



显、智慧零售等新兴市场空间广阔。公司构筑智能穿戴（智能头显、AI眼镜、智能手表等）全栈式解决方案能力，覆盖光学镜片、结构件、功能模组至整机组装全环节。2025H1，公司在光波导镜片良率优化、高精度自动化组装等核心工艺实现关键突破，已成功向国内头部客户规模化量产交付AI眼镜整机。未来公司将持续深化与全球穿戴头部企业的合作布局，充分受益于智能穿戴行业高增长红利。此外，具身智能产业化加速落地，公司凭借精密制造优势，与国内外头部企业合作实现实质性突破，已批量交付关节模组、灵巧手、外骨骼等核心部件及整机组装产品，规模效应持续释放；2025H1，智慧零售业务营收同比大幅增长，与智能家居等业务协同构筑多元增长引擎。

PMG收购入AI算力赛道。公司12月10日晚发布公告，拟战略收购PMG International Co., LTD.（裴美高国际有限公司）100%股权，进而获得元拾科技（浙江）有限公司95.1%股权。通过本次潜在交易，公司将快速获取国内外特定客户服务器机柜业务（包括但不限于机架、滑轨、托盘、母线排及其他组件）的成熟技术与客户认证，同时掌握先进液冷散热系统集成能力。这与公司自身强大的精密结构件制造实力，以及“材料-模组-整机”垂直整合能力形成强力互补与高度协同，将大幅增强公司在AI算力硬件方案领域的核心竞争力，为公司开拓AI算力基础设施新赛道、加速向全球AI硬件创新平台转型注入强劲动力。

● 投资建议

我们预计公司2025/2026/2027年分别实现收入909/1163/1369亿元，归母净利润49.7/68.4/83.9亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险；汇率波动风险；客户集中度较高风险；消费者偏好变化风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	69897	90941	116257	136909
增长率（%）	28.27	30.11	27.84	17.76
EBITDA（百万元）	8981.06	11373.42	14109.11	16227.39
归属母公司净利润（百万元）	3623.90	4971.01	6840.20	8388.18
增长率（%）	19.94	37.17	37.60	22.63
EPS（元/股）	0.69	0.94	1.29	1.59
市盈率（P/E）	41.86	30.52	22.18	18.09
市净率（P/B）	3.12	2.85	2.55	2.27
EV/EBITDA	12.54	13.16	10.00	8.01

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表									
营业收入	69897	90941	116257	136909	营业收入	28.3%	30.1%	27.8%	17.8%
营业成本	58789	75609	95569	111566	营业利润	18.1%	37.6%	38.8%	23.1%
税金及附加	542	773	988	1232	归属于母公司净利润	19.9%	37.2%	37.6%	22.6%
销售费用	706	1091	1395	2054	毛利率	15.9%	16.9%	17.8%	18.5%
管理费用	2825	3910	5232	6024	净利率	5.2%	5.5%	5.9%	6.1%
研发费用	2785	3820	5115	6092	ROE	7.4%	9.3%	11.5%	12.5%
财务费用	-47	128	355	436	ROIC	5.8%	8.0%	10.1%	11.2%
资产减值损失	-926	-820	-800	-1000	偿债能力				
营业利润	3871	5325	7393	9103	资产负债率	39.7%	38.0%	37.0%	35.3%
营业外收入	62	72	86	95	流动比率	1.33	1.46	1.76	2.11
营业外支出	85	85	91	90	营运能力				
利润总额	3849	5312	7388	9108	应收账款周转率	6.93	7.75	9.13	10.49
所得税	172	266	443	592	存货周转率	8.49	9.58	10.52	11.56
净利润	3677	5047	6944	8516	总资产周转率	0.88	1.09	1.28	1.38
归母净利润	3624	4971	6840	8388	每股指标(元)				
每股收益(元)	0.69	0.94	1.29	1.59	每股收益	0.69	0.94	1.29	1.59
资产负债表									
货币资金	10988	13526	22788	34352	每股净资产	9.21	10.08	11.24	12.66
交易性金融资产	355	1355	1655	1855	估值比率				
应收票据及应收账款	10866	12610	12872	13236	PE	41.86	30.52	22.18	18.09
预付款项	174	227	268	279	PB	3.12	2.85	2.55	2.27
存货	7161	8631	9530	9776	现金流量表				
流动资产合计	30773	37626	48511	61036	净利润	3677	5047	6944	8516
固定资产	36379	35556	33692	30961	折旧和摊销	5153	5934	6367	6683
在建工程	1319	726	399	220	营运资本变动	1351	-694	-559	-579
无形资产	5075	4789	4503	4217	其他	709	907	847	1049
非流动资产合计	50243	48762	46339	43155	经营活动现金流净额	10889	11193	13599	15669
资产总计	81016	86388	94851	104191	资本开支	-6235	-4114	-3756	-3286
短期借款	1561	1461	1611	1811	其他	184	-845	-285	-190
应付票据及应付账款	14097	17432	18716	19679	投资活动现金流净额	-6050	-4959	-4041	-3476
其他流动负债	7407	6922	7233	7485	股权融资	0	301	0	0
流动负债合计	23065	25816	27560	28975	债务融资	-1543	-3041	655	503
其他	9105	7023	7523	7823	其他	-2911	-1090	-952	-1132
非流动负债合计	9105	7023	7523	7823	筹资活动现金流净额	-4454	-3829	-297	-629
负债合计	32170	32839	35083	36798	现金及现金等价物净增加额	443	2538	9262	11563
股本	4983	5284	5284	5284					
资本公积金	20919	20919	20919	20919					
未分配利润	20236	24066	29155	35394					
少数股东权益	189	265	369	497					
其他	2519	3015	4041	5299					
所有者权益合计	48846	53549	59767	67393					
负债和所有者权益总计	81016	86388	94851	104191					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在2
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048