

飞龙股份：

水泵龙头加速转型，新业务放量可期

华西证券汽车团队

2025年3月5日

分析师：白宇

SAC NO: S1120524020001

联系人：陈乐音

投资要点

■ 核心观点：

1) **飞龙股份：水泵龙头加速转型，新业务放量可期。**飞龙汽车部件股份有限公司成立于2001年，是国内传统汽车零部件行业的领先企业，主导产品包括汽车水泵、发动机进、排气歧管等。2011年在深交所上市，2016年成立新能源汽车部件公司，拓展新能源业务。

2) **水泵业务：电子水泵业务持续推进，市场份额不断扩大。**公司在汽车水泵领域具有显著优势，其国内市场占有率高达25%。电子水泵业务持续推进，2023年在中国新能源乘用车电子水泵市场的份额为9.93%（排名第五），相较2022年市场份额增长6.65%。

3) **新能源业务放量，客户矩阵不断扩张。**2016年，上海飞龙公司注资500万元成立，致力于新能源汽车热管理系统研发。近年来，公司客户版图不断扩张，获得吉利罗佑、越南VINFAST、理想汽车等客户定点，我们预计未来业务预计持续放量。

4) **涡壳热销，排气领跑。**2023年，公司涡壳产量为487.49万套，同比上涨26.15%；涡轮销量为446.47万套，同比上涨19.10%。公司排气歧管年产量可达480万套，主要分布在南阳飞龙、龙泰（泰国）和飞龙特铸三家公司，产能分别为300万套/100万套/80万套，公司汽车进排气歧管产量在2020年国内主要生产汽车进排气歧管12家企业中位列第二位。

■ **投资建议：**随着新能源汽车不断放量，销量增长可期；预计2024-2026年营收分别为47.23、58.71、70.63亿元，归母净利润为3.29、4.52、5.87亿元，EPS为0.57、0.79、1.02元。2025年3月4日收盘价16.43元，对应2024-2026年PE为28.69、20.89、16.08倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧超预期，价格战带来价格下降，出货量不及预期等。

目录

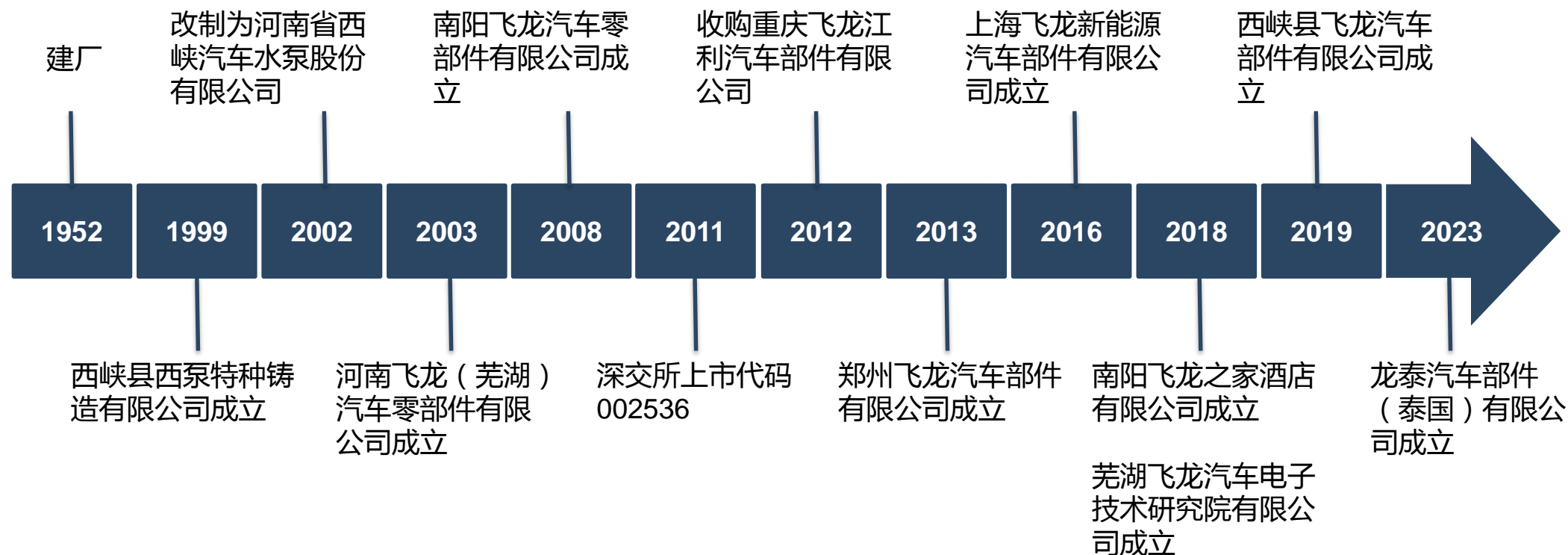
- 1、产品矩阵完善，营收持续上涨
- 2、核心增长点：从机械水泵到电子水泵
- 3、新能源业务放量，客户矩阵不断扩张
- 4、涡壳热销，排气领跑
- 5、投资建议与风险提示

1 产品矩阵完善，营收持续上涨

专注汽车&民用热管理，积极拥抱新能源

飞龙股份从事的主要业务是汽车领域热管理部件和民用领域热管理部件的制造、销售；细分为发动机热管理重要部件、发动机热管理节能减排部件，新能源、燃料电池和5G工业液冷及光伏系统冷却部件与模块等。公司于2011年在深交所上市，2016年成立新能源汽车部件公司，拓展新能源汽车零部件业务，迎接电动化、智能化转型带来的发展机遇。

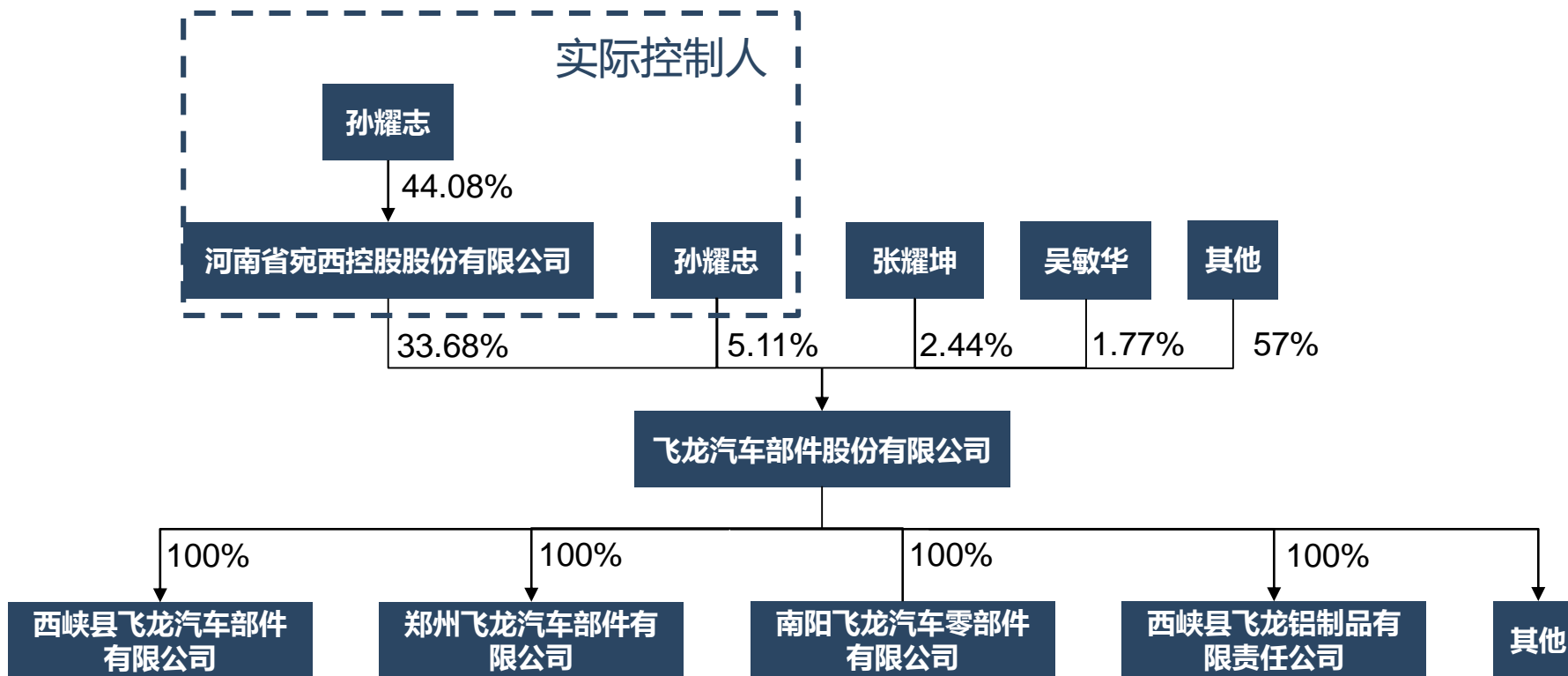
图 1-1：飞龙股份公司发展历程



资料来源：招股说明书、公司官网，华西证券研究所

公司股权结构较为集中。截止2024年10月19日，孙耀志先生和公司副董事长孙耀忠先生为公司的实际控制人，两人合计直接间接拥有公司19.96%的股份。

图 1-2：飞龙股份公司股权结构



公司产品矩阵完善，涵盖汽车和民用领域

- 1) 在汽车领域，产品包括机械水泵、排气歧管、涡壳等，涵盖发动机热管理重要部件和节能减排部件。另外，公司还致力于新能源汽车、氢燃料电池、5G工业液冷和光伏系统冷却部件，主打电子水泵和温控阀系列产品。
- 2) 在民用领域，公司主要生产电子水泵系列产品和温控阀系列产品。未来发展将聚焦于提升现有产品技术水平，拓展市场应用领域，实现全面升级转型。

图 1-3：公司主要产品

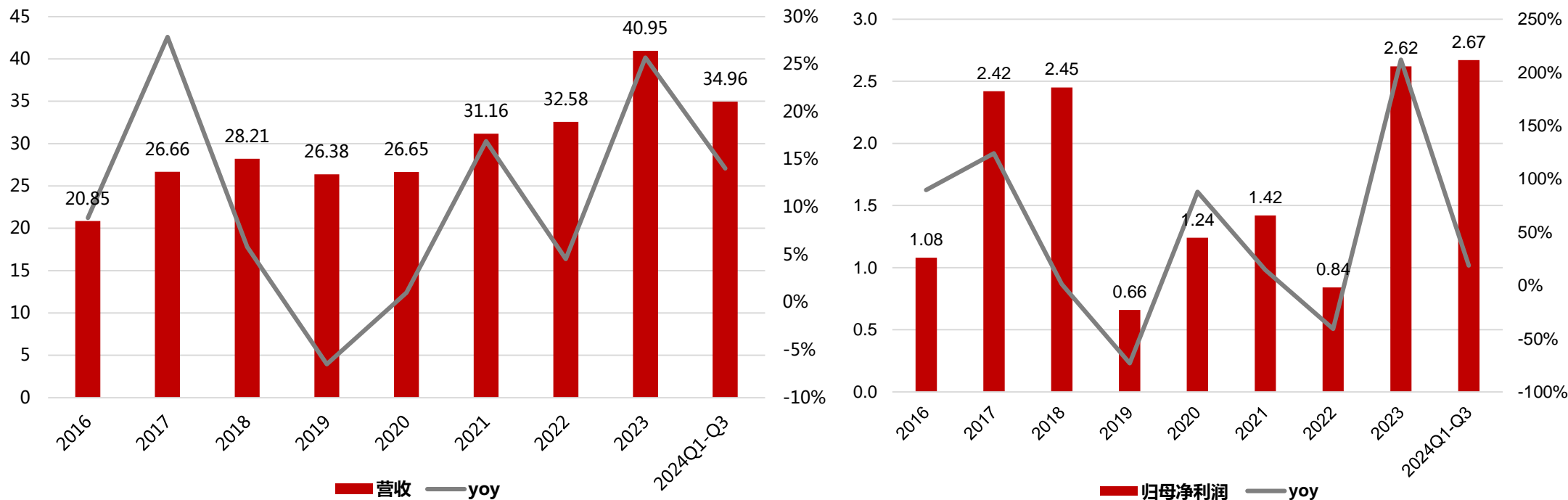


2024年前三季度，业绩继续稳中有升

2024年前三季度，公司营收和净利润均取得明显增长，主要得益于汽车市场需求释放和产品放量增长。

- 1) 公司主要产品涡轮增压器壳体产品增速稳定，混动汽车快速上量，新能源热管理部件产品逐步放量，推动了营收增长；
- 2) 新业务快速发展和成本控制也带来了归母净利润的增长。市场需求释放、新能源产品拓展、精益生产模式和原材料成本降低等因素共同推动业绩提升。

图 1-4：公司近年营收及增速（单位：亿元，%）、公司近年归母净利润及增速（单位：亿元，%）



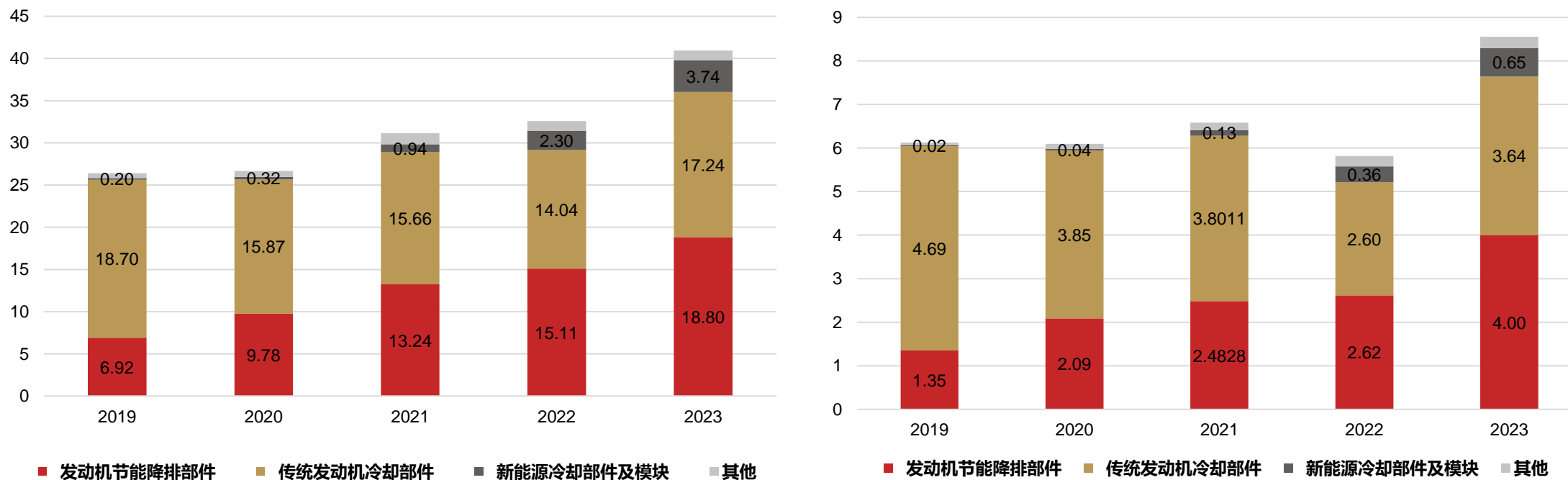
资料来源：同花顺 iFind，华西证券研究所

2024年前三季度，新能源业务毛利强势增长

2024年前三季度，借力汽车新能源发展大势，公司新能源业务发展迅速，营收与毛利润快速增长。

2023年，公司以机械水泵、排气歧管和涡轮增压器壳体等传统业务为基础，保持市场占有率或增长，同时大力开发新能源汽车等相关部件，新能源业务迅速发展。2023年公司新能源冷却部件及模块营收实现3.74亿元，同比+62.54%，毛利润实现0.65亿元，同比+80.72%。

图 1-5：公司分业务板块营收分布情况（单位：亿元）、公司分业务板块毛利分布情况（单位：亿元）

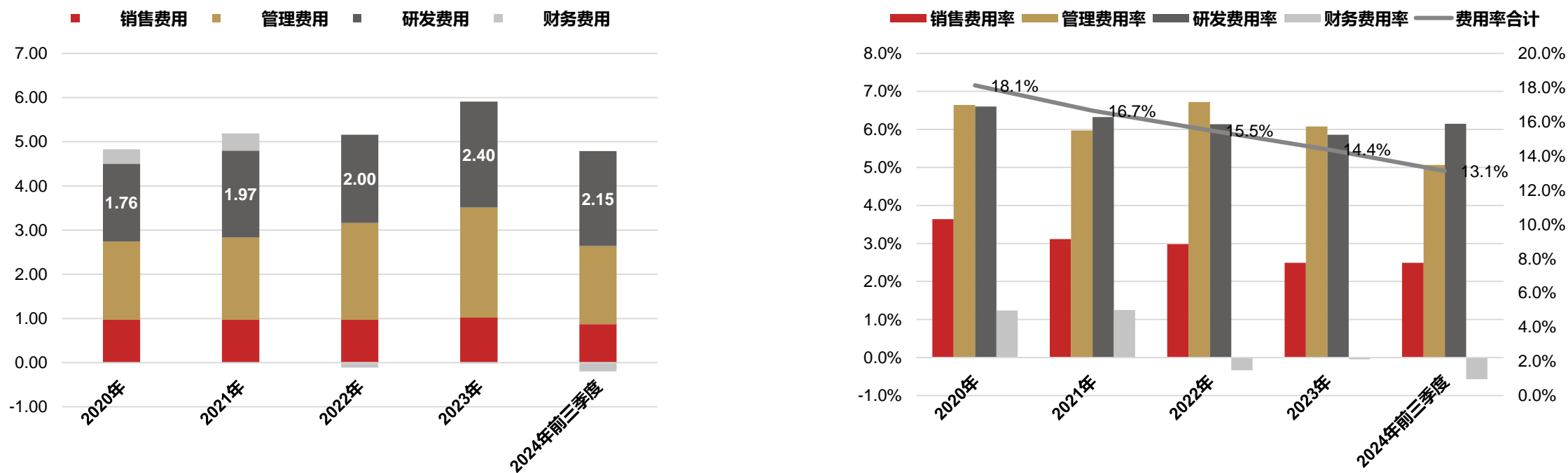


资料来源：同花顺iFind，华西证券研究所

研发持续增长，经营效率大幅提升

1) 研发投入持续增长。2020-2024年前三季度，公司研发费用持续增长，2024年前三季度为2.15亿元，同比增长15.6%；2) 费用率优化，经营效率大幅提升。2020-2024年前三季度，公司期间费用率持续优化，经营效率大幅提升，2024年前三季度为13.1%，较2023年下降1.3pct。

图 1-6：期间费用、期间费用率



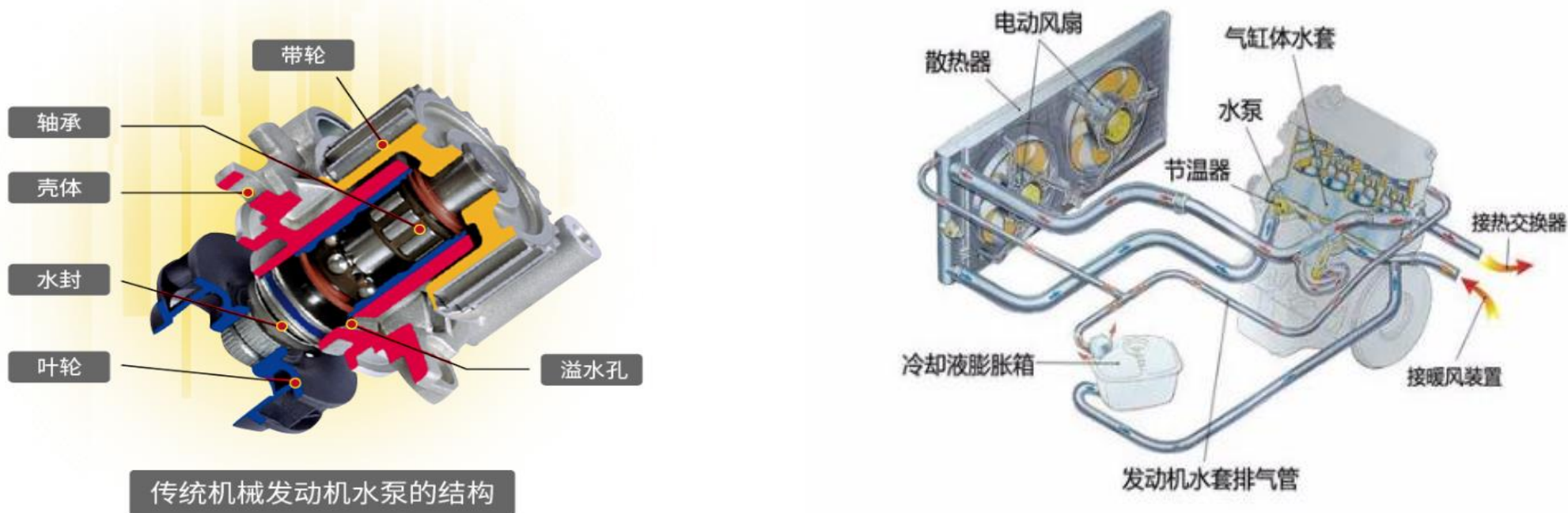
资料来源：Wind，华西证券研究所

2 核心增长点：从机械水泵到电子水泵

机械水泵业务突出，优势明显

- 1) 公司在汽车水泵领域具有显著优势，其国内市场占有率高达25%，2020年被国家工信部认定为制造业单项冠军产品。机械水泵是其主导产品，拥有104位专业研发人员，年产1000万只机械水泵。仅在2021年，公司就设计开发了232种新产品，其中机械水泵占比46.98%。
- 2) 机械水泵在汽车发动机冷却系统中扮演着关键角色，通过循环冷却液来维持发动机的适宜工作温度，保证发动机正常运转。

图 2-1：机械水泵结构与工作原理



资料来源：募股说明书、公司官网、公众号香磁磁业，华西证券研究所

客户矩阵完善，国内外多家优质整车厂商的供应商

公司深耕汽车机械水泵领域数十年，客户覆盖全球范围内众多优质的整车厂商客户，国内客户主要为吉利、北汽、小康动力、长城、长安、比亚迪等，国外客户主要为通用、福特、沃尔沃等。

图 2-2：客户矩阵



电子水泵：内燃机冷却新趋势，助力汽车环保升级

电子水泵成为内燃机冷却系统新方向，助力汽车行业技术升级与环保。

随着技术进步和消费水平提高，高端汽车市场正探索电子水泵技术。相较传统机械水泵，电子水泵精确匹配车辆运行状态，优化发动机空间利用，延长寿命，实现节能环保目标。电子水泵已成内燃机冷却系统重要发展方向，推动汽车技术升级和环保发展。

图 2-3：机械水泵与电子水泵对比

项目	机械水泵	电子水泵
驱动方式	发动机	电机（直流无刷为主）
优势	结构简单、排量大	体积小、重量轻、可靠性高、无噪音，使用寿命长；可精确控制冷却效果，可快速暖机、液流率低、节省耗动力；使用寿命长
劣势	与发动机转速成正比，受限于发动机工况影响；冬季温度低时无需散热情况下仍然工作，导致热车时间长；发动机停止后，水泵停止暖风停止	需要电机、开发可靠的控制器，成本较高
价格	约100-150元	约200-300元
应用	中、低端汽车	新能源汽车、传统发动机高端车型、涡轮增压发动机车型。一般插电式混合动力汽车配备2-3个电子水泵，纯电动汽车配备1-2个电子水泵

资料来源：公众号科闻汽车，华西证券研究所

混动电子水泵需求量增加，ASP可达600元

新能源汽车热管理复杂度提升带动水泵单车用量增长，机械泵向电子泵的技术升级带动水泵单价增长。相对于燃油车，混动变速箱里面用的油泵数量会更多，因为传统的发动机里面那块也有油泵。后续混动上量比较快的话，对于电子油泵需求也会有比较大的拉升。

图 2-4：电子水泵的类型、应用及价值量

应用场景	电子水泵类型	功率段	单价/元	用量 (个)	价值量 (元)
燃油车	发动机注水冷却，替代传统机械	300-500W	300-400	0或1	300-400元
新能源-纯电	电池冷却	80-150W	100-200	1	300-400元
	电机冷却	60-150W	100-200	1	
	电控冷却 (电机、电控两泵可以合并)	60-150W	120	0或1	
	暖风空调系统冷却	20-50W	100	0或1	
新能源-混动	发动机注水冷却	200-500W	300-500	1	集成度较高的方案，电子水泵整体价值可以达到600元左右
	涡轮增压水冷泵	18-20W	120	0或1	
	电池冷却	80-150W	100-200	1	
	电机冷却	60-150W	100-200	1	
	电控冷却 (电机、电控两泵可以合并)	60-150W	120	0或1	
	暖风空调系统冷却	20-50W	100	0或1	

资料来源：公众号R10电驱动，华西证券研究所

电子水泵业务持续推进，市场份额不断扩大

公司电子水泵业务持续推进，市占率居于国内前列。2023年公司在中国新能源乘用车热管理系统电子水泵供应商的市场份额占据9.93%，排名第五，相较于2022年，市场份额增长6.65%，排名上升3位。排名第3、4的弗迪动力、东南电器市场份额均为10%左右，公司排名有望进一步上升。

图 2-5：中国新能源乘用车热管理系统电子水泵供应商的市场份额

排名	2022年		2023年	
	供应商	市场份额	供应商	市场份额
1	弗迪动力	19.00%	浙江三花	20.55%
2	浙江三花	16.53%	威晟科技	16.55%
3	东南电器	13.03%	弗迪动力	10.42%
4	深鹏电子	11.18%	东南电器	10.14%
5	博世	8.01%	飞龙股份	9.93%
6	德昌电机	7.62%	深鹏电子	6.61%
7	威晟科技	7.21%	富临精工	4.30%
8	飞龙股份	3.28%	皮尔博格	4.12%
9	皮尔博格	3.01%	德昌电机	3.73%
10	华汇实业	2.93%	博世	3.68%

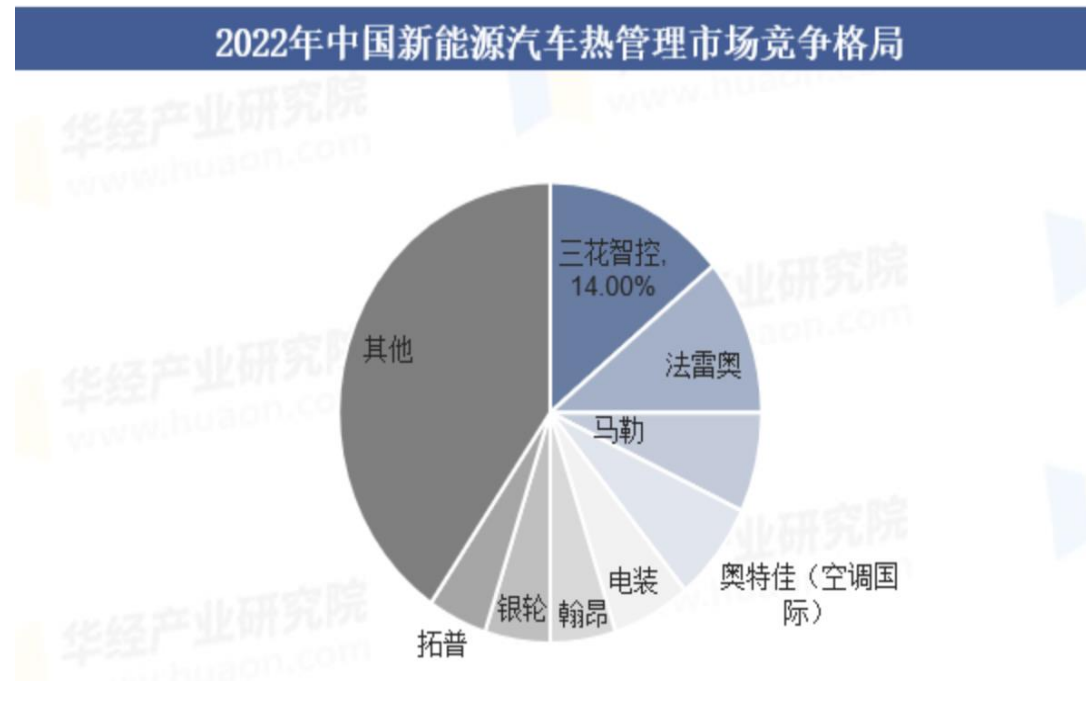
资料来源：高工智能汽车，华西证券研究所

3 新能源业务放量，客户矩阵不断扩张

新能源热管理快速增长，中国潜力巨大

新能源汽车热管理系统市场迅速增长，中国市场规模占全球一半以上，展现巨大潜力。随着新能源汽车普及率提升，华经产业研究院预计到2025年，全球市场规模将达2264.6亿元，中国市场规模将达967.48亿元。2022至2026年，全球及中国市场的复合年增长率分别为32.95%和20.33%，中国市场占全球42.72%。国际市场主要提供压缩机、空调模块；国内，三花智控、奥特佳等企业占据约39%的市场份额，银轮股份业务范围广泛。

图 3-1：2019-2026年全球及中国新能源汽车热管理系统市场规模（单位：亿元）、2022年中国新能源汽车热管理市场竞争格局

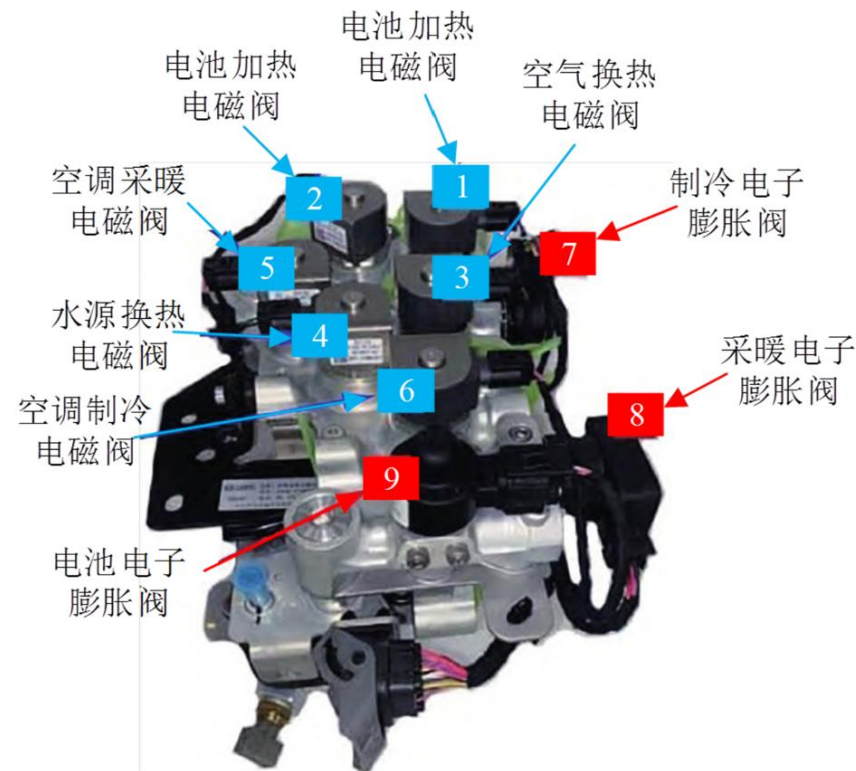
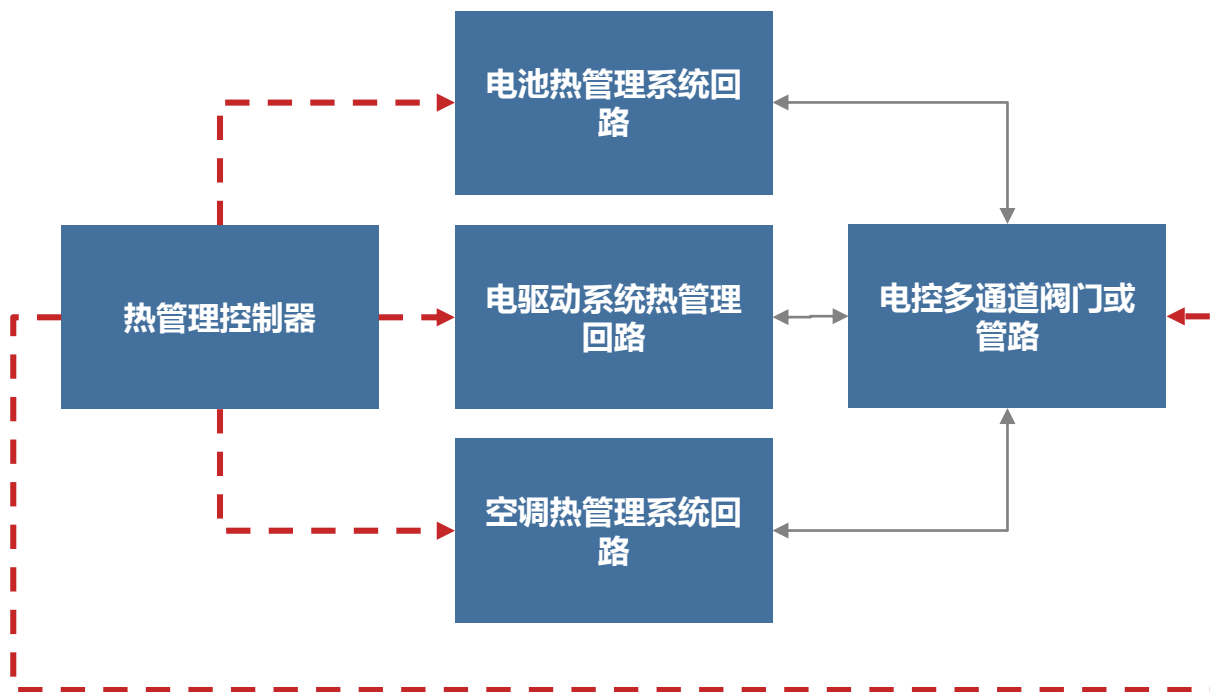


集成化整车热管理系统，成为电动汽车重要趋势

为满足日益提升的能量管理需求，集成化整车热管理系统成为电动汽车发展的重要趋势。

随着汽车产业迈向电动化和智能化，能量管理复杂性增加，对系统要求提升。集成化整车热管理系统通过耦合各子系统，实现信息和能量交互，协调热负荷，高效利用电池能量，提升能效，保障三电系统性能及乘员舱舒适性。

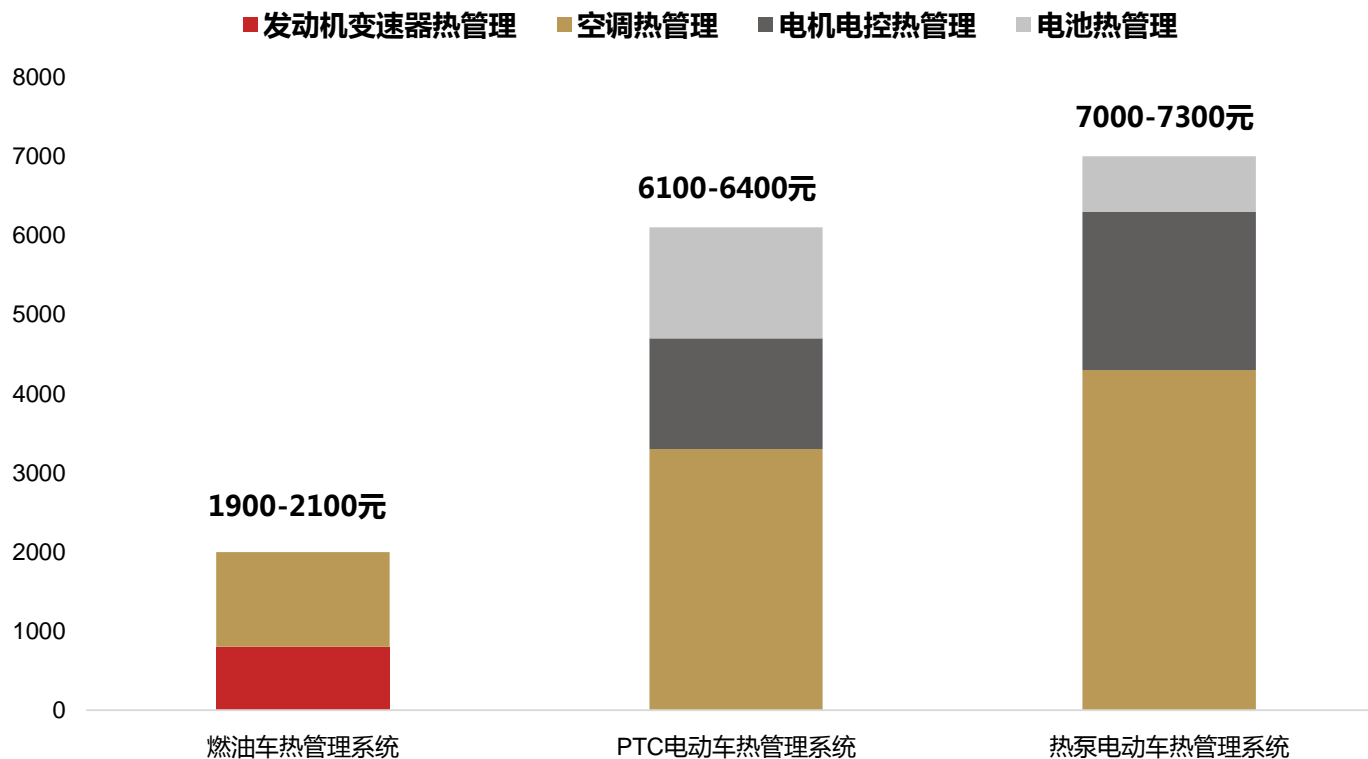
图 3-2：集成热管理流程图、热管理集成模块



电动车热管理，单车价值较燃油车提升大

电动车热管理系统单车价值量较燃油车提升幅度较大。根据盖世汽车数据，电动车热管理系统单车价值量比燃油车热管理系统单车价值量提升3倍，可达6000-7000元；具体体现在机械式压缩机升级为电动压缩机、新增电池冷却器、电池和电机电控回路等。

图 3-3：新能源汽车热管理系统对比燃油车热管理系统



电动车热管理，单车价值较燃油车提升大

相较于传统燃油车热管理，新能源汽车热管理系统新增了电动压缩机、电池冷板、Chiller和电磁阀等高价值量部件，系统整体成本大幅上涨。

1) 压缩机：油车、PTC体系、热泵体系、二氧化碳热泵体系分别为450-550、1400-1600、1400-1600、2500-2700元；2) 电磁阀：较燃油车分别增加500、1200、1500元；3) 电池冷板较燃油车增加600元。

图 3-4：汽车热管理系统核心部件单车价值

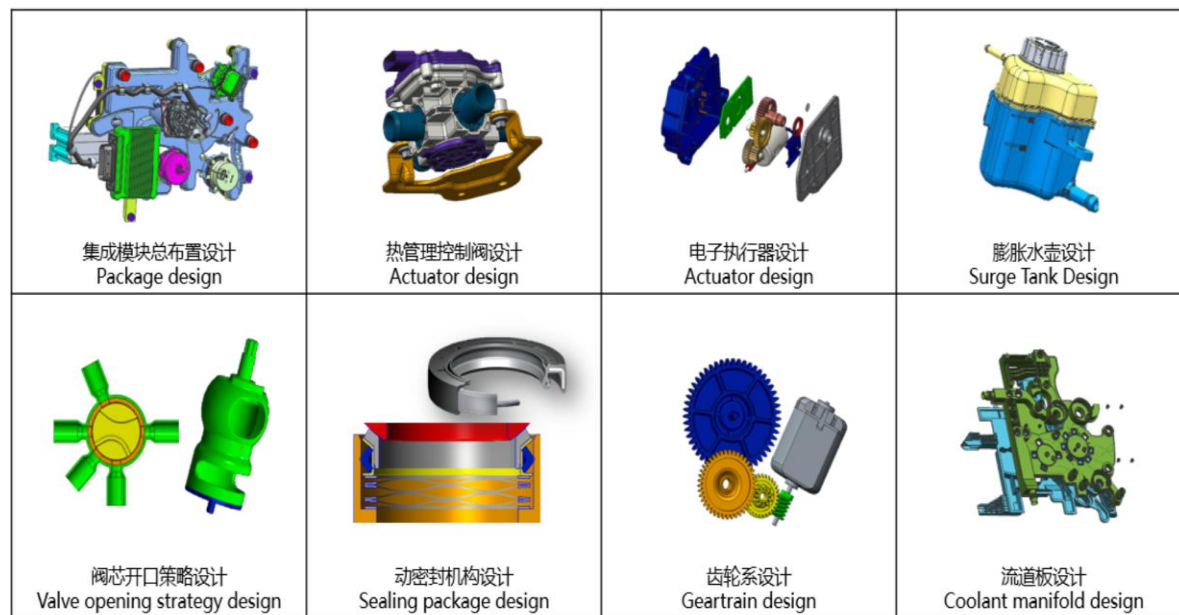
零部件种类	传统燃油车体系	新能源汽车		
		PTC体系	热泵体系	二氧化碳热泵体系
空调箱 (HVAC)	400	400	700	700
制冷剂管	200-300	350	450	1300-1500
压缩机	450-550	1400-1600	1400-1600	2500-2700
冷凝器	100	150	150	200
Chiller	-	100	100	200
电磁阀	-	500	1200	1500
水泵 (含管路、传感器)	300	700	700	700
散热器	150	150	150	150
电池冷板	-	600	600	600
其他	550-600	1500	1700	1700
单车价值合计 (元)	2150-2450	5850-6050	7150-7350	9550-9950

专注热管理系统研发，业绩持续增长

公司专注于热管理系统研发，随着市场需求增长和客户版图扩大，业绩持续增长。

2016年，上海飞龙公司注资500万元成立，致力于新能源汽车热管理系统研发。近年来，公司客户版图不断扩张，获得吉利罗佑、越南VINFAST、理想汽车等客户定点，未来业务预计持续放量。随着新能源汽车热管理市场规模快速增长，公司热管理业务发展潜力巨大。

图 3-5：公司机械结构设计能力、公司热管理产品定点情况



公告时间	定点客户	金额（亿元）	量产时间
2024.03.05	国内某自主品牌公司	超4亿元	
2024.02.02	国内某造车新势力	约6亿元	
2023.03.29	某公司		
2022.10.19	国内某知名新能源车企	约5亿元	
2022.07.27	理想汽车		
2022.04.27	越南VINFAST汽车	共计6.3亿元	
2022.01.21	吉利罗佑	约0.9亿元	2023年
2021.12.03	吉利罗佑	1.8亿元	2024年
2021.08.26	吉利罗佑	2.7亿元	2023年

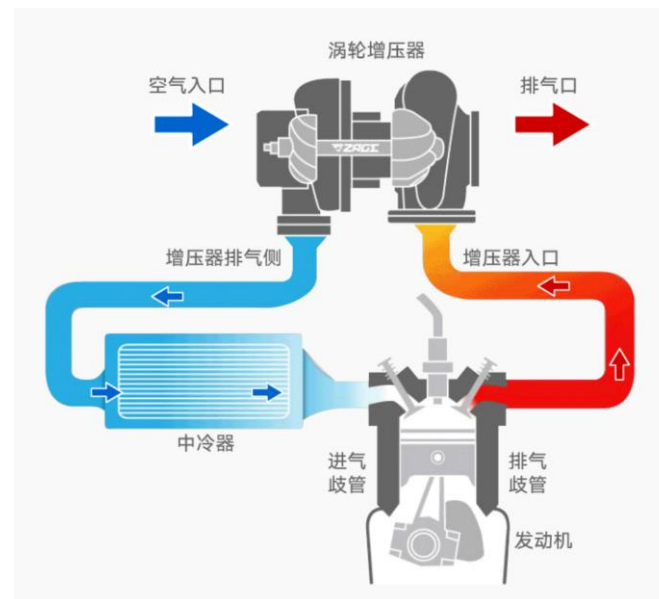
4 涡壳热销，排气领跑

涡体材料选择和加工工艺对涡轮增压器性能至关重要。

涡轮增压器的材料选择和加工工艺对涡轮增压器性能至关重要。

- 1) 涡轮增压器壳体通常由铸铁或高温合金制成，收集来自发动机的废气，将它们输送到涡轮增压器叶轮以进行旋转。与压缩机外壳一样，它也采用“蜗壳”螺旋设计，有助于最大限度地提高废气流经其中的速度。
- 2) 目前市场上销售的汽车涡轮增压器金属材料中，含镍的奥氏体不锈钢能够适应工作过程中的最高温度，因此在市场上得到广泛应用。然而，由于其含有贵金属，制造成本较高。在选择涡轮增压器壳体材料时，需要综合考虑多种因素。其加工的关键工艺是攻丝工艺、钻孔工艺、铣削加工工艺。

图 4-1：涡轮增压器外壳、涡轮增压工作原理

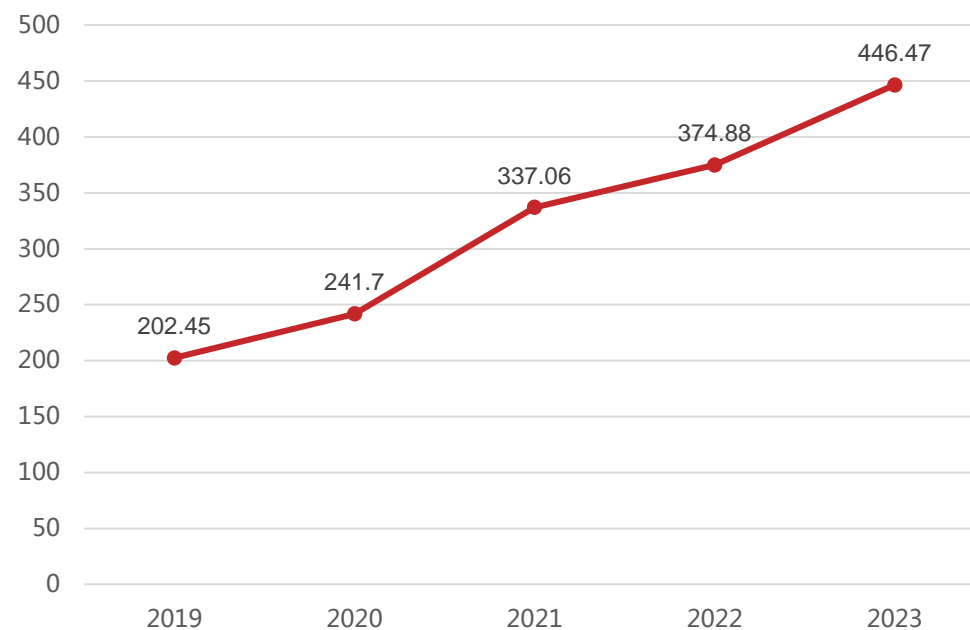
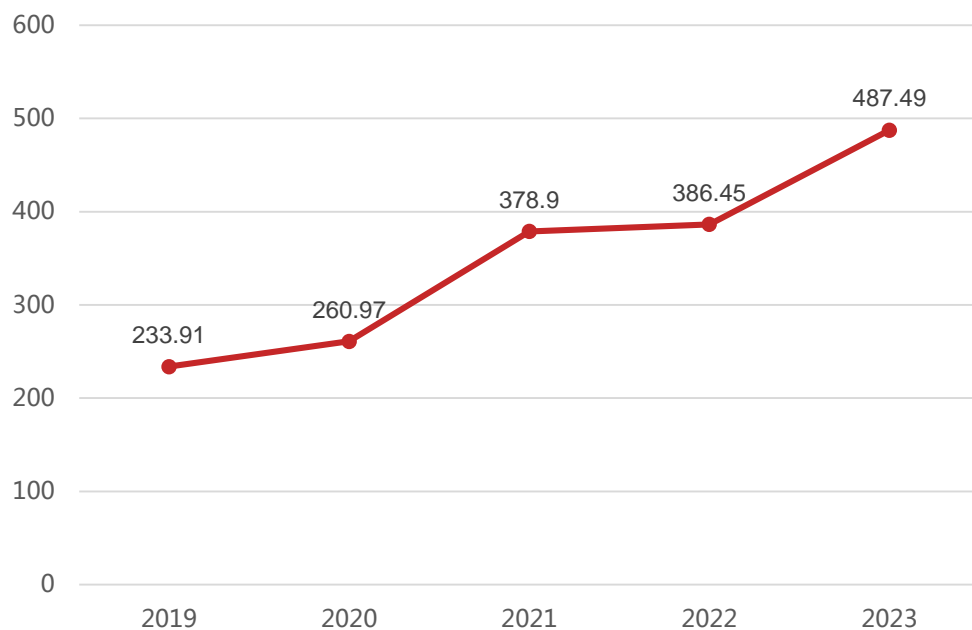


涡壳产能充足，销量快速上涨

公司涡壳产能充足，销量快速上涨。

涡轮增压器壳体是公司的基本业务之一，随着涡轮增压器渗透率提高，混动汽车快速上量，出口同步增长，公司的涡轮增压器壳体产品保持一定增速，新能源热管理部件产品逐步放量。2023年，公司涡壳产量为487.49万套，同比上涨26.15%；涡轮销量为446.47万套，同比上涨19.10%，产能充足。2024年涡轮增压器壳体被国家工信部认定为制造业单项冠军产品（已进行公示，尚在等待相关文件）。

图 4-2：公司涡轮增压器涡壳产量（单位：万套）、公司涡轮增压器涡壳销量（单位：万套）



新伟祥垄断局势被打破

中国大陆内地厂家逐渐打破了新伟祥的涡轮壳部件垄断局势。

国内乘用车涡轮壳部件之前被新伟祥垄断，后无锡焯隆等内地公司进入市场，凭借制造基础、政策扶持和地理、成本优势，逐步打破新伟祥的垄断，为内地企业占据更高的市场份额打下良好基础。

图 4-3：涡轮增压器行业主要供应商

公司	主营业务	主要客户	竞争优势
新伟祥	汽车涡轮增压器零部件发动机零部件、EGR阀等	霍尼韦尔、康明斯、三菱重工、石川岛播磨、博格华纳等	原先中国大陆地区的涡轮壳垄断企业，涡轮壳和中间壳现有产能积累较大
常州中车	中间壳、涡轮壳等产品	霍尼韦尔、三菱重工、石川岛播磨、博格华纳、博马科技	具备10.5万吨铸造年产能和800万件机加工年产能。公司拥有国家级试验检测中心和3D扫描等快速型高精尖设备，并依托母公司材料工艺研发中心，具有强大的新材料新工艺研发能力和产业化实力
贝斯特	涡轮壳、中间壳等涡轮增压器零部件，气歧管	霍尼韦尔、康明斯	在涡轮增压器零部件方面已与著名汽车涡轮增压器和发动机相关制造企业建立了长期稳定的业务合作关系；具有强大的技术研发优势、绿色研发优势、产品多元化优势
蠡湖股份	压气机壳和涡轮壳的研发、生产与销售	霍尼韦尔、博格华纳、三菱重工	目前公司属于五大涡轮增压器制造商的合格供应商
科华控股	专业生产汽车涡轮增压器零部件和液压泵阀、工程机械配件	霍尼韦尔、博格华纳、上海菱重、石川岛	公司是汽车涡轮增压器零部件市场上具竞争力的供应商之一，产品出口美欧亚全球多地。拥有国内顶尖生产线和先进设备，新工厂引进国内领先的智能化生产装备。旨在拓展高端产品市场。
华培动力	涡轮增压器关键零部件的研发、生产及销售	博格华纳、霍尼韦尔、三菱重工、德国大陆等全球知名涡轮增压器整机制造商及索尼玛等涡轮增压器零部件制造商	依赖多年积累的技术优势、管理优势和客户优势，建立了稳定的采购、成产及销售模式，尤其在涡轮增压器类零部件产品领域形成了较强的行业竞争力
江阴机械	弯管机系列产品：涡轮壳中间壳、压壳等汽车零部件	未披露	年产6000+台套机械产品设备、5万吨铸铁件。拥有铸造分公司丹麦DISA流水线、材质实验室、光谱分析实验室等高精尖设备和技术
波鸿集团	涡轮壳、中间壳、排气管等汽车关键零部件	已成为奔驰、宝马通用、福特以及美国天合、美国霍尼韦尔、德国博士马勒、美国博格华纳等国际汽车巨头的合作伙伴	工厂二期设计产能为一期的5倍，主要生产汽车发动机缸体、缸盖、曲轴等汽车关键零部件。二期最大的车间单体面积达5.4万平方米，是目前全球规模最大、装备最好的汽车零配件铸造车间

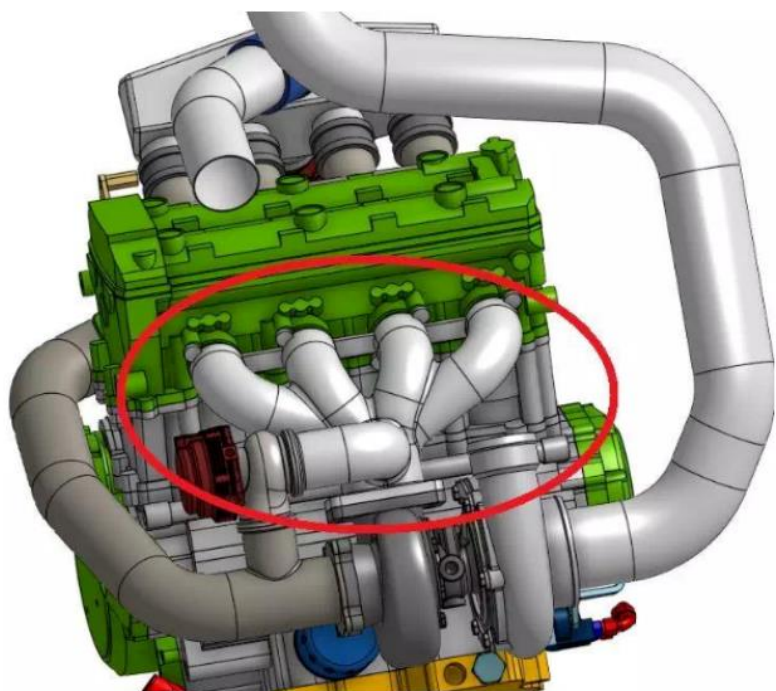
资料来源：公众号华经产业研究院，华西证券研究所

排气歧管设计与性能关乎发动机效率、功率和排放

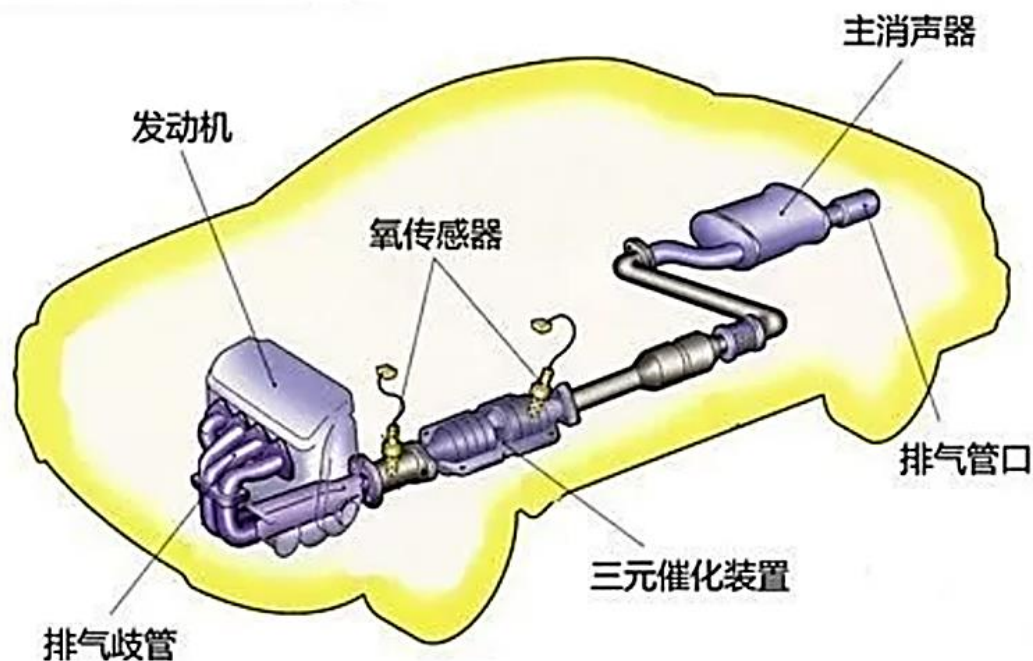
排气歧管设计与性能关乎发动机效率、功率和排放。

排气歧管是内燃机关键组成部分，负责汇集各气缸废气并排出车外，其设计和性能直接影响发动机效率、功率输出和排放水平。其主要功能包括：汇集废气、降低噪音、提高效率、减少排放。根据制作材料的不同可分为：铸铁排气歧管和不锈钢排气歧管。在设计过程中主要考虑：气流优化、热管理、材料选择和兼容性。

图 4-4：内燃机上排气歧管、汽车排气系统示意图



汽车排气系统示意图



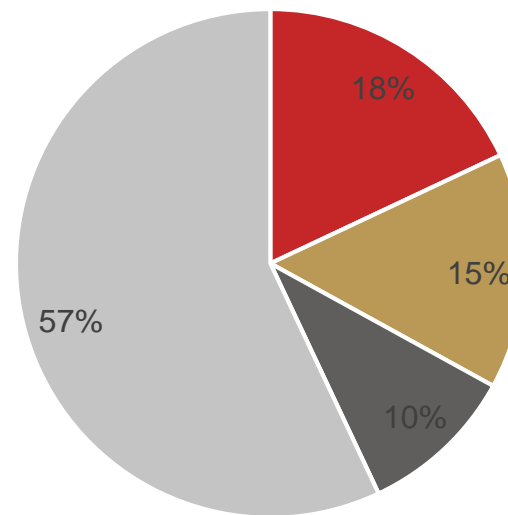
排气歧管市场，预计2030年达112亿美元

全球汽车排气歧管市场预计将在2024年至2030年间持续增长

受乘用车产量增加和对高效能排气系统的需求不断增长的影响，Lucintel预测2024-2030年全球汽车排气歧管市场将以复合年增长率（3.5%）增长，并在2030年达到112亿美元的市场规模。亚洲是全球最大的排气歧管生产基地，博格华纳凭借其技术创新和品牌影响力占据市场领先地位，市场份额约18%。

图 4-5：按地域分布的市场份额、主要厂商市场份额

亚洲地区	占据全球市场的55%，中国、日本和韩国为主要生产国。
欧洲地区	约占25%，德国、法国等国家拥有强大的汽车产业基础和技术实力。
北美地区	市场份额约为15%，美国是该地区最大的消费市场
其他地区	包括南美、非洲等地，合计占比约为5%。

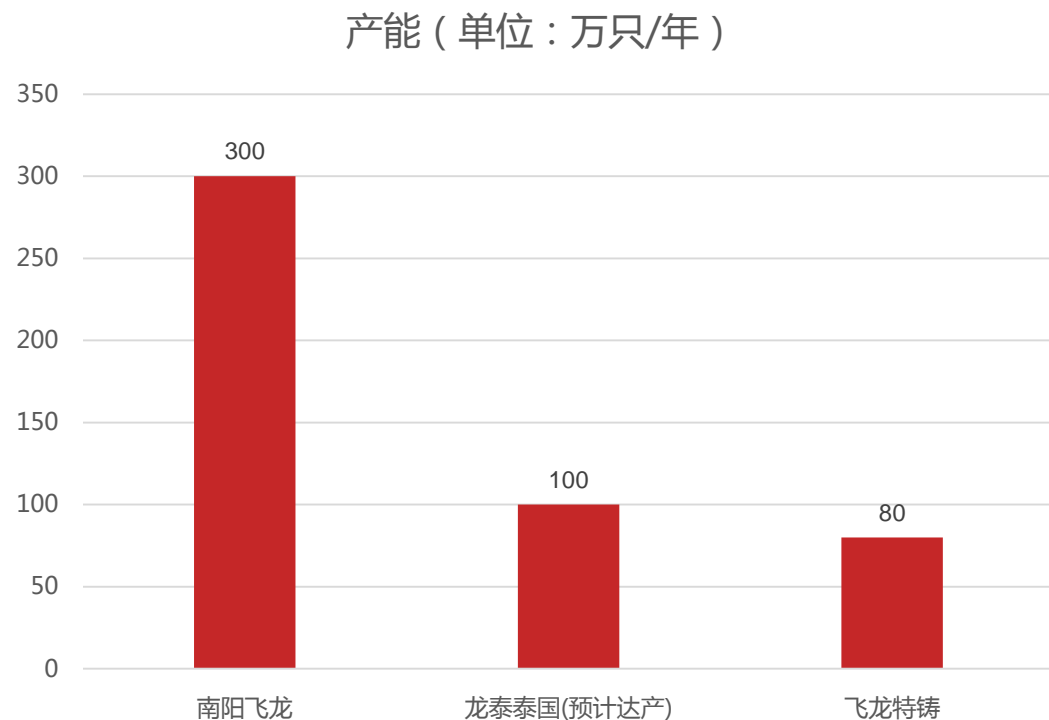


■ 博格华纳 ■ 马勒集团 ■ 银轮机械 ■ 其他

公司排气歧管产能充足，国内市场份额占比高。

公司排气歧管年产量可达480万只，主要分布在南阳飞龙、龙泰（泰国）和飞龙特铸三家公司，产能分别为300万只/100万只/80万只，公司汽车进排气歧管产量在2020年国内主要生产汽车进排气歧管12家企业中位列第二位。

图 4-6：公司排气歧管产能布局（单位：万只/年）、排气管自动加工线



加速海外布局，国际收入占比超50%

国外市场，公司主要客户有博格华纳、盖瑞特、美国通用、康明斯、戴姆勒、福特、道依茨、威茨曼、越南 VINFAST、斯堪尼亚、沃尔沃、BOSCH、FUSO、Stellantis、CNHI、PSI、实用动力、爱科、丹佛斯、MTU、启洋等 40 多家知名企业。2023 年国际贸易收入占比达到 53.13%。2023 年，5 月在新加坡设立了飞龙国际私营有限公司，12 月在泰国成立了龙泰汽车部件(泰国)有限公司，企业国际化进程不断深化，实现了从产品国际化，到经营国际化的跨越。

图 4-7：龙泰公司奠基仪式、龙泰公司制造工厂



5 投资建议与风险提示

核心假设与收入拆解

核心假设：假设新能源渗透率持续高速增长，带动公司新能源业务高速增长，规模放量带动毛利率持续增加；2024-2026年，营收分别为47.23、58.71、70.63亿元，毛利率分别为21.27%、21.43%、21.52%，归母净利润为3.29、4.52、5.87亿元。

图 5-1：收入拆解

		2023A	2024E	2025E	2026E
发动机节能降排部件	营收 (亿元)	18.8	21.37	24.78	28.38
	YOY	24.49%	13.67%	15.96%	14.53%
	毛利率	21.27%	21.15%	21.18%	21.20%
传统发动机冷却部件	营收 (亿元)	17.24	19.15	21.76	24.56
	YOY	22.77%	11.08%	13.63%	12.87%
	毛利率	21.13%	20.97%	21.06%	21.11%
新能源冷却部件及模块	营收 (亿元)	3.74	5.78	11.24	16.76
	YOY	62.54%	54.55%	94.46%	49.11%
	毛利率	17.46%	22.50%	22.60%	22.60%
其他	营收 (亿元)	0.91	0.71	0.71	0.71
	YOY	-8.69%	-21.98%	0.00%	0.00%
	毛利率	24.67%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务收入	营收 (亿元)	0.25	0.22	0.22	0.22
	YOY	91.77%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	12.92%	15.61%	15.61%	15.61%
总计	营收 (亿元)	40.95	47.23	58.71	70.63
	YOY	25.69%	15.34%	24.31%	20.30%
	毛利率	20.89%	21.27%	21.43%	21.52%

随着新能源汽车不断放量，销量增长可期。预计2024-2026年营收分别为47.23、58.71、70.63亿元，归母净利润为3.29、4.52、5.87亿元，EPS为0.57、0.79、1.02元。2025年3月4日收盘价16.43元，对应2024-2026年PE为28.69、20.89、16.08倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

图 5-2：盈利预测与可比公司估值情况

	2025年3月5日市值	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PE（倍）				EPS（元）			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
三花智控	1157	245.58	276.98	322.18	368.95	29.21	32.34	38.26	44.56	37.57	35.80	30.26	25.98	0.78	0.87	1.02	1.19
银轮股份	281	110.18	132.41	160.43	189.46	6.12	8.44	11.24	14.06	24.52	33.35	25.05	20.02	0.76	1.01	1.35	1.68
贝斯特	165	13.43	15.45	19.14	23.21	2.64	3.15	3.94	4.86	39.02	53.13	42.50	34.49	0.78	0.63	0.79	0.97
平均值										33.70	40.76	32.60	26.83	0.77	0.84	1.05	1.28
飞龙股份	94	40.95	47.23	58.71	70.63	2.62	3.29	4.52	5.87	32.86	28.69	20.89	16.08	0.50	0.57	0.79	1.02

资料来源：Wind，华西证券研究所（可比公司盈利预测均来自2025年3月4日Wind一致预测）

盈利预测

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,095	4,723	5,871	7,063
YoY (%)	25.7%	15.3%	24.3%	20.3%
营业成本	3,240	3,718	4,613	5,543
营业税金及附加	28	36	41	46
销售费用	102	115	133	155
管理费用	249	283	349	410
财务费用	-2	0	0	0
研发费用	240	283	352	417
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	-7	0	0	0
营业利润	248	302	414	537
营业外收支	-10	-2	-2	-2
利润总额	238	300	412	535
所得税	-3	-3	-5	-6
净利润	241	303	416	541
归属于母公司净利润	262	329	452	587
YoY (%)	211.1%	25.7%	37.3%	29.9%
每股收益	0.50	0.57	0.79	1.02

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	543	925	459	973
预付款项	19	22	27	32
存货	1,058	1,040	1,614	1,637
其他流动资产	1,381	1,668	2,523	2,942
流动资产合计	3,001	3,655	4,623	5,584
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,576	1,538	1,483	1,429
无形资产	159	158	157	158
非流动资产合计	2,060	1,983	1,917	1,858
资产合计	5,061	5,638	6,539	7,442
短期借款	224	224	224	224
应付账款及票据	1,420	1,732	2,178	2,521
其他流动负债	113	132	170	190
流动负债合计	1,757	2,088	2,573	2,935
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	99	99	99	99
非流动负债合计	99	99	99	99
负债合计	1,856	2,187	2,672	3,033
股本	575	575	575	575
少数股东权益	-25	-51	-86	-133
股东权益合计	3,205	3,451	3,868	4,408
负债和股东权益合计	5,061	5,638	6,539	7,442

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	241	303	416	541
折旧和摊销	216	194	182	170
营运资金变动	-173	391	-618	245
经营活动现金流	316	920	13	989
资本开支	-94	-154	-125	-131
投资	-353	-325	-353	-343
投资活动现金流	-447	-481	-479	-475
股权募资	771	0	0	0
债务募资	-298	0	0	0
筹资活动现金流	358	-57	0	0
现金净流量	223	382	-466	514

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.7%	15.3%	24.3%	20.3%
净利润增长率	211.1%	25.7%	37.3%	29.9%
盈利能力 (%)				
毛利率	20.9%	21.3%	21.4%	21.5%
净利率	6.4%	7.0%	7.7%	8.3%
总资产收益率ROA	5.2%	5.8%	6.9%	7.9%
净资产收益率ROE	8.1%	9.4%	11.4%	12.9%
偿债能力 (%)				
流动比率	1.71	1.75	1.80	1.90
速动比率	1.01	1.16	1.09	1.27
现金比率	0.31	0.44	0.18	0.33
资产负债率	36.7%	38.8%	40.9%	40.8%
经营效率 (%)				
总资产周转率	0.87	0.88	0.96	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.57	0.79	1.02
每股净资产	5.62	6.09	6.88	7.90
每股经营现金流	0.55	1.60	0.02	1.72
每股股利	0.30	0.10	0.00	0.00
估值分析				
PE	32.86	28.69	20.89	16.08
PB	2.48	2.70	2.39	2.08

行业竞争加剧超预期，技术进展不及预期，新产品销量不及预期等。

分析师承诺

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

评级说明

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

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

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

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

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

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

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

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS

