

银轮股份 (002126.SZ)

全球全域热管理专家

核心观点:

- **国内汽车热管理龙头，持续布局新赛道。**公司深耕热管理领域四十余年，从商用车起步持续拓展业务，内生外延打开成长空间，形成汽车零部件（包括乘用车零部件和商用车零部件）、电力能源、AI液冷、具身智能四大业务矩阵，成长为全球全域热管理专家。
- **汽车业务持续受益于电动化，商用车电动化加速下迎来发展新机遇。**国内乘用车电动化渗透率仍在提升，公司作为乘用车热管理行业龙头持续受益。2021年以来中国商用车行业电动化渗透率呈现出上升趋势，2025年渗透率加速提升，公司作为国内经验最丰富的商用车热管理公司之一有望受益。
- **AIDC 加剧北美用电缺口，发电业务订单需求激增。**需求侧，AI算力重塑能耗曲线，数据中心用电量呈指数级增长。发电设备订单激增，产业供应商发展前景良好。全球动力厂商龙头卡特彼勒发电业务订单密集落地，产能持续同步扩张。银轮股份是卡特彼勒的长期战略供应商，受益于卡特彼勒发电业务持续放量。
- **多元化业务曲线布局加速，热管理技术向全场景延伸。**公司通过四条曲线的发展路径拓宽热管理业务边界，第一曲线聚焦传统汽车及非道路机械热管理，第二曲线深耕新能源汽车热管理，第三曲线拓展至发电站、储能、数据中心等数字能源领域，第四曲线则切入具身智能关键零部件市场。
- **盈利预测与投资建议：**公司具备持续战略思路，拥有强大文化底蕴，面对行业变迁，逐步成为全球全域热管理专家。公司近年积极布局数据中心、具身智能等领域，不断探索新的增长极，我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 1.13、1.58、2.07 元/股。考虑公司新业务快速放量，给予公司 26 年 32 倍 PE，合理价值为 50.54 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汽车景气度不及预期；原材料价格波动风险；竞争超预期。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,018	12,702	15,294	18,477	22,360
增长率 (%)	29.9%	15.3%	20.4%	20.8%	21.0%
EBITDA	1,540	1,804	1,981	2,456	2,984
归母净利润	612	784	958	1,338	1,755
增长率 (%)	59.7%	28.0%	22.3%	39.6%	31.2%
EPS (元/股)	0.76	0.94	1.13	1.58	2.07
市盈率 (P/E)	24.5	19.9	42.5	30.4	23.2
ROE (%)	11.2%	12.6%	13.6%	16.3%	18.0%
EV/EBITDA	10.5	8.9	20.8	16.7	13.5

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

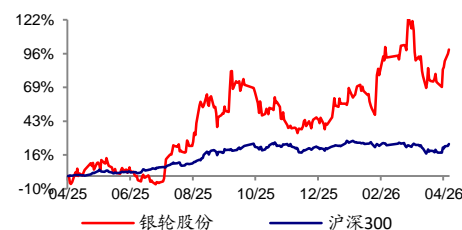
买入

当前价格	48.04 元
合理价值	50.54 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-15

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	846.81/794.22
总市值/流通市值 (亿元)	406.8/381.5
一年内最高/最低 (元)	54.31/22.62
30 日日均成交量/成交额 (百万)	21.74/961.68
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	21.50/33.22

相对市场表现



分析师:

张力月



SAC 执证号: S0260524040004



021-38003727



zhangliyue@gf.com.cn

分析师:

黄晓萍



SAC 执证号: S0260525060003



0000-000



huangxiaoping@gf.com.cn

分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师:

汪家豪



SAC 执证号: S0260522120004



SFC CE No. BWR740



021-38003792



wangjiahao@gf.com.cn

请注意, 张力月, 黄晓萍, 闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、银轮股份：国内汽车热管理龙头，持续布局新赛道	4
（一）深耕热管理领域四十余年，持续布局新赛道	4
（二）业绩表现稳定增长，盈利能力逐步增强	6
二、汽车业务持续受益于电动化，商用车电动化加速下迎来发展新机遇	8
（一）乘用车业务：国内乘用车电动化渗透率仍在提升，公司作为行业龙头持续受益	8
（二）商用车业务：国内经验最丰富的商用车热管理公司之一，商用车电动化加速下迎来发展新机遇	9
三、AIDC 加剧北美用电缺口，发电业务订单需求激增	11
（一）需求侧：AI 算力重塑能耗曲线，数据中心用电量呈指数级增长	11
（二）发电设备订单激增，产业供应商发展前景良好	11
四、多元化业务曲线布局加速，热管理技术向全场景延伸	15
（一）通过四条曲线的发展路径拓宽热管理业务边界，数字能源与具身智能协同发展	15
（二）算电协同，第三增长曲线数字能源业务高速发展	17
五、盈利预测和投资建议	19
六、风险提示	20

图表索引

图 1: 银轮股份发展历程.....	4
图 2: 银轮股份股权结构 (截至 25 年三季度)	5
图 3: 公司营收、净利规模与增速 (亿元)	6
图 4: 公司毛利率、净利率水平.....	6
图 5: 公司收入结构变化.....	7
图 6: 公司各产品毛利率对比	7
图 7: 公司四费率变化情况	8
图 8: 公司研发投入和占比情况.....	8
图 9: 中国新能源乘用车年度销量和乘用车行业年度电动化渗透率	9
图 10: 燃油车热管理系统和新能源车热管理系统对比.....	9
图 11: 中国新能源商用车年度销量和商用车行业年度电动化渗透率	10
图 12: 中国新能源商用车月度销量和商用车行业月度电动化渗透率	10
图 13: 美国社会用电量	11
图 14: 数据中心用电占比.....	11
图 15: GEV 燃气轮机订单(GW)	12
图 16: 西门子燃气服务新增与在手订单价值	12
图 17: 西门子新增订单收入比	12
图 18: 三菱联合循环燃气轮机新增订单(百万美元).....	13
图 19: 三菱燃机新增与在手订单数量 (台)	13
图 20: 卡特彼勒产能规划与订单情况	14
图 21: 卡特彼勒发电业务增速情况	14
图 22: 商用车产品 “1+3+N” 布局	16
图 23: 乘用车产品 “1+4+N” 布局	16
图 24: 工程机械产品系列.....	16
图 25: 数字能源 “4+N” 的产品布局	16
图 26: 公司数字与能源产品系列.....	17
图 27: 公司数字能源与其他业务营收 (亿元)	18
表 1: 公司主要产品	6
表 2: 海外燃气轮机巨头扩产计划表	13
表 3: 银轮股份数据中心业务订单情况.....	18
表 4: 公司盈利预测	19
表 5: 可比公司估值 (数据截至 2026 年 4 月 14 日)	20

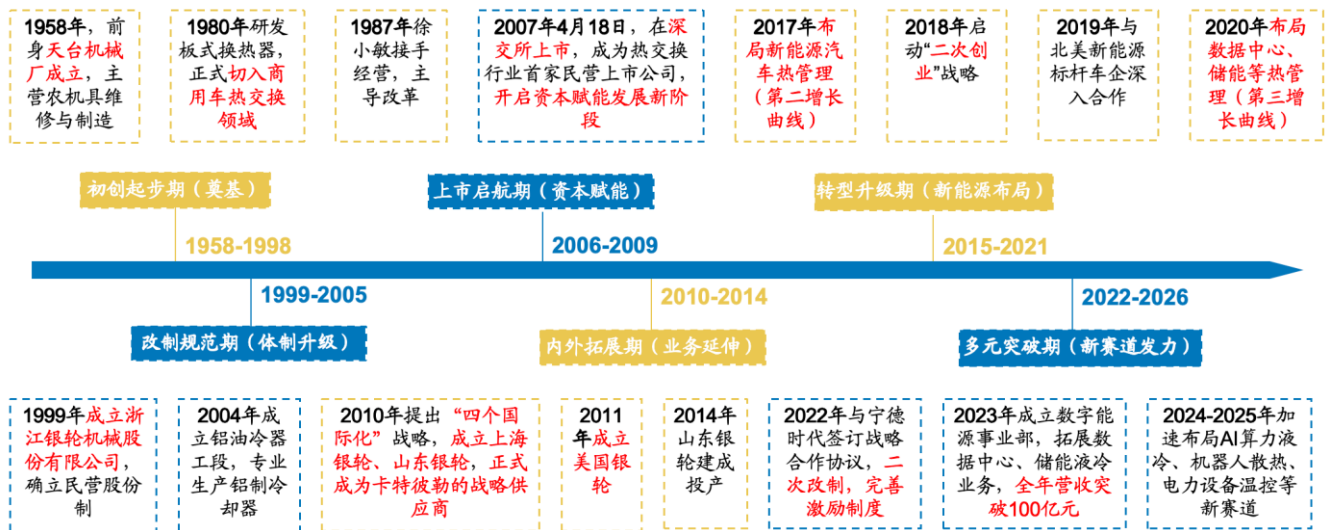
一、银轮股份：国内汽车热管理龙头，持续布局新赛道

（一）深耕热管理领域四十余年，持续布局新赛道

公司深耕热管理领域四十余年，从商用车起步持续拓展业务，内生外延打开成长空间。1958年银轮股份以天台机械厂为前身起家，初期主营农机制造维修，1980年切入商用车热交换领域，经历四十余年深耕，完成了从农机制造到商用车热管理行业龙头的跨越。1999年完成股份制改制、成立了浙江银轮机械股份有限公司，2007年登陆深交所成为热交换行业首家民营上市公司，2010年提出“四个国际化”战略，逐步从商用车向乘用车领域延伸，搭建起全球化业务与产能布局。

公司拓展布局新赛道，从新能源转型到多元化突破。2017年起公司开启转型升级，布局新能源汽车热管理打造第二增长曲线，2020年开始布局数据中心、储能液冷等业务，跻身全球头部新能源车企供应链；2021年后进一步拓展数字能源赛道，2023年成立数字能源事业部，全年营收突破百亿，同时加速AI算力液冷、机器人散热等新赛道布局，形成汽车零部件（包括乘用车零部件和商用车零部件）、电力能源、AI液冷、具身智能四大业务矩阵，成长为全球全域热管理专家。

图 1：银轮股份发展历程

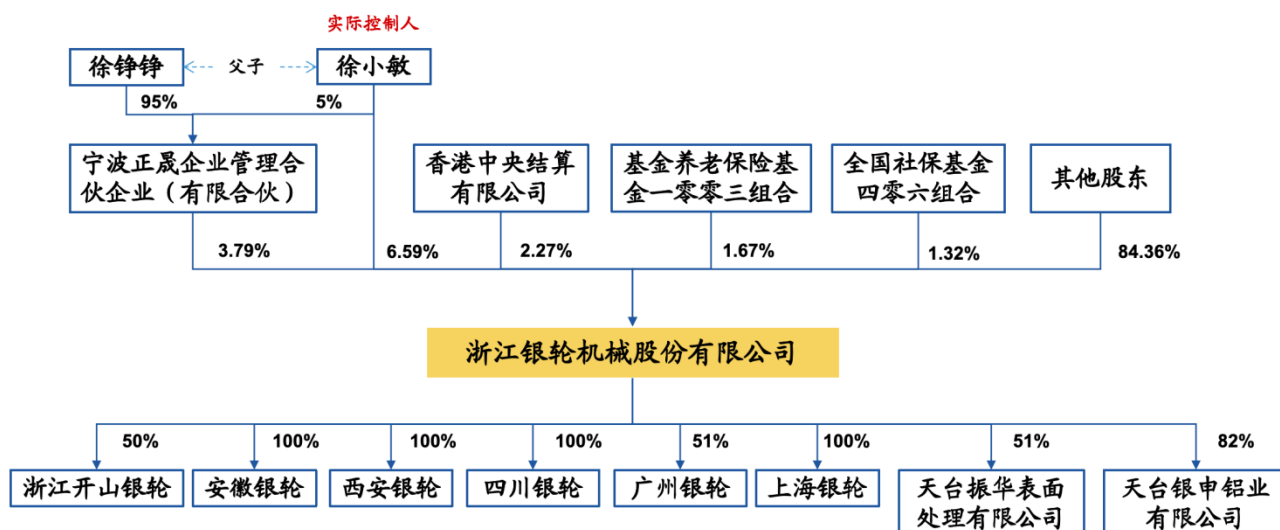


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司股权结构较为分散，子公司布局众多，分业务经营。截至2025年三季度，公司实际控制人为徐小敏和徐铮铮父子二人，两人通过直接和间接持股控制公司10.38%的股权，董事长徐小敏先生1975年进入浙江天台机械厂工作，历任冷却器车间主任，生产科科长，厂长兼党委副书记等，1999年至今任银轮股份董事长。

子公司布局方面，公司目前共参控股三十余家公司，其中。上海银轮、安徽银轮、四川银轮等负责热交换热管理的零部件生产；天台振华表面处理有限公司、天台银昌表面处理有限公司等负责金属表面热处理加工、电镀加工等环节；浙江开山银轮换热器有限公司重点拓展储能、数据中心液冷等数字能源热管理新赛道。

图 2：银轮股份股权结构（截至25年三季度）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司的产品矩阵包括汽车零部件（包括乘用车零部件和商用车零部件）、电力能源、AI液冷、具身智能四大类，覆盖下游众多头部国内外客户：

汽车零部件（包括乘用车零部件和商用车零部件）：乘用车产品主要包括冷媒冷却液集成模块、空调箱、前端冷却模块、车载电子冷却系统4大模块，及PTC、Chiller、高低温水箱、水空中冷器、油冷器、电控单元、电子水泵、电磁阀、冷凝器、电子风扇、铸件、管路等零部件。商用车产品主要包括EGR模块、缸内制动器、冷却模块、机油滤清模块、空调系统、后处理系统等。乘用车业务客户包括了福特、通用、宝马、戴姆勒、奥迪、法拉利、日产、沃尔沃、丰田等知名合资车企，吉利、长城、比亚迪、长安、广汽、上汽等国内领先车企，北美新能源标杆车企、蔚来、小鹏等新势力车企，以及宁德时代等电池企业。商用车业务客户包括了戴姆勒、康明斯、纳威司达、斯堪尼亚、一汽解放、东风汽车、中国重汽、北汽福田、玉柴、锡柴、潍柴等。

电力能源：产品主要包括发电机冷却包、发电机尾气排放处理系统等。下游客户包括卡特彼勒、康明斯等。

AI液冷：产品主要包括浸没一体式液冷设备、精密空调+冷却塔、服务器液冷/风冷CDU+芯片冷板模组+Manifold等。

具身智能：产品主要包括热管理模组、旋转关节模组、执行器模组、灵巧手模组。

生产方面，目前公司在浙江、上海、四川、山东、湖北、江苏、广东、广西、江西、陕西、安徽等地建有子公司和生产基地，并在墨西哥、美国、瑞典、波兰、印度、马来西亚等建有研发分中心和生产基地。

表 1: 公司主要产品

产品分类	主要产品	下游客户
汽车零部件板块	乘用车零部件产品主要包括冷媒冷却液集成模块、空调箱、前端冷却模块、车载电子冷却系统 4 大模块，及 PTC、Chiller、高低温水箱、水空中冷器、油冷器、电控单元、电子水泵、电磁阀、冷凝器、电子风扇、铸件、管路等零部件。 商用车零部件产品主要包括 EGR 模块、缸内制动器、冷却模块、机油滤清模块、空调系统、后处理系统等。	乘用车业务客户包括了福特、通用、宝马、戴姆勒、奥迪、法拉利、日产、沃尔沃、丰田等知名合资车企，吉利、长城、比亚迪、长安、广汽、上汽等国内领先车企，北美新能源标杆车企、蔚来、小鹏等新势力车企，以及宁德时代等电池企业。 商用车业务客户包括了戴姆勒、康明斯、纳威司达、斯堪尼亚、一汽解放、东风汽车、中国重汽、北汽福田、玉柴、锡柴、潍柴等。
电力能源板块	主要包括发电机冷却包、发电机尾气排放处理系统等	卡特彼勒、康明斯等
AI 液冷	主要包括浸没一体式液冷设备、精密空调+冷却塔、服务器液冷/风冷 CDU+芯片冷板模组+Manifold 等	/
具身智能	主要包括热管理模组、旋转关节模组、执行器模组、灵巧手模组	/

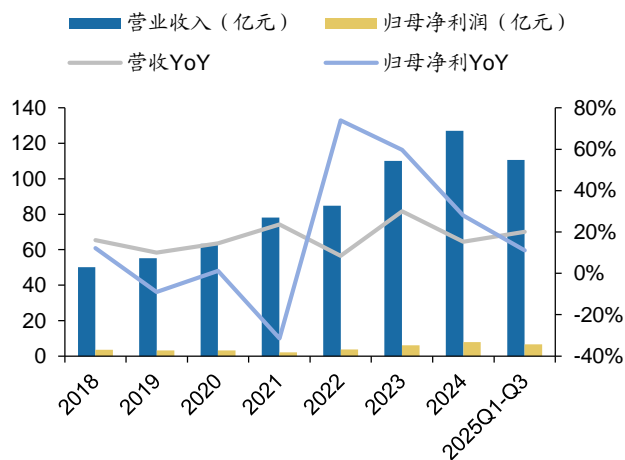
资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

(二) 业绩表现稳定增长，盈利能力逐步增强

公司业绩表现持续放量，营收利润实现稳定增长。2024年公司实现营收127.02亿元，同比增长15.28%，2020—2024年CAGR达到19.05%；实现归母净利润7.84亿元，同比增长28.0%，2020—2024年CAGR达到24.92%。2025Q1-Q3公司实现营收110.57亿元；实现归母净利润6.72亿元，同比增长11.2%。2020年以来，新能源行业高速发展，新能源乘用车需求大增，带动公司营收端持续稳步提升。

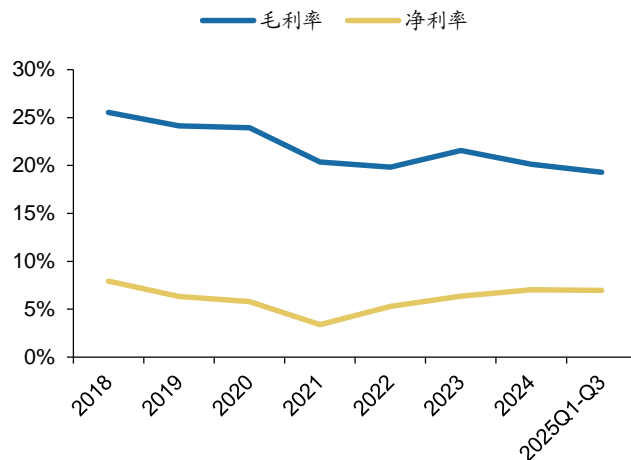
公司盈利能力较为稳健。2024年公司整体毛利率和净利率分别为20.1%和7.0%；2021年以来净利率持续走强，从21年的3.4%提升至24年的7.0%；毛利率较为平稳，维持在20%左右；2025Q1-Q3公司毛利率和净利率分别为19.3%和7.0%，均小幅回落，但仍维持在高位。

图 3: 公司营收、净利规模与增速 (亿元)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4: 公司毛利率、净利率水平

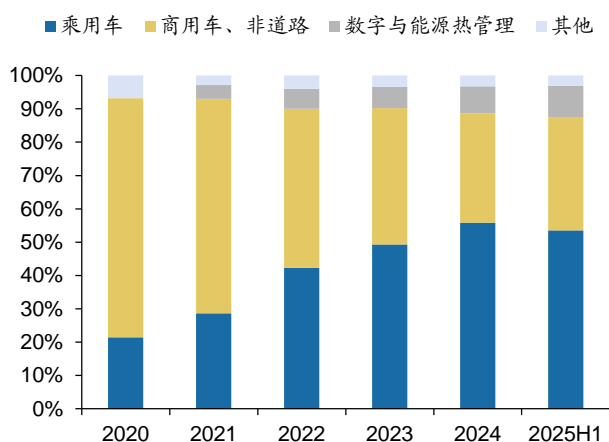


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分业务来看，近年来乘用车持续放量，成为公司的主要收入来源。乘用车业务：2024年实现销售收入70.9亿元，同比+31%，占比达到56%，是公司最大的收入来源，主要受益于近年来新能源乘用车需求大幅提高；商用车与非道路业务：2024年实现销售收入41.8亿元，同比-8%，占比约33%，整体受到下游商用车及非道路行业需求波动的影响；数字与能源热管理：2021年来新布局业务（第三增长曲线），营收从21年3.2亿元增长至24年10.3亿元，持续走强，未来有望带动公司整体业绩增长。

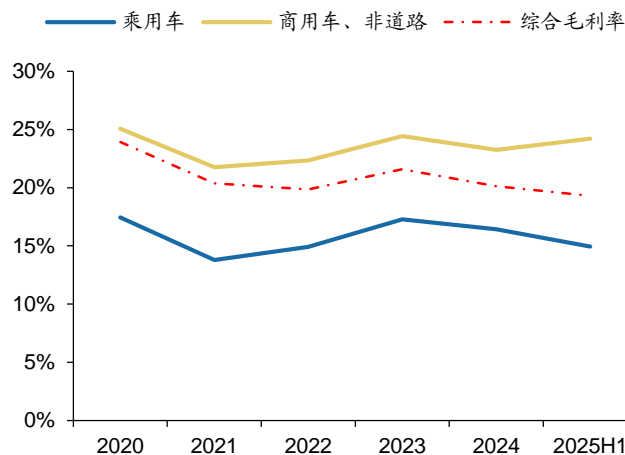
从毛利率来看，公司商用车及非道路业务毛利率高于乘用车毛利率，维持在24%左右，为公司提供稳定的利润来源；乘用车业务毛利率较低，近年来小幅回落至15%，主要系行业价格竞争激烈等因素影响；综合毛利率主要系业务结构变动，高毛利商用车占比略有下降，未来有望随着数字能源业务发展带动公司利润率上行。

图 5：公司收入结构变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

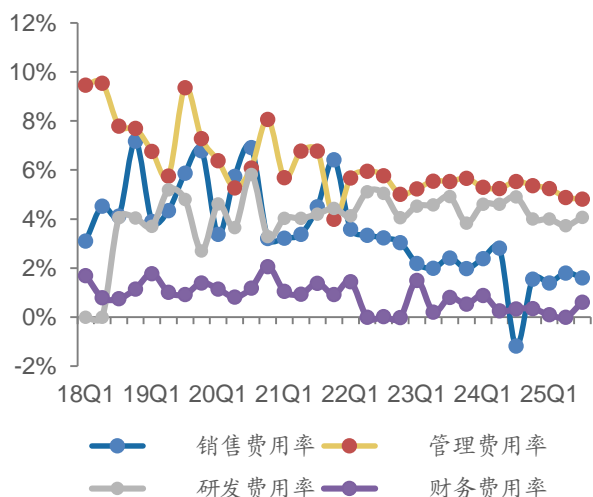
图 6：公司各产品毛利率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

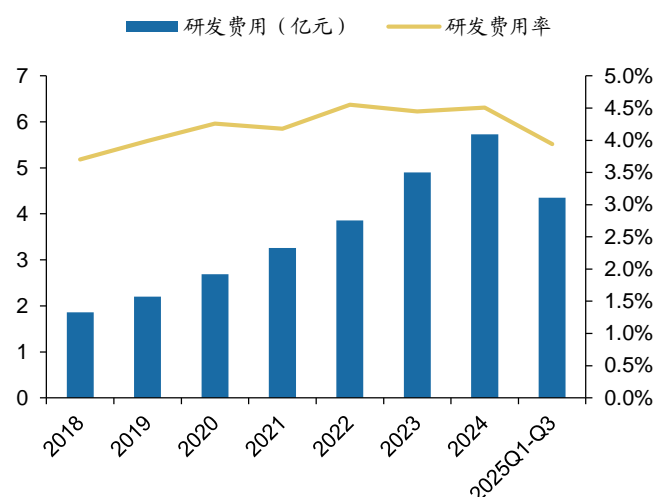
公司费用端控制能力持续优化，研发投入逐步提高。公司25年前三季度期间费用率为10.8%，同比-1.1pct。其中，公司25年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为1.6%/5.0%/3.9%/0.2%，分别同比+0.3pct/-0.4pct/-0.8pct/-0.2pct。同时，公司坚持技术投入研发，研发费用从2018年的1.86亿元扩大至2024年的5.73亿元，研发费用率始终维持在4-5%左右。

图 7：公司四费率变化情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：公司研发投入和占比情况



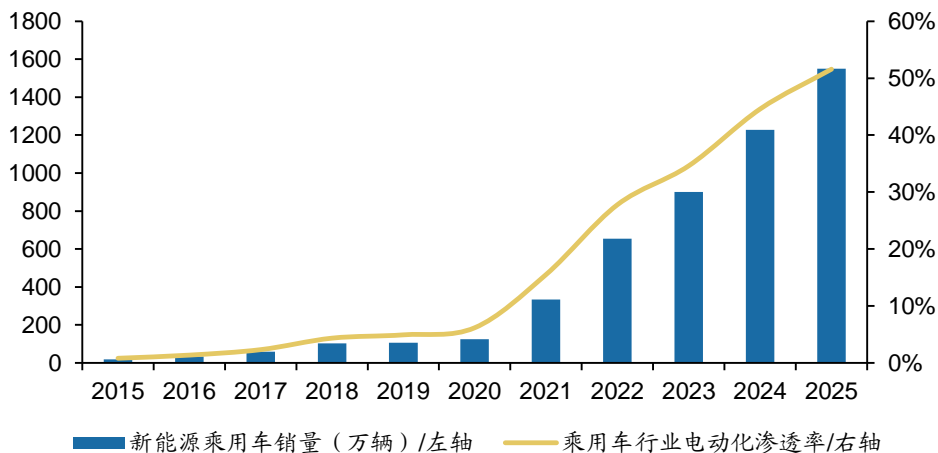
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、汽车业务持续受益于电动化，商用车电动化加速下 迎来发展新机遇

(一) 乘用车业务：国内乘用车电动化渗透率仍在提升，公司作为行业龙头持续受益

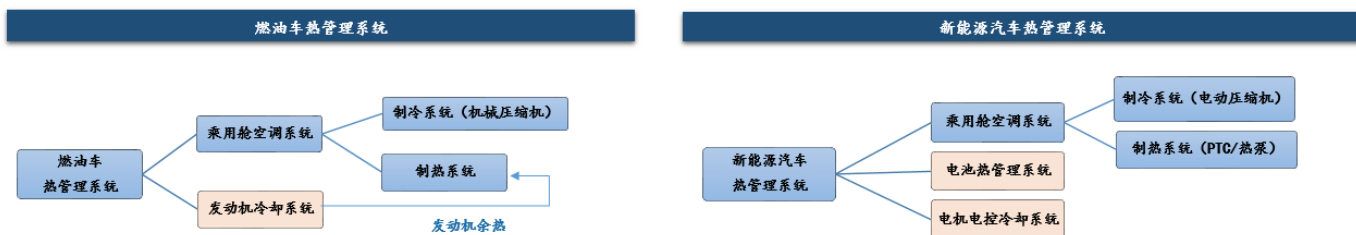
国内乘用车电动化渗透率仍在提升，电动化带动乘用车热管理行业量价持续提升。据中汽协数据，中国乘用车行业电动化渗透率持续提升，2025年中国乘用车行业电动化渗透率达到51.6%，同比提升7.0pct。过去燃油车热管理系统包括乘用车空调系统和发动机冷却系统。随着电动车的三电系统替代燃油车动力系统，热管理系统新增电池热管理系统（新增Chiller、电池水冷板、PTC、热泵等零部件）和电机电控热管理系统，乘用车空调系统中的制冷系统从过去使用机械压缩机变为使用电动压缩机，制热系统由使用发动机余热变成使用PTC或热泵制热，汽车热管理系统单车价值量也有所提升。

图 9: 中国新能源乘用车年度销量和乘用车行业年度电动化渗透率



数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图 10: 燃油车热管理系统和新能源车热管理系统对比



数据来源: 广发证券发展研究中心

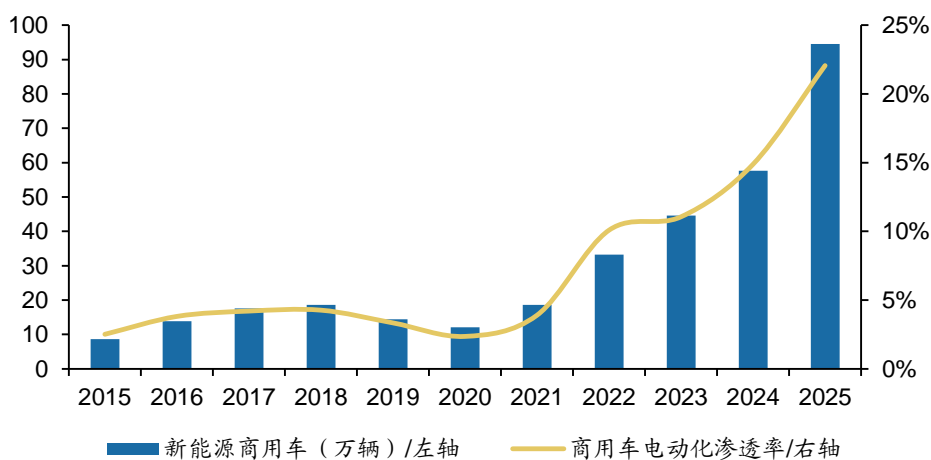
公司作为乘用车热管理行业龙头，客户资源丰富且优质，涵盖了行业内领先的国内外企业，持续受益于乘用车行业电动化渗透率的提升。公司乘用车客户不仅包括了福特、通用、宝马、戴姆勒、奥迪、法拉利、日产、沃尔沃、丰田等知名合资车企，还包括了吉利、长城、比亚迪、长安、广汽、上汽等国内领先车企。其中，新能源乘用车客户不仅包括吉利、广汽、上汽等传统头部车企，还包括北美新能源标杆车企、蔚来、小鹏等新势力车企，以及宁德时代这样的电池企业。丰富且优质的客户资源使得公司持续受益于乘用车行业电动化渗透率的提升。

(二) 商用车业务: 国内经验最丰富的商用车热管理公司之一，商用车电动化加速下迎来发展新机遇

2021年以来中国商用车行业电动化渗透率呈现出上升趋势，2025年渗透率加速提升。据中汽协，2021年以来中国商用车行业电动化渗透率呈现出上升趋势，由于2022年底后补贴大幅退坡，2022年商用车行业电动化渗透率提升了6.2pct至10.1%；2022-2024年中国商用车行业电动化渗透率虽每年有所提升但幅度较小；更具性价比的新产品推出及以旧换新政策推动使得2025年中国商用车行业电动化渗透率加速提升，较2024年提升7.2pct至22.1%。

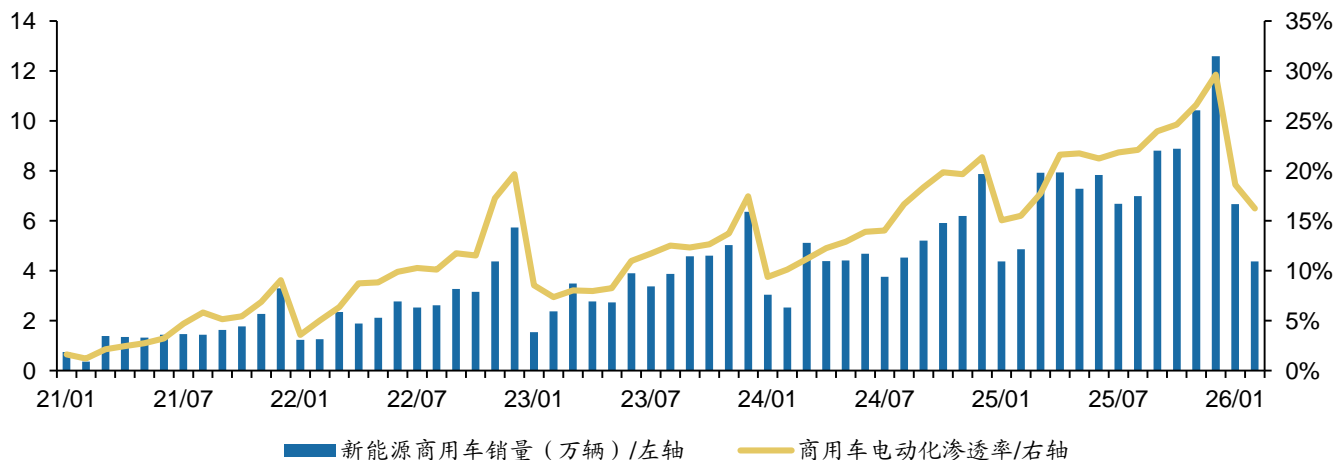
与乘用车行业类似，电动化同样带动商用车热管理行业量价提升，公司作为国内经验最丰富的商用车热管理公司之一有望受益。据科闻汽车，传统燃油商用车的热管理系统单车价值量在1.2万元左右，新能源轻卡、新能源重卡的热管理系统单车价值量约在2.5-3.5万元和4-6万元之间。公司从1980年就开始深耕于商用车热管理行业，是国内经验最丰富的商用车热管理公司之一，近年公司积极布局新能源商用车热管理行业。据公司官网，2025年9月25日，公司携手国内重卡行业龙头中国重汽举办科技日，公司集中展示了其在热管理领域的核心技术成果。其中，新能源系列产品包括BTMS（电池热管理系统）、PTC（正温度系数加热器）、水阀、空调箱等，针对新能源商用车的电池、电机散热需求提供定制化方案；传统产品矩阵则涵盖EGR（废气再循环系统）、机滤模块、前端模块、高压风扇等，进一步巩固在燃油车热管理领域的优势。

图 11：中国新能源商用车年度销量和商用车行业年度电动化渗透率



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

图 12：中国新能源商用车月度销量和商用车行业月度电动化渗透率



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

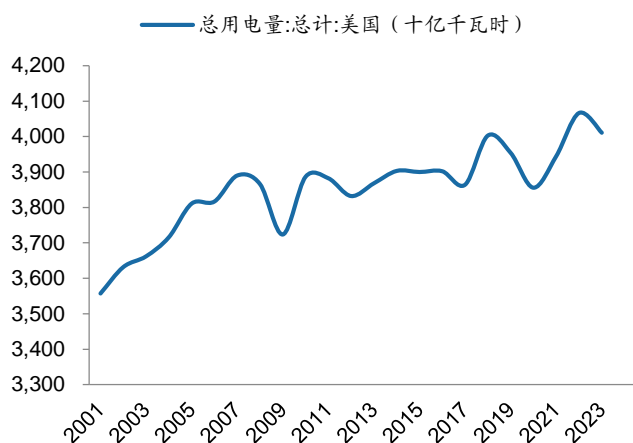
注：年底补贴退坡会导致第二年年年初电动化渗透率较低

三、AIDC 加剧北美用电缺口，发电业务订单需求激增

(一) 需求侧：AI 算力重塑能耗曲线，数据中心用电量呈指数级增长

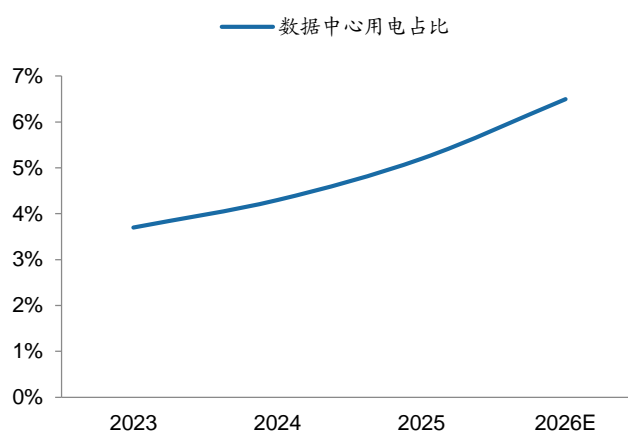
全球数据中心受AI驱动，整体保持高增长，带动北美用电需求快速增加。根据美国能源信息署（EIA）数据，美国全社会用电量预计2025年将进一步突破历史新高至4,024 BkWh（同比上升1.7%）；与此同时，数据中心在电力消耗中的比重正呈现显著上升态势。基于Semianalysis的数据分析，全球数据中心的电力负荷预计将由2023年的49GW大幅扩容至2026年的96GW，而这一增长的90%需归因于AI技术的驱动。具体而言，AI领域的电力需求增速将大幅领跑非AI服务器，预计从2025年的约20GW攀升至2026年的约40GW，并于2028年达到约80GW。国际能源署（IEA）亦做出预测：至2026年，数据中心及AI产业的耗电量规模或将达到2022年水平的两倍，占据全球总电力需求的4%。

图 13: 美国社会用电量



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 14: 数据中心用电占比

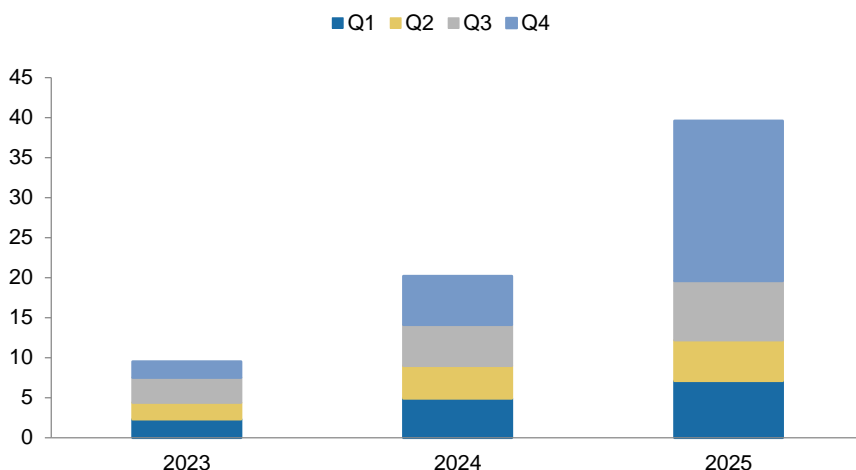


数据来源：麦肯锡，广发证券发展研究中心

(二) 发电设备订单激增，产业供应商发展前景良好

北美缺电的现状和AIDC用电需求的激增直接带动西门子，GE Vernova，三菱重工等核心厂商进入扩产周期。新签订单方面，以GEV为例，根据公司官网，GEV24年新签燃气轮机订单20.2GW，同比+112.6%，25Q1-3新签燃机订单19.6GW，同比+39%，其中25Q3新签燃气轮机订单29台、对应7.4GW，台数持平而功率增加45%，还在继续加速，在手订单62GW/841亿美金。

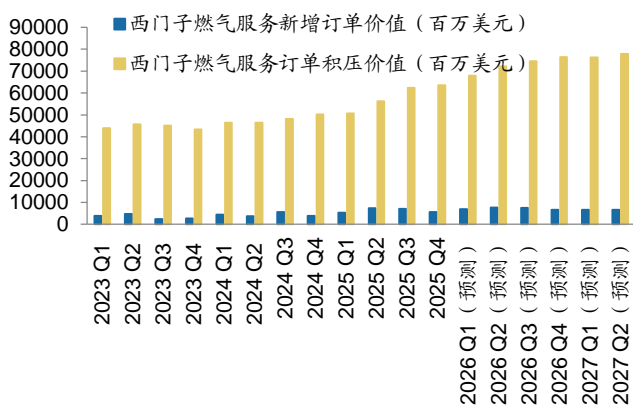
图 15: GEV燃气轮机订单(GW)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

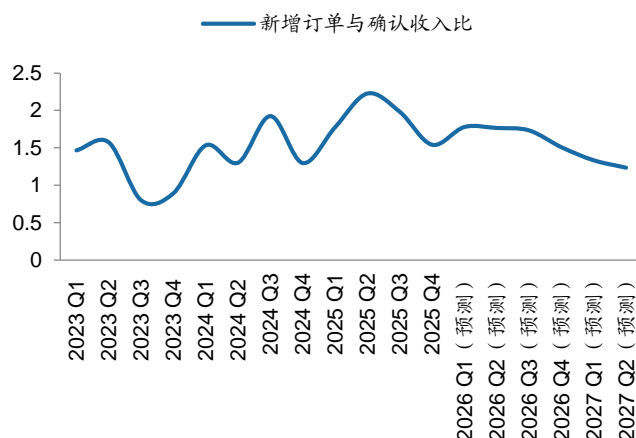
西门子方面, 其燃气服务新签订单维持高景气, 2024年新增订单价值177亿美元, 同比+29% (2023年: 137亿美元), 2025年进一步升至253亿美元, 同比+43%, 订单放量趋势明确。同时, 公司的订单积压价值增速更快, 燃气服务在手订单由2023Q1的439亿美金提升至2025Q4的635亿美金 (+45%), 并且根据彭博一致预期, 燃气服务在手订单预计至2027Q2仍将增至778亿美金 (较2025Q4再+23%)。在实际收入确认方面, 公司燃气服务收入确认增长相对缓慢, 2024年基本持平 (同比+0.3%)、2025年温和回升 (同比+15%), 一致预期显示2026年收入增速有望明显抬升 (同比约+25%); 对应2025年新增订单/收入约1.9x, 表明订单向收入传导速度加快、在手消化周期逐渐缩短。

图 16: 西门子燃气服务新增与在手订单价值



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

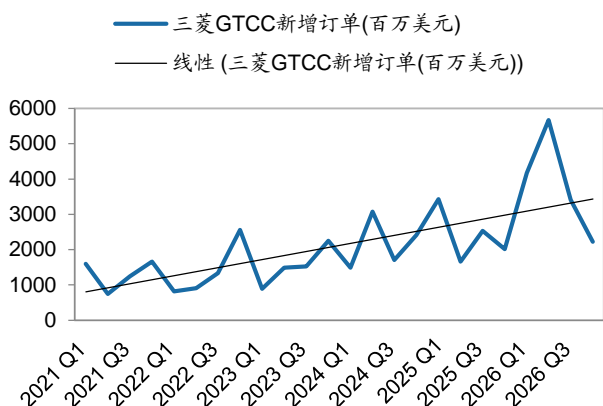
图 17: 西门子新增订单收入比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

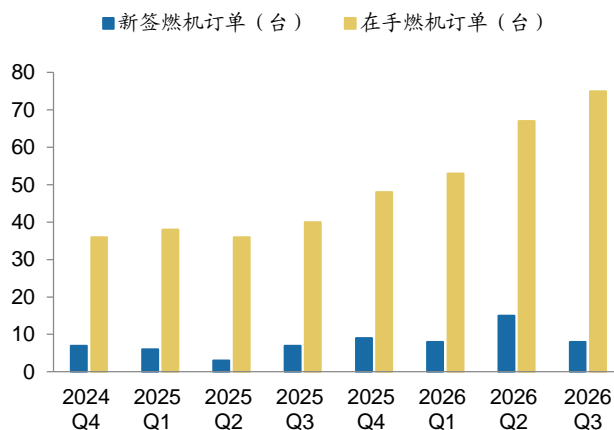
三菱重工方面，其联合循环燃气轮机（GTCC）新增订单价值呈稳步上行趋势，2023年约62亿美金、2024年升至87亿美金、2025年进一步至96亿美金（同比+11%）；根据彭博一致预期，2026年GTCC订单预计将出现明显跃升至155亿美金（同比+61%），其中2026Q2单季订单56.7亿美金，同比约+242%，显示需求加速兑现。同时，公司燃机业务出现显著的订单积压：在新签燃机订单数提升的同时在手燃机订单数大幅上行，由2024Q4的36台增至2026Q3的75台（+108%）；且2026Q1-Q3新签31台，较2025Q1-Q3的16台同比+94%，反映交付节奏受限、积压进一步加深。

图 18: 三菱联合循环燃气轮机新增订单(百万美元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 19: 三菱燃机新增与在手订单数量(台)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

扩产计划方面，GEV计划将年产能在2026年提高到20GW，并在2028年中进一步提高到24GW；西门子计划将年产能从2024年的17GW/110台，提升至2025-2027的22GW/160台，并在2028-2030增长至超过30GW/210-230台；三菱重工计划在未来两年内燃气轮机产能提升一倍；卡特彼勒则宣布将其天然气工业燃机产能提升到2.5x，整体目标是到2030年发动机与燃机合计形成约50GW的综合产能。

表 2: 海外燃气轮机巨头扩产计划表

公司	扩产计划
GEV	2026年中达到20GW；到2028年提升至约24GW
西门子	将燃气轮机产能从2024年的17GW/110台，提升至2025-2027年的22GW/160台，在2028-2030年将进一步提升至>30GW/210-230台。
三菱重工	计划在未来两年内燃气轮机产能提升一倍（原先计划提升30%）
卡特彼勒	宣布将其天然气工业燃机产能提升到2.5x，并且2026、2027会看到产能台阶式提升；整体目标是到2030年发动机+燃机合计形成约50GW的综合产能。

数据来源: 各公司投资者演示材料、财报及业绩会资料, 广发证券发展研究中心

全球动力厂商龙头卡特彼勒发电业务订单密集落地，产能持续同步扩张。

2026年1月28日，公司与美国AIP Corp合作，其宣布订购2GW Cat® G3516系列快速响应天然气发电机组，用于超大规模AI数据中心项目；2026年3月10日与美国Atlas Energy 达成协议，约定在2027-2029年间供给约1.4GW天然气发电机组，总金额约8.4亿美元；公司已于2024年8月启动印第安纳州拉斐特（Lafayette）大型发动机工厂扩建，旨在提升新型发动机及发电机组产能，以满足全球数据中心对备用/主电源的激增需求。

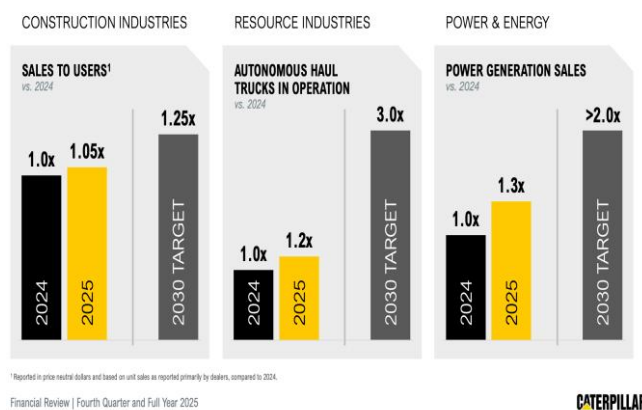
卡特彼勒2025年发电业务全年收入超110亿美元，同比增长超30%；第四季度收入32.38亿美元，同比增长44%；预计到2030年发电业务销售额较2024年实现翻倍。核心增长驱动为数据中心场景下的大型往复式天然气发动机与燃气轮机需求。

图 20: 卡特彼勒产能规划与订单情况

时间	项目	数据口径与介绍
2026.1	美国AIP Corp 2GW主电源订单	2026年1月28日宣布，订购2GW Cat® G3516系列快速响应天然气发电机组，用于超大规模AI数据中心项目（Monarch Compute Campus）。交付期为2026年9月至2027年8月
2026.3	美国Atlas Energy 1.4GW框架协议	2026年3月10日达成，约定在2027-2029年间采购约1.4GW天然气发电机组（含CG260-16及G3520系列），总采购额约8.4亿美元
产能规划		介绍
印第安纳州拉斐特（Lafayette）大型发动机工厂扩建		2024年8月启动，为公司自1982年建厂以来最大投资，新增100个岗位，旨在提升新型发动机及发电机组产能，以满足全球数据中心对备用/主电源的激增需求
2026年发电业务产能提升目标		计划将发电用往复式天然气发动机与燃气轮机产能整体提升约20%，预计在2026年底实现产能的首次大幅跃升

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 21: 卡特彼勒发电业务增速情况



数据来源：公司 25 年 Q4 财报，广发证券发展研究中心

银轮股份是卡特彼勒的长期战略供应商，受益于卡特彼勒发电业务持续放量。公司核心供应品类集中在热交换/冷却系统与后处理系统两大板块，主要配套卡特彼勒的柴油/燃气发电机组（含数据中心备用及主用电源）及工程机械动力系统。公司2026年3月5日发布公告，银轮股份的全资子公司YINLUN TDI,LLC近日获得了某国际著名机械设备公司燃气发电机尾气排放处理系统项目。项目预计将于2026年四季度开始供货。根据客户需求预测，预计年销售额约13100万美元。

四、多元化业务曲线布局加速，热管理技术向全场景延伸

（一）通过四条曲线的发展路径拓宽热管理业务边界，数字能源与具身智能协同发展

据我们在2022年11月1日发布的《银轮股份（002126.SZ）：基本面拐点基本确立》，公司发展可大致分为三个阶段：（1）传统汽车热管理阶段；（2）新能源乘用车热管理阶段；（3）热管理行业全域阶段。在第一阶段，银轮的主营业务是传统燃油车热管理业务（包括工程机械业务）。2017年，公司进行第三次定增，计划投资新能源车热管理系统等项目。2019年，公司成立乘用车平台天台基地，公司业务重点逐渐从商用车向乘用车转变，从传统燃油车业务向新能源车业务转变，进入新能源乘用车热管理专家时期。未来商用车新能源化渗透率提升之时，银轮有望通过复制新能源乘用车业务经验，进一步拓展新能源商用车和工程机械等热管理业务，成为覆盖传统乘用车、商用车、工程机械和新能源乘用车、商用车、工程机械领域的热管理行业全域专家。

公司近年走出了新的四大增长曲线。据公司年报，公司围绕“节能、减排、智能、安全”主线，构建了四大业务曲线体系。第一曲线聚焦传统汽车及非道路机械热管理，第二曲线深耕新能源汽车热管理，第三曲线拓展至发电站、储能、数据中心等数字能源领域，第四曲线则切入具身智能关键零部件市场。通过这四条曲线的发展路径，公司实现了从车用场景向工业、能源、智能机器人等多领域的技术迁移，形成覆盖传统与新兴需求的全场景热管理解决方案能力。

第三曲线，确定了4+N的产品体系，即围绕数据中心、储能、充换电、低空飞行器四大领域的N个系统和模块。其主要应用场景为发电站、变电站、储能端、充换电、数据中心以及低空飞行器等，主要产品有储能液冷空调、液冷板模块、数据中心BTB算力中心的液冷散热系统、数据中心发电机冷却模块和服务器浸没式液冷装备、变电设备冷却模块、低空飞行器液冷模块、柴油发电机冷却模块等。

第四曲线，形成了“1+4+N”的产品体系，1是指1大系统，建立对具身智能系统的整体认知；4是指4大模组，包括了热管理模组、旋转关节模组、执行器模组、灵巧手模组；N是指围绕4大模组的关键零部件。截至2025年上半年，在市场拓展方面，公司围绕头部客户的需求在产品开发上取得重要进展，丰富了合作品类；在研究开发方面，顺利完成第一代旋转关节模组、执行器模组的开发；在对外合作方面，与合作伙伴合资设立苏州依智灵巧驱动科技有限公司，专注拓展灵巧手。与数家高校开展战略合作，通过多维度合作形成丰富的具身智能生态链，提升综合竞争力。

(二) 算电协同，第三增长曲线数字能源业务高速发展

第三曲线数字能源业务在全球数据中心建设热潮下，高速发展。

根据2025年半年报，公司在数据中心领域，形成了覆盖服务器机柜内外部的液冷产品布局，包括兆瓦级浸没一体式液冷设备、精密空调+冷却塔、服务器液冷/风冷 CDU+芯片冷板模组+Manifold、柴油发电机液冷模块等，部分品类已进入逐步放量阶段，部分品类处在验证阶段。在数据中心客户拓展方面，初步形成3+3+N的客户布局，与相关客户的项目合作取得积极进展。在低空飞行器领域，无人机超充与客户开发进展顺利。储能热管理快速放量，新能源重卡兆瓦级超充产能逐步提升。

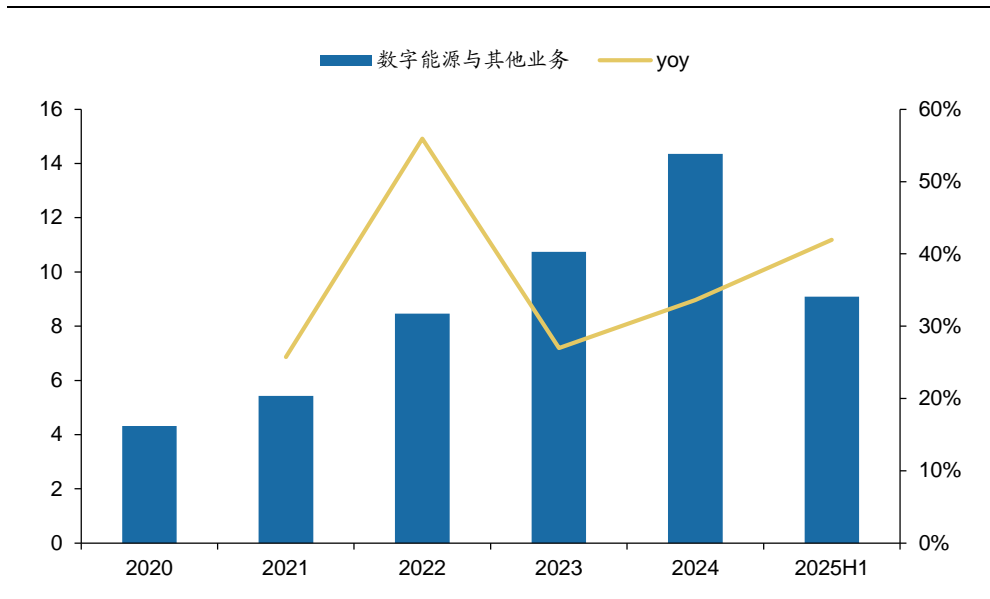
图 26: 公司数字与能源产品系列



数据来源：公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

近年来，数字能源业务营收规模持续稳定增长。2024年实现营收14.4亿元，同比+33.6%，2025H1实现营收9.1亿元，同比+43.1%；展望未来，数据中心液冷、燃机发电等新业务下游需求激增，客户对成本的敏感度相对较低，数字能源业务毛利率有望高增，进而带动公司整体毛利率提升。

图 27: 公司数字能源与其他业务营收 (亿元)



数据来源: iFinD 同花顺, 广发证券发展研究中心

同时, 公司数据中心业务受益于北美缺电需求, 订单需求高速增长。银轮股份作为卡特彼勒、康明斯等燃机核心供应商, 同时, 其子公司开山银轮经营数据中心相关业务; 2026年3月5日发布公告, 银轮股份的全资子公司YINLUN TDI,LLC近日获得了某国际著名机械设备公司燃气发电机尾气排放处理系统项目。项目预计将于2026年四季度开始供货。根据客户需求预测, 预计年销售额约13100万美元。

表 3: 银轮股份数据中心业务订单情况

时间	公司	产品	客户
2024.8.5	开山银轮	BTB 算力中心液冷散热系统 108 套	某数据中心整体解决方案服务商 (保密)
2024.12.24	开山银轮	算力中心液冷散热系统 193 套	三家数据中心整体解决方案服务商(保密)
2026.3.5	YINLUN TDI,LLC	燃气发电机尾气排放处理系统	国际著名机械设备公司

数据来源: 银轮股份关于获得客户订单的公告、银轮股份关于获得国际客户定点的自愿性信息披露公告、中国证券网、广发证券发展研究中心

天然气热交换+后处理一体化解决方案, 聚焦商用车、工程机械、船舶、发电设备等动力场景。银轮股份的天然气热交换及后处理业务, 围绕燃气发电、天然气重卡等场景提供全套解决方案, 核心产品涵盖发电机冷却模块、高效换热器及尾气后处理系统, 可满足欧美地区严苛排放与能效要求。客户以全球头部装备制造与能源设备企业为主, 包括卡特彼勒、康明斯、北美国际机械设备大客户等。

五、盈利预测和投资建议

公司业务可以划分为商用车及非道路、乘用车、其他（包括发电机、液冷等新业务）三大块。商用车及非道路业务随着国内商用车上行周期和行业电动化带来的新机遇有望实现量价齐升，同时带动收入和利润率的增长，预计2025-2027年该板块收入增速分别为12.4%、13.0%、13.5%，毛利率分别为24.0%、24.5%、24.8%。乘用车行业随着行业电动化持续受益，2025-2027年收入增速分别为25.2%、25.1%、24.8%，随着规模效应和海外工厂的管理水平优化毛利率有望提升，预计2025-2027年该板块毛利率分别为17.0%、17.5%、18.0%。其他业务由于发电机、液冷等新业务快速放量，预计2025-2027年收入增速分别为20.0%、20.0%、20.0%，考虑到发电机、液冷等新业务的利润率远高于汽车零部件行业，我们预计其占比提升拉动其他业务板块的毛利率持续增长，预计2025-2027年该板块毛利率分别为32.0%、33.0%、34.0%。

表 4: 公司盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入 (百万元)	11,018.0	12,702.1	15,293.6	18,474.4	22,352.7
YoY	29.9%	15.3%	20.4%	20.8%	21.0%
主营业务成本 (百万元)	8,641.9	10,146.6	12,106.7	14,549.8	17,523.2
毛利 (百万元)	2,376.1	2,555.4	3,186.9	3,924.6	4,829.5
毛利率	21.6%	20.1%	20.8%	21.2%	21.6%
商用车、非道路					
收入 (百万元)	4515.7	4176.3	4694.5	5303.4	6017.1
YoY	11.7%	-7.5%	12.4%	13.0%	13.5%
成本 (百万元)	3412.9	3205.7	3567.8	4004.1	4524.9
毛利 (百万元)	1102.9	970.6	1126.7	1299.3	1492.3
毛利率	24.4%	23.2%	24.0%	24.5%	24.8%
收入占比	41.0%	32.9%	30.7%	28.7%	26.9%
乘用车					
收入 (百万元)	5428.1	7090.5	8876.8	11104.2	13855.4
YoY	51.2%	30.6%	25.2%	25.1%	24.8%
成本 (百万元)	4490.2	5926.5	7367.7	9161.0	11361.4
毛利 (百万元)	937.9	1164.0	1509.0	1943.2	2494.0
毛利率	17.3%	16.4%	17.0%	17.5%	18.0%
收入占比	49.3%	55.8%	58.0%	60.1%	62.0%
其他 (包括发电机、液冷等新业务)					
收入 (百万元)	1074.2	1435.3	1722.3	2066.8	2480.2
YoY	27.0%	33.6%	20.0%	20.0%	20.0%
成本 (百万元)	738.8	1014.4	1171.2	1384.8	1636.9
毛利 (百万元)	335.3	420.9	551.1	682.0	843.3
毛利率	31.2%	29.3%	32.0%	33.0%	34.0%
收入占比	9.7%	11.3%	11.3%	11.2%	11.1%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司具备持续战略思路，拥有强大文化底蕴，面对行业变迁，逐步成为全球全域热管理专家。公司近年积极布局数据中心、具身智能等领域，不断探索新的增长极，我们预计公司25-27年EPS分别为1.13、1.58、2.07元/股。考虑公司新业务快速放量，给予公司26年32倍PE，合理价值为50.54元/股，维持“买入”评级。

表 5: 可比公司估值 (数据截至2026年4月14日)

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元, Wind 一致预期)			PE		
		2026/4/14	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002050.SZ	三花智控	1916.3	40.6	48.3	56.9	47.2	39.7	33.7
601689.SH	拓普集团	1043.4	27.8	34.7	42.7	37.5	30.1	24.4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、风险提示

汽车景气度不及预期。受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，汽车供应链安全等风险显现，国内外汽车市场面临诸多不确定性，整车企业的产销量波动可能加剧，零部件的配套量也将随之产生波动。

原材料价格波动风险。公司产品的主要原材料包括铝、钢、铁、铜等金属材料，材料成本占主营业务成本的比例较高，约为80%。原材料价格的波动将会直接影响公司的生产成本、盈利水平和经营业绩。

竞争超预期。汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递；零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力；来自家电、科技领域的跨行业参与者带来的竞争风险也需要观察。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	9,918	11,494	13,361	16,274	19,628
货币资金	1,919	2,187	2,000	2,500	3,000
应收及预付	4,612	5,179	6,555	8,252	10,421
存货	2,063	2,273	2,959	3,557	4,285
其他	1,325	1,855	1,846	1,964	1,922
非流动资产总额	6,238	6,869	7,015	7,504	7,833
长期股权投资	324	365	440	515	590
固定资产	3,577	3,857	3,988	4,496	4,855
在建工程	606	789	603	401	184
使用权资产	140	252	252	252	252
无形资产	766	803	866	899	944
其他	825	802	866	940	1,008
资产总额	16,156	18,362	20,376	23,777	27,461
流动负债总额	8,731	9,909	11,021	12,980	14,799
短期借款	2,111	2,064	1,915	2,195	1,950
应付及预收	5,715	6,737	8,095	9,609	11,479
其他	904	1,109	1,011	1,176	1,371
非流动负债总额	1,335	1,381	1,302	1,392	1,482
长期借款	291	129	179	229	279
应付债券	635	479	479	479	479
其他	409	772	643	683	723
负债总额	10,066	11,290	12,323	14,372	16,281
股本	804	835	847	847	847
其他	4,655	5,378	6,212	7,376	8,902
归母权益合计	5,459	6,213	7,059	8,222	9,749
少数股东权益	631	859	994	1,183	1,431
负债和股东权益	16,156	18,362	20,376	23,777	27,461

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,018	12,702	15,294	18,477	22,360
营业成本	8,642	10,147	12,107	14,552	17,529
营业税金及附加	63	78	92	107	134
销售费用	291	179	245	268	313
管理费用	606	681	820	970	1,163
研发费用	490	573	704	831	984
财务费用	82	57	104	78	71
资产信用减值损失	-127	-190	-130	-130	-130
公允价值变动收益	-1	39	0	0	0
投资收益	20	46	31	37	45
营业利润	816	1,009	1,235	1,713	2,245
营业外收支	-27	-6	-7	-7	-7
利润总额	788	1,002	1,228	1,706	2,238
所得税费用	88	108	135	179	235
合并净利润	701	894	1,093	1,527	2,003
少数股东损益	88	111	135	189	248
归母净利润	612	784	958	1,338	1,755
EPS (元/股)	0.76	0.94	1.13	1.58	2.07

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	921	1,205	1,185	1,408	1,838
合并净利润	701	894	1,093	1,527	2,003
折旧摊销	537	642	547	578	591
营运资金变动	-625	-582	-676	-914	-970
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-605	-906	-225	-1,025	-869
资本性开支	-990	-763	-554	-918	-777
投资	387	-145	-139	-149	-143
其他	-1	2	468	42	51
融资活动现金流净额	551	-130	-714	117	-469
股本融资	124	345	12	0	0
债权融资	563	-151	-476	420	-105
股利分配与偿付利息	-150	-200	-250	-304	-364
其他	14	-125	0	0	0
现金净增加额	872	176	246	500	500
期初现金余额	706	1,578	1,754	2,000	2,500
期末现金余额	1,578	1,754	2,000	2,500	3,000

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	29.9%	15.3%	20.4%	20.8%	21.0%
营业利润增长率	67.7%	23.6%	22.5%	38.6%	31.1%
归母净利增长率	59.7%	28.0%	22.3%	39.6%	31.2%
获利能力					
毛利率	21.6%	20.1%	20.8%	21.2%	21.6%
净利率	6.4%	7.0%	7.1%	8.3%	9.0%
ROE	11.2%	12.6%	13.6%	16.3%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	62.3%	61.5%	60.5%	60.4%	59.3%
有息负债率	18.8%	14.6%	12.6%	12.2%	9.9%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
利息保障倍数	8.1	10.8	11.4	14.5	17.6
营运能力					
应收账款周转率	3.0	2.9	2.7	2.6	2.5
存货周转率	4.2	4.5	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
每股指标					
每股收益	0.76	0.94	1.13	1.58	2.07
每股净资产	6.79	7.44	8.34	9.71	11.51
每股经营现金流	1.15	1.44	1.40	1.66	2.17
估值比率					
PE	24.5	19.9	42.5	30.4	23.2
PB	2.8	2.5	5.8	4.9	4.2
EV/EBITDA	10.5	8.9	20.8	16.7	13.5

广发汽车行业研究小组

闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
 陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
 周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
 张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
 罗英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与 CNE000001M22(002050)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与 G 三花(002050)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与 SANHUA(002050)公司有投资银行业务关系。
- (4) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与 Zhejiang Sanhua Intelligent Controls Co.,Ltd.(002050)公司有投资银行业务关系。
- (5) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与三花智控(002050)公司有投资银行业务关系。
- (6) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与三花股份(002050)公司有投资银行业务关系。
- (7) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与浙江三花智能控制股份有限公司(002050)公司有投资银行业务关系。
- (8) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与 CNE100006Z79(02050)公司有投资银行业务关系。
- (9) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与 SANHUA(02050)公司有投资银行业务关系。
- (10) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与 Zhejiang Sanhua Intelligent Controls Co Ltd(02050)公司有投资银行业务关系。
- (11) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与 Zhejiang Sanhua Intelligent Controls Co.,Ltd.(02050)公司有投资银行业务关系。
- (12) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与三花智控(02050)公司有投资银行业务关系。
- (13) 广发证券（香港）在过去 12 个月内与浙江三花智能控制股份有限公司(02050)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。