

深耕曲轴行业十余年，布局新能源以期新增长

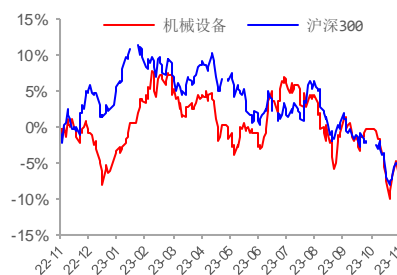
投资要点

- **推荐逻辑：**1) 背靠第一大客户，支撑业绩长期增长。公司已成为艾默生集团压缩机曲轴、涡旋盘的核心供应商，2020-2023 年上半年，公司第一大客户艾默生集团收入占比均达 38.4% 以上，艾默生集团压缩机业务稳定增长，这也有利于公司持续获得稳定的订单来源，保障公司压缩机曲轴业务收入；2) 加码产能扩充，营收规模持续提升。“高效能压缩机精密部件升级项目”和“大功率通用内燃机精密部件升级项目”达产后预计可新增年营业收入为 2.5 亿元，年净利润 3.5 千万元；3) 募投项目布局新能源，打造公司第二成长曲线。公司拟通过募投项目“高效能压缩机精密部件升级项目”的实施，紧跟行业发展趋势，实现新能源汽车领域压缩机曲轴和涡旋盘产品的产能提升，进一步拓展公司业务领域。
- **艾默生核心供应商，业绩成长有力支撑。**目前，公司已逐步成为艾默生集团压缩机曲轴、涡旋盘的核心供应商。2020-2023 年上半年，公司第一大客户艾默生集团收入占比达 38.4% 以上。近年来，艾默生集团压缩机业务收入从 2020 年的 398 百亿美元增长至 520 百亿美元，年复合增长率为 14.3%，稳定增长，这也有利于公司持续获得稳定的订单来源，保障公司压缩机曲轴业务收入。
- **在手订单量充裕，募投助力营收持续提升。**一方面，随着公司与诸多客户合作关系的加强，订单需求持续上升。截至 2023 年 6 月 30 日，公司已接到来自于艾默生集团、BS 集团客户阶段性在手订单合计达 2634.8 万元。另一方面，公司拟通过募投项目“高效能压缩机精密部件升级项目”和“大功率通用内燃机精密部件升级项目”的实施，扩大主营业务产能、优化业务结构。项目达产后预计可新增年营业收入为 2.5 亿元，年净利润 3.5 千万元。
- **强化新能源领域布局，以期公司增长新动能。**公司拟通过募投项目“高效能压缩机精密部件升级项目”的实施，紧跟行业发展趋势，实现新能源汽车领域压缩机曲轴和涡旋盘产品的产能提升，进一步拓展公司业务领域。通过本项目的建设，公司将进一步加强在新能源汽车领域的产业化布局，丰富现有产品体系，形成新的利润增长点，为公司持续健康发展和提升市场份额创造有利条件。
- **投资建议：**本次公司发行价为 10.0 元/股，对应 PE 为 16.0 倍（不行使超额配售选择权）。考虑到公司与艾默生集团、BS 集团等客户合作长期稳定，盈利能力优于行业平均水平，募投项目达产后营业收入预计高增，进一步提升盈利水平，同时，项目横向拓展产品线，利于公司业务范围逐步向新能源领域拓展，公司业绩有望延续高增长态势，建议积极关注。
- **风险提示：**市场竞争风险、客户相对集中风险、境外销售风险、与客户业务合作可持续性 & 被替代的风险、原材料供应及价格波动的风险、经营业绩持续下滑的风险、税收优惠政策变化的风险、产能消化风险。

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：iFinD

本次发行情况

发行前总股本(万股)	6856
本次发行(万股)	1380
发行后总股本(万股)	8236
发行价(元/股)	10.00
2022 年每股收益(基本)(元)	0.77
2022 年每股收益(稀释后)(元)	0.77

主要指标 (2022) 年

每股净资产(元)	6.97
毛利率(%)	24.81
流动比率	1.56
速动比率	1.00
应收账款周转率	4.87
资产负债率(%)	32.15
加权平均净资产收益率(%)	11.22

相关研究

目 录

1 国际精密零部件制造专家，产品矩阵涡旋盘等配件扩充.....	1
1.1 顺应终端市场需求转变，不断优化产品结构.....	1
1.2 公司董事为共同实控人，董事长管理权高度集中.....	2
1.3 盈利能力短期承压，压缩机曲轴收入稳定增长.....	3
2 终端应用范围广阔，下游市场需求持续攀升.....	5
2.1 压缩机市场快速扩容，终端客户全球市占率超 1/2.....	5
2.2 内燃机市场增速稳定，总体销售量保持高位.....	6
2.3 曲轴市场以国内厂商为主，行业集中度相对较高.....	7
3 依托艾默生业绩增长，募投项目助力拓展业务.....	8
3.1 长期专注技术研发创新，盈利能力领先行业平均.....	8
3.2 客户认证壁垒高筑，背靠艾默生业绩稳定增长.....	10
3.3 客户订单需求持续上升，募投扩产强化新能源产业布局.....	11
4 投资建议.....	12
5 风险提示.....	13

图 目 录

图 1: 公司主营业务变化情况	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 11 月 2 日)	3
图 3: 公司营业总收入及增速	3
图 4: 公司归母净利润及增速	3
图 5: 公司主营业务收入按产品构成情况	4
图 6: 公司主营业务收入按地区构成情况	4
图 7: 公司毛利率及净利率	4
图 8: 公司各项费用率	4
图 9: 曲轴行业上下游产业链	5
图 10: 全球涡旋压缩机市场规模 (万台)	6
图 11: 全球第一、第二大市场规模 (万元) 和占比	6
图 12: 全球小型内燃机市场规模情况及预测 (亿美元)	7
图 13: 我国通用汽油机及终端产品销量情况 (万台)	7
图 14: 公司核心技术产品收入及占比	9
图 15: 可比公司毛利率情况	9
图 16: 公司向艾默生集团销售金额和占比	11
图 17: 艾默生集团气候技术业务收入情况	11

表 目 录

表 1: 公司主要产品	2
表 2: 公司主要竞争对手情况	7
表 3: 公司正在履行的销售合同情况	10
表 4: 针对募投项目公司的在手订单情况 (截止 2023 年 6 月 30 日)	12
表 5: 募投项目效益分析	12
表 6: 可比公司估值	13

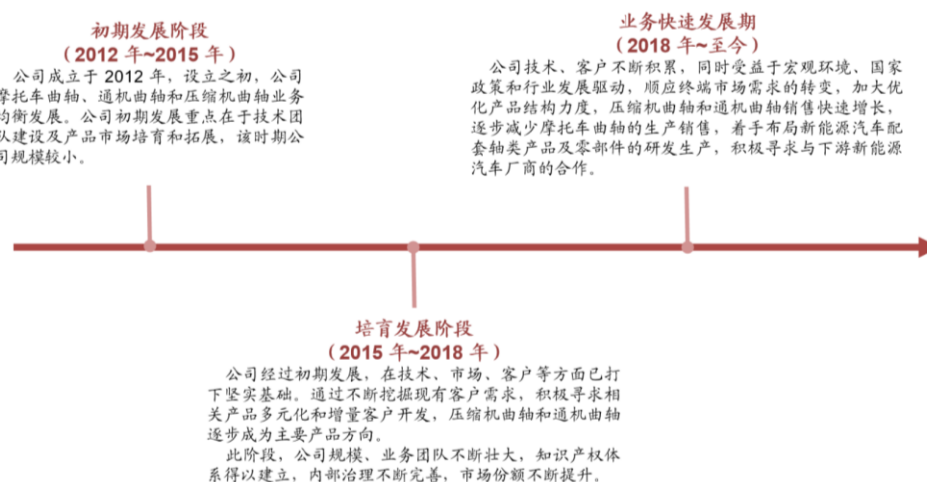
1 国际精密零部件制造专家，产品矩阵涡旋盘等配件扩充

专注精密机械零部件生产研发，与国内外知名主机厂商有紧密合作。公司主要从事精密机械零部件研发、生产和销售；其主要产品包括压缩机曲轴、通机曲轴、摩托车曲轴、涡旋盘及配件如衬套、连杆等。公司十分重视生产技术研发与创新，在精密加工、铸造以及热处理等方面具有较强的技术优势，并充分利用自身研发团队的工艺和技术优势，与艾默生集团、BS 集团、重庆科勒、宗申集团、润通集团、特灵等国内外知名主机厂商建立了长期稳定合作关系。公司拥有专利技术 72 项，其中发明专利 3 项，实用新型技术 69 项。并入选国家级专精特新“小巨人”企业，在精密机械零部件制造领域具有较强的技术竞争优势。

1.1 顺应终端市场需求转变，不断优化产品结构

通机、压缩机曲轴业务为核心，布局新能源汽车配套零部件。公司成立于 2012 年，设立之初，公司摩托车曲轴、通机曲轴和压缩机曲轴业务均衡发展。公司初期发展重点在于技术团队建设及产品市场培育和拓展。2015-2018 年，公司进入培育发展阶段，不断挖掘现有客户需求，积极寻求相关产品多元化和增量客户开发，压缩机曲轴和通机曲轴逐步成为主要产品方向。自 2018 年起，公司经过多年技术和客户资源积累，同时受益于宏观环境、国家政策和行业发展驱动，顺应终端市场需求的转变，压缩机曲轴和通机曲轴销售快速增长，逐步减少摩托车曲轴的生产销售，着手布局新能源汽车配套轴类产品及零部件的研发生产，积极寻求与下游新能源汽车厂商的合作。

图 1：公司主营业务变化情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司主要产品包括压缩机曲轴、通机曲轴、摩托车曲轴、涡旋盘以及配件。公司生产的压缩机曲轴产品主要应用于涡旋压缩机，最终可应用于空调、冷库制冷等冷链场景。通机曲轴产品主要应用于小型内燃机，最终可应用于割草机、伐木机等领域。此外，公司亦拓展了电机轴、铝涡旋盘等新能源领域核心零部件产品。

表 1：公司主要产品

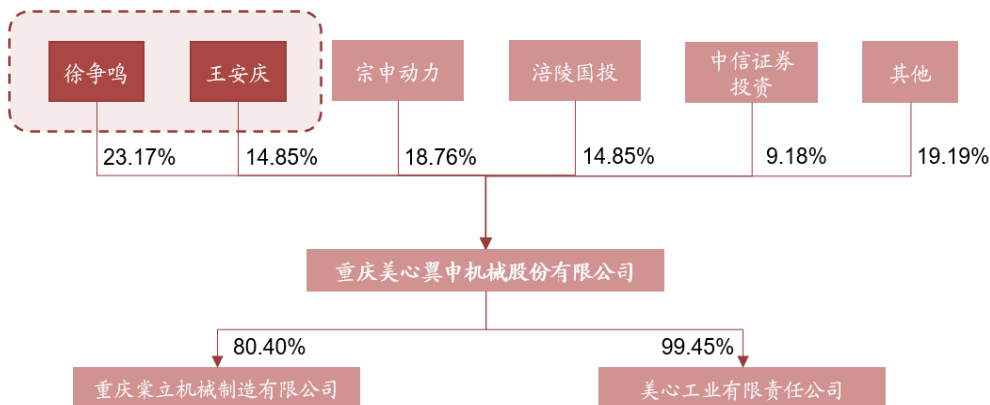
产品名称	图示	产品介绍	用途和应用领域	主要下游客户
压缩机曲轴		公司压缩机曲轴业务以生产涡旋式压缩机曲轴为主，少量生产往复式压缩机曲轴。涡旋式压缩机曲轴通过电机转子带动曲轴旋转，并驱动动涡旋盘绕静涡旋盘做半径很小的平面运动，利用动静涡旋盘的相对公转运动形成封闭容积的连续变化，实现压缩气体的目的。	主要应用于商用制冷设备、工业制冷设备、冷链物流、车用空调等的压缩机领域	艾默生集团、特灵
通机曲轴		通机曲轴是通机的关键零部件，在通机工作过程中，曲轴与连杆配合，将燃料燃烧产生、作用在活塞上的气体压力转变为曲轴的转矩，并递给传动机构、配气机构和其他辅助装置，从而实现动力输出。	应用于割草机、伐木机、割灌机、扫雪机、劈柴机、打夯机、发电机、舷外机、高压清洗机、抽水机、抹平机、卡丁车等通用发动机领域	宗申集团、重庆科勒、润通集团
摩托车曲轴		摩托车曲轴工作原理与通机曲轴工作原理相似	主要应用于两轮摩托车、三轮摩托车、沙滩车的发动机领域	宗申集团
涡旋盘		涡旋盘分为动涡旋盘和静涡旋盘，涡旋盘由压缩机曲轴驱动，动涡旋盘绕静涡旋盘做半径很小的平面运动，从而与端板配合形成一系列月牙形柱体工作面积，利用动静涡旋盘的相对公转运动形成封闭容积的连续变化，实现压缩气体的目的。	应用于商用制冷压缩机及新能源汽车压缩机	艾默生集团、重庆建设、重庆超力

数据来源：公司招股说明书、西南证券整理

1.2 公司董事为共同实控人，董事长管理权高度集中

股权结构较为集中，董事长徐争鸣与董事王安庆为共同实控人。截至 2023 年 11 月 2 日，公司董事长徐争鸣直接持有公司 23.2% 股份；公司董事王安庆直接持有 14.9% 公司股份。徐争鸣、王安庆签署《一致行动协议》，约定就有关公司经营发展的重大事项向股东大会和董事会行使提案权以及和相关股东大会和董事会上行使表决权时保持充分一致；未能达成一致意见的，以徐争鸣的意见为准。二人合计持有 2606.6 万股公司股份，持股比例合计为 38.0%，为公司的共同实际控制人。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 11 月 2 日）

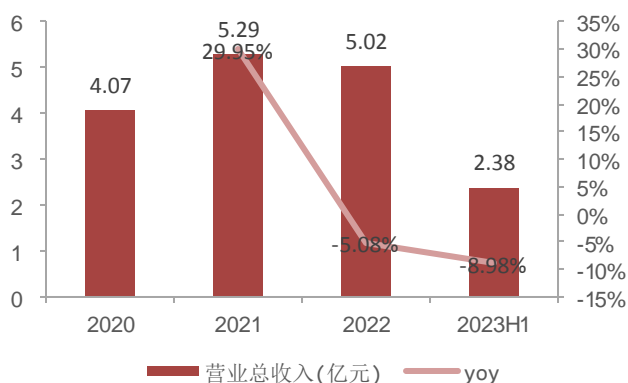


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.3 盈利能力短期承压，压缩机曲轴收入稳定增长

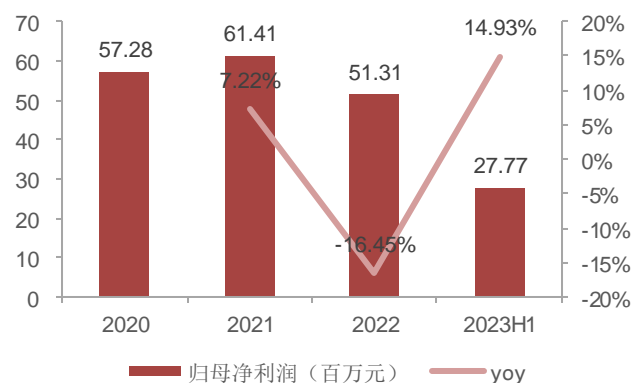
营收增长短期承压，归母净利润规模有所回升。收入整体呈现先增后降的趋势，2021 年，公司营业收入由 4.1 亿元增长至 5.3 亿元，同比+30.0%；归母净利润由 5.7 千万增长至 6.1 千万。收入增幅明显主要由于公司与下游客户合作持续深入，公司各类产品销售规模均进一步扩大；同时，受全球宏观环境不利影响，国外通机零配件及主机供应出现供应不足，公司下游通机主机厂提前备货。2022-2023 年上半年，公司收入规模有小幅下降，主要受公司逐步减少摩托车曲轴等低毛利产品的生产销售、高温限电停产和宏观环境等因素影响所致。另外，下游通机客户首先选择消耗供应链紧张期间提前备货的通机主机及零配件库存，对公司通机曲轴的备货需求有所回落。

图 3：公司营业总收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：公司归母净利润及增速



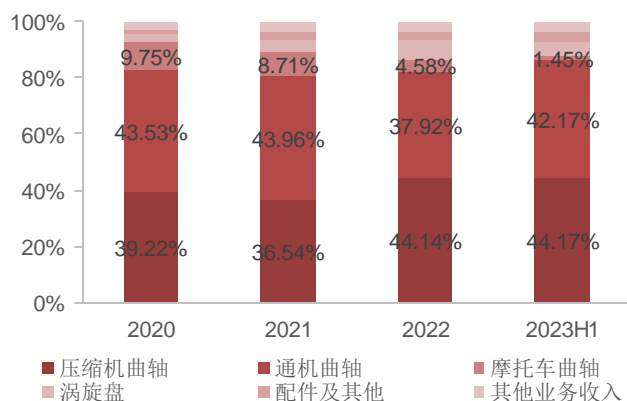
数据来源：iFinD，西南证券整理

压缩机曲轴收入占比稳定增长，通机曲轴产品结构正在调整。从产品结构来看，2020-2023 年上半年，压缩机曲轴产品及通机曲轴产品为公司贡献 80% 以上的收入，为公司核心产品。其中，公司压缩机曲轴销售收入主要来自于艾默生集团，并且公司产品销售规模随下游客户需求稳定增长；通机曲轴收入占比呈先升后降趋势，主要原因在于国内通机市场

持续疲软，公司主动调整销售策略，持续增加大功率通机曲轴生产销售，公司小功率通机曲轴业务下滑。另外，公司也在不断拓宽产品的广度，在压缩机、通机领域逐步往曲轴相关联的产品扩充，连杆、衬套等配件收入逐年提升。

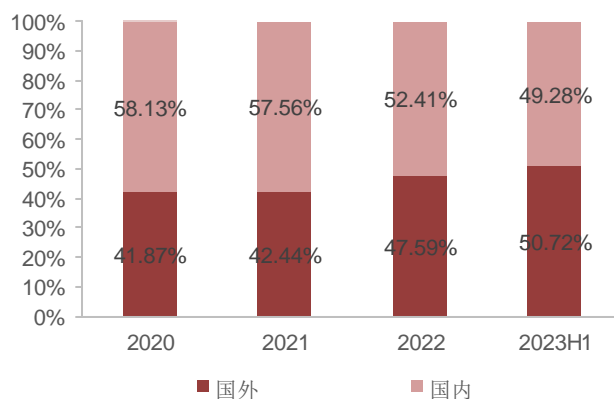
公司境外销售占比持续扩大，符合公司发展战略。从销售区域来看，2020年-2023年上半年，公司外销占比从41.9%上升至50.7%。外销占比呈现上升趋势主要为艾默生集团、BS集团等公司海外客户的销售额持续增加所致。另外，由于公司的境内客户相对较为稳定，公司境内销售变化较小。

图 5：公司主营业务收入按产品构成情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

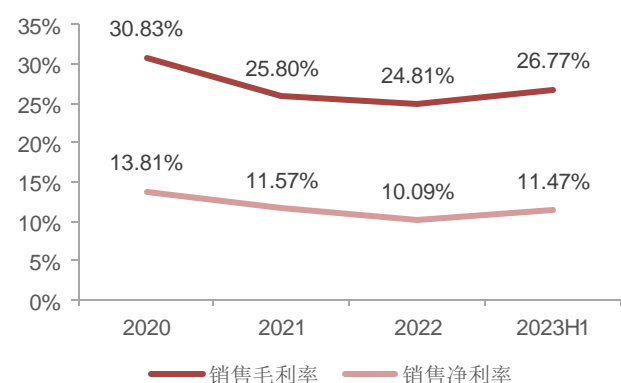
图 6：公司主营业务收入按地区构成情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

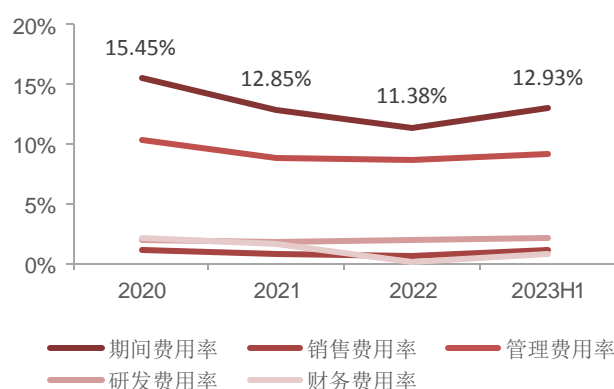
毛利率水平回升，费用率水平保持稳定。2020-2022年，毛利率由30.8%下降6.0pp至24.8%，净利率由13.8%下降3.7pp至10.1%，受原材料成本上涨、海运费支出增加的影响，公司各类产品主营业务成本相比收入增幅更大，导致公司毛利率下降。2023年上半年，公司顺应市场需求优化产品结构，逐步减少摩托车曲轴等低毛利产品的生产销售，增加压缩机曲轴和大功率通机曲轴等高毛利产品的生产销售，使得公司毛利率和净利率分别回升至26.8%、11.5%。从费用率来看，公司2020-2022年期间费用率呈现持续下降的趋势；2023年上半年期间费用率略有提升，主要由于销售费用及财务费用增长所致。

图 7：公司毛利率及净利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 8：公司各项费用率

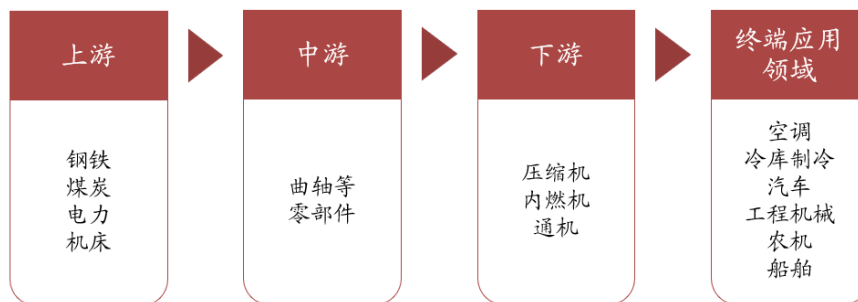


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 终端应用范围广阔，下游市场需求持续攀升

直接应用领域为压缩机和内燃机，下游终端应用十分广阔。曲轴等轴类零部件是压缩机、通机的核心零部件，主要作用是承受连杆传来的力，并将其转变为转矩通过曲轴输出并驱动发动机上其他附件工作。公司产品位于产业链中游，行业上游是钢铁、煤炭、电力、机床等行业，行业直接下游是压缩机和内燃机制造企业，最终可广泛应用于空调、冷库制冷、汽车、工程机械、农机、船舶等领域。

图 9：曲轴行业上下游产业链



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

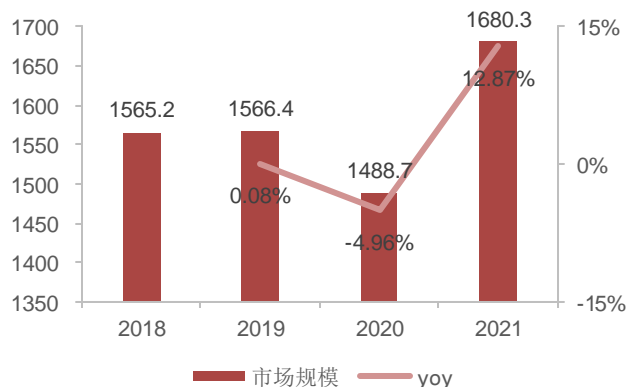
中国曲轴行业较为发达，具备技术实力和规模优势。根据市场调研在线网发布的 2023-2029 年中国汽车曲轴行业市场行情监测及投资前景评估报告分析，截至 2020 年底，中国曲轴行业总产值达到了 4.3 万亿元，其中汽车曲轴产值达到了 2.2 万亿元，农机曲轴产值达到了 1.3 万亿元，其他曲轴产值达到了 0.8 万亿元。中国曲轴行业市场规模在不断扩大，产值稳步增长，随着技术的不断发展，中国曲轴行业也在不断推进技术改进，以满足市场需求。

2.1 压缩机市场快速扩容，终端客户全球市占率超 1/2

下游压缩机市场快速发展，在新兴领域应用逐步深入。压缩机行业作为装备制造业的重要组成部分，其相关产品广泛应用于机械制造、设施制冷、石油化工、新能源汽车、电子电力、医药食品等领域，在现代化工业发展中发挥着不可或缺的重要作用。根据贝哲斯咨询数据显示，2022 年，全球压缩机市场规模已达 2998.2 亿元，预计 2028 年全球压缩机市场规模将达 3793.8 亿元，年均复合增长率为 4.0%。近年来，随着石化、机械、制冷、新能源汽车、电力等下游市场的快速发展，压缩机行业市场需求呈现快速增长趋势。

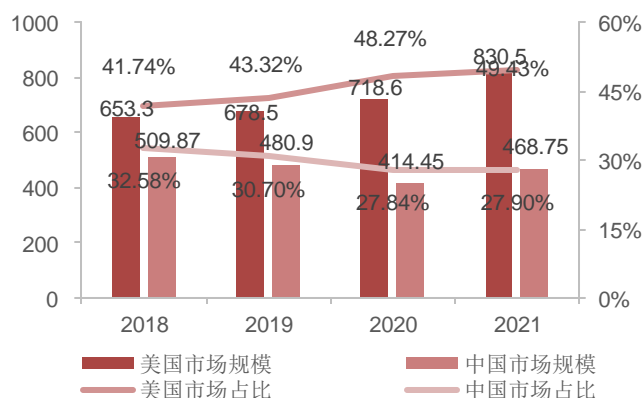
第五代涡旋压缩机，市场需求回复上升趋势。压缩机可分为活塞压缩机、转子压缩机、涡旋压缩机、螺杆压缩机和离心压缩机五类，而公司生产的压缩机曲轴产品主要应用于涡旋压缩机。涡旋压缩机主要应用于空调、冷库制冷等冷链场景。根据产业在线数据显示，2020 年，全球涡旋压缩机市场年销量有所下滑；2021 年已修复前期下滑，增长至 1680.3 万，同比+12.9%。另外，美国和中国分别是全球第一大、第二大涡旋压缩机消费市场，2021 年，美国、中国的销量分别占到全球市场的 49.4%、27.9%。

图 10：全球涡旋压缩机市场规模（万台）



数据来源：公司招股书，产业在线《2021 年全球涡旋压缩机行业年度研究报告》，西南证券整理

图 11：全球第一、第二大市场规模（万元）和占比



数据来源：公司招股书，产业在线，西南证券整理

涡旋压缩机市场集中度较高，艾默生占比在 50% 以上。从全球范围来看，涡旋压缩机市场呈现美日品牌主导的竞争格局，艾默生、大金、丹佛斯、日立占比较大。根据产业在线数据显示，2021 年销量排名第一的艾默生占据全球 53.0% 的市场份额。从国内市场来看，外资品牌凭借先发优势，高度垄断我国涡旋压缩机市场。2022 年，艾默生等五大外资品牌涡旋压缩机生产商的中国市场占有率为 80.3%。

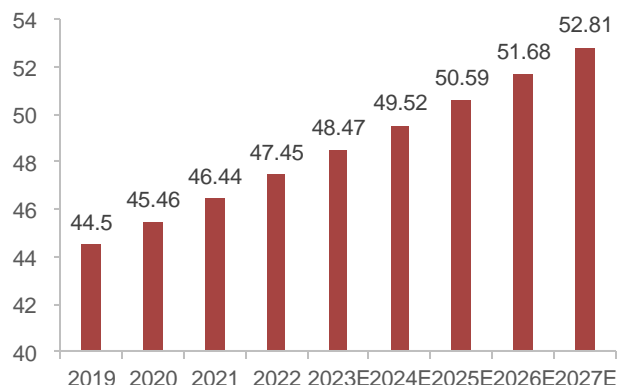
2.2 内燃机市场增速稳定，总体销售量保持高位

下游通机应用范围广阔，包括小型农具、园林机械、小型发电机。通机是指所使用燃料不限于汽油，一般功率在 20kW 以内，可以在小型农具、园林机械、小型发电机组中通用的小型内燃机。在欧美等国家和地区，通机亦被称为“非道路小型内燃机”，国内目前生产的通用小型内燃机的标定功率为 0.63-24kW 不等，其中大部分在 10kW 以内，主要为工农业小型便携移动机械、船舶和道路用车辆提供动力。

全球内燃机呈稳定增长态势，发展中国家成为通机产品新兴市场。根据 The Insight Partners 数据显示，小型内燃机市场在 2019 年的价值为 44.5 亿美元，预计到 2027 年将达到 52.8 亿美元；预计从 2019 年到 2027 年将以 2.2% 的复合年增长率增长。全球每年对通机产品需求保持在 6000 万台以上，北美、欧洲、部分东南亚国家和中东等地区经济发达，居民生活水平较高，是通机产品的主要消费市场；非洲、拉丁美洲等区域随着经济增长、基础设施的增加以及机械替代人工劳动趋势的形成，亦对通机产品产生了较大需求。

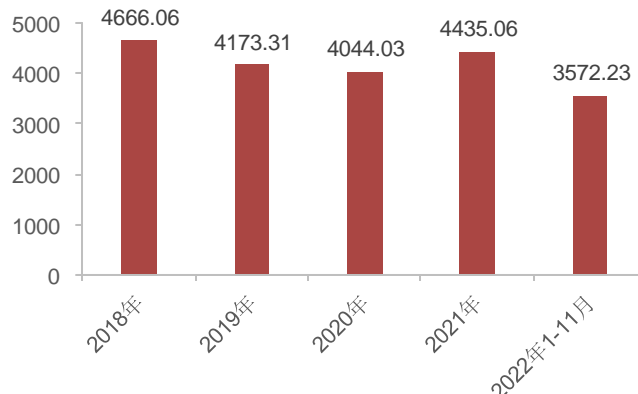
我国是内燃机制造大国，国内内燃机销售量总体保持高位。中国是全球规模最大、产业链最完整的内燃机制造大国，中国每年生产的内燃机约 40% 用于出口。根据中国内燃机工业协会数据，2022 年 1-11 月份，由于受内外部环境明显影响导致波及较大，仅完成销量 3572.2 万台。但受到欧洲能源危机影响，当地电力供应十分紧张，不间断停电情况时有发生，预计未来小型家用发电机组等产品需求将持续增长，加之我国农林业机械化、城市绿化的持续推进以及一批国家重点工程项目的实施，伴随我国人口老龄化问题及应急备用意识的提高，我国通用汽油机及相关终端产品的使用及保有量正逐步扩大。

图 12：全球小型内燃机市场规模情况及预测（亿美元）



数据来源：The Insight Partners，西南证券整理

图 13：我国通用汽油机及终端产品销量情况（万台）



数据来源：中国内燃机工业协会，前瞻产业研究院，西南证券整理

2.3 曲轴市场以国内厂商为主，行业集中度相对较高

国内曲轴行业市场竞争格局相对集中，竞争对手以国内厂商为主。我国通机、压缩机零部件行业经营企业众多，市场化程度较高，随着下游主机制造业市场规模的不断扩大将吸引更多的竞争者进入。同时，东南亚、南美等具有成本优势的生产基地逐渐吸引全球主机厂商的采购订单转移，市场竞争将更加激烈。公司的主要竞争对手包括歌马曲轴、青岛德盛、江苏罡阳等非上市公司；天润工业、福达股份、西菱动力、五洲新春以及瑜欣电子等上市公司；另外，还有国外公司 TOTOMAK 与公司有一定竞争关系。

表 2：公司主要竞争对手情况

	主要产品及应用领域	市场地位	技术实力
TOTOMAK	生产离合器、车轴、制动器和悬挂系统组件、涡轮增压机组件、空气压缩机组件和液压遥控系统组件。应用于汽车领域与空调领域。	公司在土耳其与墨西哥分别拥有制造工厂，产品 98% 出口海外，包括欧洲、亚洲、北美洲、南美洲的多个国家。	公司已获得 ISO 14001、ISO 45001、ISO/TS 16949、ISO 9001、ISO 27001 等专业认证
歌马曲轴	专业生产摩托车和通用发动机曲轴。应用于摩托车、通机等领域。	是隆鑫摩托、豪爵摩托、BS 集团、日本洋马、比利时阿特拉斯·科普克等国内外知名发动机企业的合作伙伴，销售区域覆盖重庆、广州、浙江、上海、山东等 15 个省/市，并直接销往日本、意大利、比利时等国家和地区	公司已获得 ISO9001、ISO14001、IATF16949、GJB9001C 体系认证，拥有实用新型专利 100 余项
青岛德盛	摩托车类、通用机械类、压缩机类曲轴。应用于摩托车、通机、压缩机、工程机械等领域。	产品出口至三十多个国家和地区，与国内外八十余家企业建立合作关系。	完成青岛市级以上重点技术创新项目三十多项，获得软件著作权、发明专利、实用新型专利一百多项
江苏罡阳	摩托车曲轴、压缩机偏心轴、通用机曲轴、差异化曲轴和汽车法兰轴五大产品系列。应用于摩托车、压缩机、通机等。	为本田、铃木、雅马哈、宝马、等著名企业的供应商，是大长江、五羊本田、新大洲本田、等国内知名企业供应商，产品远销美国、日本、德国等二十多个国家。	是国家火炬计划重点高新技术企业，先后承担了多项国家级、省级科技项目的研究，拥有发明专利 111 项。
天润工业	乘用车曲轴、连杆等。应用于商用车、乘用车、船机等领域。	国内最大的曲轴生产企业，为国内外著名主机厂整机配套产品。	拥有专利 200 多项，完成 30 余项国家级和省级共获得省部级以上

	主要产品及应用领域	市场地位	技术实力
			科技奖励 20 多项，其中国家科技进步二等奖 1 项。
福达股份	发动机曲轴、汽车离合器、螺旋锥齿轮等汽车零部件。应用于机械、船舶等领域。	多缸发动机曲轴和汽车离合器的产销规模以及主机配套市场占有率在同行业中处于前列。	拥有曲轴中频淬火、圆角滚压等多项核心技术以及 155 项专利。
西菱动力	曲轴扭转减振器、连杆总成、凸轮轴总成等，主要应用于汽车发动机的生产制造。	公司配备了国内外先进的柔性试制线及检测设备，以其优质的产品汽车零部件供应行业中占据较高地位，产品覆盖全国并出口欧美、东南亚等国家和地区。	公司及子公司共拥有 40 项专利，获得 4 项省级奖项；并通过 ISO/TS16949、ISO9001、QS-9000 等体系认证
五洲新春	精密汽车轴承、精密数控机床轴承、高速精密纺织轴承、轴连轴承和电机轴承等。主要应用于乘用车、商用车、高速电梯、航空航天等领域	公司产品主要出口美国、日本、韩国、巴西等国家，汽车轴承配套于尼桑、现代等品牌汽车；轴承套圈稳定供应于世界排名前五位的轴承制造商 SKF、Schaeffler、NSK、NTN、JTEKT 等跨国集团。	公司拥有 192 项专利，曾获 1 项国家科技进步二等奖和 3 项省级三等奖。
瑜欣电子	点火器、飞轮、充电线圈、变流器、永磁电机定子和转子、调压器、驱动电机及控制器、增程器电机及控制器等。应用于通机、发电机、新能源、农业机械等领域	全球生产规模、市场份额领先的通机及终端产品配件生产企业。公司通机零部件产品品类达数十种，5000 多种型号，是国内品类最齐全的生产企业。	公司拥有 146 项专利；获得市级二等奖、三等奖各 1 项

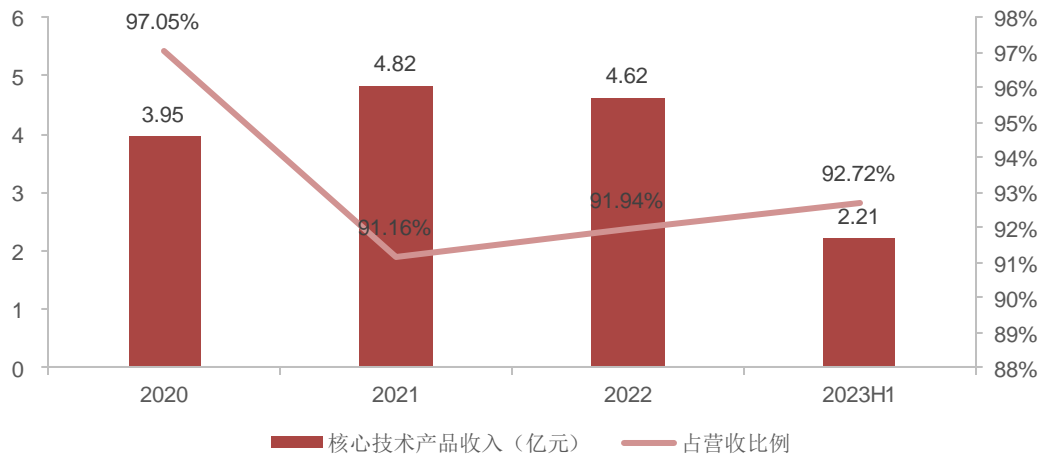
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3 依托艾默生业绩增长，募投项目助力拓展业务

3.1 长期专注技术研发创新，盈利能力领先行业平均

科技不断成果转化，依靠核心技术形成较强成长性。公司凭借坚实的技术研发实力，形成的下料打中心孔一体化技术、压缩机曲轴多个孔平面加工一次加工成形技术、曲轴加工装备专有技术和曲轴检测专有技术等广泛应用到产品的开发与生产，提高了生产效率、产品质量及公司质量控制能力，降低了生产成本。截至 2023 年 11 月 3 日，公司共获得国家知识产权局授权的专利 72 项，其中发明专利 3 项、实用新型专利 69 项，涵盖了公司的核心业务。近三年，公司核心技术产品收入占比均在 90% 以上，实现了科技成果转化并产生了良好的经济效益。

图 14：公司核心技术产品收入及占比

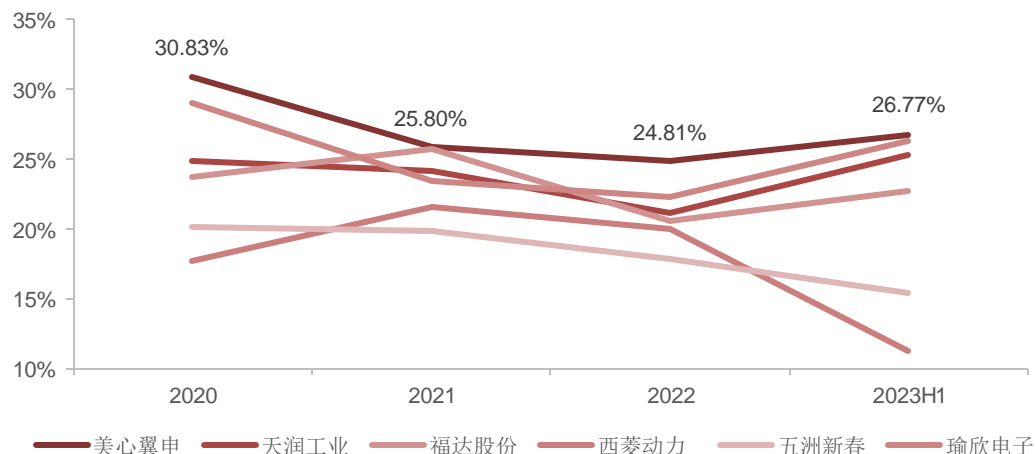


数据来源：公司招股书，西南证券整理

顺应下游市场需求，持续新能源产品研发。多年来，公司一直保持生产技术优势，围绕主要客户需求，不断拓展产品矩阵，持续进行产品迭代升级，满足客户差异化需求。目前，公司生产的压缩机曲轴，已经可以满足第五代涡旋式压缩机的需求；通机曲轴满足大功率通机的装机要求；与此同时，公司拓展了电机轴、铝涡旋盘等新能源领域核心零部件产品，有序进入新能源市场。

毛利率高于行业平均水平。随着 2022 年下游主机厂技术的发展，发行人顺应市场需求优化产品结构，提高盈利能力，逐步减少摩托车曲轴等低毛利产品的生产销售，增加压缩机曲轴等高毛利产品的生产销售，并积极开发老客户新增量、开拓新客户、布局新能源领域，不断提升抵御下游变动风险的能力。因此，公司盈利能力仍然显著高于行业平均水平。

图 15：可比公司毛利率情况



数据来源：公司招股书，西南证券整理

3.2 客户认证壁垒高筑，背靠艾默生业绩稳定增长

与知名厂商具有长期紧密合作关系，客户认证壁垒高筑。曲轴生产企业要与下游客户建立配套或战略合作关系一般都需要经过较长时间的考核认证，至少需要经过样件试制、样件检测、疲劳测试、跑机试验、小批量供货等几个主要步骤，往往需要一年以上时间，要通过高端客户的准入往往需更长的时间，而一旦通过验证并建立配套合作关系则一般较为稳固和长久。目前，公司与艾默生、百力通、宗申等国内外知名主机厂处于长期合作中，并因精密加工、铸造以及热处理等较强的技术优势，被品牌合作方多次授予“优秀供应商”称号。

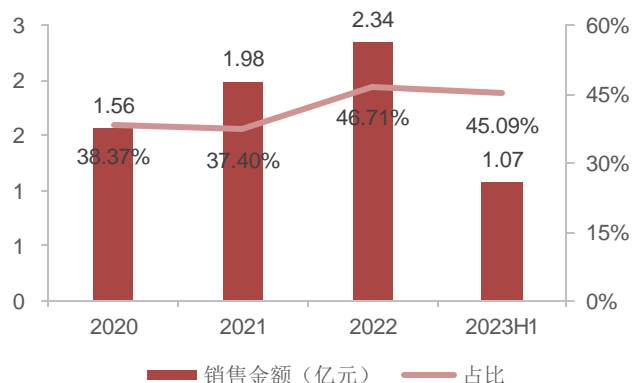
表 3：公司正在履行的销售合同情况

序号	合同名称	客户名称	销售内容	履行期限	履行情况
1	Business Unit Supply Agreement	艾默生美国、艾默生墨西哥	压缩机曲轴、涡旋盘及配件	2018.6.1-2023.5.31 ^{注1}	履行完毕
	Business Unit Supply Agreement	谷轮		2023.6.1-2028.9.30 ^{注2}	正在履行
	Master Business Unit Supply Agreement	艾默生泰国、艾默生苏州		2020.9.30-2024.9.29 ^{注4}	正在履行
	Master Business Unit Supply Agreement	艾默生苏州		2021.9.1-2023.8.31 ^{注5}	正在履行
2	B 类物资采购合同（发动机公司专用）	宗申发动机	通机曲轴、摩托车曲轴及配件		正在履行
	B 类物资采购合同（通机专用）	宗申通用		2023.1.1-2023.12.31	正在履行
	B 类物资采购合同	宗申集研		2023.1.1-2023.12.31	正在履行
	采购配套合同	大江动力		2022.4.12-2024.4.11	正在履行
3	HPE Terms and Conditions for Purchase and Sale of Goods	Honda	通机曲轴及配件	无固定期限	正在履行
	部品买卖基本合同（续签协议）	本田中国		2023.1.1-2023.12.31	正在履行
	采购基本合同	本田贸易		2023.2.20-2024.2.20	
4	Briggs & Stratton Corporation Standard Conditions of Purchase	BS	通机曲轴及配件	无固定期限	正在履行
	采购协议	百力通		2022.7.1-2024.12.31	正在履行
5	采购合同	润通科技	通机曲轴、摩托车	2021.10.31-2024.10.31	正在履行
	采购合同	润通智能装备	曲轴及配件	无固定期限	正在履行
6	采购协议	科勒发动机	通机曲轴	无固定期限	正在履行
7	Master Procurement Agreement	特灵	压缩机曲轴	2020.9.1-2025.8.31	正在履行
8	合作框架协议	聚才科技 ^{注2}	曲轴及配件	无固定期限	正在履行

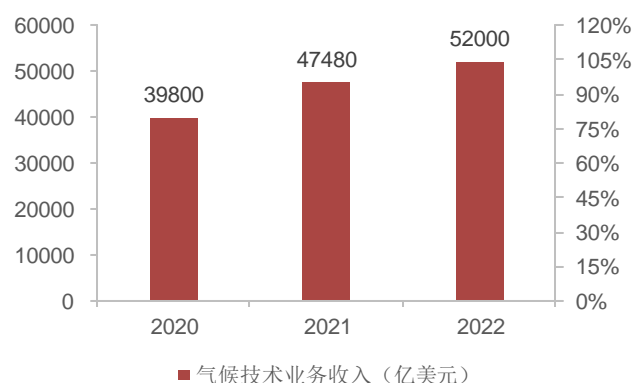
数据来源：公司招股书，西南证券整理

注：1、黑石集团已完成对艾默生电气环境优化技术业务的收购，新设主体与发行人的新合同仍在签署流程中。在过渡期间，相关主体仍依照原有《Business Unit Supply Agreement》合同正常下单、提货，至新合同完成签署；2、新设主体谷轮与发行人已于 2023 年 8 月 2 日签署《Business Unit Supply Agreement》；3、聚才科技《合作框架协议》中明确，终端对应销售的特定主机厂商为美国川崎制造有限公司。同时自 2023 年 1 月 1 日起与发行人的所有业务均依据聚才科技发出的《业务主体变更通知函》变更至聚才科技同一控制下新设立主体盛才工贸；4、根据《Master Business Unit Supply Agreement》条款，到期日前 6 个月内签署双方无异议，该合同自动续期一年；5、艾默生苏州现已于报告期后更名为谷轮环境科技（苏州）有限公司，发行人与其新合同尚在签署中，在过渡期间双方仍沿用 2021 年 9 月 1 日签署的《Master Business Unit Supply Agreement》合同正常下单、提货，至新合同完成签署。

深度绑定艾默生产业链，压缩机增量稳定增长。公司于 2012 年成功进入艾默生美国供应商名单，随后又陆续与艾默生泰国、艾默生苏州等艾默生集团气候技术业务板块的公司开展合作。逐步成为艾默生集团压缩机曲轴、涡旋盘的核心供应商。2020-2023 年上半年，公司第一大客户艾默生集团收入占比分别为 38.4%、37.4%、46.7%和 38.4%。近年来，艾默生集团压缩机业务稳定增长，这也有利于公司持续获得稳定的订单来源，保障公司压缩机曲轴业务收入。另外，艾默生集团产品型号丰富，配件种类需求量大，公司已在合格供应商名单中，便于进一步挖掘客户需求，扩大供货种类，实现新的收入。

图 16：公司向艾默生集团销售金额和占比


数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 17：艾默生集团气候技术业务收入情况


数据来源：艾默生公司公告，西南证券整理（注：根据艾默生电气的公开披露信息显示，其压缩机业务归类于气候技术分部）

依托公司股东宗申集团，向新能源领域迈进。根据宗申动力 2022 年年度报告，宗申动力点加大了在“航空动力、新能源、高端零部件”等产业的拓展力度，现已基本形成了以“摩托车发动机和通用机械”为核心，覆盖“航空动力、新能源、高端零部件”等新兴业务领域的产业布局。目前，一方面公司已经在开发电动汽车用空调压缩机的涡旋盘和与之配套使用的曲轴，电动通机上使用的行走箱轴，并且与宗申集团已经有了较多在新产品上的合作；另一方面，公司与宗申集团已经有多款大功率通机曲轴实现了量产，具体型号包括 GB1000、GB750、GB680（大功率通机曲轴）以及后桥半轴系列（应用于新能源通机）。未来，公司将持续关注市场动态，提前进行布局，主动寻求与宗申集团在新能源领域以及大功率通机领域的合作机会。

3.3 客户订单需求持续上升，募投扩产强化新能源产业布局

市场规模持续增长，下游客户需求不断提升。近年来，在下游市场规模不断扩大、主机厂商零部件外购需求持续增长等因素的推动下，以曲轴、涡旋盘、气缸为代表的压缩机核心零部件需求呈现逐年上升趋势。同时，随着公司在业内知名度和影响力的日益提升，以及和诸多客户合作关系的加强，公司业务规模实现了较快增长，订单需求持续上升。在压缩机领域，截至 2023 年 6 月 30 日，公司已接到来自于艾默生集团、冰山松洋、重庆超力等客户阶段性在手订单合计达 1966.2 万元。在通机领域，公司已接到 BS 集团、本田集团、重庆科勒等通机曲轴主要客户阶段性在手订单共计 668.6 万元。目前公司已和多位客户达成初步合作意向，待公司产能逐步提升，相关产品的订单数量也将随之不断增长。

表 4：针对募投项目公司的在手订单情况（截止 2023 年 6 月 30 日）

项目	生产产品	产品主要客户	在手订单量
高效能压缩机精密部件升级项目	压缩机曲轴及铝涡旋盘、衬套等关联产品	艾默生集团、冰山松洋、重庆超力	在手订单合计达 1966.24 万元。 其中，压缩机曲轴产品在手订单金额合计 1841.7 万元， 涡旋盘产品在手订单金额合计 2.5 万元， 衬套产品在手订单金额合计 82.0 万元。
大功率通用内燃机精密部件升级项目	大功率通用内燃机曲轴	BS 集团、本田集团、重庆科勒	在手订单共计 668.56 万元

数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

突破现有产能瓶颈，助力拓展新领域业务。受制于现有生产作业面积、员工数量及生产设备有限等因素，多个核心产品生产线均已接近满负荷生产状态。根据公司问询函回复数据，2022 年，公司压缩机曲轴、通机大功率的产能利用率分别为 89.7%、99.56%，随着公司与艾默生集团等客户的合作持续深入，相关产品的订单数量逐步增长，公司产能利用率将达到瓶颈公司亟需进行新生产线的建设，进一步扩大产品生产规模，突破现有产能瓶颈，以满足日益增长的订单需求。公司拟通过募投项目“高效能压缩机精密部件升级项目”的实施，紧跟行业发展趋势，实现新能源汽车领域压缩机曲轴和涡旋盘产品的产能提升，进一步拓展公司业务领域。通过本项目的建设，公司将进一步加强在新能源汽车领域的产业化布局，丰富现有产品体系，形成新的利润增长点，为公司持续健康发展和提升市场份额创造有利条件。

项目达产后公司可新增 2.5 亿营收。根据公司招股说明书披露，“高效能压缩机精密部件升级项目”达产后，预计可实现年营业收入为 1.8 亿元，年均净利润 2.2 千万元。“大功率通用内燃机精密部件升级项目”达产后，预计可实现年营业收入为 7.2 千万元，年均净利润 1.3 千万元。

表 5：募投项目效益分析

项目	预计可实现年营业收入 (万元)	预计可实现年均净利润 (万元)	内部投资收益率 (税后)	项目所得税后投资回收期 (含建设期 2 年)
高效能压缩机精密部件升级项目	17576.02	2219.13	15.94%	7.13 年
大功率通用内燃机精密部件升级项目	7174.81	1265.32	25.03%	5.90 年
研发中心及数字化升级项目	分析研发中心建设不直接产生利润，建成后的效益主要体现在公司整体研发实力和创新能力的提升。通过本项目的实施，将提高产品技术含量和竞争力，为公司新产品开发提供有力支持，创造新的利润增长点，增强公司的整体核心竞争力。			

数据来源：公司招股书，西南证券整理

4 投资建议

本次公司发行价为 10.00 元/股，对应 PE 为 16.0 倍（不行使超额配售选择权）。我们选取了同具备曲轴概念的主板上市公司天润工业、福达股份、西菱动力、五洲新春、瑜欣电子作为可比公司，公司上市后 PE 显著低于可比公司平均值 40.4 倍。考虑到公司与艾默生集团、BS 集团等客户合作长期稳定，盈利能力优于行业平均水平，募投项目达产后营业收入预计高增，进一步提升盈利水平，同时，项目横向拓展产品线，利于公司业务范围逐步向新能源领域拓展，公司业绩有望延续高增长态势，建议积极关注。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	PE (TTM)	2022 年收入 (亿元)	2022 年归母 净利润 (百万元)	2022 年毛利率 (%)	2022 年 ROE (%)
002283.SZ	天润工业	70.53	6.19	19.99	31.36	203.59	21.17	3.65
603166.SH	福达股份	45.95	7.11	56.73	11.35	65.59	20.63	2.61
603667.SH	五洲新春	62.64	16.99	48.72	32.00	147.76	17.78	6.95
301107.SZ	瑜欣电子	23.63	32.19	36.05	5.60	65.71	22.26	9.99
平均值				40.37	20.08	120.66	20.46	5.80
873833.BJ	美心翼申	/	/	15.97	5.02	51.31	24.81	11.08

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2023 年 11 月 3 日）

5 风险提示

对苹果产业链依赖风险、客户集中度较高的风险、下游应用领域拓展不达预期风险、募投资金项目运行后短期内净资产收益率下降风险、新增产能消化风险。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn