



热泵、数据中心、汽车热管理三箭齐发

2026年01月27日

核心观点

- 儒竞科技：暖通变频控制器龙头，向汽车热管理、工控领域拓展。**公司已形成三大业务协同发展的战略：1) 公司成立于2003年，以暖通设备控制器起家，是基本盘业务。下游客户包括艾默生、麦克维尔、阿里斯顿、海尔、三菱重工海尔、开利、博世等国内外大型厂商；2) 2016年成立“儒竞电控”子公司进入新能源汽车热管理领域，近年持续高增，成为第二成长曲线。下游客户包括华域三电、上海光裕、科博乐等汽车零部件供应商；3) 2014年成立“儒竞自控”子公司进入工业伺服领域，目前处于市场拓展阶段，业务体量小，未来有望随机器人行业增长逐步放量，或将成为第三成长曲线。
- 暖通：商用空调受地产周期低迷影响，热泵、数据中心打开增长空间。**2025H1，暖通业务收入4.22亿元，同比-4%，占比60%。暖通业务包括商用空调、热泵、家用空调三大板块：1) 占大头的商用空调在国内地产周期低迷下，是主要拖累项，预计2026年仍将受到一定影响；2) 热泵行业经历两年去库存后，2025年出口见底反弹，公司作为热泵控制器龙头，Q1-3热泵业务收入同比上升。欧洲热泵市场预期高，渗透率提升空间大，预计2026年公司热泵业务将有较好增长，并有望在2027年加速成长；3) 全球数据中心市场增长强劲，公司切入数据中心赛道，构建“热管理+节能”双核心布局，增长势头良好，2026-2027年在低基数下有望明显增长。
- 汽车热管理：构筑第二增长曲线，预计2026年起恢复高速增长。**在全球新能源汽车渗透率快速提升的背景下，公司汽车热管理业务持续高增，2019-2024年收入CAGR达88%，在电动压缩机变频驱动器、PTC电加热控制器两大细分市场均居市场前列。2025H1，汽车热管理业务收入2.6亿元，同比+28.2%，增速放缓，主要系为满足订单增长的产能保障需求，2025H1公司“新能源汽车电子和智能制造产业基地”较计划提前9个月投产，使原本Q2-3的旺季受到阶段性影响；预计2026年起在摆脱产能搬迁和爬坡的影响后，汽车业务将恢复高速增长，项目达产后将贡献180万套汽车热管理系统产能。
- 泰国工厂：全球化战略布局的重要起点，将为2027年贡献明显增量。**在全球化和关税政策不确定性的背景下，海外客户对中国制造型企业具备海外产能布局成为显性诉求。公司首个海外生产制造基地“泰国工厂”正在推进中，截至2025H1末，已完成相关部门核准、备案手续。项目达产后将贡献200万套变频驱动器及系统控制器产能，直接服务泰国当地，并辐射东南亚及其他海外市场。我们预计将为公司2027年贡献明显增量，赋能全系列业务领域。
- 投资建议：**我们预计2025-2027年公司营业收入为12.89/16.02/21.66亿元，分别同比-0.6%/+24.3%/+35.2%；归母净利润为1.53/2.11/3.11亿元，分别同比-9.3%/+38.3%/+47.1%；EPS为1.62/2.24/3.29元，对应PE为61.7/44.6/30.3倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险；新业务增长不及预期的风险；客户集中的风险。

儒竞科技 (股票代码: 301525)**推荐** 首次评级

分析师

何伟✉: hewei_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130525010001**鲁佩**✉: lupei_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130521060001**陆思源**✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130525060001**杨策**✉: yangce_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130520050005**刘立思**✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130524070002

市场数据

2026年01月27日

股票代码	301525
A股收盘价(元)	99.86
上证指数	4,139.90
总股本(万股)	9,431
实际流通A股(万股)	4,940
流通A股市值(亿元)	49

相对沪深300表现图

2026年01月27日



资料来源: 中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,297	1,289	1,602	2,166
YOY	-16.0%	-0.6%	24.3%	35.2%
归母净利润(百万元)	168	153	211	311
YOY	-22.2%	-9.3%	38.3%	47.1%
摊薄 EPS(元)	1.78	1.62	2.24	3.29
PE	55.97	61.70	44.61	30.33

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为2026年1月27日）

目录

Catalog

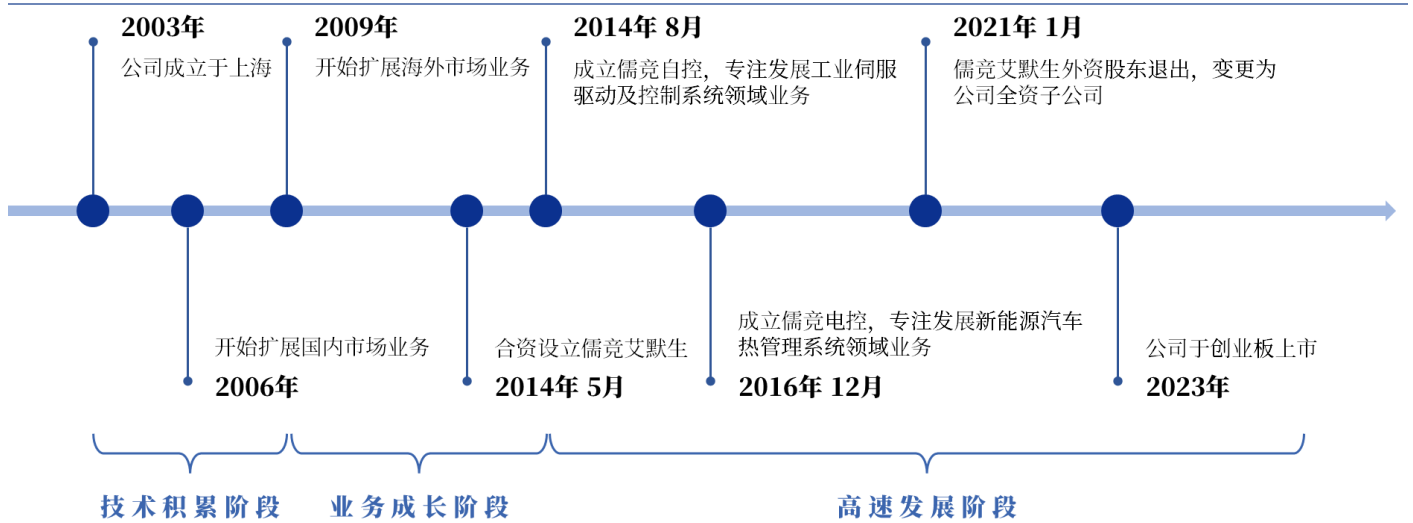
一、 儒竞科技：立足 HVAC/R，拓展多元业务矩阵	4
(一) 深耕热管理控制器行业二十余年，产品布局完善	4
(二) 2026 年核心增长驱动力：热泵、数据中心、汽车热管理业务	5
(三) 2027 年核心增长驱动力：泰国工厂投产赋能全系列业务	7
二、 暖通变频控制器龙头，热泵、数据中心打开增量	8
(一) 暖通业务 2025 年逐渐企稳，未来两年有望加速成长	8
(二) 商用空调行业内销有压力，但出口快速增长	10
(三) 热泵行业出口 2025 年见底反弹，未来市场预期高	12
三、 汽车热管理业务快速成长，构筑第二增长曲线	16
(一) 新能源汽车渗透率快速提升，热管理系统零部件行业迅速发展	16
(二) 汽车热管理业务持续高增，公司居细分市场前列	18
(三) 建立长期稳定客户合作，新产能爬坡助力放量	20
四、 盈利预测与估值	22
(一) 盈利预测	22
(二) 杜邦分析	23
(三) 相对估值	23
(四) 绝对估值	24
五、 风险提示	25

一、儒竞科技：立足 HVAC/R，拓展多元业务矩阵

(一) 深耕热管理控制器行业二十余年，产品布局完善

公司以 HVAC/R 业务起家，持续向汽车热管理、工控领域拓展业务布局。儒竞科技于 2003 年成立于上海，专注于电力电子及电机控制领域综合产品的研发、生产与销售，致力于为全球用户提供专业的变频节能与智能控制应用方案。公司以 HVAC/R 领域业务起家，在 2003-2009 年的技术积累阶段，先后扩展国内与海外市场，为后续发展奠定基础。2014 年 8 月，设立儒竞自控，正式进入工业伺服驱动与控制系统领域。2016 年 12 月，公司成立儒竞电控，切入新能源汽车热管理系统赛道，业务矩阵进一步拓展。2023 年公司成功登陆创业板。

图1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

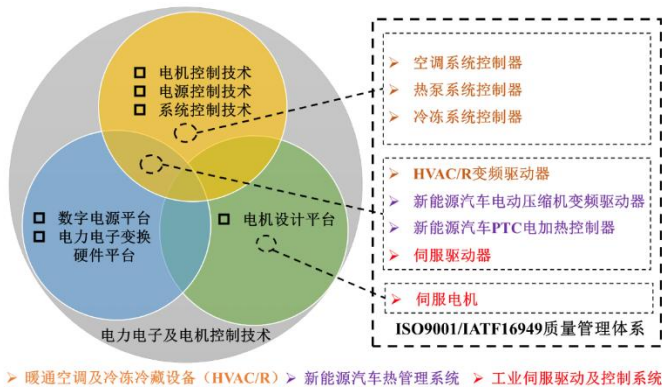
公司已形成 HVAC/R、新能源汽车热管理系统、工业伺服驱动及控制系统三大业务协同发展的战略规划，积累了稳固的客户资源。公司坚持研发创新，自主构建了以电机控制、电源控制及系统控制技术、数字电源及电力电子变换硬件平台、电机设计平台为代表的三大技术领域，以支撑各业务领域的产品研发。主要产品包括 HVAC/R、空调、热泵、冷冻系统控制器及变频驱动器；新能源汽车电动压缩机变频驱动器、PTC 电加热控制器；伺服驱动器、伺服电机等。公司已积累众多国内外下游核心客户，例如 HVAC/R 领域包括艾默生、麦克维尔、阿里斯顿、海尔、三菱重工海尔、开利、博世等大型厂商；新能源汽车热管理领域包括华域三电、上海光裕、科博乐等汽车零部件供应商；工业伺服领域包括新松机器人、云华智能等。

图2：公司三大业务主要产品



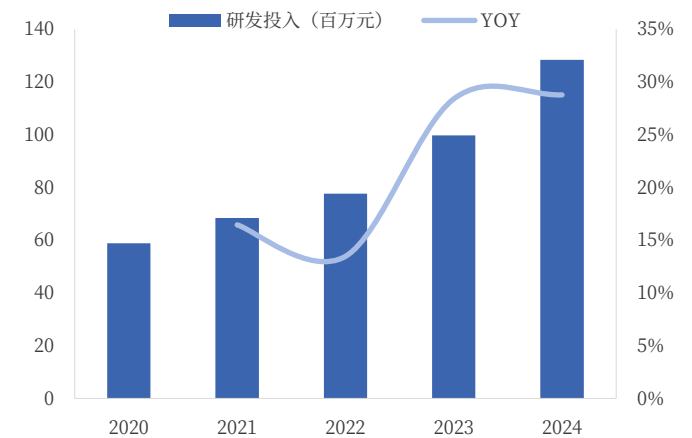
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图3：公司三大技术领域



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图4：公司持续加大研发投入

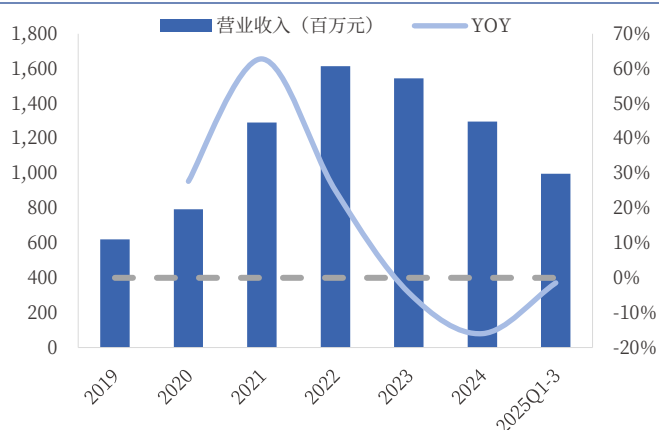


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）2026 年核心增长驱动力：热泵、数据中心、汽车热管理业务

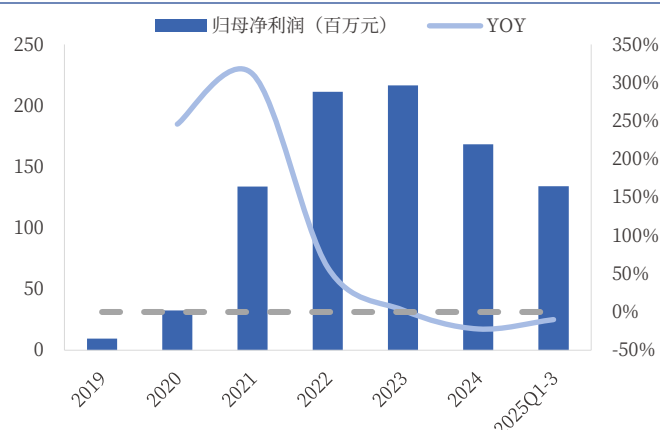
产能搬迁与商用空调业务对 2025 年业绩构成阶段性影响，热泵及数据中心业务将为 2026 年带来明显增量。2019-2024 年，公司营业收入自 6.2 亿元增长至 13 亿元，期间 CAGR 达 15.9%；归母净利润自 0.09 亿元增长至 1.68 亿元，期间 CAGR 达 78%。其中 2020-2022 年公司收入利润增长主要受欧洲热泵需求增长拉动；2023-2024 年在欧洲热泵去库存和补贴阶段性退坡的影响下，公司收入利润下滑。2025Q1-3，公司实现营业收入 10 亿元，同比-1.45%；归母净利润 1.3 亿元，同比-9.91%，业绩小幅下滑的主要原因是 Q2-3 原本的季节性旺季受到产能搬迁和爬坡的影响，以及在暖通业务中占比较大的商用空调业务在国内地产周期低迷的背景下拖累公司整体业绩。但热泵行业景气度 2025 年开始恢复，公司切入数据中心热管理赛道，预计在低基数下，2026 年热泵、数据中心业务会有明显增长。

图5: 公司营业收入及 YOY



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

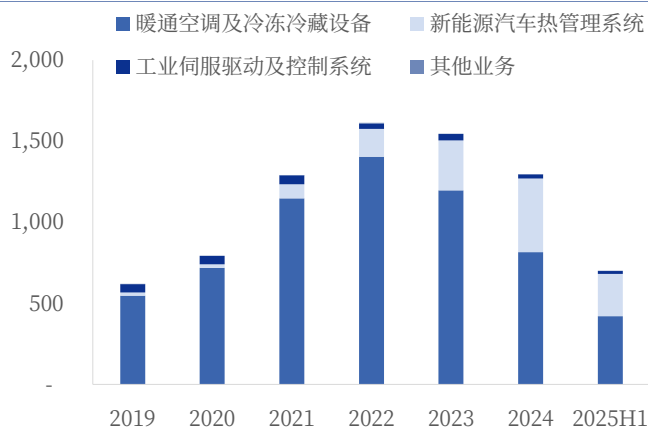
图6: 公司归母净利润及 YOY



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

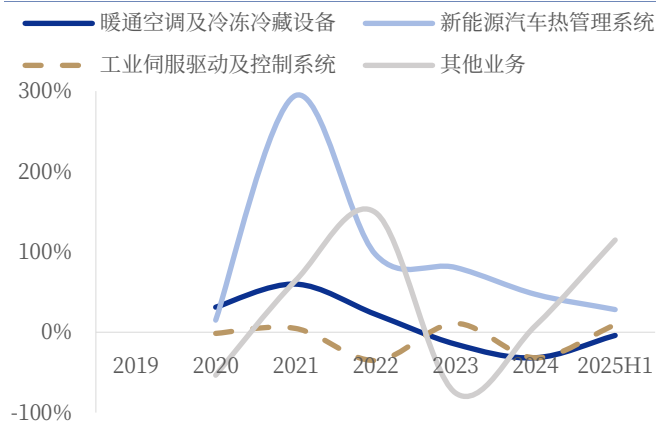
从产品结构来看，暖通业务为基本盘，新能源汽车热管理为第二增长曲线。2025H1，公司暖通业务/新能源汽车热管理业务/工业伺服业务分别实现收入 4.22/2.60/0.17 亿元，同比-4%/+28.2%/+9.3%，占比 60.3%/37.2%/2.5%。其中，暖通业务在国内地产周期下行背景下，受商用空调业务拖累，但 2025 年全球热泵市场逐渐复苏，上半年公司热泵业务收入大幅上升；公司新能源汽车热管理业务近年持续高速增长，2025H1 因公司新能源汽车电子和智能制造产业基地提前投产，受产能搬迁和爬坡的阶段性影响，增速放缓，但市占率进一步提升；工业伺服业务体量尚小，处于市场拓展阶段，25H1 收入小幅增长，但已有深厚的技术积累，未来有望随行业增长逐步放量。

图7: 公司营业收入 (按产品拆分, 百万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图8: 公司各业务收入 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表1: 公司营业收入 (按产品拆分)

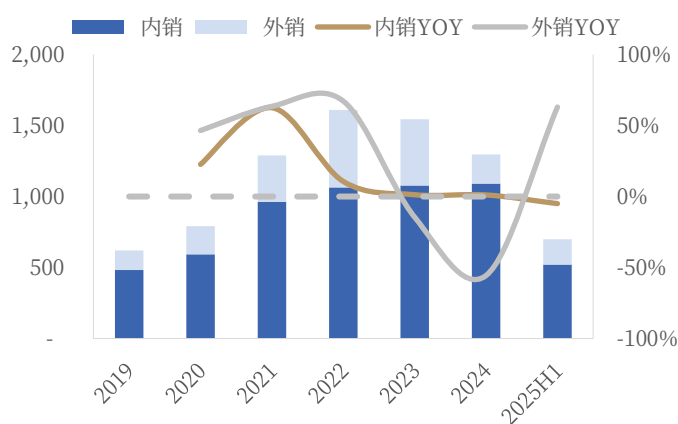
	2022	2023	2024	2025H1	2022	2023	2024	2025H1
营业收入 (百万元) /YOY	1,614	1,545	1,297	700	25.1%	-4.3%	-16.0%	6.3%
暖通空调及冷冻冷藏设备	1,405	1,197	817	422	22.3%	-14.8%	-31.8%	-4.0%
新能源汽车热管理系统	170	308	453	260	96.8%	80.6%	47.2%	28.2%
工业伺服驱动及控制系统	35	39	27	17	-35.2%	10.9%	-31.8%	9.3%
其他业务	3	1	1	1	149.0%	-75.5%	7.9%	114.7%
毛利率/YOY	23.8%	25.1%	24.3%	26.7%	+1.6 pct	+1.3 pct	-0.7 pct	+4.0 pct
暖通空调及冷冻冷藏设备	24.5%	25.5%	22.2%	26.6%	+1.5 pct	+1.0 pct	-3.2 pct	+5.1 pct

新能源汽车热管理系统	20.8%	25.5%	29.0%	28.3%	+5.5 pct	+4.7 pct	+3.6 pct	+3.3 pct
工业伺服驱动及控制系统	11.2%	10.9%	9.1%	0.7%	-4.3 pct	-0.4 pct	-1.5 pct	-16.7 pct
其他业务	37.9%	13.9%	84.5%	80.3%	-42.6 pct	-24.1 pct	+70.6 pct	+24.3 pct

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

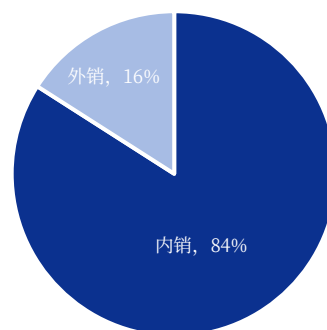
从地区结构来看，内销为主，外销受欧洲热泵行业波动影响。公司内销收入波动较为稳定，2019-2024年，自4.8亿元增长至10.9亿元，期间CAGR为17.7%；2024年内销占比达84%，贡献公司主要收入利润。2025H1内销收入5.2亿元，同比-5%，主要系地产周期低迷影响。外销方面，公司产品销往北美、欧洲、东南亚等多个国家和地区，其中欧洲市场是核心市场（2022年在对外销中的占比超过80%），2025H1，公司外销收入1.8亿元，同比+63%，主要系全球热泵市场去库存结束，需求迎来拐点。

图9：公司营业收入及 YOY（按地区拆分，百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图10：公司营业收入地区结构（2024年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：公司营业收入（按地区拆分）

	2022	2023	2024	2025H1	2022	2023	2024	2025H1
营业收入 (百万元) /YOY	1,614	1,545	1,297	700	25.1%	-4.3%	-16.0%	6.3%
国内	1,065	1,078	1,090	522	10.6%	1.3%	1.1%	-5.0%
国外	546	466	207	178	67.2%	-14.6%	-55.6%	63.0%
毛利率/YOY	23.8%	25.1%	24.3%	26.7%	+1.6 pct	+1.3 pct	-0.7 pct	+4.0 pct
国内	17.4%	18.5%	21.7%	21.9%	+0.2 pct	+1.1 pct	+3.3 pct	+2.4 pct
国外	36.2%	40.3%	38.5%	40.6%	-0.7 pct	+4.1 pct	-1.8 pct	+2.1 pct

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）2027 年核心增长驱动力：泰国工厂投产赋能全系列业务

泰国工厂是公司全球化战略布局的重要起点。2024年12月，公司经审议同意使用部分超募资金和自有资金用于投资建设“儒竞科技泰国生产基地建设项目”。一期计划总投资金额2.26亿元，建设周期计划为12个月，达产年产能预计为200万套变频驱动器及系统控制器。

泰国工厂是公司首个海外生产制造基地，通过搭建海外供应链及本土产能，直接服务泰国当地，并辐射东南亚及其他海外市场。截至2025H1末，泰国工厂已完成相关部门核准、备案手续，尚未开始动工建设。我们预计投产后将为公司2027年贡献明显增量，赋能公司全系列业务领域。

二、暖通变频控制器龙头，热泵、数据中心打开增量

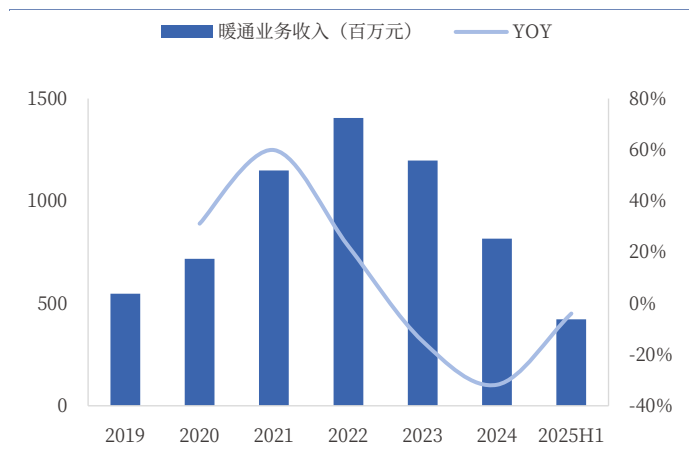
（一）暖通业务 2025 年逐渐企稳，未来两年有望加速成长

暖通业务为公司传统主业，热泵、数据中心增长良好。2023-2024 年，公司暖通业务收入连续两年下滑，分别实现营收 12/8.2 亿元，同比-14.8%/-31.8%，主要系欧洲热泵行业自俄乌冲突导致的景气高点后，进入去库存周期；2025H1，公司暖通业务实现收入 4.22 亿元，同比-4%，占比 60.3%；毛利率为 26.6%，同比+5.1pct。公司暖通业务主要分为商用空调、热泵、家用空调三大板块，2022 年占暖通业务的比分别为 57.4%、35.7%、7%。

2025 年，暖通业务中占大头的商用空调板块在国内地产周期下滑的影响下，是主要拖累项；而在全球能源结构加速转型、能源成本回落、行业去库存进入尾声以及欧洲利好政策推出的背景下，2025 年全球空气源热泵市场逐渐复苏，公司 Q1-3 热泵收入同比上升。此外，当前全球数据中心投资热潮持续高涨，以满足不断增长的 AI 需求。公司战略性切入数据中心赛道，已构建“热管理+节能”双核心布局，应用场景覆盖数据中心核心基础设施，如应用于精密空调、机房制冷系统、室内制冷集热系统及热回收装置等智能变频控制驱动器，目前公司数据中心业务增长势头良好。

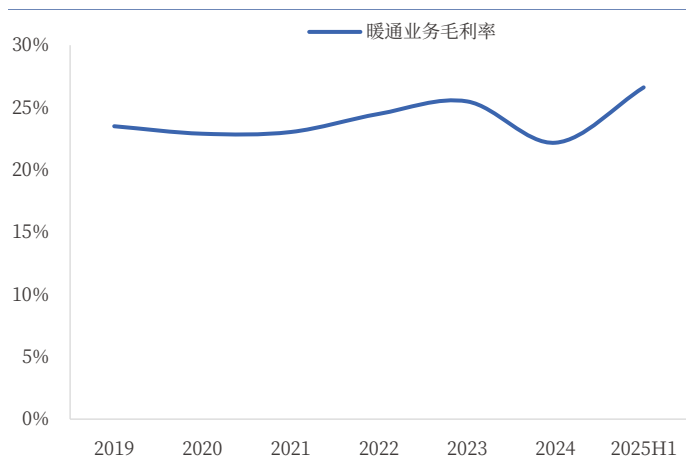
我们预计 2026-2027 年，在全球热泵及数据中心需求继续增长、公司相关业务低基数、以及泰国工厂投产后对海外客户渠道拓展的加持下，热泵及数据中心业务将成为公司暖通业务的核心增长驱动力。

图11：公司暖通业务收入及 YOY



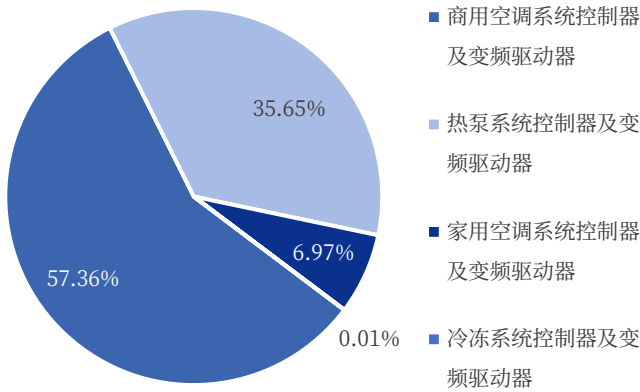
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：公司暖通业务毛利率



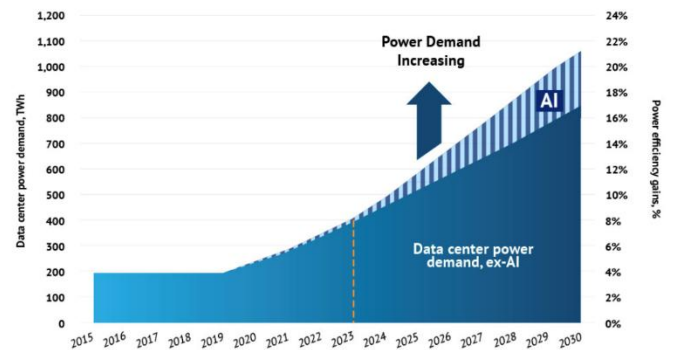
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图13: 公司暖通业务收入结构 (按产品拆分, 2022 年)



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院

图14: AI 推动全球数据中心热管理需求提升



资料来源: Navitas, 中国银河证券研究院

从政策端来看, 在“双碳”目标持续推进、能效标准不断提升以及智能化需求加速渗透的背景下, 暖通行业正处于由传统定频设备向高效、低能耗、智能化变频产品转型升级的关键阶段。2024 年以来, 国家层面陆续出台多项政策, 涵盖能效标准提升、更新改造、节能降碳和基础设施建设等方面, 为暖通行业的高质量发展奠定基调。

表3: 系列政策为 HVAC/R 行业高质量发展奠基

政策类型	文件名	发布单位	发布时间	相关政策内容
能效标准	《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平(2024 年版)》	发改委等六部门	2024 年 2 月	对单元机、多联机及低环温空气源热泵产品的能效管理指标均有不同程度的优化, 产品分类更加细化, 先进水平量化标准进一步提升
能效标准	《热泵和冷水机组能效限定值及能效等级》(GB19577-2024)	国家标准委	2024 年 4 月	该标准在既有热泵和冷水机组标准体系基础上做了重要升级, 为规范行业发展和市场竞争提供了依据和基础
能效标准	《中华人民共和国实行能源效率标识的产品目录(第十七批)及相关实施规则》	发改委、市场监管总局	2025 年 1 月	将冷水(热泵)机组、水(地)源热泵机组等 12 类产品纳入能效标识管理, 明确能效等级划分及测试方法, 助力大规模设备更新升级
更新改造	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	2024 年 3 月	为 HVAC/R 行业的逆势增长赋予了新的动能
更新改造	《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的通知》	国家发改委、财政部	2025 年 1 月	加力支持空调等设备更新与以旧换新, 扩展补贴范围至 12 类家电并覆盖工业节能改造项目, 加速 HVAC/R 领域高效产品普及
节能降碳	《工业领域碳达峰碳中和标准体系建设指南》	工信部	2024 年 2 月	聚焦数字化转型、绿色制造等方向, 推动工业领域全产业链低碳化
节能降碳	《2024-2025 年节能降碳行动方案》	国务院	2024 年 5 月	对建筑领域和用能产品设备的节能降碳行动进行了重点工作部署
节能降碳	《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》	发改委等六部门	2024 年 10 月	提出因地制宜推进空气源热泵等供热制冷应用, 推动 5G 基站、数据中心、超算中心等与光伏、热泵、储能等融合发展。
节能降碳	《绿色低碳技术推广目录(2024 年版)》	发改委等六部门	2024 年 12 月	旨在推动绿色技术从研发到产业化的全链条落地, 促进经济社会全面绿色转型。
节能降碳	《国家重点推广的低碳技术目录(第五批)》	生态环境部、工信部等五部门	2025 年 1 月	将高效热泵空调系统、空气源热泵供热技术、数据中心精密空调节能控制技术等纳入重点推广范围, 通过 103 项低碳技术创新推广, 为发展新质生产力与实现“双碳”目标提供关键技术支撑

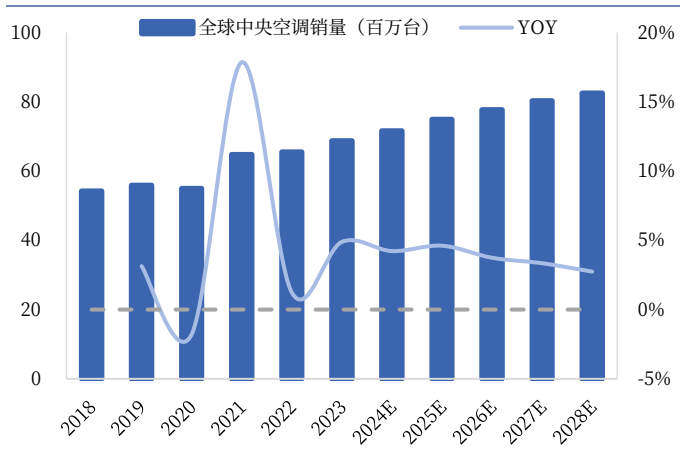
节能降碳	《推动热泵行业高质量发展行动方案》	发改委等六部门	2025年3月	提出到2030年重点热泵产品能效提升20%以上，并推动在建筑、工业等领域规模化应用，旨在通过技术创新、应用推广和产业升级，推动热泵行业成为绿色低碳发展的重要支撑。
基础设施建 设	《2025年数字经济发展工作要点》	发改委、国家数 据局	2025年4月	强调加快释放数据要素价值，明确要求推动建设国家数据基础设施，筑牢数字基础设施底座

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）商用空调行业内销有压力，但出口快速增长

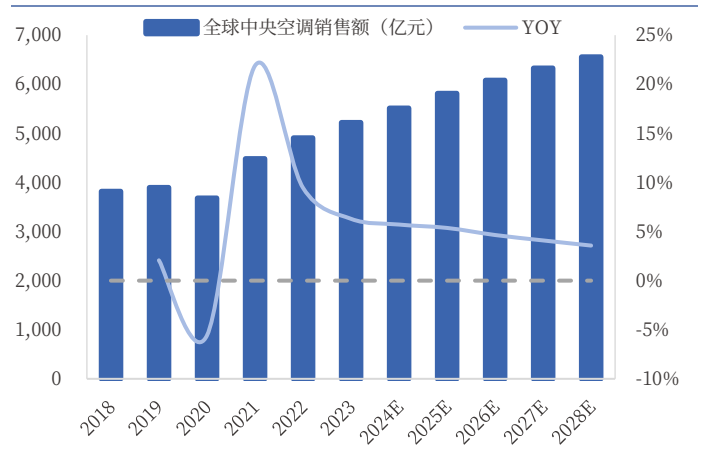
全球中央空调市场稳步增长。据 Frost & Sullivan，2023 年全球中央空调销售额达到 5217 亿元，呈现稳定增长态势。2000-2010 年代，工业化发展带动中央空调需求增长，为全球市场贡献了长期且巨大的增量。2020 年后，美国制造业回流刺激中央空调需求，以及全球数据中心大规模建设带动冷水机组的需求增长。

图15：全球中央空调销量（年度）



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

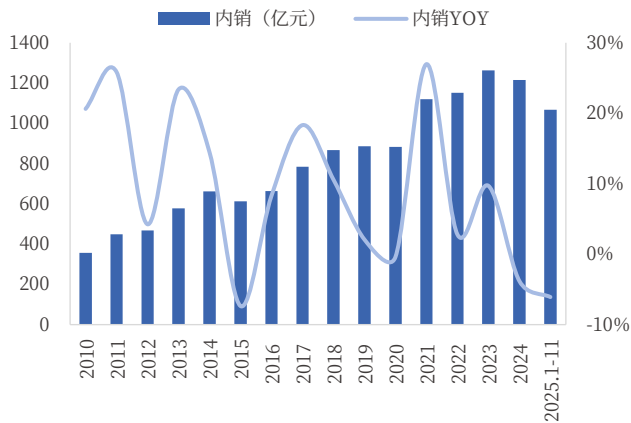
图16：全球中央空调销售额（年度）



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

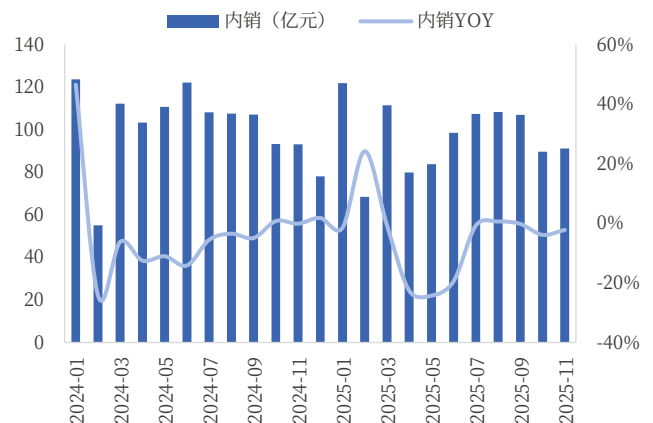
国内市场，中央空调受地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据，2024 年中央空调内销额 1215 亿元，同比下滑 3.8%，主要系房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓，中央空调终端需求疲弱；2025 年 1-11 月中央空调内销规模为 1068 亿元，同比下降 6.1%。国家统计局数据，2025 年 1-11 月，我国新开工房屋面积同比-20.5%，商品房销售面积同比-7.8%，需求恢复仍需时间。我们预计 2026 年公司商用空调业务仍将一定程度上受到国内地产周期低迷的影响。

图17: 中央空调内销规模 (年度)



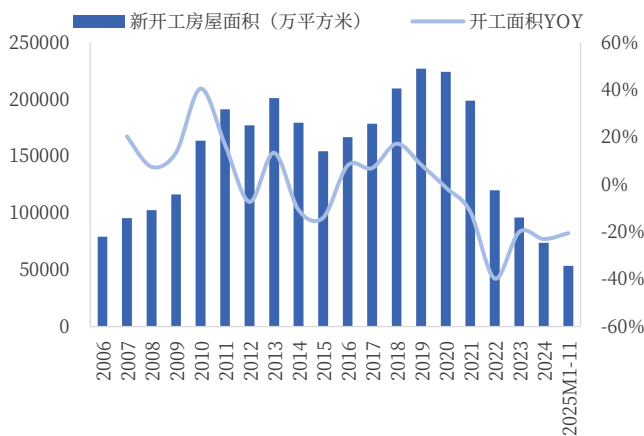
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图18: 中央空调内销规模 (月度)



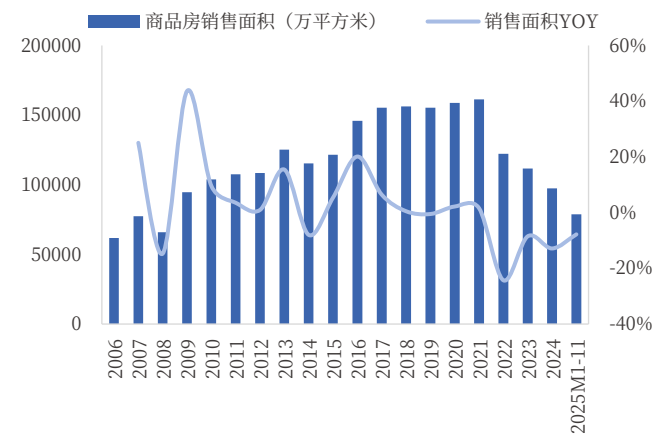
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图19: 中国新开工房屋面积及 YOY



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

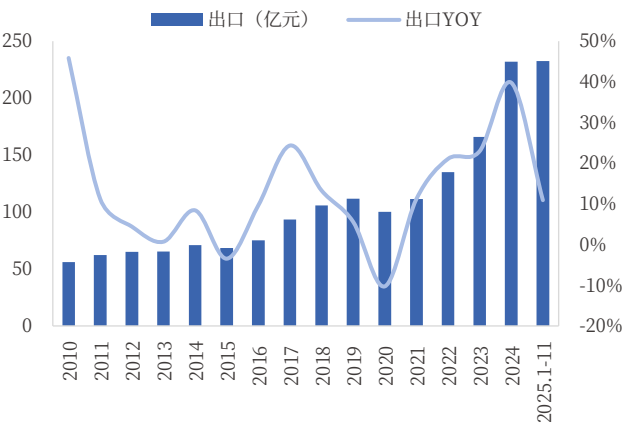
图20: 中国商品房销售面积及 YOY



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

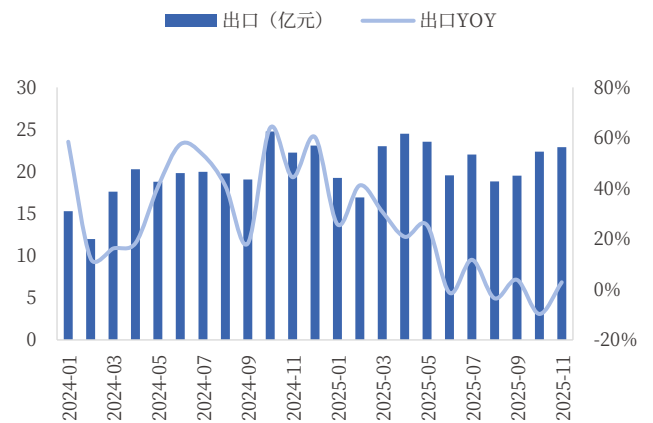
中国企业全球竞争力提升, 份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据, 2024 年中央空调出口额达 232 亿元, 同比增长 39.8%; 2025 年 1-11 月, 出口销售额达 232 亿元, 同比增长 10.9%, 已达到 2024 年全年出口额规模, 其中 11 月同比+2.8%。

图21: 中央空调出口规模 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图22: 中央空调出口规模 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

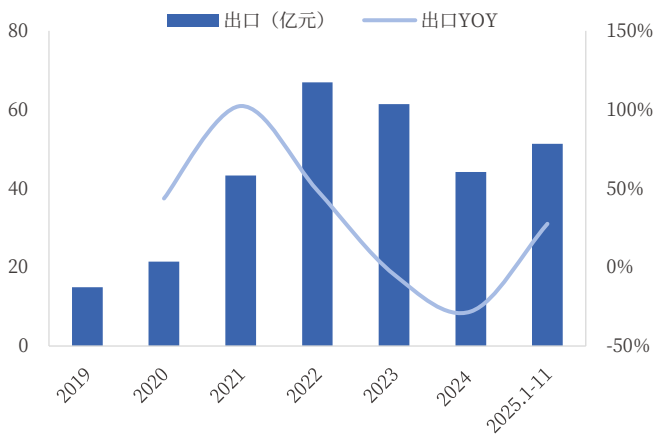
(三) 热泵行业出口 2025 年见底反弹，未来市场预期高

2025 年热泵出口实现恢复性高增长，2026 年出口景气度高。欧洲是我国热泵出口最主要的目的地，海关总署数据，2025 年我国热泵相关产品及零部件对欧洲出口额约 68 亿元，占总出口额的约 41%，因此欧洲热泵补贴政策的变化是导致历年我国热泵出口波动的主要原因。

- 1) 2020 年起，欧洲各国陆续补贴推广热泵，带动 2021-2022 年我国热泵出口高增长。
- 2) 2023-2024 年欧洲热泵市场大力去库存，补贴政策阶段性退坡，使我国热泵出口大幅下滑。
- 3) 2024 年以来，欧洲多国陆续恢复或加强热泵补贴政策。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去周期，单月增速逐步改善。由于同比基数偏低，2025 年起热泵出口逐月改善，延续两位数同比增长。产业在线数据，2025 年 1-11 月我国空气源热泵出口额累计同比增长 27.6%；海关总署数据，2025 年全年我国热泵相关产品及零部件出口额为 164.6 亿元，同比+17.7%，其中 12 月单月出口额为 16.2 亿元，同比+21.7%，连续第 20 个月实现同比增长。

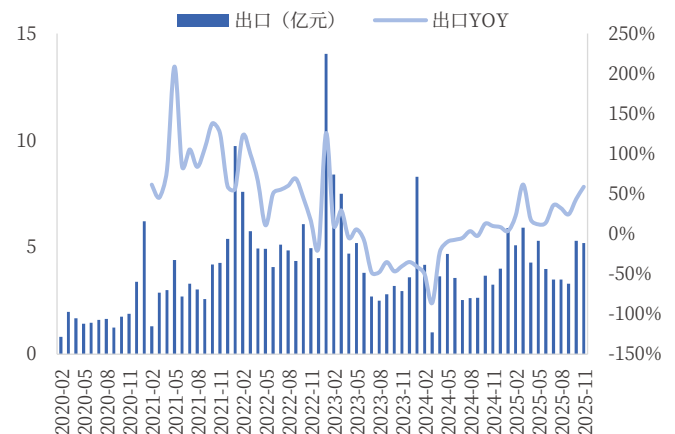
由于 2022 年下半年-2023 年上半年是热泵出口历史高峰，我们将 2025 年下半年与 2022 年下半年对比：8-10 月出口额仍较历史高峰有恢复空间；11 月出口额恢复到历史高峰水平；而 12 月出口额较 2022 年同期增长 25.9%，已创下历史 12 月单月出口的新高峰；2026 年我国热泵出口景气度有望延续。

图23：热泵出口规模（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图24：热泵出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

表4：热泵产业核心数据跟踪

	内销金额 (亿元)	YOY	内销金额 YTD (亿元)	YOY	出口金额 (亿元)	YOY	出口金额 YTD (亿元)	YOY	出口金额 (亿元)	YOY	较 2022 年增速	出口金额 YTD (亿元)	YOY
数据来源	产业在线				产业在线				海关总署				
月度数据													
2025-01	15	-1.3%	15	-1.3%	6	3.7%	6	3.7%	16.1	27.5%		16.1	27.5%
2025-02	8	14.6%	23	4.0%	5	22.5%	11	11.6%	10.8	21.3%		27.0	24.9%
2025-03	14	-7.0%	37	-0.4%	6	61.7%	17	25.2%	15.7	23.3%		42.6	24.3%
2025-04	11	-1.1%	48	-0.6%	4	18.1%	21	23.7%	15.1	13.2%		57.7	21.2%
2025-05	11	-12.7%	58	-3.0%	5	12.0%	27	21.2%	14.8	13.0%		72.5	19.4%
2025-06	9	-34.4%	68	-9.1%	4	14.2%	31	20.2%	14.2	1.0%		86.7	16.0%

2025-07	11	-4.5%	79	-8.5%	4	35.8%	34	21.6%	13.4	20.7%	-8.2%	100.1	16.6%
2025-08	13	-9.6%	92	-8.6%	4	32.1%	38	22.5%	12.8	14.4%	-7.0%	112.9	16.3%
2025-09	16	-17.6%	108	-10.1%	3	24.5%	41	22.7%	11.1	13.5%	-14.8%	124.1	16.1%
2025-10	18	-15.5%	126	-10.9%	5	43.6%	46	24.8%	10.9	13.3%	-9.7%	135.0	15.9%
2025-11	14	-12.7%	140	-11.1%	5	58.8%	51	27.6%	13.4	33.4%	2.3%	148.4	17.3%
2025-12									16.2	21.7%	25.9%	164.6	17.7%
年度数据													
2020	98	-6.2%			21	43.6%			82.0				
2021	114	16.4%			43	102.3%			108.9	32.9%			
2022	163	2.8%			67	48.8%			150.4	38.0%			
2023	144	17.6%			61	-4.6%			151.1	0.5%			
2024	144	0.4%			44	-28.1%			139.9	-7.4%			
2025									164.6	17.7%			

资料来源：产业在线，海关总署，中国银河证券研究院（注：海关总署的热泵数据包含HS编码841861、841581、84189910在内的整机及零件）

推广热泵采暖是 2050 年碳中和目标的重要抓手，市场空间广阔。2024 年，国际能源署发布《2024 年能源技术展望》，将热泵与光伏、风电、电动汽车等并列为 6 大清洁能源技术，强调热泵支撑未来能源转型和经济发展的作用。热泵产业从单一的采暖/热水设备，逐步升级为支撑多领域绿色转型的重要基础设施，应用场景不断拓宽。根据国际能源署，2023 年全球热泵装机容量为 111GW；预计至 2035 年将提高到 263-347GW，为 2023 年的 2.4-3.1 倍；至 2050 年有望提高到 363-475GW，达到 2023 年的 3.3-4.3 倍，2050 年热泵将满足全球超半数采暖需求，市场规模可达万亿级别。

近两年，在全球油气价格高企、能源安全呼声高涨、绿色转型加速推进的大背景下，抓住热泵发展的战略机遇，已成为各国政府的重要任务。**2024 年以来，欧洲多国（如英国、德国、西班牙等）陆续恢复或加强热泵补贴：**

1) 英国：2024 年起多次增加热泵补贴公共资金预算。2023 年 10 月起，英国热泵安装补贴基准大幅提升，空气源和地源热泵安装补贴均提升至 7500 英镑，此前 2022 年 4 月起执行的补贴标准是空气源热泵补贴 5000 英镑、地源热泵补贴 6000 英镑。2024 年 11 月，英国政府宣布为 2024-2025 财政年度增加 3000 万英镑的资金；并承诺在 2025-2026 财年将预算增加近一倍。2026 年 1 月，英国发布《温暖家园计划》，将“锅炉升级计划”（BUS）延长至 2029-2030 财年，150 亿英镑的公共资金预算中，27 亿英镑将用于 BUS 计划。

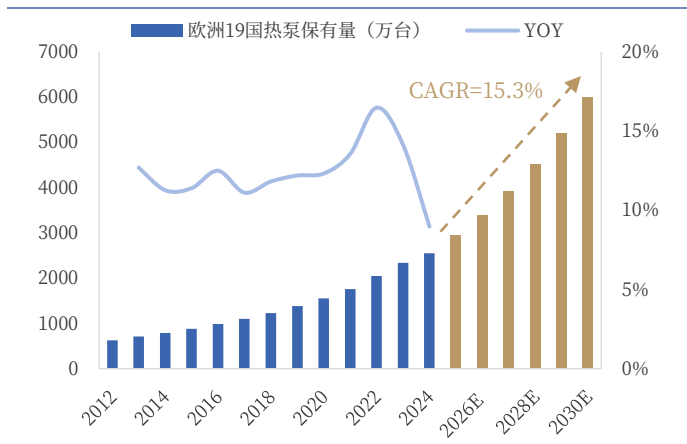
2) 德国：2024 年起加强热泵补贴幅度。目前德国供暖领域，天然气的占比约一半，油的占比约三分之一，热泵的占比仅 3.4%。2023 年 9 月，德国议会通过了德国《建筑能源法案（GEG）》，规定从 2024 年起，德国将逐步禁止使用传统的壁挂炉和锅炉作为供暖系统，力推可再生能源的使用，要求每个新安装的供暖系统必须达到至少 65%的可再生能源贡献比例；从 2045 年起，将全面禁止石油和天然气供暖。基础补贴为 30%，同时可叠加 30%的低收入补贴和 20%的提前更换奖励，补贴上限最高达到 70%。

3) 西班牙：2024 年强化家庭热泵补贴。2024 年 1 月起，西班牙针对家庭部署空气源热泵，提供最高 40%的安装费用补贴（3000 欧元上限，低收入者可获 100%补贴）。

欧洲热泵渗透率提升空间大，欧盟设定 2030 年 6000 万台保有量目标。根据欧洲热泵协会数据，2024 年欧洲 19 国热泵保有总量为 2553.7 万台，同比增长约 9%，其中法国、意大利、瑞典是前三大国家市场，分别占比 25.7%、16.4%、9.3%；2024 年欧洲 19 国热泵保有量家庭渗透率为

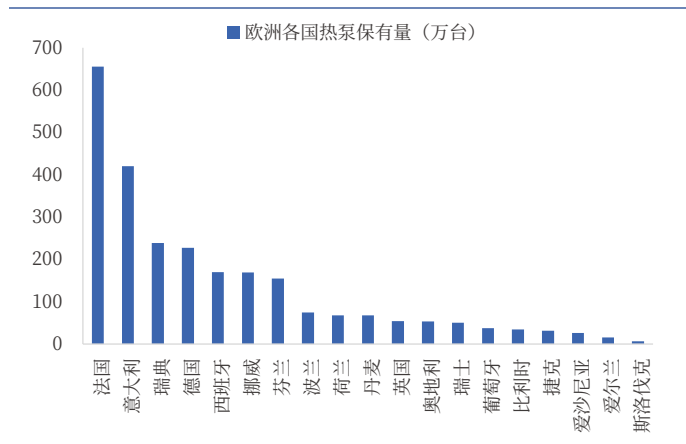
12%，其中有 15 个国家的渗透率低于 22%，英国渗透率极低（仅 1.9%），有很大的提升空间。根据 2022 年 5 月《欧洲可持续能源联合行动计划》，欧盟设定 2030 年达到 6000 万台热泵保有量的战略目标，为达此目标，2024-2030 年热泵保有量复合增长率预计为 15.3%，将带动我国热泵出口持续改善。

图25：欧洲 19 国热泵保有量及 YOY



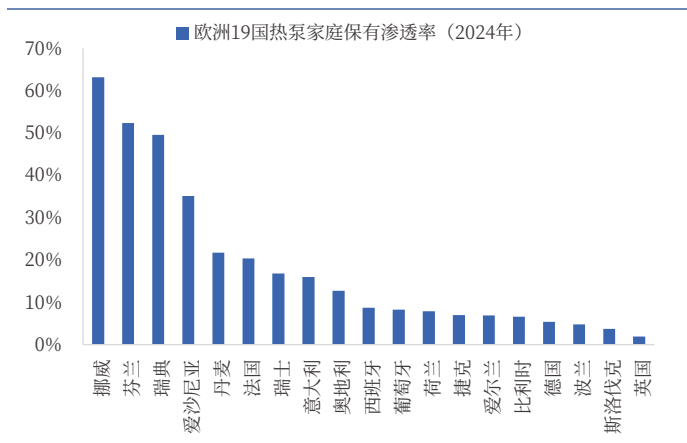
资料来源：EHPA, 中国银河证券研究院

图26：欧洲 19 国热泵保有量 (2024 年)



资料来源：EHPA, 中国银河证券研究院

图27：欧洲 19 国热泵家庭保有渗透率 (2024 年)

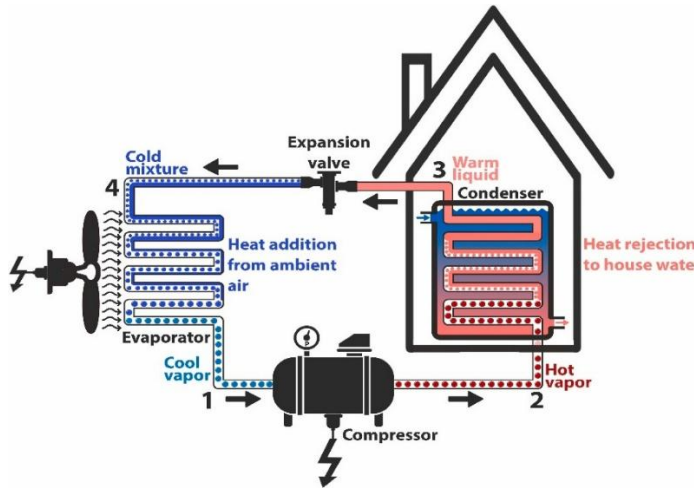


资料来源：EHPA, 中国银河证券研究院

空气源热泵主要由压缩机、冷凝器、膨胀阀和蒸发器等部件组成，公司生产的热泵系统控制器及变频驱动器是其核心部件之一。对于热泵系统，压缩机是使热量实现从低温热源向高温热负载迁移的关键，是不可或缺的核心部件。而电机的变频控制器及驱动器则是其重要的控制中枢，通过监测温度、压力、负载等系统状态，并结合控制算法对压缩机进行精准调节，保障热泵系统实现稳定、高效的能量输出。

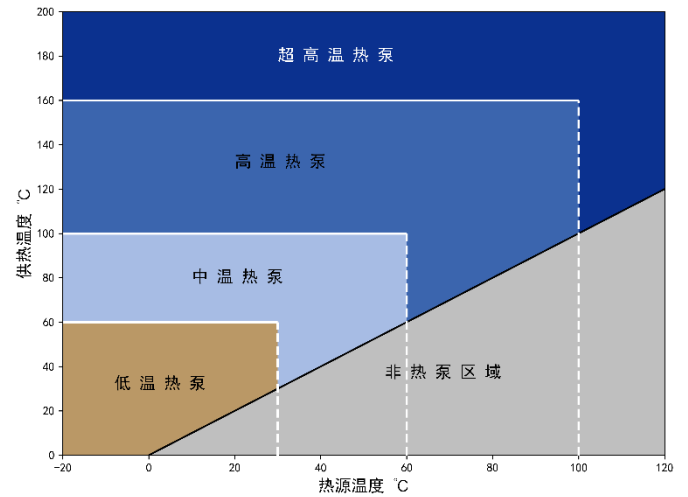
公司作为热泵系统控制器及变频驱动器龙头企业，有望受益于行业政策驱动、技术迭代及能效标准提升带来的结构性机会。公司持续投入研发，针对性地优化产品设计，成功开发出高效、节能、智能化且适用新一代环保冷媒系列大功率热泵驱动器。针对工业高温场景的用能痛点，公司自主研发的超高温热泵驱动控制系统整体解决方案，在满足当前超高温工业热泵应用场景需求的同时，提供了兼具能源效率和运行可靠性的完整技术支持。2025Q1-3，公司热泵业务营业收入同比上升，成为暖通业务中率先回暖的细分板块。

图28: 空气源热泵系统组成及循环过程



资料来源: PMC, 中国银河证券研究院

图29: 工业热泵依据供热温度分类



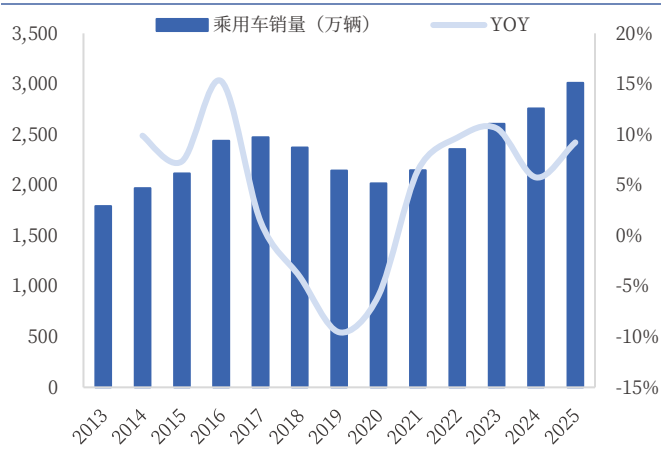
资料来源: CHPA 《工业热泵发展白皮书 2023》, 中国银河证券研究院

三、汽车热管理业务快速成长，构筑第二增长曲线

(一) 新能源汽车渗透率快速提升，热管理系统零部件行业迅速发展

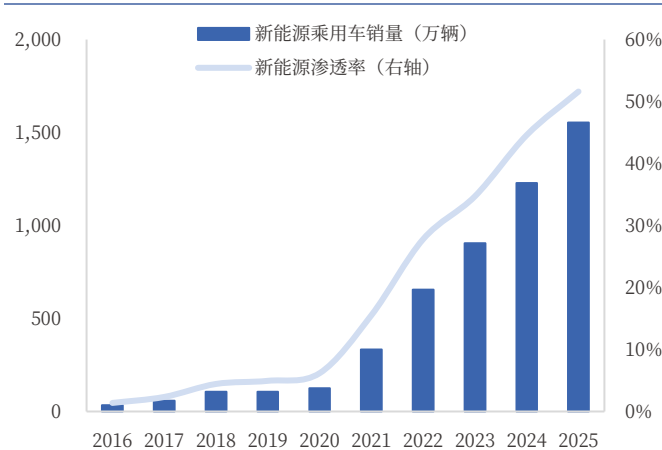
全球新能源汽车行业蓬勃发展，我国贡献全球过半产销。全球汽车行业的去碳化目标、新能源汽车技术的提升以及新能源汽车充电基础设施的发展，带动了全球新能源汽车行业快速发展。全球新能源汽车销量由 2020 年的 520 万台增加至 2024 年的 2140 万台，复合年增长率为 42.7%，2020 年至 2024 年，全球新能源汽车渗透率由 6.7% 上升至 23.6%；而全球传统内燃机汽车销量则由 2020 年的 7280 万台减少至 2024 年的 6920 万台。国内方面，我国新能源汽车产业正处于快速成长期，贡献全球过半产销。2025 年我国新能源汽车销售 1554 万台，新能源汽车销售渗透率同比+7pct 至 51.6%，渗透率快速提升。汽车以旧换新政策对新能源车补贴力度高于燃油车，叠加汽车下乡政策与购置税减免均只适用于新能源车，国内新能源车销量具备更强支撑。与此同时，智能网联和自动驾驶技术商业化正逐步展开，进一步提高新能源汽车的渗透率，推动汽车热管理系统零部件市场快速扩张。

图30：我国乘用车销量及 YOY



资料来源：中国汽车工业协会，中国银河证券研究院

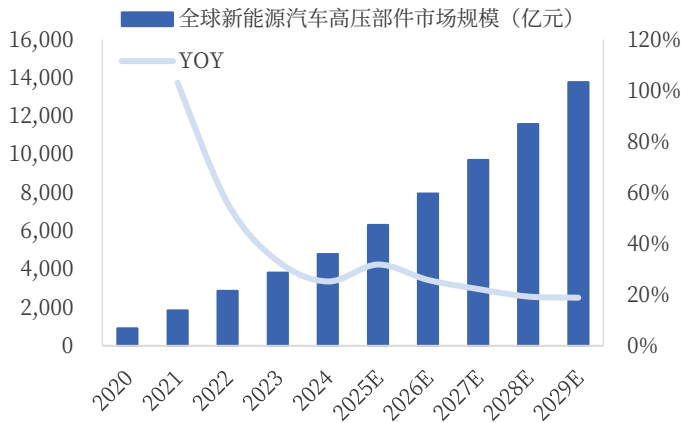
图31：我国新能源汽车销量及 YOY



资料来源：中国汽车工业协会，中国银河证券研究院

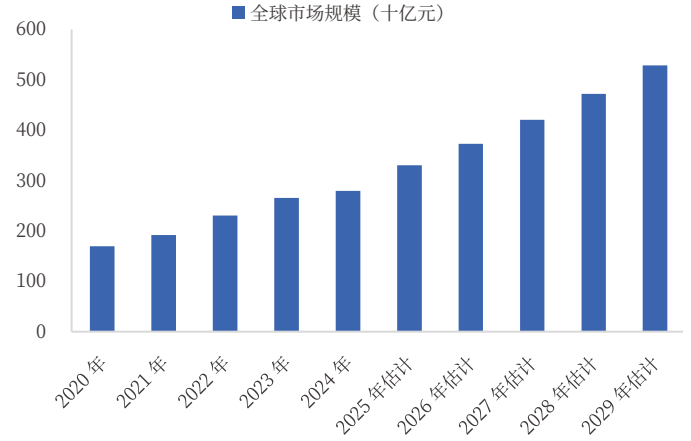
全球汽车热管理系统零部件行业迅速发展，其中新能源贡献显著提升。随着全球新能源汽车渗透率的提高以及新能源汽车热管理单车价值的提高，全球汽车热管理系统零部件市场收入从 2020 年的 1695 亿元增长至 2024 年的 2798 亿元，CAGR 为 13.3%，呈稳健上升趋势。其中，新能源汽车热管理系统零部件全球市场规模从 2020 年 164 亿元增至 2024 年 1162 亿元，CAGR 高达 63.1%。据 Frost & Sullivan 预计，2029 年全球汽车热管理系统零部件市场规模将增长至 5289 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 13.6%，新能源汽车热管理系统零部件全球市场规模预计将增至 3771 亿元，占全球市场收入的 71.3%，将成为未来行业增长的主要驱动力。

图32: 全球新能源汽车高压部件市场规模



资料来源: OICA, 乘联会, 中汽协, 灼识咨询, 艾为电气招股说明书, 中国银河证券研究院

图33: 全球汽车热管理系统零部件市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 三花智控招股说明书, 中国银河证券研究院

表5: 新能源高压系统核心部件及功能

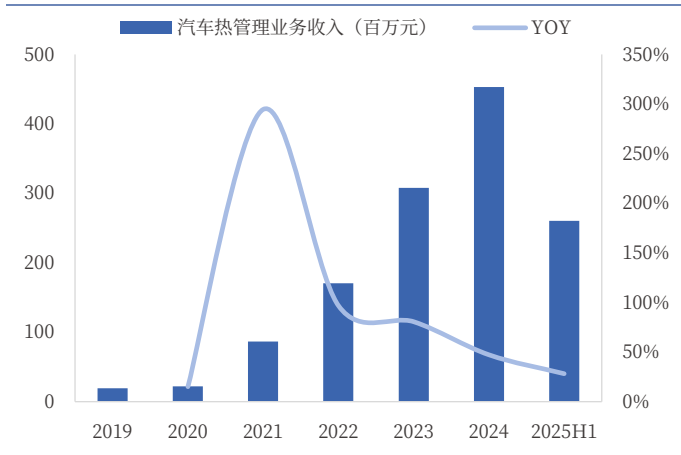
核心子系统	核心部件	功能
电驱系统	驱动电机	驱动电机是将电能转换为机械能的装置, 是新能源汽车的动力来源。它直接为车辆提供行驶所需的驱动力, 根据不同的工况 (如加速、爬坡、匀速等) 调整输出功率和转矩。
	电机控制器	电机控制器负责将动力电池输出的直流电高效转换为三相交流电, 精确控制驱动电机的工作模式和输出性能。
电源系统	DC/DC 转换器	DC/DC 转换器是新能源汽车电源系统的关键部件, 负责将动力电池的高压直流电高效转换为低压直流电, 为车辆的低压电气系统提供稳定的电力支持。
	车载充电机 (OBC)	车载充电机是新能源汽车的充电核心部件, 负责将交流电高效转换为直流电, 为动力电池充电。
	高压配电箱 (PDU)	高压配电箱负责将动力电池的充放电的电能分配。
电池系统	动力电池	动力电池是新能源汽车的能量来源, 为车辆的驱动电机和车载电器提供稳定的电力支持。
	电池管理系统	电池管理系统实时监测电池的电压、电流、温度和 SOC 等关键参数, 通过智能算法实现电池的均衡管理和热管理, 确保电池组的安全、稳定运行。
热管理系统	电动压缩机	通过电动机驱动, 实现对制冷剂的压缩, 使制冷剂在汽车系统中循环, 产生制冷或制热效果的部件。
	电动压缩机控制器	电动压缩机控制器是电动压缩机的智能控制单元, 精准调节压缩机的转速和功率输出。它结合先进的控制算法, 优化压缩机的工作状态, 提升整车的热管理表现。
	PTC 加热器	PTC 加热器是一种利用正温度系数材料的加热器件, 为新能源汽车提供快速、稳定的加热功能。它在低温环境下迅速升温, 为车内提供舒适的温暖环境, 同时为电池系统提供加热支持, 确保电池在低温条件下仍能高效充电、运行。
	PTC 控制器	PTC 控制器是 PTC 加热器的智能控制单元, 精准控制 PTC 加热器的功率输出。它结合智能算法优化加热效率, 确保加热过程的安全性和高效性, 提升整车的热管理表现。
增程器系统	增程器	在增程式电动汽车中, 增程器作为辅助动力装置, 通过内燃机驱动发电机为动力电池充电, 延长车辆的续航里程。
	增程器控制器	增程器控制器是增程器的智能管理单元, 负责协调发动机与发电机的运行, 精准控制增程器的启停、功率输出。
充电基础设施	充电模块	充电模块是新能源汽车直流充电设备的核心部件, 主要作用是将电网中的交流电转换为可供电池充电的直流电。它是实现整流、逆变、滤波等功率变换的基本单元, 直接决定了直流充电设备的整体性能和充电安全。

资料来源: 艾为电气招股说明书, 中国银河证券研究院

(二) 汽车热管理业务持续高增，公司居细分市场前列

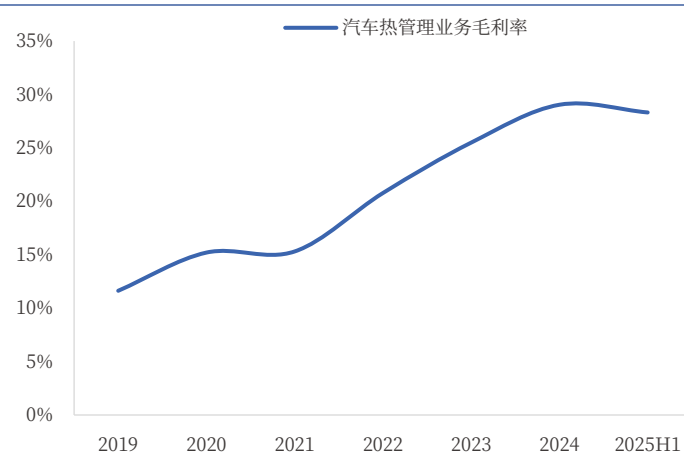
汽车热管理业务近年持续高增，已成为公司第二增长曲线。公司新能源汽车热管理业务近年保持高速增长，市占率持续提升。2019-2024 年，收入自 0.2 亿元增长至 4.5 亿元，期间 CAGR 达 88.4%。2025H1，公司汽车热管理业务实现收入 2.6 亿元，同比+28.2%；毛利率为 28.3%，同比+3.3pct。2025 年增速放缓的主要原因是 2025H1 公司新能源汽车电子和智能制造产业基地提前投产，受到产能搬迁和爬坡的阶段性影响；预计 2026 年将恢复高速增长。公司汽车热管理业务主要分为新能源汽车电动压缩机变频驱动器、PTC 电加热控制器两大板块，2022 年占汽车热管理业务的比分别为 79.9%、20.1%。

图34：公司汽车热管理业务收入及 YOY



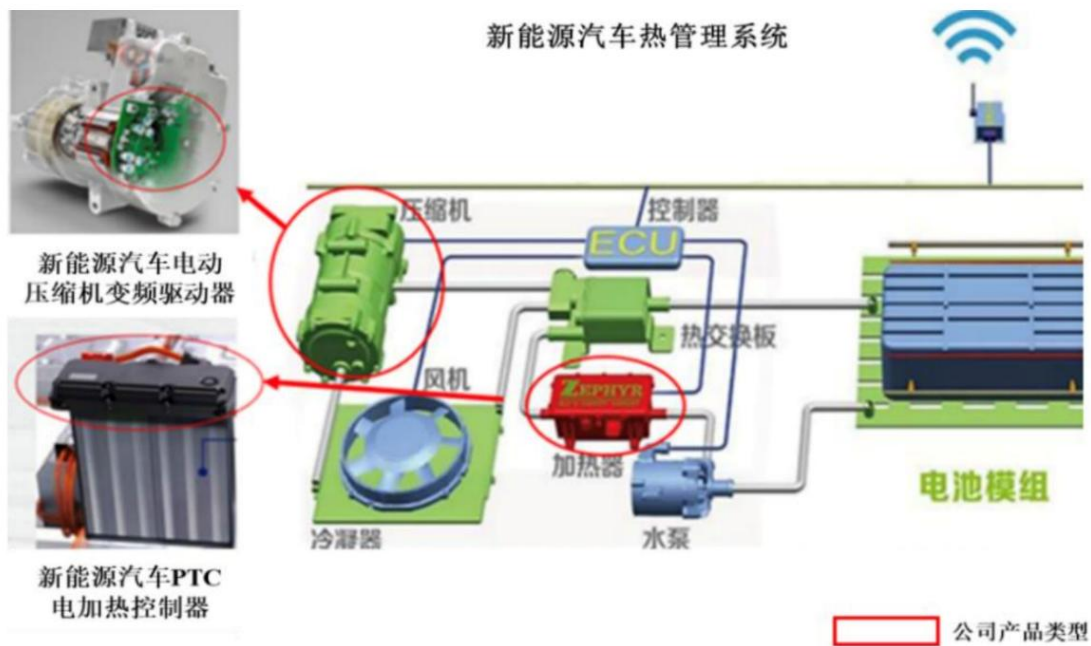
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图35：公司汽车热管理业务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图36：公司产品是汽车热管理系统的关键部件



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

公司依托多年自主研发与技术积累,在新能源汽车电动压缩机控制器和 PTC 控制器等核心产品上已形成成熟的解决方案,建立稳定的客户关系,品牌认知度与行业影响力持续提升。未来,随着下游整车及系统厂商在控制器性能、成本与供应稳定性方面要求的不断提高,公司凭借其在控制器领域的聚焦研发和快速响应能力,将持续受益于行业专业化分工趋势,市占率有望进一步提升。

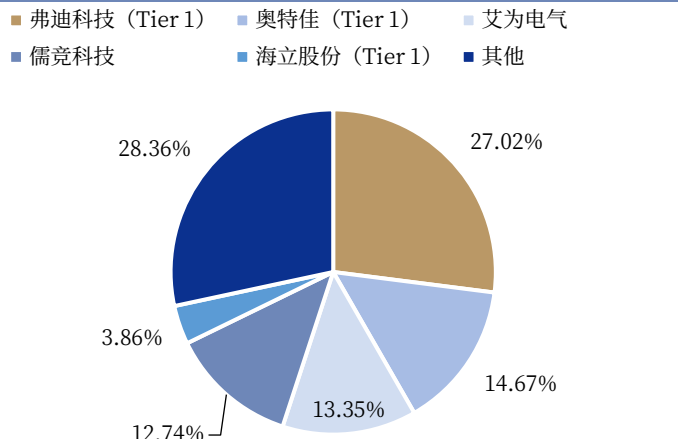
1) 电动压缩机变频驱动器: 电动压缩机控制器作为新能源汽车热管理系统的核心控制部件之一,全球市场规模伴随新能源汽车渗透率的提升呈现高速增长,自 2020 年的 8.66 亿元迅速攀升至 2024 年的 56.64 亿元,期间 CAGR 达 59.9%,预计 2029 年将进一步增长至 153.80 亿元。其中,中国市场增长更为显著,自 2020 年的 3 亿元跃升至 2024 年的 30 亿元,期间 CAGR 高达 77.2%,是重要拉动力量。从市场竞争格局来看,2024 年,公司在我国新能源汽车电动压缩机控制器市场上的出货量市占率为 12.74%,居行业第四;在第三方供应商中排名第二,已成为该细分赛道不可忽视的重要参与者。

图37: 全球新能源汽车电动压缩机控制器市场规模及 YOY



资料来源: OICA, 乘联会, 中汽协, 灼识咨询, 艾为电气招股说明书, 中国银河证券研究院

图38: 中国新能源汽车电动压缩机控制器市场竞争格局 (2024 年)



资料来源: 灼识咨询, 艾为电气招股说明书, 中国银河证券研究院

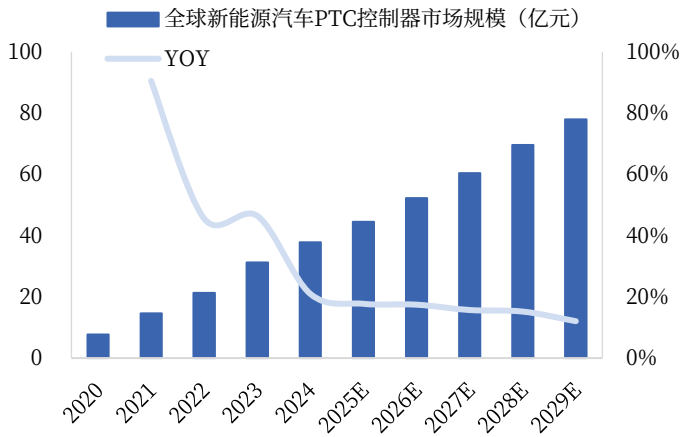
表6: 中国新能源汽车电动压缩机控制器第三方供应商市场竞争格局 (2024 年)

排名	1	2	3	4	5
公司名称	艾为电气	儒竞科技	南京飞洋	首智科技	联合动力
市场份额	13.35%	12.74%	3.47%	1.93%	1.54%

资料来源: 灼识咨询, 艾为电气招股说明书, 中国银河证券研究院

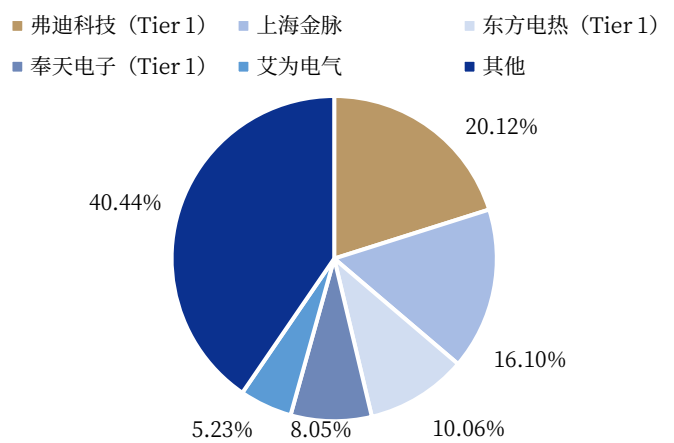
2) PTC 电加热控制器: PTC 控制器作为 PTC 加热器的重要控制部件,其全球市场规模亦随新能源汽车规模扩张而持续打开,自 2020 年的 7.69 亿元快速增长至 2024 年的 37.76 亿元,期间 CAGR 为 48.9%。其中,中国市场增速更为突出,自 2020 年的 2.25 亿元增长至 2024 年的 18.54 亿元,期间 CAGR 达 69.4%,显著高于全球水平,并有望于 2029 年达到 33.41 亿元。从市场竞争格局来看,2024 年,公司在我国新能源汽车 PTC 控制器市场上的出货量市占率为 4.43%,在第三方供应商中排名第四。

图39: 全球新能源汽车 PTC 控制器市场规模及 YOY



资料来源: OICA, 乘联会, 中汽协, 灼识咨询, 艾为电气招股说明书, 中国银河证券研究院

图40: 中国新能源汽车 PTC 控制器市场竞争格局 (2024 年)



资料来源: 灼识咨询, 艾为电气招股说明书, 中国银河证券研究院

表7: 中国新能源汽车 PTC 控制器第三方供应商市场竞争格局 (2024 年)

排名	1	2	3	4	5
公司名称	上海金脉	艾为电气	福州西诚	儒竞科技	威迈斯
市场份额	16.10%	5.23%	4.83%	4.43%	0.97%

资料来源: 灼识咨询, 艾为电气招股说明书, 中国银河证券研究院

(三) 建立长期稳定客户合作, 新产能爬坡助力放量

公司客户结构优质, 合作长期稳定。公司自 2016 年成立儒竞电控以来, 持续深耕新能源汽车热管理系统领域, 公司与华域三电、上海光裕等 Tier1 压缩机供应商和科博乐等 PTC 供应商保持长期稳定的合作关系, 华域三电的下游整机客户包括上汽大众、特斯拉、赛力斯、沃尔沃、长城汽车、吉利汽车等国内外知名车企。

表8: 公司与华域三电、上海光裕签订长期销售合同

合同主体	客户名称	主要合同标的	履行期限	履行情况
儒竞自控	华域三电	新能源汽车热管理系统	2020.6.9-长期	正在履行
儒竞自控	上海光裕	新能源汽车热管理系统	2016.12.6-长期	正在履行

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院

为满足客户持续增长的市场需求, 缓解公司产能压力, 公司募投项目“新能源汽车电子和智能制造产业基地”已于 2025H1 提前建设完成并投产, 搬迁后运行正常, 已完成部分核心客户的审核, 目前进入产能爬坡关键阶段。该项目总投资 5.2 亿元, 占地约 60 亩, 建筑面积 8 万多平方米, 主要由新能源汽车电子和智能制造产业的智能化工厂和测试中心等组成。项目达产后, 将分别新增 HVAC/R、新能源汽车热管理系统、工业伺服驱动及控制系统业务年产能 610 万套、180 万套、30 万套。由于 Q2-3 是公司原本的季节性旺季, 产能搬迁对 2025 年整体业绩构成阶段性影响; 但后续随着产能逐步释放, 有利于公司扩展业务、提高规模生产效益、提升产业技术水平, 从而为公司长

期盈利增长与市场竞争力提升奠定坚实基础。

图41：2025H1 公司“新能源汽车电子和智能制造产业基地”建设完成并顺利投产



资料来源：上海嘉定工业区公众号，中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

收入：我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 12.89/16.02/21.66 亿元，分别同比-0.6%/+24.3%/+35.2%。其中，2025/2026/2027 年预计暖通空调业务收入增速分别为-9%/+17%/+30%，2026 年商用空调业务或仍一定程度上受到国内地产后周期影响，但热泵和数据中心业务预计将有较好增长，并有望在 2027 年加速成长；预计新能源汽车热管理业务收入增速分别为+14%/+35%/+40%，2025 年受嘉定工厂产能搬迁和爬坡影响，预计 2026 年起恢复较高增长；预计工业伺服驱动及控制系统业务收入增速分别为+8%/+20%/+70%，公司在建的泰国工厂产品涵盖全系列业务领域，投产后将对 2027 年公司收入规模增长有较好贡献。

盈利：我们预计公司 2025/2026/2027 年毛利率分别为 24.8%/25.5%/26.3%；归母净利润分别为 1.53/2.11/3.11 亿元，分别同比-9.3%/+38.3%/+47.1%；EPS 分别为 1.62/2.24/3.29 元，当前股价对应 PE 为 61.7x/44.6x/30.3x。

表9：公司分业务预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
公司整体				
营业收入（百万元）	1,297	1,289	1,602	2,166
YOY	-16.0%	-0.6%	24.3%	35.2%
毛利率	24.3%	24.8%	25.5%	26.3%
暖通空调及冷冻冷藏设备				
营业收入（百万元）	817	743	869	1,130
YOY	-31.8%	-9%	17%	30%
毛利率	22.2%	25.4%	26.0%	26.4%
新能源汽车热管理系统				
营业收入（百万元）	453	517	697	976
YOY	47.2%	14%	35%	40%
毛利率	29.0%	25.0%	26.0%	27.0%
工业伺服驱动及控制系统				
营业收入（百万元）	27	29	34	58
YOY	-31.8%	8%	20%	70%
毛利率	9.1%	6.0%	9.0%	11.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表10：公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,297	1,289	1,602	2,166
YOY	-16.0%	-0.6%	24.3%	35.2%
归母净利润（百万元）	168	153	211	311
YOY	-22.2%	-9.3%	38.3%	47.1%
分红率	30.8%	30.8%	30.8%	30.8%
毛利率	24.3%	24.8%	25.5%	26.3%
EPS（元）	1.78	1.62	2.24	3.29
PE	55.97	61.70	44.61	30.33

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2026 年 1 月 27 日）

(二) 杜邦分析

我们选取智能控制器相关 A 股上市公司作为可比公司，例如麦格米特、汇川技术、三花智控、和而泰。儒竞科技 2024 年 ROE 为 5.4%，处于可比公司中偏低水平。

拆分来看，公司归母净利率处于可比公司中较高水平，主要源于较低的销售和管理费用率；公司资产周转率偏低，2024 年为 0.3 次，而可比公司位于 0.7~0.9 次区间；权益系数处于可比公司中偏低水平，2024 年为 1.3。

图42：2024 年可比公司杜邦分析

		ROE	=	归母净利率	×	资产周转率 (次)	×	权益系数
301525.SZ	儒竞科技	5.4%		13.0%		0.3		1.3
002851.SZ	麦格米特	8.4%		5.3%		0.7		2.1
300124.SZ	汇川技术	16.3%		11.6%		0.7		2.0
002050.SZ	三花智控	16.7%		11.1%		0.8		1.8
002402.SZ	和而泰	7.9%		3.8%		0.9		2.4

		毛利率	研发费用率	管理费用率	销售费用率
301525.SZ	儒竞科技	24.3%	9.9%	2.9%	1.8%
002851.SZ	麦格米特	25.2%	12.0%	3.0%	4.5%
300124.SZ	汇川技术	28.7%	8.5%	4.2%	4.0%
002050.SZ	三花智控	27.5%	4.8%	6.3%	2.6%
002402.SZ	和而泰	18.3%	6.0%	4.1%	2.2%

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

(三) 相对估值

以 2026 年 1 月 27 日收盘价为基准，可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 81.2/49.6/36.8 倍。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.53/2.11/3.11 亿元；EPS 分别为 1.62/2.24/3.29 元；对应 PE 分别为 61.7/44.6/30.3 倍，低于可比公司平均水平。参照可比公司估值，并考虑公司 2026-2027 年热泵、数据中心、汽车热管理、工控业务的增长预期，以及嘉定工厂产能爬坡和泰国工厂投产贡献，我们给予公司 2027 年 37~39 倍 P/E，则对应市值区间为 114.81~121.01 亿元。

表11：可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	营业收入 (百万元)			归母净利润 (百万元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
麦格米特	002851.SZ	129.26	71,103	9,749	13,001	16,551	387	859	1,372	183.71	82.75	51.81
汇川技术	300124.SZ	78.44	212,355	46,520	56,803	67,978	5,580	6,654	7,898	38.05	31.91	26.89
三花智控	002050.SZ	52.27	210,295	32,504	37,407	44,083	4,154	4,863	5,767	52.95	45.23	38.14
和而泰	002402.SZ	39.21	36,255	11,995	14,763	17,992	722	940	1,198	50.23	38.57	30.26
算数平均值										81.24	49.62	36.78
儒竞科技	301525.SZ	99.86	9,418	1,289	1,602	2,166	153	211	311	61.70	44.61	30.33

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2026 年 1 月 27 日，除儒竞科技外其余上市公司盈利预测均为 Wind 一致预期）

(四) 绝对估值

我们采用 FCFE 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2026 年 1 月 27 日公司股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 8.99%、永续增长率（g）为 2% 时，公司合理市值为 116.05 亿元。

在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.2%、永续增长率（g）正负波动 0.1% 的情况下，公司合理市值区间为 111.88~120.59 亿元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表12: FCFE 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 Rf	1.83%	取 2026 年 1 月 27 日 10 年期中债国债到期收益率
市场预期收益率 Rm	6%	参考沪深 300 历史平均收益水平
贝塔值(β)	1.72	取公司近 1 年期间原始 Beta (频率为日度)，标的指数为沪深 300
WACC	8.99%	通过公式 $WACC = K_d * W_d * (1 - T) + K_e * (1 - W_d)$ 计算得到
税率 T	15%	2025 年公司已启动高新技术企业认定复审，暂按 15% 的税率计算所得税
永续增长率 g	2%	假设公司永续增长率为 2%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表13: WACC 估值敏感性分析表 (元/股)

	永续增长率 g							
	123.05	8.39%	8.59%	8.79%	8.99%	9.19%	9.39%	9.59%
WACC	1.7%	131.07	127.18	123.51	120.06	116.80	113.71	110.79
	1.8%	132.28	128.30	124.56	121.03	117.70	114.56	111.58
	1.9%	133.53	129.45	125.63	122.02	118.63	115.42	112.39
	2.0%	134.81	130.64	126.73	123.05	119.58	116.31	113.22
	2.1%	136.14	131.87	127.87	124.10	120.56	117.22	114.07
	2.2%	137.51	133.14	129.04	125.19	121.57	118.16	114.94
	2.3%	138.92	134.44	130.24	126.31	122.61	119.12	115.84

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

市场竞争加剧的风险：若公司未来不能持续保持在技术创新、产品种类、市场服务等方面的竞争优势，或发生竞争对手不断进入、行业竞争日趋激烈等情况，公司将可能面临市场份额下降、业绩增长放缓的风险；

新业务增长不及预期的风险：公司新业务（新能源汽车热管理系统业务、工业伺服驱动及控制系统业务）目前规模相对较小，未来发展受到宏观经济、产业政策、竞争格局、市场开拓效果等因素的综合影响，存在业务增长不及预期的风险。

客户集中的风险：2022-2024 年，公司对前五大客户的销售金额占当期营业收入的比例分别为 65.08%、67.63%及 70.80%。若公司主要客户的采购需求下滑、采购策略调整、核心配件供应模式变化等，则可能导致公司订单减少，从而影响经营业绩。

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司三大业务主要产品.....	5
图 3: 公司三大技术领域.....	5
图 4: 公司持续加大研发投入.....	5
图 5: 公司营业收入及 YOY.....	6
图 6: 公司归母净利润及 YOY.....	6
图 7: 公司营业收入（按产品拆分, 百万元）.....	6
图 8: 公司各业务收入 YOY.....	6
图 9: 公司营业收入及 YOY（按地区拆分, 百万元）.....	7
图 10: 公司营业收入地区结构（2024 年）.....	7
图 11: 公司暖通业务收入及 YOY.....	8
图 12: 公司暖通业务毛利率.....	8
图 13: 公司暖通业务收入结构（按产品拆分, 2022 年）.....	9
图 14: AI 推动全球数据中心热管理需求提升.....	9
图 15: 全球中央空调销量（年度）.....	10
图 16: 全球中央空调销售额（年度）.....	10
图 17: 中央空调内销规模（年度）.....	11
图 18: 中央空调内销规模（月度）.....	11
图 19: 中国新开工房屋面积及 YOY.....	11
图 20: 中国商品房销售面积及 YOY.....	11
图 21: 中央空调出口规模（年度）.....	11
图 22: 中央空调出口规模（月度）.....	11
图 23: 热泵出口规模（年度）.....	12
图 24: 热泵出口规模（月度）.....	12
图 25: 欧洲 19 国热泵保有量及 YOY.....	14
图 26: 欧洲 19 国热泵保有量（2024 年）.....	14
图 27: 欧洲 19 国热泵家庭保有渗透率（2024 年）.....	14
图 28: 空气源热泵系统组成及循环过程.....	15
图 29: 工业热泵依据供热温度分类.....	15
图 30: 我国乘用车销量及 YOY.....	16
图 31: 我国新能源汽车销量及 YOY.....	16
图 32: 全球新能源汽车高压部件市场规模.....	17
图 33: 全球汽车热管理系统零部件市场规模.....	17
图 34: 公司汽车热管理业务收入及 YOY.....	18
图 35: 公司汽车热管理业务毛利率.....	18

图 36: 公司产品是汽车热管理系统的关键部件	18
图 37: 全球新能源汽车电动压缩机控制器市场规模及 YOY.....	19
图 38: 中国新能源汽车电动压缩机控制器市场竞争格局 (2024 年)	19
图 39: 全球新能源汽车 PTC 控制器市场规模及 YOY.....	20
图 40: 中国新能源汽车 PTC 控制器市场竞争格局 (2024 年)	20
图 41: 2025H1 公司“新能源汽车电子和智能制造产业基地”建设完成并顺利投产	21
图 42: 2024 年可比公司杜邦分析	23
表 1: 公司营业收入 (按产品拆分)	6
表 2: 公司营业收入 (按地区拆分)	7
表 3: 系列政策为 HVAC/R 行业高质量发展奠基	9
表 4: 热泵产业核心数据跟踪	12
表 5: 新能源高压系统核心部件及功能	17
表 6: 中国新能源汽车电动压缩机控制器第三方供应商市场竞争格局 (2024 年)	19
表 7: 中国新能源汽车 PTC 控制器第三方供应商市场竞争格局 (2024 年)	20
表 8: 公司与华域三电、上海光裕签订长期销售合同	20
表 9: 公司分业务预测主要指标	22
表 10: 公司盈利预测主要指标.....	22
表 11: 可比公司估值表	23
表 12: FCFE 核心假设.....	24
表 13: WACC 估值敏感性分析表 (元/股)	24

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,382	3,294	3,454	3,874
现金	2,279	2,314	2,216	2,193
应收账款	416	360	460	640
其它应收款	11	8	10	15
预付账款	2	3	4	5
存货	342	313	387	530
其他	332	296	377	490
非流动资产	576	761	920	1,057
长期投资	0	0	0	0
固定资产	84	337	533	689
无形资产	72	70	69	67
其他	419	353	319	301
资产总计	3,958	4,054	4,374	4,930
流动负债	764	760	916	1,226
短期借款	0	0	0	0
应付账款	454	392	483	677
其他	311	368	433	549
非流动负债	24	24	24	24
长期借款	0	0	0	0
其他	24	24	24	24
负债总计	789	785	940	1,251
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,169	3,270	3,434	3,679
负债和股东权益	3,958	4,054	4,374	4,930

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	98	312	167	255
净利润	168	153	211	311
折旧摊销	40	49	74	98
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-33	-13	-16	-22
营运资金变动	-86	117	-101	-128
其他	9	7	-1	-4
投资活动现金流	-2,155	-225	-218	-213
资本支出	-238	-238	-234	-234
长期投资	-1,950	0	0	0
其他	33	13	16	22
筹资活动现金流	-78	-52	-47	-65
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-78	-52	-47	-65
现金净增加额	-2,134	35	-98	-23

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,297	1,289	1,602	2,166
营业成本	981	969	1,193	1,597
税金及附加	7	7	9	11
销售费用	24	23	27	35
管理费用	37	36	42	52
研发费用	128	129	152	191
财务费用	-20	-23	-23	-22
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	47	26	32	43
营业利润	181	173	235	345
营业外收入	3	1	1	2
营业外支出	0	5	2	2
利润总额	184	170	235	345
所得税	16	17	23	35
净利润	168	153	211	311
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	168	153	211	311
EBITDA	205	196	286	421
EPS (元)	1.78	1.62	2.24	3.29

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-16.0%	-0.6%	24.3%	35.2%
营业利润增长率	-28.6%	-4.3%	35.5%	47.1%
归母净利润增长率	-22.2%	-9.3%	38.3%	47.1%
毛利率	24.3%	24.8%	25.5%	26.3%
净利率	13.0%	11.8%	13.2%	14.3%
ROE	5.3%	4.7%	6.1%	8.4%
ROIC	4.7%	4.0%	5.5%	7.8%
资产负债率	19.9%	19.4%	21.5%	25.4%
净资产负债率	24.9%	24.0%	27.4%	34.0%
流动比率	4.42	4.33	3.77	3.16
速动比率	3.90	3.84	3.28	2.67
总资产周转率	0.33	0.32	0.38	0.47
应收账款周转率	3.16	3.33	3.91	3.94
应付账款周转率	2.29	2.29	2.73	2.75
每股收益	1.78	1.62	2.24	3.29
每股经营现金流	1.04	3.31	1.77	2.70
每股净资产	33.60	34.67	36.41	39.01
P/E	55.97	61.70	44.61	30.33
P/B	2.97	2.88	2.74	2.56
EV/EBITDA	34.96	36.39	25.29	17.23
PS	7.26	7.31	5.88	4.35

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

鲁佩，机械行业首席分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 12 年，2021 年加入中国银河证券研究院。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn