

海达尔 (920699)

深耕精密滑轨领域,乘 AI 东风拓展服务器滑轨新增增长极

增持 (首次)

2025 年 12 月 04 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书: S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	289.43	417.05	400.91	441.00	506.89
同比	9.74	44.09	(3.87)	10.00	14.94
归母净利润 (百万元)	39.26	81.39	77.00	84.81	100.26
同比	30.26	107.34	(5.40)	10.15	18.21
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.86	1.78	1.69	1.86	2.20
P/E (现价&最新摊薄)	55.71	26.87	28.40	25.78	21.81

投资要点

■ **深耕精密滑轨领域,积极布局服务器滑轨:** 公司成立于 2012 年,专注于精密滑轨的研发、生产与销售,产品主要应用于家电、服务器等领域。公司积极布局服务器滑轨的技术储备和产品开发,凭借领先的技术实力和定制化能力,在家电和服务器领域与多家头部客户建立了稳定的合作关系。

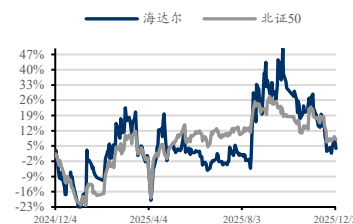
■ **家电需求稳定扩容,服务器滑轨国产化需求高增:** 1) 位于精密金属连接件产业链,家电服务器滑轨国产突围: 产业链上游原材料价格波动和下游需求变化影响公司利润和市场走向,公司是最早入选本土服务器厂商合格供应商的企业之一。2) 家电滑轨迎扩容机遇,冰箱高端化与以旧换新共促增长: 中国冰箱内外销稳定增长,2023 年大幅升至 1333 亿元,并于 2024 年持续增长。2024 年出口量达 8032 万台,同比增长 19.7%。同时在冰箱高端化发展趋势叠加国补以旧换新政策推动,家电滑轨需求稳步提升。3) 服务器滑轨迎 AI 算力浪潮,国产配套顺势崛起: IDC 预计 2029 年全球服务器规模达 5880 亿美元,2024-2029 年复合增速达 18.8%; 中国算力快速增长,中商产业研究院预计 2025 年 AI 服务器市场达 630 亿元。

■ **产品布局全面丰富,积极拓展服务器滑轨布局:** 1) 产品布局全面丰富,拓展服务器滑轨布局: 公司构建了品类丰富的精密滑轨供应平台,具备为客户提供全套、全品类、多领域滑轨产品的配套服务能力。公司服务器滑轨布局较为全面并不断拓展,主要分为: 滚珠型滑轨、摩擦型滑轨、L 型、托盘型、方管型等多样产品。2) 产品性能优异,定价相对优势明显: 公司专注中高端滑轨研发制造,部分产品关键性能指标已经接近或达到国际知名品牌水平,具备与国际知名品牌同类产品竞争的能力。价格方面,公司产品附加值高于国内同业,相比国际品牌具有价格优势。3) 客户合作长期稳定,客户粘性强: 公司与下游客户建立了长期合作关系,在业内建立了良好口碑。依托前期技术专利布局,公司自 2019 年起实现服务器滑轨销售,至今与业内公司保持良好合作。4) 募资产扩满足下游增长需求: 募资产扩充精密滑轨年产能 2750 万支,公司预计 2026 年投产,有望助力公司业绩进一步提升。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 0.77/0.85/1.00 亿元,同比-5.40%/+10.15%/+18.21%,2025/2026/2027 年对应 PE 为 28/26/22 倍,考虑公司服务器滑轨业务拓展,公司产能逐步释放,业绩有望快速增长。首次覆盖,给予公司“增持”评级。

■ **风险提示:** 行业竞争加剧、服务器滑轨需求增长不及预期、客户拓展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.90
一年最低/最高价	35.10/77.58
市净率(倍)	6.62
流通 A 股市值(百万元)	999.93
总市值(百万元)	2,185.45

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.24
资产负债率(%,LF)	35.86
总股本(百万股)	45.63
流通 A 股(百万股)	20.88

相关研究

内容目录

1. 深耕精密滑轨领域，积极布局服务器滑轨	4
1.1. 专注精密滑轨领域，服务器滑轨影响力显著	4
1.2. 公司股权集中，结构清晰稳定	4
1.3. 管理层深耕行业多年，管理经验丰富	5
1.4. 专注滑轨系统解决方案，赋能设备移动与用户体验	6
1.5. 下游需求拉动业绩，服务器滑轨业务增长迅速	7
2. 家电滑轨稳定扩容，服务器滑轨国产化需求高增	10
2.1. 位于精密金属连接件产业链，家电服务器滑轨国产突围	10
2.2. 家电滑轨迎扩容机遇，冰箱高端化与以旧换新共促增长	11
2.3. 服务器滑轨迎 AI 算力浪潮，国产配套顺势崛起	15
3. 产品布局全面丰富，积极拓展服务器滑轨布局	18
3.1. 产品布局全面丰富，拓展服务器滑轨布局	18
3.2. 产品性能优异，定价优势明显	19
3.3. 客户粘性强，有望受益下游客户需求高增	20
3.4. 募资扩产满足增长需求	21
4. 盈利预测与投资建议	22
4.1. 盈利拆分	22
4.2. 盈利预测及投资评级	23
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 海达尔发展历程.....	4
图 2: 海达尔股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）.....	5
图 3: 核心管理层背景介绍.....	5
图 4: 公司主要产品：家电滑轨.....	6
图 5: 公司主要产品：服务器滑轨.....	7
图 6: 2020-2025Q3 公司营业收入及同比增速	8
图 7: 2020-2025Q3 公司归母净利润及同比增速	8
图 8: 公司产品营收结构.....	8
图 9: 2020-2025Q3 公司盈利情况	9
图 10: 2020-2025H1 公司各业务毛利率情况	9
图 11: 2020-2025Q3 公司费用率情况	9
图 12: 产业链上下游.....	10
图 13: 家电滑轨分类标准（公称高度示意图）.....	11
图 14: 服务器滑轨分类标准（截面示意图）.....	11
图 15: 2017-2024 年中国家用电冰箱产量（万台）	12
图 16: 2017-2024 年中国冰箱市场零售额（亿元）及增速	12
图 17: 2017-2024 年中国冰箱出口销量（万台）及增速	13
图 18: 2017-2022 年我国 8K+冰箱线下零售额占比情况	14
图 19: 2011-2021 年我国 500L 以上容量冰箱销售占比.....	15
图 20: 全球服务器市场规模.....	16
图 21: 2024 年中国 x86 服务器市场竞争格局.....	16
图 22: 2021-2025 年中国 AI 服务器市场规模预测趋势图（单位：亿元）	17
图 23: 公司产品全面丰富.....	18
图 24: 公司服务器滑轨产品布局及产品特点.....	18
图 25: 海达尔与主要竞争对手在关键性能指标、产品价格与成本方面的对比.....	19
图 26: 海达尔 2022-2024 前五大客户销售情况和开始合作时间	20
图 27: 服务器领域前五大客户的销售情况.....	21
图 28: 公司上市募投项目.....	21
图 29: 海达尔盈利拆分.....	22
图 30: 可比公司估值（截至 2025 年 11 月 30 日）	23

1. 深耕精密滑轨领域，积极布局服务器滑轨

1.1. 专注精密滑轨领域，服务器滑轨影响力显著

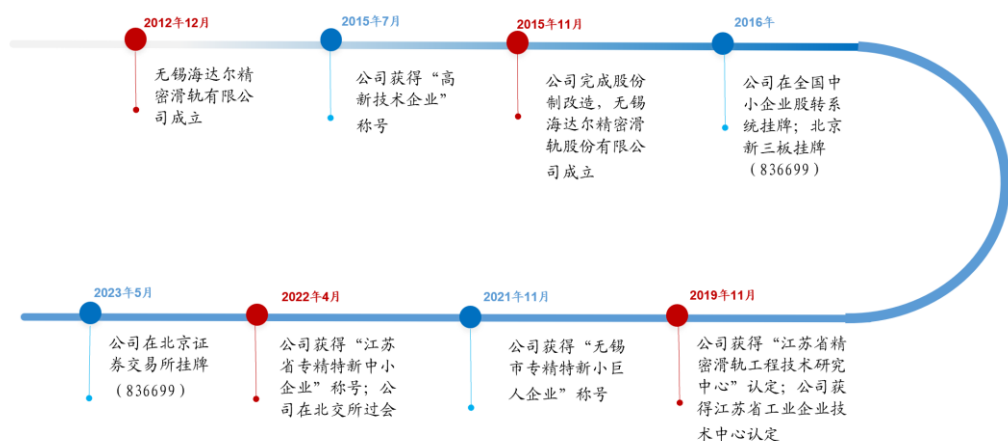
公司专注于精密滑轨的研发、生产与销售，产品主要应用于家电、服务器等领域，是行业内的知名供应商。经过多年发展，公司获得了高新技术企业、江苏省专精特新“小巨人”企业、江苏省级精密滑轨工程技术研究中心、江苏省级企业技术中心、江苏省星级上云企业、十佳科技创新企业、无锡市瞪羚企业等荣誉和资质。

公司擅长根据客户的个性化定制需求，运用不同材料和不同工艺进行多种精密连接部件和机构部件的开发，生产出各类可实现不同功能的滑轨。随着自主研发项目的推进和下游客户产品的更新换代，公司不断进行产品创新和加深技术积累，以先进技术引领业务发展，以质量管控保障产品品质，为下游客户提供高标准、高精度和高附加值的滑轨产品。

凭借领先的技术实力和定制化能力，公司在家电和服务器领域与多家头部客户建立了稳定的合作关系。公司与海尔、海信、美的、美菱、BSH、伊莱克斯（Electrolux）、松下（Panasonic）等国内外主流家电厂商保持着长期稳定的合作关系，并在主要客户的供应链系统内成为首选供应商。

在立足家电滑轨市场的同时，公司积极布局服务器滑轨的技术储备和产品开发，在服务器领域成为国内具有影响力的滑轨供应商。公司在信息产业国产化的契机下迅速发展，目前已成为国内多家头部服务器厂商的供应商。

图1：海达尔发展历程



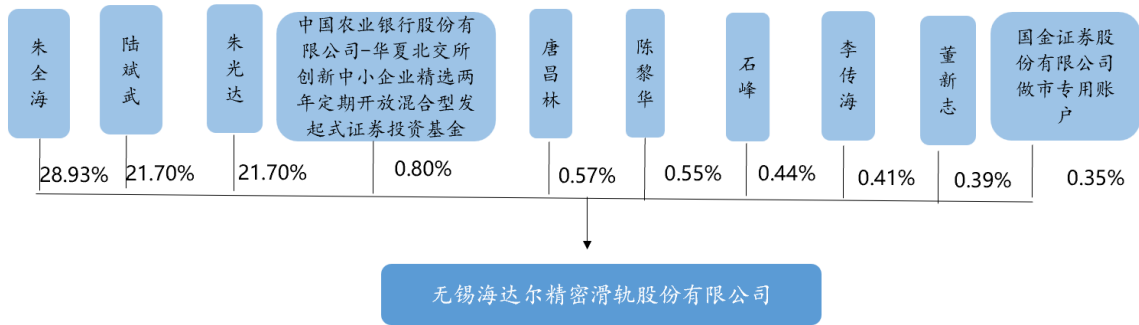
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权集中，结构清晰稳定

公司股权集中，结构清晰稳定。发行人控股股东、实际控制人为朱全海、朱光达、陆斌武，其中：朱全海与朱光达系父子关系，朱全海与陆斌武系翁婿关系。截至2025年

9月30日，朱全海控股比例为28.93%，朱光达控股比例为21.70%，陆斌武控股比例为21.70%。三人合计持有公司总股本的72.33%。

图2：海达尔股权结构（截至2025年9月30日）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.3. 管理层深耕行业多年，管理经验丰富

管理层深耕行业多年，管理经验丰富。公司管理层均在公司任职10年以上，深耕行业多年，管理经验丰富。

图3：核心管理层背景介绍

姓名	职位	履历
朱光达	董事长，董事，总经理	朱光达先生，1989年12月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2012年12月至2015年11月，任无锡海达尔精密滑轨有限公司执行董事；2015年11月至今，任无锡海达尔精密滑轨股份有限公司董事长；2020年9月至今，兼任无锡海达尔精密滑轨股份有限公司总经理。
张海文	副总经理	张海文先生，1980年3月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。1999年10月至2002年8月，任东莞科达特种橡胶制品有限公司技术员；2002年9月至2006年5月，任东莞宏力五金厂生产部部长；2006年6月至2008年1月，任永康兴源工贸有限公司副总经理；2008年2月至2012年12月，任无锡市超群自动化设备有限公司副总经理；2012年12月至2015年11月，任海达尔有限副总经理；2015年11月至今，任无锡海达尔精密滑轨股份有限公司副总经理。
牛东卓	副总经理	牛东卓先生，1979年5月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2000年7月至2007年11月，任黑龙江哈尔滨宏达建材有限公司业务员；2007年12月至2010年5月，任奥捷五金（江苏）有限公司业务员；2010年6月至2012年11月，任无锡市超群自动化设备有限公司业务经理；2012年12月至2015年11月，任海达尔有限副总经理；2015年11月至今，任无锡海达尔精密滑轨股份有限公司副总经理。
夏旭旦	财务负责人，董事	夏旭旦先生，1982年1月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2004年9月至2006年9月，任广东火电工程总公司汕尾分公司会计；2006年9月至2008年6月，任广州同诚建设有限公司投资专员；2008年6月至2009年12月，任红河县广鸿水电开发有限公司财务经理；2010年8月至2012年11月，任海达光能会计；2012年12月至2015年11月，任海达尔有限财务总监；2015年11月至今，任无锡海达尔精密滑轨股份有限公司财务总监；2022年12月至今，任无锡海达尔精密滑轨股份有限公司公司董事。
朱丽娜	董事会秘书	朱丽娜女士，1982年2月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2004年7月至2006年10月，任圣戈班安全玻璃（上海）有限公司财务会计；2006年11月至今，历任江苏海达国际贸易有限公司总经理、执行董事等职务；2010年12月至2018年10月，在无锡海达光彩科技有限公司担任监事；2012年3月至今，任无锡恒天地物业管理服务有限公司监事；2012年12月至2015年11月，任无锡海达尔精密滑轨有限公司监事；2014年6月至2018年2月，任无锡美来德国际货运代理有限公司总经理、执行董事等职务；2015年11月至今，任无锡海达尔精密滑轨股份有限公司董事会秘书；2016年10月至今，任阿普尔顿特种玻璃（太仓）有限公司董事；2019年12月至今，任Amarahsiam CO.,LTD（泰国）董事；2020年8月至2021年2月，任海达有限监事；2021年12月至今，任上海洋津企业管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。

数据来源：iFind，东吴证券研究所



1.4. 专注滑轨系统解决方案，赋能设备移动与用户体验

公司专业生产滑轨及配套钣金。常规滑轨由滑轨主体、安装支架、功能机构及其它辅件组成。滑轨主体主要由固定轨（外轨）和活动轨（内轨）组成，具有两节或三节的（含中轨）结构设计，可借助滑轨内滚珠的滚动实现减少摩擦阻力、减弱噪音等目的，实现承载和滑动的主要功能；安装支架是根据家电内部结构使连接方式优化的附件；功能机构可以使滑轨具有锁止、回弹、缓冲、左右滑轨同步运行等增加体验感的功能。配套钣金件主要是利用冲压技术，对金属材料进行冲孔等加工而获得特定形状、规格的部件，通常安装使用于特定环境所需的跟滑轨组件紧密相连的部分。为了提高滑轨安装的契合度，一般由公司同时提供滑轨以及相关配套件。

公司滑轨产品主要分为家电滑轨和服务器滑轨两大类。家电滑轨为冰箱、烤箱、洗衣机等家电整机的移动性精密结构连接件。家电滑轨需满足定制化要求，适用于多种家电且符合环保标准，公司的家电滑轨按照最大载荷可分为轻型轨、中型轨、重型轨，最大载荷区间为 25kg 至 80kg，原材料符合 RoHS、REACH 及 FDA、EU、GB 食品接触等标准，适用于-40℃至 300℃环境温度。

服务器滑轨为服务器机箱和机柜的移动性精密结构连接件，其结构更为复杂，对承载能力、产品加工精度、配合精度、配件质量的要求更高。

图4：公司主要产品：家电滑轨

类别	系列	产品名称	产品图示	产品特点及应用
轻型	27系列	两节末端锁止滑轨		末端锁止滑轨，在滑轨闭合时可限制活动轨位移，安全可靠；弹簧钢挂钩易卡位安装；采用不锈钢加厚材质，承重力强，坚固耐用。产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
轻型	27系列	三节回弹滑轨		三节滑轨可全部展开，更大程度上利用空间；展开及闭合端有“降噪碰撞”功能，静音轻柔；回弹性能具备省力属性。产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
中型	35系列	三节双排钢珠滑轨		双排实心钢珠联动，保证推拉过程中的顺畅稳定；同时增加承重，检测承重可达 35kg；展开及闭合端有“降噪碰撞”功能，静音轻柔。产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
中型	36系列	三节超薄滑轨		超薄截面厚度，提高箱体利用率；静音缓冲胶塞，闭合及开启更自然；按压回弹，省力便捷。产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
中型	37系列	三节自锁环保滑轨		设置锁定开关机构，推入自闭，拉出阻力，防止意外开启，安全可靠；纳米电镀涂层，耐气候性强，绿色环保；嵌入复位弹簧，缓冲更加静音。产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
中型	45系列	三节内置阻尼滑轨		嵌入高精度不锈钢钢球，闭合及开启更顺滑；阻尼利用液体的缓冲性能，抽拉过程静音轻柔；兼具按压回弹，省力便捷。产品用于冰箱、烤箱、消毒柜、洗碗机、洗衣机等。
重型	53系列	齿轮齿条同步滑轨		独有齿轮齿条同步机构，可实现同步运动；截面一体化，可实现超展长延伸；滑轨隐藏在箱体内部，兼顾使用安全和安装方便。产品用于冰箱、烤箱、洗碗机、家具等。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图5：公司主要产品：服务器滑轨

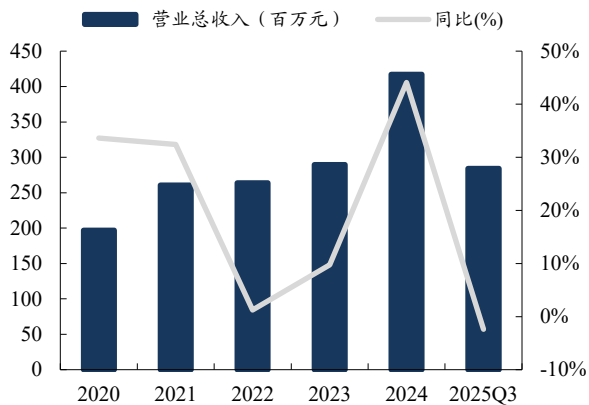
类别	系列	产品名称	产品图示	产品特点及应用
轻薄承重型	7.2系列	三节拉出锁定滑轨		最大行程长达855mm，推拉顺畅;拉出锁定，保障安全。产品用于 1U/2U 服务器机箱机柜等。
轻薄承重型	7.7系列	三节多孔位滑轨		多点预留固定孔位，免工具科学安装;最大荷载 80-130kg，满足载重需求。产品用于 4U 服务器机箱机柜等。
轻薄承重型	9.6系列	三节顺序锁定滑轨		推拉顺畅，特殊结构设计按顺序锁定;支持理线架。产品用于 1U/2U 服务器机箱机柜等。
轻薄承重型	摩擦式	摩擦式滑轨		采用冷轧板材质，轻薄但承重性强，坚固耐用。产品用于服务器机箱安装。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.5. 下游需求拉动业绩，服务器滑轨业务增长迅速

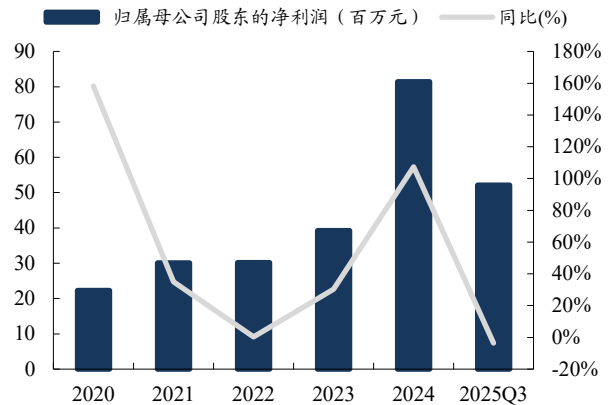
下游需求拉动业绩快速增长，服务器滑轨业务增加新增长点。2021-2024 年公司营收 260.55/263.73/289.43/417.05 百万元，同比增长 32.44%/1.22%/9.74%/44.09%；2021-2024 年公司实现归母净利润 30.07/30.14/39.26/81.39 百万元，同比增长 35.06%/0.24%/30.26%/107.34%。2024 年公司业绩高增主要系家电补贴政策推动和出口形势好，下游需求旺盛所致。在 2024 年实现较高业绩增长的基础上，25H1 公司主营业务依旧平稳发展，同比与去年基本持平。2025Q3，公司实现营业收入 1.82 亿元，同比下降 2.38%；净利润 0.52 亿元，同比下降 3.55%，公司产品应用高度集中于家电领域，因此业绩主要受家电行业景气度影响，家电滑轨营收有所减少。季节性方面，上半年是通常淡季，一般下半年尤其是第四季度会有所回暖。

图6: 2020-2025Q3 公司营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

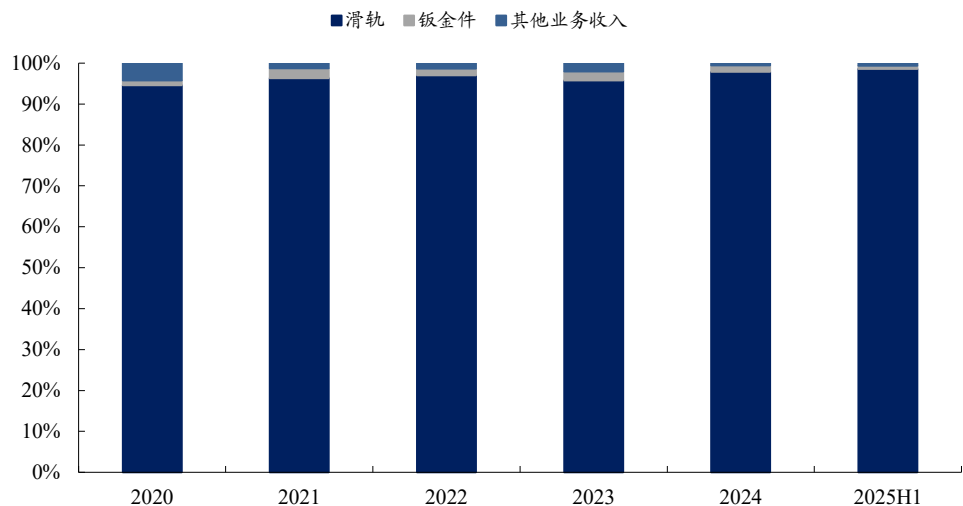
图7: 2020-2025Q3 公司归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

专注滑轨业务，服务器滑轨快速增长。滑轨业务是公司第一大收入来源，占比保持在 95%以上，下游主要用于家电领域中的冰箱、洗碗机、烤箱、洗衣机等。2024 年公司服务器滑轨业务占总收入约 10%，根据半年报数据，25H1 占比提升至 15%，我们预计 2025 年服务器滑轨业务高增长。2023 年其他业务增长主要是为客户的新产品开模具引起的其他收入增加，其他业务主要受模具销售业务影响。

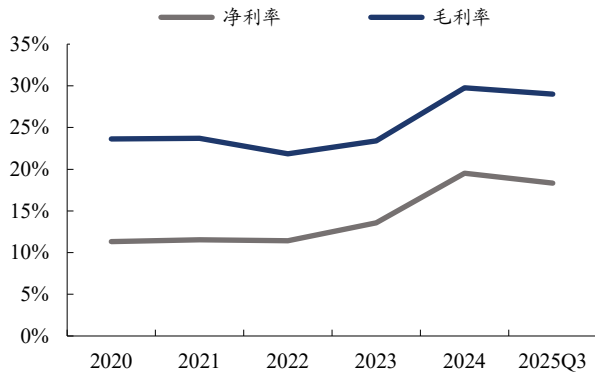
图8: 公司产品营收结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

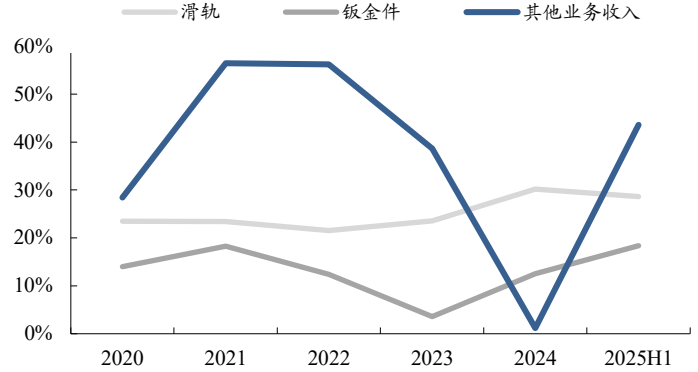
公司毛利率较为稳定。2022-2025H1 公司销售毛利率 21.85%/23.41%/29.76%/28.64%；2022-2025H1 公司销售净利率为 11.43%/13.56%/19.52%/18.12%。分业务来看，滑轨业务对毛利的贡献最大，2022-2025H1 其毛利率为 21.53%/23.53%/30.18%/28.62%。2025H1 钣金件毛利率上升，主要由于公司对钣金件销售进行调整，削减了部分低利润产品，总体销售额下降但毛利率逆势提升。其他业务收入则主要受当期模具销售情况影响。

图9：2020-2025Q3 公司盈利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

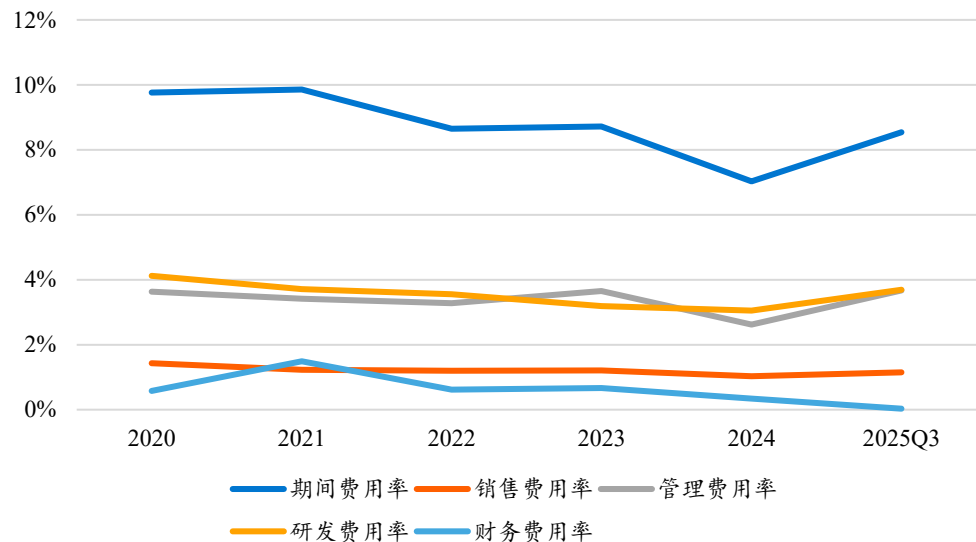
图10：2020-2025H1 公司各业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用水平低，保持相对稳定。2021-2025Q3 公司期间费用率分别为 9.86%/8.65%/8.72%/7.03%/8.54%，基本维持相对稳定水平。

图11：2020-2025Q3 公司费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

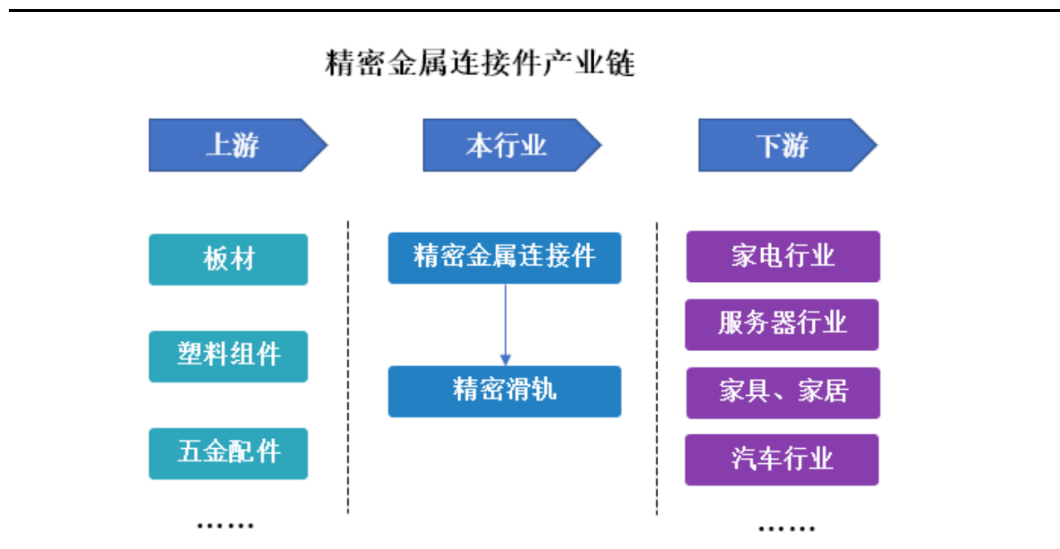
2. 家电滑轨稳定扩容，服务器滑轨国产化需求高增

2.1. 位于精密金属连接件产业链，家电服务器滑轨国产突围

公司位于精密金属连接件产业链，上下游的价格波动和需求变化影响公司利润和市场走向。公司所处行业的上游原材料主要包括板材（镀锌板、冷轧板、不锈钢等）、塑料组件和五金配件，板材主要为镀锌板、冷轧板、不锈钢等，市场供应充足，价格主要受到金属大宗商品价格的波动影响。塑料组件、五金配件的专业生产企业亦较多，市场供应充足，价格波动相对较小。

下游行业定制化要求高，需求变化会影响精密连接件产业的市场走向。公司的下游应用领域广泛，包括家电、服务器、家具、家居和汽车行业等，不同领域的产品需求差异明显，大型客户定制化要求高，公司需根据客户规格及性能等要求进行模具开发后批量生产。

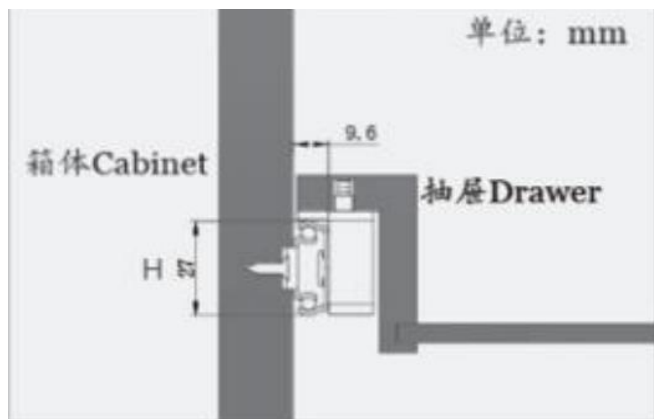
图12：产业链上下游



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

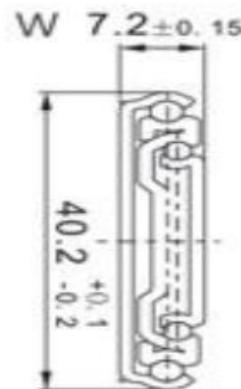
家电滑轨为冰箱、烤箱、洗衣机等家电整机的移动性精密结构连接件。家电整机的使用条件、内部空间构造、技术性能参数不同，对应的滑轨产品需满足差异化和定制化的要求，具体体现在整体功能性、外形结构、适用环境等方面。不同应用领域和客户所需的滑轨产品根据使用场景及使用侧重点有着不同的种类和命名规则，家电滑轨一般按公称高度（mm）进行分类，服务器滑轨一般按截面厚度（mm）进行分类。

图13: 家电滑轨分类标准 (公称高度示意图)



数据来源：公司招股说明书,东吴证券研究所

图14: 服务器滑轨分类标准 (截面示意图)



数据来源：公司招股说明书,东吴证券研究所

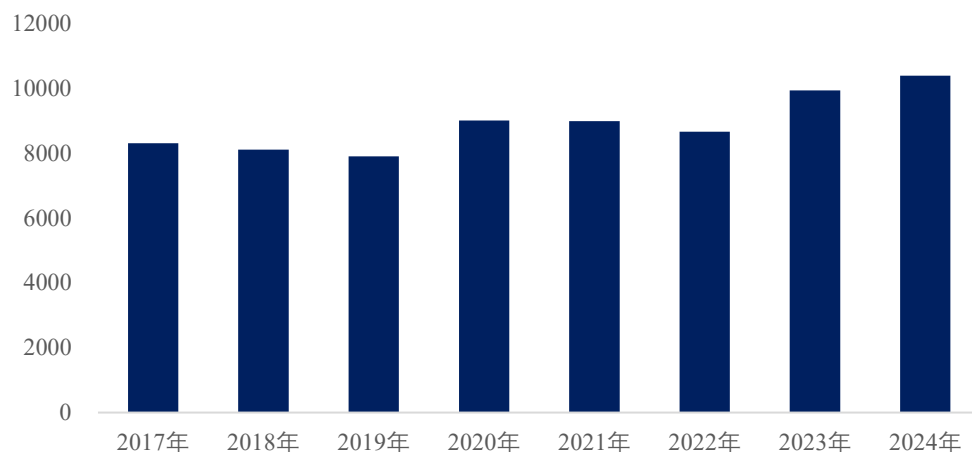
服务器滑轨为服务器机箱和机柜的移动性精密结构连接件，其结构更为复杂，对承载能力、产品加工精度、配合精度、配件质量的要求更高。滑轨截面厚度决定了服务器机箱对空间的利用程度，服务器滑轨每减少 0.1mm 的截面厚度即可为电子器件提供等值的平面尺寸及空间容积，而电子器件每 0.1mm 的平面尺寸及空间容积可以提升指数级别的容量和运算速度，因此超薄且高承载属性提高了服务器滑轨的进入门槛。

公司是最早入选本土服务器厂商合格供应商的企业之一。服务器产业在欧美等发达国家技术较为成熟，中国市场发展相对较晚，服务器滑轨作为服务器机箱的精密金属连接件，国产品牌的市场占有率相对较低，随着全球的服务器行业逐步向我国转移，服务器滑轨国产化需求持续释放，公司成为最早入选本土服务器厂商合格供应商的企业之一。公司的服务器滑轨产品为轻薄承重轨，最大荷载区间为 40kg 至 130kg，且具有机箱落下锁定、拉出锁定、三节轨道顺序运动、前后支架免工具安装、连接理线架等功能，适用于复杂的安装环境。

2.2. 家电滑轨迎扩容机遇，冰箱高端化与以旧换新共促增长

国内生产规模稳字当头，全球市场需求持续增长。精密滑轨等金属连接件产品及技术在高端冰箱等家电领域的应用程度愈加成熟，在烤箱、洗碗机、消毒柜等厨电的抽拉装置中的渗透率亦逐渐提升。未来，在家电行业中精密金属连接件的应用领域还将不断扩展，因此，家电行业的发展前景也将直接影响精密滑轨等精密金属连接件的市场规模。在全球经济一体化和国际产业转移进程加快的背景下，发达国家众多冰箱厂商陆续在我国设立生产基地，中国已成为全球冰箱生产中心，目前冰箱产量占全球冰箱产量的 60% 以上。2017-2024 年我国家用电冰箱产量在 7,900 万台至 10400 万台间波动，平均值为 8,900 万台，我国冰箱整体产量较大且保持稳定。

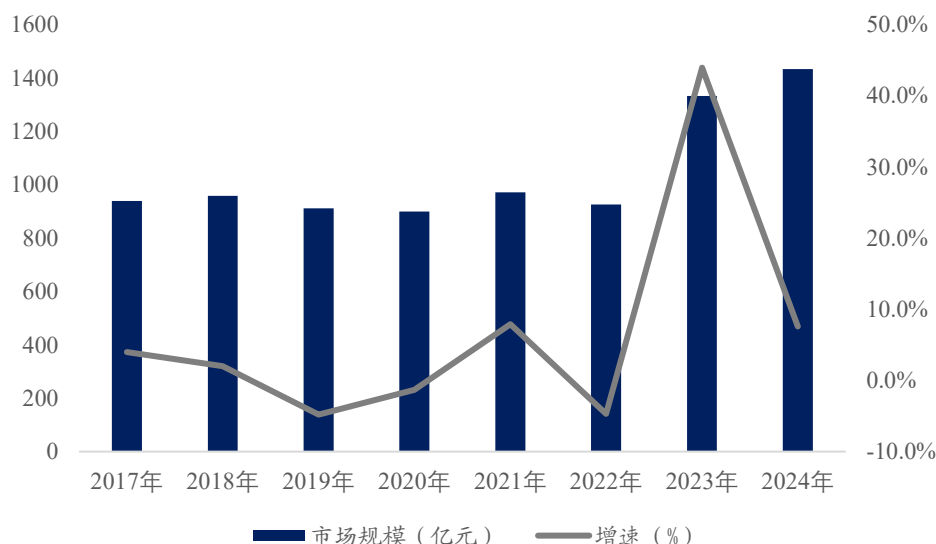
图15: 2017-2024 年中国家用电冰箱产量 (万台)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

中国冰箱内销稳定增长, 2017-2024 年中国冰箱零售额在 900 亿-1400 亿元间波动, 2023 年大幅升至 1333 亿元, 2024 年持续增长, 未来市场需求稳定且以产品升级为主。2017-2024 年我国冰箱零售规模呈波动变化趋势, 整体保持在 900 亿-1400 亿元水平。2017-2018 年国内冰箱市场规模连续扩大, 分别达到 939 亿元、958 亿元; 2019 年及 2020 年冰箱销售市场规模短暂回落之后, 在 2021 年回升到 971 亿元, 同比增长 7.9%; 2022 年受疫情和市场环境影响, 冰箱市场零售规模有所下降, 2023 年市场规模大幅上升至 1333 亿元, 2024 年持续上升。未来稳定的冰箱市场需求及以产品更新迭代为主的发展趋势, 将为行业提供潜在增量。

图16: 2017-2024 年中国冰箱市场零售额 (亿元) 及增速

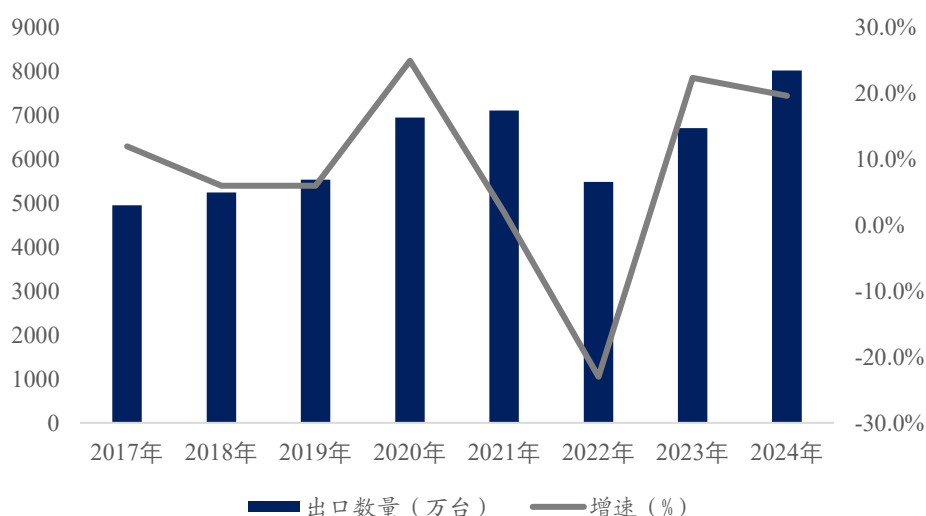


数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

中国是世界冰箱出口大国, 其出口量在 2020 年因疫情控制得力同比增长超 25%, 2021 年保持增长, 2022 年受基数及国际环境影响出现回落, 但随后持续上升, 2024 年达 8032 万台, 同比增长 19.7%。特别是 2020 年, 我国新冠疫情得到有效控制, 加快

复工复产，交货能力基本恢复至新冠疫情前的水平，全球大部分订单集中到了我国，2020 年我国冰箱出口量同比增长超过 25%。2021 年，在海外其他国家逐步恢复生产的情况下，我国冰箱出口量在前一年的高位基数上，依旧保持增长。2022 年我国冰箱出口量降幅较大，主要受上年高位基数的影响，同时叠加复杂的国际形势、汇率变化以及高通胀下的经济环境，需求发生变化，冰箱出口呈现高位回落，但出口规模仍处于较高水平。2022 年之后，我国冰箱出口量持续上升，2024 年实现 8032 万台，同比增速为 19.7%。全球需求的持续回升也带动我国冰箱出口规模的扩大。

图17：2017-2024 年中国冰箱出口销量（万台）及增速

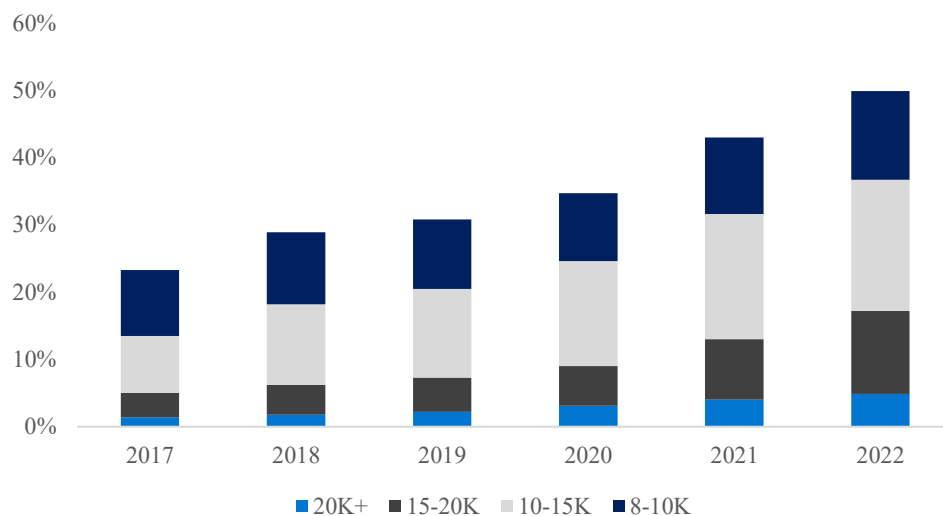


数据来源：Wind，海关总署，东吴证券研究所

终端消费结构升级促进高端冰箱市场增长。目前在国内市场，精密滑轨主要应用在大容积、多温区、价格相对较高的高端冰箱中，且冰箱容积越大、温区越多，单台冰箱中使用的滑轨等连接件的套数也会相应增加。随着终端消费结构升级，消费者对冰箱的需求趋向多样化，冰箱产品在外观结构和功能上也呈现多开门、大容量、智能化等趋势，以精准保鲜、容量大、空间利用率高等为代表的高端冰箱成为拉动行业发展的动力引擎。家电市场高端化趋势的成因是家电市场主流消费人群价值观的变化，从享受产品品质和体验为出发点，消费者更倾向于选择海尔-卡萨帝、美的-COLMO、BSH-博世等高端冰箱品牌，这些品牌均使用了公司的滑轨产品。在冰箱家电行业内，并没有官方或协会等对市场上冰箱冷柜进行高、中、低档的统一分类，只是由各冰箱厂出于对自身冰箱产品宣传需求会重点突出高端型号，一般不进行中低档分类，主要考虑因素包括容量规格、功能、能效标准、定价高低等。另外，市场统计调研机构一般按照市场销售价格高低确定高端冰箱标准并对冰箱销量进行分类统计，如奥维云网将 8,000 元以上（以下简称“8K”）的冰箱作为高端冰箱统计标准，并对高端以上价位的冰箱销量数据进行分段统计。根据奥维云网公布的数据显示，价位为 8-10K、10-15K、15-20K、20K+ 的高端冰箱产品线下零售额占比均逐年提升，其中 10-15K 产品零售额总占比最高且增幅最大为 11%。2022 年度，价位高于 8K 冰箱产品线下零售额占比近 50%，较 2017 年占比

23.3%增加超过一倍，高端冰箱已成为市场的主要构成部分。

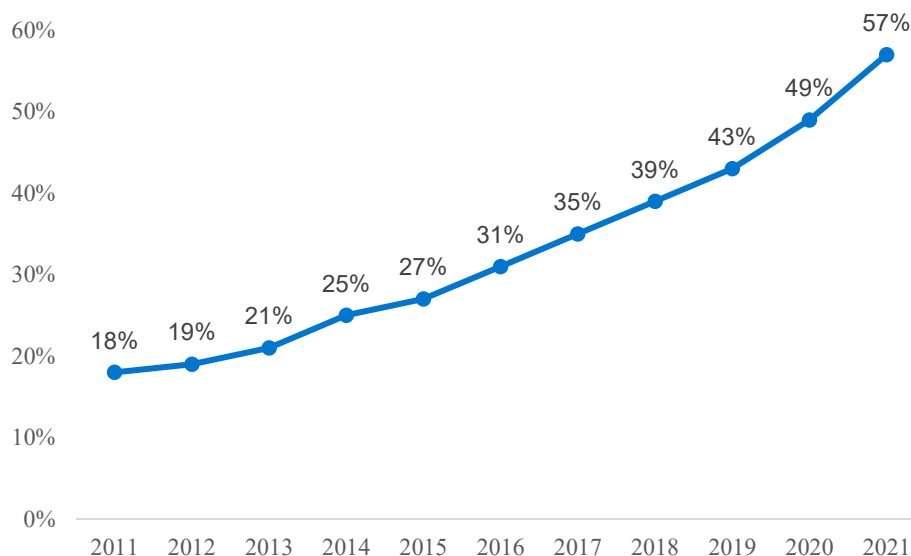
图18：2017-2022 年我国 8K+冰箱线下零售额占比情况



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

冰箱结构变化推动精密滑轨向电动化、智能化发展，我们预计渗透率将持续提升。此外，大容量冰箱在冰箱市场呈现逐年上升的趋势，根据 GfK 中怡康线下月度监测数据显示，500L 以上容量冰箱销售占比从 2011 年的不足 20% 提高到 2021 年的 57%。随着消费者对健康的关注以及对母婴用品、食材、化妆品等多温区的存储需求快速提升，将不断地为大容量冰箱市场带来增长动力。基于此，从产品外观结构来看，法式多门、十字四门和对开门等产品因为在容量、功能设计、产品外观等多方面的优势，多年来零售额占比保持增长，目前已基本形成法式多门、十字四门和对开门三足鼎立的局面。冰箱结构的变化带来抽屉使用量的增加，多门冰箱冷冻室抽屉、保鲜室抽屉及内部分区抽屉等对滑轨数量需求增加的同时也对滑轨提出了耐低温性、耐腐蚀性及通过食品级检测的特殊要求。这些大容量、多温区要求的冰箱品类的快速发展，扩大了精密滑轨产业应用空间。未来，随着更多高精度高效化的智能传感、通讯传输、物联网等技术应用，行业先进制造和智能化技术推动精密滑轨性能不断提升，精密滑轨将朝着电动化、智能化方向发展；市场方面，随着终端消费升级及置换需求常态化，下游行业需求将持续增长。因此，公司在冰箱领域的渗透率预计将会进一步提升。

图19：2011-2021 年我国 500L 以上容量冰箱销售占比



数据来源：Gfk 中怡康，东吴证券研究所

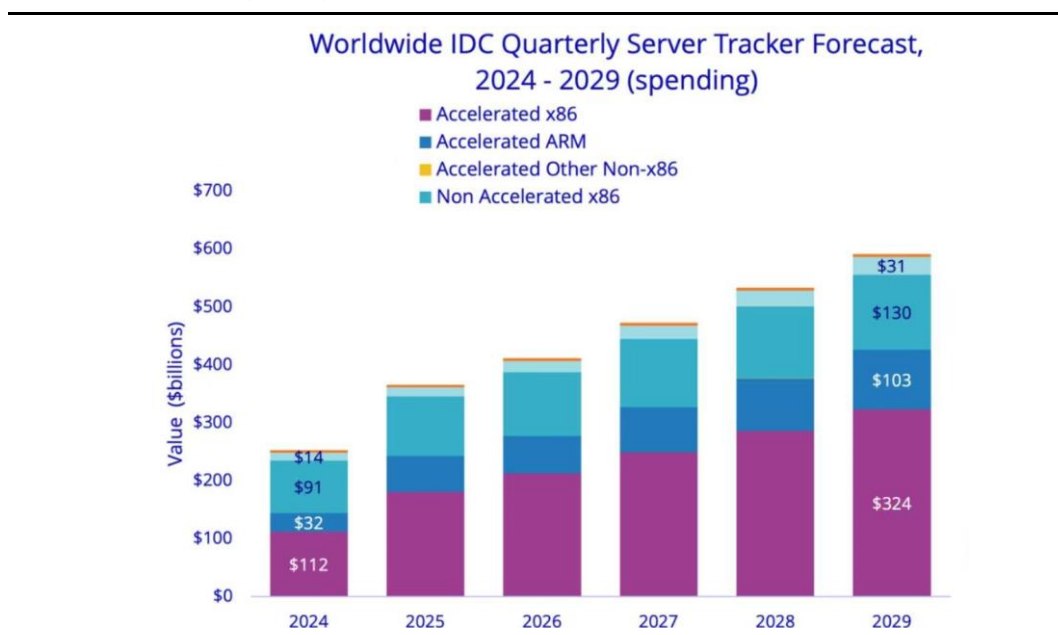
国补以旧换新政策将进一步带动存量替换需求。国家发展改革委、财政部关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策发出通知，其中提到要扩围支持消费品以旧换新，要加力支持家电产品以旧换新，继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品以旧换新。因此可以刺激和加速现有老旧设备的淘汰与更新，从而创造出新的市场需求。

2.3. 服务器滑轨迎 AI 算力浪潮，国产配套顺势崛起

服务器又称伺服器，是为各类互联网用户提供综合业务的计算机系统，其功能是响应网络中其他客户机（如 PC 机、智能手机、大型系统设备等终端）的服务请求并进行处理，保障各终端设备的同时作业。服务器设备具有工况高、作业环境复杂且存在较大差异的特点，对主要配件的生产和设计要求较高。服务器滑轨作为与服务器机柜系统相配套的产品，能够有效利用机柜与机箱之间的有限空间，同时承载 1U-7U 不同尺寸机箱的重量，可以灵活使用在机房环境中。服务器滑轨作为服务器机箱与机柜连接的重要配件，其产业的发展与信息技术的发展息息相关。随着科学技术的不断进步，信息技术快速突破并逐步成为国民经济和社会发展的主导性战略产业，市场对于信息服务相关的云计算、大数据、物联网、5G 等信息技术需求不断扩大，蓬勃的市场为服务器及其配件产业带来了巨大的市场需求。

2029 年全球服务器规模达 5880 亿美元，2024-2029 年复合增速达 18.8%。根据 IDC 预测，2024 至 2029 年间全球服务器市场将迅猛增长，从约 2490 亿美元跃升至近 5880 亿美元，复合增长率约为 18.8%。其中，x86 服务器仍占据最大份额，IDC 预计其 2029 年市场规模达到 3240 亿美元。

图20: 全球服务器市场规模

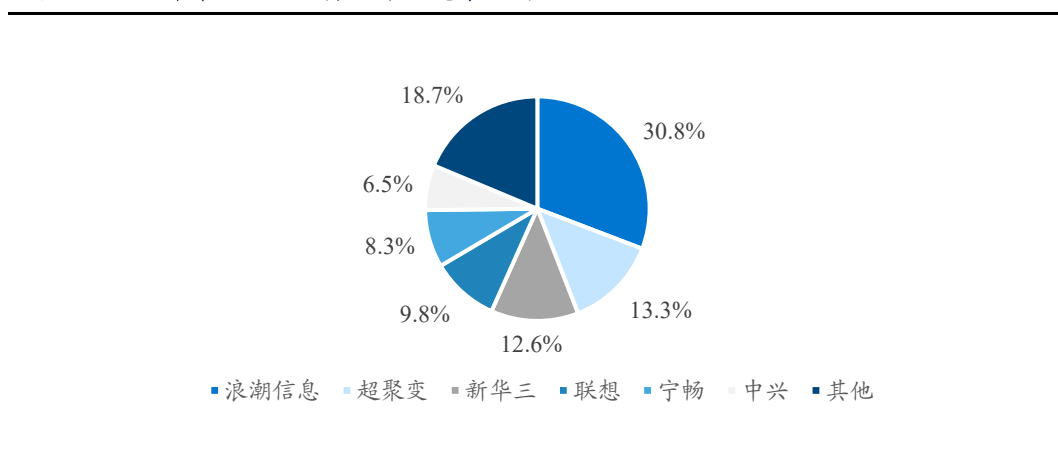


数据来源: IDC, 东吴证券研究所

全球服务器产业主要集中在北美、欧洲和亚太地区，逐步向大陆转移。服务器产业在欧美等发达国家技术较为成熟，中国市场发展相对较晚。近年来，全球的服务器行业正逐步向中国台湾、再逐步向大陆转移，国内服务器企业的生产工艺及技术水平与国际先进水平差距逐步缩小，国内技术水平较高的服务器企业开始拓展海外市场，并与国外厂商展开竞争。

在国家政策支持和信息安全需求的推动下，国产服务器厂商不断崛起，市场份额逐渐扩大。2024 年中国 x86 服务器市场中，浪潮信息以 30.8% 的市场份额位居首位，超聚变市场份额为 13.3%，位居第二，新华三市场份额为 12.6%，位列第三。联想、宁畅、中兴位列 4-6 位，市场份额分别占比 9.8%、8.3%、6.5%。

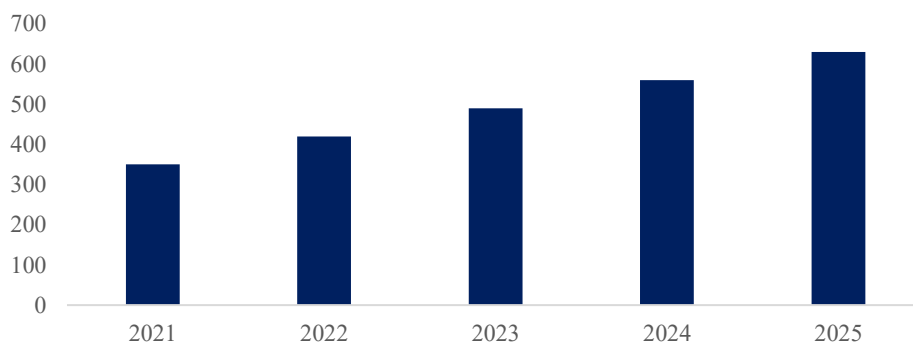
图21: 2024 年中国 x86 服务器市场竞争格局



数据来源：IDC，中商产业研究院，东吴证券研究所

中国算力快速增长，预计 2025 年 AI 服务器市场达 630 亿元。随着 AIGC 时代到来，生成式 AI 技术突飞猛进，带动了 AI 算力需求的爆发。加强各类算力基础设施建设已成为当前政策、产业、科技发展的重要关切点。我国面向 AI 算力需求的 AI 服务器市场规模也在不断扩大。中商产业研究院预测，2025 年中国 AI 服务器市场规模将达到 630 亿元。

图22：2021-2025 年中国 AI 服务器市场规模预测趋势图（单位：亿元）



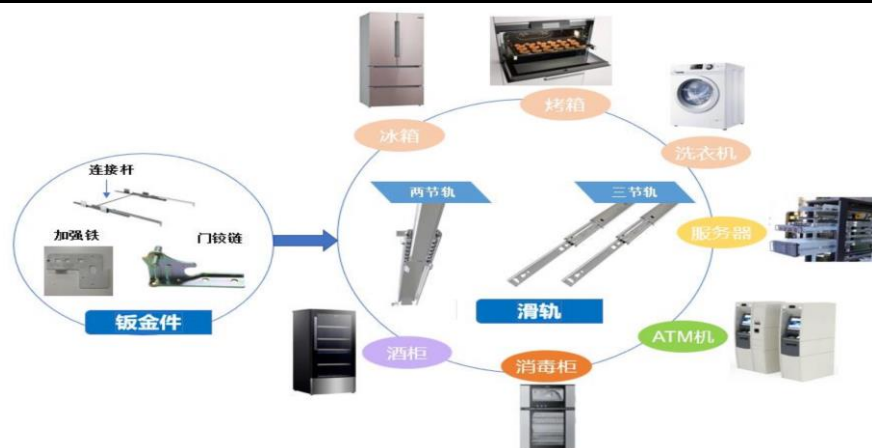
数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

3. 产品布局全面丰富，积极拓展服务器滑轨布局

3.1. 产品布局全面丰富，拓展服务器滑轨布局

公司构建了品类丰富的精密滑轨供应平台，具备为客户提供全套、全品类、多领域滑轨产品的配套服务能力。截至 2022 年度，公司产品涵盖 700 余种产品型号，包括约 600 种家电滑轨与约 100 种服务器滑轨。公司可以根据客户不同需求及产品技术迭代进行新产品同步开发和原产品技术改进，满足客户的定制化需求。公司的家电滑轨按照最大载荷可分为轻型轨、中型轨、重型轨，最大载荷区间为 25kg 至 80kg，原材料符合 RoHS、REACH 及 FDA、EU、GB 食品接触等标准，适用于-40℃至 300℃环境温度。公司的服务器滑轨为轻薄承重轨，最大荷载区间为 40kg 至 130kg，且具有机箱落下锁定、拉出锁定、三节轨道顺序运动、前后支架免工具安装、连接理线架等功能，适用于复杂的安装环境。其他滑轨包括商用滑轨、医药冷柜滑轨等。

图23：公司产品全面丰富



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

服务器滑轨细分来看，公司布局较为全面并不断拓展。公司滑轨产品主要分为五类：滚珠型滑轨、摩擦型滑轨、L型、托盘型、方管型，其中，托盘型和方管型处于研发阶段。

图24：公司服务器滑轨产品布局及产品特点

产品类型	产品特点
滚珠型滑轨	轻便，规格较多，是目前使用最广泛的产品
摩擦型滑轨	主要应用于小型服务器机箱，承重在 30 公斤左右
L型产品	承重在 120-150 公斤，适用于重型服务器机箱
托盘型产品	主要应用于液冷型服务器
方管型	适用于需要整柜运输的产品，主要应用于重型服务器机箱，适合需要整体机柜运输的产品

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 产品性能优异，定价优势明显

公司专注中高端滑轨研发制造，部分产品关键性能指标已经接近或达到国际知名品牌水平，具备与国际知名品牌同类产品竞争的能力。如公司的家电滑轨截面的最大公称高度与雅固拉一致，与海蒂诗类似产品的耐受性水平基本相当等。服务器滑轨为公司开发和布局的新产品，长度范围和承重强度均高于雅固拉，虽然截面厚度种类少于雅固拉，但可满足大部分服务器厂商的空间利用需求。

价格方面，公司产品附加值高于国内同业，相比国际品牌具有价格优势。与国内主要竞争对手相比，公司滑轨产品的应用领域及要求不同，如冰箱滑轨对金属连接件提出了耐低温性、耐腐蚀性及通过食品级检测的特殊要求，附加值价较高，因而销售单价相对较高。而与海蒂诗、雅固拉等国际品牌相比，公司家电滑轨则具有一定价格竞争优势。

图25：海达尔与主要竞争对手在关键性能指标、产品价格与成本方面的对比

产品类型	对比公司	产品规格	关键性能指标	数值范围	产品价格（元）
家电滑轨	海达尔	两节/三节/隐藏式滚珠滑轨	公称高度	27mm-76mm	17.5
			承重强度	25kg-80kg	
			耐受性	-40° C ~ 300° C	
	星徽股份	两节/三节/隐藏式滚珠滑轨	公称高度	17mm-53mm	6.23
			承重强度	10kg-100kg	
	无锡晶美精密滑轨有限公司	两节/三节/隐藏式滚珠滑轨	公称高度	27mm-53mm	-
			承重强度	未公开	
	海蒂诗	两节/三节/隐藏式滚珠滑轨	公称高度	46mm 为主	20 ~ 60
			承重强度	22.5kg-90kg	
			耐受性	适用于不同家电低温潮湿或高温性环境	
	雅固拉	两节/三节/隐藏式滚珠滑轨	公称高度	35mm-76mm	-
			承重强度	45kg-120kg	
			耐受性	高抗腐蚀性	
服务器滑轨	海达尔	1U、2U、4U 三节/摩擦式滑轨	长度范围	400mm-855mm	123.87
			承重强度	最大荷载区间为 40kg-130kg	
			截面	7.2mm、7.7mm 为主	
	川湖科技	1U-7U 伺服器滑轨	未公开	未公开	90.47
	雅固拉	1U-8U 伺服器滑轨	长度范围	254mm-812.8mm	-
			承重强度	最高至 200 磅（约 91kg）	
			截面	7.2mm（特定条件下可转换为 6.9mm）、7.8mm、9.6mm、12.7mm	
	泛亚电子	未公开	未公开	未公开	-

数据来源：海达尔及华英证券关于第一轮问询的回复，东吴证券研究所

3.3. 客户粘性强，有望受益下游客户需求高增

公司与下游客户建立了长期合作关系，在业内建立了良好口碑。公司前五大客户均属家电领域，营业收入及毛利主要由保持长期稳定合作关系的老客户贡献。公司在家电领域是国内知名的滑轨供应商，与海尔、海信、美的、美菱、BSH、伊莱克斯(Electrolux)、松下(Panasonic)等国内外主流家电厂商保持着长期稳定的合作关系，并在主要客户的供应链系统内成为首选供应商。公司打破了国内高端精密滑轨市场被外资企业垄断的局面，凭借稳定的产品品质和技术研发优势在业内建立了良好口碑，不断增加客户，公司通过与伊莱克斯集团和 BSH 集团建立长期合作关系，逐步拓展海外市场。

BSH 集团 2014 年开始向公司采购冰箱滑轨，多年来双方合作稳定。BSH 集团目前已成为公司第一大客户，公司亦成为 BSH 集团冰箱滑轨的主要供应商，供应份额逐渐提升至同类产品的 55% 左右。公司积极开拓全球市场效果显著，客户范围包括德国、土耳其、泰国、意大利、墨西哥、匈牙利等国家，终端消费者遍及 20 多个国家及地区。

图26：海达尔 2022-2024 前五大客户销售情况和开始合作时间

时间	序号	客户	销售金额 (千万元)	年度销售占比	开始合作时间
2024 年	1	BSH 家用电器有限公司	9.13	21.89%	2014 年
	2	海尔智家股份有限公司	8.71	20.87%	2015 年
	3	海信家电集团股份有限公司	3.79	9.08%	2013 年
	4	安徽万朗磁塑股份有限公司	3.73	8.94%	/
	5	伊莱克斯集团	3.05	7.32%	2013 年
2023 年	1	BSH 家用电器有限公司	6.36	21.99%	2014 年
	2	海尔智家股份有限公司	4.65	16.07%	2015 年
	3	海信家电集团股份有限公司	2.62	9.06%	2013 年
	4	安徽万朗磁塑股份有限公司	2.56	8.85%	/
	5	美的集团股份有限公司	2.38	8.24%	2017 年
2022 年	1	BSH 家用电器有限公司	7.80	29.58%	2014 年
	2	伊莱克斯集团	3.80	14.40%	2013 年
	3	海尔智家股份有限公司	3.02	11.45%	2015 年
	4	海信家电集团股份有限公司	2.07	7.85%	2013 年
	5	安徽万朗磁塑股份有限公司	1.30	4.92%	/

数据来源：海达尔 2022-2024 年度报告，海达尔及华英证券关于第一轮问询的回复，东吴证券研究所

依托前期技术专利布局，公司自 2019 年起实现服务器滑轨销售，至今与服务器生产行业的业内龙头公司保持良好合作。

图27: 服务器领域前五大客户的销售情况

时间	序号	客户	销售金额 (万元)	年度销售 占比	开始合作时间
2022 年	1	中科曙光	702.68	2.66%	2021 年
	2	客户 A	***	***	2019 年
	3	东莞长江电脑制造品有限公司 (华勤指定采购)	171.10	0.65%	/
	4	超聚变	169.11	0.64%	2021 年
	5	客户 B	15.39	0.22%	/
2021 年	1	客户 A	***	***	2019 年
	2	中科曙光	240.06	0.92%	2021 年
	3	东莞长江电脑制造品有限公司 (华勤指定采购)	47.61	0.18%	2021 年
	4	记忆科技	45.44	0.17%	/
	5	新华三	31.46	0.12%	2021 年
2020 年	1	客户 A	***	***	2019 年
	2	东莞成铭电子有限公司	115.81	0.59%	/
	3	东莞长江电脑制造品有限公司 (华勤指定采购)	67.61	0.34%	2021 年
	4	时捷电子科技(深圳)有限公司	6.38	0.03%	/

数据来源: 公司招股说明书, 海达尔及华英证券关于第一轮问询的回复, 东吴证券研究所

3.4. 募资扩产满足增长需求

募资扩产满足下游增长需求。公司滑轨产能趋于饱和, 随家电以及服务器下游需求提升, 公司面临滑轨产能饱和问题, 因此公司募资扩充滑轨产能满足下游增长需求, 募资扩充精密滑轨年产能 2750 万支, 有望于 2026 年投产, 将助力公司业绩进一步成长。

图28: 公司上市募投项目

募投项目名称	预期产能	计划总投资 (万元)	计划投入募 资(万元)	预定可使用 状态日期
精密滑轨自动化生 产基地建设项目	新增滑轨 2,750 万支 (套)/年	15,234.22	8,123.83	2026 年 12 月 31 日
研发中心建设项目	提升公司研发水平, 提高核心竞争力	2,000.00	2,000.00	2027 年 6 月 30 日
补充流动资金	/	1,000.00	1,000.00	/

数据来源: 公司公告, iFind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利拆分

滑轨：我们预计 2025-2027 年公司滑轨业务波动增长，营收增速为-3%/10%/15%，主要是由于 2025 年家电滑轨同比下滑，服务器呈现增长趋势但基数较小，2026 年整体增速约 10%。毛利率保持较高水平，我们预计 2025-2027 年毛利率维持为 30%/30.5%/31%。

钣金件：我们预计 2025-2027 年营收增速为-50%/10%/10%，毛利率稳定为 18%/18%/18%。

其他业务：我们预计 2025-2027 年营收增速为-30%/10%/10%，毛利率稳定为 40%/40%/40%。

公司整体我们预计 2025-2027 年实现营收 4.01/4.41/5.07 亿元，同比-3.87%/+10.00%/+14.94%，综合毛利率约为 29.94%/30.43%/30.93%。

图29：海达尔盈利拆分

整体	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入（百万元）	261.75	289.43	417.05	400.91	441.00	506.89
总营业成本（百万元）	205.27	221.69	292.94	280.87	306.78	350.10
整体毛利率	21.58%	23.40%	29.76%	29.94%	30.43%	30.93%
滑轨	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	255.95	277.28	408.41	396.16	435.77	501.14
yoy		8.33%	47.29%	-3.00%	10.00%	15.00%
营业成本（百万元）	200.84	212.04	285.13	277.31	302.86	345.79
毛利率	21.53%	23.53%	30.18%	30.00%	30.50%	31.00%
钣金件	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4.25	6.26	6.49	3.25	3.57	3.93
yoy		47.29%	3.67%	-50.00%	10.00%	10.00%
营业成本（百万元）	3.72	6.04	5.68	2.66	2.93	3.22
毛利率	12.35%	3.58%	12.54%	18.00%	18.00%	18.00%
其他业务收入	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1.55	5.89	2.15	1.51	1.66	1.82
yoy		280.00%	-63.50%	-30.00%	10.00%	10.00%
营业成本（百万元）	0.71	3.61	2.13	0.90	0.99	1.09
毛利率	56.19%	38.65%	1.18%	40%	40%	40%

数据来源：iFind，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测及投资评级

首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 0.77/0.85/1.00 亿元，同比-5.40%/+10.15%/+18.21%，2025/2026/2027 年对应 PE 为 28/26/22 倍。与公司业务相同的直接竞争对手大部分为非上市公司，我们选取金属制品业境内上市公司：丰光精密、祥鑫科技、上海沿浦作为可比公司，可比公司对应平均 PE 为 63/50/41 倍，公司 PE 低于可比公司平均。考虑公司服务器滑轨业务拓展，公司产能逐步释放，业绩有望快速增长。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图30：可比公司估值（截至 2025 年 11 月 30 日）

代码	简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
920510.BJ	丰光精密	30.58	0.24	0.29	0.34	127	105	90
002965.SZ	祥鑫科技	97.71	3.82	5.11	6.66	26	19	15
605128.SH	上海沿浦	76.83	2.06	2.94	3.95	37	26	19
可比公司平均PE						63	50	41
920699.BJ	海达尔	21.87	0.77	0.85	1.00	28	26	22

数据来源：iFinD，东吴证券研究所

注：海达尔盈利预测来自于东吴研究所，其余盈利预测来自于 iFinD 一致预期（截至 2025 年 11 月 30 日）

5. 风险提示

1) 行业竞争加剧：当前高端精密连接件市场由国际巨头主导，国内竞争将随本土企业技术发展而日趋激烈。若公司无法在质量、创新和品牌影响力上持续提升，将难以在市场中保持竞争优势，公司可能面临较大的行业竞争风险。

2) 服务器滑轨需求增长不及预期：公司服务器滑轨业务的成长性高度依赖下游服务器行业的景气周期。若全球数据中心投资放缓或市场需求发生波动，市场需求不及预期将导致公司前期投入难以收回，进而拖累整体经营业绩。

3) 客户拓展不及预期：服务器滑轨作为公司战略性新业务，其增长高度依赖于对终端服务器厂商的客户拓展。公司虽已进入部分供应商体系，但该领域客户认证严、导入周期长。若新客户开发进度与数量未达预期，将难以支撑该业务的快速增长，进而影响公司整体发展节奏。

海达尔三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	459	499	582	707	营业总收入	417	401	441	507
货币资金及交易性金融资产	130	229	294	377	营业成本(含金融类)	293	281	307	350
经营性应收款项	275	220	239	275	税金及附加	2	2	2	3
存货	50	46	45	52	销售费用	4	4	4	4
合同资产	0	0	0	0	管理费用	11	13	14	15
其他流动资产	3	3	3	4	研发费用	13	13	13	15
非流动资产	74	84	98	92	财务费用	1	2	1	2
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	1	1	2
固定资产及使用权资产	49	51	49	46	投资净收益	2	1	1	1
在建工程	0	9	5	3	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	9	9	8	8	减值损失	(8)	2	(2)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	11	11	11	11	营业利润	90	91	100	118
其他非流动资产	4	4	24	24	营业外净收支	3	0	0	0
资产总计	533	583	680	800	利润总额	94	91	100	118
流动负债	214	185	196	213	减:所得税	12	14	15	18
短期借款及一年内到期的非流动负债	30	4	4	4	净利润	81	77	85	100
经营性应付款项	105	100	109	125	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	1	2	2	归属母公司净利润	81	77	85	100
其他流动负债	78	80	81	83	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.78	1.69	1.86	2.20
非流动负债	11	11	11	11	EBIT	89	88	101	120
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	104	94	107	126
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.76	29.94	30.43	30.93
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	19.52	19.21	19.23	19.78
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	44.09	(3.87)	10.00	14.94
负债合计	225	196	207	224	归母净利润增长率(%)	107.34	(5.40)	10.15	18.21
归属母公司股东权益	308	387	474	576					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	308	387	474	576					
负债和股东权益	533	583	680	800					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	57	139	83	81	每股净资产(元)	6.74	8.48	10.38	12.62
投资活动现金流	(55)	(15)	(20)	1	最新发行在外股份(百万股)	46	46	46	46
筹资活动现金流	(23)	(27)	0	0	ROIC(%)	24.27	19.95	19.33	18.92
现金净增加额	(21)	99	65	83	ROE-摊薄(%)	26.45	19.91	17.91	17.41
折旧和摊销	15	6	6	6	资产负债率(%)	42.24	33.65	30.38	28.00
资本开支	(23)	(16)	(21)	(1)	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.87	28.40	25.78	21.81
营运资本变动	(45)	58	(9)	(27)	P/B(现价)	7.11	5.65	4.62	3.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>