

震裕科技（300953.SZ）

精密结构件龙头，卡位算力卫星赛道打开成长空间

震裕科技是精密级进冲压模具和下游精密结构件领域龙头公司。2024 年以来，公司切入人形机器人赛道，零部件及总成产品获得国内外人形机器人主机厂验证。2026 年 4 月 20 日，公司设立控股合资公司震裕星算（苏州）科技有限公司，切入商业航天整星制造与部组件赛道，后续有望充分受益于卫星产业趋势。我们认为，在主业高景气 and 第二、第三增长曲线快速拓展的背景下，公司有望迎来戴维斯双击，维持公司“增持”评级！

- 基本盘：2023 年，公司业绩因扩产后稼动率不够、质量赔偿、折旧和利息负担上升、人工和研发费用增加等因素承压，当年公司归母净利润为 0.43 亿元。2024 年以后，公司盈利能力迅速修复，主要原因为公司内部治理改善，产能利用率、良率提升，消化了此前扩产时形成的固定成本与折旧压力。同时，在需求端，公司受益于全球新能源汽车的高速增长，以及储能市场的持续扩容。2025 年，公司实现营收 97.36 亿元，同比增长 37%，实现归母净利润 5.13 亿元，同比增长 102%。2026Q1，公司实现营收 29.69 亿元，同比+66%，实现归母净利润 2.82 亿元，同比+287%。
- 第二增长曲线：公司依托在精密机械零件设计及制造领域沉淀的技术能力，顺利切入人形机器人赛道。人形机器人是人工智能落地物理世界的重要环节。据 GGII，预计到 2030 年，全球人形机器人市场销量将接近 34 万台，市场规模将超过 640 亿元；到 2035 年，全球人形机器人市场销量将超过 500 万台，市场规模将超过 4000 亿元。公司于 2024 年成立宁波马丁具身机器人科技有限公司。截至目前，公司已初步形成人形机器人线性执行器、反向式行星滚柱丝杠、灵巧手精密零部件等产品的生产能力，并通过国内外多个人形机器人主机厂的验证。
- 第三增长曲线：商业航天成为震裕科技继人形机器人后选择的又一个战略方向。公司的核心能力（精密制造、自动化）能够推动卫星由小批量定制向规模化量产跃迁。2026 年 4 月，公司设立控股合资公司震裕星算（苏州）科技有限公司，切入商业航天整星制造与部组件赛道。震裕科技持股该合资公司 70%，陆川（国星宇航创始人）持股 30%。同时，震裕科技董事长蒋震林以个人身份持有国星宇航约 3.46% 的股份。卫星产业进入高速增长期，国星宇航为国内 AI 卫星龙头。2025 年，我国卫星研制/卫星发射/卫星运营和应用的市场规模分别达到 143/65/813 亿元，预计 2025-2030 年复合增长率分别为 56.0%/65.8%/35.7%。2025 年，整个卫星产业市场规模达 1021 亿元，预计 2025-2030 年复合增长率为 41.9%。国星宇航是国内 AI 卫星的领军企业。公司卫星及相关服务覆盖全卫星生命周期，包括有效载荷、平台及整星设计、组装及测试、发射协同、在轨交付及测运控服务。截至目前，公司累计发射 27 颗卫星（含 21 颗 AI 卫星），在中国民营航天企业中 AI 卫星发射量全国第一。
- 维持“增持”评级！预计 2026/2027/2028 年公司实现营收 155.39/235.91/340.70 亿元，同比+60%/52%/44%，实现归母净利润 9.95/13.87/18.06 亿元，同比+94%/39%/30%，对应 2026/2027/2028 年

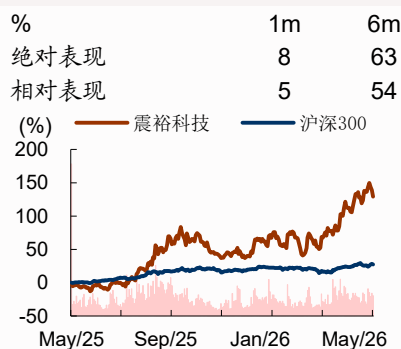
增持（维持）

中游制造/机械
目标估值：NA
当前股价：163.84 元

基础数据

总股本（百万股）	243
已上市流通股（百万股）	174
总市值（十亿元）	39.7
流通市值（十亿元）	28.5
每股净资产（MRQ）	19.5
ROE（TTM）	15.3
资产负债率	65.7%
主要股东	蒋震林
主要股东持股比例	26.81%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《震裕科技（300953）—全年业绩高增长，机器人业务正在实现突破》2026-01-19
- 2、《震裕科技（300953）—业绩超预期，结构件量利齐升，机器人全面布局》2025-09-01
- 3、《震裕科技（300953）—盈利能力持续修复，深度布局人形机器人领域》2025-02-11

郭倩倩 S1090525060003
guoqianqian@cmschina.com.cn
蒋国峰 S1090524100005
jiangguofeng@cmschina.com.cn
方嘉敏 S1090525060004
fangjiamin@cmschina.com.cn

PE 分别为 39.9/28.6/22.0 倍。

□ 风险提示：新能源及储能市场需求不及预期、人形机器人量产进度不及预期、国星宇航 IPO 进度不及预期、第二/三增长曲线业务营收占比较小等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	7129	9736	15539	23591	34070
同比增长	18%	37%	60%	52%	44%
营业利润(百万元)	262	563	1088	1515	1971
同比增长	-1273%	115%	93%	39%	30%
归母净利润(百万元)	254	513	995	1387	1806
同比增长	-494%	102%	94%	39%	30%
每股收益(元)	1.05	2.12	4.10	5.72	7.45
PE	156.5	77.5	39.9	28.6	22.0
PB	13.3	8.9	8.1	6.3	4.9

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 主业扎实稳健，受益于储能及新能源需求	4
二、 布局人形机器人零部件+执行器，探索第二成长曲线	4
1、 人形机器人是潜在的千亿赛道	4
2、 公司人形机器人产品布局齐全，卡位核心	6
三、 卡位算力卫星赛道，成长空间进一步打开	7
1、 成立合资公司，定位整星代工与关键部件平台化供给	8
2、 算力卫星是国家重点扶持的方向，未来空间巨大	8
3、 国星宇航是国内 AI 卫星的领军企业，IPO 在即	10
四、 风险提示	12

图表目录

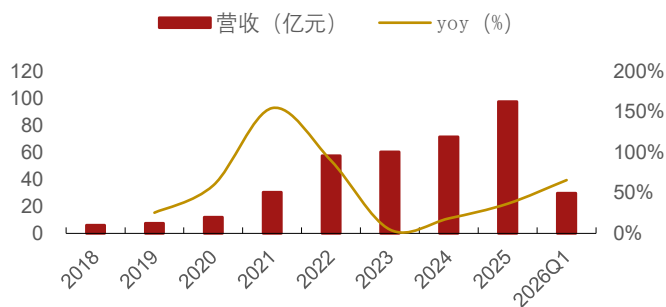
图 1: 公司历年营收（亿元）及 yoy（%）	4
图 2: 公司历年归母净利润（亿元）及 yoy（%）	4
图 3: 公司历年毛利率及净利率（%）	4
图 4: 公司历年四项费用率	4
图 5: 特斯拉 Optimus 第二代	5
图 6: 特斯拉人形机器人发布时间线	6
图 7: 震裕星算工商信息	8
图 8: 卫星全产业链	9
图 9: 我国卫星产业市场规模（亿元）	9
图 10: 国星宇航业务模式	10
表 1: 公司在人形机器人赛道布局的产品	7
表 2: 按 2025 年主要业务的收入计中国从事卫星相关业务的前十大民营商业航天企业	10
表 3: 按 2025 年主要业务的收入计中国管理完整卫星产业价值链的前五大民营商业航天企业	11
附: 财务预测表	13

一、主业扎实稳健，受益于储能及新能源需求

震裕科技的主营业务为精密结构件（电机铁芯、电池顶盖）、模具的研发、生产和制造。2025 年，公司精密结构件/模具的营收占比分别为 81.3%/4.5%。

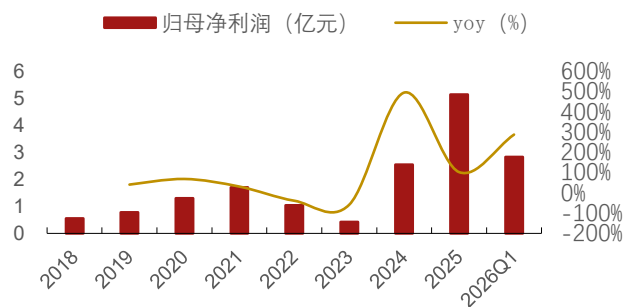
2024 年以来，公司业绩迅速爆发，主要受益于储能及新能源需求的持续爆发，以及内部治理的持续改善。2023 年，公司利润因扩产后稼动率不够、质量赔偿、折旧和利息负担上升、人工和研发费用增加等因素承压。2024 年以后，公司盈利能力迅速修复，主要原因为公司内部治理改善，产能利用率、良率提升，消化了此前扩产时形成的固定成本与折旧压力。同时，在需求端，公司受益于全球新能源汽车的高速增长，以及储能市场的持续扩容。2025 年，公司实现营业收入 97.36 亿元，同比增长 37%，实现归母净利润 5.13 亿元，同比增长 102%。2026Q1，公司实现营业收入 29.69 亿元，同比增长 66%，实现归母净利润 2.82 亿元，同比增长 287%。

图 1：公司历年营收（亿元）及 yoy（%）



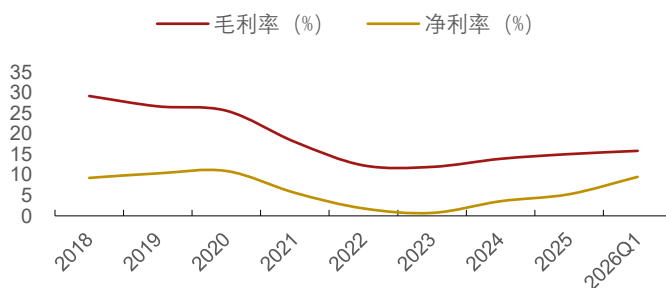
资料来源：Wind、招商证券

图 2：公司历年归母净利润（亿元）及 yoy（%）



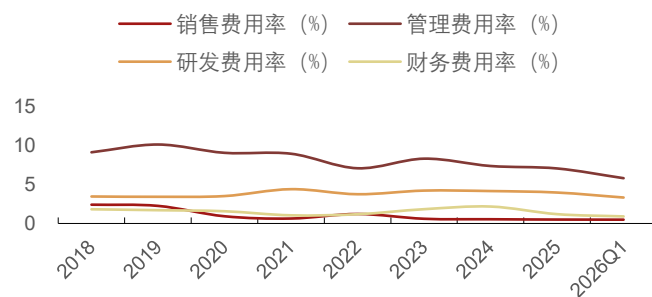
资料来源：Wind、招商证券

图 3：公司历年毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind、招商证券

图 4：公司历年四项费用率



资料来源：Wind、招商证券

二、布局人形机器人零部件+执行器，探索第二成长曲线

公司依托在精密机械零件设计及制造领域沉淀的技术能力，顺利切入人形机器人赛道。人形机器人相关业务已成为公司第二增长曲线。

1、人形机器人是潜在的千亿赛道

人形机器人是人工智能落地物理世界的重要环节，是未来确定性的高增方向。随

随着大模型、多模态 AI、算力芯片与轻量材料的突破，人形机器人进入 AI 驱动+智能化控制时代，感知、决策与动作高度融合，已经从实验室正式进入商业化落地阶段。据 GGII 数据，2025 年全球人形机器人市场销量有望达到 1.24 万台，市场规模 63.39 亿元；到 2030 年全球人形机器人市场销量将接近 34 万台，市场规模将超过 640 亿元；到 2035 年，全球人形机器人市场销量将超过 500 万台，市场规模将超过 4000 亿元。中国企业凭借优秀的制造基因，在人形机器人产业链中扮演了重要的角色。

以特斯拉为代表的国内外公司均高度重视人形机器人赛道，特斯拉 Optimus version 3 有望于今年年中发布。特斯拉于 2021 年 AI Day 首次提出人形机器人概念 Tesla Bot，随后发布了 Optimus 原型机（2022 年）、第一代（Gen1，2023 年）、第二代（Gen2，2023 年底）。2026 年 4 月 23 日，马斯克在特斯拉财报会上表示，特斯拉第三代 Optimus 人形机器人预计将在 2026 年年中亮相，采用最新的手部设计，这也是特斯拉第一款走向量产的人形机器人。2026 年 5 月 20 日，特斯拉在加州弗里蒙特工厂完成了最后一批 Model S 与 Model X 的交付后，立刻启动拆除。四个月内，这条产线将彻底转型为人形机器人专用线，首期年产能 100 万台；得州工厂同步推进的第二代产线，远期产能直指 1000 万台。

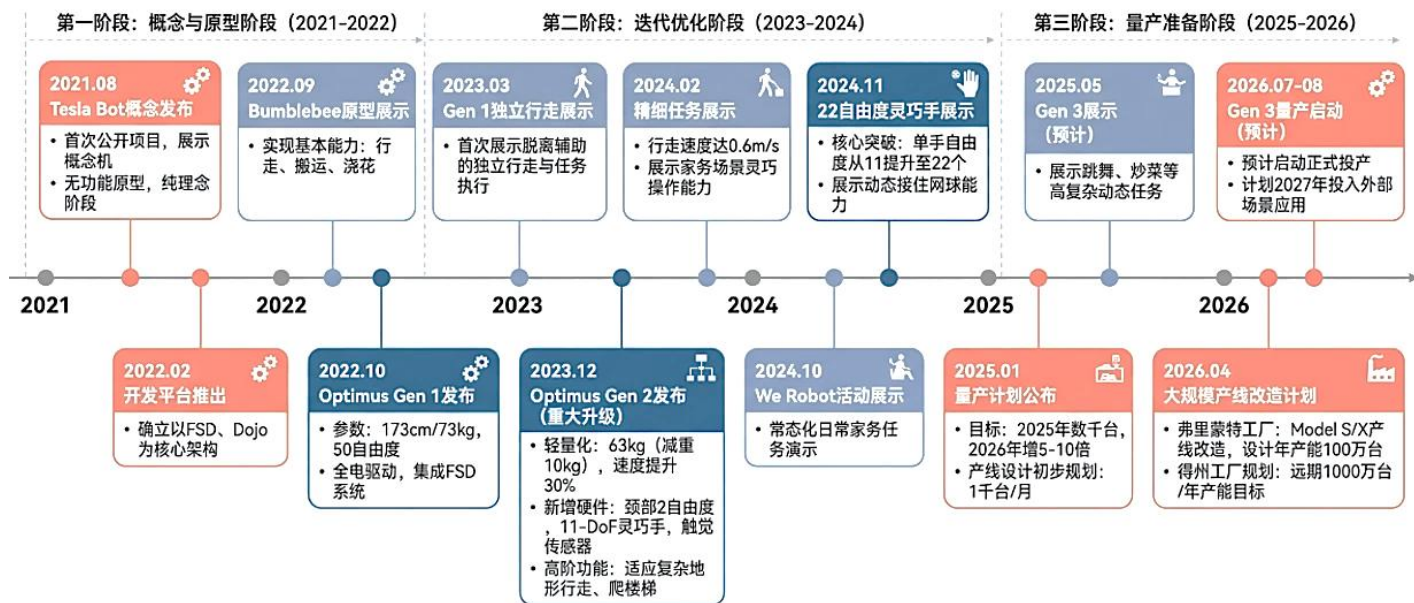
图 5：特斯拉 Optimus 第二代



资料来源：特斯拉、招商证券



图 6：特斯拉人形机器人发布时间线



资料来源：特斯拉、招商证券

2、公司人形机器人产品布局齐全，卡位核心

公司布局人形机器人赛道的时间线如下：

- **2024 年 9 月**，公司注册成立全资子公司宁波马丁具身机器人科技有限公司，作为人形机器人等新兴领域的产业发展平台专注精密零部件的设计和制造。
- **2025 年 10 月**，公司签订宁海 21.1 亿战略合作协议，其中包括三期年产 100 万台人形机器人精密模组及零部件项目。
- **2025 年 12 月**，公司拟发行可转债募集资金总额不超过 18.8 亿元，用于锂电池精密结构件扩产和人形机器人精密模组等项目。其中，人形机器人精密模组及零部件产业化项目（一期）总投资额 5.67 亿元，拟使用募资 2.82 亿元，实施主体为宁波马丁具身机器人科技有限公司。该项目建设期为 2 年，项目建成达产后，预计可实现年产 21 万套人形机器人线性模组、56 万套行星滚柱丝杠、64 万套微型滚珠丝杠、4 万对灵巧手的传动及结构件的生产能力。同月，公司公告全资子公司苏州范思特与苏州科技城签约，投资不少于 10 亿元，建设具身人形机器人驱动总成核心部件（关节/电机组件）；宁波马丁与宁海西店镇镇政府签约，投资 10 亿用于人形机器人精密模组及零部件产业化。

目前，在机器人领域公司已初步形成人形机器人线性执行器、反向式行星滚柱丝杠、灵巧手精密零部件等产品。据 2025 年年报，公司人形机器人相关产品实现经营收入占公司当年营业收入 0.15% 左右。

- **反向式行星滚柱丝杠**：公司已具备设计、生产及检测的全套成熟工艺，已建立峰值推力覆盖 100N 到 12000N 范围、导程精度覆盖 C3/C5 的标品库、完成量产 SOP 验证，相关产品已经得到国内外多个头部人形机器人本体客户

送样并已实现小批量供货。

- **线性执行器：**在反向式行星滚柱丝杠量产基础上，整合公司驱动电机铁芯冲压优势和行业资源，自主设计研发成功多款线性执行器产品，并已向国内外多个人形机器人本体客户送样并已实现小批量供货。
- **灵巧手精密零部件：**联合客户开发成功微型丝杠产品并已送样，灵巧手相关精密零部件已实现小批量供货。

表 1：公司在人形机器人赛道布局的产品

环节	产品	产品示意图	
大腿	线性执行器、反向式行星滚柱丝杠		
大臂	线性执行器、反向式行星滚柱丝杠		
小腿	线性执行器、反向式行星滚柱丝杠		
小臂	线性执行器、反向式行星滚柱丝杠		
灵巧手	精密零部件		

资料来源：年报、招商证券

三、卡位算力卫星赛道，成长空间进一步打开

十五五规划将商业航天列为战略性新兴产业，公司核心能力（精密冲压成型、模具制造、大规模量产）与卫星批量化制造所需的结构件制造能力高度契合。因此，商业航天成为震裕科技继人形机器人后的选择的又一个战略方向。

1、成立合资公司，定位整星代工与关键部件平台化供给

2026 年 4 月，公司设立控股合资公司震裕星算（苏州）科技有限公司，切入商业航天整星制造与部组件赛道。震裕科技持股该合资公司 70%，陆川（国星宇航创始人）持股 30%。同时，震裕科技董事长蒋震林以个人身份持有国星宇航约 3.46%的股份。这种公司+个人的双重绑定，体现了双方合作的深度。此外，公司延伸设立震裕星算（上海）科技有限公司，形成苏州-上海双平台布局。

图 7：震裕星算工商信息



资料来源：企查查、招商证券

当前，国星宇航的卫星制造仍处于相对早期阶段，单颗卫星制造成本较高（据招股书，算力卫星单星造价在数百万至千万元人民币量级）。随着星算计划（国星宇航发起的全球首个太空计算网络建设计划）从 12 颗扩容至目标 50 颗乃至 100 颗，国星宇航面临迫切的降本需求，而规模化量产正是震裕科技的核心优势所在。震裕科技有望通过震裕星算（苏州）切入国星宇航的结构件供应。

2、算力卫星是国家重点扶持的方向，未来空间巨大

卫星是商业航天行业的一个重要分支。卫星是飞行器的重要类型，卫星行业指以卫星通信、导航和遥感、太空计算以及 AI 等其他技术为基础的战略新兴行业。卫星全价值链可以分为三个重要环节，即卫星研制、卫星发射和卫星运营和应用。

按功能划分，传统卫星主要包括通讯卫星、导航卫星及遥感卫星。AI 卫星是随着 AI 技术快速发展而新开发和兴起的类型。AI 卫星进一步包括 AI 应用卫星和 AI 智算卫星。其中，AI 应用卫星配备 AI 有效载荷，提供 AI 驱动的数据分析及计算服务，以增强交付能力，AI 智算卫星通过卫星上的计算资源及旨在处理复杂的数据分析任务而涉及的复杂算法，不仅为其本身，也为其他航天器及地面应用提供先进的 AI 驱动数据分析及计算服务。

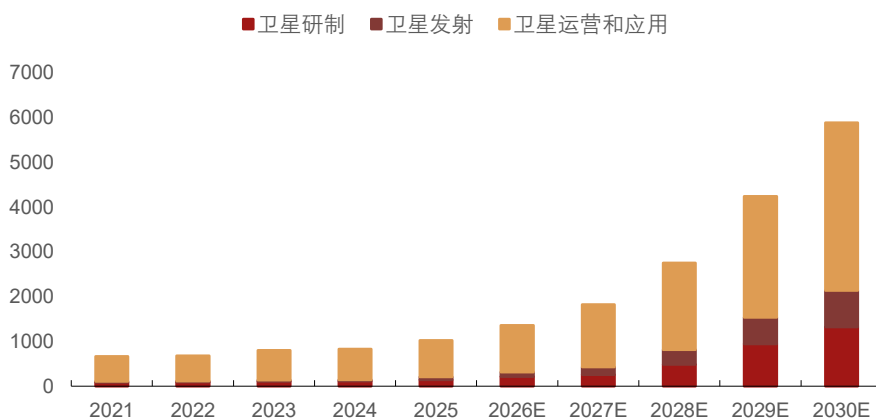
图 8：卫星全产业链价值链



资料来源：国星宇航招股书、招商证券

受政策驱动，我国商业航天以及卫星产业迎来高速发展期。据国星宇航招股书，中国商业航天的产值由 2021 年的约 1.3 万亿元增加至 2025 年的 2.8 万亿元，复合年增长率为 21.1%，并预期到 2030 年将达约 10.9 万亿元，2025-2030 年的复合增长率为 31.2%。卫星行业也展现出了类似的趋势。截至 2025 年年底，中国已向国际电信联盟提交涉及约 203000 颗卫星的频率和轨道资源备案。中国企业研制的在轨卫星数量由 2021 年年底的 499 颗增至 2025 年年底的 1166 颗。低轨卫星是中国卫星产业发展的重要基础设施，由 2021 年年底的 389 颗增加至 2025 年年底的 1013 颗。从市场规模来看，2025 年，我国卫星研制/卫星发射/卫星运营和应用的市场规模分别达到 143/65/813 亿元，预计 2025-2030 年复合增长率分别为 56.0%/65.8%/35.7%。2025 年，整个卫星产业市场规模达 1021 亿元，预计 2025-2030 年复合增长率为 41.9%。

图 9：我国卫星产业市场规模（亿元）

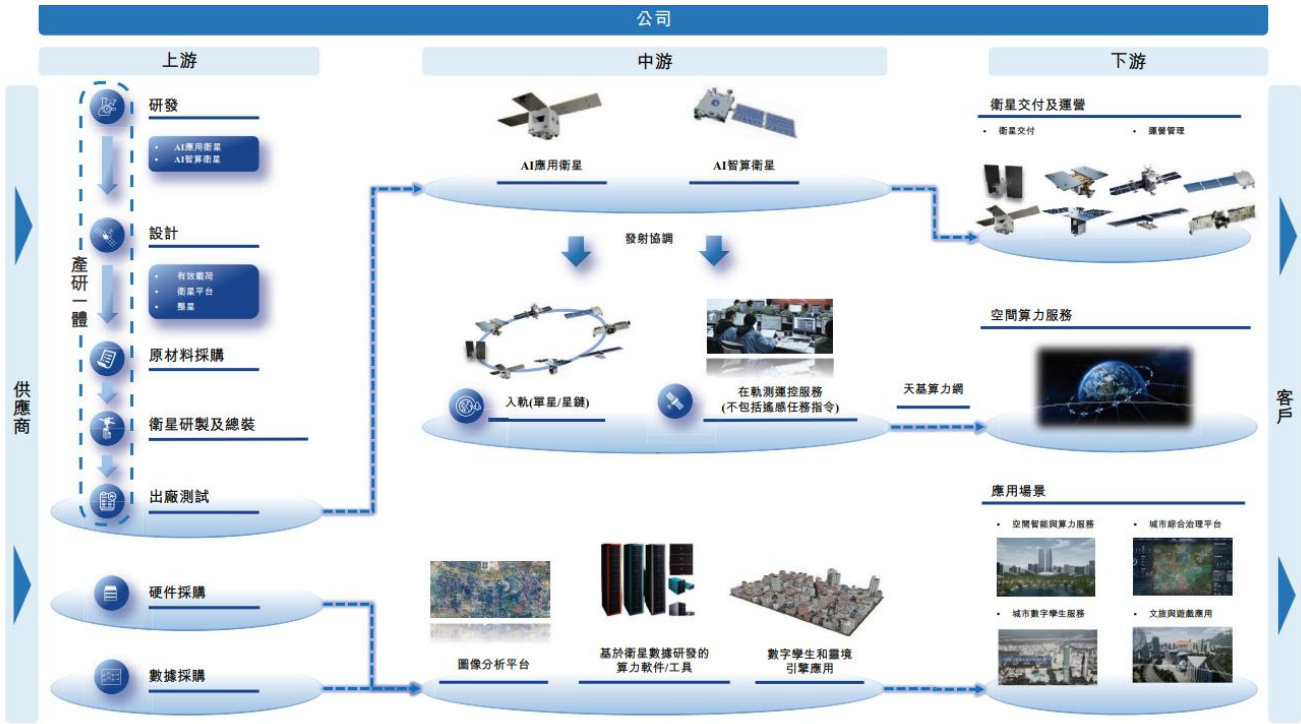


资料来源：国星宇航招股书、招商证券

3、国星宇航是国内 AI 卫星的领军企业，IPO 在即

国星宇航是国内 AI 卫星的领军企业。公司卫星及相关服务覆盖全卫星生命周期，包括有效载荷、平台及整星涉及、组装及测试、发射协同、在轨交付及测运控服务。公司于 2018 年 12 月发射了中国第一颗 AI 应用卫星，于 2024 年 9 月成功研制并发射了中国第一颗 AI 大模型智算卫星。2025 年 5 月 14 日，公司成功研制并发射了全球首个由 12 颗 AI 智算卫星组成的 AI 智算卫星星座。截至目前，公司累计发射 27 颗卫星（含 21 颗 AI 卫星），在中国民营航天企业中 AI 卫星发射量全国第一。公司收入从 2023 年的 5 亿元提升至 2025 年的 7 亿元。

图 10：国星宇航业务模式



资料来源：国星宇航招股书、招商证券

中国卫星产业此前一直由国有卫星公司主导，但这两年民营企业的份额在逐渐提升。公司为民营头部企业之一，且为为数不多的全产业链布局的公司之一。按 2025 年收入计，公司在中国管理完整卫星产业价值链的民营商业航天企业中排名第二。

表 2：按 2025 年主要业务的收入计中国从事卫星相关业务的前十大民营商业航天企业

排名	公司	背景资料	是否管理完整卫星产业价值链	上市状况	收入（人民币十亿元）	市场份额
1	公司 A	于 2003 年成立，专注于高精度导航定位相关产品及解决方案的研制和产业应用	否	上市	3.68	10.8%
2	公司 B	成立于 2006 年，一直持续研发数字地球相关产品及核心技术，提供软件销售及数据服务、技术	否	上市	2.16	6.4%

服务等

3	公司 C	成立于 1994 年，是定位、导航及授时 (PNT) 行业的先驱之一，也是地理空间行业的领导者，专注于高精度卫星导航应用	否	上市	1.28	3.8%
4	公司 D	于 1999 年成立，专注于高精度定位相关软硬件产品及服务的研制和销售	否	上市	1.06	3.1%
5	公司 E	于 2014 年成立，专注于高性能、低成本卫星研制及空天地一体化遥感信息服务	是	未上市	1.04	3.1%
6	公司 F	于 2000 年成立，通过为各种应用提供优质全球导航卫星系统产品和服务，建立了全球领先的智能定位数字基地	否	上市	0.86	2.5%
7	国星宇航		是	-	0.70	2.1%
8	公司 G	成立于 2008 年，是国内领先的卫星公司之一，专注于卫星、无人机及地面传感器的天地一体化感知网络	否	上市	0.54	1.6%
9	公司 H	于 2012 年成立，是掌握高精度北斗卫星导航系统及全球卫星导航系统核心技术并已实现大规模应用的高新技术企业	否	上市	0.45	1.3%
10	公司 I	于 2016 年成立，是中国领先的卫星互联网解决方案提供商及卫星制造商，专注于通信有效载荷及卫星平台的自主研发及量产	是	未上市	0.40	1.2%

资料来源：国星宇航招股书、招商证券

表 3：按 2025 年主要业务的收入计中国管理完整卫星产业价值链的前五大民营商业航天企业

排名	公司	背景资料	上市状况	市场份额
1	公司 E	成立于 2014 年，专注于高性能、低成本卫星研发及空天地一体化遥感信息服务	未上市	33.5%
2	国星宇航			22.6%
3	公司 I	于 2016 年成立，是中国领先的卫星互联网解决方案提供商及卫星制造商，专注于通信有效载荷及卫星平台的自主研发及量产	未上市	12.9%
4	公司 J	成立于 2018 年，是航空航天信息及通信基础设施以及应用解决方案的提供商，战略重点为卫星生产和星基应用	未上市	11.9%
5	公司 K	于 2015 年成立，致力于提供合成孔径雷达卫星星座建设及合成孔径雷达卫星数据综合服务	未上市	4.5%

资料来源：国星宇航招股书、招商证券

国星宇航在手订单旺盛，未来增长曲线陡峭。国星宇航提出的星算计划规划 2800 颗计算卫星，天地一体化算力网络，12 星互联已达 5POPS，推进更多组网/太空计算中心部署。截至 2026 年 5 月初，国星宇航在手 AI 卫星订单 37 颗、合约总值 12.31 亿元；新增发射核准 60 颗，频轨资源覆盖 3156 颗卫星获国际电联审批。根据国星宇航在手订单测算，单颗 AI 卫星合约价值达数千万，震裕作为合作伙伴，有望充分受益。

国星宇航上市在即。公司已于 2026 年 5 月 14 日向港交所主板提交了上市申请书，为公司第三次递交。拟上市身份定位为“太空 AI 第一股”，有望成为港股首家以 AI 卫星为主营业务的民营商业航天企业。公司于 2026 年 4 月完成最后一轮融资，投后估值约 115.54 亿-116 亿元人民币。

四、风险提示

- 1、新能源及储能需求下滑：**公司主营业务业绩增长一定程度上依赖于下游新能源汽车及储能市场的增长，若下游需求下滑，公司业绩或有所下滑。
- 2、人形机器人量产不及预期：**若国内外人形机器人主机厂无法大规模量产，则公司所产零部件及执行器或无法贡献业绩。
- 3、国星宇航 IPO 进度不及预期：**若国星宇航上市进程不及预期或者发射卫星的进度不及预期，公司潜在代工业务或无法贡献业绩。
- 4、第二/三增长曲线业务营收占比较小：**目前人形机器人对公司业绩贡献较小，2025 年仅占收入比例的 0.15%，卫星业务尚未给公司贡献业绩。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	6571	7538	12072	17516	25139
现金	1026	860	1846	2215	3217
交易性投资	325	469	469	469	469
应收票据	640	18	29	44	64
应收款项	3034	4237	6677	10138	14641
其它应收款	19	16	25	38	55
存货	990	1223	1883	2877	4185
其他	538	715	1142	1735	2507
非流动资产	4855	5504	5386	5308	5263
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3787	3984	3907	3858	3833
无形资产商誉	272	268	241	217	196
其他	796	1252	1238	1233	1235
资产总计	11426	13043	17458	22824	30402
流动负债	5938	6632	10573	14577	20375
短期借款	1614	1641	3998	4697	6146
应付账款	2890	3860	6197	9469	13774
预收账款	49	38	62	94	137
其他	1384	1093	316	316	317
长期负债	2495	1962	1962	1962	1962
长期借款	1496	1747	1747	1747	1747
其他	999	215	215	215	215
负债合计	8432	8594	12535	16539	22336
股本	107	173	243	243	243
资本公积金	1997	2888	2350	2350	2350
留存收益	889	1384	2327	3690	5471
少数股东权益	0	3	3	2	1
归属于母公司所有者权益	2993	4445	4921	6283	8065
负债及权益合计	11426	13043	17458	22824	30402

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(497)	370	211	1	(96)
净利润	254	513	995	1386	1805
折旧摊销	436	496	456	437	422
财务费用	168	120	60	60	60
投资收益	(5)	(6)	(112)	(112)	(112)
营运资金变动	(1322)	(770)	(1246)	(1856)	(2385)
其它	(29)	17	59	86	113
投资活动现金流	(333)	(474)	(226)	(246)	(266)
资本支出	(303)	(359)	(338)	(358)	(378)
其他投资	(30)	(115)	112	112	112
筹资活动现金流	679	(93)	1000	614	1365
借款变动	881	(138)	1580	698	1449
普通股增加	5	66	70	0	0
资本公积增加	109	891	(538)	0	0
股利分配	(5)	(23)	(52)	(24)	(24)
其他	(311)	(889)	(60)	(60)	(60)
现金净增加额	(151)	(197)	986	369	1002

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7129	9736	15539	23591	34070
营业成本	6139	8273	13281	20295	29521
营业税金及附加	37	49	78	119	171
营业费用	38	49	62	94	136
管理费用	228	299	451	684	988
研发费用	295	384	590	896	1295
财务费用	154	116	60	60	60
资产减值损失	(48)	(116)	(40)	(40)	(40)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	67	106	106	106	106
投资收益	5	6	6	6	6
营业利润	262	563	1088	1515	1971
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	3	7	7	7	7
利润总额	262	558	1083	1510	1966
所得税	8	45	88	123	161
少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	254	513	995	1387	1806

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	18%	37%	60%	52%	44%
营业利润	-1273%	115%	93%	39%	30%
归母净利润	-494%	102%	94%	39%	30%
获利能力					
毛利率	13.9%	15.0%	14.5%	14.0%	13.4%
净利率	3.6%	5.3%	6.4%	5.9%	5.3%
ROE	9.0%	13.8%	21.3%	24.8%	25.2%
ROIC	6.1%	7.9%	10.9%	12.4%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	73.8%	65.9%	71.8%	72.5%	73.5%
净负债比率	37.0%	31.9%	32.9%	28.2%	26.0%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	1.0	1.2	1.3
存货周转率	6.7	7.5	8.6	8.5	8.4
应收账款周转率	2.0	2.5	2.8	2.8	2.7
应付账款周转率	1.9	2.5	2.6	2.6	2.5
每股资料(元)					
EPS	1.05	2.12	4.10	5.72	7.45
每股经营净现金	-2.05	1.52	0.87	0.00	-0.40
每股净资产	12.34	18.33	20.29	25.91	33.25
每股股利	0.09	0.21	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	156.5	77.5	39.9	28.6	22.0
PB	13.3	8.9	8.1	6.3	4.9
EV/EBITDA	68.9	48.0	31.5	25.1	20.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。