

美德乐 (920119)

智能输送“小巨人”，锂电回暖+固态新技术助力公司高成长

买入 (首次)

2026年03月30日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书: S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

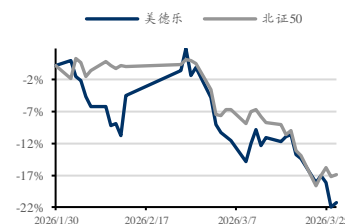
wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,009	1,138	1,369	1,708	2,206
同比(%)	(2.13)	12.73	20.35	24.74	29.14
归母净利润(百万元)	205.21	210.76	270.73	327.53	423.23
同比(%)	(7.77)	2.70	28.45	20.98	29.22
EPS-最新摊薄(元/股)	2.85	2.92	3.75	4.54	5.87
P/E(现价&最新摊薄)	34.19	33.29	25.92	21.42	16.58

投资要点

- **深耕智能物流装备，打造模块化输送系统标杆：**公司专注于智能制造装备的研发、设计、制造和销售，主要产品为模块化输送系统和工业组件，根据公司业绩快报，2025年公司实现营收13.69亿元，同比增长20.3%，营收增长趋势显著。公司凭借领先技术优势与高可靠性，毛利率行业领先，成本管控能力优异，盈利能力强劲，净利率居行业领先水平。2025Q1-3公司毛利率水平升至37.30%，销售净利率提升至21.20%。
- **智能物流装备市场持续景气，下游核心需求驱动强劲：**1) **智能物流装备市场步入快速发展期，规模增长态势显著。**根据中商产业研究院数据，预计到2027年中国智能物流装备市场规模将增长至1920.2亿元，2023-2027年期间年复合增长率可达17.60%。2) **下游核心领域需求旺盛，持续驱动市场扩张。**我国锂电池出货量增长迅速，2025年同比增速达到59.57%，2025年锂电行业回暖，我们预计2026年有望恢复高增；固态电池产业落地在即，我们预测2027-2030年，固态电池出货量将从1GWh增至100GWh，市场空间广阔；我国汽车零部件制造企业收入规模呈现稳步增长趋势，智能输送需求同步增长；2025年我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长7.4%，呈现稳步增长态势。
- **领先技术与产品构建龙头地位，扩产满足市场高增需求：**1) **产品高稳可靠，技术指标领先。**公司自主研发掌握了覆盖各个环节的核心技术体系，技术指标领先。2) **前瞻布局磁驱技术，持续推出创新产品。**公司混合动力输送系统与磁驱输送系统较智控轮输送系统有明显提升，两种系统性能契合固态电池发展，有望伴随固态电池需求增长实现批量应用。3) **市场先入优势显著，高精度输送领域市占率领先。**2024年公司产品在高精度输送领域市占率30.19%-43.61%，龙头地位优势显著。4) **客户资源丰富，紧密合作优质大客户。**公司拥有优质稳定的客户资源，其中比亚迪、宁德时代、先导智能、博众精工等均为公司重要大客户。5) **公司在手订单充足，募资扩产助力业绩成长。**公司在手订单充足，但产能已接近饱和，因此公司募资进行产能扩张，助力公司业绩成长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2025/2026/2027年归母净利润分别为2.71/3.28/4.23亿元，同比增长28.45%/20.98%/29.22%。公司作为智能输送系统领域的“小巨人”企业，技术积淀深厚、产品布局前瞻、客户资源优质。同时，受益于智能物流装备市场高景气及锂电、汽车电子等下游需求多点开花，叠加固态电池产业化催生的新增量。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游行业需求波动风险、客户集中度较高风险、技术风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	86.02
一年最低/最高价	83.92/142.65
市净率(倍)	3.94
流通A股市值(百万元)	1,632.38
总市值(百万元)	6,204.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.83
资产负债率(% ,LF)	52.71
总股本(百万股)	72.12
流通A股(百万股)	18.98

相关研究

内容目录

1. 深耕智能物流装备，打造模块化输送系统标杆	4
1.1. 专注智能输送装备，助力制造业智能化转型	4
1.2. 公司股权集中，治理体系清晰	4
1.3. 管理层积淀深厚，技术与管理经验复合	5
1.4. 产品以模块化输送系统和工业组件为主，应用场景多元化	6
1.4.1. 模块化输送系统	7
1.4.2. 工业组件	8
1.5. 营收增长动能强劲，盈利能力保持领先水平	9
2. 智能物流装备市场持续景气，下游核心需求驱动强劲	14
2.1. 智能物流装备市场步入快速发展期，规模增长态势显著	14
2.2. 下游核心领域需求旺盛，持续驱动市场扩张	16
2.2.1. 锂电行业有望恢复高增，固态电池带动需求	16
2.2.2. 汽车零部件市场稳步扩容，智能输送需求同步增长	17
2.2.3. 电子产业发展迅速，市场规模持续增长	17
3. 领先技术与产品构建龙头地位，扩产满足市场高增需求	19
3.1. 产品高稳可靠，技术指标领先	19
3.2. 前瞻布局磁驱技术，持续推出创新产品	19
3.3. 高精度输送领域市占率领先，龙头地位显著	21
3.4. 客户资源丰富，紧密合作优质大客户	22
3.5. 公司在手订单充足，募资扩产助力业绩成长	22
4. 盈利预测与投资建议	24
4.1. 盈利拆分	24
4.2. 盈利预测及投资评级	25
5. 风险提示	27

图表目录

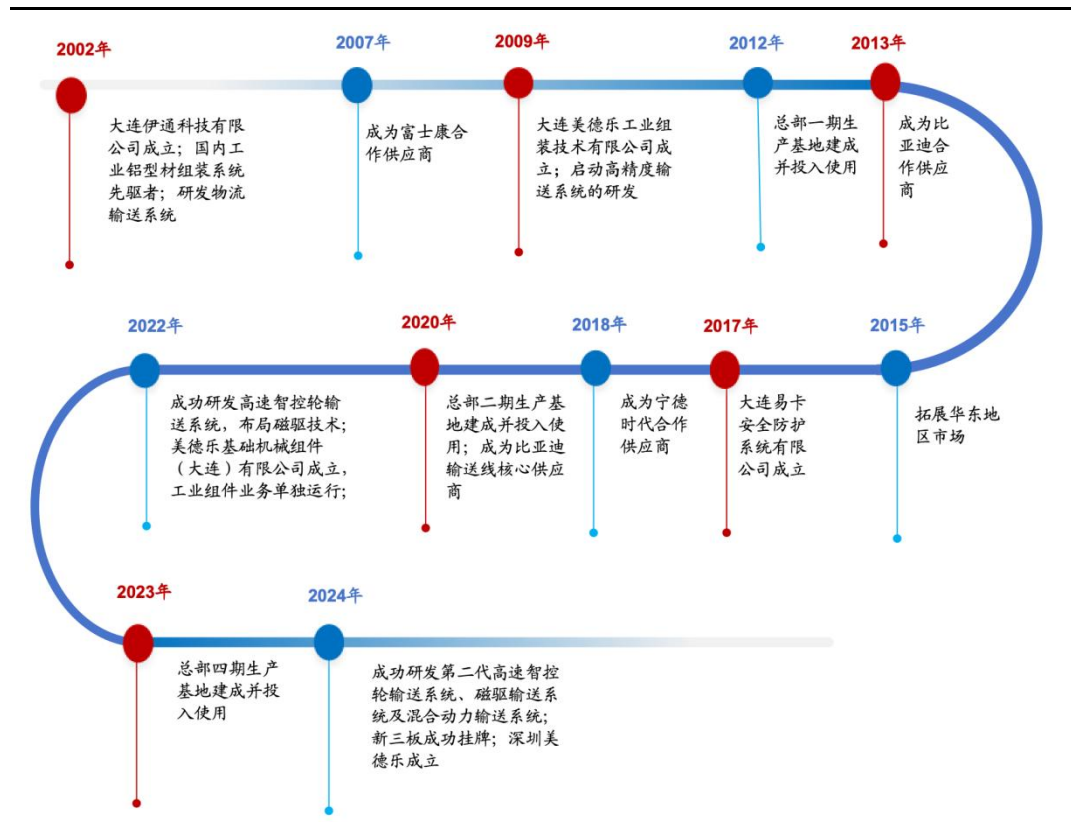
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构 (截至 2026 年 3 月 22 日)	5
图 3:	公司核心管理层背景介绍.....	6
图 4:	公司产品应用领域.....	7
图 5:	公司模块化输送系统产品介绍.....	8
图 6:	公司工业组件产品介绍.....	9
图 7:	2022-2025 公司营业收入及同比增速	10
图 8:	2022-2025 公司归母净利润及同比增速	10
图 9:	2022-2025H1 同行业可比公司营业收入同比	10
图 10:	2022-2025H1 同行业可比公司毛利率	10
图 11:	2022-2025H1 公司各业务营业收入占比.....	11
图 12:	2022-2025Q3 公司盈利情况	11
图 13:	2022-2025H1 公司各业务毛利率情况	11
图 14:	2022-2025Q3 公司销售净利率 (%)	12
图 15:	2022-2025Q3 公司资产负债率 (%)	12
图 16:	2022-2025Q3 公司费用率情况	12
图 17:	2022-2025Q3 行业可比公司期间费用率 (%)	13
图 18:	公司部分主要原材料平均采购价格变动情况.....	13
图 19:	智能制造装备产业链.....	14
图 20:	智能物流装备应用场景.....	15
图 21:	中国智能物流装备市场规模.....	15
图 22:	2018-2025 中国锂电池出货量	16
图 23:	中国锂电设备市场规模.....	16
图 24:	固态电池出货量预测.....	17
图 25:	中国汽车零部件制造企业收入规模 (万亿元)	17
图 26:	中国电子信息制造业营业收入.....	18
图 27:	公司智能输送系统在新能源电池生产各环节的应用.....	19
图 28:	四种输送系统特性对比表.....	20
图 29:	公司 IMTS 智能磁驱输送系统产品示意图	20
图 30:	公司混合动力系统产品示意图.....	21
图 31:	2024 年公司市场占有率测算.....	21
图 32:	公司主要客户	22
图 33:	公司募投项目	23
图 34:	盈利拆分.....	25
图 35:	可比公司估值 (截至 2026 年 3 月 26 日)	26

1. 深耕智能物流装备，打造模块化输送系统标杆

1.1. 专注智能输送装备，助力制造业智能化转型

公司始终深耕智能制造装备领域，致力于成为全球工业自动化输送系统领航者。公司正式成立于2009年，前身可追溯至2002年，是国内领先的智能输送系统供应商，主营智能制造装备的研发、设计、制造和销售业务，主要产品为模块化输送系统和工业组件。公司自成立以来，始终坚持专业、专注、精益求精的经营理念。经过近20年的行业深耕及技术积累，公司针对下游不同行业产品生产的特点及需求，基于模块化设计理念形成了从工业组件到输送系统的产品体系，产品能够满足下游众多行业在生产制造和仓储物流过程中对于输送系统智能化、精密化、柔性化的需求，服务于我国制造业企业智能化转型升级。公司以成为世界一流的智能制造装备供应商为目标，致力于为客户提供以智能制造装备为核心的智能制造系统解决方案，助力制造业企业提升生产自动化、信息化、智能化水平，为实现国家制造强国、科技强国的发展战略贡献力量。2026年1月30日，公司正式登陆北交所。

图1：公司发展历程



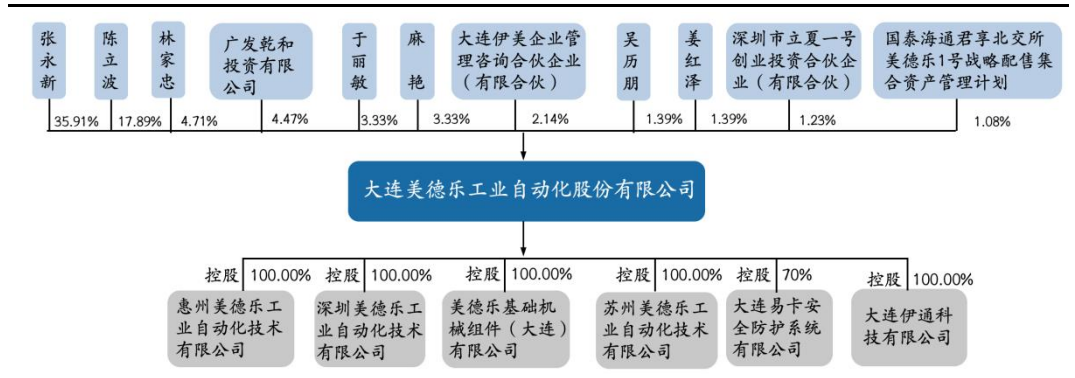
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权集中，治理体系清晰

公司股权结构集中清晰，实际控制人对公司拥有稳定的控制权。公司第一大股东张永新直接持有并控制美德乐35.91%的股份，且担任公司的董事长、总经理，为控股股东、

实际控制人。除实际控制人外，陈立波、林家忠、于丽敏、麻艳等自然人股东亦持有公司部分股份，同时引入广发乾和投资有限公司等外部投资机构，股权结构兼具稳定性与多元化。公司通过全资或控股方式控制多家子公司，形成了覆盖全国多个区域的业务布局。

图2: 公司股权结构 (截至 2026 年 3 月 22 日)



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

1.3. 管理层积淀深厚，技术与管理经验复合

公司核心管理层行业积淀深厚，兼具技术专长与管理经验，形成多元互补的专业团队。公司核心成员深耕行业数十年，既有从基层成长起来、具备丰富生产管理经验的资深管理者，也有技术研发背景出身、主导产品创新的专业人才。同时，团队在财务管理和资本运作方面亦配置了经验丰富的专业人士，分工明确、协作高效。

图3: 公司核心管理层背景介绍

姓名	职位	履历
张永新	董事长、总经理	张永新先生, 1970年3月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 上海交通大学起重运输与工程机械专业本科学历; 1993年9月至1994年7月就职于大连港大窑湾港务公司, 任工程师; 1994年8月至1997年6月就职于朝阳(大连)综合物流有限公司, 任业务员; 1997年7月至1999年5月就职于卡尔玛太平洋有限公司大连办事处, 任销售经理; 1999年6月至2002年6月就职于大连国腾机械有限公司, 历任销售经理、总经理; 2002年7月、2009年7月先后创立大连伊通、美德乐有限, 历任执行董事、总经理、董事长; 2022年12月至今任大连美德乐工业自动化股份有限公司董事长、总经理。
林家忠	副总经理	林家忠先生, 1968年7月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 初中学历; 1988年8月至2000年5月就职于大连水泵厂, 任车间主管; 2000年6月至2002年9月就职于大连市沙河口区康华机械加工厂, 任副总经理; 2002年10月至2010年6月就职于大连伊通, 任副总经理; 2010年7月至2022年11月就职于美德乐有限, 任副总经理, 2021年8月至2022年11月兼任董事; 2022年12月至今任大连美德乐工业自动化股份有限公司董事、副总经理。
梁鑫业	副总经理	梁鑫业先生, 1982年7月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 哈尔滨理工大学化学工程与工艺专业本科学历; 2006年7月至2009年1月就职于连云港珂司克化工有限公司, 任车间主管; 2009年5月至2015年4月就职于阿蒙森渔具(大连)有限公司, 任产品开发经理; 2015年9月至2022年11月就职于美德乐有限, 历任工程师、技术主管、研发主管、副总经理; 2022年12月至今任大连美德乐工业自动化股份有限公司副总经理。
石林飞	财务总监	石林飞先生, 1987年10月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 东北石油大学会计学专业本科学历, 中级会计师; 2010年7月至2012年12月就职于中国石油天然气第七建设有限公司, 任会计; 2013年1月至2019年11月就职于中国石油工程建设有限公司澳大利亚子公司, 历任会计、核算总监; 2020年1月至2022年5月就职于大连益大精密橡胶制品有限公司, 任财务经理; 2022年6月就职于大连伊通, 任财务经理; 2022年7月至2022年11月就职于美德乐有限, 任财务经理; 2022年12月至今任大连美德乐工业自动化股份有限公司财务总监。
任彤	董事会秘书	任彤先生, 1971年4月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 沈阳工业大学焊接工艺及设备专业本科学历, 企业人力资源管理师; 1988年9月至2004年10月先后于辽宁试验设备厂、沈阳北方商用技术设备股份有限公司、沈阳第一冷冻机有限公司从事质量管理、人力资源管理等工作; 2004年11月至2008年3月就职于大连智云机床辅机有限公司, 历任企业管理部经理、总经理助理; 2008年4月至2022年7月就职于大连智云自动化装备股份有限公司, 历任董事会秘书、董事、副总经理、行政委员会主任; 2022年8月至2022年11月就职于美德乐有限, 任董事会秘书; 2022年12月至今任大连美德乐工业自动化股份有限公司董事会秘书。

数据来源: iFind, 东吴证券研究所

1.4. 产品以模块化输送系统和工业组件为主, 应用场景多元化

公司深耕智能输送领域, 以模块化系统与工业组件为核心, 为新能源、汽车等行业智能工厂提供高难度、定制化的产线及仓储解决方案。公司主要产品包括模块化输送系统和工业组件, 重点服务于制造企业智能工厂的自动化产线建设及配套仓储。公司致力于为众多行业提供智能输送解决方案, 为客户提供安全、精准高效以及高性价比的产品。

产品系列有 IMTS 智能磁驱传输系统、高速智控轮输送系统、托盘输送系统、物流输送系统、柔性链输送系统、基础机械组件、防护围栏系统。相关产品的设计、制造紧密结合行业生产的特点及需求，具有设计难度大、定制化程度高、专业性强的特点，在新能源、汽车零部件、3c 电子等行业的企业核心生产工艺环节的智能制造产线中得到广泛应用。

图4: 公司产品应用领域



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

1.4.1. 模块化输送系统

公司高精度与通用两大输送系统，分别应用于下游核心工艺与仓储物流场景。公司模块化输送系统产品根据定位精度和应用场景可分为高精度输送系统和通用输送系统。公司输送系统产品的销售和生产通常以项目制形式开展，公司根据客户项目需求优选设备及组件组合形成项目方案，具体项目中可能涉及多种类型的产品组合。其中，公司的高精度输送系统通过输送控制装置、升降定位机构、位置检测及运动控制算法等多种方式实现对输送物料的高精度定位。该系统以铝合金型材作为主要结构，因其高精度、轻量化、模块化、柔性化的特点，在新能源、汽车零部件、电子等行业企业核心生产工艺环节的智能制造产线中得到广泛应用。公司的通用输送系统将皮带输送机、辊筒输送机、移载机、提升机等多种机型灵活组合实现对物料的输送，其负载大、成本低的特点，在生产企业的部分生产工艺环节、包装分拣环节、原材料库、线边库、成品库、物流中心及仓储物流企业中得到广泛应用。

图5: 公司模块化输送系统产品介绍

产品类别	产品类型	示意图	产品介绍
高精度输送系统	高速智控轮输送系统		采用包胶辊轮作为输送介质，通过运动控制算法，以分段启停的输送方式实现对托盘的精确输送，具有高速度、高精度、高洁净度、低能耗、无碰撞等优点，适合输送精密、易震动损伤的物料，如新能源电芯、电子产品等。
	轻载摩擦带输送系统		采用齿形带、片基带作为输送介质，以连续运行并可堆积等待的输送方式实现对托盘的精确输送，具有高效率、低噪音、高经济性等优点，适合输送重量较轻、尺寸较小的物料，如新能源电芯、电子产品等。
	中载积放链输送系统		采用倍速链作为输送介质，以连续运行并可堆积等待的输送方式实现对托盘的精确输送，具有坚固耐用、易于维护等优点，适合输送中重型、较大尺寸的物料，如汽车零部件、电池模组、电机等。
	重载积放辊输送系统		采用辊子、辊筒等作为输送介质，以连续运行并可堆积等待的输送方式实现对托盘的精确输送，具有高效能、低维护等优点，适合输送重型、大型物料，如电池模组、电池 PACK、汽车发动机、变速箱等。
	磁驱输送系统		以磁驱动子作为输送介质，利用电磁学原理，实现对托盘的无接触输送，具有高速度、高精度、高洁净度、高柔性等优点，可广泛应用于新能源、电子、医疗等领域。
	混合动力输送系统		创新性的结合了线性电磁驱动技术与旋转电机驱动技术，兼具高速度、高精度、高洁净度、柔性及低能耗、低成本等优点，可广泛应用于新能源、汽车零部件、电子等领域。
通用输送系统	件箱输送系统		由皮带输送机、辊筒输送机、转向轮输送机、顶升移载机等输送、分拣设备组成，通过件箱承载实现中轻量物料的快速输送
	托盘输送系统		由辊筒输送机、链式输送机、顶升移载机、拆码盘机等输送、分拣设备组成，通过大型托盘承载实现重型物料的输送

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.4.2. 工业组件

公司工业组件以自产核心零部件为主，兼具定制化与成本效率优势。公司工业组件产品主要可分为输送设备核心零部件和工业基础组件。公司具备输送控制组件、工装托盘、辊筒等输送设备核心零部件的生产能力，相关产品主要应用于公司自产输送设备中，亦有部分向终端客户、集成商或其他输送设备制造商进行销售。公司通过自产输送设备核心零部件能够更好地满足输送系统产品的定制化设计需求，同时降低产品生产成本，保证产品一致性，提升产品设计、制造的效率、质量及灵活性。

图6: 公司工业组件产品介绍

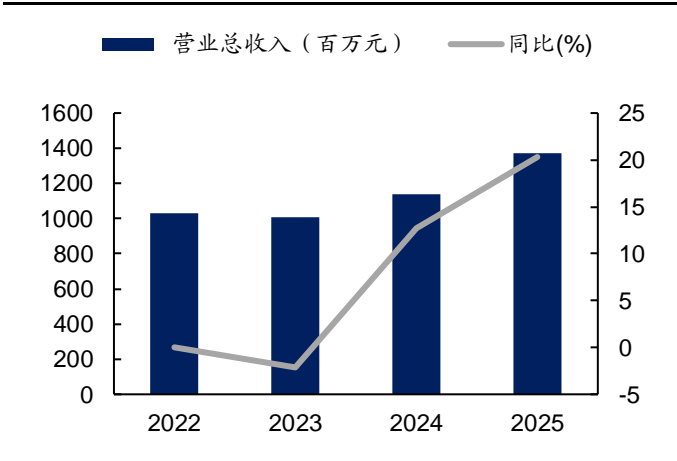
产品类别	产品类型	示意图	产品介绍
输送设备 核心零部件	输送控制组件		包括挡停器、缓冲器、止回器等部件，用于在输送系统中控制工装托盘的停止、通过、分隔和定位
	工装托盘		是用于承托物料的载具，生产物料可以在工装托盘上进行加工或装配，通过输送控制组件精准定位至各生产工位
	辊筒		可分为无动力输送辊筒、动力输送辊筒、可调积放动力输送辊筒、锥型输送辊筒等，是输送设备的主要输送介质之一
工业基础 组件	框架铝型材		包括铝型材、紧固件和连接件等，可以快速组装成各类所需的结构形式，用于搭建工业自动化设备结构
	防护围栏		包括以钢丝面板、钢板面板、亚克力面板为主的钢制防护围栏、铝合金型材防护围栏、钣金弧焊房以及周边附属防护产品等，用于实现设备隔离、区域划分和安全防护等功能
	踏步及走台系统		包括自动化生产线过线梯、跨线梯和走台等，用于搭建各生产工序之间的人员通道

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.5. 营收增长动能强劲，盈利能力保持领先水平

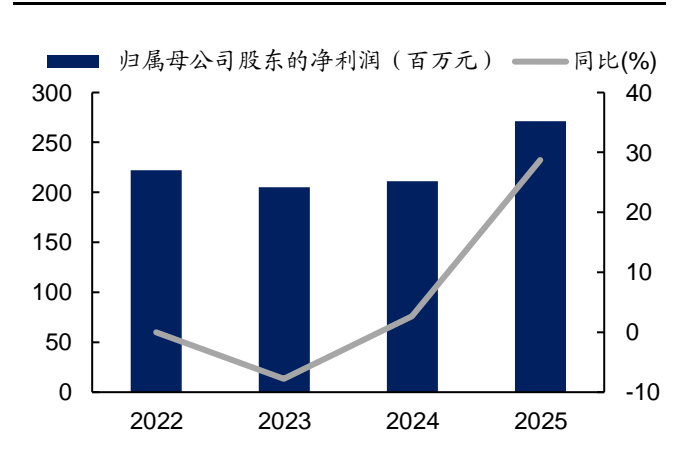
公司近两年来营收净利润实现快速增长，盈利能力持续增强。2022年至2024年，公司分别实现营业收入10.30亿元、10.09亿元、11.38亿元。根据公司披露的未经审计业绩快报，2025年实现营收13.69亿元，同比增长20.31%，增长势头强劲，营收规模持续扩大，增速呈现加快趋势。归母净利润方面，2022—2024年分别为2.23亿元、2.05亿元、2.11亿元，2023年虽经历短暂调整，但2024年迅速回升，同比增长2.70%。根据未经审计的业绩快报，2025年归母净利润达2.71亿元，同比增幅扩大至28.74%，净利润增速显著提升，盈利增长动能持续释放。

图7: 2022-2025 公司营业收入及同比增速



数据来源: iFinD, 公司业绩快报, 东吴证券研究所

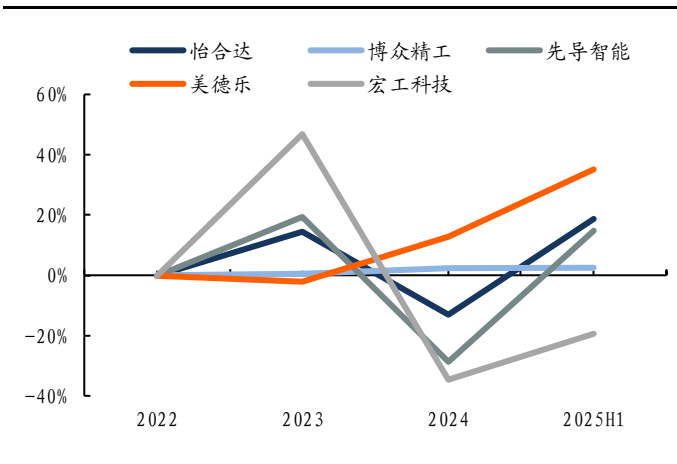
图8: 2022-2025 公司归母净利润及同比增速



数据来源: iFinD, 公司业绩快报, 东吴证券研究所

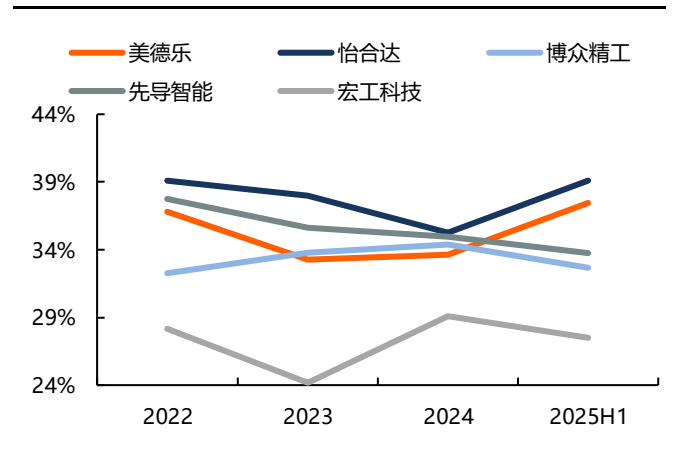
同行业可比公司中, 公司营收和盈利能力增长水平保持行业领先水平。2022 年至 2024 年怡合达、博众精工、先导智能及宏工科技营业收入复合增长率分别为-0.21%、1.47%、-7.76%、-2.03%, 而公司同期营业收入复合增长率高达 5.04%, 显著优于同行业可比公司。在 2025 年上半年公司营收同比高达 35.13%, 也远超其可比公司。近两年, 公司毛利率呈现增长态势, 盈利能力持续强化, 进一步巩固了在产业链中的领先优势。

图9: 2022-2025H1 同行业可比公司营业收入同比



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图10: 2022-2025H1 同行业可比公司毛利率

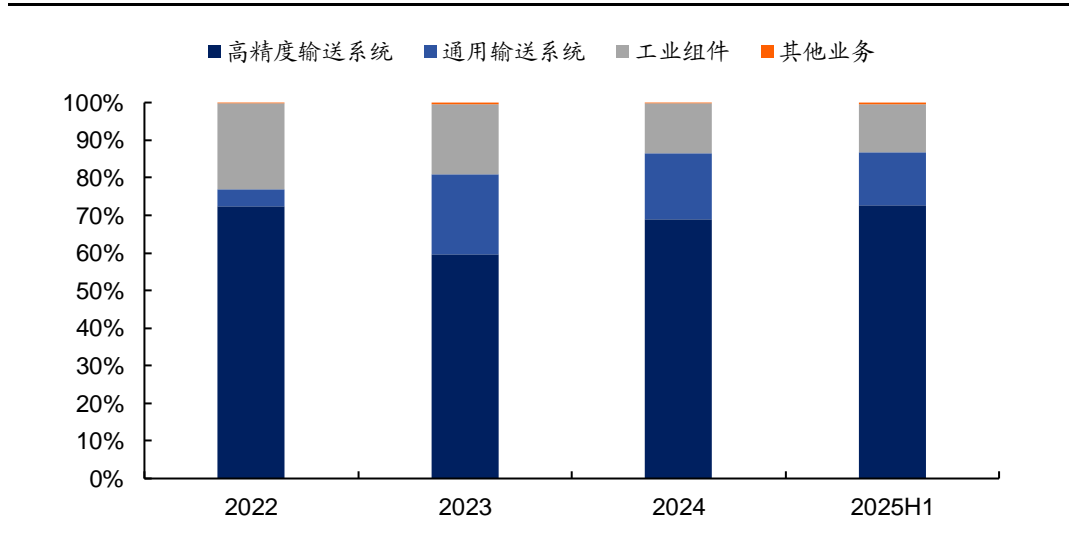


数据来源: iFinD, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司主营业务结构以高精度输送系统为核心, 通用输送系统及工业组件业务形成多元支撑。2022-2025H1 公司高精度输送系统产品收入分别为 7.45、6.01、7.85、5.17 亿元, 占主营业务收入的比例分别为 72.28%、59.56%、68.99%、48.95%。2023 年公司高精度输送系统收入有所下降, 主要系公司主要客户比亚迪前期快速扩张产能后扩产节奏有所放缓、向公司采购量减少导致。2024 年度公司高精度输送系统产品收入增长, 主要系公司持续拓展新能源汽车行业客户, 来自先导智能、海目星等主要客户的项目陆续验收导致。2025 年 1-6 月新能源等行业市场需求增长, 主要客户加大投资扩产力度, 公司

高精度输送系统产品收入较 2024 年 1-6 月实现同比增长。公司通用输送系统产品 2023 年收入有所增加,主要系公司开拓通用输送系统业务效果显现,相关项目陆续验收导致。2022-2025H1 公司工业组件产品收入变化主要系客户需求波动导致。

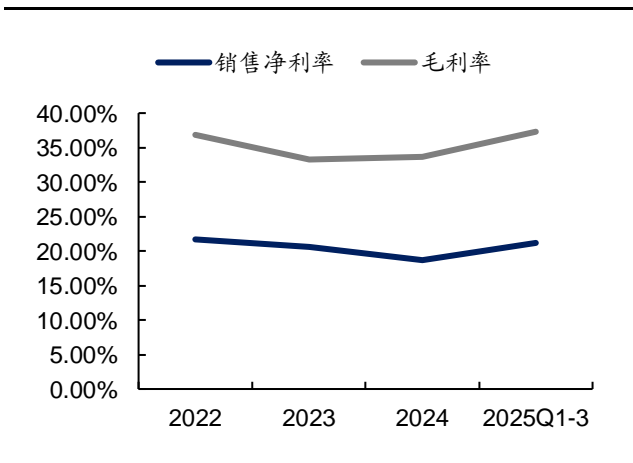
图11: 2022-2025H1 公司各业务营业收入占比



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

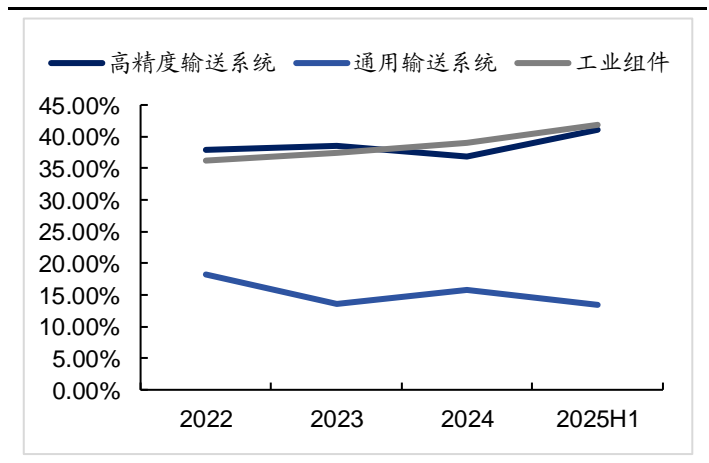
公司整体盈利能力保持较高水平,不同业务板块毛利率呈现分化。受产品结构、原材料价格、销售客户等因素影响,公司毛利率呈现一定幅度的波动,但总体保持稳定。2025 前三季度,公司毛利率升至 37.30%,销售净利率提升至 21.20%。分业务看,核心主业优势强化,部分业务承压,盈利能力整体稳健。其中高精度输送系统及工业组件产品分项均保持较高的毛利率水平。高精度输送系统 2025H1 进一步提升至 41.08%。工业组件产品毛利率则持续上升,2025H1 升至 41.86%。通用输送系统毛利率则有所下滑,2025H1 为 13.42%。

图12: 2022-2025Q3 公司盈利情况



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图13: 2022-2025H1 公司各业务毛利率情况

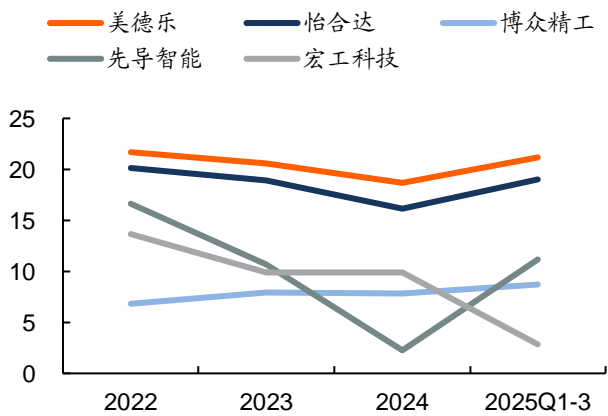


数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

净利率稳居行业榜首,资产负债率持续优化。从 2022 年至 2025 年第三季度的数据

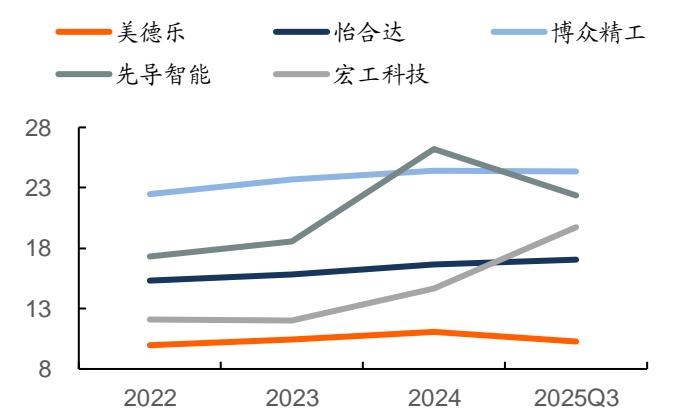
来看，公司净利率水平在可比公司中持续处于领先地位，展现出极强的盈利能力。2025年前三季度，美德乐销售净利率为 21.20%，排名第二的怡合达为 18.99%，美德乐高出约 2.2 个百分点。公司资产负债率近年来有所下降，由 2022 年的 70.18% 下降至 2025 年三季度 52.71%，偿债能力持续向优，财务风险显著降低。2022 年美德乐与先导智能、宏工科技同属偏高杠杆区间，但经过持续降杠杆，目前其负债水平已显著低于这两家主要竞争对手，有效释放了资产负债表压力，为未来应对行业周期波动储备了更充裕的财务弹性。

图14: 2022-2025Q3 公司销售净利率 (%)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

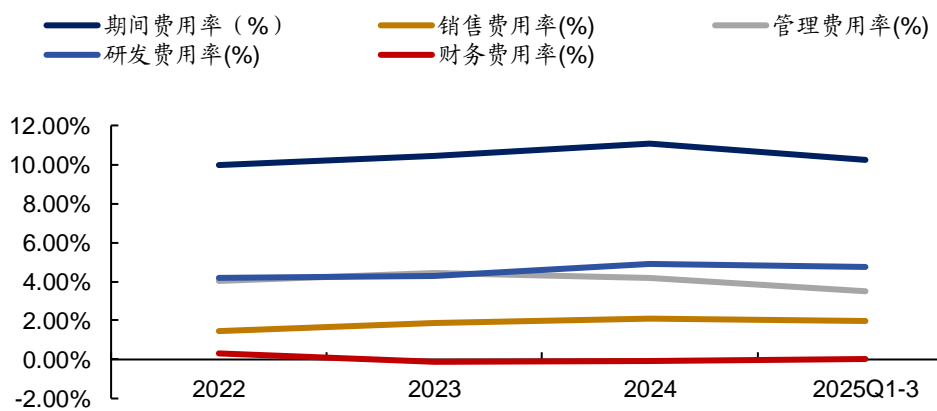
图15: 2022-2025Q3 公司资产负债率 (%)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

公司各项费用率总体保持稳健。整体期间费用率保持稳定，2022~2025Q1-3 分别为 9.97%、10.46%、11.07%、10.24%。其中管理费用率维持在 3.5% 以上，研发费用规模在 2024 年小幅上涨，2022~2025Q1-3 研发费用率分别为 4.18%、4.26%、4.90%、4.74%，维持在 4% 以上。

图16: 2022-2025Q3 公司费用率情况

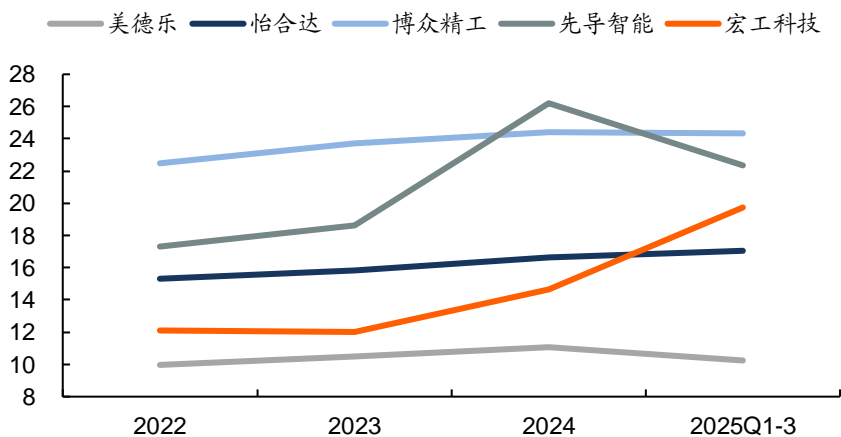


数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

公司费用率低，费用管控能力卓越。横向对比来看，美德乐的费用率优势极为明显。

2022年至2025年前三季度，美德乐的期间费用率始终维持在10%左右，而同期可比公司的费用率普遍处于高位，其中，怡合达费用率从15.32%持续上升至17.05%，博众精工费用率常年保持高位，先导智能费用率从17.31%攀升至22.34%，宏工科技费用率也从12.08%大幅增长至19.74%。在行业整体费用压力上升的背景下，美德乐依然能够维持较低且稳定的费用率，充分体现了其卓越的成本控制能力与经营效率。

图17: 2022-2025Q3 行业可比公司期间费用率 (%)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

公司主要原材料采购价格持续下降，成本控制能力突出。公司主要原材料平均采购价格下降，其中电机减速机的平均采购单价由2022年的1083.62元/台，降至2025年上半年的557.30元/台，降幅显著。这一方面得益于国产电机减速机逐渐得到下游客户认可，公司在满足技术要求的基础上降低了价格较高的国外品牌电机减速机的采购占比。另一方面，公司高速智控轮输送系统等创新产品采用多个无刷减速电机实现分段启停控制，与原有产品相比使用的电机减速机数量增加，但单价明显降低，整体成本得到有效优化。这充分体现了公司高精度等先进产品的技术水平领先，各类产品成本控制能力强，也进一步印证了公司强劲的盈利能力。

图18: 公司部分主要原材料平均采购价格变动情况

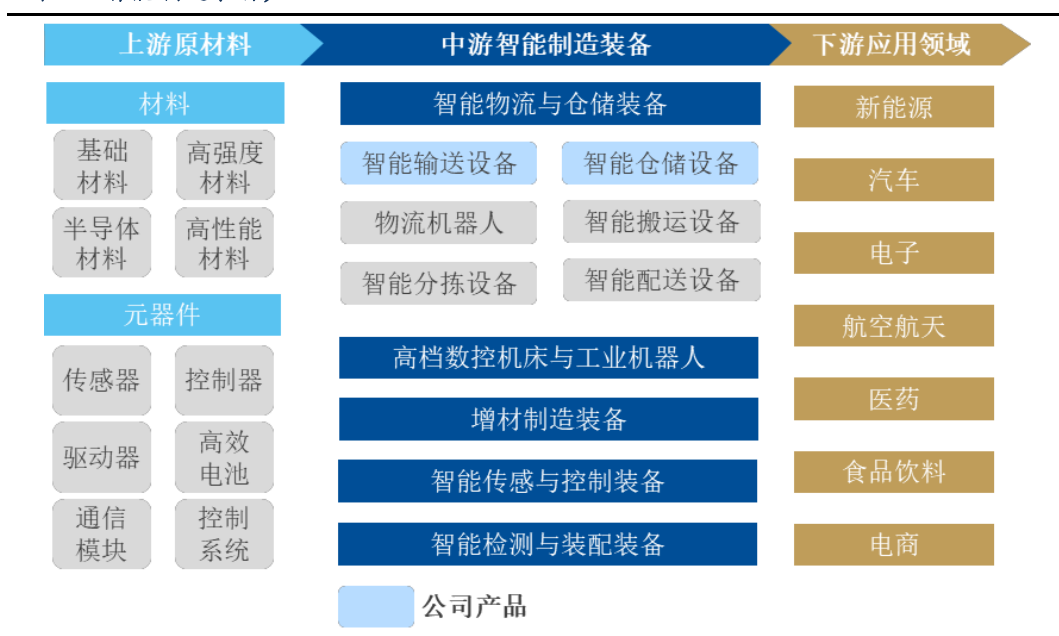
原材料类别	主要原材料名称	2022	2023	2024	2025 H1
零部件	车昆筒 (元/件)	553.71	553.14	548.33	554.59
金属材料	铝材 (元/kg)	22.39	20.77	21.32	21.51
金属材料	钢材 (元/kg)	6.12	5.86	5.02	4.68
电机减速机	电机减速机 (元/台)	1,083.62	820.29	680.65	557.30
气动和电气元件	气缸 (元/台)	267.49	247.83	227.10	192.97

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2. 智能物流装备市场持续景气，下游核心需求驱动强劲

公司处于智能制造装备产业链中游，主营模块化输送系统及工业组件。智能制造装备产业链涵盖上游的原材料、中游的装备制造以及下游的装备应用。产业链上游以基础材料和高性能元器件为主；中游涉及环节众多，主要装备类型可划分为高档数控机床与工业机器人、增材制造装备、智能传感与控制装备、智能检测与装配装备、智能物流与仓储装备五类关键技术装备；下游装备应用广泛覆盖各类制造行业，以新能源、汽车、电子、航空航天、医药、食品饮料等领域为代表。公司处于智能制造装备产业链中游，主要从事智能制造装备的研发、设计、制造和销售业务，主要产品为模块化输送系统和工业组件，广泛应用于新能源、汽车零部件、电子等下游行业。

图19：智能制造装备产业链



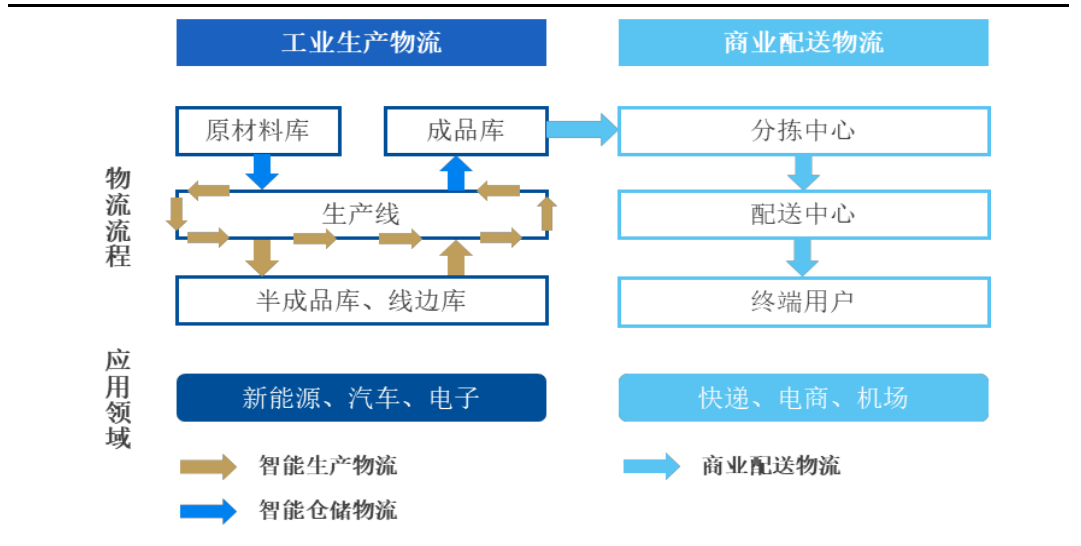
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.1. 智能物流装备市场步入快速发展期，规模增长态势显著

智能物流装备市场产业链结构清晰，中游制造环节涵盖智能输送、仓储、分拣、搬运等多元产品，下游应用已广泛渗透工业生产物流与商业配送物流两大领域。智能物流是物品从供应方向需求方智能移动的过程，包括智能包装、智能装卸、智能仓储、智能运输、智能配送、加工和处理等六项基本活动。智能物流相比传统物流更加注重实现货物流动状态的实时显示、全程监控。智能物流装备的应用场景主要包括工业生产物流、商业配送物流两大领域。工业生产物流包括工厂内部原材料、半成品在仓库的存储、在各车间之间的运输、在生产线上各工序之间的输送。智能物流装备在工业生产物流系统中需确保物料在生产及仓储过程中得到准时和精确配送，进而提高制造业企业的产线生产效率、车间物流管理水平及仓储管理能力，实现工厂自动化。智能商业配送物流则侧重

工厂、商户和消费者之间的连接，更注重商品的存储、分拣和配送。智能物流装备市场产业链中游为公司所在的智能物流装备制造行业，具体产品可分为智能输送设备、智能仓储设备、智能分拣装备、智能搬运设备、物流机器人、智能配送设备等。公司产品覆盖其中的智能输送设备、智能仓储设备。

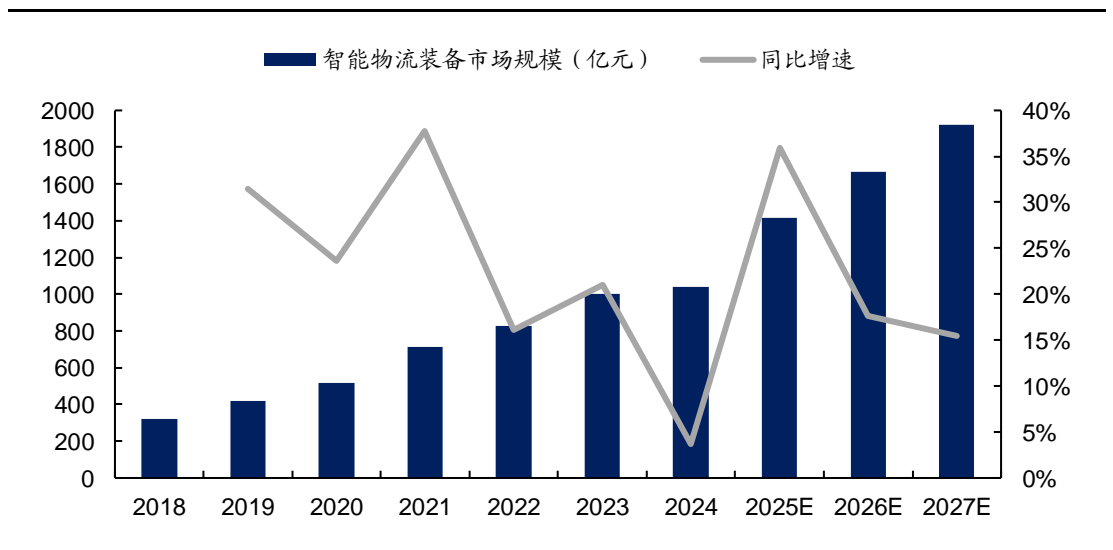
图20: 智能物流装备应用场景



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

中国智能物流装备市场规模持续扩容，增长态势显著。根据中商产业研究院数据，2018-2023年中国智能物流装备市场规模从319.2亿元增长至1003.9亿元，年复合增长率约为25.76%。未来随着物流智能化技术的进一步发展以及工业智能化的全面推广，中商产业研究院预计到2027年中国智能物流装备市场规模将增长至1920.2亿元，2023-2027年期间年复合增长率可达17.60%。

图21: 中国智能物流装备市场规模



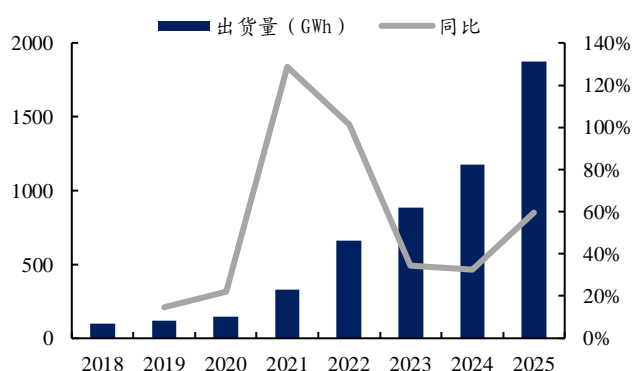
数据来源: 中商产业研究院, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.2. 下游核心领域需求旺盛，持续驱动市场扩张

2.2.1. 锂电行业有望恢复高增，固态电池带动需求

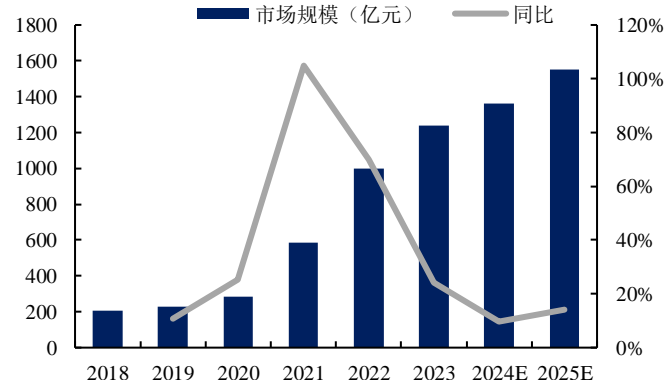
锂电池需求持续旺盛，2026年有望恢复高增长，带动上游锂电设备市场扩容。锂电池作为一种新型的储能介质，凭借能量密度高、循环寿命长、自放电率小、无记忆效应、绿色环保等良好特性，近年来在诸多行业领域实现了商业化、规模化应用。根据高工产研数据，中国锂电池出货量从2018年的102GWh增长至2025年的1875GWh，其中2025年同比增速达到59.57%。下游需求的持续放量直接拉动锂电制造设备市场规模的增长，2023年我国锂电设备市场规模达1240亿元，2018年至2023年复合增长率高达43.05%。高工产业研究院预计2023-2025年，锂电设备市场规模将稳定在千亿以上，2025年有望突破1500亿元。同时，2025年锂电行业回暖，我们预计2026年有望恢复高增长态势。作为智能物流装备的重要下游领域，锂电池行业的持续高景气将为公司输送系统等核心产品提供广阔市场空间。

图22: 2018-2025 中国锂电池出货量



数据来源：高工产研，公司招股说明书，东吴证券研究所

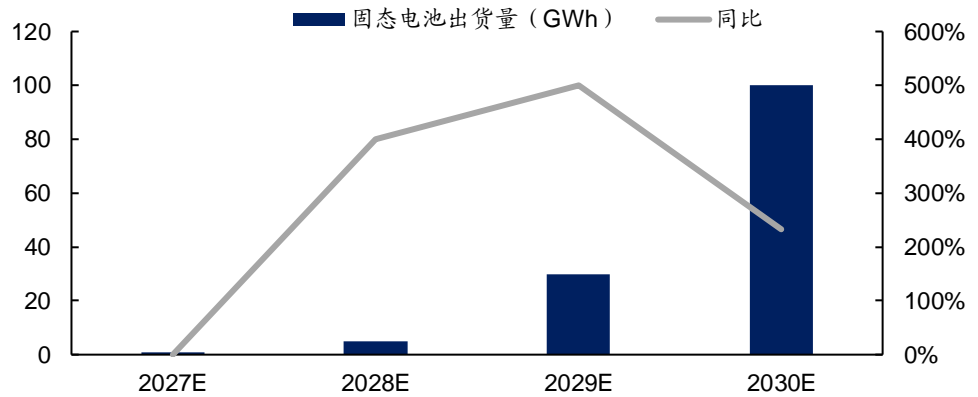
图23: 中国锂电设备市场规模



数据来源：高工产研，公司招股说明书，东吴证券研究所

固态电池产业落地在即有望保障下游中远期需求增长。固态电池，即使用固态电解质的电池，是一种新型电池技术。相对于传统电池，固态电池具有高能量密度、高安全性、循环寿命长等优点。凭借能量密度、安全性与循环寿命的多维性能跃迁，固态电池已确立为下一代动力电池技术范式迭代的核心方向。固态电池在国家大力支持下，近半年产业链发展迅速。2025年至2027年，产业基数较低，但增长速度较快。2025年底前小试完毕+车规级电芯下线，2026年进入中试线优化与样车试路阶段，2027年实现小规模量产并启动装车商业化示范性运营，并逐渐细分场景小规模应用。展望2030年，固态电池有望实现大规模商业化。根据SMM预测，到2030年全球锂离子电池需求量将达到约2800GWh，全固态电池渗透率有望达4%左右。我们预计2030年固态电池出货量将增至100GWh，市场空间广阔。

图24: 固态电池出货量预测

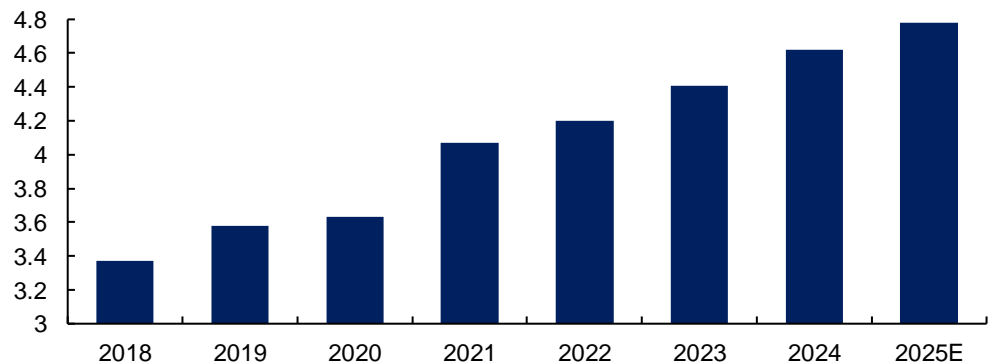


数据来源: 东吴证券研究所预测

2.2.2. 汽车零部件市场稳步扩容，智能输送需求同步增长

汽车零部件行业稳步增长，进而推动了对智能生产线和智能输送系统的需求增长。在我国汽车产销量规模持续扩大、新能源汽车市场渗透率持续提升的背景下，近年来我国汽车零部件行业凭借着规模优势以及在新能源领域的先发优势实现了快速发展。根据中商产业研究院数据，2022-2024年我国汽车零部件制造企业收入规模分别为4.20万亿元、4.41万亿元和4.62万亿元，近年来呈现稳步增长趋势。随着汽车产业规模的增长及技术的进步，用户对汽车品质和差异化的需求不断提升。汽车及汽车零部件制造企业为了提高竞争力、抢占市场份额，不断应用新技术、推出新车型，生产模式逐渐向差异化、柔性化、智能化方向发展，对智能生产线、智能输送系统的需求亦将相应增长。

图25: 中国汽车零部件制造企业收入规模（万亿元）



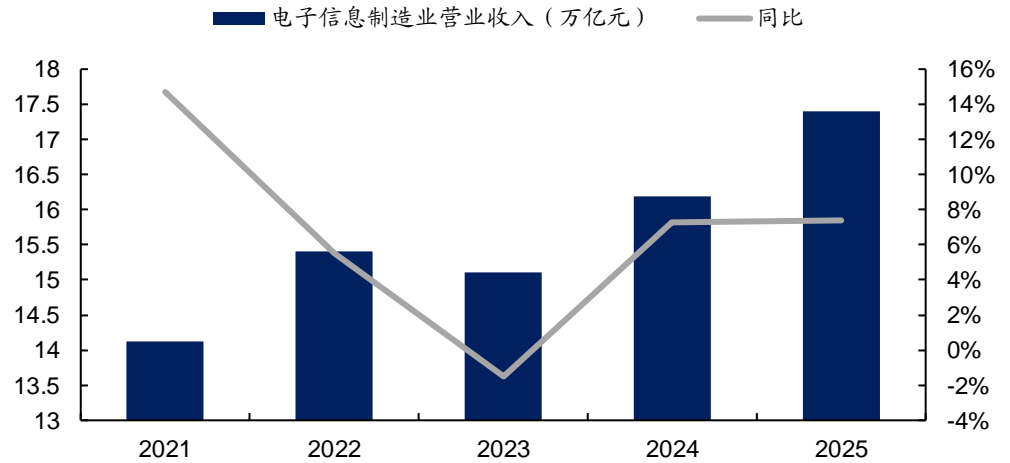
数据来源: 中商产业研究院，公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2.3. 电子产业发展迅速，市场规模持续增长

近年来我国电子产业发展迅速，增长催生输送系统需求。在科技快速发展、居民消费升级及国家利好政策等多重因素驱动下，我国电子产业近年来发展迅猛，市场规模持续扩大。2024年与2025年，我国规模以上电子信息制造业增加值同比分别增长7.3%和

7.4%，呈现稳步增长态势。在此背景下，公司研发的轻载摩擦带输送系统、高速智控轮输送系统、磁驱输送系统及混合动力输送系统，可广泛应用于重量轻、尺寸小、精密程度高且易震动损伤的电子产品物料的自动化输送环节，精准契合了行业生产对柔性化、精密化输送装备的迫切需求。

图26: 中国电子信息制造业营业收入



数据来源: 工信部, 东吴证券研究所

3. 领先技术与产品构建龙头地位，扩产满足市场高增需求

3.1. 产品高稳可靠，技术指标领先

公司技术指标领先，应用领域广，具备差异化竞争优势。依托完善的科研设施与经验丰富的研发团队，公司通过自主研发掌握了覆盖智能输送系统方案设计、零部件加工、设备装配、系统交付等环节的核心技术体系。截至 2025 年 9 月 30 日，公司累计拥有 201 项专利及软件著作权，构建起从材料、核心零部件到模块化设备及整机系统的全流程研发、设计与制造能力。产品在运输稳定性、负载能力、输送速度及定位精度等关键指标上均处于行业领先水平，凭借高稳定性与显著技术优势，在市场竞争中形成了鲜明差异化。以新能源电池生产环节为例，公司产品已覆盖从裸电芯加工到电池 PACK 组装的全流程，充分验证了其在整条产线中的广泛适用性与高可靠性。

图27：公司智能输送系统在新能源电池生产各环节的应用



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 前瞻布局磁驱技术，持续推出创新产品

公司布局磁驱技术，成功开发出磁驱输送系统和混合动力输送系统，两种系统性能契合固态电池发展，有望实现批量应用。电磁驱动技术利用电磁学原理将驱动方式由摩擦力转向电磁场与永磁体磁场间的相互作用力，驱动定子对载料托盘动子进行无接触输送。公司基于自主研发的电磁驱动技术开发磁驱输送系统，并将线性电磁驱动与旋转电机驱动技术相结合创新开发了混合动力输送系统。两种系统均适合输送精密、易震动损伤的物料，系统性能契合固态电池产业的发展趋势，有望伴随下游固态电池需求放量增长实现批量应用。

图28: 四种输送系统特性对比表

项目	磁驱输送系统	混合动力输送系统	高速智控轮输送系统	主流输送系统
负载能力	轻负载为主	轻负载为主	轻负载为主	轻中重负载
输送速度	高	较高	较高	较低
定位精度	高	高	高	适中
洁净度	高	高	较高	较低
能耗	适中	较低	低	高
柔性化程度	高	高	高	较低
产品成本	较高	适中	较低	较低
主要应用领域	电子、医疗、食品、日用品、新能源等	新能源、汽车零部件、电子、医疗等	新能源、汽车零部件、电子、医疗等	新能源、汽车零部件、电子、机械、仓储物流等
主要企业	美德乐、德国倍福、博世力士乐等	美德乐	美德乐	美德乐、博世力士乐、广州载德、中山四海等

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司磁驱输送系统广泛应用于下游产业, 产品价值较智控系统有所提升。公司磁驱输送系统以磁驱动子作为输送介质, 利用电磁学原理, 实现对托盘的无接触输送, 具有高速度、高精度、高洁净度、高柔性等优点, 可广泛应用于新能源、电子、医疗等领域。该系统最高输送速度可达 300m/min, 定位精度可达 $\pm 0.01\text{mm}$, 大幅缩短生产节拍, 其价值量相较于高速智控轮输送系统有明显提升。

图29: 公司 IMTS 智能磁驱输送系统产品示意图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司首创混合动力输送系统，兼具高性能与低成本优势。公司研发的混合动力输送系统为行业内首创，目前最高输送速度可达 180m/min，定位精度可达 $\pm 0.02\text{mm}$ 。在延续传统智控系统的优势外，采用磁驱技术使其各项性能参数全面超越标准型，大幅提高输送效率和输送精度，同时在定位精度方面也得到显著提升，很好的控制了成本及能耗，并在产品兼容性、系统稳定性、维护便利性等方面具有独特优势，可广泛应用于新能源、汽车零部件、电子等领域。

图30: 公司混合动力系统产品示意图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.3. 高精度输送领域市占率领先，龙头地位显著

公司深耕行业多年，项目经验丰富，高精度输送领域市占率领先。公司深耕智能输送系统领域 20 余载，是国内较早从事输送系统及工业组件业务的企业之一。公司在所在行业领域持续深耕，积累了众多行业领域的应用案例、数万个项目的实施经验、上千家客户的使用反馈。与同行业企业相比，公司具备更为丰富的成功项目案例，特别是服务下游新能源电池、汽车零部件等领域领先客户，设计实施大型、前沿、复杂项目的成功案例，在项目经验积累、市场认可度等方面具备市场先入优势。参考针对智能输送装备及新能源领域智能输送装备市场整体规模的测算可见，公司产品具有较高的市场占有率，其中 2024 年在高精度输送领域市占率可达到 30.19%-43.61%。

图31: 2024 年公司市场占有率测算

项目	公司销售收入(亿元)	市场规模(亿元)	公司市场占有率
智能输送系统	9.85	175-233	4.23%-5.63%
其中: 高精度输送系统	7.85	18-26	30.19%-43.61%
通用输送系统	2	149-157	1.28%-1.34%
新能源领域智能输送系统	6.26	41-68	9.21%-15.27%
其中: 高精度输送系统	4.69	8-10	46.94%-58.68%

数据来源: 公司问询回复函, 东吴证券研究所

3.4. 客户资源丰富，紧密合作优质大客户

公司凭借优质稳定的客户资源，在智能输送系统领域形成了较高的品牌认可度和市场地位。公司主要客户已覆盖新能源电池、汽车零部件等领域众多知名客户，在优势领域构建了较高的进入壁垒，为后续向更多行业领域进行市场开拓奠定了良好的品牌基础，与同行业企业相比具备较强的客户资源和品牌优势。从客户结构来看，公司与先导智能、海目星、今天国际等国内知名系统解决方案供应商保持长期稳定的合作关系，还服务于比亚迪、宁德时代、信质集团等新能源电池及汽车零部件制造行业的领军企业。其中比亚迪为公司重要直接客户，宁德时代则通过先导智能、博众精工等渠道成为公司核心终端大客户。

图32: 公司主要客户

应用领域	知名终端制造业企业	知名系统解决方案供应商
新能源电池	比亚迪、宁德时代、中创新航、欣旺达、国轩高科、蜂巢能源、孚能科技、亿纬锂能、星云股份、远景动力	先导智能、海目星、今天国际、联赢激光、先惠技术、巨一科技、博众精工、利元亨、誉辰智能、烽禾升
汽车零部件	信质集团、比亚迪、博格华纳、吉利、长城、特斯拉、奔驰、大众、广汽、东风、奇瑞、理想、蔚来	联赢激光、先惠技术、机器人、长园集团、克来机电
电子	华为、中科曙光、中国电科、鼎信通讯、富士康、海康威视	海目星、联赢激光、博众精工、豪森智能、金卡智能
其他（机械、医疗、仓储物流）	三一重工、中航国际、航空工业、爱尔眼科	今天国际、迦南科技、昆船智能

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.5. 公司在手订单充足，募资扩产助力业绩成长

受益于下游持续高增长需求，公司在手订单充足，市场需求强劲。在 2025 年上半年，公司新增订单 10 亿，营业收入 7.1 亿元。但公司目前面临产能制约问题，亟待扩产提效以满足不断增长的市场需求。为此，公司的上市募集资金主要用于大连美德乐四期建设项目、华东工业自动化输送设备生产及研发项目、高端智能化输送系统研发生产项目、美德乐华南智能输送设备研发生产项目等。四大项目均聚焦高精度输送系统，旨在进一步强化公司核心业务优势，加速产能扩张，以满足持续增长的市场需求。

1) **大连美德乐四期建设项目**：该项目拟通过新建房产、购置机器设备扩充位于大连市普兰店区的公司总部高速智控轮输送系统、轻载摩擦带输送系统、中载积放链输送系统、重载积放辊输送系统等高精度输送系统的生产能力，同时满足美德乐总部管理和

研发持续发展的需要。

2) **华东工业自动化输送设备生产及研发项目**：该项目拟在苏州美德乐自建高速智控轮输送系统、轻载摩擦带输送系统、中载积放链输送系统、重载积放辊输送系统等高精度输送系统研发、制造、销售基地，改变目前在苏州租赁场地经营的现状，提升在华东地区的综合业务能力。

3) **高端智能化输送系统研发生产项目**：该项目拟建设高端智能化输送系统研发生产基地，开展磁驱输送系统、混合动力输送系统等前沿高精度输送系统产品的研发、设计、制造和销售业务。

4) **美德乐华南智能输送设备研发生产项目**：该项目拟在惠州美德乐自建高速智控轮输送系统、轻载摩擦带输送系统、中载积放链输送系统、重载积放辊输送系统等高精度输送系统研发、制造、销售基地，提升在华南地区的综合业务能力。

图33: 公司募投项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资总额 (万元)
大连美德乐四期建设项目	20000	12000
华东工业自动化输送设备生产及研发项目	22427.57	15500
高端智能化输送系统研发生产项目	20000	20000
美德乐华南智能输送设备研发生产项目	17000	17000
合计	79427.57	64500

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利拆分

高精度输送系统：公司深耕高精度输送系统细分领域，是公司主要收入来源。新能源等行业市场需求增长，主要客户加大投资扩产力度，公司持续拓展新能源电池行业客户，我们预计 2025-2027 年高精度输送系统营收增速为 26%/30%/35%。考虑行业竞争加剧，毛利率或将有所下行，我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 41%/38%/36%。

通用输送系统：公司开拓通用输送系统业务效果显现，相关项目陆续验收，我们预计 2025-2027 年公司通用输送系统业务保持稳健增长，营收增速分别为 10%/15%/15%。同样考虑行业竞争加剧，我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 14%/13.5%/13%。

工业组件：公司工业组件业务客户需求稳定，我们预计 2025-2027 年公司工业组件业务营收增速保持 5%水平。考虑行业竞争加剧，2025-2027 年毛利率预计呈小幅下滑趋势，分别为 39%/38%/37%。

其他业务：公司其他业务收入主要系废料销售收入，收入增长稳定，我们预计公司其他业务 2025-2027 年营收增速保持 30%。

公司整体我们预计 2025-2027 年实现营收 13.69/17.08/22.06 亿元，同增 20.4%/24.7%/29.1%，毛利率为 36.6%/34.6%/33.3%。

图34: 盈利拆分

整体	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1031	1009	1138	1369	1708	2206
yoy		-2.1%	12.7%	20.4%	24.7%	29.1%
营业成本(百万元)	652	673	755	868	1117	1472
毛利率	36.8%	33.3%	33.6%	36.6%	34.6%	33.3%
高精度输送系统	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	745.34	601.14	784.92	988.99	1285.69	1735.69
yoy		-19.35%	30.57%	26%	30%	35%
营业成本(百万元)	462.70	369.21	495.69	583.51	797.13	1110.84
毛利率	37.92%	38.58%	36.85%	41%	38.00%	36%
通用输送系统	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	46.65	215.15	200.29	219.32	252.22	290.05
yoy		361.18%	-6.90%	10%	15%	15%
营业成本(百万元)	38.15	185.86	168.74	188.62	218.17	252.35
毛利率	18.22%	13.62%	15.76%	14%	13.50%	13%
工业组件	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	236.48	189.46	149.24	156.70	164.54	172.76
yoy		-19.88%	-21.23%	5%	5%	5%
营业成本(百万元)	150.84	118.44	91.01	95.59	102.01	108.84
毛利率	36.21%	37.49%	39.01%	39%	38%	37%
其他业务	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2.77	3.48	3.27	4.26	5.53	7.19
yoy		25.73%	-5.99%	30%	30%	30%
营业成本(百万元)	0	0	0	0	0	0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 盈利预测及投资评级

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 2.71/3.28/4.23 亿元，同比增长 28.45%/20.98%/29.22%。基于主要产品类似、产品下游应用领域及客户群体类似、业务模式类似的原则，选取国内上市公司怡合达、博众精工、先导智能、宏工科技作为同行业可比公司。据 iFind 机构一致预测，2025-2027 年行业平均 PE 分别为 63.58、32.23、23.92 倍，均高于公司估值，显示公司仍具备估值提升空间。公司作为智能输送系统领域的“小巨人”企业，技术积淀深厚、产品布局前瞻、客户资源优质。同时，受益于智能物流装备市场高景气及锂电、汽车电子等下游需求多点开花，叠加固态电池产业化催生的新增量，公司成长逻辑清晰、前景可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

图35: 可比公司估值 (截至 2026 年 3 月 26 日)

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
301029.SZ	怡合达	145.74	5.39	6.52	7.79	27.03	22.37	18.72
688097.SH	博众精工	247.71	5.62	7.32	8.85	44.04	33.83	28.00
300450.SZ	先导智能	795.07	16.93	23.9	30.33	47.63	33.73	26.58
301662.SZ	宏工科技	103.75	0.77	2.66	4.64	135.62	39.00	22.36
行业平均						63.58	32.23	23.92
920119.BJ	美德乐	61.51	2.71	3.28	4.23	25.92	21.42	16.58

数据来源: Wind, iFind, 东吴证券研究所

备注: 怡合达、博众精工、先导智能、宏工科技盈利预测来自 iFind 一致预期 (截至 2026 年 3 月 26 日), 美德乐盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

1) **下游行业需求波动风险。**公司主要产品智能输送系统服务于制造业企业智能工厂建设，产品广泛应用于新能源、汽车零部件、电子、仓储物流等行业领域。新能源电池行业产线新建及改造升级需求放缓可能导致新能源电池制造装备市场规模增速放缓。如果公司未能持续提升在新能源电池制造装备领域的市场占有率，或未能及时拓展产品在其他行业领域的业务规模，可能存在收入增速放缓甚至下降的风险。

2) **客户集中度较高风险。**公司向主要客户销售的集中度相对较高，主要系下游新能源电池领域市场集中度较高，头部企业扩大产能及更新产线对输送系统需求量较大所致。如果未来公司的主要客户由于产业政策、自身经营、突发事件等原因出现业绩下降，可能导致其对公司产品的需求量降低，从而对公司的经营业绩造成一定不利影响。

3) **技术风险。**公司下游不同行业制造业企业及具体客户对智能输送系统的需求各异，定制化程度较高。公司需要持续推进技术创新及产品开发以适应不断发展的市场需求。如公司未来不能准确判断市场对技术和产品的新需求，或者未能及时跟上技术迭代节奏，可能面临产品竞争力下降甚至被替代的风险。

美德乐三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,764	2,503	3,076	4,033	营业总收入	1,138	1,369	1,708	2,206
货币资金及交易性金融资产	358	580	662	912	营业成本(含金融类)	755	868	1,117	1,472
经营性应收款项	378	553	693	898	税金及附加	8	10	12	15
存货	985	1,175	1,516	2,000	销售费用	24	30	36	44
合同资产	42	41	51	66	管理费用	47	53	60	66
其他流动资产	1	154	155	156	研发费用	56	68	77	90
非流动资产	287	414	642	739	财务费用	(1)	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	10	12	15
固定资产及使用权资产	183	332	555	661	投资净收益	5	4	5	6
在建工程	55	33	20	12	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	26	24	22	21	减值损失	(17)	(29)	(31)	(33)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	4	4	4	营业利润	248	322	390	504
其他非流动资产	21	21	41	41	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,051	2,917	3,718	4,772	利润总额	247	322	390	504
流动负债	1,041	1,577	2,049	2,678	减:所得税	35	52	62	81
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	73	3	3	净利润	213	271	328	423
经营性应付款项	174	321	413	544	减:少数股东损益	2	0	0	0
合同负债	767	1,041	1,453	1,914	归属母公司净利润	211	271	328	423
其他流动负债	97	142	180	217	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.92	3.75	4.54	5.87
非流动负债	16	73	73	73	EBIT	241	340	406	518
长期借款	0	56	56	56	EBITDA	263	366	448	571
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.60	36.63	34.58	33.26
租赁负债	1	2	2	2	归母净利率(%)	18.52	19.77	19.18	19.19
其他非流动负债	15	15	15	15	收入增长率(%)	12.73	20.35	24.74	29.14
负债合计	1,057	1,650	2,122	2,751	归母净利润增长率(%)	2.70	28.45	20.98	29.22
归属母公司股东权益	986	1,259	1,589	2,014					
少数股东权益	8	8	8	8					
所有者权益合计	994	1,267	1,596	2,022					
负债和股东权益	2,051	2,917	3,718	4,772					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	94	245	417	395	每股净资产(元)	17.58	22.44	28.31	35.88
投资活动现金流	20	(299)	(265)	(145)	最新发行在外股份(百万股)	72	72	72	72
筹资活动现金流	(34)	125	(73)	(1)	ROIC(%)	22.88	23.84	22.33	23.24
现金净增加额	80	73	81	251	ROE-摊薄(%)	21.37	21.50	20.62	21.02
折旧和摊销	23	26	42	54	资产负债率(%)	51.54	56.57	57.07	57.64
资本开支	(25)	(151)	(271)	(151)	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.29	25.92	21.42	16.58
营运资本变动	(149)	(79)	19	(111)	P/B(现价)	5.53	4.34	3.44	2.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>