

贝斯特（300580）

证券研究报告
2024年07月24日

精加工技术外延，工业母机+人形机器人带来新增量

深耕精密加工领域，技术迁移拓展第三梯次业务

公司成立于1997年，2017年于深交所上市，2019年拓展产品品类至涡轮增压器压气机壳。公司凭借精密加工技术起家，技术迁移至工业母机和人形机器人领域，2023年公司成功研发行星滚珠丝杠样品，可用于人形机器人。公司已经形成精密零部件+新能源汽车零部件+直线滚动功能部件三大主要板块，2023年汽车零部件业务营收达12.03亿元，占比达89.58%，2023年总毛利率为34.46%，主要因为公司产品技术壁垒较高。

汽零业务差异化竞争，产能扩张迅速，主业优势稳固

双碳背景下轻量化是汽车行业发展大势，对于电动车，其重量下降10kg可以使续航里程增加2.5km。公司汽零业务通过内生+外延，向外收购苏州赫贝斯、控股易通轻量化，向内设立安徽贝斯特，打造新能源轻量化部件布局，同时依托其自身精密加工能力，专注通用性精密小件，实现差异化竞争。同时，公司于2022年发行可转债，加码新能源汽车产能布局，达产后可以实现年产140万件新能源汽车功能部件。

精加工技术迁移，工业母机+人形机器人打开新空间

丝杠将电机端旋转运动化为直线运动，分为梯形丝杠、滚珠丝杠和滚柱丝杠。丝杠技术壁垒较高，国内企业起步较慢，目前国内中高端丝杠多为进口，但未来发展空间较为充分。丝杠三大应用场景为数控机床、机器人与生产线，以及航空航天与军工。丝杠在人形机器人价值量占比较高，以特斯拉为例，一台机器人预计有10个关节采用行星滚柱丝杠，4个采取梯形丝杠，价值量占比较高。公司引进先进设备，积极研发，具备一定先发优势，截至2024年，公司已经可以生产C0级滚柱丝杠副，UP级直线导轨副，同时，公司自主研发的可用于人形机器人的行星滚柱丝杠已经顺利出样，实现公司机器人方向产品从0到1的突破。

投资建议：我们预计公司2024-2026年实现营收16.64/21.28/25.38亿元，实现归母净利润3.38/4.51/5.54亿元。采用相对估值法，选取爱柯迪、秦川机床以及恒立液压作为可比公司，24年可比公司PE均值29x，由于公司技术壁垒较高，下游人形机器人业务有望迎来快速发展，给予24年PE 30倍估值，对应目标价20.4元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动；新能源车销量不及预期；产能爬升不及预期；新业务拓展不及预期。

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	12.9元
目标价格	20.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	499.15
流通A股股本(百万股)	469.42
A股总市值(百万元)	6,439.09
流通A股市值(百万元)	6,055.56
每股净资产(元)	8.65
资产负债率(%)	18.25
一年内最高/最低(元)	38.50/12.85

作者

邵将	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523110005	
shaojiang@tfzq.com	
郭雨蒙	联系人
guoyumeng@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)	1,097.28	1,343.25	1,663.90	2,128.27	2,537.57
增长率(%)	3.80	22.42	23.87	27.91	19.23
EBITDA(百万元)	401.05	512.91	569.85	708.21	829.41
归属母公司净利润(百万元)	228.87	263.51	338.21	450.52	553.65
增长率(%)	16.35	15.13	28.35	33.21	22.89
EPS(元/股)	0.46	0.53	0.68	0.90	1.11
市盈率(P/E)	28.13	24.44	19.04	14.29	11.63
市净率(P/B)	3.01	2.25	1.97	1.78	1.59
市销率(P/S)	5.87	4.79	3.87	3.03	2.54
EV/EBITDA	8.30	18.08	9.36	6.99	5.79

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕精密加工领域，技术迁移拓展第三梯次业务.....	4
1.1. 精加工技术底蕴深厚，能力外延带来新增量	4
1.2. 2023 年新能源车业绩释放迅速，费用管控能力较强	5
2. 汽零业务产品布局全面，产能扩张迅速，主业优势稳固.....	6
2.1. 涡轮增压器用途广泛，可有效提升内燃机热效率	6
2.2. 里程焦虑与节能减排需求高增，带来轻量化需求增长.....	7
2.3. 内生增长+外延并购，打造新能源业务全面布局	8
3. 精加工技术迁移，工业母机+人形机器人打开新空间.....	9
3.1. 丝杠行业下游应用场景广阔，壁垒较高	9
3.2. 公司精加工技术基础深厚，实现 0 到 1 的突破.....	11
4. 投资建议.....	13
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：公司发展里程.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 18 日）	5
图 3：公司近年营收及增速（亿元，%）	5
图 4：公司近年归母净利润及增速（亿元，%）	5
图 5：公司近年各业务营收占比	6
图 6：公司近年各业务毛利率情况	6
图 7：公司近年费用率情况	6
图 8：涡轮增压器示意图.....	7
图 9：乘用车第五阶段燃料消耗量标准	7
图 10：电动车续航里程与整备质量的关系	7
图 11：公司 2019 年主要客户结构	8
图 12：公司工装夹具产品	9
图 13：公司新能源汽车零部件产品布局.....	9
图 14：行星滚柱丝杠工艺流程.....	10
图 15：中国机床领域滚动功能部件市场空间情况	10
图 16：中国机器人市场规模预测	11
图 17：公司行星滚柱丝杠产品	12
图 18：公司高精度滚动导轨副产品	12
表 1：公司主要产品介绍.....	4
表 2：公司股权激励主要内容	5
表 3：新能源汽车零部件产能与销量.....	8

表 4：公司可转债产品和产能情况	9
表 5：营业收入及毛利率拆分	13
表 6：可比公司 PE 数据对比	13

1. 深耕精密加工领域，技术迁移拓展第三梯次业务

1.1. 精加工技术底蕴深厚，能力外延带来新增量

精密加工起家，技术迁移至工业母机、人形机器人领域。公司成立于 1997 年，2002 年开始制造增压器精密件并成立压铸基地，2017 年在深交所上市，2019 年拓展产品至涡轮增压器压气机壳和新能源车铝合金结构件，2022 年成立子公司宇华精机，切入工业母机领域，2023 年成功研发人形机器人用行星滚柱丝杠样品。公司以自身精加工能力为基，不断扩展自身能力半径，拓展新梯次业务，带来业绩持续增长的动能。

图 1：公司发展里程碑



资料来源：公司公告、公司官网，天风证券研究所

公司布局三大板块，形成多梯次产品结构布局。公司第一梯次产品包括各类精密零部件、智能装备及工装夹具；二梯次产品主要为新能源汽车零部件业务，重点布局新能源汽车轻量化结构件、高附加值精密零部件以及氢燃料、天然气燃料汽车核心部件等产品；三梯次布局工业母机、人形机器人等领域中的直线滚动功能部件，产品主要包括高精度滚珠/滚柱丝杠副、高精度滚动导轨副等。

公司客户资源丰富，客户结构较为集中。在精密零部件业务中，公司与盖瑞特、康明斯、博马科技、博格华纳、皮尔博格等客户建立长期稳定的业务互作关系，在新能源车领域客户拓展至博世、盖瑞特等企业，并与多家新能源汽车知名企业建立合作。公司客户结构集中，2023 年第一大客户销售额占收入比例达 48.67%，前五大客户销售额累计占收入比例达 78.81%。

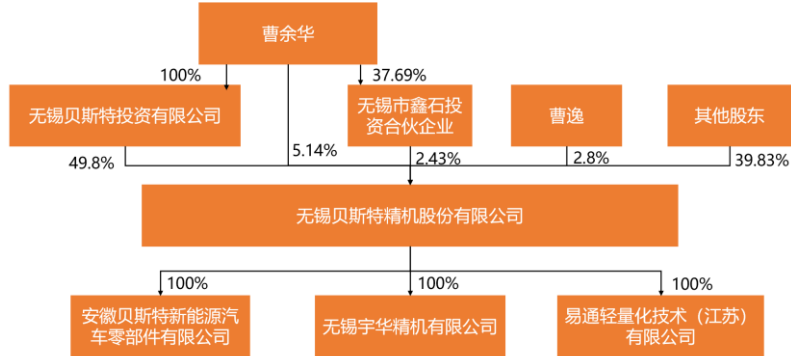
表 1：公司主要产品介绍

产品种类	产品图例	应用领域
精密零部件		燃油汽车涡轮增压器、燃油汽车发动机、纯电动汽车、氢燃料以及天然气燃料汽车、混合动力汽车以及其他新能源汽车零部件
智能装备及工装		汽车、轨道交通、风力发电、5G 通讯等零部件生产
直线滚动部件		高端机床领域、半导体装备产业、自动化产业、人形机器人领域、汽车行业等市场

资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司股权集中，实控人为曹余华先生。截至 2024 年 6 月 18 日，公司实控人为曹余华先生，共计持股 55.9%，曹逸女士为曹余华先生之女，公司股权结构集中。子公司宇华精机成立于 2022 年，专攻直线滚动功能部件；易通轻量化、安徽贝斯特主要负责新能源汽车零部件业务。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 18 日）



资料来源：爱企查、天风证券研究所

公司实行股权激励体现增长信心，绑定核心技术人员利益。公司 2022 年实行股权激励计划，激励对象包括中层管理人员、核心技术（业务）人员共 119 人，公司股权激励主要考核营收和归母净利润增长率：以 2021 年营业收入为基数，2022-2024 年营业收入的目标增长率将分别不低于 10%/25%/45%；或以 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润的目标增长率将分别不低于 10%/25%/45%。

表 2：公司股权激励主要内容

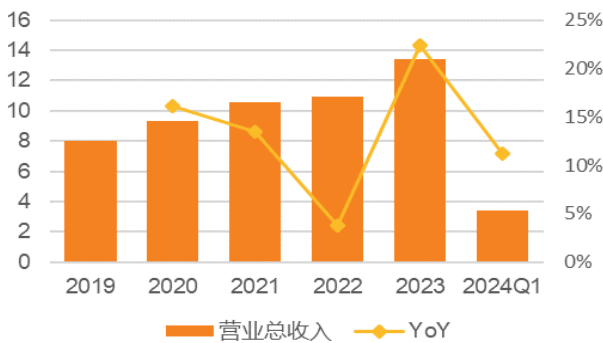
项目	内容
授予对象	119 人
考核目标	以 2021 年营业收入为基数，2022-2024 年营业收入的目标增长率将分别不低于 10%/25%/45%；或以 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润的目标增长率将分别不低于 10%/25%/45%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 2023 年新能源车业绩释放迅速，费用管控能力较强

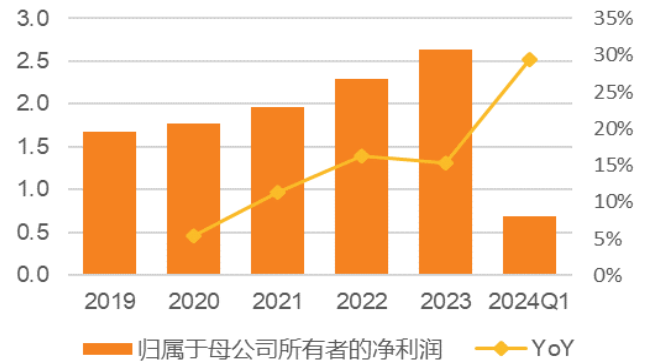
公司业绩稳定增长，营收 2023/2024Q1 达 13.43/3.43 亿元，同比+22.4%/11.2%；归母净利润 2023/2024Q1 达 2.64/0.69 亿元，同比+15.28%/29.44%。营收和归母净利润保持增长的主要原因为公司涡轮增压器板块增长速率稳健，同时 2023 年受益于新能源车产能落地、业务开拓，带动公司业绩加速增长。

图 3：公司近年营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

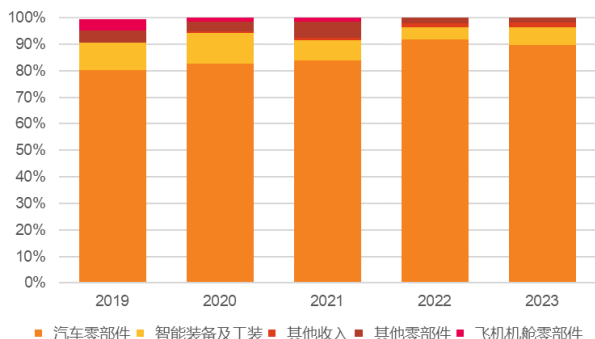
图 4：公司近年归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

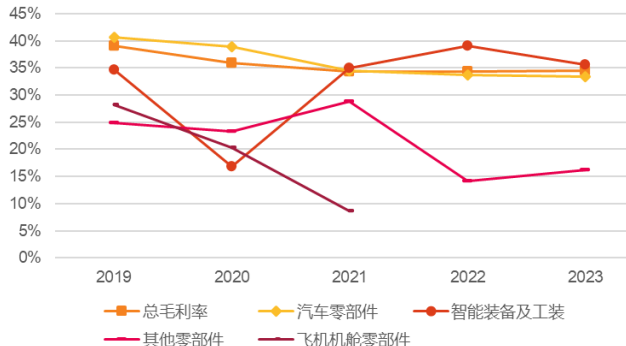
公司汽车零部件业务占比较高，毛利率维持在 30%以上水平。2023 年公司汽车零部件业务营收达 12.03 亿元，占比由 2019 年的 80.10% 提升至 89.58%。2023 年总毛利率为 34.46%，主要因为公司的主要产品技术壁垒较高。

图 5：公司近年各业务营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

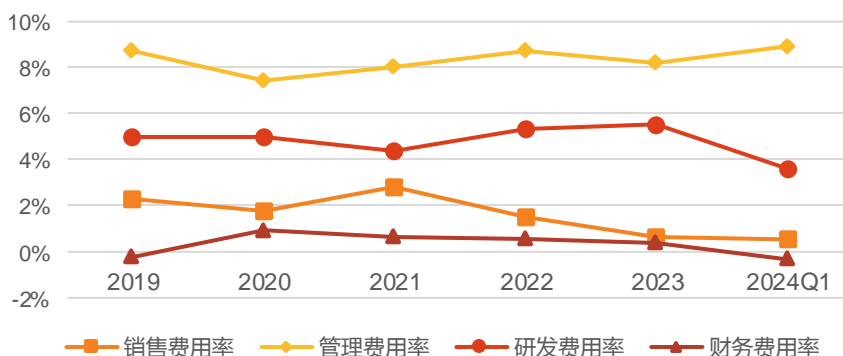
图 6：公司近年各业务毛利率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司费用控制情况整体稳定，管控能力较强。公司期间费用率从 2019 年的 15.77% 降低 2024Q1 的 12.75%，体现公司费用管控能力逐年加强，公司 2023 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.64%/8.17%/5.54%/0.41%。

图 7：公司近年费用率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 汽零业务产品布局全面，产能扩张迅速，主业优势稳固

2.1. 涡轮增压器用途广泛，可有效提升内燃机热效率

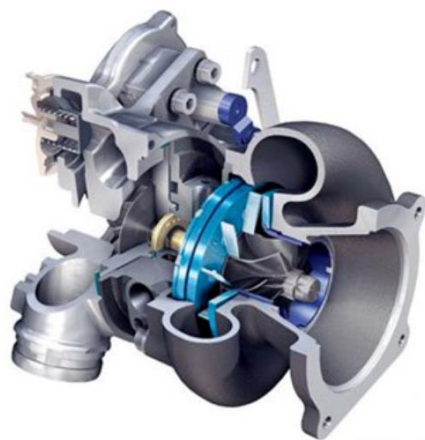
涡轮增压器是一种空气压缩机，可使燃料充分燃烧，实现节能减排效果。利用发动机排出的废气惯性冲力来推动涡轮室内的涡轮，涡轮又带动同轴的叶轮，叶轮压送由空气滤清器管道送来的空气，使之增压进入气缸。空气的压力和密度增大可以使燃料燃烧更加充分，提高输出功率，达到降低燃料消耗、节能减排的效果。

对于汽车行业，节能环保是大势所趋。根据国家燃油消耗法规，到 2025 年，乘用车平均燃料消耗量需降到 4 L/100KM。与此同时，汽车的动力性能、驾驶乐趣，依然是普通驾乘者看重的功能属性。在满足油耗水平的同时不妥协汽车驾驶性能，涡轮增压这一成熟的技术正在被越来越广泛的为车企采用。

涡轮增压器能有效降低排放，节能减排效果突出。其可以有效改善缸内燃烧，降低废气中颗粒含量，同时降低碳氢、一氧化碳等有害物质的含量，配置涡轮增压器能有效减少

内燃机的能耗和有害物质的排放，节能减排的效果比较突出，因而采用涡轮增压技术已成为目前公认的降低内燃机油耗和减少废气排放最有效的技术措施之一。

图 8：涡轮增压器示意图



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

图 9：乘用车第五阶段燃料消耗量标准

年份	企业平均燃料消耗量 (CAFC) / 目标值 (TCAFC)	对应目标值 (NEDC 工况)	同比下降幅度 (%)
2021	123%	4.9L/100km	-2.0
2022	120%	4.8L/100km	-2.0
2023	115%	4.6L/100km	-4.2
2024	108%	4.3L/100km	-6.5
2025	100%	4L/100km	-7.0

资料来源：乘联分会公众号、天风证券研究所

涡轮增压器技术壁垒较高，生产厂商较少。汽车涡轮增压器和发动机零部件对于加工材料、加工精度和质量稳定性有较高要求，只有少数在设备、工艺和生产组织等方面有优势的企业才能生产。

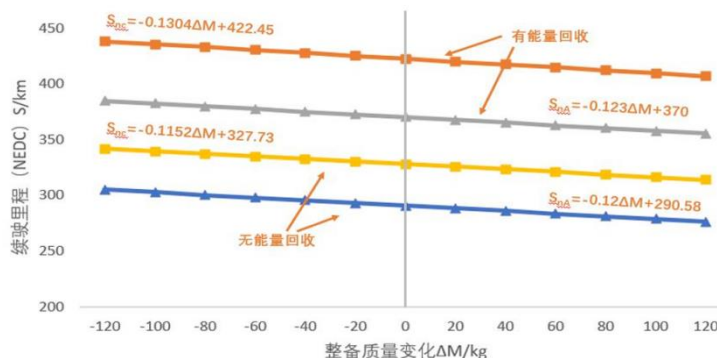
2.2. 里程焦虑与节能减排需求高增，带来轻量化需求增长

双碳背景下，轻量化是汽车行业发展的趋势。汽车轻量化作为支撑汽车产业发展尤其是节能减排的重要有效途径之一，既是国内外汽车企业应对能源环境挑战的共同选择，也是汽车产业可持续发展的主要路径。发展汽车轻量化技术，是我国汽车产业节能减排的需要，是产业结构调整的需要，更是提升汽车产品国际竞争力和建设汽车强国的需要。

对于燃油车：根据国际铝业协会的相关数据，燃油车的重量与耗油量大致呈正相关关系，汽车的质量每降低 100kg，每百公里可减排 800-900g 的 CO₂。而根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中的数据，三厢轿车、两厢轿车、SUV 和 MPV 四种车型，每减重 100kg，节油量分别可达 0.37L/100km、0.31L/100km、0.46L/100km、0.45L/100km。

对于电动车：根据国际铝业协会的相关数据，电动车的重量与耗电量呈正相关关系，纯电动汽车整车重量若降低 10kg，续航里程则可增加 2.5km。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中的数据，当有能量回收时，每减少 100kg，A 级车的续航里程将增加 12.3km，C 级车的续航里程将增加 13.0km；如果除动力电池以外的部件减少 10kg，并将减少的质量分配给动力电池，保持整车的整备质量不变，则 A 级车的续航里程将增加 12.5km，C 级车的续航里程将增加 9.3km。

图 10：电动车续航里程与整备质量的关系

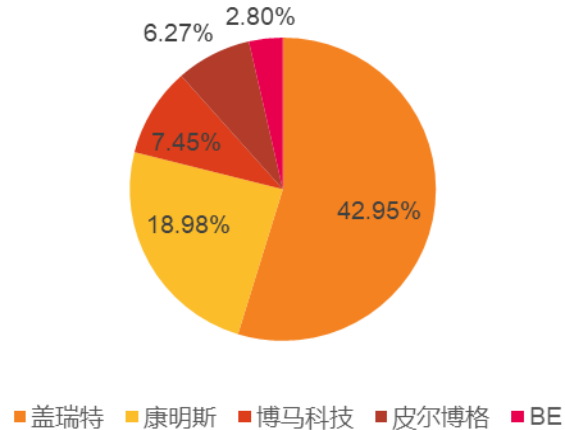


资料来源：中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》、天风证券研究所

2.3. 内生增长+外延并购，打造新能源业务全面布局

涡轮增压器业务为基，稳定贡献强劲业绩。公司与涡轮增压器巨头盖瑞特、康明斯、皮尔博格等，建立了长期稳定的合作关系，为盖瑞特供应汽车涡轮增压器零部件和氢燃料电池核心配套组件等，为公司 2019 年最大客户，公司产品质量过硬。2024 年公司获得康明斯（中国）“2023 最佳供应商奖”。

图 11：公司 2019 年主要客户结构



资料来源：公司可转债说明书、天风证券研究所

精密加工能力完善，切入压铸件和精密零部件赛道。公司纯电动车产品包括车载充电机模组、线控阀体、底盘安全件、涡旋盘等，产品谱系较为完善。

公司通过内生增长与外延并购全面布局新能源业务：

外延并购：公司收购苏州赫贝斯，切入特斯拉供应链；控股易通轻量化，进入轻量化产品赛道。

内生增长：2022 年设立安徽贝斯特，积极扩大新能源车零部件产能。后续随安徽贝斯特产能落地，公司新能源轻量化、高附加值精密零部件产品产能持续提升。

表 3：新能源汽车零部件产能与销量

新能源汽车零部件	产能（万件）	销量（万件）
2020	190	97.02
2021	540	369.91
2022	800	537.26
2023	900	656.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

发行可转债加码新能源汽车，产能扩张带来业绩弹性。公司于 2020 年发行可转债，募集 5.3 亿元资金投入年产 700 万件新能源汽车功能部件级涡轮增压器零部件项目，达产后可以实现年产 140 万件新能源汽车功能部件，包括车载充电机组件、直流变换器组件、转

向节、氢燃料电池壳体。该项目于 2022 年 3 月达到预定可使用状态，2023 年已全部达产。

表 4：公司可转债产品和产能情况

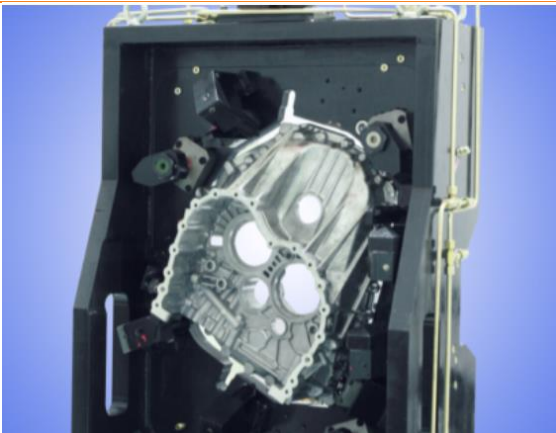
类别	产品名称	新增产能（万件）
涡轮增压器零部件	压气机壳	260
	全加工叶轮	100
	中间壳	200
新能源汽车功能部件	车载充电机组件	60
	直流变换器组件	10
	转向节	60
	氢燃料电池壳体	10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

工装夹具领域技术积累深厚，精加工技术实力强劲。公司以工装夹具产品起家，可以通过工装夹具实现精确定位，确保精加工能力。公司通过深耕工装夹具领域，实现在精加工领域的技术沉淀。

专注精密零部件，形成差异化竞争。2022 年 6 月，为进一步夯实在新能源汽车领域的实体布局，公司在安徽省马鞍山市含山县设立了全资子公司“安徽贝斯特新能源汽车零部件有限公司”，将以此重点布局新能源汽车轻量化结构件、高附加值精密零部件以及氢燃料电池汽车核心部件等。

图 12：公司工装夹具产品



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 13：公司新能源汽车零部件产品布局

产品系列	主要产品	应用领域
新能源汽车精密零部件	纯电动汽车载充电机模组、驱动电机零部件、控制器零部件、线控阀体、涡轮盘、涡轮压缩机壳体、底盘安全件、热管理系统壳体等；	纯电动汽车、氢燃料以及天然气燃料汽车、混合动力汽车以及其他新能源汽车零部件
	氢燃料电池汽车空压机叶轮、空压机压力回收和整流器、电机壳、轴承盖以及功能部件等；天然气燃料汽车核心零部件等；	
	适用于混合动力汽车的涡轮增压器精密轴承件、叶轮、中间壳、气封板、密封环、齿轮轴、压气机壳等；	

资料来源：公司年报、天风证券研究所

加速海外布局，扩大现有产能。公司客户分布于欧洲、亚洲、北美洲和南美洲等地区。同时，公司响应“一带一路”的号召，计划在泰国建设工厂，扩大现有产能，进一步提升公司在客户端的国际竞争力。通过在海外布局产能，公司有望充分利用所在国的优势，深化国际布局，同时减轻国际贸易摩擦对公司的影响。

3. 精加工技术迁移，工业母机+人形机器人打开新空间

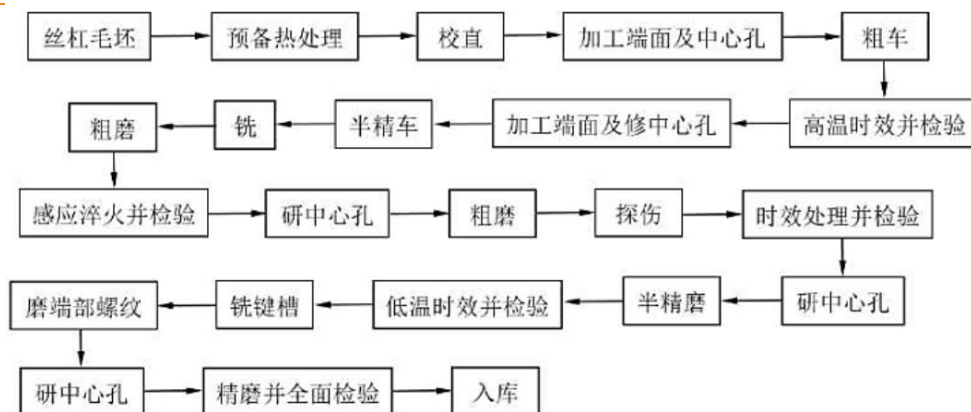
3.1. 丝杠行业下游应用场景广阔，壁垒较高

丝杠是将电机端旋转运动转化为直线运动的机械部件。从设计结构角度分为：梯形丝杠、滚珠丝杠及滚柱丝杠。梯形丝杠无滚动体，靠滑动摩擦传递推力；滚珠和滚柱丝杠有滚动体，靠滚动摩擦传递推力；当前，滚珠丝杠是行业主流产品，行星滚柱丝杠属于新一代产品。

丝杠技术壁垒较高，难点在于工艺及设备：常见工艺有磨削、冷轧和旋风铣削，其中磨削加工精度最高可达 P1 级，是高精度丝杠螺纹的主要加工方法；原材料质量、热加工工

艺、淬火工艺、精加工工艺、检测设备或造成国内外滚珠/滚柱丝杠性能差距。

图 14：行星滚柱丝杠工艺流程

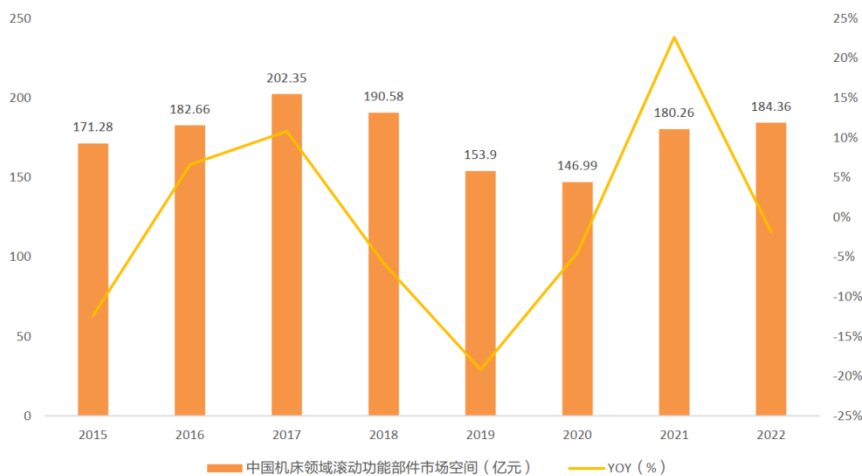


资料来源：《精密行星滚柱丝杠副工艺制造与传动性能研究》郑伟、天风证券研究所

国内企业起步较晚，但未来发展空间较为充分。滚珠丝杠在国外起步早、技术成熟，以往国内中高档采用进口比例较大；而国产滚动功能部件行业通过多年努力及政策支持，国产品牌在中高端中应用比例显著提升。

滚动功能部件应用场景广泛，数控机床为第一大下游。目前国内数控机床、机器人与生产线、航空航天与军工为三大应用场景，2021 年机床在采购滚动功能部件行业中占比 54.3%，推动滚动功能部件需求扩张，2022 年对应市场空间为 27.41 亿美元。

图 15：中国机床领域滚动功能部件市场空间情况



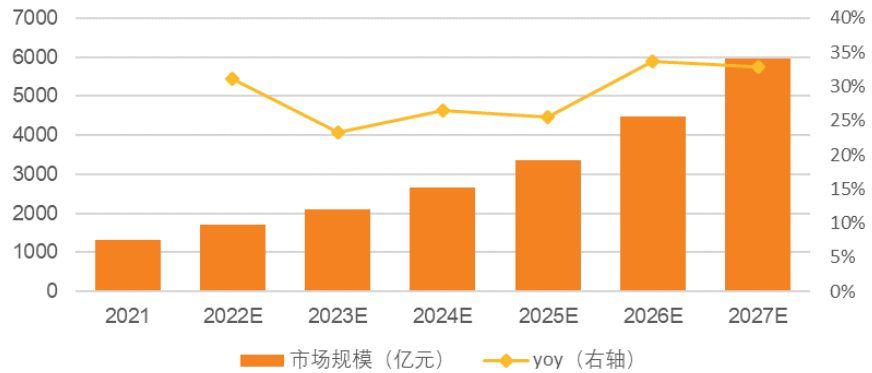
资料来源：观研报告网，天风证券研究所

人形机器人迎来发展机遇，丝杠部件价值量占比较高。人形机器人进入快速迭代升级进展期，由于其大多采用反向式行星滚柱丝杠，丝杠部件或将从中受益，市场空间有望大幅提升。

以特斯拉为例，特斯拉人形机器人 Optimus 整体躯干共有 28 个关节执行器。其中线性执行器和旋转执行器各 14 个，分布于肘部、腕部和腿部的 3 种线性执行器均配置滚柱丝杠。特斯拉 Optimus 的直线关节选取行星滚柱丝杠+梯形丝杠的方案：其中 14 个线性关节中有 10 个关节选取行星滚柱丝杠方案，4 个选取梯形丝杠方案。

中国机器人行业市场规模不断扩大，发展前景良好。根据艾媒咨询数据显示，2021 年中国机器人行业市场规模为 1306.8 亿元，预计 2027 年将达到 5949.1 亿元。伴随着技术发展的深入与智能化场景的普及，机器人行业的发展潜力十足。

图 16：中国机器人市场规模预测



资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

国内滚珠/行星滚柱丝杠供需缺口明显，市场规模稳步增长。2022 年中国滚珠丝杠供需缺口或将达到 448 万套，行星滚柱丝杠同样供需缺口明显；天风机械组预计 2030 年全球及中国滚珠丝杠市场规模分别达 405.78、81.16 亿美元；预计 2023 年全球行星滚柱丝杠市场规模增长至 3 亿美元。

日欧企业主导高端市场，行业集中度较高。从国内竞争格局来看，①高端市场，日德企业合计市场份额高达 90%，中国大陆、中国台湾企业市场份额各约 5%，高端市场格局相对集中；②中端市场，中国大陆厂商的市场份额约 30%。从全球市场竞争格局来看，CR5 市占率达到约 46%；其中欧洲和日本的滚珠丝杠企业占据全球约 70%的市场份额。从全球区域分布来看，2020 年亚太地区市场份额占比约 49.46%，是全球滚珠丝杠主要市场。而行星滚柱丝杠市场较小，行业参与者以海外企业为主；预计 2022 年我国滚柱丝杠市场 Rollvis、GSA、Rexroth、Ewellix 合计市占率达 78%，国内厂商南京工艺市占率为 8%。

国内企业加速布局丝杠领域，有望实现国产替代。与海外知名企业相比，中国厂商生产的丝杠产品存在尺寸系列有限、批量产品质量不稳定、应用场景有限等短板，但随着国内企业对高精密丝杠的研制布局加速，国产化率有望逐步提升。

3.2. 公司精加工技术基础深厚，实现 0 到 1 的突破

深耕智能装备、工业自动化集成领域，精加工技术基础深厚。公司在工装夹具、智能装备、工业自动化集成等领域具备技术优势，在汽车行业积累了丰富的生产管理体系优势。

设立子公司宇华精机为独立平台，布局直线滚动功能部件。公司于 2022 年 1 月设立全资子公司“无锡宇华精机有限公司”，全面布局直线滚动功能部件，研发高精度滚珠/滚柱丝杠副、高精度滚动导轨副等产品，对高端机床领域、半导体装备产业、自动化产业、人形机器人领域进行大力开拓，快速切入新赛道。

公司设备领先行业，布局完善。公司拥有 2 个大型综合实验中心和 4 个专业检测工作室，拥有 Leitz、Zeiss 和海克斯康等 14 台三坐标，马尔、泰勒、三丰等圆度仪，粗糙度轮廓仪以及影像投影仪等 20 多台高精度检测设备和 3D 扫描机等，实验中心目前已经获得国家认可实验室证书。

公司滚柱丝杠副精度高，现已在部分机床上验证。公司生产的滚珠丝杠副最高精度可达 C0 级，直线导轨副最高精度可达 UP 级。2023 年公司滚珠丝杠副、直线导轨副成功下线，部分产品已在送样验证过程中，至 2024 年，高精度滚珠丝杠副和导轨副产品已经在知名机床厂商的部分型号机床上验证，得到了市场的高度认可。

成功研发人形机器人用行星滚珠丝杠样品，实现从 0 到 1。公司于 2023 年滚珠丝杠副、直线导轨副成功下线，部分产品已在送样验证过程中；同时公司自主研发的行星滚柱丝杠已顺利出样，公司紧跟市场发展以及技术方向，积极开拓、提升业务水平，实现机器人方向产品由 0 到 1 的突破。

图 17：公司行星滚柱丝杠产品



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 18：公司高精度滚动导轨副产品



资料来源：公司年报、天风证券研究所

4. 投资建议

1) **汽车零部件业务**：公司汽车零部件产品随新能源汽车的快速增长以及产能落地而快速放量，公司该产品差异化竞争，业绩有望较快增长，预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 20%/19%/18%；该业务毛利率较为平稳，预计 2024-2026 年毛利率分别为 34.00%/34.00%/34.00%。

2) **智能装备及工装夹具业务**：公司智能装备及工装夹具业务预计保持平稳，预计该业务营收为 1.00/1.00/1.00 亿元，规模化优势有望维持公司毛利率稳定，预计该业务 2024-2026 年毛利率分别为 36.00%/36.00%/36.00%。

3) **直线滚动部件业务**：公司主要产品为丝杠，下游应用领域增长空间较大，包括人形机器人、机床等，公司已有技术沉淀，且有样品下线，该业务有望在 24-26 年实现逐步落地，预计该业务 2024-2026 年营收分别为 1.00/3.00/4.00 亿元，毛利率为 40.00%/38.00%/36.00%。

表 5：营业收入及毛利率拆分

项目/年度单位：亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
汽车零部件业务					
收入	10.07	12.03	14.44	17.18	20.27
YOY	14%	19%	20%	19%	18%
毛利率	33.63%	33.37%	34.00%	34.00%	34.00%
智能装备及工装夹具业务					
收入	0.53	0.94	1.00	1.00	1.00
YOY	-35%	77%	6%	0%	0%
毛利率	39.13%	35.64%	36.00%	36.00%	36.00%
直线滚动部件业务					
收入			1.00	3.00	4.00
YOY				200%	33%
毛利率			40.00%	38.00%	36.00%
其他零部件					
收入	0.38	0.46	0.2	0.1	0.1
YOY	-47%	21%	-57%	-50%	0%
毛利率	14.23%	16.23%	40.00%	40.00%	40.00%
总营收					
收入	10.97	13.43	16.64	21.28	25.37
YOY	4%	22%	24%	28%	19%
毛利率	34.27%	34.46%	34.07%	34.78%	34.89%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司是国内精加工领域稀缺标的，开发丝杠产品布局人形机器人领域。公司汽车零部件业务贡献大量业绩，公司成功研发丝杠相关产品，打开第三梯次业务，布局人形机器人等领域，带来中长期成长动能。我们采用相对估值法，选取主营汽车零部件的爱柯迪、中国机床工具龙头企业，并拥有丝杠、导轨业务的秦川机床以及国内液压龙头，并积极切入丝杠、导轨业务的恒立液压作为可比公司，24 年可比公司 PE 均值 29x，由于公司技术壁垒较高，机器人业务有望迎来快速发展，给予 24 年 PE 30 倍估值，对应目标价 20.4 元。

表 6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600933.SH	爱柯迪	13.48	1.02	1.16	1.46	1.80	22	12	9	7
000837.SZ	秦川机床	7.46	0.05	0.14	0.21	0.30	208	54	35	25
601100.SH	恒立液压	45.18	1.86	2.05	2.43	2.88	29	22	19	16
可比公司均值							86	29	21	16

300580.SZ	贝斯特	13.36	0.53	0.68	0.90	1.11	25	20	15	12
-----------	-----	-------	------	------	------	------	----	----	----	----

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期；收盘价数据截至 2024 年 7 月 23 日）

我们预计公司 2024-2026 年实现营收 16.64/21.28/25.38 亿元，实现归母净利润 3.38/4.51/5.54 亿元，当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 19/14/12 倍。精密加工企业布局机器人丝杠产品，技术迎来重要突破，有望实现国产替代，业绩有望迎来重要拐点，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) **宏观经济波动**：经济复苏可能不及预期。
- 2) **新能源车销量不及预期**：下游新能源车销量波动会影响公司出货量。
- 3) **产能爬升不及预期**：产能建设进程存在不及预期的风险。
- 4) **新业务拓展不及预期**：公司第三梯次业务落地不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	157.25	206.48	289.24	677.52	832.97
应收票据及应收账款	552.11	545.04	925.75	884.06	1,316.40
预付账款	5.67	8.08	9.06	12.62	13.18
存货	312.46	290.27	460.73	489.55	641.56
其他	748.72	817.45	837.07	823.04	841.99
流动资产合计	1,776.21	1,867.32	2,521.85	2,886.79	3,646.10
长期股权投资	32.14	32.75	32.75	32.75	32.75
固定资产	1,121.27	1,220.15	1,189.27	1,125.00	1,044.48
在建工程	254.23	201.49	240.61	297.74	312.24
无形资产	112.19	124.13	123.63	126.25	126.77
其他	133.22	111.88	131.90	125.57	123.11
非流动资产合计	1,653.04	1,690.40	1,718.16	1,707.30	1,639.35
资产总计	3,429.25	3,557.72	4,240.01	4,594.09	5,285.45
短期借款	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	420.77	357.87	612.31	615.31	845.92
其他	61.95	60.33	128.03	109.93	150.59
流动负债合计	483.23	418.20	740.35	725.24	996.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	495.70	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	255.41	244.41	211.49	237.11	231.00
非流动负债合计	751.12	244.41	211.49	237.11	231.00
负债合计	1,280.71	684.56	951.84	962.34	1,227.51
少数股东权益	10.29	10.10	11.86	14.17	16.94
股本	200.02	339.56	499.15	499.15	499.15
资本公积	682.16	1,220.92	1,220.92	1,220.92	1,220.92
留存收益	1,119.35	1,302.36	1,556.02	1,897.29	2,320.72
其他	136.73	0.22	0.22	0.22	0.22
股东权益合计	2,148.55	2,873.16	3,288.17	3,631.75	4,057.94
负债和股东权益总计	3,429.25	3,557.72	4,240.01	4,594.09	5,285.45

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	231.74	265.40	338.21	450.52	553.65
折旧摊销	135.01	164.41	186.68	200.11	213.08
财务费用	16.55	11.78	(6.55)	(12.77)	(19.95)
投资损失	(10.47)	(10.43)	(10.12)	(9.82)	(9.52)
营运资金变动	86.14	(38.39)	(325.28)	40.18	(335.99)
其它	(117.32)	33.91	2.35	3.04	3.62
经营活动现金流	341.66	426.67	185.30	671.25	404.90
资本支出	336.67	234.11	227.34	169.96	153.69
长期投资	(1.15)	0.61	0.00	0.00	0.00
其他	(607.30)	(548.82)	(411.64)	(355.73)	(291.75)
投资活动现金流	(271.78)	(314.10)	(184.30)	(185.76)	(138.06)
债权融资	26.62	(503.20)	7.31	12.77	19.69
股权融资	(79.43)	473.88	74.45	(109.98)	(131.08)
其他	12.41	(47.68)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(40.40)	(77.00)	81.76	(97.22)	(111.39)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	29.48	35.57	82.76	388.27	155.45

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	1,097.28	1,343.25	1,663.90	2,128.27	2,537.57
营业成本	721.26	880.40	1,096.98	1,388.06	1,652.19
营业税金及附加	11.79	12.95	15.08	19.29	22.77
销售费用	16.99	8.55	8.47	10.84	12.28
管理费用	95.35	109.68	108.69	132.07	152.75
研发费用	58.79	74.45	64.55	82.57	93.52
财务费用	5.71	5.48	(6.55)	(12.77)	(19.95)
资产/信用减值损失	(13.50)	(3.83)	(3.72)	(3.60)	(3.50)
公允价值变动收益	(6.46)	3.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.47	10.43	10.12	9.82	9.52
其他	(10.20)	(57.17)	0.00	0.00	0.00
营业利润	207.08	298.91	383.08	514.43	630.03
营业外收入	0.03	0.13	0.13	0.12	0.12
营业外支出	1.06	0.12	0.12	5.00	4.85
利润总额	206.05	298.91	383.09	509.55	625.30
所得税	(25.70)	33.51	42.52	55.99	68.03
净利润	231.74	265.40	340.57	453.56	557.28
少数股东损益	2.87	1.89	2.35	3.04	3.62
归属于母公司净利润	228.87	263.51	338.21	450.52	553.65
每股收益(元)	0.46	0.53	0.68	0.90	1.11

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	3.80%	22.42%	23.87%	27.91%	19.23%
营业利润	-8.27%	44.35%	28.16%	34.29%	22.47%
归属于母公司净利润	16.35%	15.13%	28.35%	33.21%	22.89%
获利能力					
毛利率	34.27%	34.46%	34.07%	34.78%	34.89%
净利率	20.86%	19.62%	20.33%	21.17%	21.82%
ROE	10.70%	9.20%	10.32%	12.45%	13.70%
ROIC	16.33%	15.50%	18.03%	20.58%	25.51%
偿债能力					
资产负债率	37.35%	19.24%	22.45%	20.95%	23.22%
净负债率	15.85%	-7.19%	-8.77%	-18.63%	-20.51%
流动比率	3.35	4.24	3.41	3.98	3.66
速动比率	2.76	3.58	2.78	3.31	3.02
营运能力					
应收账款周转率	2.10	2.45	2.26	2.35	2.31
存货周转率	4.09	4.46	4.43	4.48	4.49
总资产周转率	0.34	0.38	0.43	0.48	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.53	0.68	0.90	1.11
每股经营现金流	0.68	0.85	0.37	1.34	0.81
每股净资产	4.28	5.74	6.56	7.25	8.10
估值比率					
市盈率	28.13	24.44	19.04	14.29	11.63
市净率	3.01	2.25	1.97	1.78	1.59
EV/EBITDA	8.30	18.08	9.36	6.99	5.79
EV/EBIT	12.51	26.62	13.92	9.75	7.79

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