

精锻科技 (300258.SZ) 国内精锻齿轮龙头，战略转型赋能长期发展

2023年07月04日

——公司首次覆盖报告
投资评级：增持（首次）
邓健全（分析师）
赵悦媛（分析师）

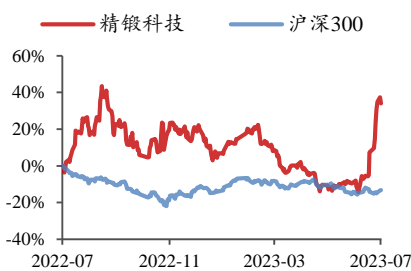
dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

证书编号：S0790522070005

日期	2023/7/4
当前股价(元)	14.40
一年最高最低(元)	16.02/9.19
总市值(亿元)	69.37
流通市值(亿元)	66.77
总股本(亿股)	4.82
流通股本(亿股)	4.64
近3个月换手率(%)	133.88

股价走势图


数据来源：聚源

● 国内精锻齿轮优质供应商，积极拓展能力边界

公司是汽车精锻齿轮龙头企业，主营产品为汽车差速器锥齿轮、新能源汽车用电机轴和差速器总成、变速器结合齿齿轮和轴类件等，其中公司差速器锥齿类产品市占率位于国内前列，差速器总成产品近年来营收占比快速提升。随着公司以差速器总成为主的新能源在手订单快速放量，以及募投项目产能逐步落地，公司业绩有望再上一个台阶。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.95/3.76/4.58 亿元，对应 EPS 为 0.61/0.78/0.95 元，对应当前股价 PE 为 23.5/18.4/15.1 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 总成产品加速布局，轻量化和电动化业务打造新增长点

公司主导产品差速器锥齿轮龙头地位稳固，市场占有率全国领先。依托在差速器锥齿轮领域的客户资源和技术优势，公司加速布局差速器总成产品，单车价值量由 100 元左右提升至约 200 元。公司相继获得沃尔沃、博格华纳、全球著名电动车大客户、欧美日系知名品牌、国内知名自主及合资车企新能源车差速器总成产品定点或提名。此外，公司横向拓展转向节和控制臂、主减齿轮、电机轴等产品品类，配套新能源车的单车价值量不断提升，有望持续打开成长空间。

● 积极开拓新能源客户，产能扩张奠定长期成长基础

公司积极开拓长安、长城、吉利、上汽、比亚迪、蔚来、小鹏、理想、零跑、哪吒等自主新能源客户，2019-2022 年 H1 外资或合资客户营收占比由 94.5% 下降至 89.7%，且公司在新能源汽车零部件上营收总额及占比迅速提升，2019-2022 年公司新能源汽车业务收入占主营业务收入比例为 4.1%/3.7%/10.9%/20.5%。公司拥有泰州、天津、宁波、重庆等生产基地，伴随募投项目产能逐步落地，公司预计 2026 年锥齿轮/结合齿/差速器总成/轴类件年产能达 5876/1452/422/291 万件，有望支撑公司业绩持续增长。

● 风险提示：汽车行业终端景气度下降、产能建设不及预期、客户开拓不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,423	1,808	2,286	2,781	3,320
YOY(%)	18.3	27.0	26.4	21.7	19.4
归母净利润(百万元)	172	247	295	376	458
YOY(%)	10.3	44.0	19.4	27.4	21.8
毛利率(%)	29.3	28.4	28.0	27.9	27.9
净利率(%)	12.1	13.7	12.9	13.5	13.8
ROE(%)	5.5	7.4	8.2	9.6	10.6
EPS(摊薄/元)	0.36	0.51	0.61	0.78	0.95
P/E(倍)	40.4	28.0	23.5	18.4	15.1
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内汽车精锻齿轮龙头，积极拓展能力边界.....	4
1.1、精锻齿轮优质供应商，积极布局新能源产品.....	4
1.2、面向全球中高端客户，新能源客户持续拓展.....	6
1.3、营收增速企稳，2021年归母净利润同比增速回正.....	8
1.4、公司股权架构清晰.....	10
2、国内精锻齿轮龙头，多赛道布局开启新成长曲线.....	11
2.1、差速器为驱动系统主要部件.....	11
2.2、向差速器总成拓展，已获多个新能源客户定点.....	13
2.3、布局主减速器齿轮、轻量化产品等，新能源业务有望成为重要增长动力.....	14
3、积极布局新能源产能，奠定长期成长基础.....	16
3.1、2022年差速器总成及锥齿轮销量增长迅速，产能利用率提升.....	16
3.2、募资扩产新能源项目，新能源业务发力在即.....	16
4、盈利预测与投资建议.....	18
4.1、关键假设.....	18
4.2、盈利预测与估值.....	19
5、风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1：国内精锻齿轮优质供应商，积极向新能源转型.....	4
图 2：2019-2022 年公司差速器总成营收占比快速提升.....	6
图 3：2022 年公司主要产品毛利率有所回升.....	6
图 4：公司产品面向海内外知名客户.....	6
图 5：公司新能源客户主要包括蔚来、小鹏、理想、比亚迪等.....	7
图 6：2019-2022 年公司前五大客户营收占比有所下降.....	7
图 7：2019-2022 年公司新能源车零部件营收占比提升.....	7
图 8：2019-2022 年公司外销营收占比提升.....	7
图 9：2022 年公司外销业务毛利率提升.....	7
图 10：公司境外主要销售区域为北美洲、欧洲及亚洲.....	8
图 11：2012-2022 年公司营收 CAGR 为 15.2%.....	8
图 12：2022 年公司归母净利润同比增速为 44.0%.....	8
图 13：2023Q1 公司净利率承压.....	9
图 14：2023Q1 公司四费率提升.....	9
图 15：2018-2023Q1 公司研发费用率整体有所提升.....	9
图 16：2017-2021 年公司研发人员数量持续提升.....	9
图 17：公司实际控制人为夏汉关、黄静夫妇.....	10
图 18：公司多地布局子公司，目标实现全球分布.....	11
图 19：传统汽车差速器总成结构图.....	12
图 20：新能源汽车电驱传动部件总成结构图.....	12
图 21：公司积极布局差速器总成.....	14
图 22：2022 年公司差速器总成销量为 149.6 万件.....	14

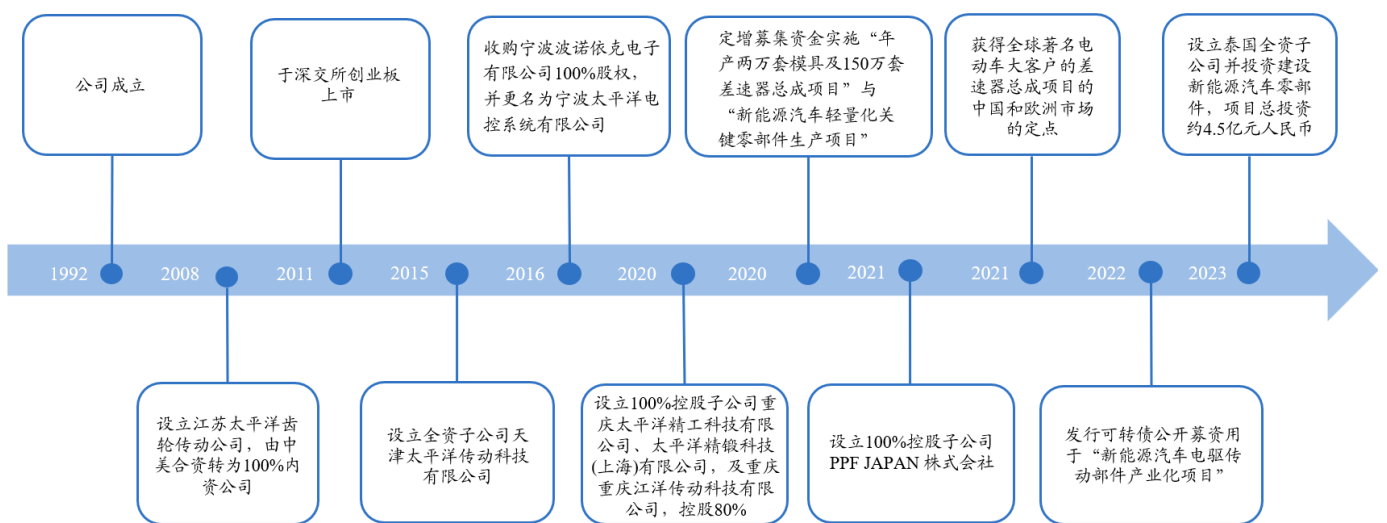
图 23: 主减速器通常与差速器总成配合使用.....	15
图 24: 公司已布局轻量化产品	15
图 25: 公司规划转向节、控制臂规划年产能分别为 70/80 万件.....	15
图 26: 公司差速器总成销量增长迅速 (万件)	16
图 27: 2019-2022 年公司锥齿轮类产品及差速器总成产能利用率整体呈提升趋势.....	16
表 1: 公司产品矩阵丰富, 并积极布局新能源相关产品.....	5
表 2: 子公司覆盖研发、生产、销售全过程.....	10
表 3: 公司主要竞争对手为国内外企业	13
表 4: 公司募投项目正在推进中	17
表 5: 公司在建工程丰富	17
表 6: 公司营收拆分及预测 (亿元)	18
表 7: 可比上市公司估值 (PE/PEG)	19

1、国内汽车精锻齿轮龙头，积极拓展能力边界

1.1、精锻齿轮优质供应商，积极布局新能源产品

精锻科技为国内领先的精锻齿轮供应商。精锻科技成立于1992年，于2011年在深交所创业板上市。公司早期主要产品为汽车差速器半轴齿轮、行星齿轮以及变速器结合齿齿轮，后业务拓展至差速器总成、电机轴等新能源产品。2022年8月据央视报道称，公司主导产品汽车差速器锥齿轮市场占有率达全国第一、全球第二，客户均为国际、国内知名的汽车整车厂和汽车零部件供应商，公司已成为全球汽车精锻齿轮细分领域的标杆。目前，公司积极优化产品结构，不断拓展新能源业务，布局新能源差速器总成和轻量化产品等产能。

图1：国内精锻齿轮优质供应商，积极向新能源转型



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司主要产品为差速器齿轮、变速器结合齿、差速器总成等。公司产品矩阵丰富，其中传统燃油车行业相关产品有差速器齿轮、变速器结合齿齿轮、变速器轴类件、EDL 齿轮、同步器齿圈、离合器驱动盘毂类零件、驻车齿轮；新能源车行业相关产品包括中央电机轴和差速器总成；此外，公司还生产高端农业机械用齿轮等。综合来看，公司产品可分为四类：(1) 差速器锥齿轮类产品；(2) 差速器总成；(3) 变速器结合齿类产品；(4) 其他产品（异形件、轴类件、盘类件、VVT 等）。同时，公司重点布局的新能源与轻量化相关产品主要有转向节，控制臂、主减齿轮等。

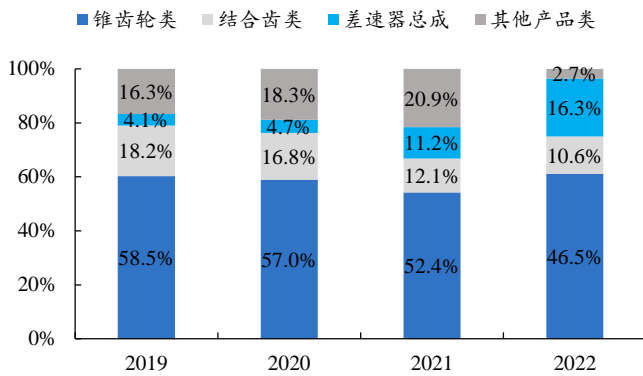
表1: 公司产品矩阵丰富, 并积极布局新能源相关产品

产品名称	主要用途	产品图片	主要应用领域
差速器锥齿轮类产品	差速器锥齿轮类产品包括半轴齿轮和行星齿轮, 主要用于汽车差速器总成。差速器是汽车驱动系统的主要部件, 作用是在汽车转弯过程中, 允许两边半轴以不同的转速旋转, 同时传递动力, 减少轮胎与地面的摩擦, 防止车轮打滑。		传统燃油车、油电混动车、纯电动车
差速器总成	可以实现差速器功能的一个完整整体。		传统燃油车、油电混动车、纯电动车
变速器结合齿类产品	变速器结合齿类产品包含结合齿和齿圈, 主要用于汽车变速器总成, 主要用于改变传动比、扩大驱动轮转矩和转速的变化范围, 以适应经常变化的行驶条件, 同时使发动机在功率较高而油耗较低的情况下工作。		传统燃油车、油电混动车
其他产品(异形件、轴类件、盘类件、VVT等)	主要有变速器离合器驱动盘毂、变速器传动轴, 驻车锁片、驻车爪及电机轴、汽车发动机进排气正时系统(VVT)等。		传统燃油车、油电混动车、纯电动车
转向节	既支撑车体重量, 又承受转向力矩和刹车时的制动力矩		传统燃油车、新能源汽车
控制臂	承载车轮和车身之间的力和力矩, 并且缓和由不平路面传给车身的冲击载荷、振动, 保证新能源汽车的操控稳定性和乘坐舒适性		传统燃油车、新能源汽车
主减齿轮	通常与差速器总成配合使用, 基本功用是将来自变速器或者万向传动装置的转矩增大, 同时降低转速并改变转矩的传递方向		传统燃油车、新能源汽车

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

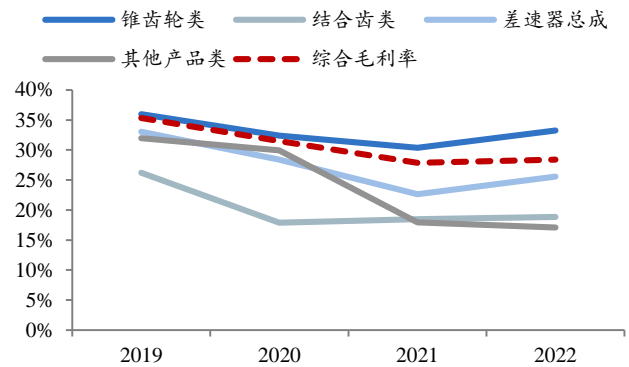
公司主要营收来源为锥齿轮类产品, 同时差速器总成营收占比快速提升。2019年-2022年锥齿轮类产品占主营业务收入比例分别为 59%/57%/52%/47%, 营收占比有所下降主要原因系差速器总成类产品营收快速提升。公司重点发展差速器总成业务, 2022年差速器总成类产品已超过结合齿类产品, 成为公司第二大产品品类。2019-2022年公司差速器总成产品收入分别为 0.5/0.6/1.6/3.0 亿元, 占主营业务收入的占比分别为 4.1%/4.7%/11.2%/16.3%。此外, 2019-2022年结合齿类产品主营业务收入占比持续下降, 分别为 18%/17%/13%/11%。从毛利率上看, 锥齿轮类产品毛利率最高, 差速器总成毛利率其次, 2022年锥齿类/差速器总成/结合齿类产品毛利率分别为 33.3%/25.6%/18.9%。

图2：2019-2022 年公司差速器总成营收占比快速提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022 年公司主要产品毛利率有所回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、面向全球中高端客户，新能源客户持续拓展

公司客户均为国际、国内知名的汽车整车厂和汽车零部件供应商。公司产品面向国内外中高端客户，积累了大量优质的客户群体。在国内市场，公司供应一汽大众、上汽大众、吉利汽车、上汽通用、北京奔驰、一汽红旗、上汽通用五菱、长城汽车、长安福特、东风汽车及新能源汽车的沃尔沃、通用、福特、蔚来、理想、小鹏、威马、零跑、广汽、比亚迪、北汽等客户；在国际市场，公司主要为宝马、奥迪、大众、通用、福特、捷豹路虎、丰田、日产、克莱斯勒、沃尔沃等终端客户全球配套，并进入 GKN、MAGNA、AAM、DANA、JOHNDEERE、BorgWarner、Schaeffler、EATON、Valeo、ZF 等全球知名客户的配套体系。

图4：公司产品面向海内外知名客户



资料来源：公司官网

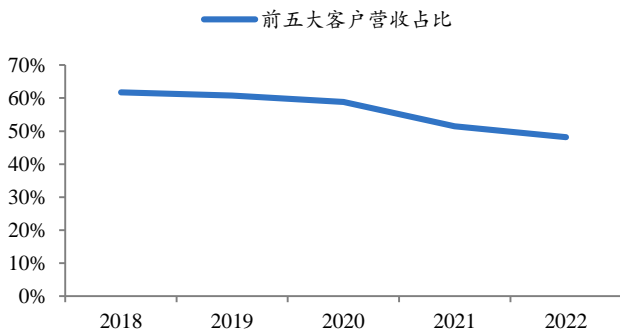
公司积极拓展新能源客户，新能源业务比重持续增长。2019 年来，公司在新能源汽车零部件上营收总额及占比迅速提升，2019-2022 年公司新能源汽车业务收入占主营业务收入比例为 4.1%/3.7%/10.9%/21.2%。目前，公司已与比亚迪、蔚来、小鹏、理想、零跑、威马、哪吒等终端整车厂商客户全球配套，并且获得了全球著名电动车大客户的差速器总成项目中国和欧洲市场的定点，在新能源电动车产业链的产品布局取得显著突破。

图5：公司新能源客户主要包括蔚来、小鹏、理想、比亚迪等



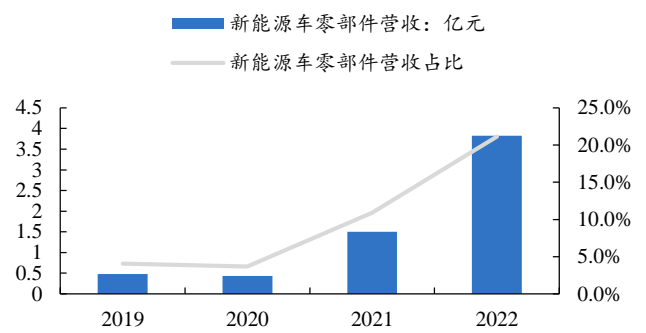
资料来源：精锻科技招聘公众号

图6：2019-2022 年公司前五大客户营收占比有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

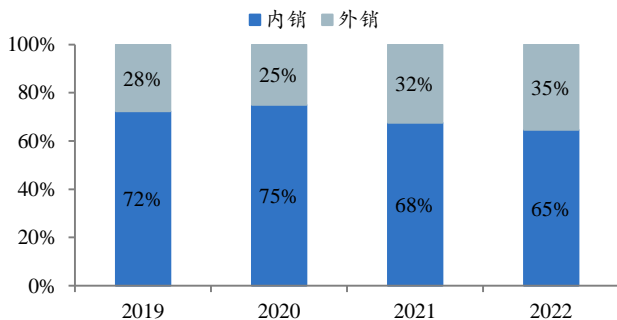
图7：2019-2022 年公司新能源车零部件营收占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

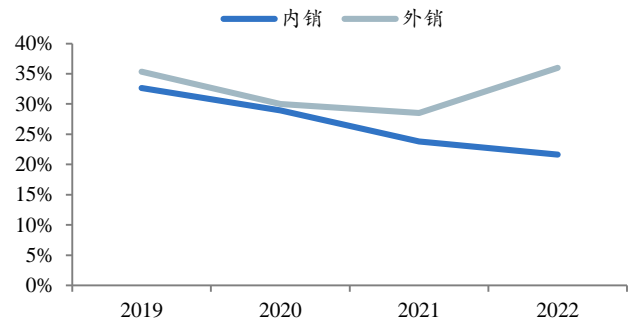
公司外销业务毛利率较高，2019-2022 年公司外销营收占比提升。近年来，公司外销营收占比提升，主要得益于公司积极进行全球布局，拓展海外市场。公司境外主要销售区域为北美洲、欧洲及亚洲，销往美国、泰国、日本等国家。公司外销业务毛利率较内销业务高，2022 年公司外销及内销业务毛利率分别为 35.98%/21.62%。

图8：2019-2022 年公司外销营收占比提升

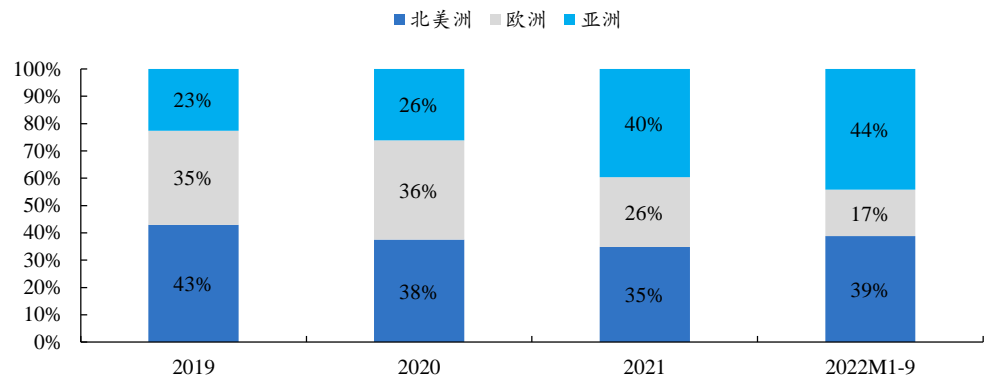


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2022 年公司外销业务毛利率提升



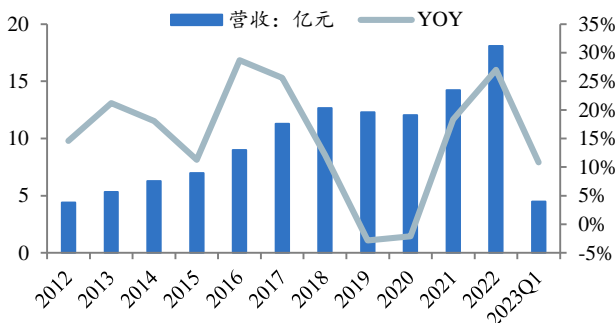
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司境外主要销售区域为北美洲、欧洲及亚洲


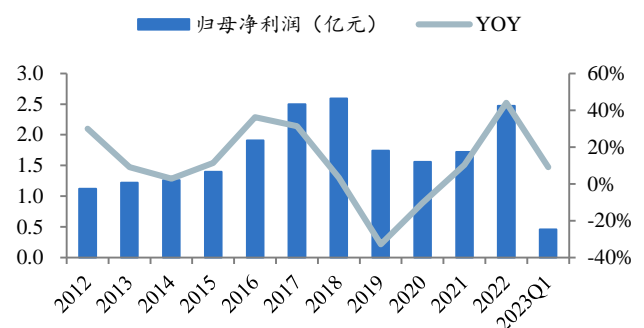
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、营收增速企稳，2021 年归母净利润同比增速回正

2022 年公司营收及归母净利润分别同比+27.0%/+44.0%，盈利能力明显优化。2012-2022 年公司营收从 4.39 亿元提升至 18.08 亿元，CAGR 为 15.2%。2019-2020 年公司营收出现负增长，主要系公司需求端受到 2019 年汽车市场整体销量下降以及 2020 年新冠疫情的影响。2022 年受益于公司新能源汽车业务的快速拓展以及出口业务的增长，公司实现营收及归母净利润分别为 18.08 亿元/2.47 亿元。2023Q1 公司实现营收 4.48 亿元，同比+10.8%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比+9.1%。

图11：2012-2022 年公司营收 CAGR 为 15.2%


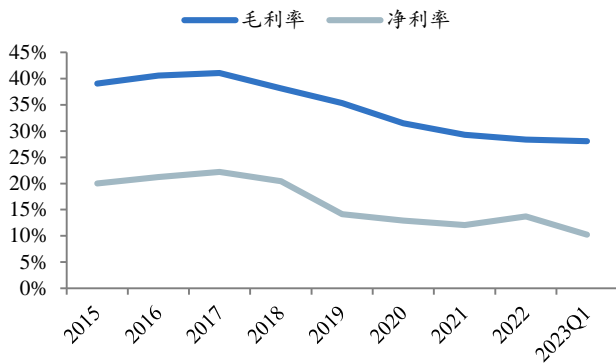
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2022 年公司归母净利润同比增速为 44.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

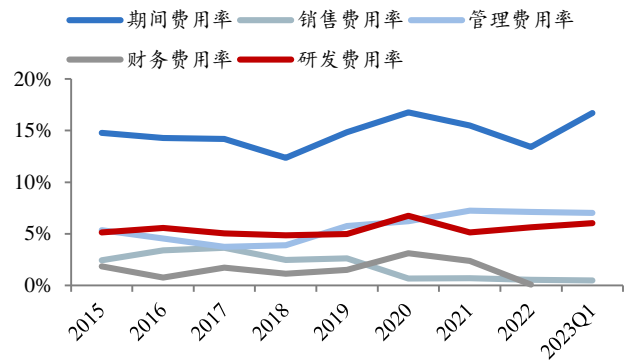
2022 年公司净利率有所回暖，期间费用率显著下降。2022 年公司整体净利率为 13.70%，较 2021 年提升 1.6pct，主要系公司 2022 年财务费用率较 2021 年下降 2.3pct 至 0.1%。2023Q1 公司净利率为 10.2%，净利率下滑主要系 2023Q1 财务费用率提升至 3.2%。费用率方面，2022 年公司四费率为 13.4%，较 2021 年下降 2.1 个 pct；2023Q1 公司四费率为 16.7%。

图13: 2023Q1 公司净利率承压



数据来源: Wind、开源证券研究所

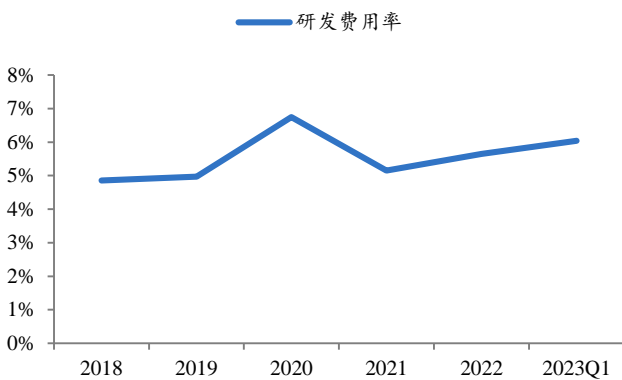
图14: 2023Q1 公司四费率提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

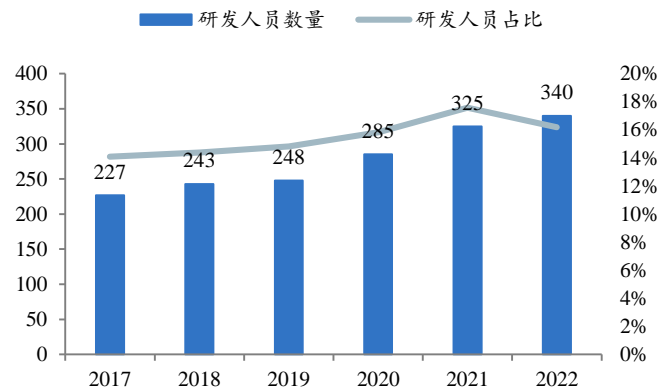
公司持续增加研发投入、扩大研发团队。公司研发人员与研发费用保持较高水平。2018-2022 年公司研发投入分别为 0.61、0.61、0.81、0.73、1.02 亿元，研发费用率由 2018 年的 4.9% 增长至 2023Q1 的 6.0%。2020 年公司在上海布局研发中心，进一步引进高端技术高层次专业人员，加强新品研发能力。

图15: 2018-2023Q1 公司研发费用率整体有所提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2017-2021 年公司研发人员数量持续提升



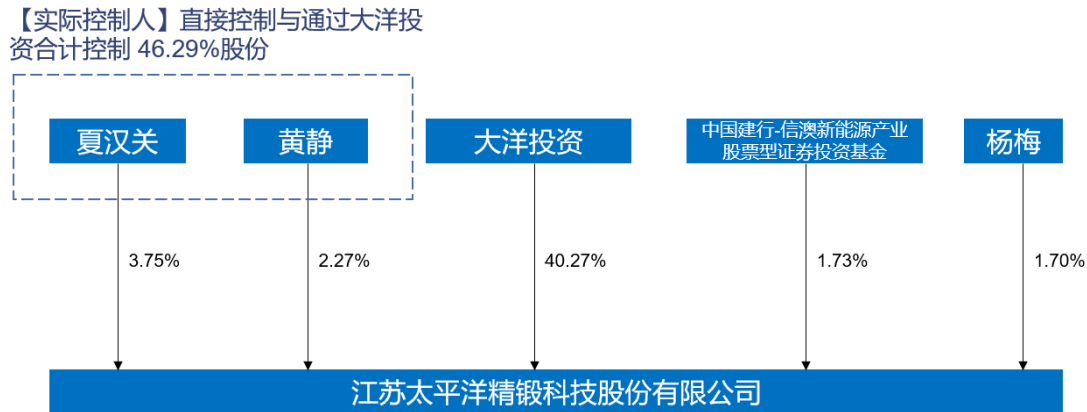
数据来源: Wind、开源证券研究所

公司技术储备充足，发力新能源、轻量化产品研发。公司建有多个国家级与省级研究中心，可根据客户需求开展研发工作。截至 2022 年底，公司拥有有效专利 222 件，其中发明专利 54 件，实用新型专利 168 件。公司前瞻性布局差速器总成类业务的新技术，拓展新能源汽车齿轴类业务技术，推动新能源和轻量化产品的技术突破。

1.4、公司股权架构清晰

公司实际控制人为夏汉关、黄静夫妇。截至 2023 年一季报，夏汉关、黄静夫妇直接控制精锻科技 6.02% 股份，通过控制大洋投资控制精锻科技 40.27% 股份，合计控制精锻科技 46.29% 股份；报告期内，夏汉关先生一直担任公司的董事长兼总经理，黄静女士担任公司董事至 2021 年 5 月，二人对公司的经营方针和决策、业务运营有重大影响，为精锻科技实际控制人。

图17：公司实际控制人为夏汉关、黄静夫妇



资料来源：公司公告、开源证券研究所

子公司覆盖研发、生产、销售全过程，目标实现全球布局。作为全球具有一定竞争力的汽车精锻齿轮供应商，精锻科技目前正在积极扩大产能，目标实现全球布局。目前，公司合并报表范围内有六家全资子公司和一家控股子公司，覆盖研发、生产、销售全流程，其中两家 2022 年营收超过一亿元。在布局上，目前公司在天津、宁波、重庆均有生产基地，在上海与日本爱知县建立研发与销售中心。

表2：子公司覆盖研发、生产、销售全过程

公司名称	直接持股比例	主营业务	成立时间	业务说明	2022 年营业收入 (亿元)	2022 年净利润 (亿元)
天津太平洋传动科技有限公司	100%	制造	2015-10-22	汽车差速器锥齿轮、汽车变速器结合齿 齿轮、汽车变速器轴类件、同步器齿 圈等零件、新能源汽车用电机轴和差速 器总成的研发、生产和销售	1.95	-0.23
江苏太平洋齿轮传动有限公司	100%	制造	2008-9-8	汽车差速器锥齿轮、汽车变速器结合齿 齿轮、汽车变速器轴类件、EDL (电子 差速锁齿轮)、同步器齿圈、离合器驱 动盘毂类零件、驻车齿轮、新能源汽 车用电机轴和差速器总成、高端农业机 械用齿轮的研发、生产和销售	7.24	0.64
宁波太平洋电控系统有限公司	100%	制造	2003-10-15	VVT 总成及 OCV 阀、商用车电磁阀 等产品的研发、生产和销售	0.34	-0.007
重庆江洋传动科技有限公司	80%	制造	2020-2-22	汽车差速器锥齿轮、汽车变速器结合齿 齿轮、新能源汽车用电机轴和差速器 总成等产品的研发、生产和销售	0.52	-0.06

公司名称	直接持股比例	主营业务	成立时间	业务说明	2022 年营业收入 (亿元)	2022 年净利润 (亿元)
重庆太平洋精工科技有限公司	100%	制造	2020-10-30	汽车差速器锥齿轮、汽车变速器结合齿 齿轮、新能源汽车用电机轴 和差速器 总成等产品的研发、生产和销售		
太平洋精锻科技(上海)有限公司	100%	研发、销售	2020-6-24	汽车零部件、机电一体化产品的设计与 研发		
PPF JAPAN 株式会社	100%	研发、销售	2021-11-1	日系汽车配套零部件的研发、生产和销 售		

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

图18：公司多地布局子公司，目标实现全球分布



资料来源：精锻科技招聘公众号

2、国内精锻齿轮龙头，多赛道布局开启新成长曲线

2.1、差速器为驱动系统主要部件

差速器是允许传统燃油车和新能源汽车两边半轴以不同转速旋转，完成转弯或强力通过复杂路面的必备零件。汽车差速器是驱动车轮差速转弯或强力通过复杂路面的必备零件，其作用是在汽车转弯过程中，允许两边半轴以不同的转速旋转，同时传递动力，减少轮胎与地面的摩擦，防止车轮打滑。差速器通常由半轴齿轮、行星齿轮（半轴齿轮和行星齿轮均为锥齿轮）、行星齿轮轴、垫圈和差速器壳等组成。传统燃油车、新能源汽车都需要使用差速器。传统汽车通常将发动机动力依次经过离合器、变速器、差速器、半轴传给车轮，驱动车轮前进。新能源汽车通常将电机的动力依次通过减速器、差速器、半轴传给车轮，驱动车轮前进。

图19：传统汽车差速器总成结构图



传统汽车差速器示意图



传统汽车差速器总成结构图

资料来源：公司公告

图20：新能源汽车电驱传动部件总成结构图



新能源汽车电驱传动部件总成结构图



新能源汽车电驱传动部件总成结构图

资料来源：公司公告

精锻科技为国内细分行业龙头，主要竞争对手为国外大型汽车零部件企业。国内市场上，公司与四川名齿在锥齿轮领域、和豪能股份在差速器和结合齿业务领域存在少量竞争关系，但产品结构存在一定差异。国际市场上，公司规模介于武藏精密和印度索那之间，目前市场占有率位于全国第一，全球第二，公司在产品国际上拥有一定竞争能力及成本优势。

表3：公司主要竞争对手为国内外企业

变速器锥齿轮及总成	
公司	简介
武藏精密工业株式会社 (Musashi)	综合性制造企业，涉及车用零件、工业机械制造、能源等多个领域，在锥齿轮和变速器领域处于全球市场领先地位。2021 年营业收入折合人民币 125.70 亿元。
大冈技研株式会社 (O-OKA)	主要生产车用齿轮，专注各类精密锻造齿轮，以变速器结合齿类产品为主。2021 年营业收入折合人民币 10.24 亿元。
德西福格汽车零部件集团	德西福格汽车零部件集团是钢锻和铝锻及后续机加工领域全球最大的汽车零部件供应商之一。
四川名齿	在部分自主品牌及小部分外资、合资品牌方面与精锻科技存在一定竞争，但规模小且以商用车为主。2021 年营业收入 1.06 亿元，锥齿轮类产品（行星齿轮及半轴齿轮）收入 0.68 亿元
印度索那	生产各类车用齿轮，产品及规模与公司相对接近。2021 年营业收入 17.83 亿元，锥齿轮类产品营业收入约为 4.46 亿元，全球市场占有率为 6.3%。
豪能股份	主营同步器总成、结合齿、航空零部件、差速器等，正在进行差速器总成生产基地建设项目，预计 2025 年达产。2021 年营业收入为 14.44 亿元，差速器等零部件营收 1.01 亿元。
精锻科技	公司主要产品锥齿轮主要用于汽车差速器，同时着力发展差速器总成类业务。2021 年营业收入为 14.23 亿元，其中锥齿轮类产品营收为 7.46 亿元，差速器总成营收为 1.59 亿元。
结合齿	
公司	简介
豪能股份	主营同步器总成、结合齿、航空零部件、差速器等，在结合齿类产品业务中构成一定竞争关系，2021 年豪能股份营业收入为 14.44 亿元，结合齿业务收入为 1.73 亿元。但豪能股份结合齿类产品结构与精锻科技存在一定差异。
精锻科技	公司调整产品结构顺应新能源趋势，主动减少结合齿类产品产量。2021 年结合齿类产品营收下降至 1.73 亿元，总营收为 14.23 亿元。
VVT 类业务	
公司	简介
富临精工	国内 VVT 产品龙头企业，在客户资源、产品规模等方面均处于领先地位。

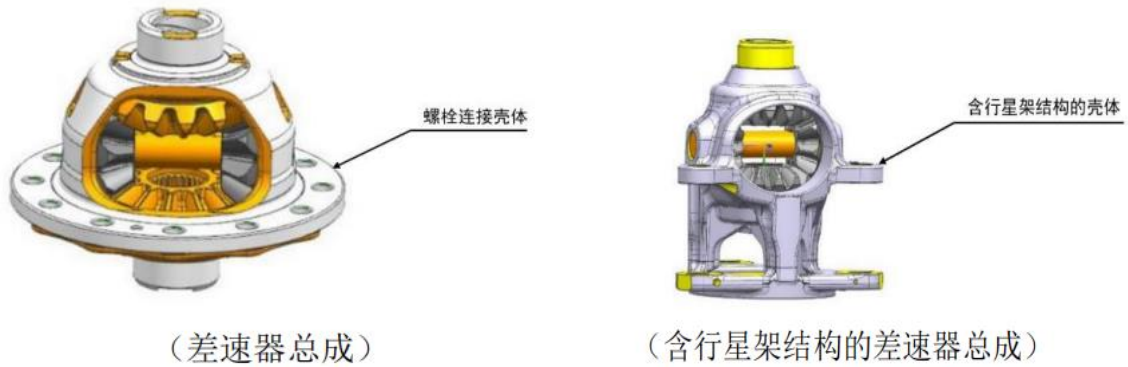
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、向差速器总成拓展，已获多个新能源客户定点

差速器齿轮到差速器总成 ASP 大幅提升。差速器齿轮单价 100 元每套（单车一般由两个半轴齿轮+两个行星齿轮构成），而差速器总成单价在 200 元左右，价值量大幅提升。

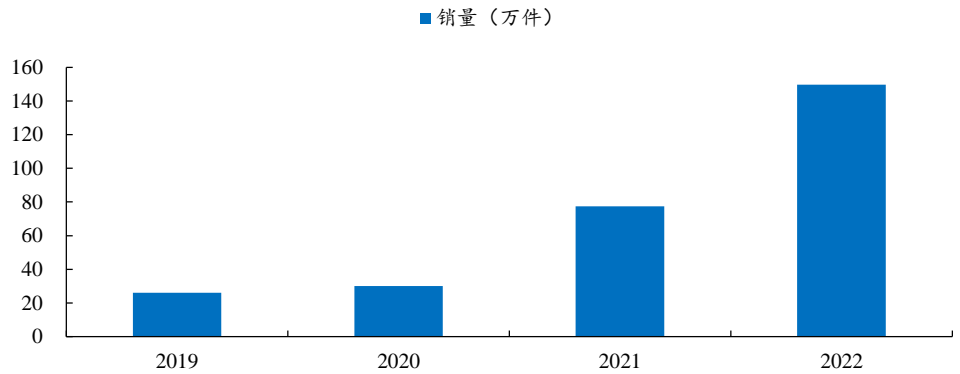
差速器总成获多个新能源客户定点。公司差速器总成产销量居行业前列，2022 年差速器总成销量为 149.6 万套。据公司公告，2018 年公司获得上海汽车变速器有限公司 DM21（DCT280 自动变速器）项目差速器总成业务，2019 年获得沃尔沃汽车集团新能源车项目差速器总成项目配套定点、格特拉克江西（GJT）变速器同步器粉末冶金齿毂等七个零件配套项目定点、及多个合资和自主品牌定点，2020 年公司向汇川技术供应差速器总成。2021 年公司与全球著名电动车大客户的差速器总成项目获得正式提名，同时也获得了日系知名品牌和国内知名技术公司及其他合资品牌和自主品牌也有差速器总成获得提名。

图21：公司积极布局差速器总成



资料来源：公司公告

图22：2022 年公司差速器总成销量为 149.6 万件



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、布局主减速器齿轮、轻量化产品等，新能源业务有望成为重要增长动力

电动化趋势下积极发展主减齿轮业务，预计于 2024 年贡献收入。主减齿轮（主减速器）通常与差速器总成配合使用，其基本功用是将来自变速器或者万向传动装置的转矩增大，同时降低转速并改变转矩的传递方向。在动力向左右驱动轮分流的差速器之前设置一个主减速器，可使主减速器前面的传动部件如变速箱、分动器、万向传动装置等传递的扭矩减小，也可以使变速箱的尺寸、质量减小，操纵省力，在传统燃油车与新能源汽车中都有一定的需求。

精锻科技发挥锻造工艺优势，生产的主减齿轮采用区别于传统主减齿轮生产及装配的工艺，先将主减齿轮锻造成齿坯（不含齿形）与差速器总成进行安装，再将主减齿轮加工成型（含齿形），有利于减少主减齿轮变形，提高齿轮精度。公司“新能源汽车轻量化关键零部件项目”规划了年产 210 万件主减齿轮（锻件毛坯）的产能，预计将在 2023Q4 形成产能，2024 年贡献收入。

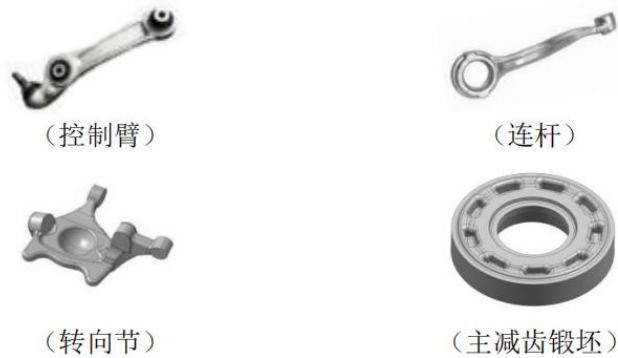
图23：主减速器通常与差速器总成配合使用



资料来源：公司公告、太平洋汽车网

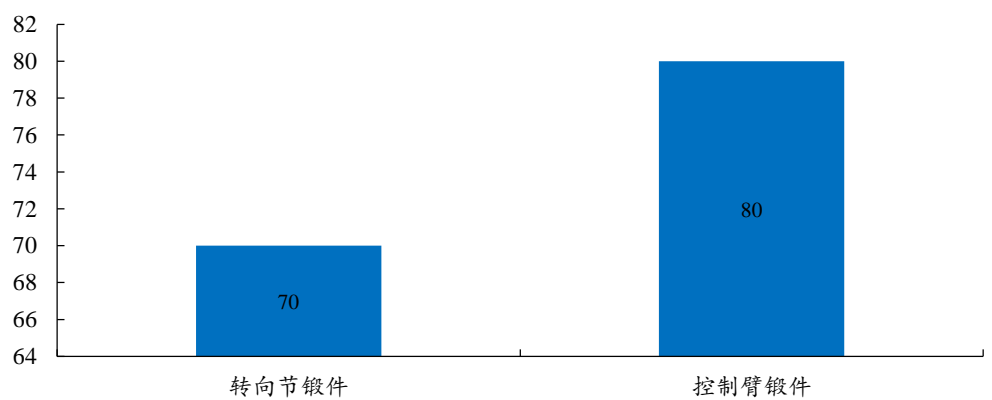
布局轻量化产品,控制臂和转向节蓄力成长。公司在日本爱知县设立 PPF JAPAN 株式会社,聘请3名日本行业专家对公司进行铝合金轻量化结构设计开发技术支持。

图24：公司已布局轻量化产品



资料来源：公司公告

图25：公司规划转向节、控制臂规划年产能分别为 70/80 万件



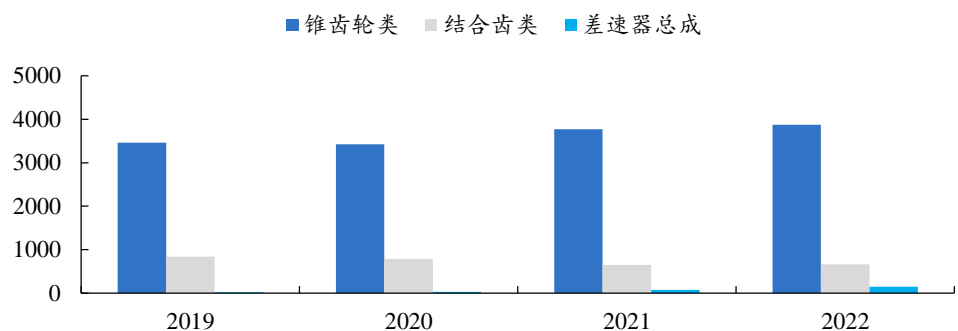
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、积极布局新能源产能，奠定长期成长基础

3.1、2022年差速器总成及锥齿轮销量增长迅速，产能利用率提升

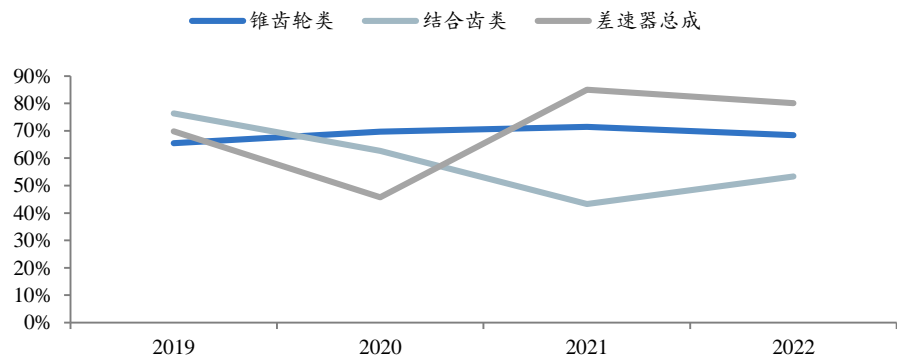
差速器总成及锥齿轮产能利用率提升。公司实行“以销定产”的订单拉动式生产组织模式，并额外生产部分产品作为安全库存，2022年公司锥齿轮类/结合齿类/差速器总成销量分别为3871.38/662.62/149.60万件。2019-2022年公司锥齿轮类及差速器总成产能利用率整体呈提升趋势，2022年分别为80.06%/68.35%。

图26：公司差速器总成销量增长迅速（万件）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：2019-2022年公司锥齿轮类产品及差速器总成产能利用率整体呈提升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、募资扩产新能源项目，新能源业务发力在即

通过发行可转债等方式积极扩张产能。伴随新项目、新厂房、新产能的逐步投产，公司总部、天津、宁波、重庆的总资产规模和产能不断扩张。工厂覆盖中部、华南、东部、西南。新建项目落成后，将进一步拓展新能源车差速器总成、电机轴和齿轴类等关键零部件的配套业务，继续开发和拓展电磁阀等配套业务，拓展开发汽车轻量化铝合金零部件精锻成形技术及市场。公司生产线更加多样化，产品品质获得提升，产能迈上新台阶。

表4：公司募投项目正在推进中

募投项目			
项目名称	年产2万套模具及150万套差速器总成项目	新能源汽车轻量化关键零部件生产项目	新能源汽车电驱传动部件产业化项目
实施地点	天津	江苏省泰州市	江苏省泰州市
投资总额（万元）	38,260	38,540	74,000
拟投入募集资金（万元）	38,260	38,540	74,000
产能规划（每年）	2万套模具及150万套差速器总成(含58万套行星架总成系列)	360万件新能源汽车轻量化关键零部件（转向节80万件，控制臂70万件，主减齿轮210万件）	180万套新能源汽车电驱传动部件总成（60万套为差速器总成同时配套齿轮、中间轴总成、输入轴；另120万套为差速器总成不配套齿轮、中间轴总成、输入轴）及50万件电机轴产品
具体产品	差速器总成	转向节、控制臂等铝锻件及主减速齿轮钢锻件	差速器总成、电机轴
预计达产后营收（万元）	55,189	38,024	81,568
预计达产后净利润（万元）	5,369	5,587	9,531
截至2022年9月底投资进度	53.19%	18.75%	-
项目达到预定可使用状态日期	2022年12月	2023年12月	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司募投项目新增产能预期消化能力良好。受江苏省土地规划调整影响，项目用地审批周期超过预期，公司新能源汽车轻量化关键零部件生产项目进度原定于2020年开工，2022年完工，实际于2022年6月开工，预计2023年底建成投产。新募投项目“新能源汽车电驱传动部件产业化项目”差速器总成类产品已获得北美著名电动车大客户定点，于2022年8月开始批量供货，预计可覆盖规划每年180万套产能；电机轴类产品也与国内知名整车制造企业签署相关开发协议并进入批量供货阶段。

表5：公司在建工程丰富

工程名称	预算金额	主要产品	规划产能	实施主体	建设周期	预计完工时间	备注
新能源汽车电驱传动部件产业化项目	74,000.00	新能源汽车电驱传动部件总成	180.00	精锻科技	2年	2023年12月	2022年募投项目
		电机轴	50.00				
天津太平洋传动科技有限公司传动齿轮项目一期	63,000.00	锥齿轮	1,200.00	天津传动	2年	2022年10月	-
		结合齿	300.00				
		轴类件	180.00				
新能源汽车零部件及轻量化铝合金材料一期项目	60,000.00	轴齿类零部件	-	重庆精工	2年	2024年10月	-
		铝合金锻造棒材	4（万吨）				
新能源汽车轻量化关键零部件生产项目	38,540.00	主减速齿轮锻件	210.00	精锻科技	2年	2023年12月	2020募投项目
		转向节锻件	70.00				
		控制臂锻件	80.00				

年产2万套模具及150万套差速器总成项目	38,260.00	差速器总成 模具	150.00 2.00	天津传动	2年	2022年12月	2020募投项目
年产150万件新能源汽车传动轴精密锻件技改项目	25,000.00	轴类件	-	精锻科技	2年	2022年12月	-
新能源汽车电控系统关键零部件制造项目	22,000.00	相位器 电磁阀	90 90	宁波电控	2年	2022年9月	-
新能源汽车空调压缩机铝合金涡盘精锻件和电机轴超精加工	20,400.00	铝合金涡盘 电机轴	400 61.10	精锻科技	2年	2022年11月	-
轿车齿轮轴产能提升技改项目	17,500.00	轴类件	-	精锻科技	2年	2022年12月	-
高端精密齿轮制造项目	15,000.00	锥齿轮 结合齿	800 300	重庆精工	2年	2022年12月	-
合计	373,700.00	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

锥齿轮业务：公司锥齿轮业务市占率全国领先，主要客户为大众、GKN、通用等，考虑到大众、自主品牌客户的新订单，我们预计2023-2025年公司锥齿轮类产品营收为9.3/10.2/10.9亿元，毛利率分别为33.6%/33.8%/33.8%。

差速器总成：自2018年以来，公司陆续获得上汽变、沃尔沃、格特拉克、汇川等全球多个合资和自主品牌定点，我们预计2023-2025年公司差速器总成产品营收为5.6/8.5/11.9亿元，毛利率分别为25.5%/26.0%/26.5%。

表6：公司营收拆分及预测（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
锥齿轮类	7.5	8.4	9.3	10.2	10.9
YOY	8.7%	12.7%	11.0%	9.3%	7.3%
毛利率	30.4%	33.3%	33.6%	33.8%	33.8%
差速器总成	1.6	3.0	5.6	8.5	11.9
YOY	182.6%	85.1%	90.5%	50.8%	40.4%
毛利率	22.7%	25.6%	25.5%	26.0%	26.5%
其他新能源产品			0.6	1.2	1.8
YOY				100.0%	46.7%
毛利率			20.0%	22.0%	24.0%
结合齿类	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3
YOY	-14.4%	10.4%	8.0%	7.0%	6.0%
毛利率	18.5%	18.9%	19.0%	19.2%	19.5%
其他产品	3.0	4.3	4.7	5.2	5.7

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
YOY	34.6%	45.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	17.9%	17.1%	17.5%	17.6%	17.8%
其他业务	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
YOY	25.6%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	140.2%	98.9%	100.0%	100.0%	100.0%
营业收入	14.2	18.1	22.9	27.8	33.2
YOY	18.3%	28.2%	26.5%	21.7%	19.4%
毛利率	29.3%	30.9%	28.0%	27.9%	27.9%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.95/3.76/4.58 亿元，对应 EPS 为 0.61/0.78/0.95 元，对应当前股价 PE 为 23.5/18.4/15.1 倍。我们选取与公司主业相似的以汽车齿轮为主业的 A 股 3 家公司为可比公司，可比公司 PE 均值 2023-2025 年分别为 25.64/18.72/14.78 倍。公司 2023 年估值水平低于可比上市公司估值，具备一定的估值优势。我们认为公司持续开拓新产品，随着新客户订单量产落地，公司业绩有望再上一个台阶，首次覆盖给予“增持”评级。

表7：可比上市公司估值（PE/PEG）

证券代码	股票简称	评级	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	PE			EPS			PEG
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	(2023E)
002472.SZ	双环传动	买入	293.64	34.53	36.73	27.19	21.45	0.94	1.27	1.61	1.05
002765.SZ	蓝黛科技	未评级	54.94	8.37	22.33	15.65	13.16	0.37	0.53	0.64	0.52
603809.SH	豪能股份	未评级	45.64	11.59	17.87	13.31	9.75	0.65	0.87	1.19	0.49
可比公司平均					25.64	18.72	14.78				
300258.SZ	精锻科技	增持	69.37	14.40	23.50	18.44	15.14	0.61	0.78	0.95	0.86

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期 2023/7/4，蓝黛科技、豪能股份采用 Wind 一致预期，双环传动盈利预测数据来自开源证券研究所）

5、风险提示

汽车行业终端景气度下降、产能建设不及预期、客户开拓不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1897	2046	1892	2218	2580
现金	583	718	907	1104	1318
应收票据及应收账款	394	470	0	0	0
其他应收款	2	2	4	3	5
预付账款	24	29	38	44	54
存货	360	492	591	729	847
其他流动资产	533	334	353	338	357
非流动资产	2806	3363	3886	4403	4931
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2004	2110	2651	3174	3683
无形资产	189	227	234	244	259
其他非流动资产	613	1026	1001	985	989
资产总计	4703	5409	5779	6621	7511
流动负债	1328	1906	2019	2525	3011
短期借款	773	1139	1905	2402	2879
应付票据及应付账款	381	526	0	0	0
其他流动负债	174	241	114	123	132
非流动负债	227	151	172	184	182
长期借款	148	64	85	97	95
其他非流动负债	80	87	87	87	87
负债合计	1556	2057	2192	2709	3193
少数股东权益	7	8	8	8	8
股本	482	482	482	482	482
资本公积	1290	1290	1290	1290	1290
留存收益	1466	1666	1882	2155	2491
归属母公司股东权益	3141	3344	3579	3904	4310
负债和股东权益	4703	5409	5779	6621	7511

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	197	493	407	628	772
净利润	172	248	295	376	459
折旧摊销	226	256	245	319	395
财务费用	34	1	54	68	74
投资损失	-15	-5	-5	-7	-8
营运资金变动	-236	-29	-177	-123	-139
其他经营现金流	16	22	-5	-7	-8
投资活动现金流	-335	-758	-762	-829	-914
资本支出	487	797	768	837	922
长期投资	0	-4	0	0	0
其他投资现金流	152	43	6	7	9
筹资活动现金流	187	174	-222	-99	-121
短期借款	363	366	766	497	476
长期借款	-80	-83	21	12	-2
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-97	-109	-1009	-608	-595
现金净增加额	43	-68	-577	-301	-262

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1423	1808	2286	2781	3320
营业成本	1007	1295	1645	2004	2393
营业税金及附加	20	18	28	35	41
营业费用	10	10	9	8	10
管理费用	103	129	149	167	199
研发费用	73	102	103	117	133
财务费用	34	1	54	68	74
资产减值损失	-8	-9	-12	-15	-18
其他收益	21	32	27	28	27
公允价值变动收益	2	1	1	1	1
投资净收益	15	5	5	7	8
资产处置收益	-0	-1	-0	-0	-0
营业利润	199	281	348	439	532
营业外收入	1	6	2	3	3
营业外支出	1	4	2	2	2
利润总额	199	282	349	440	532
所得税	27	35	53	64	74
净利润	172	248	295	376	459
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	172	247	295	376	458
EBITDA	464	590	664	863	1055
EPS(元)	0.36	0.51	0.61	0.78	0.95

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	18.3	27.0	26.4	21.7	19.4
营业利润(%)	7.3	40.8	24.0	26.2	21.1
归属于母公司净利润(%)	10.3	44.0	19.4	27.4	21.8
获利能力					
毛利率(%)	29.3	28.4	28.0	27.9	27.9
净利率(%)	12.1	13.7	12.9	13.5	13.8
ROE(%)	5.5	7.4	8.2	9.6	10.6
ROIC(%)	4.9	6.2	6.3	7.2	7.7
偿债能力					
资产负债率(%)	33.1	38.0	37.9	40.9	42.5
净负债比率(%)	15.4	20.8	32.5	38.0	40.6
流动比率	1.4	1.1	0.9	0.9	0.9
速动比率	1.1	0.8	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	4.8	5.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	4.0	9.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.51	0.61	0.78	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.02	0.84	1.30	1.60
每股净资产(最新摊薄)	6.52	6.94	7.43	8.10	8.95
估值比率					
P/E	40.4	28.0	23.5	18.4	15.1
P/B	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	15.0	12.4	11.7	9.4	8.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn