

灵鸽科技（833284）

国内物料处理“小巨人”，新领域拓展贡献新增长极

增持（首次）

2024年08月28日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	324.68	265.00	304.45	391.81	485.34
同比	54.43	(18.38)	14.89	28.69	23.87
归母净利润（百万元）	44.19	17.17	20.35	40.31	50.94
同比	136.54	(61.16)	18.52	98.10	26.39
EPS-最新摊薄（元/股）	0.42	0.16	0.19	0.38	0.49
P/E（现价&最新摊薄）	13.85	35.65	30.08	15.18	12.01

投资要点

- 物料处理“小巨人”，深耕失重给料赛道三十年：**公司是我国第一家研发和生产失重给料技术及配套装备的企业，深耕行业三十余年，为国内物料处理“小巨人”。公司营收持续持续，但2023年受新能源行业竞争加剧影响公司营收2.7亿元，同降18%，归母净利润0.17亿元，同降61%；2024Q1营收0.26亿元，同增24.56%，2024Q1受期间费用投入增加、其他收益下降影响，利润为负，但随公司加大食品等新领域拓展，公司业绩有望转正恢复增长。
- 下游产业需求持续增长，物料自动化设备发展前景广阔：**物料自动化处理行业应用领域广泛，规模持续增长，QYR（恒州博智）预测2028年全球自动物料处理市场规模达86亿美元，2021-2028年CAGR为6.4%。
 - 国内新能源扩张放缓，新技术需求未来有望高增。**海外市场带动国内锂电池产能持续增加，预计至2025年中国锂电池出货量将达1805GWh，新技术方面，2022年中国固态电池出货量约为0.4GWh，预计2030年出货量将超300GWh，2022-2030年CAGR为128.8%，发展前景广阔。
 - 预制菜领域起量高增，改性塑料行业稳健发展。**2022年食品行业利润规模为1797.9亿元，预计2025年将达到2922亿元，预制菜市场将持续高增长，2022年市场规模达4196亿元，预计2025年达到9061亿元。预计2026年全球改性塑料行业市场需求量将达到13000万吨，预计2022-2026年全球改性塑料行业市场需求不断增长，CAGR为3%左右。
 - 精细化工行业持续发展，市场需求扩大。**2018-2023年中国精细化工市场为4.77/6.18万亿元，2018-2023年CAGR为5.32%。预计到2027年或超过8万亿元。
- 持续研发投入，前瞻布局新增长点。**
 - 持续加强研发投入，技术优势领先：**公司注重技术创新和科研投入，2018-2023年研发投入逐年增长。2023年的研发投入为0.11亿元，同增8.73%。持续研发使公司技术持续保持领先优势，为公司未来的发展提供有力支撑；
 - 稳固深挖基本盘、前瞻布局食品及精细化工行业。**公司在新能源领域开发固态电池产线物料处理自动化产线，稳固基本盘的同时，逐步加大新方向发展，食品行业研发食品预制菜高阻隔包装智能化产线，同时再次加大精细化工行业投入，食品及精细化工行业将公司新增长动能。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润为0.20/0.40/0.51亿元，同比+19%/98%/26%，对应PE为30/15/12倍，可比公司我们选择均有电池产线自动化业务的赢合科技、瀚川智能，可比公司24-26年PE为88/26/13倍，考虑锂电行业增速放缓，公司加大食品及精细化工行业拓展力度，有望给公司带来新增长极，未来业绩有望持续高增，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧、新领域拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.27
一年最低/最高价	5.20/18.88
市净率(倍)	1.59
流通A股市值(百万元)	238.19
总市值(百万元)	552.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.31
资产负债率(% ,LF)	41.15
总股本(百万股)	104.79
流通A股(百万股)	45.20

相关研究

内容目录

1. 物料处理“小巨人”，深耕失重给料赛道三十年	4
1.1. 国内首家研发和生产失重给料技术及配套装备的企业	4
1.2. 公司股权结构稳定，董事长技术出身	4
1.3. 自动化物料处理设备为主	6
1.4. 业绩增速放缓，随新领域拓展有望恢复增长	6
2. 下游产业需求持续增长，物料自动化设备发展前景广阔	9
2.1. 国内新能源扩张放缓，新技术需求未来有望高增	9
2.2. 预制菜领域起量高增、改性塑料行业稳健发展	11
2.2.1. 食品行业受益于刚性需求，市场规模稳步增长	11
2.2.2. 下游需求增长拉动改性塑料行业持续增长	13
2.3. 精细化工行业持续发展，推动市场需求扩大	14
3. 持续研发投入，前瞻布局新增长点	15
3.1. 持续加强研发投入，产品性能行业领先	15
3.2. 稳固深挖基本盘、前瞻布局新领域助力新增长	17
4. 盈利预测及投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

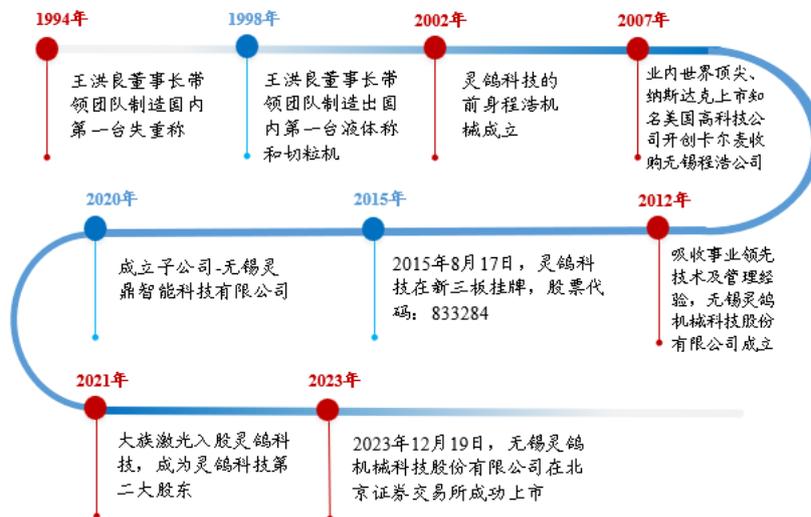
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司组织架构 (截至 2024 年 8 月 28 日)	5
图 3:	公司主要产品.....	6
图 4:	营业收入整体呈上升趋势.....	7
图 5:	归母净利润呈现不稳定性.....	7
图 6:	公司营收以自动配混输送系统为主.....	7
图 7:	公司净利率波动, 毛利率企稳.....	8
图 8:	核心业务毛利率企稳.....	8
图 9:	2019-2024Q1 公司费用率情况	8
图 10:	中国物料自动化行业 2021-2030 年市场规模.....	9
图 11:	中国锂电池产能情况.....	10
图 12:	2019-2025 年中国锂电设备市场规模.....	10
图 13:	中国固态电池出货量.....	11
图 14:	2024 年 1-7 月固态电池产业主要进展跟踪	11
图 15:	2022-2025 年食品制造业利润规模.....	12
图 16:	预制菜产业链示意图.....	12
图 17:	预制菜 2022-2025 年市场规模及同比增速	13
图 18:	2021-2024 年中国改性塑料市场规模.....	13
图 19:	2020 年我国改性塑料下游应用占比.....	13
图 20:	中国精细化工市场规模及增速.....	14
图 21:	公司研发费用持续上升.....	15
图 22:	公司性能指标.....	16
图 23:	公司新领域拓展.....	17
图 24:	灵鸽科技盈利拆分.....	18
图 25:	可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 28 日)	19
表 1:	公司管理层情况.....	5

1. 物料处理“小巨人”，深耕失重给料赛道三十年

1.1. 国内首家研发和生产失重给料技术及配套装备的企业

深耕失重给料赛道三十年。无锡灵鸽机械科技股份有限公司是我国第一家研发和生产失重给料技术及配套装备的企业，集研发、制造、销售、技术服务为一体，提供所有工业领域物料处理计量、混合、输送工艺的智能化产线。公司具有失重计量给料 28 年、双螺杆配混 33 年的研发经验。与华中科技大学、江南大学、北京化工大学、华东理工大学开展产学研合作，是北京化工大学中国塑机创新人才培养基地，华东理工大学教学科研实习基地。2023 年，公司成功登陆北交所。

图1：公司发展历程

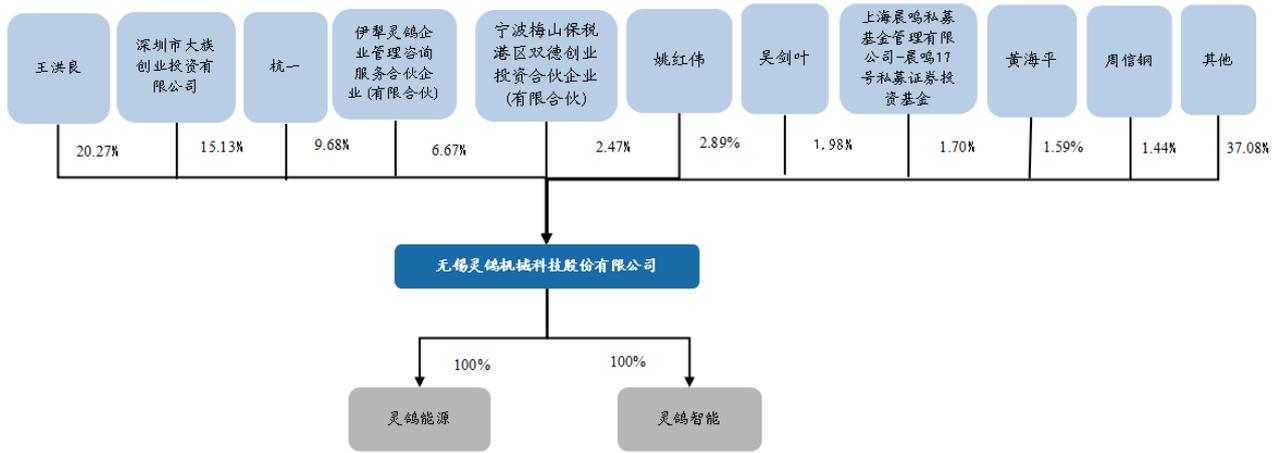


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，董事长技术出身

公司股权集中，结构清晰稳定。截至 2024 年 3 月 31 日，公司董事长、非独立董事王洪良持有公司 20.27% 股份，为公司实际控制人。目前公司拥有两家子公司，无锡灵鸽能源科技有限公司主要业务为新能源原动设备制造与销售；无锡灵鸽智能化科技有限公司主要业务为人工智能软件开发与销售。

图2: 公司组织架构 (截至 2024 年 8 月 28 日)



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

深耕行业多年, 公司管理层经验丰富。公司董事长王洪良技术背景出身, 先后两次创业, 行业经验丰富; 同时公司多名管理层均拥有业务相关经历, 行业经验丰富。

表1: 公司管理层情况

姓名	职务	履职情况
王洪良	董事长	1967年10月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 初中学历。1982年7月至1988年7月, 任武进模具厂学徒; 1988年8月至1994年7月, 任无锡县塑料一厂模具工; 1994年8月至2002年10月, 任无锡市崇安区环宇金属设备厂总经理; 2002年10月至2007年3月, 任无锡程浩机械科技有限公司总经理; 2007年4月至2012年6月, 历任无锡开创卡尔麦设备有限公司销售经理、总经理; 2012年6月至2014年10月, 自由职业; 2014年11月至今担任公司董事长。
杭一	总经理	1987年11月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历, 机械工程及自动化专业。2010年7月至2012年6月, 任无锡爱锡量仪有限公司工程师、总工助理; 2012年7月至2014年11月, 任灵鸽有限执行董事、总经理; 2014年11月至2017年4月, 任公司董事会秘书; 2014年11月至今, 任公司董事。曾任无锡灵鸽机械科技股份有限公司总裁。
王玉琴	财务负责人、董事会秘书	1984年1月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士学位, 高级管理人员工商管理硕士专业。2007年9月至2010年3月, 任力达科技(无锡)有限公司主办会计; 2010年3月至2012年6月, 任无锡开创卡尔麦设备有限公司高级会计; 2012年7月至2013年9月任职于无锡卡尔麦开创罗泰特机械制造有限公司; 2013年9月至2014年11月, 任灵鸽有限财务经理; 2014年11月至今任公司财务负责人; 2017年4月至今任公司董事会秘书。
何亚东	独立董事、审计委员会委员	1971年4月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 博士研究生学历, 化工过程机械专业。1993年7月至2003年7月, 历任北京化工大

学塑料机械及塑料工程研究所助教、讲师;2003年8月至2015年12月,历任北京化工大学机电工程学院副教授、教授、副院长;2016年1月至今,担任北京化工大学机电工程学院教授;2019年3月至2023年3月,任安徽东远新材料有限公司董事;2022年11月至今,任公司独立董事。

数据来源:公司招股说明书, iFind, 东吴证券研究所

1.3. 自动化物料处理设备为主

公司提供物料自动化处理解决方案,主要从事计量配料、混合及输送等自动化物料处理系统设备的研发、生产和销售,产品包括自动化物料处理系统和单机设备。公司产品分为自动化物料处理系统和单机设备,自动化物料处理系统用于满足投料、配料计量、输送、搅拌、混合、粉碎研磨、干燥、包装等多项工艺需求,并通过信息化控制系统来实现全流程的自动化、数字化、智能化运作;单机设备则用于满足计量、配料、混合、挤出、搅拌、切粒等单项工艺需求。

图3: 公司主要产品

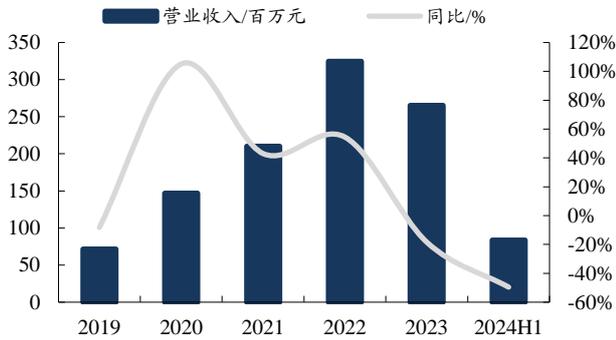
自动化物料处理系统	锂电池正负极材料自动化生产线		单机设备	失重式计量喂料机	
	锂电池双螺杆连续制浆系统			切粒机	
	自动计量配混输送系统				
	智能微量配料系统				

数据来源:公司招股说明书, 东吴证券研究所

1.4. 业绩增速放缓, 随新领域拓展有望恢复增长

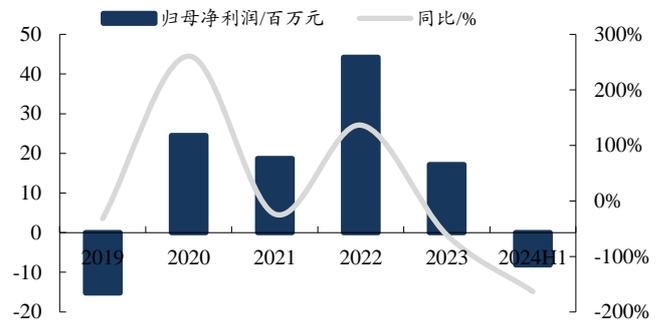
公司营收增速放缓, 归母净利润有所下滑。公司营收 2019-2022 年持续稳健增长, 2023 年实现营收 2.7 亿元, 同比下降 18%, 主要系下游新能源领域客户国内结构化调整, 设备开机率下降, 项目交付放缓; 盈利方面公司归母净利润近两年有所下滑, 2023 年公司归母净利润仅 0.17 亿元, 同降 61%, 主要系国内新能源行业竞争态势升级导致项目交付放缓, 以及公司为开拓海外市场导致的展览费、销售费用、猎头费、人才培养费的增加。2024Q1 受期间费用投入增加、其他收益下降影响, 利润为负。但随公司加大新领域拓展, 业绩有望转正恢复增长。

图4: 营业收入整体呈上升趋势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

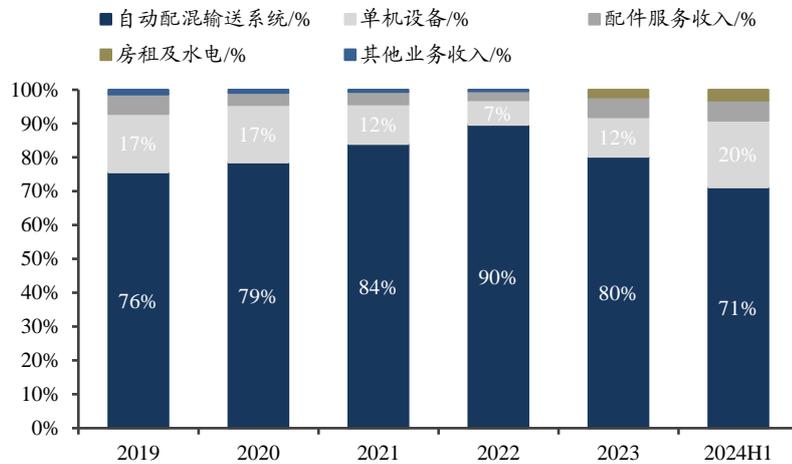
图5: 归母净利润呈现不稳定性



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

自动配混输送系统为公司核心产品, 收入持续增长。2019-2022年, 自动配混输送系统营收占比由76%上升至90%, 2023年略有下滑, 为80%, 为公司核心产品; 单机设备属于公司主要产品, 2019-2023年营收占比整体呈下降趋势, 2023年占总营收12%。

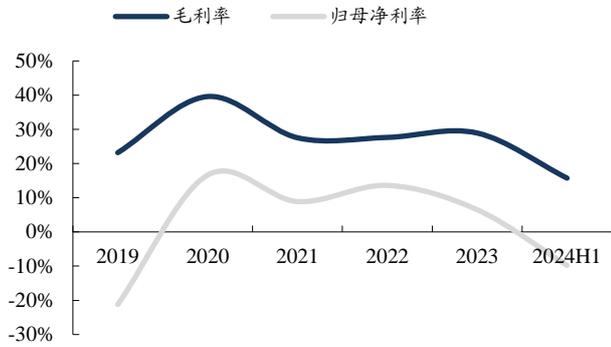
图6: 公司营收以自动配混输送系统为主



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

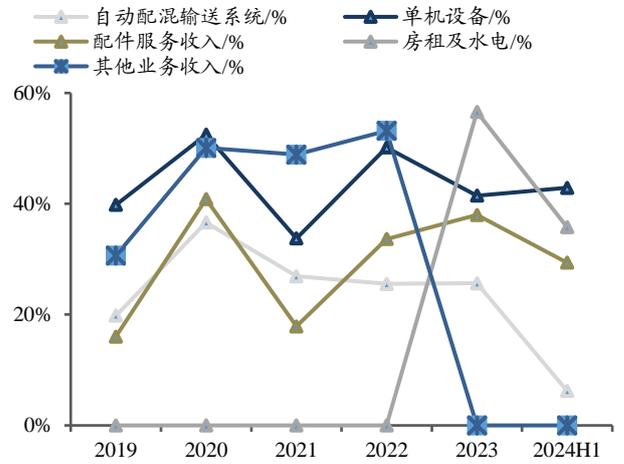
公司净利率整体波动性下降, 毛利率基本稳定。公司2021/2022/2023年毛利率为27.53%/27.64%/28.92%, 与核心业务自动配混输送系统毛利率变化趋势基本一致, 24Q1略有下滑。2022年-2024Q1公司净利率整体波动性下降, 主要系下游行业结构调整、项目交付放缓致增速放缓, 同时公司增加新领域布局导致费用增加。

图7: 公司净利率波动, 毛利率企稳



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

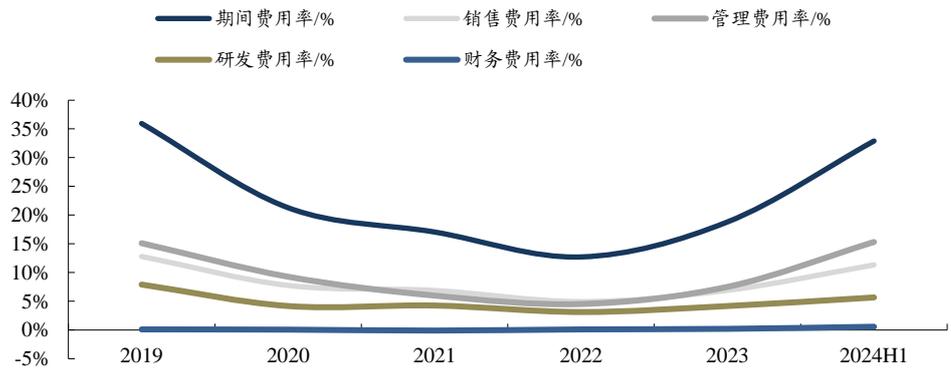
图8: 核心业务毛利率企稳



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

公司注重成本控制, 近两年拓展新领域布局叠加营收下滑致费用率有所提升。公司2021/2022/2023 期间费用率分别为 17.06%/12.72%/18.81%, 呈先降后增趋势, 主要原因系 2023 年公司开拓市场导致的销售费用增加以及公司上市、人才建设导致管理费用增加。公司注重研发投入, 2024H1 费用持续增加情况下, 营收下滑致费用率大幅提升。

图9: 2019-2024Q1 公司费用率情况

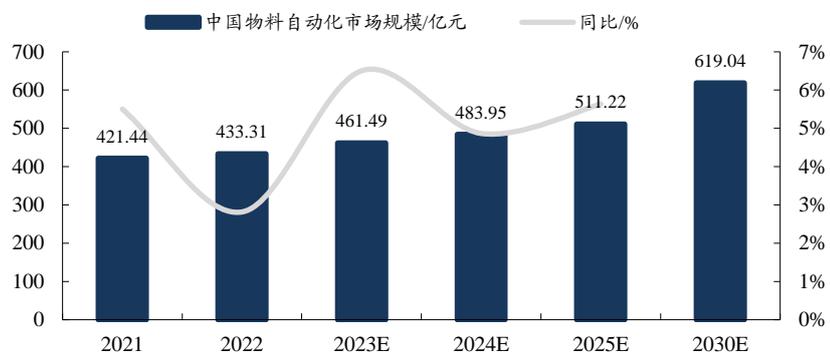


数据来源: iFind, 东吴证券研究所

2. 下游产业需求持续增长，物料自动化设备发展前景广阔

物料自动化处理行业是工业自动化以及智能制造体系的重要组成部分。随着全球制造业产业结构的升级转型，物料自动化处理设备广泛应用于锂电池、精细化工、橡塑、食品、医药、电子半导体、石化、军工等领域。根据 QYR（恒州博智）数据预测，2021 年全球自动物料处理（AMH）市场销售额达到了 54 亿美元，预计 2028 年将达到 86 亿美元，CAGR 为 6.4%。根据智研瞻产业研究院数据，中国物料自动化市场规模 2021 年为 421.44 亿元。预计 2030 年将达到 619.04 亿元，CAGR 为 7.99%。

图10：中国物料自动化行业 2021-2030 年市场规模



数据来源：智研瞻产业研究院，东吴证券研究所

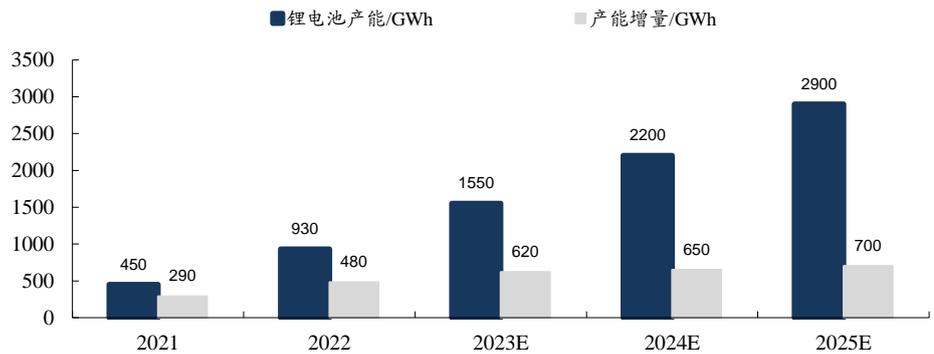
我国物料自动化处理行业发展起步较晚，行业集中度较低，多数企业规模较小，一般仅深耕个别应用领域。随着制造业的智能化、自动化技术的提升，物料自动化处理的应用领域将会持续扩张，国内物料自动化处理行业整体市场具备较大的发展空间。目前，国内物料自动化处理的核心设备技术水平已经接近海外龙头企业，在成本优势下具备广阔的国产化替代空间。作为下游行业的重要生产设备，物料自动化处理行业的发展前景与下游需求紧密相关，下游行业的发展是本行业增长的重要因素。公司的物料自动化处理生产线及设备主要应用于锂电池、橡塑、食品等领域，近年来下游应用行业的增长拉动了物料自动化处理需求的增长。

2.1. 国内新能源扩张放缓，新技术需求未来有望高增

海外市场带动国内锂电池产能持续增加，近两年需求略有放缓。根据高工锂电数据，在全球市场的持续增长带动下，2022 年中国锂电池市场出货量达到 658GWh，同比增长 101.1%，预计至 2025 年，中国锂电池出货量将达 1,805GWh。但根据 2023 年数据，锂电池行业需求有所放缓，出现产能过剩情况。根据中国有色金属工业协会数据，2023 年，

中国碳酸锂产量为 46.3 万吨，同比增长 17.2%，增速较 2021 年持续下降。赛迪顾问数据显示，2023 年碳酸锂价格大幅下滑，1~12 月由 50.1 万元/吨波动下降至 10.9 万元/吨，全年均价仅为 26.7 万元/吨。整体来看，中国新能源行业近两年进入调整阶段，未来储能、低空经济、人形机器人等新兴产业的发展将促进市场需求的扩张。

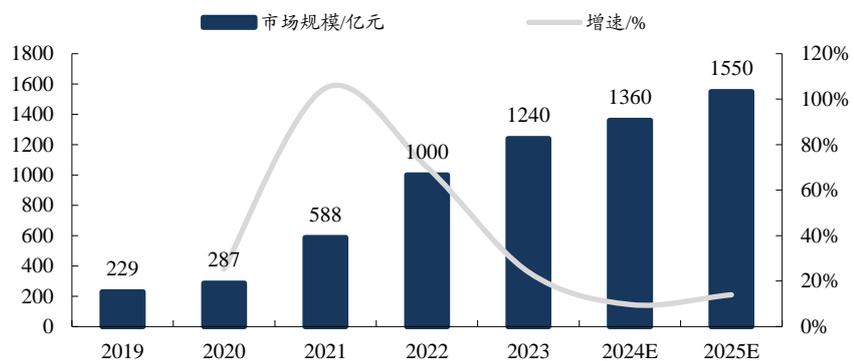
图11：中国锂电池产能情况



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

技术迭代缩短更新周期，锂电设备市场规模快速增长。根据高工锂电统计，2022 年中国锂电生产设备市场规模约为 1,000 亿元，同比增长 70.1%，主要系国内动力电池企业扩产加速，部分设备企业进入海外电池供应链以及中国锂电池企业出海布局加快，带动国内锂电设备市场快速增长。

图12：2019-2025 年中国锂电设备市场规模

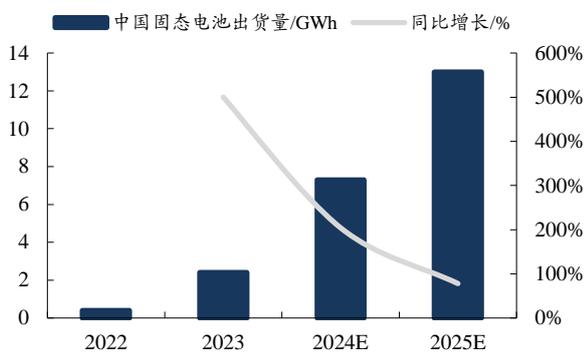


数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

固态电池尚未大规模应用，未来前景广阔。固态电池是一种使用固体正负极和固体

电解质,不含有任何液体,所有材料都由固态材料组成的电池。由于电解质的固态特性,其相较液态电池具备更高的机械强度和稳定性,能量密度更高,循环寿命更长,充电速度更快,有望成为推动清洁能源转型和实现可持续发展的关键技术之一。业内预计国内市场大规模商用还需 5-10 年,多数固态电池产品处于验证期,实际出货量小,主要应用领域包括工业无人机、智能穿戴、医疗以及部分新能源车领域。根据高工锂电数据,2022 年中国固态电池出货量约为 0.4GWh,2025 年中国固态电池出货规模预计将达 13GWh,至 2030 年出货量预计将超 300GWh,2022-2030 年 CAGR 为 128.8%。

图13: 中国固态电池出货量



数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

图14: 2024 年 1-7 月固态电池产业主要进展跟踪

企业名称	类型	详情	时间
金羽新能	产品发布	1月2日,金羽新能宣布,公司在二代锂金属电池产品交付客户的基础上,开发了二代无负极锂金属电池产品。代表型号容量为15Ah,质量能量密度超过420Wh/kg,体积能量密度超过1100Wh/L。公司300Wh/Kg以上高功率电池,6C超快充长续航电池等半固态电池体系已实现量产交付。	2024.1
金羽新能	获得订单	在已交付首批次无人机用无负极电池商业订单后,金羽与欧洲某客户持续开展无负极电池在新场景的应用探索。经过客户持续测试,产品能量密度(>460Wh/Kg)、体积能量密度、循环稳定性、HPPC(混合动力脉冲能力特性)等方面均达到或超过预期。基于此,金羽将为客户生产交付新一批量产产品。	2024.2
宁新能源(吉利旗下)	量产	第一代S+技术赋能的磷酸铁锂动力电池正式量产下线,实现了固态技术+磷酸铁锂的安全双保险。通过权威机构测试,单电芯5.8mm子弹枪击贯穿不起火不爆炸,200NSOC过充安全无虞,实现了“军工级”安全。	2024.4
卫蓝新能源	合作应用	与阿里云在签署战略合作协议,双方将携手推动医疗植入固态电池技术的研发和应用,以提升植入式医疗器械性能,填补国内相关领域的空白。	2024.5
正力新能	合作应用	正力新能和辽宁通用航空研究院及辽宁锐翔通用飞机制造有限公司、锐恩飞机工业(浙江)有限公司签订战略合作框架协议,旨在围绕航空电动化领域建立长期战略合作关系。	2024.6

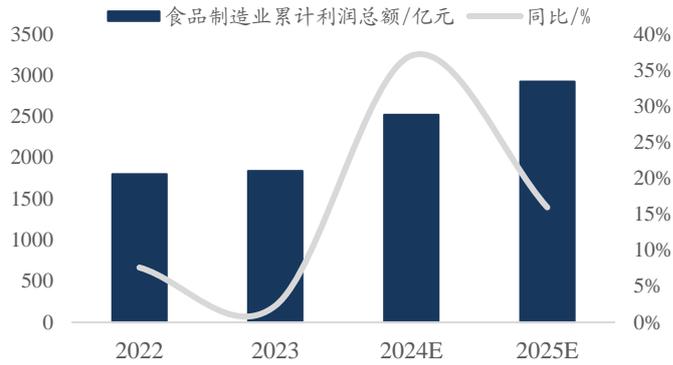
数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

2.2. 预制菜领域起量高增、改性塑料行业稳健发展

2.2.1. 食品行业受益于刚性需求, 市场规模稳步增长

食品行业需求稳定, 消费场景修复后持续增长。我国食品制造业实现利润总额从2000年的53.57亿元快速攀升至2015年的高峰1849.3亿元。不过,随着经济增速放缓,行业利润规模经历了震荡波动阶段,2020年开始受全球疫情影响,行业利润小幅下降;到2021年食品制造业利润规模为1653.5亿元,增幅受消费场景修复影响小幅反弹;2022年同比增长7.6%至1797.9亿元。2003-2023年食品制造业利润平均增长率达到20.31%,行业受益于消费品的刚需属性,在经济结构中占比较为稳定,随着国内经济稳步恢复,消费场景修复,食品需求平稳发展。根据中投顾问预测,食品制造行业2025年利润规模将达到2922亿元。

图15: 2022-2025年食品制造业利润规模

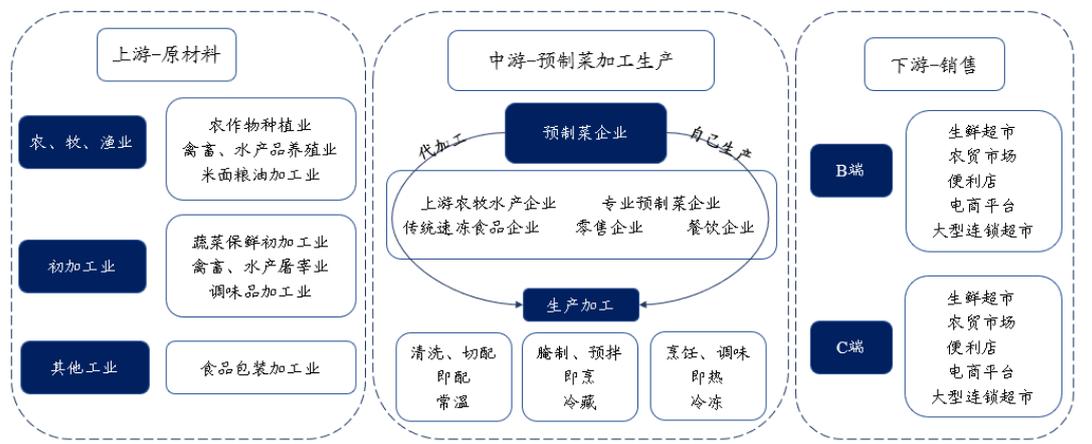


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

预制菜市场是食品市场未来增长的重要潜力之一。预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料, 配以各种辅料进行预加工或预烹调而成的成品或半成品菜肴产品, 包装后在常温、冷藏或冷冻的条件下贮藏、运输和销售, 可直接食用或经简单烹饪后, 作为日常正餐食用。

近年来预制菜产业蓬勃发展, 已形成相对完整的产业链。产业链的上游为原材料供应型行业, 主要包括农、牧、渔等种养殖业, 米面粮油等农副产品初加工业以及食品包装等包装供应业。产业链中游为预制菜生产和加工业, 主要负责净菜、半成品菜的生产加工。产业链下游是预制菜的消费市场, 基本分为B端和C端两大销售渠道。预制菜市场起步阶段主要以B端销售为主。随着餐饮外卖行业的蓬勃发展和因疫情催生的家庭端消费需求变化, 预制菜C端迎来消费加速期, 销量大幅提升。

图16: 预制菜产业链示意图

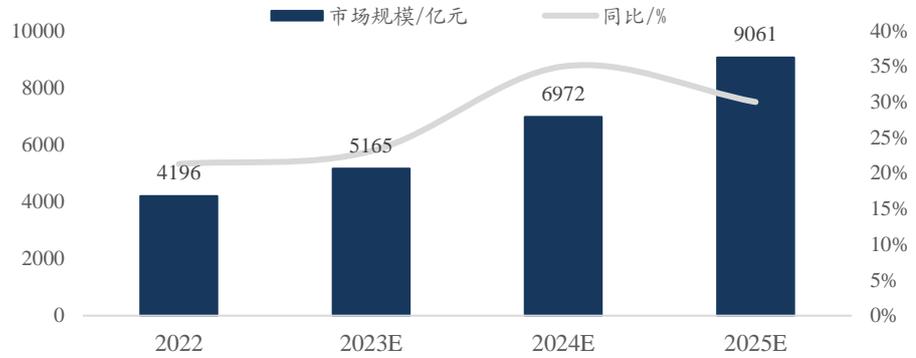


数据来源: 艾媒咨询, 东吴证券研究所

预制菜市场规模稳步增长, 发展潜力巨大。数据显示, 2022年中国预制菜市场规模达4196亿元, 同比增长21.3%。预计未来3-5年, 中国预制菜市场规模有望以20%左右

的高增长率逐年上升，在 2025 年达到 9061 亿元，我国预制菜产业有望发展成下一个万亿级市场。

图17：预制菜 2022-2025 年市场规模及同比增速

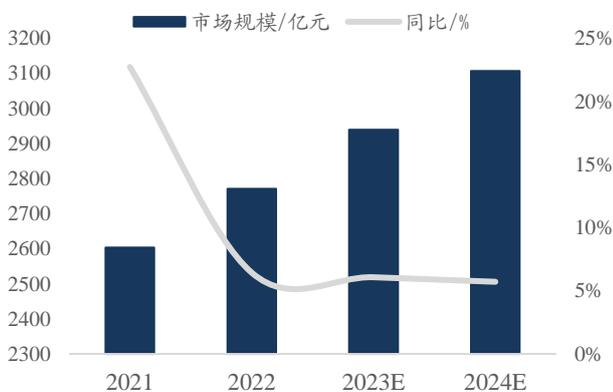


数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

2.2.2. 下游需求增长拉动改性塑料行业持续增长

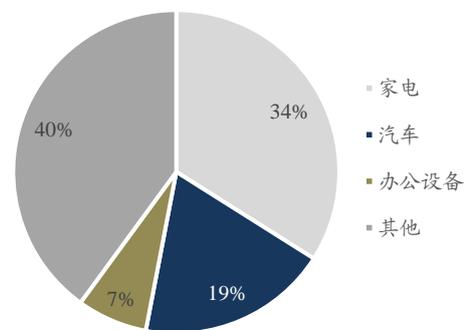
改性塑料机械加工性能良好，下游应用广泛，增长动力大。改性塑料应用最为广泛的领域为汽车与家电，根据前瞻产业研究院数据，2020 年应用于家电产品的改性塑料占改性塑料总表观消费量的 34%，汽车则占有 19%。得益于全球汽车、家电、办公设备等产业的产能向中国聚集，改性塑料的需求得到拉动，2010-2021 年期间，我国改性塑料快速增长，CAGR 为 11.76%。根据前瞻产业研究院统计，2021 年全球改性塑料行业需求量约为 11000 万吨左右。新冠疫情结束后，随着生产和消费的恢复，改性塑料市场需求将有较大幅度提升，预计 2022-2026 年全球改性塑料行业市场需求不断增长，CAGR 为 3% 左右，预计到 2026 年全球改性塑料行业市场需求量将达到 13000 万吨。

图18：2021-2024 年中国改性塑料市场规模



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图19：2020 年我国改性塑料下游应用占比

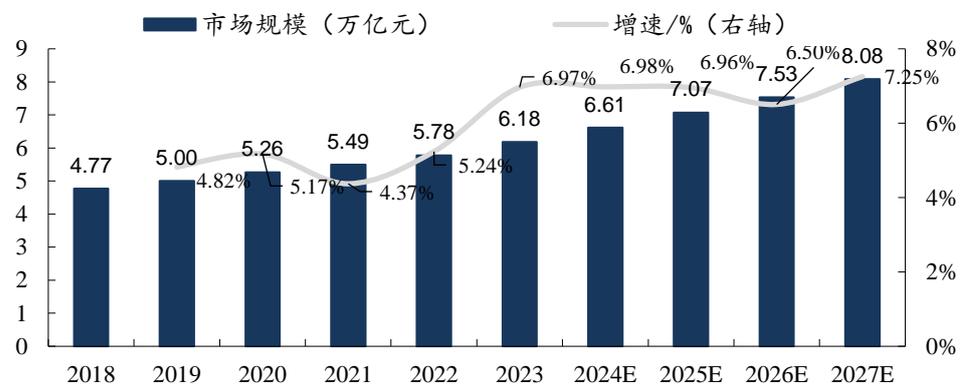


数据来源：公司股说明书，东吴证券研究所

2.3.精细化工行业持续发展，推动市场需求扩大

精细化工行业持续发展，市场前景广阔。精细化工指生产精细化学品的工业，通称精细化学工业。该行业产品指具有特定应用功能、技术密集、商业性强、产品附加值较高的化工产品。根据不同领域可分为传统精细化工和新型精细化工。我国十分重视精细化工行业的发展，目前精细化工行业已经成为化工产业的重要发展方向之一。2018-2023年，中国精细化工市场规模为 4.77/6.18 万亿元，2018-2023 年 CAGR 为 5.32%，预计到 2027 年将超过 8 万亿元。

图20：中国精细化工市场规模及增速



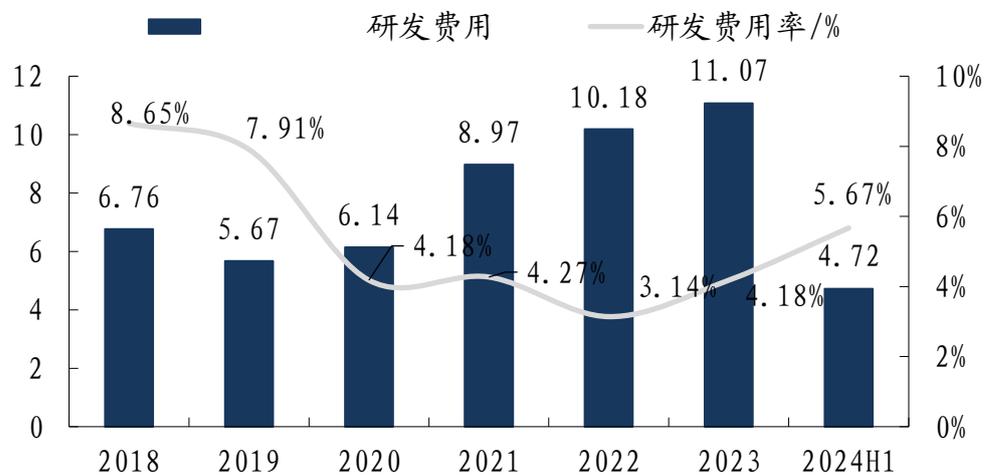
数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

3. 持续研发投入，前瞻布局新增长点

3.1. 持续加强研发投入，产品性能行业领先

公司注重研发，技术巩固产业护城河。公司注重技术创新和科研投入，2018-2023 年研发费用逐年增长。2023 年的研发费用为 1.11 千万元，同比增长 8.73%。持续研发使得公司积累了精密配料工艺技术以及如五氯化磷等特殊物料输送及处理过程的经验，使公司具备进入精细化工及医药市场的核心技术。研发投入的持续加大助力公司各产品核心技术处于行业领先地位，为公司未来的发展提供有力支撑。

图21：公司研发费用持续上升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司持续实现技术上的突破，技术优势领先。公司在失重式动态计量技术上取得了显著成就，其数字化失重式计量喂料机的喂料精度达到了 $\pm 0.2\%$ 的国际先进水平，这在行业中具有明显的领先优势。这一精度远高于多数主流厂商的 $\pm 0.5\%$ 动态计量精度，接近个别国外龙头厂商在特定设定流量下的计量精度。此外，灵鸽科技的双螺杆连续制浆工艺也是其核心技术之一，该技术可以实现对物料的全自动、连续和全封闭的输送及喂料，提高了制浆过程的稳定性和效率。公司在双螺杆生产的浆料中磁性异物含量控制方面也达到了行业领先水平，低至 20ppb，远低于目前行业指标 50ppb。公司注重创新和技术研发，拥有包括动态称量技术、物料输送技术、智能控制技术、物料混合技术、微量配料添加技术、自动包装技术、电池涂装技术等在内的核心技术体系。这些技术不仅提升了产品性能，还为客户提供了面向新质生产力的工业解决方案及配套设备，满足柔性制造需求。

图22: 公司性能指标

		失重式动态计量方面			
项目	灵鸽科技	海川智能	科倍隆	久保田	
10KG 计量精度	0.20%	0.50%	0.20%	0.50%	
喂料范围	5-10,000L/h	100-15,000L/h	15-8,000L/h	10-2,000L/h	
控制系统驱动器	微电脑控制器	单片机	单片机	单片机	
电机	伺服电机	伺服电机	直流电机	伺服电机	
2023年	伺服电机	伺服电机	直流电机	伺服电机	
		灵鸽科技	宏工科技	行业内知名户的通常要求	
设备材质 铜锌含量	设备内部与物料直接接触部位	<0.01%	<0.01%	<0.3%	
	设备外部不与物料接触部位	<0.1%	<0.1%	<0.3%	
	其他与空气直接接触部位	<0.1%	<0.5%	<1%	
计量精度（前驱体）		±0.1%	±0.1%	±0.1%	
计量超差率（前驱体）		≤0.5%	≤1%	≤3%	
计量精度（锂盐）		±0.1%	±0.1%	±0.1%	
计量超差率（锂盐）		≤0.5%	≤1%	≤3%	
成品物料磁性异物含量		≤20ppb	≤20ppb	≤20ppb	
		双螺杆连续制浆工艺方面			
项目	灵鸽科技	布勒	金银河		
处理速度	每小时可生产 600-3200L/h 浆料, 实现产能 1-9GWh;	每小时可生产 2,500kg/h	每小时可生产 600-2500L/h 浆料, 实现单机最大产能 1-9GWh		
精度	精度控制在±0.3%	精度控制在±0.3%	精度控制在±0.3%		
固含量误差	±0.5%	±0.5%	±0.5%		
稳定性	稳定	稳定	稳定		
主要客户	国轩高科、鹏辉能源、天辉锂电	未披露	国轩高科、鹏辉能源、蜂巢能源、中创新航、南都电池		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 稳固深挖基本盘、前瞻布局新领域助力新增长

公司持续加强新领域开拓，食品及精细化工行业将成为公司新增长动能。在新能源领域，公司持续加大新技术产品研发，开发固态电池产线物料处理自动化产线，积极布局锂电新能源海外市场。在深耕新能源领域的同时，逐步加大新方向发展。在食品行业，研发食品预制菜高阻隔包装智能化产线，同时再次加大精细化工行业投入，不断丰富公司的产品线，增强公司盈利能力及核心竞争力，食品及精细化工行业将公司的新增长动能。

图23: 公司新领域拓展



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

物料自动化处理产线: 我们预计物料自动化处理产线随着食品以及改性塑料行业增长驱动并带动毛利率提升。我们预计 2024/2025/2026 年公司物料自动化处理产线业务实现营收增长 15%/30%/25%；我们预计毛利率 2024-2026 年分别为 25%/29%/28.5%。

单机设备: 单机设备预计随自动化物料处理系统较快增长而增长。我们预计单机设备业务 2024/2025/2026 年实现营收增长，15%/25%/20%，毛利率预计维持在 40%。

配件类: 随着公司业务规模的持续扩大，现有存量客户逐年增多，之前已销售项目的后续配件、改造及服务越来越大，我们预计配件类业务 2024/2025/2026 年实现营收增长，15%/25%/20%，毛利率预计维持在 35%。

其他业务: 其他业务收入主要为房屋出租及水电费收入，这块预计增长较为平稳，我们预计 2024-2026 年营收增长稳定在 10%，同时预计毛利率维持在约 50%。

物料自动化处理产线的强劲增长推动了整体营业收入的大幅提升。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3.0/3.9/4.9 亿元，同比+15%/29%/24%。

图24: 灵鸽科技盈利拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入 (百万元)	324.68	265.00	304.45	391.81	485.34
yoy	54.43%	-18.38%	14.89%	28.69%	23.87%
总成本 (百万元)	234.92	188.36	219.59	270.44	337.44
毛利率	27.64%	28.92%	27.87%	30.98%	30.47%
物料自动化处理产线					
总收入 (百万元)	291.16	212.7	244.61	317.99	397.48
yoy	64.94%	-26.95%	15.00%	30.00%	25.00%
总成本 (百万元)	216.83	158.12	183.45	225.77	284.20
毛利率	25.53%	25.66%	25.00%	29.00%	28.50%
单机设备					
总收入 (百万元)	23.41	30.93	35.57	44.46	53.35
yoy	-4.91%	32.12%	15.00%	25.00%	20.00%
总成本 (百万元)	11.67	18.10	21.34	26.68	32.01
毛利率	50.16%	41.46%	40.00%	40.00%	40.00%
配件类					
总收入 (百万元)	8.64	15.38	17.69	22.11	26.53
yoy	10.91%	78.01%	15.00%	25.00%	20.00%
总成本 (百万元)	5.74	9.54	11.50	14.37	17.24
毛利率	33.50%	37.98%	35.00%	35.00%	35.00%
其他					
总收入 (百万元)	1.47	5.99	6.59	7.25	7.97
yoy	12.21%	307.48%	10.00%	10.00%	10.00%
总成本 (百万元)	0.68	2.60	3.29	3.62	3.99
毛利率	53.86%	56.58%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.20/0.40/0.51 亿元，同比+19%/98%/26%，对应 PE 为 30/15/12 倍，可比公司我们选择

均有电池产线自动化业务的赢合科技、瀚川智能，可比公司 24-26 年 PE 为 88/26/13 倍，考虑锂电行业增速放缓，公司加大食品及精细化工行业拓展力度，有望给公司带来新增长极，未来业绩有望持续高增，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图25：可比公司估值（截至 2024 年 8 月 28 日）

股票代码	股票简称	总市值	归母净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300457.SZ	赢合科技	87.75	10.26	12.88	15.28	10	8	7
688022.SH	瀚川智能	18.22	0.12	0.44	0.96	166	44	20
	平均估值					88	26	13
833284.BJ	灵鸽科技	5.52	0.20	0.40	0.51	30	15	12

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：除灵鸽科技外盈利预测均来自 wind 一致预期

5. 风险提示

行业竞争加剧。受到政策与下游需求的驱动，物料自动化处理行业发展迅速，但行业集中度仍然较低，市场竞争较为激烈。

新领域拓展不及预期。公司在传统行业食品以及精细化工行业加大拓展力度，如果客户拓展不及预期的话，会给公司业绩带来不利影响。

灵鸽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	436	469	529	640	营业总收入	265	304	392	485
货币资金及交易性金融资产	104	147	124	105	营业成本(含金融类)	188	220	270	337
经营性应收款项	235	218	292	379	税金及附加	2	2	3	4
存货	92	97	105	147	销售费用	18	21	26	32
合同资产	0	0	0	0	管理费用	20	23	28	34
其他流动资产	5	6	8	9	研发费用	11	13	16	18
非流动资产	158	151	162	155	财务费用	1	(2)	(3)	(4)
长期股权投资	4	5	6	8	加:其他收益	5	2	2	2
固定资产及使用权资产	121	114	108	101	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	21	19	18	16	减值损失	(11)	(8)	(10)	(11)
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	18	22	44	56
其他非流动资产	8	7	27	26	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	594	619	691	795	利润总额	19	22	44	56
流动负债	245	248	286	347	减:所得税	2	2	4	5
短期借款及一年内到期的非流动负债	29	4	4	4	净利润	17	20	40	51
经营性应付款项	131	114	131	167	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	60	66	82	103	归属母公司净利润	17	20	40	51
其他流动负债	26	64	69	72	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.16	0.19	0.38	0.49
非流动负债	3	3	3	3	EBIT	19	26	48	60
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	30	36	59	71
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.92	27.87	30.98	30.47
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	6.48	6.68	10.29	10.50
其他非流动负债	2	2	2	2	收入增长率(%)	(18.38)	14.89	28.69	23.87
负债合计	248	251	289	350	归母净利润增长率(%)	(61.16)	18.52	98.10	26.39
归属母公司股东权益	346	368	402	445					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	346	368	402	445					
负债和股东权益	594	619	691	795					

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	(61)	70	4	(9)	每股净资产(元)	3.37	3.59	3.92	4.34
投资活动现金流	(13)	(3)	(22)	(2)	最新发行在外股份(百万股)	105	105	105	105
筹资活动现金流	82	(26)	(8)	(10)	ROIC(%)	5.31	6.35	11.22	12.75
现金净增加额	9	44	(23)	(19)	ROE-摊薄(%)	4.97	5.53	10.02	11.45
折旧和摊销	11	10	10	11	资产负债率(%)	41.81	40.59	41.82	44.01
资本开支	(13)	(1)	(21)	(1)	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.65	30.08	15.18	12.01
营运资本变动	(99)	31	(56)	(81)	P/B(现价)	1.73	1.63	1.49	1.35

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>