

唯科科技(301196)

报告日期: 2025 年 12 月 22 日

# 蓄势待发: 精密注塑龙头, 协同头部客户布局 MPO、人形机器人

## ——唯科科技深度报告

### 投资要点

- **核心逻辑:** 主业稳健、MPO 绑定康普价值量提升、机器人“轻量化+电子皮肤”
- **主业支撑: 并购宇科晋级新能源 Tier 1, 海外产能扩张期待放量**
  - 1) **增量来源:** 2025 年前三季度, 公司新能源产品、时尚小家电营收为 3.1、5.4 亿元, 同比增长 29%、24%。
  - 2) **新能源汽车: 行业长期向上趋势不改, 公司新晋新能源 Tier 1。** ①行业: TrendForce 预测 2025、2026 年全球新能源汽车销量有望增长 25%、12%; ②公司: 2024 年并购宇科塑料成新能源汽车 Tier 1。宇科塑料客户包括比亚迪等。
  - 3) **家电家居: 北美长期需求有支撑, 海外扩产助力份额提升。** ①长期需求: i. 健康家电: 2017~2024 年, 中国家用空气净化器对美直接出口量 CAGR 约为 21%; ii. 户外家居: 据 Statista, 2023 年美国约 8500 万套住宅为独栋别墅。②扩产信号: 2024 年下半年以来, 公司四大海外基地中, 有三个计划购买土地。
- **MPO: AI 算力需求加速行业放量, 公司长期合作全球光连接龙头康普有望受益**
  - 1) **公司布局:** ①长期合作全球光纤布线方案龙头康普: 公司目前已向康普供应 MPO 光纤连接头零部件、适配器, MT 插芯亦有望出货; ②康普 MPO 市占率有望提升: 全球电连接龙头安费诺计划收购康普 MPO 相关业务部门 (CCS)。
  - 2) **行业需求:** ①周期向上线索: i. 2025 年单季度 (截至 Q3) 中国光纤连接器出口额同比增幅均超 10%; ii. 2025 年单季度 (截至 Q3), 康宁、康普 MPO 相关业务净销售额同比增幅均在 30%、19%以上; iii. 梳理 2025 年有关 MPO 收购案至少包括 3 起。②市场规模测算: 在仅考虑 400G、800G、1.6T 等高端并行光模块需求下 (未考虑 CPO), 测算 2026 年全球 MPO 跳线市场规模或在百亿元级, 预计 2030 年接近 450 亿元。③未来行业需求仍有望超预期: 2025 年四季度, 亚马逊、谷歌、Meta、台积电等均上调其 2025 年初发布的 Capex 指引。
- **人形机器人: 合作尼得科等卡位轻量化, 手握模内电子技术蓄力电子皮肤**
  - 1) **轻量化:** ①出货节奏: 公司已批量化销售关节电机零部件、PEEK 丝杆、PPS 螺杆等, 亦生产机器人电机包胶; ②头部客户: 尼得科、科尔摩根、DANFOSS 等; ③PEEK 等高性能塑料注塑壁垒高, 可排除大部分注塑件厂商。
  - 2) **电子皮肤:** ①制造工艺: 公司掌握的模内电子技术 (IME) 与部分电子皮肤制备工艺具有相通之处, 目前已在汽车端小批量出货, 可用于减重; ②柔性触感材料: 公司与全球医疗领域知名品牌安保 AMBU 合作开发塑胶人皮。
- **盈利预测与估值:** 我们预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 2.8、3.6、4.6 亿元, 同比增长 26.2%、27.6%、28.3%, 三年 CAGR 约为 27%, PE 分别为 32、25、19 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源汽车等下游萎缩; MPO 业务不及预期; 人形机器人量产缓慢

### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁  
执业证书号: S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君  
执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

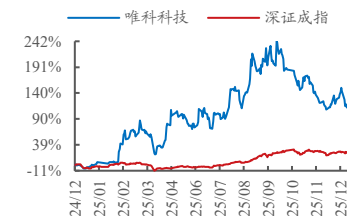
分析师: 周艺轩  
执业证书号: S1230524060001  
zhouyixuan@stocke.com.cn

研究助理: 陈俊韬  
chenjuntao@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 70.89
总市值(百万元)	8,879.43
总股本(百万股)	125.26

### 股票走势图



### 相关报告

### 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,819	2,274	2,801	3,329
(+/-) (%)	35.6%	25.0%	23.2%	18.8%
归母净利润	221	278	355	456
(+/-) (%)	31.2%	26.2%	27.6%	28.3%
每股收益(元)	1.76	2.22	2.84	3.64
P/E	40.3	31.9	25.0	19.5
ROE	7.0%	8.5%	10.1%	12.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 行稳致远：模塑一体、多元应用、全球布局</b>	<b>4</b>
1.1 发展历程：从模具延伸至注塑件、健康家电总成，并形成四大海外基地	4
1.2 业绩支撑：并购宇科晋级新能源 Tier 1，海外产能扩张期待放量	6
1.3 财务亮点：公司毛利率、现金类资产占比均居精密注塑同业前列	9
1.4 公司治理：实控人持股逾 45%且解禁后承诺 1 年不减持，释放长期信心	11
<b>2 东风将至：有望在头部客户牵引下，受益 MPO、人形机器人</b>	<b>12</b>
2.1 MPO: AI 算力爆发加速行业放量，公司长期合作全球光连接龙头康普	12
2.2 人形机器人：合作尼得科卡位轻量化，手握模内电子技术蓄力电子皮肤	17
<b>3 盈利预测与投资建议</b>	<b>19</b>
3.1 核心假设与盈利预测	19
3.2 估值分析	20
<b>4 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 发展历程: 公司以精密塑胶模具业务起家, 逐步形成模具、注塑、健康家电三大业务, 并加速推进收并购、新兴业务、国际化 .....	4
图 2: 公司形成了马来西亚、越南、墨西哥、德国等四大海外生产基地, 及美国附属公司 .....	5
图 3: 2020~2024 年公司注塑、健康产品营收增幅超 1 倍 .....	6
图 4: 2024 年公司注塑、健康产品营收增速约为 38%、43% .....	6
图 5: 公司业务下游包括时尚家电、汽车、家居等 (24Q1-3) .....	7
图 6: 2020 年以来, 公司模具业务毛利率为诸业务最高 .....	7
图 7: TrendForce 预计 2026 年全球新能源汽车销量同比仍有 12% 的增幅 .....	7
图 8: 17~24 年中国家用空净对美直接出口量 CAGR 约为 21% .....	8
图 9: 25 年 12 月美国 30 年期抵押贷款利率 (固定) 降至 6.2% .....	8
图 10: 2025 年前三季度公司营收同比增长 25.4% .....	9
图 11: 2025 年前三季度公司归母净利润同比增长 25.2% .....	9
图 12: 2025 年前三季度公司毛、净利率分别为 30.2%、13.2% .....	9
图 13: 2025 年前三季度公司期间费率为 15.7%, 同比-0.7pct .....	9
图 14: 公司毛利率水平居模塑同业前列 .....	10
图 15: 公司现金类资产占比居模塑同业前列 .....	10
图 16: 公司股权架构 (截至企查查 2025 年 12 月 21 日数据) .....	11
图 17: MPO 连接器整体拆分 (右侧为 MT 插芯) .....	12
图 18: 12 芯 MT 插芯 (两端有 2 个导孔, 中间有 12 个光纤孔) .....	12
图 19: 若采用结构化布线, 则在数量上, MPO 跳线与光模块的配比关系可能显著大于 1:2 .....	13
图 20: 2024Q3 以来, 中国光纤连接器出口额同比持续上升 .....	14
图 21: 2024Q3 以来, 康宁光通信净销售额同比大幅增长 .....	14
图 22: 2024Q3 以来, 康普连接与线缆解决方案 (CCS) 净销售额同比大幅增加 .....	14
图 23: 2025 上半年衢东光原材料采购金额占比 .....	16
图 24: LightCounting 预计 2030 年全球 CPO 端口达 3635 万个 .....	16
图 25: 25Q4 亚马逊/谷歌/Meta 均上调年初的 25 年 Capex 指引 .....	16
图 26: (改性、复合) 塑料在人形机器人中可能的应用方向 .....	17
图 27: 模内电子技术 (IME) 所采用的制备工艺与部分电子皮肤制备工艺具有一定相似性 .....	18
表 1: 2024 年下半年以来, 除德国基地外, 公司其余三大海外生产基地均披露土地购买规划, 助力公司海外业务份额竞争 .....	8
表 2: 2025 年 MPO 相关收并购案件梳理 (部分) .....	14
表 3: 测算 2026 年全球 MPO 跳线市场规模或在百亿级 (仅考虑 400G、800G、1.6T 等高端并行光模块需求) .....	15
表 4: 2022~2030 年全球 MPO 跳线分零部件市场规模测算 (仅考虑 400G、800G、1.6T 等高端并行光模块需求) .....	15
表 5: 公司分业务盈利预测 .....	19
表 6: 可比公司估值表 (更新日期: 2025 年 12 月 19 日) .....	20
表附录: 三大报表预测值 .....	22

## 1 行稳致远：模塑一体、多元应用、全球布局

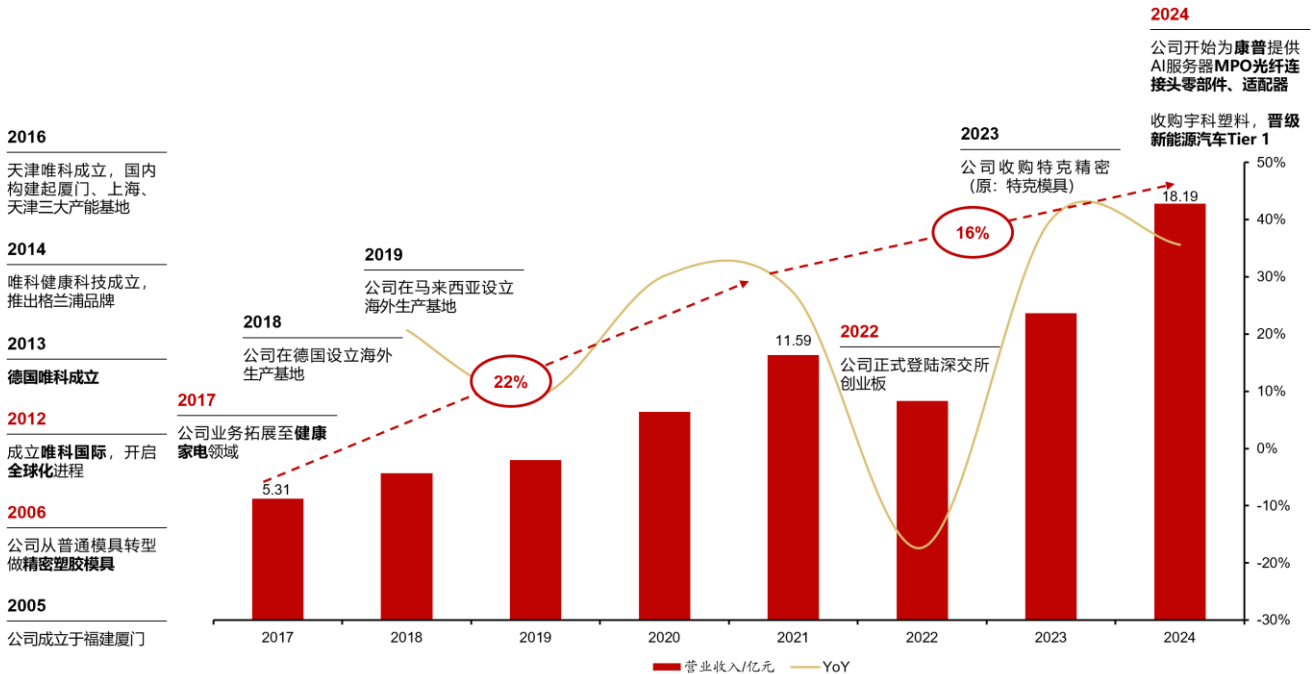
### 1.1 发展历程：从模具延伸至注塑件、健康家电总成，并形成四大海外基地

梳理公司成长路径，可以拆分为以下两大阶段：

**1) 基石奠定：形成模具、注塑、健康家电三大业务，并落子德国、马来西亚（2005~2021）。**2005 年公司成立于福建厦门，2006 年公司业务从普通模具转型为精密塑胶模具。2012 年公司成立子公司唯科国际（位于中国香港），初步开启全球化进程，2013 年德国唯科成立。同时公司亦在积极完善国内产能布局，2016 年天津唯科成立，标志公司初步构建起厦门、上海、天津三大国内生产基地。依托模塑技术，公司也持续向下游延伸，拓宽公司产品线，2017 年公司将业务延伸至健康家电领域。此阶段，公司逐步形成模具、注塑、健康家电等三大业务条线，并于 2018、2019 年先后在德国、马来西亚正式设立海外生产基地，实质性推进国际化布局。以上因素（纵横延伸、出海扩产等）均推动公司营收高速增长，**2017~2021 年公司营业收入 CAGR 达 21.5%。**

**2) 向新向外：推进收并购、新兴业务、国际化（2022~至今）。**2022 年公司正式登陆深交所创业板，此后继续高举高打。2023 年公司收购特克精密（模具厂商），2024 年下半年公司开始为康普提供 AI 服务器 MPO 光纤连接头零部件、适配器等，切入 MPO 等高成长性赛道，同年公司收购宇科塑料，成为国内新能源头部车厂 Tier 1。全球化方面，公司新成立越南、墨西哥生产基地，由此形成了四大海外产能（另两大为德国、马来西亚）。此阶段，公司营收总体向上，**2021~2024 年公司营业收入 CAGR 达 16.2%。**

图1：发展历程：公司以精密塑胶模具业务起家，逐步形成模具、注塑、健康家电三大业务，并加速推进收并购、新兴业务、国际化



基石奠定：形成模具、注塑、健康家电三大业务，并落子德国、马来西亚

向新向外：推进收并购、新兴业务、国际化

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

图2: 公司形成了马来西亚、越南、墨西哥、德国等四大海外生产基地, 及美国附属公司



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

备注: 上图中厂房面积来自公司官网图片, 与最新数据可能有出入

## 1.2 业绩支撑：并购宇科晋级新能源 Tier 1，海外产能扩张期待放量

梳理公司主业基本情况：

1) 公司产品主要包括模具、注塑（件）、健康产品（空气净化器等产品 OEM/ODM）。2024 年公司模具、注塑、健康产品等板块分别实现营收 3.0、9.1、5.4 亿元，同比增长 1.9%、38.1%、42.8%，营收占比分别为 16.3%、50.0%、29.6%。2025 上半年，公司三大业务均保持较高增速，健康产品或受 2024 年同期高基数影响，增速略有放缓。具体而言：2025H1 公司模具、注塑、健康产品等板块分别实现营收 2.0、5.1、3.4 亿元，同比增长 62.5%、42.1%、16.5%。

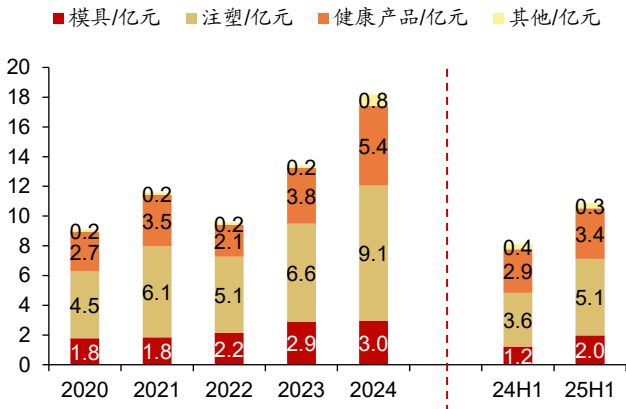
2) 公司产品主要下游包括时尚家电（考虑主要为健康产品）、汽车、家居等板块，合计占比约为 80%，可作为公司业务主要锚定。根据公司公告，2024 年前三季度，公司时尚家电、汽车、家居等板块营收占比分别约为 33%、29%、18%。

3) 2024 年以来，新能源产品、时尚小家电为公司收入增长的主要引擎。2024 年公司新能源产品、时尚小家电分别实现营收 3.4、5.4 亿元，同比增长 110%以上、43%；2025 年前三季度，公司新能源产品、时尚小家电分别实现营收 3.1、5.4 亿元，同比增长 29%、24%，绝对量上已和 2024 全年水平相当。

4) 拆分毛利率来看，公司模具毛利率最高，注塑次之，健康产品为最低。2024 年公司模具、注塑、健康产品等板块毛利率分别为 39.5%、31.6%、21.0%，同比-0.1pct、+0.7pct、-5.3pct。

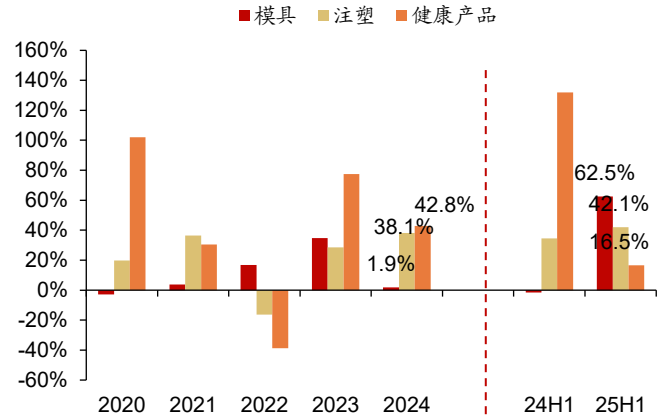
5) 未来增量业务角度，除在第二章会详述的 MPO、人形机器人外，我们还看好公司在液冷方面进展，目前公司已与全球台式电脑液冷领先企业 ASETTEK 合作。根据公司 12 月投资者交流公告，公司与 ASETTEK（丹麦）合作开发了赛车 AI 模拟驾驶座舱、游戏电脑水冷散热器等核心注塑零部件，且以上产品均已实现批量化销售。同时在 2025 年 11 月，春秋电子披露拟收购 ASETTEK，并表示若收购成功，则未来 ASETTEK 可能重启数据中心液冷相关业务。

图3：2020~2024 年公司注塑、健康产品营收增幅超 1 倍



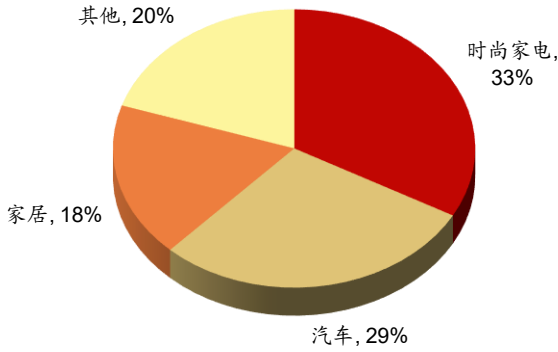
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图4：2024 年公司注塑、健康产品营收增速约为 38%、43%



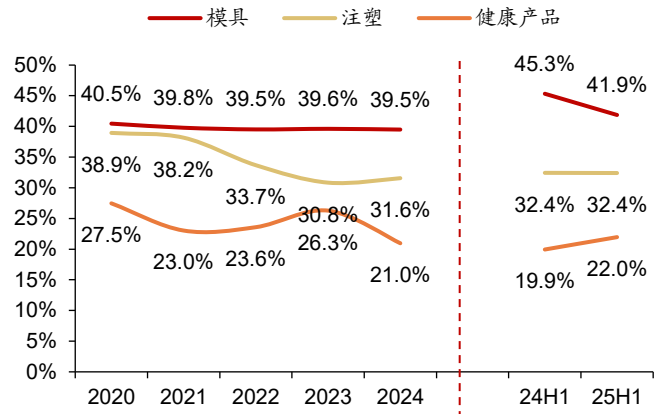
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：公司业务下游包括时尚家电、汽车、家居等（24Q1-3）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所  
备注：以上数据时间为2024年前三季度

图6：2020年以来，公司模具业务毛利率为诸业务最高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

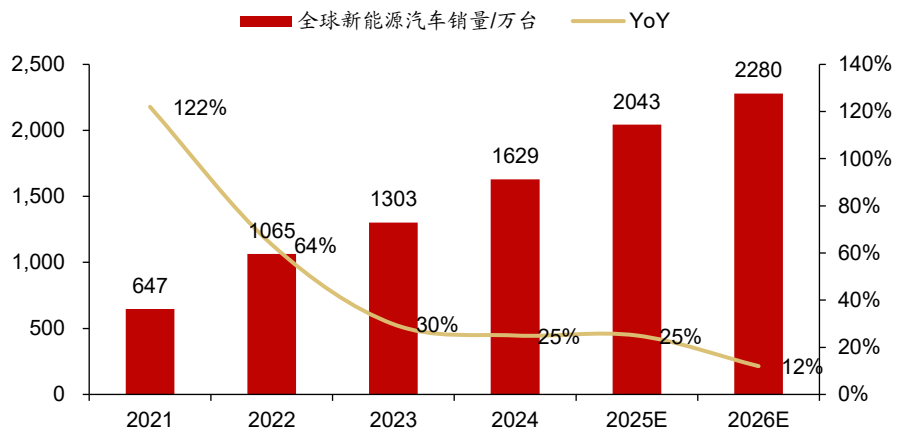
综上，我们从贡献公司主要营收增量的下游，来展望其未来业绩增长情况：

**第一，新能源汽车：行业长期增长趋势不改、公司新晋新能源 Tier 1 有望持续放量。**

1) 行业层面，中国、美国新能源汽车当前都面临购置税补贴减半、取消的问题，可能对全球新能源汽车产业形成扰动。但长期而言，中国、欧美新能源汽车渗透率仍有较大提升空间，所以我们认为未来新能源汽车产业或在盈利能力方面承压，但销量端仍有望继续保持增长态势。根据 TrendForce 预测，2025、2026 年全球新能源汽车销量或分别增长 25%、12%，达 2043、2280 万台。

2) 公司层面，2024 年公司并购宇科塑料成为国内头部新能源厂商 Tier 1，订单有望持续释放。根据公司公告，宇科塑料主要客户包括比亚迪等。

图7：TrendForce 预计 2026 年全球新能源汽车销量同比仍有 12%的增幅



资料来源：TrendForce，浙商证券研究所

**第二，健康家电、户外家居：北美长期需求有支撑，海外扩产助力份额竞争、提升。**

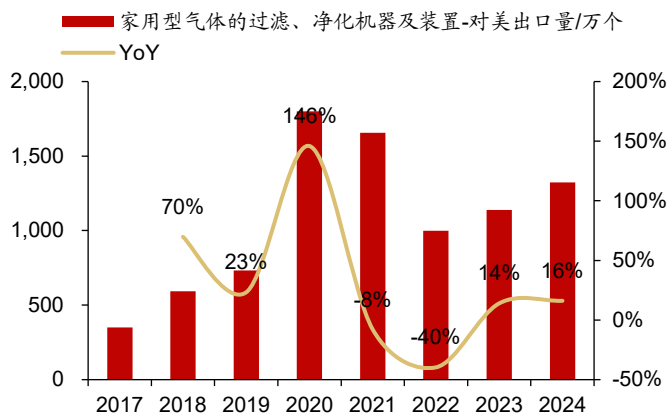
1) 需求方面，公司该类产品以外销为主，或可主要锚定美国市场长期需求。根据公司公告（2024 年 10 月），公司健康家电客户主要是以晨北为代表的跨境电商，其销售渠道以亚马逊为主。2017~2024 年，中国家用空气净化器对美直接出口量 CAGR 约为 21%，虽然 2022 年或受全球宏观经济下滑、通胀高企等影响有较大降低，但总体保持上行，看好新冠后健康需求驱动下公司健康家电出口业务持续增长。而户外家居长期需求则主要受美

国特有的“家庭后院”生活影响。根据 Statista，2023 年在美国 1.33 亿套有人居住的房屋中，约 8500 万套为独栋住宅。

2) 2025 年以来，美国 30 年期抵押贷款利率（固定）总体下行，且 2026 年美国房地产市场有望回暖，这对当地家电、家居消费预计也有一定拉动。根据 Zillow，2026 年美国成屋销量将达 426 万套，同比增长 4.3%。而根据 NAR，2026 年美国成屋销量有望同比增长 14%，对应抵押贷款利率在 6% 左右。

3) 2024 年下半年以来，公司四大海外生产基地中，有三大基地存在购买土地协议的扩产举措，可以参考作为公司海外订单具备长期支撑的线索，包括越南、马来西亚、墨西哥等。当前中美博弈存在不确定性，海外产能充裕或成行业获客关键。根据公司 12 月投资者交流公告，当前公司海外产能占比已从 2025 年初的 10% 左右提升至 30% 以上。

图8：17~24 年中国家用空净对美直接出口量 CAGR 约为 21%



资料来源：中国海关总署，浙商证券研究所

图9：25 年 12 月美国 30 年期抵押贷款利率（固定）降至 6.2%



资料来源：FRED，浙商证券研究所

表1：2024 年下半年以来，除德国基地外，公司其余三大海外生产基地均披露土地购买规划，助力公司海外业务份额竞争

序号	披露时间	项目地	项目简介	具体信息
1	2025-09	越南	已在越南新设控股孙公司，拟扩建产能	计划通过控股孙公司“格兰浦越南”在当地建设生产基地，拟投资不超过 1000 万美元
2	2025-03	马来西亚	拟在马来西亚购买土地、扩建产能	计划使用自有资金约 4621 万林吉特购买马来西亚柔佛州新山市约 5.6 万平方米的土地，作为生产基地的经营用地
3	2024-09	墨西哥	拟在墨西哥购买土地、扩建产能	计划使用自有资金约 324 万美元购买位于墨西哥科阿韦拉州约 5.0 万平方米的土地，作为生产基地的经营用地
4	2023-04	中国	唯科高端智能模塑科技产业园项目	厂房已于 2022 年 12 月完成建设，并于 2023 年 2 月通过政府验收，目前已投产使用。本项目达产后预计年产 550 套精密注塑模具和 5108.00 吨注塑件
5	2023-04	中国	唯科模塑智能制造项目	厂房已于 2022 年 12 月完成建设，并于 2023 年 3 月通过政府验收，目前已投产使用。本项目达产后预计年产 110 套精密注塑模具和 4570.03 吨注塑件

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3 财务亮点：公司毛利率、现金类资产占比均居精密注塑同业前列

回顾公司历史财务表现，我们认为：自 2024 年以来，公司财务改善趋势已基本确立。

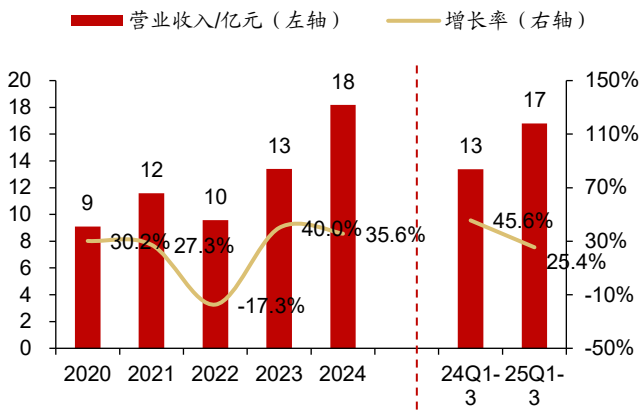
1) 2022 年：公司收入、归母净利润协同下滑，降幅相当，考虑受全球宏观经济下滑、通胀高企、消费者需求疲软等因素影响。

2) 2023 年：公司收入高增，但归母净利润增速远低于收入增速，考虑受新增股份支付费用、国内项目投产提升折旧摊销等影响，当年公司股份支付费用计提、新增厂房折旧摊销费合计约达 4746 万元，营收占比超 3.5%。

3) 2024 年：盈利的不利因素开始出清，收入、盈利开始共振向上。具体而言：2024 年公司营收、归母净利分别为 18.2、2.2 亿元，同比增长 35.6%、31.1%。2025 年前三季度公司业绩继续改善，营收、归母净利分别达 16.8、2.2 亿元，同比增长 25.4%、25.2%，毛、净利率分别为 30.2%、13.2%，同比+1.3pct、基本持平，期间费率为 15.7%，同比-0.7pct。

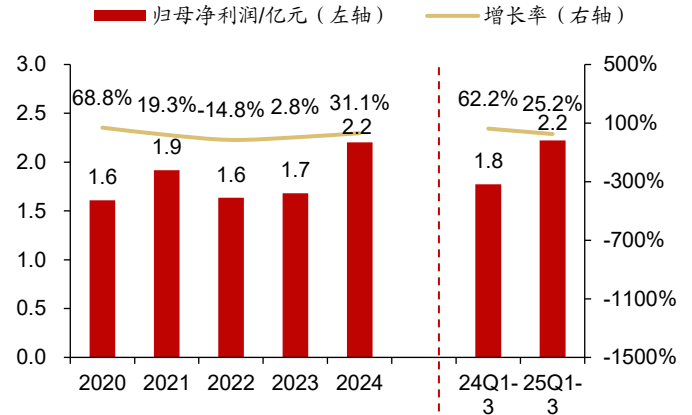
展望未来，公司主业下游需求有望稳健增长（1.2 节已详述），同时公司积极布局 MPO 等高成长赛道（第二章详述），看好公司业绩持续改善。

图10：2025年前三季度公司营收同比增长25.4%



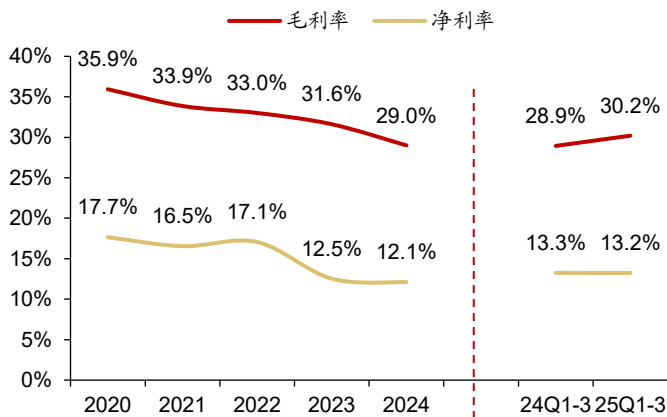
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：2025年前三季度公司归母净利润同比增长25.2%



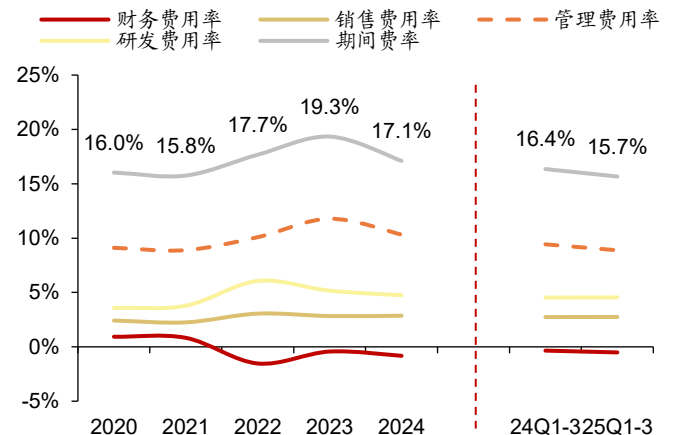
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：2025年前三季度公司毛、净利率分别为30.2%、13.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：2025年前三季度公司期间费率为15.7%，同比-0.7pct



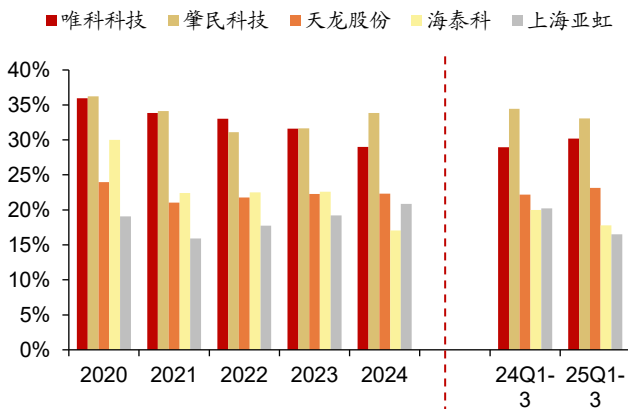
资料来源：Wind，浙商证券研究所

对比同业，我们认为公司财务方面有两点值得关注：

1) 毛利率居模塑同业（模具、注塑）前列。具体而言：2024 年公司、肇民科技、天龙股份、海泰科、上海亚虹等毛利率分别为 29.0%、33.8%、22.3%、17.1%、20.9%，公司毛利率仅较肇民科技低 4.8pct，但远高于其他模塑同业。

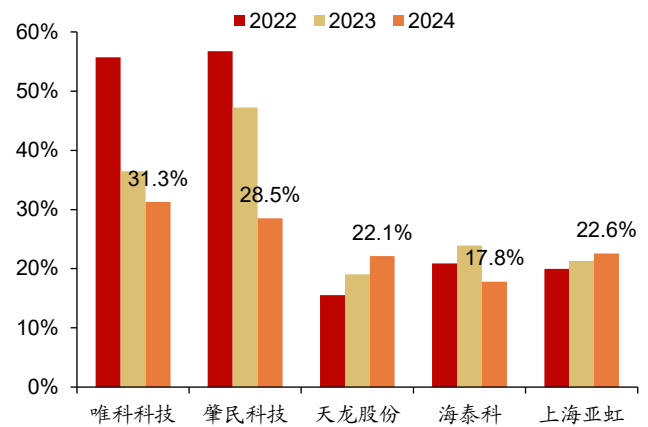
2) 现金类资产充裕程度居同业前列，助力公司未来通过收并购实现扩张。我们用现金类资产（含货币资金、交易性金融资产、大额存单等三类）占总资产比重来刻画公司的现金类资产充裕程度。2024 年公司、肇民科技、天龙股份、海泰科、上海亚虹等现金类资产约为 12.3、3.9、4.6、3.4、1.4 亿元，占总资产比重为 31.3%、28.5%、22.1%、17.8%、22.6%，公司现金类资产占比为前述同业中最高，这有助公司未来通过并购进行外延扩张。根据公司 2025 年 12 月投资者交流公告，公司将重点关注汽车零部件总成一级供应商、微特电机、机器人、精密冲压等领域并购标的。

图14：公司毛利率水平居模塑同业前列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15：公司现金类资产占比居模塑同业前列



资料来源：Wind，各公司公告，浙商证券研究所

### 1.4 公司治理：实控人持股逾 45%且解禁后承诺 1 年不减持，释放长期信心

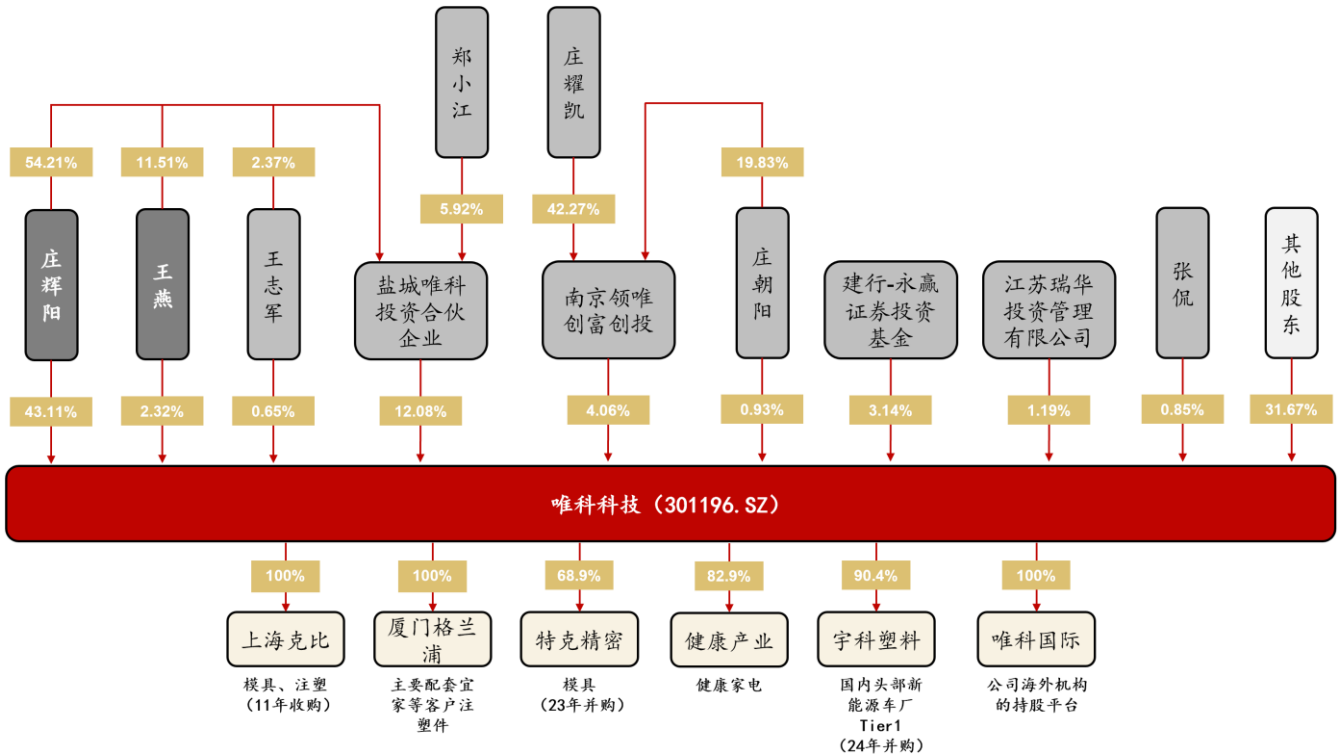
公司治理方面，我们主要关注三点：

**实控人承诺 2026 年 7 月 10 日前不减持公司股份。**公司实控人为庄辉阳、王燕（两人为夫妻关系），合计持股约 53.4%（截至 2025 年 12 月 21 日企查查数据，含间接持股）。根据公司公告，公司实控人庄辉阳、王燕自愿承诺，自 2025 年 7 月 11 日首发前限售股份解除限售之日起 12 个月内，不以任何方式减持其直接持有的公司股份。

**主要子公司方面：**1) 上海克比（持股 100%）：2011 年收购，主要负责模具、注塑等；2) 厦门格兰浦（持股 100%）：考虑主要配套宜家等客户注塑件需求；3) 特克精密（持股 68.9%）：2023 年收购，考虑主要负责模具等；4) 健康产业（持股 82.9%）：主要负责健康家电业务；5) 宇科塑料（持股 90.4%）：2024 年收购，为国内头部新能源汽车厂 Tier 1；6) 唯科国际（持股 100%）：考虑为公司海外机构的持股平台。

**2022 年公司发布 2023~2025 年股权激励方案，考核条件为：**以 2022 年净利润为基数，2023、2024、2025 年公司净利润增长率目标值分别为 20%、44%、73%，折算为净利润同比增长率约为 20%。

图 16：公司股权架构（截至企查查 2025 年 12 月 21 日数据）



资料来源：企查查，公司公告，浙商证券研究所

## 2 东风将至：有望在头部客户牵引下，受益 MPO、人形机器人

### 2.1 MPO: AI 算力爆发加速行业放量，公司长期合作全球光连接龙头康普

MPO (Multi-fiber Push On) 即高密度多芯光纤连接器，其由 MT 插芯、防尘帽、外框套、插针、衬套、弹簧、止动环、铜件、尾套等组成，配以光纤光缆则为完整的 MPO 跳线，其核心部件 MT 插芯（将多根纤芯对准、固定）等主要采用热塑性树脂注塑而成，与公司精密注塑主业相契合。同时公司是全球光连接龙头康普长期合作的供应商，目前已向康普供应 MPO 光纤接头零部件、适配器等，未来有望持续提升在康普 MPO 产品中的价值量。同时，公司 MT 插芯也已送样，目前处于客户验证阶段。

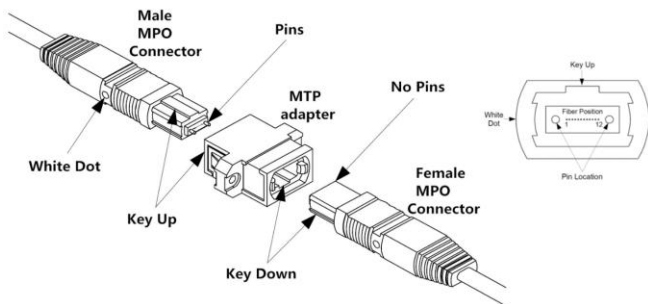
行业需求角度，有三点支撑未来 MPO 需求快速、大幅放量：

1) 伴随 AIDC 高速发展，算力密度持续提升，尤其是高速光模块的渗透率提升，构成 MPO (多芯光纤连接器) 的底层需求支撑。以 800G 光模块 (8 通道) 为例，其需要 16 根光纤 (单通道需一收、一发两根光纤) 进行对外的信号传输，此时采用多芯连接方案有利于提升数据中心的空间利用率，并更好地管理线缆。

2) 结构化布线方案引入配线架、适配器等中继环节，较传统的光模块直连方案大幅提升了单光模块的 MPO 配比。在直连方案下，MPO 跳线：光模块数量=1:2，若引入配线架等环节，则可能显著超过这个比例，从而大幅放大 MPO 需求。

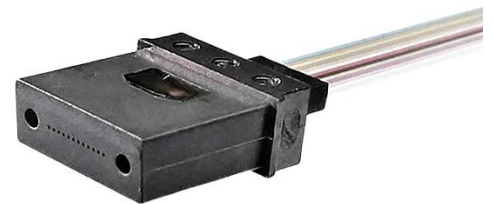
3) CPO 交换机渗透率的增长同样有助提升 MPO 需求。CPO 交换机的原理是将光、电芯片共封装在同一块基板上，这也同样增加了光引擎到交换机前面板上的布线需求 (对外连接)。以英伟达 115.2T 总带宽的 Q3450-LD CPO 交换机为例，其具有 144 个 800G 的 MPO 接口进行对外连接。

图17: MPO 连接器整体拆分 (右侧为 MT 插芯)



资料来源: FLUKE networks, 浙商证券研究所

图18: 12 芯 MT 插芯 (两端有 2 个导孔, 中间有 12 个光纤孔)



资料来源: FURUKAWA ELECTRIC, 浙商证券研究所

图19: 若采用结构化布线, 则在数量上, MPO跳线与光模块的配比关系可能显著大于 1:2

1. 光模块直连方案下, MPO跳线: 光模块=1:2 (数量)



2. 若采用结构化布线, 则MPO跳线: 光模块 > 1:2 (下图为1:1)



资料来源: 起浪光纤, 浙商证券研究所

MPO 行业市场格局方面, 我们梳理主要有 3 个层级的参与者:

1) 光纤布线系统级解决方案厂商: 康宁、康普、罗森伯格等光通信综合布线龙头。

2) MPO 连接器 (掌握 MT 插芯等核心技术) 制造厂商: 外资头部厂商包括 US Conec (高密度光互连无源器件的全球领导者, 推出高性能 MPO 连接器 MTP)、日本 Senko (扇港)、日本住友电工等。国内厂商方面, 福可喜玛在 MT 插芯领域也快速崛起, MT 插芯产能规模全球领先, 2024 年四季度可能达到 2000 万颗/月 (光纤在线预计)。

3) MPO 跳线制造 (完整线缆) 厂商: 国内厂商主要参与者有太辰光、仕佳光子、长芯盛、衡东光等。其中太辰光、仕佳光子 (通过收购福可喜玛) 等明确披露具备自研 MT 插芯能力。

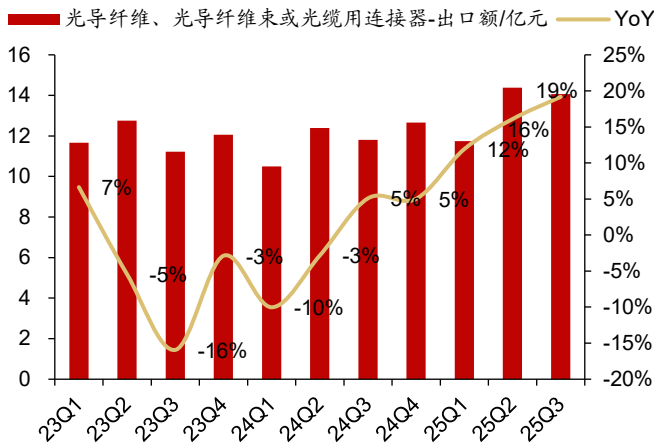
当前 MPO 行业的景气上行周期已经开启, 可由以下几点验证:

1) 制造端, 我国光纤连接器出口额大幅增长。根据中国海关总署, 2024 年三季度以来, 中国光导纤维、光导纤维束或光缆用连接器出口额持续增长, 2025 年三季度同比增幅达 19%。

2) 布线方案端, 康普、康宁 MPO 相关分部收入高增。2025 年单季度来看 (截至 2025 年三季度), 康宁光通信净销售额、康普连接与线缆解决方案 (CCS) 净销售额同比增幅均在 30%、19% 以上。

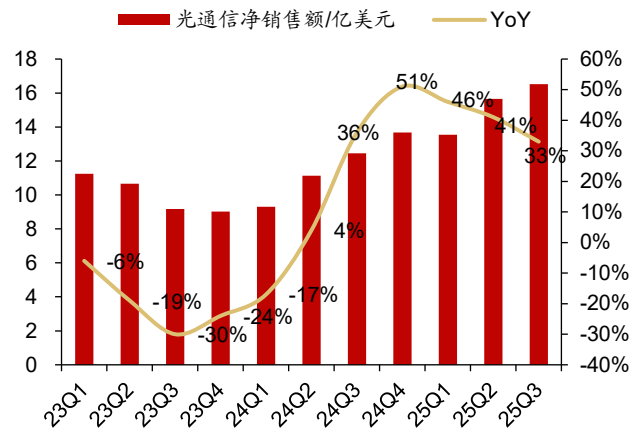
3) 2025 年有关 MPO 的收并购案件频出, 主要有 3 起, 分别是: ①长芯博创收购长芯盛。2025 年 1 月, 长芯博创完成收购长芯盛少数股东合计持有的长芯盛 18.16% 股份, 累计控股长芯盛达 60.45%。长芯盛主营业务包括 MPO 跳线等, 长芯博创原有产品主要为光电子器件等, 此举可以完善长芯博创光通信布局; ②仕佳光子收购福可喜玛。2025 年 4 月, 仕佳光子通过泓淇光电 (产业基金), 完成对福可喜玛 (原致尚科技控股) 53% 股权的收购。仕佳光子主营业务包括 MPO 跳线, 而福可喜玛的 MT 插芯产能全球领先, 此举有助于强化仕佳光子在 MPO 的布局; ③安费诺计划收购康普。2025 年 8 月, 安费诺宣布将以 105 亿美元收购康普的连接与电缆解决方案业务 (CCS)。若收购成功, 则标志全球电连接龙头与光连接龙头强强联合, 康普在全球 MPO 的市场份额有望提升, 对公司亦为利好。

图20: 2024Q3 以来, 中国光纤连接器出口额同比持续上升



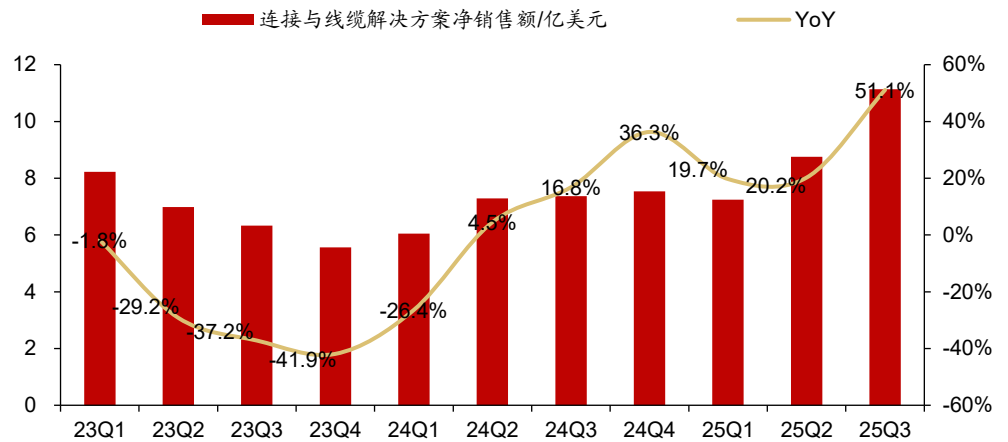
资料来源: 中国海关总署, 浙商证券研究所

图21: 2024Q3 以来, 康宁光通信净销售额同比大幅增长



资料来源: 康宁官网, 浙商证券研究所

图22: 2024Q3 以来, 康普连接与线缆解决方案 (CCS) 净销售额同比大幅增加



资料来源: 康普官网, 浙商证券研究所

表2: 2025 年 MPO 相关收并购案件梳理 (部分)

时间	状态	参与方	事件及影响
2025-01	完成	长芯博创 (原博创科技)、长芯盛	<p><b>【事件】</b> 2025 年 1 月, 长芯博创完成收购长芯盛少数股东合计持有的长芯盛 18.16% 股份, 累计控股长芯盛达 60.45%</p> <p><b>【影响】</b> 长芯盛主营业务包括 MPO 跳线等, 长芯博创原有产品主要为光电子器件等, 此举可以完善长芯博创光通信布局</p>
2025-04	完成	仕佳光子、福可喜玛	<p><b>【事件】</b> 2025 年 4 月, 仕佳光子通过泓淇光电 (产业基金), 完成对福可喜玛 (原致尚科技控股) 53% 股权的收购</p> <p><b>【影响】</b> 仕佳光子主营业务包括 MPO 跳线, 而福可喜玛的 MT 插芯产能全球领先, 此举有助于强化仕佳光子在 MPO 的布局</p>
2025-08	未完成	安费诺、康普	<p><b>【事件】</b> 2025 年 8 月, 安费诺宣布将以 105 亿美元收购康普的连接与电缆解决方案业务 (CCS), 目前康普股东已批准向安费诺出售 CCS 业务</p> <p><b>【影响】</b> 全球电连接龙头与光连接龙头强强联合, 康普在全球 MPO 的市场份额有望提升</p>

资料来源: 各公司公告, 新浪财经, 英为财经, 浙商证券研究所

在仅考虑 400G、800G、1.6T 等高端并行光模块需求下（未考虑 CPO），测算 2026 年全球 MPO 跳线市场规模或在百亿级，同比增长 60.0%，看好 MPO 市场长期增长空间。我们主要以 LightCounting 在 2025 年 9 月发布的以太网光模块出货量预测作为基础，区分 MPO 跳线：光模块=1:1、1:2 两种场景进行测算，并假设 400G、800G、1.6T 并行光模块分别采用 12 芯、16 芯、24 芯 MPO 跳线进行对外连接（并行光模块出货量测算按 SR/DR 规格光模块，以及 500m 以下距离的 LPO/LRO 光模块出货量进行估计），对应价格考虑为 200、350、600 元/条。最终，我们测算得：在仅考虑前述三类光模块需求情况下，2026 年全球 MPO 跳线市场规模为 161.6/80.8 亿元，预计 2030 年将增至 446.5/223.3 亿元。

同时，我们参考光纤连接器制造商（外采 MT 插芯等）华东光原材料金额占比，对 2022~2030 年全球 MPO 跳线分零部件市场规模进行测算（仅考虑 400G、800G、1.6T 等高端并行光模块需求）。结果为：预计 2026 年全球 MPO 连接器插芯、连接器套件、连接器零件、光纤市场规模分别为 39.6、38.5、4.0、54.3 亿元（MPO 跳线：光模块=1:1 场景），或 19.8、19.3、2.0、27.1 亿元（MPO 跳线：光模块=1:2 场景）。

表3：测算 2026 年全球 MPO 跳线市场规模或在百亿级（仅考虑 400G、800G、1.6T 等高端并行光模块需求）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>若按 MPO 跳线：光模块=1:1</b>									
高端光模块 MPO 跳线需求测算/亿元	5.2	14.9	61.4	101.0	161.6	250.9	355.5	418.4	446.5
YoY		184.3%	312.3%	64.5%	60.0%	55.3%	41.7%	17.7%	6.7%
<b>若按 MPO 跳线：光模块=1:2</b>									
高端光模块 MPO 跳线需求测算/亿元	2.6	7.4	30.7	50.5	80.8	125.5	177.7	209.2	223.3
YoY		184.3%	312.3%	64.5%	60.0%	55.3%	41.7%	17.7%	6.7%
<b>以下详细展开“MPO 跳线：光模块=1:1”情景下的测算过程</b>									
<b>1、400G 并行光模块用 MPO 跳线需求/亿元</b>	<b>5.1</b>	<b>11.7</b>	<b>38.6</b>	<b>59.4</b>	<b>56.5</b>	<b>46.4</b>	<b>36.5</b>	<b>30.2</b>	<b>25.7</b>
400G 并行光模块需求/万个	254.9	586.9	1929.0	2968.0	2826.8	2322.2	1827.0	1509.3	1284.0
400G 并行光模块用 MPO 跳线价格/(元/条)	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
<b>2、800G 并行光模块用 MPO 跳线需求/亿元</b>	<b>0.1</b>	<b>3.2</b>	<b>22.8</b>	<b>37.8</b>	<b>71.2</b>	<b>100.6</b>	<b>121.4</b>	<b>121.4</b>	<b>100.1</b>
800G 并行光模块需求/万个	4.0	90.0	651.4	1080.1	2033.6	2874.9	3469.1	3467.8	2859.4
800G 并行光模块用 MPO 跳线价格/(元/条)	350.0	350.0	350.0	350.0	350.0	350.0	350.0	350.0	350.0
<b>3、1.6T 并行光模块用 MPO 跳线需求/亿元</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>3.8</b>	<b>33.9</b>	<b>103.9</b>	<b>197.5</b>	<b>266.8</b>	<b>320.7</b>
1.6T 并行光模块需求/万个	0.0	0.0	0.0	63.6	564.4	1731.0	3291.6	4446.6	5345.7
1.6T 并行光模块用 MPO 跳线价格/(元/条)	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0

资料来源：LightCounting，浙商证券研究所

备注：2022、2023、2024 年亦为估计值，非实际值

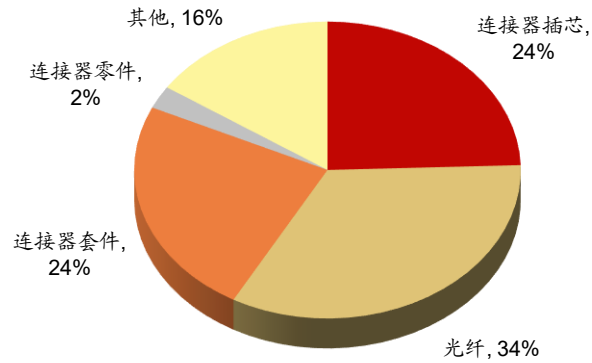
表4：2022~2030 年全球 MPO 跳线分零部件市场规模测算（仅考虑 400G、800G、1.6T 等高端并行光模块需求）

<b>1、若按 MPO 跳线：光模块=1:1</b>	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
连接器插芯 需求测算/亿元	1.3	3.6	15.0	24.7	39.6	61.4	87.0	102.4	109.3
连接器套件 需求测算/亿元	1.2	3.5	14.6	24.1	38.5	59.8	84.7	99.7	106.4
连接器零件 需求测算/亿元	0.1	0.4	1.5	2.5	4.0	6.2	8.8	10.4	11.1
光纤 需求测算/亿元	1.8	5.0	20.6	33.9	54.3	84.3	119.4	140.6	150.0
<b>2、若按 MPO 跳线：光模块=1:2</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>
连接器插芯 需求测算/亿元	0.6	1.8	7.5	12.4	19.8	30.7	43.5	51.2	54.7
连接器套件 需求测算/亿元	0.6	1.8	7.3	12.0	19.3	29.9	42.4	49.8	53.2
连接器零件 需求测算/亿元	0.1	0.2	0.8	1.3	2.0	3.1	4.4	5.2	5.5
光纤 需求测算/亿元	0.9	2.5	10.3	17.0	27.1	42.2	59.7	70.3	75.0

资料来源：LightCounting，浙商证券研究所

备注：2022、2023、2024 年亦为估计值，非实际值

图23: 2025上半年衢东光原材料采购金额占比

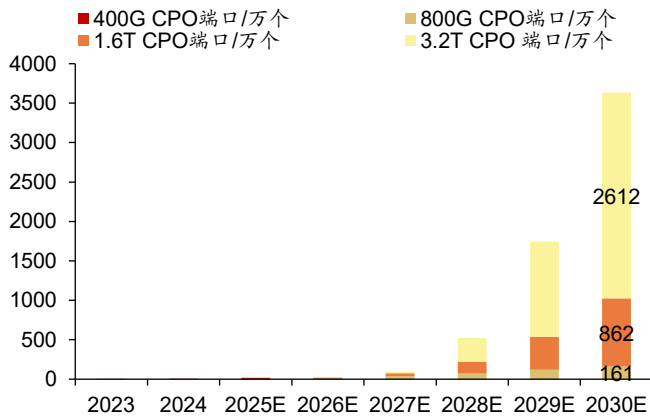


资料来源: 衢东光招股书, 浙商证券研究所

以上预测均未考虑 CPO 交换机对 MPO 接口的需求, 而根据 Lightcounting, 预计 2030 年全球 CPO 端口或达 3635 万个, 拆分来看: 800G、1.6T、3.2T CPO 端口数分别为 161、862、2612 万个。

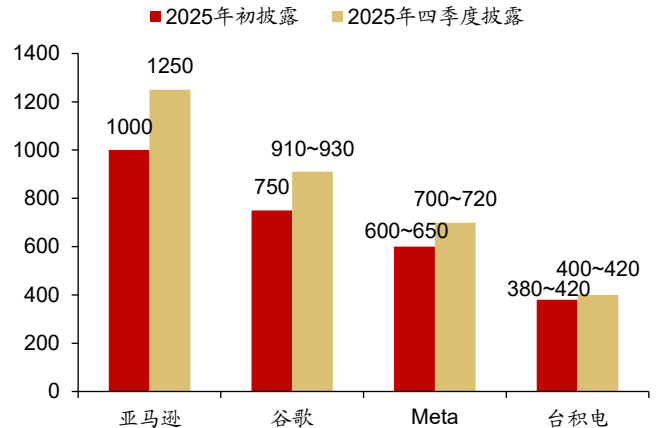
同时边际上, 部分 AI 算力方向的头部厂商亦上调 2025 年资本开支指引, 看好 2026 年 MPO 行业有望超预期, 具体而言: 2025 年四季度, 亚马逊、谷歌、Meta、台积电将其 2025 年的 Capex 指引从年初披露 1000、750、600~650、380~420 亿美元, 上调至最新的 1250、910~930、700~720、400~420 亿美元。

图24: LightCounting 预计 2030 年全球 CPO 端口达 3635 万个



资料来源: LightCounting, 浙商证券研究所

图25: 25Q4 亚马逊/谷歌/Meta 均上调年初的 25 年 Capex 指引



资料来源: CNBC, 各公司官网, 浙商证券研究所  
备注: 部分公司多次上调 2025 年初披露的 2025 全年 Capex 指引, 此处仅比较各公司 2025 年四季度、2025 年初披露值

## 2.2 人形机器人：合作尼得科卡位轻量化，手握模内电子技术蓄力电子皮肤

轻量化（减重）对人形机器人提升续航、灵活性具备相当意义，而从材料角度而言，主要有高性能（改性、复合）塑料、镁铝合金等两种优化路径，公司依托精密注塑主业+头部客户牵引，目前在高性能塑料注塑件方面已有相应卡位：

1) 电机轻量化方面：全球无框力矩电机知名企业尼得科、科尔摩根、THOMSON LINEAR 均是公司长期合作的客户，公司主要为其供应机器人电机绝缘端部、齿轮马达和外壳等产品，这些产品主要采用 PET 加纤材料；同时，公司亦披露自身有生产应用于机器人的电机包胶产品。

2) 丝杠、螺杆等传动件方面：公司和全球知名传动企业 DANFOSS、力纳克等企业合作开发自润滑性能良好的 PEEK 材料 T 型丝杆和 PPS 螺杆等产品。

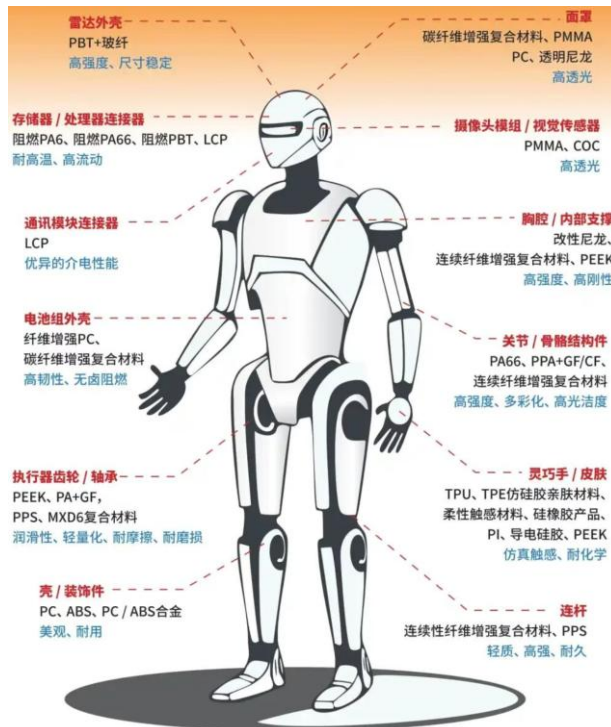
3) 出货节奏方面：公司披露其关节电机零部件、PEEK 丝杆、PPS 螺杆等轻量化产品均已实现批量化销售。

公司当前卡位有两点值得关注：

1) 头部工业自动化客户有望助力公司与人形机器人核心主机厂接触，其中：尼得科是全球领先的综合电机制造商，2016 年其收购日本新宝获取减速器技术，而根据高工机器人，2024 年日本新宝的谐波减速器产能（72 万台）仅次于哈默纳科（198 万台）。科尔摩根则是全球无框力矩电机龙头。

2) 众多高性能工程塑料熔点具有高熔点，此类塑料高温条件下加工工艺具备相当壁垒，看好未来市场格局，以 PEEK 注塑件为例：根据公司公告，PEEK 加工工艺壁垒主要为模具加工精度、高温条件下注塑件批量生产时高温膨胀变形系数尺寸公差品控的一致性和稳定性。该技术壁垒生产难度将排除绝大多数注塑件供应商。

图26：（改性、复合）塑料在人形机器人中可能的应用方向



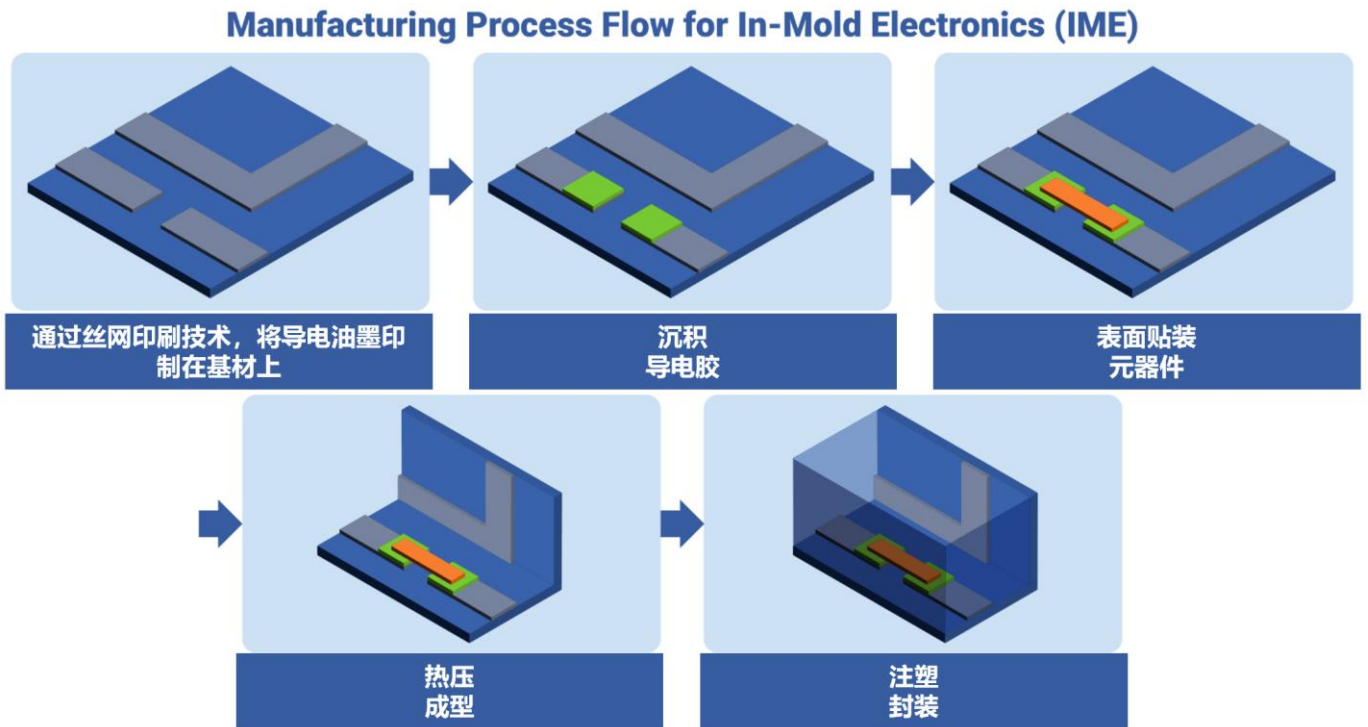
资料来源：CHINAPLAS 国际橡塑展，浙商证券研究所

人形机器人电子皮肤方面，公司亦有两点储备：

1) 公司掌握的模内电子技术（IME）与目前人形机器人电子皮肤制作工艺有共通之处。根据 IDTechEx，模内电子技术主要包括以下工序：通过丝网印刷技术印制导电油墨、沉积导电胶、表面贴装元器件、热压成 3D 成型、模内一次性注塑封装等。而电子皮肤主流制备工艺同样也包括使用丝网印刷技术将导电材料印制在柔性基材上（也可使用喷墨印刷、3D 打印、激光剥离等工艺），并通过 PDMS 等进行表面封装。据公司公告，公司模内电子技术（IME）已在汽车端小批量出货，可为汽车减重。

2) 在柔性触感材料上，公司与全球医疗领域知名品牌安保 AMBU 合作开发塑胶人皮。

图27：模内电子技术（IME）所采用的制备工艺与部分电子皮肤制备工艺具有一定相似性



资料来源：IDTechEx，浙商证券研究所

### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 核心假设与盈利预测

我们将主要分模具、注塑、健康产品等三大板块对公司 2025~2027 年业绩展开预测。其中：

##### 1) 模具板块

**营收：**综合考虑 2026 年以后新能源汽车等板块虽有望保持增长，但扩产速度可能放缓，假设 2025~2027 年公司模具板块营收分别为 3.4、3.7、3.9 亿元，同比增长 15.0%、10.0%、5.0%；

**毛利率：**综合考虑行业竞争激烈等因素，假设 2025~2027 年公司模具板块毛利率均为 39.5%，同比均持平。

##### 2) 注塑板块

**营收：**综合考虑公司海外产能扩张有望带来订单/份额增长等因素，假设 2025~2027 年公司注塑板块营收分别为 11.8、15.4、19.2 亿元，同比增长 30.0%、30.0%、25.0%；

**毛利率：**综合考虑未来公司海外产能放量有望带来规模效应等因素，假设 2025~2027 年公司注塑板块毛利率分别为 31.6%、32.1%、32.6%，同比持平、+0.5pct、+0.5pct。

##### 3) 健康产品板块

**营收：**综合考虑公司海外产能扩张有望带来订单/份额增长等因素，假设 2025~2027 年公司健康产品板块营收分别为 6.7、8.1、9.3 亿元，同比增长 25.0%、20.0%、15.0%；

**毛利率：**综合考虑未来公司海外产能放量有望带来规模效应等因素，假设 2025~2027 年公司健康产品板块毛利率分别为 22.5%、23.5%、24.0%，同比+1.5pct、+1.0pct、+0.5pct。

综上所述，我们预计 2025~2027 年公司营收分别为 22.7、28.0、33.3 亿元，同比增长 25.0%、23.2%、18.8%，毛利率分别为 29.3%、29.9%、30.4%。

表5：公司分业务盈利预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
公司整体						
营业收入	958	1,341	1,819	2,274	2,801	3,329
同比增速	-17.3%	40.0%	35.6%	25.0%	23.2%	18.8%
毛利率	33.0%	31.6%	29.0%	29.3%	29.9%	30.4%
营业成本	642	917	1,292	1,608	1,963	2,318
其中：模具						
营业收入	215	290	296	340	374	393
同比增速	16.9%	34.7%	1.9%	15.0%	10.0%	5.0%
毛利率	39.5%	39.6%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%
营业成本	130	175	179	206	226	238
其中：注塑						
营业收入	512	658	909	1,182	1,536	1,920
同比增速	-16.4%	28.5%	38.1%	30.0%	30.0%	25.0%
毛利率	33.7%	30.8%	31.6%	31.6%	32.1%	32.6%
营业成本	340	455	622	809	1,044	1,295
其中：健康产品						
营业收入	212	377	538	672	807	928

同比增速	-38.8%	77.4%	42.8%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	23.6%	26.3%	21.0%	22.5%	23.5%	24.0%
营业成本	162	278	425	521	617	705
其中：其他						
营业收入	18	16	77	80	85	89
同比增速	16.4%	-9.8%	367.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	47.0%	43.9%	14.4%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本	10	9	66	72	76	80

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

### 3.2 估值分析

我们预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 2.8、3.6、4.6 亿元，同比增长 26.2%、27.6%、28.3%，三年 CAGR 约为 27%，PE 分别为 32、25、19 倍，公司当前估值水平与天龙股份等精密注塑同业基本相当，低于仕佳光子、长芯博创、太辰光等 MPO 连接器同业均值，亦低于恒勃股份、肇民科技、沃特股份等人形机器人轻量化同业均值，考虑公司有望与康普、尼得科等头部同业在 MPO、人形机器人方面深度协同，从而大幅提升公司成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值表（更新日期：2025 年 12 月 19 日）

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				加权 ROE
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024
<b>精密注塑同业</b>											
603266.SH	天龙股份	43	1.1	1.4	1.7	2.0	38.7	29.8	25.1	21.7	7.6%
<b>MPO 连接器同业</b>											
688313.SH	仕佳光子	434	0.6	4.6	7.5	10.2	668.4	94.3	58.2	42.7	5.6%
300548.SZ	长芯博创	406	0.7	3.8	7.3	10.9	564.0	106.4	55.6	37.4	4.3%
300570.SZ	太辰光	263	2.6	4.2	6.8	10.3	100.7	62.5	38.7	25.6	17.9%
MPO 连接器同业平均		368	1.3	4.2	7.2	10.4	444.4	87.8	50.9	35.3	9.3%
<b>人形机器人轻量化同业</b>											
301225.SZ	恒勃股份	100	1.3	1.6	1.8	2.1	76.4	63.5	55.1	47.8	9.2%
301000.SZ	肇民科技	89	1.4	1.8	2.3	2.9	62.5	50.2	38.8	30.4	12.2%
002886.SZ	沃特股份	51	0.4	0.6	1.2	2.0	139.9	85.3	42.0	26.1	2.1%
人形机器人轻量化同业平均		80	1.0	1.3	1.8	2.3	92.9	66.4	45.3	34.8	7.8%
<b>全行业平均</b>		<b>198</b>	<b>1.2</b>	<b>2.6</b>	<b>4.1</b>	<b>5.7</b>	<b>235.8</b>	<b>70.3</b>	<b>44.8</b>	<b>33.1</b>	<b>8.4%</b>
<b>301196.SZ</b>	<b>唯科科技</b>	<b>89</b>	<b>2.2</b>	<b>2.8</b>	<b>3.6</b>	<b>4.6</b>	<b>40.3</b>	<b>31.9</b>	<b>25.0</b>	<b>19.5</b>	<b>7.0%</b>

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

备注：除公司外，其余标的盈利预测均来自 Wind 一致预期

## 4 风险提示

**新能源汽车等下游需求萎缩：**当前公司产品主要下游包括汽车、时尚家电、家居等，三者合计占比约达 80%（按 2024 年前三季度数据），若全球汽车销量不及预期，海外家电家居需求增长放缓，则公司主业或受较大冲击；

**MPO 业务进展不及预期：**公司 MPO 业务进展与公司客户拓展情况、下游 AI 算力需求增长节奏关联紧密，若以上因素未能向有利方向发展，则公司成长性不能充分释放；

**人形机器人量产不及预期：**公司和全球无框力矩电机知名企业尼得科、科尔摩根等存在合作，为其供应机器人电机绝缘端部、齿轮马达和外壳等产品，则公司有望跟随客户进入国际头部人形机器人主机厂供应链，但若人形机器人行业量产不及预期，则公司人形机器人业务可能遭受不利影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2,200	2,601	2,991	3,440
现金	441	578	723	936
交易性金融资产	425	500	550	600
应收账款	464	550	650	750
其它应收款	13	16	20	23
预付账款	8	10	13	15
存货	399	497	606	716
其他	450	450	430	400
<b>非流动资产</b>	1,719	1,760	1,765	1,772
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	97	110	110	110
固定资产	958	976	988	997
无形资产	119	115	113	111
在建工程	42	26	18	14
其他	503	533	537	540
<b>资产总计</b>	3,919	4,361	4,757	5,211
<b>流动负债</b>	565	784	935	1,082
短期借款	0	0	0	0
应付款项	338	481	594	705
预收账款	0	0	1	1
其他	227	302	341	376
<b>非流动负债</b>	169	196	192	187
长期借款	37	37	37	37
其他	132	159	155	150
<b>负债合计</b>	735	980	1,127	1,269
少数股东权益	65	72	84	98
归属母公司股东权益	3,120	3,310	3,546	3,845
<b>负债和股东权益</b>	3,919	4,361	4,757	5,211

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	1,819	2,274	2,801	3,329
营业成本	1,292	1,608	1,963	2,318
营业税金及附加	17	20	26	30
营业费用	52	65	77	83
管理费用	188	223	270	316
研发费用	86	108	130	146
财务费用	(15)	(23)	(28)	(36)
资产减值损失	46	29	34	33
公允价值变动损益	(1)	(1)	(1)	(1)
投资净收益	40	40	40	40
其他经营收益	34	34	40	45
<b>营业利润</b>	227	318	408	522
营业外收支	26	1	1	1
<b>利润总额</b>	253	319	409	523
所得税	26	33	42	54
<b>净利润</b>	227	286	367	469
少数股东损益	6	8	12	13
<b>归属母公司净利润</b>	221	278	355	456
EBITDA	360	420	518	639
EPS (最新摊薄)	1.76	2.22	2.84	3.64

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	35.64%	25.03%	23.17%	18.85%
营业利润	10.33%	40.01%	28.53%	27.82%
归属母公司净利润	31.21%	26.18%	27.65%	28.28%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.00%	29.30%	29.91%	30.38%
净利率	12.45%	12.57%	13.11%	14.09%
ROE	6.99%	8.48%	10.13%	12.03%
ROIC	6.69%	7.98%	9.57%	11.29%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.74%	22.46%	23.69%	24.35%
净负债比率	7.03%	5.27%	4.58%	4.07%
流动比率	3.89	3.32	3.20	3.18
速动比率	3.19	2.68	2.55	2.52
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.55	0.61	0.67
应收账款周转率	4.71	4.49	4.46	4.39
应付账款周转率	5.17	5.06	5.01	4.94
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.76	2.22	2.84	3.64
每股经营现金	2.56	5.16	3.26	4.09
每股净资产	25.00	26.42	28.31	30.69
<b>估值比率</b>				
P/E	40.27	31.91	25.00	19.49
P/B	2.84	2.68	2.50	2.31
EV/EBITDA	9.32	18.95	14.99	11.76

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	320	647	408	512
净利润	227	286	367	469
折旧摊销	123	118	132	146
财务费用	(15)	(23)	(28)	(36)
投资损失	(40)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(142)	361	55	52
其它	167	(56)	(77)	(78)
<b>投资活动现金流</b>	17	(444)	(173)	(178)
资本支出	(51)	(110)	(125)	(140)
长期投资	17	(8)	0	0
其他	51	(326)	(48)	(38)
<b>筹资活动现金流</b>	(211)	(65)	(91)	(121)
短期借款	(2)	0	0	0
长期借款	(4)	0	0	0
其他	(205)	(65)	(91)	(121)
<b>现金净增加额</b>	127	137	145	213

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>