

## 威孚高科 (000581.SZ) 从内燃机业务为主，逐步迈向多元化

2026年03月09日

### ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

邓健全（分析师）

赵悦媛（分析师）

王镇涛（联系人）

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

wangzhentao@kysec.cn

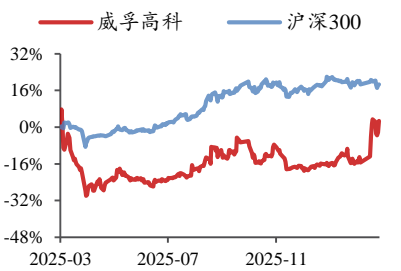
证书编号：S0790525090003

证书编号：S0790525100003

证书编号：S0790124070021

日期	2026/3/6
当前股价(元)	25.22
一年最高最低(元)	29.10/17.02
总市值(亿元)	243.82
流通市值(亿元)	200.21
总股本(亿股)	9.67
流通股本(亿股)	7.94
近3个月换手率(%)	114.98

### 股价走势图



数据来源：聚源

#### ● 传统业务根基稳健，穿越周期进入成长通道

公司是国内汽车燃油喷射、后处理、进气系统的龙头供应商，已构建起以节能减排、绿色氢能、智能电动及工业与其他业务为四大支柱的多元化业务架构，形成多技术路线协同发展的核心体系，基本盘稳固。公司通过自主研发与国际并购，完成在氢能及智能电动领域的前沿布局，新兴业务放量在即。我们预计2025-2027年归母净利润为16.9/18.7/21.4亿元，对应EPS分别为1.75/1.93/2.21元/股，当前股价对应2025-2027年PE分别为14.4/13.1/11.4倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 紧抓乘用车电动化趋势，节能减排业务企稳回升

公司节能减排业务触底回升，通过持续迭代领先技术有望实现稳健增长。燃喷系统业务凭借深厚技术壁垒，与博世深度合作，受益于法规迭代持续推动产品升级以及市场集中度提升。尾气后处理系统与燃油喷射系统共同构成公司传统业务的“双引擎”，公司同时是国内产销规模最大的后处理企业，受益于排放标准升级带来的确定性增长。进气系统业务研发制造经验丰富，四缸柴油机增压器市场占有率持续保持国内第一，汽油增压机紧抓电动化趋势，通过搭载混动乘用车实现快速放量，乘商并举助力公司业绩向上。

#### ● 智能电动步入量产兑现期，业务布局走向多元化

智能电动板块已经从“研发+样件验证期”跨入多产品、多客户量产爬坡期，订单与产能有望集中兑现。公司通过布局电驱系统、热管理系统，切入电动化赛道；通过布局感知模组、悬架系统，建立起自动驾驶感知与执行层的自主能力；通过布局座椅与座舱域控切入座舱生态。在战略业务层面，公司深耕氢能，保持技术领先型，同时布局具身机器人，有望依托精密制造、液压及传感器等积累，成为工业与物流场景机器人核心零部件的重要供应商，拓展长期成长空间。

● **风险提示：**传统业务需求不及预期；新兴业务拓展不及预期；行业竞争与供应链不及预期等。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,093	11,167	12,017	13,625	16,004
YOY(%)	-12.9	0.7	7.6	13.4	17.5
归母净利润(百万元)	1,837	1,660	1,690	1,868	2,135
YOY(%)	1446.3	-9.7	1.8	10.5	14.3
毛利率(%)	16.7	18.2	16.9	17.4	17.9
净利率(%)	16.6	14.9	14.1	13.7	13.3
ROE(%)	9.5	8.4	8.2	8.6	9.2
EPS(摊薄/元)	1.90	1.72	1.75	1.93	2.21
P/E(倍)	13.3	14.7	14.4	13.1	11.4
P/B(倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 传统业务根基稳健，穿越周期进入成长通道.....	5
1.1、 传统与新兴动力系统并重，打造综合型核心零部件平台.....	5
1.2、 无锡市国资委为第一大股东兼实控人，与博世深度战略合作.....	9
1.3、 博世系投资收益筑底，自主业务未来可期.....	12
2、 节能减排业务企稳回升，自主业务国产替代加速.....	15
2.1、 燃喷系统市场地位成熟稳固，技术门槛提升加速格局优化.....	15
2.2、 尾气后处理系统：法规趋严驱动增长，龙头公司有望受益.....	18
2.3、 进气系统：乘商并举，把握混动市场红利.....	23
3、 智能电动步入量产兑现期，业务布局走向多元化.....	25
3.1、 智能感知核心模组：毫米波雷达从细分场景走向规模化.....	25
3.2、 电驱系统核心零部件：精密制造能力延伸，切入新能源赛道.....	27
3.3、 热管理系统：并购+本土化驱动量产落地，电子油/水泵前景广阔.....	28
3.4、 舱内核心零部件：座椅总成切入自主品牌龙头，贡献可观增量.....	28
3.5、 全主动悬架：布局前沿，切入自动驾驶执行层.....	30
3.6、 氢能及氢燃料电池：全产业链布局，打开公司长期增长曲线.....	31
4、 盈利预测与投资建议.....	33
4.1、 盈利预测.....	33
4.2、 估值与投资评级.....	34
5、 风险提示.....	35
附：财务预测摘要.....	36

## 图表目录

图 1： 威孚高科发展至今已有超六十年历史.....	5
图 2： 公司前身为无锡内燃机厂.....	6
图 3： 与德国博世合资成立博世柴油系统股份有限公司.....	6
图 4： 公司近年来加速国际业务协同布局.....	6
图 5： 公司整体业务分为四大板块.....	6
图 6： 公司节能减排业务分为燃喷系统、后处理系统、涡轮增压三大板块.....	7
图 7： 从燃油发动机核心零部件供应商转向综合型零部件巨头.....	8
图 8： 公司近年来加大对智能电动领域布局.....	9
图 9： 无锡市国资委为第一大股东兼实控人，与博世深度战略合作.....	9
图 10： 公司历年现金分红及股利支付率总体保持上涨.....	11
图 11： 公司 2024 年股息率近 6%.....	11
图 12： 公司营收 2024 年来企稳回升.....	12
图 13： 平台贸易影响减弱，公司净利润修复.....	12
图 14： 毛利率维持在 16%-18%的合理区间.....	12
图 15： 公司研发投入力度保持较高水平.....	12
图 16： 投资收益构成公司净利润的主要来源.....	13
图 17： 博世动力总成、中联电子贡献大部分投资收益.....	13
图 18： 公司产品构成中燃油喷射&后处理系统占比高.....	13
图 19： 公司燃喷系统具有较高的毛利率水平.....	13
图 20： 平台贸易事件对公司影响减小.....	14

图 21: 公司高流动性资产与准现金资产充裕.....	14
图 22: 2025 年商用车内燃机市场企稳复苏.....	15
图 23: 高压共轨系统向高精度、高压升级.....	15
图 24: 机-电-液-软-控一体化为燃喷系统高壁垒.....	15
图 25: 全球柴油高压共轨系统市场规模超 200 亿美元.....	16
图 26: 国内高压共轨市场规模超 200 亿元.....	16
图 27: 公司燃喷系统中多缸泵营收占主要构成.....	17
图 28: 2024 年公司主要产品销量有所下滑.....	17
图 29: 公司与博世集团合作渊源已超 40 年.....	17
图 30: 公司总计持有 RBCD 34% 股权 (截至 2025H1) .....	18
图 31: 尾气后处理系统安装在发动机排气管道中.....	18
图 32: 催化单元是尾气后处理系统的核心部件.....	18
图 33: 国六 b 后柴油尾气后处理系统主流采用 DOC+cDPF+SCR+ASC 组合方案 .....	20
图 34: 2024 年我国尾气后处理市场规模达到 328 亿元, 2025 年预计达到 380 亿元.....	20
图 35: 2024 年公司后处理系统总销量达 476.5 万套.....	21
图 36: 公司混动乘用车用后处理系统快速放量.....	22
图 37: 公司后处理业务拥有发明专利 75 项.....	22
图 38: 尾气后处理系统业务客户分布广泛.....	22
图 39: 燃油与混动车型均可使用涡轮增压器, 当前车市占比趋稳.....	23
图 40: 威孚天力是国内涡轮增压器行业龙头企业.....	23
图 41: 公司混动乘用车用增压器快速放量.....	24
图 42: 公司四缸柴油增压器渗透率保持市场领先.....	24
图 43: 进气系统业务主要商用车客户 .....	24
图 44: 进气系统业务主要乘用车客户 .....	24
图 45: 4D 毫米波雷达具备俯仰角测量能力.....	25
图 46: 博世&威孚角雷达合作项目下线仪式 .....	26
图 47: 公司第六代毫米波角雷达轻量化版 .....	26
图 48: 公司电驱核心零部件业务发展迅速.....	27
图 49: 电机轴产品快速放量 .....	27
图 50: 公司间接参股联合汽车电子约 10% 股权 (截至 2025H1) .....	27
图 51: 威孚高科应邀亮相奥迪“中国 REEV 日” .....	28
图 52: 公司汽车座椅产品可用于乘用车与商用车.....	29
图 53: 公司具备座椅骨架技术能力 .....	29
图 54: 车联天下具备多种座舱域控产品开发能力.....	30
图 55: 全主动悬架能够同时调节阻尼与刚度, 实现舒适度的再升级.....	30
图 56: 蔚来 ET9 全主动悬架过香槟塔效果惊艳.....	31
图 57: 雷克萨斯全主动悬架可以跳跃避开障碍物.....	31
图 58: 公司与保隆科技成立合资公司正式切入全主动悬架.....	31
图 59: 公司绿色氢能业务包括燃料电池核心零部件与 PEM 电解水制氢两大部分.....	32
图 60: 公司氢燃料电池一体化注胶单电池.....	33
图 61: 公司新一代 PEM 电解水制氢系统 .....	33
表 1: 管理层团队深耕行业多年, 核心成员稳定且职责分明.....	10
表 2: 公司子公司/联营公司众多 .....	11
表 3: 随着排放标准提高, 喷射压力呈趋势性上升.....	16

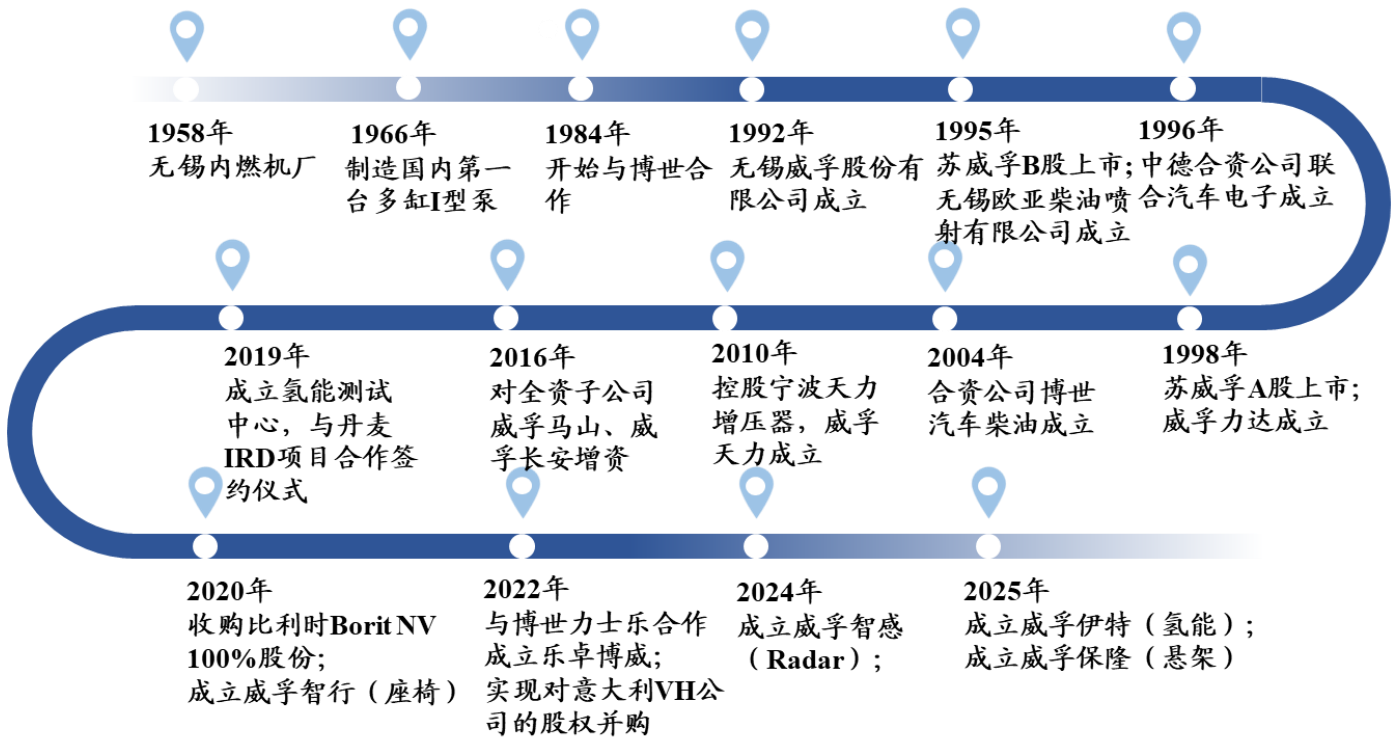
表 4: 排放标准法规趋严, 驱动尾气后处理系统升级.....	19
表 5: 不同机动车后处理系统侧重点有较大差异.....	19
表 6: 毫米波雷达具有全天候感知优势 .....	25
表 7: 公司智能感知核心模组业务近三年发展迅速.....	26
表 8: 无锡威孚智行座椅公司发展进程迅速.....	29
表 9: 公司绿色氢能业务发展历程 .....	33
表 10: 公司营收及毛利率预测 .....	34
表 11: 公司 PE 估值低于可比公司平均 PE .....	35

## 1、传统业务根基稳健，穿越周期进入成长通道

### 1.1、传统与新兴动力系统并重，打造综合型核心零部件平台

威孚高科历经六十余年发展，从地方国营工厂发展为国内燃喷系统、尾气处理系统、进气系统三龙头。威孚高科前身为1958年成立的无锡内燃机厂，1992年公司进行股份制改革，成立无锡威孚股份有限公司，1995年及1998年分别发行B股和A股在深交所上市，2000年正式更名为威孚高科技股份有限公司。

图1：威孚高科发展至今已有超六十年历史



资料来源：公司官网、公司公告、经济观察网、金融界、证券时报网、开源证券研究所

一次创业配农机、二次创业配汽车、三次创业国际化。公司前身无锡内燃机厂成功制造出中国第一副喷油嘴偶件与多缸泵，实现拖拉机用柴油机配套，成为公司发展的奇点。1984年引进A型泵获德国博世公司许可证，实现车用燃喷系统的突破，实现二次创业。进入20世纪90年代，公司加大合资合作力度，1995年与德国Bosch、日本Zexel合资成立无锡欧亚柴油喷射有限公司，1996年中德合资联合汽车电子有限公司；2004年通过与博世继续深化合作成立博世汽车柴油系统股份有限公司（RBCD），确立其在高压共轨等核心燃喷系统领域的龙头地位。公司在燃喷系统主业巩固的基础上加速战略转型，在1998年、2010年先后并购设立威孚力达、威孚天力等公司，完善尾气后处理与涡轮增压布局，形成内燃机“进气-喷油-排气”全产业链的战略布局。2019年以来，公司加速海外并购融合，通过战略并购丹麦IRD、比利时Borit、意大利VH，实现氢能+智能电动新兴战略业务国际化发展。

图2：公司前身为无锡内燃机厂



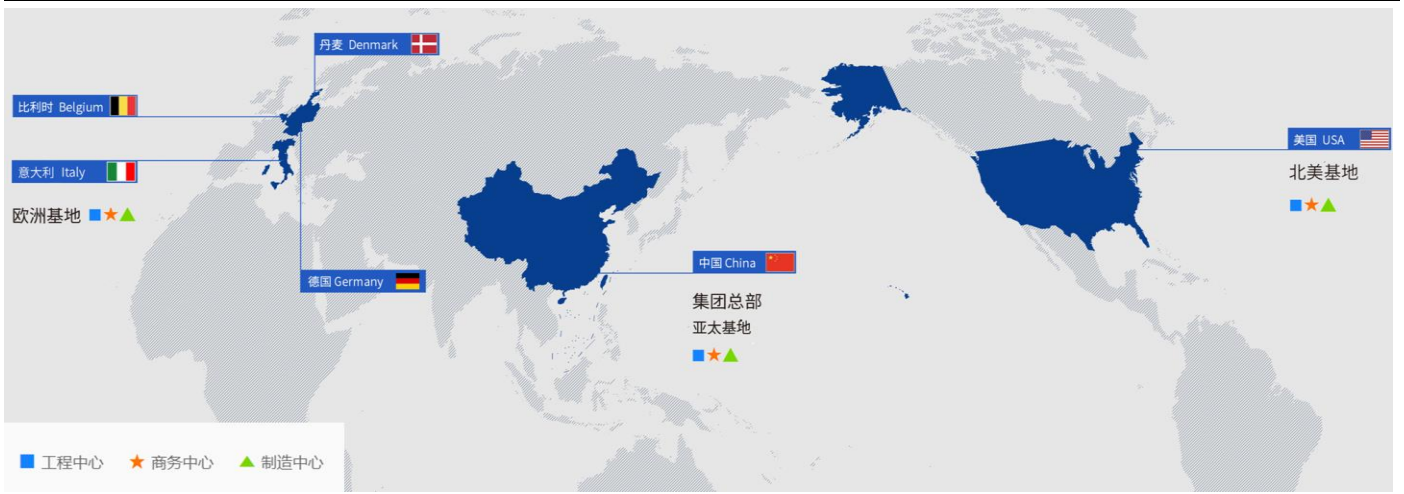
资料来源：公司官网

图3：与德国博世合资成立博世柴油系统股份有限公司



资料来源：公司官网

图4：公司近年来加速国际业务协同布局



资料来源：公司官网

威孚高科已构建起以节能减排、绿色氢能、智能电动及工业与其他业务为四大支柱的多元化业务架构，形成了多技术路线协同发展的核心体系。

图5：公司整体业务分为四大板块

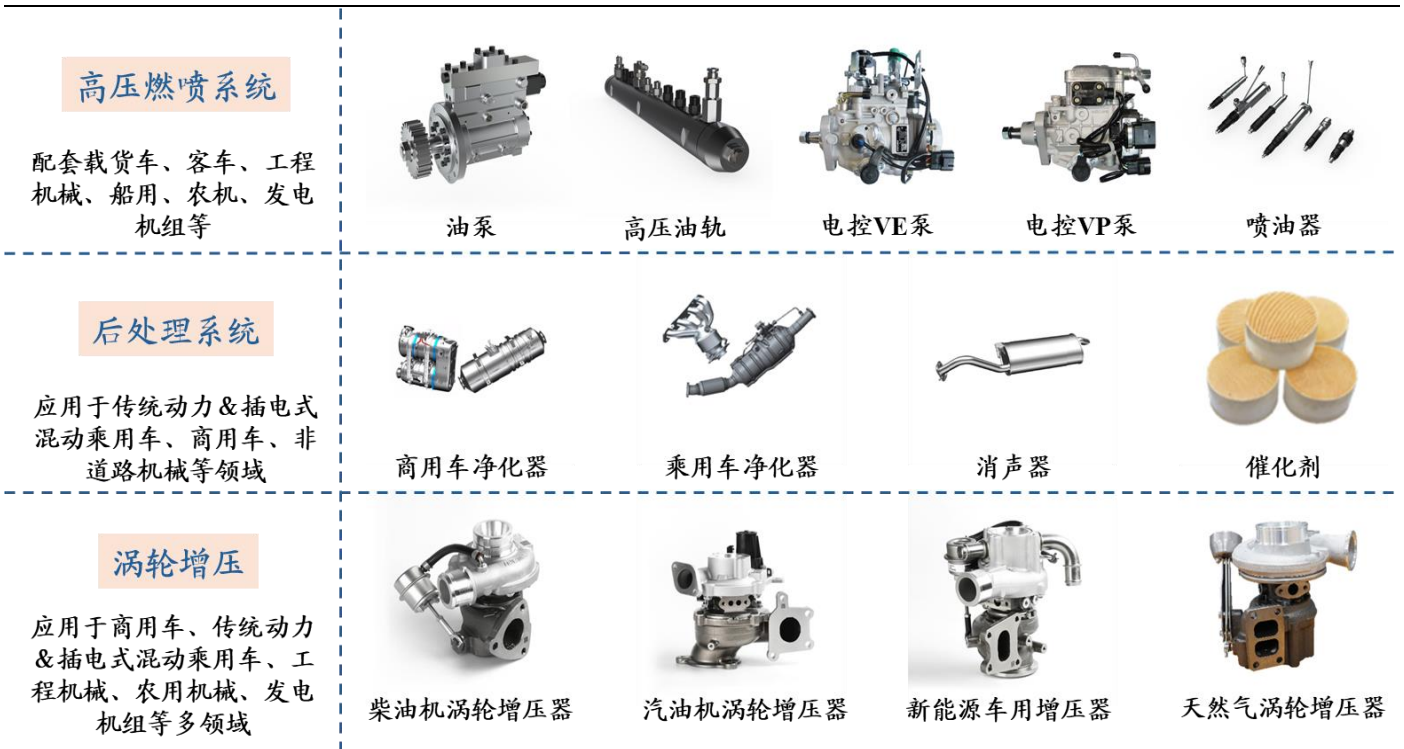


资料来源：公司官网

节能减排业务分为燃喷系统、后处理系统、涡轮增压三大板块，是公司的核心板块与基本盘业务，均具有较强的市场竞争力和较高的市场占有率。

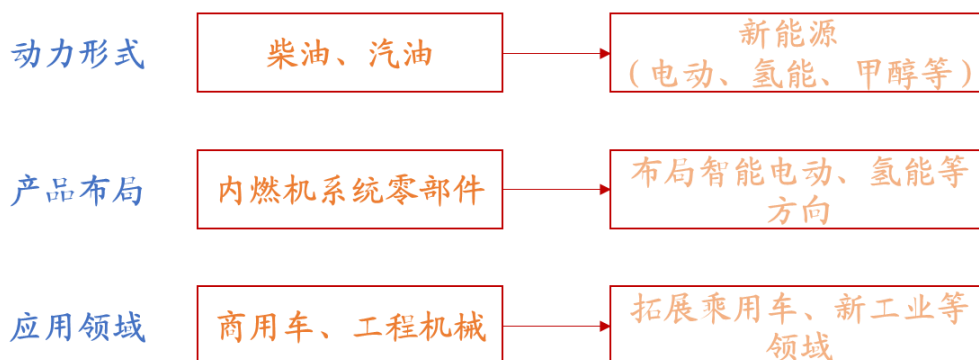
- (1) **燃喷系统是内燃机效率的源头，加工难度高、技术壁垒强。**现代内燃机依赖高压直喷技术来满足法规和性能要求。公司高压燃喷系统配套载货车、客车、工程机械、船用、农机、发电机组等，市场占有率连续多年行业领先，是中国内燃机行业排头兵企业。
- (2) **尾气后处理系统为法规驱动型产品。**公司尾气后处理系统技术水平、市场规模和生产能力均处于国内领先地位，拥有自主专利，广泛应用于传统动力&插电式混动乘用车、商用车、非道路机械等领域。全资子公司威孚力达获评第七批国家级制造业单项冠军企业。
- (3) **涡轮增压通过利用废气带动强行压入空气，提升内燃机动力。**公司具备自主研发涡轮增压两大核心组件叶轮与涡轮的能力，产品涵盖可变截面、可变喷嘴等多类型增压器，应用于商用车、传统动力&插电式混动乘用车、工程机械、农用机械、发电机组等多领域。旗下全资子公司威孚天力获评第八批国家级制造业单项冠军企业与评国家级专精特新“小巨人”企业。

图6：公司节能减排业务分为燃喷系统、后处理系统、涡轮增压三大板块



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

从燃油发动机核心零部件供应商转向综合型零部件巨头。公司从农用燃喷系统起家，在行业电动化转型的当下，燃喷系统从柴油逐步拓展到天然气、甲醇、氢直喷等多种燃料形式；燃喷、后处理、增压器业务形成内燃机“进气-喷油-排气”全产业链布局。公司也正加码布局电动智能、氢能等业务，覆盖传感器、智能座舱、汽车座椅、智能悬架、燃料电池等多重领域。

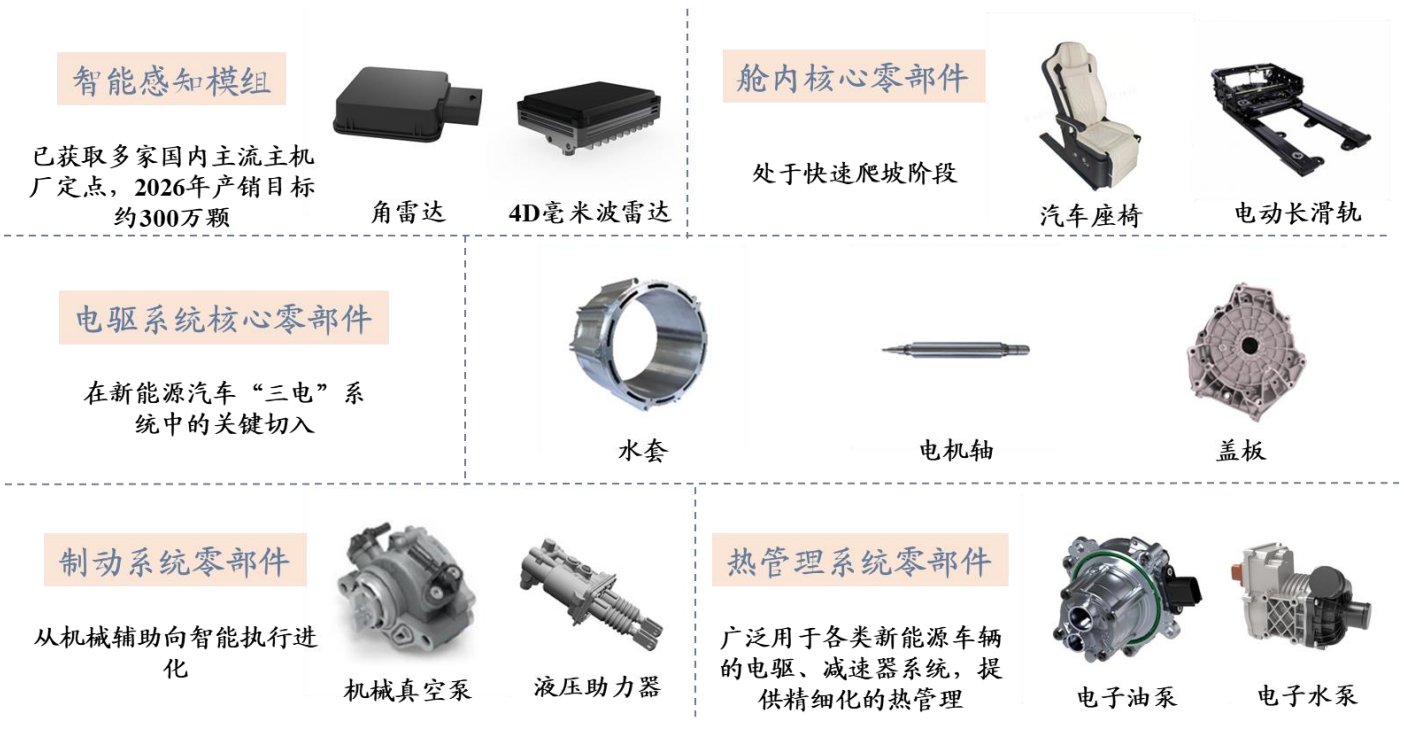
**图7：从燃油发动机核心零部件供应商转向综合型零部件巨头**


资料来源：开源证券研究所

智能电动板块聚焦电驱系统核心零部件、热管理系统及核心零部件、智能感知核心模组、舱内核心零部件等业务领域。

- (1) 电驱系统是新能源汽车动力核心，公司实现在新能源汽车“三电”系统中的关键切入。公司聚焦电机轴、水套等核心零部件量产，其中公司电机轴产品已实现联合汽车电子（UAES）、国际某头部新能源汽车客户项目量产，同时前瞻布局轮毂电机技术。
- (2) 电子油泵广泛用于各类新能源车辆的电驱、减速器系统，提供精细化的热管理。热管理系统的电子机油泵为纯电、混动车型提供电机冷却与齿轮润滑解决方案，覆盖乘商用车全品类，为纯电/混动的乘用车/商用车以及赛车提供电机、电控、齿轮的冷却，电桥的润滑，以及执行器的冷却润滑。
- (3) 智能感知核心模组从毫米波雷达切入，已获取多家国内主流主机厂定点。公司已从基础角雷达切入，逐步向高阶的前雷达、4D 成像雷达及分布式雷达技术演进，产品不仅服务于乘用车市场，更具备直接对接全球供应链、服务国际客户的能力。
- (4) 舱内零部件聚焦括汽车座椅总成、座椅骨架、电动长滑轨、减震器等产品，主打轻量化与智能化体验。公司座椅产品已实现乘用车、商用车头部客户项目规模化量产，处于快速爬坡阶段。核心座椅零部件创新技术如电动长滑轨技术也取得积极进展。

图8：公司近年来加大对智能电动领域布局

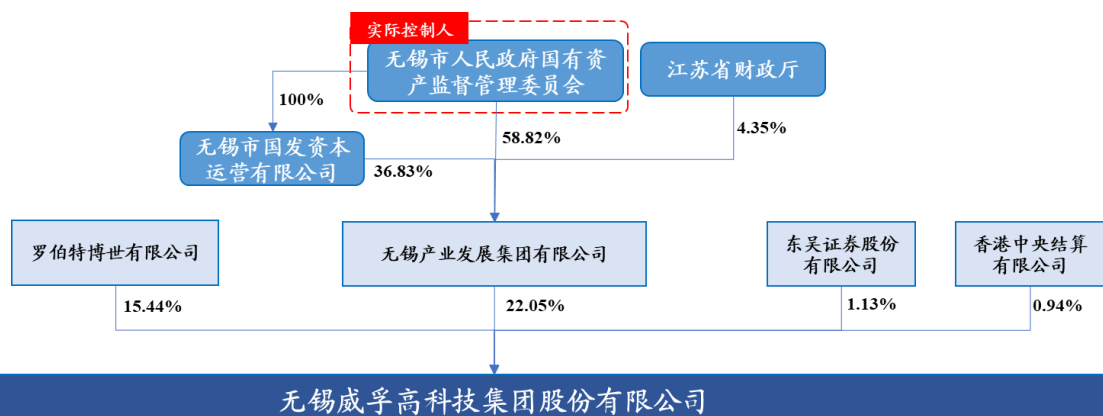


资料来源：公司官网、公司公告、Wind、开源证券研究所

## 1.2、无锡市国资委为第一大股东兼实控人，与博世深度战略合作

股权结构清晰稳定，无锡市国资委为第一大股东兼实控人，德国博世为第二大产业股东。公司实际控制人为无锡市人民政府国有资产监督管理委员会，截至2025Q3，通过无锡产业发展集团有限公司持有公司22.05%股份，第二大股东罗伯特·博世有限公司持股15.44%，形成国资主导、外资协同的稳定股权架构。

图9：无锡市国资委为第一大股东兼实控人，与博世深度战略合作



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至2025年第三季度报告）

**表1：管理层团队深耕行业多年，核心成员稳定且职责分明**

姓名	职务	经历
尹震源	董事长, 董事	曾任无锡产业发展集团有限公司副总裁, 党委委员, 无锡市滨湖区副区长, 无锡梁溪科技城管理局筹备组副组长(兼), 无锡梁溪科技城建设发展公司(筹)董事长人选, 无锡市梁溪科技城发展集团有限公司党委书记, 董事局主席, 无锡梁溪科技城管理局副局长(兼), 党委委员(兼)。现任无锡产业发展集团有限公司总裁, 党委副书记。
Kirsch Christoph	副董事长, 董事	曾在德国博世集团柴油系统事业部、博世汽车柴油系统有限公司、联合汽车电子有限公司、德国博世汽油系统事业部、德国博世动力总成解决方案事业部、代表博世汽车与智能交通技术亚太区董事会等处任职。现任德国博世公司 BMS, 公司副董事长。
荣斌	代总经理, 副总经理, 董事	曾在公司柱塞分厂、共轨零部件分公司、公司机械系统事业部、公司机械系统事业部、公司汽车柴油系统事业部、机械系统事业部等处任职。
冯志明	职工董事、副总经理、财务负责人	曾在无锡威孚集团有限公司动力分公司、无锡威孚集团有限公司工程部、无锡威孚高科技股份有限公司工程采购部、无锡威孚马山油泵油嘴有限公司、无锡锡东科技产业园股份有限公司、无锡宏源机电科技股份有限公司、无锡产业发展集团有限公司、江苏太极实业新材料有限公司等处任职。
Xu Daquan	董事	自 2010 年 9 月起担任博世(中国)投资有限公司执行副总裁, 负责博世中国汽车业务。现任博世(中国)投资有限公司总裁。
黄睿	董事	曾在尚德电力、无锡市招商局、安永华明会计师事务所(上海)、无锡国联环保能源集团市政环境事业部、无锡产业发展集团有限公司投资发展部/投资发展二部/投行部等处任职。
李佳颐	董事	曾在无锡产业发展集团有限公司证券事务部、无锡市太极实业股份有限公司法务部、无锡产业发展集团有限公司法律证券事务部等处任职。现任无锡产业发展集团有限公司风控及法律事务部部长。
胥胜	副总经理	曾任公司党委工作部党委书记, 公司总经理办公室副主任, 公司喷油器零件分公司党支部副书记兼副厂长, 博世汽车柴油系统有限公司 HSE 经理等, 公司内聘总经理助理等职务。
刘进军	副总经理, 董事会秘书	曾任无锡威孚汽车柴油系统有限公司人事行政部经理, 技术销售经理, 公司人力资源部部长, 公司第七届, 第八届监事会监事, 公司战略与新业务部部长兼市场拓展部部长等职务。
薛亮	副总经理	曾任公司汽车零部件事业部生产制造部经理、无锡威孚马山油泵油嘴有限公司副总经理、公司机械系统事业部制造一部副经理、公司汽车零部件事业部副总经理。
李刚	总工程师	曾任公司技术中心产品设计工程师, 无锡威孚汽车柴油系统有限公司生产部生产主管, 技术销售部技术主管, 公司技术中心副主任, 公司工程技术研究院副院长兼技术中心主任, 公司技术中心常务副主任(副总工程师)等职务。
冯凯燕	独立董事	曾任无锡市生产资料总公司会计, 无锡市地矿信息服务中心会计。现任江苏东华会计师事务所有限责任公司主任会计师, 江苏富华工程造价咨询有限公司苏南分公司负责人, 远程电缆股份有限公司独立董事, 康欣新材料股份有限公司独立董事, 无锡市破产管理人协会会长, 公司独立董事。
邢敏	独立董事	曾任中国重型机械总公司党委书记, 中国机床总公司党委书记, 总经理等职务。现任中国内燃机工业协会常务副会长兼秘书长, 安徽艾可蓝环保股份有限公司董事, 公司独立董事。
杨福源	独立董事	曾任清华大学汽车工程系副系主任/车辆与运载学院副院长等职务, 现任清华大学车辆与运载学院院长聘教授, 国家卓越工程师学院教学委员会副主任, 中国汽车工程学会理事, 中国可再生能源学会可再生能源动力专委会副主任, 北京市氢能质量标准化委员会委员, 联合国工业发展组织(UNIDO)国家制氢顾问。
何嘉倩	独立董事	2008 年 9 月至 2025 年 2 月担任罗拔臣律师事务所合伙人, 2025 年 2 月至今担任 I One Consultancy Co., 创始人兼首席执行官, 2025 年 6 月至今担任周廷勋律师行顾问。

资料来源: Wind、开源证券研究所

全球化产业布局与集团化管控模式并行，有效增强公司经营抗风险能力。公司搭建覆盖全球的制造体系与事业部组织架构，推动跨区域产业协同。公司以无锡为总部枢纽，在国内核心汽车产区及海外丹麦、比利时、意大利等国家设立研发制造基地，全面覆盖全球主流汽车产业集群。公司拥有超 20 家控股及全资子公司，采用“集团总部战略财务管控+子公司经营负责制”的管理模式，统筹推进国际化布局与产业结构转型两大核心战略。通过海外并购整合、中外合资技术引进，公司加速核心技术本土化落地，构筑成本竞争优势；同时依托海内外产能与订单的动态调配，熨平经营业绩波动，持续强化抗周期、抗风险的综合经营实力。

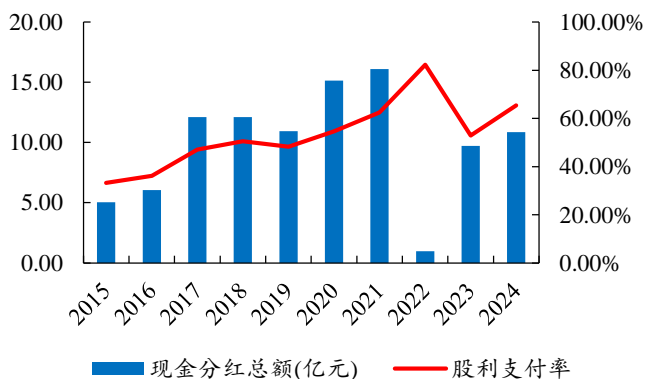
表2: 公司子公司/联营公司众多

业务板块	主要子公司/联营公司
燃油喷射系统	威孚马山 (100%)、威孚长安 (100%)、威孚金宁 (80%)、威孚施密特 (66%)、威孚奥特凯姆 (51%)、博世动力总成 RBCD (34%， <b>联营</b> )、威孚精机 (20%， <b>联营</b> )
尾气后处理系统	威孚力达 (100%)、威孚力达 (重庆) (100%)、威孚力达 (南昌) (100%)、威孚力达 (武汉) (60%)、威孚环保 (49%， <b>威孚力达联营</b> )
进气系统	威孚天力 (100%)
电驱系统核心零部件	威孚电驱 (80%)、中联电子 (20%， <b>联营</b> )
智能感知核心模组	威孚智感 (61.43%)
舱内核心零部件	智行座椅 (66%)、威孚联华 (40%)、车联天下 (9.64%， <b>联营</b> )
绿色氢能	IRD (100%)、IRD 美国 (100%)、Borit (100%)、Borit 美国 (100%)、威孚氢隆 (75%)、威孚伊特 (51%)、Precors (43.39%)
工业及其他	VHIO (100%)、意沃汽车 (100%)、威孚国贸 (100%)、乐卓博威液压 (50%， <b>联营</b> )

资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

公司持续高分红策略。公司上市以来已累计现金分红 30 次，截至目前，公司累计实现归母净利润 268.60 亿元，累计现金分红总额 122.73 亿元，上市以来平均分红率达 41.64%。从 2018 年开始，公司股利支付率基本都保持在 50% 以上，同时公司响应落实新“国九条”要求，2024 年起公司实施一年多次分红。2025 年 8 月公司审议通过《关于实施 2025 年中期利润分配的议案》，决定每 10 股派发现金红利 1.00 元人民币（含税），分红总额 9667.86 万元，兼顾股东回报与公司长期发展。

图10: 公司历年现金分红及股利支付率总体保持上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 公司 2024 年股息率近 6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、博世系投资收益筑底，自主业务未来可期

2025 年三季度主营业务复苏，凸显强劲韧性。2023/2024 年公司营业收入分别为 110.93/111.67 亿元，对应归母净利润分别为 18.37/16.60 亿元。2025 年前三季度，公司实现营业总收入 84.99 亿元，同比增长 3.43%，归母净利润为 11.52 亿元，同比下降 9.81%，公司营收稳中有升，盈利已基本回归历史常态区间。2025Q3，公司营业收入 27.39 亿元，同比增长 8.54%，归母净利润 4.50 亿元，同比增长 39.37%，扣非净利润同比增长 67.00%，公司下游市场边际回暖，主营业务的盈利质量正在快速修复。

图12：公司营收 2024 年来企稳回升

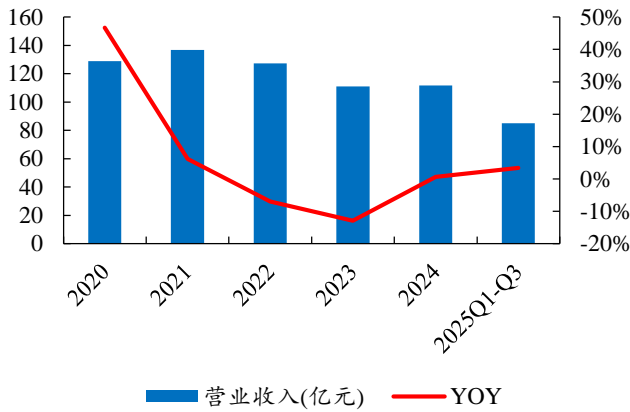
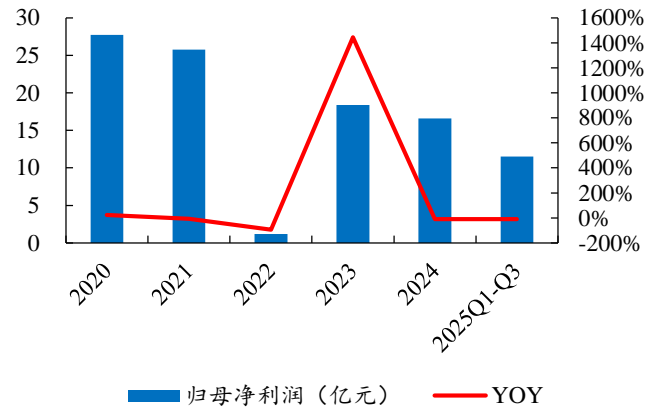


图13：平台贸易影响减弱，公司净利润修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率保持稳定，研发投入增加打造长期竞争力。2025 年前三季度，公司毛利率为 17.81%，虽维持于 16%-18% 的合理区间，且连续三年呈现向上趋势，净利率亦同步修复，公司在成本管控与产品结构优化方面成效显著。公司期间费用管控持续优化，2025Q3 费用率同比下降 0.33pct，其中销售费用同比减少 29.77%。公司持续投入新技术研发，近五年累计研发投入约 27.88 亿元，投入覆盖传统业务迭代与新兴业务拓展，支撑公司中长期发展。

图14：毛利率维持在 16%-18% 的合理区间

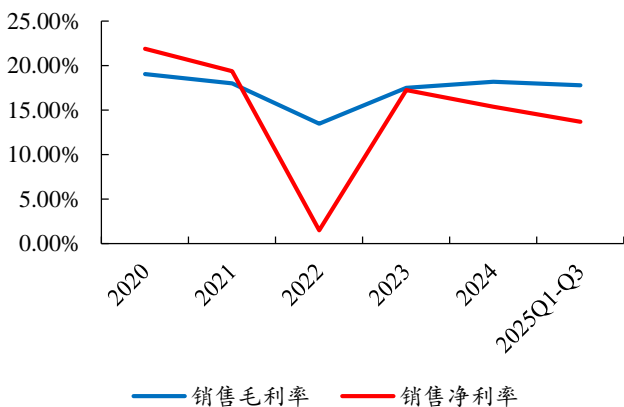
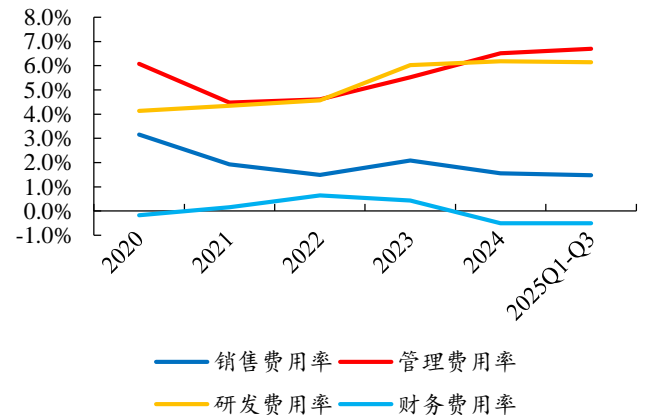


图15：公司研发投入力度保持较高水平

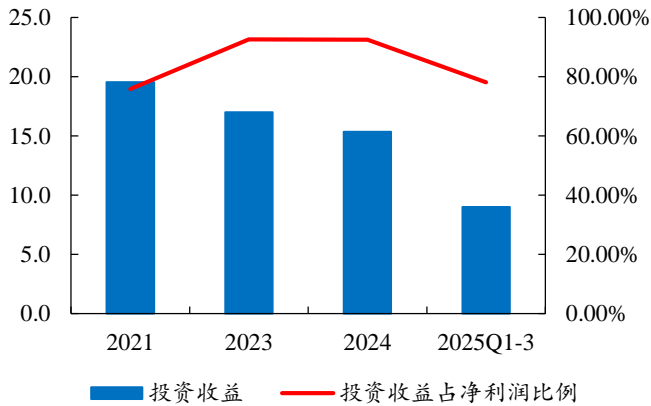


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

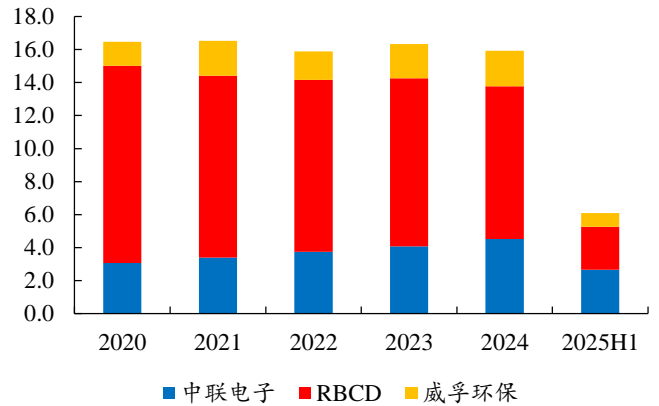
公司与博世相关的联营公司是高质量利润的重要来源，自营主业发展或将带来增长全新动能。公司燃油喷射、尾气后处理、进气系统等主业能够贡献营业利润；同时公司通过持有博世动力总成（RBCD）、中联电子、威孚环保等公司股权，能够长期获得较为稳定的投资收益，实现自营主业+协同联营双轮驱动。分结构看，2023、2024年公司投资收益分别为17.02/15.35亿元，2025H1投资收益9.00亿元，占利润总额的78.12%。公司投资收益核心来自博世动力总成、中联电子与威孚环保三家联营公司，2025H1分别贡献2.59/2.67/0.85亿元。

图16: 投资收益构成公司净利润的主要来源



数据来源: Wind、开源证券研究所 (单位: 亿元)

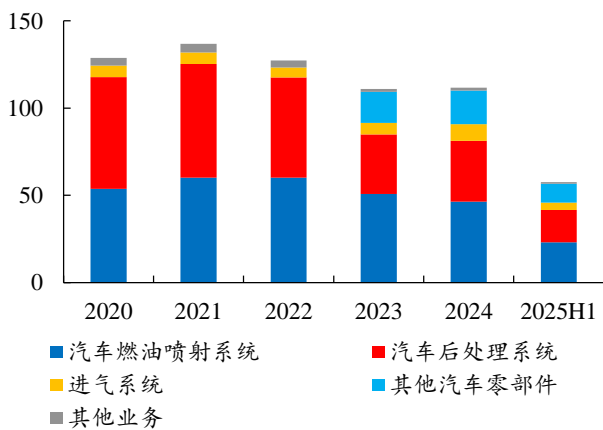
图17: 博世动力总成、中联电子贡献大部分投资收益



数据来源: Wind、开源证券研究所 (单位: 亿元)

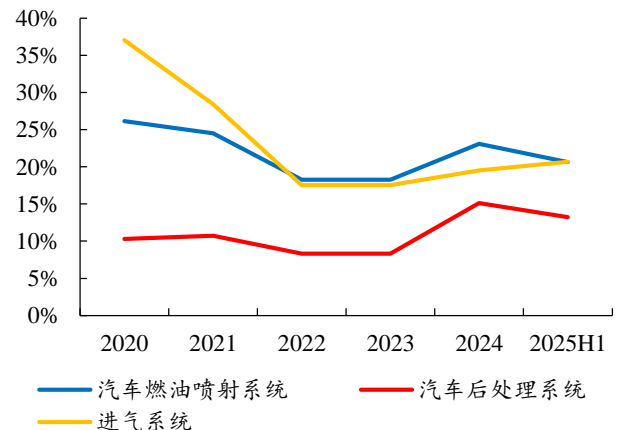
节能减排构成公司基本盘，智能电动加速扩张。2025H1，公司燃油喷射/后处理/进气系统分别实现收入23.14/18.45/4.34亿元，同比-3.17%/+3.16%/-13.57%，三大业务合计收入占比接近80%，对应毛利率20.62%/13.22%/20.70%。此外，公司积极布局智能电动、氢能赛道，其中智能电动板块2025H1营收10.31亿元，同比增长17.79%，随着智能电动产品陆续进入量产，有望成为公司全新增长极。

图18: 公司产品构成中燃油喷射&后处理系统占比高



数据来源: Wind、开源证券研究所 (单位: 亿元)

图19: 公司燃喷系统具有较高的毛利率水平

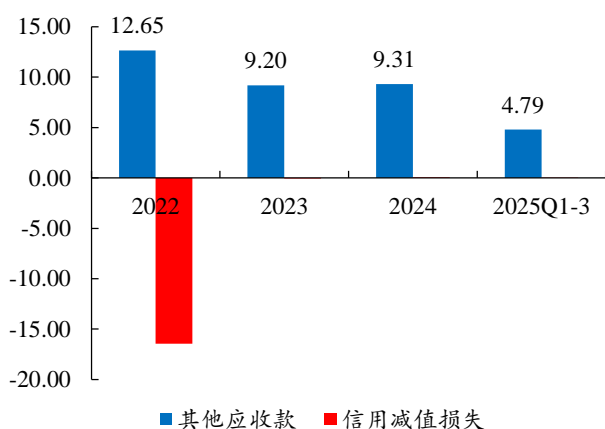


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

平台贸易计提影响逐步消退，对公司影响减弱。公司在 2022 年对平台贸易事件计提 16.44 亿元坏账准备，2023-2025 年公司其他应收款总额稳定，坏账准备基本不再上调，信用减值损失从 16.46 亿元回落，平台贸易事件已不再对当前利润构成实质性压力，同时通过追回现金及部分资产，公司与之相关的其他应收款小于 4.5 亿元。

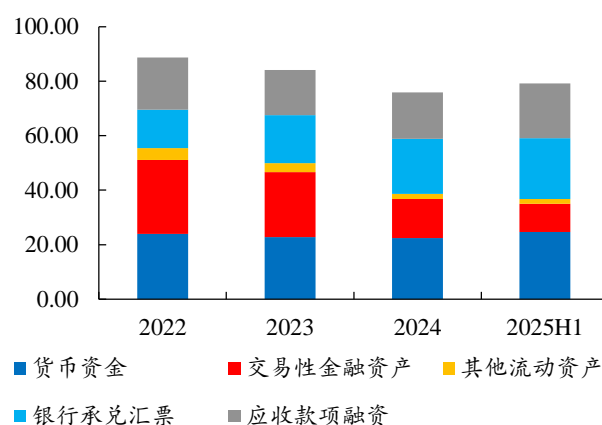
公司正积极构建“自主研发+战略并购+头部协同”三驾马车完整体系，账上现金+稳定经营现金流，关注公司后续并购进展。截至 2025Q3，公司货币资金约 30 亿元、交易性金融资产约 17 亿元，应收款项融资约 20 亿元，同时经营活动净现金流每年约 15 亿元，能够为公司后续并购等规划提供充足弹药。公司披露投资并购是公司战略转型重要方式之一，十五五期间将聚焦能源动力、汽车智能、新工业等核心方向，进一步通过投资并购整合产业链优质资源，持续巩固核心竞争力，实现业务规模与技术实力的双重提升。

图20：平台贸易事件对公司影响减小



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：亿元）

图21：公司高流动性资产与准现金资产充裕



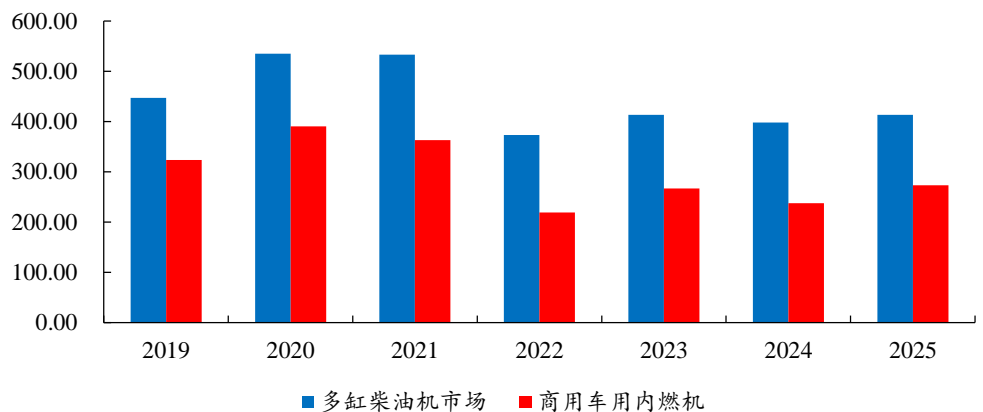
数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：亿元）

## 2、节能减排业务企稳回升，自主业务国产替代加速

### 2.1、燃喷系统市场地位成熟稳固，技术门槛提升加速格局优化

燃喷系统为内燃机核心零部件，需求具有韧性。燃喷系统是内燃机实现燃油精确喷射、雾化与定时控制的核心载体，由高压油泵、喷油器、共轨管、ECU 控制器构成，是保障发动机效率与排放达标的关键环节。当前处于商用车与非道路机械电动化过渡期，尽管新能源渗透率持续提升，但高功率、高可靠性场景中传统内燃机仍不可替代，燃喷系统因而具有较强需求韧性。根据中国内燃机协会数据，2025 年，多缸柴油机与商用车用内燃机销量分别为 413.17 万台与 273.07 万台，同比增长 3.80% 与 15.10%，其中商用车内燃机销量企稳复苏。

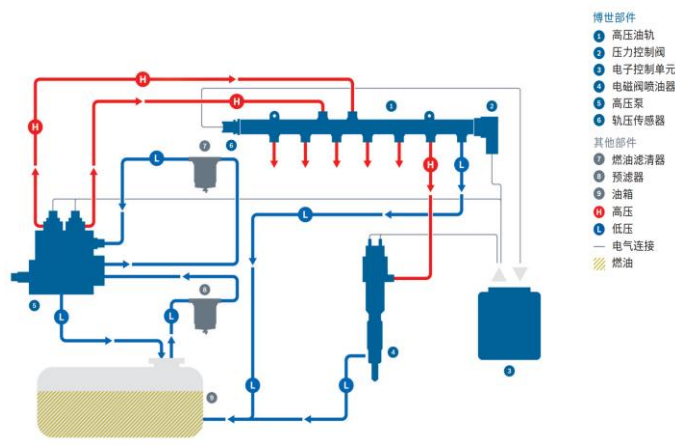
图22：2025 年商用车内燃机市场企稳复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：万台）

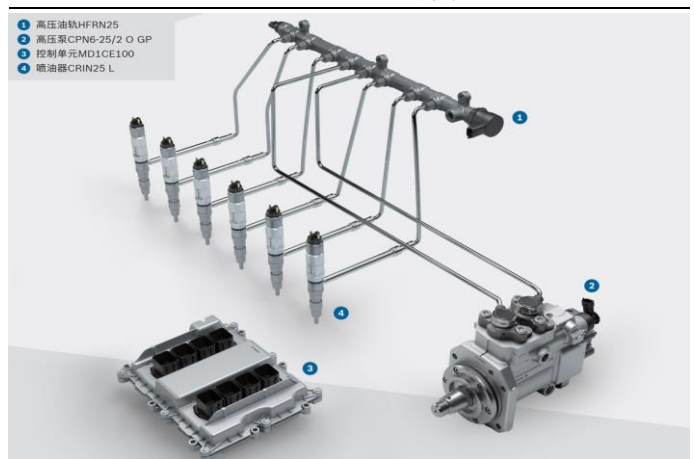
燃喷系统技术壁垒高，电控高压共轨系统成为主流。燃喷系统的技术壁垒由精密制造工艺、耐高温高压材料应用、电控算法迭代及全生命周期耐久性验证体系共同构筑，制造复杂性强、工程积累门槛高，新进入者难以在短期内实现技术突破。由于内燃机节能减排需求以及法规升级推动，高压共轨凭借多脉冲喷射、精准控制等优势成为现今主流技术路径，当前商用车用燃喷系统已从机械泵过渡至高压共轨系统，2020-2022 年高压共轨系统在商用车领域的占比保持在 75% 以上。

图23：高压共轨系统向高精度、高压力升级



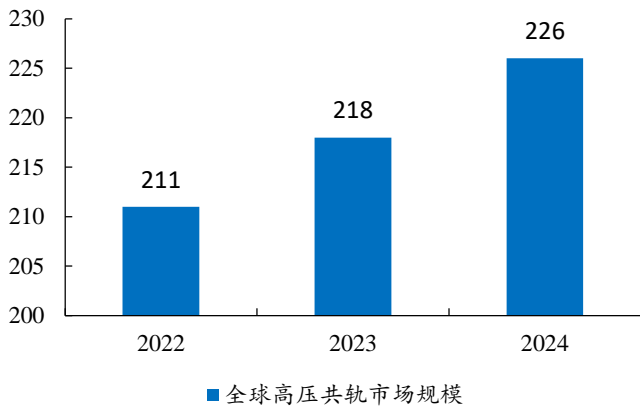
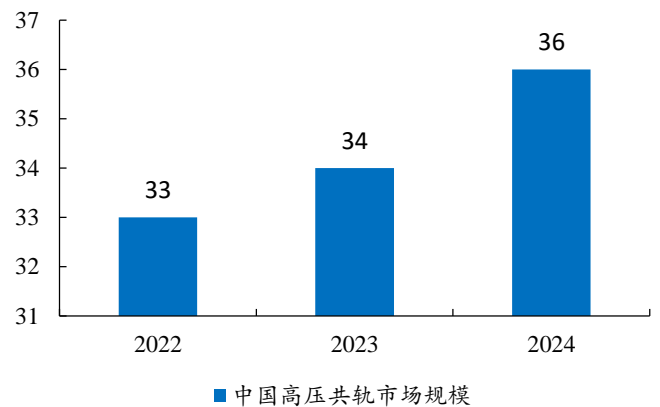
资料来源：博世官网

图24：机-电-液-软-控一体化为燃喷系统高壁垒



资料来源：博世官网

国内高压共轨市场规模超 200 亿，市场由外资主导。根据 GMI 数据，2024 年全球高压共轨系统市场达到 226 亿美元，国内市场规模达到 36 亿美元。从竞争格局来看，全球高压共轨市场寡头垄断现象凸显，主要参与者包括德国博世、日本电装、美国德尔福、美国康明斯等，其中博世市场份额全球领先。国内方面，根据前瞻产业研究院数据，外资高压共轨系统占据超 90% 的市场份额，其中博世通过博世动力总成（RBCD）占据统治地位。

**图25：全球柴油高压共轨系统市场规模超 200 亿美元**

**图26：国内高压共轨市场规模超 200 亿元**


数据来源：GMI、开源证券研究所（单位：亿美元）

数据来源：GMI、开源证券研究所（单位：亿美元）

**国七排放标准即将实施，技术门槛提升或将优化行业竞争格局，龙头公司有望受益。**随着排放标准提高，喷射压力呈趋势性上升，以实现更小的颗粒物（PN）和氮氧化物（NOx）排放。国七排放标准征求意见稿发布在即，据中国汽车报，国七标准也将带来成本提升，其中发动机研发成本或增加 40%，检测认证周期延长至 18 个月，第三方实验室检测费用上涨 200%。其中国七标准下高压共轨产品的喷射压力或将再度提升，并引入更复杂的多次喷射策略和闭环控制技术，头部企业凭借多年技术积累与规模效应，可摊薄单位研发成本，而中小厂商受限于资金规模与供应链议价能力，前期投入或将造成较大压力，具备系统集成能力的头部玩家有望受益。

**表3：随着排放标准提高，喷射压力呈趋势性上升**

	国四	国五	国六 a	国六 b
喷射压力	140-160MPa	180-200MPa	200MPa	220-250MPa
多次喷射	2-3 次/循环	3-5 次/循环	6-7 次/循环	7-8 次/循环
喷油器	电磁阀为主	电磁阀+压电	压电为主	高压压电式
喷孔/雾化	孔数少、孔径较大	孔数增多、雾化提升	小直径高孔数	超细喷孔，雾化直径更小

资料来源：中国汽车工业协会、三一重工官网、思为科 cvept 公众号等、开源证券研究所

燃油喷射系统是威孚高科的基石业务和业绩压舱石。公司燃油喷射系统业务提供高压油泵、高压油轨、电控 VE/VP 泵、喷油器等核心部件，是国内商用车高压共轨燃油喷射系统龙头，其燃喷系统业务在 2024 年实现销量 177.68 万台多缸泵与 239.4 万套喷油器，在产品品种、生产规模、市场占有率、经济效益等方面连续多年行业领先。2024 年柴油重卡结构性疲软、其他商用车并未明显回暖，叠加国六 b 落地后产能过剩导致的价格下降，共同构成当年量价双降。2025 年全年商用车复苏势头明显，过剩产能影响减弱，业务有望企稳。

图27：公司燃喷系统中多缸泵营收占主要构成

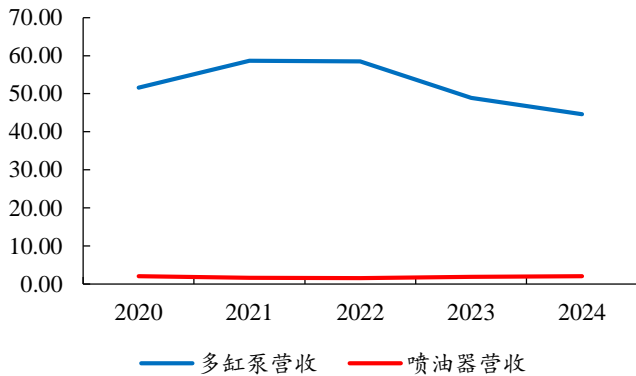
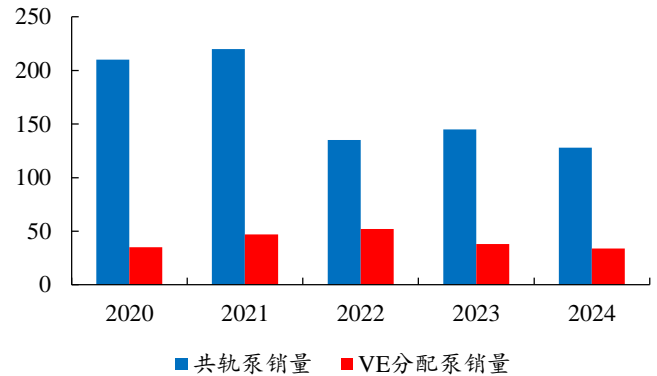


图28：2024 年公司主要产品销量有所下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

数据来源：公司公告、开源证券研究所（单位：万台）

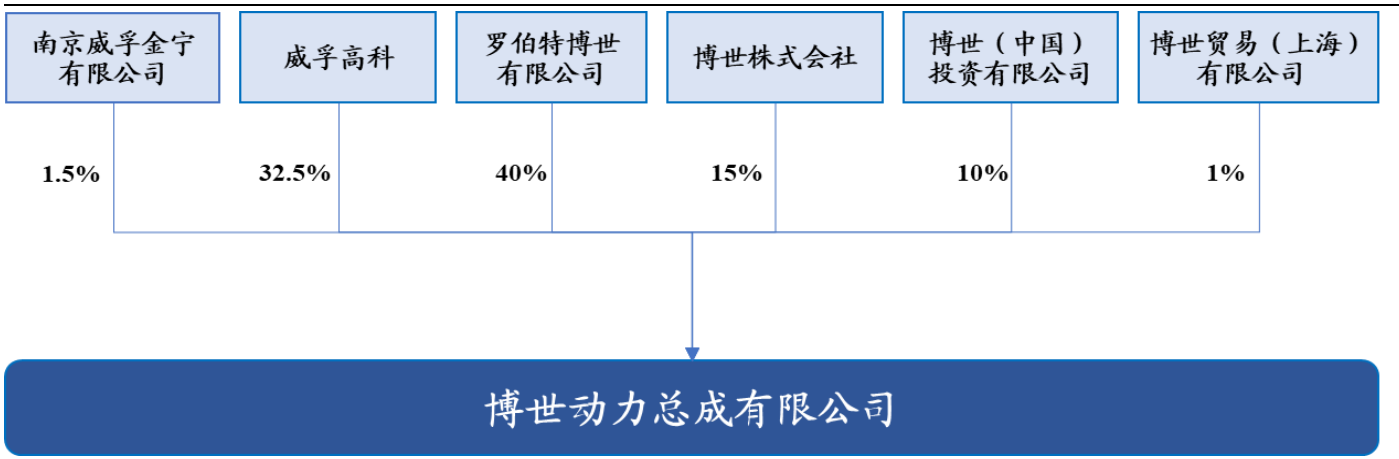
与联营企业 RBCD 深度协同，构筑利润护城河。公司燃油喷射系统产品主要供给其联营公司 RBCD 与德国博世公司，占比合计约 30%，同时公司总共参股 RBCD 34% 的股权，能够共享市场收益，RBCD 的投资收益长期以来已构成公司利润的主要来源。在技术方面，公司掌握高压共轨系统核心精密偶件（柱塞、喷油嘴）制造能力，依托“国家级企业技术中心”与多个省级工程实验室，持续投入研发，确保其燃油系统产品在喷射压力、雾化精度与响应速度等核心指标上保持领先，并且通过与博世系产业的深度协同，公司能够在技术迭代方面保持优势，此外有望在大型发动机燃油喷射系统领域持续互利合作。

图29：公司与博世集团合作渊源已超 40 年



资料来源：无锡产业集团公众号

图30：公司总计持有 RBCD 34%股权（截至 2025H1）



资料来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、尾气后处理系统：法规趋严驱动增长，龙头公司有望受益

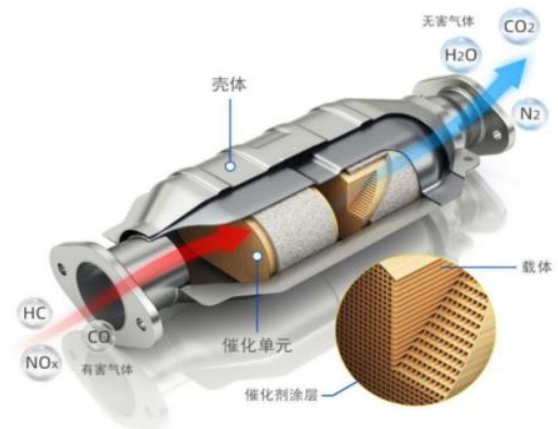
尾气后处理系统是安装在发动机排气管道中，通过催化剂和过滤器对尾气进行净化处理的装置。尾气后处理系统主要包括壳体 and 催化单元。其中壳体为催化单元及其他部件的保护外壳，起到隔热、稳定内部结构的作用。催化单元是尾气后处理系统的核心部件，由催化载体和催化剂涂层组成。后处理系统通过化学或/物理反应，例如催化转化、过滤捕集等，将有害污染物如一氧化碳、碳氢化合物、氮氧化物、颗粒物等转化为无害物质如二氧化碳、水、氮气等，从而降低发动机有害排放，达到排放法规要求。

图31：尾气后处理系统安装在发动机排气管道中



资料来源：公司公告

图32：催化单元是尾气后处理系统的核心部件



资料来源：公司公告

**排放法规趋严，驱动尾气后处理系统升级。**尾气排放标准持续升级并逐步向“零排放”的目标迈进，国四阶段，轻型车 NOx 限值为 60mg/km，而国六 b 降低 41.7% 至 35mg/km，同时 PM 限值从 4.5mg/km 收紧至 3mg/km，同时排放标准所限制的污染物种类不断增加，未来将推出的欧七排放标准、国七排放标准亦可能新增甲醛（HCHO）、乙醛（C<sub>2</sub>H<sub>4</sub>O）等污染物的排放限值要求。

**表4：排放标准法规趋严，驱动尾气后处理系统升级**

重型柴油车主要污染物排放限值				
污染物	国四	国五	国六	
NO <sub>x</sub> (mg/kWh)	3500	2000	460	
PM (mg/kWh)	30	30	10	
PN (个/kWh)	-	-	6.0×10 <sup>11</sup>	

轻型汽车主要污染物排放限值				
污染物	国四	国五	国六 a	国六 b
NO <sub>x</sub> (mg/km)	80	60	60	35
PM (mg/km)	25	4.5	4.5	3
CO (mg/km)	1000	1000	700	500
HC (mg/km)	100	100	100	50
PN (个/km)	-	-	6.0×10 <sup>11</sup>	6.0×10 <sup>11</sup>

资料来源：公司公告、开源证券研究所

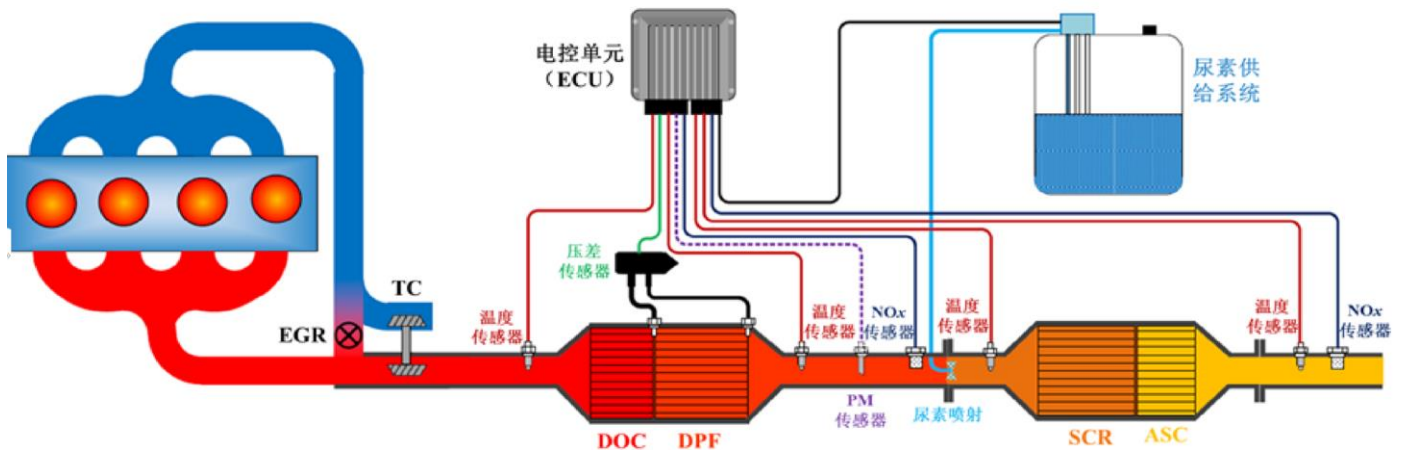
后处理系统从单一功能向多功能系统转变，组合化与集成化成为趋势。在国五排放标准阶段，汽油车尾气处理采用 TWC 的方案，柴油车主要采用 DOC+cDPF、SCR、DOC+SCR 组合等方案，天然气车主要采用 GOC 方案；由于国六 b 排放标准中对尾气中的各类污染物提出了更严格的排放限制，当前汽油车主流后处理采用 TWC+cGPF 组合方案，柴油车一般采用 DOC+cDPF+SCR+ASC 组合方案。

**表5：不同机动车后处理系统侧重点有较大差异**

适用车型	国六 b 主流处理方案	关键技术装置	处理对象	技术原理
汽油车	TWC+cGPF	三元催化器(TWC)	CO、HC、NO <sub>x</sub>	通过氧化还原反应，将尾气中的一氧化碳、碳氢化合物和氮氧化物转化为无害的 H <sub>2</sub> O、CO <sub>2</sub> 和 N <sub>2</sub>
		汽油机颗粒捕集器(GPF)	PM、PN	通过交替封堵蜂窝状多孔陶瓷过滤体，迫使排气流穿过孔道壁面，通过扩散、拦截、重力和惯性捕集颗粒物
柴油车	DOC+cDPF+SCR+ASC	柴油氧化催化器(DOC)	CO、HC	将柴油燃烧后的 CO 和 HC 进行氧化反应，生成 CO <sub>2</sub> 和 H <sub>2</sub> O，常与 SCR 联用
		柴油机颗粒捕集器(DPF)	PM、PN	原理同 GPF；通过壁流式过滤体捕集颗粒物，需定期进行再生（烧掉捕集的碳烟）
		选择性催化还原器(SCR)	NO <sub>x</sub>	在催化剂作用下，喷入尿素，有选择性地将尾气中的 NO <sub>x</sub> 还原成无污染的 N <sub>2</sub> 和 H <sub>2</sub> O
		氨泄漏催化器(ASC)	NH <sub>3</sub>	对 SCR 反应过程中未反应完全而泄漏出的氨气 (NH <sub>3</sub> ) 进行氧化处理，将其转化为 N <sub>2</sub>
天然气车	TWC 或 TWC+ASC	三元催化器(TWC)	CO、HC、NO <sub>x</sub>	原理同汽油车 TWC；天然气燃烧主要产生甲烷类 HC，TWC 对其有较好的转化效率
		氨泄漏催化器(ASC)	NH <sub>3</sub>	防止部分燃烧副产物或三元催化过程中产生的微量氨泄漏

资料来源：公司公告、开源证券研究所

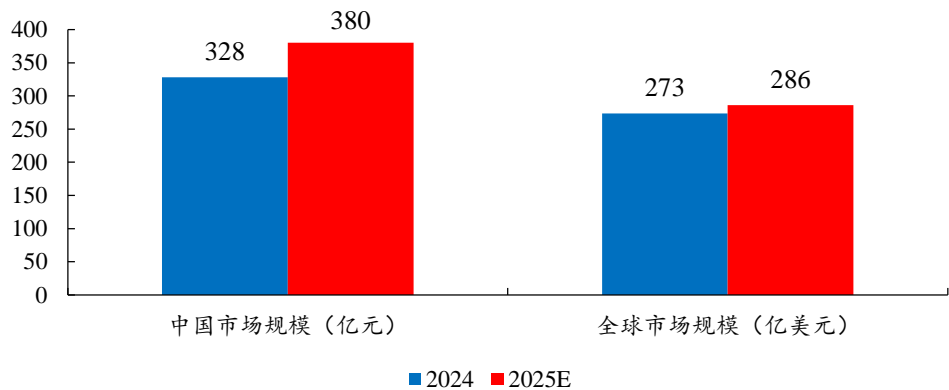
图33：国六 b 后柴油尾气后处理系统主流采用 DOC+cDPF+SCR+ASC 组合方案



资料来源：公司公告

国七标准渐进，关注增量后处理部件所带来系统价值量提升。后处理系统从国五时期的单模块或双模块结构，升级为包含尿素喷射单元、颗粒捕集器、催化转化器、温度传感器与控制单元在内的模块集成系统，系统成本提升较高。而国七标准渐进，电加热催化剂（EHC）、高性能传感器、双 SCR 系统等或将成为增量部件，尾气后处理系统价值量有望进一步提升。根据智研咨询数据，2024 年我国尾气后处理市场规模达到 328 亿元，2025 年预计将达到 380 亿元，而国七标准落地后或有望给行业带来超千亿元的市场增量。

图34：2024 年我国尾气后处理市场规模达到 328 亿元，2025 年预计达到 380 亿元

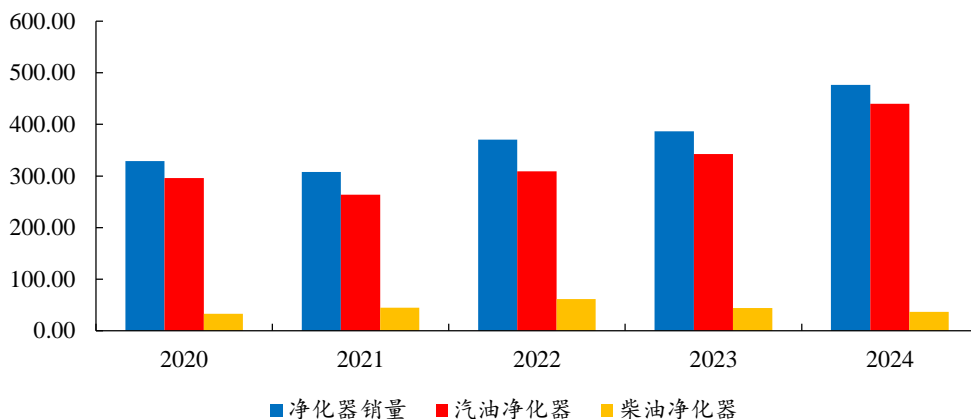


数据来源：智研咨询公众号、开源证券研究所

外资主导国内尾气后处理市场，国产替代空间广阔。尾气后处理市场行业集中度较高，其中催化剂方面，庄信万丰、巴斯夫、优美科等外资厂商占据优势地位，国内主要参与者有威孚环保、中自环保、艾可蓝、贵研催化等；在尾气后处理系统封装领域，博世、弗吉亚、天纳克等外资仍具有较强市场优势，威孚力达、凯龙高科、艾可蓝、重汽橡塑等国内公司正加速国产替代。

尾气后处理系统是公司节能减排板块的核心组成部分，同时公司也是中国自主品牌中汽车尾气后处理产品的重要供应商。公司 2024 年后处理系统总销量达 476.5 万套，其中柴油净化器销量 36.8 万套，汽油净化器 439.7 万套，是国内产销规模最大的后处理企业。公司后处理系统集成和催化剂研发于一体，能够提供一站式后处理解决方案，技术水平、市场规模和生产能力均处于国内品牌领先地位。

**图35：2024 年公司后处理系统总销量达 476.5 万套**

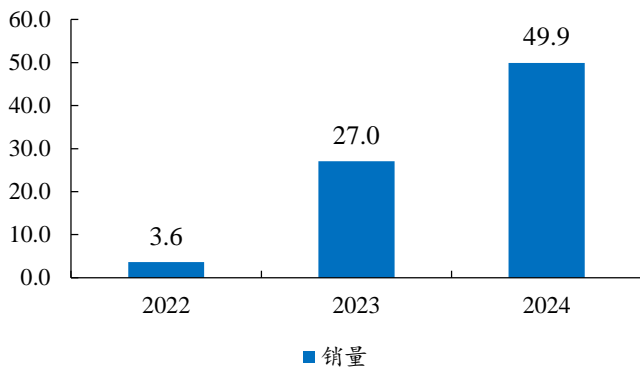


数据来源：公司公告、开源证券研究所（单位：万套）

**混动乘用车产品快速放量，为公司业绩带来新增量。**公司旗下子公司无锡威孚力达为后处理业务主体，2004 年，威孚力达与外方合资，成立无锡威孚环保催化剂有限公司，专业从事催化剂的研发、生产、销售和技术服务。公司拥有自主技术和专利，开发的产品可满足车机国六、非道路四阶段排放法规，性能达到国内先进水平，并具备不断优化、升级的持续发展能力，广泛应用于乘用车、商用车、摩托车、通用机械和工业催化领域，为主机厂家产品升级换代提供有力支撑。2024 年公司用于混动车型的后处理产品销量达 49.9 万套，而 2022 年同期仅有 3.6 万套，实现快速放量。产能方面也拓展至 208 万套，相比 2023 年的 12 万套增长近 18 倍，为公司后续快速放量提供产能支撑。

- (1) 乘用车产品覆盖整套排气系统（净化器-热端，消声器-冷端、主动阀），可满足国六及以上排放标准，适用于自然吸气型、涡轮增压型、混动型等各类动力系统，主动阀门亦可满足年轻一族对于声浪的要求；
- (2) 商用车、非道路排气系统产品可满足国六、非道路 T4 及以上排放法规标准，具有通用性高、结构简单等优点，开发的筒式、U 型、S 型、箱式等结构可以满足不同客户定制化需求
- (3) 催化剂产品品种多样，种类齐全，应用于轻型汽油车、轻型柴油车、重型柴油车、CNG、甲醇等特殊燃料发动机/整车、摩托车、非道路机械等发动机的排气净化。

图36: 公司混动乘用车用后处理系统快速放量



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (单位: 万套)

图37: 公司后处理业务拥有发明专利 75 项



资料来源: 威孚力达官网

尾气后处理系统的核心竞争力在于催化剂, 公司技术优势显著。公司催化剂产品品种多样, 种类齐全, 并坚持创新研发实现可持续发展。2025 年 2 月, 无锡威孚环保申请 Ag-Pt 高性能低成本三效催化剂专利, 降低贵金属用量同时提高催化剂性能。

图38: 尾气后处理系统业务客户分布广泛

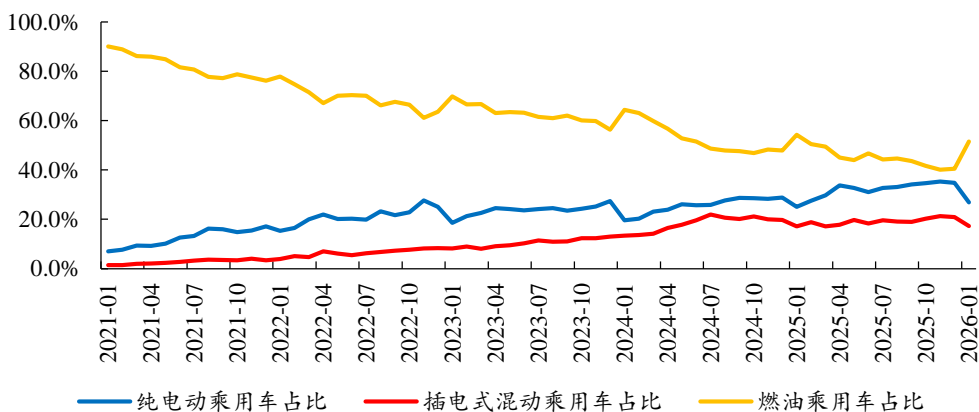


资料来源: 威孚力达官网

### 2.3、进气系统：乘商并举，把握混动市场红利

混动汽车依靠发动机和电动机协同驱动，其对涡轮增压器的性能要求显著高于传统燃油车。混动系统需涡轮增压器在低转速区间快速响应，以优化电机-发动机切换效率，因此混动车型的涡轮增压器装配率及技术规格均更高。根据盖世汽车研究院预测，2023-2025年传统燃油车涡轮增压器装配率将从70.5%微升至71.3%，而混动车型装配率则从78.8%跃升至87.9%，增速差距凸显混动技术对增压器的刚性需求。而根据中国汽车工业协会数据，当前能够应用涡轮增压器的燃油车与混动车型的占比趋稳，其中混动车型占比增长幅度较大，有望带动涡轮增压器需求长期稳定发展。

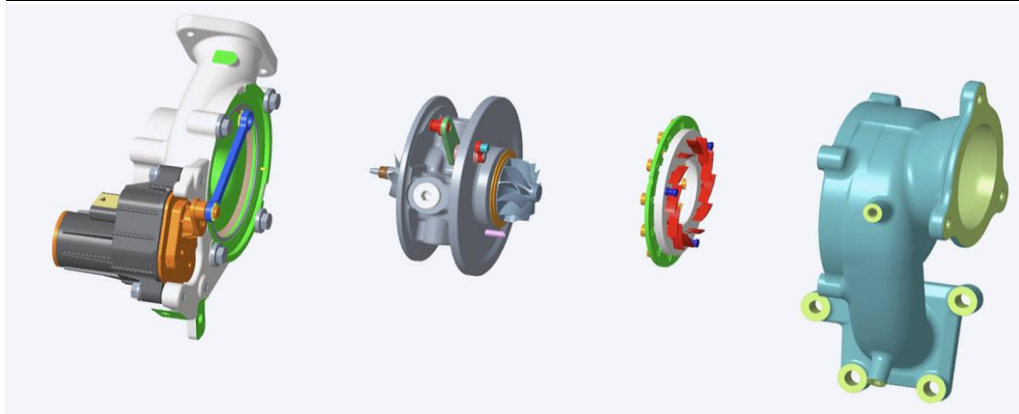
图39：燃油与混动车型均可使用涡轮增压器，当前车市占比趋稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司进气系统业务聚焦内燃机进气效率优化与混动系统集成。具体业务板块由宁波威孚天力增压技术股份有限公司和无锡威孚英特迈增压事业部组成。公司拥有世界先进的增压器生产和检测设备，具备研究开发和大规模生产销售涡轮增压器的能力，具有自主研发增压器叶轮和涡轮、自主进行发动机增压器匹配计算的能力。产品包含旁通阀涡轮增压器、可变截面涡轮增压器、可变喷嘴涡轮增压器、汽油机增压器等，可满足车用国六、非道路 Tier III 及以上排放法规，应用范围涵盖商用车、乘用车、工程机械、农用机械、发电机组等多领域，为国内各大主机厂和整车厂配套。

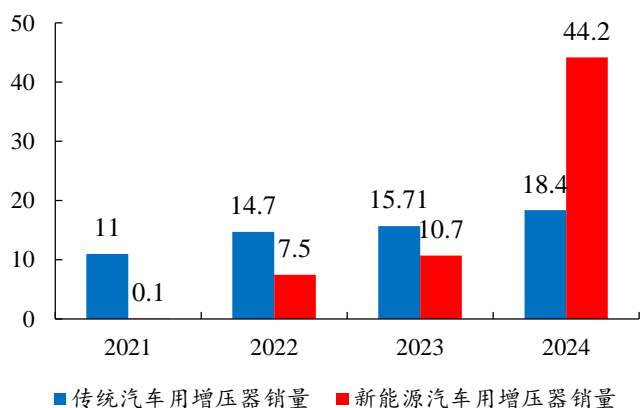
图40：威孚天力是国内涡轮增压器行业龙头企业



资料来源：威孚天力官网

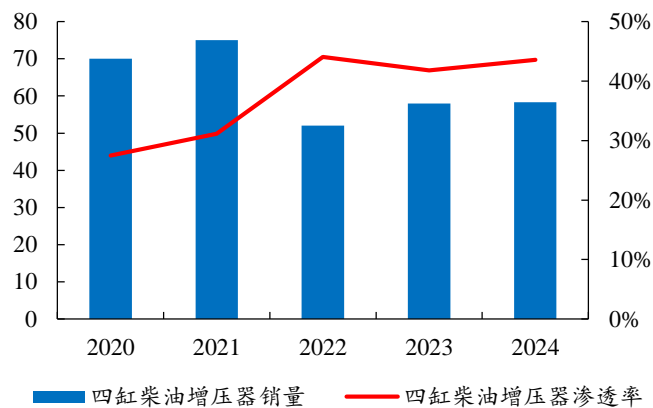
公司进气系统业务收入实现逐年增长。从2022年的5.68亿元增至2024年的9.54亿元，CAGR达29.6%，进气系统业务毛利率稳定增长至20%左右。2025年上半年，公司进气系统产品中，四缸柴油增压器销量达37万台，同比增长超16%，保持市场占有率国内第一的行业地位；汽油增压器紧抓混动乘用车市场机会，新获取的多个头部客户重点项目，2025年下半年逐步实现量产；六缸增压器销量同比增长超25%，亦获取多个重点客户项目。

图41：公司混动乘用车用增压器快速放量



数据来源：公司公告、开源证券研究所（单位：万台）

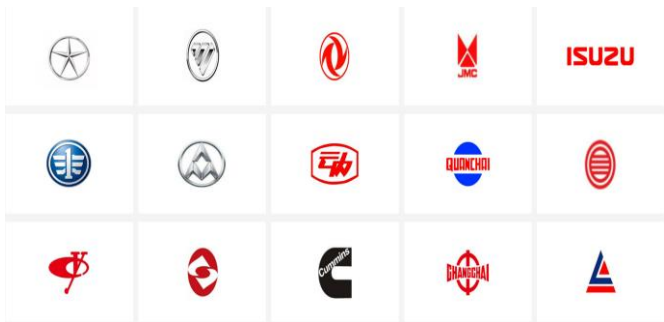
图42：公司四缸柴油增压器渗透率保持市场领先



数据来源：公司公告、开源证券研究所（单位：万台）

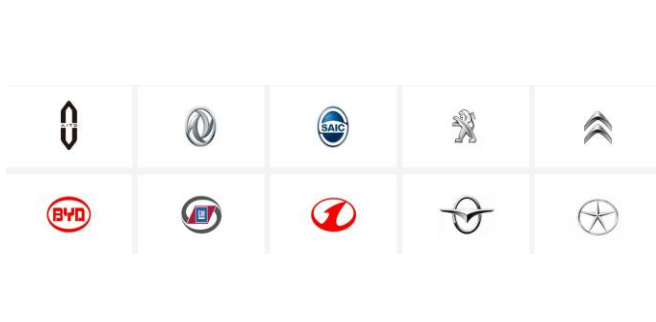
**混动渗透率提升、技术迭代与客户深度绑定三重共振，驱动公司进气系统业务增长。**行业层面，2024年国内插混（含增程）上险数同比高增91.69%，且增速仍在提升，预计2025年我国油电混合动力汽车市场规模将达1825.2亿元。混动车型对“高效进气+电动增压”的强劲需求，直接带动进气系统市场扩容。公司层面，威孚天力技术研究院凭借近百项授权专利与常年8%以上的研发投入，构筑了坚实的技术壁垒；同时，其产品已深度配套昆明云内、安徽江淮、比亚迪、赛力斯等传统与新能源领域头部客户，形成“市场扩容、技术引领、客户信赖”三轮驱动的良好发展格局。

图43：进气系统业务主要商用车客户



资料来源：宁波威孚天力官网

图44：进气系统业务主要乘用车客户



资料来源：宁波威孚天力官网

### 3、智能电动步入量产兑现期，业务布局走向多元化

#### 3.1、智能感知核心模组：毫米波雷达从细分场景走向规模化

毫米波雷达具有多种优良特性，对智能驾驶不可或缺。(1)“全天候”：相对波长为纳米级的光波，毫米波波长更长，能够轻易穿过比其波长小的障碍物，一般来说，雨滴、雪花的平均直径均在5mm以下，因此毫米波雷达工作基本不受雨雪雾等天气的影响，具有“全天候”的特点；(2)具备速度信息：基于毫米波的多普勒效应，毫米波雷达可以获得高精度的速度信息，这对于自动驾驶感知至关重要；(3)识别遮挡物体：毫米波信号具有多径效应，信号通过反射、漫反射、衍射、绕射等方式，在一些场景下，能够检测遮挡物体。

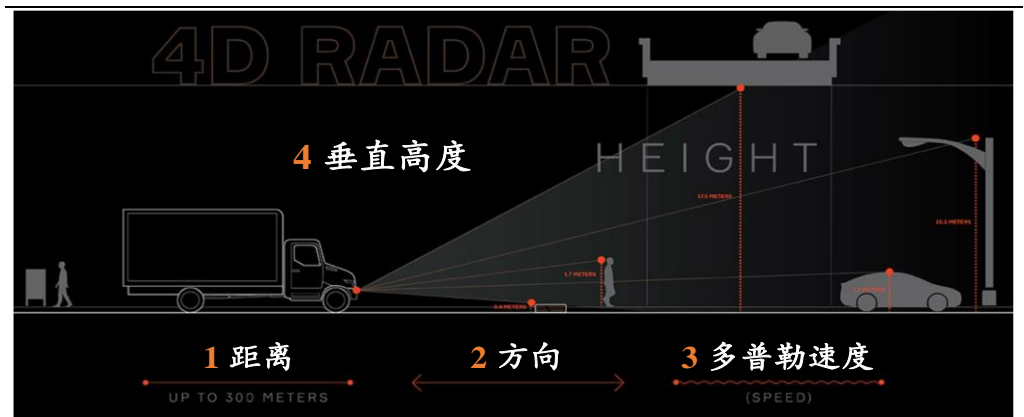
表6：毫米波雷达具有全天候等感知优势

传感器类型	优点	缺点
超声波雷达	成本低； 近距离探测分辨率高	多普勒效应明显，探测距离近； 波束发散大，无法识别角度，可靠性差
摄像头	可识别车道线、限速标志等信息； 水平分辨率高	受雾霾、雨雪天气影响大
激光雷达	可识别物体轮廓； 水平分辨率高、信息量大	难以识别车道线； 受雾霾、雨雪天气影响大； 光学器件容易被灰尘污染； 远处物体测距、测速不精确； 对物体的识别依赖于数据库内的物体特征
毫米波雷达	测量远处物体的速度和位置； 可穿透雾霾和雨雪天气； 高可靠性，耐灰尘	难以识别车道线等信息，角度分辨率低； 容易受路面物体的干扰

资料来源：《毫米波雷达在智能网联汽车中的应用》(袁帅)、开源证券研究所

4D毫米波雷达增添俯仰角信息，可以识别物体高度。4D毫米波雷达中的“4D”指的是距离、方位、速度以及高度，4D毫米波雷达不仅继承了毫米波雷达的优点，包括“全天候”有效运行、感知遮挡物体，并且在分辨率、精度上更进一步，能够识别较小的物体、静止物体以及空中障碍物。作为毫米波雷达的升级，4D毫米波雷达具有更优异的性能，对复杂路况展现了更强的适应性。

图45：4D毫米波雷达具备俯仰角测量能力



资料来源：安波福官网

**技术合作切入，从角雷达市场开始渗透向高精度前向雷达。**威孚高科的智能感知核心模组业务聚焦自动驾驶感知层核心部件，核心产品包括4D 成像雷达、毫米波角雷达、智能车载感知模组等，主要应用于L2-L4级智能辅助驾驶与自动驾驶场景，可实现360°环境映射、静止物体检测、近距离障碍物识别等功能，为乘用车、商用车提供精准环境感知解决方案。威孚智感（无锡）科技有限公司是威孚高科旗下专注于智能感知技术的子公司，成立于2024年6月，核心业务为毫米波雷达研发生产，覆盖智能驾驶、智能座舱及车路协同领域。公司与博世深度合作的第六代毫米波角雷达产品已于2025年11月正式发布并实现量产，目前已获得长安汽车、广汽集团、吉利汽车、比亚迪等多家国内主流主机厂的定点，产品将陆续搭载于多款即将上市的乘用车型。

**表7：公司智能感知核心模组业务近三年发展迅速**

时间	核心事件
2023年5月	与滴滴 KargoBot、以色列 Arbe 签署战略合作框架协议，三方共建4D 成像雷达研发与商业化平台
2023年7月	向 Arbe 订购价值1160 万美元雷达芯片组及100 万美元专业服务，夯实4D 成像雷达量产基础
2024年6月	与博原资本等合作设立威孚智感（无锡）科技有限公司，注册资本3.5 亿元，专注智能感知业务
2024年7月	威孚智感正式开业，公司智能网联产业布局落地，同步展示雷达产品与试验展车
2025年10月	与博世联合开发的第六代毫米波角雷达正式发布并量产
2025年11月	披露第六代毫米波角雷达2026 年产销目标300 万颗，后续将拓展前雷达、4D 成像雷达产品

资料来源：公司公告、中国日报网、东方网、中国证券报、东方财富网、开源证券研究所

**公司智能感知技术向4D 成像雷达与分布式雷达快速迁移。**公司计划加速前雷达、4D 成像雷达、分布式雷达技术的开发应用，为全球业务拓展提供支撑，未来2-3 年，公司计划将进一步扩大产能，实现产销目标1000 万颗，国内市场占有率超20%。从产品布局来看，公司规划覆盖近距雷达、中远距雷达以及雷达系统的全品类产品矩阵，并在2025 年至2028 年间陆续推出4T4R 角雷达、4T4R 前雷达、8T8R 4D 前雷达/角雷达及高阶4D 成像雷达，实现从基础感知到高阶成像的技术进阶。威孚智感凭借与博世、Arbe、Autolink 等全球领先技术伙伴的深度协同，在技术研发、质量标准与供应链管理上形成互补优势，使其在技术迭代速度上具备后发追赶能力。

**图46：博世&威孚角雷达合作项目下线仪式**



资料来源：公司官网

**图47：公司第六代毫米波角雷达轻量版**



资料来源：盖世汽车资讯公众号

### 3.2、电驱系统核心零部件：精密制造能力延伸，切入新能源赛道

积极布局新能源业务板块，电驱系统核心零部件是其战略转型的关键切入点。电驱系统核心零部件业务基于对汽车核心零部件系统研发的理解能力和高端智能制造能力，拓展电驱核心零件业务，推进市场规模化，以及公司对轮毂电机前瞻技术的超前布局，全方面进行培育孵化，实现产品市场应用。业务聚焦新能源汽车电驱系统的关键组件，核心产品包括电机轴、端盖、水套、轮毂电机等产品，已成为国内多家新能源汽车企业 Tier1 或 Tier2 供应商。2024 年电驱系统核心零部件完成多个头部客户新项目批产，其中电机轴全年销量 172.5 万件，同比增长 24%。

图48：公司电驱核心零部件业务发展迅速

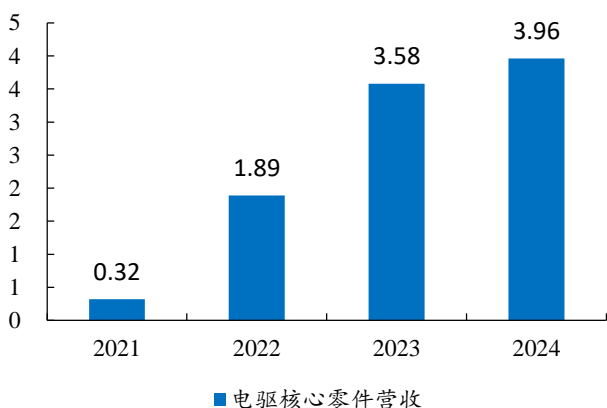
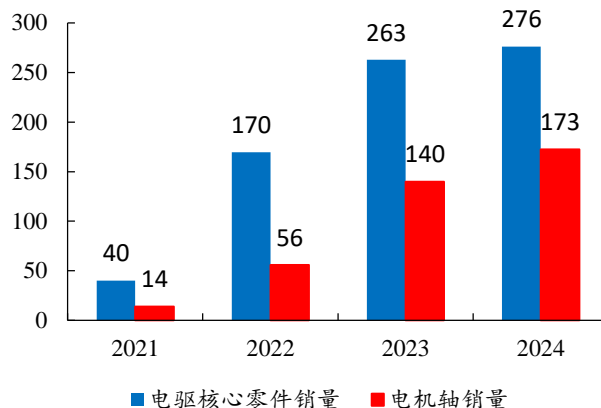


图49：电机轴产品快速放量

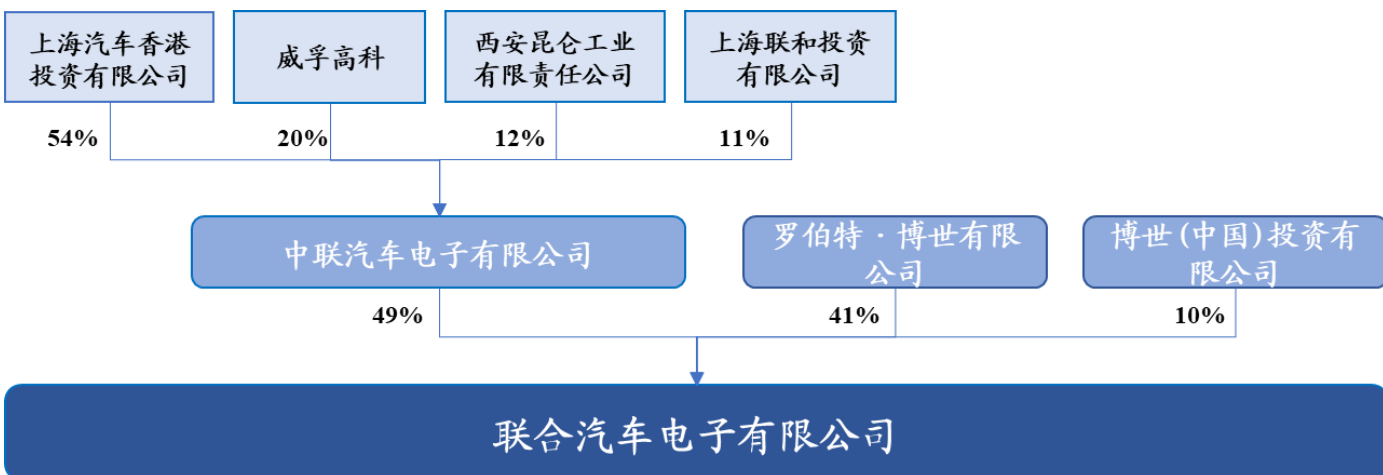


数据来源：公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

数据来源：公司公告、开源证券研究所（单位：万套）

电驱系统零部件业务精准卡位市场红利，技术层面同源优势突出。公司将燃油系统领域积累的精密加工工艺、热处理技术和规模化生产经验成功迁移至电机轴、电子油泵等产品；客户层面资源协同效应显著，依托与联合汽车电子等长期合作关系，快速切入头部新能源车企、特别是高端新势力供应链。2025 年，公司通过间接参股企业联合汽车电子有限公司为小米汽车供应电驱系统核心零部件，同时积极拓展与小米汽车的其他产品业务合作。

图50：公司间接参股联合汽车电子约 10% 股权（截至 2025H1）



资料来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3、热管理系统：并购+本土化驱动量产落地，电子油/水泵前景广阔

从并购切入，聚焦新能源汽车热管理核心部件。威孚高科的热管理系统业务核心产品为电子机油泵与电子水泵。其中电子油泵主要用于纯电、混动车型的电机冷却、齿轮箱润滑及电池热管理循环，通过精准控制油泵转速实现“按需供能”，显著提升整车能效与续航里程。2021年9月，威孚通过收购意大利VHIO切入电子油泵赛道，将120余项专利及8条绕线生产线整体迁建至无锡，积极渗透国内和欧洲成熟的主流高端客户，完成技术验证，形成首批产品供应。截至2025年上半年，公司120W电子油泵平台完成产品开发并实现量产，48V电子油泵客户项目实现批产，海内外多个重点客户项目正在同步推进。同时公司在电子水泵产品技术积累深厚，已获得获得高压电子水泵实用新型专利授权，后续有望立足车端，发展新工业、数据中心等领域液冷新赛道。2025年10月威孚高科应邀参加奥迪“中国REEV日”，携后处理、悬架电机泵、增压器及热管理电子油泵等产品亮相，展示电动化技术实力，获奥迪全球技术团队高度评价并探讨合作方向，凸显其国际一流主机厂供应链认可度。

**图51：威孚高科应邀亮相奥迪“中国REEV日”**



资料来源：公司官网

### 3.4、舱内核心零部件：座椅总成切入自主品牌龙头，贡献可观增量

公司汽车座椅业务已完成从业务布局到规模化量产的全链条构建。舱内核心零部件包括汽车座椅总成、座椅骨架、电动长滑轨、减震器等，主要为国内主流商用车与乘用车企业配套，重点布局于轻量化、智能化及安全舒适等版块。公司于2020年7月合资成立威孚智行座椅公司，正式切入智能汽车座椅赛道。威孚智行座椅公司坐落于江苏省无锡市惠山区，专注于汽车座椅及相关零部件的研发、制造与销售，致力于为全球客户提供全方位的座椅解决方案。威孚智行依托威孚集团完善的管理体系，严格遵循IATF16949质量管理流程与标准，并积极借鉴行业先进座椅开发经验，持续优化精益生产与项目交付流程。公司汽车座椅产品已实现乘用车、商用车头部客户项目规模化量产，处于快速爬坡阶段。

**表8: 无锡威孚智行座椅公司发展进程迅速**

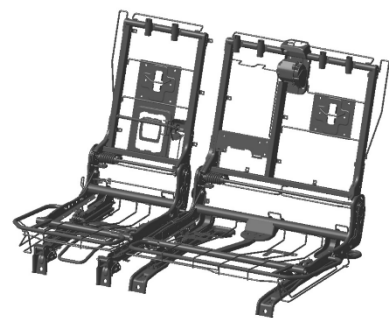
时间	核心事件
2017年	威孚集团成立座椅项目组，正式开展座椅业务
2018年	座椅项目组获取天际 ME7 新能源座椅项目
2019年	座椅实验室建设完成，并通过 CNAS 认证
2020年	成立“威孚智行座椅有限责任公司”； 获取中国重汽黄河&豪沃等项目，并进入重汽集团供应商体系
2021年	获取陕汽 X5000 项目，并同步进入陕汽集团供应商体系
2022年	获取首个全球项目-ATOM
2023年	获取奇瑞捷途多个项目 T1J-7/T1J-5/T1L，并同步进入奇瑞集团供应商体系
2024年	获取奇瑞捷途高端车型 D01 项目
2025年	已实现乘用车、商用车头部客户规模化量产，2025年预计实现产销超 20 万套

资料来源：威孚智行公司官网、开源证券研究所

**切入头部自主品牌实现快速放量，具备整椅制造技术实力。**威孚智行座椅目前具备座椅骨架技术能力，已成功突破乘用车、商用车头部客户项目，达成规模化量产并处于快速爬坡阶段，其核心零部件创新技术（如长滑轨创新技术）也取得积极进展。基于当前业务发展态势，公司预计 2025 年座椅业务产销将超 20 万套。此外公司电动长滑轨技术取得积极进展。

**图52: 公司汽车座椅产品可用于乘用车与商用车**


资料来源：威孚智行官网

**图53: 公司具备座椅骨架技术能力**


资料来源：威孚智行官网

**参股智能座舱域控头部公司车联天下，完善座舱领域布局。**车联天下 2024 年、2025H1 营收分别为 26.56、10.39 亿元，按收入计为国内第二的座舱域控厂商。截至 2025H1，公司总计持有无锡车联天下 9.28% 股权，为车联天下第一大产业股东，以此拓展智能座舱域控制器等相关新业务。

图54：车联天下具备多种座舱域控产品开发能力

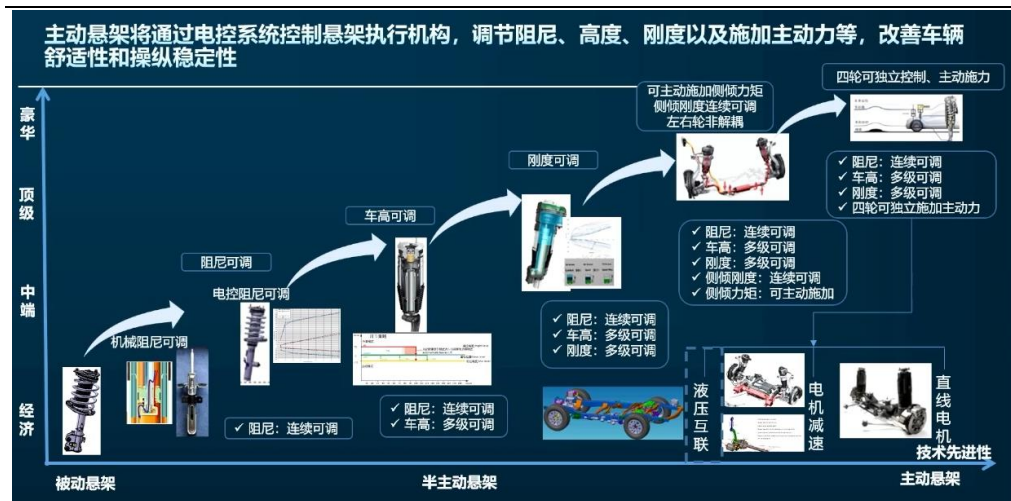


资料来源：无锡车联天下公司官网

### 3.5、全主动悬架：布局前沿，切入自动驾驶执行层

半主动悬架“抑制”震动，主动悬架“消除”振动。悬架通过弹簧提供支撑力，通过减振器“阻碍”弹簧的反复振动，将能量吸收。弹簧的伸缩要依靠外力作用，这个力的存在让悬架理论上无法消除振动，同时传统悬架弹簧的刚度相对固定，即使多腔空悬也只能通过开闭不同腔体之间的阀门对弹簧刚度稍作调整。因此半主动悬架通常采用阻尼可调减振器来调整悬架，但整体而言悬架调整的幅度有限。主动悬架的概念从1954年开始出现，依靠作动器的主动伸缩支撑车辆经过颠簸路面，理论上可以不依赖弹簧，可以主动适应路况，因此可以大幅提升底盘的适应性和灵活性。

图55：全主动悬架能够同时调节阻尼与刚度，实现舒适度的再升级



资料来源：2024 第四届智能底盘大会

主动悬架的优势显著，国产后有望向下渗透价格带。全主动悬架(1)姿态控制：实现车身姿态精确控制和快速响应，相比传统悬架实现突破式提升，加减速俯仰、弯道侧倾抑制性能大幅提高；(2)隔绝滤振：在各类路面下都能实现优异的滤振效果，极限路况下依然能够如履平地；(3)“既能还能且能”：主动悬架可以使得弹簧刚度和阻尼解耦，实现车辆的舒适性和操控性兼备，兼顾调整底盘高度；(4)全主动悬架也可以提供一些特殊的功能，如实现车辆舞蹈、回收路面颠簸带来的能量等。

**图56：蔚来 ET9 全主动悬架过香槟塔效果惊艳**


资料来源：蔚来汽车官网

**图57：雷克萨斯全主动悬架可以跳跃避开障碍物**


资料来源：汽车先锋队视频号

**布局前沿，切入自动驾驶执行层。**公司与保隆科技于2025年5月合资设立公司，2025年10月正式开业，聚焦全主动悬架电机液压泵业务，整合了保隆科技在智能悬架系统集成与市场渠道的深厚积累，以及威孚高科在电液泵核心部件研发与制造端的领先优势。威孚保隆研发的全主动悬架电机液压泵已成功获取头部客户项目定点，并与多家主流车企开展技术交流，与多个客户开展技术交流并推进项目定点工作。

**图58：公司与保隆科技成立合资公司正式切入全主动悬架**


资料来源：南京智能制造产业园公众号

### 3.6、氢能及氢燃料电池：全产业链布局，打开公司长期增长曲线

**氢能产业规划明确，商用车“以氢代柴”成重点。**从政策端看，国家《氢能产业中长期发展规划（2021-2035年）》明确了氢能是战略性新兴产业的重点方向；2024年12月30日，工业和信息化部、国家发展改革委、国家能源局联合印发了《加快工业领域清洁低碳氢应用实施方案》，提出“高质量推进燃料电池汽车示范城市群建设，加快车辆推广和氢能供给体系建设，推动氢燃料电池汽车产业链技术、产品迭代开发应用”。截至2024年底，我国已累计推广燃料电池汽车2.8万辆，商用汽车领域示范规模国际领先，累计建成加氢站超500座；地方层面（如上海、广东）对氢燃料重卡给予购车补贴，政策红利持续释放。

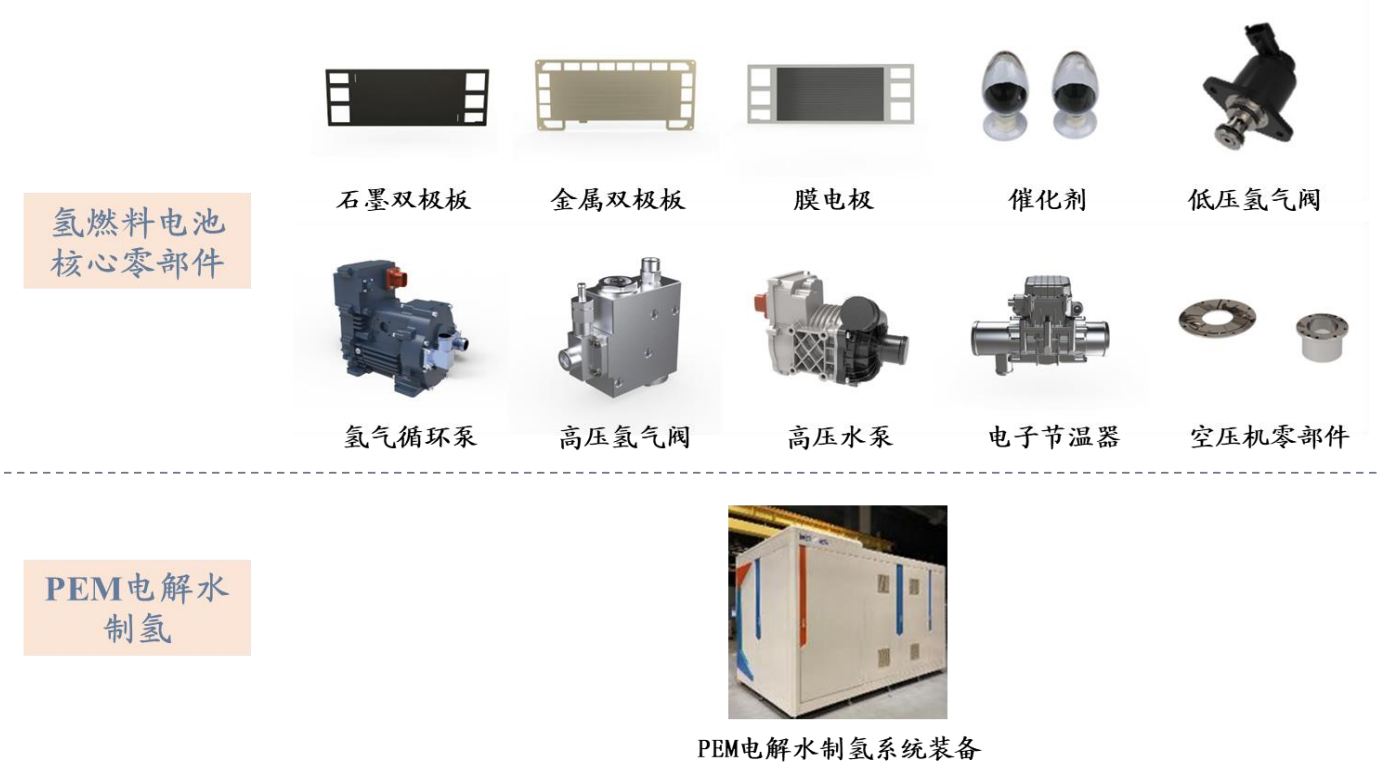
公司将氢能业务定位为战略转型的核心方向之一，通过自主研发+国际并购双轮驱动。已构建起涵盖“制氢、储氢、用氢”三大环节的完整产业链布局，重点聚焦于氢能产业链中上游的氢燃料电池核心零部件、可再生能源制氢两大业务。核心产品包括质子交换膜（PEM）燃料电池膜电极、石墨双极板、金属双极板，主要配套燃料电池系统厂商，应用于氢燃料商用车（重卡、公交）、分布式储能等场景。

(1) 燃料电池核心零部件方面（用氢环节），推出国内首次面向产业化的燃料电池单电池应用方案，设计及工艺为行业首创，产品性能达行业领先水平，已在客户端进入可靠性验证阶段。

(2) 制氢系统方面（制氢环节），加大研发力度，建成投用江苏省内首个成规模的室内制氢实验室，生产基地规划 1GW 设备产能；推动落地无锡首例电解水制氢工业制造应用示范，自研新一代 PEM 制氢工业应用项目顺利投产。

(3) 储氢系统方面（储氢环节），加速合作突破，与德国福伊特集团成立注册资本超 1200 万欧元的威孚伊特，是全球首个获得 350L+四型 70Mpa 储氢气瓶欧盟认证的企业，气瓶使用寿命达到 15 年。

图59：公司绿色氢能业务包括燃料电池核心零部件与 PEM 电解水制氢两大部分



资料来源：公司官网、开源证券研究所

**表9：公司绿色氢能业务发展历程**

时间	核心事件	业务环节与战略意义
2018年	启动氢燃料电池核心零部件研发	用氢环节：标志着公司正式战略布局氢能赛道，并购+自研驱动
2019年	并购丹麦 IRD 燃料电池公司	用氢环节：获取膜电极等关键核心技术，快速建立技术壁垒
2020年	并购比利时 Borit 100%股权（全球最大独立金属双极板集成技术供应商）	用氢环节：完成膜电极、双极板（石墨/金属）核心技术全布局，构建全球产能
2021年	完成 PEM 电解水制氢系统装备技术调研，启动 PEM 电解水制氢示范线项目	制氢环节：从“用氢”向源头“制氢”延伸，为构建全产业链闭环奠定关键基础
2022年	审议通过氢能业务发展战略规划纲要，成立氢能事业部	战略与管理环节：将氢能业务提升至公司级战略高度，通过设立专门组织架构，系统性统筹“制、储、用”全环节发展与全球（亚太、欧洲、北美）资源协同
2024年	与德国福伊特合资成立威孚伊特氢能	储氢环节：切入 70MPa 高压储氢瓶及系统集成领域，完善储氢布局
2025年	无锡 PEM 电解水制氢示范项目投产	制氢环节：实现从“用氢”向“制氢”的关键跨越，完成产业链闭环

资料来源：公司公告、公司官网、长江商报、新浪财经、开源证券研究所

**图60：公司氢燃料电池一体化注胶单电池**


资料来源：公司官网

**图61：公司新一代 PEM 电解水制氢系统**


资料来源：公司官网

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

威孚高科是中国汽车核心零部件领域的头部企业，通过持续推动产业升级与前瞻布局，正从传统优势领域迈向全球化、多元化的科技公司。在国内，公司与主流车企深化合作，并与国内外部分头部新能源汽车企业建立了业务关系；在国际上，与博世等全球顶尖供应商的长期战略合作日益巩固。同时，公司积极横向拓展至电驱系统、智能感知、热管理等智能电动新业务，并战略布局绿色氢能全产业链与机器人等前沿产业，构建了面向未来的可持续发展体系。我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 120.2/136.3/160.0 亿元，总营收增长率分别为 7.6%、13.4%、17.5%，综合毛利率分别为 16.9%、17.4%、17.9%。公司各业务收入及毛利率预测假设如下：

**节能减排业务：（1）**燃喷系统作为公司传统核心业务，当前适配商用车高端柴油机型，中期存量重卡市场保有量高、非道路机械升级、海外出口需求，国七标准预研推进叠加商用车更新周期，将为该业务提供持续的现金流支撑和结构性替代机会。（2）后处理业务持续受益于国六、非道路国四等排放法规升级，并在混动乘用车细分市场实现增长，此外公司通过技术创新（如高性能低成本催化剂专利）优化成本，有望维持毛利率稳定。（3）进气系统覆盖燃油与混动车型，当前绑定国内商

用车头部企业，除此，该业务正充分受益于汽车混动化浪潮，混动车型渗透率攀升带动需求，产品集成化升级推高价值量，新获取的多个混动乘用车重点项目在 2025 年下半年起逐步量产放量，规模效应驱动业务稳中有增。我们预计 2025-2027 年公司节能减排业务板块总营收分别为 90.8、99.5、113.6 亿元，毛利率分别为 18.8%、19.2%、19.5%；

**智能电动：**作为公司的核心成长板块，已进入订单集中释放期。其中，电驱轴类产品已为小米汽车等头部客户配套；与博世合作的第六代毫米波角雷达已量产并获多家主流主机厂定点，2026 年目标产销 300 万颗；座椅业务预计 2025 年产销超 20 万套。随着新能源渗透率提升+国产替代加速，订单持续释放驱动规模高增。我们预计 2025-2027 年智能电动业务收入分别为 20.7、28.0、37.3 亿元，毛利率分别为 10.1%、12.3%、14.6%；

**绿色氢能：**聚焦燃料电池核心零部件，公司已完成“制氢、储氢、用氢”全产业链前瞻布局，技术储备充足。该业务处于战略投入和市场导入期，未来伴随氢能商用车政策优化，有望打开长期成长空间。我们预计 2025-2027 绿色氢能业务收入分别为 1.2、1.3、1.4 亿元，毛利率分别为 2.6%、2.8%、3.0%；

**表10：公司营收及毛利率预测**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>节能减排板块</b>	91.5	90.8	90.8	99.5	113.6
YOY	-25.8%	-0.8%	0.1%	9.5%	14.2%
毛利率	19.1%	19.7%	18.8%	19.2%	19.5%
<b>智能电动板块</b>			20.7	28.0	37.3
YOY				35.2%	33.5%
毛利率			10.1%	12.3%	14.6%
<b>绿色氢能板块</b>			1.2	1.3	1.4
YOY				4%	14%
毛利率			2.6%	2.8%	3.0%
<b>工业及其他板块</b>	1.7	1.6	7.5	7.6	7.7
YOY	-58.0%	-5.8%	376.4%	1%	1%
毛利率	59.7%	65.8%	15%	14%	13%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2025 年工业及其他板块因 2024 年口径调整原因有所上涨）

## 4.2、估值与投资评级

综上，我们预计 2025-2027 年公司的营收分别为 120.2、136.3、160.0 亿元，归母净利润分别为 16.9、18.7、亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 14.4/13.1/11.4 倍。公司主营业务为发动机燃喷系统、后处理系统、进气系统、电驱系统零部件、热管理系统零部件等，考虑主业相似性，选取潍柴动力、银轮股份、艾可蓝、飞龙股份作为可比公司，根据 2026 年 3 月 6 日收盘价，公司 2025-2027 年 PE 低于可比公司平均，考虑到公司传统核心业务稳固，不乏结构性增长空间，且公司积极布局的智能电动等新兴业务放量在即，未来预期增速可观，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表11：公司 PE 估值低于可比公司平均 PE**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE(倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000338.SZ	潍柴动力	28.16	2,453.74	124.66	143.41	160.12	19.7	17.1	14.4
002126.SZ	银轮股份	54.31	459.30	9.80	12.92	16.11	46.9	35.5	25.6
300816.SZ	艾可蓝	69.12	55.30	0.97	1.29	1.60	-	42.9	33.0
002536.SZ	飞龙股份	36.47	209.62	4.07	5.49	6.74	51.6	38.2	29.2
可比公司平均 PE							39.4	33.4	27.4
000581.SZ	威孚高科	25.22	243.82	16.9	18.7	21.4	14.4	13.1	11.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2026/3/6，潍柴动力、银轮股份、艾可蓝、飞龙股份预测数据均来自 Wind 一致预测）

## 5、风险提示

**传统业务需求不及预期风险：**公司传统核心业务与汽车周期趋同。如果宏观经济修复放缓、基建与物流需求疲软等影响，下游行业发展受阻，可能导致传统业务收入下滑，拖累整体盈利水平；

**新兴业务拓展不及预期风险：**公司智能电动、氢能等新兴业务处于产能爬坡与市场拓展阶段，依赖技术研发迭代、客户订单落地及供应链协同。如果核心产品（毫米波雷达、汽车座椅等）量产进度延迟或订单释放不及预期，将影响增长曲线兑现；

**行业竞争与供应链不及预期风险：**汽车零部件行业竞争加剧，国产替代下行产能扩张与价格竞争压力凸显；同时，原材料价格波动、供应链不稳定可能推高生产成本，影响产品毛利率。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	13721	13308	15258	16742	18067
现金	2275	2247	2379	2744	3204
应收票据及应收账款	4003	3838	4440	5081	5969
其他应收款	920	931	0	458	239
预付账款	76	93	90	117	127
存货	2069	2309	2745	2950	3565
其他流动资产	4379	3891	5603	5392	4963
<b>非流动资产</b>	14360	15097	17179	19312	21340
长期投资	5948	7035	8979	11084	13100
固定资产	3970	4462	4288	4310	4543
无形资产	485	481	437	391	347
其他非流动资产	3958	3120	3475	3528	3350
<b>资产总计</b>	28081	28405	32437	36055	39407
<b>流动负债</b>	7143	7374	10561	13154	15026
短期借款	839	393	3288	4653	5509
应付票据及应付账款	5428	5914	6184	7621	8397
其他流动负债	876	1066	1089	879	1120
<b>非流动负债</b>	760	519	511	502	495
长期借款	300	100	81	74	66
其他非流动负债	460	419	430	428	429
<b>负债合计</b>	7903	7892	11073	13655	15521
少数股东权益	778	672	731	796	870
股本	1002	997	997	997	997
资本公积	3308	3264	3264	3264	3264
留存收益	15565	16033	16711	17482	18395
<b>归属母公司股东权益</b>	19400	19841	20633	21604	23016
<b>负债和股东权益</b>	28081	28405	32437	36055	39407

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1626	1582	765	1020	1199
净利润	1913	1717	1749	1933	2209
折旧摊销	610	675	570	622	704
财务费用	48	-56	-4	144	216
投资损失	-1702	-1535	-1681	-1656	-1654
营运资金变动	587	334	144	1	-245
其他经营现金流	169	447	-13	-24	-30
<b>投资活动现金流</b>	1211	149	-2410	-968	-651
资本支出	1114	1081	288	574	900
长期投资	-141	47	-1944	-2105	-2016
其他投资现金流	2466	1183	-178	1711	2265
<b>筹资活动现金流</b>	-3073	-2003	-970	-1100	-929
短期借款	-2765	-446	2895	1365	856
长期借款	62	-200	-19	-8	-8
普通股增加	-6	-5	0	0	0
资本公积增加	-90	-45	0	0	0
其他筹资现金流	-273	-1308	-3846	-2457	-1777
<b>现金净增加额</b>	-215	-305	-2614	-1049	-380

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	11093	11167	12017	13625	16004
营业成本	9239	9137	9985	11258	13142
营业税金及附加	64	60	63	71	87
营业费用	142	173	169	164	160
管理费用	612	727	835	818	880
研发费用	668	690	757	749	800
财务费用	48	-56	-4	144	216
资产减值损失	-331	-407	-227	-238	-266
其他收益	97	196	111	118	127
公允价值变动收益	10	-17	-17	-17	-17
投资净收益	1702	1535	1681	1656	1654
资产处置收益	128	10	31	35	41
<b>营业利润</b>	1922	1758	1796	1981	2264
营业外收入	17	4	4	4	4
营业外支出	4	5	11	7	7
<b>利润总额</b>	1934	1757	1790	1978	2261
所得税	21	40	41	45	52
<b>净利润</b>	1913	1717	1749	1933	2209
少数股东损益	76	58	59	65	74
<b>归属母公司净利润</b>	1837	1660	1690	1868	2135
EBITDA	2546	2408	2416	2743	3148
EPS(元)	1.90	1.72	1.75	1.93	2.21

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-12.9	0.7	7.6	13.4	17.5
营业利润(%)	958.0	-8.5	2.2	10.3	14.3
归属于母公司净利润(%)	1446.3	-9.7	1.8	10.5	14.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.7	18.2	16.9	17.4	17.9
净利率(%)	16.6	14.9	14.1	13.7	13.3
ROE(%)	9.5	8.4	8.2	8.6	9.2
ROIC(%)	9.1	8.1	7.4	7.8	8.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.1	27.8	34.1	37.9	39.4
净负债比率(%)	-3.7	-6.4	5.8	9.9	10.9
流动比率	1.9	1.8	1.4	1.3	1.2
速动比率	1.6	1.4	1.1	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.2	2.9	3.1	3.0	3.0
应付账款周转率	2.6	2.4	2.5	2.5	2.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.90	1.72	1.75	1.93	2.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.68	1.64	0.79	1.05	1.24
每股净资产(最新摊薄)	20.07	20.52	21.34	22.35	23.81
<b>估值比率</b>					
P/E	13.3	14.7	14.4	13.1	11.4
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.9	9.6	10.0	9.3	8.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn