DPF 清洗剂等；	戴姆勒、 康明斯 、纳威司达、斯堪尼亚、一汽解放、东风汽车、中国重汽、北汽福田、玉柴、锡柴、 潍柴 等；
	工程器械	热交换器： 冷却模块、机油滤清模块、空调系统等； 尾气处理： EGR 模块、后处理技术等；	卡特彼勒 、约翰迪尔、住友、徐工、龙工、三一重工、久保田等；

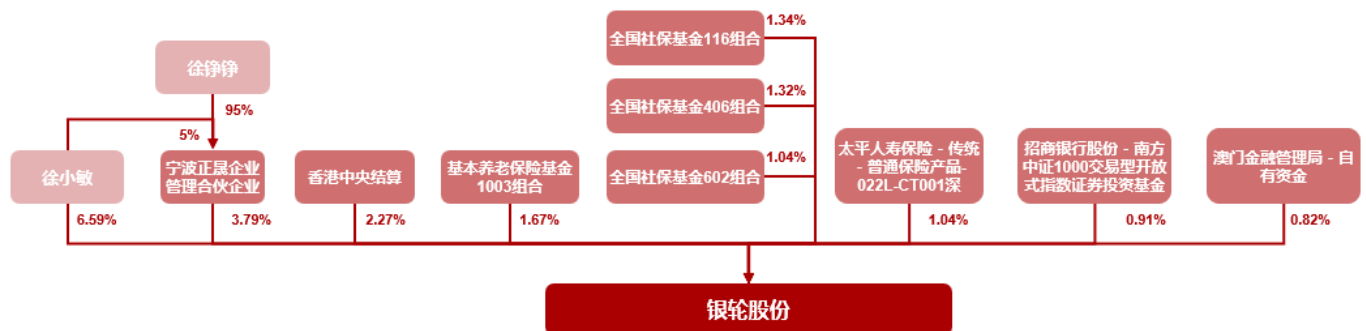
第二曲线：新能源热管理系统	新能源乘用车	热交换器 ：冷媒侧集成模块、前端冷却模块、空调箱模块、电池冷却板、芯片冷却系统、PTC加热器等；	沃尔沃、保时捷、蔚来、小鹏、零跑、通用、福特、宁德时代、吉利、长城、广汽、比亚迪、宇通、江铃、长安等；
	燃料电池	热交换器 ：电堆散热器、中冷器等	亿华通、上汽大通等；
第三曲线：数字与能源热管理	储能、变电、超充、数据中心等	热交换器 ：特高压输电变电冷却产品、发电机组换热产品、电力储能热管理、数据中心热管理、家用热泵空调等；	ABB、 康明斯 、 卡特 、MTU、格力、美的、海尔、海信、三星、LG、天舒等；
第四曲线：人工智能及机器人	积极探索阶段		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 高管从业经验丰富，股权激励计划完善

股权结构相对分散，董事长从业经验及管理经验丰富。公司实际控制人、董事长徐小敏先生于1975年进入天台机械厂（公司前身），历任冷却器车间主任、生产科科长、厂长、厂长兼党委副书记等职，1999年3月至今任公司董事长，公司任职长达50年，直接持有公司6.59%的股份，并通过宁波正晟企业间接持有部分公司股份。公司的其他持有人均为机构投资者，包括基本养老保险基金、全国社保基金组合、太平人寿保险、南方基金等，股东结构较为多元，机构持股占比较高。

图4：公司股权结构



资料来源：wind，浙商证券研究所（截至2025年9月30日）

股权激励体系完善，管理层与员工利益深度绑定。公司2022年推出股票期权激励计划，拟授予股票期权5130万份，占公司股本的6.48%，首次授予4949万份，覆盖384名激励对象，包括公司董事、高级管理人员和核心骨干员工。行权周期为四年，每年行权比例25%。2022-2025年收入目标分别为90/108/130/150亿元，归母净利润目标分别为4.0/5.4/7.8/10.5亿元。

表2：股权激励业绩目标

	2022年	2023年	2024年	2025年
归母净利润目标（亿元）	4	5.4	7.8	10.5
营业收入目标（亿元）	90	108	130	150

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

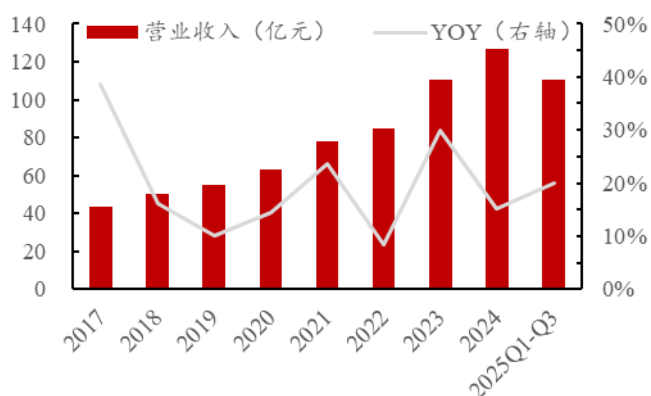
进一步回购股份用于股权激励或员工持股，助力长远发展。公司于23年11月推出股份回购计划，回购总金额不超过1亿元，2024年10月公司回购实施完毕，累计回购股份607.43万股，占总股本的0.7293%。回购股份主要用于股权激励或员工持股计划，配合原有激励方案，进一步完善公司治理结构，强化核心团队利益绑定。25年5月公司进一步推

出股份回购计划，预计以 5000 万-1 亿人民币回购公司股份 1.39-2.78 百万股，占总股本的 0.17-0.33%，用于股权激励或员工持股计划。整体来看，公司通过股权激励与股份回购的组合安排，积极引导核心团队聚焦业绩目标，同时也体现公司对未来业务增长和长期发展的坚定信心。

1.4 进入新成长期，海外和新兴业务添动力

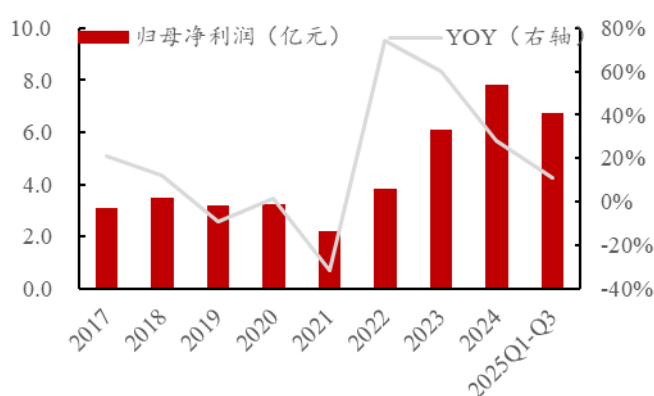
公司近年来整体持续增长，呈现稳健向上趋势。营收方面，17-23 年公司收入复合增速高达 20%，24 年公司实现营业收入 127.02 亿元，同比保持两位数同比增速，延续强劲增长势头。利润方面，23 年公司归母净利润达到 6.12 亿元，同比增长近 60%，利润大幅提升的核心驱动在于规模效应释放、产品结构优化，以及精益管理改革初见成效。24 年公司归母净利润 7.84 亿元，同比增长 28%。公司毛利率维持在 20% 左右，22-24 年净利率分别为 5.29% / 6.36% / 7.04%，盈利能力持续提升。25Q1-Q3 公司实现收入 110.57 亿元，同比增长 20.12%，归母净利润 6.72 亿元，同比增长 11.18%，期间费用率为 10.52%，同比下降 0.90pct。

图5：2017 年至 2025Q1-Q3 公司收入及同比增速



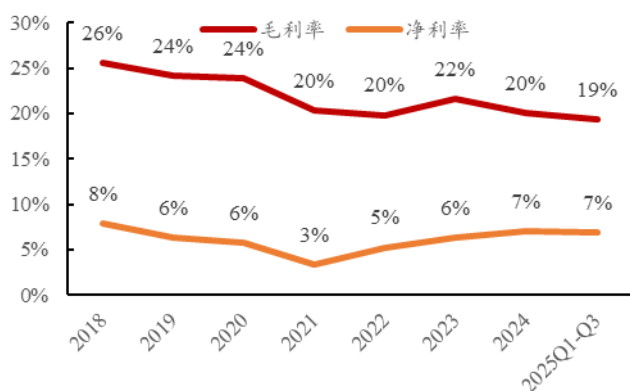
资料来源：wind，浙商证券研究所

图6：2017 年至 2025 Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速



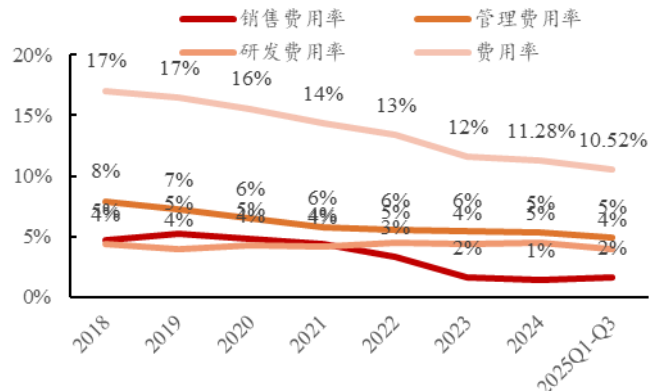
资料来源：wind，浙商证券研究所

图7：2018 年至 2025 Q1-Q3 公司毛利率及净利率变化情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图8：2018 年至 2025 Q1-Q3 公司费用率变化情况

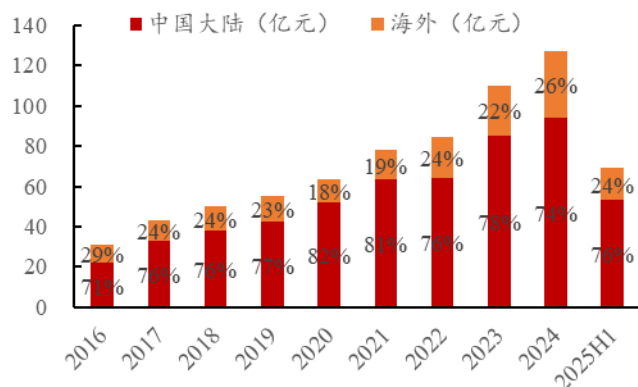


资料来源：wind，浙商证券研究所

分地区看，海外收入占比持续提升，盈利能力改善。2024 年公司海外收入达到 32.87 亿元，同比增长 33%，占比由 2023 年的 22% 提升至 26%，国际业务已成为公司收入增长的重要引擎。北美经营体表现尤为亮眼，24 年实现营收 YOY+50.47%，净利润同比扭亏为

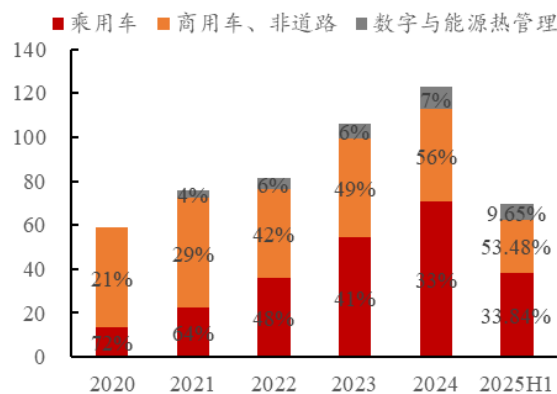
盈，实现里程碑式跨越，25H1 北美营收及利润率进一步提升，净利润达 0.34 亿元，接近 24 年全年水平。欧洲市场稳步改善，24 年实现营收 YOY+17.16%，净利润同比显著扭亏，25H1 波兰新工厂实现扭亏为盈，预计全年欧洲业务整体将实现扭亏。

图9：2016 年至 2025H1 公司收入按地区拆分（单位：亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图10：2020 年至 2025H1 公司收入按业务拆分（单位：亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

分业务看，乘用车、商用车及非道路业务为主要收入构成，数字与能源热管理业务延续高增长态势。

乘用车与新能源业务约贡献公司一半收入，并且受益于新能源渗透率加速提升及客户结构优化，保持强劲扩张态势，22/23/24/25H1 实现收入分别为 35.89 / 54.28 / 70.90/38.34 亿元，同比增速达 60.49% / 51.24% / 30.62%/20.48%，收入占比持续提升，分别为 42.33% / 49.27% / 55.82%/53.48%。

商用车及非道路业务则受到周期性调整影响，短期承压，22/23/24/25H1 收入分别为 40.45 / 45.16 / 41.76 / 24.26 亿元，同比变化为 -19.71% / +11.65% / -7.52%/+3.89%，占比由 23 年的 40.98% 下降至 2024 年的 32.88%。尽管短期承压，但伴随新能源趋势及海外工程机械需求逐步回暖，仍具备中长期稳定贡献潜力。

数字与能源热管理业务延续高增长态势，22/23/24/25H1 实现收入分别为 5.07 / 6.96 / 10.26/6.92 亿元，同比增速为 58.44% / 37.36% / 47.44%/58.94%，收入占比持续提升，分别为 5.92%、6.32%、8.08%和 9.65%。随着数据中心液冷及储能冷却系统市场需求持续释放，公司在数字能源领域积极拓展客户与产能，业务规模稳步扩张，逐步成长为继传统汽车与乘用车业务之后的第三增长曲线。

在手项目丰富保障未来持续增长，海外业务及数字能源项目表现亮眼。公司 24 年新获项目超 300 个，预计在生命周期达产后可贡献新增年销售收入约 90.73 亿元，按业务，乘用车项目占比达 75.42%，为公司主要增长动力，数字能源项目占比 10.50%，成长性突出，有望成为公司重要的业绩增量来源。2025 年上半年，公司在新项目领域及客户拓展方面继续取得突破，新增项目超过 200 个，预计达产后每年将再贡献约 55.37 亿元的销售收入。

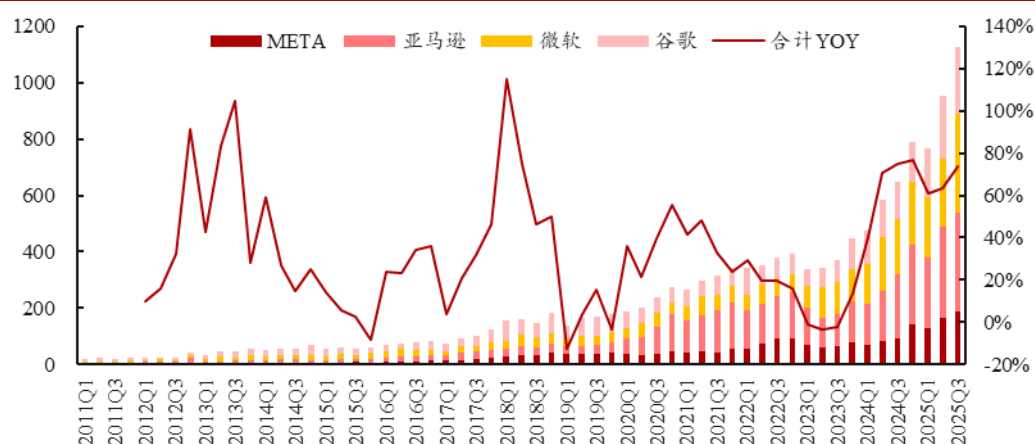
整体来看，公司收入与利润持续双增，多点开花支撑长期成长。海外业务稳步拓展，盈利能力明显改善，海外新项目批量交付与经营效率提升有望持续驱动公司业绩增长。乘用车业务强劲领跑，数字能源业务快速放量，商用车及非道路业务保持稳定贡献，多元化业务布局有效对冲行业周期波动，支撑公司收入规模与盈利能力持续向好。

2 AI 数字能源业务成中期增长有力驱动

2.1 AI 液冷驱动数据中心温控市场量价齐升

海外主要 CSP 云厂商纷纷上调资本开支预期，有望进入 AI 应用驱动算力投入的正反馈循环。Meta：2025 年资本支出指引区间从之前的 660-720 亿美元上调至 700-720 亿美元。预计 2026 年资本支出增长将“明显大于”2025 年。谷歌：2025 年资本支出将在 910-930 亿美元，这不仅高于此前 850 亿美元的指引，也是年内第二次上调该预期。预计 2026 年资本支出将有“显著增加”。微软：2026 第一财季资本支出飙升至创纪录的近 350 亿美元，同比增长 74%，远超机构此前预估的 303.4 亿美元。预计 2026 财年资本支出增速将超过去年的 58%，意味着投资额至少达到 1400 亿美元。亚马逊：预计 2025 年资本支出 1250 亿美元，高于此前预估的 1180 亿美元。预计 2026 年资本支出金额将高于 2025 年。

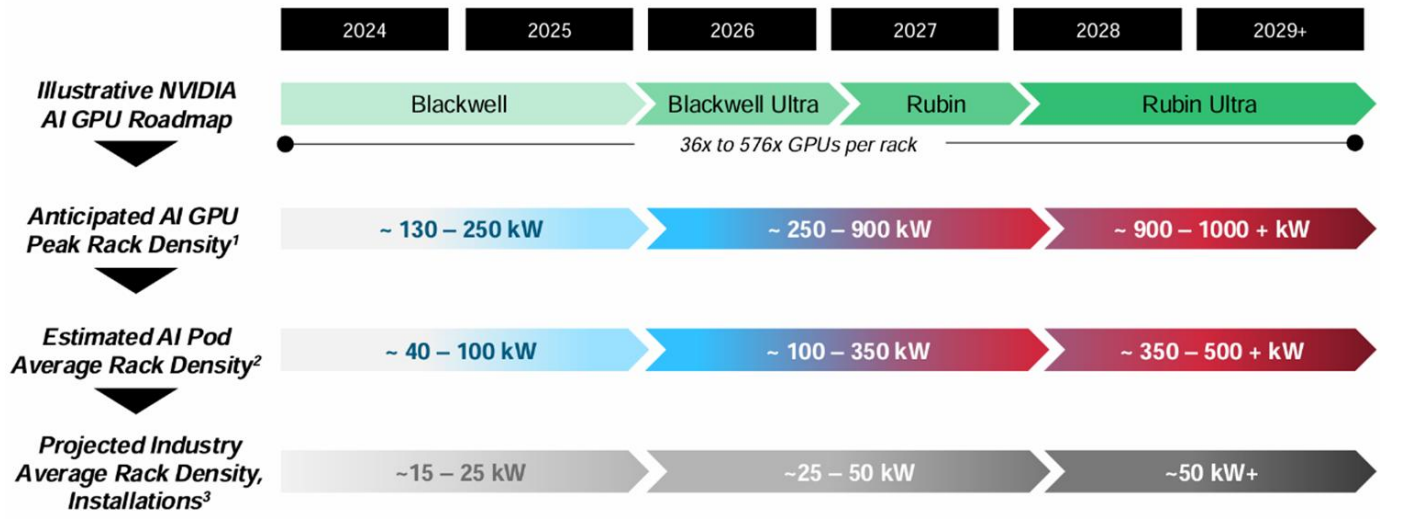
图11：北美四大 CSP 厂商资本开支及合计同比增速（亿美元，%）



资料来源：彭博，浙商证券研究所

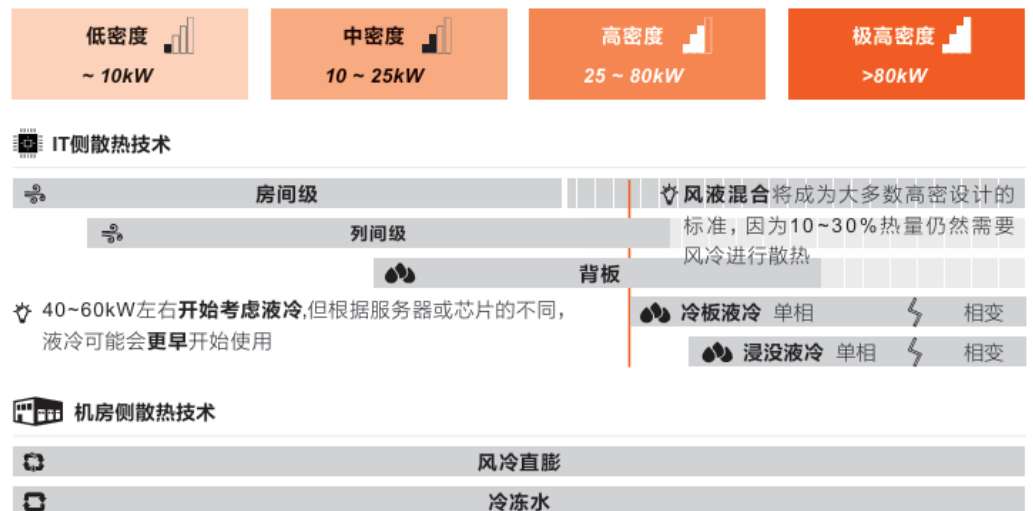
单芯片 TDP（热设计功耗）提升，单机柜功率密度已达几十千瓦甚至上百千瓦量级，传统风冷散热瓶颈出现，液冷将替代风冷逐步成为 AI 主流散热方式。2024 年 11 月，Vertiv 在 2024 年投资者活动中指出，预计 blackwell 机柜峰值密度 130-250kW，未来 rubin ultra 机柜峰值密度 900-1000+kW，而 24-25 年行业平均机架密度仅 15-25kW，以英伟达为代表的 AI 服务器机柜功耗显著高于普通机架功耗，且未来五年将加速提升。根据《绿色节能液冷数据中心白皮书》，单机柜功率 15kW 基本成为空气对流散热能力的天花板，液冷方案可满足单机柜功耗 20kW-200kW 的散热需求。

图12： 2024-2029 年英伟达主流机柜产品功耗情况



资料来源：vertiv 官网，浙商证券研究所

图13： 机柜功率密度提升带来的制冷技术演进路线



资料来源：维谛技术，《智算中心基础设施演进白皮书》，浙商证券研究所

海外和国内需求共振，液冷有望加速进入放量周期。

英伟达 GPU 及各大云厂商自研 ASIC 芯片液冷需求明显，海外液冷市场有望加速放量。整机柜产品形态驱动液冷渗透率加速提升，英伟达 GB200/GB300 NVL72 为液冷机柜；Meta 的 MTIA T-V1 芯片将采用液冷散热，T-V2 将引入 170kW 超大功率机架；微软在 25Q2 业绩会上指出，目前公司所有地区数据中心支持液冷；谷歌于 18 年第三代 TPU 起就引入液冷，后续液冷需求有望超预期。

国内超节点方案有望加速，单机柜功耗达 100kW 量级，液冷成为刚需。2025 年 4 月，华为首次发布昇腾 384 方案，7 月超节点首次在 WAIC 上展出，9 月华为昇腾产品路线图更新，超节点是发展重心。超节点单机柜功耗普遍突破 100kW，风冷无法满足高功率密度的散热需求，液冷将成为标配。华为 CM384 采用液冷加风冷的模式，液冷覆盖 70%，对于 384 颗昇腾 910C 芯片采用冷板式液冷。

图14: GB200 NVL72 液冷机柜



资料来源: Trendforce, 浙商证券研究所

图15: 昇腾 384 超节点液冷机柜



资料来源: 零氪 1+1, 浙商证券研究所

我们认为,液冷系统集成商的核心主要壁垒在于项目经验、客户认证、运维能力、规模效应等方面。

项目经验: 由于冷却液一旦出现泄漏等情况,将会影响整个数据中心正常运行,甚至造成安全隐患,因此液冷对于产品安全性、可靠性要求严格。液冷基础设施除了提供组件产品,更重要的在于对液体流速、压力、温度等的控制算法,需要基于一定的行业经验和项目积累。

客户认证: 由于液冷散热对数据中心的正常运行至关重要,同时液冷作为新型散热技术,客户在选择液冷基础设施供应商时通常需进行严格资质验证,认证过程复杂且耗时较长,而且为了减少风险,客户在选定液冷基础设施提供商后将建立长期稳定合作,不会轻易更换,因此行业先进者将具有较强先发优势。

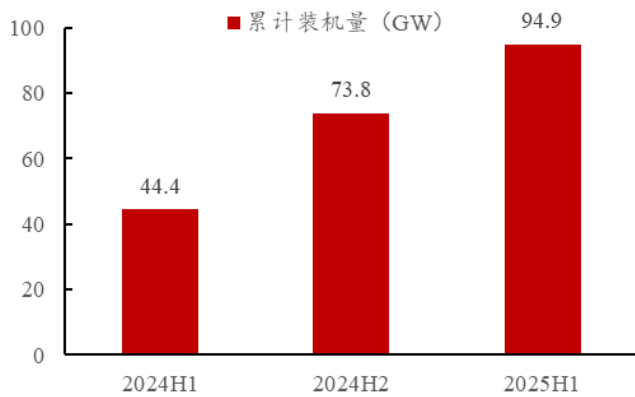
运维能力: 机房长时间运行可能会使部件老化损坏,对数据中心整体影响较大,因此液冷系统部署时不仅要考虑其基本功能,还要重视其易用性及安全性,对安装投运后的运维也提出较高要求。液冷系统供应商需要定期对系统进行检测,并在系统功能受损或出现问题时及时响应。

规模效应: 当前液冷技术作为新型散热方案,相较于风冷方案,前期投入较高,价格也成为客户选择散热方案及供应商时的考虑因素之一,因此具有更良好产业关系、以及能够规模化生产的厂商有望降低成本,提高了自身的盈利能力,同时也在竞标时更有利,有望获取更大市场份额。

2.2 储能装机高增,热管理液冷渗透率提升

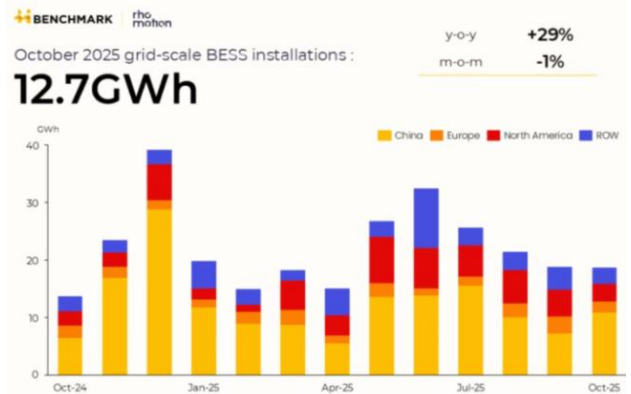
全球储能加速扩张,国内储能装机持续高增。根据 rhomition,2025 年 1-10 月,全球电网级电池储能系统 BESS 累计装机量已达 156 GWh,同比增长 38%;仅 10 月份单月,全球即新增了 12.7 GWh 的并网容量,同比激增 29%。根据 CNESA,2025 年 1-10 月,国内新增装机规模达到 35.8GW,同比增长 36%,预计到 2025 年底新增投运规模将达到 42GW-45GW (24 年国内新增投运规模为 43.7GW)。

图16: 24H1-2025H1 中国已投运新型储能累计装机量 (GW)



资料来源: 国家能源局, 赛迪顾问, 浙商证券研究所

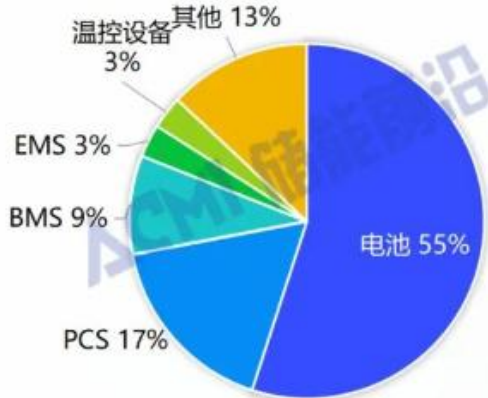
图17: 24年全球储能新增装机预测 (GW)



资料来源: rho motion, 海外光储指北针, 浙商证券研究所

随着储能电池密度提升, 储能液冷加速风冷替代。温控在储能系统成本中占比约 3-5%, 将储能电池设备温度保持 10-35℃合理区间, 保障系统正常运行、降低电池间温差延长寿命衰减。储能热管理技术路线主要分为风冷、液冷、热管冷却、相变冷却, 其中热管和相变冷却技术尚未成熟, 市场以风冷、液冷为主。相比于传统风冷, 液冷通过液体对流降低电池温度, 散热效率、散热速度和均温性好, 占地面积小, 更适用于电池包能量密度高、充放电速度快、环境温度变化大的场合, 同时电池密度不断提升使对温控散热要求提升, 液冷在储能温控场景中渗透率不断提升。

图18: 储能系统成本构成



资料来源: 储能前沿公众号, 浙商证券研究所

图19: 储能风冷及液冷散热技术对比

	风冷	液冷
冷却介质	空气	液体
接触方式	直接	间接/直接
设计	简单	复杂
传热效率	较低	较高(0.5-10)
维护	要求低, 容易实现	系统复杂, 维护较为困难
换热系数	25-100	1000-50000
温度均匀性	非均匀	均匀
安装	容易	难
适用场景	电池能量密度低、充放电速度慢的场合	能量密度高、充放电速度快、环境温度变化大的场合

资料来源: 智妍咨询, 浙商证券研究所

预计 25 年储能液冷渗透率将达 45%, 带动单 GWh 温控价值量提升。随着液冷技术在储能领域加速落地应用, 主流厂商密集推出液冷储能系统产品, 市场产品类型更加丰富。GGII 测算 2022-2025 年中国储能温控市场规模将从 46.6 亿元增长至 164.6 亿元, 年复合增长率 (CAGR) 为 52.3%。据储能前沿, 2025 年预计储能液冷渗透率达 45%, 市场规模超 70 亿元。

图20: 24年部分厂商推出液冷储能系统产品

公司	产品	系统容量 (MWh)	电芯 (Ah)
科华数能	S3-EStation 2.05MW/10MWh 智慧液冷储能系统	5/10	314Ah
宁德时代	天恒储能系统	6.25	自研 587Ah
比亚迪	MC Cube-1魔方系统	6.432	新一代大容量“长刀电池”
蜂巢能源	短刀液冷储能系统	6.9	自研 325/350 短刀电芯
瑞浦兰钧	6.9MWh储能电池舱	6.9	问顶 345Ah
科创储能	10MWh浸没式液冷储能系统	10	-
力神电池	LS-Container 10M液冷集装箱	10	力神 314Ah 电芯
欣旺达	NoahX2.0液冷储能系统	5.015	自研 314Ah
远景储能	EnPower智慧储能	5.6	350Ah
天能能源	5MWh液冷储能电池舱	5	自研 314Ah
晶科能源	蓝鲸 5MWh 大型储能系统 SunTera G2	5	CoT314Ah
天能储能	新一代 5MWh 智慧液冷储能系统	5	314Ah
沃太能源	20尺 5MWh 液冷储能系统	5	314Ah
双登集团	能源守护者2.0-5.015MWh 液冷储能系统	5.015	-
特变电工	5MWh液冷集装箱、组串式液冷储能系统	5.015	314Ah
智光电气	3.4MW/6.8MWh 集装箱液冷储能系统	3.4/6.8	280Ah

资料来源: 智妍咨询, 浙商证券研究所

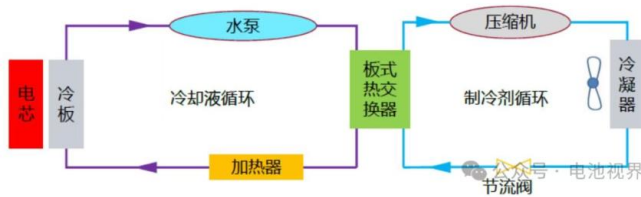
图21: 25年预计储能液冷渗透率达45%



资料来源: 储能前沿公众号, 浙商证券研究所

储能液冷系统由液冷机组、储能电池冷板、循环管路、快速接头等关键部件构成。配水管路将电池芯热量带出，水循环系统提供循环动力，制冷系统利用压缩制冷原理将热量排出，控制系统搭配EMS、BMS进行温度、压力调配。

图22: 储能液冷原理



资料来源: 电池视界公众号, 浙商证券研究所

图23: 储能液冷系统组成

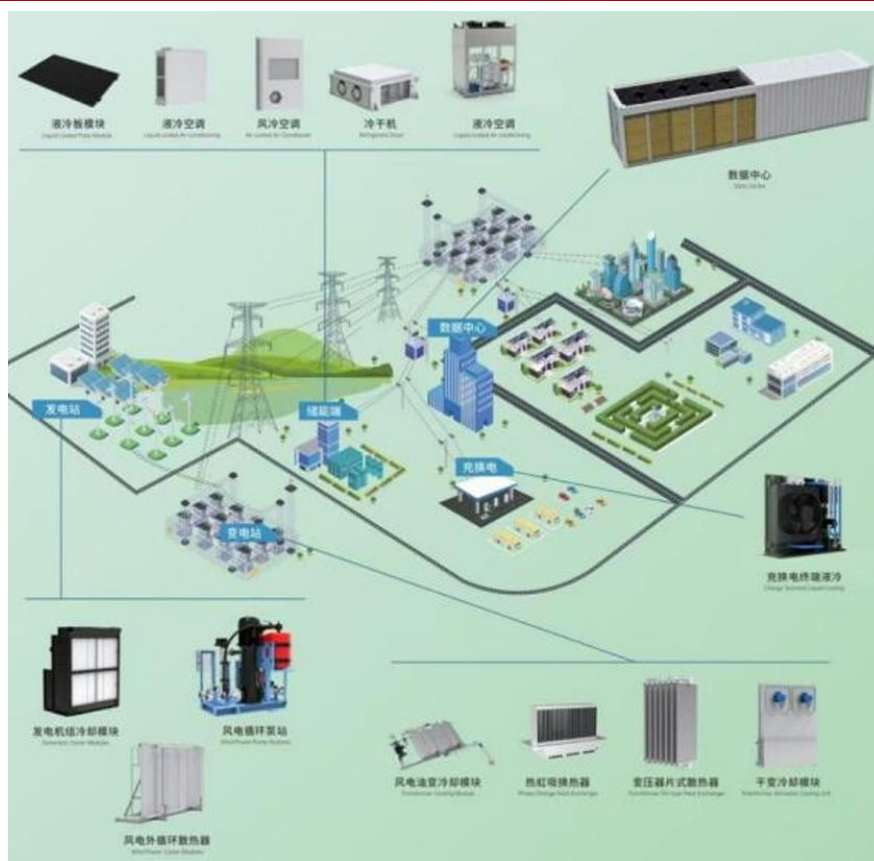


资料来源: 电池视界公众号, 浙商证券研究所

2.3 储能+算力液冷成中期增长贡献主力军

加大数字能源研发投入，已形成算力、储能、超充等场景较完整的品类布局。近年来公司在数字与能源领域加大研发投入，专注于数据中心及算力芯片、超充、储能等应用场景的液冷热管理总成及集成系统的开发。

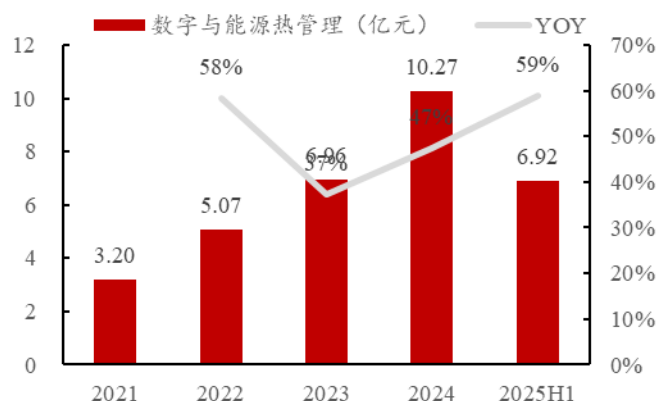
图24: 公司数字与能源产品系列



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

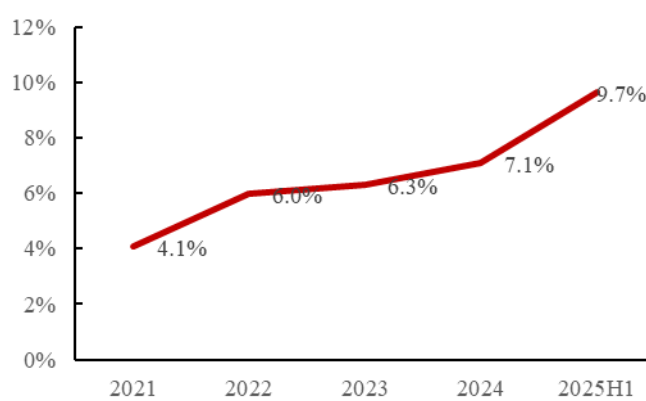
数字能源业务板块预计未来 2-3 年保持高增，远期展望数据中心有望成为公司未来最大增量板块。2021 年公司围绕特高压、地热、储能、风力发电、制氢储氢、化工、数据中心等工业换热板块业务发展，前瞻布局第三曲线，2022 年-2025H1 分别实现收入 5.1/7.0/10.3/6.92 亿元，分别同比增长 58%/37%/47%/59%。2025H1 公司整体累计新获项目超 200 个，生命周期内新获项目达产后将为公司新增年销售收入约 55.37 亿元，其中数字与能源板块新项目定点增速较高，预计量产后年为公司新增销售收入 6.37 亿元，占公司整体新获项目创收比重为 11.5%，高于 25H1 数字能源业务占整体收入比重的 9.7%，说明后续具备较大增长潜力。随着数据中心液冷系统、发电机冷却模块、储能液冷空调等各类液冷产品陆续进入量产，公司预计数字能源业务未来 2-3 年均能保持高速增长。从远期来展望，数据中心热管理预计超过数字与能源事业部整体规模的 50%，有望成为公司未来最大增量板块。

图25：公司数字与能源热管理业务快速增长



资料来源：wind，浙商证券研究所

图26：公司数字与能源热管理业务收入占比快速提升



资料来源：wind，浙商证券研究所

数据中心领域 24 年实现客户从 0 到 1 突破，获 500MW 算力液冷散热订单。24 年 8 月控股子公司开山银轮获取某数据中心整体解决方案服务商订单，供应 108 套 BTB 算力中心液冷散热系统，24 年 12 月又获三家数据中心整体解决方案服务商订单，供应共 193 套算力中心液冷散热系统。公司 24 年陆续获得算力中心液冷散热系统订单，实现数据中心新领域从 0 到 1 的突破，展现客户对公司技术能力的认可，24 年累计订单能为客户解决超过 500 兆瓦算力的高效热管理。

表3：公司数据中心液冷订单获取情况

订单获取时间	客户	散热系统数量
2024 年 8 月	某数据中心整体解决方案服务商	108 套
2024 年 12 月	三家数据中心整体解决方案服务商	193 套

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

数据中心领域液冷产品布局完善，25 年上半年客户项目进展乐观。在数据中心领域，公司已形成了覆盖服务器机柜内外部的液冷产品布局，包括兆瓦级浸没一体式液冷设备、精密空调+冷却塔、服务器液冷/风冷 CDU+芯片冷板模组+Manifold、柴油发电机液冷模块等，部分品类已进入逐步放量阶段，部分品类处在验证阶段。目前公司明确数据中心液冷 1（系统）+2（风液式/液冷 CDU 换热器和冷板）+N（零部件）发展战略规划，并初步形成 3+3+N 的客户布局，客户覆盖国内外，与相关客户的项目合作取得积极进展。

储能领域进入头部客户供应链，持续获取储能热管理订单。储能方面，目前公司主要客户已包括阳光电源、中车、比亚迪、宁德时代等众多知名企业，23 年陆续获得了阳光电源储能及光伏逆变器液冷机组、国际客户发电机组冷却模块、国内头部客户储能液冷、三变和江变等客户铝片式变压器换热器、日立能源等风电变压器换热器等项目，24 年上半年获得了阿里斯顿、比亚迪、中车、阳光电源等项目。25 年上半年储能热管理快速放量，新能源重卡兆瓦级超充产能逐步提升。

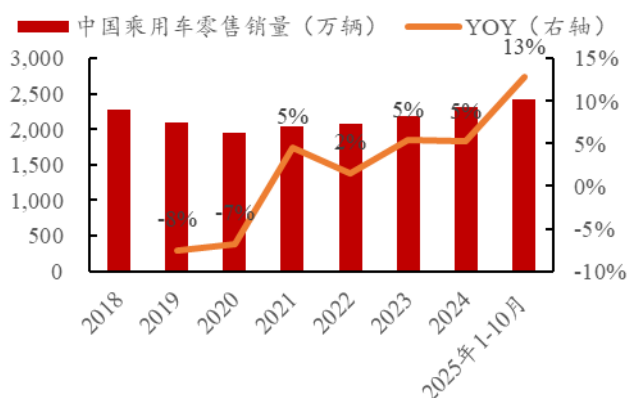
拟收购深蓝股份，外延并购有望实现赋能。25 年 11 月公司公告拟以自有资金约 1.3 亿元，通过股权收购与增资方式取得深蓝股份 55%以上股权，成为其控股股东并将其纳入合并报表范围，并计划结合股票定向发行等交易方式，使持股比例提升至 60%以上。胜蓝股份聚焦于储能温控、通信空调、工业空调等领域，专注暖通空调智能控制器、压缩机变频驱动器等产品，有望赋能公司数据中心液冷及储能液冷等业务

3 汽车热管理品类+份额+客户持续拓展

3.1 汽车电动化+智能化，带动单车价值量提升

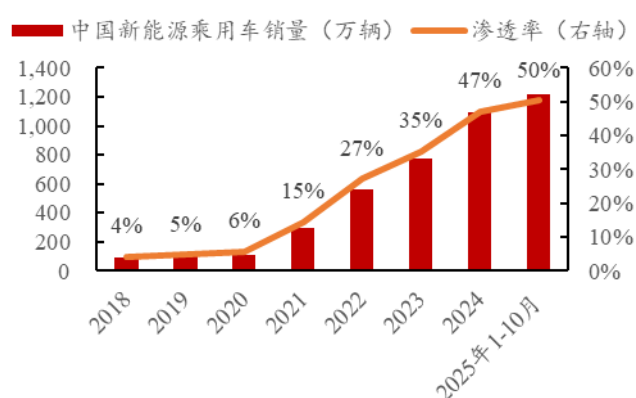
新能源汽车渗透率加速提升，新能源汽车已成为拉动国内乘用车市场增长的核心引擎。汽车热管理从系统和整车的角度出发，统筹调整整车热量与环境热量，保持各部件工作在最佳温度范围。2024 年我国新能源汽车市场增长强劲，全年渗透率高达 47%，同比提升 12pct。25 年 1-10 月乘用车零售销量新能源渗透率达 50%，同比提升 7.0pct。乘联会秘书长预测 25 年新能源汽车销售量有望达 1614 万台，同比增长 32%，新能源汽车市场渗透率预计将进一步提升至 56%。

图27： 2018 年至 2025 年 1-10 月中国乘用车销量及同比增速



资料来源：wind，乘联会，浙商证券研究所

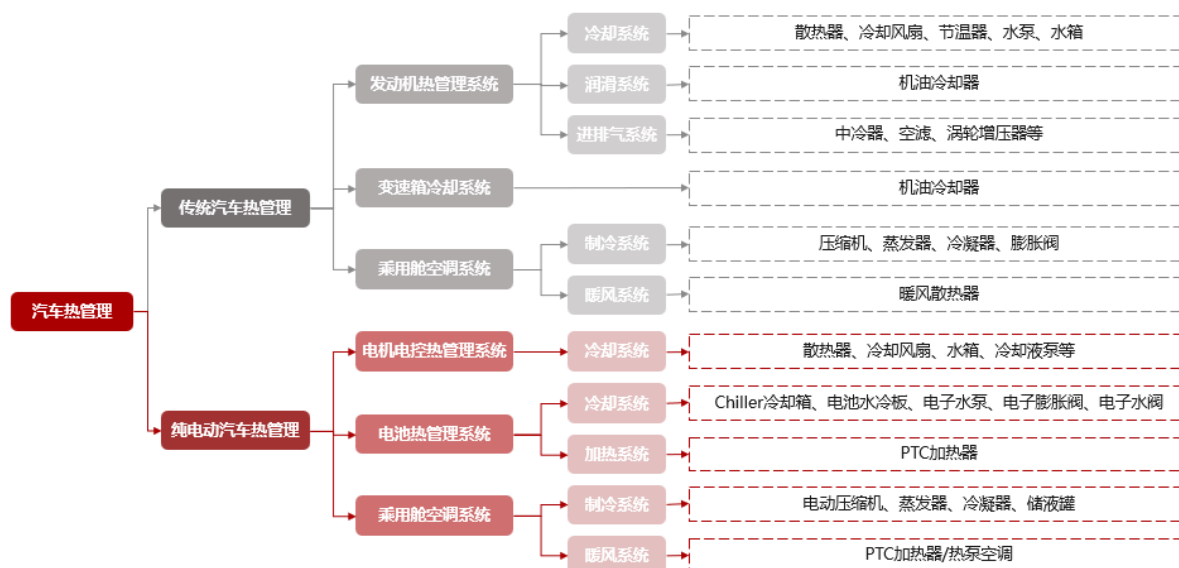
图28： 中国乘用车新能源渗透率快速提升



资料来源：wind，乘联会，浙商证券研究所

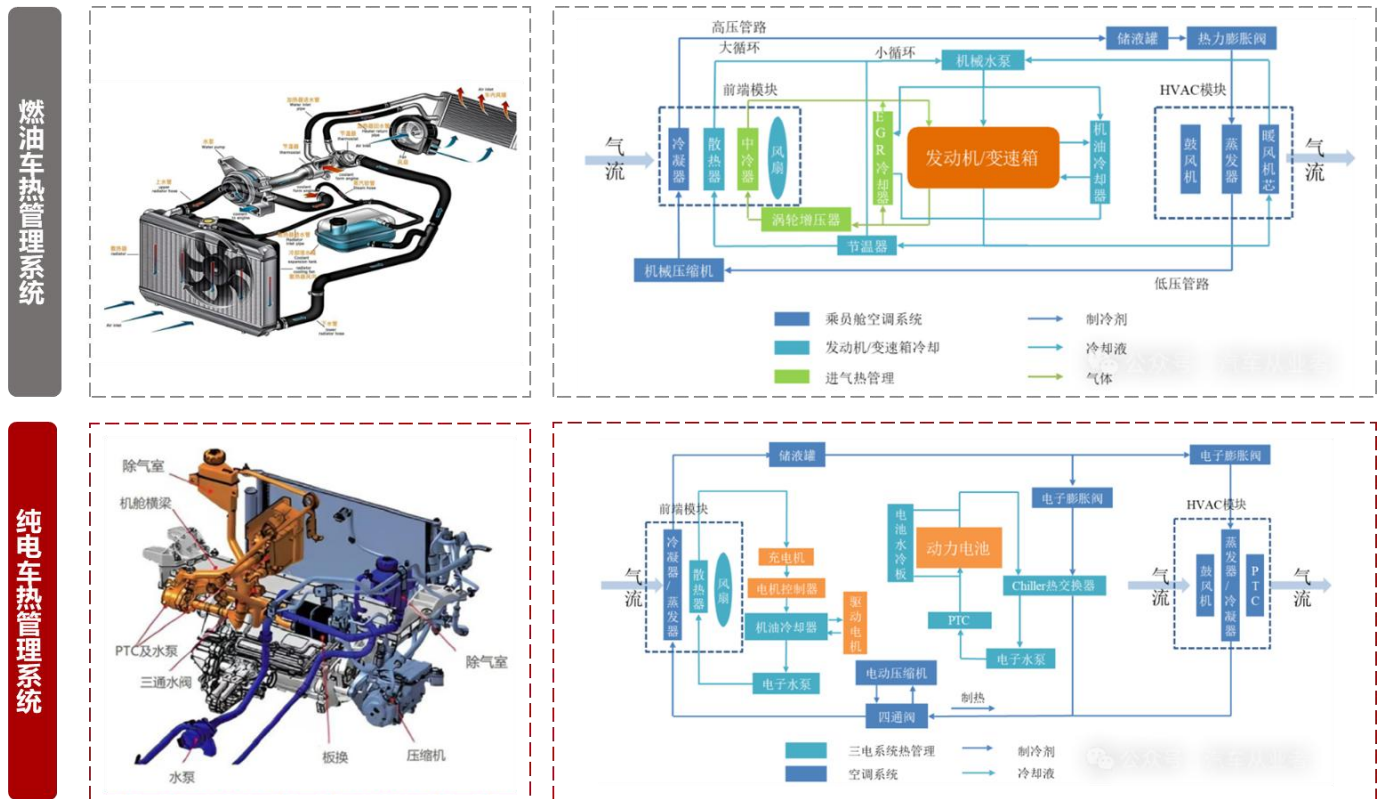
新能源汽车系统结构变化，对热管理提出更高要求。由于新能源汽车由于采用新型能源驱动，较传统燃油汽车新增了动力电池和电驱动系统，热源更多且热管理模块结构更复杂，同时三电系统对温度敏感性较高，直接关系整车性能和能耗，因此对冷却和加热均提出更高要求。同时，新能源汽车由于智能座舱和智能驾驶功能的提升，芯片算力大幅提升，部分车型新增了对芯片散热的需求。

图29： 传统汽车热管理及纯电动汽车热管理构成对比



资料来源：汽车从业者公众号，浙商证券研究所

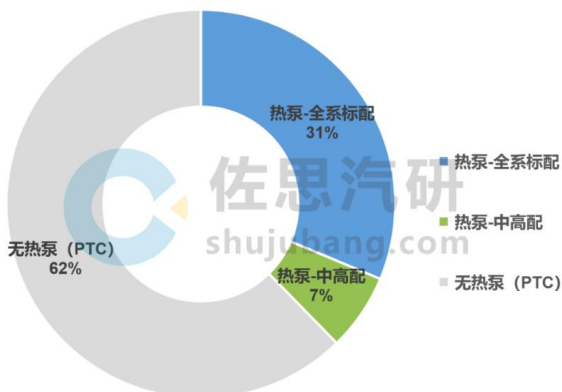
图30: 传统汽车热管理及纯电动汽车热管理回路对比



资料来源: 汽车从业者公众号, 浙商证券研究所

热泵体系有望解决续航问题, 成为新能源汽车主流散热配置之一。由于新能源汽车缺少内燃机的自发热特性, 空调热管理系统在制热上需要增加新的热源, 按技术路线来分, 主要分为 PTC 体系和热泵体系。PTC 即正温度系数热敏电阻, 可以在通电后发热, 并通过对途经的空气或冷却液进行加热从而达到为舱内供暖的目的。而热泵则是基于逆卡诺循环的原理, 通过冷媒气体压缩及冷凝等过程, 将外界环境的热量转移到电池舱或乘员舱内, 达到供暖的目的。由于热泵体系不直接消耗电能发热, 相较于 PTC 体系, 节能程度要更佳, 更适配新能源汽车对于续航控制的理念, 因此受到广泛关注, 逐步成为新能源汽车的主流配置之一。根据佐思汽研, 2024 年 1-6 月销售新能源乘用车中配置热泵系统的车型占比高达 38%。

图31: 2024 年 1-6 月中国新能源乘用车热管理系统统计



资料来源: 佐思汽研, 浙商证券研究所

图32: PTC 方案与热泵方案对比

类型	PTC	热泵
结构	简单	较复杂
可靠性	高	较高
控制难度	简单	较复杂
制热效率	较低, COP < 1	COP > 1, 低温环境下影响效率
能量转换	电能→热能	消耗少量电能

资料来源: 易贸 AUTO 行家, 浙商证券研究所

相比于传统燃油车，新能源汽车热管理系统单车价值量成倍提升。相较于传统燃油车热管理，新能源汽车热管理系统新增了电动压缩机、电池冷板、Chiller 和电磁阀等高价值量部件，系统整体成本大幅提升，新能源汽车热管理市场将打开发展空间。据盖世汽车研究院测算，传统燃油汽车热管理核心部件单车价值量约为 2150~2450 元，而新能源汽车 PTC、热泵（R134a）以及 CO₂热泵体系核心部件单车价值量分别约为 5850~6050 元/7150~7350 元/9550~9950 元，为传统燃油车的 2~4 倍。

表4：新能源汽车热管理系统核心部件价值大幅提升

零部件种类	传统燃油车体系	新能源汽车		
		PTC 体系	热泵体系(以 R134a 为例)	CO ₂ 热泵体系
空调箱（HVAC）	400	400	700	700
制冷剂管	200~300	350	450	1300~1500
压缩机	450~550	1400~1600	1400~1600	2500~2700
冷凝器	100	150	150	200
Chiller	-	100	100	200
电磁阀	-	500	1200	1500
水泵(含管路、传感器)	300	700	700	700
散热器	150	150	150	150
电池冷板	-	600	600	600
其它	550~600	~1500	~1700	~1700
单车价值合计(元)	2150~2450	5850~6050	7150~7350	9550~9950

资料来源：盖世汽车研究院，浙商证券研究所

随着新能源乘用车渗透率及热泵系统渗透率提升，乘用车热管理市场规模持续扩大。据浙商证券研究所测算，中国 2025-2027 年乘用车热管理市场规模分别为 1264/1369/1481 亿元，YOY 分别+15%/8%/8%，全球 2025-2027 年乘用车热管理市场规模分别为 2271/2412/2556 亿元，YOY 分别+7%/6%/6%。

表5：中国乘用车热管理市场规模测算

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国乘用车销量（万辆）	2601	2755	2948	3124	3312
YOY	10%	6%	7%	6%	6%
中国新能源乘用车销量（万辆）	900	1228	1621	1875	2153
YOY	38%	36%	32%	16%	15%
新能源渗透率	35%	45%	55%	60%	65%
热泵空调渗透率	25%	30%	35%	40%	45%
热泵空调 ASP（元）	7250	7033	6822	6617	6418
热泵空调市场规模（亿元）	163	259	387	496	622
PTC 渗透率	75%	70%	65%	60%	55%
PTC ASP（元）	5950	5772	5598	5430	5267
PTC 市场规模（亿元）	402	496	590	611	624
新能源汽车热管理市场规模（亿元）	565	755	977	1107	1245
中国燃油乘用车销量（万辆）	1701	1527	1326	1250	1159
热管理系统 ASP（元）	2300	2231	2164	2099	2036

燃油车热管理市场规模（亿元）	391	341	287	262	236
中国乘用车热管理市场规模（亿元）	956	1096	1264	1369	1481
YOY	21%	15%	15%	8%	8%

资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所测算

表6：全球乘用车热管理市场规模测算

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球乘用车销量（万辆）	6527	6658	6858	7063	7275
YOY	11%	2%	3%	3%	3%
全球新能源乘用车销量（万辆）	1305	1629	2057	2472	2910
YOY	24%	25%	26%	20%	18%
新能源渗透率	20%	24%	30%	35%	40%
热泵空调渗透率	23%	27%	32%	36%	40%
热泵空调 ASP（元）	7250	7033	6822	6617	6418
热泵空调市场规模（亿元）	218	309	449	589	747
PTC 渗透率	77%	73%	68%	64%	60%
PTC ASP（元）	5950	5772	5598	5430	5267
PTC 市场规模（亿元）	598	686	783	859	920
新能源汽车热管理市场规模（亿元）	816	996	1232	1448	1667
中国燃油乘用车销量（万辆）	5222	5029	4800	4591	4365
热管理系统 ASP（元）	2300	2231	2164	2099	2036
燃油车热管理市场规模（亿元）	1201	1122	1039	964	889
全球乘用车热管理市场规模（亿元）	2017	2118	2271	2412	2556
YOY	15%	5%	7%	6%	6%

资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所测算

3.2 品类扩张+份额提升+客户拓展打开成长空间

本土厂商在新能源汽车领域奋起直追，其中公司产品种类布局较为完善。传统汽车热管理主流供应商以电装、法雷奥、翰昂、马勒等老牌外资厂商为主，市场集中度较高，以系统产品配套为主，国内厂商如公司、三花智控、奥特佳等在新能源汽车领域发展较快，同时具备成本及地理位置两大优势，已由部件配套的阶段转向配套系统产品阶段。公司汽车热管理产品布局完善，包括电池热管理系统、空调系统、热泵系统等以及电池冷却板、Chiller、电子水泵等零部件，产品配套种类完整有利于满足客户定制化需求，提供丰富的产品与解决方案。

表7：汽车热管理主要供应商产品布局对比

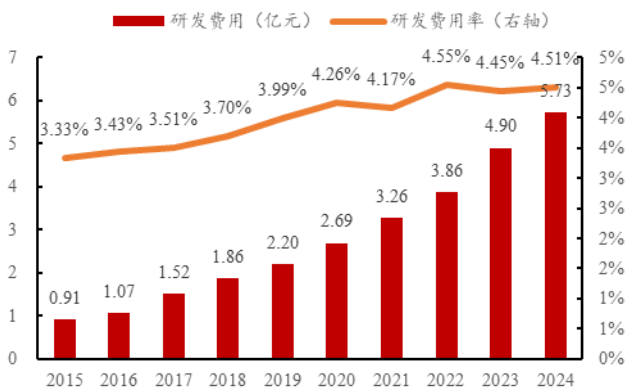
	电池热管理系统	冷却板	Chiller	空调系统	热泵空调系统	电子水泵	电子膨胀阀	电动压缩机
外资厂商	电装	✓		✓	✓			
	法雷奥	✓		✓	✓			
	翰昂	✓		✓	✓			
	马勒	✓		✓				

三电	✓			✓		✓	
银轮股份	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
三花智控	✓	✓	✓		✓	✓	✓
中鼎股份	✓						
奥特佳	✓			✓	✓		✓
松芝股份	✓		✓	✓	✓		✓
盾安股份						✓	✓
航天机电				✓			
飞龙股份						✓	
拓普集团						✓	✓
科创新源		✓					

资料来源：一览众车，汽车从业者公众号，佐思汽研，汽车电子学堂，各公司公告，浙商证券研究所整理

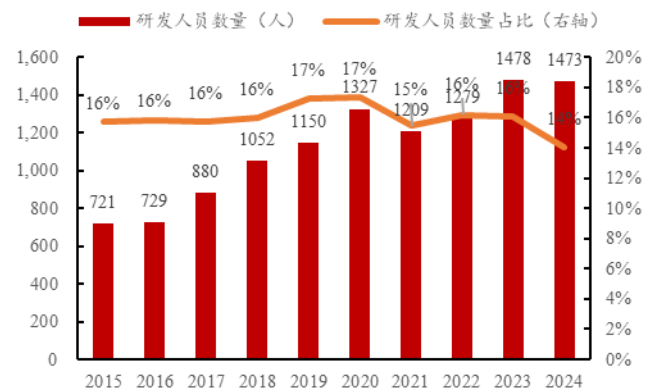
持续加大研发投入，技术储备充分。公司研发支出快速增长，占收入比重呈现稳步提升趋势，近年来已保持在4%以上。目前公司在上海、欧洲、北美均设立研发中心，累计有效专利数量1167项，主要覆盖液冷系统、PTC加热器、电池热管理及多通阀等关键技术领域。

图33： 公司研发支出占收入比重稳步提升



资料来源：wind，浙商证券研究所

图34： 公司研发人员数量逐年增长



资料来源：wind，浙商证券研究所

图35： 全球研发资源布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

具备全球化生产供应能力，满足客户需求。公司按照规模经济、比较成本原则和贴近客户原则，在全球范围内合理规划生产布局，已在全球建立 11 个海外生产基地及研发中心，以全球化供应能力满足客户的需求，目前在国内的浙江、上海、山东、湖北、江苏、广东、广西、江西、四川、陕西、安徽等地建有子公司和生产基地，同时面向海外大客户属地化生产布局完善，在美国、墨西哥、瑞典、波兰、马来西亚等国家建有研发分中心和生产基地。

表8：公司全球生产基地及研发中心布局情况

地区	工厂	基本情况及进展	主要产品
北美	莫顿工厂	建于 2011 年，2021 年下半年投产，主要服务于北美工程机械客户，如卡特彼勒、约翰迪尔、凯斯纽荷兰、纳威工程机械热管理产品	斯塔、康明斯等
	TDI 工厂	服务于某北美著名汽车品牌	乘用车、卡车变速箱、发动机热交换器
墨西哥	钻石工厂	23 年上半年完成建设，多个为北美客户提供配套的项目进入量产。24 年 12 月获某欧洲著名汽车品牌新能源汽车新能源汽车电池冷却板	电池冷却板定点，预计将于 27 年开始批量供货
	华富山工厂	24 年建成投产	
	蒙特雷工厂	25 年 2 月获北美著名汽车品牌新能源汽车散热器项目定点，预计将于 27 年开始批量供货	新能源汽车电池散热器
欧洲	瑞典 Setrab AB 工厂	客户包括法拉利、兰博基尼、宾利等豪华超跑	高端跑车热管理产品
	波兰工厂	23 年投产，23 年 8 月首批 HVAC 产品发运交付	空调系统等
	德国普锐工厂	2015 年收购	商用车热管理产品
东南亚	印度合资工厂	初期以工程机械热管理产品为主，后续逐步拓展市场	
	马来西亚乘用车工厂	已建成投产	乘用车热管理产品
	马来西亚商用车工厂	完成建设规划	商用车热管理产品

资料来源：wind，公司公告，公司官网，可持续发展报告，投资者关系平台，浙商证券研究所整理

进入大客户供应链，形成稳固伙伴合作关系。汽车供应链通常验证周期较长，且进入供应体系后不轻易更换供应链，具有较强客户粘性。目前公司各领域业务均已进入头部客户供应链，汽车主要客户涵盖宝马、戴姆勒、奥迪、法拉利、通用、福特、日产、康明斯、卡特彼勒、沃尔沃、丰田等全球发动机及整车厂商，以及国内吉利、广汽、长城、长安、上汽、一汽、东风、福田、潍柴、重汽、江淮、徐工等主要自主品牌，客户覆盖率持续提升，保障未来长期可持续发展。

表9：公司各领域主要客户

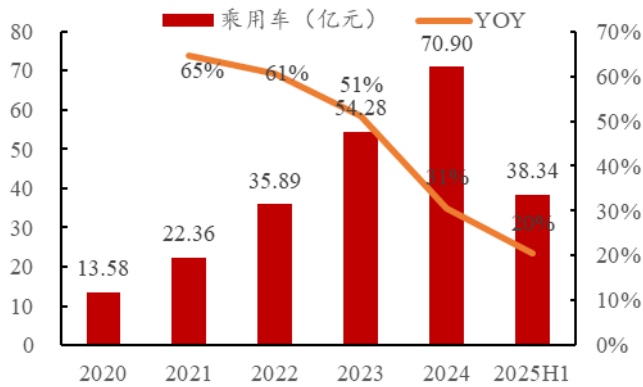
领域	主要客户
新能源汽车	沃尔沃、保时捷、蔚来、小鹏、零跑、通用、福特、宁德时代、吉利、长城、广汽、比亚迪、宇通、江铃、长安等
燃料电池	亿华通、上汽大通等
乘用车	福特、通用、宝马、雷诺、曼胡默尔、捷豹路虎、广汽三菱、东风日产、丰田、吉利、广汽、长城、长安、比亚迪、上汽等
超级跑车	法拉利、奥迪、奔驰、兰博基尼、宾利、宝马、迈凯伦、福特等
商用车	戴姆勒、康明斯、纳威司达、斯堪尼亚、一汽解放、东风汽车、中国重汽、北汽福田、玉柴、锡柴、潍柴等
工程机械	卡特彼勒、约翰迪尔、住友、徐工、龙工、三一重工、久保田等
数字与能源	ABB、康明斯、卡特、MTU、格力、美的、海尔、海信、三星、LG、天舒等

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

基于以上核心竞争力，公司汽车热管理相关业务持续增长。公司乘用车业务增长势头强劲，2021 年至 2024 年分别实现收入 22.36/35.89/54.28/70.90 亿元，分别同比增长 65%/61%/51%/31%，25H1 收入 38.34 亿元，同比+20%；商用车及非道路整体稳健，2021

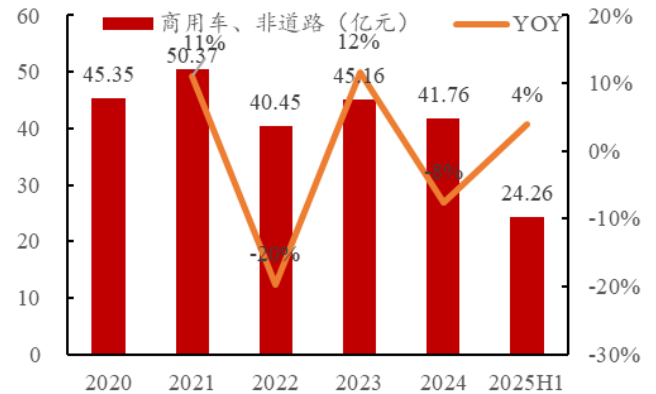
年至 2024 年分别实现收入 50.37/40.45/45.16/41.76 亿元，同比增速分别为+11%/-20%/+12%/-8%，25H1 收入 24.26 亿元，同比+4%。

图36： 2020 年至 2025H1 公司乘用车与新能源收入及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

图37： 2020 年至 2025H1 年公司商用车、非道路收入及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

成为宁德时代战略合作伙伴，海外客户持续突破。22 年 7 月公司获某国内某知名新能源车企新平台项目三类热管理产品的定点采购，该客户为国内具有代表性的新势力新能源车企之一，首次正式进入该客户的供应商体系，并为其提供热管理系列产品。22 年 11 月与宁德时代签署战略合作协议，进一步加深双方在电池冷却板、铜铝巴、铝压铸件、CTC 集成模块、储能柜冷却系统等合作，开展全系列产品类等深度合作，并加强双方共同开发海外项目的合作模式。23 年以来公司持续获取海外客户新能源汽车产品项目定点，获得北美著名汽车品牌、欧洲著名汽车品牌、国际著名机械设备公司等客户的散热器、冷却板、热管理产品等定点，批量供货时间预计在 2026-2027 年，保障后续收入的稳健增长。

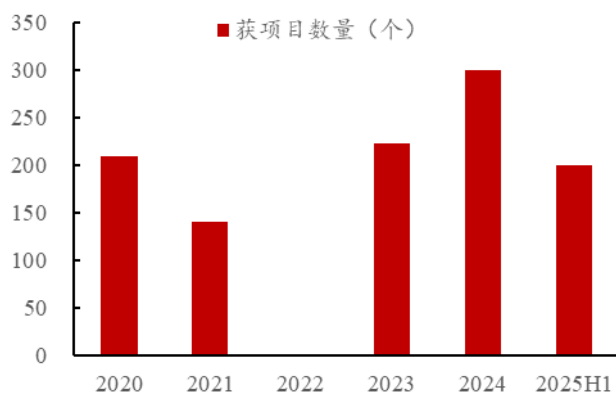
表10： 近两年公司获国际客户定点情况

时间	主体	客户	项目定点	预计批量供货时间	客户预测销售额
25 年 2 月	YINLUN TDI, LLC	某北美著名汽车品牌	新能源汽车散热器	2027 年	生命周期内销售额约 6,134.40 万美元
24 年 12 月	TDI MANUFACTURING MEXICO, S DE RL DE CV	某欧洲著名汽车品牌	新能源汽车电池冷却板	2027 年	生命周期内约 3,915 万欧元
24 年 9 月	Thermal Management Technology SP.ZO.O.	欧洲某汽车制造商的子公司	新能源车热管理产品	2026 年	新增年均销售额约 5,600 万人民币
24 年 8 月	Yinlun TDI, LLC	某国际著名汽车制造商	新能源卡车集成模块	2027 年	新增年销售收入约 12,000 万人民币
24 年 3 月	控股子公司	某国际著名机械设备公司	商用设备的超大型冷却模块	2024 年三季度	新增年销售额约 28,000 万人民币
24 年 2 月	公司	欧洲某汽车制造商	全球电动车平台冷凝器	2026 年 12 月	生命周期（5 年）内预计销售额约 42,400 万人民币
24 年 1 月	浙江银轮新能源热管理系统有限公司	欧洲著名汽车零部件制造商	新能源汽车 chiller	2026 年 5 月	生命周期（8 年）内预计销售额约 1,940.26 万欧元
23 年 12 月	上海银轮热交换系统有限公司	欧洲某著名汽车零部件制造商	新能源汽车空调箱	2026 年 5 月	生命周期（8 年）内预计销售额约 8,210 万欧元
23 年 12 月	公司	美国某电动汽车制造商	空调箱	2024 年 9 月	生命周期（年 5）内预计销售额约 4,176 万美元
23 年 10 月	公司	汉格斯特	乘用车铝油冷器	2024 年 7 月	生命周期内预计销售额约 7,085 万人民币
22 年 7 月	浙江银轮新能源热管理系统有限公司、上海银轮热交换系统有限公司	国内某知名新能源车企	新平台项目三类热管理产品	近两年内（从公告日期算）	生命周期（6 年）内销售额预计约 17 亿元人民币

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

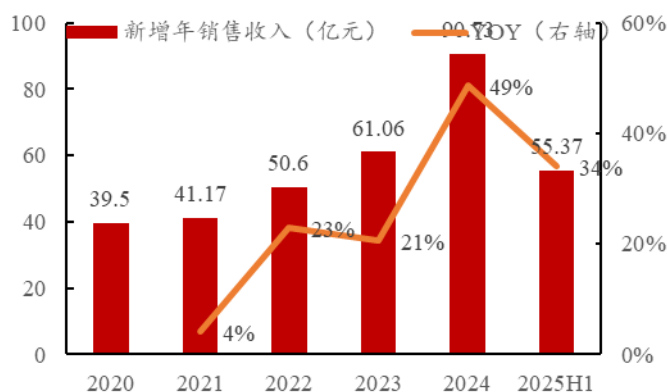
每年新获项目数量逐年提升，带动未来销售收入加速增长。公司每年订单达产后预计新增年销售收入逐年增长，2020年-2025H1分别为39.5/41.17/50.6/61.06/90.73/55.37亿元，且新能源业务占比不断提升，2020年-2023H1分别为27%/49%/70%/78%。25H1公司累计新获取超200个项目，根据客户需求与预测，生命周期内新获项目达产后将为公司新增年销售收入约55.37亿元，比24年同期增长34%。

图38：2020年至2024年公司获项目数量



资料来源：wind，浙商证券研究所

图39：2020年至2024年公司新订单预计新增年销售收入



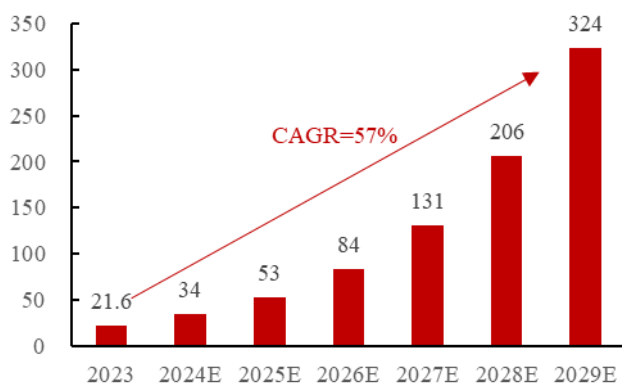
资料来源：wind，浙商证券研究所

4 布局人形机器人，拓宽远期成长边界

4.1 机器人产业爆发前夕，市场空间广阔

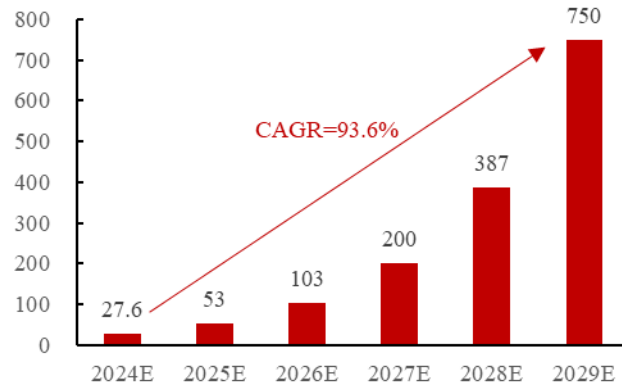
近年来技术及需求共同推动人形机器人产品迅速发展，未来市场空间广阔。随着全球科技巨头持续加码AI，人工智能加速向物理世界渗透，人形机器人作为AI技术的重要载体，在工业制造、医疗服务、家庭等场景应用优势显著，目前已实现落地并展现广阔应用前景。根据中国人形机器人产业大会的预测，2025年全球人形机器人市场规模有望达到53亿美元，并在2029年攀升至324亿美元，中国市场同样展现出巨大潜力，预计2024年国内市场规模约为27.6亿元，至2029年有望突破750亿元，人形机器人产业正步入加速发展期。

图40：全球人形机器人产业规模情况（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图41：中国人形机器人产业规模情况（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

执行器为运动的关键部件，价值量占比较高。人形机器人是一种利用人工智能和机器人技术制造的具有类似人类外观和行为的机器人，主要由旋转执行器、线性执行器、感知系统、灵巧手、通讯、散热、电池组、仿生关节等构成。相比其他机器人，人形机器人需

要保持相对平衡并适应不同行走环境，执行器是实现其运动的关键部件，根据前瞻产业研究院，人形机器人线性执行器、旋转执行器价值量占较高，达到约 40%。

图42：人形机器人价值量拆解及核心零部件



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

由于高密运算及高性能运动控制，人形机器人对热管理提出更高要求。不同于工业机器人在人机协作和自动化生产场景中的应用，人形机器人集成了人工智能算法和高性能运动控制技术，配备高算力的智能计算芯片，支撑复杂的人机交互和自主决策功能。这种高密度运算不仅对控制系统性能提出严苛要求，同时带来了巨大的热管理挑战。良好的热管理系统不仅能够有效避免热量堆积导致的性能下降，还能显著提升人形机器人在持续工作场景中的稳定性和安全性。

以特斯拉人形机器人擎天柱（Optimus）为代表，当前领先的人形机器人产品在部件集成复杂度上进一步加深了热管理的难题。擎天柱的核心部件包括机器人控制模块、电池组、结构执行器和灵活机械手，每一部分都面临严峻的热管理挑战。控制模块作为机器人的大脑，集成了高性能 CPU、GPU 及 AI 加速芯片，承担着复杂的感知处理、路径规划与决策控制功能。高速运算下热量释放集中且持续，加之内部空间紧凑、电子元件高度集成，使散热难度显著提升。电池组作为擎天柱的能量核心，在高强度动作和长时间运行过程中同样持续释放大量热量，散热不充分不仅直接影响续航能力，还可能带来安全隐患。

擎天柱机器人全身配备的 28 个结构执行器与 11 个自由度的灵活机械手同样存在热管理需求。执行器中的电机、减速器及其控制电路在高频率、高负载运作过程中产生大量热量。局部温度积累不仅降低系统性能，还可能引发部件故障，而紧凑的结构设计也限制了传统散热器件的应用，需要寻找更高效的热量管理路径。

图43: 人形机器人结构图



资料来源: 特斯拉 AI Day 2022, 浙商证券研究所整理

全球多家车企正在积极布局人形机器人赛道，产业化进程正显著提速。特斯拉擎天柱机器人正处于量产筹备阶段，预计 2025 年实现量产，2026 年进一步扩大产能。与此同时，比亚迪成立具身智能研究团队，投资智元机器人，广汽、小鹏、奇瑞、小米等企业也已发布各自研发的机器人产品。国内头部机器人企业如优必选、智元机器人和宇树科技等均实现量产，根据思瀚研究院，智元机器人在 2024 年底量产第 1000 台具身机器人，计划 2025 年每月生产 100 台双足人形机器人；根据人形机器人联盟，25 年 11 月优必选最新款可自主换电的工业人形机器人 Walker S2 中标江西九江市人形机器人数据采集与训练中心项目，中标金额为 1.43 亿元，截至目前优必选 Walker 系列人形机器人 2025 年全年订单总金额已达到 13 亿元；根据新机器视觉，宇树科技机器人（含四足机器人）已出货超万台。

表11: 车企在人形机器人行业布局

公司名称	相关布局
比亚迪	具身智能研究团队开始招聘，研究和布局包括人形机器人、双足机器人、四足机械狗等产品 投资智元机器人，持股比例达到 3.76% 优必选人形机器人进入比亚迪工厂实训
广汽集团	发布自主研发的第三代具身智能人形机器人 GoMate，计划 2025 年实现自研零部件的批量生产，并率先在埃安、广汽传祺等主机厂车间生产线和产业园区开展整机示范应用
小鹏汽车	2024 年小鹏 AI 科技日上亮相新一代人形机器人小鹏 Iron
奇瑞汽车	2024 年联手 AI 公司 Aimoga 共同研发人形机器人 Mornine
上汽集团	通过旗下全资子公司成立重庆赛创机器人科技有限公司 智元机器人和逐际动力两家公司 2024 年三次获得上汽旗下机构投资
长安集团	在 2024 年广州国际汽车展览会上，宣布 2027 年前发布人形机器人产品
小米	CyberOne 于 2022 年 8 月亮相，2025 年 2 月宣布新进展，积极推进在自家制造产线的分阶段落地工作
蔚来	组建约 20 人的团队专门调研机器狗项目，由前 Momenta 算法专家、现蔚来自动驾驶团队成员徐抗领衔
理想汽车	2024 年理想 AI Talk 上，CEO 表示暂时未布局，但未来 100% 会参与
吉利汽车	领克成都工厂引入优必选智慧物流子公司的全栈式无人物流解决方案，将工业人形机器人和无人叉车等协同作业
北汽	北汽产投在 2024 年投资了银河通用和帕西尼感知两家机器人公司
一汽	一汽大众向优必选开放青岛示范工厂，引入工业版人形机器人 Walker S 开展螺栓拧紧、零件安装、零件运转等工作
东风	优必选和东风柳汽达成战略合作，共同推动人形机器人在汽车制造场景的应用
宝马	将 Figure AI 机器人引入生产线，有望提高生产效率、降低成本，并创造更加安全的工作环境
奔驰	Appttronik 的人形机器人“阿波罗”将进入奔驰汽车生产线，执行繁重和重复的工作，解决跨国车企招工难的问题
现代	完成对波士顿动力的收购，交易完成后持有 80% 的股份
特斯拉	Optimus 计划 2025 年步入量产阶段，并计划于 2026 年实现大规模量产

赛力斯	2025 年 3 月，与北京航空航天大学合资设立赛航具身智能技术有限公司，经营范围包括智能机器人的研发及销售、服务消费机器人的制造和销售等。
丰田	与波士顿动力合作，加速开发多任务机器人产品

资料来源：新京报贝壳财经，浙商证券研究所

4.2 前瞻布局，具备客户及技术协同优势

公司作为国内热管理领域领先企业，凭借多年来在新能源汽车领域积累的丰富经验，已与多家主流车企建立稳定合作关系。公司配套产品涵盖电池冷却系统、控制单元散热模块以及执行器热管理方案等多个核心环节，构建起扎实的客户资源优势。根据特斯拉 2023 年 Investor Day 信息，擎天柱人形机器人与特斯拉智驾系统共享相同的 AI 运算架构，我们认为，公司为特斯拉智驾系统提供的芯片冷却换热器技术可迁移至擎天柱机器人计算单元的热管理场景，伴随人形机器人产品线进入量产阶段，公司有望充分受益于产业扩张带来的增量需求。

增设 AI 数智产品部，技术布局方面持续加码专利申请。24 年 8 月增设了“AI 数智产品部”，机器人业务系该部门拓展的领域之一。公司重点攻关电池散热、IGBT 模块冷却以及芯片热管理等关键技术路径，开发出紧凑型液冷方案与仿生热管理方法，通过智能调控压缩机与蒸发装置协同工作，显著提升散热效率，同时降低噪音与能耗。截至 24 年末公司在具身智能机器人领域已获得 10 项专利授权。依托专利技术与产业积累，公司或将在机器人热管理赛道中占据有利位置，支撑公司实现多元化战略布局，有望打造新的业绩增长点。

表12： 公司部分机器人方向专利

申请日	专利名称	专利类型	公开号	公开日
2024-05-30	集中排液式热管理系统及机器人	实用新型	CN222450374U	2025-02-11
2024-05-29	直冷热管理系统及机器人	实用新型	CN222405805U	2025-01-28
2024-04-09	换热装置及机器人	实用新型	CN222069387U	2024-11-26
2024-04-09	换热装置、机器人热管理系统及机器人	实用新型	CN222345635U	2025-01-14
2024-03-29	电子仿真皮肤、仿真手套及机器人	实用新型	CN222570783U	2025-03-07
2023-11-20	仿生热管理方法	实用新型	CN117255545A	2023-12-19

资料来源：国家知识产权局，浙商证券研究所

合资设立依智灵巧，前瞻布局机器人灵巧手赛道。公司前瞻性布局具身智能机器人核心零部件——灵巧手的研发与产业化，立足于其在智能制造、服务机器人等领域的广阔市场前景，拟与伟创电气、科达利、开普勒机器人及伟立成长共同出资设立苏州依智灵巧驱动科技有限公司，公司出资 1000 万元，占股 20%。本次投资各方将充分发挥在自动化控制、精密加工与机器人技术等方面的资源与能力优势，共同提升合资公司的整体效益，助力具身智能机器人产业加速发展。在大模型与具身智能深度融合趋势下，灵巧手具备成为新一轮产业增长极的潜力，公司提前卡位赛道，有望打开战略新局面。

第四曲线形成了 1+4+N 的产品体系，长租发展可期。第四曲线 1+4+N 的产品体系中，1 是指 1 大系统，建立对具身智能系统的整体认知；4 是指 4 大模组，包括了热管理模组、旋转关节模组、执行器模组、灵巧手模组；N 是指围绕 4 大模组的关键零部件。在市场拓展方面，公司围绕头部客户的需求在产品开发上取得重要进展，丰富了合作品类；在研究开发方面，顺利完成第一代旋转关节模组、执行器模组的开发；在对外合作方面，与合作伙伴合资设立苏州依智灵巧驱动科技有限公司，专注拓展灵巧手。与数家高校开展战略合作，通过多维度合作形成丰富的具身智能生态链，提升综合竞争力。

人形机器人热管理市场空间广阔，银轮股份凭借深厚的技术积淀、优质客户资源以及完善的专利布局，有望把握行业高速发展的战略机遇，实现从汽车热管理供应商向机器人热管理战略伙伴的成功跨越，开启公司多元化增长的新篇章。

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

公司业务板块分为乘用车、商用车及非道路、数字与能源热管理三大板块，收入及利润预测关键假设如下：

- 1、乘用车：公司乘用车业务增长势头强劲，2022-2024 年分别实现收入 35.89/54.28/70.90 亿元，分别同比增长 61%/51%/31%。随乘用车行业新能源渗透率提升，公司有望实现配套产品种类增加，带来单车价值量提升，同时进一步抢占市场份额，预计 2025-2027 年公司乘用车业务收入分别为 87/104/125 亿元，毛利率分别为 15.5%/16.0%/16.5%。
- 2、商用车、非道路：公司商用车及非道路业务整体稳健，2022-2024 年分别实现收入 40.45/45.16/41.76 亿元，同比增速分别为-20%/+12%/-8%。随着国内基建投资修复以及海外业务持续突破，公司基于技术实力及客户基础，有望获得持续稳步增长，预计 2025-2027 年公司商用车业务收入分别为 45/47/50 亿元，毛利率分别为 24.0%/24.3%/24.5%。
- 3、数字与能源热管理：公司数字与能源热管理业务快速增长，2022-2024 年分别实现收入 5.1/7.0/10.3 亿元，分别同比增长 58%/37%/47%。数据中心液冷行业爆发在即，储能、热泵、超充等领域均具备巨大发展空间，公司后续将发力第三曲线，有望成为中期增长贡献主力军，预计 2025-2027 年公司商用车业务收入分别为 15.0/22.5/29.3 亿元，毛利率分别为 32.0%/32.5%/33.0%。

综上，预计 25-27 年公司实现营 152.11/179.52/209.78 亿元，YOY 分别为 19.8%/18.0%/16.9%，归母净利润分别 9.73 /12.55/15.77 亿元，YOY 分别为 24.2%/29.0%/25.7%。

表13：收入按业务拆分及预测

	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	127.02	152.11	179.52	209.78
YOY	15.28%	19.75%	18.02%	16.86%
毛利率	20.12%	19.96%	20.52%	20.92%
乘用车	70.90	87.00	104.40	125.28
YOY	30.63%	22.70%	20.00%	20.00%
毛利率	16.42%	15.50%	16.00%	16.50%
商用车及非道路	41.76	45.00	47.25	49.61
YOY	-7.52%	7.75%	5.00%	5.00%
毛利率	23.24%	24.00%	24.30%	24.50%
数字与能源热管理	10.27	15.00	22.50	29.25
YOY	47.44%	46.13%	50.00%	30.00%
毛利率	31.04%	32.00%	32.50%	33.00%

其他	4.09	5.11	5.37	5.63
YOY	8.15%	25.00%	5.00%	5.00%
毛利率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

5.2 估值分析

基于公司主营业务汽车热管理及新拓展 AI 液冷, 选取三花智控、飞龙股份、英维克作为同业可比公司。公司 25-27 年 PE 估值分别为 29/23/18 倍, 可比公司的 PE 均值分别为 50/40/33 倍, 公司估值水平明显低于可比公司。

表14: 同业可比公司估值水平对比

公司简称	股票代码	市值	归母净利润 (亿元)			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
银轮股份	002126.SZ	291	9.73	12.55	15.77	29	23	18
三花智控	002050.SZ	1,758	40.89	48.09	56.99	43	36	31
飞龙股份	002536.SZ	122	4.43	5.75	6.95	28	22	18
英维克	002837.SZ	730	6.34	10.03	14.50	111	70	48
平均		2,611	52	64	78	50	40	33

资料来源: wind, 浙商证券研究所 (除公司以外归母净利润预测为 wind 一致预期, 截至 2025 年 11 月 27 日收盘, 平均水平不包括公司)

5.3 风险提示

(1) 行业发展不及预期的风险。公司下游行业乘用车、商用车、工程机械增长不及预期将影响公司经营水平, 同时若数据中心、储能、机器人等新业务领域发展不及预期, 或将影响公司收入增长。

(2) 原材料价格上涨超预期的风险。公司主要原材料包括铝、钢、铁、铜等金属, 材料成本占主营业务成本的比例较高, 因此产品成本受上游原材料价格波动影响较大, 若原材料价格持续上涨将影响公司经营利润及现金流。

(3) 行业竞争加剧超预期的风险。若行业竞争加剧, 将对公司市场份额及毛利率水平产生不利影响。

(3) 公司业务及客户拓展不及预期的风险。若公司在数据中心、机器人等新业务领域客户及市场拓展不及预期, 将对公司发展造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11494	13562	16244	19477
现金	2187	2666	3926	5363
交易性金融资产	409	382	333	375
应收账款	5040	6163	7152	8292
其它应收款	108	100	122	153
预付账款	76	89	103	122
存货	2273	2990	3368	3902
其他	1402	1171	1238	1270
非流动资产	6869	7121	7413	7642
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	365	361	350	359
固定资产	3857	4252	4622	4849
无形资产	803	877	887	915
在建工程	789	681	571	530
其他	1054	951	984	990
资产总计	18362	20683	23657	27120
流动负债	9909	11187	12681	14317
短期借款	2064	1910	2028	2000
应付款项	6686	8144	9436	11000
预收账款	0	0	0	0
其他	1160	1133	1216	1317
非流动负债	1381	1206	1253	1280
长期借款	129	129	129	129
其他	1252	1076	1124	1151
负债合计	11290	12392	13934	15597
少数股东权益	859	996	1173	1396
归属母公司股东权	6213	7295	8550	10127
负债和股东权益	18362	20683	23657	27120

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1205	1223	1793	2200
净利润	894	1110	1432	1800
折旧摊销	592	307	348	384
财务费用	57	97	94	74
投资损失	(46)	0	0	0
营运资金变动	529	334	274	404
其它	(821)	(626)	(356)	(462)
投资活动现金流	(906)	(657)	(551)	(647)
资本支出	(463)	(548)	(561)	(524)
长期投资	(31)	(15)	20	(8)
其他	(412)	(94)	(11)	(114)
筹资活动现金流	(130)	(87)	18	(116)
短期借款	(48)	(154)	118	(28)
长期借款	(162)	0	0	0
其他	80	67	(100)	(89)
现金净增加额	169	480	1260	1437

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12702	15211	17952	20978
营业成本	10147	12175	14268	16589
营业税金及附加	78	85	104	123
营业费用	179	274	305	336
管理费用	681	761	880	1007
研发费用	573	608	718	839
财务费用	57	97	94	74
资产减值损失	190	76	90	105
公允价值变动损益	39	39	39	39
投资净收益	46	0	0	0
其他经营收益	126	93	102	107
营业利润	1009	1268	1634	2052
营业外收支	(6)	(6)	(6)	(6)
利润总额	1002	1262	1627	2045
所得税	108	151	195	245
净利润	894	1110	1432	1800
少数股东损益	111	137	177	223
归属母公司净利润	784	973	1255	1577
EBITDA	1673	1687	2081	2517
EPS（最新摊薄）	0.93	1.15	1.49	1.87

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	15.28%	19.75%	18.02%	16.86%
营业利润	-5.65%	25.74%	28.82%	25.57%
归属母公司净利润	-9.47%	24.19%	28.97%	25.67%
获利能力				
毛利率	20.12%	19.96%	20.52%	20.92%
净利率	7.04%	7.30%	7.98%	8.58%
ROE	11.91%	12.67%	13.93%	14.85%
ROIC	10.49%	12.31%	13.53%	14.57%
偿债能力				
资产负债率	61.49%	59.91%	58.90%	57.51%
净负债比率	22.50%	18.92%	17.71%	15.71%
流动比率	1.16	1.21	1.28	1.36
速动比率	0.93	0.95	1.02	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.78	0.81	0.83
应收账款周转率	2.94	2.96	2.94	2.94
应付账款周转率	2.75	2.77	2.76	2.74
每股指标(元)				
每股收益	0.93	1.15	1.49	1.87
每股经营现金	1.43	1.45	2.13	2.61
每股净资产	7.44	8.65	10.14	12.01
估值比率				
P/E	36.17	29.12	22.58	17.97
P/B	4.51	3.88	3.31	2.80
EV/EBITDA	10.08	17.10	13.44	10.63

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>