

# 电动工具智能控制小巨人，多元延伸拓空间

## 华之杰(603400)

### 深耕智能控制二十余载，多元延伸汽零、无人机、液冷服务器等领域

深耕智能控制，起步于电动工具。2001年，华之杰有限公司于江苏苏州创立；2005年，公司推出第一款电动工具电控系统，成功打破外资企业技术垄断，而后相继在苏州、张家港、越南和墨西哥设立制造基地，还在美国设有分公司，并赢得了与百得集团、TTI集团、佳世达集团、牧田集团、台达集团等国内外知名品牌及制造商的长期稳定合作。在此基础上，公司向锂电园林机械、智能家居、新能源汽车、充电桩、无人机、液冷服务器等领域进一步延展。

成长性较强，净利率常年保持在10%以上。公司2025年前三季度营业收入实现10.3亿元，同比+23%，归母净利润实现1.1亿元，同比+9%。2017-2024年营业收入、归母净利润CAGR分别为12%、21%。区域结构上，海外收入占比稳定在60%，盈利能力上，公司毛利率、净利率常年分别保持在25%、10%以上。

高激励目标彰显经营信心。公司2026年股票期权激励计划(草案)考核目标以25年营业收入和净利润为基数，2026-2028年营业收入或净利润增长率不低于50%、120%、200%，收入、利润增长率目标一致。

### 电动工具零件：定位核心零部件，深度绑定全球龙头

产能全球化布局，关税背景下，公司有望承接大客户订单转移实现份额提升。动力工具和OPE市场预计到2032-2034年规模将突破1300亿-1600亿美元，全球两大龙头史丹利百得、创科实业2024年分别实现收入158、146亿美元。公司电动工具产品包括智能开关、智能控制器和无刷电机等，其中百得集团和TTI集团2021-24年合计收入占比超50%。经过多年积淀，公司已成为博世集团、牧田集团、安德烈斯蒂尔等客户的合作伙伴。2025年上半年，公司海外生产基地取得的订单量持续增长，凭借“一体化交付能力”，使得自身在下游客户中的采购份额进一步提升。

智能开关贡献主要收入，驱动盈利提升。智能开关产品收入占比自2017年的24%提升至2025年H1的56%。电动工具业务毛利率常年维持20%以上，其中智能开关毛利率保持在30%左右。

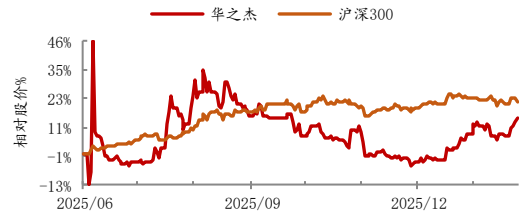
### 汽车零部件：多元布局制动电机、液冷热管理等，25年批量构筑第二成长曲线

公司于2021年专门设立汽车电子研发部，以自身电子电路设计、机电一体化、精密制造等核心技术积累为基础，已推出：

汽车电机：公司已经拥有线控刹车电机(Onebox)、EPB电机、EPS电机产品，并在研究开发EMB电机。公司产品已经获取国内汽车线控底盘龙头企业定点合同。

#### 评级及分析师信息

|             |            |
|-------------|------------|
| 评级：         | 增持         |
| 上次评级：       | 首次覆盖       |
| 目标价格：       |            |
| 最新收盘价：      | 60.97      |
| 股票代码：       | 603400     |
| 52周最高价/最低价： | 97.0/46.15 |
| 总市值(亿)      | 60.97      |
| 自由流通市值(亿)   | 12.19      |
| 自由流通股数(百万)  | 20.00      |



分析师：纪向阳  
邮箱：jixy1@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120525020004  
联系电话：

分析师：喇睿萌  
邮箱：larm@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120523120002  
联系电话：

**新能源充电桩领域：**公司于 2022 年 10 月与北美充电桩企业开展合作，公司针对北美市场要求开发了符合 NACS 标准的交流充电桩、液冷充电桩以及交/直流转换器（AC/DC）等产品，目前公司相关产品已实现向北美头部客户批量供应。

**液冷式电池热管理系统领域：**目前公司相关精密结构件已进入北美新能源汽车龙头企业供应商体系。

**▶液冷服务器领域：延伸液冷水泵，有望应用于数据中心**

液冷服务器市场高速增长，公司液冷水泵业务有望取得突破。根据公司公众号，数据中心服务器机柜的功率密度在 AI 等需求的驱动下迅速增加，传统的风冷技术因其物理局限性暂时无法应对这一趋势，液冷技术因其卓越的散热效率成为首选。IDC 预计，2024 年至 2029 年，中国液冷服务器市场年均复合增长率（CAGR）将达到 46.8%。2025 年 9 月 4 日，公司荣获“2025 云帆杯数据中心最佳液冷水泵供应商奖”荣誉。

**▶机器人：通过产业基金、全资子公司参与具身智能**

与光伏硅片、微特电机行业公司合作，参与产业基金投资于具身智能及产业链上下游相关领域。公司已与专业投资机构成立产业基金上海音波迭代硅基创业投资合伙企业（有限合伙），发起人除公司外，包括祥明智能和军民控股。产业基金拟募集 3 亿元，公司认缴比例约 3%。

出资 1 亿元新设苏州康阳机器人有限公司。苏州康阳机器人有限公司已设立完成并取得营业执照，未来将整合公司资源优势，持续围绕“电驱、电控、电池管理”开展技术创新和产品布局，实现公司在具身智能机器人领域的产业化布局。

**▶ 投资建议**

我们预计 2025-27 年公司收入 15、23、33 亿元，归母净利润为 1.6、2.3、3.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.62、2.33、3.42 元，以 26 年 2 月 13 日收盘价 60.97 元计算，对应 PE 分别为 37/26/18 倍，可比公司 26 年平均 PE 为 25 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示**

下游需求不及预期、订单获取不及预期、上游原材料成本波动、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、股权激励草案变更等。

**盈利预测与估值**

| 财务摘要       | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 937   | 1,230 | 1,510 | 2,259 | 3,348 |
| YoY (%)    | -8.0% | 31.3% | 22.7% | 49.6% | 48.2% |
| 归母净利润(百万元) | 121   | 154   | 162   | 233   | 342   |
| YoY (%)    | 20.6% | 26.4% | 5.6%  | 44.0% | 46.4% |
| 毛利率 (%)    | 26.5% | 26.0% | 24.0% | 24.1% | 24.3% |
| 每股收益 (元)   | 1.62  | 2.05  | 1.62  | 2.33  | 3.42  |
| ROE        | 20.6% | 20.9% | 13.3% | 16.1% | 19.1% |
| 市盈率        | 37.15 | 29.36 | 37.13 | 25.79 | 17.62 |

资料来源：Wind、华西证券研究所

## 正文目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 智能控制先锋，全球布局筑根基 .....                       | 5  |
| 1.1 深耕电动工具智能控制二十余载，多元延伸汽零、无人机、液冷服务器等领域 .....  | 5  |
| 1.2 业绩稳健增长，海外工厂投建助力全球化 .....                  | 7  |
| 1.3 股权集中，高激励目标彰显经营信心 .....                    | 8  |
| 2. 电动工具零部件：定位核心零部件，深度绑定全球龙头 .....             | 10 |
| 3. 汽车零部件：多元布局制动电机、液冷热管理等，25 年批量构筑第二成长曲线 ..... | 14 |
| 3.1 已获国内线控底盘龙头定点合同，前瞻布局 EMB 电机 .....          | 14 |
| 3.2 充电桩和液冷热管理零部件已进入北美头部客户供应链 .....            | 17 |
| 4. 液冷服务器领域：延伸液冷水泵，有望应用于数据中心 .....             | 18 |
| 5. 机器人产业：通过产业基金、全资子公司参与具身智能 .....             | 18 |
| 6. 盈利预测 .....                                 | 19 |
| 风险提示 .....                                    | 21 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1 公司业务布局.....                                    | 6  |
| 图 2 公司客户结构.....                                    | 6  |
| 图 3 公司营业收入变化.....                                  | 7  |
| 图 4 公司归母净利润变化.....                                 | 7  |
| 图 5 2017-2025 年上半年公司收入结构.....                      | 7  |
| 图 6 2017-2024 年公司分地区收入情况.....                      | 7  |
| 图 7 公司股权结构（截止 2025 年三季度）.....                      | 8  |
| 图 8 公司高管团队情况.....                                  | 9  |
| 图 9 2026 年股票期权激励计划（草案）的业绩考核目标.....                 | 10 |
| 图 10 全球工具公司规模和分区域收入.....                           | 10 |
| 图 11 电动工具成本结构.....                                 | 11 |
| 图 12 公司前五大客户收入占比.....                              | 11 |
| 图 13 公司全球布局.....                                   | 12 |
| 图 14 2023 年创科实业产能布局（2024 年 5 月披露）.....             | 13 |
| 图 15 史丹利百得（Stanley Black & Decker）美国市场业务的成本结构..... | 13 |
| 图 16 公司电动工具零部件业务的收入构成.....                         | 13 |
| 图 17 公司电动工具零部件业务毛利率情况.....                         | 14 |
| 图 18 各类型电机.....                                    | 15 |
| 图 19 集成式 EPB 系统.....                               | 15 |
| 图 20 EPB 卡钳总成.....                                 | 15 |
| 图 21 全球电动刹车助力器（EPB）用无刷电机市场销售额.....                 | 16 |
| 图 22 2024 年 EPB 电机市场格局.....                        | 16 |
| 图 23 2022-2025 年 1-7 月，EHB 线控制动装配量及装配率.....        | 17 |
| 图 24 2023-2025 年 1-7 月，EHB 线控制动装配量分技术类型占比.....     | 17 |
| 图 25 美标转某电动车品牌的转接头.....                            | 18 |
| 图 26 公司充电枪相关产品.....                                | 18 |
| 图 27 公司分业务收入预测.....                                | 20 |
| 图 28 可比公司估值.....                                   | 20 |
| <br>   |    |
| 表 1 公司发展历程.....                                    | 5  |
| 表 2 公司产品布局.....                                    | 6  |

## 1. 智能控制先锋，全球布局筑根基

### 1.1 深耕电动工具智能控制二十余载，多元延伸汽零、无人机、液冷服务器等领域

**深耕智能控制，起步于电动工具。**根据江苏大学校友会，2001年，华之杰有限公司于江苏苏州创立；2005年，公司推出第一款电动工具电控系统，成功打破外资企业技术垄断，填补国内空白。

**二十余载持续扩大生产规模，获得全球头部客户认可。**根据招股说明书，公司相继在全球设立四大制造基地，分别于苏州、张家港、越南平阳和墨西哥蒙特雷，还在美国设有分公司。凭借卓越的技术实力与产品可靠性，公司赢得了与百得集团、TTI集团、佳世达集团、牧田集团、台达集团等国内外知名品牌及制造商的长期稳定合作，在行业内形成了较为突出的一体化供应和国际化布局优势。2025年6月，公司登陆上交所主板。

表 1 公司发展历程

|      | 1992-2003 年   | 2004-2020 年  | 2021 年-至今                         |
|------|---|--|-----------------------------------|
| 公司事件 | 1992 年：张家港工厂初创。   | 2004 年：实验室取得美国 UL 目击测试实验室资格认证， <b>开始布局电动工具电子领域（智能控制器前身）。</b>         | 2021 年：开始布汽车零部件领域。                |
|      | 2001 年：在中国苏州市成立 <b>总部和工厂</b> 。由成立于 1992 年的张家港华捷电子有限公司和成立于 2001 年的苏州华之杰电讯股份有限公司组成。 | 2006 年： <b>建立中国张家港新工厂；智能开关和智能控制电子模组完成研发并实现量产。</b>                    | 2024-2025 年：汽零相关产品如充电枪实现批量供应。     |
|      | 2003 年： <b>开始介入电动工具行业。</b>  | 2013 年：不断投入研发资源拓展自身产品品类， <b>开始布局无刷电机。</b>                            | 2025 年：6 月，苏州华之杰电讯股份有限公司在上交所主板上市。 |
|      |   | 2015 年：实现无刷电机量产；同年，美国华捷成立。   |                                   |
|      |   | 2019 年：形成了智能开关、智能控制器、无刷电机等关键功能零部件集成一体化交付的能力。 <b>同年，越南华捷（以及工厂）成立。</b> |                                   |
|      |   | 2020 年： <b>墨西哥华杰（以及工厂）成立。</b>  |                                   |

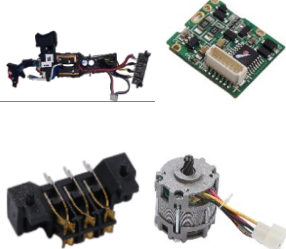


资料来源：公司官网、招股说明书、华西证券研究所

**基于智能控制，多元延伸。**根据江苏大学校友会，公司围绕电驱、电控、电池管理三大核心零部件领域，形成了锂电池电源管理、智能控制、无刷电机驱动和控制

等核心技术。根据 2025 年半年报，公司在此基础上向锂电园林机械、智能家居、新能源汽车、充电桩、无人机、液冷服务器等领域进一步延展。

**电动工具零部件收入占比超 90%**。根据 Wind，公司收入主要以电动工具零部件为主，产品包括智能开关、智能控制器、无刷电机等，收入占比超 93%；第二大产品为消费电子零部件，产品包括精密结构件、开关等；新成长曲线包括汽零业务，根据公司公告，该业务在 2024-2025 年批量，目前产品包括充电枪等。

表 2 公司产品布局

| 产品类别  | 典型图示   | 产品细分                              |
|---|--|-----------------------------------|
| <p>电动工具零部件</p> <p>(2024 年收入占比 93%，<br/>毛利率 25%)</p> |   | <p>智能开关、智能控制器、无刷电机、<br/>精密结构件</p> |
| <p>消费电子零部件</p> <p>(2024 年收入占比 6%，<br/>毛利率 25%)</p>  |   | <p>精密结构件、开关</p>                   |
| <p>汽车零部件</p>  |  | <p>制动电机、水泵电机组</p>                 |

资料来源：公司官网、招股说明书、Wind、华西证券研究所

**电动工具、汽车品牌客户资源丰富。**根据公司公告，公司与全球头部电动工具品牌包括史丹利百得、创科实业、牧田、泉峰控股、格力博、博世等建立了合作关系，同时汽零领域合作客户包括吉利汽车、上汽通用五菱等。

图 1 公司业务布局



资料来源：公司公众号，华西证券研究所

图 2 公司客户结构



资料来源：公司公众号，华西证券研究所

## 1.2 业绩稳健增长，海外工厂投建助力全球化

成长性较强，净利率常年保持在10%以上。公司2025年前三季度营业收入实现10.3亿元，同比+23%，归母净利润实现1.1亿元，同比+9%。2017-2024年营业收入、归母净利润CAGR分别为12%、21%，表现出较强成长性。其中，2022-2023年公司收入波动主因为居家消费需求回落、下游客户经历去库存周期等。盈利能力上，公司毛利率、净利率常年分别保持在25%、10%以上。

图3 公司营业收入变化

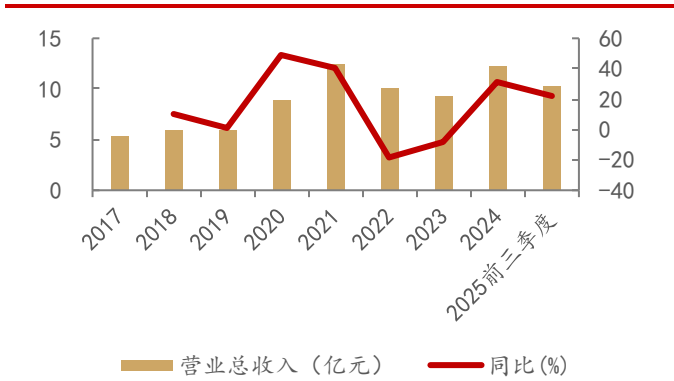
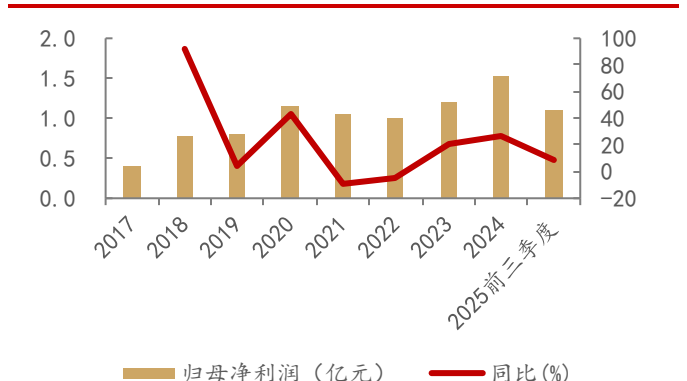


图4 公司归母净利润变化

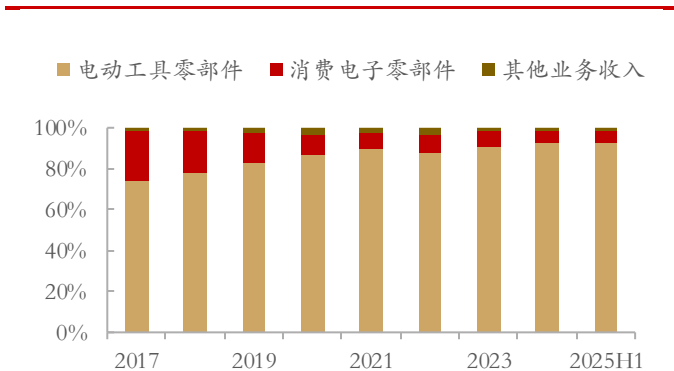


资料来源：Wind，华西证券研究所

资料来源：Wind，华西证券研究所

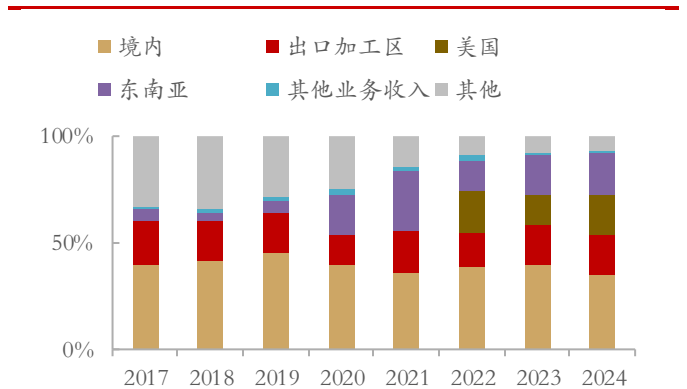
电动工具零部件业务驱动增长，海外工厂投建助力全球化。根据Wind，产品结构上，2017-2024年公司营业总收入、电动工具业务收入CAGR分别为12%、16%。区域结构上，海外收入占比稳定在约60%，2020年前后海外工厂投建后，东南亚地区收入占比自2019年5%提升至2024年的20%，2022年新增美国地区收入占比，2024年占比约18%。

图5 2017-2025年上半年公司收入结构



资料来源：Wind，华西证券研究所

图6 2017-2024年公司分地区收入情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 1.3 股权集中，高激励目标彰显经营信心

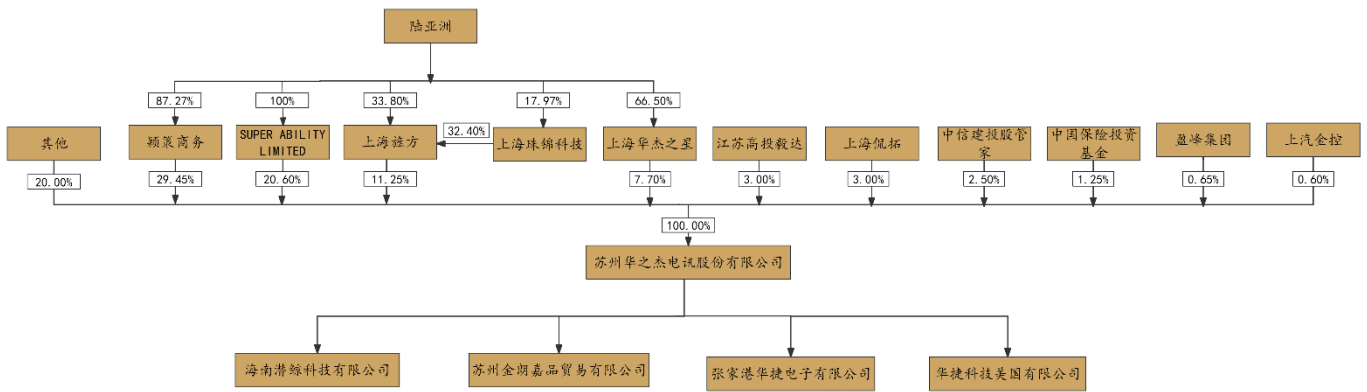
**实控人持股超过 50%。**根据 Wind，截至 2025 年三季报，公司实际控制人为陆亚洲先生，担任公司董事长，陆先生通过颖策商务、SUPER ABILITY LIMITED、上海旌方商务咨询中心（有限合伙）及上海华杰之星商务咨询有限公司等主体合计控股约 56%。

**其他股东包括上汽集团金控、盈峰集团等，来自 IPO 战略配售。**根据 2025 年 6 月招股说明书，公司 IPO 战略配售 500 万股（占发行数量 20%），配售股东包括：

(1) 与公司经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业：上海汽车集团金控管理有限公司持股 0.7%、盈峰集团有限公司持股 0.6%；

(2) 其他股东包括中国保险投资基金（有限合伙）持股 1.3%，中信建投股管家华之杰 1 号战略配售集合资产管理计划持股 2.5%（来自公司的高级管理人员与核心员工）。

图 7 公司股权结构（截止 2025 年三季度）



资料来源：Wind、华西证券研究所

**公司高管团队伴随公司发展十余载，同时吸纳同业优秀人才。**公司高管团队稳定，总经理王奕先生、副总经理顾飞峰、财务总监陈芳女士均在公司有 10 年以上任职经历；公司副总经理郭惠玖则来自全球头部电动工具开关企业马夸特，并在公司担任研发总监职务，体现公司积极引入行业领先人才。

图 8 公司高管团队情况

| 姓名  | 职位            | 简介  |
|-----|---------------|---|
| 陆亚洲 | 董事长           | 1967年出生。1988年9月至1993年2月，历任张家港市沙工无线电厂科长、厂长；1993年3月至2006年6月，任张家港华杰电子有限公司生产部部长；2001年6月至2017年8月，任华之杰有限、华之杰董事长兼总经理；2017年8月至今，任华之杰董事长。  |
| 王奕  | 总经理           | 1971年出生。1993年7月至2003年10月，任张家港华杰电子有限公司技术员；2003年11月至2009年7月，任华之杰有限研发部部长；2009年8月至2011年8月，任张家港泰德科技有限公司总经理；2011年9月至今，历任华之杰有限、华之杰副总经理、总经理。  |
| 沈雷  | 副总经理          | 1983年出生。2005年3月至2005年6月，任常州不二精机有限公司项目工程师；2005年7月至2008年9月，任苏州华之杰电讯股份有限公司深圳办事处客户负责人；2008年10月至2014年10月，历任苏州华之杰电讯股份有限公司项目经理、项目总监、市场总监；2014年11月至2025年11月份，历任市场部、研发部、采购部、电子事业部、品质中心及张家港华捷电子有限公司负责人；2025年12月至今，任苏州华之杰电讯股份有限公司常务副总裁。                                      |
| 郭惠玖 | 副总经理          | 1973年出生。1996年7月至2000年8月，任江苏扬州市江扬集团特种车辆厂技术科工程师；2000年9月至2005年10月，任ABB新会低压开关有限公司研发部设计师；2005年11月至2009年12月，任艾默生电气（深圳）有限公司技术中心高级工程师；2010年1月至2011年4月，任马夸特开关（上海）有限公司研发部高级工程师；2011年5月至2018年3月，任华之杰有限、华之杰研发部高级工程师；2018年4月至2019年7月，任惠州市高铭电子有限公司设计经理；2019年8月至今，任华之杰副总经理、研发总监。 |
| 陈芳  | 董事、财务总监、董事会秘书 | 1969年出生。2013年6月至今，任华之杰有限、华之杰财务总监；2016年11月至今，任华之杰董事会秘书兼财务总监；2020年1月至今，任华之杰董事、董事会秘书兼财务总监。   |
| 顾飞峰 | 董事、副总经理       | 1970年出生。2005年2月至2011年4月，历任华之杰有限开关事业部部长、副总经理、执行副总经理；2011年11月至2016年5月，任科瑞（苏州工业园区）工业电子有限公司制造总监；2016年5月至2019年4月，任苏州华之杰电讯股份有限公司副总经理；2019年6月至2020年8月，任浙江键富电子有限公司副总监；2020年9月至2021年4月，任浙江亚特电器有限公司电子制造总监；2022年4月至今，任华之杰副总经理；2022年9月至今，任华之杰董事。                              |

资料来源：Wind、华西证券研究所

**激励目标彰显经营信心。**根据2026年2月13日公告的《2026年股票期权激励计划（草案）》，激励计划拟授予股票期权的行权价格为每份60.74元，激励计划授予的激励对象共计79人，拟向激励对象授予55.00万份公司股票期权，约占本激励计划公告日公司股本总额10,000.00万股的0.55%。

授予股票期权的考核年度为2026年-2028年三个会计年度，营业收入和净利润目标达成任一均可，均以2025年营业收入和净利润作为考核基数。

图 9 2026 年股票期权激励计划（草案）的业绩考核目标

|            | 2025年盈利预测 |                                     | 2026年考核年度 | 2027考核年度 | 2028考核年度 |
|------------|-----------|-------------------------------------|-----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 1,510     | 以2025年营业收入为基数，不低于以下增长率，收入或者利润目标达成均可 |           |          |          |
|            |           | 营收考核增长率目标                           | 50%       | 120%     | 200%     |
|            |           | 对应营收考核目标值（百万元）                      | 2,265     | 3,322    | 4,530    |
| 同比         | 23%       | 同比                                  | 50%       | 47%      | 36%      |
| 归母净利润（百万元） | 162       | 以2025年净利润为基数                        |           |          |          |
|            |           | 净利润考核增长率目标                          | 50%       | 120%     | 200%     |
|            |           | 对应净利润考核目标值（百万元）                     | 243       | 356      | 486      |
| 同比         | 6%        | 同比                                  | 50%       | 47%      | 36%      |

资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：“净利润”指标计算以扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润作为计算依据

## 2. 电动工具零部件：定位核心零部件，深度绑定全球龙头

**动力工具和 OPE 市场规模增速稳健。**根据中国经营网，据 Global Market Insight 日前发布的最新数据，2025 年，全球园林设备与工具市场规模预计在 900 亿—1120 亿美元之间。受益园林工具电动化转型加速，预计到 2032—2034 年市场规模将突破 1300 亿—1600 亿美元，保持约 4.5%至 6.5%的年均复合增长率。

**创科实业和史丹利百得为全球工具行业龙头。**根据各公司公告和 Wind，2024 年财年，史丹利百得、创科实业分别实现收入 158、146 亿美元，2 家公司收入规模约是第三名工具公司的 2 倍。在中国市场，根据东成集团公众号，东成在中国电动工具市场销量排名中已连续 12 年排名第一。

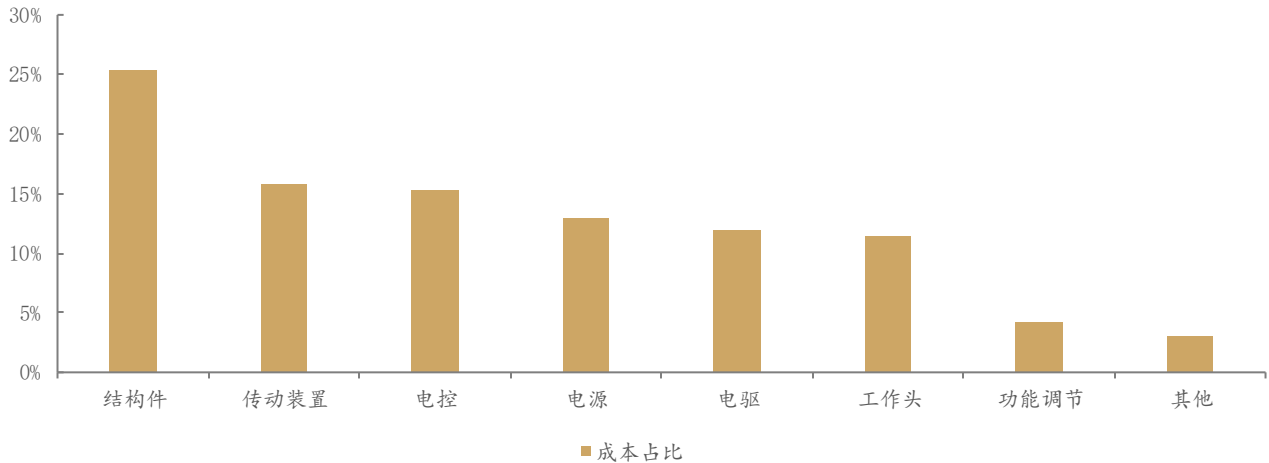
图 10 全球工具公司规模和分区域收入

| 单位：亿美元          | 2023 财年收入 | 2024 财年收入 | 2024 财年美国/北美地区收入 | 2024 财年欧洲/欧盟地区收入 |
|-----------------|-----------|-----------|------------------|------------------|
| 史丹利百得 (SBD)     | 154       | 158       | 95               | 30               |
| 创科实业 (TTI)      | 137       | 146       | 111              | 23               |
| 喜得利 Hilti)      | 78        | 71        | 21               | 37               |
| 斯蒂尔 (Stihl)     | 59        | 56        | 19               | 20               |
| 富世华 (Husqvarna) | 53        | 44        | 13               | 25               |
| 牧田 (Makita)     | 49        | 51        | 6                | 25               |
| 实耐宝 (Snap on)   | 47        | 47        | 35               | 7                |
| 托罗 (Toro)       | 46        | 46        | 37               | -                |
| 东成集团            | 9         | 9         |                  |                  |

资料来源：Wind，公司公告，东成集团公众号，华西证券研究所；注：公司中文名称为英译；斯蒂尔 2024 年美国地区收入参考 23 年数据预测

**公司布局电动工具核心零部件。**根据 2025 年半年报，公司电动工具产品包括智能开关、智能控制器和无刷电机等。根据公司招股说明书，以电钻为例，电动工具零部件中电驱、电控占整机成本的比例约为 27%，相关零部件是电动工具的重要组成部分。

图 11 电动工具成本结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**深度绑定全球大客户，前两大客户占比连续 4 年超过 50%。**根据公司公告，百得集团和 TTI 集团连续多年为公司前两大客户，2021-24 年二者收入占比超过 50%。最近 4 年，东成集团成为公司第三大客户。此外，根据公司招股说明书，和而泰和拓邦股份两个客户为其他客户指定，公司向两个客户销售产品包括智能开关，间接供货 TTI 集团。

图 12 公司前五大客户收入占比

|           | 2017                    | 2018 | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |
|-----------|-------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1         | 百得集团                    | 百得集团 | 百得集团  | 百得集团  | TTI集团 | 百得集团  | 百得集团  | 百得集团  |
| 2         | TTI                     | TTI  | TTI集团 | TTI集团 | 百得集团  | TTI集团 | TTI集团 | TTI集团 |
| 3         | Extra Propriety Limited | 台达集团 | 佳世达集团 | 和而泰   | 东成集团  | 东成集团  | 东成集团  | 东成集团  |
| 4         | 三星集团                    | 三星集团 | 台达集团  | 拓邦股份  | 和而泰   | 和而泰   | 拓邦股份  | 拓邦股份  |
| 5         | 台达集团                    | 佳世达  | 牧田集团  | 牧田集团  | 拓邦股份  | 拓邦股份  | 和而泰   | 和而泰   |
| 前五大客户收入占比 | 58%                     | 59%  | 58%   | 65%   | 67%   | 67%   | 69%   | 71%   |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

**产能全球布局，有望持续承接新订单。**根据招股说明书，公司紧密围绕百得集团、TTI 集团等电动工具行业大型企业的生产供应需求、结合国际市场区域经济特点，

先后在越南（2019 年）、墨西哥（2020 年）设立工厂，公司在越南、美国（2015 年）、墨西哥等国家已建立本土化的运营人才团队，覆盖市场开拓、供应链管理、生产供应等多个业务领域，贴合国际客户需求保持密切的业务合作及高效服务。根据招股说明书，由于公司子公司越南华捷贴近 TTI 集团越南工厂，越南华捷逐步实现量产进一步获得了 TTI 集团越南工厂更多的无刷电机订单。

与全球工具龙头的长期合作中建立的全球供应链、产品研发能力有望助力公司持续开拓新客户。根据 2025 年半年报，公司已成为了博世集团、牧田集团、安德烈斯蒂尔、东成集团、宝时得集团、大叶股份、中坚科技、格力博的合作伙伴。

图 13 公司全球布局



资料来源：公司官网，华西证券研究所

关税背景下，公司有望承接大客户订单转移实现份额提升。

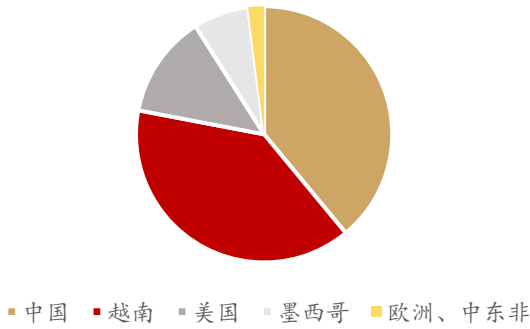
**(1) 创科实业：**根据公司公告，2023 年公司产能分布如下：中国占比 39%，越南占比 39%，美国占比 13%，墨西哥占比 7%，欧洲&中东&非洲占比 2%。根据越南投资评论和越南外商投资协会（2024 年 4 月报道），创科实业越南产能提升有序推进。

**(2) 史丹利百得：**根据官网及公告，史丹利的美国业务成本多集中在美国、墨西哥、中国等国家及地区，美国本地的营业成本占比超过 40%，墨西哥、中国分别占比约 19%和 23%。

根据雅虎财经和中越印制造业观察 CMA，越南关税低于中国且工具产业链资源丰富。根据巨星科技 2024 年 4 月投资者关系记录，美国本土的产能仍然依赖进口的零部件，关税将导致美国本土的制造成本明显上升以及通货膨胀带来的全行业成本上升。考虑到越南相对中国、美国具有更低的关税，我们认为公司的越南产能有望承接更多转移订单。

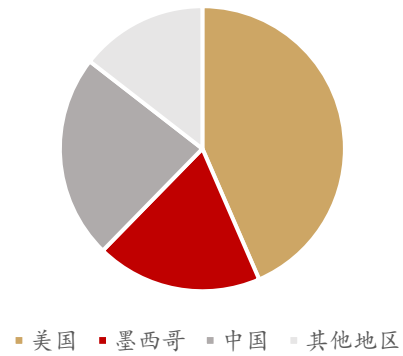
根据 2025 年半年报，2025 年 1 月以来，全球电动工具行业需求处于持续复苏过程，下游客户增加了采购量，以及随着海外运营管理效率提升，海外生产基地取得的订单量持续增长。同时，公司不断优化客户服务和加大新产品布局，凭借“一体化交付能力”，使得自身在下游客户中的采购份额得到进一步提升，更多新产品获得客户的认可。

图 14 2023 年创科实业产能布局 (2024 年 5 月披露)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

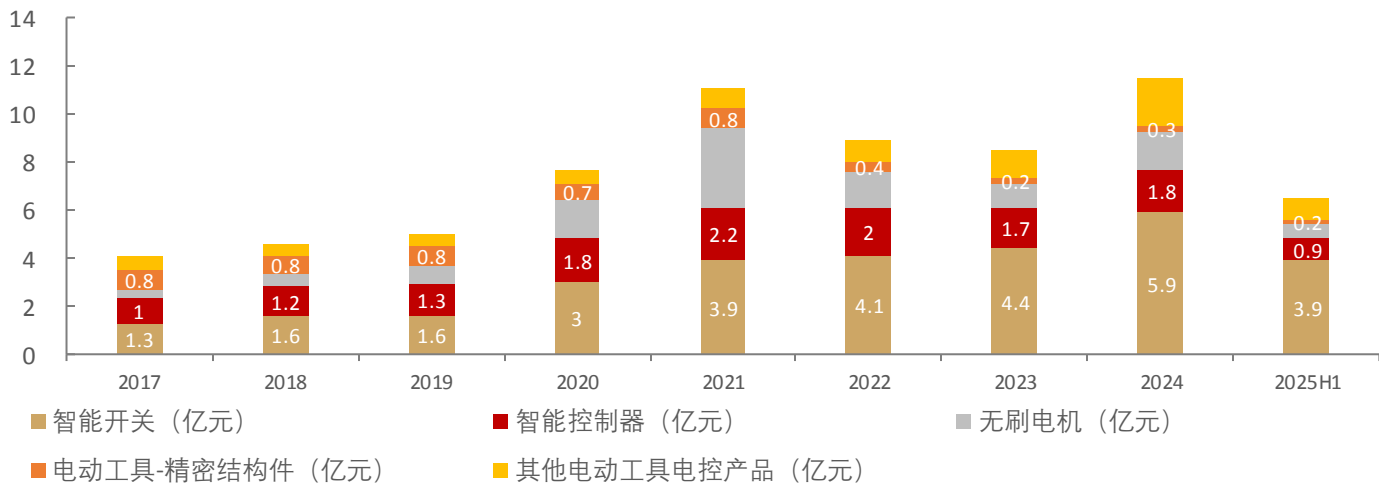
图 15 史丹利百得 (Stanley Black & Decker) 美国市场业务的成本结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**智能开关贡献主要收入，持续迭代新品。**根据 Wind，2025 年 H1 公司电动工具零部件产品实现收入 6.5 亿元，其中智能开关产品实现收入 3.9 亿元，智能开关产品收入占比自 2017 年的 24% 提升至 2025 年 H1 的 56%。根据招股说明书，公司根据客户及市场需求不断开发集成度高、功能丰富的新型号，特别是公司与客户长期合作的 FA039、FA02 等系列以及与百得集团合作的产品 FA050 系列智能开关实现迭代，使得销售收入得到进一步增长。

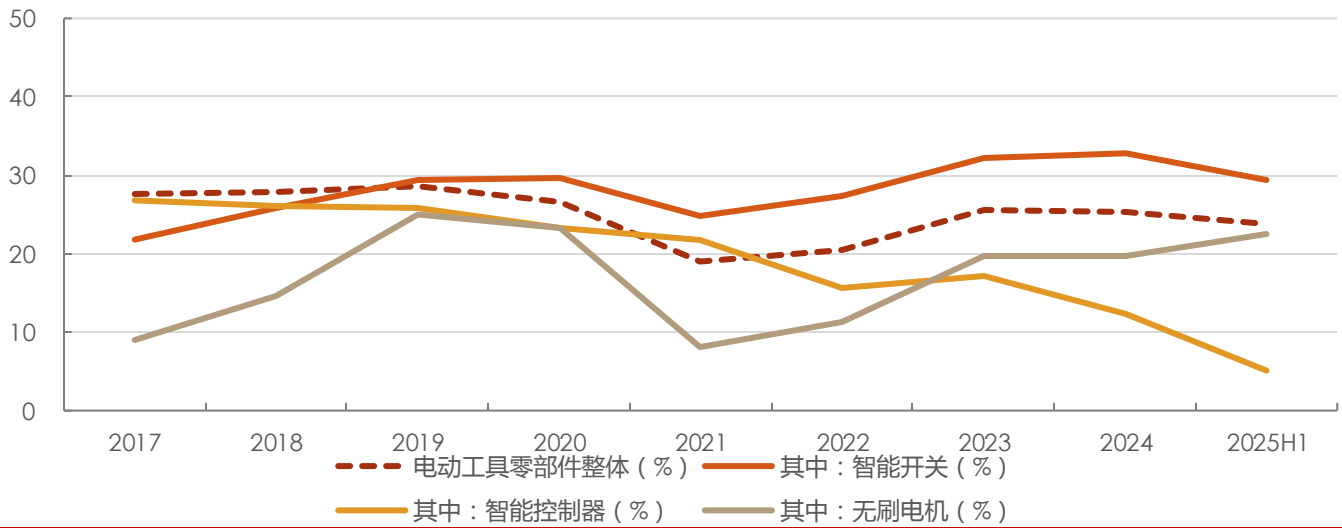
图 16 公司电动工具零部件业务的收入构成



资料来源：Wind，华西证券研究所

**智能开关驱动毛利率提升。**根据 Wind，公司电动工具业务毛利率常年维持在 25% 左右，其中智能开关毛利率保持在 30% 左右。根据招股书，2023 年公司持续跟进客户需求和技术升级趋势，向客户推出技术性能更高、应用于其高端品牌终端产品的产品，如 FA050、FA039 和 FA028 系列智能开关等，该等系列产品毛利率水平较高，提高了智能开关整体毛利率水平。

图 17 公司电动工具零部件业务毛利率情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 3. 汽车零部件：多元布局制动电机、液冷热管理等，25 年批量构筑第二成长曲线

**2021 年前瞻布局汽车电子。**根据公司 2025 年半年报，公司于 2021 年专门设立汽车电子研发部，以自身电子电路设计、机电一体化、精密制造等核心技术积累为基础，专注于锂电池电源管理、智能控制、无刷电机驱动和控制等技术在新能源汽车领域的应用研发，已推出新能源汽车充电枪、电子水泵无刷电机、智能线控制动电机等产品。

#### 3.1 已获国内线控底盘龙头定点合同，前瞻布局 EMB 电机

根据 2025 年半年报，智能线控制动电机是公司重点研发布局的前沿领域，其作为智能电动汽车线控制动系统执行层的重要组成部分，契合智能驾驶发展趋势。公司在自身电机生产、研发优势之上，已经拥有线控制刹车电机 (One Box)、EPB 电机、EPS 电机产品，并在研究开发 EMB 电机。根据 2025 年半年报，公司产品已经获取国内汽车线控底盘龙头企业定点合同。

图 18 各类型电机

| 电机产品                                    | 产品图片  | 应用场景     |
|---|---|----------|
| EPB 电机<br>(电子驻车制动电机)                    |  | 驻车制动     |
| EHB (One Box) 电机<br>(线控刹车电子液压制动系统, EHB) |  | 行车制动     |
| EMB 电机<br>(电子机械制动电机, EMB)               |  | 高阶行车制动   |
| EPS 电机<br>(电动助力转向电机)                    |  | 电动助力转向系统 |

资料来源：AIP 艾普、美的威灵、ATC 汽车底盘、联创汽车电子、华西证券研究所

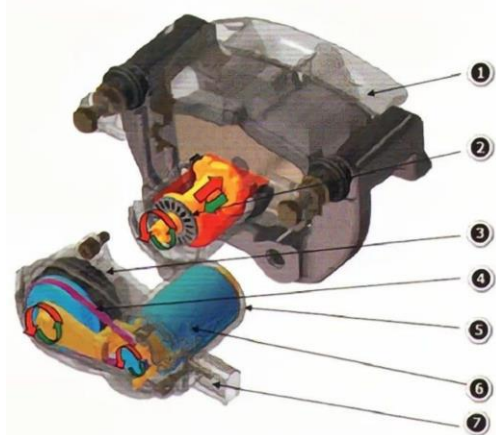
卡钳集成式 EPB 系统已广泛应用。根据 ATC 汽车底盘公众号，EPB (Electronic Parking Brake) 系统即电子驻车制动系统，主要是用电子控制的方式取代原来使用驻车制动手柄、拉索等机械手动操作的部分。目前在汽车上应用的 EPB 技术主要有两种形式：拉线式 EPB 和卡钳集成式 EPB，后者属于目前广泛应用的 EPB 技术。

图 19 集成式 EPB 系统



资料来源：ATC 汽车底盘，华西证券研究所

图 20 EPB 卡钳总成

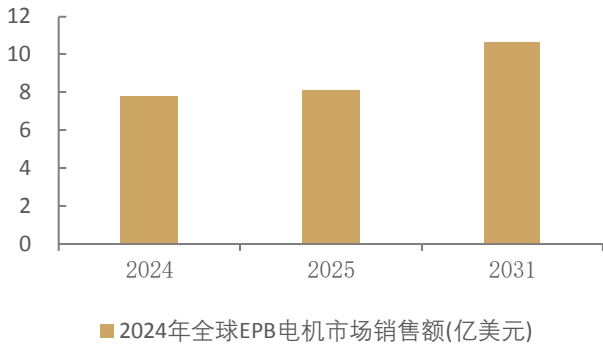


1. 卡钳 2. EPB 螺杆螺套 3. 行星齿轮 4. 皮带  
5. 执行器壳体 6. 电机马达 7. 连接器

资料来源：ATC 汽车底盘，华西证券研究所

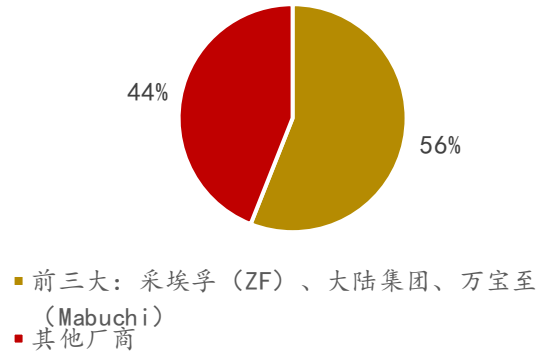
**EPB 电机市场稳健增长，有望实现国产替代。**根据 QYResearch，规模上，2024 年全球 EPB 电机市场销售额达到了 7.84 亿美元，预计 2031 年市场规模将为 10.7 亿美元，2025-2031 期间年复合增长率（CAGR）为 4.6%。格局上，采埃孚、大陆和万宝至占据了全球约 56% 份额，国产替代空间较大。

图 21 全球电动刹车助力器 (EPB) 用无刷电机市场销售额



资料来源：QY Research，华西证券研究所

图 22 2024 年 EPB 电机市场格局



资料来源：QY Research，华西证券研究所

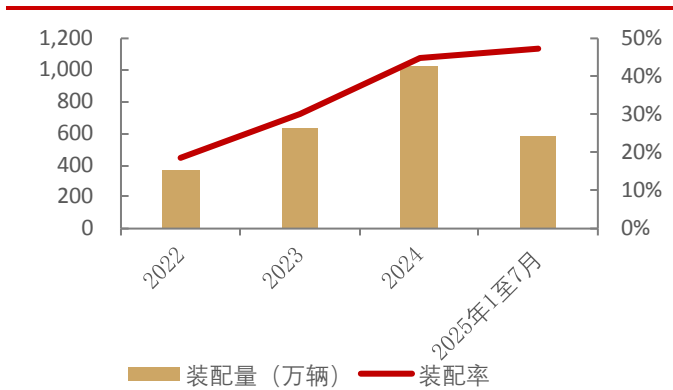
**线控制动逐渐成为主流技术。**根据华经产业研究院，线控技术就是“电控技术”。线控制动取消了机械连接，制动踏板与制动器间的功率传输被导线连接所取代，把制动踏板的机械信号转化成电子信号。根据汽车电子研究院，与传统制动系统相比，线控制动系统具有如下优势：①不依赖真空源，质量更轻、尺寸更小、集成度更高；②具备匹配智能驾驶的主动制动功能；③具备实现制动能量回收的解耦模式等。因此，线控制动系统已经成为行业公认的下一代汽车制动系统主流解决方案。

**线控制动包括 EHB 和 EMB 两种技术路线，当前主要应用更加成熟的 EHB 技术，EMB 技术有望在 2026 年应用。**根据汽车电子研究院，通过判断系统是否保留液压部分，线控制动系统主要分为电子液压制动系统(Electro-hydraulic brake system, EHB)和电子机械制动系统(Electro-mechanical brake system, EMB)。根据佐思汽研，2025 年 5 月 30 日，国家强制性标准《GB21670-2025 乘用车制动系统技术要求及试验方法》发布，该标准将于 2026 年 1 月 1 日实施，该标准的发布、实施，也是 EMB 系统获批“准生”的象征，2026 年 1 月 1 日后，EMB 搭载上路将“有法可依”。

**EHB (One Box) 集成度更高，占比持续提升。**根据汽车电子研究院，根据集成度的高低，电机驱 EHB 又具有 Two-Box 和 One-Box 两种技术方案，其中 One-Box 集成度更高。

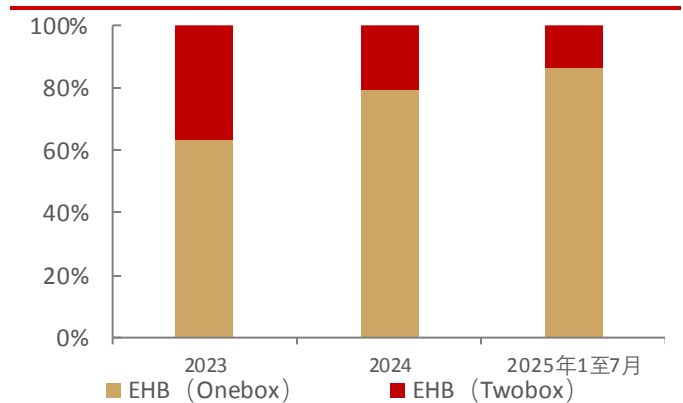
**2025 年 EHB 装配率望超 50%，其中 One Box 占比预计超 80%。**根据佐思汽研，2024 年，线控制动 EHB 装配量突破 1000 万辆，同比+61.4%。2025 年 1-7 月，EHB 装配量接近 600 万辆，预计 2025 年全年 EHB 装配量将突破 1200 万辆，2025 年全年装配率预计突破 50%。分 EHB 技术类型来看，2024 年 One Box 市占比 79.4% (vs 63.3%, 2023 年)，2025 年 1-7 月占比提升至 86.6%。

图 23 2022-2025 年 1-7 月，EHB 线控制动装配量及装配率



资料来源：佐思汽研，华西证券研究所

图 24 2023-2025 年 1-7 月，EHB 线控制动装配量分技术类型占比



资料来源：佐思汽研，华西证券研究所

十数年电机技术积淀，预计汽车应用电机已实现量产。根据 2025 年 06 月 25 日回复函，公司于 2013 年开始布局无刷电机，围绕无刷电机的驱动和控制，已在无刷电机领域积累形成“双电机及控制系统技术”、“支架式、高同心度的技术”、“无霍尔易散热外转子技术”、“精准换向的霍尔技术”、“无刷电机降噪术”等核心技术。目前，公司顺应市场趋势积极布局新领域，已开展“HM-08605 电动汽车刹车泵的永磁同步电机”、“HM-08603 电动汽车刹车泵的永磁同步电机”、“HM-10237BLO 工业风机电机”、“HM-08602 电动汽车刹车泵的永磁同步电机”等在研项目，积极布局新能源汽车等领域。

### 3.2 充电桩和液冷热管理零部件已进入北美头部客户供应链

**新能源车热管理市场高速增长。**根据公司 2025 年半年报，新能源汽车由于动力源发生变化并增加了三电系统，其普及对汽车热管理技术提出了更高要求。随着新能源汽车渗透率逐步提升、热管理系统配套需求增长以及技术迭代升级带来的单车价值量提高，汽车热管理市场规模有望持续增长。华经产业研究院预计，2025 年全球新能源车热管理市场规模将增长至 2,265 亿元，2022-2026 年市场规模年均复合增长率为 33%；中国新能源车热管理市场规模将增长至 967 亿元，2022-2026 年市场规模年均复合增长率为 20%。

**新能源充电桩领域：**根据回复函（2024 年 1 月公告），公司于 2022 年 10 月与北美充电桩企业开展合作，目前充电枪产品已进入客户供应商体系，处于产品量产开模评审阶段。根据 2025 年半年报，公司针对北美市场要求开发了符合 NACS 标准的交流充电枪、液冷充电枪以及交/直流转换器（AC/DC）、充电模块组件、电子锁等产品，目前公司相关产品已实现向北美头部客户批量供应。

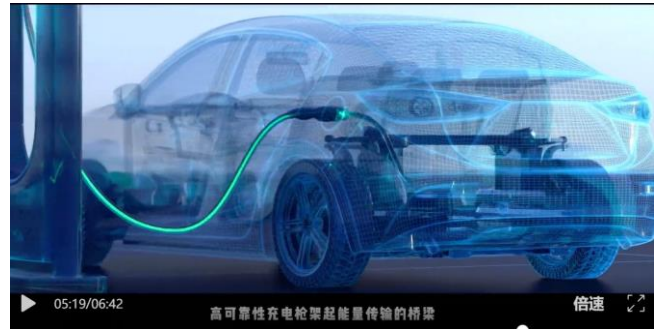
**液冷式电池热管理系统领域：**公司顺应市场需求开发了用于液冷式电池热管理系统的精密结构件，以顺应当前汽车电动化趋势，目前公司相关精密结构件已进入北美新能源汽车龙头企业供应商体系。

图 25 美标转某电动车品牌的转接头



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 26 公司充电枪相关产品



资料来源：公司公众号、华西证券研究所

#### 4. 液冷服务器领域：延伸液冷水泵，有望应用于数据中心

公司已有汽车领域的电子水泵电机技术积累。根据回复函（2024 年 1 月公告），公司布局了汽零领域的电子水泵中的直流无刷电机，公司无刷电机产品在 200W 电子水泵项目和 400W 电子水泵项目已被指定为零部件的批量配套供应商。

液冷服务器市场高速增长，公司液冷水泵业务有望取得突破。根据公司公众号，数据中心服务器机柜的功率密度在 AI 等需求的驱动下迅速增加，传统的风冷技术因其物理局限性暂时无法应对这一趋势，液冷技术因其卓越的散热效率成为首选。IDC 预计，2024 年至 2029 年，中国液冷服务器市场年均复合增长率（CAGR）将达到 46.8%，2029 年市场规模有望突破 162 亿美元。

液冷泵是液冷服务器的核心零部件。根据 ATC 新能源三电，液冷泵被称为数据中心液冷系统的“心脏”，其性能直接关系到散热效率、系统稳定与能耗控制。根据公司公众号，2025 年 9 月 4 日，由云帆热管理主办的 2025 中国第三届数据中心&AI 液冷产业链创新峰会暨新能源&低空飞行器热管理供应链峰会上，公司荣获“2025 云帆杯数据中心最佳液冷水泵供应商奖”荣誉。

#### 5. 机器人产业：通过产业基金、全资子公司参与具身智能

与光伏硅片、微特电机行业公司合作，参与产业基金投资于具身智能及产业链上下游相关领域。根据公司公告（2025 年 8 月公告）和公众号，公司已经与专业投资机构成立产业基金（根据 2025 年 10 月 21 日公告，产业基金已完成工商变更登记），专注于具身智能及产业链上下游相关领域的投资。公司围绕电驱、电控、电池管理领域所积累的核心技术，为向上述领域拓展提供了坚实基础。根据 Wind，上海音波迭代硅基创业投资合伙企业（有限合伙）公司发起人除公司外，其他股东还包括常州祥明智能动力股份有限公司（301226.SZ，以电机技术为核心）和湖南华民控股集团股份有限公司（300345.SZ，主要从事高效 N 型单晶硅研发等）。

**产业基金拟募集 3 亿元，公司认缴比例约 3%。**根据公司公告（2025 年 10 月 21 日公告），产业基金拟募集总规模为人民币 30,000 万元，本次公司拟作为有限合伙人以自有资金认缴出资人民币 1,000 万元，占拟募集资金总规模的 3.33%。根据公司公告，公司未来将与产业基金一同挖掘与公司战略发展方向具有协同性的优质早期项目进行孵化，帮助公司更好完成产业布局。

**出资 1 亿元人民币新设苏州康阳机器人有限公司。**根据 2025 年 12 月 10 日投资者问答，康阳机器人公司是继与音波迭代共同投资设立产业基金后，公司在具身智能机器人等前沿领域战略布局的又一重要举措。苏州康阳机器人有限公司已设立完成并取得营业执照，未来将整合公司资源优势，持续围绕“电驱、电控、电池管理”开展技术创新和产品布局，实现公司在具身智能机器人领域的产业化布局。

## 6. 盈利预测

### 分业务预测：

**1、电动工具零部件：**包括智能开关、智能控制器、无刷电机等。

我们认为公司有望承接下游客户产能转移东南亚带来的订单，预计电动工具零部件 2025-2027 年收入增速分别为+20%、+22%、+20%；预计毛利率分别为 23%、23%、23%。

**2、消费电子零部件：**包括精密结构件、开关等。

我们认为消费电子业务保持平稳，我们预计消费电子零部件业务 2025-2027 年收入增速分别为-2%、-1%、-1%；预计毛利率分别为 29%、29%、30%。

**3、其他业务：**包括汽零等业务。

我们预计汽车零部件等业务 2025 年起步，未来几年受益新订单放量，我们预计相关业务 2025-2027 年收入增速分别为+321%、+648%、+144%；预计毛利率分别为 38%、27%、26%。

图 27 公司分业务收入预测

| 单位：亿元   | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 12   | 15    | 23    | 33    |
| yoy     | 31%  | 23%   | 50%   | 48%   |
| 毛利率     | 26%  | 24%   | 24%   | 24%   |
| 电动工具零部件 | 11   | 14    | 17    | 20    |
| yoy     | 34%  | 20%   | 22%   | 20%   |
| 占比      | 93%  | 91%   | 74%   | 60%   |
| 毛利率     | 25%  | 23%   | 23%   | 23%   |
| 消费电子零部件 | 1    | 1     | 1     | 1     |
| yoy     | -3%  | -2%   | -1%   | -1%   |
| 占比      | 6%   | 5%    | 3%    | 2%    |
| 毛利率     | 25%  | 29%   | 29%   | 30%   |
| 其他      | 0.2  | 0.7   | 5.2   | 12.8  |
| yoy     |      | 321%  | 648%  | 144%  |
| 占比      |      | 5%    | 23%   | 38%   |
| 毛利率     | 78%  | 38%   | 27%   | 26%   |

资料来源：公司公告，华西证券研究所预测

我们预计 2025-27 年公司收入 15、23、33 亿元，归母净利润为 1.6、2.3、3.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.62、2.33、3.42 元，以 26 年 2 月 13 日收盘价 60.97 元计算，对应 PE 分别为 37/26/18 倍，可比公司 26 年平均 PE 为 25 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 28 可比公司估值

| 股票代码      | 公司   | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|-------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |             | 2024A      | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 002026    | 山东威达 | 69          | 3.0        | 3.4   | 3.8   | 4.3   | 20    | 18    | 16    |
| 002402    | 和而泰  | 333         | 3.6        | 7.3   | 9.5   | 12.2  | 46    | 35    | 27    |
| 002139    | 拓邦股份 | 163         | 6.7        | 6.8   | 8.9   | 11.0  | 24    | 18    | 15    |
| 605555    | 德昌股份 | 90          | 4.1        | 2.9   | 4.2   | 5.6   | 31    | 21    | 16    |
| 603757    | 大元泵业 | 80          | 2.6        | 2.5   | 2.9   | 3.4   | 33    | 28    | 23    |
| 002536    | 飞龙股份 | 169         | 3.3        | 4.3   | 5.7   | 6.7   | 39    | 30    | 25    |
| 平均值       |      |             |            |       |       |       | 32    | 25    | 20    |
| 603400.SH | 华之杰  | 61          | 1.5        | 1.6   | 2.3   | 3.4   | 37    | 26    | 18    |

资料来源：ifind，华西证券研究所；可比公司盈利预测采用 ifind 的 6 个月预期，市值截止 2026 年 2 月 13 日

## 风险提示

下游需求不及预期、订单获取不及预期、上游原材料成本波动、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、股权激励草案变更等。

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万<br>元)         | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 现金流量表 (百万<br>元) | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入                 | 1,230        | 1,510        | 2,259        | 3,348        | 净利润             | 154          | 162          | 233          | 342          |
| YoY (%)               | 31.3%        | 22.7%        | 49.6%        | 48.2%        | 折旧和摊销           | 25           | 25           | 24           | 24           |
| 营业成本                  | 910          | 1,148        | 1,714        | 2,534        | 营运资金变动          | -75          | -14          | -55          | -37          |
| 营业税金及附加               | 5            | 6            | 11           | 17           | 经营活动现金流         | 98           | 178          | 214          | 345          |
| 销售费用                  | 40           | 44           | 72           | 107          | 资本开支            | -29          | -80          | -35          | -25          |
| 管理费用                  | 58           | 69           | 104          | 154          | 投资              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用                  | -15          | -6           | -9           | -9           | 投资活动现金流         | -29          | -85          | -40          | -30          |
| 研发费用                  | 59           | 71           | 106          | 164          | 股权募资            | 0            | 444          | 0            | 0            |
| 资产减值损失                | -3           | -2           | -2           | -2           | 债务募资            | 0            | 150          | 110          | 100          |
| 投资收益                  | 0            | 0            | 0            | 0            | 筹资活动现金流         | 3            | 500          | 100          | 84           |
| 营业利润                  | 172          | 182          | 264          | 386          | 现金净流量           | 77           | 593          | 273          | 399          |
| 营业外收支                 | -1           | 0            | 0            | 0            | <b>主要财务指标</b>   | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 利润总额                  | 171          | 182          | 264          | 386          | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 所得税                   | 18           | 20           | 30           | 44           | 营业收入增长率         | 31.3%        | 22.7%        | 49.6%        | 48.2%        |
| 净利润                   | 154          | 162          | 233          | 342          | 净利润增长率          | 26.4%        | 5.6%         | 44.0%        | 46.4%        |
| 归属于母公司<br>净利润         | 154          | 162          | 233          | 342          | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
| YoY (%)               | 26.4%        | 5.6%         | 44.0%        | 46.4%        | 毛利率             | 26.0%        | 24.0%        | 24.1%        | 24.3%        |
| 每股收益                  | 2.05         | 1.62         | 2.33         | 3.42         | 净利润率            | 12.5%        | 10.7%        | 10.3%        | 10.2%        |
| <b>资产负债表</b><br>(百万元) | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 总资产收益率 ROA      | 11.4%        | 7.6%         | 7.9%         | 8.9%         |
| 货币资金                  | 352          | 910          | 1,183        | 1,583        | 净资产收益率 ROE      | 20.9%        | 13.3%        | 16.1%        | 19.1%        |
| 预付款项                  | 5            | 8            | 12           | 18           | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 存货                    | 330          | 433          | 658          | 745          | 流动比率            | 1.88         | 2.43         | 2.16         | 2.12         |
| 其他流动资产                | 464          | 535          | 826          | 1,197        | 速动比率            | 1.25         | 1.77         | 1.55         | 1.61         |
| 流动资产合计                | 1,152        | 1,886        | 2,679        | 3,543        | 现金比率            | 0.58         | 1.17         | 0.95         | 0.95         |
| 长期股权投资                | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产负债率           | 45.6%        | 43.4%        | 51.0%        | 53.2%        |
| 固定资产                  | 116          | 158          | 160          | 152          | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
| 无形资产                  | 7            | 8            | 9            | 10           | 总资产周转率          | 1.03         | 0.86         | 0.89         | 0.99         |
| 非流动资产合计               | 200          | 260          | 277          | 282          | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 资产合计                  | 1,352        | 2,146        | 2,956        | 3,825        | 每股收益            | 2.05         | 1.62         | 2.33         | 3.42         |
| 短期借款                  | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股净资产           | 9.80         | 12.16        | 14.49        | 17.91        |
| 应付账款及票<br>据           | 519          | 660          | 1,083        | 1,451        | 每股经营现金流         | 1.31         | 1.78         | 2.14         | 3.45         |
| 其他流动负债                | 93           | 115          | 159          | 218          | 每股股利            | 0.00         | 0.90         | 0.00         | 0.00         |
| 流动负债合计                | 612          | 775          | 1,241        | 1,669        | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 长期借款                  | 0            | 150          | 260          | 360          | PE              | 29.36        | 37.13        | 25.79        | 17.62        |
| 其他长期负债                | 5            | 5            | 5            | 5            | PB              | 0.00         | 4.95         | 4.15         | 3.36         |
| 非流动负债合计               | 5            | 155          | 265          | 365          |                 |              |              |              |              |
| 负债合计                  | 617          | 931          | 1,507        | 2,034        |                 |              |              |              |              |
| 股本                    | 75           | 100          | 100          | 100          |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益                | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计                | 735          | 1,216        | 1,449        | 1,791        |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权<br>益合计         | 1,352        | 2,146        | 2,956        | 3,825        |                 |              |              |              |              |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。