

2024年11月19日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

精密级进冲压模具龙头厂商，布局人形机器人&低空经济赛道

—震裕科技（300953.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

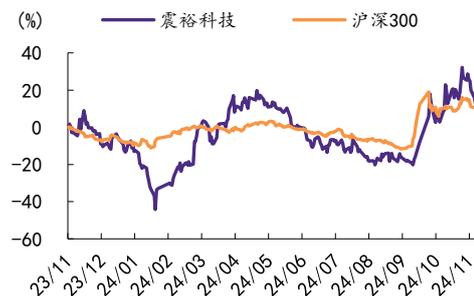
分析师：林子健 S1050523090001
linzj@cfsc.com.cn

基本数据

2024-11-19

当前股价（元）	70.18
总市值（亿元）	72
总股本（百万股）	103
流通股本（百万股）	68
52周价格范围（元）	31.9-75.55
日均成交额（百万元）	82.39

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 坚持一体两翼格局，公司步入快速发展期

紧紧围绕精密级进冲压模具核心，打造一体两翼格局。公司是专业从事精密级进冲压模具及下游精密结构件研发生产的企业。公司拥有丰富的精密级进冲压模具开发经验和完整的制造体系，并以自身设计开发的冲压模具为基础，向客户提供精密结构件产品：驱动电机铁芯冲压、锂电池精密结构件，广泛应用于家电、新能源锂电池、汽车、工业工控等行业领域，逐渐形成了“一体两翼四维”的发展战略格局。

规模快速扩张，盈利放量可期。公司营收规模快速扩张，公司2020-2023年营收分别为11.9/30.3/57.5/60.2亿元，同比增长59.1%/154.4%/89.6%/4.6%，CAGR为71.7%；毛利率分别为25.6%/18.0%/12.3%/11.9%；归母净利润分别为1.3/1.7/1.0/0.4亿元，同比+68.2%/+30.7%/-39.1%/-58.7%，2022-2023年归母净利润下降主要原因系毛利率下降以及期间费用上升所致。分业务来看，公司2023年锂电池精密结构件/电机铁芯/模具业务收入分别为32.7/17.1/3.1亿元，占比分别为54.3%/28.4%/5.2%，毛利率分别为8.6%/16.4%/48.9%。

公司积极拥抱新能源产业发展，引进国内学科带头人担任独立董事。公司于今年11月完成董事会换届选举，阮殿波担任公司独立董事。阮殿波是俄罗斯自然科学院外籍院士，教授、博导(享国务院特殊津贴)，中国中车集团首席技术专家，是中国国内超级电容器技术与产业的学科带头人，为中国国内新能源技术与产业的发展做出了突出贡献。公司独立董事技术背景深厚，有助于公司未来高速发展。

■ 公司模具业务具有深厚 Know-How，产品附加值高 利润丰厚

精密级进冲压模具可大幅提高生产效率，产品壁垒高。精密级进冲压模具由多个工位组成，各工位按顺序关联完成不同

的加工，在冲床的一次行程中完成一系列的不同的冲压加工。一次行程完成以后，由冲床送料机精准的按照一个固定的步距将材料向前移动，在一副精密级进冲压模具上就可以完成冲裁、弯曲、拉伸、成形、焊接、铆接等多个工序。实现自动化一次性连续大批量冲制成型。同时精密级进模高精度、高效率、长寿命的需求决定了精密级进冲压模具具备结构复杂、技术难度大、附加值高的特点。

中低端市场竞争激烈，高端市场竞争主体以国外企业为主。精密级进冲压模具市场化程度高，生产者众多。精密级进冲压模具因下游行业在技术和市场方面的差异存在需求细分的特点。不同电机铁芯模具之间因下游领域的差异，存在一定的进入障碍，市场呈现细分化的“蜂窝格局”。目前，欧、美、日等国的企业仍占据全球模具行业的高端市场，我国高端模具主要依靠进口。电机铁芯级进模行业的高端市场参与者除公司外主要是日本三井、日本黑田、美国 LHCARBIDE 工业公司等。

公司精密模具制造水平已达国际一流水准，实现国产替代。公司精密级进冲压模具及精密结构件广泛应用于家用电器电机、汽车电机（微特电机以及驱动电机）、锂电池、变频电机等产品制造。公司电机铁芯级进模生产厂商所能实现的精度已达到 0.002mm，接近或达到了日本三井、日本黑田、美国 LHCARBIDE 等先进电机铁芯模具制造商的模具精度，产品质量可量化指标均达到国际先进水平，是国内前十大压缩机生产企业电机铁芯模具的主要供应商。公司 2017 年至 2019 年度精密级进冲压模具市场占有率分别为 23.71%、26.71%和 25.05%，市场占有率较高，具有较强的竞争力。公司直接、间接客户涵盖了数十家处于国内外家用电器及家电电机产业链上的主要厂商。

模具业务客户资源优质，贡献丰厚利润。2020-2024H1 年公司模具业务营收为 2.7/2.2/3.2/3.1/2.0 亿元，毛利率为 51.4%/53.5%/46.2%/48.9%/55.3%，公司中高端精密级进冲压模具产品具有高精度、长寿命、高冲速、高稳定性的特点，模具业务盈利维持在较高水平。公司中高端模具综合开发技术的先进性主要体现在两个方面：首先，在设计环节，公司基于对下游客户生产特点、工作环境、操作习惯、冲制对象等的深刻理解，运用所掌握的级进模设计知识，设计出与客户相适应的模具产品，为客户电机铁芯实现量产提供核心支

撑，公司持续获得了美的系、松下、三星等主要客户的电机铁芯级进模订单。

■ 依托模具业务深厚积累，首创胶粘电机铁芯产品

模具制造技术下放，拓展电机铁芯业务。公司凭借在精密级进冲压模具开发、制造方面的丰富经验和对电机生产制造的深刻理解，将业务范畴从上游模具制造领域拓展至下游电机铁芯冲压。在电机行业中，定、转子铁芯是电机上的重要零部件之一，它的质量好坏直接决定电机的各项性能和品质，而作为电机定转子重要构件的定转子冲片，其材料质量、尺寸和形位精度、毛刺大小和叠压等方面均直接影响电机的铁芯损耗、温升、功率和噪音等质量指标，既影响电机的电气性能和机械性能，也与电机的制造成本相关，因此定转子冲片和铁芯成为电机制造的重要环节之一。定转子作为核心部件，其产值在电机零部件的总产值中占比近 30%。

优质客户进展顺利，电芯业务放量可期。电机铁芯冲压是在“电机厂商自行冲压为主，第三方独立冲压厂商为辅”的产业格局下逐步专业化和集中化。电机铁芯客户方面，公司与比亚迪系、汇川技术、索恩格、联合汽车系、台达电子、爱知系、电产系、依必安派特、北美某新能源汽车公司等知名客户建立了稳定的合作关系，为下游新能源汽车提供驱动电机铁芯、微特电机铁芯核心产品等。主要整车厂客户有：1) **比亚迪**：公司与比亚迪合作历史悠久，为其全系纯电平台、全系混动平台提供各类电机铁芯产品；2) **小米**：与汇川技术合作进入小米汽车供应链，后续为其 2024 年新上市车型提供驱动电机铁芯；3) **鸿蒙智行**：与索恩格合作进入国内知名汽车企业供应链，为其 2023 年畅销车型问界 M9、智界 S7 提供驱动电机铁芯；4) **理想**：通过汇川技术及联合汽车电子合作进入理想汽车供应链，为其畅销车型 L7、L8、L9 提供驱动电机铁芯；5) **极氪**：与天津博格华纳合作，为极氪 007 系列提供电机铁芯产品。

点胶工艺持续精进，布局低空飞行器驱动电机铁芯。公司依托精密级进冲压模具形成的优势，在国内首创模内点胶工艺、开发出胶粘电机铁芯产品，随着更多优质客户对胶粘铁芯工艺的认可，新定点的项目能够顺利启动将会显著提升电机铁芯产品未来盈利能力。高端汽车车型需要匹配高效率、高稳定性和成本可控的高品质电机产品，进而需要更高效、高密度、高性能的精密冲压铁芯。公司 2018 年开始研发铁芯

粘接技术，2022 年推出第二代，2023 年第三代以满足汽车高端市场需求。公司铁芯事业部也在紧跟并开拓低空飞行器及机器人用电机铁芯业务。公司布局低空飞行器驱动电机铁芯主要是针对专用型驱动电机，已经处于客户验证的阶段。

■ 锂电池结构件绑定核心大客户，规模效应初显

动力锂电池结构件市场集中度较高，供应格局较为稳定。动力锂电池精密结构件包括外壳/盖板等。锂电池由正极材料、负极材料、隔膜、电解液及精密结构件组成，其中结构件主要是铝/钢壳、盖板、连接片和安全结构件等，直接影响电池的密封性、能量密度等。在锂电池的成本构成中，特别是方形铝壳锂电池的成本构成中，壳体约占 16%。动力锂电池精密结构件作为动力锂电池的重要配套行业，由于下游锂电池生产行业集中度较高的原因，动力锂电池精密结构件的市场格局也相对集中。企业对动力锂电池精密结构件的价格、质量、性能和安全性都具有很高的要求，动力锂电池精密结构件供应商在进入锂电池生产采购体系前须履行严格的资格认证程序。经过认证后，锂电池生产企业将与动力锂电池精密结构件生产企业建立稳定的供应商。中国市场来看，只有少数具备高速精密模具制造能力的企业能够满足下游行业对于新能源汽车锂电池精密结构件的制造要求。

紧抓大客户策略，公司锂电池结构件业务毛利率回暖。公司 2015 年底进入动力锂电池精密结构件制造领域，采用大客户战略，集中优势产能服务宁德时代。目前公司已开始对下游新能源电池公司亿纬锂能系、瑞浦能源、欣旺达等客户供货。2020-2024H1 年公司锂电池结构件收入为 5.7/16.5/32.6/32.7/17.5 亿元，毛利率为 22.0%/17.5%/9.5%/8.6%/12.0%，2024 上半年毛利率回升明显主要原因锂电池精密结构件规模效益显现，2017-2019 年市占率约在 0.4%/1.9%/2.6%，公司产品市场竞争力逐步提升。

■ 布局未来产业，进军机器人和低空经济赛道

公司成立子公司马丁机器人，进军机器人和低空经济领域。2024 年 10 月 8 日，公司发布公告拟以自有或自筹资金投资全资子公司马丁机器人，拟投资金额不超过 12,000 万元。依托公司在超精密机械零件设计及制造领域沉淀的技术能力，公司已逐步在人形机器人领域所需精密零件，如：直线执行

器、旋转执行器中的传动模块中的核心零部件等精密零件中取得技术工艺突破，并实现产品的小批量交付，在其驱动模块的电机铁芯业务也开始取得订单，并逐步增加。为进一步抓住人形机器人等新兴产业潜在的发展机遇，公司成立子公司作为人形机器人及低空飞行器等新领域的产业发展平台专注产品的设计和制造。现阶段，公司在论证投资人形机器人传动零部件列举了一些技术壁垒点，公司现有的加工能力大概能够覆盖掉其中的 60%，剩余部分可通过一些工艺的改变、设备的提升包括自研设备，以及外部资源的引入来解决。在机器人线性关节核心零部件上，公司已建成一条手工线小批量生产，另外已有几家下游客户在积极送样中，后续计划建成 2 条中试线。

盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 72.7/87.8/102.8 亿元，EPS 分别为 2.6/3.6/4.3 元，当前股价对应 PE 分别为 27.4/19.7/16.3 倍。公司模具业务利润丰厚，胶粘铁芯产品力极强，锂电结构件业务盈利能力回升，积极布局人形机器人和低空飞行器，有望走入成长快通道，给予“买入”投资评级。

风险提示

下游需求不及预期，低空飞行器和人形机器人产业发展不及预期，原材料价格上涨风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	6,019	7,270	8,775	10,284
增长率（%）	4.6%	20.8%	20.7%	17.2%
归母净利润（百万元）	43	263	365	443
增长率（%）	-58.7%	514.8%	39.0%	21.4%
摊薄每股收益（元）	0.42	2.56	3.56	4.31
ROE（%）	1.6%	9.3%	11.9%	13.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,384	2,008	2,072	2,229
应收款	3,308	3,996	4,847	5,709
存货	846	1,002	1,224	1,472
其他流动资产	839	970	1,128	1,286
流动资产合计	6,378	7,976	9,270	10,695
非流动资产:				
金融类资产	209	209	209	209
固定资产	2,984	2,985	2,986	2,987
在建工程	854	685	485	285
无形资产	244	232	220	208
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	464	464	464	464
非流动资产合计	4,547	4,366	4,155	3,945
资产总计	10,924	12,343	13,425	14,640
流动负债:				
短期借款	1,093	1,547	1,547	1,547
应付账款、票据	3,464	4,101	4,924	5,826
其他流动负债	1,175	1,175	1,175	1,175
流动负债合计	5,776	6,876	7,710	8,623
非流动负债:				
长期借款	2,344	2,484	2,484	2,484
其他非流动负债	170	170	170	170
非流动负债合计	2,514	2,654	2,654	2,654
负债合计	8,290	9,530	10,364	11,277
所有者权益				
股本	103	103	103	103
股东权益	2,634	2,813	3,061	3,362
负债和所有者权益	10,924	12,343	13,425	14,640

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	43	263	365	443
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	245	211	211	210
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-846	-329	-396	-355
经营活动现金净流量	-558	145	180	298
投资活动现金净流量	-1009	168	199	199
筹资活动现金净流量	2192	510	-117	-142
现金流量净额	624	823	262	355

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,019	7,270	8,775	10,284
营业成本	5,301	6,232	7,482	8,853
营业税金及附加	34	44	53	62
销售费用	36	44	88	82
管理费用	245	276	333	391
财务费用	110	142	147	146
研发费用	253	262	307	329
费用合计	643	723	875	948
资产减值损失	-12	-10	-11	-11
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	-6	-8	-5
营业利润	19	227	316	384
加: 营业外收入	2	2	2	2
减: 营业外支出	2	0	0	0
利润总额	19	229	318	386
所得税费用	-24	-34	-48	-58
净利润	43	263	365	443
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	43	263	365	443

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	4.6%	20.8%	20.7%	17.2%
归母净利润增长率	-58.7%	514.8%	39.0%	21.4%
盈利能力				
毛利率	11.9%	14.3%	14.7%	13.9%
四项费用/营收	10.7%	9.9%	10.0%	9.2%
净利率	0.7%	3.6%	4.2%	4.3%
ROE	1.6%	9.3%	11.9%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	75.9%	77.2%	77.2%	77.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
存货周转率	6.3	6.3	6.2	6.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.42	2.56	3.56	4.31
P/E	168.66	27.43	19.74	16.3
P/S	1.2	1.0	0.8	0.7
P/B	2.7	2.6	2.4	2.1

■ 汽车组介绍

林子健：厦门大学硕士，自动化/世界经济专业，CPA，6年汽车行业研究经验。曾任职于华福证券研究所，担任汽车行业分析师。2023年加入华鑫证券研究所，担任汽车行业首席分析师。兼具买方和卖方行业研究经验，立足产业，做深入且前瞻的研究，擅长自下而上挖掘个股。深度覆盖特斯拉产业链/一体化压铸等细分领域。

张智策：武汉大学本科，哥伦比亚大学硕士，2024年加入华鑫证券。2年华为汽车业务工作经验，主要负责智选车型战略规划及相关竞品分析。

程晨：上海财经大学金融硕士，2024年加入华鑫证券，研究汽车&人形机器人方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。