

信义山证汇通天下

证券研究报告

汽车零部件 III

美湖股份 (603319.SH)

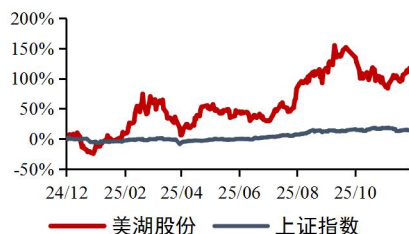
增持-A(首次)

泵类主业稳中求进, AI+机器人打开成长空间

2025 年 12 月 8 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据: 2025 年 12 月 5 日

收盘价 (元/股):	38.78
总股本 (亿股):	3.39
流通股本 (亿股):	3.39
流通市值 (亿元):	131.52

基础数据: 2025 年 9 月 30 日

每股净资产 (元/股):	7.38
每股资本公积 (元/股):	2.62
每股未分配利润 (元/股):	3.33

资料来源: 常闻

分析师:

潘宁河

执业登记编码: S0760523110001

邮箱: panninghe@sxzq.com

刘斌

执业登记编码: S0760524030001

邮箱: liubin3@sxzq.com

林挺

执业登记编码: S0760524100003

投资要点:

➤ **泵类产品领军企业, 多领域布局打开成长空间。**公司始建于 1949 年, 自 1967 年正式开始生产机油泵, 具备丰富的行业技术沉淀, 并于 2016 年在上海证券交易所上市。公司紧跟行业的最新发展趋势, 不断丰富产品线, 业务范畴由发电机泵类产品逐步拓展至变速器油泵、电子泵类、减速器、电机、具身智能关节模组、轻量化材料等多个领域。同时, 公司凭借深厚的技术积累与制造实力, 与国内外众多知名客户建立了长期稳定的战略配套合作关系。

➤ **AI 催化柴发机油泵, 新能源车提振电子泵。**1) **柴油机油泵:** 数据中心按冗余设置进行分类, 配电冗余通常由 UPS 系统、柴油发电系统组成。柴油发电系统作为数据中心的后备应急电源系统, 当市电发生突发事件时, 可作为应急和备用电源, 保障数据中心的连续运行。机油泵为柴油发电机主要成本, 其占比达 15%。随着 AI 技术的快速发展, 算力需求呈现爆发式增长。上游机油泵市场有望受益于数据中心建设的高景气, 带动其市场规模持续扩容; 2) **电子泵:** 随着电动汽车市场渗透率的快速提升, 叠加新能源汽车热管理系统单车价值量高于传统燃油车, 电子泵作为新能源车热管理系统的重要组成部分有望持续放量。

➤ **人形机器人量产在即, 新业务布局打开成长空间。**1) **精密减速器:** 公司全资子公司美湖传动已具备年产 5 万套精密谐波减速器、年产 500 万台套精密齿轮的生产能力, 产品矩阵完善, 子公司美湖重庆正规划建设 10 万套谐波减速器产能; 2) **具身智能关节模组:** 公司具备具身智能关节模组全流程产品开发及量产能力, 且其核心功能件均自研自产, 子公司美湖重庆正规划建设 10 万套关节模组产能; 3) **轻量化材料:** 公司控股子公司苏州莱特已实现粉末冶金零部件在杭州头部机器人厂商机器狗上的实测应用, 并向多家头部机器人厂商提交粉末冶金及轻量化材料样件; 公司控股子公司美湖诺维专注于高性能聚醚醚酮 (PEEK) 材料研发与精密零部件制造, 赋能机器人与高端制造新赛道。

➤ **投资建议:** 预计公司 25-27 年归母公司净利润分别为 1.94/2.30/2.86 亿元, 同比增长 17.1%/18.6%/24.2%。考虑到公司作为油泵领域细分市场的龙头企业, 技术成熟、产品质量领先、主业增长稳健且积极拓展新能源车型, 同时受益于 AIDC 及人形机器人的新成长曲线, 公司业绩确定性较强, 首次覆盖, 给予“增持-A”评级。

➤ **风险提示:** 原材料成本上升风险, 下游行业的需求波动风险, 国际贸易形式恶化、汇率波动及关税风险, 人形机器人产业化进度不及预期风险等。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,908	1,977	2,255	2,596	3,074
YoY(%)	17.4	3.7	14.1	15.1	18.4
净利润(百万元)	217	166	194	230	286
YoY(%)	27.8	-23.5	17.1	18.6	24.2
毛利率(%)	26.3	23.9	23.9	24.0	24.0
EPS(摊薄/元)	0.64	0.49	0.57	0.68	0.84
ROE(%)	12.3	7.9	8.6	9.7	11.1
P/E(倍)	60.7	79.3	67.7	57.1	46.0
P/B(倍)	7.6	6.5	6.1	5.7	5.3
净利率(%)	11.4	8.4	8.6	8.9	9.3

资料来源：常闻，山西证券研究所

目录

1. 公司分析：泵类产品领军企业，多领域布局打开成长空间.....	6
1.1 基本概况：泵类产品领军企业，行业龙头地位稳固.....	6
1.2 管理层及股权架构：公司股权结构稳定，管理团队经验丰富.....	8
1.3 财务分析：主业稳中求进，新业务进展顺利.....	10
2. 泵类业务：机油泵、电子泵受益于 AI 数据中心、新能源车高景气.....	12
2.1 机油泵：受益于数据中心的高景气度，上游机油泵市场有望持续扩大.....	12
2.1 电子泵：新能源汽车销量持续攀升，推动电子泵市场规模提升.....	15
2.2 产品：公司切入 AIDC 柴油发电机组与液冷.....	16
3. 机器人业务：人形机器人量产在即，布局减速器+执行器+轻量化材料.....	18
3.1 主流精密减速器，下游应用领域广泛.....	18
3.2 人形机器人轻量化大势所趋，公司积极布局机器人轻量化业务.....	21
3.2.1 金属注射成形 MIM.....	21
3.2.2 Peek 轻量化材料.....	23
3.3 深化与富士康旗下机器人公司合作，加快机器人核心零部件落地.....	25
4. 盈利预测与投资建议.....	25
4.1 盈利预测.....	25
4.2 投资建议.....	27
5. 风险提示.....	29

图表目录

图 1：美湖股份发展历史.....	6
图 2：美湖股份产品业务布局.....	7
图 3：美湖股份股权架构.....	8

图 4： 公司 2015-2025 年前三季度营业收入及同比增速.....	10
图 5： 161020年前三季度归母净利润及同比增速.....	10
图 6： 公司收入结构占比——分产品.....	11
图 7： 公司毛利率——分产品.....	11
图 8： 2015-2025 年前三季度公司销售毛利率和净利率（%）	11
图 9： 2018-2025 年前三季度公司期间费用率（%）	11
图 10： 2020-2025 年国内数据中心业务收入（亿元）	12
图 11： 2020-2025 年国内数据中心总体在用机架规模（万架）	12
图 12： 传统数据中心 UPS 供电架构.....	13
图 13： 中国数据中心基础设施建设成本占比情况.....	13
图 14： 柴油发电机成本结构.....	14
图 15： 泵产品在发动机中的位置.....	14
图 16： 全球新能源汽车销量及渗透率持续提升.....	15
图 17： 2020-2025 年中国新能源汽车热管理系统内销额（亿元）	15
图 18： 公司机油泵、水泵、输油泵、电子泵产品（部分列举）	16
图 19： 公司泵类业务国内外客户（部分列举）	17
图 20： 谐波减速器结构示意图.....	19
图 21： 谐波减速器运行示意图.....	19
图 22： 全球工业机器人谐波减速器市场规模预测（亿元）	19
图 23： 全球人形机器人谐波减速器市场规模预测（亿元）	19
图 24： 公司减速器产品.....	20
图 25： 特斯拉 Optimus Gen2 重量减轻 10kg.....	21
图 26： MIM 的技术优势.....	22

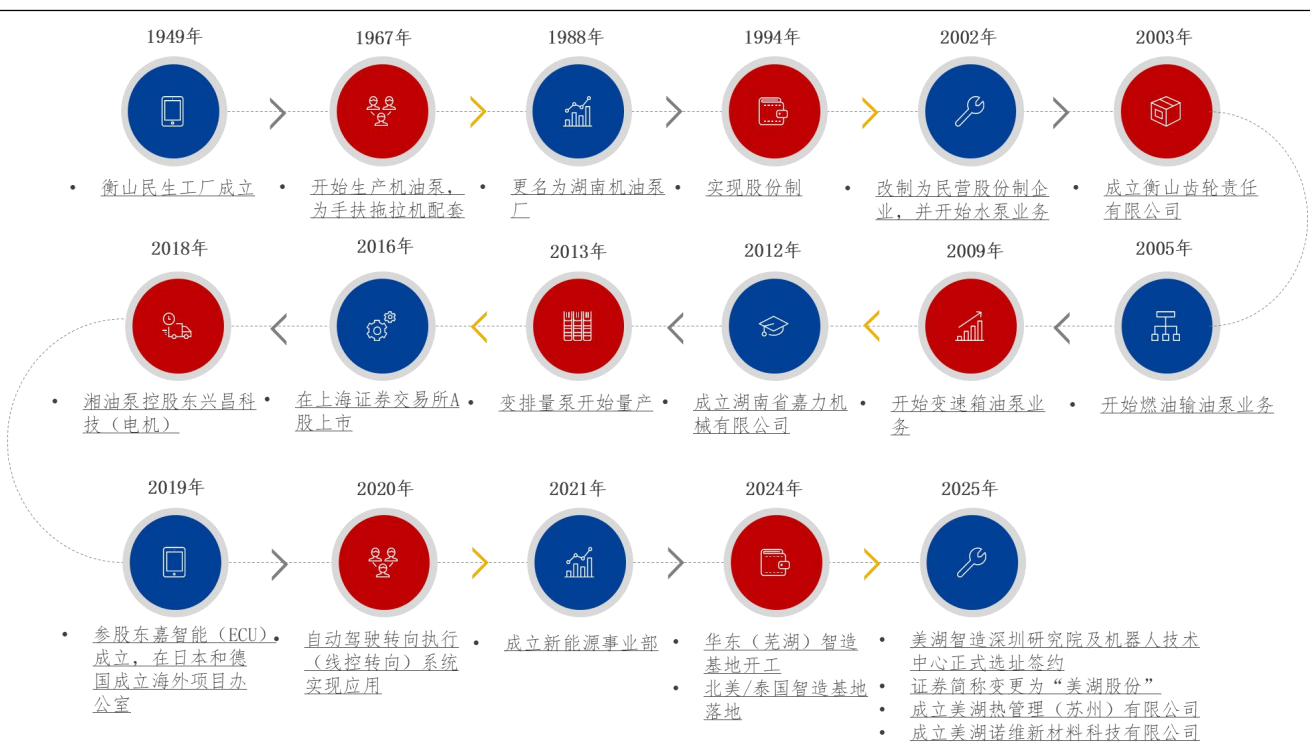
图 27: MIM 的成本优势.....	22
图 28: MIM 技术生产的齿轮.....	22
图 29: 人形机器人销量预测（万台）	24
图 30: 人形机器人量产有望拉动 PEEK 潜在需求.....	24
图 31: 公司与富士康机器人合作进一步深化.....	25
图 32: 富士康旗下女娲机器人.....	25
表 1: 公司管理层行业经验丰富.....	9
表 2: 柴油机的总体结构.....	14
表 3: 新能源汽车热管理复杂度提升带动水泵单车用量增加.....	15
表 4: 精密减速器产品特点对比.....	18
表 5: 在“以塑代钢”、“轻量化”的大背景下，PEEK 以其优异的性能在中高端领域逐步替换金属材料.....	23
表 6: 公司盈利预测（百万元）	26
表 7: 可比公司估值.....	28

1. 公司分析：泵类产品领军企业，多领域布局打开成长空间

1.1 基本概况：泵类产品领军企业，行业龙头地位稳固

泵类产品领军企业，行业龙头地位稳固。公司始建于1949年，自1967年正式开始生产机油泵，具备丰富的行业技术沉淀，并于2016年在上海证券交易所上市，是一家以精密铸造、粉末冶金技术和精密传动为基底，机-电-智能一体化的关键技术为核心，为汽车、底盘和高端装备动力系统提供泵类、EPS、电机、电控、机器人关节模组及自动化装备的解决方案的公司。公司紧跟行业、市场的最新发展趋势，不断丰富产品线，业务范畴由发电机泵类产品逐步拓展至变速箱/变速器油泵、电子泵类、行星/谐波减速器、电机、具身智能关节模组、轻量化材料等多个领域。同时，公司凭借深厚的技术积累与制造实力，与国内外众多知名客户建立了长期稳定的战略配套合作关系。

图1：美湖股份发展历史

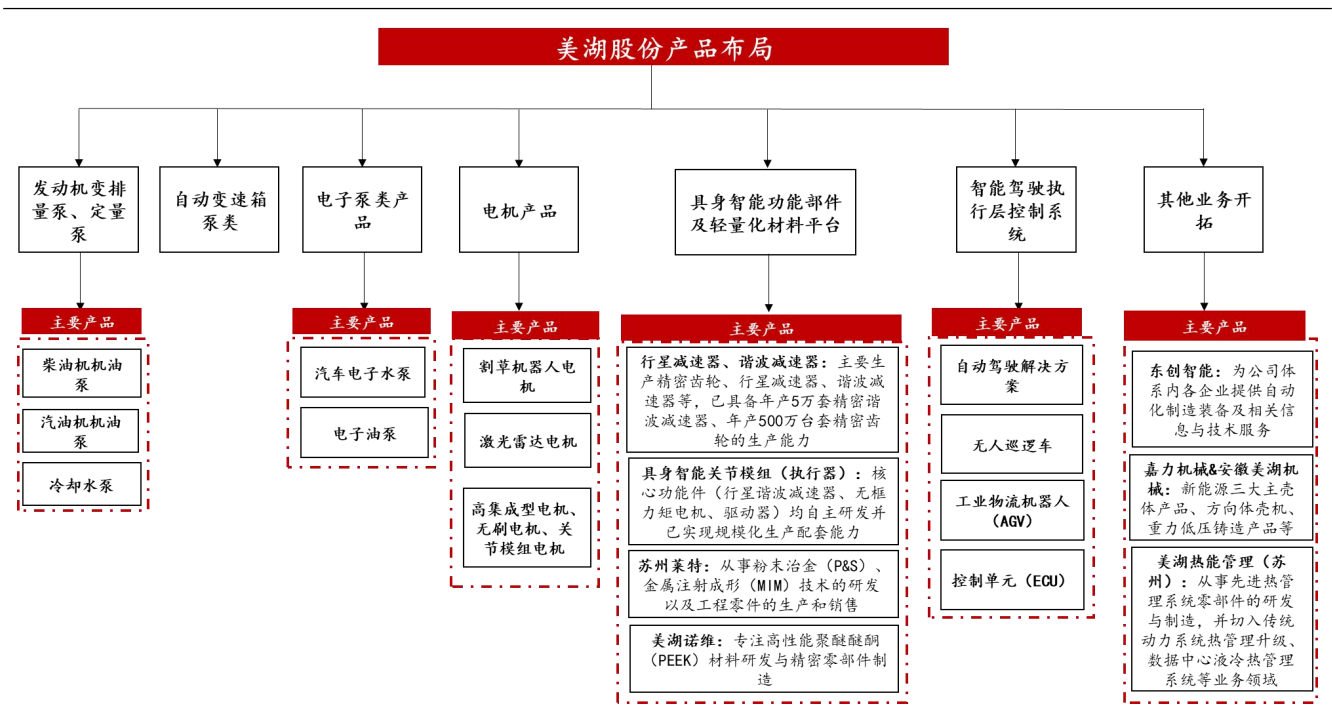


资料来源：公司官网，美湖股份公众号，压铸 WEEKLY 公众号，《公司证券简称变更实施公告》，山西证券研究所

公司立足发动机泵类产品，持续拓展业务范畴，多赛道布局打开成长空间。公司在把握发动机泵类产品持续发展的同时，不断丰富产品线，业务范畴拓展至变速箱/变速箱油泵、电子泵类、电机、行星/谐波减速器、具身智能关节模组、轻量化材料等多个产品。同时，公司积极落实新能源汽车零部件、具身智能部件业务以及智能驾驶执行层控制系统在技术上的迭代升级及应用场景推广布局，实现在新能源汽车、具身智能、智能驾驶产业的深度发展。具体来看，公司主要产品涵盖以下几个品类：

- 1、**发动机变排量泵、定量泵**：产品品类涵盖柴油机机油泵、汽油机机油泵、冷却水泵，其中柴油机机油泵国内市占率为 40%。
- 2、**自动变速箱泵类**：公司已实现转子式、外啮合齿轮式、双作用叶片式、月牙形摆线齿轮式变速箱油泵以及配套的上、下阀板的大批量生产。
- 3、**电子泵类产品**：产品品类涵盖汽车电子水泵（含开关式电子水泵、电动水泵）、电子油泵（含自动变速箱电子泵、发动机预供油泵）两大品类。
- 4、**电机产品**：产品品类涵盖割草机器人电机、激光雷达电机、高集成型电机、无刷电机、关节模组电机等。
- 5、**具身智能功能部件及轻量化材料平台**：公司全资子公司美湖传动主要生产精密齿轮、行星减速器、谐波减速器等产品，并已具备年产 5 万套精密谐波减速器、年产 500 万台精密齿轮的生产能力。同时，公司具备执行器全流程产品开发及量产能力，其核心功能件（行星/谐波减速器、无框力矩电机、驱动器）均自主研发并已实现规模化生产配套能力。在轻量化材料方面，公司控股子公司苏州莱特已实现粉末冶金零部件在杭州头部机器人厂商机器狗上的实测应用，并向多家头部机器人厂商提交粉末冶金及轻量化材料样件；公司控股子公司美湖诺维专注于高性能聚醚醚酮（PEEK）材料研发与精密零部件制造，赋能机器人与高端制造新赛道。
- 6、**智能驾驶执行层控制系统**：公司控股子公司朗道智通主要业务包含自动驾驶解决方案、无人巡逻车、工业物流机器人（AGV）。公司联营企业东嘉智能主要从事智能车载设备智造、自动化控制系统的研发、安装、销售及服务。

图 2：美湖股份产品业务布局

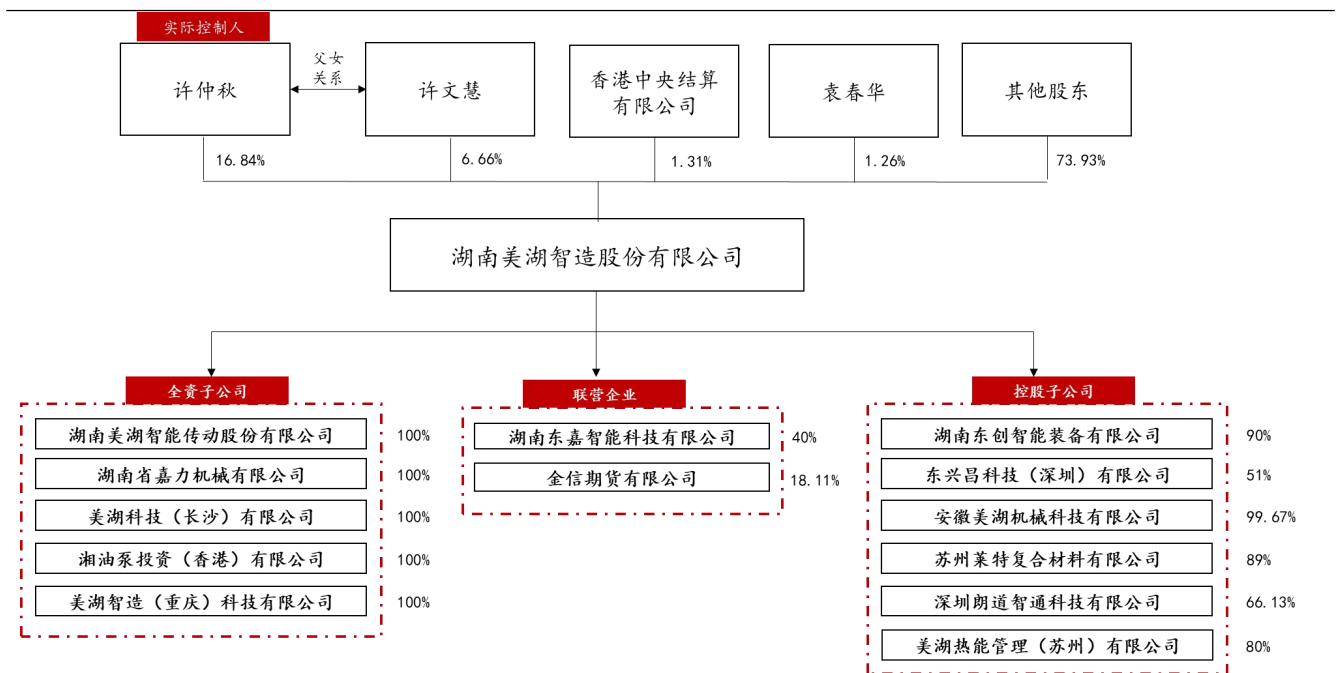


资料来源：公司 2025 年半年报，美湖股份公众号，山西证券研究所

1.2 管理层及股权架构：公司股权结构稳定，管理团队经验丰富

公司股权结构清晰且稳定，子公司较多且覆盖多个领域。许仲秋先生为公司实际控制人，截止 2025 年 9 月 30 日，许仲秋先生与其女儿许文慧女士共持有公司 23.5%的股份，股权结构清晰且稳定。公司子公司较多，且覆盖多个领域，包括美湖传动（主要业务为齿轮、减速器等）、美湖重庆（主要业务为减速器、关节模组）、嘉力机械（主要业务为铝压铸件）、东兴昌科技（主要业务为电机）、苏州莱特（主要业务为粉末冶金件）等。

图 3：美湖股份股权架构



资料来源：Wind，山西证券研究所

公司核心管理团队行业从业经验丰富。公司核心管理层团队拥有丰富的行业的从业经验，对行业发展特色和发展趋势有着深刻的认识和理解。其中，公司董事长许仲秋自 1971 年加入湖南机油泵厂，历任钳工、班长、调度员、常务副厂长、厂长，并于 1994 年开始担任公司董事长，行业从业经验丰富。同时，公司注重对各类专业人才的培养和引进，为公司的未来业务发展和技术开发做好人才储备。

表 1：公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
许仲秋	董事长	1971 年加入湖南机油泵厂，历任钳工、班长、调度员、常务副厂长、厂长，1994 年至今任公司董事长。
许文慧	董事、副董事长	2017 年 5 月开始任职于美湖，负责战略规划等工作。2017 年 10 月至今任公司董事，2020 年 10 月至今兼任公司副董事长。
许腾	董事、总经理	1996 年加入美湖，历任车工、工艺员、销售部业务员、销售部经理、副总经理，2020 年 10 月至今兼任公司董事。2023 年 10 月起任公司总经理。
颜丽娟	董事、副总经理	2006 年 8 月加入美湖，历任国际市场开发部项目专员、国际市场开发部项目专员、国际市场开发部主管、国际贸易部主管、国际贸易部经理，2018 年 5 月至今任公司副总经理，2023 年 10 月起兼任公司董事。
陈国荣	副总经理、财务	曾任中审国际会计师事务所审计助理、项目经理，2012 年加入美湖，历任内部审计经理、综合管理部经理等职务，2017 年 6 月至今任公司副总经理、财务负责人。



姓名	职务	主要经历
	负责人	
谭小平	副总经理	1993 年加入美湖，历任加工中心操作工、班长、工艺员、车间副主任、工艺主管、制造部主管、技术中心主管、质量部经理、制造技术部经理，2018 年 5 月至今任公司副总经理、副总工程师。
董仁泽	副总经理	1993 年加入美湖，历任检测技术员、检验科长、质量主管，2019 年 2 月至今任公司副总经理。
黄金辉	副总经理	2008 年加入子公司衡山齿轮有限责任公司，历任衡山齿轮技术员、技术部主管、技术部经理、技术部经理兼市场部经理、副总经理，2021 年 10 月至今任公司副总经理。
王斌	副总经理	2019 年加入公司子公司东兴昌科技（深圳）有限公司，任子公司常务副总经理，2021 年 12 月至今任公司副总经理。
蔡皓	副总经理	2016 年加入美湖，任公司长沙研究院院长，2021 年 12 月至今兼任公司副总经理。
余笑梅	副总经理	1999 年加入美湖，历任车间工艺员、技术改造小组组长、工艺主管、技术主管、新产品开发工程师、技术中心经理、技术总监。2023 年 10 月至今任公司副总经理，2025 年 1 月兼任公司董事。
蒋沙	董事会秘书	曾任国家审计署投资司、外资司；国新证券股份有限公司董事会办公室、权益投资部、证券投资部等单位。2024 年 3 月加入美湖，2024 年 5 月至今任公司董秘。

资料来源：公司 2024 年年报，山西证券研究所

1.3 财务分析：主业稳中求进，新业务进展顺利

公司营收利润稳中求进。公司 2015-2024 年营收呈现逐年增长趋势，年复合增长率达 17.45%。25 年前三季度公司实现营收 16.24 亿元，同比增长 9.64%，主要系新能源业务取得多项突破。净利润方面，公司 2015-2024 年归母净利润年复合增长达 17.47%。其中 2024 年公司归母净利润同比下降 23.48%，主要系期间费用增加、市场竞争加剧以及原材料价格上涨所致；25 年前三季度公司实现归母净利润 1.29 亿元，同比下降 10.66%。

图 4：公司 2015-2025 年前三季度营业收入及同比增速

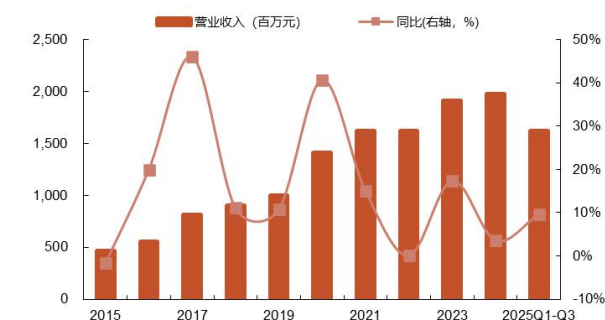


图 5：公司 2015-2025 年前三季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

新能源汽车零部件业务占比逐年增长。分业务来看，公司泵类产品及新能源汽车零部件业务为主要收入来源。2025 年上半年公司柴油机机油泵、汽油机机油泵、变速箱泵、新能源车用零部件收入占比分别为 28.6%、15%、6%、22%，合计占比达 71%。2021 年至 2024 年公司新能源汽车零部件业务占比逐年提升，主要系公司为加速机电智能一体化战略发展，持续推动产品结构向电动化、智能化转型，并新增“年产 350 万台新能源电子泵智能智造项目”、“高效节能无刷电机

图 6：公司收入结构占比——分产品

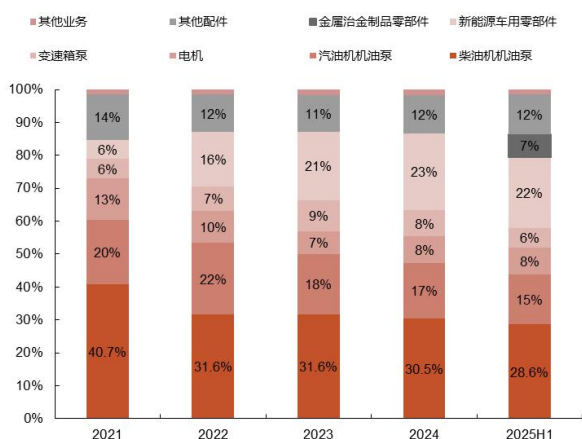
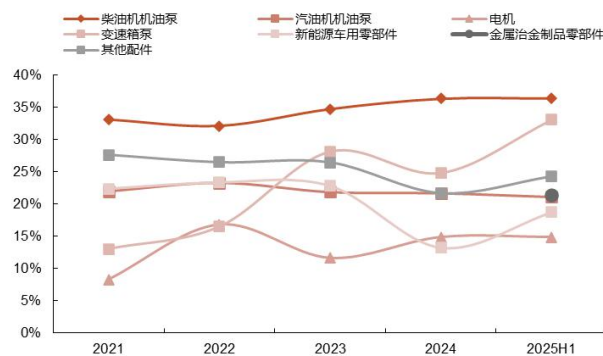


图 7：公司毛利率——分产品



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

25 年前三季度盈利能力承压，期间费用率基本维持稳定。公司 24 年毛利率为 23.86%，同比下降 2.43pct；25 年前三季度毛利率为 23.36%，同比下降 2.2pct。净利率方面，公司 24 年净利率为 8.36%，同比下降 2.93pct；25 年前三季度净利率为 7.89%，同比下降 1.85pct，主要系研发费用加大所致。费用率方面，2021-2025 年前三季度公司期间费用率基本维持在 13%至 14%之间，这表明公司具备较强的成本及费用控制能力。

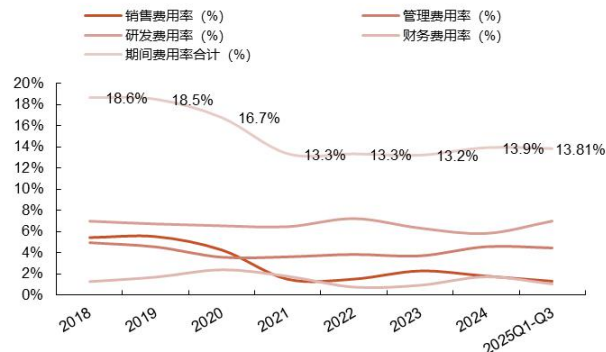
图 8：2015-2025 年前三季度公司销售毛利率和净

图 9：2018-2025 年前三季度公司期间费用率（%）

利率 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

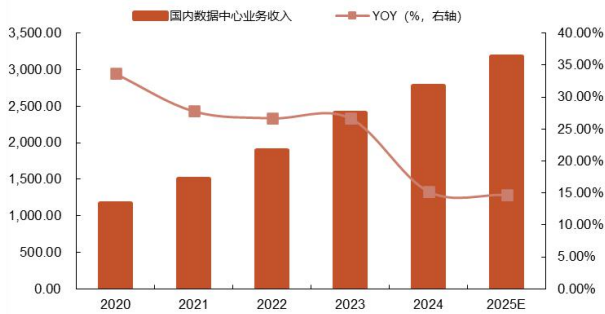
2. 泵类业务：机油泵、电子泵受益于 AI 数据中心、新能源车高景气

2.1 机油泵：受益于数据中心的高景气度，上游机油泵市场有望持续扩大

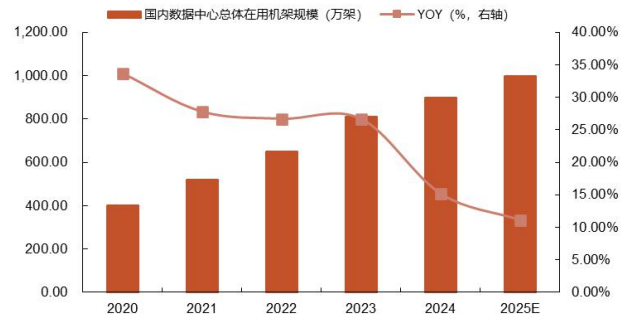
随着 AI 技术的快速发展，算力需求呈现快速增长态势，有望带动我国数据中心市场规模持续扩张。考虑到 AI 应用数量的增加、AI 应用活跃度的提升，将产生极大的推理算力需求，有望带动高算力基础设施建设的需求。受益于国内外互联网大厂上调资本开支指引，算力需求进一步提升，根据中商产业研究院数据统计，预计 2025 年我国数据中心业务收入约 3180 亿元，2020-2025 年年均复合增长率约 22%；预计 2025 年我国在用算力中心标准机架数超 1000 万架，2020-2025 年年均复合增长率约 20%。

图 10：2020-2025 年国内数据中心业务收入（亿元）

图 11：2020-2025 年国内数据中心总体在用机架规模（万架）



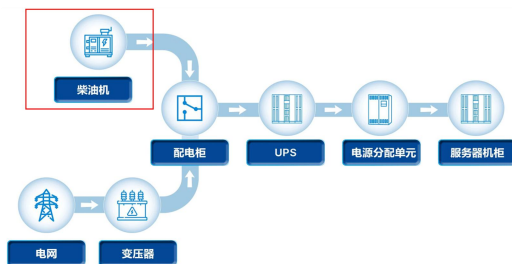
资料来源：中商产业研究院《2025 年中国数据中心行业市场前景预测研究报告》，山西证券研究所



资料来源：中商产业研究院《2025 年中国算力行业市场前景预测研究报告》，山西证券研究所

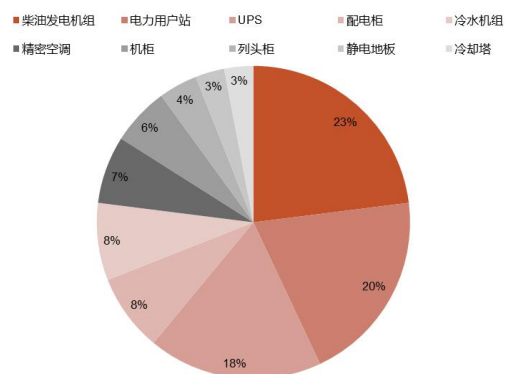
从基建成本拆分来看，柴油发电机组是数据中心基建核心 CAPEX，占比最高达 23%。数据中心按冗余设置进行分类，配电冗余通常由 UPS 系统、柴油发电机系统组成。UPS 主要功能在于停电期间短暂提供电源，直到备用发电机启动并提供稳定电力。柴油发电系统作为数据中心的后备应急电源系统，当市电发生突发事件时，可作为应急和备用电源，保障数据中心的连续运行。从基建成本拆分来看，柴油发电机组为数据中心基建核心资本开支，其占比高达 23%。

图 12：传统数据中心 UPS 供电架构



资料来源：台达公众号，山西证券研究所

图 13：中国数据中心基础建设成本占比情况



资料来源：中商产业研究院《2024 年中国数据中心行业市场前景预测研究报告》，山西证券研究所

受益于数据中心建设的高景气度，上游机油泵市场有望持续扩大。柴油发动机主要由油

泵、机体、气缸盖、喷油器、曲轴、发电机、飞轮齿圈等部件组成。根据新柴数据统计，机油泵为柴油发电机主要成本，其占比达 15%。根据公司招股说明书，机油泵主要应用于发动机的润滑系统；发动机水泵主要应用于发动机的冷却系统；输油泵主要应用于柴油机的燃油系统。随着 AI 技术的快速发展，算力需求呈现快速增长态势，上游机油泵市场有望受益于数据中心建设的高景气度，其市场规模有望持续扩容。

图 14：柴油发电机成本结构

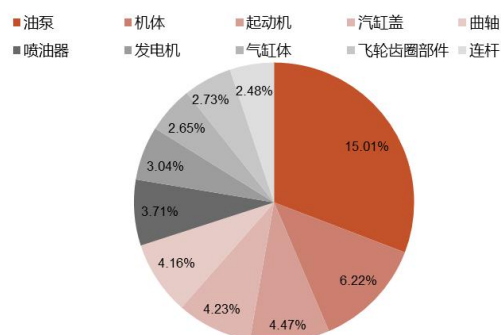
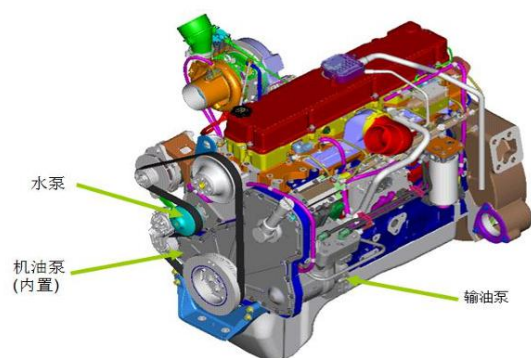


图 15：泵产品在发动机中的位置



资料来源：新柴股份招股说明书，山西证券研究所
(注：参考新柴股份披露的 2018-2020 年成本结构平均值)

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

表 2：柴油机的总体结构

系统	功能	组成部件
机体	构成发动机的基本框架，用于支撑和安装其他部件	缸体、缸套、缸盖、缸垫等
曲柄连杆机构	为柴油机的主要运动件，把燃料燃烧产生的能量，通过活塞、活塞销、连杆、曲轴、飞轮转变成机械能传出去	曲轴、连杆、活塞、飞轮、减震器等
配气系统	定时控制进、排气门的开启和关闭	正时齿轮、凸轮轴、进排气门、空气滤清、涡轮增压器等
燃油系统	定时定量供给燃料	油箱、输油管、柴油滤清、 输油泵 、喷油嘴等
润滑系统	把润滑油供给各运动摩擦副	机油泵 、机油滤清、调压阀等
冷却系统	把柴油机工作时产生的热量散发给大气	水箱、 水泵 、风扇、节温器等
电器系统	启动/照明/监测辅助设备	发电机、启动马达等

资料来源：福建福发康明斯发动机有限公司公众号，山西证券研究所

2.1 电子泵：新能源汽车销量持续攀升，推动电子泵市场规模提升

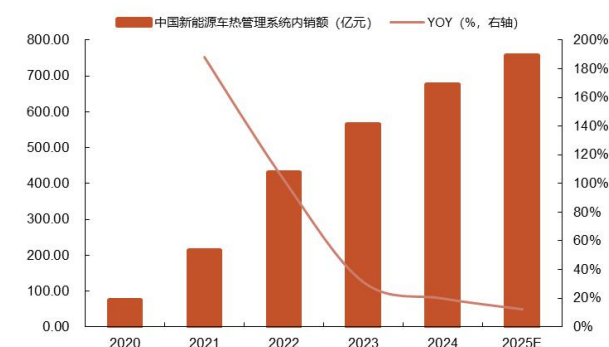
新能源车渗透率提升，叠加新能源车热管理复杂度提升带动水泵单车用量增加以及机械泵向电子泵的技术升级带动水泵单价增长，推动电子泵类产品市场规模逐步提升。2021年起，伴随用户接受度的快速提升，叠加低层级城市电气化快速渗透，新能源汽车市场全面进入快车道。根据中国汽车工业协会统计，中国新能源汽车的市场渗透率自2015年的1.35%大幅提升至2025年1-10月的46.75%。中国新能源汽车热管理市场增长迅速，根据中商产业研究院数据，2025年中国新能源汽车热管理系统规模将达758亿元，2020-2025年CAGR为59.25%。同时，相较于传统燃油车热管理的机械水泵，以电子水泵为代表的新能源汽车热管理系统核心部件，主要应用于驱动电机、电动部件、动力电池等的循环冷却作用，单车用量和价值量均提升2-3倍。随着新能源汽车市场渗透率的快速提升，叠加新能源车热管理复杂度提升带动水泵单车用量增加以及机械泵向电子泵的技术升级带动水泵单价增长，电子水泵作为新能源车热管理系统的重要组成部分有望持续放量。

图 16：全球新能源汽车销量及渗透率持续提升



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，山西证券研究所

图 17：2020-2025 年中国新能源汽车热管理系统内销额（亿元）



资料来源：中商产业研究院，山西证券研究所

表 3：新能源汽车热管理复杂度提升带动水泵单车用量增加

应用场景	电子水泵类型	功率段	单价/元	用量（个）	价值量（元）
------	--------	-----	------	-------	--------

燃油车	发动机注水冷却，代替传统机械	300-500W	300-400	0 或 1	300-400 元
新能源-纯电	电池冷却	80-150W	100-200	1	300-400 元
	电机冷却	60-150W	100-200	1	
	电控冷却（电机、电控两泵可以合并）	60-150W	120	0 或 1	
	暖风空调系统冷却	20-50W	100	0 或 1	
新能源-混动	发动机注水冷却	200-500W	300-500	1	集成度较高的方案,电子水泵整体价值可以达到600 元左右
	涡轮增压冷泵	18-20W	120	0 或 1	
	电池冷却	80-150W	100-200	1	
	电机冷却	60-150W	100-200	1	
	电控冷却（电机、电控两泵可以合并）	60-150W	120	0 或 1	
	暖风空调系统冷却	20-50W	100	0 或 1	

资料来源：香磁磁业公众号，山西证券研究所

2.2 产品：公司切入 AIDC 柴油发电机组与液冷

公司凭借深厚的技术积累以及稳固的客户基础，在 AIDC 方向切入柴油发电机组与液冷。公司积极开发技术难度高、产品使用工况复杂、升级换代明显的中大马力泵类产品，主要应用于中马力重卡和工程机械用柴油泵（300KW-1500KW）、中大马力的船用发电机组（500KW-10000KW）以及中大型智算中心发电机组（1000KW 以上）。同时，公司在大马力泵技术研发应用上已达到国内领先、国际先进的水平，且已成为玉柴、潍柴动力、东风康明斯等国内主要主机厂的战略供应商，亦进入美国康明斯、卡特彼勒、美国福特等国际知名企业的全球供应体系。在液冷方向，公司控股子公司美湖热能管理（苏州）有限公司主要从事先进热管理系统零部件的研发与制造，以“高效换热”与“极致轻量化”双核技术，切入传统动力系统热管理升级、数据中心液冷热管理系统等业务领域。在新能源车方向，公司开发用于新能源车的热管理系统的电子水泵，为纯电动、混合动力车的三电系统提供流量持续可调的冷却液。

图 18：公司机油泵、水泵、输油泵、电子泵产品（部分列举）

柴油 机油 泵	福田康明斯AVALON	泛亚平衡轴模块1.0T	重庆康明斯Q38	重庆康明斯K38	大连柴油机6133
	福田康明斯ISF机油冷却模块	福田康明斯ISG水泵	卡特彼勒4000系列水泵	康明斯M11水泵	
输油 泵	康明斯燃油GLPP	大连柴油机TCD2013	卡特彼勒Mak25	一汽DCT350R	
	100W电子油泵	450W电子水泵	100W电子水泵		
电子 泵					

资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 19：公司泵类业务国内外客户（部分列举）

国内 客户	玉柴机器 YUCHAI	潍柴动力	FOTON 福田康明斯	中国一汽
	SAIC 上汽集团 SAIC MOTOR	云内动力 YUNNEI POWER	FPT POWERTRAIN TECHNOLOGIES	SANY
海外 客户	Cummins	CAT CATERPILLAR	Ford	NISSAN
	Toyota	PACCAR	VOLVO	DAIMLER

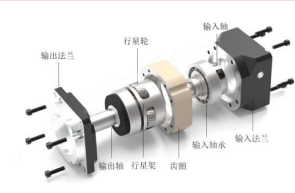
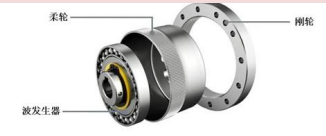

资料来源：公司官网，山西证券研究所

3. 机器人业务：人形机器人量产在即，布局减速器+执行器+轻量化材料

3.1 主流精密减速器，下游应用领域广泛

谐波减速器具有体积小、质量小、运动精度高的优点。减速器是一种通过齿轮、蜗杆等传动机构，将电机高转速、低扭矩的动力转化为低转速、高扭矩输出的机械传动装置，主要可分为行星减速器、谐波减速器及 RV 减速器。其中，谐波减速器具备高传动比、高精度、结构简单、体积小等优势，主要应用于机器人小臂、腕部和手部。

表 4：精密减速器产品特点对比

分类	工作原理	产品特点	应用领域	图示
行星减速器	行星减速器主要由太阳轮、行星轮、行星架、内齿圈构成。太阳轮与电机连接，行星轮围绕太阳轮转动，通过行星架传递扭矩输出减速	结构简单且传动效率高，多安装在伺服电机上，用来降低转速，提升扭矩，精确定位	通常被用于机器人中对精度要求低的部分身体旋转关节，也可用于手部的关节	
谐波减速器	谐波减速器主要由刚轮、柔轮、波发生器三个核心零部件组成。通过波发生器的变形让柔轮外齿与刚轮内齿依次啮合来实现减速	体积小、重量轻，结构简洁而紧凑，在高减速比、零齿隙、高扭矩密度、准确性与可靠性方面表现优异	主要应用于人形机器人小臂、腕部、灵巧手等部件	
RV 减速器	通过多级减速实现传动，一般由行星齿轮减速器的前级和摆线针轮减速器的后级组成	传动比范围大、精度较为稳定、疲劳强度较高，并具有更高的刚性和扭矩承载能力	人形机器人基座、大臂、肩部等负载比较重的位置	

资料来源：绿的谐波招股说明书，环动科技招股说明书，科峰智能招股说明书，山西证券研究所

谐波齿轮减速器是一种靠波发生器使柔轮产生可控的弹性变形波，通过其与刚轮的相互作用，实现运动和动力传递的传动装置。其构造主要由带有内齿圈的刚性齿轮（刚轮）、带有外齿圈的柔性齿轮（柔轮）、波发生器三个基本构件组成。谐波减速器工作原理通常采用波发生器主动、刚轮固定、柔轮输出形式，当波发生器装入柔轮内圆时，迫使柔轮产生弹性变形而呈椭圆状，使其长轴处柔轮齿轮插入刚轮的轮齿槽内，成为完全啮合状态；而其短轴处两轮轮齿完全不接触，处于脱开状态，当波发生器连续转动时，迫使柔轮不断产生变形并

产生了错齿运动，从而实现波发生器与柔轮的运动传递。

图 20：谐波减速器结构示意图

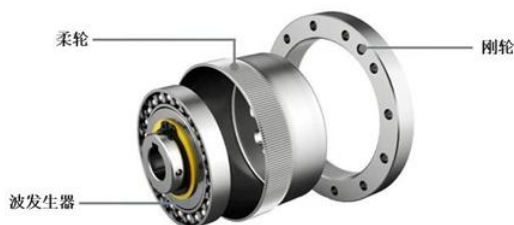
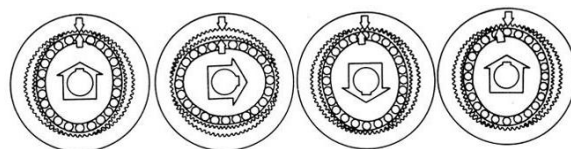


图 21：谐波减速器运行示意图



资料来源：绿的谐波招股说明书，山西证券研究所

资料来源：绿的谐波招股说明书，山西证券研究所
测算

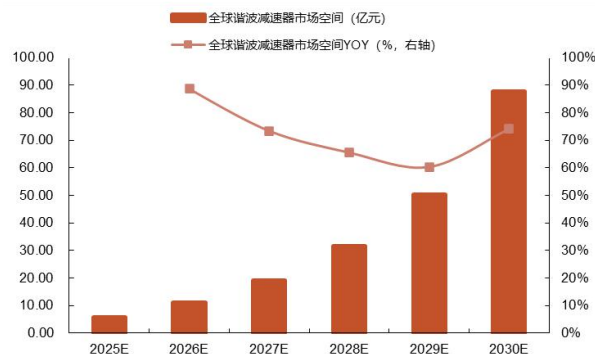
随着工业机器人增长平稳，叠加人形机器人带来的新增量,有望为谐波减速器带来更大的市场空间。在工业机器人方面，根据 IFR 数据统计，2030 年全球工业机器人谐波减速器市场规模为 29.24 亿元，2025-2030 年 CAGR 为 0.93%。在人形机器人方面，考虑到国内外人形机器人有望持续放量,且单台谐波减速器用量为传统工业机器人的 2-6 倍,我们预计 2030 年人形机器人谐波减速器市场规模为 87.8 亿元，2025-2030 年 CAGR 为 72.18%，人形机器人有望成为谐波减速器未来核心的需求新增长点。

图 22：全球工业机器人谐波减速器市场规模预测
(亿元)



资料来源：觅途咨询《全球人形机器人谐波减速机市场深度分析报告》，M2 觅途咨询公众号，山西证

图 23：全球人形机器人谐波减速器市场规模预测
(亿元)



资料来源：高工移动机器人公众号，高工机器人产业研究所（GGII）《中国人形机器人产业发展蓝皮

券研究所

书》，绿的谐波招股说明书，山西证券研究所

公司凭借深厚的技术优势及客户积累，顺势切入机器人领域。1) 减速器业务：公司全资子公司美湖传动主要生产精密齿轮、行星减速器、谐波减速器等产品。截止 25 年上半年，美湖传动已具备年产 5 万套精密谐波减速器、年产 500 万台套精密齿轮的生产能力，并形成 N 系列、P 系列、HR 系列的行星减速器产品矩阵以及 I 系列（一体型、杯型、帽型）、A 系列（调芯型）、K 系列（中空型）、S 系列（轴输入型）四大系列并涵盖 14、17、20、25、32 五大规格的谐波减速器产品矩阵，减速比覆盖 30 到 160。公司谐波减速器核心部件柔轮、刚轮、波发生器自研自产，具备高精度、高承载力、大传动比、传动平稳、寿命长、轻量化等特点。2) 具身智能关节模组：公司具备具身智能关节模组全流程产品开发及量产能力，其核心功能件（行星/谐波减速器、无框力矩电机、驱动器）均自主研发并已实现规模化生产配套能力。同时，公司子公司美湖重庆正规划建设 10 万套谐波减速器产能及 10 万套关节模组产能及智能研发中心。客户方面，公司已开发腾讯、杭州头部机器人厂商 Y 公司、银河通用在内的等十余家头部机器人客户，并实现同步研发及量产配套。

图 24：公司减速器产品

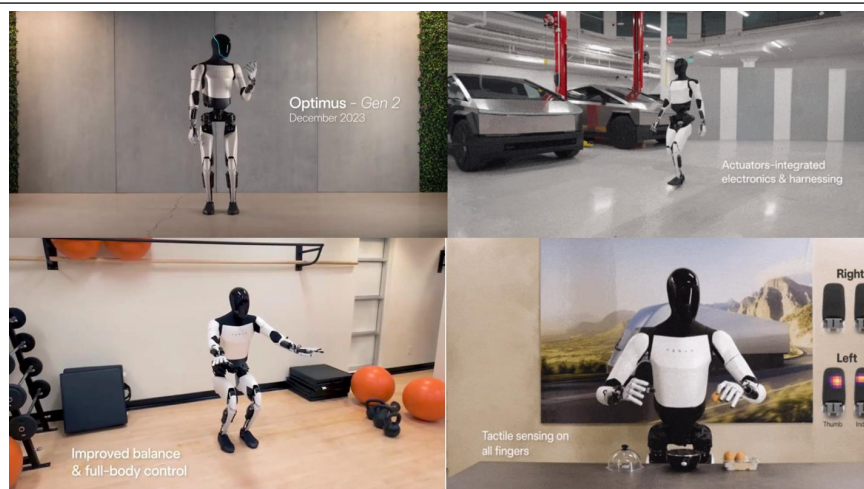


资料来源：公司 2024 年年报，山西证券研究所

3.2 人形机器人轻量化大势所趋，公司积极布局机器人轻量化业务

轻量化有助于提升机器人的机动性、速度以及动作准确度和续航能力。2023 年 12 月 13 日，特斯拉发布第二代人形机器人 OptimusGen2 的最新视频，第二代 Optimus 采用了轻量化材料 PEEK，使机器人重量减轻 10 公斤，行走速度提高 30%、以及整体平衡力、全身控制和续航能力均得到提升。从性能角度看，由于人形机器人腿足动作复杂，对于自重、平稳移动要求更高，轻量化有助于提高人形机器人动态响应能力、负载和动作灵活性。从能效角度来看，不同于电动汽车，人形机器人的电池既要保证体积小，又要追求长续航，电池续航问题一直是行业发展的一大痛点。在电池技术暂无显著突破的情况下，轻量化可以减少机器人在运动过程中的能量损耗。同时，轻量化设计也为推动新兴应用的融合发展打下了基础。考虑到机器人往往需要借助更多工具实现功能化，轻量化设计使得机器人有更大空间加入各类传感器，从而实现动作优化，提高动作准确性。

图 25：特斯拉 Optimus Gen2 重量减轻 10kg



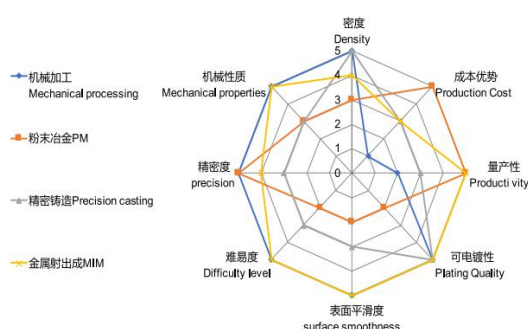
资料来源：Tesla Youtube 账号《Optimus Gen2 介绍视频》，山西证券研究所

3.2.1 金属注射成形 MIM

MIM 技术结合了粉末冶金和注射成型的特点，具备高强度、高精度、低成本、高设计自由度及轻量化等技术优势。金属粉末注射成形（MIM）结合了塑料注射成型和粉末冶金等方法的技术特点。相较于其他的金属成形方式，MIM 工艺的优势具体如下。1) 高强度：MIM

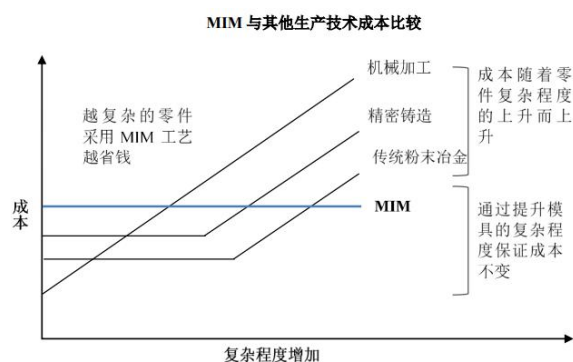
产品组织均匀、致密度好，产品强度、硬度、延伸率等力学性能超过传统粉末冶金；2) 高精度：MIM 产品一次成形尺寸精度可达 $\pm 0.3\%$ ；3) 低成本：MIM 工艺经济性更强，对于结构复杂程度更高的产品，成本优势更明显；4) 高设计自由度：允许三维形状的自由设计；5) 轻量化：选用低密度金属粉末配合镂空、薄壁设计实现轻量化。

图 26：MIM 的技术优势



资料来源：统联精密招股说明书，山西证券研究所

图 27：MIM 的成本优势



资料来源：统联精密招股说明书，山西证券研究所

MIM 技术适用于制造机器人灵巧手齿轮箱、减速器齿轮等结构复杂、需轻量化、低成本、高精度的部件。考虑到人形机器人关节普遍采用精密减速器作为动力传动系统的核心部件来提高扭矩输出，基于使用 MIM 技术生产的微型齿轮具有模数小（小于 0.5，甚至可达 0.05）、强度高、设计自由度大、可带台阶，且净近成型成本低等优势，叠加人形机器人出货量或迎来激增，预计 MIM 产品在谐波减速器的柔轮、灵巧手指驱动齿轮和仿生手指连接结构件等应用场景的潜在需求量将大幅提升。

图 28：MIM 技术生产的齿轮



资料来源：东睦股份 2024 年年报，山西证券研究所

公司控股子公司苏州莱特 MIM 技术业内领先，且绑定下游优质客户。公司控股子公司苏州莱特是国内较早掌握粉末冶金金属注射成型核心技术的企业之一，拥有业内领先的粉末冶金工艺设备和技术，具备生产行业内高端复杂零部件的能力，产品涵盖发动机凸轮轴、转向系统等高端复杂零件，目前苏州莱特已经启动苏州基地二期、泰国基地项目建设。同时，苏州莱特与下游行业内知名企业建立了良好的合作关系，主要客户包括特斯拉、蒂森克虏伯、博格华纳等。在机器人应用方向，苏州莱特已实现粉末冶金零部件在杭州头部机器人厂商机器狗上的实测应用，并向多家头部机器人厂商提交粉末冶金及轻量化材料样件。

3.2.2 Peek 轻量化材料

在“以塑代钢”、“轻量化”的趋势下，PEEK 以其优异的性能在中高端应用中逐步取代金属材料的使用。机器人行业减重的方向主要有两个：1) 材料层面：降低用量或者更换密度更小的材料，比如将铝合金换成更轻的镁铝合金；2) 结构层面：减少材料的用量，比如把外观结构件做薄，传动结构优化等，或者直接减少不必要的外观结构件。从材料层面来看，PEEK 在比强度、介电常数、耐化学性性能中全面优于普通金属。尤其是比强度指标，PEEK 约是铝合金的 8 倍，这意味着在满足强度要求的前提下，PEEK 可大幅减轻材料自身重量，成为“轻量化”的极佳解决方案。

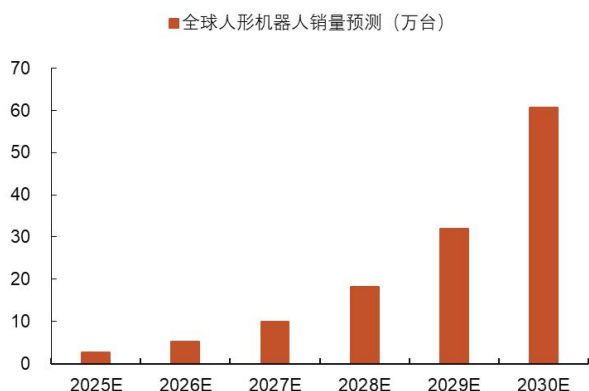
表 5：在“以塑代钢”、“轻量化”的大背景下，PEEK 以其优异的性能在中高端领域逐步替换金属材料

性能指标	指标含义说	单位	PEEK	钢	铝合金
比强度	拉伸强度与密度的比值，值越大说明材料在相同密度情况下强度越好	N·m/kg	1500	70	190
介电常数	是反映绝缘能力特性的一个系数	-	优	差	差
耐化学性	是指物体对酸液、碱水、有机溶剂浸泡的耐力	-	优	良	良

资料来源：中研股份招股说明书，GB/T20878-2007 不锈钢和耐热钢、GB24511-2009 承压设备用不锈钢钢板及钢带、铝合金及其加工手册，山西证券研究所

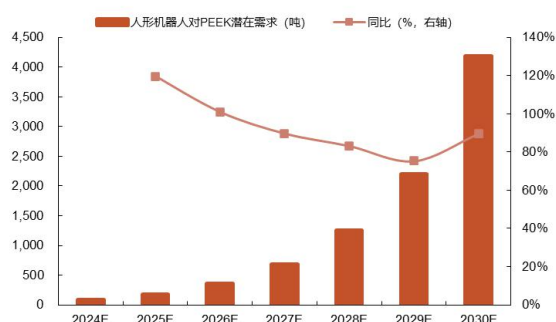
伴随人工智能加速和硬件技术突破，人形机器人出货量或迎来激增，进而带动 PEEK 应用的塑料零部件需求的提升。根据高工机器人产业研究所（GGII）数据，全球人形机器人销量预计自 2025 年的约 2.6 万台增至 2030 年的 60.6 万台，年复合增长率达 87.6%，对应市场规模（销售金额）年复合增长率达 56.1%。危险工作的代替、老人护理、家政、制造业劳动力短缺是人形机器人需求侧增长的主要推动因素。人形机器人应用 PEEK 在齿轮、关节、四肢骨架等部位。假设采用铝合金密度计算整个机器人机身的体积，然后将其中 25% 的体积替换成 PEEK，计算得到单台机器人的 PEEK 消耗量约为 6.9 公斤。根据 GGII 预测 2030 年全球人形机器人产量有望达到 60.6 万台，可测算出 2030 年人形机器人领域对 PEEK 潜在需求约为 4179 吨。人形机器人量产有望拉动 PEEK 需求，PEEK 需求的增加有望带动 PEEK 应用的塑料零部件需求的提升。

图 29：人形机器人销量预测（万台）



资料来源：高工机器人产业研究所（GGII）《中国人形机器人产业发展蓝皮书》，高工移动机器人公众号，山西证券研究所

图 30：人形机器人量产有望拉动 PEEK 潜在需求



资料来源：高工机器人产业研究所（GGII）《中国人形机器人产业发展蓝皮书》，高工移动机器人公众号，山西证券研究所（注：采用 GGII 对于人形机器人出货量的预测，以及单台机器人的 PEEK 消耗量约为 6.9 公斤）

公司紧抓机器人行业发展趋势，积极布局 PEEK 产业链。在“以塑代钢”、“轻量化”的趋势下，公司于 25 年 9 月联合国际化团队、产业方共同投资设立湖南美湖诺维新材料科技有限公司，聚焦高性能 PEEK 轻量化材料研发与精密零部件制造，并依托于国际化团队的技术积累，推动高分子材料在具身智能及高端装备制造领域的应用替代。

3.3 深化与富士康旗下机器人公司合作，加快机器人核心零部件落地

深化与富士康旗下机器人公司合作，加快机器人核心零部件落地。公司于 2025 年 4 月入股富士康体系的女娲创造机器人公司，占股达 1.25%，并于 6 月进一步达成战略合作，共同实现机器人关键零部件包括但不限于谐波减速器、关节模组、机械臂、电机、精密齿轮等产品的场景应用、量产配套及轻量化应用。富士康旗下的女娲创造公司主要从事陪伴机器人、工业机器人、人形机器人的研发、生产及销售，产品包括效用及 IP 家用机器人、可快速回本的商服机器人和富士康应用的工业物流 AMR，目标 2026 年产量超 6000 台。同时，女娲创造公司已赢得软银、亚马逊、富士康等全球巨头的合作，预计 2026 年营收破入亿美元、净利润突破 2400 万美元。公司与富士康机器人合作进一步深化，有望通过此次合作顺利切入头部机器人公司供应链体系，加快机器人板块的业务布局。

图 31：公司与富士康机器人合作进一步深化



资料来源：美湖股份公众号，山西证券研究所

图 32：富士康旗下女娲机器人



资料来源：美湖股份公众号，山西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 1) 泵类业务：考虑到泵类业务为公司的基本盘，且随着新产品项目包括 AIDC 中大马力柴油机油泵项目、混合动力机油泵项目、变速箱油泵项目、电子油泵项目、电子

水泵项目的逐步量产，我们预计公司泵类产品收入规模有望维持增长趋势。预计公司 2025/2026/2027 年柴油机机油泵收入增速分别为 4%/11%/13%，汽油机机油泵收入增速分别为 2%/3%/4%，变速箱泵收入增速分别为-22%/7%/5%。

- 2) **电机和新能源车用零部件**：考虑到公司加速机电智能一体化战略发展，持续推动产品结构向电动化、智能化转型，并新增“年产 350 万台新能源电子泵智能智造项目”、“高效节能无刷电机项目”，公司的电机与新能源车用零部件业务有望贡献业绩增量。预计公司 2025/2026/2027 年电机业务收入增速分别为 5%/38%/44%，新能源车用零部件业务收入增速分别为 22%/25%/29%。
- 3) **金属冶金制品零部件**：公司控股子公司苏州莱特产品涵盖发动机凸轮轴、转向系统等高端复杂零件，目前已启动苏州基地二期、泰国基地项目建设。在人形机器人领域，苏州莱特已实现粉末冶金零部件在杭州头部机器人厂商之机器狗上的实测应用，并向多家头部机器人厂商提交粉末冶金及轻量化材料样件。MIM 技术在人形机器人轻量化领域的应用越来越广泛，其技术可适用于制造机器人灵巧手齿轮箱、减速器齿轮等结构复杂、需轻量化、低成本、高精密度的关键零部件。随着 MIM 技术在新能源汽车、人形机器人等领域的渗透率持续提升，预计公司金属冶金制品零部件产品有望贡献业绩增量。预计公司 2026/2027 年金属冶金制品零部件业务收入增速分别为 15%/20%。
- 4) **人形机器人（行星减速器、谐波减速器、关节模组、PEEK）**：公司全资子公司美湖传动主要生产精密齿轮、行星减速器、谐波减速器等产品。公司控股子公司美湖诺维专注于高性能聚醚醚酮（PEEK）材料研发与精密零部件制造。产能方面，截止 25 年上半年，美湖传动已具备年产 5 万套精密谐波减速器、年产 500 万台套精密齿轮的生产能力。同时，公司子公司美湖重庆正规划建设 10 万套谐波减速器产能及 10 万套关节模组产能及智能研发中心。考虑到目前人形机器人还未处于量产阶段，且该业务收入占比较低，我们的盈利预测中暂不包含这一部分业务收入。

在上述假设下，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 22.55、25.96、30.74 亿元，同比 +14.05%、+15.09%、+18.45%，毛利率分别为 23.93%、24.03%、24.02%。

表 6：公司盈利预测（百万元）

拆分	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
----	-------	-------	-------	-------	-------

拆分	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
柴油机机油泵产品收入（百万元）	603.59	602.23	626.56	693.88	786.59
yoy	17.59%	-0.23%	4.04%	10.75%	13.36%
汽油机机油泵产品收入（百万元）	351.24	334.02	340.73	351.02	365.17
yoy	-0.66%	-4.90%	2.01%	3.02%	4.03%
变速箱泵产品收入（百万元）	179.58	157.79	123.39	132.15	138.81
yoy	47.96%	-12.13%	-21.80%	7.10%	5.04%
电机产品收入（百万元）	132.42	157.53	164.62	227.17	327.13
yoy	-16.65%	18.96%	4.50%	38.00%	44.00%
新能源车用零部件产品收入（百万元）	394.14	462.58	563.89	705.93	907.26
yoy	47.72%	17.36%	21.90%	25.19%	28.52%
金属冶金制品零部件产品收入（百万元）			149.48	171.90	206.28
yoy				15.0%	20.0%
其他配件产品收入（百万元）	215.29	230.45	253.50	278.84	306.73
yoy	15.17%	7.04%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务（百万元）	31.45	32.75	33.02	34.67	36.41
yoy	33.77%	4.13%	5.0%	5.0%	5.0%
合计营业收入（百万元）	1,907.71	1,977.35	2,255.19	2,595.58	3,074.38
yoy	17.44%	3.65%		15.09%	18.45%
毛利率（%）	26.29%	23.86%		24.03%	24.02%

资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 投资建议

泵类产品领军企业，多领域布局打开成长空间。公司始建于1949年，自1967年正式开始生产机油泵，具备丰富的行业技术沉淀，并于2016年在上海证券交易所上市。公司紧跟行业的最新发展趋势，不断丰富产品线，业务范畴由发电机泵类产品逐步拓展至变速器油泵、电子泵类、减速器、电机、具身智能关节模组、轻量化材料等多个领域。同时，公司凭借深厚的技术积累与制造实力，与国内外众多知名客户建立了长期稳定的战略配套合作关系。

AI 催化柴发机油泵，新能源车提振电子泵。1) **柴油机油泵**：数据中心按冗余设置进行分类，配电冗余通常由UPS系统、柴油发电系统组成。柴油发电系统作为数据中心的后备应急电源系统，当市电发生突发事件时，可作为应急和备用电源，保障数据中心的连续运行。机油泵为柴油发电机主要成本，其占比达15%。随着AI技术的快速发展，随着AI技术的快速发展，算力需求呈现爆发式增长，上游机油泵市场有望受益于数据中心建设的高景气，带动其市场规模持续扩容；2) **电子泵**：随着电动汽车市场渗透率的快速提升，叠加新能源汽车热管理系统单车价值量高于传统燃油车，电子泵作为新能源车热管理系统的重要组成部分

分有望持续放量。

人形机器人量产在即，新业务布局打开成长空间。1) **精密减速器**：公司全资子公司美湖传动已具备年产 5 万套精密谐波减速器、年产 500 万台套精密齿轮的生产能力，产品矩阵完善，子公司美湖重庆正规划建设 10 万套谐波减速器产能；2) **具身智能关节模组**：公司具备具身智能关节模组全流程产品开发及量产能力，且其核心功能件均自研自产，子公司美湖重庆正规划建设 10 万套关节模组产能；3) **轻量化材料**：公司控股子公司苏州莱特已实现粉末冶金零部件在杭州头部机器人厂商机器狗上的实测应用，并向多家头部机器人厂商提交粉末冶金及轻量化材料样件；公司控股子公司美湖诺维专注于高性能聚醚醚酮（PEEK）材料研发与精密零部件制造，赋能机器人与高端制造新赛道。

公司 25-26 年 PE 估值低于可比公司均值。公司是一家以精密铸造、粉末冶金技术和精密传动为基底，机-电-智能一体化的关键技术为核心，为汽车、底盘和高端装备动力系统提供泵类、EPS、电机、电控、机器人关节模组及自动化装备的解决方案的公司。为便于对比分析，我们选取 A 股同样布局机器人关节执行器、精密减速器、轻量化材料的三花智控、斯菱股份、肇民科技、统联精密作为公司的可比公司，公司 25-26 年 PE 估值低于可比公司均值。考虑到公司作为油泵领域细分市场的龙头企业，技术成熟、产品质量领先、主业增长稳健且积极拓展至新能源车型，同时受益于 AIDC 及人形机器人的新增长曲线，公司业绩确定性较强。参考可比公司估值及增速，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

表 7：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002050.SZ	三花智控	1,834.32	30.99	40.95	48.12	57.03	45	38	32
301550.SZ	斯菱股份	272.30	1.90	2.16	2.53	3.30	126	108	82
301000.SZ	肇民科技	95.14	1.42	1.77	2.29	2.92	54	42	33
688210.SH	统联精密	92.42		1.00	1.86	2.89	93	50	32
平均		-	8.76	11.47	13.70	16.53	79	59	45
603583.SH	美湖股份	131.52	1.66	1.94	2.30	2.86	68	57	46

资料来源：Wind 一致预期，山西证券研究所，美湖股份盈利预测来自山西证券研究所，数据截止 2025 年 12 月 5 日

5. 风险提示

- 1) **原材料成本上升风险：**公司采购的主要原材料包括齿轮、内外转子、铝锭、生铁、钢材、铝材压铸毛胚等，若原材料价格波动较大，可能对公司盈利能力产生不利影响。
- 2) **下游行业的需求波动风险：**公司的经营业绩与中重型卡车、客车、乘用车、工程机械、发电机组、船舶动力等下游行业的景气度高度相关，下游行业的需求波动会影响公司的营业收入与利润水平。若未来下游行业需求下降，将会对公司未来的业绩产生不利影响；
- 3) **国际贸易形式恶化、汇率波动及关税风险：**若国际贸易政策、关税、出口限制或其他贸易壁垒等情况持续恶化，可能对公司海外订单的项目实施及海外市场的拓展造成不利影响；
- 4) **人形机器人产业化进度不及预期风险：**人形机器人技术发展较快，但商业化和量产存在不确定性，若人形机器人产业化进程不及预期，则会减少对公司相关产品需求。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1635	2163	2145	2351	2809
现金	156	508	259	260	307
应收票据及应收账款	747	806	965	1073	1341
预付账款	17	23	23	30	32
存货	415	486	541	640	759
其他流动资产	301	339	357	347	369
非流动资产	1369	1704	1755	1821	1939
长期投资	139	143	145	148	152
固定资产	785	989	1023	1069	1154
无形资产	65	98	100	100	102
其他非流动资产	380	474	487	504	532
资产总计	3004	3867	3900	4171	4748
流动负债	976	1049	964	1136	1540
短期借款	272	226	226	325	561
应付票据及应付账款	445	482	575	640	799
其他流动负债	259	341	164	170	180
非流动负债	281	714	683	656	640
长期借款	202	604	574	546	530
其他非流动负债	80	109	109	109	109
负债合计	1258	1763	1647	1791	2180
少数股东权益	20	19	20	21	21
股本	208	220	339	339	339
资本公积	439	632	513	513	513
留存收益	1091	1173	1306	1463	1656
归属母公司股东权益	1727	2085	2233	2360	2547
负债和股东权益	3004	3867	3900	4171	4748

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	205	333	196	248	210
净利润	215	165		232	286
折旧摊销	101	116	113	129	150
财务费用	17	34	22	22	19
投资损失	-3	-3	0	-0	-1
营运资金变动	-143	-6	-134	-135	-243
其他经营现金流	17	27	-0	-0	-0
投资活动现金流	-166	-554	-164	-195	-266
筹资活动现金流	-93	568	-280	-152	-132
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.49	0.57	0.68	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.98	0.58	0.73	0.62
每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.96	6.39	6.77	7.32

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1908	1977	2255	2596	3074
营业成本	1406	1506	1715	1972	2336
营业税金及附加	15	15	17	19	23
营业费用	44	36	42	47	54
管理费用	70	91	90	101	115
研发费用	121	115	131	151	180
财务费用	17	34	22	22	19
资产减值损失	-15	-16	-16	-18	-23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	3	-0	0	1
营业利润	239	195	222	265	326
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	2	6	4	3	3
利润总额	238	189	219	263	323
所得税	23	24	24	31	37
税后利润	215	165	195	232	286
少数股东损益	-1	-0	0	1	-0
归属母公司净利润	217	166	194	230	286
EBITDA	365	344	354	419	509

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	17.4	3.7	14.1	15.1	18.4
营业利润(%)	32.8	-18.7	14.2	19.4	22.9
归属于母公司净利润(%)	27.8	-23.5	17.1	18.6	24.2
获利能力					
毛利率(%)	26.3	23.9	23.9	24.0	24.0
净利率(%)	11.4	8.4	8.6	8.9	9.3
ROE(%)	12.3	7.9	8.6	9.7	11.1
ROIC(%)	9.9	6.2	6.8	7.7	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	41.9	45.6	42.2	42.9	45.9
流动比率	1.7	2.1	2.2	2.1	1.8
速动比率	1.0	1.4	1.4	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2
估值比率					
P/E	60.7	79.3	67.7	57.1	46.0
P/B	7.6	6.5	6.1	5.7	5.3
EV/EBITDA	37.5	39.8	38.8	32.9	27.5

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

