

2025 年 07 月 10 日
儒竞科技 (301525. SZ)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

其他家电

投资评级

买入-A

首次评级

6 个月目标价

85.78 元

股价 (2025-07-09)

73.99 元

交易数据

总市值(百万元)

6,978.13

流通市值(百万元)

3,655.19

总股本(百万股)

94.31

流通股本(百万股)

49.40

12 个月价格区间

41.49/89.68 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.0	8.8	20.8
绝对收益	2.7	17.1	36.8

余昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521070002

yukun@essence.com.cn

陈伟浩

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523050002

chenwh3@essence.com.cn

相关报告

热泵控制器领导者, 新能源车热管理及自动化构筑新增长曲线

深耕变频节能和智能控制领域, 产品延伸拓宽成长空间。儒竞专注于电力电子及电机控制领域, 产品应用领域从暖通空调及冷冻冷藏设备逐步拓展至新能源车热管理系统和伺服驱动及控制系统等领域。凭借突出的定制化研发服务能力, 公司与谷轮、麦克维尔、阿里斯顿、海尔、开利、博世等知名品牌形成长期合作关系, 已成长为 HVAC/R 控制器及变频驱动器技术领先企业。

公司丰富新能源汽车产品线, 热管理业务持续高增: 基于在暖通领域的技术积累, 儒竞产品拓展新能源汽车热管理领域, 已拥有新能源汽车电动压缩机变频驱动器、PTC 控制器、电池热管理多合一控制器等核心产品, 将持续加大底盘控制系统等产品研发。公司与华域三电、空调国际等知名汽车零部件企业建立合作关系, 下游整机客户包括上汽大众、特斯拉、赛力斯、沃尔沃等。2020-2024 年公司汽零业务收入 CAGR+113.2%。公司把握头部客户资源, 不断丰富产品线, 预计汽零业务收入有望快速增长。

战略性投入自动化领域, 有望把握机器人发展机遇: 公司在 2014 年成立儒竞自控, 专注于工业伺服驱动及控制系统领域业务, 已积累多项较为成熟的核心技术。公司持续加大自动化及机器人领域研发投入, 聚焦具身智能领域关键部件研发。目前公司对机器人专用四轴总线伺服系统、人形机器人关节驱动系统的研发已进入小批阶段, 有望把握人形机器人发展机遇。

欧洲热泵需求回升, 儒竞海外业务有望复苏: 我国对欧洲热泵出口额恢复增长。据海关总署数据, 2025 年 1-5 月我国对欧洲 23 国热泵累计出口额 YoY+16.5%。我们认为欧洲热泵需求有望持续回暖, 主要因为: 1) 欧元区 GDP 恢复增长, 消费景气有望提升。2) 2024 年以来英国、德国等国家加大对热泵的补贴力度, 热泵需求有望改善。3) 2025 年 5 月, 欧盟公布 2027 年终止进口俄罗斯化石能源的计划, 热泵的重要性有望提升。儒竞海外收入主要来自欧洲 (2022 年欧洲占其外销收入的 82%), 有望明显受益于欧洲热泵需求回暖。

投资建议: 儒竞是国内变频驱动器行业领先企业, 有望受益于热泵和商用空调规模快速提升, 且公司持续拓展新能源汽车热管理系统、自动化及机器人等潜力领域, 长期成长动力较强。随着欧洲热泵需求复苏, 儒竞收入和业绩有望恢复快速增长。预计公司 2025 年-2026 年的 EPS 分别为 2.68/3.54/4.49 元, 首次给予买入-A 的投资评级, 给予 2025 年 32 倍的动态市盈率, 相当于 6 个月目标价为 85.78 元。

目 风险提示：原材料价格大涨、人民币大幅升值、宏观经济与产
业政策变化风险、相关假设及预测不及预期¹

（亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	15.4	13.0	16.8	21.0	26.0
净利润	2.2	1.7	2.5	3.3	4.2
每股收益(元)	2.29	1.78	2.68	3.54	4.49
市盈率(倍)	31.7	40.8	27.1	20.6	16.2
市净率(倍)	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8
净利润率	14.0%	13.0%	15.0%	15.9%	16.3%
净资产收益率	7.1%	5.3%	7.6%	9.3%	10.9%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测³

目 录¹

1. 投资摘要.....	6
1.1. 核心观点	6
1.2. 与市场不同的观点	6
2. 深耕变频驱动器行业二十载，持续完善多元产品布局	7
3. 暖通控制器空间广阔，热泵长期发展趋势明确.....	10
3.1. 变频器市场规模稳定增长，低压变频器持续国产替代	10
3.2. 暖通设备持续变频化，商用空调仍具成长性	11
3.3. 热泵节能减排优势显著，长期发展趋势明确	13
3.3.1. 国内市场：补贴政策+消费者认可度提高，需求有望逐步企稳	13
3.3.2. 海外市场：短期扰动因素褪去，欧洲热泵需求持续回升	15
3.4. 儒竞定制化服务能力优秀，把握优质客户资源	16
3.5. 儒竞持续开拓海外市场，外销收入有望恢复增长	19
4. 儒竞持续丰富新能源车领域产品线，优质客户资源助力份额提升	21
4.1. 新能源汽车渗透率持续提升，热管理零部件需求空间广阔.....	21
4.2. 儒竞新能源车应用产品规格齐全，优质客户资源助力规模提升.....	21
5. 儒竞逐步聚焦伺服系统领域，有望把握机器人发展机遇.....	24
5.1. 伺服是工业自动化核心技术，发展潜力较大	24
5.2. 儒竞积极布局伺服驱动器领域，机器人部件研发进入小批阶段.....	24
6. 财务分析：净利率稳中有升，ROE 有所承压	26
7. 盈利预测及估值.....	30
7.1. 盈利预测	30
7.2. 估值	31
8. 风险提示.....	33

目 录³

图 1. 儒竞科技发展历程	7
图 2. 儒竞科技收入及同比增速	7
图 3. 儒竞科技归母净利润及同比增速	7
图 4. 儒竞科技主营业务分应用领域收入占比	8
图 5. 儒竞科技主营业务分区域收入占比	8
图 6. 儒竞科技股权结构（截至 2025 年一季报）	9
图 7. 变频驱动器硬件系统框架	10
图 8. 变频器分类及应用场景	10
图 9. 中国低压变频器市场规模及增速	10
图 10. 2021 年中国低压变频器下游应用领域占比情况.....	10
图 11. 2021 年中国低压变频器市场份额占比情况.....	11
图 12. 2017-2021 中国低压变频器行业市场份额占比情况.....	11
图 13. 中国商用空调、空气源热泵、家用空调的变频比例（销量）	12
图 14. 2020 年空调新旧能效标准对比（以额定制冷量（CC）≤4500W 的热泵型空调为例）	12
图 15. 中国商用空调和变频商用空调销量及增速	13
图 16. 中国家用空调和变频家用空调销量及增速	13
图 17. 2019-2024 年全球空气源热泵销量走势.....	13
图 18. 2024 年全球空气源热泵分洲别销量分布	13

图 19. 2018-2024 年空气源热泵内销规模及增速	14	1
图 20. 中国空气源热泵和变频空气源热泵销量及增速	14	
图 21. 空气源热泵内销分品类销额及增速	14	
图 22. 2024 年以来我国空气源热泵月度内销量及增速	14	
图 23. 欧洲 14 国空气源热泵销量及增速	15	
图 24. 美国空气源热泵销量及增速	15	
图 25. 2024 年以来我国空气源热泵出口量及增速	16	
图 26. 我国对欧洲 23 国空气源热泵出口额及增速	16	
图 27. 欧元区季度 GDP 增速	16	
图 28. 欧盟计划 2027 年终止进口俄国化石能源	16	
图 29. 公司研发费用及研发费用率	17	
图 30. 公司研发人员人数及占比	17	
图 31. 2022 年公司前五大客户销售额占比	18	
图 32. 公司商用空调系统控制器及变频驱动器的主要客户销售额占比	18	
图 33. 公司热泵系统控制器及变频驱动器的主要客户销售额占比	18	
图 34. 公司 HVAC/R 领域系统控制器及变频驱动器在细分市场的销量占比	19	
图 35. 世界主要地区空调普及率	19	
图 36. 2022 年全球重点区域家用空调定变频销量结构	19	
图 37. 公司外销收入及增速	20	
图 38. 2022 年公司海外收入分区域占比	20	
图 39. 儒竞境外收入分产品类别收入占比	20	
图 40. 商用空调系统控制器及变频驱动器外销客户销售额占比	20	
图 41. 热泵系统控制器及变频驱动器外销客户销售额占比	20	
图 42. 新能源汽车热管理系统	21	
图 43. 2016-2023 年中国汽车和新能源汽车销量	21	
图 44. 全球新能源汽车销量及预测	21	
图 45. 儒竞新能源汽车热管理系统领域主要产品的演变情况	22	
图 46. 公司新能源汽车电动压缩机变频驱动器在中国市场的销量占比	23	
图 47. 公司新能源汽车热管理领域的主要客户销售额占比	23	
图 48. 2024 年我国电动车压缩机品牌销量梯队	23	
图 49. 华域三电电动压缩机销量及增速	23	
图 50. 工业伺服驱动及控制系统	24	
图 51. 伺服电机结构图	24	
图 52. 2020-2024 可比公司 ROE 对比	26	
图 53. 2020-2024 可比公司毛利率对比	27	
图 54. 2020-2024 年儒竞科技分品类产品毛利率水平	27	
图 55. 2020-2024 可比公司期间费用率对比	27	
图 56. 2020-2024 可比公司销售费用率对比	27	
图 57. 2020-2024 可比公司管理费用率对比	27	
图 58. 2020-2024 可比公司研发费用率对比	27	
图 59. 2020-2024 可比公司资产负债率对比	28	
图 60. 2020-2024 可比公司流动比率对比	28	
图 61. 2020-2024 可比公司速动比率对比	28	
图 62. 2020-2024 可比公司存货周转率（次/年）	28	
图 63. 2020-2024 可比公司应收账款周转率（次/年）	28	



图 64. 2020-2024 儒竞科技经营性现金流净额及增速	29 ¹
图 65. 2020-2024 可比公司收现比 (%)	29

表 1: 儒竞科技主要高管及核心技术人员背景	8 ²
表 2: 儒竞科技 2024 年限制性股票激励计划	9
表 3: 定频空调与变频空调特性对比	11
表 4: 暖通空调及冷冻冷藏行业受益的主要产业政策	12
表 5: 国内热泵支持政策	15
表 6: 近几年欧美出台的热泵支持政策	16
表 7: 儒竞 HVAC/R 变频驱动器及系统控制器与竞品对比	17
表 8: 儒竞产品在客户采购中占比	18
表 9: 儒竞新能源汽车电动压缩机变频驱动器与竞品对比	22
表 10: 儒竞伺服系统产品应用领域及产品图例	25
表 11: 儒竞在机器人领域的研发进展	25
表 12: 可比公司杜邦分析	26
表 14: 儒竞科技 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值（数据截至 2025.7.9）	32
表 15: 儒竞科技 FCFE 预测（单位：亿元）	32
表 16: 儒竞科技每股权益价值敏感性分析（单位：元）	32
表 17: 可比公司估值情况	32

1. 投资摘要¹

1.1. 核心观点²

暖通设备变频控制器长期发展趋势明确。受全球经济波动和欧洲热泵库存周期影响，2023-2024 年儒竞经营表现有所承压，但我们认为行业长期需求空间较大。主要因为：1) 热泵具有较好的节能减排效果和较高的经济性，随着各国对节能减排和应对气候变化重视度的提高，热泵长期需求空间有望提升。2) 变频暖通设备在节能、噪音、温控精准度、制冷制热速度等方面具备明显优势，受益于节能减排政策和消费升级趋势，变频暖通设备渗透率有望持续提升，将带动变频驱动器需求提升。3) 国内高端制造业和基础设施建设蓬勃发展，带动轨道交通、大数据中心、算力基础设施等领域商用空调需求快速增长。据产业在线数据，我国商用空调 2019-2024 年销量 CAGR 为+8.5%。商用空调销量快速增长，将提振变频控制器需求。

儒竞把握优质客户资源，有望受益于欧洲热泵需求复苏。据海关总署数据，2025 年 1-5 月我国对欧洲 23 国热泵累计出口额 YoY+16.5%。我们认为欧洲热泵需求有望持续回暖，主要因为：1) 欧元区 GDP 恢复增长，消费景气有望提升。2) 2024 年以来英国、德国等欧洲国家加大对热泵的补贴力度，热泵消费需求有望改善。3) 2025 年 5 月，欧盟公布 2027 年终止进口俄罗斯化石能源的计划，热泵的重要性有望提升。儒竞变频驱动器竞争力较强，已与谷轮、麦克维尔、阿里斯顿、海尔、开利、博世等国内外知名厂商建立长期合作关系。凭借突出的产品力和定制化能力，把握优质的客户资源，儒竞有望充分受益于热泵需求复苏红利。

儒竞深耕汽零头部企业，积极打造新能源车热管理第二成长曲线。凭借在暖通领域的技术积累，公司逐步拓展新能源汽车热管理领域，已拥有新能源汽车电动压缩机变频驱动器、PTC 控制器、电池热管理多合一控制器等核心产品。公司已与华域三电、空调国际等知名汽车零部件企业建立合作关系，华域三电下游客户包括上汽大众、特斯拉、赛力斯、沃尔沃等知名车企。2020-2024 年公司汽零业务收入 CAGR+113.2%。公司把握头部客户资源，不断丰富产品线，预计汽零业务收入有望快速增长。

1.2. 与市场不同的观点⁶

国内空调龙头美的、格力的变频驱动器及系统控制器以自产为主，部分投资者担心儒竞的主要客户转为自产将影响公司收入。我们认为，出于对产品质量、经营效率及成本控制的考虑，核心部件的专业化分工逐步为空调厂商所接受。艾默生（谷轮）、博世、海尔等国际知名厂商较早实现核心部件的第三方专业化供应，以助于整合全球优质资源，拓展多元化和国际化业务。同时，随着节能减排政策的引导及新能源汽车产业的发展，变频驱动器的需求有望保持快速增长态势，将有效提振儒竞的收入表现。

儒竞净利率处于行业较高水平，部分投资者担忧公司高净利率的持续性。分拆来看，公司净利率较高主要源自其期间费用率较低，而毛利率处于行业中等水平。我们认为，随着高毛利的海外热泵业务复苏，且高毛利的汽车热管理业务持续快速增长，公司毛利率仍有提升空间，进而保障公司的高盈利能力。

2. 深耕变频驱动器行业二十载，持续完善多元产品布局¹

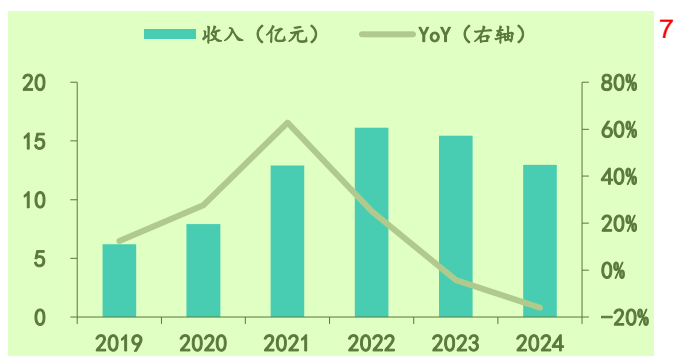
深耕变频驱动器行业二十载，产品延伸驱动业绩高速增长。儒竞科技于2003年成立，主要产品为变频驱动器及控制器，应用于暖通空调及冷冻冷藏设备（HVAC/R）、新能源车热管理系统、伺服驱动及控制系统等领域。公司于2006年自主研发变频驱动器开始扩展国内业务，2014与艾默生合资成立儒竞艾默生，推动海外业务快速发展。公司积累了稳固的客户资源，客户包括艾默生、麦克维尔、阿里斯顿、海尔、三菱重工海尔、开利、博世等知名企业。2019年至2024年，公司收入增长至13.0亿元，年均复合增长率+15.9%；归母净利润增长至1.7亿元，年均复合增长率+78.0%。受欧洲热泵去库存和补贴退坡的影响，2023年、2024年公司收入规模有所下降。公司自主创新完善多元产品布局，持续开拓境内外市场，充分利用热泵、商用空调、新能源汽车等下游市场发展机遇，推动收入和业绩稳步提升。

图1. 儒竞科技发展历程³



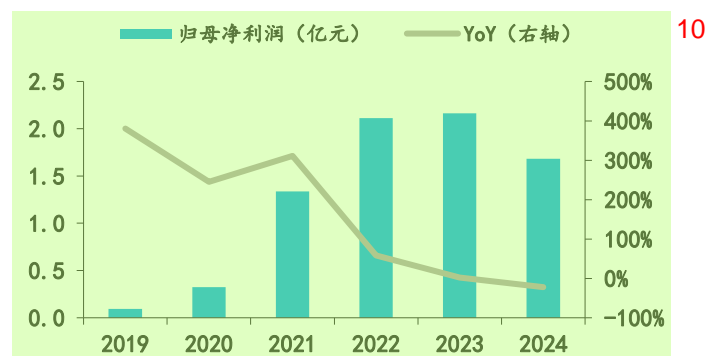
资料来源：公司招股说明书，公司公告，国投证券证券研究所⁵

图2. 儒竞科技收入及同比增速⁶



资料来源：wind，国投证券证券研究所⁸

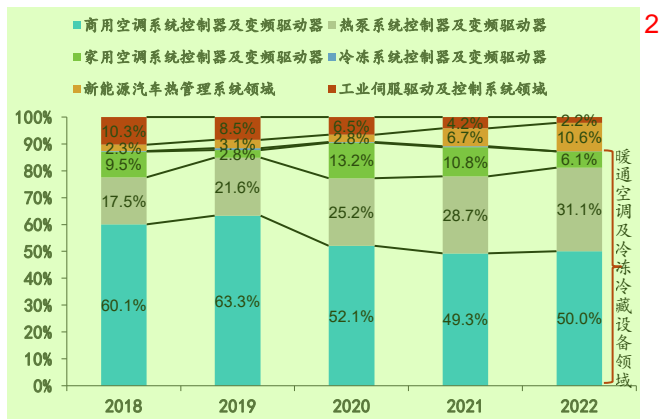
图3. 儒竞科技归母净利润及同比增速⁹



资料来源：wind，国投证券证券研究所¹¹

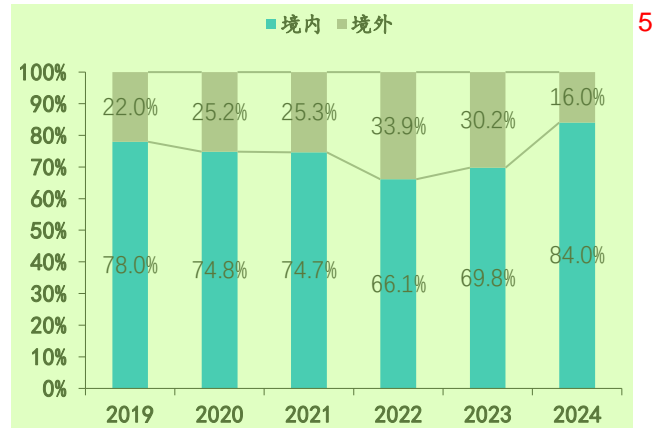
儒竞以 HVAC/R 应用产品为基础，不断研发拓展多领域产品。2003 年至 2009 年，公司完成了 HVAC/R 变频驱动器、空调系统控制器、热泵系统控制器等核心产品量产，此后陆续拓展至工业伺服驱动及控制系统领域、新能源汽车热管理系统领域。2022 年公司商用空调系统、热泵系统控制器及变频驱动器收入占比分别为 50.0%、31.1%，为公司最大的两块收入来源。近几年公司在热泵、新能源汽车领域应用产品收入占比明显提升。分区域来看，儒竞主要收入来自境内市场，但随着公司持续拓展海外客户，外销收入占比有所提升。2024 年欧洲热泵市场下滑对公司海外业务带来一定的挑战，外销收入占比有所下降。

图4. 儒竞科技主营业务分应用领域收入占比¹



资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所³

图5. 儒竞科技主营业务分区域收入占比⁴



资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所⁶

核心成员深耕行业多年，员工激励较为充分。儒竞高管及研发人员拥有丰富的电力电子行业研发和管理经验，在公司任职期限均超过十年，核心团队稳定。董事长兼总经理雷淮刚控制19.56%的股份，为公司控股股东。其中，雷淮刚直接持有17.27%的股份，作为宝思堂的GP间接控制2.29%的股份。雷淮刚、廖原、管洪飞、邱海陵、刘占军及刘明霖为一致行动人，合计控制47.62%的股份，为公司共同实控人。公司设有3个员工持股平台，即宝思堂、宝诗堂及宝法堂，参与人员包括高管、核心技术人员、部门管理人员等。2024年4月，公司发布2024年限制性股票激励计划，激励对象包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心员工等32人，合计授予股票不超过235.8万股，约占总股本的2.5%。儒竞对高管及核心员工的激励较为充分，有望调动其积极性，利于公司长远发展。

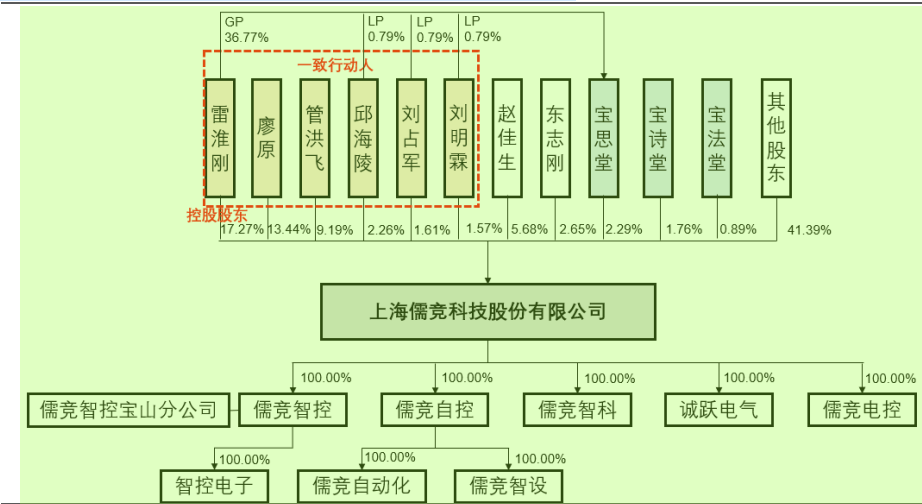
表1：儒竞科技主要高管及核心技术人员背景⁸

姓名	出生年份	职务	履历
雷淮刚	1968年	董事长、总经理	博士研究生学历。1995年至2003年，任上海大学工业电气自动化教师；2003年至今，任儒竞有限/公司董事长、总经理；2014年至今，任儒竞艾默生/儒竞智控董事长。
廖原	1965年	董事	硕士研究生学历。1998年至1999年，任中国联通安徽省分公司办公室副主任；1999年至今，任安徽天元执行董事；2009年至今，任上海智友信息技术有限公司监事；2010年至2021年，任合肥和荣复合材料股份有限公司董事；2003年至今，任儒竞有限/公司董事；2014年至今，任儒竞艾默生/儒竞智控董事。
邱海陵	1973年	董事长、副总经理	硕士研究生学历。2003年至2004年，任上海贝尔阿尔卡特股份有限公司研发部软件工程师；2004年至2005年，任儒竞有限研发部项目经理；2005年至2014年，任儒竞有限副总经理；2014年至今，任儒竞艾默生/儒竞智控董事；2021年至今，任公司董事、副总经理。
马少才	1982年	儒竞智控研发部研发总监	硕士研究生学历。2008年至2010年，任儒竞有限研发部软件工程师；2010年至2012年，任台达电子企业管理（上海）有限公司硬件工程师；2013年至2014年，任儒竞有限研发部软件工程师；2014年至2020年，任儒竞艾默生研发部研发经理；2021年至今，任儒竞智控研发部研发总监。

资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所¹⁰



图6. 儒竞科技股权结构（截至 2025 年一季度）¹



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国投证券证券研究所³

表2：儒竞科技 2024 年限制性股票激励计划⁴

方案内容		
激励对象	限制性股票数量	授予价格
董事、高级管理人员、中层管理人员及核心员工，合计不超过 32 人。	总计不超过 235.8 万股，约占总股本的 2.5%。首次授予限制性股票数量为 190.0 万股，预留部分数量为 45.8 万股。	39.15 元/股
考核要求（首次授予部分）		
归属期	考核年度	公司层面业绩考核目标
第一个归属期	2024 年	公司需满足下列两个条件之一： (1) 公司 2024 年营业收入不低于 16 亿元，且以 2023 年自动化及机器人业务领域收入为基数，2024 年自动化及机器人业务领域收入增长率不低于 50.00%； (2) 以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 10%。
第二个归属期	2025 年	公司需满足下列两个条件之一： (1) 公司 2025 年营业收入不低于 18 亿元，且以 2023 年自动化及机器人业务领域收入为基数，2025 年自动化及机器人业务领域收入增长率不低于 100.00%； (2) 以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 20%。
第三个归属期	2026 年	公司需满足下列两个条件之一： (1) 公司 2026 年营业收入不低于 20 亿元，且以 2023 年自动化及机器人业务领域收入为基数，2026 年自动化及机器人业务领域收入增长率不低于 150.00%； (2) 以 2023 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 30%。

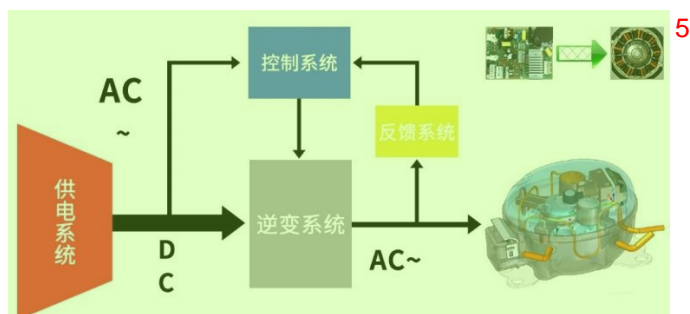
资料来源：公司公告，国投证券证券研究所⁶

3. 暖通控制器空间广阔，热泵长期发展趋势明确¹

3.1. 变频器市场规模稳定增长，低压变频器持续国产替代²

变频驱动器是电气设备的重要部件，应用领域广泛。变频驱动器是指通过改变电机工作电源频率来控制电动机的电力控制设备，其主要作用是通过改变供电频率实现对电动机转速的调节，以提高电气传动系统的运行效率。变频驱动器具备调速效率高、启动能耗低、无级调速等特点，具有过流、过压、过载等保护功能，广泛应用于工业机械及电器产品，例如泵、通风系统、电梯、机床驱动器、空调、冰箱、洗衣机等。根据输入电压大小的不同，变频驱动器分为高压、中压和低压变频器，三者调速原理相同，主要区别在于拓扑结构和适用对象。儒竞变频驱动器主要为低压变频器。

图7. 变频驱动器硬件系统框架⁴



资料来源：长虹华意官网，国投证券证券研究所⁶

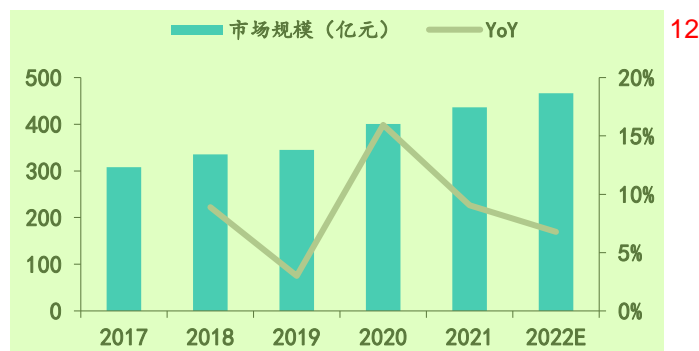
图8. 变频器分类及应用场景⁷

分类	电压	特点	应用行业
高压变频器	3kV-10kV	大功率变频调节，节能潜力大	冶金、电力、石化、采矿等
中压变频器	690V-3kV	动态性能好，结构简单	石化、造纸、矿山、水泥、发电厂、污水处理等
低压变频器	小于 690V	调速范围广，操作简单	电梯、空调、起重机械、纺织机械、电力等

资料来源：智研咨询，国投证券证券研究所⁹

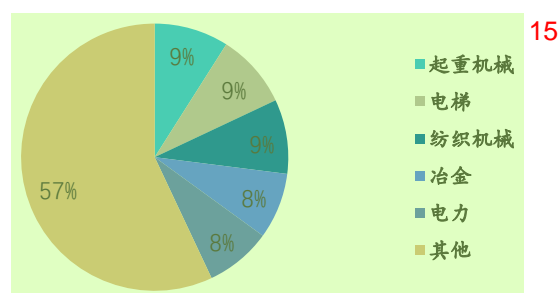
我国低压变频器市场规模稳步提升。随着下游工业自动化和电器产品需求增长，我国变频器销售规模持续提升。据中商产业研究院数据，2021 年我国低压变频器市场规模分别为 436.6 亿元，2017-2021 年均复合增速+9.1%。低压变频器市场规模较大，下游应用较为分散，主要应用在起重机械、电梯、电器、纺织机械等领域。

图9. 中国低压变频器市场规模及增速¹¹



资料来源：中商产业研究院，国投证券证券研究所¹³

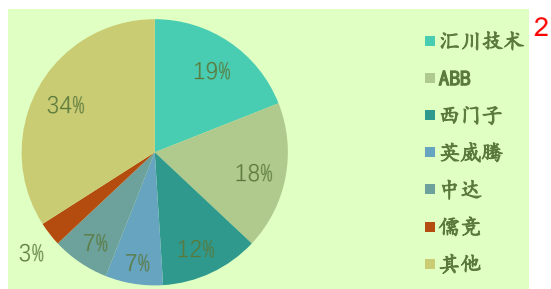
图10. 2021 年中国低压变频器下游应用领域占比情况¹⁴



资料来源：中商产业研究院，国投证券证券研究所¹⁶

低压变频器国产替代趋势明显。汇川技术、ABB、西门子为低压变频器行业龙头，2021 年市场份额分别为 19%、18%、12%。随着国产低压变频器产品质量不断提高，性价比优势逐渐明显，国产替代趋势明显。据观研报告网数据，2017-2021 年，我国低压变频器市场的国产品牌占比从 38.7%提升至 42.3%。按照儒竞年收入测算，2021 年儒竞市场份额约 3%。儒竞在行业中的份额较低，主要因为低压变频驱动器下游应用较为分散，而儒竞的产品集中在空调、热泵等细分应用领域，其在细分领域拥有较高的市场地位。

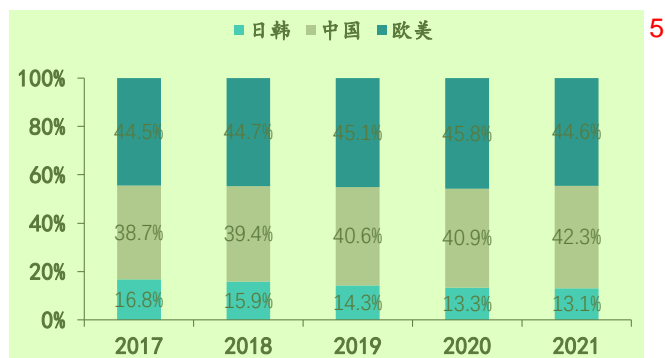
图11. 2021 年中国低压变频器市场份额占比情况¹



资料来源：中商产业研究院，wind，国投证券证券研究所

注：儒竞份额为估算数据，计算方法为：儒竞财报年收入/当年低压变频器市场规模

图12. 2017-2021 中国低压变频器行业市场份额占比情况⁴



资料来源：观研报告网，国投证券证券研究所³

3.2. 暖通设备持续变频化，商用空调仍具成长性⁶

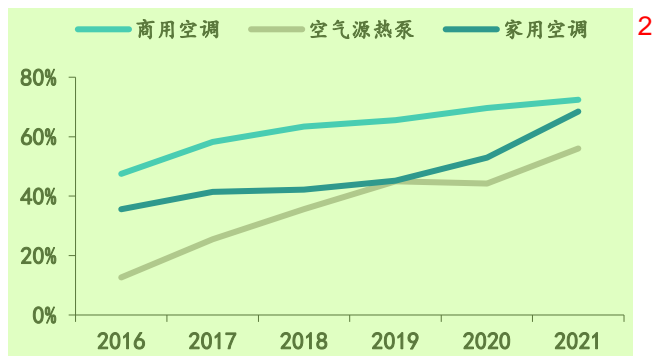
节能减排政策和消费升级驱动下，暖通空调设备变频化趋势明显。暖通空调及冷冻冷藏设备根据压缩机的频率是否可以进行调整，分为定频和变频两种。相对于定频产品，变频产品可通过变频器驱动器来调节供电频率及压缩机转速，在节能、噪音、温控精准度、制冷制热速度等方面具备明显优势。暖通设备作为商用与民用建筑物的基础配套设备，是碳排放的主要源头。近年来，随着“碳中和、碳达峰”发展目标的确立、节能减排政策的推动、能效比要求的不断提高以及使用者对于产品舒适性、静谧性、智能化需求的日益提升，HVAC/R 领域的变频产品正处于快速增长阶段。2021 年，我国商用空调、空气源热泵、家用空调销量的变频比例分别达到 72.4%、56.0%、68.5%，且呈现快速提升态势。

表3：定频空调与变频空调特性对比⁸

特性	定频空调	变频空调
节能	压缩机频率恒定，能量消耗固定	无需频繁开关机，大部分时间是在低频段运转，节能效果显著
噪音	整机噪声比同功率变频空调高	整机噪声比同功率定频空调低 2-3 分贝左右
温控精准度	控温范围在±2℃左右	开机时以高频运转，几分钟内达到设定温度之后转为低频工作，控温范围为±0.5℃左右，温度控制精确
制冷制热速度	压缩机频率固定，制冷制热速度固定	开机后以高频运转，可在短时间内达到设定温度
低电压启动及低温启动	在启动时需要的电压较大	启动时电压较小，可在低电压和低温度条件下启动，实现了压缩机的无级变速，可适应更大面积的制冷制热需求
启动电流	开机时启动电流很大，会对其他家用电器造成冲击	可选择在低频及对应低电压条件启动，启动电流低，避免了对供电电网的冲击及对其他家用电器正常工作的影响

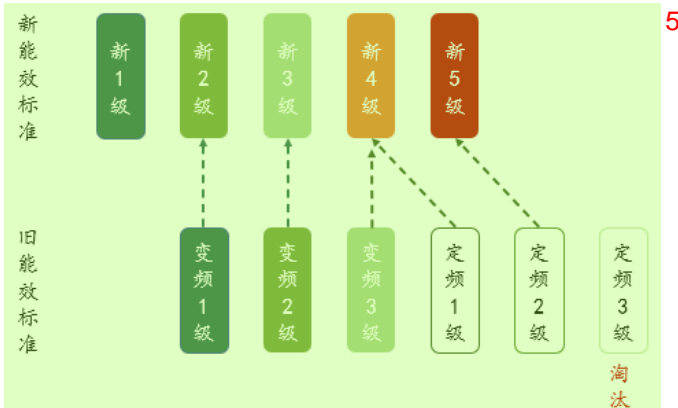
资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所¹¹

图13. 中国商用空调、空气源热泵、家用空调的变频比例（销量）



资料来源：产业在线，国投证券证券研究所

图14. 2020 年空调新旧能效标准对比（以额定制冷量（CC）≤4500W 的热泵型空调为例）



资料来源：国家标准化管理委员会，国投证券证券研究所

表4: 暖通空调及冷冻冷藏行业受益的主要产业政策

发布时间	产业政策名称	发布部门	主要内容
2019. 06	《绿色高效制冷行动方案》	发改委等 7 部门	明确“制冷产业是制造业的重要组成部分”；到 2022 年和 2030 年绿色高效制冷产品市场占有率分别提高 20%和 40%以上；强化标准引领，提升绿色高效制冷产品供给（包括加大对变频技术、高效压缩机等关键共性技术研发等），推进节能改造等。到 2022 年，家用空调能效准入水平将提升 30%、多联式空调提升 40%、冷藏陈列柜提升 20%、热泵热水器提升 20%。
2019. 12	《中国房间空气调节器产业技术路线图（2019 年版）》	中国家电协会	在能效提升技术领域，提出了变频技术（永磁同步电机技术、变频控制硬件电路、永磁同步电机的变频驱动算法）、换热技术、风扇电机能效提高相关技术等重点项目。
2020. 10	《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	中共中央	“十四五”时期，我国要努力趋向碳达峰和碳中和愿景，必须大力推动经济结构、能源结构、产业结构转型升级，推动构建绿色低碳循环发展的经济体系，倒逼经济高质量发展和生态环境高水平保护，迈好新发展阶段、现代化时期控碳的第一步，不断为应对全球气候变化作出积极贡献。在 2035 年，广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降。降低碳排放强度，支持有条件的地方率先达到碳排放峰值，制定二〇三〇年前碳排放达峰行动方案”。
2021. 09	《建筑节能与可再生能源利用通用规范》	住建部	要求新建居住建筑和公共建筑平均设计能耗水平进一步降低，在 2016 年执行的节能设计标准基础上分别降低 30%和 20%，其中严寒和寒冷地区居住建筑平均节能率应为 75%，其他气候区平均节能率应为 65%，公共建筑平均节能率为 72%。其中，无论是新建、扩建和改建建筑还是既有建筑的节能改造，均应进行建筑节能设计。
2021. 11	《深入开展公共机构绿色低碳引领行动促进碳达峰实施方案》	国管局、国家发展改革委、财政部、生态环境部	实施供暖系统电气化改造，结合清煤降胆锅炉改造，鼓励因地制宜采用空气源、水源、地源热泵及电锅炉等清洁用能设备替代燃煤、燃油、燃气锅炉。因地制宜推广利用太阳能、地热能、生物质能等能源和热泵技术，满足建筑采暖和生活热水需求，到 2025 年实现新增热泵供热（制冷）面积达 1,000 万平方米。
2021. 11	《“十四五”冷链物流发展规划》	国务院办公厅	冷链物流发展要结合我国国情和冷链产品生产、流通、消费实际，聚焦制约冷链物流发展的突出瓶颈和痛点难点卡点。
2022. 07	《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》	商务部	优化绿色智能家电供给：完善绿色智能家电标准，推行绿色家电、智能家电、物联网网等高端品质认证，为绿色智能家电消费提供指引
2022. 10	《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》	国家能源局	到 2025 年，初步建立起较为完善、可有力支撑和引领能源绿色低碳转型的能源标准体系，能源标准从数量规模型向质量效益型转变，有效推动能源绿色低碳转型、节能降碳、技术创新、产业链减排。到 2030 年，建立起结构优化、先进合理的能源标准体系，能源标准与技术创新和产业链转型紧密协同发展，能源标准化有力支撑和保障能源领域碳达峰、碳中和。《计划》提出：推动各类可再生能源综合利用标准制修订，开展生物质能、太阳能、热泵、清洁炉具等清洁供暖标准研制。

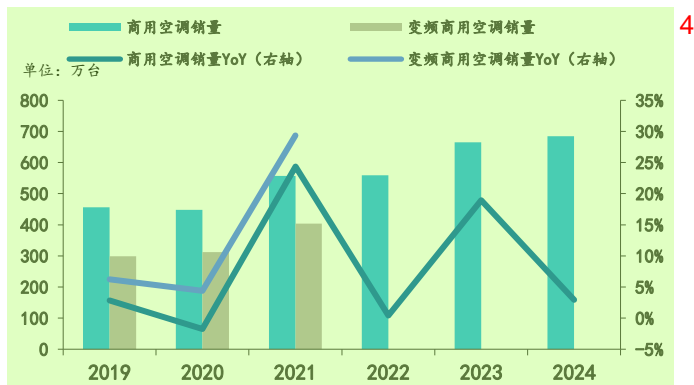
资料来源：中国政府网，住建部，国管局，国家能源局，公司招股说明书，国投证券证券研究所

商用空调行业具有成长性。商用空调广泛应用于写字楼、商场、酒店等商业配套设施以及图书馆、体育馆、电影院等公共基础设施。近年来，国内基础设施及配套投资稳步提升，带动大量商业配套设施和公共基础设施对于商用空调的需求，且消费升级和节能环保政策促进需求加速释放。另外，“新基建”政策有望助力轨道交通、公共服务、大数据中心等领域工

商用空调需求增长（详见：《中央空调：家电最后的堡垒，有望被本土品牌攻下》）。据产业在线数据，我国商用空调 2019-2024 年 CAGR 为+8.5%，显示出较高的成长性。

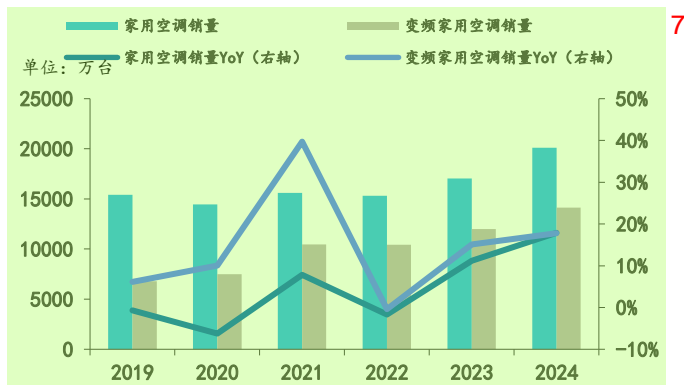
家用空调市场规模稳健增长。我国家用空调行业逐渐步入稳定发展期，行业规模保持稳定增长。随着消费者对空调节能、环保、舒适等性能的关注，变频空调销量呈现快速增长态势。据产业在线数据，2019 年至 2024 年，我国家用空调及变频家用空调销量年均复合增速分别为+5.4%、+15.7%。

图15. 中国商用空调和变频商用空调销量及增速



资料来源：产业在线，国投证券证券研究所

图16. 中国家用空调和变频家用空调销量及增速

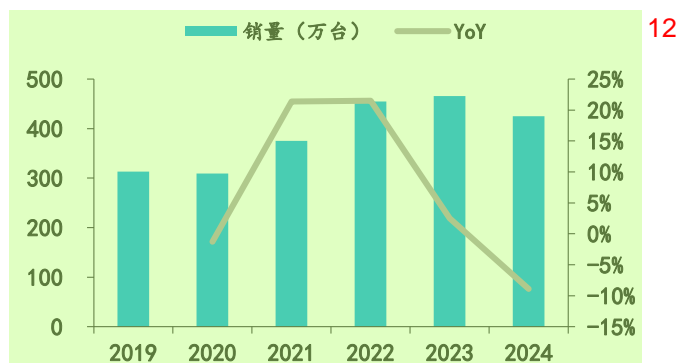


资料来源：产业在线，国投证券证券研究所

3.3. 热泵节能减排优势显著，长期发展趋势明确

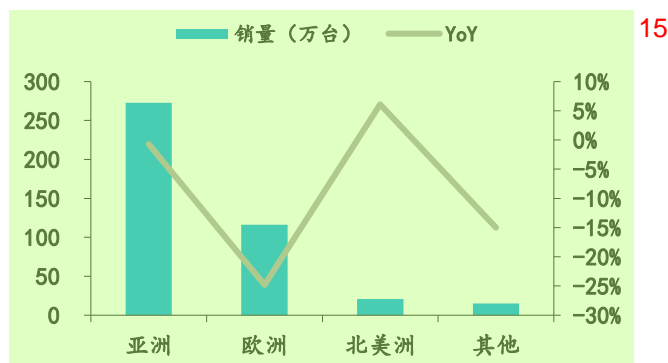
热泵节能减排效果明显，经济性较高。空气源热泵是一种利用高位能使热量从低位热源流向高位热源的节能装置，通过将空气中的低温热量吸收压缩升温后加以利用，实现高效集热并转移热量。空气源热泵是能量搬运系统而非能量转化系统，故其可搬运 3 至 4 倍于驱动能源的能量加以利用，具有较好的节能减排效果。在相同制热需求条件下，热泵的经济效益优于燃气锅炉、电锅炉、电暖气等产品。（详见：《空气能：短暂爆发的需求，还是长期拓宽的赛道？》）。热泵产品作为实现节能减排、改善能源体系结构、提高能源利用效率的关键设备之一，在国内外节能环保要求和补贴政策下，2021-2022 年全球热泵销量快速提升。2023-2024 年，受到欧洲热泵补贴退坡、经济低迷及天然气价格下降的影响，欧洲热泵需求明显回落，对全球总体规模影响较大。

图17. 2019-2024 年全球空气源热泵销量走势



资料来源：产业在线，国投证券证券研究所

图18. 2024 年全球空气源热泵分洲别销量分布



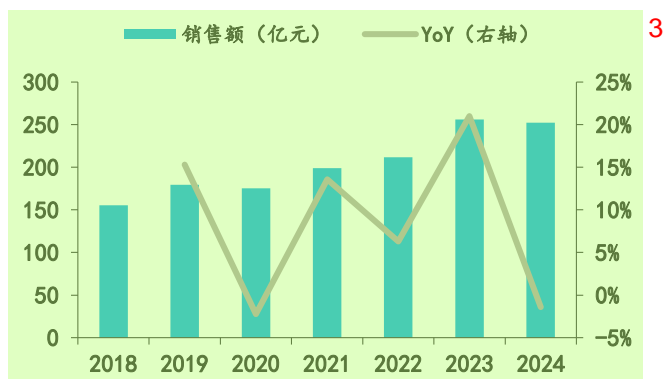
资料来源：产业在线，国投证券证券研究所

3.3.1. 国内市场：补贴政策+消费者认可度提高，需求有望逐步企稳

补贴政策推动+消费者认可度提高，我国空气源热泵需求有望逐步企稳。2016 及 2017 年国内持续推出“煤改电”、“清洁供暖”等补贴政策，空气源热泵迎来了快速增长期。此外，热泵在农作物、中草药、经济作物等烘干领域逐步得到应用，随着各地陆续出台烟草烤房改造政

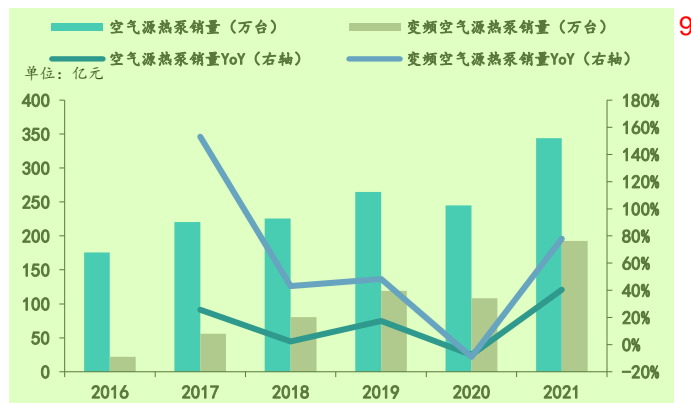
策，热泵烘干市场规模快速提升。受益于变频热泵具备高能效比、节能环保等优势，我国变频空气源热泵销量由 2016 年的 22.2 万台增长至 2021 年的 192.6 万台，年均复合增长率+54.1%，体现出较大的市场空间与良好的增长潜力。另外，在热泵企业多年的消费者教育及渠道耕耘后，我国居民对热泵经济节能的认可度有所提高。我们认为，我国热泵行业逐步进入内生驱动的新阶段，销量有望逐步企稳（详见深度报告：《内销再看空气能：后煤改电时代，热泵市场开启新篇章》）。

图19. 2018-2024 年空气源热泵内销规模及增速 2



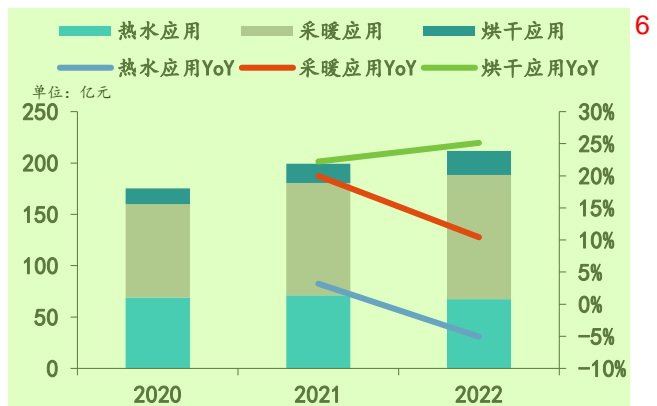
资料来源：产业在线，国投证券证券研究所 4

图20. 中国空气源热泵和变频空气源热泵销量及增速 8



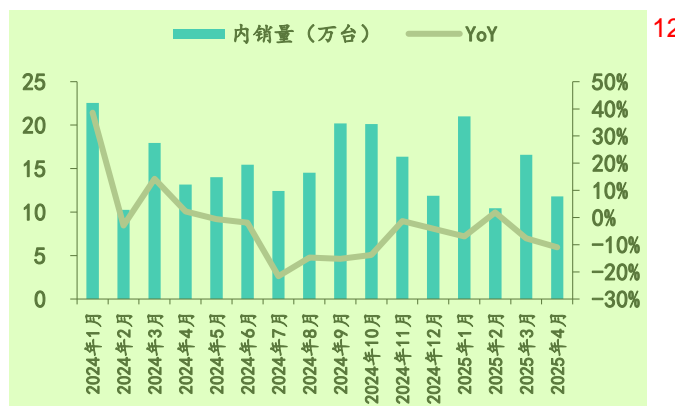
资料来源：产业在线，国投证券证券研究所 10

图21. 空气源热泵内销分品类销额及增速 5



资料来源：产业在线，公司招股说明书，国投证券证券研究所 7

图22. 2024 年以来我国空气源热泵月度内销量及增速 11



资料来源：产业在线，国投证券证券研究所 13

表5：国内热泵支持政策¹

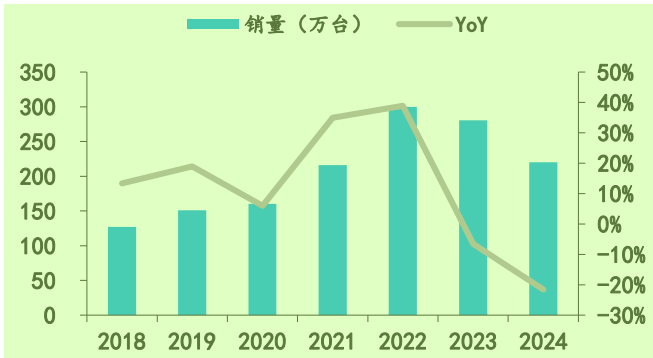
发布时间	政策名称	发布部门	主要内容
2017. 12	《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年）》	发改委等 10 部门	稳步推进电能替代，推广热泵、电采暖等新型用能方式，大力发展热电联产集中供热和电能、可再生能源等清洁能源供热。对集中供热管网暂未覆盖的分散采暖燃煤小锅炉，实施因地制宜采用电能、热泵及其他清洁能源供热方式进行热源替代。
2018. 05	《2018 年北京农村地区村庄冬季清洁取暖工作方案》	北京市政府	提出“煤改电”可使用空气源/地源热泵、电加热水储能等清洁能源取暖设备，可选择单户改造或集中改造。对使用空气源热泵、非整村安装地源热泵取暖的，市财政按照采暖面积每平方米 100 元标准进行补贴。
2020. 04	《全省烟叶烤房电代煤工作三年行动计划》	河南省政府	从 2020 年开始，用三年时间，全省 27903 座烟叶连片燃煤烤房完成电代煤改造，其中 2020 年完成改造任务的 40%并新建电能烤房 1000 座，2021 年完成改造任务的 0%，2022 年完成改造任务的 20%，其他新建烟叶电烤房不列入此行动计划。
2021. 11	《深入开展公共机构绿色低碳引领行动促进碳达峰实施方案》	国家机关事务管理局、发改委、财政部、生态环境	实施供暖系统电气化改造，结合清煤降氮锅炉改造，鼓励因地制宜采用空气源、水源、地源热泵及电锅炉等清洁用能设备替代燃煤、燃油、燃气锅炉。
2022. 03	《城乡建设领域碳达峰实施方案》	住建部	因地制宜推进地热能、生物质能应用，推广空气源等各类电动热泵技术。推广热泵热水器、高效电炉灶等替代燃气产品，推动高效直流电器与设备应用。
2025. 04	《推动热泵行业高质量发展行动方案》	国家发改委等 6 部委	力争到 2030 年，热泵生产制造和技术研发能力不断增强，重点热泵产品能效水平提升 20%以上，大功率高温热泵、高效压缩机、新型制冷剂核心技术取得突破，热泵建筑应用面积和热泵机组装机容量持续增长，热泵产业高质量发展水平显著提升，国际竞争优势不断扩大。

资料来源：中国政府网，北京市政府，河南省政府，国管局，国投证券证券研究所³

3.3.2. 海外市场：短期扰动因素褪去，欧洲热泵需求持续回升⁴

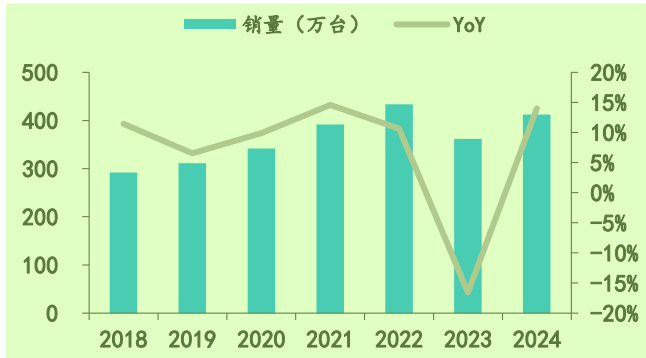
节能减排目标保障长期需求空间，经济波动影响短期销量表现。基于空气源热泵技术体现出的高效的节能减排效益，欧洲提供了良好的政策环境支持空气源热泵的发展。在新增市场领域，空气源热泵产品符合欧洲多国对于新建建筑添装设备的要求。在存量市场领域，欧洲多国亦陆续出台了热泵更换的补贴政策。2022 年美国出台《通胀削减法案》，推动清洁能源产业快速发展。政策推动欧美热泵销量持续增长，2022 年销量达到峰值。2023 年、2024 年欧美热泵销量较峰值有所回落，主要因为：1) 各国补贴政策有所退坡，减弱热泵消费需求。2) 欧洲经济增长低迷，居民生活成本上升，制约热泵购买需求；3) 天然气价格有所下降，热泵的经济性有所减弱。

图23. 欧洲 14 国空气源热泵销量及增速⁶



资料来源：欧洲热泵协会（EHPA），国投证券证券研究所 注：统计国家包括法国、意大利、德国、西班牙、瑞典、挪威、荷兰、芬兰、波兰、比利时、丹麦、葡萄牙、奥地利、英国⁸

图24. 美国空气源热泵销量及增速⁹

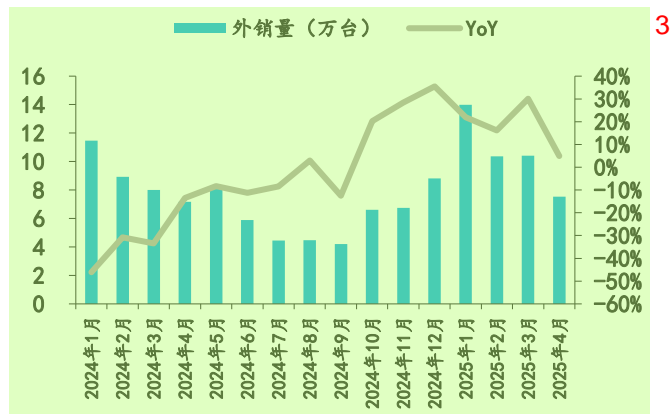


资料来源：AHRI，国投证券证券研究所¹¹

经济复苏+补贴政策加码，欧洲热泵需求有望持续回暖。2024 年 10 月以来，我国热泵出口延续快速增长态势，主要受到欧洲需求复苏的提振。受益于热泵补贴政策加码和低基数，我国对欧洲热泵出口逐步恢复增长。据海关总署数据，2025 年 5 月我国对欧洲 23 国热泵出口额 YoY+31.2%，1-5 月累计出口额 YoY+16.5%。我们认为欧洲热泵需求有望持续回暖，主要因为：1) 欧元区 GDP 恢复增长，欧洲经济复苏进入实质性阶段，消费景气有望提升。2) 2024 年以

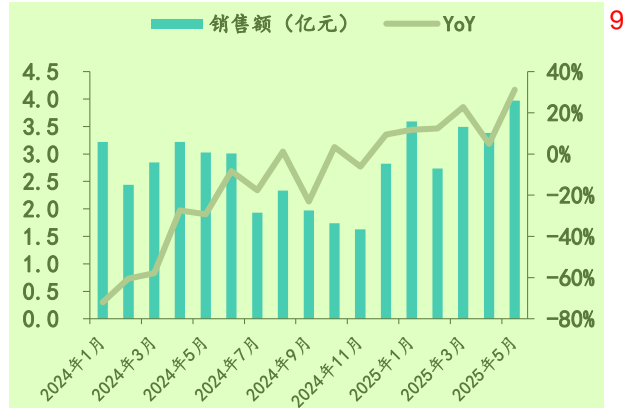
来英国、德国等欧洲国家加大对热泵的补贴力度，热泵消费需求有望改善。3) 2025 年 5 月，欧盟公布 2027 年终止进口俄罗斯化石能源的计划。由于热泵具有节能属性，可弥补化石能源缺口，热泵的重要性有望提升。

图25. 2024 年以来我国空气源热泵出口量及增速²



资料来源：产业在线，国投证券证券研究所⁴

图26. 我国对欧洲 23 国空气源热泵出口额及增速⁸



资料来源：海关总署，国投证券证券研究所 注：统计国家包括比利时、丹麦、英国、德国、法国、意大利、荷兰、希腊、葡萄牙、西班牙、阿尔巴尼亚、奥地利、保加利亚、匈牙利、挪威、波兰、罗马尼亚、瑞典、瑞士、斯洛文尼亚、克罗地亚、捷克、塞尔维亚¹⁰

图27. 欧元区季度 GDP 增速⁵



资料来源：欧盟统计局，国投证券证券研究所⁷

图28. 欧盟计划 2027 年终止进口俄国化石能源¹¹

当地时间6日，欧盟能源事务负责人丹·约根森在法国斯特拉斯堡的欧洲议会全体会议上公布了终止欧盟进口俄罗斯能源的计划。¹²

根据计划，欧盟将2027年定为最后期限，届时所有27个成员国（从内陆国家到沿海国家）必须逐步停止购买俄罗斯剩余能源，尤其是液化天然气运输船。¹³

计划将逐步进行。首先，到2025年底，禁止签订新的短期合同。第二阶段，到2027年底，将终止占俄罗斯天然气供应三分之二的长期合同。此外，还将实施进一步的限制措施，打击秘密运输俄罗斯石油的“影子船队”，并停止进口俄罗斯铀和其他核材料。此外，每个成员国都将被要求起草一份国家计划，详细说明他们打算如何从其能源结构中去除俄罗斯的天然气、核能和石油。¹⁴

据欧洲新闻台报道，去年，欧盟购买了316.2亿立方米俄罗斯管道天然气和200.5亿立方米俄罗斯液化天然气，占其天然气总消费量的19%。（总台记者 宋亮）¹⁵

资料来源：央视新闻，国投证券证券研究所¹⁸

表6: 近几年欧美出台的热泵支持政策¹⁶

国家	时间	政策内容
美国	2023 年 9 月	美国气候联盟宣布，将在美国多州推动安装更多的热泵，目标是在 2030 年之前部署 2000 万台新热泵。
西班牙	2024 年 1 月	家庭部署空气源热泵，可得高达 3000 欧元补贴，补贴金额涵盖了 40% 的费用。
德国	2024 年 9 月	私人住宅供暖补贴方案生效：对于购买和安装电驱动热泵的住宅和公寓业主，可获得 30% 的基本补贴，同时有机会获得 5% 的能效补贴，20% 的速度补贴，30% 的收入补贴；最高可获得的补贴比例为 70%。
英国	2024 年 11 月	政府计划将热泵安装补助金提升至 7500 英镑，并计划将 2025/2026 财年预算增加近一倍，达到 2.95 亿英镑（BUS 计划）

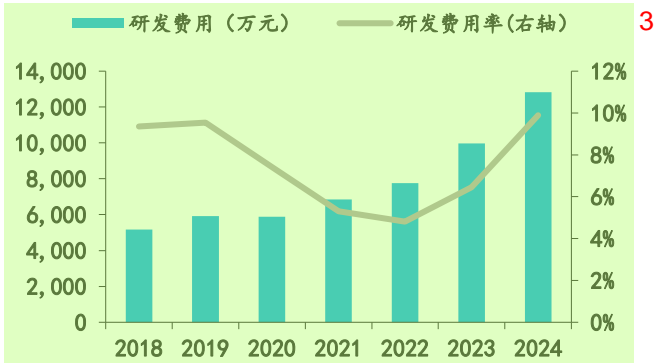
资料来源：财联社，euronews，kfw，VitoEnergy，国投证券证券研究所¹⁹

3.4. 儒竞定制化服务能力优秀，把握优质客户资源²⁰

儒竞重视研发资源投入，构建平台化研发体系。经过多年研发积累和技术创新，儒竞科技围绕电力电子及电机控制技术自主构建以电机控制、电源控制及系统控制技术、数字电源及电力电子变换硬件平台、电机设计平台为代表的三大核心技术领域，持续研发创新形成多项细分核心技术。公司持续突破不同技术领域产品，凭借其完善的技术体系和高效的研发能力构建起较高的技术壁垒。公司高度重视对研发体系的资源投入，近几年研发费用率持续提升，²¹

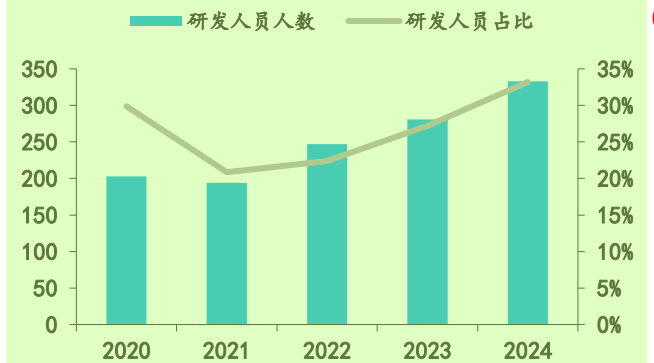
2024 年研发人员占比已超过 30%。公司持续增加研发投入，既满足了客户对于其产品核心部件的差异化需求，又保障了公司研发成果高效转化为市场需要的产品。公司基于不同细分领域客户的差异化产品与解决方案需求，以电力电子及电机控制技术作为底层研发基石，构建了数字电源平台、电力电子变换硬件平台、电机设计平台等先进技术平台，结合市场需求同步研发交叉领域内的相关技术，通过技术的交叉应用及延伸，逐步开发出不同功能、品类的产品体系，构建了研发与应用的高效联动机制。2014 年，公司与艾默生（中国）成立合资企业儒竞艾默生，亦证明公司的研发能力得到行业认可。

图29. 公司研发费用及研发费用率²



资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所⁴

图30. 公司研发人员人数及占比⁵



资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所⁷

儒竞产品性能较优，竞争力较强。公司严格按照国际标准进行品质管控，具备完善的产品性能测试能力，设立了电磁干扰实验室、EMI 实验室、环境实验室、可靠性实验室、驱动器性能实验室、产品功能实验室、耐久性实验室。对比公司 HVAC/R 领域产品与同行业可比公司同类产品，公司产品的主要优势为：功率规格较齐全，工作温度范围较广；功率密度更高，高效节能效果明显；具备全面的保护功能与震动抑制功能，通讯方式更为齐全、便捷；产品认证更为齐全，防护等级更高。

表7：儒竞 HVAC/R 变频驱动器及系统控制器与竞品对比⁹

技术特征/技术指标		儒竞科技	麦格米特	汇川技术	三花智控	和而泰
产 品 规 格	功率规格	单相电源：1HP~7HP/ 三相电源：5HP~28HP	单相电源：1HP~7HP/ 三相电源：5HP~16HP	三相电源：8HP~24HP	单相电源：1HP~7HP/ 三相电源：5HP~12HP	单相电源：1HP~7HP/ 三相电源：5HP~28HP
	适应电压范围（AC）	单相电源：120V~265V/ 三相电源：330V~460V	单相电源： 120V~280V/ 三相电源： 300V~450V	三相电源： 380V~480V	单相电源： 220V±25%/ 三相电源： 380V~400V±15%	单相电源： 170V~264V/ 三相电源： 320V~552V
	工作温度范围	-25℃~65℃	-20℃~55℃	-25℃~50℃	-15℃~55℃	-30℃~53℃
温室气体效应指数（GWP）适应性		A1、A2/A2L、A3	未披露	未披露	未披露	未披露
产品性能		功率密度：1981KW/立方米；单相产品PFC最大斩波频率：104KHz；产品最大效率：96%	未披露	功率密度：702KW/立方米	功率密度：1443KW/立方米	功率密度：638KW/立方米
产品功能		保护功能、震动抑制功能、通讯方式（RS485、蓝牙+手机APP、U 盘）	保护功能、震动抑制功能、通讯方式（RS485、电流环）	保护功能、通讯方式（RS485）	保护功能、通讯方式（RS485）	保护功能、震动抑制功能、通讯方式（RS485）
产品认证/法规		CQC认证、CE认证、CB认证、UL认证、电磁兼容、RoHS、Reach、防护等级：IP20（用户接触面）、IP54（安装面）	CQC认证、电磁兼容、Reach、防护等级：IP00（用户接触面）	防护等级：IP00（用户接触面）	3C认证、CE认证、UL认证、防护等级：IP00（用户接触面）	防护等级：IP00（用户接触面）

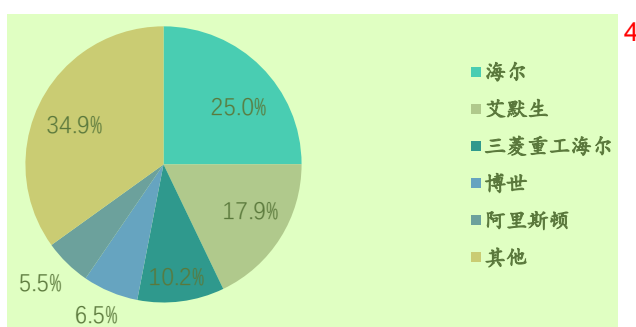
资料来源：公司公告，国投证券证券研究所¹¹

公司产品规格种类齐全，定制化服务能力突出。由于通用技术所实现的基础功能与终端市场的应用需求之间往往存在较大差距，业内参与企业需要根据客户需求与应用场景的差异对通

用技术进行针对性、创新性的二次开发，形成在产品功能、性能指标等方面具备竞争优势的核心技术体系，从而在细分业务领域保持竞争优势。儒竞产品规格种类齐全，应用领域覆盖商用空调、家用空调、热泵、冷冻设备及电动汽车压缩机，功率规格涵盖 1HP~7HP（单相电源）/5HP~28HP（三相电源），可根据不同客户的差异化需求定制开发不同应用领域、不同技术参数、不同功能特性的变频产品，为客户提供快速高效、灵活多样的专业定制服务。

儒竞深耕龙头客户，把握优质客户资源。秉持突出的二次开发能力，儒竞为客户提供快速高效的产品迭代、灵活多样的方案设计，从而增强了客户粘性，与谷轮、麦克维尔、阿里斯顿、海尔、三菱重工海尔、开利、博世等国内外知名厂商行建立了长期稳定的战略合作伙伴关系。公司供应产品在海尔、艾默生（谷轮）、三菱重工海尔、博世的同类细分产品采购中的占比在 50%左右，体现了公司的技术和服务能力获得业内知名厂商的认可。

图31. 2022 年公司前五大客户销售额占比



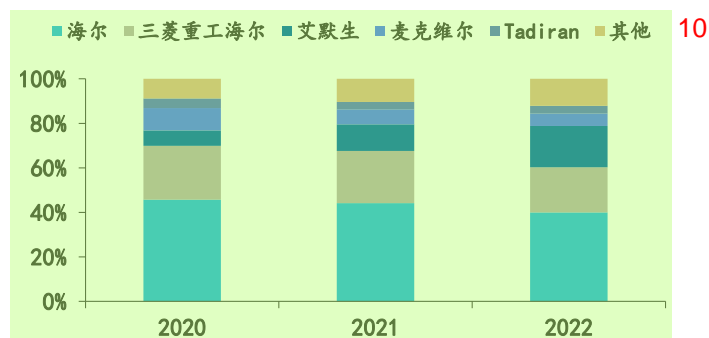
资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所

表8：儒竞产品在客户采购中占比

客户简称	细分产品类别	公司在客户同类细分产品采购中的占比		
		2022 年	2021 年	2020 年
海尔	商用空调变频驱动器及系统控制器	45%~55%	45%~55%	40%~50%
	家用空调变频驱动器及系统控制器	不超过 10%	不超过 11%	不超过 10%
艾默生（谷轮）	商用空调、家用空调、热泵变频驱动器及系统控制器	50%~60%	50%~60%	45%~55%
三菱重工海尔	商用空调变频驱动器及系统控制器	50%~60%	50%~60%	50%~60%
博世	热泵变频驱动器及系统控制器	55%~65%	50%~60%	40%~45%

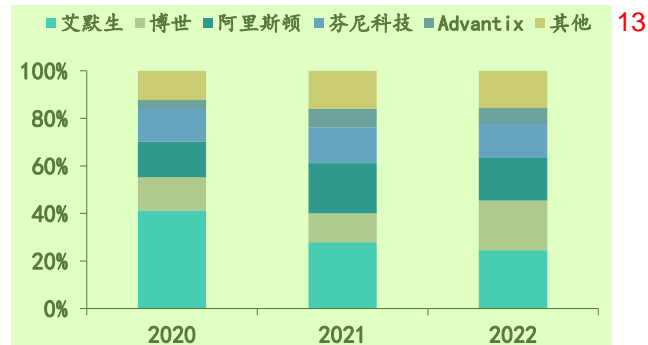
资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所

图32. 公司商用空调系统控制器及变频驱动器的主要客户销售额占比



资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所

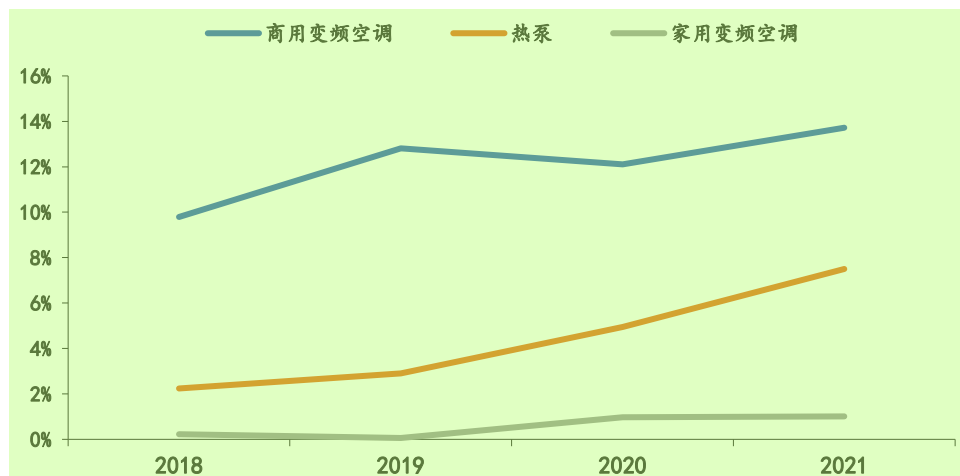
图33. 公司热泵系统控制器及变频驱动器的主要客户销售额占比



资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所

市场份额有望持续提升。当前儒竞科技核心产品在细分市场的销量占比仍较低，主要因为前期业务拓展重点是行业内高价值的大客户，并通过定制化服务与客户深度合作扩大销售规模。近几年，公司逐步加大国内外新客户拓展力度，客户集中度有所下降。公司上市募资到位，生产和销售能力有望增强，且凭借优质的客户资源，公司市场份额有望持续提升。

图34. 公司 HVAC/R 领域系统控制器及变频驱动器在细分市场的销量占比



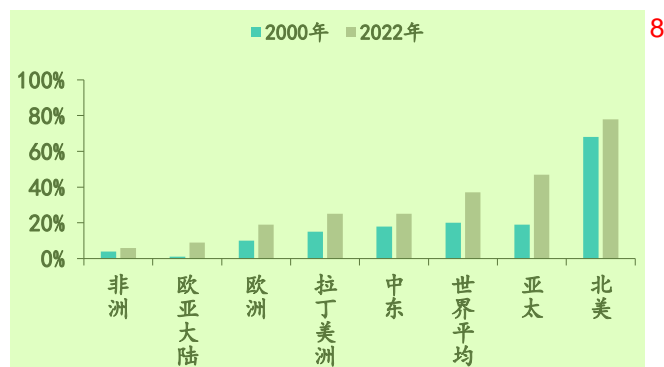
资料来源：公司招股说明书，产业在线，EHPA，国投证券证券研究所

注：1) 每台设备装配一台系统控制器及变频驱动器，图中销量是按照完成最终组装（FA）阶段的产品销量进行统计。2) 商用变频空调产品占比是指公司相关产品占中国商用变频空调市场的份额；热泵产品占比是指公司相关产品占中国、欧洲空气源热泵市场的份额；家用变频空调产品占比是指公司相关产品占中国家用变频空调市场的份额

3.5. 儒竞持续开拓海外市场，外销收入有望恢复增长

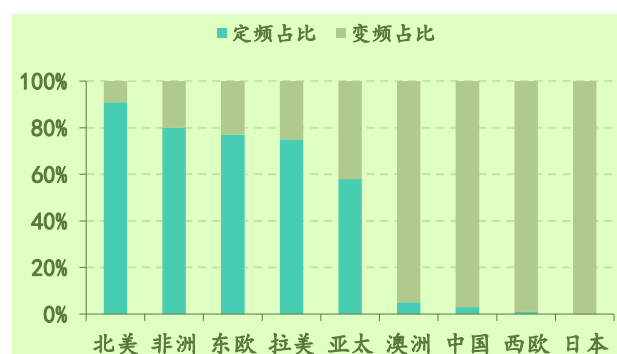
海外变频空调普及率仍有较大空间。2022 年全球空调普及率仅为 37%，非洲、欧亚大陆、欧洲、拉丁美洲和中东等地区空调普及率均低于世界平均水平。随着全球气温逐步上升，且欠发达地区收入水平提高，海外空调销量仍有较大空间。变频空调普及率方面，目前除了中国、日本、西欧各国和澳洲地区变频空调产品的占比比较高，全球其他地区定速空调目前依然占据主导地位。非洲、拉美地区主要由于能效标准要求不高，价格低廉的定频空调占主导地位。北美市场的家用空调以窗机需求为主，分体机的量比较小，所以北美地区变频空调占比较低，我们认为随着各国能效标准和收入水平提高，能效比更高、噪音更小的变频空调销量占比将持续提升。

图35. 世界主要地区空调普及率



资料来源：IEA，国投证券证券研究所

图36. 2022 年全球重点区域家用空调定变频销量结构

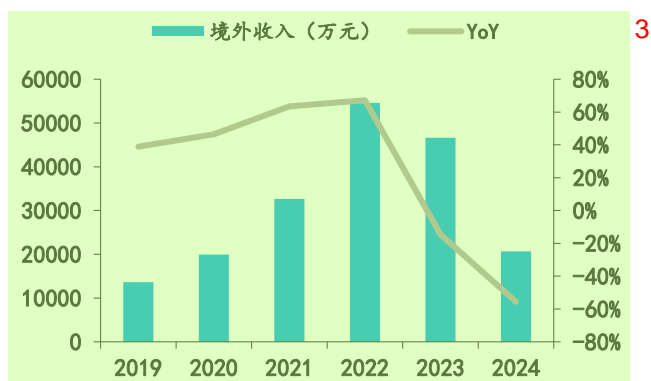


资料来源：产业在线，国投证券证券研究所

绑定海外优质客户，海外收入增长空间广阔。2022 年儒竞科技境外收入占比 33.9%，2018-2022 年复合年均增速+53.5%。2023-2024 年受到欧洲热泵需求减弱影响，公司外销收入有所承压。儒竞海外销售产品以热泵和商用空调应用产品为主，2022 年两者分别占境外收入的

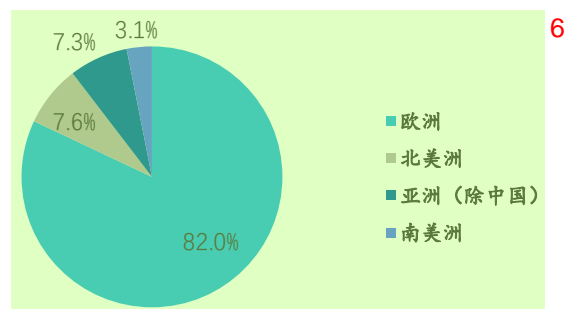
63.8%、33.4%。公司积极开拓欧洲、东南亚、南美等海外市场，与海外优质客户建立长期稳定的合作关系，客户包括艾默生、开利、博世等知名企业。随着客户对公司产品质量、服务能力等认可度不断提升，公司与主要外销客户的合作规模逐步扩大。节能减排目标指导之下，欧美热泵长期发展趋势明确。通过与海外知名企业的牢固合作关系，公司有望享受欧洲热泵需求复苏红利。

图37. 公司外销收入及增速²



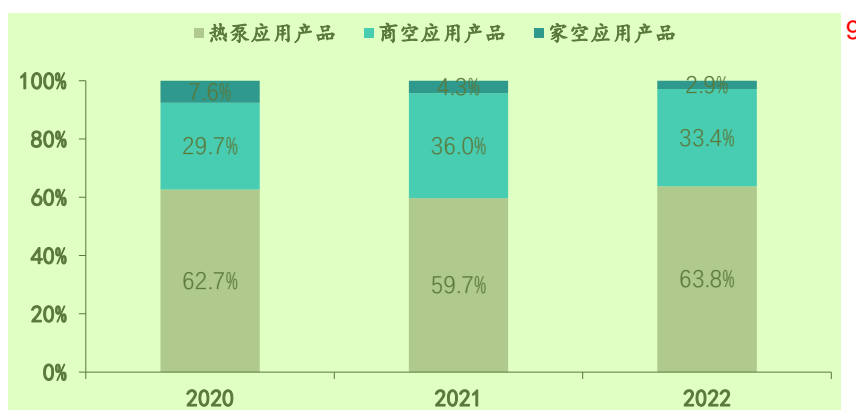
资料来源：公司公告，国投证券证券研究所⁴

图38. 2022年公司海外收入分区域占比⁵



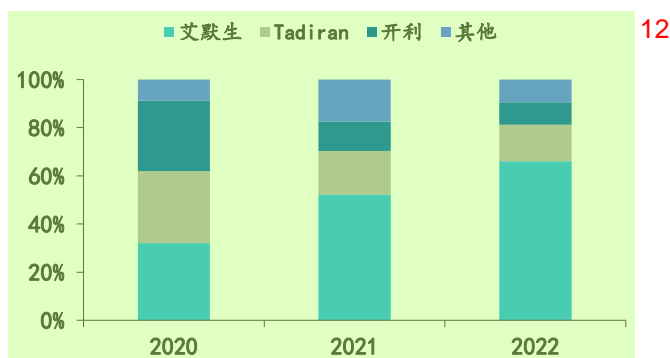
资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所⁷

图39. 儒竞境外收入分产品类别收入占比⁸



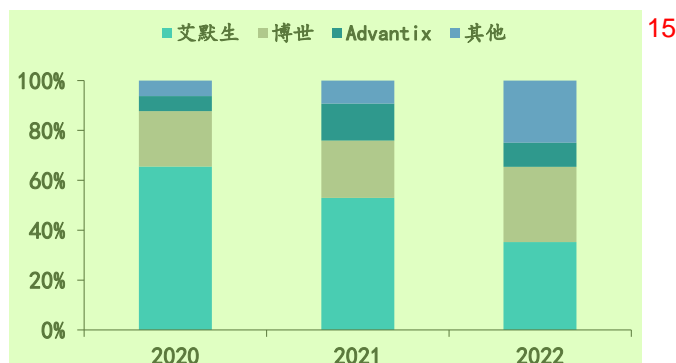
资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所¹⁰

图40. 商用空调系统控制器及变频驱动器外销客户销售额占比¹¹



资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所¹³

图41. 热泵系统控制器及变频驱动器外销客户销售额占比¹⁴



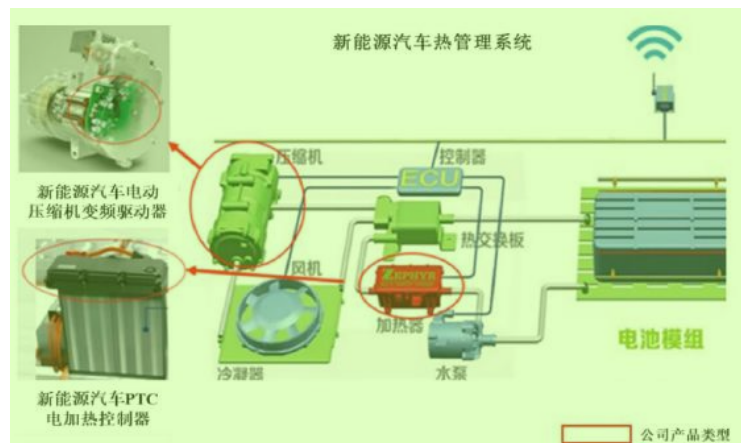
资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所¹⁶

4. 儒竞持续丰富新能源车领域产品线，优质客户资源助力份额提升¹

4.1. 新能源汽车渗透率持续提升，热管理零部件需求空间广阔²

电动压缩机变频驱动器和 PTC 电加热控制器为新能源车热管理系统关键部件。新能源汽车热管理系统主要包括空调热管理系统、电机和电控冷却系统以及电池热管理系统三大部分，其关系到整车的舒适性、安全性和续航能力。电动压缩机变频驱动器及 PTC 电加热控制器作为新能源汽车热管理系统关键部件，具备控制精度高、高效节能等特点。

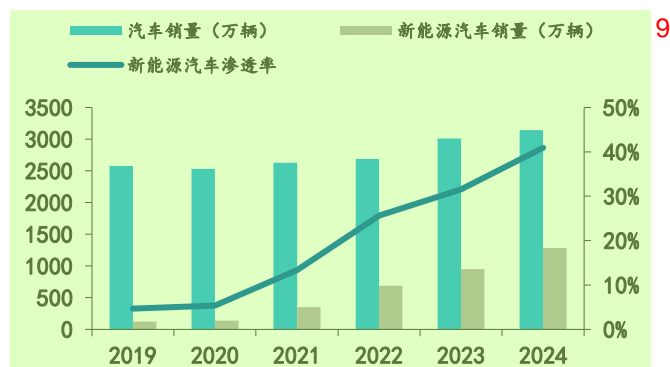
图42. 新能源汽车热管理系统⁴



资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所⁶

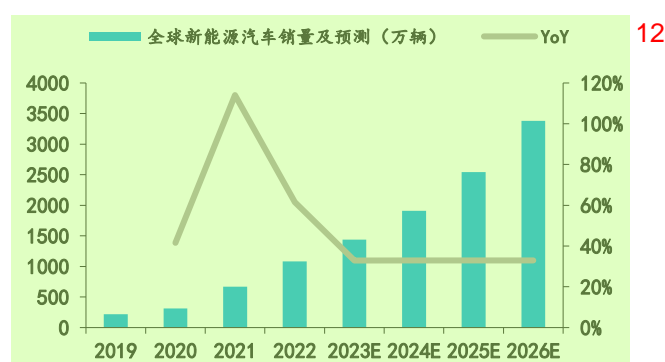
新能源汽车销量持续提升，带动热管理零部件需求增长。近年来，国家对于环保治理的要求日益严格，我国汽车产业正处于转变发展方式、优化产业结构、转换增长动力的关键时期，新能源汽车保持快速增长态势。据中汽协数据，2024 年我国新能源汽车销量 1286.6 万辆，五年年均复合增速+60.6%，渗透率提升至 40.9%。当前，全球新能源汽车行业蓬勃发展，据 EV sales 预测，2026 年全球新能源汽车销量将达到 3380 万辆。随着新能源汽车市场规模不断扩大，汽车热管理零部件需求有望持续提升。

图43. 2016-2023 年中国汽车和新能源汽车销量⁸



资料来源：中国汽车工业协会，国投证券证券研究所¹⁰

图44. 全球新能源汽车销量及预测¹¹



资料来源：EV Sales，前瞻网，国投证券证券研究所¹³

4.2. 儒竞新能源车应用产品规格齐全，优质客户资源助力规模提升¹⁴

儒竞新能源汽车应用产品规格齐全，竞争力较强。儒竞基于多年对电力电子及电机控制技术的研究，应用产品从暖通领域延伸至新能源汽车热管理领域。2016 年 12 月，儒竞电控成立，专注发展新能源汽车热管理系统领域业务。此后，公司不断扩充产品线，拥有新能源汽车电动压缩机变频驱动器、PTC 控制器、电池热管理多合一控制器等产品及解决方案，将持续加大底盘控制系统等产品研发。对比公司新能源汽车热管理领域产品与同行业可比公司同类产品，公司产品的主要优势为：产品规格齐全（涵盖 12V~48V/80V~800V 电压等级产品）；转速

运行范围更大，最大加减速更高，具有良好的温控调节能力与温控速度；具备故障诊断与远
程更新功能，通信方式更为齐全、便捷。

图45. 儒竞新能源汽车热管理系统领域主要产品的演变情况 2



资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所 4

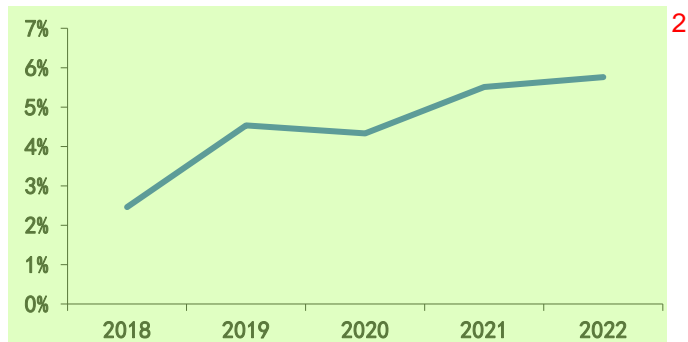
表9：儒竞新能源汽车电动压缩机变频驱动器与竞品对比 5

技术特征/ 技术指标		儒竞科技	和而泰	麦格米特
产品规格	功率范围	1KW~15KW	乘用车：3KW/大巴车：15KW	1KW
	高压输入电压范围（DC）	12V~48V/80V~800V	乘用车：200V~500V/大巴车：300V~750V	12V~48V
	低压输入电压（DC）	12V~48V	12V	12V~48V
	工作温度范围	-30℃~125℃	-30℃~65℃	-30℃~55℃
	存储温度范围	-40℃~85℃	-40℃~85℃	未披露
	设计寿命	6年或15万公里	>20000小时	
产品性能/ 产品功能	转速运行范围	600rpm~11000rpm	600rpm~7200rpm	600rpm~6000rpm
	最大加减速	1000rpm/s	200rpm/s	未披露
	故障诊断/远程更新	标准 UDS/OTA	未披露	
	通信方式	LIN2.0/2.1、CAN 速率 500kbs、PWM	CAN 速率 250kbs	

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所 7

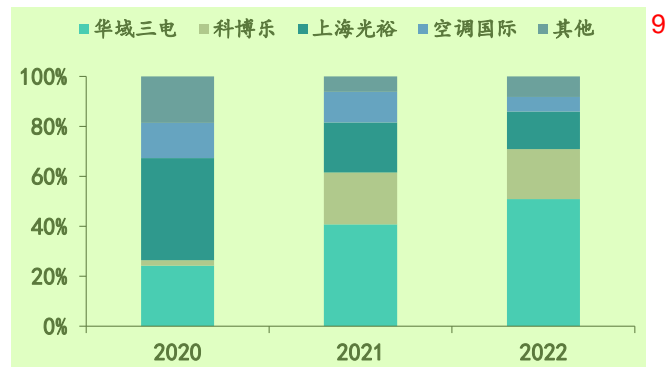
把握汽车优质客户，儒竞规模有望持续提升。儒竞积极开拓新能源汽车热管理领域客户，已
与华域三电、空调国际等知名汽车零部件企业建立合作关系，与多家大型整车厂开展配套研
发。新能源电动压缩机基本实现国产替代，内资品牌份额超过外资品牌。2024 年华域三电电
动压缩机销量 234 万台，我们测算其在国内市场份额约 14%，下游客户包括上汽大众、特斯
拉、赛力斯、沃尔沃等知名车企。我们认为，儒竞凭借在暖通领域积累的电力电子及电机控
制技术技术优势和定制化服务能力，持续丰富新能源汽车领域产品线，新能源汽车领域业务
规模有望快速提升。

图46. 公司新能源汽车电动压缩机变频驱动器在中国市场的销量占比



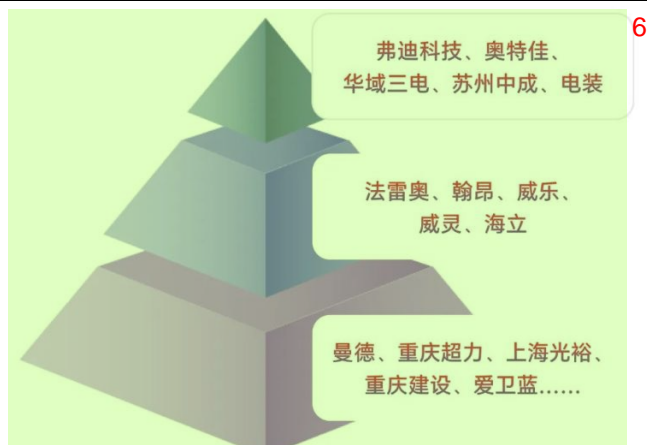
资料来源：公司招股说明书，中国汽车工业协会，国投证券证券研究所
注：每量新能源汽车装配一台电动压缩机变频驱动器；图中销量是按照完成最终组装（FA）阶段的产品销量进行统计

图47. 公司新能源汽车热管理领域的主要客户销售额占比



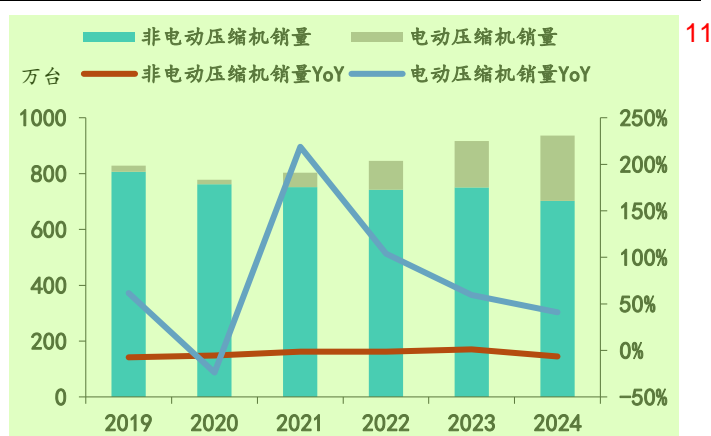
资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

图48. 2024 年我国电动车压缩机品牌销量梯队



资料来源：产业在线，国投证券证券研究所

图49. 华域三电电动压缩机销量及增速



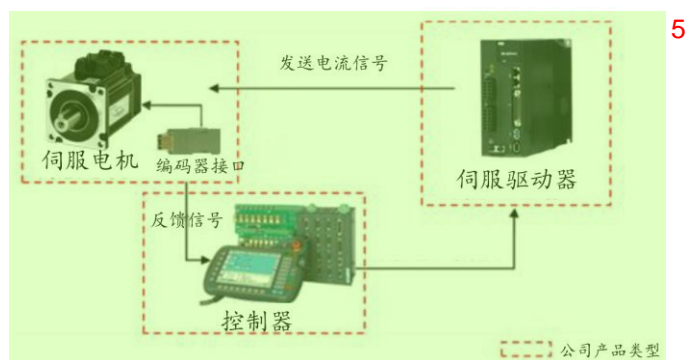
资料来源：华域汽车公司公告，国投证券证券研究所

5. 儒竞逐步聚焦伺服系统领域，有望把握机器人发展机遇¹

5.1. 伺服是工业自动化核心技术，发展潜力较大²

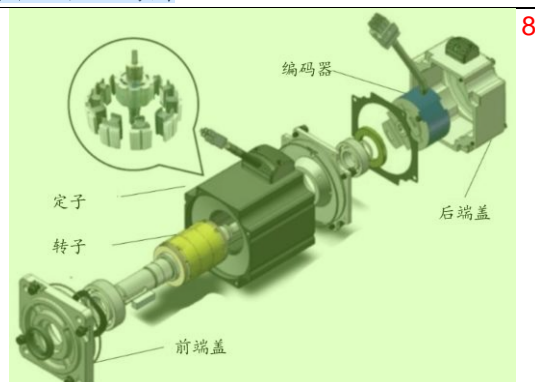
伺服系统是实现工业自动化精密制造和柔性制造的核心技术。工业伺服驱动及控制系统是指以物体的位移、速度、角度等控制量组成的，能够跟踪目标任意变化的自动化控制系统，是基于变频技术的延伸产品，其不仅可进行速度、转矩控制，还可实现精确、快速、稳定的位置控制。工业伺服驱动及控制系统主要由伺服驱动器、伺服电机、编码器三部分组成，属于高端工业自动化控制设备。伺服系统的主要应用市场是机床工具、包装机械、纺织机械、塑料机械等传统行业，近年来逐步拓展到电子半导体、工业机器人、人形机器人、新能源等新兴行业。

图50. 工业伺服驱动及控制系统⁴



资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所⁶

图51. 伺服电机结构图⁷




资料来源：公司招股说明书，国投证券证券研究所⁹

5.2. 儒竞积极布局伺服驱动器领域，机器人部件研发进入小批阶段¹⁰

儒竞积极研发工业伺服技术，打造未来潜力增长点。2014年8月，儒竞自控成立，专注发展工业伺服驱动及控制系统领域业务。当前，公司在伺服驱动及控制系统领域已经积累多项较为成熟的核心技术，主要产品包括伺服驱动器、系统控制器、伺服电机、变频器、控制系统（PLC）、人机界面（HMI）等，已应用在工业机器人、电子制造、物流、包装机械、印刷、锂电新能源等行业。

表10：儒竞伺服系统产品应用领域及产品图例 1

细分领域	应用产品	产品图例	细分领域	应用产品	产品图例
工业机器人	四轴机械手		包装机械	纸箱包装-钉箱机	
	DELTA 机器人			纸盒包装-裱纸机	
电子制造	编带机		印刷行业	柔板印刷机	
	全自动 COG 绑定机			轮转印刷机	
	高速分光机			全自动平压平模烫金机	
物流行业	分选机		锂电行业	裁断式模切机	

资料来源：公司招股书，国投证券证券研究所 3

儒竞拓展具身智能领域核心技术，有望把握机器人发展机遇。公司持续加大自动化及机器人领域研发投入，聚焦具身智能领域关键部件研发。目前公司对机器人专用四轴总线伺服系统、人形机器人关节驱动系统的研发已进入小批阶段，有望把握人形机器人发展机遇。

表11：儒竞在机器人领域的研发进展 5

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标	预计对公司的影响
机器人专用四轴总线伺服系统	根据客户需求定制开发的多合一一体机，按照客户功能需求，及结构安装需求定制化开发，灵活满足客户需求	小批阶段	满足驱动器 1/2/3 轴 1.5KW 4 轴 750W 功率段的需求，根据实际工况可调整功率段功能	多合一市场有很多客户迫切需求定制化的功能，以及定制化安装尺寸要求；定制化一体机项目和客户深度合作捆绑，最大程度满足客户需求，并开辟定制化需求领域，吸引大批优质客户。
人形机器人关节驱动系统	在人形机器人方面深入挖掘，提升运动灵活性和精确度，实现复杂动作和高级功能，提高产品可靠性	小批阶段	结合谐波减速器，可以实现高精度的位置、速度和力矩控制，从而确保机器人在执行复杂任务时能够迅速而准确地调整关节姿态	人形机器人作为人工智能领域中的一项重要研究课题 具有广泛的应用前景 其关键组件之一 旋转关节，是实现人形机器人各种精细动作和灵活运动的重要基础，在抢占未来市场方面深耕，为未来市场做好充分准备。

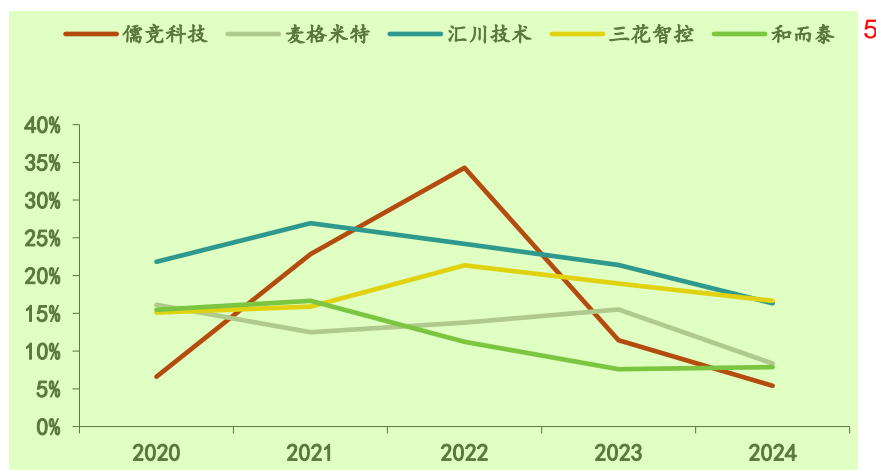
资料来源：公司公告，国投证券证券研究所 7

6. 财务分析：净利率稳中有升，ROE 有所承压¹

儒竞科技主要产品为变频驱动器及系统控制器，我们选取 A 股中主营业务包含此类产品的上市公司作为可比公司，包括麦格米特、汇川技术、三花智控、和而泰。²

IPO 导致总资产周转率和权益乘数下降，儒竞 ROE 有所降低。2020-2022 年，儒竞科技 ROE 持续提升，主要来自净利率和权益乘数的提升。2023 年公司完成 IPO 后，资产规模扩大，且海外收入受欧洲热泵需求波动影响而有所下降，导致总资产周转率有所降低。另外，IPO 亦导致权益乘数有所减小。我们认为，欧洲热泵需求复苏有望提振公司外销表现，且公司积极拓展新能源汽车热管理、自动化及机器人业务领域，收入规模回升有望带动 ROE 改善。³

图52. 2020-2024 可比公司 ROE 对比⁴



资料来源: wind, 国投证券证券研究所⁶

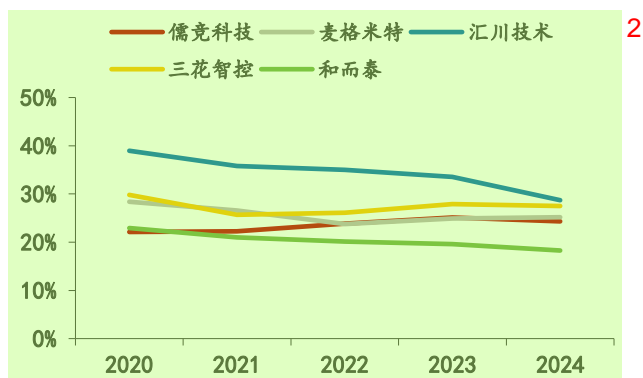
表12: 可比公司杜邦分析⁷

年份	净利率 (%)				总资产周转率 (次)				权益乘数			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
麦格米特	9.4	8.6	9.3	5.3	0.7	0.7	0.7	0.7	1.8	2.1	2.3	2.1
汇川技术	19.9	18.8	15.6	11.6	0.8	0.7	0.7	0.7	1.7	1.9	2.0	2.0
三花智控	10.5	12.1	11.9	11.1	0.8	0.8	0.8	0.8	1.9	2.1	1.9	1.8
和而泰	9.2	7.3	4.4	3.8	0.9	0.8	0.8	0.9	2.0	2.0	2.1	2.4
算术平均值	12.3	11.7	10.3	7.9	0.8	0.8	0.8	0.8	1.9	2.0	2.1	2.1
儒竞科技	10.4	13.1	14.0	13.0	0.9	1.0	0.5	0.3	2.3	2.6	1.5	1.3

资料来源: wind, 国投证券证券研究所⁹

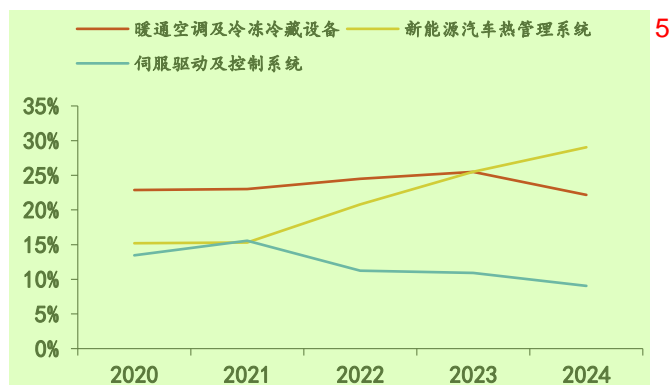
儒竞科技毛利率处于行业中等水平，近几年持续提升。公司毛利率水平不高，主要因为主营业务结构差异所致。另外，公司与同行业可比公司所处的发展阶段不同，公司业务正逐步起量，前期固定资产等投入较高，致使毛利率相对较低。近几年公司毛利率持续提升，主要因为：1) 新能源汽车热管理业务快速发展，经营效率提升，该项业务毛利率持续改善。2) 公司通过设计优化推动用料成本降低，带动整体毛利率改善。¹⁰

图53. 2020-2024 可比公司毛利率对比 1



资料来源: wind, 国投证券证券研究所 3

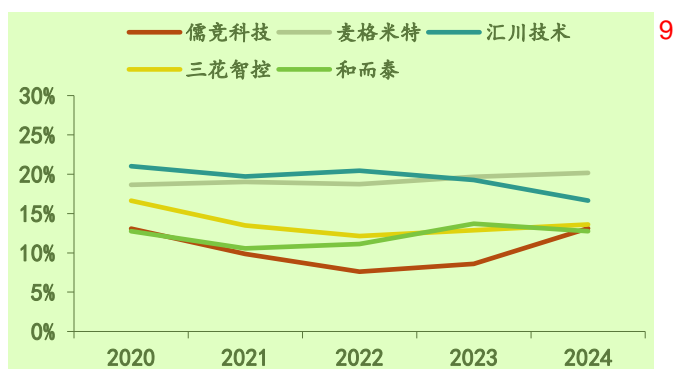
图54. 2020-2024 年儒竞科技分品类产品毛利率水平 4



资料来源: wind, 国投证券证券研究所 6

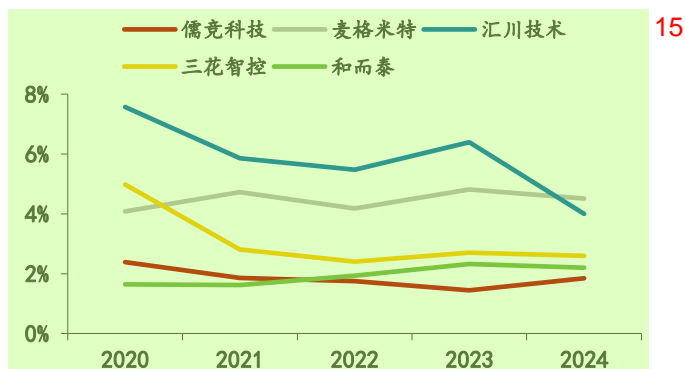
儒竞科技期间费用率处于行业较低水平，费用控制较好。拆分来看：公司销售费用率、管理费用率、研发费用率虽在上市后有所提升，但仍处于行业较低水平。而且，公司管理架构简单，分布区域集中，管理费用率明显低于大部分可比公司。

图55. 2020-2024 可比公司期间费用率对比 8



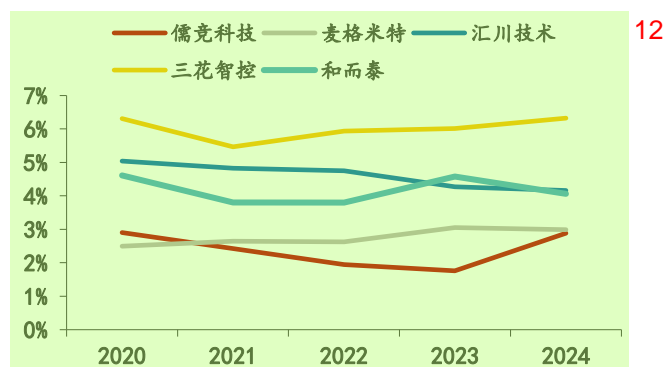
资料来源: wind, 国投证券证券研究所 10

图56. 2020-2024 可比公司销售费用率对比 14



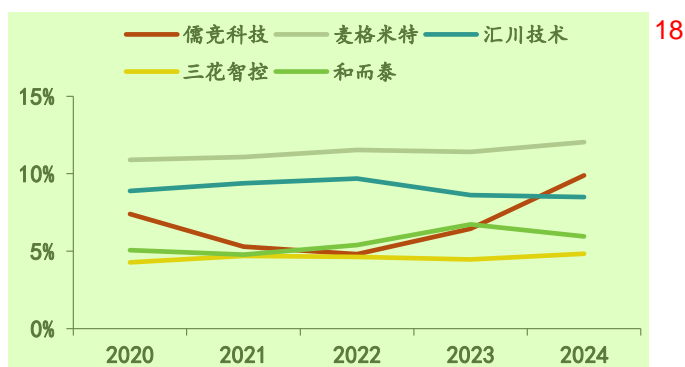
资料来源: wind, 国投证券证券研究所 16

图57. 2020-2024 可比公司管理费用率对比 11



资料来源: wind, 国投证券证券研究所 13

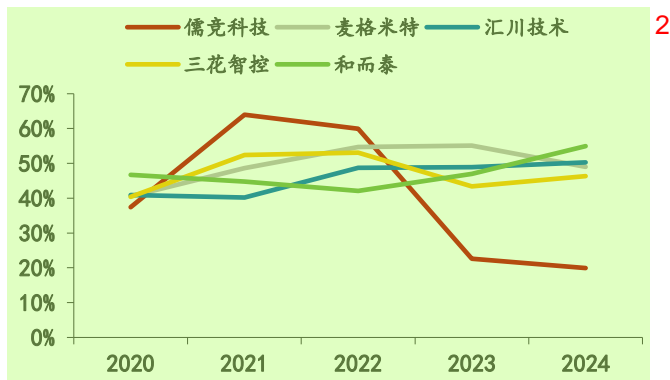
图58. 2020-2024 可比公司研发费用率对比 17



资料来源: wind, 国投证券证券研究所 19

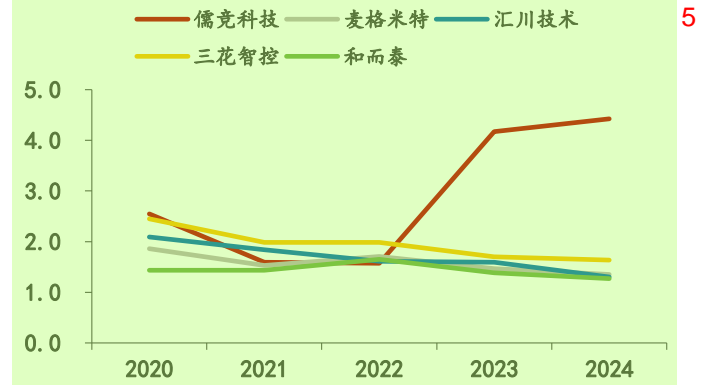
IPO 优化资本结构，短期偿债能力较好。公司 IPO 发行募集资金补充权益资本，资产负债率有所下降。截至 2025Q1 期末，公司资产负债率为 18.5%，资本结构有所优化。上市后，儒竞科技流动比率与速动比率提升至 4x 以上，表明公司资产流动性良好，短期偿债风险较小。

图59. 2020-2024 可比公司资产负债率对比 1



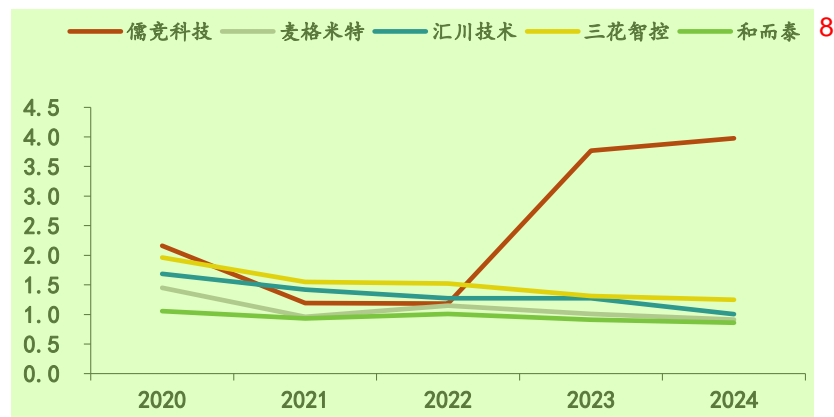
资料来源: wind, 国投证券证券研究所 3

图60. 2020-2024 可比公司流动比率对比 4



资料来源: wind, 国投证券证券研究所 6

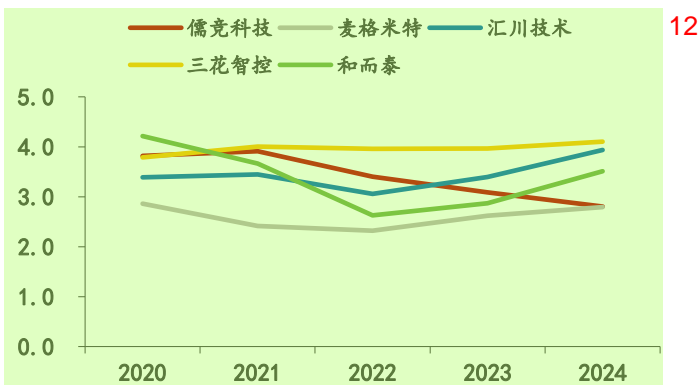
图61. 2020-2024 可比公司速动比率对比 7



资料来源: wind, 国投证券证券研究所 9

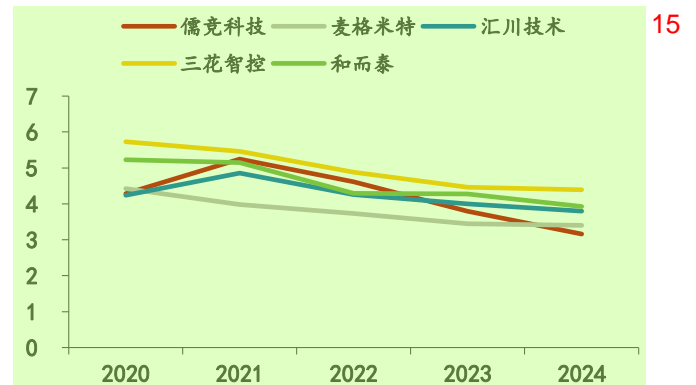
儒竞科技营运能力有所下降。2022 年公司应收账款周转率、存货周转率有所下降，主要因为受电子元器件市场供应紧张等因素的影响，儒竞为保障正常生产经营、确保按时供货，提高了原材料的安全库存规模，且疫情对国内业务和销售回款产生一定影响。2023-2024 年受到欧洲热泵去库存周期影响，公司收入规模有所下降，导致应收账款周转率、存货周转率持续下降。

图62. 2020-2024 可比公司存货周转率（次/年） 11



资料来源: wind, 国投证券证券研究所 13

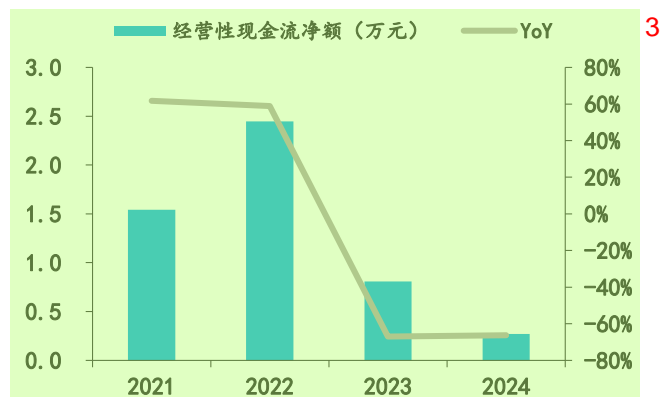
图63. 2020-2024 可比公司应收账款周转率（次/年） 14



资料来源: wind, 国投证券证券研究所 16

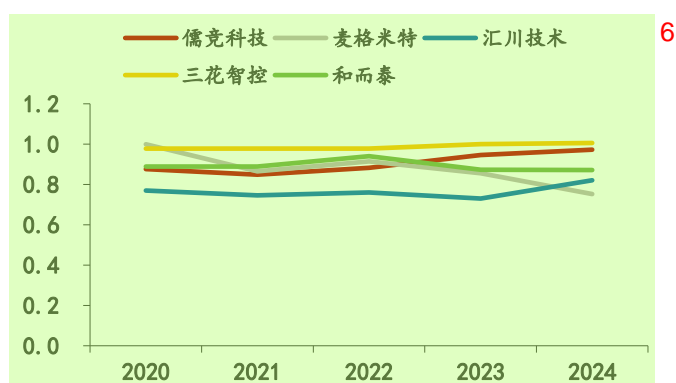
经营性现金流净额有所下降。受到收入规模下降的影响，2023-2024 年公司经营性现金流净额有所减少。公司收现比处于行业中等水平，与客户约定的信用期一般在 90 天以内，销售回款状况良好。

图64. 2020-2024 儒竞科技经营性现金流净额及增速



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

图65. 2020-2024 可比公司收现比 (%)



资料来源: wind, 国投证券证券研究所

7. 盈利预测及估值¹

7.1. 盈利预测²

基于下游应用行业发展趋势和儒竞科技的竞争力，我们对公司 2025 年-2027 年的收入和业绩³进行测算。关键假设如下：

- 暖通空调及冷冻冷藏设备：**公司在热泵和商用空调领域拥有较强的竞争优势及长期稳固的优质客户关系。我们认为，随着欧洲补贴政策回归，且热泵库存去化结束，欧洲热泵需求有望持续回升，带动儒竞热泵系统控制器及变频驱动器需求改善，进而推动公司暖通空调及冷冻冷藏设备收入回升。我们预计 2025 年-2027 年儒竞暖通空调及冷冻冷藏设备收入增速分别为+17%、+12%、+11%。随着高毛利率的热泵应用产品收入回升，暖通空调及冷冻冷藏设备毛利率有望稳步增加，预计 2025 年-2027 年毛利率分别为 23.35%、24.02%、24.45%。⁴
- 新能源汽车热管理系统：**得益于绿色节能政策的大力施行，近几年我国新能源汽车市场规模不断扩大且持续保持发展趋势。公司加大对新能源汽车热管理领域研发投入，拓展主流车企供应体系，市场份额逐步扩大。预计公司该类产品销量将保持高速增长，产品升级带动均价和毛利率提升。假设 2025 年-2027 年儒竞新能源汽车热管理系统收入增速分别为+53%、+43%、+38%；毛利率分别为 29.18%、29.25%、29.32%。⁵
- 伺服驱动及控制系统：**工业伺服驱动行业发展潜力较大，近年来公司逐步拓展到电子半⁶导体、工业机器人、人形机器人、新能源等新兴行业。预计公司工业伺服驱动及控制系统领域产品销量将持续增长，均价和毛利率稳定提升。假设 2025 年-2027 年儒竞伺服驱动及控制系统收入增速分别为+24%、+17%、+17%；毛利率分别为 10.11%、10.55%、10.64%。

费用假设如下：⁷

- 销售费用：**公司持续完善国内外销售网络，加强营销投入，预计销售费用将有所提升，⁸但销售费用率随着收入规模扩大而有所下降。假设 2025 年-2027 年销售费用率分别为 1.70%、1.65%、1.64%。
- 管理费用：**随着公司业务规模和人员数量增长，且实施了股票激励计划，预计公司管理费用会有所提升，管理费用率随着收入扩大而有所下降。假设 2025 年-2027 年管理费用率分别为 2.30%、2.20%、2.18%。
- 研发费用：**预计公司将加大对新能源汽车热管理领域和自动化领域的研发投入，研发费用持续提升。假设 2025 年-2027 年研发费用率分别为 6.10%、6.05%、6.00%。
- 财务费用：**公司 IPO 募资规模较大，账面现金储备较多，预计将产生较多的利息收入。假设 2025 年-2027 年财务费用率分别为-1.40%、-1.18%、-1.00%。

综上，我们对公司 2025 年-2027 年经营预期如下：⁹

表13：儒竞科技盈利预测¹

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
暖通空调及冷冻冷藏设备	收入（万元）	119709.6	81661.6	95549.8	107174.0	119026.7
	YoY	-15%	-32%	17%	12%	11%
	毛利率	25.49%	22.18%	23.35%	24.02%	24.45%
新能源汽车热管理系统	收入（万元）	30783.3	45320.8	69196.2	98771.7	135953.3
	YoY	81%	47%	53%	43%	38%
	毛利率	25.50%	29.04%	29.18%	29.25%	29.32%
伺服驱动及控制系统	收入（万元）	3887.7	2652.4	3278.3	3845.5	4510.7
	YoY	11%	-32%	24%	17%	17%
	毛利率	10.90%	9.05%	10.11%	10.55%	10.64%
其他业务	收入（万元）	75.0	80.9	89.0	96.1	100.9
	YoY	-75%	8%	10%	8%	5%
	毛利率	13.88%	84.51%	84.65%	84.51%	83.92%
合计	总收入（万元）	154455.6	129715.7	168113.3	209887.2	259591.6
	YoY	-4.3%	-16.0%	29.6%	24.8%	23.7%
	毛利率	25.12%	24.34%	25.53%	26.26%	26.78%
	销售费用率	1.44%	1.84%	1.70%	1.65%	1.64%
	管理费用率	1.76%	2.89%	2.30%	2.20%	2.18%
	研发费用率	6.45%	9.89%	6.10%	6.05%	6.00%
	财务费用率	-1.04%	-1.51%	-1.40%	-1.18%	-1.00%
	归母净利润（万元）	21637.8	16825.5	25281.0	33404.0	42420.7
	YoY	2.4%	-22.2%	50.3%	32.1%	27.0%

资料来源：wind，国投证券证券研究所³

7.2. 估值⁴

绝对估值：我们利用 FCFE DCF 法测算儒竞科技的权益价值。⁵

主要假设如下：⁶

- 1) 我们选用十年期国债到期收益率作为无风险利率，参数设置为 1.64%。
- 2) 选择创业板综指数的近十五年年化平均收益率作为市场投资组合预期收益率 R_m ，参数设置为 8.83%，风险溢价为 7.19%。
- 3) 根据可比公司来确定公司的 β 系数，近五年麦格米特、汇川技术、三花智控、和而泰的 β 值分别为 0.86、0.89、0.89、1.00。参考可比公司 β 系数，我们选取均值 0.91 作为儒竞科技的 β 系数。
- 4) 根据 CAPM 模型，计算公司股权收益率 K_e 为 8.18%。
- 5) 将公司预测期分为三个阶段：1) 2025-2028 年为第一阶段，逐年预测；2) 2029-2036 年为第二阶段，考虑到儒竞科技市占率较小，仍有较大提升空间。另外，公司持续拓展海外市场，海外业务收入有望保持较快增长。我们预计公司自由现金流保持提升趋势，考虑到儒竞科技的成长属性较强，我们给予公司半显性期增长率 10%；3) 2037 年以后为第三阶段，预计公司市占率已较高，业务发展进入成熟期，公司将保持稳中有升的增长趋势，此时现金流充足，业务稳定，给予公司永续增长率 2%。

表14：儒竞科技 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值（数据截至 2025.7.9）¹

估值假设	权益 FCFE 估值		
无风险利率	1.64%	显性预测（亿元）	8.2
风险溢价	7.19%	半显性预测（亿元）	23.0
β 系数	0.91	永续价值（亿元）	50.3
Rm	8.83%	权益价值（亿元）	81.5
Ke	8.18%	总股本（亿股）	0.9
半显性期增长率	10.00%	每股权益价值（元）	86.38
永续增长率	2.00%		

资料来源：wind，国投证券证券研究所³

根据 FCFE DCF 模型，我们预计公司的每股权益价值为 86.38 元。⁴

表15：儒竞科技 FCFE 预测（单位：亿元）⁵

	显性预测				半显性预测								终值
	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
FCFE	2.3	1.1	2.8	3.5	3.9	4.2	4.7	5.1	5.6	6.2	6.8	7.5	124.0
贴现	2.2	1.0	2.3	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	50.3
权益价值													81.5

资料来源：wind，国投证券证券研究所⁷

敏感性分析结果表明，当永续增长率取值在 1.0%~3.0% 区间范围内，Ke 取值区间在 7.0%~9.0% 区间范围内时，公司每股权益价值区间为 68.85 元~129.82 元。⁸

表16：儒竞科技每股权益价值敏感性分析（单位：元）⁹

Ke \ 永续增长率	0	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
10.00%	56.35	59.61	63.69	68.93	75.91
9.00%	64.37	68.85	74.62	82.30	93.06
8.00%	74.55	80.90	89.36	101.21	118.99
7.00%	87.84	97.17	110.23	129.82	162.48
6.00%	105.80	120.21	141.83	177.87	249.93

资料来源：wind，国投证券证券研究所¹¹

相对估值：可比公司 2025 年 PE 估值均值为 31.17X。考虑到儒竞在暖通空调系统控制器及变频驱动器行业具有较强竞争力，有望受益于下游热泵和商用空调需求复苏，且公司持续拓展新能源汽车热管理系统、工业伺服驱动及控制系统等潜力较大的行业，我们预计公司收入业绩将保持较高增速。考虑到公司未来增长潜力，我们给予公司 2025 年 32X 的 PE 估值，相当于 6 个月目标价为 85.78 元。¹²

表17：可比公司估值情况¹³

股票代码	公司名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS				PE			
				2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
002851.SZ	麦格米特	50.45	276.31	1.15	0.80	1.35	1.81	43.91	63.36	37.49	27.89
300124.SZ	汇川技术	62.64	1,688.33	1.76	1.59	2.01	2.44	35.60	39.40	31.10	25.71
002050.SZ	三花智控	25.47	1,056.18	0.70	0.75	0.90	1.05	36.16	34.08	28.33	24.22
002402.SZ	和而泰	21.59	199.72	0.36	0.39	0.78	1.03	60.26	54.83	27.76	21.00
均值								43.98	47.91	31.17	24.71

资料来源：wind，国投证券证券研究所¹⁵

备注：盈利预测采用 Wind 一致预期，股价为 2025 年 7 月 9 日收盘价。

8. 风险提示¹

1) 原材料及零部件价格大涨的风险²

公司原材料占产品成本的比重较高，直接材料占营业成本的比例均超过 80%。公司采购的原材料主要包括半导体、被动件、结构件、感性器件、PCB 印制板、线缆接插件等。如果原材料价格大幅上涨，公司将面临毛利率下降的风险。³

2) 人民币大幅升值的风险⁴

公司外销业务主要以美元报价及结算。汇率的波动对公司的生产经营和利润水平都会带来一定的影响。如果美元兑人民币汇率大幅下降，公司以人民币计量的产品售价及毛利率下降以及汇兑损失等将会对公司的经营业绩造成不利影响。⁵

3) 宏观经济与产业政策变化风险⁶

公司主要从事电力电子及电机控制领域内综合产品的研发、生产及销售，其下游客户主要包括暖通空调及冷冻冷藏设备领域内的智能空调、热泵供暖、冷冻冷藏设备制造厂商，新能源汽车热管理系统领域内的汽车零部件制造厂商及工业伺服驱动及控制系统领域内的自动化设备制造厂商。下游产业与宏观经济、产业政策关联度较高。若未来宏观经济出现大幅波动、产业政策发生重大调整，将对公司未来经营产生一定的不确定性风险。⁷

4) 相关假设及预测不及预期的风险⁸

本报告所作出的盈利预测是基于公司持续经营和稳定发展、行业及外部经济环境不发生较大变化以及二级市场平稳运行等假设条件下作出的预测。在盈利预测的假设条件及预测不及预期的情况下，公司的盈利预测及估值结论有可能偏离本报告。⁹

财务报表预测和估值数据汇总¹

利润表 2						财务指标 6						
(亿元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	3	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	7
营业收入	15.4	13.0	16.8	21.0	26.0	成长性						
减: 营业成本	11.6	9.8	12.5	15.5	19.0	营业收入增长率	-4.3%	-16.0%	29.6%	24.8%	23.7%	
营业税费	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	营业利润增长率	-2.2%	-28.6%	60.8%	30.1%	26.2%	
销售费用	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	净利润增长率	2.4%	-22.2%	50.3%	32.0%	26.9%	
管理费用	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	EBITDA 增长率	0.4%	-31.6%	77.6%	36.1%	29.3%	
研发费用	1.0	1.3	1.0	1.3	1.6	EBIT 增长率	-0.5%	-34.7%	70.5%	32.4%	27.7%	
财务费用	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	NOPLAT 增长率	-3.4%	-29.8%	63.1%	32.4%	27.7%	
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	275.1%	3.6%	5.9%	7.0%	8.4%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	316.3%	3.7%	5.8%	7.2%	8.4%	
投资和汇兑收益	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2							
营业利润	2.5	1.8	2.9	3.8	4.8	利润率						
加: 营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	25.1%	24.3%	25.5%	26.3%	26.8%	
利润总额	2.5	1.8	2.9	3.8	4.8	营业利润率	16.4%	14.0%	17.3%	18.1%	18.4%	
减: 所得税	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	净利润率	14.0%	13.0%	15.0%	15.9%	16.3%	
净利润	2.2	1.7	2.5	3.3	4.2	EBITDA/营业收入	16.7%	13.6%	18.6%	20.3%	21.3%	
						EBIT/营业收入	15.6%	12.1%	15.9%	16.9%	17.4%	
资产负债表 4						运营效率						
(亿元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	5						
货币资金	24.8	22.8	24.3	24.6	26.2	固定资产周转天数	20	24	27	33	32	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	43	86	78	79	83	
应收账款	4.1	4.3	6.7	7.1	10.1	流动资产周转天数	603	968	804	716	648	
应收票据	2.2	1.7	3.4	3.1	5.1	应收账款周转天数	97	116	117	118	119	
预付账款	-	-	0.1	-	0.1	存货周转天数	86	96	97	100	100	
存货	3.5	3.4	5.6	6.0	8.5	总资产周转天数	674	1,098	928	821	739	
其他流动资产	1.4	1.6	1.2	1.4	1.4	投资资本周转天数	453	867	701	598	521	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.1%	5.3%	7.6%	9.3%	10.9%	
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	4.3%	5.5%	7.0%	7.4%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	10.8%	4.7%	7.4%	9.1%	10.8%	
固定资产	0.9	0.8	1.6	2.2	2.5	费用率						
在建工程	1.3	3.6	2.9	2.9	3.0	销售费用率	1.4%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	
无形资产	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	管理费用率	1.8%	2.9%	2.3%	2.2%	2.2%	
其他非流动资产	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	研发费用率	6.5%	9.9%	6.1%	6.1%	6.0%	
资产总额	39.5	39.6	47.1	48.6	57.9	财务费用率	-1.0%	-1.5%	-1.4%	-1.2%	-1.0%	
短期债务	-	-	-	-	-	四费/营业收入	8.6%	13.1%	8.7%	8.7%	8.8%	
应付账款	4.1	4.6	6.6	7.3	9.9	偿债能力						
应付票据	3.8	2.2	5.8	4.3	8.0	资产负债率	22.6%	19.9%	28.8%	26.1%	32.8%	
其他流动负债	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8	负债权益比	29.2%	24.9%	40.5%	35.3%	48.8%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.17	4.42	3.11	3.41	2.74	
其他非流动负债	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	速动比率	3.77	3.98	2.69	2.93	2.29	
负债总额	8.9	7.9	13.6	12.7	19.0	利息保障倍数	-14.96	-8.04	-11.36	-14.49	-17.84	
少数股东权益	-	-	0.1	0.1	0.2	分红指标						
股本	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	DPS (元)	0.45	0.55	0.80	1.06	1.35	
留存收益	29.6	30.7	32.5	34.9	37.8	分红比率	19.6%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%	
股东权益	30.6	31.7	33.5	35.9	38.9	股息收益率	0.6%	0.8%	1.1%	1.5%	1.9%	

现金流量表 8						业绩和估值指标 11						
(亿元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	9	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	12
净利润	2.2	1.7	2.5	3.3	4.2	EPS (元)	2.29	1.78	2.68	3.54	4.49	
加: 折旧和摊销	0.2	0.3	0.5	0.7	1.0	BVPS (元)	32.42	33.60	35.48	37.96	41.10	
资产减值准备	0.1	0.1	-	-	-	PE (X)	31.7	40.8	27.1	20.6	16.2	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8	
财务费用	-	-	-0.2	-0.2	-0.3	P/FCF	-48.6	-45.4	30.2	59.8	24.6	
投资收益	-0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	P/S	4.4	5.3	4.1	3.3	2.6	
少数股东损益	0.1	-	0.1	0.1	0.1	EV/EBITDA	21.0	18.7	14.0	10.2	7.6	
营运资金的变动	-2.7	-1.0	-0.3	-1.6	-1.1	CAGR (%)	14.9%	36.7%	5.8%	14.9%	36.7%	
经营活动产生现金流量	0.8	1.0	2.4	2.1	3.7	PEG	2.1	1.1	4.7	1.4	0.4	
投资活动产生现金流量	-1.0	-21.5	-0.4	-1.1	-1.1	ROIC/WACC	3.2	0.6	0.9	1.2	1.4	
融资活动产生现金流量	20.0	-0.8	-0.5	-0.8	-1.0	REP	0.6	1.8	1.4	1.0	0.8	

资料来源: Wind 资讯, 国投证券证券研究所预测¹⁰

目 公司评级体系¹

收益评级:²

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;³
增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%;
中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%;
减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）;
卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:⁴

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;⁵
B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明⁶

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。⁷

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明⁸

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。⁹本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明¹

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任²
何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。³
本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的
证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰
写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及
资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公
开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应
当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的
观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司
投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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⁴
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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟
一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本
报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，
本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任
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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、⁵
复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允
许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进
行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，⁶
由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请
谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。⁷

国投证券证券研究所⁸

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034