

星辰科技（832885）

星辰科技：伺服市场星辰大海，军民两用潜力无限

买入（首次）

2024年07月22日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031

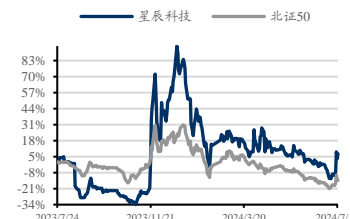
qianyant@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	124.18	135.07	138.85	160.92	187.26
同比	(12.47)	8.77	2.80	15.89	16.37
归母净利润（百万元）	23.35	12.73	16.44	21.76	29.91
同比	(46.16)	(45.47)	29.15	32.34	37.44
EPS-最新摊薄（元/股）	0.14	0.07	0.10	0.13	0.18
P/E（现价&最新摊薄）	43.11	79.06	61.21	46.26	33.66

投资要点

- 公司是国内领先的伺服系统制造商，产品覆盖军工/新能源/工控领域：**公司是国内领先的军用随动控制总成和军品级伺服系统提供商，同时公司也是国内较早从事民用伺服系统产品研发与产业化的企业。公司主营产品主要分为航空航天及军工专用伺服系统、新能源专用伺服系统、工业控制专用伺服系统三大领域，其中 2023 年军用伺服系统营收占比 42.2%，民用伺服系统营收占比 57.8%。公司营收规模稳步增长，2019-2023 年营收 CAGR=9.2%，净利润受回款周期变长计提信用减值损失影响有所下滑。
- 伺服系统是实现自动化的关键通用型部件，未来国产替代空间大：**伺服系统是实现自动化的关键部件，在机床、电子制造设备、包装机械、纺织机械等领域都有应用。2023 年国内伺服系统市场规模达 195 亿元，汇川技术以 16% 的市占率位居第一，安川电机、松下、三菱、西门子在国内共计占据 38% 的市场份额，国产替代空间大。
- 下游需求前景明朗，公司技术稳步演进竞争力强：**近年来我国国防支出预算稳步提升，2024 年达 1.67 亿元，占 2023 年 GDP 比重仅为 1.3%，相比于美国的 3.1% 仍有差距，未来提升空间大。民用方面，公司民用伺服系统下游主要包括风电和注塑机两大领域，2023 年中国陆上风电新增装机容量 6933 万千瓦，重拾增长势头，2024 年上半年中国注塑机出口金额同比呈增长态势。风电和注塑机行业景气度上行将带动伺服系统需求提升，公司业绩有望同步受益。
- 盈利预测与投资评级：**公司伺服系统产品横跨军民两用，国防预算支出稳步提升，风电与注塑机下游景气度上行，公司营收有望同步受益。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.16/0.22/0.30 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 61/46/34 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险，行业竞争加剧风险，回款放缓风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.90
一年最低/最高价	3.52/11.10
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	543.86
总市值(百万元)	1,006.63

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.20
资产负债率(% ,LF)	24.40
总股本(百万股)	170.62
流通 A 股(百万股)	92.18

相关研究

内容目录

1. 星辰科技：国内领先的伺服系统制造商	4
1.1. 深耕伺服行业的民营军工企业，股权结构集中	4
1.2. 伺服系统为公司拳头产品，下游覆盖军工/新能源/工控领域	5
1.3. 营收稳中向好，信用减值拖累利润水平	6
2. 伺服系统是关键通用型部件，国产替代空间大	7
2.1. 伺服系统是自动化的关键通用型部件	7
2.2. 市场规模近 200 亿，下游应用较广	8
2.3. 行业内玩家众多，国产替代空间大	9
3. 军民两用需求前景明朗，技术稳步演进竞争力稳步提升	9
3.1. 国防支出预算持续增长，多次参与国家重大项目配套	9
3.2. 民用市场空间广阔，成功经验有望横向拓展至其他领域	11
3.3. 公司技术演进稳步进行，核心技术自主带动产品力迭代	12
4. 盈利预测与投资建议	14
5. 风险提示	16

图表目录

图 1:	星辰科技发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构图（截至 2024 年 7 月）.....	5
图 3:	公司分业务毛利率情况（%）.....	6
图 4:	公司营业收入分业务占比情况（%）.....	6
图 5:	2019-2023 年公司营业收入（亿元）.....	7
图 6:	2019-2023 年公司归母净利润（亿元）.....	7
图 7:	2019-2023 年公司毛利率/净利率情况（%）.....	7
图 8:	2019-2023 年公司费用率情况（%）.....	7
图 9:	伺服系统工作原理.....	8
图 10:	2018-2023 年中国伺服系统市场规模（亿元）.....	8
图 11:	2022 年中国伺服电机下游应用领域占比（%）.....	8
图 12:	2021 年中国伺服系统市场占比（%）.....	9
图 13:	2008-2024 年中国中央本级国防支出预算（亿元）.....	10
图 14:	伺服系统在导弹发射车上的应用.....	10
图 15:	伺服系统在风力发电机组中的应用.....	12
图 16:	2018-2023 年中国陆上风电新增装机（万千瓦）.....	12
图 17:	中国注塑机月度出口金额（亿美元）.....	12
表 1:	星辰科技产品矩阵.....	5
表 2:	公司切入军品领域历程.....	11
表 3:	公司核心技术优势汇总.....	13
表 4:	盈利预测（单位：百万元、%）.....	14
表 5:	可比公司估值表.....	15

1. 星辰科技：国内领先的伺服系统制造商

1.1. 深耕伺服行业的民营军工企业，股权结构集中

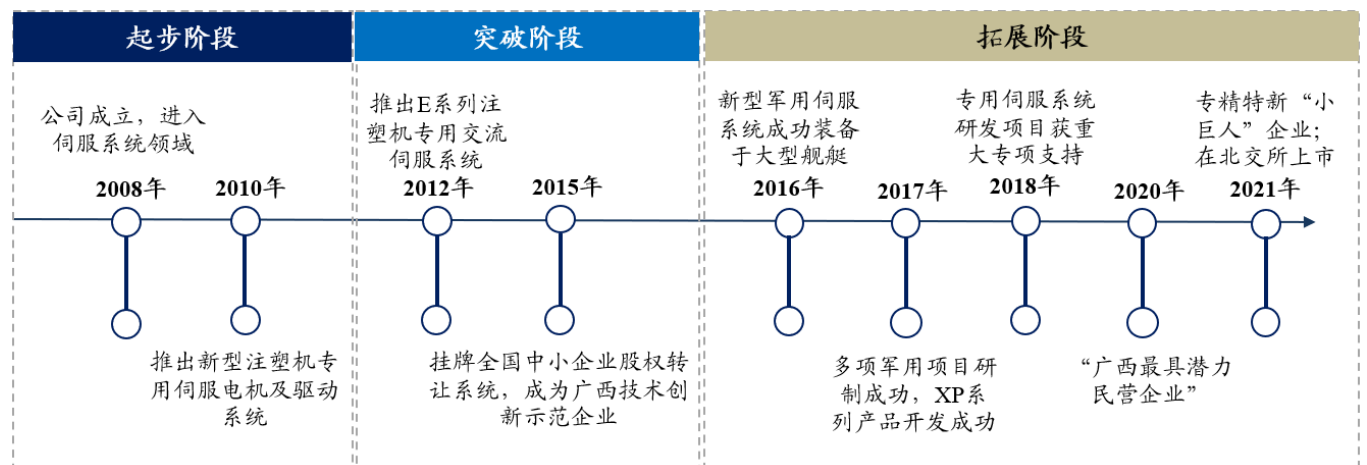
桂林星辰科技股份有限公司（简称“星辰科技”）成立于2008年，是国内领先的军用随动控制总成和军品级伺服系统提供商，同时公司也是国内较早从事民用伺服系统产品研发与产业化的企业，主要下游涉及新能源以及工业自动化领域。公司发展历程主要可以分为三个重要阶段：

（1）起步阶段（2010年以前）：公司研发的直流伺服控制技术逐步成熟，开始研发交流伺服控制和电磁兼容性及军品“六性”技术。

（2）突破阶段（2011-2015年）：公司开始研发风电交流变桨控制技术、交流永磁电机技术、伺服器与电机配套技术并取得成功。在航天军工领域，产品应用场景向导弹发射系统、火炮随动控制、航空航天仿真平台、雷达跟踪、舰船自动化装备拓展。在新能源领域，应用场景涉及向海上风电、三北及装机容量更大的方向拓展。

（3）纵深拓展阶段（2015年至今）：公司进一步深挖伺服控制系列技术、电机系列技术、电磁兼容系类技术、军品“六性”系列技术，向由伺服器、伺服电机、上位总控制器、运动机构、传感器构成的功能总成技术方向研发。

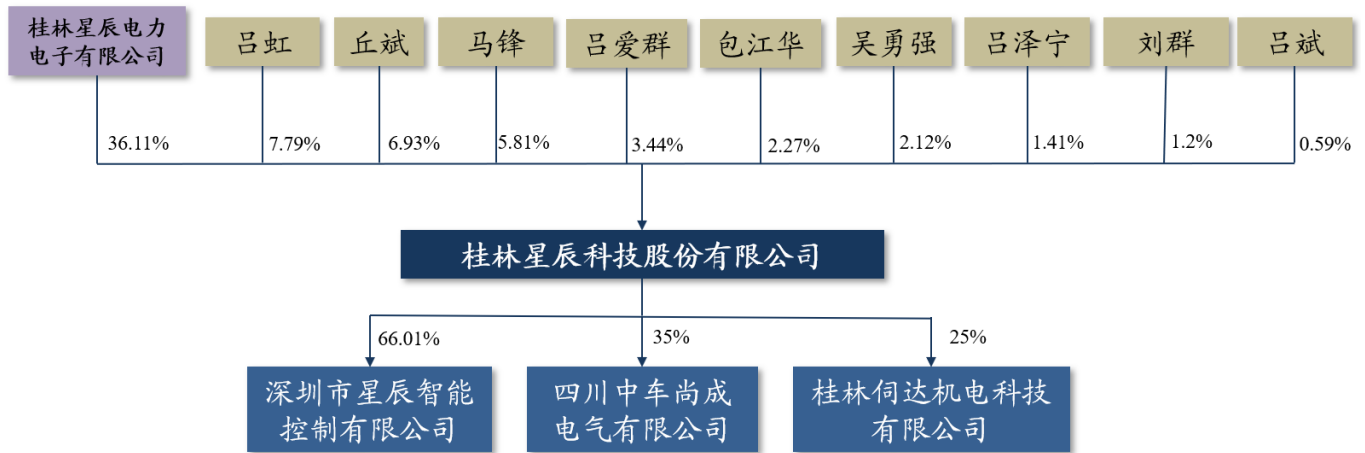
图1：星辰科技发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构集中，助力公司稳定发展。截至2024年7月，公司实际控制人为吕虹、邱斌和吕斌，其中吕斌系吕虹、丘斌之子，间接和直接持股比例合计达30.65%，股权结构较为集中。

图2: 公司股权结构图 (截至 2024 年 7 月)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 伺服系统为公司拳头产品, 下游覆盖军工/新能源/工控领域

公司主营产品主要可分为三大类, 下游应用场景覆盖航天军工、新能源和工业控制等领域:

(1) 航空航天及军工专用伺服系统 (2023 年营收占比达 42.2%): 产品包含军用随动控制系统总成、双电机消隙系统、伺服驱动器及伺服电机等, 应用场景包括导弹发射装置、火炮随动控制、雷达驱动控制、航天航空仿真平台、卫星通讯装置等。

(2) 新能源专用伺服系统 (2023 年营收占比达 23.3%): 产品可细分为风力发电设备、电动汽车及特种作业车领域, 目前公司在新能源行业的主要产品为风电变桨伺服系统。

(3) 工业控制专用伺服系统 (2023 年营收占比达 32.1%): 产品包含注塑机节能专用动力伺服系统, 液压泵控伺服系统和弹簧机、激光切割机、绕线机等领域应用的通用、专用伺服系统等。

表1: 星辰科技产品矩阵

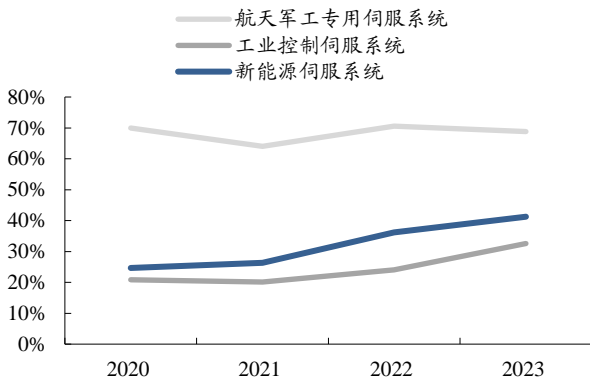
应用场景	产品名称	用途	示意图	2023 年收入占比
新能源	风电变桨驱动器	调整大型风力发电机组的叶片迎风角, 以在不同风速下获得最佳发电效率, 并在恶劣天气下安全收桨		23.3%
	风电变桨交流伺服电机	用于执行变桨驱动器的动作控制, 实现变桨及收桨动作		
	AGV 及特种车辆动力驱动及控制单元	用于驱动和控制电动汽车、AGV 及特种车辆		

航空航天及军工	导弹发射装置专用伺服系统	装配于导弹发射装置的执行机构，实现导弹发射车、转运车、装弹车的支撑调平以及跟踪瞄准动作控制	-	42.2%
	雷达随动控制系统	伺服电机带动天线座，实现按预定规律运动或跟随目标	-	
工业控制	工业伺服电机	覆盖 200W-100kW 范围，可用于激光切割机、弹簧机、注塑机、工业机器人及其它工业自动化装置		32.1%
	通用伺服驱动器	适用于各种工业控制领域的伺服驱动器		
	专用控制电脑及控制系统总成	为专用行业开发的控制电脑及软件，适用于构成控制系统总成		

数据来源：星辰科技招股说明书，东吴证券研究所

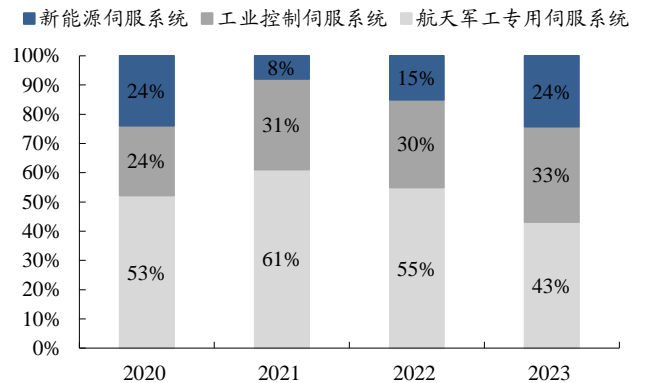
航天军工系列产品毛利率领先，民用领域产品占比逐渐增长。公司航天军工专用伺服系统毛利率领先于工业控制与新能源伺服系统，2023 年航天军工伺服系统毛利率为 70%，同期工业控制伺服系统和新能源伺服系统毛利率为 21%和 25%。近年来公司民用领域营收占比不断提高，2020-2023 年工业控制伺服系统营收占比从 24%提高至 33%，而航天军工伺服系统营收占比从 53%下降至 43%。

图3：公司分业务毛利率情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司营业收入分业务占比情况（%）



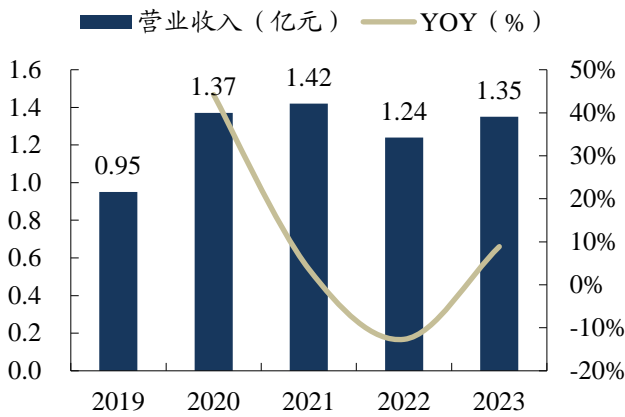
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 营收稳中向好，信用减值拖累利润水平

公司营收规模较为稳定，信用减值拖累利润水平。2019-2023 年公司营业收入从 0.95 亿元提升至 1.35 亿元，CAGR=9.2%。2021 年以来公司营收有所下降的原因主要系 1) 海风对公司电驱式变桨伺服系统需求减少，导致公司新能源业务增速下滑；2) 制造业复苏进展不及预期，公司工业控制专用伺服系统业务需求放缓。公司归母净利润在 2021 年达到 0.43 亿元高峰后回落，2022-2023 年连续两年负增长，2023 年原因在于军用伺服电

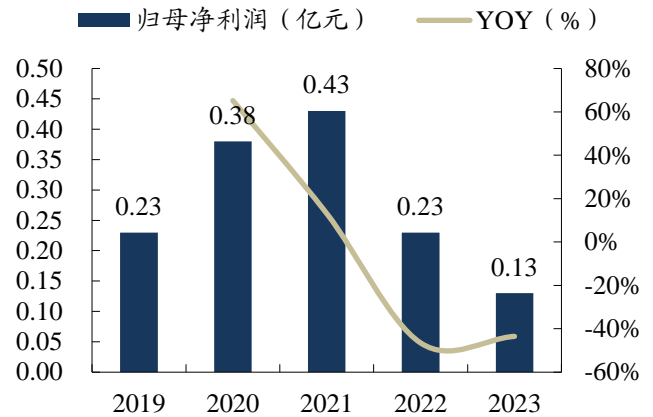
机订单多于军工国企合作，回款周期长，公司需要根据会计准则计提对应比例的信用减值损失，拖累当期利润水平。

图5: 2019-2023 年公司营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

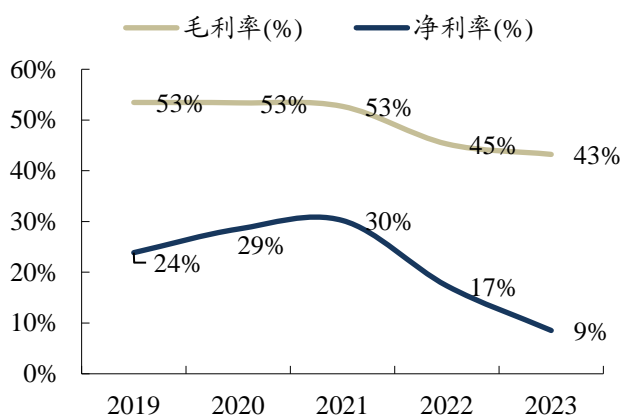
图6: 2019-2023 年公司归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

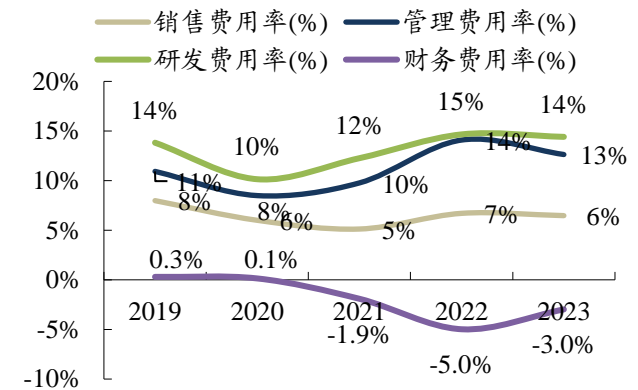
毛利率略有下滑，费用率管控平稳。2019-2023 年公司毛利率由 53% 下降至 43%，主要因为高毛利业务军用伺服系统在业务占比中有所下降，毛利率相对较低的民用伺服系统体量增长较快，平均毛利率有所下降，另外由于计提信用减值损失，净利率同步下滑。费用方面，公司研发费用率自 2020 年 10% 提升至 2023 年 14%，研发投入持续加码；管理费用率有小幅提升；销售费用率稳中有降，控制在 5% 上下；财务费用率为负，公司没有过多的偿债付息压力。

图7: 2019-2023 年公司毛利率/净利率情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2019-2023 年公司费用率情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 伺服系统是关键通用型部件，国产替代空间大

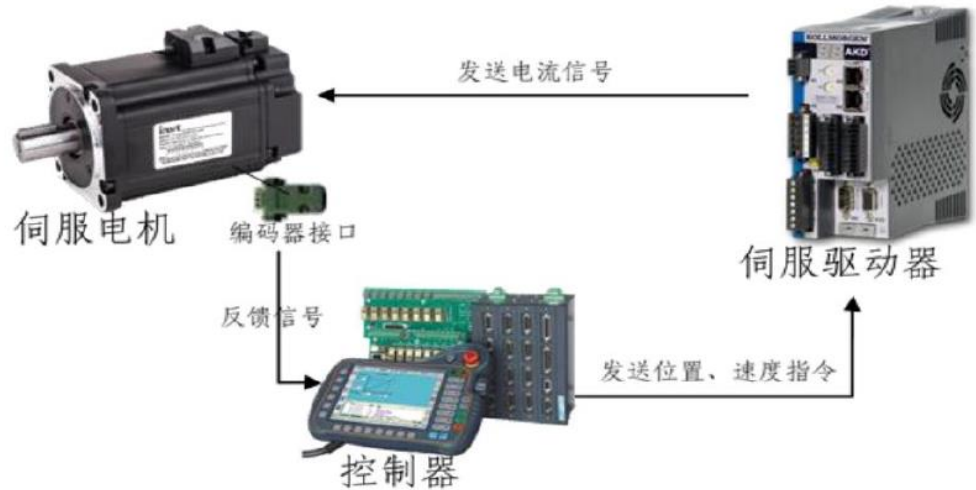
2.1. 伺服系统是自动化的关键通用型部件

伺服系统是关键通用型部件。伺服系统是使物体的位置、速度、加速度等运动特征能够跟随输入量 (或给定值) 的任意变化而变化的自动控制系统。伺服系统由伺服驱动

器和伺服电机构成，伺服驱动器的主要任务是按控制命令的要求，对伺服电机实施闭环调控，使之输出的力矩、速度和位置跟随设定的变化。

伺服系统属于自动化的核心产品之一。从功能上可以划分为控制层、驱动层和执行层产品，伺服系统中的伺服驱动器属于控制层（部分高端伺服驱动器包含控制层功能）和驱动层产品，伺服电机属于执行层产品。

图9：伺服系统工作原理

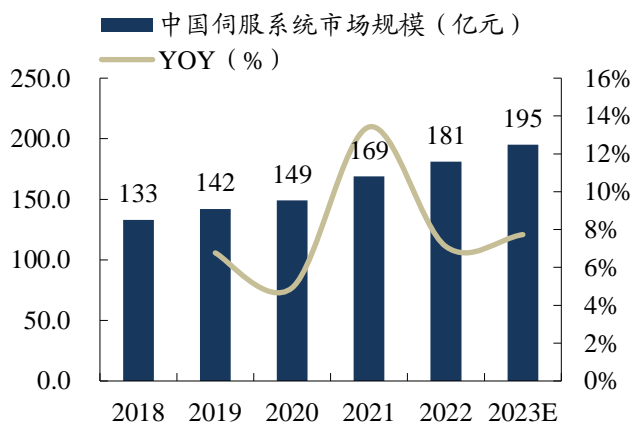


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 市场规模近 200 亿，下游应用较广

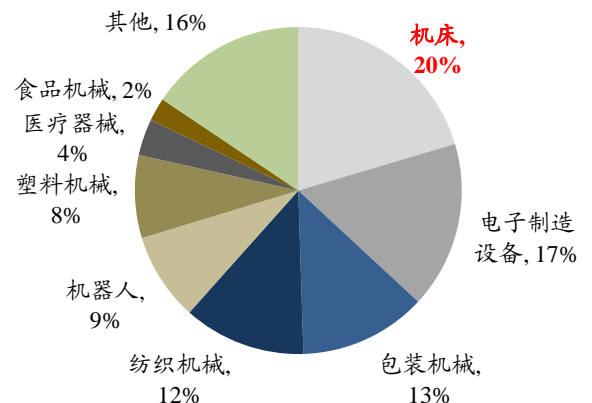
中国伺服系统市场规模近 200 亿元，机床为最大占比下游。根据中商产业研究院数据，2018-2023 年中国伺服系统市场规模从 133 亿元增长至 195 亿元，CAGR=8%。分下游看，2022 年机床是最大的下游应用领域，占比 20.4%，其次是电子制造设备、包装机械、纺织机械，占比分别为 16.5%/12.6%/12.1%。

图10：2018-2023 年中国伺服系统市场规模（亿元）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图11：2022 年中国伺服电机下游应用领域占比 (%)

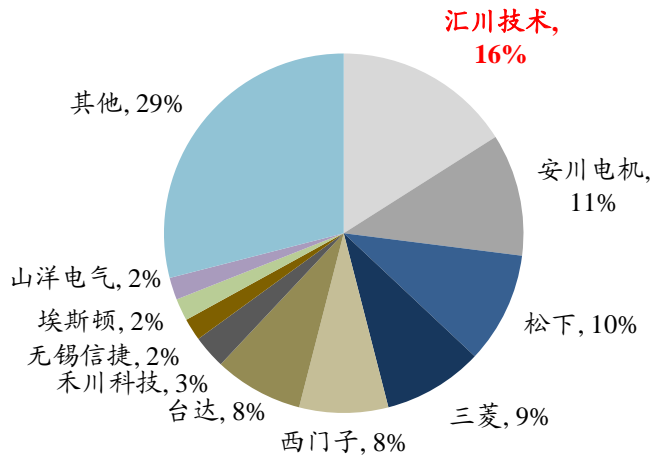


数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

2.3. 行业内玩家众多，国产替代空间大

我国伺服系统市场份额较为分散，国产替代空间大。根据中商产业研究院数据，2021年我国伺服系统市场占比最高的汇川技术占据了16%的市场份额，市占率2-5名的安川电机、松下、三菱、西门子都为外资企业，市占率都在10%上下，国产第二梯队伺服系统生产企业市占率仅在5%以下。我国伺服电机市场竞争格局较为分散，外资市场份额较高，国产替代空间大。

图12：2021年中国伺服系统市场占比（%）



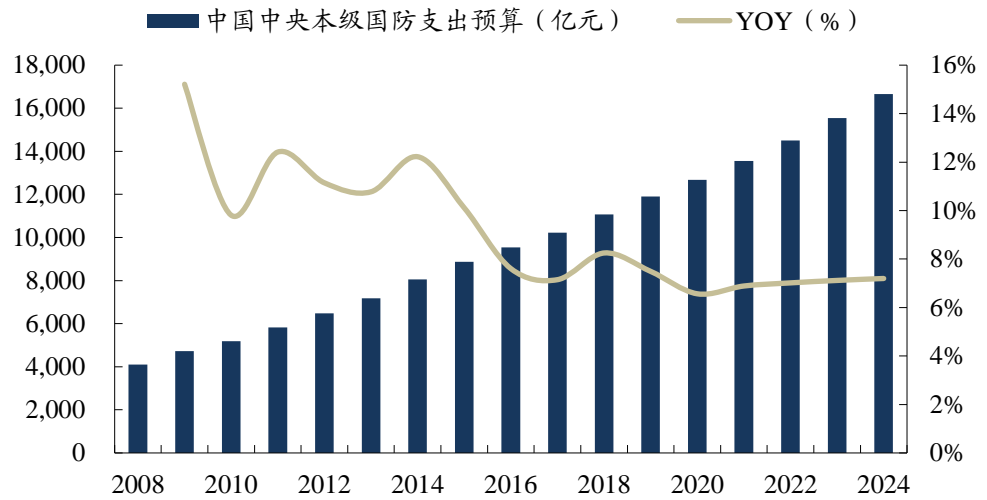
数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

3. 军民两用需求前景明朗，技术稳步演进竞争力稳步提升

3.1. 国防支出预算持续增长，多次参与国家重大项目配套

国防支出预算稳健增长，奠定公司长期稳定发展基石。2024年我国中央本级国防支出预算为1.67万亿元，同比增长7.2%。长期以来，我国国防支出维持较低水平，国防装备的质量及性能与西方军事强国仍存在一定差距，迫切需要发展现代化国防力量。与美国等发达国家相比，2024年中国的国防开支占2023年GDP的比重均相对较低，2024年中国国防支出预算占比2023年GDP的1.32%，同期美国国防支出预算占GDP比例为3.08%，支出差距较大。展望未来我国国防支出还有较大的提升空间。

图13: 2008-2024年中国中央本级国防支出预算(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

伺服系统广泛应用于军工装备,在机载、舰载、车载等领域的侦查、瞄准、打击、行进等大系统或子系统中起重要甚至关键作用,如导弹发射装置、火炮随动系统、舰船武器转运保障系统的运动控制、雷达天线的自动跟踪系统,航空航天仿真平台的仿真控制,车辆自动调平、无人车动力驱动、轻武器及侦查装置自动瞄准等,通过闭环控制和高速算法大幅提升执行机构动作的响应性、准确性和可靠性,高效完成军用自动化装备执行机构所需的各类动作。凭借多年的技术经验积累,公司已经成为军用伺服的优先配套企业,产品广泛应用于导弹发射系统、雷达跟踪控制、舰船自动化装备、火炮控制和航天航空仿真平台等领域。

图14: 伺服系统在导弹发射车上的应用



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

军品行业准入门槛高限制严格,公司深耕多年客户众多合作稳定。军品行业严格的科研生产许可审查条件、保密要求和审查流程对新进入者形成了较高的资质壁垒,不具备资质的企业很难从公开的途径获取有关技术条件和需求信息;由于军用产品定型程序

复杂、对产品质量要求极其严格，行业对拟进入的企业具有较高的技术壁垒；军工企业对配套商的选择有一整套缜密的认证程序，配套厂商通过其认证并进入其合格供应商名录有一定的难度，形成了市场壁垒。公司多次参与多项国家重大专项配套，产品长期服务于“远望”号系列远洋测量船舰载雷达，“神舟”系列载人宇宙飞船、南极昆仑科学考察站等多项国家重点工程的地面卫星通信雷达。客户方面，公司通过多年的沉淀积累，也与航天科工、中船集团、中国兵器、中国兵装、中国电科、航天科技等军工集团及其下属单位建立了长期稳定的合作关系。

表2：公司切入军品领域历程

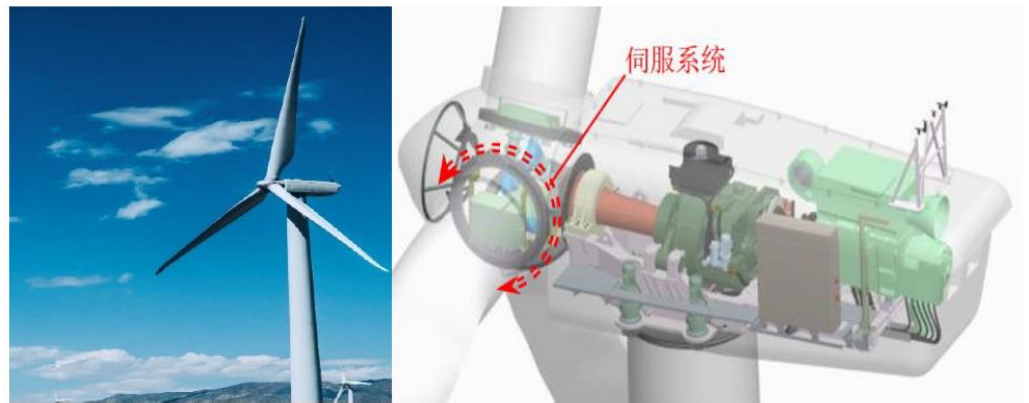
年份	军工技术应用成果
1994	公司直流伺服系统成功应用于军用雷达控制
1996	成功研制双电机消除直流伺服系统，装备于“远望”号远洋科学测量船
1998	研制生产双电机消除直流伺服系统，装备于“神舟”号宇宙飞船工程
2008	双电机交流消除系统装备于“神舟”7号宇宙飞船工程
2009	星辰伺服应用于南极昆仑科学考察站 公司产品应用于建国60周年国庆大阅兵
2015	公司产品应用于反法西斯胜利70周年大阅兵
2016	公司新型军用伺服系统成功装备于大型舰艇
2017	公司产品应用于朱日和建军90周年大阅兵
2019	公司产品应用于建国70周年大阅兵，并荣获七十周年国庆阅兵装备方队“产品质量可靠，性能优异，服务高效，保障有力”表彰

数据来源：公司官网，公司招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 民用市场空间广阔，成功经验有望横向拓展至其他领域

公司伺服系统在民用领域的产品主要包括风电变桨伺服系统和注塑机伺服动力系统。1) **风电变桨伺服系统**：风电变桨伺服系统可以依据风速的变化精确控制风电机组叶片的迎风角，在保证风力发电机始终工作在最佳发电效率区的同时减少风力对风电机组的冲击，公司的风电变桨伺服系统具有载荷控制平稳、安全和高效等优点，近年来在大型风电机组上得到了应用。2) **注塑机伺服动力系统**：注塑机伺服动力系统与液压系统搭配，从控制原理上提升液压动力系统的节能效果，延长了注塑机的使用寿命。伺服控制技术符合节能降耗的趋势，未来在注塑机的应用将更为广泛，伺服系统在注塑机的应用上具有广阔的市场前景。

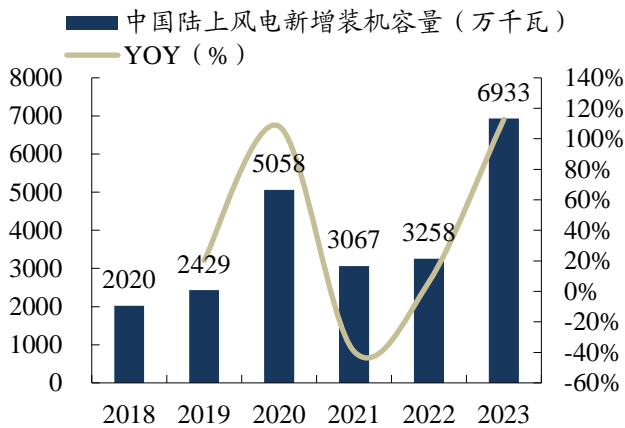
图15: 伺服系统在风力发电机组中的应用



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

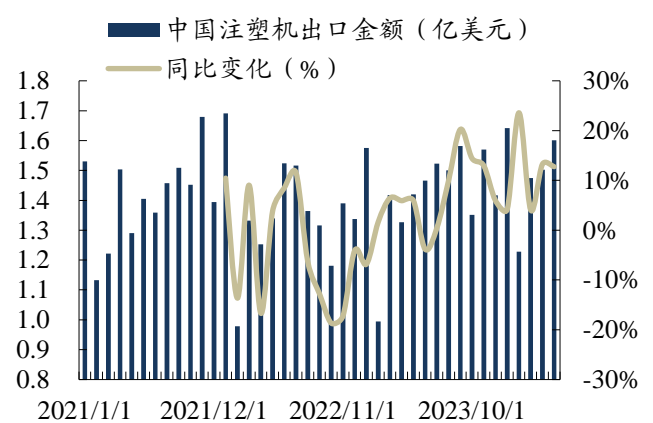
下游需求向好, 伺服系统需求有望进入上行区间。风电方面: 在经历了 2021-2022 年的新增装机低迷期后, 2023 年中国陆上风电新增装机容量重拾增长势头, 全年新增装机 6933 万千瓦, 同比增长 113%。风电装机需求提升有望带动伺服系统需求上行。注塑机方面: 2024 年以来国产注塑机出口进入上行区间, 2 月注塑机出口金额同比增长 24%, 4 月与 5 月注塑机出口金额也有 13% 的同比增长。因其节能的特性, 伺服系统驱动液压传动部件目前已经成为液压注塑机驱动模式的主流方案, 注塑机行业景气上行有望带动伺服系统需求向好。

图16: 2018-2023 年中国陆上风电新增装机 (万千瓦)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 中国注塑机月度出口金额 (亿美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 公司技术演进稳步进行, 核心技术自主带动产品力迭代

公司自设立以来核心技术不断创新迭代。公司拥有多项核心技术, 丰富的技术储备为公司产品的性能提供了强有力的背书。伴随公司技术演进的稳步前行, 公司的伺服系统产品有望在军民两用领域持续渗透, 市占率有望提高。

表3: 公司核心技术优势汇总

阶段	核心技术	主要产品	产品优势性能	核心技术对关键性能影响
起步阶段	伺服驱动器底层控制算法、动力伺服技术、电磁兼容技术	形成第一、二、三代的直流、交流伺服驱动器	低速性能好、调速范围宽、响应速度快、满足军标“六性”等关键性能	使伺服驱动器具备响应频带宽、控制精度高、低速性能好、可靠性高的关键优势性能
	消隙控制技术	形成直流消隙系统和第一代、第二代交流消隙系统	具备运动控制精度高、响应速度快、可靠性高、适应恶劣环境的关键优势性能	使消隙系统具备运动控制精度高、响应速度快、可靠性高、适应恶劣环境的关键优势性能
	风电变桨控制技术	形成风电直流变桨驱动器	风电变桨系统响应速度快、精度控制高、可靠性高、能够适应恶劣气候环境	实现风力发电设备对风电变桨系统快速响应、精准控制、可靠运行、适应恶劣气候环境的要求
突破阶段	伺服驱动器底层控制算法、动力伺服技术、电磁兼容技术	形成新一代军用伺服驱动器和电机、第四、五代工业交流伺服驱动器。	伺服驱动器的响应速度、控制精度、低速性能进一步提高	改善了驱动保护等控制线路，使系统控制精度、响应速度、EMC性能、环境适应性进一步提高
	消隙控制技术升级	第三代交流消隙系统	消隙系统运动控制精度、响应速度、可靠性、环境适应性的进一步提高	使消隙系统控制精度、响应速度、可靠性、EMC性能进一步提高
	风电变桨控制技术升级	形成交流变桨驱动器	风电变桨系统响应速度、控制精度、对恶劣气候环境适应性进一步提高	提升了EMC性能、增加了失电时电源管理和收桨功能，使驱动器性价比、可靠性更高，更适应恶劣运行环境
	驱动器与电机匹配控制算法	形成新一代伺服电机	电机输出扭矩、速度、位置性能更优化，进一步提高了受控运动对象控制精度和响应速度	使电机输出扭矩、速度、位置性能更优化
	抗退磁与力矩脉动抑制技术	形成新一代伺服驱动器和电机	电机在3-6倍高过载倍率下具有优异的抗退磁能力，电机力矩脉动抑制至1%以下	将伺服电机特征参数与伺服驱动器控制算法有机匹配
	军用随动控制总成技术和装备自动化及智能化控制技术	新一代无人车动力伺服驱动器	扩大了公司产品在军工应用领域的配套层级和应用范围	由总控柜、伺服驱动器、伺服电机、运动机构、传感器构成随动控制总成，以自有控制算法和控制技术控制机构运动
纵深发展阶段	注塑机射胶随动控制总成技术	高速电动射胶系统总成、伺服泵空往复运动机构总成	应用于高速注塑机、液压机场景，扩大了公司产品在工业控制领域的配套层级和应用范围	采用自有专利技术和控制算法，使射胶系统射胶量控制更准、射速更快
	军用无人电动车动力总成技术	军用无人电动车驱动器和电机	开拓了公司产品在新能源领域的配套层级和应用范围	使动力总成对供电电压适用性、对环境适应更强

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

1. 核心假设:

- 1) **航空航天、军工等专用伺服系统:** 考虑到国防开支预算稳步提升,我们假设 2024-2026 年营收增速分别为 10%、20%和 20%,毛利率分别为 70.0%、70.0%和 70.0%。
- 2) **工业控制伺服系统:** 考虑到公司伺服系统在工控领域渗透率逐步提高,我们假设 2024-2026 年营收增速分别为 10%、14%和 15%,毛利率分别为 21.0%、21.1%和 21.2%。
- 3) **新能源伺服系统:** 考虑到 2024 年国内新能源发展增速放缓但长期趋势向好,我们假设 2024-2026 年营收增速分别为-10%、10%和 10%,毛利率分别为 24.5%、24.3%和 24.0%。

2. 盈利预测:

我们根据公司前 3 年主营业务收入增长趋势,我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 139/161/187 亿元,分别同比增长 3%/16%/16%;综合毛利率分别为 43.9%/44.6%/45.3%,具体预测如下:

表4: 盈利预测 (单位: 百万元、%)

	2023	2024E	2025E	2026E
航空航天&军工	57.05	62.76	75.31	90.37
yoy (%)	-13.8%	10.0%	20.0%	20.0%
成本	17.12	18.83	22.59	27.11
毛利	39.94	43.93	52.72	63.26
毛利率(%)	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
工业控制	43.38	47.71	54.39	62.55
yoy (%)	18.9%	10%	14%	15%
成本	34.33	37.69	42.92	49.29
毛利	9.04	10.02	11.48	13.26
毛利率	20.9%	21.0%	21.1%	21.2%
新能源	31.52	28.37	31.21	34.33
yoy (%)	71.6%	-10%	10%	10%
成本	23.75	21.42	23.63	26.09
毛利	7.77	6.95	7.58	8.24
毛利率	24.7%	24.5%	24.3%	24.0%

其他主营业务	0.49	0.49	0.49	0.49
yoy (%)	7.4%	0%	0%	0%
成本	0.25	0.25	0.25	0.25
毛利	0.24	0.25	0.25	0.25
毛利率	48.7%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	2.62	2.62	2.62	2.62
yoy (%)	-2.2%	0%	0%	0%
成本	1.23	1.23	1.23	1.23
毛利	1.39	1.39	1.39	1.39
毛利率	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%
总营业收入	135.07	138.85	160.91	187.26
yoy (%)	8.8%	2.8%	15.9%	16.4%
营业成本	76.68	77.94	89.14	102.50
毛利	58.39	60.90	71.78	84.76
毛利率	43.23%	43.86%	44.61%	45.27%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 投资建议

可比公司方面,选取业务相近的汇川技术(300124)、禾川科技(688320)、埃斯顿(002747)作为可比公司。2024-2026年可比公司PE均值为37/28/20倍,公司估值高于可比公司均值。

星辰科技伺服系统技术在同行业当中处于领先地位,公司产品横跨军民两用领域,我们预计公司2024-2026年净利润分别为0.16/0.22/0.30亿元,当前股价对应动态PE分别为61/46/34倍,尽管估值高于可比公司均值,但考虑到公司规模尚小,成长性突出,随着未来企业军民双领域拓展利润改善后,估值水平有望回归平均,首次覆盖仍给予“买入”评级。

表5: 可比公司估值表

2024/7/18		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿)	归母净利润(亿元)				PE			
股票代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300124.SZ	汇川技术	CNY	51.13	1369.33	47.42	58.21	71.54	91.51	29	24	19	15
688320.SH	禾川科技	CNY	22.49	33.96	0.54	1.02	1.18	1.81	63	33	29	19
002747.SZ	埃斯顿	CNY	12.52	108.87	1.35	2.04	3.06	4.26	81	53	36	26
平均									58	37	28	20
832885.BJ	星辰科技	CNY	5.90	10.07	0.13	0.16	0.22	0.30	79	61	46	34

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：星辰科技、汇川技术、埃斯顿盈利预测来自于东吴证券研究所，禾川科技盈利预测来自于Wind一致预期）

5. 风险提示

- 1、**宏观经济波动风险：**伺服系统下游包括军工、风电、注塑机等领域。若宏观经济波动，下游行业投资扩产不及预期，可能导致公司业绩不及预期。
- 2、**行业竞争加剧的风险：**伺服系统目前高端领域仍被国外企业垄断，若公司不能保持竞争优势和核心竞争力，将影响公司未来的业绩增长。
- 3、**回款放缓风险：**公司与军工企业合作较多，虽无坏账风险，但回款放缓需要计提信用减值损失，可能影响公司利润水平。

星辰科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	344	332	354	368	营业总收入	135	139	161	187
货币资金及交易性金融资产	126	102	69	55	营业成本(含金融类)	77	78	89	102
经营性应收款项	161	168	211	231	税金及附加	1	1	2	2
存货	50	54	65	72	销售费用	9	9	10	12
合同资产	2	3	3	4	管理费用	17	17	20	22
其他流动资产	4	5	6	7	研发费用	19	17	18	21
非流动资产	127	159	189	218	财务费用	(4)	(3)	(1)	(2)
长期股权投资	21	20	19	18	加:其他收益	9	10	11	13
固定资产及使用权资产	43	76	107	136	投资净收益	1	1	2	2
在建工程	2	2	2	2	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	10	10	11	11	减值损失	(16)	(13)	(13)	(13)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	10	17	23	32
其他非流动资产	46	46	46	46	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	470	491	543	585	利润总额	10	17	23	32
流动负债	97	94	115	116	减:所得税	(1)	1	1	2
短期借款及一年内到期的非流动负债	22	22	22	22	净利润	12	16	22	30
经营性应付款项	48	43	61	59	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	13	16	22	30
其他流动负债	26	27	30	34	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.07	0.10	0.13	0.18
非流动负债	3	3	3	3	EBIT	5	28	36	43
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	10	35	45	55
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.23	43.86	44.61	45.27
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	9.43	11.84	13.52	15.97
其他非流动负债	3	3	3	3	收入增长率(%)	8.77	2.80	15.89	16.37
负债合计	100	97	118	120	归母净利润增长率(%)	(45.47)	29.15	32.34	37.44
归属母公司股东权益	370	394	425	465					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	371	394	426	466					
负债和股东权益	470	491	543	585					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	20	19	6	25	每股净资产(元)	2.16	2.31	2.49	2.73
投资活动现金流	(22)	(39)	(39)	(39)	最新发行在外股份(百万股)	171	171	171	171
筹资活动现金流	(28)	(4)	0	0	ROIC(%)	1.50	6.44	7.81	8.69
现金净增加额	(30)	(24)	(33)	(14)	ROE-摊薄(%)	3.44	4.18	5.11	6.43
折旧和摊销	5	7	9	11	资产负债率(%)	21.24	19.73	21.66	20.43
资本开支	(23)	(41)	(41)	(41)	P/E(现价&最新股本摊薄)	79.06	61.21	46.26	33.66
营运资本变动	(12)	(17)	(36)	(28)	P/B(现价)	2.73	2.56	2.37	2.16

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>