

电力设备

2025年12月26日

德力佳

(603092)

——风电齿轮箱龙头企业，技术创新客户双驱动

报告原因：首次覆盖

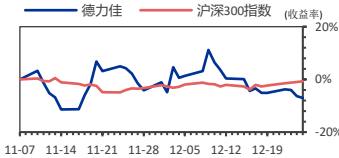
增持 (首次评级)

市场数据:	2025年12月25日
收盘价(元)	65.51
一年内最高/最低(元)	96.94/61.56
市净率	7.4
股息率%(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2,191
上证指数/深证成指	3,959.62/13,531.41

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025年09月30日
每股净资产(元)	9.79
资产负债率%	58.77
总股本/流通A股(百万)	400/33
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

马天一 A0230525040004
maty@swsresearch.com
王艺儒 A0230523110003
wangyr@swsresearch.com

联系人

王艺儒 A0230523110003
wangyr@swsresearch.com

投资要点:

- 公司深耕风电齿轮箱，市场份额位居前列。**公司是风电齿轮箱龙头企业，核心产品为风电主齿轮箱。近年来，随着中国风力发电行业的迅速发展，公司业务规模及市场占有率不断提升，根据 QY Research 统计，2024 年，公司全球市场占有率 10.36%，位列全球第三，中国市场占有率 16.22%，位列中国第二。公司聚焦齿轮箱主业，盈利能力稳中向好，2022 年-2025 前三季度公司营业收入分别为 31.08 亿元、44.42 亿元、37.15 亿元、40.59 亿元；2022 年-2025 前三季度归母净利润分别为 5.40 亿元、6.34 亿元、5.34 亿元、6.30 亿元。公司本次 IPO 募投旨在加码大型陆上和海上风机齿轮箱的供应能力，拟使用募集资金为 18.81 亿元。
- 风电大型化趋势持续提升，齿轮箱竞争格局集中。**风电主齿轮箱是风电机组中最关键的部件之一，受益于下游风电行业发展，主齿轮箱市场容量逐年扩张，据 QY Research 统计，2024 年全球风电主齿轮箱市场规模约 58.27 亿美元，预计 2030 年将达到 83.70 亿美元。由于风电主齿轮箱行业技术壁垒较高，伴随着风电整机大型化发展趋势及海上风电的迅速发展，配套的风电主齿轮箱研发及批量生产的难度进一步提升，全球范围来看，风电主齿轮箱行业头部化现象明显，2024 年，南高齿、威能极、德力佳、采埃孚四家市占率合计约占全球的 71.57%。
- 公司研发创新优势强，客户资源优质。**公司保持较高水平研发投入，产品功率覆盖 1.5MW-22MW 机型，覆盖范围行业居前，公司技术积累深厚，产品关键指标优于行业标准。公司服务客户覆盖国内外知名企业，截至 2024 年末，公司在手订单数量接近 2,000 台，金额约 30 亿元。公司在研发投入和生产方面加大对海上风电的力度，目前我国海上风电市场主要参与者均与公司建立了合作关系；截至 2024 年末，公司在手订单中海上风电齿轮箱超 300 台，合计订单金额超 60,000 万元，收入占比超 20%，海上风电齿轮箱在手订单充足。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。**公司是风电齿轮箱龙头企业，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.89、9.58、12.34 亿元，同比分别增长 47.9%、21.4%、28.8%，对应 EPS 分别为 1.97、2.39、3.08 元/股，对应 PE 分别为 33、27、21 倍。通过对比所属行业、主营业务等因素，我们选择中国动力、大连重工、杭齿前进、威力传动、崇德科技 5 家作为可比公司，同时参考德力佳所属行业 C34 通用设备制造业近 1 个月静态市盈率，我们参照可比公司估值水平以及公司所属行业估值水平，综合考虑公司行业地位与一定的安全边际，给予公司 2025 年 PE 估值 36 倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：**客户集中度较高、下游客户产业链向上游延伸、关联交易占比较高、政策变动导致的经营业绩波动等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,715	4,059	5,680	6,463	7,495
同比增长率(%)	-16.4	66.4	52.9	13.8	16.0
归母净利润(百万元)	534	630	789	958	1,234
同比增长率(%)	-15.8	65.0	47.9	21.4	28.8
每股收益(元/股)	1.48	1.75	1.97	2.39	3.08
毛利率(%)	25.3	25.4	25.2	25.1	24.8
ROE(%)	18.6	17.9	14.3	14.8	16.0
市盈率	49		33	27	21

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“增持”评级：公司是风电齿轮箱龙头企业，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.89、9.58、12.34 亿元，同比分别增长 47.9%、21.4%、28.8%，对应 EPS 分别为 1.97、2.39、3.08 元/股，对应 PE 分别为 33、27、21 倍。通过对比所属行业、主营业务等因素，我们选择中国动力、大连重工、杭齿前进、威力传动、崇德科技 5 家作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 45 倍；同时参考德力佳所属行业 C34 通用设备制造业近 1 个月静态市盈率 43.89X，我们参照可比公司估值水平以及公司所属行业估值水平，综合考虑公司行业地位与一定的安全边际，给予公司 2025 年 PE 估值 36 倍，给予“增持”评级。

关键假设点

公司当前主要营收来源为国内风电行业主齿轮箱的销售，假设 2025 年-2027 年国内风电装机需求分别为 120GW、115GW、120GW，截至 2025 年 H1，根据招股说明书披露，公司上半年销售产品 12567.5MW，根据国家能源局披露，全国 2025 年上半年风电新增吊装容量 51.39GW，公司市占率约 24%；随着公司募投项目的落地，公司大型化产能和海风产能进一步释放，预计公司实力进一步加强，市占率有望持续提升，假设 2025-2027 年公司市占率分别为 24%、29%、31%。

考虑风机大型化趋势和海风装机加速，预计中速传动的比例会持续提升，假设公司出货结构中，2025-2027 年高速传动占比分别为 70%、60%、50%，中速传动占比分别为 30%、40%、50%；价格方面，预计保持小幅度年降；

综上，我们预计 25-27 年公司高速传动业务实现营业收入约 37.3/36.0/34.7 亿元，毛利率为 22%/21%/20%；预计中速传动业务实现营业收入约 19.0/28.0/39.6 亿元，毛利率为 30%/29%/28%。

有别于大众的认识

市场普遍认为风电主齿轮箱市场竞争格局相对稳定，公司市占率提升空间有限；我们认为公司在战略上提前布局，在研发和生产方面加大对大型化和海上风电相关产品的投入力度，与当前风电行业发展趋势高度一致，本次 IPO 募投将进一步加码公司大型陆上和海上风机齿轮箱的供应能力，随着产能的释放和大型化趋势的进一步演绎，公司市占率有望进一步提升。

股价表现的催化剂

海上风电项目审批、建设加速落地；
行业需求和公司订单超预期；

核心假设风险

客户集中度较高风险；下游客户产业链向上游延伸风险；关联交易占比较高风险；政策变动导致的经营业绩波动风险等。

目录

1. 深耕风电齿轮箱，市场份额位居前列	6
1.1 公司是风电齿轮箱龙头企业，股权结构稳定	6
1.2 聚焦齿轮箱主业，盈利能力稳中向好	7
1.3 募投加码大型陆上和海上风机齿轮箱的供应能力	9
2. 风电大型化趋势持续提升，齿轮箱竞争格局集中	10
2.1 风电主齿轮箱是风电机组中最关键的部件之一	10
2.2 海风新增装机有望加速，大型化趋势持续提升	12
2.3 齿轮箱技术门槛高，竞争格局相对集中	14
3. 公司研发创新优势强，客户资源优质	15
3.1 研发创新优势强，产品功率覆盖范围行业居前	15
3.2 产品技术领先，客户资源优质	17
4. 盈利预测与估值分析	20
4.1 关键假设	20
4.2 估值分析与投资分析意见	20
5. 风险提示	22
6. 附表	23

图表目录

图 1: 公司目前主要产品按结构分类.....	6
图 2: 公司股权结构图 (截至公司 IPO 发行后)	7
图 3: 公司分业务营收比重 (%)	8
图 4: 公司主要产品销量、产销率和产能利用率情况	8
图 5: 公司营收收入及同比变化情况 (亿元)	8
图 6: 公司归母净利润及同比变化情况 (亿元)	8
图 7: 公司毛利率、净利率变化情况.....	9
图 8: 公司主要业务毛利率情况.....	9
图 9: 主齿轮箱在风力发电机组中的应用场景.....	10
图 10: 国内风电新增吊装装机量 (GW, %)	12
图 11: 我国海上风电新增并网装机容量 (单位: GW, %)	13
图 12: 我国海上风电累计并网装机容量 (单位: GW, %)	13
图 13: 国内新增风电机组平均单机容量 (单位: MW)	13
图 14: 2024 年度全球风电齿轮箱市场占有率.....	15
图 15: 公司研发支出总额及营业收入比例 (亿元, %)	16
图 16: 公司研发人员数量 (人)	16
图 17: 德力佳与可比公司销售毛利率对比 (单位: %)	21
图 18: 德力佳与可比公司销售净利率对比 (单位: %)	21
表 1: 公司 IPO 拟募投项目 (万元)	9
表 2: 不同传动链结构下整机技术路径.....	11
表 3: 未来风电行业、风电齿轮箱行业市场需求情况 (MW)	11
表 4: 风电主齿轮箱技术难度和产品特性	14
表 5: 公司及同行业其他公司产品功率范围.....	16
表 6: 公司核心技术人员基本情况.....	17
表 7: 风电主齿轮箱的零部件设计安全系数高于风电齿轮箱行业设计标准.....	18
表 8: 公司产品高速轴轴承外圈运行温度领先于行业标准	18
表 9: 下游主要客户的在手订单情况 (台、亿元)	19
表: 我国海上风电市场主要参与者均与公司建立了合作关系	

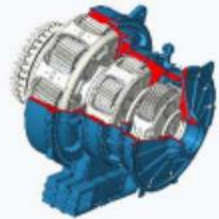

表 11:公司业务拆分及测算.....	20
表 12: 可比公司估值表	22
表 13: 利润表	23
表 14: 现金流量表	23
表 15: 资产负债表	24

1. 深耕风电齿轮箱，市场份额位居前列

1.1 公司是风电齿轮箱龙头企业，股权结构稳定

公司是风电齿轮箱龙头企业，市场占有率全球第三。公司主要从事高速重载精密齿轮传动产品的研发、生产与销售，下游应用领域目前主要为风力发电机组，核心产品为风电主齿轮箱，公司风电主齿轮箱产品覆盖了双馈和半直驱两种技术路线。自 2017 年成立以来，公司深耕风力发电传动设备领域，经过多年的发展，已构建起从前端开发设计、中端批量生产到后端运维服务的全业务链体系，具备从 1.5MW 到 22MW 全系列产品的研发和生产能力。近年来，随着中国风力发电行业的迅速发展，公司业务规模及市场占有率不断提升，根据 QY Research 统计，2024 年，公司全球市场占有率 10.36%，位列全球第三，中国市场占有率 16.22%，位列中国第二。

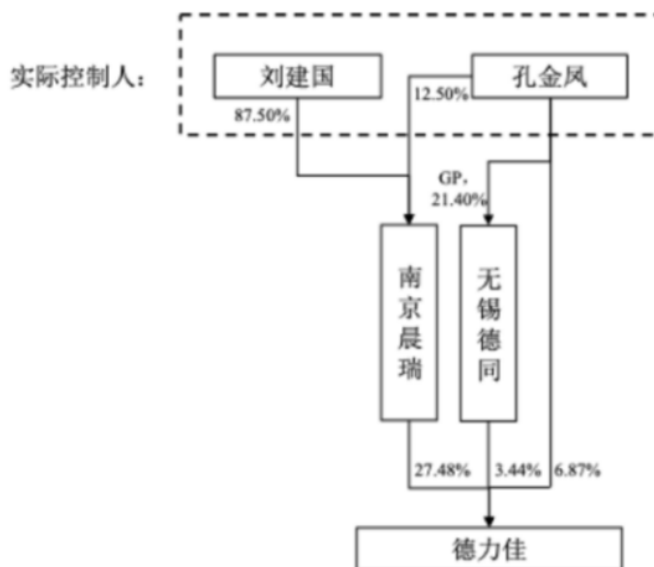
图 1：公司目前主要产品按结构分类

产品类别	产品图示	功率范围	传动比	转速	扭矩	特点
中速传动		4.55MW-22MW	最大 90	400~680rpm	最大 38,518kNm	2 至 3 级行星，无高速平行级，结构紧凑，相应风电机组主要采用中速永磁电机
高速传动		1.5MW-15MW	最大 255	1100-1820rpm	最大 24,300 kNm	2 至 3 级行星，有高速平行级，输出转速高，结构相对复杂，相应风电机组的变流器和发电机成本相对较低

资料来源：公司公告、申万宏源研究

刘建国与孔金凤夫妻合计控制公司 37.79% 的股份，是公司的共同实际控制人。德力佳的前身德力佳有限设立于 2017 年，由风电齿轮箱技术人才刘建国与我国风电整机制造龙头三一重能等投资方共同创立，此前三一重能由于战略调整，停止自产齿轮箱等核心部件；公司通过收购三一重能相关资产、强化自身技术积累，并借助行业需求增长实现业务快速扩张。截至公司 IPO 发行后，刘建国与孔金凤夫妻合计控制公司 37.79% 的股份，为公司的共同实际控制人；公司股东中直接持股 5% 以上的还包括三一重能、彬景投资以及董晓栗，其中三一重能直接持有公司 25.20% 的股份。

图 2：公司股权结构图（截至公司 IPO 发行后）

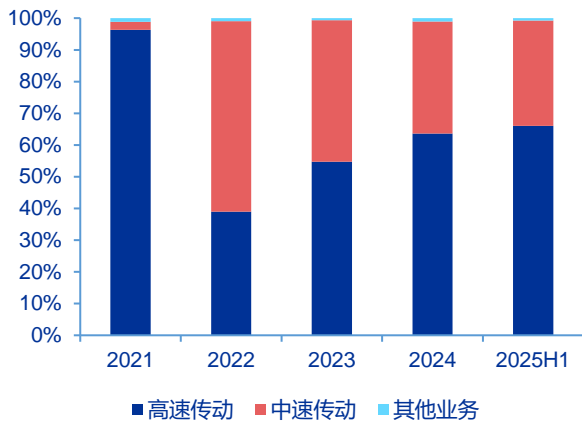


资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

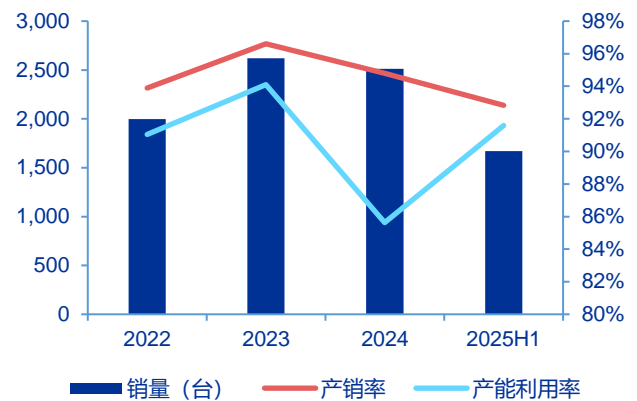
1.2 聚焦齿轮箱主业，盈利能力稳中向好

公司聚焦主业齿轮箱业务，经营业绩整体稳定。公司风电主齿轮箱产品覆盖了双馈（高速传动）和半直驱（中速传动）两种技术路线，公司营业收入主要来自中速、高速传动齿轮箱，2024 年营收占比分别为 35%/64%，2025 年上半年营收占比分别为 33%/66%，高速传动业务占比自 2022 年来呈现逐年上升的趋势，主要原因是下游客户三一重能、远景能源陆上风电技术路线以高速传动为主且 2024 年以来金风科技高速传动产品增加。

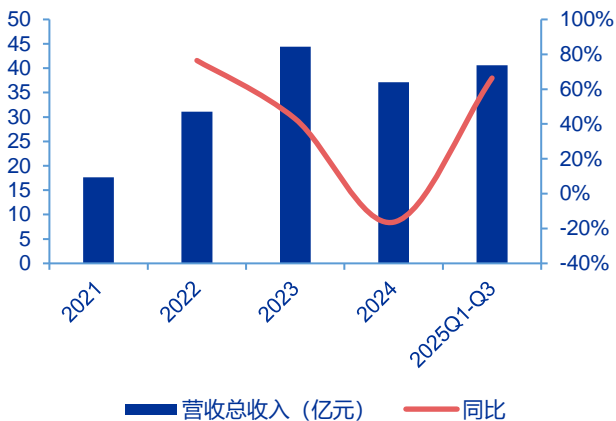
2022 年-2025 前三季度公司营业收入分别为 31.08 亿元、44.42 亿元、37.15 亿元、40.59 亿元；2022 年-2025 前三季度归母净利润分别为 5.40 亿元、6.34 亿元、5.34 亿元、6.30 亿元。2021 年公司抓住金风科技转型半直驱技术路线契机，成功建立起合作关系，2022 年开始对金风科技大规模供货，公司中速传动占比开始提升，2023-2024 上半年金风科技对公司排产下降致使中速传动占比下降；2024 年受远景能源自产齿轮箱比例提升影响订单较少，公司高速传动收入同比微降，但公司加强对下游其他主要厂家的市场开拓，2024 年客户新增风电整机头部企业东方电气，且与头部企业运达股份和明阳智能加深了合作关系，上述客户带来的订单增量可以有效抵消远景能源自产给公司经营业绩造成的负面影响。

图 3：公司分业务营收比重 (%)


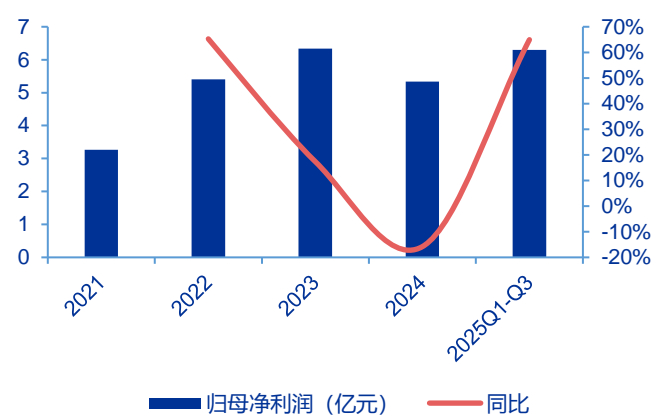
资料来源：wind、申万宏源研究

图 4：公司主要产品销量、产销率和产能利用率情况


资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

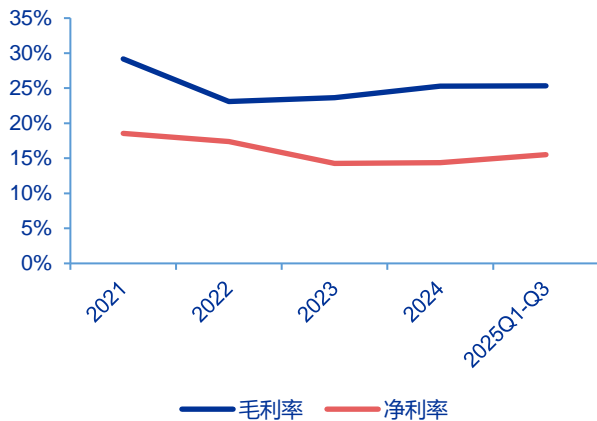
图 5：公司营业收入及同比变化情况 (亿元)


资料来源：wind、申万宏源研究

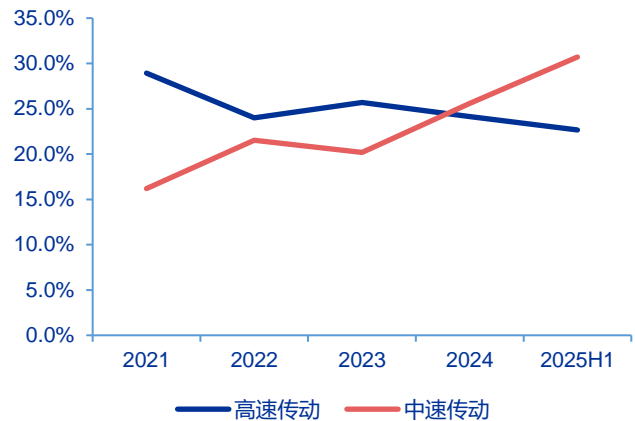
图 6：公司归母净利润及同比变化情况 (亿元)


资料来源：wind、申万宏源研究

盈利能力稳中向好，“降本增效”提升成本控制水平。2022-2025H1，公司综合毛利率分别为 23.01%、23.66%、25.29%、25.36%，毛利率水平呈稳中有升趋势。2024 年公司受益于原材料价格及单位外协成本下降影响，中速传动产品的单位成本下降较多，毛利率相应上升，带来整体毛利率的较好表现。同时，公司在各个环节推行“降本增效”，如在产品设计环节采用轻量化设计理念，在采购环节通过轴承国产替代降低采购成本，在生产环节优化工艺方法及生产流程等，使得公司成本控制水平具有一定的竞争力。

图 7：公司毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 8：公司主要业务毛利率情况


资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.3 募投加码大型陆上和海上风机齿轮箱的供应能力

根据《公司招股意向书》，公司本次 IPO 公开发行不超过 4,000.01 万股新股，募集资金扣除发行费用后，将用于年产 1000 台 8MW 以上大型陆上风电齿轮箱项目、汕头市德力佳传动有限公司年产 800 台大型海上风电齿轮箱汕头项目，投资总额为 25.25 亿元，拟使用募集资金为 17.74 亿元。

其中，年产 1000 台 8MW 以上大型陆上风电齿轮箱项目计划在锡山经济开发区新建生产基地，顺应风电机组单机容量大型化发展趋势，新增 1,000 台 8MW 以上大型陆上风电齿轮箱的生产能力，扩大产品市场占有率。汕头作为全国五大海上风电基地之粤东基地的主阵地，金风科技、中车永济电机有限公司、中材科技股份有限公司、洛阳轴承集团股份有限公司等风电产业链龙头企业均在汕头布局生产基地，汕头市德力佳传动有限公司年产 800 台大型海上风电齿轮箱汕头项目将进一步增加 10MW 以上大型风电齿轮箱的生产能力，并提前布局 15MW 以上齿轮箱产品，同时也通过地区优势实现与风电上下游供应链环节之间的紧密衔接。

表 1：公司 IPO 拟募投项目（万元）

序号	项目实施主体	项目名称	投资总额	拟使用募集资金投入金额
1	德力佳	年产 1000 台 8MW 以上大型陆上风电齿轮箱项目	135,160.47	108,759.55
2	汕头德力佳	汕头市德力佳传动有限公司年产 800 台大型海上风电齿轮箱汕头项目	117,306.63	68,666.19
		合计	252,467.10	177,425.74

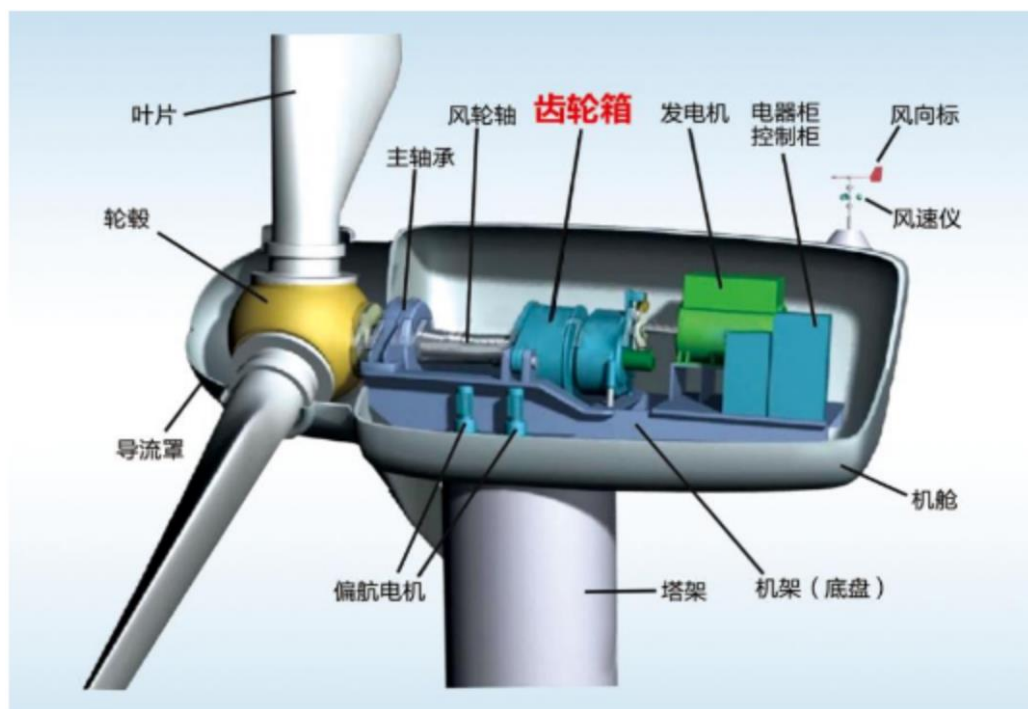
资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

2. 风电大型化趋势持续提升，齿轮箱竞争格局集中

2.1 风电主齿轮箱是风电机组中最关键的部件之一

风电主齿轮箱是风电机组中最关键的部件之一。风力发电主要包括风电机组、风电支撑基础以及输电控制系统三大部分，其中风电机组主要由主齿轮箱、发电机、叶片、轴承等部件组成。风电主齿轮箱是连接风轮（叶片）和发电机的关键部件，其主要作用是将风轮在风力作用下所产生的动力传递给发电机并匹配发电机需要的转速，作为风机产业链上的一环，齿轮箱占风机成本的 15%左右。

图 9：主齿轮箱在风力发电机组中的应用场景



资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

在风电整机设计中，根据传动链的不同结构，可以分为三种主要技术路线：双馈（高速传动）、半直驱（中速传动）和直驱。双馈和半直驱机型都使用风电主齿轮箱来提高发电机的转速，而直驱机型则无风电主齿轮箱，风机叶轮直接驱动发电机。高速传动机组采用齿轮箱将风轮转速升高，发电机定子直接与电网相连，绕线转子通过变频器与电网相连的结构，具有尺寸较小、重量较轻、造价较低的特点；中速传动机组采用一级或两级增速齿轮箱，多级同步发电机全容量变流的结构，具有结构简单、运行与维护成本低的特点。

高速传动主齿轮箱主要用于双馈风力发电机组，中速传动主齿轮箱则主要用于半直驱风力发电机组。其中，高速传动主齿轮箱主要用于双馈风力发电机组，通过多级传动结构将风轮的低速转动转换为发电机所需的高速转动，以满足发电机的工作需求；中速传动主齿

轮箱则主要用于半直驱风力发电机组，结合了直驱和双馈技术的优点，通过减少传动级数，提高了传动效率。

由于双馈技术路线相对成熟，目前陆上风电产品以双馈技术路线为主，未来，随着海上风电和风电机组大型化的发展，半直驱技术路线由于能较好地平衡效率与成本，占比预计将呈上升趋势。风电整机按照应用场景的不同可分类为陆上风电机组和海上风电机组，对应齿轮箱产品可分类为陆上风电齿轮箱和海上风电齿轮箱。海上风电齿轮箱在技术性能、准入门槛和验证周期方面均比陆上风电齿轮箱要求更高，这主要源于海上环境的复杂性和海上风电项目的高投资、高风险特性，因此，海上风电齿轮箱的研发和制造需要更高的技术水平和更严格的资质认证，同时也需要更长的验证周期以确保其可靠性和安全性。

表 2：不同传动链结构下整机技术路径

技术路线	高速传动	中速传动	直驱传动
结构	齿轮箱+发电机+变频器		发电机+变频器
应用领域	目前陆上风电占比较高	在海上风电的应用逐渐增多	主要用于海上
技术要求	控制技术复杂、对齿轮箱要求高	对电机的磁体材料和冷却系统要求较高	对变频器的要求较高
安装及使用成本	整机制造成本相对较低，维护成本相对较高，陆上安装成本相对较低	整机制造成本具有一定的优势，维护成本相对较低，海上安装成本较高	整机制造成本相对较高，维护成本相对较低，海上安装成本较高

资料来源：公司首轮问询函回复稿、申万宏源研究

受益于下游风电行业的飞速发展，风电主齿轮箱市场容量逐年扩张。根据 QY Research (恒州博智) 统计数据，2024 年全球风电用主齿轮箱市场规模大约为 58.27 亿美元，预计 2030 年将达到 83.70 亿美元。近年来随着国家节能减排、“双控”“双碳”政策目标的推进落实，我国风电行业迎来高速发展，风电主齿轮箱作为风电整机制造的核心部件，其市场规模也随之迅猛扩张，根据 QYResearch 统计数据，2024 年中国风电用主齿轮箱市场规模大约为 33.58 亿美元，预计 2030 年将达到 39.03 亿美元。

表 3：未来风电行业、风电齿轮箱行业市场需求情况 (MW)

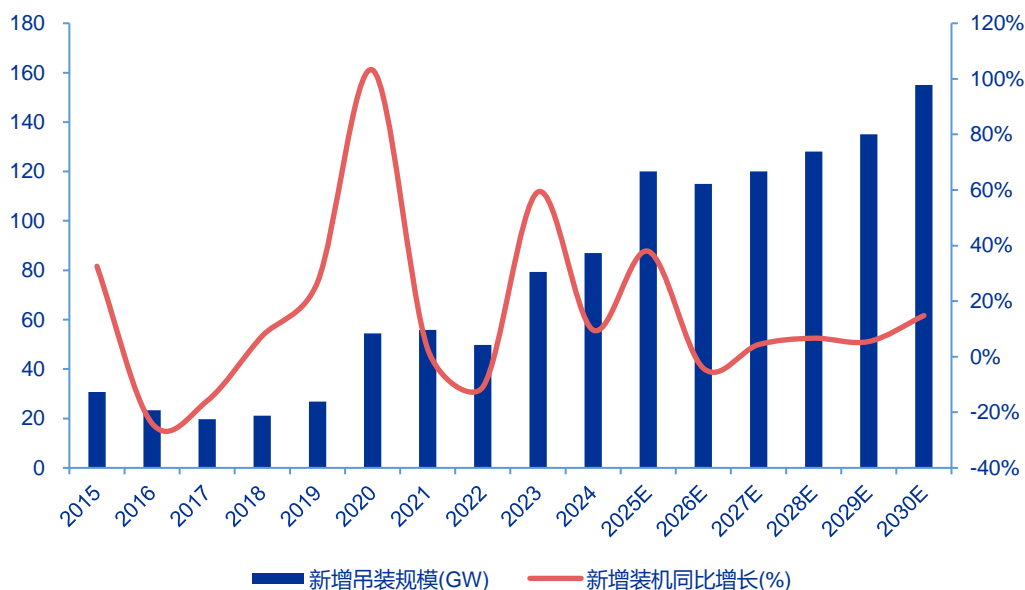
年度	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球风电新增装机量	148,048	158,944	170,890	182,500	193,834	204,024
全球高速和中速传动系统比例和	84.44%	83.35%	86.18%	84.44%	82.18%	80.66%
全球新增风电主齿轮箱	125,012	132,480	147,273	154,103	159,293	164,566
全球更换风电主齿轮箱	21,240	23,710	25,140	25,990	27,460	28,378
合计需风电主齿轮箱	146,252	156,190	172,413	180,093	186,753	192,944

资料来源：QY Research (恒州博智)、公司首轮问询函回复稿、申万宏源研究

2.2 海风新增装机有望加速，大型化趋势持续提升

十五五即将开启，预计十五五期间国内风电年均装机量有望达 120GW。根据《风能北京宣言》，“十四五”期间需保证年均新增风电装机 50GW 以上，到 2025 年累计装机容量力争达到 5.5 亿千瓦以上，并为 2030 年累计装机超 800GW 奠定基础。根据国家能源局，截止 2025 年 10 月，风电累计装机已达 590GW，提前完成目标。根据《风能北京宣言 2.0》：“十五五”期间，风电年新增装机目标不低于 120GW，因此我们预测到 2030 年，风电累计装机有望超 1200GW。

图 10：国内风电新增吊装装机量 (GW, %)



资料来源：中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA、申万宏源研究

我国海风发展处于高速成长期，并加快向深远海拓展。根据国家能源局披露，截至 2025 年 9 月底，我国海上风电累计并网容量达 4461 万千瓦；根据 2025 北京风能展上发布的《风能北京宣言 2.0》，“十五五”期间，我国海上风电年新增装机目标不低于 1500 万千瓦，预计到“十五五”末，我国海上风电累计装机规模将超亿千瓦。与此同时，海上风电正在由近海开发向深远海推进，根据世界银行数据，全球可用的海上风能资源超过 710 亿千瓦，其中深远海占比超过 70%，根据国家气候中心的评估结果，我国深远海风能资源技术可开发量超过 12 亿千瓦，开发潜力巨大，目前我国各个省份深远海规划正陆续落地。当前我国海上风电正处于高速成长期，我们预计，十五五期间海风装机有望加速，预计 2026 年海风新增装机量为 12GW，2030 年新增装机量有望达 25GW。

图 11: 我国海上风电新增并网装机容量 (单位: GW, %)



资料来源: 国家能源局, 申万宏源研究

图 12: 我国海上风电累计并网装机容量 (单位: GW, %)

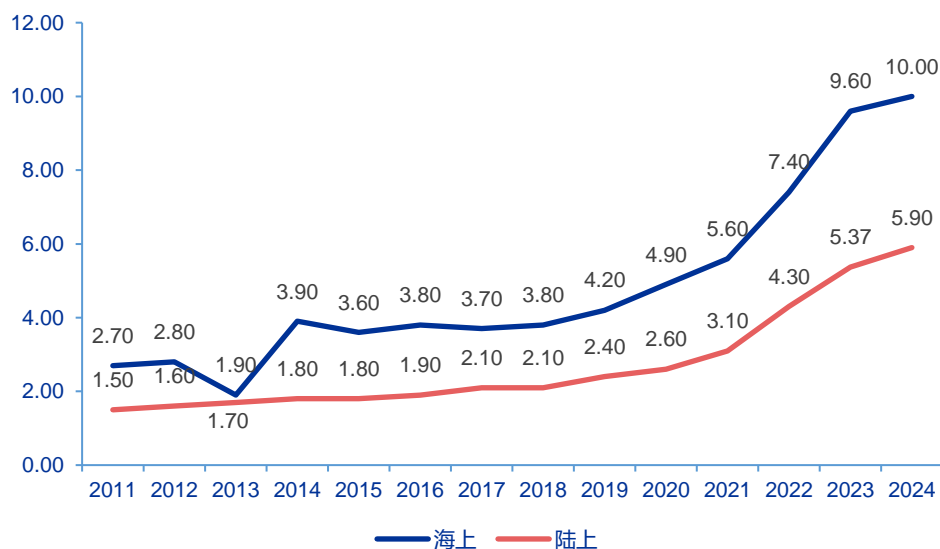


资料来源: 国家能源局, 申万宏源研究

风电大型化趋势持续提速。大型化是风电降本的主要方式, 2021 年海风抢装之前, 海、陆风机机型大小差距均在 2MW 以内, 自 22 年开始, 机组大型化提速明显, 陆上机型平均单机容量由 2011 年的 1.5MW 提升至 2024 年 5.9MW, 海风机型继 21 年国补退出后, 降本诉求进一步提升, 2024 年海风平均装机机型已达 10.0MW, 且当前最大 26MW 级海上风力发电机组也已下线。

海上风机大型化对风机可靠性以及供应链安全提出更高要求。海上风电的单位投资成本较高, 且施工和后期维护的难度及成本均较高, 此外, 离岸距离越远, 大型化程度越高, 机型越复杂, 对零部件的要求也更高。

图 13: 国内新增风电机组平均单机容量 (单位: MW)



资料来源: 中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA、申万宏源研究

2.3 齿轮箱技术门槛高，竞争格局相对集中

风电主齿轮箱性能直接决定了风机的运行效率、可靠性和使用寿命，是风电整机机组技术难度最高的部件之一。其主要功能是将风轮在风力作用下所产生的动力传递给发电机并匹配发电机需要的转速，风电整机机组的工作特性对主齿轮箱产品的疲劳强度、可靠性、耐用度等均提出了严苛要求，风电主齿轮箱产品要具备在多变载荷和瞬间强冲击载荷作用下稳定传送动力的能力以适应复杂的工作环境，同时满足 20 年至 25 年以上的寿命要求，行业内企业需经过长期的理论分析及试验研究，产品在多场景复杂工况下的实际应用经验积累，才能掌握风电主齿轮箱产品的核心特性，从而形成核心的设计、工艺和检测测试技术及知识体系。这需要行业内企业具备较强的产品研发能力、持续的技术创新能力，并具备结构力学、流体力学、动力学和材料科学等多学科交叉应用能力，不断研发新技术、新工艺、新产品，具有较高的技术壁垒。

表 4：风电主齿轮箱技术难度和产品特性

技术难度	具体产品特性
复杂的机械结构	<p>多级传动：风电主齿轮箱通常采用多级传动系统，包括行星齿轮、平行轴齿轮等多种齿轮类型。这些齿轮的组合和排列需要精确的设计和制造，以确保高效、平稳的传动。</p> <p>高精度制造：齿轮箱中的每个齿轮都需要高精度制造，以确保其在高负载和高速运转条件下的性能。这涉及精密加工及检测、热处理和装配测试等先进的制造及测量技术。</p>
高可靠性要求	<p>多工况适应性：由于风电机组通常安装在高山、荒野、戈壁、滩涂及深远海等偏远地区，需要适应包括高海拔、高低温、海上潮湿腐蚀和中低风速等各种复杂环境，适应复杂的风载荷、湍流及强阵风等应用场景，载荷及转速多变，且齿轮箱寿命通常要求达到 20-25 年，这对齿轮箱的强度及疲劳寿命提出了极高的要求。</p> <p>材料要求：齿轮箱的材料需要具备高强度、高韧性、耐磨性和耐腐蚀等性能，以适应复杂自然环境和高负荷应用场景。</p> <p>长时间连续运行：随着风电塔筒高度的不断增加，风电主齿轮箱的安装、维护越发困难，更换起吊成本高，这对齿轮箱的可靠性提出了更高的要求。齿轮箱厂家需要通过优化设计和材料选择，减少维护频率和维护成本，提高风电机组的整体经济性。</p>
高效能转化	<p>高传动效率：随着风电机组单机容量的增加，齿轮箱需要传递的功率也在不断增大，这对齿轮箱的功率传递能力提出了更高的要求。风电主齿轮箱的设计需要最大化传动效率，减少能量损失。这不仅需要优化齿轮设计，还对齿轮箱工艺制造、润滑密封及材料选择提出了更高的要求。</p> <p>高功率密度要求：齿轮箱作为风力发电机组传动链的关键部件之一，价值较高，尺寸及重量较大，齿轮箱的尺寸大小会显著影响位于高空中运行机组的大小和重量，并影响机组的成本及运输吊装成本，因此更高功率密度的风电主齿轮箱是风电机组发展的必然趋势。</p>
低噪音与低振动	<p>降噪技术：风电主齿轮箱在运行过程中会产生噪音和振动，这不仅影响风电机组的性能，还可能对周边环境造成影响。通过采用先进的降噪技术和优化齿轮设计，可以有效降低噪音和振动，提高风电机组的运行稳定性、环境适应性。</p> <p>振动控制：通过优化齿轮箱的结构设计和材料选择，减少振动的产生和传播，提高系统的稳定性和可靠性。</p>

高成本和技术门槛

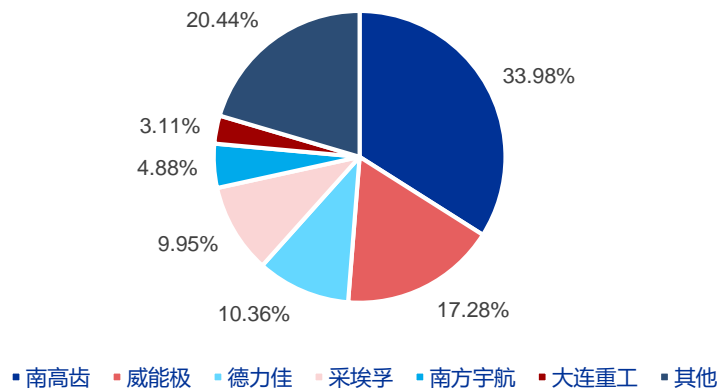
高成本：风力发电机组的成本是影响风电项目经济性的重要因素之一。由于风电主齿轮箱具有复杂的机械结构和高精度制造要求，采用高性能、高标准的金属材料，其制造成本较高，风电主齿轮箱成为风力发电机组中价值占比较大的关键部件。因此，在满足技术指标要求的同时，风电主齿轮箱的成本也需要得到有效控制。

技术门槛：风电主齿轮箱的设计和制造涉及多学科知识，包括机械工程、材料科学、流体力学和热力学等。这使得风电主齿轮箱成为风电机组中技术门槛最高的部件之一。

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

全球范围来看，风电主齿轮箱行业头部化现象明显，市场集中度较高。由于风电主齿轮箱行业技术壁垒较高，伴随着风电整机大型化发展趋势及海上风电的迅速发展，配套的风电主齿轮箱研发及批量生产的难度进一步提升，头部企业具备技术与资金的先发优势，可加大研发投入与产品升级，率先抢占市场份额。除此之外，大型风电整机生产商作为主齿轮箱下游行业主要参与者对供应商认证标准较为严格，认证周期较长，一旦确定为合格供应商轻易不会更换。2024年，南高齿、威能极、德力佳、采埃孚四家市占率合计约占全球的71.57%，未来风电主齿轮箱行业市场需求扩大、行业竞争激烈的情况下，头部化趋势将进一步凸显，具有较强资金实力、研发实力及客户资源的企业将依托其已形成的护城河在市场竞争中具备一定的竞争优势。

图 14：2024 年度全球风电齿轮箱市场占有率



资料来源：QY Research (恒州博智)、招股说明书、申万宏源研究

3. 公司研发创新优势强，客户资源优质

3.1 研发创新优势强，产品功率覆盖范围行业居前

公司保持较高水平研发投入，产品功率覆盖范围行业居前。在风电主齿轮箱的结构设计、传动效率、扭矩密度、振动抑制等关键技术领域，公司进行了大量的研发投入，近年来，公司研发支出占营业收入比重持续上升，2022-2025H1 分别为 1.40%、2.70%、2.73%、3.11%。持续较高的研发投入也取得了显著成果，公司自主研发的“10-12MW 级海上大兆

瓦级齿轮箱”产品，成功入选国家能源局 2021 年度能源领域首台（套）重大技术装备项目名录，目前公司产品功率覆盖 1.5MW-22MW 机型，覆盖范围行业居前

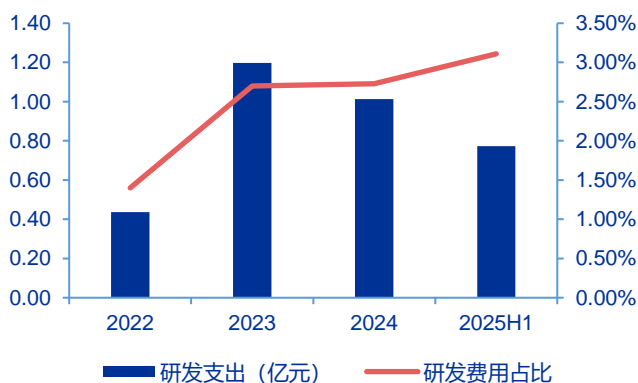
公司掌握了多项具有自主知识产权的核心技术，研发团队持续扩大。截至公司招股说明书签署日（2025/11/03），公司已获得 63 项授权专利，其中发明专利 24 项，这些专利成果广泛应用于风电主齿轮箱的研发与生产过程中，显著提升了产品的市场竞争力，公司拥有一支由 80 名人员组成的高素质研发团队，其中 57 人拥有硕士及以上学历。这支团队具备先进的技术能力和丰富的行业经验，能够快速响应市场需求，为客户提供先进可靠的技术解决方案。

表 5：公司及同行业其他公司产品功率范围

公司	南高齿	杭齿前进	重齿公司	南方宇航	大连重工	
产品功率范围	1.5MW-22MW	1.5MW-20+MW	100kW-5.5MW	200KW-7MW	1.5MW-25MW	1.5MW-10MW

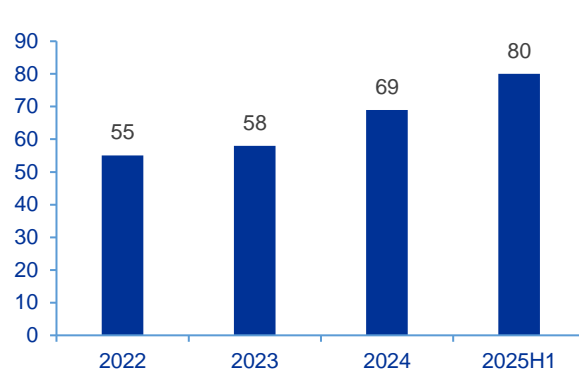
资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

图 15：公司研发支出总额及营业收入比例（亿元，%）



资料来源：wind、申万宏源研究

图 16：公司研发人员数量（人）



资料来源：wind、申万宏源研究

核心技术人员在齿轮箱产品研发设计、生产制造方面具备丰富职业经验。公司核心技术人员均深耕齿轮传动及风电行业十余年，履历覆盖研发、制造、质量、测试全链条。董事长刘建国兼任公司研发体系总经理，自 1995 年起历任南高齿系多家公司总工程师、总经理，主导高速重载齿轮箱技术路线二十余年，兼具学术与产业视角；首席质量官齐立拥有 GE 医疗等跨国企业供应链质量管理经验，并持 PMP 资质，为产品可靠性把关；制造技术及过程控制体系副总经理李松玉精通装配测试与精益工程；产品研发部副部长周欢长期专注偏航、变桨及主齿轮箱设计；CAE 工程师沈健具备硕士学历，持续承担结构仿真及优化任务。团队既掌握正向研发体系，又贯通制造与质量管控，形成从概念设计到量产运维的闭环优势。通过持续的技术积累与创新，公司在研发、生产、测试等各个环节形成了一套成熟的技术体系，有效提升了产品的功率密度、密封性、稳定性和传动效率等关键指标。

表 6：公司核心技术人员基本情况

姓名	主要技术职务	
刘建国	研发体系总经理	1995 年 1 月至 2004 年 12 月，历任南京高速齿轮产业发展有限公司副所长、所长、总经理助理、代理首席工程师、首席工程师；2004 年 2 月至 2006 年 8 月，任南京高精重载齿轮箱制造有限公司董事；2005 年 3 月至 2007 年 12 月，任南京高精风能传动设备有限公司董事兼总经理；2004 年 12 月至 2013 年 12 月，任南京高速齿轮制造有限公司董事、总经理、总工程师；2007 年 3 月至 2015 年 10 月，任南京高精传动设备制造集团有限公司董事、副总经理；2007 年 7 月至 2015 年 10 月，任中国高速传动设备集团有限公司执行董事；2017 年 1 月至今，任公司董事长、总经理、研发体系和市场体系总经理。
齐立	首席质量官（质量控制及检验体系）	2002 年 3 月至 2008 年 1 月，历任北京施兰特发电设备有限责任公司技术部技术员、技术经理；2008 年 2 月至 2009 年 2 月，任江苏中洲工贸实业有限公司项目部项目经理；2009 年 2 月至 2011 年 11 月，任张北运达风电有限公司生产部经理；2011 年 11 月至 2018 年 5 月，历任通用电气医疗投资（中国）有限公司供应链质量工程师、质量经理；2018 年 6 月至 2021 年 5 月，任江苏振江新能源装备股份有限公司质量总监；2021 年 5 月至今，任公司首席质量官（质量控制及检验体系）；2023 年 6 月至今，任公司副总经理。
周欢	产品研发部副部长	2013 年 7 月至 2016 年 7 月，任南京高速齿轮制造有限公司偏航变桨技术质量部机械工程师；2016 年 9 月至 2016 年 12 月，任三一重能研究院机械工程师；2017 年 1 月至 2021 年 7 月，任公司产品研发部项目经理；2021 年 8 月至今，任公司产品研发部副部长。
李松玉	制造技术及过程控制体系副总经理、装配测试及精益工程部经理	2003 年 7 月至 2006 年 4 月，任新大洲本田摩托有限公司产品技术室工程师；2006 年 4 月至 2008 年 10 月，任 SEW-传动设备（天津）有限公司 IG 装配车间工艺部主任；2008 年 10 月至 2023 年 4 月，历任采埃孚（天津）风电有限公司工艺工程部工艺工程师、装配测试部副经理、装配测试部经理兼售后服务部经理、工厂发展部经理、工艺工程部高级主管；2023 年 4 月至今，任公司制造技术及过程控制体系副总经理、装配测试及精益工程部经理。
沈健	产品研发部 CAE 工程师	2016 年 7 月至 2018 年 7 月，任无锡吉兴汽车声学部件科技有限公司研究一部 CAE 工程师；2018 年 8 月至今，任公司产品研发部 CAE 工程师。

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

3.2 产品技术领先，客户资源优质

公司技术积累深厚，产品关键指标优于行业标准。风电机组通常在海陆等复杂环境下的高空中运行，维修和更换成本较高，因此下游客户对主齿轮箱产品的疲劳强度、可靠性、耐用度等均提出了严苛要求，同时其寿命要求需达到 20~25 年以上。公司通过多年的研发投入及技术积累，使风电主齿轮箱产品在疲劳安全系数、极限载荷安全系数、高速轴轴承外圈运行温度等关键指标上均领先行业标准，意味着其可靠性和运行效率较高、故障率和维护成本较低，增加客户的接受度。

表 7：风电主齿轮箱的零部件设计安全系数高于风电齿轮箱行业设计标准

产品规格	名称	疲劳安全系数		极限载荷安全系数	
		SF	SH	SF	SH
4.5MW	公司	1.63	1.34	2.65	1.65
	行业标准	≥1.56	≥1.25	≥1.4	≥1.0
5.6MW	公司	1.67	1.32	2.74	1.63
	行业标准	≥1.56	≥1.25	≥1.4	≥1.0
6.25MW	公司	1.67	1.31	2.82	1.63
	行业标准	≥1.56	≥1.25	≥1.4	≥1.0
6.7MW	公司	1.65	1.33	2.73	1.65
	行业标准	≥1.56	≥1.25	≥1.4	≥1.0
8.5MW	公司	1.63	1.32	2.67	1.63
	行业标准	≥1.56	≥1.25	≥1.4	≥1.0

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

表 8：公司产品高速轴轴承外圈运行温度领先于行业标准

产品规格	名称	高速轴轴承外圈运行温度均值 (°C)
4.5MW	公司	≤80
	行业标准	≤95
5.6MW	公司	≤80
	行业标准	≤95
6.25MW	公司	≤80
	行业标准	≤95
6.7MW	公司	≤80
	行业标准	≤95
8.5MW	公司	≤80
	行业标准	≤95

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

公司凭借较强的产品研发能力、严格的质量管控体系和稳定的产品质量，在行业内建立了良好的品牌知名度和企业形象，赢得了众多客户的认可，目前已发展成为国内齿轮箱行业影响力较强的供应商之一。近年来公司积累了丰富的优质客户资源，服务客户不仅覆盖上海电气、联合动力等国内外知名企业，还进入了全球排名靠前的主流风电整机厂商金风科技、远景能源、三一重能、明阳智能等企业的供应链体系，并荣获远景能源、三一重能授予的年度优秀供应商。截至 2024 年末，公司在手订单数量接近 2,000 台，金额约 30 亿元，公司在手订单充足。

表 9：下游主要客户的在手订单情况（台、亿元）

风电整机厂家	2022 年末	2023 年末	2024 年末
金风科技	909	411	920
三一重能	77	387	447
远景能源	707	138	28
明阳智能	77	24	309
东方电气	-	-	113
电气风电	171	29	80
运达股份	-	-	61
国电联合	1	31	12
数量合计	1,942	1,020	1,970
金额合计	33.01	15.01	30.37

资料来源：公司问询函回复稿、申万宏源研究

公司在研发投入和生产方面加大对海上风电的力度，目前我国海上风电市场主要参与者均与公司建立了合作关系。为配合下游客户的业务开展，公司研发先行，持续加大研发投入，聚焦海上风电齿轮箱的核心技术突破，特别是在高可靠性、抗疲劳性能以及适应复杂海洋环境等方面，通过增强先进的仿真技术、材料科学以及智能化设计手段，优化齿轮箱的传动效率、轻量化设计以及使用寿命，以满足海上风电日益严苛的技术要求。生产方面，公司本次募投项目“汕头市德力佳传动有限公司年产 800 台大型海上风电齿轮箱汕头项目”聚焦海上风电，充分发挥全国五大海上风电基地之一汕头市之汕头国际风电创新港的产业集群优势，通过建设智能化生产线，公司海上风电齿轮箱的生产制造能力将进一步升级。截至 2024 年底，公司现有海上风电齿轮箱客户为金风科技、明阳智能、三一重能、远景能源、东方电气及电气风电；截至 2024 年末，公司在手订单中海上风电齿轮箱超 300 台，合计订单金额超 60,000 万元，收入占比超 20%，海上风电齿轮箱在手订单充足。

表 10：我国海上风电市场主要参与者均与公司建立了合作关系

企业	市场排名	是否已成为公司客户	2024 年海上风电新增装机市占率	在手订单数量（台）
明阳智能	第一名	是	31.30%	16
金风科技	第二名	是	19.60%	65
东方电气	第三名	是	17.30%	42
电气风电	第四名	是	15.10%	1
中船集团	第五名	是	10.90%	
远景能源	第六名	是	3.10%	20
运达股份	第七名	是	2.70%	
三一重能	-	是	0.00%	169
合计	-	-	100.00%	313

资料来源：中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA、公司问询函回复稿、申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

4.1 关键假设

公司当前主要营收来源为国内风电行业主齿轮箱的销售，假设 2025 年-2027 年国内风电装机需求分别为 120GW、115GW、120GW，截至 2025 年 H1，根据招股说明书披露，公司上半年销售产品 12567.5MW，根据国家能源局披露，全国 2025 年上半年风电新增吊装容量 51.39GW，公司市占率约 24%；随着公司募投项目的落地，公司大型化产能和海风产能进一步释放，预计公司实力进一步加强，市占率有望持续提升，假设 2025-2027 年公司市占率分别为 24%、29%、31%。

考虑风机大型化趋势和海风装机加速，预计中速传动的比例会持续提升，假设公司出货结构中，2025-2027 年高速传动占比分别为 70%、60%、50%，中速传动占比分别为 30%、40%、50%；价格方面，预计保持小幅度年降；

综上，我们预计 25-27 年公司高速传动业务实现营业收入约 37.3/36.0/34.7 亿元，毛利率为 22%/21%/20%；预计中速传动业务实现营业收入约 19.0/28.0/39.6 亿元，毛利率为 30%/29%/28%。

表 11:公司业务拆分及测算

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
高速传动						
营业收入 (亿元)	12.1	24.3	23.6	37.3	36.0	34.7
营收 YoY	-28.5%	100.4%	-2.8%	57.9%	-3.4%	-3.8%
毛利率 (%)	24.0%	25.7%	24.2%	22.0%	21.0%	20.0%
中速传动						
营业收入 (亿元)	18.7	19.8	13.2	19.0	28.0	39.6
营收 YoY	4087.5%	6.1%	-33.6%	44.5%	47.4%	41.4%
毛利率 (%)	21.5%	20.2%	25.6%	30.0%	29.0%	28.0%
其他						
营业收入 (亿元)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
营收 YoY	45.5%	5.4%	20.0%	32.7%	20.0%	16.7%
毛利率 (%)	86.0%	85.1%	85.6%	85.0%	85.0%	85.0%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

4.2 估值分析与投资分析意见

首次覆盖，给予“增持”评级：公司是风电齿轮箱龙头企业，近年来，随着中国风力发电行业的迅速发展，公司业务规模稳中有升，根据 QY Research 统计，2024 年，公司全球市场占有率 10.36%，位列全球第三，中国市场占有率 16.22%，位列中国第二。我们预

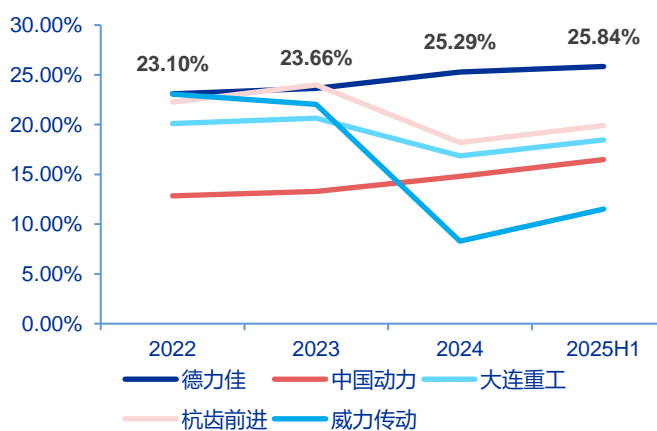
计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.89、9.58、12.34 亿元，同比分别增长 47.9%、21.4%、28.8%，对应 EPS 分别为 1.97、2.39、3.08 元/股，对应 PE 分别为 33、27、21 倍。

德力佳主营主要由风电齿轮箱销售业务贡献，全球范围内，公司同行业主要市场参与者还包括威能极、采埃孚、南高齿、杭齿前进、重齿公司、南方宇航、大连重工等，根据公司招股意向书披露，通过对比所属行业、主营业务等因素，我们选择中国动力（600482）、大连重工（002204）、杭齿前进（601177）作为可比公司；此外考虑到国内 A 股上市公司中产品、服务内容与公司不存在完全类似的公司，我们还选取威力传动（300904）作为可比公司，威力传动目前主业是做风电减速器，公司于 2025 年 8 月公告定增预案，拟募资扩展风电加速器产能，本次募投项目建成后，公司将成为我国西部地区唯一大型风力发电增速器研发生产基地，以解决目前行业陆上大功率增速器配套的需求，威力传动后期发展逻辑主要是齿轮箱产品快速放量，渗透率提升，与公司发展逻辑一致，成长性突出，因此我们认为其估值具备一定参考性；此外额外选取崇德科技（301548）作为可比公司，崇德科技专注滑动轴承，随着风机大型化发展，滑动轴承在风电领域的渗透率有望快速提升，与公司的业绩驱动因素有相似性，以上共 5 家 A 股上市公司作为德力佳的可比上市公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 45 倍。

上述企业虽然所属行业、应用领域、客户类型与公司具有一定可比性，但与公司在主营业务产品、竞争状况等方面存在一定差异，因此我们参考德力佳所属行业 C34 通用设备制造业的估值情况，截至 2025 年 12 月 25 日，C34 通用设备制造业，近 1 个月静态市盈率为 43.89X。

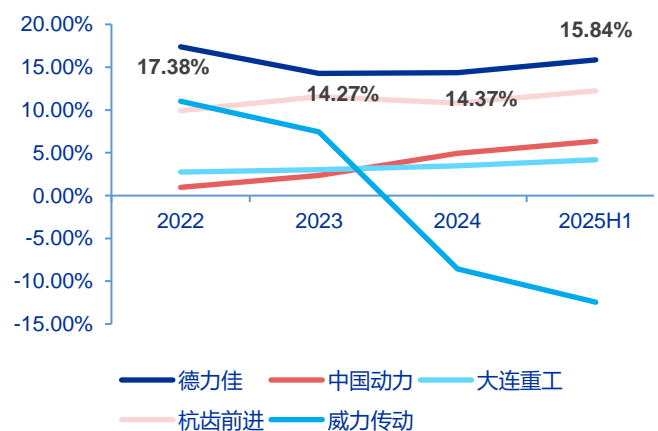
我们参照可比公司估值水平以及公司所属行业估值水平，综合考虑公司行业地位与一定的安全边际，给予公司 2025 年 PE 估值 36 倍，给予“增持”评级。

图 17: 德力佳与可比公司销售毛利率对比 (单位: %)



资料来源: wind、申万宏源研究

图 18: 德力佳与可比公司销售净利率对比 (单位: %)



资料来源: wind、申万宏源研究

表 12: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/12/25		WIND 一致预期 EPS				PE			
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600482.SH	中国动力	20.93	472	0.62	0.92	1.36	1.76	34	23	15	12
300904.SZ	威力传动	63.80	46	-0.41	0.64	3.78	5.87		99	17	11
601177.SH	杭齿前进	16.88	69	0.59				29			
002204.SZ	大连重工	7.69	149	0.26	0.38	0.49	0.62	30	20	16	12
301548.SZ	崇德科技	56.07	49	1.33	1.55	1.84	2.16	42	36	30	26
	均值			0.48	0.87	1.87	2.60	34	45	20	15
603092.SH	德力佳	65.51	262	1.33	1.97	2.39	3.08	49	33	27	21

资料来源: wind, 申万宏源研究

5. 风险提示

1) 客户集中度较高风险。2022-2024 年及 2025H1, 公司向前五大客户合计销售金额占营业收入的比例分别为 98.86%、95.92%、94.73%和 95.05%。主要是公司产品目前主要应用于风力发电领域, 下游风电整机制造行业集中度较高所致。若公司现有主要客户出现因经营不善、产业政策调整、行业竞争加剧等因素导致的业绩下滑, 或因其自身发展规划变化而减少对公司产品的需求, 将对公司盈利能力产生不利影响。

2) 下游客户产业链向上游延伸风险。目前主要风机厂商的风电主齿轮箱大多为对外采购, 但个别下游厂商已初步具备自产自研风电主齿轮箱的能力, 从而减少了对上游供应商的采购需求。如远景能源实现批量自产风电主齿轮箱后, 2024 年向公司采购规模相比 2023 年减少超过 70%。未来若其他客户也采用自产风电主齿轮箱的生产模式, 自建风电主齿轮箱生产线, 可能降低对公司产品的采购需求, 从而影响公司经营业绩。

3) 关联交易占比较高风险。持有公司 5%以上股份的股东中, 三一重能和远景能源均系风电整机制造行业的龙头企业, 2022-2024 年及 2025H1, 公司关联销售占比分别为 37.39%、45.43%、43.56%和 24.31%, 存在关联交易占比较高的风险。若未来出现三一重能的新增装机量及市场占有率持续提升等情况, 且公司不能及时开拓非关联方客户的业务规模, 公司对关联方的销售占比可能进一步增加。除此之外, 若未来公司关联交易相关制度不能得到有效执行, 出现不必要、不公允的关联交易, 或公司与三一重能的交易发生重大不利变化, 则可能对公司及其股东的利益造成不利影响。

4) 政策变动导致的经营业绩波动风险。近年来, 行业政策对风电行业的市场规模和电价具有显著的引导和调控作用, 若未来国家对风电行业的支持力度减弱, 政策重心向其他可再生能源领域倾斜, 或风电行业增速放缓、市场交易电价出现大幅波动等不利情况, 也将可能影响公司经营业绩的稳定性。

6. 附表

表 13: 利润表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,442	3,715	5,680	6,463	7,495
营业收入	4,442	3,715	5,680	6,463	7,495
营业总成本	3,574	2,979	4,529	5,136	5,961
营业成本	3,391	2,776	4,247	4,843	5,634
税金及附加	14	20	30	34	40
销售费用	7	10	11	13	17
管理费用	42	67	85	97	112
研发费用	120	101	159	168	180
财务费用	1	5	-4	-20	-21
其他收益	88	20	20	20	20
投资收益	-5	-2	-2	-2	-2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-29	7	-73	-40	-35
资产减值损失	-82	-137	-150	-130	-40
资产处置收益	3	0	0	0	0
营业利润	843	624	947	1,176	1,477
营业外收支	0	-2	0	0	0
利润总额	843	623	947	1,176	1,477
所得税	209	89	158	218	243
净利润	634	534	789	958	1,234
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	634	534	789	958	1,234

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

表 14: 现金流量表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	634	534	789	958	1,234
加: 折旧摊销减值	223	297	400	447	432
财务费用	27	20	-4	-20	-21
非经营损失	23	-32	2	2	2
营运资本变动	-536	-55	-1	-297	-116
其它	19	43	0	0	0
经营活动现金流	390	806	1,185	1,089	1,530
资本开支	540	263	400	1,000	800
其它投资现金流	0	-279	-282	-282	-282
投资活动现金流	-540	-542	-682	-1,282	-1,082
吸收投资	0	0	1,867	0	0
负债净变化		-			

支付股利、利息	27	20	0	0	0
其它融资现金流	-1	-3	4	20	21
融资活动现金流	405	-194	1,922	68	69
净现金流	255	70	2,425	-125	517

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

表 15：资产负债表

单位：百万元（人民币）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,655	4,776	8,398	8,908	10,347
现金及等价物	375	704	3,409	3,564	4,361
应收款项	3,031	2,686	3,150	3,402	3,740
存货净额	1,003	1,143	1,549	1,657	1,933
合同资产	226	238	284	279	306
其他流动资产	20	5	5	5	5
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,326	1,410	1,633	2,356	2,799
无形资产及其他资产	505	476	476	476	476
资产总计	6,486	6,662	10,507	11,739	13,622
流动负债	3,097	2,530	3,670	3,898	4,499
短期借款	478	97	100	100	100
应付款项	2,122	1,849	2,987	3,214	3,815
其它流动负债	496	584	584	584	584
非流动负债	1,088	1,257	1,305	1,352	1,400
负债合计	4,185	3,787	4,975	5,250	5,899
股本	360	360	400	400	400
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,063	1,104	2,931	2,931	2,931
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	63	117	196	292	415
未分配利润	813	1,294	2,004	2,866	3,976
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2,300	2,875	5,531	6,489	7,723
负债和股东权益合计	6,486	6,662	10,507	11,739	13,622

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商

标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。