

斯菱股份 (301550)

证券研究报告

2024年06月12日

汽车后市场稳健增长，机器人贡献估值弹性

公司主营汽车轴承，主要针对的是海外的汽车后市场(后市场收入占比90%左右，海外收入占比70%左右)。公司成立于2004年，通过内生发展+外延并购，逐步形成了以轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承和圆锥轴承4个系列为主要产品，以海外贸易商、独立品牌商为客户的结构。近些年在产品结构和客户结构优化下，实现了利润率稳步提升，毛利率从19年的24%提升至23年的32%，净利率从19年的8%提升至23年的20%。从产品端看，轮毂轴承单元毛利率高于轮毂轴承，从客户端看，品牌商高于贸易商。

轴承：从全球和全品类看市场空间大集中在海外八大家，但其中后市场轴承格局分散。

- ✓ **市场空间：**全球轴承市场高达千亿美元，在国内市场，汽车轴承占比约4成。
- ✓ **竞争格局：**世界轴承市场70%的份额被八大跨国轴承集团垄断(而中国市场在全球市场份额中以20%的占比也占据一席之地，以中低端市场为主。单看汽车后市场轴承，欧美市场合计占比60%+，美国市场下游集中，欧洲分散。我们认为由于贸易商的存在和全球采购的因素，汽车后市场轴承格局分散。

核心看点：主业稳健增长，机器人贡献增长弹性和估值期权。

- ✓ **主业：**公司所在赛道具备出海和稳健增长的属性，公司自身正处于产能扩张期(募投项目+泰国工厂三期)。同行对比下来，公司较海外竞争对手的优势在于盈利能力(本质是成本控制能力)，较国内同行优势在于收入结构(海外占比更高)和产品体系(公司型号高达6000种+，某同行日常生产流转的则超过3000余种)。
- ✓ **新业务：**公司基于看好机器人产业+自身协同优势(同属于精密零部件制造，部分研发技术和设备可共用)，进军机器人行业，产品定位为谐波减速器、丝杠、执行器模组，其中谐波目前处于产能扩张阶段，预计24Q3达到量产标准。

投资建议：我们预计公司24-26年实现收入8.7、10.3、12.4亿元，YOY+18%、18%、20%，归母净利润分别为2.1、2.5、3.0亿元，YOY+38%、21%、21%。看好公司在汽车后市场轴承赛道稳健增长，新业务谐波减速器、丝杠等贡献后续增长弹性，给予“买入”评级。

风险提示：国际贸易摩擦，产能扩张不及预期，大客户订单不及预期，公司近日股价波动较大风险，机器人产品批量出货有不确定性，公司市值较小，测算具有主观性。

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	46.36元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	110.00
流通A股股本(百万股)	27.50
A股总市值(百万元)	5,099.60
流通A股市值(百万元)	1,274.90
每股净资产(元)	14.92
资产负债率(%)	17.23
一年内最高/最低(元)	62.88/24.44

作者

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	749.74	738.12	872.72	1,031.90	1,237.37
增长率(%)	4.90	(1.55)	18.23	18.24	19.91
EBITDA(百万元)	166.59	213.61	241.31	286.51	345.34
归属母公司净利润(百万元)	122.57	149.74	206.05	248.88	300.52
增长率(%)	35.15	22.16	37.60	20.79	20.75
EPS(元/股)	1.11	1.36	1.87	2.26	2.73
市盈率(P/E)	41.60	34.06	24.75	20.49	16.97
市净率(P/B)	9.88	3.19	2.93	2.67	2.42
市销率(P/S)	6.80	6.91	5.84	4.94	4.12
EV/EBITDA	0.00	17.73	15.27	12.30	9.68

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 斯菱股份：主营汽车后市场轴承，近些年利润复合增速达 50%+	4
1.1. 公司主营汽车轴承，内生发展+外延并购，逐步拓展产品线和客户群.....	4
1.2. 股权结构集中，截至 24Q1 末实控人持股 37.66%.....	5
1.3. 经营数据：近些年收入复合增速 20%+，利润复合增速 50%+.....	5
1.4. 公司海外收入占比较高，客户以贸易商、独立品牌商为主.....	7
2. 轴承市场：全球市场高达千亿美元，售后市场格局较分散，但毛利率较高	8
2.1. 全球轴承市场空间达千亿美元，汽车为最大下游.....	8
2.2. 欧美在汽车后市场合计占比全球 60%+，北美格局集中，欧洲分散.....	8
3. 核心看点：主业轴承稳健增长，机器人贡献估值弹性	9
3.1. 汽车后市场本身属性，叠加公司扩产加速，业绩有望继续稳健增长.....	9
3.2. 对比海外竞对，斯菱利润率更高，对比国内竞对，斯菱海外收入占比更高，出海属性更纯.....	10
3.3. 公司定位谐波减速器&丝杠，机器人赛道有望贡献增长期权.....	11
4. 盈利预测与投资建议	11
4.1. 盈利预测.....	11
4.2. 投资建议.....	12
5. 风险提示	12

图表目录

图 1：斯菱股份产品在汽车中的位置.....	4
图 2：斯菱股份发展历程.....	4
图 3：斯菱股份结构图（子公司根据 23 年报，持股比例根据 24Q1 财报）.....	5
图 4：斯菱股份营业收入、归母净利润、同比增速（亿元，%）.....	5
图 5：斯菱股份毛利率、净利率（%）.....	5
图 6：斯菱股份轮毂轴承、轮毂轴承单元.....	6
图 7：斯菱股份分产品收入占比(%).....	7
图 8：斯菱股份分产品毛利率情况（%）.....	7
图 9：斯菱股份售后/主机配套收入占比（%）.....	7
图 10：斯菱股份收入按客户类型分类（%）.....	8
图 11：斯菱股份境内/外客户收入占比（%）.....	8
图 12：2015 年美国四大连锁汽配品牌合计市占率（%）.....	9
图 13：斯菱股份主要行业内知名客户情况.....	10
图 14：斯菱股份客户结构（亿元）.....	10
图 15：斯菱股份和国内竞争对手收入对比（亿元、%）.....	11

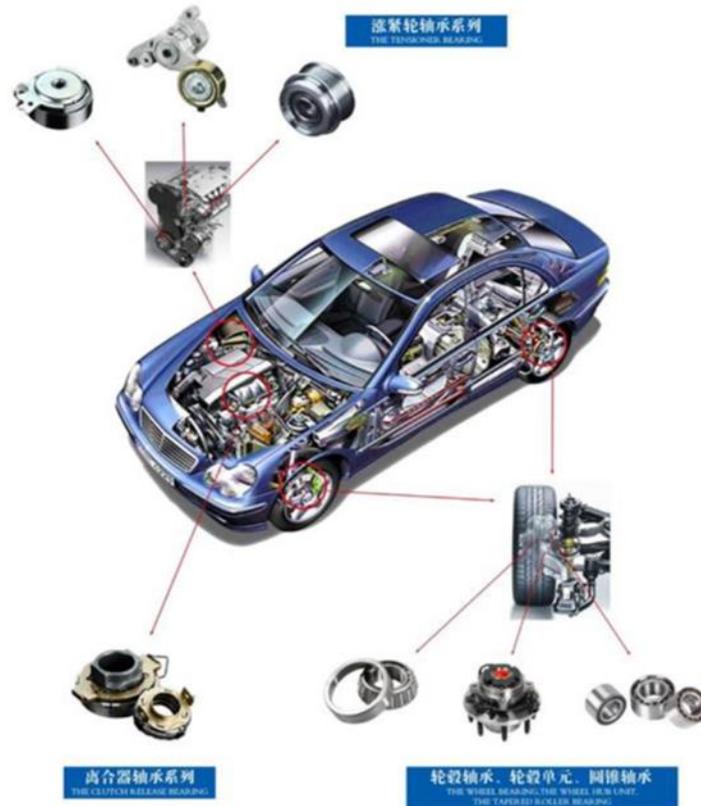
图 16：斯菱股份盈利预测（亿元、%） 11

1. 斯菱股份：主营汽车后市场轴承，近些年利润复合增速达 50%+

1.1. 公司主营汽车轴承，内生发展+外延并购，逐步拓展产品线和客户群

公司主要产品可分为轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承和圆锥轴承等 4 个系列。公司成立于 2004 年，早期主要产品为第一代汽车轮毂轴承和圆锥轴承，2010 年在第一代轮毂轴承上，开发并生产了第二代、第三代轮毂轴承单元。2017 年通过收购优联轴承，产品线新增了离合器、涨紧轮及惰轮轴承。

图 1：斯菱股份产品在汽车中的位置



资料来源：斯菱股份招股说明书、天风证券研究所

公司成立之初销售模式为主要依靠贸易商将产品销售到境外，开拓客户方式为参加境外各类展会、全球有影响力的大型汽配展会。2019 年公司通过收购开源轴承，客户群从欧洲、亚洲拓展到了北美。

图 2：斯菱股份发展历程



资料来源：斯菱股份招股说明书、天风证券研究所

1.2. 股权结构集中，截至 24Q1 末实控人持股 37.66%

公司实控人为姜岭、姜楠，截至 2024 年一季度合计持股比例在 37.66%。其中董事长姜岭持股 32.97%，其女儿姜楠持股比例 4.69%，公司持股结构稳定而集中。

图 3：斯菱股份股权结构图（子公司根据 23 年报，持股比例根据 24Q1 财报）



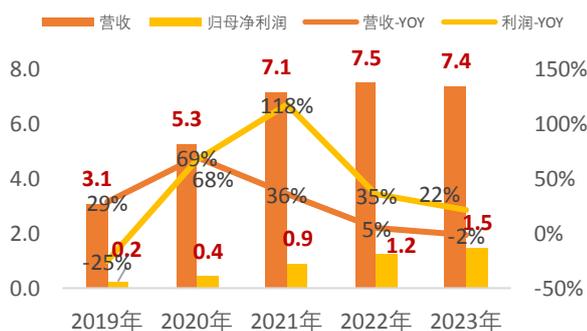
资料来源：斯菱股份招股说明书、Wind、天风证券研究所

1.3. 经营数据：近些年收入复合增速 20%+，利润复合增速 50%+

公司 23 年营收 7.4 亿元，19-23 年 CAGR=24%，归母净利润 1.5 亿元，19-23 年 CAGR=57%。2023H1 公司营业收入同比下降，下半年营业收入随着市场行情回暖增长，全年营业收入下降幅度收窄至 1.55%。

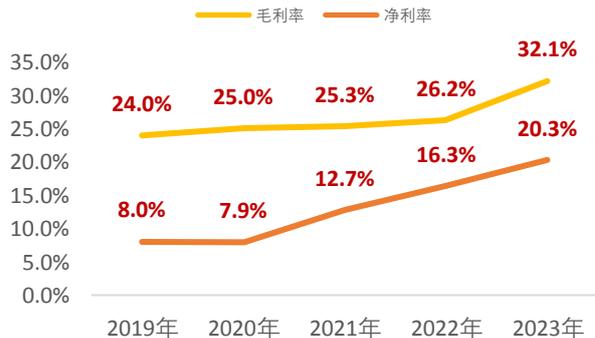
公司近些年利润率处于上升趋势，23 年毛利率达 32.1%，净利率 20.3%。因公司对发展战略的适时把握,对客户和产品结构的合理调整，以及新产品的陆续落地，2023 年公司销售毛利率增长。

图 4：斯菱股份营业收入、归母净利润、同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：斯菱股份毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

轮毂轴承和轮毂轴承单元是收入大头。22 年轮毂轴承和轮毂轴承单元分别占比 27%、45%，合计占比达 72%。

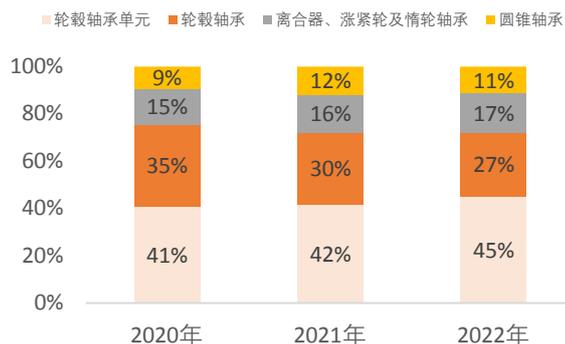
图 6：斯菱股份轮毂轴承、轮毂轴承单元

产品类型	产品细分	产品图示	结构特点	主要优势
轮毂轴承单元	第二代轮毂轴承单元		第二代轮毂轴承单元是第一代轮毂轴承的升级版、集成版，在具有第一代轮毂轴承的产品特点外，二代产品外圈集成安装法兰，将轮毂轴承外圈与悬架或者刹车盘相配合的部件制成一体	相比于前代轮毂轴承，第二代轮毂轴承单元集成度更高，结构更简单，部件更少，重量更轻，刚性好，安装更便，同时由于集成化的原因，产品使用时安装精确度也会大大增加
	第三代轮毂轴承单元		第三代轮毂轴承单元产品是第二代轮毂轴承单元的升级版、集成版，在具有第二代轮毂轴承单元的产品特点外，三代品内外圈都集成法兰，可直接通过螺栓连接于悬架、安装到刹车盘和轮毂上	相比于第二代轮毂轴承单元，第三代轮毂轴承单元集成度更提升了一个台阶，产品安装的便捷度和精确度也有所提升。同时多数产品集成有内置轮速传感器部件，使产品结构更加紧凑，实现了产品的轻量化、机电一体化，这种产品也已成为发展趋势
轮毂轴承	第一代轮毂轴承（锥）		第一代轮毂轴承独立的旋转体，由两套或多套角接触球轴承或圆锥滚子轴承组成，包含外圈、内圈、滚动体、保持架等四大件，将原两套分立的角接触球轴承或圆锥滚子轴承集成为一套外圈整体式、内圈背对背的组合 根据轴承内置滚动体的不同，轮毂轴承可分为两类，第一代轮毂轴承（锥）的内置滚动体为圆锥体，第一代轮毂轴承（球）的内置体为滚珠两种轮毂轴承性能略有不同，第一代轮毂轴承（锥）是点接触，承受载荷较小，但是转速比较高；第一代轮毂轴承（球）是线接触，承载能力强，但是转速相对低一些	第一代汽车轮毂轴承出厂前预先设定好最佳工作游隙，使用安装时无需调整，具有组装性能好、内置游隙免调整、重量轻、结构紧凑、承载能力强等特点，且产品内部填充有高性能润滑脂、集成高性能密封件，省略了外部密封，实现了产品的免维护
	第一代轮毂轴承（球）			

资料来源：斯菱股份招股说明书、天风证券研究所

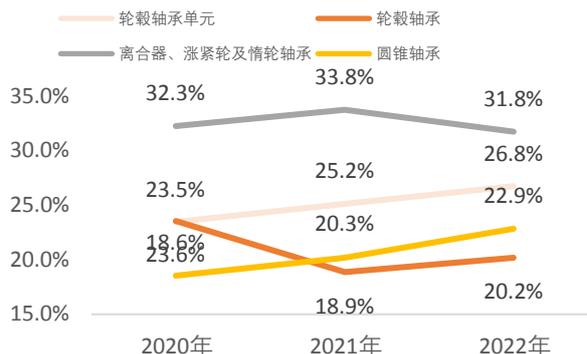
高毛利产品占比提升带动公司综合毛利率呈现上升趋势。公司 19 年综合毛利率分别为 24%，23 年上升至 32%。从细分产品类别看，轮毂轴承单元、离合器、涨紧轮及惰轮轴承毛利率更高，近些年收入占比提升带动整体毛利率上行。

图 7：斯菱股份分产品收入占比(%)



资料来源：斯菱股份招股说明书、天风证券研究所

图 8：斯菱股份分产品毛利率情况 (%)



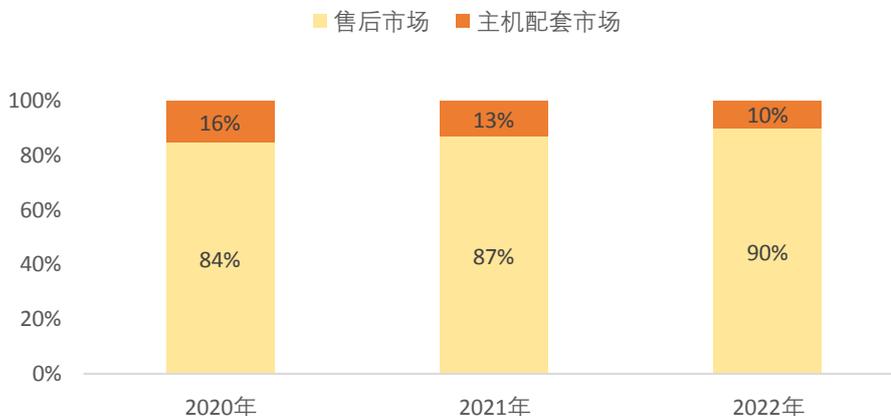
资料来源：斯菱股份招股说明书、天风证券研究所

1.4. 公司海外收入占比较高，客户以贸易商、独立品牌商为主

公司产品主要销往汽车中高端售后市场，售后收入占比在 80-90%。汽车零部件市场按使用对象分类，可分为售后市场和主机配套市场：

- ✓ **售后市场：**售后市场指汽车在售后维修过程中需要更换的零部件市场，主要客户有贸易商、独立品牌商、汽配连锁店、汽配零售店、汽车维修店、个人消费者等各流通环节参与主体。售后市场的规模取决于汽车保有量。
- ✓ **主机配套市场：**最终客户以主机厂及其一级供应商为主。

图 9：斯菱股份售后/主机配套收入占比 (%)



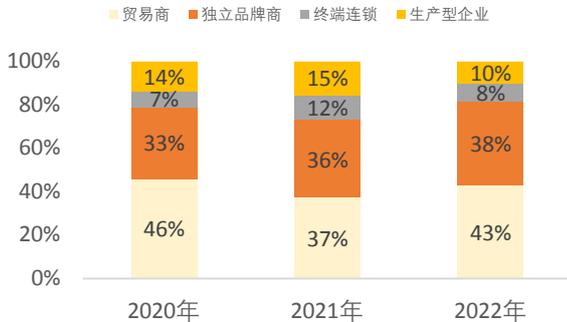
资料来源：斯菱股份招股说明书、天风证券研究所

公司境外收入占比在 70%左右，客户主要以贸易商和独立品牌商为主。

- ✓ **贸易商：**公司 20-22 年贸易商客户占比在 40%左右，主要贸易商客户有 BOSDA、绍兴韩胜进出口有限公司等。公司发展初期，销售渠道有限，且行业内的贸易商深耕境外汽车轴承市场多年，对于不同国家和地区的销售渠道、市场规则、消费习惯和商业模式较为熟悉，可以帮助公司产品快速、有效地打开境外市场。
- ✓ **独立品牌商：**公司 20-22 年独立品牌商客户占比从 33%上升至 38%，主要独立品牌商客户有辉门、GATES、GMB、WJB、FEBI 等。独立品牌商通常通过下游终端连锁客户间接销售给终端消费者，部分大型独立品牌商也有自营业务，通过自己的线上或线下店铺直接销售给终端消费者。

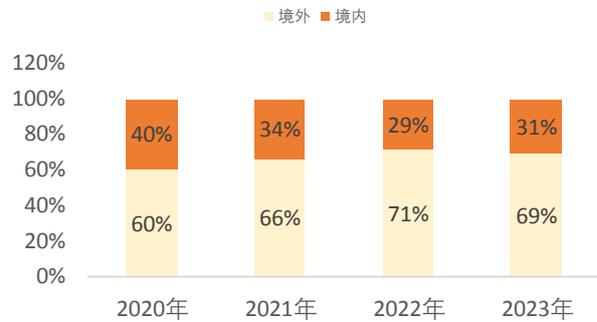
✓ **终端连锁经营**：通常直接销售给终端消费者，如公司主要客户 NAPA 等大型连锁商。

图 10：斯菱股份收入按客户类型分类 (%)



资料来源：斯菱股份招股说明书、天风证券研究所

图 11：斯菱股份境内/外客户收入占比 (%)



资料来源：斯菱股份招股说明书、天风证券研究所

增加独立品牌商和终端连锁客户占比更有利于公司的发展。北美和欧洲等较成熟的汽车售后市场，经过近百年的市场整合，部分品牌已建立起产业护城河，具有较强的品牌效应。公司直接与独立品牌商和终端连锁合作，一则可以省去贸易商的中间环节，降低销售成本，直接让利于客户；二则，进入独立品牌商和终端连锁的供应链在行业中是无形的广告，可快速提升公司的市场知名度。

2. 轴承市场：全球市场高达千亿美元，售后市场格局较分散，但毛利率较高

2.1. 全球轴承市场空间达千亿美元，汽车为最大下游

全球轴承市场空间高达千亿美元，70%份额被海外八大家占据。根据 Precedence Research 数据，全球轴承行业市场规模在 2021 年约 1213 亿美元，轴承可用于军事工业、机械制造、仪器仪表、交通工具等众多领域。目前，世界轴承市场 70%的份额被八大跨国轴承集团垄断(瑞典:SKF,日本:NSK、NTN、NMB、NACHI、JTEKT,美国:TIMKEN,德国:SCHAEFFLER)，尤其是高端市场。而中国市场在全球市场份额中以 20%的占比也占据一席之地，以中低端市场为主。

从下游看，以中国为例，汽车是最大下游细分市场。轴承产品应用领域十分广泛，下游包括汽车、电工、风电、机器人等，其中汽车占比最高，如我国轴承行业汽车轴承占比 40%。

早期汽车售后零部件供应来自整车厂，20 世纪 90 年代在成本因素下汽车后市场和整车销售分离。汽车零部件市场的售后市场主要指汽车在售后维修过程中需要更换的零部件市场。在汽车工业的早期，主机配套及售后的零部件供应均来自于整车厂，售后维修以及整车销售皆为一体，其主要途径通过 4S 体系进行以品牌的特约维修。在 20 世纪 90 年代后，汽车行业顺应成本控制理论，开始进行产业转变，汽车零部件售后市场与整车销售分离，向着专业化、模块化的独立售后体系为主导的模式转型。

2.2. 欧美在汽车后市场合计占比全球 60%+，北美格局集中，欧洲分散

北美是汽车后市场最大细分区域，其次是欧洲，分别占比 34%、30%。根据麦肯锡数据，2017 年全球汽车后市场规模达到约 8000 亿欧元，其中北美市场规模约 2700 亿欧元，欧洲约 2400 亿欧元，中国市场约 900 亿欧元。

美国汽车后市场格局较为集中，欧洲较为分散。

- ✓ **美国：**汽车后市场是典型的以连锁店为主导的形式，2015 年 前四大汽配连锁品牌为 Auto Zone、O’Reilly、GPC 和 Advanced Auto Parts 合计占比 50% 市场份额。
- ✓ **欧洲：**政府抵制垄断，通过法案来限制汽车企业的 4S 店获得垄断优势，所以 4S 店没有出现美国那种几家独大的连锁主导模式。

图 12：2015 年美国四大连锁汽配品牌合计市占率（%）



资料来源：麦肯锡报告、AC 汽车公众号、天风证券研究所

3. 核心看点：主业轴承稳健增长，机器人贡献估值弹性

3.1. 汽车后市场本身属性，叠加公司扩产加速，业绩有望继续稳健增长

汽车后市场具有逆经济周期的特征。售后市场的需求主要与汽车保有量和车龄有关，主机配套市场的需求主要与汽车销量有关。在经济扩张期，新车销量拉动汽车保有量的增长，在经济衰退期，新车销量增速放缓，主机配套市场需求下降，但是消费者会增加汽车的使用年限，车龄的增长导致售后市场业务的需求增长。

随着公司泰国工厂投产+募投项目投产，公司收入有望放量。

- ✓ 公司泰国工厂已完成一二期投资，目前正处于第三期投资中，主要完善产业链的部分辅助功能，预计最迟将在明年 Q2 前完成。
- ✓ 公司募投项目为年产 629 万套高端汽车轴承，其中包括 120 万套第三代轮毂单元、60 万套智能重卡轮毂单元、230 万套轮毂轴承和 219 万套乘用车圆锥轴承。

公司前三大客户为 BOSDA(贸易商)、辉门(美国头部品牌商)、NAPA(美国头部品牌商)。

- ✓ **BOSDA：**2007 年 8 月在多伦多注册成立，专注于加拿大和美压的轮毂总成售后市场销售（和北美市场的主要汽车零部件进口商合），主要产品线是乘用车和轻型卡车的轮毂总成和车轮轴承（包括 1200 多个轮毂总成和 200 多个车轮轴承）。
- ✓ **辉门：**一家全球性的老牌汽车零部件生产商，前美股上市公司（现已退市），2015 年收入就达到了 480 亿元+。
- ✓ **NAPA：**美国纽交所上市公司 Genuine Parts 子品牌，世界最大的汽车配件及用品销售商之一。

图 13：斯菱股份主要行业内知名客户情况

客户名称	基本情况
辉门	原美国纳斯达克上市公司，全球性汽车零部件制造供应商
NAPA	美国纽交所上市公司Genuine Parts子品牌，世界最大的汽车配件及用品销售商之一，Genuine Parts为世界500强
GMB	全球性汽车零部件制造供应商，在全球多地设有工厂和销售公司，韩国子公司为韩国交易所上市公司
GATES	全球最大的汽车传动带制造商之一，主营汽车发动机中的皮带、涨紧轮、水泵的制造和销售业务
OPTIMAL	欧洲汽车售后市场老牌公司，2020年被美国汽车回收巨头LKQ收购，主营汽车轴承、悬挂部件、减震器、制动系统和传感器的制造和销售业务
VALEO	全球性汽车零部件制造供应商，世界500强

资料来源：斯菱股份招股说明书、天风证券研究所

在主机配套市场，公司已和福田汽车、奇瑞汽车、一汽大众和上汽大通等主机客户建立交流与合作，并在积极与更多整车厂直接建立合作关系。

图 14：斯菱股份客户结构（亿元）

客户	2020年	2021年	2022年
BOSDA（北美贸易商）	0.7	0.9	1.2
辉门（北美独立品牌商）	0.5	0.6	0.8
NAPA（北美独立品牌商）	0.3	0.8	0.6
捷颂（上海）传动科技	0.4		0.3
OPTIMAL（欧洲公司，现被美国公司收购）		0.32	0.3
合计	1.9	2.6	3.1
占比总收入	36%	36%	42%

资料来源：斯菱股份招股说明书、天风证券研究所

3.2. 对比海外竞对，斯菱利润率更高，对比国内竞对，斯菱海外收入占比更高，出海属性更纯

对比海外公司如 ILJIN（韩国公司）其 22 财年轴承收入 16 亿元，净利润 0.6 亿元，净利率仅 4%，而斯菱 22 年净利率 16%，我们认为原因在于国内公司成本竞争力更强。

冠盛股份在海外主要市场设有仓库，主打自有品牌，斯菱和兆丰股份和雷迪克在销售模式上最为相似，均是主要面向售后市场，根据下游客户的需求提供个性化产品和服务。

斯菱对比国内竞对：兆丰对比斯菱收入体量更大但有其他业务拖累，雷迪克和斯菱产品结构最为类似但海外占比态势不及斯菱。

- ✓ 兆丰股份：23 年轮毂轴承单元收入为 7.1 亿元，YOY+61%，占比总收入 88%，毛利率 38%，其他产品为重型汽车零部件、电动车桥 23 年均处于负毛利率中；
- ✓ 雷迪克：23 年轮毂单元+轮毂轴承收入 3.5 亿元，YOY+6%，占比总收入 53%，毛利率 31%，其他产品为圆锥轴承、分离轴承、涨紧轮。

斯菱对比国内竞对：产品体系完善，覆盖产品型号更多。目前公司产品总共四大类产品，型号多达 6,000 余种，其中制动系统类轴承 4800 余种，传动系统类轴承 1000 余种，动力

系统类轴承 300 余种，非汽车轴承 100 余种。而兆丰股份拥有 5000 余种，雷迪克日常生产流转的则超过 3000 余种。

图 15：斯菱股份和国内竞争对手收入对比（亿元、%）

收入分析				
公司名称	2020年	2021年	2022年	2023年
雷迪克	4.4	5.9	6.5	6.5
兆丰股份	4.7	7.2	5.3	8.1
斯菱股份	5.3	7.1	7.5	7.4

海外收入占比				
公司名称	2020年	2021年	2022年	2023年
雷迪克	31%	32%	35%	33%
兆丰股份	77%	56%	64%	55%
斯菱股份	60%	65%	70%	69%

资料来源：Wind、天风证券研究所

3.3. 公司定位谐波减速器&丝杠，机器人赛道有望贡献增长长期权

公司为什么进军机器人市场？ 公司主业的产业优势是精密零部件制造，与机器人零部件制造具有一定的协同性，部分研发技术及生产设备可共用。另一方面，公司将依据积累的市场和量产经验，着力于机器人零部件产品的技术和质量突破。

公司要在机器人赛道做什么？ 机器人零部件行业是新兴产业，公司基于前期市场调研的情况，计划逐步开发和量产谐波减速器、执行器模组、丝杠三大类产品。

谐波减速器目前处于产能扩张阶段，预计 24Q3 达到量产标准。 目前谐波减速器已在量产前期筹备阶段，公司将协同客户积极推进项目进展。为提升公司服务能力，解决客户需求，公司同步开发执行器模组。谐波减速器及执行器模组预计今年 Q3 达到量产标准，后续将根据市场发展及客户需求进行后续规划。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计公司 24-26 年实现收入 8.7、10.3、12.4 亿元，YOY+18%、18%、20%，归母净利润分别为 2.1、2.5、3.0 亿元，YOY+38%、21%、21%。

图 16：斯菱股份盈利预测（亿元、%）

项目	2022年	2023年	2024年E	2025年E	2026年E
营业收入（亿元）	7.5	7.4	8.7	10.3	12.4
YOY	5%	-2%	18%	18%	20%
制动系统类	5.5	5.7	6.7	7.9	9.3
传动系统类	1.2	0.9	1.1	1.3	1.5
动力系统类	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
非汽车轴承	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
其他	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5
毛利率（%）	26%	32%	34%	34%	35%
制动系统类	25%	31%	33%	34%	34%
传动系统类	27%	33%	34%	34%	34%
其他	36%	39%	41%	41%	41%
期间费用率（%）	7.5%	7.7%	6.9%	6.8%	6.5%
归母净利润（亿元）	1.2	1.5	2.1	2.5	3.0
YOY	50%	18%	38%	21%	21%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 投资建议

看好公司在汽车后市场轴承赛道稳健增长，新业务谐波减速器、丝杠等贡献后续增长弹性，给予“买入”评级。

5. 风险提示

国际贸易摩擦：公司海外收入占比较高，若海外市场提高关税等，可能会影响公司的营收和利润率。

产能扩张不及预期：若公司产能扩张速度未达预期，将影响产品销量和营收增长。

大客户订单不及预期：若公司客户在终端市场份额有下滑的风险，或者大客户订单需求不及预期，将影响公司业绩增长。

公司近日股价波动较大风险：公司 6.3 日发布股价异动公告解释近日较大的股价波动。

机器人产品批量出货有不确定性：公司机器人零部件产品处于研发和量产前准备阶段，目前未对市场进行批量供货，未来批量出货有不确定性。

公司市值较小：公司市值较小，股价波动可能大于大市值公司。

测算具有主观性：文中涉及一些具体空间的测算有一定主观性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	371.22	1,214.17	1,361.79	1,518.71	1,693.02
应收票据及应收账款	156.05	204.85	191.37	288.13	292.46
预付账款	0.22	0.37	5.64	0.35	5.20
存货	178.79	188.57	235.24	263.26	333.39
其他	21.49	110.92	87.75	90.99	102.24
流动资产合计	727.78	1,718.89	1,881.78	2,161.45	2,426.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	148.07	156.32	143.60	131.49	117.07
在建工程	17.10	36.22	47.89	63.63	79.15
无形资产	48.60	53.25	50.49	47.74	44.98
其他	8.83	9.12	54.24	57.60	62.50
非流动资产合计	222.60	254.91	296.23	300.46	303.69
资产总计	950.37	1,973.80	2,178.01	2,461.91	2,729.98
短期借款	65.43	3.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	335.07	333.96	368.56	484.61	547.49
其他	24.26	32.58	35.61	32.47	38.50
流动负债合计	424.76	369.54	404.17	517.08	585.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.37	4.21	35.00	36.00	33.60
非流动负债合计	5.37	4.21	35.00	36.00	33.60
负债合计	433.98	377.04	439.17	553.08	619.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	82.50	110.00	110.00	110.00	110.00
资本公积	102.33	1,003.39	1,003.39	1,003.39	1,003.39
留存收益	332.52	482.27	626.50	795.74	997.09
其他	(0.97)	1.10	(1.05)	(0.31)	(0.09)
股东权益合计	516.39	1,596.77	1,738.84	1,908.83	2,110.40
负债和股东权益总计	950.37	1,973.80	2,178.01	2,461.91	2,729.98

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	122.57	149.74	206.05	248.88	300.52
折旧摊销	22.02	22.15	22.47	22.87	23.17
财务费用	(13.27)	(3.18)	(25.00)	(26.00)	(27.00)
投资损失	3.38	(0.36)	(0.50)	(0.60)	(0.70)
营运资金变动	84.10	(46.04)	(89.51)	(12.19)	(28.93)
其它	15.91	(0.85)	(0.10)	0.00	0.00
经营活动现金流	234.72	121.45	113.41	232.96	267.07
资本支出	25.36	54.67	(12.11)	22.74	23.91
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(51.80)	(194.73)	88.85	(45.88)	(44.72)
投资活动现金流	(26.43)	(140.06)	76.74	(23.14)	(20.81)
债权融资	(27.78)	(42.89)	21.44	26.00	27.00
股权融资	4.29	886.63	(63.97)	(78.89)	(98.95)
其他	(29.04)	22.03	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(52.52)	865.77	(42.53)	(52.89)	(71.95)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	155.76	847.16	147.62	156.92	174.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	749.74	738.12	872.72	1,031.90	1,237.37
营业成本	553.38	501.07	572.50	676.41	809.78
营业税金及附加	5.52	5.05	3.49	4.13	4.95
销售费用	11.47	11.30	11.35	12.38	13.61
管理费用	30.02	32.01	34.04	38.70	44.55
研发费用	32.69	33.35	34.91	40.24	47.02
财务费用	(18.00)	(19.93)	(25.00)	(26.00)	(27.00)
资产/信用减值损失	(2.35)	(6.07)	(5.00)	(7.00)	(7.50)
公允价值变动收益	(3.63)	(0.18)	(0.10)	0.00	0.00
投资净收益	(3.38)	0.36	0.50	0.60	0.70
其他	10.97	7.16	0.00	0.00	0.00
营业利润	133.05	174.01	236.83	279.64	337.66
营业外收入	0.02	0.10	0.10	0.10	0.10
营业外支出	0.04	0.16	0.10	0.10	0.10
利润总额	133.04	173.96	236.83	279.64	337.66
所得税	10.46	24.21	30.79	30.76	37.14
净利润	122.57	149.74	206.05	248.88	300.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	122.57	149.74	206.05	248.88	300.52
每股收益(元)	1.11	1.36	1.87	2.26	2.73

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	4.90%	-1.55%	18.23%	18.24%	19.91%
营业利润	27.81%	30.78%	36.10%	18.07%	20.75%
归属于母公司净利润	35.15%	22.16%	37.60%	20.79%	20.75%
获利能力					
毛利率	26.19%	32.12%	34.40%	34.45%	34.56%
净利率	16.35%	20.29%	23.61%	24.12%	24.29%
ROE	23.74%	9.38%	11.85%	13.04%	14.24%
ROIC	40.01%	65.43%	65.39%	69.93%	83.15%
偿债能力					
资产负债率	45.66%	19.10%	20.16%	22.47%	22.70%
净负债率	-59.03%	-75.82%	-78.32%	-79.56%	-80.22%
流动比率	1.70	4.61	4.66	4.18	4.14
速动比率	1.28	4.10	4.07	3.67	3.57
营运能力					
应收账款周转率	4.43	4.09	4.41	4.30	4.26
存货周转率	3.67	4.02	4.12	4.14	4.15
总资产周转率	0.82	0.50	0.42	0.44	0.48
每股指标(元)					
每股收益	1.11	1.36	1.87	2.26	2.73
每股经营现金流	2.13	1.10	1.03	2.12	2.43
每股净资产	4.69	14.52	15.81	17.35	19.19
估值比率					
市盈率	41.60	34.06	24.75	20.49	16.97
市净率	9.88	3.19	2.93	2.67	2.42
EV/EBITDA	0.00	17.73	15.27	12.30	9.68
EV/EBIT	0.00	19.71	16.83	13.36	10.38

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com