

# 丰光精密（430510）

## 专注精密制造，谐波减速器打开成长空间

增持（首次）

2024 年 04 月 02 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2021A  | 2022A  | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 263.26 | 251.66 | 230.51  | 254.05 | 289.70 |
| 同比            | 43.57% | -4.41% | -8.40%  | 10.21% | 14.03% |
| 归母净利润（百万元）    | 48.93  | 73.18  | 36.11   | 42.37  | 51.29  |
| 同比            | 46.39% | 49.58% | -50.66% | 17.34% | 21.07% |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.37   | 0.56   | 0.27    | 0.32   | 0.39   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 53.22  | 35.58  | 72.11   | 61.46  | 50.77  |

### 投资要点

#### ■ 丰光精密：精密零部件行业领先者：

丰光精密是一家以高精密部件的加工和组装、铝制品铸造为核心技术和产品的高新技术企业，致力于为半导体、工业自动化、汽车、轨道交通等众多领域提供核心精密零部件。

公司业绩稳健增长，2019-2022 年营收和归母净利润 CAGR 为 11.9%和 41.1%，主要系半导体和工业自动化领域对精密零部件需求的逐步放量。2023Q1-Q3 公司业绩略有下滑，主要系宏观经济下行导致市场需求减弱，客户订单减少。

#### ■ 行业分析：先进制造关键环节，技术铸就核心竞争力：

精密零部件是现代先进制造业的中间环节、中流砥柱，其质量和精度直接影响到整个系统的性能和可靠性。随着先进制造技术的不断发展，对精密零部件的要求也在不断增加。

竞争格局来看，精密零部件制造市场需求庞大，但市场集中度不高，主要可以分为三大梯队：1）第一梯队：大型专业性精密零部件制造商，研发、生产能力强，客户多为先进制造企业。2）第二梯队：具有一定的质量控制能力及客户服务能力；3）第三梯队：众多以生产大批量普通零部件为主的中小精密金属件制造商。我们预计未来随着我国制造业的整体升级，大量第三梯队厂商将逐步被淘汰，行业集中度有望持续提升。

#### ■ 产品+客户筑牢业绩保障，谐波有望打造第二曲线：

1) 优势一：技术+品控，产品精度领先、质量稳定。公司作为细分领域的领军企业，在加工精度、加工表面质量以及不良率方面表现优异，甚至与同行业产品存在数量级的差距。

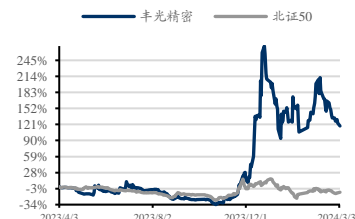
2) 优势二：高要求决定高粘性，绑定优质客户资源。公司客户多为大规模、高技术、行业领先的优质客户，包括日本 THK、安川电机、英国埃地沃兹等。客户的经营稳定且增长性强，为公司业绩增长提供持续动能。

3) 优势三：研发布局谐波减速器，打造第二增长曲线：谐波减速机下游广阔，是工业机器人、服务机器人等先进行业的核心部件。目前公司谐波减速机研发进度良好。2024 年 3 月，公司通过增发预案，拟为“年产 30 万套谐波减速器生产项目”募集资金约 2.5 亿元，用于新建谐波减速器生产车间，并配套购置相关先进生产、检测设备，加快谐波减速器科研成果转化与产业化落地。

■ 盈利预测与投资评级：公司为机加工行业龙头，成长性突出。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.36/0.42/0.51 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 72/61/51 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：下游乘用车销量不及预期，新业务拓展进度不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 19.79      |
| 一年最低/最高价      | 5.94/34.77 |
| 市净率(倍)        | 6.36       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,245.31   |
| 总市值(百万元)      | 2,604.00   |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 3.11   |
| 资产负债率(%，LF) | 19.34  |
| 总股本(百万股)    | 131.58 |
| 流通 A 股(百万股) | 62.93  |

### 相关研究

## 内容目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1. 专注精密零部件，细分领域“小而美”</b>           | <b>4</b>  |
| 1.1. 丰光精密：精密零部件行业领先者                  | 4         |
| 1.2. 业务构成：四大板块并驾齐驱                    | 5         |
| 1.3. 业绩分析：低景气度下短期承压，看好后续业绩修复          | 6         |
| <b>2. 行业分析：先进制造关键环节，技术铸就核心竞争力</b>     | <b>7</b>  |
| 2.1. 精密零部件：高端制造关键环节                   | 7         |
| 2.2. 市场空间：半导体+自动化打开增长天花板              | 8         |
| 2.3. 竞争格局：万亿市场竞争激烈，产品性能筑牢护城河          | 9         |
| <b>3. 公司优势：产品+客户筑牢业绩保障，谐波有望打造第二曲线</b> | <b>11</b> |
| 3.1. 技术+品控，产品精度领先、质量稳定                | 11        |
| 3.2. 高要求决定高粘性，绑定优质客户资源                | 12        |
| 3.3. 研发布局谐波减速器，打造第二增长曲线               | 13        |
| <b>4. 盈利预测及投资建议</b>                   | <b>14</b> |
| <b>5. 风险提示</b>                        | <b>15</b> |

图表目录

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 图 1:  | 公司发展历程.....                            | 4  |
| 图 2:  | 公司股权结构（截至 2023 年三季报）.....              | 5  |
| 图 3:  | 2019-2022 年公司营业收入 CAGR=11.87%.....     | 6  |
| 图 4:  | 2019-2022 年公司归母净利润 CAGR=41.07%.....    | 6  |
| 图 5:  | 公司盈利能力有所下降（单位：%）.....                  | 7  |
| 图 6:  | 管理费用率高企，研发费用率提升（单位：%）.....             | 7  |
| 图 7:  | 精密零部件是先进制造业的关键中间环节.....                | 8  |
| 图 8:  | 2018-2022 年中国及全球半导体市场规模变化（单位：亿美元）..... | 8  |
| 图 9:  | 2017-2022 年国内工业机器人装机量及产量（单位：万台）.....   | 9  |
| 图 10: | 2017-2023 年国内金属制品业营收（单位：亿元）.....       | 10 |
| 图 11: | 精密零部件行业梯队格局.....                       | 11 |
| 图 12: | 公司 2024 年定增具体项目情况.....                 | 14 |
| 图 13: | 收入成本表（百万元/%）.....                      | 14 |
|       |  |    |
| 表 1:  | 公司主要产品情况.....                          | 5  |
| 表 2:  | 公司部分产品与同行业关键指标对比.....                  | 11 |
| 表 3:  | 公司部分主要客户情况.....                        | 12 |
| 表 4:  | 可比公司估值（截至 2024/4/1 收盘价）.....           | 15 |

## 1. 专注精密零部件，细分领域“小而美”

### 1.1. 丰光精密：精密零部件行业领先者

青岛丰光精密机械股份有限公司是一家以高精密部件的加工和组装、铝制品铸造为核心技术和产品的高新技术企业，致力于为半导体、工业自动化、汽车、轨道交通等众多领域提供核心精密零部件。公司产品质量广受认可，通过了国际质量管理体系 ISO9001 认证和汽车行业 IATF16949 认证。公司长期专注精密加工件和压铸件赛道，技术积累深厚，2022 年获评国家级专精特新“小巨人”企业，是细分领域“小而美”企业。

丰光精密于 2001 年 7 月在胶州市成立，成立之初为日本独资企业，主要面向日本客户提供精密零部件产品，并于 2003 年成立第二工厂；2009 年中方收购全部股权，转为中资公司，后逐步开拓欧洲、美洲市场，经营规模进一步扩张，2012 年成立第三工厂；近年，公司业务板块走向成熟，2016 年于美国成立全资子公司 FGA，2021 年成为北交所首批上市企业，形成半导体、工业自动化、汽车、轨道交通四大全球战略布局。

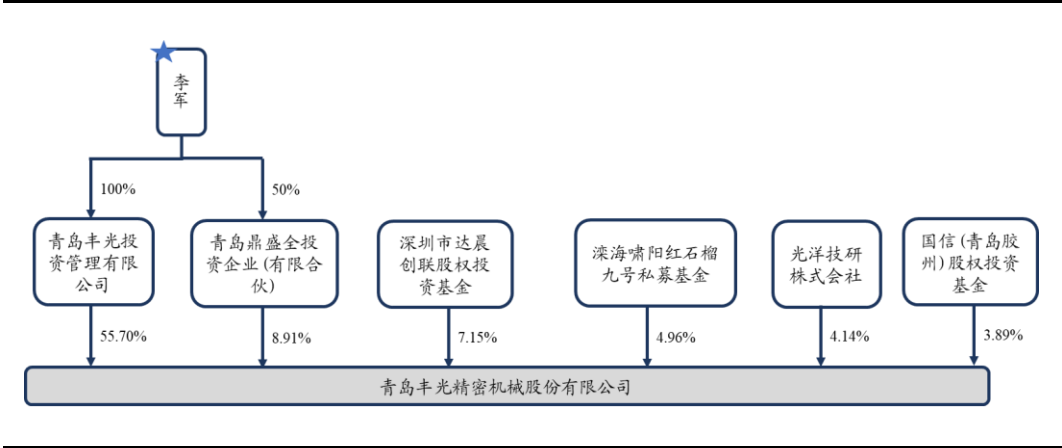
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

公司实控人为李军，通过丰光投资和鼎盛全投资共持有公司 60.16%的股权（截至 2023 年 9 月 30 日），控制关系稳定。其中，丰光投资和鼎盛全投资分别持有公司 55.70% 和 8.91% 的股权，李军持有丰光投资全部股权和鼎盛全投资 50% 股权。公司第三大股东为达晨财智，持股比例 7.15%。

图2：公司股权结构（截至 2023 年三季报）



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理





1.2. 业务构成：四大板块并驾齐驱

公司主营业务包括精密零部件生产和精密零部件加工两大类。零部件生产包括机械加工件和压铸件两种品类，其中机加件主要为各类非标不锈钢、铝、铁、铜制结构件，压铸件通过熔融金属液注模冷却形成，主要应用在汽车行业。

精密零部件生产业务主要面向半导体、工业自动化、汽车、轨道交通四大下游。精密零部件产品定制化程度高，公司面向不同行业、不同客户提供非标产品，以优异的品质和研发实力入选一众知名制造商供应体系，市场认可度高。

表1：公司主要产品情况

| 产品类型   | 应用下游      | 用途   | 示意图 |
|--------|-----------|--|-----|
| 真空泵类   | 半导体       | 真空泵类产品主要应用于真空泵上。真空泵是指利用机械、物理、化学或物理化学的方法对被抽容器进行抽气而获得真空的器件或设备。                 |     |
| 伺服电机轴类 | 半导体、工业自动化 | 公司加工的部件是伺服电机的输出端即电机轴。伺服电机是一种将电能转化为动能的装置，可进行精密的相位控制。                          |     |
| 自动化配件类 | 半导体、工业自动化 | 自动化配件类产品主要应用于自动化机器人、自动化产线。   |     |
| 机器人部品类 | 半导体、工业自动化 | 机器人部品类产品主要应用于工业机器人领域。  |     |
| 导轨滑块   | 半导体、工业自动化 | 公司生产的导轨滑块是实现直线导轨功能的重要组成部分。直线导轨可实现安装在其上部件的快速、精准、低损耗的运行，广泛应用于精密机床、半导体、医疗器械等领域。 |     |

|        |           |  |   |
|--------|-----------|--|---|
| 轴承座类   | 半导体、工业自动化 | 一般位于轴的两端，主要作用是支撑、固定轴承，使轴及其连接部件具有一定位置关系，另外轴承座一般带有密封装置从而减少轴承的污染              |  |
| 汽车类    | 汽车        | 汽车类产品主要用于安全带和卷收器、皮带装置上，主要作用是保护乘员、使传动系统更加稳定。                                |  |
| 火车减震器  | 轨道交通      | 火车减震器能够缓解铁轨不平带来的冲击，迅速吸收震动，减少颠簸，防止列车在高速运行时的出现故障及发生事故。                       |  |
| 电气连接器等 | 轨道交通      | 主要由牵引变流器、电抗器、辅助变流器、司控器、牵引电机、开关箱等组成。牵引系统采用矢量控制原理，具有牵引、电制动、故障诊断、导向安全和网络通讯等功能 |  |

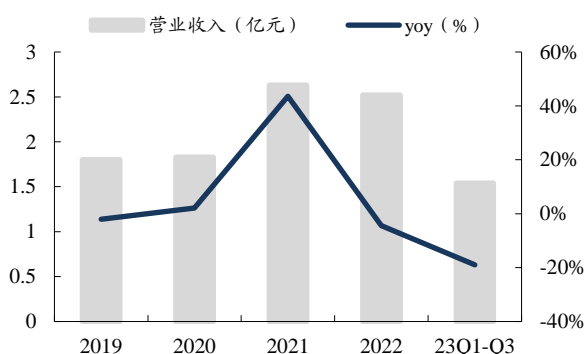
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所整理

### 1.3. 业绩分析：低景气度下短期承压，看好后续业绩修复

凭借优异的产品性能和成熟的客户关系，公司业绩总体保持增长态势。2019-2022年，公司营业收入从1.8亿元增长至2.52亿元，CAGR=11.87%；同期归母净利润从0.26亿元逐年增长至0.73亿元，CAGR=41.07%，显著快于同期营收增长。公司经营和盈利规模能够实现较快增长，主要系下游领域持续扩张，对精密零部件的需求稳步提升，尤其是半导体和工业自动化应用端的持续放量，同时公司有部分拆迁等非经常性收益。

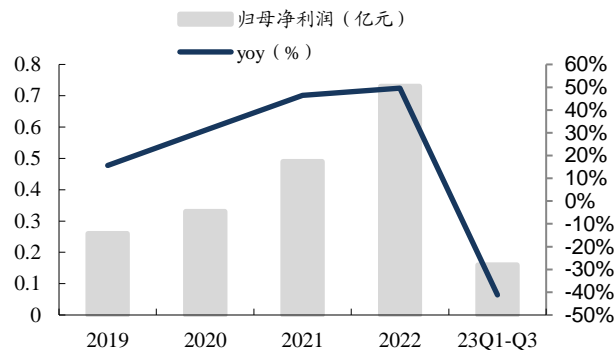
2023年前三季度公司实现营收1.54亿元、归母净利润0.16亿元，同比分别下滑18.97%、41.18%，主要系2023年上半年以来全球经济下行导致的市场需求减弱、客户订单减少。

图3：2019-2022年公司营业收入 CAGR=11.87%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2019-2022年公司归母净利润 CAGR=41.07%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

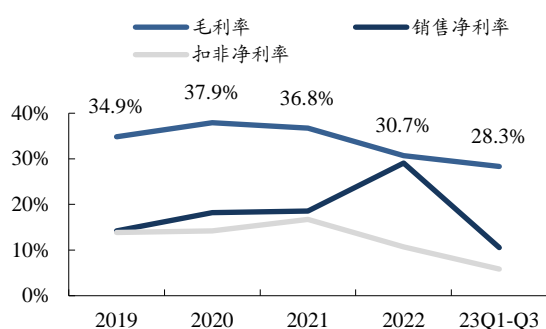
盈利能力承压，主要系产品结构变化。1) 从毛利率看，2019-2021年，公司毛利率



整体呈现上升趋势。但 2022 年以后，毛利率出现下滑，主要系全球需求下行，**毛利率较高的半导体产品订单减少幅度较大，导致公司产品结构变化、盈利能力下降。**2) 从销售净利率以及扣非净利率看，**扣非净利率在 2021 年后持续下滑，反映出盈利能力下降。**而销售净利率在 2022 年达到高点，系 2022 年发生了大额非经常性收益，主要为公司二工厂发生拆迁业务形成的资产处置利得。

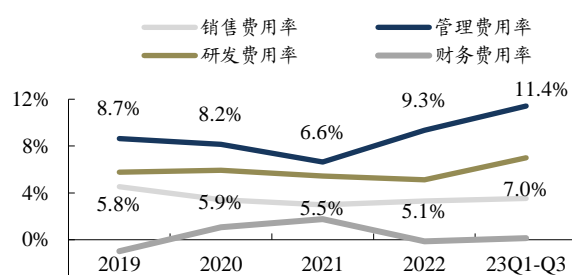
**费用管控方面，管理费用率和研发费用率提高。**管理费用率提高主要系销售收入下降导致基数减少，同时公司主动提高员工薪酬、引入管理人才，以应对需求下滑的挑战。研发费用率方面，2023Q1-Q3 公司研发费用为 1,074.91 万元，同比提高 9.31%，同期研发费用率也提高到 7%，反映出公司加大产品开发投入，培育核心竞争力。

图5：公司盈利能力有所下降（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：管理费用率高企，研发费用率提升（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

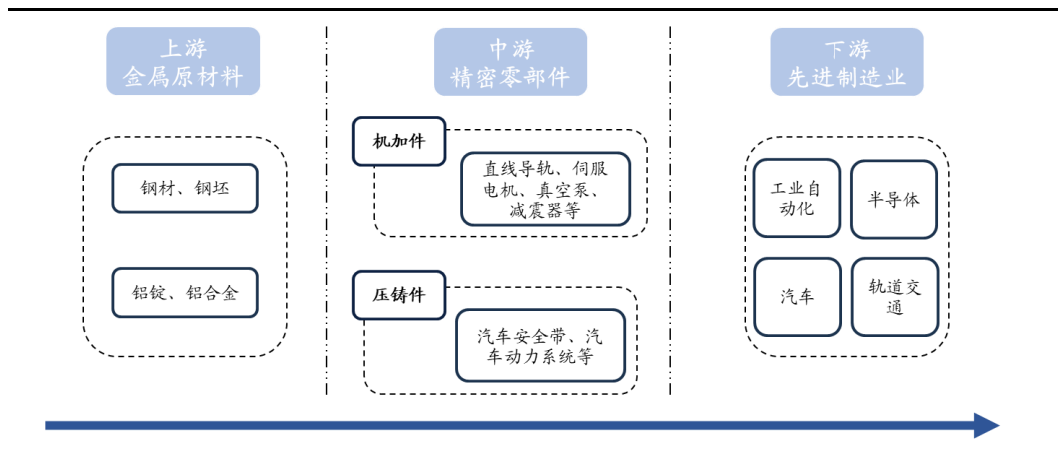
## 2. 行业分析：先进制造关键环节，技术铸就核心竞争力

### 2.1. 精密零部件：高端制造关键环节

**精密零部件是现代先进制造业的中间环节、中流砥柱。**在航空航天、汽车工业、医疗设备和半导体制造等领域，精密零部件都发挥着不可或缺的作用，其质量和精度直接影响到整个系统的性能和可靠性。随着先进制造技术的不断发展，对精密零部件的要求也在不断增加。

**公司位于产业链中游位置，**采购金属原材料进行加工，为下游设备制造商提供精密零部件产品，最终服务于汽车、半导体等领域的先进企业。

图7：精密零部件是先进制造业的关键中间环节



数据来源：东吴证券研究所整理

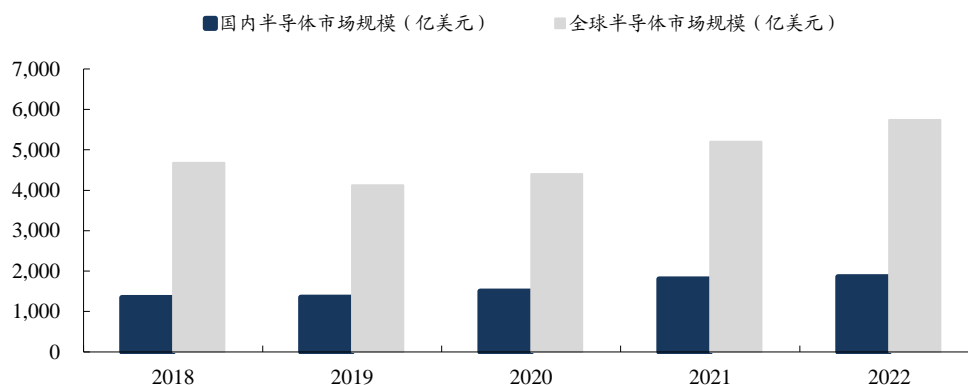
## 2.2. 市场空间：半导体+自动化打开增长天花板

精密机械加工和压铸业务的市场规模主要取决于其下游应用领域的市场需求，公司主要产品的应用领域主要集中在工业自动化、汽车、半导体、轨道交通等行业，具有市场容量大、增速较快、政策支持等优势，为公司业绩增长提供广阔土壤。

### 2.2.1 半导体：国民经济支柱产业，国产替代空间较大

半导体产业是现代科技的核心产业，随着我国工业化信息化的建设，我国成为全球半导体的主要消费市场和主要增长动力。2018-2022 年全球半导体行业市场规模为从 4688 亿美元增长到 5741 亿美元，复合增速 5.1%；同期中国半导体行业市场规模为从 1628 亿美元增长到 1855 亿美元，2022 年中国占全球市场规模比重为 32.3%，为全球最大的半导体市场。

图8：2018-2022 年中国及全球半导体市场规模变化（单位：亿美元）



数据来源：WATS, CSIA, 东吴证券研究所



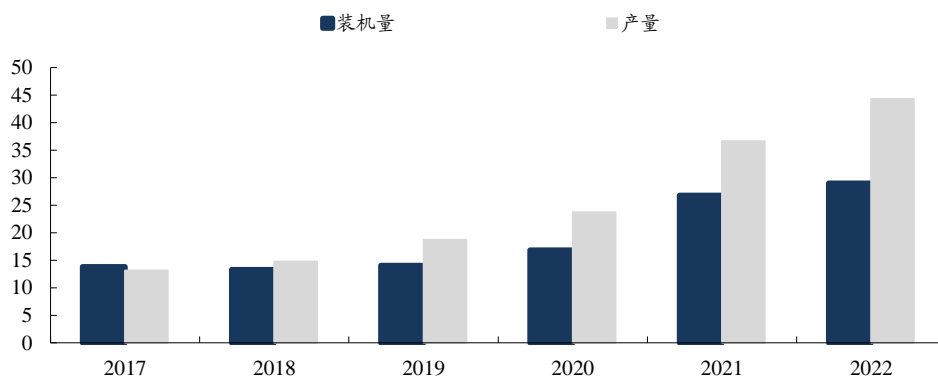
同时，半导体国产替代空间较大。根据海关统计，2021 年中国进口集成电路 6354.8 亿元，同比增长 16.9%；出口 3107 亿元，进出口差额近 3000 亿元，贸易逆差高企，尤其部分核心高端产品仍依赖于进口。在经济发展需要和政策指引下，国内自主半导体制造商将迎来进一步发展，半导体生产线设备需求将进一步扩大，这也为上游精密金属制造行业提供了广阔的市场空间。

### 2.2.2 工业自动化：制造业转型升级方向，下游持续起量

在供给侧结构性改革及产业升级的需求下，工业自动化成为制造业转型升级的必然方向。工业机器人及数控机床是公司产品的主要承载主体，也是重要的智能装备品类。随着技术的成熟以及场景端的开拓，工业自动化领域的市场规模正在不断拓展。

数控机床是未来机床控制技术的发展方向，也是工业自动化的基础装备。2017-2022 年，国内数控机床市场规模从 3030 亿元增长到 3825 亿元，未来预计将持续保持增长态势；工业机器人是未来制造业竞争的制高点，国内工业机器人推广进度取得了长足进步。2017-2022 年，国内工业机器人装机量从 13.8 万台增加到 29.03 万台，产量从 13.1 万台提高到 44.3 万台，成为工业自动化的重要载体。

图9：2017-2022 年国内工业机器人装机量及产量（单位：万台）

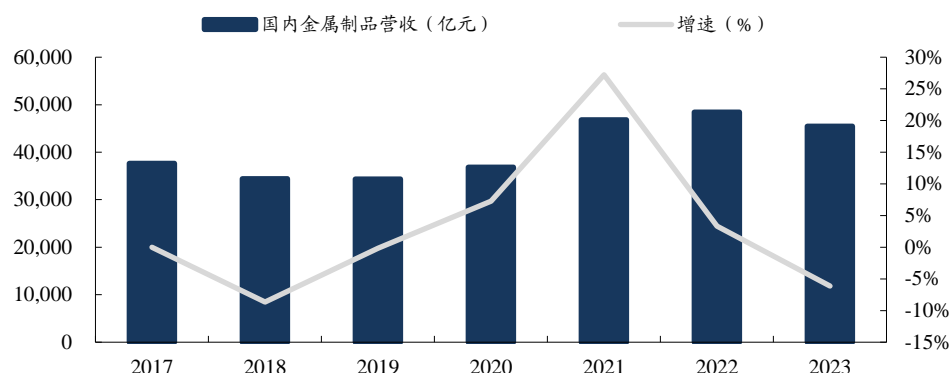


数据来源：国家统计局，国际机器人联合会，东吴证券研究所

### 2.3. 竞争格局：万亿市场竞争激烈，产品性能筑牢护城河

作为制造业的中间环节，金属制造业市场规模庞大。随着我国工业技术的迅速发展以及行业结构的不断优化调整，下游行业对金属产品需求迅速增长，金属零部件行业在规模或技术方面均得到了快速的发展。据国家统计局数据，2023 年我国金属制品业营业收入达到约 45442 亿元，后续将维持在该量级。

图10：2017-2023 年国内金属制品业营收（单位：亿元）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

**金属制造业规模大、厂商多，但市场集中度不高。**截至 2018 年末，全行业企业数量近 2.4 万家，行业内企业平均年收入约为 1.4 亿元，规模有限。行业内专业从事金属制造服务的企业多为民营类企业，其资金实力、技术装备及生产工艺等综合性实力偏弱，总体上，可以分为三大梯队：

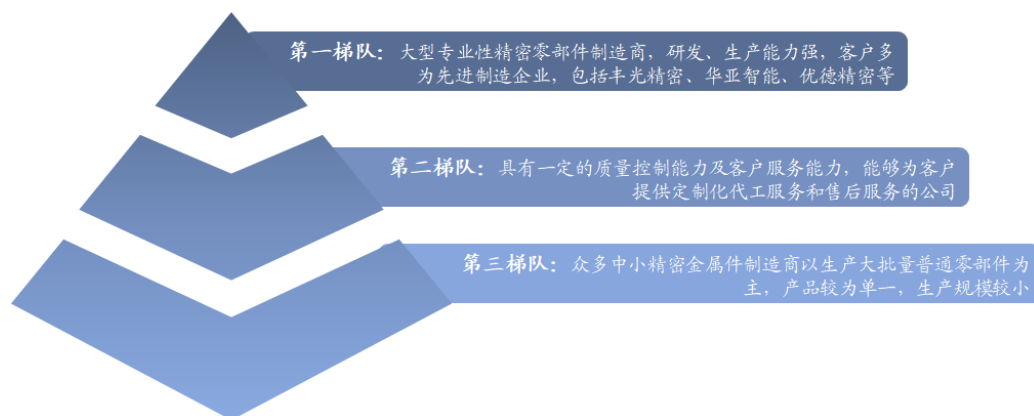
**1) 第一梯队：**大型专业性精密零部件制造商，研发、生产能力强，客户多为先进制造企业。该梯队企业可持续满足产品技术改进，在客户粘性上占有明显的竞争优势，拥有较大市场份额。公司就属于第一梯队。

**2) 第二梯队：**具有一定的质量控制能力及客户服务能力，能够为客户提供定制化代工服务和售后服务的公司，该梯队公司有向第一梯队发展的潜力，但同时面临行业出清的压力。

**3) 第三梯队：**众多以生产大批量普通零部件为主的中小精密金属件制造商，产品较为单一，生产规模较小，是厂商数量中的主体。

**行业集中度提高成为发展趋势。**随着我国制造业的整体升级，大量第三梯队厂商将逐步被淘汰，而具备一定规模和实力的第一梯队厂商能够逐步扩大市场份额，提升在行业内的影响力，并最终树立自己的品牌。

图11：精密零部件行业梯队格局



数据来源：东吴证券研究所整理

高精度、高粘度的需求特点决定不同下游之间、高端市场内部竞争烈度有限，技术壁垒较高。精密金属零部件制造下游应用领域丰富，针对不同下游行业领域的金属制造企业间竞争较少。同时，受技术水平、研发实力、设备先进程度等因素影响，同一应用领域内的市场竞争激烈程度随着产品性能要求的提高而逐渐降低。公司高度重视研发投入，在细分领域没有直接竞争对手，被取代风险较小。例如，公司为安川加工转子芯轴，转速最高达到 14000 转/分，精度要求达到 0.001mm 级，远高于行业标准 0.02mm 级。

### 3. 公司优势：产品+客户筑牢业绩保障，谐波有望打造第二曲线

#### 3.1. 技术+品控，产品精度领先、质量稳定

产品精度与性能是精密零部件厂商的核心竞争力。公司作为细分领域的领军企业，在加工精度、加工表面质量以及不良率方面表现优异，甚至与同行业产品存在数量级的差距。例如，公司为日本山洋生产轴承圈，其加工精度保持在 0.006mm，高于同行业标准 70%；同时不良率保证在 3%，远优于同行业标准 20%。精度领先、质量稳定的产品，是公司赢得客户认可的核心因素。

表2：公司部分产品与同行业关键指标对比

| 产品名称              | 参数类别 | 发行人批量指标          | 同行业状况     |
|-------------------|------|------------------|-----------|
| 英国埃地沃兹真空泵用 EM 轴   | 加工精度 | 0.01-0.02mm 加工精度 | 0.03mm 左右 |
| 日本 THK 精密滚珠丝杠用联轴器 | 加工精度 | 0.01mm 加工精度      | 0.03mm 左右 |
| 日本安川电机芯轴          | 加工精度 | 端面跳动精度 0.002mm   | 0.02mm 左右 |
| 日本电产液压系统电机轴       | 加工精度 | 加工精度稳定 0.006mm   | 0.01mm 左右 |
| 中国中车减震器部件         | 加工精度 | 0.005mm 加工精度     | 0.01mm    |

|                  |        |                             |           |
|------------------|--------|-----------------------------|-----------|
| 日本山洋轴承圈          | 加工精度   | HRC60° 保证 0.006mm 加工精度      | 0.02mm    |
| 德国 FESTO 的 DFM 板 | 加工精度   | 孔精度保证 0.01mm                | 0.02mm    |
| 日本安川不锈钢芯轴        | 加工精度   | 0.2-0.6 粗糙度下 0.9mm 气密性      | 2.0mm     |
| 中车减震器部件          | 加工表面质量 | RA0.1-RA0.2 粗糙度             | RA0.4 粗糙度 |
| 日本山洋轴承圈          | 不良率    | HRC60° 保证 0.006mm 加工不良率为 3% | 20%       |
| 日本 THK 滑块        | 不良率    | 小于 1%                       | 3%        |

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所整理

公司产品优异的性能表现主要系两点原因：

**1) 公司成立之初作为日资配套企业，技术起点高、要求严。**精密机械加工和压铸行业的生产个性化需求明显，对技术能力和加工设备要求较高，存在明显的工艺壁垒。公司成立之初为日资配套加工企业，得以从日方引进成熟的生产工艺，为后续研发奠定良好的基础。同时，公司还引进了先进生产设备，并具备丰富的设备操控经验，使各类先进的生产设备均能发挥出最佳的运行效果。在与日资等国际领先企业合作的过程中，公司也始终满足、超越客户的高要求，不断推动技术迭代。

**2) 品控体系完善，实现有效的工艺积累和改进。**除了先进的技术能力外，实现批量化的精密制造加工还需要建立科学有效的生产工艺流程和品质管控制度。通过建立完善的品控体系和生产流程，公司充分发挥一线员工的实践经验，形成诸多专利与经验积累，提升了工作效率，提高加工质量，降低了错误率和废品率。

### 3.2. 高要求决定高粘性，绑定优质客户资源

公司客户多为大规模、高技术、行业领先的优质客户，包括日本 THK、安川电机、英国埃地沃兹等。客户的经营稳定且增长性强，为公司业绩增长提供持续动能。同时，国际客户的技术要求高，促使企业提高生产标准、改进工艺流程，以优质产品赢得客户认可，并提高了公司产品在国际市场上的知名度。

表3：公司部分主要客户情况

| 客户名称   | 客户行业地位                            | 公司产品         | 公司产品重要性            |
|--------|-----------------------------------|--------------|--------------------|
| 日本 THK | 直线运动导轨开发先驱，全球市占率达 60%             | 导轨滑块轴承座      | 直线运动导轨组装后的核心部件     |
| 日本安川电机 | 全球知名伺服电机及工业机器人制造厂家，世界机器人四大家族之一    | 伺服电机主轴、机器人部品 | 电机质量的决定性部件之一       |
| 英国埃地沃兹 | 世界 500 强阿特拉斯旗下，真空泵产品国内市场占有率高达 60% | 真空泵部件        | 半导体真空产品及控制系统中的核心部件 |
| 德国费斯托  | 著名气动和电动元件、组件和系统的生产厂商，自动化领域全球前列    | 电动、气动零件      | 电动及气动设备的关键部件       |
| 法国阿尔斯通 | 全球轨道交通、电力设备和电力传输基础设施领域的领先企业       | 减震器核心配件      | 减震器主件保证减震器的性能、运行质量 |

|        |                                  |                |                |
|--------|----------------------------------|----------------|----------------|
| 中国中车   | 全球规模领先、品种齐全、技术一流的轨道交通装备供应商       | 电气、减振、制动等产品    | 高铁列车核心系统组成部分   |
| 中国均胜电子 | 全球 30 大汽车供应商之一、全球汽车安全系统领域的第二大供应商 | 汽车安全带转轴、安全气囊底壳 | 汽车乘员安全系统核心部件   |
| 美国岱高   | 汽车、卡车、建筑、农业和工业领域发动机驱动系统全球领先      | 汽车发动机涨紧支臂      | 汽车动力系统安全核心部件之一 |

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所整理

**供应商资质认定严格，粘性高、合作稳定。**精密机械加工件和压铸件作为基础装备，在很大程度上会影响下游成型装备的质量、性能和使用寿命。因此下游知名企业对供应商的要求非常严格，对产品质量、可靠性、研发与测试能力、制造设备的先进性及保养状况等各方面都予以考察。正式纳入供应体系后，为保证产品品质及交付的可靠性和稳定性，一般会保持长期合作关系，从而形成了高度的客户资源壁垒。

**公司产品广受认可，多次获评优秀供应商。**公司通过供应商资质认定后，产品广受认可，成为众多知名企业的优秀供应商，便于推进与客户的进一步深度合作，巩固客户关系。例如，公司获评安川优秀供应商奖，阿尔斯通优秀供应商。

3.3. 研发布局谐波减速器，打造第二增长曲线

**谐波减速机下游广阔，是工业机器人、服务机器人等先进行业的核心部件。**谐波减速机是精密减速机的一种，是实现精密操作的必要部件，可广泛应用于工业机器人、服务机器人、数控机床、光伏设备、医疗器械等多个行业和领域。**公司产品对标国际巨头哈默纳科，目标国际一流。**国内谐波减速机行业起步晚、起点低，主流国际品牌仍在全球谐波减速机行业中占据市场主导地位。谐波减速机领域的国际巨头为日本哈默纳科，国内优秀企业包括绿的谐波、来福谐波等。公司自研发立项之初，即致力于深入学习国际产品，对标国际一流水平，提高国产谐波减速机竞争力。

**公司凭借与安川的合作关系，有望成为首个进入国际机器人供应体系的谐波减速机厂商。**目前国内已经上市的谐波减速机产品标准以满足国内机器人厂商要求为主，还未能进入国际四大机器人厂商供应链。而公司在研产品主要面对的客户为以安川电机为代表的国际四大机器人厂商，在原材料选择、热处理工艺、减速机齿形的加工工艺车测量等关键环节采用日系加工技术和标准。研发期间，安川电机与山洋电机均多次与公司进行技术和商务沟通，产品测试与试制完成后，有望进入其供应体系。

**目前公司谐波减速机研发进度良好。**2024 年 3 月，公司通过增发预案，拟为“年产 30 万套谐波减速器生产项目”募集资金约 2.5 亿元，用于新建谐波减速器生产车间，并配套购置相关先进生产、检测设备，加快谐波减速器科研成果转化与产业化落地，项目建设期 2 年，建成后公司将形成年产 30 万套谐波减速器的规模化生产能力。



图12：公司 2024 年定增具体项目情况

| 单位：万元 |                   |           |           |
|-------|-------------------|-----------|-----------|
| 序号    | 项目名称              | 项目投资总额    | 拟投入募集资金   |
| 1     | 年产 30 万套谐波减速器生产项目 | 25,085.03 | 25,085.03 |
| 2     | 研发中心建设项目          | 3,370.00  | 3,370.00  |
| 3     | 补充流动资金            | 2,500.00  | 2,500.00  |
| 合计    |                   | 30,955.03 | 30,955.03 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

核心假设：

(1) 产品业务：受益于汽车&半导体等多领域的拓展，我们预计公司 2023-2025 年产品业务营收分别为 1.97/2.19/2.52 亿元，毛利率为 29%/30%/31%。

(2) 产品加工业务：我们预计公司产品加工业务短期承压，中长期向好，2023-2025 年业务营收分别为 0.26/0.28/0.31 亿元，毛利率为 32%/32%/32%。

盈利预测：

基于上述假设，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 2.31/2.54/2.90 亿元，综合毛利率分别为 30.6%/31.3%/32.0%。

图13：收入成本表（百万元/%）

|          | 2020   | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
|----------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 产品收入     | 162.28 | 219.55  | 212.04  | 197.31  | 219.01 | 251.87 |
| YoY      |        | 35.29%  | -3.42%  | -6.94%  | 11.00% | 15.00% |
| 毛利率      | 37.43% | 34.42%  | 28.82%  | 29.00%  | 30.00% | 31.00% |
| 产品加工业务收入 | 15.95  | 34.90   | 32.79   | 26.20   | 28.03  | 30.84  |
| YoY      |        | 118.79% | -6.05%  | -20.09% | 7.00%  | 10.00% |
| 毛利率      | 32.96% | 45.54%  | 34.35%  | 32.00%  | 32.00% | 32.00% |
| 其他业务     | 5.13   | 8.81    | 6.83    | 7.00    | 7.00   | 7.00   |
| YoY      |        | 71.72%  | -22.42% | 2.44%   | 0.00%  | 0.00%  |
| 毛利率      | 69.07% | 59.92%  | 71.33%  | 70.00%  | 70.00% | 70.00% |
| 收入合计     | 183.36 | 263.26  | 251.66  | 230.51  | 254.05 | 289.70 |
| YoY      |        | 43.57%  | -4.41%  | -8.40%  | 10.21% | 14.03% |
| 营业成本     | 113.82 | 166.52  | 174.41  | 160.01  | 174.47 | 196.86 |
| 综合毛利率    | 37.93% | 36.75%  | 30.69%  | 30.59%  | 31.32% | 32.05% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所



公司为机加工行业龙头，且下游领域涉及汽车、半导体零部件、谐波减速器等，故我们选取国内汽车领域 1 家上市公司广东鸿图；半导体零部件领域 1 家上市公司华亚智能；谐波减速器领域 1 家上市公司绿的谐波作为可比公司。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.36/0.42/0.51 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 72/61/51 倍。公司主业稳定增长，且有望切入谐波减速器赛道，同时 2023-2024 年估值低于行业平均水平，故首次覆盖给予“增持”评级。

表4：可比公司估值（截至 2024/4/1 收盘价）

| 股票<br>代码  | 公司   | 股价    | 市值   | 归母净利润（亿元） |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|-------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      | (元)   | (亿元) | 2023E     | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 688017.SH | 绿的谐波 | 121.7 | 205  | 1.08      | 1.72  | 2.68  | 190   | 119   | 77    |
| 002101.SZ | 广东鸿图 | 13.5  | 90   | 4.23      | 5.52  | 6.30  | 21    | 16    | 14    |
| 003043.SZ | 华亚智能 | 39.6  | 32   | 1.08      | 1.70  | 2.46  | 83    | 53    | 36    |
|           | 平均   |       |      |           |       |       | 106   | 68    | 45    |
| 430510.BJ | 丰光精密 | 19.8  | 26.0 | 0.36      | 0.42  | 0.51  | 72    | 61    | 51    |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：广东鸿图/华亚智能为 Wind 一致预期，绿的谐波为东吴研究所预测）

5. 风险提示

- 1) 下游乘用车销量不及预期。若下游乘用车需求及销量复苏不及预期，则可能会导致公司汽车零部件业务营收不及预期，影响公司最终业绩。
- 2) 原材料价格上涨超出预期。原材料价格波动将对公司采购价格产生一定影响，进而影响到公司生产成本和利润。
- 3) 新业务拓展进度不及预期。谐波减速器等新业务拓展不及预期，最终影响公司未来业绩。

## 丰光精密三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      | 2022A      | 2023E      | 2024E      | 2025E      | 利润表 (百万元)       | 2022A      | 2023E      | 2024E      | 2025E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>173</b> | <b>219</b> | <b>285</b> | <b>373</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>252</b> | <b>231</b> | <b>254</b> | <b>290</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 53         | 133        | 148        | 258        | 营业成本(含金融类)      | 174        | 160        | 174        | 197        |
| 经营性应收款项          | 69         | 50         | 80         | 69         | 税金及附加           | 2          | 2          | 2          | 2          |
| 存货               | 47         | 33         | 55         | 44         | 销售费用            | 8          | 6          | 7          | 8          |
| 合同资产             | 0          | 0          | 0          | 0          | 管理费用            | 24         | 19         | 21         | 23         |
| 其他流动资产           | 3          | 2          | 2          | 2          | 研发费用            | 13         | 10         | 10         | 12         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>330</b> | <b>330</b> | <b>329</b> | <b>326</b> | 财务费用            | 0          | (1)        | (2)        | (3)        |
| 长期股权投资           | 0          | 0          | 0          | 0          | 加:其他收益          | 3          | 3          | 3          | 4          |
| 固定资产及使用权资产       | 190        | 190        | 188        | 186        | 投资净收益           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 在建工程             | 79         | 79         | 79         | 79         | 公允价值变动          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 无形资产             | 34         | 34         | 34         | 34         | 减值损失            | (1)        | 0          | 0          | 0          |
| 商誉               | 0          | 0          | 0          | 0          | 资产处置收益          | 39         | 1          | 0          | 0          |
| 长期待摊费用           | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>营业利润</b>     | <b>72</b>  | <b>39</b>  | <b>46</b>  | <b>55</b>  |
| 其他非流动资产          | 28         | 28         | 28         | 28         | 营业外净收支          | 7          | 0          | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>503</b> | <b>549</b> | <b>613</b> | <b>699</b> | <b>利润总额</b>     | <b>79</b>  | <b>39</b>  | <b>46</b>  | <b>55</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>54</b>  | <b>54</b>  | <b>56</b>  | <b>60</b>  | 减:所得税           | 6          | 3          | 3          | 4          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 28         | 28         | 28         | 28         | <b>净利润</b>      | <b>73</b>  | <b>36</b>  | <b>42</b>  | <b>51</b>  |
| 经营性应付款项          | 21         | 23         | 25         | 30         | 减:少数股东损益        | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 合同负债             | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>73</b>  | <b>36</b>  | <b>42</b>  | <b>51</b>  |
| 其他流动负债           | 5          | 3          | 3          | 3          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.56       | 0.27       | 0.32       | 0.39       |
| 非流动负债            | 56         | 66         | 86         | 116        | EBIT            | 33         | 37         | 43         | 52         |
| 长期借款             | 49         | 59         | 79         | 109        | EBITDA          | 50         | 58         | 65         | 75         |
| 应付债券             | 0          | 0          | 0          | 0          | 毛利率(%)          | 30.69      | 30.59      | 31.32      | 32.05      |
| 租赁负债             | 0          | 0          | 0          | 0          | 归母净利率(%)        | 29.08      | 15.66      | 16.68      | 17.71      |
| 其他非流动负债          | 7          | 7          | 7          | 7          | 收入增长率(%)        | (4.41)     | (8.40)     | 10.21      | 14.03      |
| <b>负债合计</b>      | <b>110</b> | <b>120</b> | <b>142</b> | <b>176</b> | 归母净利润增长率(%)     | 49.58      | (50.66)    | 17.34      | 21.07      |
| 归属母公司股东权益        | 393        | 429        | 472        | 523        |                 |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 0          | 0          | 0          | 0          |                 |            |            |            |            |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>393</b> | <b>429</b> | <b>472</b> | <b>523</b> |                 |            |            |            |            |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>503</b> | <b>549</b> | <b>613</b> | <b>699</b> |                 |            |            |            |            |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 重要财务与估值指标       | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 57    | 90    | 14    | 101   | 每股净资产(元)        | 2.99  | 3.26  | 3.58  | 3.97  |
| 投资活动现金流     | (121) | (19)  | (20)  | (20)  | 最新发行在外股份(百万股)   | 132   | 132   | 132   | 132   |
| 筹资活动现金流     | 66    | 10    | 20    | 30    | ROIC(%)         | 7.57  | 7.04  | 7.33  | 7.88  |
| 现金净增加额      | 1     | 80    | 14    | 111   | ROE-摊薄(%)       | 18.62 | 8.41  | 8.98  | 9.81  |
| 折旧和摊销       | 18    | 20    | 21    | 22    | 资产负债率(%)        | 21.87 | 21.81 | 23.10 | 25.23 |
| 资本开支        | (121) | (19)  | (20)  | (20)  | P/E (现价&最新股本摊薄) | 35.58 | 72.11 | 61.46 | 50.77 |
| 营运资本变动      | (3)   | 34    | (50)  | 27    | P/B (现价)        | 6.62  | 6.07  | 5.52  | 4.98  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>