

## 机械设备行业+公司首次覆盖

# 人形机器人量产渐进，建议关注多链条各环节投资机会

增持（维持）

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031  
qianyt@dwzq.com.cn

### 投资要点

#### ■ 人形机器人板块行情复盘：技术迭代与量产进程是主推手

复盘 2021 年以来的机器人指数走势，可以看出人形机器人行业一共迎来五次大涨行情。第一次大涨发生于马斯克在 AI Day 上公布人形机器人设计方案；第二次大涨发生于特斯拉 AI Day 预热；第三次人形机器人行情来自于 AI 催化；第四次人形机器人行情主要来自于 Optimus 升级迭代；第五次人形机器人行情主要来自于华为机器人入局。人形机器人商业化落地为产业大趋势，国外产业链需关注特斯拉 Optimus 量产节奏，国内产业链需关注华为、小米等龙头企业产品进展。

#### ■ 本体：国内外产业链共振，助推人形机器人产业化落地

**国内人形机器人进展：**人形机器人产业以美日企业牵头，国内企业顺势而上加速追赶，华为、小米、小鹏、傅利叶、埃斯顿等公司都在积极探索和布局人形机器人领域，产品各具特色，重点关注华为/小米产业链。**海外人形机器人进展：**人形机器人市场目前海外科技巨头入局较早，全球具身智能主机厂参与者众多。目前特斯拉 Optimus 即将进入量产阶段，英伟达构建机器人基础模型和仿真框架，引领“通用机器人的 ChatGPT 时刻”。

#### ■ 减速机：旋转执行器之核心，看好国产谐波抢占市场份额

减速器是旋转执行器的核心部件，分为谐波、行星和 RV 减速机。人形机器人需要综合考虑体积、重量、价格、传动效率等因素，谐波减速机为最优方案。目前谐波减速机龙头哈默纳科与绿的谐波进入特斯拉供应链，但哈默纳科产能扩张较慢，绿的谐波产能弹性更优且拥有性价比优势。看好国产谐波抢占市场份额。

#### ■ 灵巧手：机器人最具价值量环节，关注工艺更迭的零部件机遇

特斯拉共发布两代灵巧手设计方案，两代产品各有优劣，工艺仍存迭代空间。第一代灵巧手的优点在于拥有较大的抓取力，而缺点在于缺少侧摆自由度，没有办法实现精密抓取。②第二代灵巧手优点在于自由度高，但负载和传动精度有限。灵巧手技术路线尚未完全确定，建议关注工艺更迭带来的零部件投资机会。

#### ■ 丝杠：精密传动之冠，人形机器人线性执行器的核心部件

根据特斯拉 AI Day 发布会披露，特斯拉 Optimus 人形机器人共有 28 个运动关节，包括旋转执行器和线性执行器，其中线性执行器采用力矩电机+行星滚柱丝杠方案，其中行星滚柱丝杠成本占比可达 56%。此方案具备能够自锁和推力更大的优势。看好行星滚柱丝杠需求放量。

#### ■ 丝杠设备&耗材：关注螺纹磨床国产化与超硬刀具需求提升

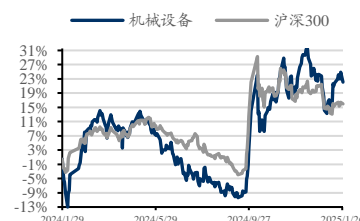
目前丝杠加工较为成熟的技术路线为纯磨制路线，螺纹磨床为核心生产设备，目前众多磨床厂正着力突破技术难点，致力于螺纹磨床国产替代。长期看丝杠量产需求将倒逼旋风铣工艺成熟，PCBN 铣刀为旋风铣最合适的加工刀具，需求有望同步受益。

#### ■ 投资建议

人形机器人作为人工智能的终极载体，产业化大趋势明确。我们认为以下方向值得关注。（1）人形机器人整机环节关注：优必选、埃夫特、拓斯达、中坚科技、永创智能、埃斯顿；（2）减速机环节关注：绿的谐波、中大力德、丰立智能、夏厦精密；（3）灵巧手、传感器环节关注：兆威机电、柯力传感、安培龙、康斯特；（4）丝杠环节关注：恒立液压、北特科技、五洲新春；（5）丝杠设备、耗材环节关注：华辰装备、沃尔德、国机精工；（6）轴承环节关注：长盛轴承、苏轴股份。

■ 风险提示：人形机器人产业化不及预期，技术迭代导致现有零部件不再应用，零部件降价导致盈利能力下滑。

### 行业走势



### 相关研究

《推荐受益于北美制造业回流的燃气轮机&光伏设备；看好工程机械内需复苏》

2025-01-26

《12月叉车销量同比+12%，出口引领增长》

2025-01-20

## 内容目录

1. 人形机器人板块行情复盘：技术迭代与量产进程是主推手 .....	4
2. 本体：国内外产业链共振，助推人形机器人产业化落地 .....	5
3. 减速机：旋转执行器之核心，看好国产谐波抢占市场份额 .....	6
4. 灵巧手：机器人最具价值量环节，关注工艺更迭的零部件机遇 .....	8
5. 丝杠：精密传动之冠，人形机器人线性执行器的核心部件 .....	9
6. 丝杠设备/耗材：设备端关注螺纹磨床，看好旋风铣工艺成熟带动超硬刀具需求提升 .....	11
7. 投资建议 .....	13
8. 风险提示 .....	13

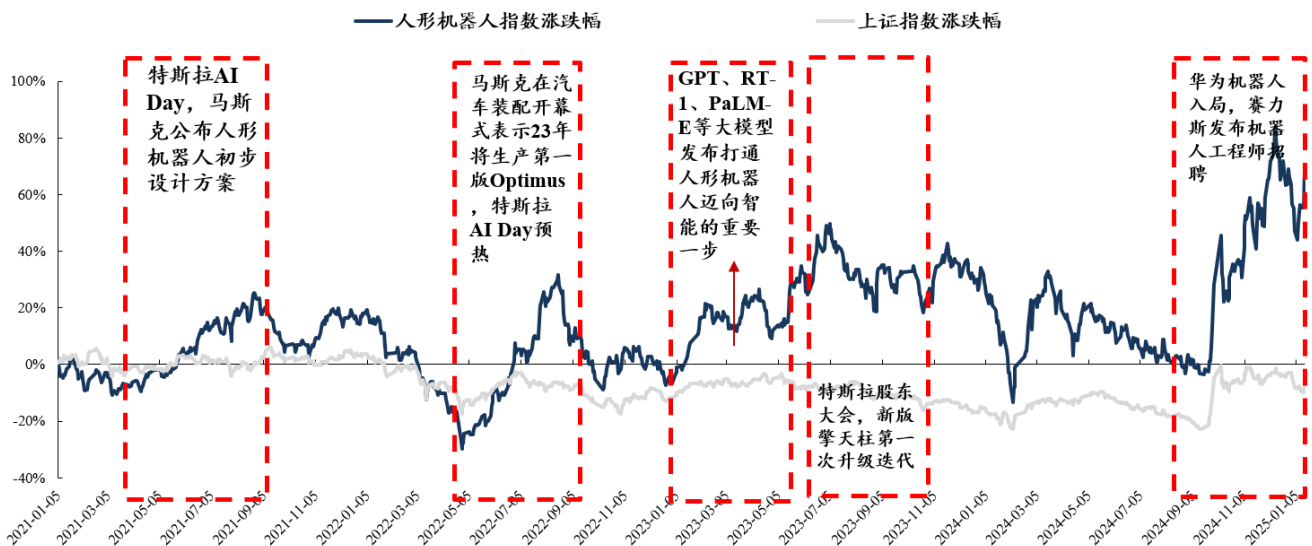
## 图表目录

图 1:	人形机器人指数走势（涨跌幅以 2021 年 1 月 4 日收盘价为基准）	4
图 2:	人形机器人相关投资环节	5
图 3:	国内机器人本体厂商梳理	5
图 4:	海外机器人本体厂商梳理	6
图 5:	谐波、行星和 RV 减速机性能及应用对比	7
图 6:	行星减速机是四足机器狗的最佳选择	7
图 7:	谐波减速机是人形机器人的最佳选择	7
图 8:	哈默纳科实际产能扩充速度低于预期	8
图 9:	第一代“空心杯电机”灵巧手方案	9
图 10:	第二代特斯拉灵巧手展示示意图	9
图 11:	人形机器人灵巧手用空心杯电机市场空间测算	9
图 12:	行星滚柱丝杠结构图	10
图 13:	滚珠丝杠结构图	10
图 14:	Optimus 线性关节采用电机+行星滚柱丝杠方案	11
图 15:	特斯拉线性执行器从成本拆分（2022 年）	11
图 16:	丝杠加工方案优劣势对比	11
图 17:	国内外主流磨床企业情况	12
图 18:	国内外主流超硬刀具企业概况	13

## 1. 人形机器人板块行情复盘：技术迭代与量产进程是主推手

人形机器人行情复盘：复盘 2021 年以来的人形机器人指数走势，可以看出人形机器人行业一共迎来五次大涨行情。第一次大涨发生于 2021 年马斯克在 AI Day 上公布人形机器人设计方案，累计涨幅约 30%（21 年 3 月至 8 月）。第二次大涨发生于 2022 年 5 月至 8 月，主要系为特斯拉 AI Day 预热，累计涨幅约 70%。2022 年 9 月由于 Optimus 首次亮相此前已有预期，且首次亮相产品低于市场预期，市场迎来较大幅度回调。第三次人形机器人行情来自于 AI 催化，GPT、RT-1、PaLM-E 等大模型发布打通人形机器人迈向智能的重要一步，23 年初至 4 月累计涨幅 20%。第四次人形机器人行情主要来自于 Optimus 升级迭代，在行动能力和拟人化程度上的升级带动相应板块上涨。第五次人形机器人行情主要来自于华为机器人入局，赛力斯发布机器人工程师招聘，叠加美国大选特朗普上台带动 T 链机器人困境反转，目前行情仍在发酵中。

图1：人形机器人指数走势（涨跌幅以 2021 年 1 月 4 日收盘价为基准）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**硬件端：**旋转/直线关节由于在人形机器人中配置数量多、价值量高，在行情早期阶段涨幅显著。随着对人形机器人技术路线讨论的深入，谐波减速器和丝杠等兼具高价值量与高技术壁垒的零部件获得较高涨幅，市场关注度持续向上游延伸至电机磁材、加工设备及轻量化材料等环节。

**软件端：**突破性进展晚于硬件，但后市潜力可期。人形机器人需要搭载具身 AI 模型方能实现通用性，但是目前具身 AI 模型的发展尚处于起步阶段、国内算力算法正在加速发展。展望后市，具身 AI 的突破性进展、国产芯片的推出有望成为机器人软件板块的积极催化。



图2：人形机器人相关投资环节



数据来源：东吴证券研究所整理

## 2. 本体：国内外产业链共振，助推人形机器人产业化落地

**国内人形机器人进展：**人形机器人产业以美日企业牵头，国内企业顺势而上加速追赶，小米、小鹏、傅利叶、埃斯顿等公司都在积极探索和布局人形机器人领域，产品方案各具特色。同时，随着政策的不断出台和资本的持续涌入，人形机器人产业链也将不断完善和壮大，将加速人形机器人在商业、家庭、工业等不同场景下的应用落地。

图3：国内机器人本体厂商梳理

公司	概览	人形机器人型号	人形机器人简介	发布年份	速度 (km/h)	自由度	销售
优必选	2012年创立，国内人形机器人第一股	Walker S	第一款工业场景机器人，已经进入蔚来汽车工厂实训	2024	-	-	少量
小米	2010年创立，专注于消费电子及智能家居生态链建设	CyberOne	为一款基于人工智能交互算法的双足真人尺寸人形机器人，能感知人类情绪，视觉敏锐、可对真实世界三维虚拟重建，充分模拟人的各项动作。	2022	3.6	21	无
傅利叶智能科技	2015年创立，核心产品康复机器人已进入规模化应用阶段。	Fourier GR-1	采用了高度可扩展的设计，可实现更多的AI模型与算法验证，在工业、康复、居家、科研等多应用场景潜能巨大。	2023	5	44	预售
智元机器人	2023年由华为天才少年稚晖君创立	远征A1	具备自主导航、语音交互、人脸识别等功能，可以广泛应用于家庭、商业、工业等领域。采用先进的AI算法和传感器技术，能够实现精准定位、自主避障和智能交互。	2023	7	49	无
达闼	2015年创立，云端智能机器人运营商	Cloud Ginger XR1	为一款云端智能迎宾服务机器人，结合了云端大脑的智能视觉、智能语音、智能语义、智能运动等综合AI能力，可以完成精准运动、高精度视觉引导、柔性抓取和操控等任务。	2019	-	34	少量
追觅	2017年创立，起步于扫地机器人	通用型人形机器人	攻克了SLAM、ToF激光雷达、结构光等核心技术，进一步提升了机器人的场景识别和语义理解能力	2023	-	44	无
小鹏鹏行	2016年创立，起步于四足机器人	PX5	采用了创新的“直腿”行走方案，不仅平衡能力出众，更在行走方式上呈现出大跨步、自然且拟人的步态	2023	-	-	无
宇树	2016年创立，专注于消费级、行业级高性能通用足式/人形机器人及灵巧机械臂	H1	宇树H1人形机器人是一款高度集成的智能机器人，具备高度的灵活性和自主性，能够实现智能控制，可应用于物流、仓储、医疗、救援等多个领域。	2023	5.4	19	无

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所整理

**海外人形机器人进展：**人形机器人市场目前海外科技巨头入局较早，全球具身智能主机厂参与者众多，多数处于前期研发阶段，仅有少数达到商业化阶段。受益于 AI 大模型的积累，海外机器人厂商在技术和产品进展上较国内厂商进展要稍快。

图4：海外机器人本体厂商梳理

公司	地域	成立时间	团队背景	产品和发布时间	特点	应用场景
特斯拉	美国	2003年	基于特斯拉在汽车等领域的积累	2022.8: Optimus Gen1 2023.12: Optimus Gen2	硬件层面具备超高的灵活性和协调控制力，软件基于FSD技术积累	工厂及生活场景
谷歌&Apptronik	美国	2016年	德州大学奥斯丁分校的Human Centered Robotics Lab分拆	2024: Apollo	有谷歌Deepmind技术团队支持	仓库和工厂场景
波士顿动力	美国	1992年	MIT和卡耐基梅隆大学的技术团队	2013: 初代Atlas 2016: 第一代液压版Atlas 2024: 全新全电动Atlas	良好的机械控制能力和复杂动作的实现能力	实验室应用
Figure AI	美国	2022年	核心团队来自于佛罗里达人类和机器认知研究所 (IHMC)、Waymo、谷歌和Tesla等	2024.3: Figure 01	具备多模态理解、端到端学习能力，行走能力接近人类	定位通用场景
1x Technologies	挪威	2014	核心团队来自于谷歌Deepmind	2022: EVE轮式机器人 2024: NEO双足机器人	Open AI投资，在AI大模型和端到端能力上有Open AI支持	工业、物流、零售和家庭场景
Stanford Aloha	美国	/	斯坦福大学AI实验室	2024.6: Humanplus	基于宇树的H1机器人平台，人形模仿能力可以通过40h的高效演示，观察模仿学习一项新任务	科研场景，技术开源
Sanctuary AI	加拿大	2018	来自于量子计算行业先驱D-Wave、机器人公司Kindred和Creative Destruction Lab	2024.4: Phoenix Gen7	跟英伟达合作，具备AI的端到端能力，具备一定的泛化能力	通用化场景
PI	美国	2024	核心团队来自于Deepmind、Stanford和NASA等	2024: $\pi 0$ (机器人软件)	采用预训练和后训练结合的AI算法，具备较高的泛化能力	通用化场景

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所整理

### 3. 减速机：旋转执行器之核心，看好国产谐波抢占市场份额

**减速机是旋转执行器的核心部件，分为谐波、行星和RV。**减速机是连接动力源和执行机构的中间机构，具有匹配转速和传递转矩的作用。按照结构与传动原理不同可将减速机分为谐波减速机、RV减速机及行星减速机。

**1) 谐波减速机：**特点包括负载小、精度高、结构紧凑，在工业机器人领域用于小负载六轴、小负载 SCARA 及协作机器人；

**2) RV 减速机：**特点包括体积大、重量高、高负载能力、高刚度，主要用于重负载机器人；

**3) 行星减速机：**特点包括体积小、高刚度、抗冲击能力强等特点，广泛用于航空航天、机器人、汽车、纺织等国民工业。

图5: 谐波、行星和 RV 减速机性能及应用对比

	谐波减速机	行星减速机	RV减速机
产品性能	体积小、 <b>质量轻</b> 、传动比范围大	体积小、高刚度、高精密、低传动、抗冲击能力强	体积大、 <b>重量高</b> 、高负载能力、高刚度
应用场景	小负载六轴/SCARA机器人小臂、腕部或手部、协作机器人	直角坐标机器人、四足机器人、机器狗	工业机器人机座、大臂、肩部等重负载的位置
人形机器人应用部位	小臂、大臂等上肢旋转关节	下肢旋转关节	——
单价(元)	1000-1500	300-500	3000-5000
传动效率	70%左右	90%以上	80-95%

数据来源: 绿的谐波招股书, 东吴证券研究所整理

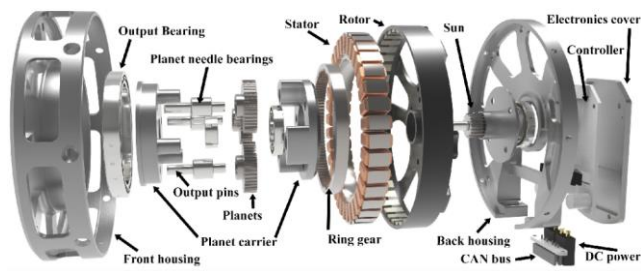
**人形机器人对于减速机的选择主要有以下考虑:**

1) **体积小, 重量轻, 价格低:** Optimus 全身 28 个旋转+直线执行器, 空间有限要求减速机体积尽量小; 此外人形机器人减重和降本在未来发展的核心方向。

2) **传动效率高:** 减速机若传动效率过低, 则能量在传动过程中转化为热能, 会导致发热严重。

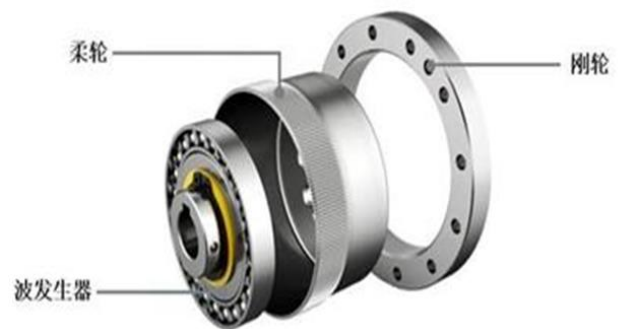
若单纯从传动效率、价格等方面考虑, 行星减速机是最优解; 但体积小和重量轻是更优先指标, **因此谐波减速机是目前人形机器人最合适应用方案**。而机器狗自由度低, 对体积和重量要求低, 因此大量采用行星减速机。

图6: 行星减速机是四足机器狗的最佳选择



数据来源: A Low Cost Modular Actuator for Dynamic Robots, 东吴证券研究所

图7: 谐波减速机是人形机器人的最佳选择



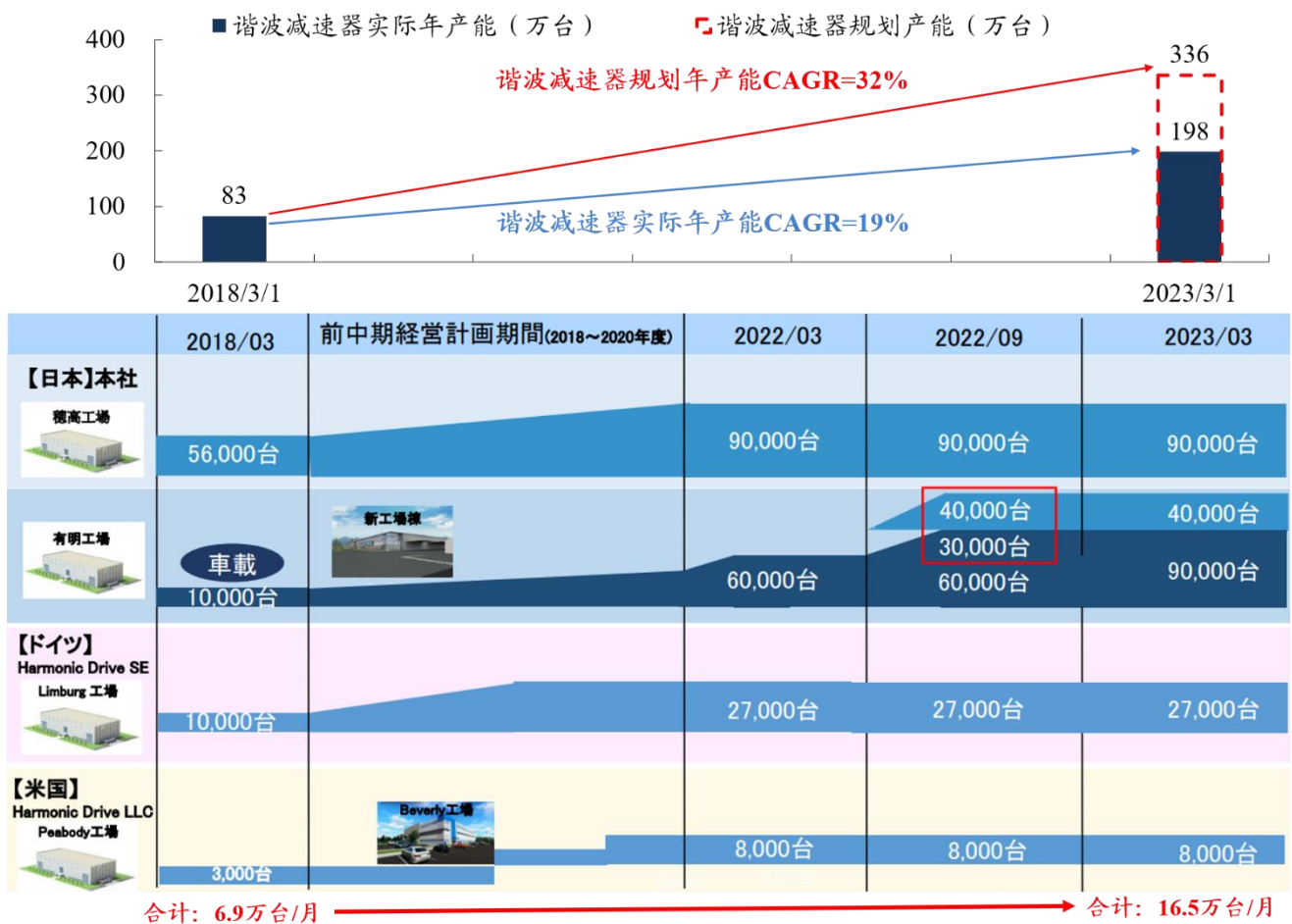
数据来源: 绿的谐波官网, 东吴证券研究所

**谐波减速机竞争格局:** 哈默纳科系全球龙头, 技术和产能全球第一; 绿的谐波作为国产谐波龙头, 率先打破海外垄断。根据工链汇, 2022 年哈默纳科和绿的谐波销售额市占率分别达 38%和 26%, 分别排名第一第二。目前仅哈默纳科和绿的谐波进入到特斯拉

Opitimus 供应链。

整体来看，哈默纳科（以下简称 HD）谐波减速器产能扩张速度不及其规划预期。我们统计 18 年以来 HD 于年报发布的扩产进度，发现其扩产计划逐步放缓，并基本上进度低于目标预期。2018 年 HD 产能 6.9 万台/月（83 万台/年），计划 2021 年产能扩充至 28 万台/月（336 万台/年）。实际到 2023 年 HD 产能仅扩充到 16.5 万台/月（198 万台/年），远期扩产目标 28 万台/月（336 万台/年）的目标多次推迟。Opitimus 量产有降本需求，产业链向中国转移背景下看好国产谐波抢占份额。

图8：哈默纳科实际产能扩充速度低于预期



数据来源：哈默纳科年报，东吴证券研究所（注：谐波减速器产能剔除车载产品）

#### 4. 灵巧手：机器人最具价值量环节，关注工艺更迭的零部件机遇

特斯拉灵巧手已实现两代更迭。①第一代灵巧手方案：主要由单手 6 个无刷空心杯电机模组，11 个自由度（6 个主动自由度+5 个被动自由度），空心杯电机模组由空心杯电机+行星减速箱+编码器构成。特斯拉采用金属腱绳+蜗轮蜗杆传动方案。②第二代灵巧手方案拆解：单手 22 个自由度，20 个电机，单指三级传动。其中灵巧手的食指、中



指、无名指分别具有 4 个自由度，拇指以及小指分别具有 5 个自由度。具体来看，每根手指有三个关节，分别是远端关节（DIP），中间关节（PIP），近端关节（MCP），其中 DIP&PIP 具有一个自由度，可以弯曲和伸展，MCP 具有两个自由度，可以进行弯曲伸展，以及内收和外展。第二代灵巧手行星齿轮箱传动，保持关节第一级运动；手臂绳驱+丝杠集成进电机，电机采用直流无刷电机。

**第一代灵巧手与第二代灵巧手各有优劣，工艺仍存迭代空间。**①第一代灵巧手的优点在于采用蜗轮蜗杆模式，具备自锁能力，拥有较大的抓取力，而缺点在于缺少侧摆自由度，没有办法实现精密抓取。因此初步判断第一代灵巧手大概率应用于工厂环境。②第二代灵巧手优点在于自由度高，但负载和传动精度有限，此外由于空间有限，第二代灵巧手还未贴载传感器。灵巧手技术路线尚未完全确定，建议关注工艺更迭带来的零部件投资机遇。

图9：第一代“空心杯电机”灵巧手方案



数据来源：特斯拉 AI Day 发布会，东吴证券研究所

图10：第二代特斯拉灵巧手展示示意图



数据来源：特斯拉 AI Day 发布会，东吴证券研究所

伴随人形机器人量产，灵巧手用空心杯电机市场需求有望在 2030 年达到 89 亿。特斯拉第一代较为成熟的灵巧手选取空心杯电机作为驱动电机，伴随人形机器人量产推进，灵巧手需求有望同步提升，进而拉动空心杯电机需求。我们预计 2030 年全球人形机器人需求将达 116 万台，对应 1393 万套空心杯电机需求，市场空间 89 亿元。

图11：人形机器人灵巧手用空心杯电机市场空间测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
全球机器人新增需求（万台）	3	6	15	30	60	116	188	308	504	777	1,165
-单价（万/台）	35	35	35	35	35	25	20	14	14	14	14
市场空间（亿元）	89	215	516	1,038	2,114	2,903	3,762	4,318	7,060	10,875	16,310
空心杯电机需求量（万套）	30	74	177	356	725	1,393	2,257	3,701	6,052	9,321	13,980
-单价（元/套）	1,300	1,235	1,173	997	798	638	543	515	490	465	442
市场空间（亿元）	4	9	21	35	58	89	122	191	296	434	618

数据来源：东吴证券研究所测算

## 5. 丝杠：精密传动之冠，人形机器人线性执行器的核心部件

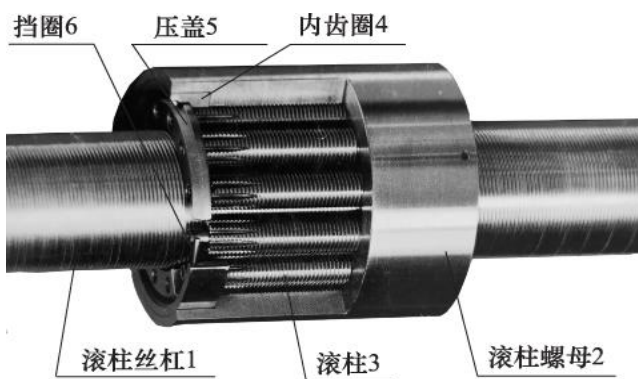
丝杠主要包括滚珠丝杠与行星滚柱丝杠两类，人形机器人采用行星滚柱丝杠为传动

部件。

①滚珠丝杠是将旋转运动转换成线性运动的理想传动装置，主要由丝杠轴、螺母、滚珠以及循环部件组成。丝杠轴、螺母和端盖上都制有圆弧形螺旋槽，将它们套装在一起时，这些槽对合起来就形成了螺旋通道，滚珠能够在通道内循环滚动。当丝杠相对于螺母旋转时，滚珠在滚道内自转，同时又在封闭的滚道内循环运动，使丝杠和螺母相对产生轴向运动。相较普通滑动丝杠，滚珠丝杠使用滚珠传递运动，具有传动效率高、定位精度高和传动刚度大等明显优势。

②行星滚柱丝杠主要是由滚柱丝杠、滚柱螺母、滚柱、内齿圈、压盖及挡圈组成。滚柱丝杠与滚柱螺母为齿形角  $90^\circ$  的多头螺纹，滚柱为齿形双凸圆弧的单头螺纹，若干滚柱围绕丝杠均匀分布。当滚柱丝杠旋转时，滚柱既围绕丝杠轴作公转，又围绕自身轴线作自转，带动滚柱螺母作轴向移动。行星滚柱丝杠结构与滚珠丝杠类似，只是传力元件为螺旋滚柱，属于典型的线接触；而滚珠丝杠的传力元件为滚珠，属于点接触。行星滚柱丝杠相比于滚珠丝杠在承载力、运动平稳性、转速及加速度等方面更具优势。

图12：行星滚柱丝杠结构图



数据来源：《行星滚柱丝杠副研究》，东吴证券研究所

图13：滚珠丝杠结构图

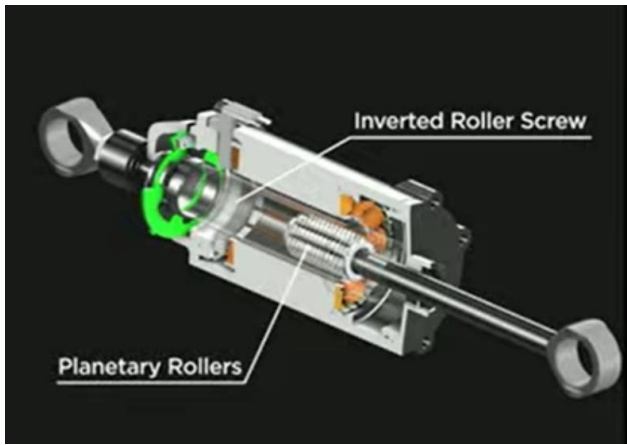


数据来源：《行星滚柱丝杠副研究》，东吴证券研究所

特斯拉 Optimus 线性关节采用电机+行星滚柱丝杠方案。根据特斯拉 AI Day 发布会披露，特斯拉 Optimus 人形机器人共有 28 个运动关节，包括旋转执行器和线性执行器，其中旋转关节的方案和传统仿人形机器人基本一致，采用电机+谐波减速机的形式；而线性执行器的分布却与以 Asimo 为代表的传统电伺服机器人差异较大，采用力矩电机+行星滚柱丝杠方案，其中行星滚柱丝杠成本占比可达 56%。

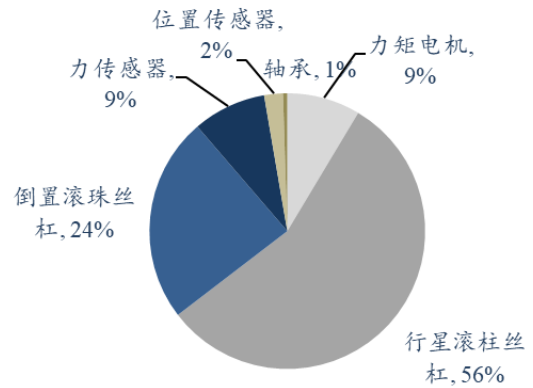
特斯拉 Optimus 独创的线性关节方案，其优势在于能够自锁&提供更大的推力。1) 具备自锁能力：即下半身不动时可以自动锁定姿态，以减少能耗，能够形成一个低功耗且稳定的底部支架。2) 能够提供更大的推力：相较于传统的旋转执行器，线性执行器可以纵向分布，最大限度利用腿部或肘部空间，以布置更大更长的电机，从而提供更大的推力。

图14: Optimus 线性关节采用电机+行星滚柱丝杠方案



数据来源: 特斯拉 AI Day, 东吴证券研究所

图15: 特斯拉线性执行器从成本拆分 (2022 年)



数据来源: 特斯拉 AI Day, 东吴证券研究所

## 6. 丝杠设备/耗材: 设备端关注螺纹磨床, 看好旋风铣工艺成熟带动超硬刀具需求提升

目前丝杠加工共有三条工艺路线, 各技术路线各有所长。①纯磨制工艺: 缺点在于效率很低, 30 多道工序; 而且是先刻画滚道, 再进行热处理, 很容易产生形变, 需要再进行一道粗磨; 此外粗磨螺纹过程中, 由于进给量较大, 经常会出现由于切削温度高而使螺纹滚道退火, 从而降低表面硬度的问题。优点在于因为是用车再磨的工艺, 可以加工一些异形丝杠。②轧制工艺: 缺点在于精度比较低, 但优点在于加工效率很高, 一般用于低精度的丝杠。③旋风铣工艺: 缺点在于淬火完的用于旋风铣的铁棒, 一定要是标准的圆柱形, 因此一些异形丝杠没法使用。

图16: 丝杠加工方案优劣对比

加工方案	优点	缺点	适用场景
纯磨制工艺	1、加工精度高 2、能够加工绝大多数品类的丝杠	1、加工效率低, 有30余道步骤 2、先刻画滚道再热处理, 容易产生形变 3、磨削进给量过大容易带来滚道退火问题	异形丝杠和定制丝杠
轧制工艺	效率高	只能加工低精度丝杠	低精度丝杠
旋风铣工艺	兼顾加工效率和精度	淬完火进行旋铣的特棒一定要是标准的圆柱形, 因此旋风铣无法加工异形丝杠	非异形丝杠

数据来源: 南京工艺官网, 东吴证券研究所

纯磨制工艺下，看好国产螺纹磨床国产替代机遇。各种工艺方案下，若要保障丝杠精度，高精度螺纹磨床不可或缺。前述丝杠加工方案中，尽管前道工序不尽相同，但若若要保障丝杠的高精度，对螺纹滚道和轴颈的精细磨削是最关键的环节，此时便需要使用高精度螺纹磨床配合加工。目前国内外磨床水平仍相差较大，进口磨床不仅精度高，同时能够做到可靠性好，保障批量加工的稳定性。国产磨床可以满足 C3-C4 精度的中端丝杠加工，但批量加工高端丝杠（C0-C2）时，出品不稳定。目前国内众多龙头磨床厂正加速布局螺纹磨床，未来有望实现国产替代。

图17：国内外主流磨床企业情况

	公司名称	国别	主要产品	2022年磨床业务收入（亿元）
外资厂商	斯图特STUDER	瑞士	大/中/小尺寸的外圆磨床、内圆磨床及内外圆磨床均有布局，最受欢迎的为S31及S41外圆磨床系列	-
	三井精机	日本	1.坐标磨床：主要用于生产精密模具 2.螺纹磨床：主要用于生产滚珠丝杠	-
	MATRIX	英国	成立于1934年的全球螺纹磨床龙头	-
	DRAKE	美国	全球螺纹磨床龙头，可以在一台螺纹磨床上实现磨削螺纹、蜗杆、丝杠等工件	-
国产厂商	秦川机床	中国	1.秦川本部专注磨齿机； 2.汉江机床专注螺纹磨床； 3.秦川格兰德专注外圆磨床	汉江机床营收4.0亿元（秦川格兰德及公司本部未披露）
	上海机床厂	中国	具有60余年专业磨床制造经验，开发各类大型、精密、专用数控磨床	-
	宇环数控	中国	抛光机（用于抛光各种工件表面的磨床）、外圆磨床等	2.8
	华辰装备	中国	专注轧辊磨床，较大程度上解决了冶金行业的大型轧辊、中小型精密轧辊的螺旋精密问题	1.9
	北京第二机床厂	中国	高精度柔性复合数控磨床，主要针对航天、航空、液压、汽车等行业的高精度复合磨削。	-

数据来源：《精密滚珠丝杠机械加工工艺流程研究》，东吴证券研究所

长期看，丝杠量产需求倒逼加工效率提升，旋风铣工艺成熟将带动超硬刀具需求扩容。目前行星滚柱丝杠无法规模量产是限制其未来大规模降本应用的重要原因，而从加工效率的角度来看，旋风铣加工远远高于纯磨制工艺，因此我们认为未来旋风铣加工潜力较大。由于旋风铣为硬加工工艺（即加工硬度较高的材料），其对刀具的硬度有较高要求，综合考虑加工要求和经济性，PCBN 铣刀为旋风铣最合适的加工刀具。目前超硬刀具行业占据高端市场优势地位的依旧是外资老牌刀具企业，包括山特维克、肯纳金属、日本住友等，主要提供超硬刀具上下游全产业链服务，综合竞争实力强劲。国产超硬刀具龙头例如沃尔德、郑州钻石精密、威海威硬工具等，正逐步凭借性价比优势向中高端领域渗透。



图18: 国内外主流超硬刀具企业概况

	公司名称	国别	主要产品	23年超硬刀具业务收入
国外厂商	山特维克	瑞典	国际刀具标杆，超硬方面主要提供金刚石材质（PCD、CVD）、金属陶瓷、陶瓷以及CBN	-
	肯纳金属	美国	推出PCD刀具系列，包括立铣刀、钻头、铰刀；开发CVD涂层专利	-
	日本住友	日本	超硬刀具主要提供PCD和CBN材质	-
国内厂商	沃尔德	中国	国内超硬刀具龙头，推出共20款PCD/PCBN刀片、刀具，涵盖标准、非标场景	4.59亿元
	郑州钻石精密	中国	主推PCBN、PCD刀片和刀具，优势产品有PCD铣刀、PCBN标准刀片等	未披露
	威海威硬工具	中国	长期专注PCD、CBN材料，优势产品有PCD铣刀、PCD铰刀等	整体营收1.38亿元

数据来源：沃尔德招股说明书，东吴证券研究所

## 7. 投资建议

人形机器人为人工智能的终极载体，产业化大趋势明确。现阶段特斯拉 Optimus 量产在即，众多海外巨头加速入局；国内以华为为代表的企业正在打造国产人形机器人产业链，在人形机器人技术进步的进程上不落下风。从人形机器人产业链的角度看，我们认为以下标的值得关注：（1）**人形机器人整机环节关注**：优必选、埃夫特、拓斯达、中坚科技、永创智能、埃斯顿；（2）**减速机环节关注**：绿的谐波、中大力德、丰立智能、夏厦精密；（3）**灵巧手、传感器环节关注**：兆威机电、柯力传感、安培龙、康斯特；（4）**丝杠环节关注**：恒立液压、北特科技、五洲新春；（5）**丝杠设备、耗材环节关注**：华辰装备、沃尔德、国机精工；（6）**轴承环节关注**：长盛轴承、苏轴股份。

## 8. 风险提示

（1）**人形机器人产业化不及预期**：人形机器人技术尚未完全成熟，零部件成本较高，量产仍需解决技术与成本问题。若量产进度不及预期，机器人本体与零部件企业利润则不及预期。

（2）**技术迭代导致现有零部件不再应用**：人形机器人目前技术路线尚未完全确定，若技术迭代导致技术路径变化，原定的零部件供应商可能被排除供应链外。

（3）**零部件降价导致盈利能力下滑**：人形机器人量产仍有降本需求，若本体厂商向供应商采取压价措施，则零部件厂商利润空间可能受损。

# 埃夫特-U (688165)

## 工业机器人龙头企业，与华为签署合作备忘录切入人形机器人领域

增持（首次）

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

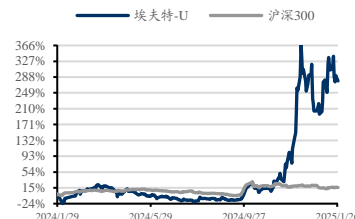
执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1328	1886	1368	1402	1609
同比(%)	15.73	42.11	(27.47)	2.46	14.75
归母净利润(百万元)	(172.87)	(47.45)	(130.15)	5.41	18.94
同比(%)	10.63	72.55	(174.29)	104.15	250.46
EPS-最新摊薄(元/股)	(0.33)	(0.09)	(0.25)	0.01	0.04
P/E(现价&最新摊薄)	(102.32)	(372.79)	(135.91)	3,272.68	933.83

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 工业机器人龙头企业，近年来经营情况持续改善

埃夫特深耕工业机器人赛道，成长为国内工业机器人龙头企业。2020-2023年公司营业收入从11.34亿元增长至18.86亿元，CAGR=18%；2020-2023年公司归母净利润从-1.69亿元收窄至-0.47亿元，经营质量有所提高。利润率方面，2020-2023年公司毛利率从12.26%提升至17.31%，主要系公司高毛利的机器人本体业务收入增长良好，带动综合毛利率提升。销售净利率从-15.04%收窄至-2.56%，亏损不断收窄。拆分公司业务结构看，2020-2023年公司机器人整机业务收入从2.15亿元增长至8.55亿元，增长态势良好；系统集成业务从9.01亿元增长至10.02亿元，基本保持平稳。2023年公司机器人整机/系统集成业务分别占收入比重45.30%/53.12%。

#### ■ 主业进展顺利，市场占有率不断提升

2024Q1-Q3公司工业机器人出货量近12000台，国内市占率排名第8（含外资品牌），2024全年出货量目标达到16000台。根据我们草根调研和测算，过往工业机器人本体企业出货量盈亏平衡点在1万台，现阶段工业机器人市场价格竞争激烈，我们判断现阶段出货量达2万台有望盈亏平衡。未来公司进一步收缩集成业务，积极拓展本体主业，出货量有望稳步增长。未来国内内需刺激政策逐步传导，国内制造业景气度有望复苏，工业机器人价格竞争同步缓解，利润率有望改善，逐步实现盈亏平衡。

#### ■ 保持高研发支出，夯实工业机器人产品实力

近年来埃夫特研发投入费用保持在1亿元上下，研发投入维持在高位水平，重点推进焊接、喷涂、码垛等应用场景的工业机器人开发。2023年公司牵头承担了国家重点研发计划“工业机器人核心零部件技术与应用示范”，重点突破焊接机器人研发生产，另外公司开发面向智能化应用的机器人软件集成开发平台，已针对焊接场景实现应用落地，并展开商业化推广。

#### ■ 与华为全球具身智能产业创新中心牵手合作，切入人形机器人领域

2024年11月15日，华为（深圳）全球具身智能产业创新中心宣布启动运营，埃夫特被选为优选合作伙伴并签署合作备忘录，是签约合作协议的机器人本体企业中体量最大的。基于公司在工业机器人领域的深厚积累，公司在机器人运控领域已有较为成熟的技术积淀，未来有望与华为携手合作，将运控技术横向迁移至人形机器人应用领域，成为华为机器人供应链的核心公司。另外华为造车产业正蓬勃发展，我们认为未来人形机器人产品有望优先落地华为造车工厂，在实训中迭代升级。

#### ■ 盈利预测与投资评级

机器人本体主业进展顺利，与华为合作打开人形机器人业务成长空间。预计公司2024-2026年营业收入分别为13.68/14.02/16.09亿元，当前股价对应动态PS分别为13/13/11倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**工业机器人需求不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 市场数据

收盘价(元)	32.74
一年最低/最高价	6.24/41.65
市净率(倍)	10.07
流通A股市值(百万元)	17,083.08
总市值(百万元)	17,083.08

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.25
资产负债率(% ,LF)	48.37
总股本(百万股)	521.78
流通A股(百万股)	521.78

### 相关研究

## 埃夫特-U 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
<b>流动资产</b>	<b>2,278</b>	<b>2,083</b>	<b>2,090</b>	<b>2,208</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,886</b>	<b>1,368</b>	<b>1,402</b>	<b>1,609</b>
货币资金及交易性金融资产	622	941	1,077	1,207	营业成本(含金融类)	1,560	1,212	1,144	1,279
经营性应收款项	851	578	535	556	税金及附加	5	4	4	5
存货	276	182	150	138	销售费用	133	116	91	97
合同资产	325	205	168	161	管理费用	162	123	105	113
其他流动资产	205	177	160	146	研发费用	91	89	98	129
<b>非流动资产</b>	<b>1,062</b>	<b>1,079</b>	<b>1,064</b>	<b>1,048</b>	财务费用	28	(4)	(9)	(12)
长期股权投资	249	249	249	249	加:其他收益	63	41	42	48
固定资产及使用权资产	259	251	243	234	投资净收益	11	7	7	8
在建工程	8	12	15	18	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	131	146	161	176	减值损失	(59)	(44)	(14)	(34)
商誉	199	179	159	139	资产处置收益	14	3	3	3
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	<b>(62)</b>	<b>(166)</b>	<b>7</b>	<b>24</b>
其他非流动资产	215	241	236	231	营业外净收支	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,340</b>	<b>3,162</b>	<b>3,154</b>	<b>3,257</b>	<b>利润总额</b>	<b>(61)</b>	<b>(166)</b>	<b>7</b>	<b>24</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,176</b>	<b>1,104</b>	<b>1,085</b>	<b>1,153</b>	减:所得税	(13)	(33)	1	5
短期借款及一年内到期的非流动负债	469	548	548	548	<b>净利润</b>	<b>(48)</b>	<b>(133)</b>	<b>6</b>	<b>19</b>
经营性应付款项	468	370	349	391	减:少数股东损益	(1)	(3)	0	0
合同负债	87	68	70	80	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(47)</b>	<b>(130)</b>	<b>5</b>	<b>19</b>
其他流动负债	153	117	118	134	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.09)	(0.25)	0.01	0.04
非流动负债	359	364	364	364	EBIT	(47)	(170)	(2)	12
长期借款	185	185	185	185	EBITDA	6	(144)	24	40
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.31	11.39	18.42	20.49
租赁负债	12	12	12	12	归母净利率(%)	(2.52)	(9.51)	0.39	1.18
其他非流动负债	162	167	167	167	收入增长率(%)	42.11	(27.47)	2.46	14.75
<b>负债合计</b>	<b>1,535</b>	<b>1,468</b>	<b>1,449</b>	<b>1,517</b>	归母净利润增长率(%)	72.55	(174.29)	104.15	250.46
归属母公司股东权益	1,799	1,692	1,702	1,736					
少数股东权益	5	3	3	3					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,804</b>	<b>1,694</b>	<b>1,705</b>	<b>1,739</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,340</b>	<b>3,162</b>	<b>3,154</b>	<b>3,257</b>					

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	(224)	256	139	131	每股净资产(元)	3.45	3.24	3.26	3.33
投资活动现金流	454	(23)	4	5	最新发行在外股份(百万股)	522	522	522	522
筹资活动现金流	32	87	(7)	(7)	ROIC(%)	(1.52)	(5.54)	(0.08)	0.40
现金净增加额	276	320	136	130	ROE-摊薄(%)	(2.64)	(7.69)	0.32	1.09
折旧和摊销	53	26	27	28	资产负债率(%)	45.97	46.42	45.95	46.60
资本开支	(4)	(3)	(3)	(3)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(372.79)	(135.91)	3,272.68	933.83
营运资本变动	(273)	360	96	55	P/B(现价)	9.83	10.46	10.39	10.19

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。

# 拓斯达 (300607)

## 三大产品线齐头并进，牵手华为入局人形机器人领域

增持 (首次)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4984	4553	3724	4089	4591
同比 (%)	51.36	(8.65)	(18.20)	9.80	12.28
归母净利润 (百万元)	159.66	88.03	49.55	57.12	66.66
同比 (%)	144.15	(44.86)	(43.72)	15.30	16.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.33	0.18	0.10	0.12	0.14
P/E (现价&最新摊薄)	92.43	167.64	297.86	258.35	221.39

### 投资要点

#### ■ 公司三大产品线齐头并进，业务处于转型期

拓斯达聚焦三大核心产品，注塑机+机床+机器人共同构筑公司成长曲线。2019-2023 年公司营业收入从 16.60 亿元增长至 45.53 亿元，CAGR=29%；2019-2023 年公司归母净利润从 1.87 亿元降低至 0.88 亿元，主要系公司加速退出绿能业务，毛利率有所降低。利润率方面，2019-2023 年公司毛利率从 34.04%降低至 18.47%，毛利率降低主要系公司加速退出绿能业务，毛利率同步下滑；销售净利率从 11.33%降低至 2.33%，主要系公司毛利率下降拖累。拆分公司业务结构看，公司自 2022 年开始加速退出绿能业务，2024H1 绿能业务收入同比-20.18%；重点聚焦布局机床、注塑机、工业机器人三大业务，其中机床业务收入从 2021 年 0.90 亿元增长至 2023 年 3.49 亿元；注塑机业务收入从 2019 年 2.61 亿元增长至 2023 年 4.31 亿元；机器人业务收入从 2019 年 8.00 亿元增长至 9.69 亿元。2023 年公司机床/注塑机/机器人业务收入占比分别为 7.67%/9.46%/21.27%。

#### ■ 主动收缩项目类业务，聚焦机床/注塑机/机器人行业高举高打

公司业务基本盘目前仍在智能能源及环境管理系统领域，但该类业务标准化困难且毛利率水平波动较大，公司近年来加速退出该领域。在机床/注塑机/机器人三大领域公司高举高打，机床领域聚焦高端五轴机床，2023 年五轴机床出货量超 260 台，同比+100%；注塑机领域推出高精密电动注塑机，2023 年注塑机出货量同比+28%；机器人领域聚焦 3C 下游，2023 年多关节机器人出货约 1700 台。公司目前正处在业务转型阵痛期，收入结构调整利润端短期承压。机床/注塑机/机器人面向高端的战略布局有望贡献公司中长期的成长动力。

#### ■ 牵手华为入局人形机器人领域，布局运控平台技术研发

2024 年 11 月 15 日，华为 (深圳) 全球具身智能产业创新中心宣布启动运营，并举行优选合作伙伴备忘录签署仪式，拓斯达是合作的 16 家企业之一。公司投资子公司矩阵智控科技，计划打造“感-算-控”一体化的通用机器人运动控制平台。公司牵手华为入局人形机器人赛道，聚焦人形机器人智能化痛点——运动控制，未来有望在人形机器人技术更迭演进中取得成果。另外公司总部位于广东东莞，与华为总部所在地广东深圳市距离较近，地理优势便利二者技术沟通交流，未来合作关系有望逐步密切，进而巩固自身在华为机器人产业链中的优势地位。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司业务处于转型期，聚焦机床/注塑机/机器人三大领域高举高打。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.50/0.57/0.67 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 298/258/221 倍，考虑到公司三大业务版图定位清晰，并与华为建立了良好合作，具有较强的成长性，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：业务转型进展不及预期，人形机器人技术研发不及预期，宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	29.00
一年最低/最高价	8.73/39.00
市净率(倍)	5.37
流通 A 股市值(百万元)	9,793.01
总市值(百万元)	13,832.20

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.40
资产负债率(% ,LF)	61.64
总股本(百万股)	476.97
流通 A 股(百万股)	337.69

### 相关研究

《拓斯达(300607): 口罩机需求保障 2020 年业绩高增, 专注核心主业成长可期》

2020-08-20

《拓斯达(300607): 主营业务稳健, 自动化需求不减+口罩机需求持续保障 2020 年业绩高增长》

2020-04-23



## 拓斯达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>5,453</b>	<b>5,123</b>	<b>5,458</b>	<b>5,929</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,553</b>	<b>3,724</b>	<b>4,089</b>	<b>4,591</b>
货币资金及交易性金融资产	1,545	2,236	2,705	3,292	营业成本(含金融类)	3,712	3,117	3,427	3,862
经营性应收款项	2,406	1,828	1,739	1,657	税金及附加	17	11	12	14
存货	699	479	396	309	销售费用	249	179	192	207
合同资产	597	372	409	459	管理费用	181	149	147	151
其他流动资产	206	207	209	212	研发费用	138	130	176	220
<b>非流动资产</b>	<b>1,640</b>	<b>1,865</b>	<b>2,109</b>	<b>2,339</b>	财务费用	46	6	(5)	(12)
长期股权投资	5	11	17	23	加:其他收益	28	19	20	23
固定资产及使用权资产	602	787	969	1,146	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	479	492	546	591	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	314	324	336	348	减值损失	(119)	(90)	(90)	(90)
商誉	85	85	85	85	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	14	14	14	14	<b>营业利润</b>	<b>127</b>	<b>61</b>	<b>70</b>	<b>82</b>
其他非流动资产	141	152	142	132	营业外净收支	(2)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7,093</b>	<b>6,988</b>	<b>7,567</b>	<b>8,268</b>	<b>利润总额</b>	<b>124</b>	<b>61</b>	<b>70</b>	<b>82</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,563</b>	<b>3,385</b>	<b>3,856</b>	<b>4,441</b>	减:所得税	18	8	10	11
短期借款及一年内到期的非流动负债	669	779	809	839	<b>净利润</b>	<b>106</b>	<b>52</b>	<b>60</b>	<b>70</b>
经营性应付款项	1,654	1,429	1,713	2,092	减:少数股东损益	18	3	3	4
合同负债	490	372	409	459	<b>归属母公司净利润</b>	<b>88</b>	<b>50</b>	<b>57</b>	<b>67</b>
其他流动负债	749	806	925	1,052	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.18	0.10	0.12	0.14
非流动负债	1,015	1,053	1,103	1,153	EBIT	205	67	65	70
长期借款	270	290	310	330	EBITDA	262	138	147	165
应付债券	651	671	691	711	毛利率(%)	18.47	16.30	16.19	15.88
租赁负债	30	40	50	60	归母净利率(%)	1.93	1.33	1.40	1.45
其他非流动负债	63	51	51	51	收入增长率(%)	(8.65)	(18.20)	9.80	12.28
<b>负债合计</b>	<b>4,578</b>	<b>4,438</b>	<b>4,959</b>	<b>5,594</b>	归母净利润增长率(%)	(44.86)	(43.72)	15.30	16.69
归属母公司股东权益	2,411	2,443	2,498	2,561					
少数股东权益	104	107	110	113					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,515</b>	<b>2,549</b>	<b>2,608</b>	<b>2,674</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,093</b>	<b>6,988</b>	<b>7,567</b>	<b>8,268</b>					

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	194	887	765	886	每股净资产(元)	5.49	4.96	5.07	5.21
投资活动现金流	(172)	(276)	(326)	(326)	最新发行在外股份(百万股)	477	477	477	477
筹资活动现金流	64	92	40	37	ROIC(%)	4.37	1.35	1.27	1.32
现金净增加额	85	701	479	597	ROE-摊薄(%)	3.65	2.03	2.29	2.60
折旧和摊销	58	71	82	95	资产负债率(%)	64.54	63.52	65.54	67.66
资本开支	(187)	(280)	(330)	(330)	P/E (现价&最新股本摊薄)	167.64	297.86	258.35	221.39
营运资本变动	(104)	665	504	601	P/B (现价)	5.63	6.24	6.10	5.94

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。

# 中坚科技 (002779)

## 深耕园林机械制造领域，加速布局智能机器人领域

增持 (首次)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	512.43	666.62	776.98	906.80	1,060.83
同比 (%)	(5.13)	30.09	16.56	16.71	16.99
归母净利润 (百万元)	27.38	48.09	59.18	72.79	89.79
同比 (%)	119.06	75.64	23.05	22.99	23.36
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.21	0.36	0.45	0.55	0.68
P/E (现价&最新摊薄)	474.36	270.07	219.48	178.45	144.66

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 公司深耕园林机械研发与制造领域，在国内居于领先地位

中坚科技专注于园林机械的研发、生产与销售，是国内园林机械产品的主要出口企业。2019-2023 年公司营业收入从 3.95 亿元增长至 6.67 亿元，CAGR=14%；2019-2023 年公司归母净利润从 0.08 亿元增长至 0.48 亿元，CAGR=56%，增速较快，主要系公司毛利率提升拉动。利润率方面，2019-2023 年公司毛利率从 18.08% 提升至 25.27%，主要系公司主营产品割草机类与链锯毛利率提升拉动；销售净利率从 1.97% 提升至 7.21%，主要系毛利率更高的（轮式）割草机销售占比逐年提升所致。拆分公司业务结构看，公司主业园林机械产品近年来营收稳健增长，其中（轮式）割草机类产品收入从 2022 年 1.54 亿元提升至 2023 年 3.08 亿元，实现翻倍增长。公司整体业绩增长由园林机械产品的生产与销售驱动。2023 年，公司主营业务在总营收中占比为 83%。

#### ■ 园林机械产品实力强，积极向智能制造转型

中坚科技聚焦于园林机械的研发、生产和销售，定位于成为国内乃至全球园林机械行业的领先企业。公司主要产品包括汽油类和锂电类园林机械，如链锯、割灌机、绿篱修剪机、坐骑式草坪割草机、清扫机和手推式割草机等，这些产品广泛应用于绿化维护、森林采伐及城市清洁等领域。特别是在链锯领域，公司产品在国内市场占有率名列前茅。2023 年，公司在海外市场拓展、锂电产品投入以及无人割草车研发等方面取得了显著进展。2023 年底，公司决定将智能业务作为第二核心业务，积极研发新一代无人割草机产品，未来成长潜力较大。

#### ■ 加速布局智能机器人领域，提升未来业绩增长潜力

中坚科技在人形机器人领域前瞻性布局。2023 年 10 月，公司成立全资子公司上海中坚高氟机器人有限公司，专门研发新一代割草机器人产品，为公司向智能制造转型奠定了基础。2024 年 3 月，公司投资 1X Holding 人形机器人公司，旨在利用自身在国内的产业链优势，帮助 1X Holding 降低新一代人形机器人的生产成本，正式切入了人形机器人赛道。2024 年 5 月，公司设立控股子公司江苏坚米智能机器人有限公司并于 8 月在北京世界机器人博览会上展出首款灵睿 P1 四足机器人，正式切入工业级四足机器人赛道。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司业务以园林机械为主，切入机器人领域打开成长空间。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.59/0.73/0.90 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 219/178/145 倍，考虑到公司切入人形机器人赛道，工业四足机器人已有产品产出，未来有望兑现业绩，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：园林机械需求不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 市场数据

收盘价(元)	88.56
一年最低/最高价	19.45/100.00
市净率(倍)	16.29
流通 A 股市值(百万元)	10,488.56
总市值(百万元)	11,689.92

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.44
资产负债率(% ,LF)	33.32
总股本(百万股)	132.00
流通 A 股(百万股)	118.43

### 相关研究

中坚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
<b>流动资产</b>	<b>655</b>	<b>761</b>	<b>898</b>	<b>1,061</b>	<b>营业总收入</b>	<b>667</b>	<b>777</b>	<b>907</b>	<b>1,061</b>
货币资金及交易性金融资产	202	264	339	430	营业成本(含金融类)	498	570	664	778
经营性应收款项	156	176	207	243	税金及附加	7	8	9	11
存货	288	311	341	376	销售费用	29	31	34	35
合同资产	0	0	0	0	管理费用	62	70	80	89
其他流动资产	9	10	11	12	研发费用	31	37	50	62
<b>非流动资产</b>	<b>320</b>	<b>313</b>	<b>298</b>	<b>282</b>	财务费用	(11)	(1)	(2)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	4	5	5
固定资产及使用权资产	248	230	211	193	投资净收益	12	2	3	3
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(5)	0	0	0
无形资产	52	55	58	61	减值损失	(10)	(6)	(2)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	<b>营业利润</b>	<b>53</b>	<b>64</b>	<b>78</b>	<b>96</b>
其他非流动资产	16	24	24	24	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>975</b>	<b>1,074</b>	<b>1,195</b>	<b>1,343</b>	<b>利润总额</b>	<b>52</b>	<b>64</b>	<b>78</b>	<b>97</b>
<b>流动负债</b>	<b>255</b>	<b>322</b>	<b>401</b>	<b>497</b>	减:所得税	4	4	5	7
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	3	3	3	<b>净利润</b>	<b>48</b>	<b>59</b>	<b>73</b>	<b>90</b>
经营性应付款项	208	253	313	389	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	20	23	27	32	<b>归属母公司净利润</b>	<b>48</b>	<b>59</b>	<b>73</b>	<b>90</b>
其他流动负债	26	42	58	74	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.45	0.55	0.68
非流动负债	22	20	19	18	EBIT	37	62	76	93
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	69	87	101	119
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.27	26.70	26.80	26.66
租赁负债	7	6	5	4	归母净利率(%)	7.21	7.62	8.03	8.46
其他非流动负债	15	14	14	14	收入增长率(%)	30.09	16.56	16.71	16.99
<b>负债合计</b>	<b>277</b>	<b>342</b>	<b>420</b>	<b>516</b>	归母净利润增长率(%)	75.64	23.05	22.99	23.36
归属母公司股东权益	698	732	775	828					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>698</b>	<b>732</b>	<b>775</b>	<b>828</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>975</b>	<b>1,074</b>	<b>1,195</b>	<b>1,343</b>					

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	11	105	112	136	每股净资产(元)	5.28	5.55	5.87	6.27
投资活动现金流	(8)	(17)	(10)	(10)	最新发行在外股份(百万股)	132	132	132	132
筹资活动现金流	(7)	(25)	(31)	(38)	ROIC(%)	4.95	8.02	9.28	10.70
现金净增加额	(1)	59	71	88	ROE-摊薄(%)	6.89	8.08	9.39	10.85
折旧和摊销	32	25	25	25	资产负债率(%)	28.43	31.85	35.17	38.39
资本开支	(10)	(10)	(10)	(10)	P/E(现价&最新股本摊薄)	270.07	219.48	178.45	144.66
营运资本变动	(72)	17	15	22	P/B(现价)	18.62	17.74	16.76	15.69

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。

# 永创智能 (603901)

## 深耕智能包装设备领域,布局人形+工业机器人领域

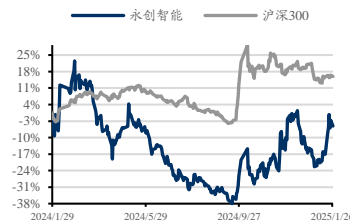
增持 (首次)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双  
执业证书: S0600515110002  
021-60199784  
zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2749	3146	3247	3726	4295
同比 (%)	1.54	14.44	3.20	14.77	15.27
归母净利润 (百万元)	273.67	71.06	13.56	174.51	222.05
同比 (%)	4.80	(74.03)	(80.92)	1,186.84	27.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.56	0.15	0.03	0.36	0.46
P/E (现价&最新摊薄)	15.54	59.85	313.61	24.37	19.15

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 公司智能包装设备营收稳健增长, 2024 年受减值影响利润下滑

永创智能深耕智能包装设备领域,产品广泛应用于食品、饮料、医药、日化等多个行业。2019-2023 年公司营业收入从 18.71 亿元增长至 31.46 亿元, CAGR=14%; 2019-2022 年公司归母净利润从 0.99 亿元增长至 2.74 亿元, CAGR=40%。2023 年降至 0.71 亿元, 同比下降 74.03%, 主要系公司参股的新巨丰股票的价格下跌对公司当期利润产生较大影响。利润率方面, 2019-2023 年公司毛利率从 29.23% 提升至 29.90%, 每年略有波动, 主要系公司主业智能包装生产线毛利率提升拉动; 2019-2022 年公司销售净利率从 5.42% 提升至 9.89%, 主要系随毛利率提升同步提高且费用端运行整体稳健。拆分公司业务结构看, 公司主业智能包装设备近年来营收稳健增长, 其中智能包装生产线收入从 2019 年 6.76 亿元提升至 2023 年 14.33 亿元, 实现翻倍增长。标准单机设备收入从 2020 年 8.12 亿元增长至 2023 年 10.76 亿元, 增速较快。2023 年, 公司主营业务在总营收中占比为 79.75%。

2024 年公司业绩预告预计归母净利润为 0.1 至 0.2 亿元, 同比减少 71.86% 至 85.93%。2024 年公司利润端承压主要系 ① 产品结构变化导致毛利率下降; ② 资产减值损失同比增加; ③ 期间费用率提高。

#### ■ 全面包装解决方案提供商, 技术驱动业务增长

永创智能专注于智能包装设备及配套包装材料领域, 定位于为客户提供全面的包装设备解决方案。公司主要产品包括标准单机设备和智能包装生产线, 涵盖 40 多个种类、400 多种规格型号, 形成了完整的产品体系。2023 年, 标准单机设备新签订单相较 2022 年增长超过 20%。智能包装生产线板块, 饮料智能包装生产线订单相较 2022 年快速增长, 啤酒智能包装生产线订单较为稳定。公司的核心竞争力在于强大的技术研发能力和丰富的专利储备。在业务拓展方面, 公司加大了研发投入, 特别是在乳品、饮料等细分市场的无菌灌装系统的开发上取得显著进展。

#### ■ 布局人形+工业机器人领域, 打开长期成长空间

永创智能通过旗下控股 70% 的伺安机器人公司, 将先进的工业机器人技术融入包装流程, 切入工业机器人领域。2025 年 1 月, 公司成立浙江涌创人形智能机器人有限公司, 专注于研发和销售服务消费类人形机器人。公司将在智能硬件的基础上, 结合深度学习, 计算机视觉和自然语言处理等 AI 技术, 开发出能够更好地满足用户需求的人形机器人。公司加速布局人形机器人业务, 有望伴随人形机器人产业化大趋势受益。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司包装设备主业稳健, 切入机器人领域打开成长空间。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.14/1.75/2.22 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 314/24/19 倍, 考虑公司产品结构优化未来有望盈利修复, 成立人形机器人子公司未来有望兑现成长性, 首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示: 智能包装设备生产工艺迭代不及预期, 人形机器人量产进度不及预期, 宏观经济风险。

### 市场数据

收盘价(元)	8.50
一年最低/最高价	5.42/11.68
市净率(倍)	1.71
流通 A 股市值(百万元)	4,112.65
总市值(百万元)	4,145.61

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.96
资产负债率(% ,LF)	66.13
总股本(百万股)	487.72
流通 A 股(百万股)	483.84

### 相关研究



## 永创智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,752</b>	<b>5,257</b>	<b>5,853</b>	<b>6,541</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,146</b>	<b>3,247</b>	<b>3,726</b>	<b>4,295</b>
货币资金及交易性金融资产	742	1,218	1,433	1,801	营业成本(含金融类)	2,205	2,371	2,723	3,068
经营性应收款项	748	662	711	744	税金及附加	22	23	26	30
存货	3,010	3,097	3,395	3,645	销售费用	278	260	279	322
合同资产	88	97	112	129	管理费用	181	211	205	236
其他流动资产	163	183	203	222	研发费用	240	260	317	408
<b>非流动资产</b>	<b>2,410</b>	<b>2,440</b>	<b>2,450</b>	<b>2,453</b>	财务费用	32	28	27	31
长期股权投资	10	10	10	10	加:其他收益	47	49	56	64
固定资产及使用权资产	1,215	1,296	1,324	1,342	投资净收益	36	32	37	43
在建工程	316	311	307	303	公允价值变动	(100)	0	0	0
无形资产	406	396	386	376	减值损失	(93)	(152)	(43)	(56)
商誉	197	197	197	197	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	3	2	1	<b>营业利润</b>	<b>79</b>	<b>24</b>	<b>199</b>	<b>250</b>
其他非流动资产	263	227	224	223	营业外净收支	(21)	(9)	(9)	(9)
<b>资产总计</b>	<b>7,163</b>	<b>7,697</b>	<b>8,303</b>	<b>8,994</b>	<b>利润总额</b>	<b>57</b>	<b>15</b>	<b>190</b>	<b>241</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,101</b>	<b>3,238</b>	<b>3,446</b>	<b>3,701</b>	减:所得税	(5)	1	15	19
短期借款及一年内到期的非流动负债	351	649	599	549	<b>净利润</b>	<b>62</b>	<b>14</b>	<b>175</b>	<b>222</b>
经营性应付款项	1,032	988	1,021	1,065	减:少数股东损益	(9)	0	0	0
合同负债	1,410	1,299	1,490	1,718	<b>归属母公司净利润</b>	<b>71</b>	<b>14</b>	<b>175</b>	<b>222</b>
其他流动负债	307	303	336	369	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	0.03	0.36	0.46
非流动负债	1,476	1,790	2,105	2,420	EBIT	185	42	217	273
长期借款	909	1,209	1,509	1,809	EBITDA	319	181	363	428
应付债券	493	513	533	553	毛利率(%)	29.90	26.96	26.92	28.56
租赁负债	21	16	11	6	归母净利率(%)	2.26	0.42	4.68	5.17
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	14.44	3.20	14.77	15.27
<b>负债合计</b>	<b>4,576</b>	<b>5,029</b>	<b>5,551</b>	<b>6,121</b>	归母净利润增长率(%)	(74.03)	(80.92)	1,186.84	27.24
归属母公司股东权益	2,540	2,622	2,704	2,825					
少数股东权益	47	47	47	47					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,586</b>	<b>2,668</b>	<b>2,751</b>	<b>2,872</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,163</b>	<b>7,697</b>	<b>8,303</b>	<b>8,994</b>					

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	215	42	240	405	每股净资产(元)	4.90	5.07	5.24	5.49
投资活动现金流	(573)	(143)	(131)	(125)	最新发行在外股份(百万股)	488	488	488	488
筹资活动现金流	111	575	105	88	ROIC(%)	4.72	0.83	3.82	4.48
现金净增加额	(246)	475	215	368	ROE-摊薄(%)	2.80	0.52	6.45	7.86
折旧和摊销	134	139	146	155	资产负债率(%)	63.89	65.33	66.86	68.06
资本开支	(600)	(214)	(169)	(169)	P/E (现价&最新股本摊薄)	59.85	313.61	24.37	19.15
营运资本变动	(187)	(271)	(143)	(50)	P/B (现价)	1.78	1.72	1.66	1.59

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。

# 埃斯顿 (002747)

## 深耕工业机器人赛道，前瞻布局人形机器人本体+零部件

增持 (维持)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3881	4652	4895	5512	6333
同比 (%)	28.49	19.87	5.22	12.61	14.89
归母净利润 (百万元)	166.30	135.04	(695.37)	28.38	45.36
同比 (%)	36.28	(18.80)	(614.93)	104.08	59.83
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.19	0.16	(0.80)	0.03	0.05
P/E (现价&最新摊薄)	105.46	129.87	(25.22)	618.04	386.68

### 投资要点

#### ■ 国产工业机器人龙头，致力于国产替代市占率稳步提升

埃斯顿是国产工业机器人龙头企业，业务覆盖从核心零部件到工业机器人整机全产业链。根据 MIR 数据，2024Q1-Q3 埃斯顿在国内工业机器人出货量市占率约为 9.4%，排名第二，仅次于日本老牌工业机器人企业发那科。近年来工业机器人国产化率稳步提升，2019-2024Q3 我国工业机器人国产化率从 30% 提升至 52%，国产工业机器人市场份额已经超越外资。

收入端稳健增长，利润端受行业价格竞争加剧影响有所波动。2019-2023 年公司营业收入从 14.21 亿元增长至 46.52 亿元，CAGR=35%，2019-2023 年归母净利润从 0.66 亿元增长至 1.35 亿元，CAGR=20%。

2024 年公司业绩预告预计归母净利润为 -6.5 至 -7.6 亿元，同比下降 581% 至 663%。公司利润下滑幅度较大主要系 ① 工业机器人行业需求偏弱，子公司克鲁斯中国收入下滑，叠加埃斯顿工业机器人光伏行业销售下滑，毛利率同步承压，导致形成较大亏损；② 收入下降同时保持高研发投入，期间费用率提高；③ 子公司德国克鲁斯、扬州曙光、上海普莱克斯共计计提超 4 亿商誉减值；④ 存货减值与应收账款信用减值增加。

#### ■ 参股酷卓入局人形机器人领域，布局人形机器人本体+核心零部件

埃斯顿投资参股子公司酷卓机器人，持有其 13.95% 股权，积极入局人形机器人赛道。酷卓机器人创始团队实力强劲，原沈阳远大机器人 CEO、拥有 16 年机器人行业经验的李远平博士担任 CEO，原埃斯顿未来技术研究院负责人、拥有 10 年机器人与 AI 相关行业经验的臧家炜博士担任 CTO，团队功底扎实。

2024 年第二十四届中国工博会上，埃斯顿酷卓人形机器人 CODROID 01 首次亮相，机器人单臂负载 5KG，单臂自由度 7，单腿自由度 6，全身最大自由度 44，灵巧手自由度 6-7。酷卓第一代机器人是埃斯顿入局人形机器人领域的开端产品，公司未来有望迁移工业机器人领域的运控技术至人形机器人领域，助推酷卓人形机器人持续迭代。

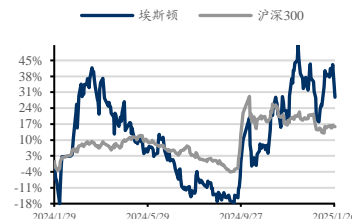
埃斯顿未来有望依托工业机器人优势推进人形机器人业务发展。基于工业机器人产品积累的扎实客户基础，埃斯顿人形机器人业务获客难度低，有望顺利导入人形机器人产品至原有客户处验证。另外埃斯顿有强大完善的供应链体系，我们判断工业机器人供应链可复用至人形机器人领域，优质供应商可配合公司进行零部件工艺迭代，并实现良好的成本管控。

#### ■ 盈利预测与投资评级

2024 年公司业绩短期承压，长期看商誉/存货/信用减值损失有望收窄，宏观经济温和复苏下工业机器人行业需求有望提振，公司未来业绩有望好转。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 48.95/55.12/63.33 亿元，当前股价对应动态 PS 分别为 4/3/3 倍，考虑到公司在工业机器人领域龙头地位，维持公司“增持”评级。

■ 风险提示：工业机器人需求不及预期，人形机器人技术进展不及预期，宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.15
一年最低/最高价	11.32/22.38
市净率(倍)	6.09
流通 A 股市值(百万元)	14,246.71
总市值(百万元)	15,782.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.98
资产负债率(% ,LF)	73.99
总股本(百万股)	869.53
流通 A 股(百万股)	784.94

### 相关研究

《埃斯顿(002747): 2024 年中报点评: 业绩短期承压，静待行业出清利润水平回升》

2024-08-30

《埃斯顿(002747): 2023 年报&2024 年一季报点评: 盈利短期承压，市场份额持续提升》

2024-05-07

埃斯顿三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>5,693</b>	<b>5,498</b>	<b>5,543</b>	<b>6,109</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,652</b>	<b>4,895</b>	<b>5,512</b>	<b>6,333</b>
货币资金及交易性金融资产	1,663	1,539	1,378	1,285	营业成本(含金融类)	3,167	4,405	4,079	4,750
经营性应收款项	2,382	1,968	2,194	2,534	税金及附加	25	24	28	32
存货	1,340	1,610	1,545	1,812	销售费用	403	431	458	519
合同资产	204	245	276	317	管理费用	445	465	496	570
其他流动资产	104	137	150	161	研发费用	388	406	452	507
<b>非流动资产</b>	<b>4,389</b>	<b>4,330</b>	<b>4,329</b>	<b>4,352</b>	财务费用	133	0	0	0
长期股权投资	85	85	85	85	加:其他收益	59	59	94	108
固定资产及使用权资产	1,161	1,212	1,301	1,335	投资净收益	9	10	11	13
在建工程	177	227	177	177	公允价值变动	32	(20)	0	0
无形资产	720	730	740	750	减值损失	(44)	(315)	(80)	(30)
商誉	1,486	1,336	1,286	1,266	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	24	24	24	24	<b>营业利润</b>	<b>149</b>	<b>(1,104)</b>	<b>25</b>	<b>46</b>
其他非流动资产	736	716	716	716	营业外净收支	18	17	17	17
<b>资产总计</b>	<b>10,082</b>	<b>9,828</b>	<b>9,871</b>	<b>10,462</b>	<b>利润总额</b>	<b>167</b>	<b>(1,087)</b>	<b>42</b>	<b>63</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,025</b>	<b>5,340</b>	<b>5,150</b>	<b>5,590</b>	减:所得税	34	(217)	8	13
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,406	2,406	2,406	2,406	<b>净利润</b>	<b>133</b>	<b>(869)</b>	<b>33</b>	<b>50</b>
经营性应付款项	1,986	1,593	1,475	1,718	减:少数股东损益	(2)	(174)	5	5
合同负债	298	441	408	475	<b>归属母公司净利润</b>	<b>135</b>	<b>(695)</b>	<b>28</b>	<b>45</b>
其他流动负债	335	900	861	992	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.16	(0.80)	0.03	0.05
非流动负债	2,235	2,535	2,735	2,835	EBIT	241	(837)	0	(44)
长期借款	1,430	1,730	1,930	2,030	EBITDA	392	(728)	121	82
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.93	10.00	26.00	25.00
租赁负债	43	43	43	43	归母净利率(%)	2.90	(14.21)	0.51	0.72
其他非流动负债	762	762	762	762	收入增长率(%)	19.87	5.22	12.61	14.89
<b>负债合计</b>	<b>7,259</b>	<b>7,875</b>	<b>7,885</b>	<b>8,425</b>	归母净利润增长率(%)	(18.80)	(614.93)	104.08	59.83
归属母公司股东权益	2,699	2,003	2,032	2,077					
少数股东权益	123	(50)	(45)	(40)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,822</b>	<b>1,953</b>	<b>1,986</b>	<b>2,037</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,082</b>	<b>9,828</b>	<b>9,871</b>	<b>10,462</b>					

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	30	(231)	(219)	(52)	每股净资产(元)	3.10	2.30	2.34	2.39
投资活动现金流	(678)	(173)	(142)	(140)	最新发行在外股份(百万股)	870	870	870	870
筹资活动现金流	1,195	300	200	100	ROIC(%)	3.05	(10.44)	0.00	(0.55)
现金净增加额	528	(105)	(161)	(93)	ROE-摊薄(%)	5.00	(34.71)	1.40	2.18
折旧和摊销	151	109	121	126	资产负债率(%)	72.01	80.13	79.88	80.53
资本开支	(414)	(203)	(153)	(153)	P/E(现价&最新股本摊薄)	129.87	(25.22)	618.04	386.68
营运资本变动	(363)	221	(425)	(230)	P/B(现价)	6.50	8.76	8.63	8.44

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。

# 绿的谐波 (688017)

## 人形机器人释放谐波减速器增量需求，募投产彰显信心

增持 (维持)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	445.75	356.17	396.00	520.00	690.00
同比 (%)	0.54	(20.10)	11.18	31.31	32.69
归母净利润 (百万元)	155.30	84.16	73.03	103.48	143.66
同比 (%)	(17.91)	(45.81)	(13.22)	41.70	38.83
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.85	0.46	0.40	0.56	0.78
P/E (现价&最新摊薄)	186.22	343.65	396.02	279.47	201.31

### 投资要点

#### ■ 深耕谐波减速器赛道，产品质量行业领先

绿地谐波深耕谐波减速器领域已有 20 余年，是谐波减速器领域龙头企业。2022 年谐波减速机市场绿的谐波销售额市占率为 26%，仅次于第一名哈默纳科 (销售额市占率 38%)，位列国产品牌第一位。2019-2023 年公司营收从 1.9 亿元增长至 3.6 亿元，CAGR=18%；归母净利润从 0.6 亿元增长至 0.8 亿元，CAGR=10%。2022 年以来公司营收/归母净利润自高点有所下滑，主要系谐波减速机关键下游工业机器人领域需求较弱，公司产品出货与毛利率水平同步承压。2024Q1-Q3 公司营收同比+8.64%，但利润端仍略有下滑，主要系谐波减速机市场价格竞争加剧，公司毛利率承压。

#### ■ 人形机器人量产仍需打通降本一环，看好国产谐波减速器导入供应链

特斯拉 Optimus 共有 28 个运动关节 (14 个旋转关节+14 个直线关节)，其中旋转关节需要使用精密减速机。谐波减速机具有重量轻、体积小等特性，是人形机器人的优选方案。特斯拉 Optimus 旋转关节选用了谐波减速机搭配电机。特斯拉 Optimus 有望在 2025 年迎来量产，在 2026-2027 年逐步实现量产规模的快速增长。谐波减速器作为人形机器人的关键部件，市场需求空间有望伴随人形机器人量产进程不断扩容。

哈默纳科扩产速度较慢，人形机器人量产浪潮下产能不足可能成为其掣肘因素。整体来看，哈默纳科 (以下简称 HD) 产能扩张速度不及其规划预期：我们统计 18 年以来 HD 于年报发布的扩产进度，发现其扩产计划逐步放缓，并基本上进度低于目标预期。2018 年 HD 产能 6.9 万台/月 (83 万台/年)，计划 2021 年产能扩充至 28 万台/月 (336 万台/年)。实际到 2023 年 HD 产能仅扩充到 16.5 万台/月 (198 万台/年)，远期扩产至 28 万台/月 (336 万台/年) 的目标多次推迟。相比之下，绿的谐波产能弹性更优，2023 年绿的谐波发布定增拟募资 20.27 亿元用于新一代精密传动装置智能制造项目，项目建成达产后，公司将新增新一代谐波减速器 100 万台、机电一体化产品 20 万台的年产能。绿的谐波产能扩张速度显著高于哈默纳科，且国产谐波减速器性价比要优于外资品牌，人形机器人量产需解决零部件“量多”+“价优”两个关键问题，绿的谐波的产能扩张计划与性价比优势有望支持其在特斯拉供应链中抢占更多份额。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司谐波减速器产品实力强，定增打开产能天花板。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.73/1.03/1.44 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 396/279/201 倍，考虑公司为国内谐波减速器龙头企业，有望切入特斯拉 Optimus 供应链兑现成长性，维持公司“增持”评级。

■ 风险提示：谐波减速器扩产进度不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	145.00
一年最低/最高价	58.22/163.68
市净率(倍)	12.08
流通 A 股市值(百万元)	24,470.76
总市值(百万元)	26,565.85

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.01
资产负债率(% ,LF)	19.88
总股本(百万股)	183.21
流通 A 股(百万股)	168.76

### 相关研究

《绿的谐波(688017): 2024 年三季度报点评: Q3 业绩恢复正增长, 人形机器人打开成长空间》

2024-10-30

《绿的谐波(688017): 2024 年半年报点评: 营收基本持平, 人形机器人发展前景广阔》

2024-08-31



## 绿的谐波三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,666</b>	<b>1,650</b>	<b>1,613</b>	<b>1,628</b>	<b>营业总收入</b>	<b>356</b>	<b>396</b>	<b>520</b>	<b>690</b>
货币资金及交易性金融资产	1,099	1,205	1,060	920	营业成本(含金融类)	210	240	317	423
经营性应收款项	141	101	133	177	税金及附加	3	4	5	7
存货	254	194	249	336	销售费用	11	11	14	17
合同资产	0	0	0	0	管理费用	22	22	28	35
其他流动资产	172	150	172	195	研发费用	48	51	65	83
<b>非流动资产</b>	<b>1,146</b>	<b>1,384</b>	<b>1,611</b>	<b>1,836</b>	财务费用	(23)	(1)	(1)	3
长期股权投资	57	67	77	87	加:其他收益	14	12	14	19
固定资产及使用权资产	392	558	716	867	投资净收益	12	10	13	17
在建工程	98	134	165	202	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	62	62	62	62	减值损失	(20)	(12)	(9)	(6)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	6	7	9	11	<b>营业利润</b>	<b>92</b>	<b>78</b>	<b>110</b>	<b>153</b>
其他非流动资产	530	556	581	606	营业外净收支	0	1	2	3
<b>资产总计</b>	<b>2,812</b>	<b>3,034</b>	<b>3,224</b>	<b>3,463</b>	<b>利润总额</b>	<b>92</b>	<b>79</b>	<b>112</b>	<b>156</b>
<b>流动负债</b>	<b>611</b>	<b>752</b>	<b>842</b>	<b>946</b>	减:所得税	7	6	9	12
短期借款及一年内到期的非流动负债	534	534	534	534	<b>净利润</b>	<b>85</b>	<b>73</b>	<b>103</b>	<b>144</b>
经营性应付款项	42	145	191	255	减:少数股东损益	1	0	0	0
合同负债	2	6	8	11	<b>归属母公司净利润</b>	<b>84</b>	<b>73</b>	<b>103</b>	<b>144</b>
其他流动负债	33	67	109	146	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.46	0.40	0.56	0.78
非流动负债	184	191	193	193	EBIT	56	67	91	125
长期借款	124	124	124	124	EBITDA	103	117	152	198
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.14	39.30	38.98	38.65
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	23.63	18.44	19.90	20.82
其他非流动负债	59	66	68	68	收入增长率(%)	(20.10)	11.18	31.31	32.69
<b>负债合计</b>	<b>794</b>	<b>943</b>	<b>1,035</b>	<b>1,138</b>	归母净利润增长率(%)	(45.81)	(13.22)	41.70	38.83
归属母公司股东权益	2,013	2,086	2,184	2,320					
少数股东权益	5	5	5	5					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,018</b>	<b>2,091</b>	<b>2,189</b>	<b>2,325</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,812</b>	<b>3,034</b>	<b>3,224</b>	<b>3,463</b>					

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	149	337	132	140	每股净资产(元)	11.93	12.36	12.95	13.75
投资活动现金流	(188)	(331)	(422)	(477)	最新发行在外股份(百万股)	183	183	183	183
筹资活动现金流	323	(1)	(4)	(3)	ROIC(%)	2.10	2.27	2.99	3.95
现金净增加额	286	5	(295)	(340)	ROE-摊薄(%)	4.18	3.50	4.74	6.19
折旧和摊销	47	50	61	72	资产负债率(%)	28.25	31.08	32.09	32.87
资本开支	(76)	(249)	(248)	(256)	P/E(现价&最新股本摊薄)	343.65	396.02	279.47	201.31
营运资本变动	6	203	(38)	(72)	P/B(现价)	13.23	12.77	12.19	11.48

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。

# 中大力德 (002896)

## 专注精密减速机制造，人形机器人有望带来需求增量

增持 (首次)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	897.60	1,085.99	965.39	1,108.28	1,280.45
同比 (%)	(5.81)	20.99	(11.10)	14.80	15.53
归母净利润 (百万元)	66.36	73.15	73.39	83.34	98.09
同比 (%)	(18.43)	10.22	0.33	13.56	17.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.44	0.48	0.49	0.55	0.65
P/E (现价&最新摊薄)	123.49	112.03	111.66	98.33	83.55

### 投资要点

#### ■ 公司专注机械传动与控制应用领域，营收稳步增长

中大力德的主要业务集中在机械传动与控制应用领域关键零部件的研发生产，涵盖工业机器人、智能物流、工业母机和新能源等领域。2019-2023年公司营业收入从6.76亿元增长至10.86亿元，CAGR为12%；2019-2023年公司归母净利润从0.53亿元增长至0.73亿元，CAGR为8%；利润率方面，2019-2023年公司销售毛利率从28.69%下降至22.88%，主要系减速机产品毛利率下降；2019年-2023年公司销售净利率从7.77%下降至6.77%，主要系随毛利率同步下降。拆分公司业务结构，公司主要业务中，减速电机业务收入有所下滑，从2019年4.72亿元下降至2023年3.43亿元；精密减速器业务收入有所波动，从2021年2.54亿元下降至2023年2.4亿元；智能执行单元增长迅速，从2021年1.47亿元增长至2023年4.85亿元，实现两倍以上增长。2023年减速电机/精密减速器/智能执行单元业务在总营收占比分别为31.56%/22.10%/44.65%。

#### ■ 小型和微型减速电机国内市场地位高，模组化产品助力产品结构升级

公司较早进入机械传动与控制应用领域关键零部件领域，自成立以来一直专注于减速器、减速电机等核心零部件的生产研发，建立了较为全面的产品体系，形成了减速器、电机、驱动器一体化业务平台。公司不断结合市场需求，借鉴国内外先进经验，加大研发投入，相继推出微型无刷直流减速电机、精密行星减速器、RV减速器、谐波减速器等产品。

#### ■ 公司减速器领域具有技术优势，人形机器人引领减速机需求提升

公司立足减速器领域，全面布局精密行星减速器、RV减速器、谐波减速器等产品，同时具备人形机器人关节模组核心减速器部件的研发与生产能力，能够满足人形机器人领域多样化的需求。根据高工机器人2025年1月21日公众号文章《直指人形机器人核心零部件，超10家工业机器人上市公司做“加法”》，中大力德已为宇树科技提供减速器等核心零部件，另外公司还获得了智元机器人的远征A2和灵犀X1两款人形机器人产品的定点量产。公司凭借在精密减速器领域的技术优势和布局已深度切入人形机器人产业链，有望在人形机器人行业的发展中在未来实现业务的快速增长。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司业绩主要由减速电机、精密减速器和智能执行单元三大业务贡献。预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.73/0.83/0.98亿元，当前股价对应动态PE分别为112/98/84倍，考虑公司减速器产品已导入国产人形机器人供应链，未来将有较强的成长性，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：市场格局竞争加剧，宏观经济风险，人形机器人量产不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	57.52
一年最低/最高价	21.74/59.60
市净率(倍)	7.50
流通A股市值(百万元)	8,695.37
总市值(百万元)	8,695.37

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.66
资产负债率(% ,LF)	27.38
总股本(百万股)	151.17
流通A股(百万股)	151.17

### 相关研究

中大力德三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>709</b>	<b>484</b>	<b>461</b>	<b>482</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,086</b>	<b>965</b>	<b>1,108</b>	<b>1,280</b>
货币资金及交易性金融资产	134	45	12	25	营业成本(含金融类)	838	740	848	983
经营性应收款项	324	252	274	299	税金及附加	9	8	9	10
存货	243	180	168	151	销售费用	44	39	47	45
合同资产	0	0	0	0	管理费用	62	48	53	59
其他流动资产	9	7	7	8	研发费用	70	68	83	102
<b>非流动资产</b>	<b>912</b>	<b>1,215</b>	<b>1,402</b>	<b>1,571</b>	财务费用	3	(1)	0	1
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	23	19	22	26
固定资产及使用权资产	545	794	897	994	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	241	290	374	445	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	86	85	84	83	减值损失	(7)	(8)	(4)	(4)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	2	3	4	<b>营业利润</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>86</b>	<b>102</b>
其他非流动资产	36	42	42	42	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,621</b>	<b>1,699</b>	<b>1,863</b>	<b>2,053</b>	<b>利润总额</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>86</b>	<b>102</b>
<b>流动负债</b>	<b>401</b>	<b>405</b>	<b>484</b>	<b>576</b>	减:所得税	2	2	3	3
短期借款及一年内到期的非流动负债	117	147	177	207	<b>净利润</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>84</b>	<b>99</b>
经营性应付款项	194	185	224	273	减:少数股东损益	0	0	1	1
合同负债	12	10	11	13	<b>归属母公司净利润</b>	<b>73</b>	<b>73</b>	<b>83</b>	<b>98</b>
其他流动负债	77	63	72	83	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.48	0.49	0.55	0.65
非流动负债	108	116	131	146	EBIT	79	75	87	103
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	159	174	202	236
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.88	23.36	23.49	23.25
租赁负债	15	30	45	60	归母净利率(%)	6.74	7.60	7.52	7.66
其他非流动负债	93	86	86	86	收入增长率(%)	20.99	(11.10)	14.80	15.53
<b>负债合计</b>	<b>508</b>	<b>521</b>	<b>615</b>	<b>722</b>	归母净利润增长率(%)	10.22	0.33	13.56	17.69
归属母公司股东权益	1,112	1,177	1,247	1,329					
少数股东权益	1	1	1	2					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,113</b>	<b>1,178</b>	<b>1,248</b>	<b>1,331</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,621</b>	<b>1,699</b>	<b>1,863</b>	<b>2,053</b>					

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	177	282	239	287	每股净资产(元)	7.36	7.79	8.25	8.79
投资活动现金流	(220)	(397)	(302)	(302)	最新发行在外股份(百万股)	151	151	151	151
筹资活动现金流	(19)	27	30	27	ROIC(%)	6.40	5.57	5.96	6.51
现金净增加额	(61)	(89)	(33)	13	ROE-摊薄(%)	6.58	6.24	6.69	7.38
折旧和摊销	80	100	115	133	资产负债率(%)	31.35	30.66	33.01	35.18
资本开支	(199)	(396)	(301)	(301)	P/E(现价&最新股本摊薄)	112.03	111.66	98.33	83.55
营运资本变动	17	106	35	50	P/B(现价)	7.37	6.96	6.57	6.17

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。

# 丰立智能 (301368)

## 深耕精密传动领域，募投扩产打开长期成长空间

增持 (首次)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	428.82	429.32	525.66	653.67	809.64
同比 (%)	(24.55)	0.12	22.44	24.35	23.86
归母净利润 (百万元)	44.90	24.09	18.42	24.59	28.43
同比 (%)	(26.14)	(46.34)	(23.55)	33.49	15.64
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.37	0.20	0.15	0.20	0.24
P/E (现价&最新摊薄)	165.71	308.84	403.96	302.61	261.69

### 投资要点

#### ■ 专精齿轮、精密减速器产品，下游应用场景众多

丰立智能专精于精密传动赛道。2019-2023年公司营业收入从3.06亿元增长至4.29亿元，CAGR=9%；2019-2023年公司归母净利润从0.62亿元减少至0.24亿元，利润端有所承压，主要系公司主业齿轮产品毛利率下降较多。利润率方面，2019-2023年公司毛利率从26.94%降低至17.10%，主要系公司主业齿轮业务毛利率下降；销售净利率从20.41%降低至5.61%，主要系毛利率下降拖累。拆分公司业务结构看，公司齿轮业务近年来营收有所下滑，从2021年3.24亿元降低至2023年1.98亿元；气动工具及零部件业务有所增长，收入从2019年0.60亿元增长至2023年1.98亿元；精密减速机及零部件业务进展顺利，收入从2019年0.16亿元增长至2023年1.07亿元，增长可观。2023年公司齿轮/精密减速器业务收入占比分别为46.12%/24.78%。

#### ■ 公司业务布局广泛，与众多优质大客户都建立良好合作关系

公司专业从事小模数齿轮、精密减速器及零部件等产品研发、生产。主要产品包括齿轮、精密减速器及零部件、新能源传动以及气动工具等产品，产品广泛应用于新能源汽车、工业机器人、智能家居、医疗器械、电动工具、电站远程控制系统等领域。公司深耕精密传动赛道，已与博世集团、史丹利百得、牧田、创科实业等大型跨国公司建立了长期稳定的合作关系，已进入全球一流企业供应链体系。短期公司利润端承压，主要系在建工程转固未完全释放产能但折旧有所增加，叠加传统高毛利产品齿轮毛利率有所下滑。预计新能源领域产品与精密减速机能为公司带来新增长。

#### ■ 前瞻布局人形机器人领域，供应齿轮与传动产品

公司在人形机器人领域布局的产品包括齿轮、丝杠、行星减速器、谐波减速器等，目前部分产品已实现小批量出货。公司生产的伞齿轮/圆柱齿轮/粉末冶金齿轮可用于人形机器人关节及模组；生产的谐波/行星减速机可用于旋转执行器。2023年12月29日，公司在IPO募投项目的基础上向精密齿轮生产项目与小型精密减速机生产项目追加了投资，持续加大扩张产能。公司前瞻性产能布局，产品实力适配人形机器人领域应用，有望在人形机器人量产进程中充分受益。

#### ■ 盈利预测与投资评级

齿轮业务运行平稳，精密减速机业务进展顺利。预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.18/0.25/0.28亿元，当前股价对应动态PE分别为404/303/262倍，考虑到公司追加投资积极布局精密齿轮和精密减速机产品，未来有望受益于人形机器人量产落地，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：募投扩产进度不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	57.14
一年最低/最高价	23.57/63.88
市净率(倍)	7.03
流通A股市值(百万元)	3,663.90
总市值(百万元)	6,862.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.12
资产负债率(% ,LF)	22.31
总股本(百万股)	120.10
流通A股(百万股)	64.12

### 相关研究



## 丰立智能三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>625</b>	<b>558</b>	<b>466</b>	<b>407</b>	<b>营业总收入</b>	<b>429</b>	<b>526</b>	<b>654</b>	<b>810</b>
货币资金及交易性金融资产	339	218	83	26	营业成本(含金融类)	356	442	545	669
经营性应收款项	158	184	208	187	税金及附加	3	3	3	4
存货	119	146	165	183	销售费用	7	8	10	12
合同资产	0	0	0	0	管理费用	30	36	42	50
其他流动资产	9	10	10	11	研发费用	17	24	33	49
<b>非流动资产</b>	<b>599</b>	<b>749</b>	<b>955</b>	<b>1,151</b>	财务费用	(11)	(6)	(3)	(1)
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	356	423	519	619	投资净收益	1	2	2	2
在建工程	93	164	267	355	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	61	59	57	55	减值损失	(7)	(4)	(4)	(4)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>24</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>29</b>
其他非流动资产	88	102	112	122	营业外净收支	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>1,224</b>	<b>1,307</b>	<b>1,420</b>	<b>1,557</b>	<b>利润总额</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>27</b>	<b>31</b>
<b>流动负债</b>	<b>248</b>	<b>320</b>	<b>418</b>	<b>538</b>	减:所得税	2	1	2	2
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	10	20	30	<b>净利润</b>	<b>24</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>28</b>
经营性应付款项	227	282	363	465	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3	3	4	5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>24</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>28</b>
其他流动负债	19	24	31	38	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.20	0.15	0.20	0.24
非流动负债	5	5	5	5	EBIT	12	14	23	30
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	50	58	77	94
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.10	15.91	16.62	17.37
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	5.61	3.50	3.76	3.51
其他非流动负债	5	5	5	5	收入增长率(%)	0.12	22.44	24.35	23.86
<b>负债合计</b>	<b>253</b>	<b>325</b>	<b>423</b>	<b>543</b>	归母净利润增长率(%)	(46.34)	(23.55)	33.49	15.64
归属母公司股东权益	970	982	997	1,015					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>970</b>	<b>982</b>	<b>997</b>	<b>1,015</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,224</b>	<b>1,307</b>	<b>1,420</b>	<b>1,557</b>					

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	46	69	122	201	每股净资产(元)	8.08	8.18	8.30	8.45
投资活动现金流	(233)	(191)	(257)	(256)	最新发行在外股份(百万股)	120	120	120	120
筹资活动现金流	(135)	1	0	(2)	ROIC(%)	1.12	1.35	2.13	2.66
现金净增加额	(321)	(120)	(135)	(57)	ROE-摊薄(%)	2.48	1.88	2.47	2.80
折旧和摊销	37	44	54	64	资产负债率(%)	20.70	24.84	29.79	34.85
资本开支	(192)	(179)	(249)	(249)	P/E(现价&最新股本摊薄)	308.84	403.96	302.61	261.69
营运资本变动	(20)	6	43	108	P/B(现价)	7.67	7.58	7.46	7.33

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。

## 夏厦精密（001306）

# 小模数精密齿轮行业隐形冠军，募投项目切入机器人减速机领域

增持（首次）

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	517.60	527.79	618.40	738.13	874.59
同比（%）	(4.70)	1.97	17.17	19.36	18.49
归母净利润（百万元）	87.96	71.74	64.18	83.26	100.71
同比（%）	(0.24)	(18.44)	(10.54)	29.72	20.96
EPS-最新摊薄（元/股）	1.42	1.16	1.04	1.34	1.62
P/E（现价&最新摊薄）	48.61	59.60	66.62	51.35	42.46

### 投资要点

#### ■ 公司专注小模数精密齿轮研发，聚焦高端领域业绩稳增

夏厦精密专注于小模数精密齿轮研发生产领域，聚焦高端市场，应用于多个下游行业。2019-2023年公司营业收入从3.03亿元增长至5.28亿元，CAGR为15%；2019-2023年公司归母净利润从0.28亿元增长至0.72亿元，CAGR达28%；利润率方面，2019-2023年公司销售毛利率从30.48%小幅下降至29.38%，近四年毛利率相对保持稳定；2019-2023年公司销售净利率从9.08%提升至13.59%，主要系期间费用有所下滑。拆分公司业务结构看，汽车齿轮业务收入增长强势，从2019年0.64亿元增长至2023年3.18亿元，主要系新能源汽车行业带动需求不断增长；电动工具齿轮业务收入收缩，从2019年1.49亿元下降至2023年0.94亿元，主要系居家消费需求回落和电动工具行业需求下滑；减速器及其配件收入从2019年0.35亿元上升至2023年0.59亿元。2023年汽车齿轮/电动工具齿轮/减速器及其配件业务在总营收占比分别为60.25%/17.89%/11.14%。

#### ■ 小模数齿轮行业领军者，保持核心竞争力领先

公司是一家专注于齿轮及其相关产品的企业，经过20多年的行业深耕及技术积累经验，已是小模数齿轮行业的龙头企业，具有一定的竞争优势和行业代表性。2021年，公司在小模数精密圆柱齿轮产品的全球市场占有率为1.80%，位居全球第二。公司主要产品包括汽车齿轮、减速机及其配件、电动工具齿轮、智能家居齿轮和安防齿轮等，主要产品已经广泛应用于新能源汽车、机器人、电动工具等领域。

#### ■ 公司布局减速机及配件业务迎来人形机器人市场机遇

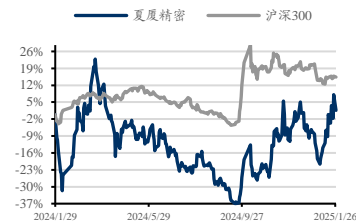
齿轮传动被广泛应用于汽车与机器人的动力模块中，主要为汽车实现变速与变距效果，为机器人关节提高灵活度。齿轮作为通用型部件，被广泛运用于精密传动领域，人形机器人量产落地将带来旋转执行器与线性执行器需求增加，齿轮需求有望同步受益。另外公司的IPO募投项目中包括年产7.2万套工业机器人新结构减速器的技术改造项目，工业机器人用减速机与人形机器人用减速机原理相同，公司有望依托募投项目落地切入人形机器人减速机领域，在人形机器人量产进程中打开业绩增长空间。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司齿轮业务稳健，募投项目切入机器人减速机领域。预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.64/0.83/1.01亿元，当前股价对应动态PE分别为67/51/42倍，考虑公司减速机项目未来逐步落地，切入人形机器人供应链有望增厚业绩，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**募投项目建设不及预期，人形机器人量产不及预期，宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	64.76
一年最低/最高价	39.76/82.00
市净率(倍)	3.05
流通A股市值(百万元)	1,003.78
总市值(百万元)	4,015.12

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	21.22
资产负债率(% ,LF)	28.76
总股本(百万股)	62.00
流通A股(百万股)	15.50

### 相关研究

## 厦厦精密三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,235</b>	<b>1,245</b>	<b>1,315</b>	<b>1,427</b>	<b>营业总收入</b>	<b>528</b>	<b>618</b>	<b>738</b>	<b>875</b>
货币资金及交易性金融资产	774	752	792	883	营业成本(含金融类)	373	470	562	666
经营性应收款项	295	300	311	315	税金及附加	4	5	6	7
存货	164	191	209	227	销售费用	8	9	9	10
合同资产	1	0	0	0	管理费用	30	34	37	39
其他流动资产	1	2	2	2	研发费用	33	40	52	66
<b>非流动资产</b>	<b>633</b>	<b>735</b>	<b>810</b>	<b>876</b>	财务费用	2	(4)	(4)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	15	19	22	26
固定资产及使用权资产	462	518	570	617	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	95	124	148	168	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	39	38	37	36	减值损失	(13)	(13)	(9)	(9)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	<b>营业利润</b>	<b>79</b>	<b>70</b>	<b>90</b>	<b>109</b>
其他非流动资产	31	49	49	49	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,868</b>	<b>1,980</b>	<b>2,125</b>	<b>2,303</b>	<b>利润总额</b>	<b>79</b>	<b>70</b>	<b>90</b>	<b>109</b>
<b>流动负债</b>	<b>273</b>	<b>351</b>	<b>445</b>	<b>559</b>	减:所得税	7	6	7	9
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	71	81	91	<b>净利润</b>	<b>72</b>	<b>64</b>	<b>83</b>	<b>101</b>
经营性应付款项	186	248	328	425	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>72</b>	<b>64</b>	<b>83</b>	<b>101</b>
其他流动负债	29	32	37	43	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.04	1.34	1.62
非流动负债	287	264	244	224	EBIT	81	66	86	104
长期借款	254	234	214	194	EBITDA	141	132	162	188
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.38	24.07	23.91	23.90
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	13.59	10.38	11.28	11.51
其他非流动负债	33	29	29	29	收入增长率(%)	1.97	17.17	19.36	18.49
<b>负债合计</b>	<b>560</b>	<b>614</b>	<b>689</b>	<b>782</b>	归母净利润增长率(%)	(18.44)	(10.54)	29.72	20.96
归属母公司股东权益	1,308	1,366	1,436	1,521					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,308</b>	<b>1,366</b>	<b>1,436</b>	<b>1,521</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,868</b>	<b>1,980</b>	<b>2,125</b>	<b>2,303</b>					

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	69	173	219	272	每股净资产(元)	21.10	22.03	23.16	24.53
投资活动现金流	(296)	(148)	(130)	(130)	最新发行在外股份(百万股)	62	62	62	62
筹资活动现金流	758	(27)	(29)	(31)	ROIC(%)	6.15	3.69	4.67	5.40
现金净增加额	532	(2)	60	111	ROE-摊薄(%)	5.48	4.70	5.80	6.62
折旧和摊销	59	66	75	84	资产负债率(%)	29.98	31.03	32.42	33.96
资本开支	(106)	(150)	(150)	(150)	P/E(现价&最新股本摊薄)	59.60	66.62	51.35	42.46
营运资本变动	(82)	23	46	72	P/B(现价)	3.27	3.13	2.98	2.81

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。

# 兆威机电 (003021)

## 深耕微型传动系统领域,布局灵巧手核心电机打造 新增长极

增持 (首次)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1152	1206	1526	1913	2434
同比 (%)	1.09	4.64	26.55	25.34	27.25
归母净利润 (百万元)	150.50	179.92	219.10	277.58	351.29
同比 (%)	2.00	19.55	21.77	26.69	26.56
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.63	0.75	0.91	1.16	1.46
P/E (现价&最新摊薄)	161.00	134.66	110.59	87.29	68.97

### 投资要点

#### ■ 公司深耕微型传动系统领域,涉猎众多下游

兆威机电主要从事微型传动系统的研发生产。2019-2023 年公司营业收入从 17.83 亿元降至 12.06 亿元,主要系通讯业务营收降低;2019-2023 年公司归母净利润从 3.57 亿元降至 1.80 亿元,主要系营收下降拖累。利润率方面,2019-2023 年公司毛利率从 33.84%降至 29.05%,主要系公司主业微型传动系统与精密注塑件业务毛利率下降导致;2019-2023 年销售净利率从 20.03%降至 14.92%,主要系毛利率下降同时期间费用率有所提高。拆分公司业务结构看,2023 年公司微型传动系统/精密注塑件业务分别占总收入的 62%/31%。

#### ■ 专精微型传动及驱动模块设计,技术优势明显

全球高精密驱动系统市场仍然为外资企业占据主导地位,2021 年瑞士 Maxon、瑞士 Portescap、德国 Faulhaber 三家合计市场份额近 60%,市场竞争格局较为集中。兆威机电未来有望凭借技术优势与性价比逐步提高市场份额。

公司在微型传动领域的技术优势体现在三方面:①公司掌握了微型传动系统方案设计--模具设计开发--模具制造--齿轮零件制造--集成装配--性能检测的全流程研发生产制造能力,具有全产业链解决方案能力;②公司研发团队有丰富的定制化项目开发经验,依托自主开发的齿轮传动系统设计平台,能够满足定制化的需求;③公司具有严格的检测能力,微型传动产品制造精度高,公司拥有行业内领先的进口高精密注塑机与机床,同时设立了精密检测中心、微型传动综合实验室,确保产品生产精密与检测严格,品控质量高。

目前公司产品广泛应用于汽车电子(中控旋转执行器、门把手升降执行器)、通信(RCU 模组、微型传动模组)、医疗(胰岛素注射泵)、工业自动化(电机驱动系统)等领域,其中汽车、通信行业为核心下游。公司已获得了德国博世、华为、比亚迪、长城、iRobot 等知名企业的认可。

#### ■ 电机为灵巧手核心零件,有望随人形机器人量产落地提升需求

目前特斯拉灵巧手共有两代方案,第一代选用空心杯电机+行星减速箱+编码器结构,第二代选用无刷直流电机+绳驱结构,两代方案各有优缺点,但都以电机和传感器为最核心零部件。公司前瞻布局电机研发,目前已完成了高转矩直流电机、无刷直流电机、微型无刷空心杯电机、永磁步进电机的开发,其中高转矩直流电机、无刷直流电机已形成系列产品。公司电机领域产品布局能够满足特斯拉两代灵巧手方案的电机需求,产品实力国内领先,未来人形机器人量产进程加速有望带动空心杯电机/无刷直流电机需求,公司同步受益。

2024 年 11 月,公司与华为全球具身智能创新中心签订合作备忘录,未来有望持续加强技术合作,助力公司微型电机产品持续技术迭代。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司在微型电机领域技术储备深厚,与华为牵手合作巩固优势地位。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.19/2.78/3.51 亿元,当前股价对应动态 PE 分别为 111/87/69 倍,考虑公司前瞻布局空心杯电机产品,未来有望切入灵巧手供应链,在人形机器人商业化进程中受益,首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示:微型传动系统技术进展不及预期,人形机器人量产进度不及预期,宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	93.25
一年最低/最高价	34.21/104.96
市净率(倍)	7.10
流通 A 股市值(百万元)	19,227.89
总市值(百万元)	22,398.98

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.13
资产负债率(% ,LF)	20.27
总股本(百万股)	240.20
流通 A 股(百万股)	206.20

### 相关研究



兆威机电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,603</b>	<b>2,733</b>	<b>3,024</b>	<b>3,419</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,206</b>	<b>1,526</b>	<b>1,913</b>	<b>2,434</b>
货币资金及交易性金融资产	772	916	1,017	1,154	营业成本(含金融类)	856	1,035	1,296	1,651
经营性应收款项	451	548	687	874	税金及附加	10	12	15	19
存货	164	201	252	321	销售费用	43	61	73	90
合同资产	0	0	0	0	管理费用	65	81	99	124
其他流动资产	1,215	1,067	1,068	1,070	研发费用	129	157	195	243
<b>非流动资产</b>	<b>1,201</b>	<b>1,242</b>	<b>1,249</b>	<b>1,249</b>	财务费用	(35)	0	0	0
长期股权投资	68	68	68	68	加:其他收益	23	23	27	32
固定资产及使用权资产	674	702	722	733	投资净收益	37	31	34	37
在建工程	254	241	229	217	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	49	49	49	49	减值损失	(7)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	15	15	15	15	<b>营业利润</b>	<b>194</b>	<b>233</b>	<b>295</b>	<b>374</b>
其他非流动资产	142	167	167	167	营业外净收支	(2)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,804</b>	<b>3,974</b>	<b>4,274</b>	<b>4,669</b>	<b>利润总额</b>	<b>192</b>	<b>233</b>	<b>295</b>	<b>374</b>
<b>流动负债</b>	<b>637</b>	<b>706</b>	<b>873</b>	<b>1,101</b>	减:所得税	12	14	18	22
短期借款及一年内到期的非流动负债	45	42	42	42	<b>净利润</b>	<b>180</b>	<b>219</b>	<b>278</b>	<b>351</b>
经营性应付款项	409	460	576	734	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	21	27	34	44	<b>归属母公司净利润</b>	<b>180</b>	<b>219</b>	<b>278</b>	<b>351</b>
其他流动负债	162	177	221	281	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	0.91	1.16	1.46
非流动负债	80	86	86	86	EBIT	120	233	295	374
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	192	287	357	444
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.05	32.17	32.24	32.15
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	14.92	14.36	14.51	14.43
其他非流动负债	79	85	85	85	收入增长率(%)	4.64	26.55	25.34	27.25
<b>负债合计</b>	<b>716</b>	<b>792</b>	<b>959</b>	<b>1,186</b>	归母净利润增长率(%)	19.55	21.77	26.69	26.56
归属母公司股东权益	3,088	3,182	3,315	3,482					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,088</b>	<b>3,182</b>	<b>3,315</b>	<b>3,482</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,804</b>	<b>3,974</b>	<b>4,274</b>	<b>4,669</b>					

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	196	180	282	354	每股净资产(元)	18.06	13.25	13.80	14.50
投资活动现金流	(181)	87	(36)	(33)	最新发行在外股份(百万股)	240	240	240	240
筹资活动现金流	(64)	(122)	(145)	(184)	ROIC(%)	3.67	6.89	8.44	10.21
现金净增加额	(53)	144	101	137	ROE-摊薄(%)	5.83	6.89	8.37	10.09
折旧和摊销	72	54	62	70	资产负债率(%)	18.83	19.93	22.44	25.41
资本开支	(206)	(70)	(70)	(70)	P/E (现价&最新股本摊薄)	134.66	110.59	87.29	68.97
营运资本变动	(41)	(63)	(24)	(31)	P/B (现价)	5.59	7.61	7.31	6.96

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。

# 柯力传感（603662）

## 力传感器龙头企业，人形机器人拓展新兴应用领域

增持（首次）

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

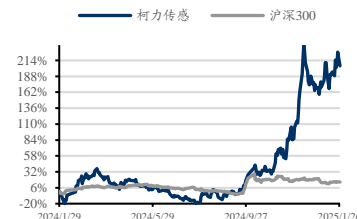
执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1061	1072	1244	1502	1814
同比（%）	2.85	1.10	16.03	20.71	20.83
归母净利润（百万元）	260.12	312.43	283.59	318.10	372.94
同比（%）	3.53	20.11	(9.23)	12.17	17.24
EPS-最新摊薄（元/股）	0.92	1.11	1.01	1.13	1.32
P/E（现价&最新摊薄）	88.65	73.81	81.31	72.49	61.83

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 公司是力传感器龙头企业，下游应用场景广泛

柯力传感是国内传感器龙头企业，致力于打造国内品种最多、融合最深、场景最多的传感器公司。2019-2023 年公司营业收入从 7.40 亿元增长至 10.72 亿元，CAGR=10%；2019-2023 年公司归母净利润从 1.83 亿元增长至 3.12 亿元，CAGR=14%。利润率方面，2019-2023 年公司毛利率维持在 40% 上下，较为稳定；销售净利率从 24.75% 提升至 31.27%，主要系公司费用端管控有效，净利率同步提高。拆分公司业务结构看，公司主业力传感器与系统集成近年来营收稳健增长，其中力传感器收入从 2019 年 4.68 亿元提升至 2023 年 6.63 亿元；系统集成业务收入从 2019 年 1.43 亿元增长至 2023 年 3.14 亿元，实现翻倍增长。2023 年公司力传感器/系统集成业务分别占收入比重的 61.88%/29.33%。

#### ■ 围绕传感器生态布局，加速打造平台型企业

公司依托丰富的传感器产品矩阵，打造传感器生态闭环。通过控股子公司与参股子公司开展业务的形式，公司初步形成了工业检测与计量、环境设备测量、能源设备、设备监测、物流、平台等六大领域的投资布局，初步奠定了柯力集团打造传感器森林的战略形态。此外，公司致力于打造传感器生态循环平台，投资柯力云鲸以打造工业互联网、企业数字化科技平台，服务于设备智能运维、自动化产线数字化改造、仓储物流数字化、畜牧物联网、智能园区等应用场景；投资德柯智能专业从事传感器精密自动化设备及生产线的研发和生产，以实现传感器产线自动化。公司平台化布局有望引领公司业务打开更高天花板。

#### ■ 传感器是人形机器人感知的媒介，市场有望伴随人形机器人量产扩容

力传感器是人形机器人感知现实世界并完成精密操作的媒介，是人形机器人感知与执行技术走向成熟过程中起决定性作用的零部件。六维力传感器是人形机器人感知部件的优选，一台人形机器人需要在手腕与脚腕处搭载共 4 个六维传感器，在人形机器人量产进程中六维力传感器需求空间将同步增长。柯力传感作为国内力传感器龙头企业，在机器人领域用传感器领域技术领先。2024 年 12 月 30 日柯力传感在投资者互动平台上公告，公司六维力传感器样品已经通过华为测试并成功交付，证实公司产品实力较强。公司有望在国内人形机器人产业链走向量产过程中充分受益。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司传感器生态平台加速布局，人形机器人打开长期需求天花板。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.84/3.18/3.73 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 81/72/62 倍，考虑到公司为国内力传感器龙头企业，产品已经通过华为测试，未来有望加强与华为机器人合作，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：人形机器人技术进展不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 市场数据

收盘价(元)	76.21
一年最低/最高价	19.38/88.66
市净率(倍)	8.24
流通 A 股市值(百万元)	21,402.04
总市值(百万元)	21,465.26

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.25
资产负债率(% ,LF)	31.60
总股本(百万股)	281.66
流通 A 股(百万股)	280.83

### 相关研究

柯力传感三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,295</b>	<b>2,423</b>	<b>2,557</b>	<b>2,817</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,072</b>	<b>1,244</b>	<b>1,502</b>	<b>1,814</b>
货币资金及交易性金融资产	1,246	1,282	1,288	1,387	营业成本(含金融类)	611	712	867	1,046
经营性应收款项	502	542	612	687	税金及附加	13	12	15	18
存货	486	549	617	713	销售费用	55	65	78	94
合同资产	0	0	0	0	管理费用	74	87	105	127
其他流动资产	61	50	41	30	研发费用	98	124	165	218
<b>非流动资产</b>	<b>1,543</b>	<b>1,722</b>	<b>1,958</b>	<b>2,138</b>	财务费用	16	1	(2)	(3)
长期股权投资	75	75	75	75	加:其他收益	44	50	45	54
固定资产及使用权资产	386	551	671	746	投资净收益	72	50	60	73
在建工程	189	260	369	467	公允价值变动	63	0	0	0
无形资产	200	197	194	191	减值损失	(8)	(7)	(6)	(6)
商誉	125	135	145	155	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	7	7	7	7	<b>营业利润</b>	<b>379</b>	<b>335</b>	<b>372</b>	<b>436</b>
其他非流动资产	562	497	497	497	营业外净收支	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,838</b>	<b>4,145</b>	<b>4,515</b>	<b>4,955</b>	<b>利润总额</b>	<b>377</b>	<b>335</b>	<b>372</b>	<b>436</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,087</b>	<b>1,189</b>	<b>1,319</b>	<b>1,479</b>	减:所得税	42	34	37	44
短期借款及一年内到期的非流动负债	533	570	550	530	<b>净利润</b>	<b>335</b>	<b>302</b>	<b>335</b>	<b>393</b>
经营性应付款项	318	356	458	581	减:少数股东损益	23	18	17	20
合同负债	91	112	135	163	<b>归属母公司净利润</b>	<b>312</b>	<b>284</b>	<b>318</b>	<b>373</b>
其他流动负债	145	150	176	205	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.11	1.01	1.13	1.32
非流动负债	37	47	47	47	EBIT	258	336	370	433
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	331	417	460	528
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.05	42.78	42.27	42.38
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	29.14	22.80	21.18	20.55
其他非流动负债	32	42	42	42	收入增长率(%)	1.10	16.03	20.71	20.83
<b>负债合计</b>	<b>1,124</b>	<b>1,235</b>	<b>1,366</b>	<b>1,526</b>	归母净利润增长率(%)	20.11	(9.23)	12.17	17.24
归属母公司股东权益	2,530	2,707	2,930	3,191					
少数股东权益	184	202	219	239					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,714</b>	<b>2,910</b>	<b>3,149</b>	<b>3,430</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,838</b>	<b>4,145</b>	<b>4,515</b>	<b>4,955</b>					

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	190	307	389	436	每股净资产(元)	8.96	9.61	10.40	11.33
投资活动现金流	(116)	(102)	(165)	(102)	最新发行在外股份(百万股)	282	282	282	282
筹资活动现金流	(104)	(70)	(118)	(134)	ROIC(%)	7.40	8.98	9.28	10.16
现金净增加额	(28)	136	106	199	ROE-摊薄(%)	12.35	10.48	10.86	11.69
折旧和摊销	73	81	89	95	资产负债率(%)	29.28	29.81	30.25	30.79
资本开支	(97)	(315)	(315)	(265)	P/E(现价&最新股本摊薄)	73.81	81.31	72.49	61.83
营运资本变动	(116)	(36)	17	13	P/B(现价)	9.14	8.52	7.87	7.23

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。

# 安培龙 (301413)

## 横向拓展人形机器人力矩传感器，打造业务新增长极

增持 (首次)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

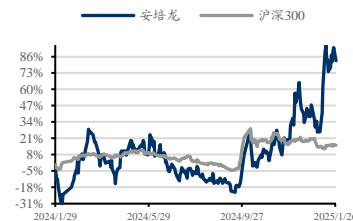
执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	625.50	746.57	939.23	1,146.68	1,389.59
同比 (%)	24.64	19.36	25.81	22.09	21.18
归母净利润 (百万元)	89.31	79.89	101.86	136.66	171.32
同比 (%)	69.67	(10.55)	27.50	34.16	25.36
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.91	0.81	1.04	1.39	1.74
P/E (现价&最新摊薄)	87.57	97.90	76.78	57.23	45.65

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 国产传感器龙头，主业聚焦温度传感器与压力传感器

安培龙是国产传感器龙头企业，主营产品聚焦温度传感器与压力传感器。2019-2023 年公司营业收入从 3.51 亿元增长至 7.47 亿元，CAGR=21%；2019-2023 年公司归母净利润从 0.27 亿元增长至 0.80 亿元，利润增速高于收入增速。利润率方面，2019-2023 年公司毛利率维持在 30% 上下波动，2023 年毛利率为 31.83%，盈利能力较为稳定；销售净利率从 7.77% 增长至 10.70%，增长可观，主要系公司经营管理提质增效，期间费用率管控得当。拆分公司业务结构看，公司温度传感器业务收入从 2019 年 2.95 亿元增长至 2023 年 3.69 亿元，整体呈稳健增长态势；压力传感器业务收入从 2020 年 0.12 亿元增长至 3.54 亿元，增速较快，贡献公司主要业绩增量。2023 年公司温度传感器/压力传感器业务占收入比重为 49.48%/47.43%。

#### ■ 传感器赛道天花板高坡长雪厚，公司深耕传感器赛道竞争优势明显

根据赛迪研究院数据，预计 2023 年，全球传感器市场规模为 2036.7 亿美元，全球智能传感器市场规模为 489.3 亿美元。2023 年中国传感器市场规模为 3324.9 亿元，中国智能传感器市场规模为 1429.6 亿元。传感器行业市场空间大，公司主业未来成长天花板较高。公司在传感器行业深耕积累时间较长，产品已经覆盖了汽车、家电、光伏、储能、充电桩、物联网、工业控制、医疗等重点领域。凭借领先的技术水平及品牌效应，公司于 2019 年入选了工信部第一批专精特新“小巨人”企业、2021 年入选了工信部第一批建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业。传感器赛道市场天花板高，公司有望依托技术优势，未来实现主业稳健增长。

#### ■ 横向切入力矩传感器赛道，机器人业务有望释放业绩增量

力传感器是人形机器人感知现实世界并完成精密操作的媒介，是人形机器人感知与执行技术走向成熟过程中起决定性作用的零部件，单台人形机器人需要在手腕和脚腕处搭载 4 个六维力传感器。依托在温度传感器与压力传感器的技术积累，公司横向切入力矩传感器的赛道。根据公司 2024 半年报，公司已与天机智能合作研发基于 MEMS 硅基应变片+玻璃微熔工艺的力矩传感器，其产品可广泛应用于机器人的关节模组上，能够实时感知各关节扭矩和控制末端力，提高机器人的安全性能和交互性能，并计划在人形机器人上开展实际应用。

#### ■ 盈利预测与投资评级

温度/压力传感器业务基本盘稳健，横向拓展机器人用力矩传感器。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.02/1.37/1.71 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 77/57/46 倍，考虑到公司横向切入力矩传感器赛道，未来有望伴随人形机器人商业化落地增厚业绩，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：力矩传感器研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 市场数据

收盘价(元)	75.21
一年最低/最高价	31.51/84.50
市净率(倍)	6.23
流通 A 股市值(百万元)	4,326.07
总市值(百万元)	7,400.81

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.07
资产负债率(% LF)	38.09
总股本(百万股)	98.40
流通 A 股(百万股)	57.52

### 相关研究



## 安培龙三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,196</b>	<b>1,413</b>	<b>1,454</b>	<b>1,538</b>	<b>营业总收入</b>	<b>747</b>	<b>939</b>	<b>1,147</b>	<b>1,390</b>
货币资金及交易性金融资产	580	641	594	572	营业成本(含金融类)	509	652	778	925
经营性应收款项	400	506	568	648	税金及附加	4	4	5	6
存货	200	250	275	299	销售费用	19	25	29	35
合同资产	0	0	0	0	管理费用	61	75	88	104
其他流动资产	16	16	17	19	研发费用	47	66	92	125
<b>非流动资产</b>	<b>904</b>	<b>1,070</b>	<b>1,274</b>	<b>1,462</b>	财务费用	14	2	4	7
长期股权投资	0	5	10	15	加:其他收益	10	9	11	14
固定资产及使用权资产	746	788	883	978	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	49	127	235	327	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	60	60	60	60	减值损失	(12)	(10)	(10)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	16	13	10	7	<b>营业利润</b>	<b>91</b>	<b>114</b>	<b>153</b>	<b>191</b>
其他非流动资产	33	77	76	75	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>2,100</b>	<b>2,483</b>	<b>2,728</b>	<b>3,000</b>	<b>利润总额</b>	<b>89</b>	<b>113</b>	<b>152</b>	<b>190</b>
<b>流动负债</b>	<b>531</b>	<b>683</b>	<b>735</b>	<b>788</b>	减:所得税	9	11	15	19
短期借款及一年内到期的非流动负债	287	388	398	408	<b>净利润</b>	<b>80</b>	<b>102</b>	<b>137</b>	<b>171</b>
经营性应付款项	167	199	227	257	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	1	1	1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>80</b>	<b>102</b>	<b>137</b>	<b>171</b>
其他流动负债	75	95	109	121	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.81	1.04	1.39	1.74
非流动负债	421	575	668	761	EBIT	105	115	155	197
长期借款	385	485	575	665	EBITDA	144	195	252	310
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.83	30.60	32.17	33.42
租赁负债	3	6	9	12	归母净利率(%)	10.70	10.85	11.92	12.33
其他非流动负债	33	84	84	84	收入增长率(%)	19.36	25.81	22.09	21.18
<b>负债合计</b>	<b>952</b>	<b>1,259</b>	<b>1,403</b>	<b>1,549</b>	归母净利润增长率(%)	(10.55)	27.50	34.16	25.36
归属母公司股东权益	1,148	1,224	1,325	1,450					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,148</b>	<b>1,224</b>	<b>1,325</b>	<b>1,450</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,100</b>	<b>2,483</b>	<b>2,728</b>	<b>3,000</b>					

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	96	90	207	244	每股净资产(元)	15.17	12.44	13.46	14.74
投资活动现金流	(225)	(244)	(304)	(304)	最新发行在外股份(百万股)	98	98	98	98
筹资活动现金流	672	215	50	37	ROIC(%)	6.52	5.29	6.34	7.33
现金净增加额	541	61	(47)	(22)	ROE-摊薄(%)	6.96	8.32	10.32	11.81
折旧和摊销	40	80	96	113	资产负债率(%)	45.33	50.70	51.44	51.65
资本开支	(225)	(201)	(301)	(301)	P/E(现价&最新股本摊薄)	97.90	76.78	57.23	45.65
营运资本变动	(58)	(110)	(51)	(68)	P/B(现价)	5.24	6.39	5.90	5.39

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。

# 康斯特 (300445)

## 聚焦仪器仪表产业链,切入 MEMS 传感器智能制造领域

增持 (首次)

2025 年 01 月 28 日

证券分析师 周尔双

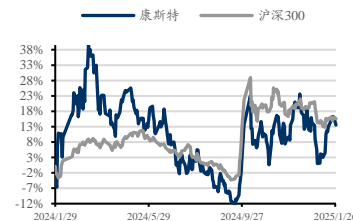
执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	413.99	498.29	588.02	714.38	871.84
同比 (%)	17.16	20.36	18.01	21.49	22.04
归母净利润 (百万元)	75.46	101.91	127.52	159.48	201.05
同比 (%)	7.72	35.05	25.13	25.06	26.07
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.36	0.48	0.60	0.75	0.95
P/E (现价&最新摊薄)	48.90	36.21	28.94	23.14	18.35

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 公司聚焦仪器仪表产业链, 长期关注产业端全球用户利益

康斯特聚焦仪器仪表产业, 为全球用户提供高性能及高可靠性的压力、过程信号、温湿度检测产品解决方案。2019-2023 年公司营业收入从 2.86 亿元增长至 4.98 亿元, 公司归母净利润从 0.79 亿元增长至 1.02 亿元, CAGR=5%。利润率方面, 2019-2023 年公司毛利率均在 65% 上下波动, 销售净利率从 26.87% 降低至 20.35%。拆分公司业务结构看, 公司主业仪器仪表制造近年来营收稳健增长, 其中数字压力检测系列收入从 2019 年 2.44 亿元提升至 2023 年 3.61 亿元, 占 2023 营业收入 72.49%。

#### ■ 高端压力检测产品实力强, 全球市场份额和行业渗透率高

公司主要检测产品包括数字压力表、智能压力校验仪、全自动压力校验仪等, 校准测试业务正向着第三个十年发展, 已能为全球工业用户提供完善的压力检测、温湿度检测、过程信号及电学检测仪器的专业解决方案, 产品已广泛应用于电力、石化、计量、冶金等长流程工业, 并正积极的向生物医药、新能源与半导体、装备制造、轨交民航等各类国民经济领域拓展。公司外销产品的 90% 销往美欧日等工业发达区域, 部分具有强竞争力的主打产品面价高于国际竞争对手 10%。公司秉承研发与深度制造融合, 对高精度压力传感器特性曲线拟合等多方向进行系统融合。采用柔性生产线并自研核心工艺设备, 优化工艺控制, 以每年研发投入占营收不低于 15% 确保产品领先与竞争力。

#### ■ 推进 MEMS 传感器智能制造项目, 有望随人形机器人量产充分受益

康斯特在人形机器人领域主打高精度压力传感器技术, 以及压力控制器制造技术, 以上技术可用于触觉传感器生产的标定、校准等环节。根据公司 2023 年报, 公司正在建设“MEMS 传感器垂直产业智能制造项目”, 预计未来能够实现 MEMS 传感器量产。力传感器在人形机器人中应用广泛, 配合触觉感知系统, 能助力机器人精准操作; 传感器置于关节部位, 可提供力反馈, 是提升机器人智能化水平的关键。人形机器人量产推进将同步拉动高精度压力传感器和压力控制器的需求。康斯特相关产品有望同步受益。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司仪器仪表主业稳固, 进军传感器领域打造新增长极。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.28/1.59/2.01 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 29/23/18 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示: 仪器仪表需求不及预期, MEMS 传感器项目建设不及预期, 宏观经济风险。

### 市场数据

收盘价(元)	16.97
一年最低/最高价	12.88/21.36
市净率(倍)	3.12
流通 A 股市值(百万元)	2,410.75
总市值(百万元)	3,604.94

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.44
资产负债率(% ,LF)	7.96
总股本(百万股)	212.43
流通 A 股(百万股)	142.06

### 相关研究

## 康斯特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>582</b>	<b>710</b>	<b>839</b>	<b>1,016</b>	<b>营业总收入</b>	<b>498</b>	<b>588</b>	<b>714</b>	<b>872</b>
货币资金及交易性金融资产	306	428	533	683	营业成本(含金融类)	177	197	235	282
经营性应收款项	126	131	134	137	税金及附加	6	6	7	9
存货	139	139	157	179	销售费用	92	106	121	139
合同资产	0	0	0	0	管理费用	55	65	79	96
其他流动资产	10	12	14	16	研发费用	71	91	114	148
<b>非流动资产</b>	<b>641</b>	<b>621</b>	<b>632</b>	<b>640</b>	财务费用	(3)	(4)	(6)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	21	24	21	26
固定资产及使用权资产	351	357	379	398	投资净收益	3	0	0	0
在建工程	6	5	4	3	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	123	113	104	95	减值损失	(8)	(9)	(8)	(8)
商誉	10	10	10	10	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	10	9	8	7	<b>营业利润</b>	<b>114</b>	<b>142</b>	<b>177</b>	<b>223</b>
其他非流动资产	141	127	127	127	营业外净收支	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,223</b>	<b>1,331</b>	<b>1,470</b>	<b>1,656</b>	<b>利润总额</b>	<b>113</b>	<b>142</b>	<b>177</b>	<b>223</b>
<b>流动负债</b>	<b>79</b>	<b>88</b>	<b>91</b>	<b>106</b>	减:所得税	12	14	18	22
短期借款及一年内到期的非流动负债	4	2	2	2	<b>净利润</b>	<b>101</b>	<b>128</b>	<b>159</b>	<b>201</b>
经营性应付款项	15	16	16	16	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	16	18	21	26	<b>归属母公司净利润</b>	<b>102</b>	<b>128</b>	<b>159</b>	<b>201</b>
其他流动负债	44	52	51	62	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.48	0.60	0.75	0.95
非流动负债	40	37	37	37	EBIT	117	138	171	215
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	157	173	210	257
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	64.45	66.47	67.07	67.62
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	20.45	21.69	22.32	23.06
其他非流动负债	38	35	35	35	收入增长率(%)	20.36	18.01	21.49	22.04
<b>负债合计</b>	<b>119</b>	<b>125</b>	<b>128</b>	<b>144</b>	归母净利润增长率(%)	35.05	25.13	25.06	26.07
归属母公司股东权益	1,085	1,187	1,323	1,494					
少数股东权益	19	19	19	19					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,104</b>	<b>1,206</b>	<b>1,342</b>	<b>1,513</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,223</b>	<b>1,331</b>	<b>1,470</b>	<b>1,656</b>					

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	109	171	183	236	每股净资产(元)	5.11	5.59	6.23	7.03
投资活动现金流	(70)	(7)	(42)	(42)	最新发行在外股份(百万股)	212	212	212	212
筹资活动现金流	(19)	(27)	(27)	(34)	ROIC(%)	9.85	10.70	12.05	13.54
现金净增加额	21	132	115	160	ROE-摊薄(%)	9.39	10.74	12.05	13.46
折旧和摊销	41	36	39	41	资产负债率(%)	9.71	9.40	8.73	8.67
资本开支	(109)	(23)	(53)	(53)	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.21	28.94	23.14	18.35
营运资本变动	(41)	0	(23)	(15)	P/B(现价)	3.40	3.11	2.79	2.47

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。

# 恒立液压 (601100)

## 液压件领域老牌龙头，切入丝杠赛道有望再造恒立

买入 (维持)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8197	8985	9509	11194	13250
同比 (%)	(11.95)	9.61	5.83	17.73	18.37
归母净利润 (百万元)	2343	2499	2462	3033	3623
同比 (%)	(13.03)	6.66	(1.45)	23.19	19.43
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.75	1.86	1.84	2.26	2.70
P/E (现价&最新摊薄)	36.30	34.03	34.53	28.03	23.47

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 液压件老牌龙头企业，切入线性驱动赛道有望再造恒立

恒立液压为老牌液压件企业，公司自成立以来经历了两轮工程机械大周期，逐步成长为国内液压件龙头企业。在2021年工程机械周期高点，恒立液压挖机油缸市占率达63%，小挖泵阀市占率约50%，中挖泵阀市占率约20%，大挖泵阀市占率约14%。恒立液压在挖掘机下游领域已经实现了较高的市场占有率，是当之无愧的液压件龙头。

在液压件业务基础上，恒立液压选择了线性驱动领域打造公司第二增长曲线。2022年公司非公开发行股票募资近20亿，其中线性驱动器项目是公司重点投资的项目之一。恒立精工是恒立液压的100%全资子公司，是线性驱动项目的运营主体，主要研发生产滚珠丝杠、行星滚柱丝杠、导轨三大产品。要生产出好的丝杠导轨，需要同时具备精密的加工设备+合适的材料+先进的加工工艺，公司线性驱动项目购置了高端数控车床、数控直线导轨磨床、导轨感应淬火自动生产线等设备共652台(套)，高举高打，目标做出高品质的丝杠导轨。项目建成后将形成年产标准滚珠丝杠66万米、精密滚珠丝杠42.2万米、行星滚柱丝杠1万米、直线导轨100万米、标准滚珠丝杠电动缸10.4万根、重载型滚珠丝杠电动缸25000根和行星滚柱丝杠电动缸1750根的生产能力。预计达产后年产值在30亿元以上。

#### ■ 行星滚柱丝杠是人形机器人关键传动部件，人形机器人量产进程中公司有望同步受益

特斯拉Optimus共有28个运动关节(14个旋转关节+14个直线关节)，其中直线关节采取电机+行星滚柱丝杠的设计方案，其中行星滚柱丝杠成本占整个线性执行器成本可达56%。特斯拉Optimus有望在2025年迎来量产，在2026-2027年逐步实现量产规模的快速增长。行星滚柱丝杠作为人形机器人的关键传动部件，市场需求空间有望伴随人形机器人量产进程不断扩容。

恒立液压丝杠业务高举高打，募投建设进展顺利，高品控下生产的丝杠产品质量有望比肩国际龙头品牌，有望未来顺利切入人形机器人供应链，伴随人形机器人量产铺开同步成长。公司丝杠产品有望与电动缸业务协同并进，拓展更多应用场景。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司传动液压件业务基本盘稳固，线性驱动业务打造第二成长曲线。预计公司2024-2026年归母净利润分别为24.62/30.33/36.23亿元，当前股价对应动态PE分别为35/28/23倍，维持公司“买入”评级。

■ 风险提示：挖机需求复苏不及预期，募投项目建设进展不及预期，宏观经济风险。

### 市场数据

收盘价(元)	62.09
一年最低/最高价	41.55/69.30
市净率(倍)	5.52
流通A股市值(百万元)	83,251.58
总市值(百万元)	83,251.58

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.24
资产负债率(% ,LF)	21.73
总股本(百万股)	1,340.82
流通A股(百万股)	1,340.82

### 相关研究

《恒立液压(601100): 深度布局电动化工程机械零部件，高速泵&电缸推动电动化进程加速》

2024-12-25

《恒立液压(601100): 2024年三季度报点评: 人员扩张导致盈利能力短期承压, 看好公司长期成长空间【勘误版】》

2024-10-30



恒立液压三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>12,994</b>	<b>15,697</b>	<b>18,887</b>	<b>23,249</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,985</b>	<b>9,509</b>	<b>11,194</b>	<b>13,250</b>
货币资金及交易性金融资产	8,204	10,546	13,351	16,850	营业成本(含金融类)	5,220	5,531	6,379	7,415
经营性应收款项	2,923	2,994	3,819	3,983	税金及附加	82	83	97	115
存货	1,692	1,995	1,549	2,241	销售费用	186	200	218	252
合同资产	16	10	11	13	管理费用	404	523	537	570
其他流动资产	160	152	157	161	研发费用	694	732	828	954
<b>非流动资产</b>	<b>4,901</b>	<b>4,382</b>	<b>3,940</b>	<b>3,578</b>	财务费用	(369)	(143)	(56)	133
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	113	133	157	186
固定资产及使用权资产	2,855	2,908	2,702	2,408	投资净收益	2	8	10	12
在建工程	1,144	572	336	268	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	467	467	467	467	减值损失	(68)	0	0	0
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	17	17	17	17	<b>营业利润</b>	<b>2,815</b>	<b>2,724</b>	<b>3,356</b>	<b>4,009</b>
其他非流动资产	415	415	415	415	营业外净收支	15	18	22	25
<b>资产总计</b>	<b>17,896</b>	<b>20,079</b>	<b>22,827</b>	<b>26,826</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,830</b>	<b>2,742</b>	<b>3,378</b>	<b>4,034</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,099</b>	<b>2,815</b>	<b>2,522</b>	<b>2,891</b>	减:所得税	326	274	338	403
短期借款及一年内到期的非流动负债	203	203	203	203	<b>净利润</b>	<b>2,504</b>	<b>2,468</b>	<b>3,040</b>	<b>3,631</b>
经营性应付款项	1,311	1,488	1,034	1,280	减:少数股东损益	5	5	7	8
合同负债	313	277	319	297	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,499</b>	<b>2,462</b>	<b>3,033</b>	<b>3,623</b>
其他流动负债	1,272	847	966	1,111	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.86	1.84	2.26	2.70
非流动负债	353	353	353	353	EBIT	2,444	2,573	3,291	4,130
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,859	3,092	3,833	4,692
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.90	41.83	43.02	44.04
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	27.81	25.90	27.10	27.34
其他非流动负债	351	351	351	351	收入增长率(%)	9.61	5.83	17.73	18.37
<b>负债合计</b>	<b>3,453</b>	<b>3,168</b>	<b>2,876</b>	<b>3,244</b>	归母净利润增长率(%)	6.66	(1.45)	23.19	19.43
归属母公司股东权益	14,391	16,854	19,887	23,510					
少数股东权益	52	57	64	72					
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,443</b>	<b>16,911</b>	<b>19,951</b>	<b>23,582</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,896</b>	<b>20,079</b>	<b>22,827</b>	<b>26,826</b>					

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	2,677	2,337	2,894	3,682	每股净资产(元)	10.73	12.57	14.83	17.53
投资活动现金流	(3,051)	26	(69)	(163)	最新发行在外股份(百万股)	1,341	1,341	1,341	1,341
筹资活动现金流	(880)	(20)	(20)	(20)	ROIC(%)	15.63	14.58	15.89	16.92
现金净增加额	(1,073)	2,343	2,805	3,499	ROE-摊薄(%)	17.36	14.61	15.25	15.41
折旧和摊销	416	519	542	563	资产负债率(%)	19.29	15.78	12.60	12.09
资本开支	(1,358)	18	(78)	(175)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.03	34.53	28.03	23.47
营运资本变动	(219)	(644)	(677)	(495)	P/B(现价)	5.91	5.05	4.28	3.62

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。

# 五洲新春 (603667)

## 以轴承业务为基石，积极布局人形机器人丝杠领域

增持 (首次)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3200	3106	3086	3975	4956
同比 (%)	32.07	(2.95)	(0.65)	28.82	24.68
归母净利润 (百万元)	147.77	138.18	130.92	170.91	198.79
同比 (%)	19.64	(6.49)	(5.25)	30.54	16.31
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.40	0.38	0.36	0.47	0.54
P/E (现价&最新摊薄)	119.72	128.03	135.12	103.51	88.99

### 投资要点

#### ■ 公司专注轴承制造行业，成品轴承业务保持较好增长势头

公司专注于高端装备制造业中的轴承制造行业。2019-2023 年公司营业收入从 18.18 亿元增长至 31.06 亿元，CAGR=14%；2019-2023 年公司归母净利润从 1.02 亿元增长至 1.38 亿元，CAGR=8%。利润率方面，2019-2023 年公司销售毛利率从 22.18%下降至 17.54%，主要系公司高毛利产品（如轴承套圈）的欧洲主要客户订单减少；2019-2023 年公司销售净利率从 5.77%下降至 4.63%，主要系随毛利率同步下降。拆分公司业务结构看，公司成品轴承收入从 2019 年 12 亿元提升至 2023 年 17.88 亿元，保持较好增长势头；汽车零部件业务收入从 2022 年 3.93 亿元提升至 2023 年 4.29 亿元；热管理系统零部件出现小幅下滑，从 2022 年 8.38 亿元下降至 2023 年 8.27 亿元；2023 年公司成品轴承/汽车零部件/热管理系统零部件业务在总营收中占比分别为 57.58%/13.83%/26.63%。

#### ■ 成品轴承产品在新能源汽车行业取得突破，积极布局工业轴承新领域

公司聚焦成品轴承产品，在汽车行业尤其是新能源汽车行业取得突破；轴承作为机器人减速器核心零部件之一逐步被市场重视，公司已经研发成功机器人全系列轴承产品，配套多家机器人减速器企业，并积极布局工业轴承新领域。新能源汽车零部件业务，公司将精密制造核心技术应用到汽车零部件行业，重点开发新能源汽车零部件，主要包括新能源汽车动力驱动装置零部件、电子差速器接合锁和法兰件三种产品。

#### ■ 积极布局丝杠类产品研发，有望受益于人形机器人量产落地

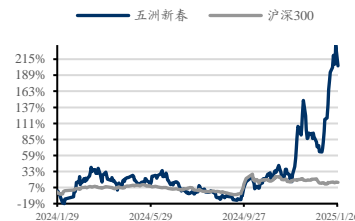
特斯拉 Optimus 共有 28 个运动关节(14 个旋转关节+14 个直线关节)，其中直线关节采取电机+行星滚柱丝杠的设计方案，其中行星滚柱丝杠成本占整个线性执行器成本可达 56%。特斯拉 Optimus 有望在 2025 年迎来量产，在 2026-2027 年逐步实现量产规模的快速增长。行星滚柱丝杠作为人形机器人的关键传动部件，市场需求空间有望伴随人形机器人量产进程不断扩容。五洲新春高度关注丝杠在人形机器人领域中的应用前景，加快丝杠类产品的技术储备、研发投入和下游市场开拓，已研发梯形丝杠、滚珠丝杠和行星滚柱丝杠三种主要丝杠产品。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司轴承业务基本盘稳固，丝杠研发进展顺利。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.31/1.71/1.99 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 135/104/89 倍，考虑到公司在丝杠领域已有梯形丝杠/滚珠丝杠/行星滚柱丝杠三类产品布局，未来有望导入人形机器人产业供应链，受益于人形机器人商业化落地，首次覆盖给予“增持”评级。

#### ■ 风险提示：轴承需求不及预期，丝杠研发不及预期，宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	43.46
一年最低/最高价	10.53/48.29
市净率(倍)	5.42
流通 A 股市值(百万元)	15,915.17
总市值(百万元)	15,921.16

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.01
资产负债率(% ,LF)	41.00
总股本(百万股)	366.34
流通 A 股(百万股)	366.20

### 相关研究

## 五洲新春三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,553</b>	<b>2,455</b>	<b>2,919</b>	<b>3,493</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,106</b>	<b>3,086</b>	<b>3,975</b>	<b>4,956</b>
货币资金及交易性金融资产	751	865	1,094	1,485	营业成本(含金融类)	2,561	2,576	3,306	4,113
经营性应收款项	966	859	996	1,104	税金及附加	24	25	32	40
存货	792	700	801	879	销售费用	84	77	87	94
合同资产	0	0	0	0	管理费用	148	139	179	223
其他流动资产	43	30	28	25	研发费用	101	123	199	297
<b>非流动资产</b>	<b>2,162</b>	<b>2,343</b>	<b>2,289</b>	<b>2,231</b>	财务费用	15	(5)	(7)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	31	31	40	50
固定资产及使用权资产	1,181	1,128	1,077	1,022	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	197	210	221	230	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	237	232	227	222	减值损失	(42)	(32)	(23)	(21)
商誉	371	366	361	356	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	18	17	16	15	<b>营业利润</b>	<b>163</b>	<b>150</b>	<b>196</b>	<b>228</b>
其他非流动资产	158	390	387	386	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,715</b>	<b>4,798</b>	<b>5,207</b>	<b>5,724</b>	<b>利润总额</b>	<b>163</b>	<b>150</b>	<b>196</b>	<b>228</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,449</b>	<b>1,410</b>	<b>1,676</b>	<b>2,032</b>	减:所得税	19	15	20	23
短期借款及一年内到期的非流动负债	684	604	504	404	<b>净利润</b>	<b>144</b>	<b>135</b>	<b>176</b>	<b>205</b>
经营性应付款项	606	644	964	1,371	减:少数股东损益	6	4	5	6
合同负债	2	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>138</b>	<b>131</b>	<b>171</b>	<b>199</b>
其他流动负债	157	162	207	257	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.38	0.36	0.47	0.54
非流动负债	291	334	374	414	EBIT	182	145	189	218
长期借款	181	221	261	301	EBITDA	345	290	339	373
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.54	16.53	16.83	17.01
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	4.45	4.24	4.30	4.01
其他非流动负债	93	96	96	96	收入增长率(%)	(2.95)	(0.65)	28.82	24.68
<b>负债合计</b>	<b>1,740</b>	<b>1,744</b>	<b>2,050</b>	<b>2,447</b>	归母净利润增长率(%)	(6.49)	(5.25)	30.54	16.31
归属母公司股东权益	2,900	2,976	3,074	3,188					
少数股东权益	74	78	83	89					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,974</b>	<b>3,054</b>	<b>3,158</b>	<b>3,277</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,715</b>	<b>4,798</b>	<b>5,207</b>	<b>5,724</b>					

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	283	555	478	654	每股净资产(元)	7.87	8.12	8.39	8.70
投资活动现金流	(119)	(327)	(99)	(99)	最新发行在外股份(百万股)	366	366	366	366
筹资活动现金流	(69)	(115)	(150)	(164)	ROIC(%)	4.37	3.36	4.34	4.93
现金净增加额	108	114	229	391	ROE-摊薄(%)	4.76	4.40	5.56	6.24
折旧和摊销	164	145	150	156	资产负债率(%)	36.91	36.35	39.36	42.74
资本开支	(162)	(95)	(100)	(100)	P/E(现价&最新股本摊薄)	128.03	135.12	103.51	88.99
营运资本变动	(77)	236	120	264	P/B(现价)	6.14	5.95	5.75	5.55

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。

# 华辰装备（300809）

## 轧辊磨床龙头企业，螺纹磨床产品切入丝杠加工赛道

增持（维持）

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	336.31	479.16	619.04	771.53	926.27
同比（%）	(17.86)	42.48	29.19	24.63	20.06
归母净利润（百万元）	47.21	117.75	150.38	179.96	217.28
同比（%）	(38.35)	149.41	27.71	19.67	20.74
EPS-最新摊薄（元/股）	0.19	0.46	0.59	0.71	0.86
P/E（现价&最新摊薄）	182.43	73.14	57.28	47.86	39.64

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 轧辊磨床龙头企业，加码研发拓展产品矩阵

华辰装备深耕磨床领域，轧辊磨床是公司的拳头产品。公司深耕高端精密磨削装备已有近20年，已掌握了数控轧辊磨床领域“关键功能部件-整机技术-技术服务”全产业链的核心技术，轧辊磨床产品各项性能指标比肩世界一流产品，打破了国外品牌对我国轧辊磨削高端装备的垄断。目前公司轧辊磨床设备已大量应用于宝武集团、鞍钢集团、河钢集团、首钢集团等头部钢铁企业。

在轧辊磨床的业务基础上，公司加码研发横向拓展磨床产品矩阵。① **亚μ复合磨床**：公司近年来重点推出的高精度多功能磨床，集成了外圆、内圆、非圆、端面、轮廓、螺纹等磨削功能，可应用于工业母机、机器人、航空航天等高端制造领域；② **精密螺纹磨床**：主要用于各种螺纹工件滚道的精密磨削加工，公司产品各项精度指标达世界一流水平。公司螺纹磨床磨削的标准丝杠试件加工精度等级最高可达P0级别，可应用于航空航天、精密仪器等高端制造领域。公司技术底蕴深厚，产品矩阵加速拓展共同构筑公司竞争优势。

#### ■ 人形机器人量产释放行星滚柱丝杠需求，螺纹磨床为核心生产设备

特斯拉Optimus共有28个运动关节（14个旋转关节+14个直线关节），其中直线关节采取电机+行星滚柱丝杠的设计方案，其中行星滚柱丝杠成本占整个线性执行器成本可达56%。特斯拉Optimus有望在2025年迎来量产，在2026-2027年逐步实现量产规模的快速增长。行星滚柱丝杠作为人形机器人的关键传动部件，市场需求空间有望伴随人形机器人量产进程不断扩容。

内/外螺纹磨床是生产行星滚柱丝杠的核心设备，人形机器人量产有望带动螺纹磨床需求提升，但该类设备目前我国仍主要依赖进口，属于卡脖子技术领域，技术突破势在必行。华辰装备是螺纹磨床国产替代的先行者，2024年12月公司成功中标南京理工大学“江苏省高端制造装备工程技术联合实验室高精度外螺纹磨床项目”，项目采购需求为“工业母机用P0级滚柱丝杠副加工”，此次中标印证了公司产品实力已经得到了市场认可。在人形机器人用丝杠需求扩容的进程中，螺纹磨床设备作为生产设备有望走在资本开支需求前端，公司产品充分受益。

#### ■ 盈利预测与投资评级

轧辊磨床业务基本盘稳定，亚μ磨床产品与螺纹磨床产品加速布局。预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.50/1.80/2.17亿元，当前股价对应动态PE分别为57/48/40倍，维持公司“增持”评级。

■ **风险提示**：磨床新产品市场拓展不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 市场数据

收盘价(元)	32.15
一年最低/最高价	17.66/39.98
市净率(倍)	5.08
流通A股市值(百万元)	4,536.78
总市值(百万元)	8,151.29

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.33
资产负债率(% ,LF)	23.77
总股本(百万股)	253.54
流通A股(百万股)	141.11

### 相关研究

《华辰装备(300809): 2023 年报&2024 年一季报点评: 业绩快速增长, 亚μ新品放量在即》

2024-04-17

《华辰装备(300809): 2023 年三季报点评: 费控能力优异, 看好业绩持续快速增长【勘误版】》

2023-10-13



华辰装备三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,576</b>	<b>2,135</b>	<b>2,177</b>	<b>2,877</b>	<b>营业总收入</b>	<b>479</b>	<b>619</b>	<b>772</b>	<b>926</b>
货币资金及交易性金融资产	868	827	1,286	1,117	营业成本(含金融类)	315	400	498	598
经营性应收款项	245	511	422	708	税金及附加	2	6	8	9
存货	381	730	377	951	销售费用	20	24	27	30
合同资产	71	62	77	93	管理费用	27	33	39	44
其他流动资产	11	5	14	9	研发费用	34	40	44	46
<b>非流动资产</b>	<b>506</b>	<b>496</b>	<b>483</b>	<b>469</b>	财务费用	(10)	(6)	(6)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	16	17	18	19
固定资产及使用权资产	352	356	352	342	投资净收益	22	31	33	32
在建工程	28	14	7	3	公允价值变动	(9)	(10)	(10)	(10)
无形资产	31	30	30	29	减值损失	18	17	10	5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	<b>营业利润</b>	<b>139</b>	<b>178</b>	<b>213</b>	<b>257</b>
其他非流动资产	88	88	87	87	营业外净收支	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,082</b>	<b>2,631</b>	<b>2,660</b>	<b>3,346</b>	<b>利润总额</b>	<b>138</b>	<b>178</b>	<b>213</b>	<b>257</b>
<b>流动负债</b>	<b>438</b>	<b>852</b>	<b>710</b>	<b>1,181</b>	减:所得税	15	20	23	28
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>123</b>	<b>158</b>	<b>189</b>	<b>229</b>
经营性应付款项	153	402	151	513	减:少数股东损益	5	8	9	11
合同负债	240	400	498	598	<b>归属母公司净利润</b>	<b>118</b>	<b>150</b>	<b>180</b>	<b>217</b>
其他流动负债	45	51	61	71	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.46	0.59	0.71	0.86
非流动负债	79	79	79	79	EBIT	119	134	174	219
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	148	178	221	268
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.30	35.43	35.45	35.46
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	24.57	24.29	23.32	23.46
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	42.48	29.19	24.63	20.06
<b>负债合计</b>	<b>516</b>	<b>931</b>	<b>789</b>	<b>1,260</b>	归母净利润增长率(%)	149.41	27.71	19.67	20.74
归属母公司股东权益	1,564	1,690	1,852	2,056					
少数股东权益	2	10	19	31					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,566</b>	<b>1,700</b>	<b>1,872</b>	<b>2,086</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,082</b>	<b>2,631</b>	<b>2,660</b>	<b>3,346</b>					

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	24	(20)	478	(148)	每股净资产(元)	6.20	6.67	7.31	8.11
投资活动现金流	221	(3)	(1)	(2)	最新发行在外股份(百万股)	254	254	254	254
筹资活动现金流	(26)	(7)	(8)	(9)	ROIC(%)	6.94	7.30	8.67	9.86
现金净增加额	219	(30)	468	(159)	ROE-摊薄(%)	7.53	8.90	9.72	10.57
折旧和摊销	29	44	47	49	资产负债率(%)	24.79	35.38	29.65	37.65
资本开支	(152)	(32)	(32)	(32)	P/E(现价&最新股本摊薄)	73.14	57.28	47.86	39.64
营运资本变动	(99)	(185)	275	(398)	P/B(现价)	5.48	5.10	4.65	4.19

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。

# 沃尔德 (688028)

## 专注刀具业务领域，超硬刀具产品出货量有望提升

增持 (首次)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	414.32	602.92	715.39	929.19	1,174.18
同比 (%)	27.17	45.52	18.65	29.89	26.37
归母净利润 (百万元)	62.82	97.37	105.53	139.26	179.12
同比 (%)	15.37	55.00	8.37	31.97	28.62
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.41	0.64	0.69	0.92	1.18
P/E (现价&最新摊薄)	50.33	32.47	29.96	22.70	17.65

### 投资要点

#### ■ 公司专注刀具业务，丰富刀具产品矩阵，下游应用领域拓展取得突破

沃尔德专注于超高精密及超硬材料制品。2019-2023 年公司营业收入从 2.55 亿元增长至 6.03 亿元，CAGR=24%；2019-2023 年公司归母净利润从 0.60 亿元增长至 0.97 亿元，CAGR=13%，主要系公司刀具业务整体发展良好，客户订单数量持续增长，市场占有率及市场渗透率稳步提升，同时加快向下游应用领域的拓展并取得突破，推动了公司经营业绩的稳定增长。利润率方面，2019-2023 年公司毛利率从 48.17% 下滑至 45.11%，销售净利率从 23.54% 下滑至 16.09%，略微下滑，整体利率水平可观。拆分公司业务结构看，公司超硬刀具、超硬材料和硬质合金刀具为主要收入来源，其中超硬刀具营业收入 2023 年达到 4.59 亿元，占 2023 年总收入的 76.07%，较上年同期增长 41.18%。公司整体业绩增长由超硬刀具驱动。

#### ■ 刀具业务发展稳步落地，推动多领域、多元化发展

公司刀具业务定位于全球高端刀具市场，是国内领先的刀具综合解决方案商，为客户提供涵盖超硬、硬质合金、金属陶瓷材料的刀具产品；培育钻石及 CVD 金刚石功能材料业务定位于全球高端新材料市场，是国内少数能够掌握 CVD 法三大制备工艺的公司之一，主要产品包括金刚石工具材料、硼掺杂金刚石膜涂层电极及制品、CVD 培育钻石等。公司夯实技术研发创新，新产品 3C 电子钛合金刀具、万向节加工用球道 PCBN 铣刀、滚珠丝杠 PCBN 旋铣刀片等陆续推向市场，在客户开发、市场开拓、渠道建设等工作取得阶段性成果，为公司的进一步发展奠定基础。

#### ■ 公司超硬刀具产品有望受益于人形机器人用丝杠需求放量

旋风铣为丝杠加工的技术路线，属于硬加工工艺，对刀具硬度有较高要求，PCBN 超硬刀具具有高耐磨性和性能稳定的特点，是旋风铣技术路线的优选。特斯拉 Optimus 人形机器人包括 14 个线性执行器，而线性执行器采取了电机+行星滚柱丝杠的设计方案，丝杠作为人形机器人的核心零部件需求较多，有望在人形机器人量产进程中需求放量。超硬刀具作为丝杠旋风铣加工的必备耗材，有望同步受益。沃尔德刀具产品矩阵中包括 PCBN 复合片产品，适用于丝杠旋风铣工艺。公司在丝杠加工领域技术储备较为成熟，有望在丝杠需求提升中充分受益。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司刀具业务基本盘稳固，新产品拓展顺利。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.06/1.39/1.79 亿元。当前股价对应动态 PE 分别为 30/23/18 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示: 刀具产品矩阵拓展不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	19.52
一年最低/最高价	11.80/26.29
市净率(倍)	1.55
流通 A 股市值(百万元)	2,795.12
总市值(百万元)	2,967.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.63
资产负债率(% ,LF)	14.97
总股本(百万股)	152.00
流通 A 股(百万股)	143.19

### 相关研究

沃尔德三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>790</b>	<b>764</b>	<b>788</b>	<b>962</b>	<b>营业总收入</b>	<b>603</b>	<b>715</b>	<b>929</b>	<b>1,174</b>
货币资金及交易性金融资产	237	116	25	96	营业成本(含金融类)	331	415	539	679
经营性应收款项	256	290	320	332	税金及附加	5	6	8	10
存货	272	330	410	496	销售费用	64	72	88	106
合同资产	0	0	0	0	管理费用	64	72	88	106
其他流动资产	25	28	33	38	研发费用	46	57	84	117
<b>非流动资产</b>	<b>1,343</b>	<b>1,539</b>	<b>1,674</b>	<b>1,701</b>	财务费用	(5)	(4)	(2)	0
长期股权投资	21	27	33	39	加:其他收益	23	29	37	47
固定资产及使用权资产	620	803	921	931	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	170	187	202	214	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	75	73	71	69	减值损失	(15)	(10)	(7)	(5)
商誉	393	393	393	393	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	8	10	12	<b>营业利润</b>	<b>107</b>	<b>117</b>	<b>154</b>	<b>199</b>
其他非流动资产	59	49	46	45	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,133</b>	<b>2,303</b>	<b>2,462</b>	<b>2,664</b>	<b>利润总额</b>	<b>107</b>	<b>117</b>	<b>154</b>	<b>199</b>
<b>流动负债</b>	<b>146</b>	<b>233</b>	<b>277</b>	<b>330</b>	减:所得税	10	12	15	20
短期借款及一年内到期的非流动负债	18	85	83	81	<b>净利润</b>	<b>97</b>	<b>105</b>	<b>139</b>	<b>179</b>
经营性应付款项	60	69	97	132	减:少数股东损益	0	(1)	(1)	0
合同负债	3	4	5	6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>97</b>	<b>106</b>	<b>139</b>	<b>179</b>
其他流动负债	64	75	92	111	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.64	0.69	0.92	1.18
非流动负债	71	73	74	75	EBIT	102	113	152	198
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	189	216	273	329
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.11	41.95	41.96	42.16
租赁负债	1	2	3	4	归母净利率(%)	16.15	14.75	14.99	15.25
其他非流动负债	70	71	71	71	收入增长率(%)	45.52	18.65	29.89	26.37
<b>负债合计</b>	<b>217</b>	<b>307</b>	<b>351</b>	<b>405</b>	归母净利润增长率(%)	55.00	8.37	31.97	28.62
归属母公司股东权益	1,915	1,996	2,111	2,259					
少数股东权益	1	1	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,916</b>	<b>1,996</b>	<b>2,111</b>	<b>2,258</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,133</b>	<b>2,303</b>	<b>2,462</b>	<b>2,664</b>					

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	95	133	193	262	每股净资产(元)	12.48	13.13	13.89	14.86
投资活动现金流	(239)	(297)	(259)	(159)	最新发行在外股份(百万股)	152	152	152	152
筹资活动现金流	(71)	42	(25)	(32)	ROIC(%)	4.84	5.05	6.39	7.86
现金净增加额	(214)	(120)	(91)	71	ROE-摊薄(%)	5.09	5.29	6.60	7.93
折旧和摊销	87	103	121	131	资产负债率(%)	10.18	13.31	14.27	15.21
资本开支	(229)	(301)	(251)	(151)	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.47	29.96	22.70	17.65
营运资本变动	(98)	(82)	(74)	(53)	P/B (现价)	1.67	1.58	1.50	1.40

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。

## 国机精工 (002046)

# 深耕磨具磨料/轴承制造领域，有望受益于人形机器人量产推进

增持 (首次)

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3436	2784	2483	2499	2588
同比 (%)	3.25	(18.98)	(10.81)	0.63	3.56
归母净利润 (百万元)	233.25	258.81	210.17	259.66	304.83
同比 (%)	83.11	10.96	(18.79)	23.55	17.40
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.44	0.49	0.40	0.49	0.58
P/E (现价&最新摊薄)	30.67	27.64	34.04	27.55	23.47

### 投资要点

#### ■ 公司深耕磨具磨料与轴承制造领域，下游应用领域广泛

国机精工深耕磨具磨料与轴承制造领域，服务于精密零部件高端制造领域。2019-2023 年公司营业收入从 20.85 亿元增长至 27.84 亿元，CAGR=7%；2019-2023 年公司归母净利润从 0.28 亿元增长至 2.59 亿元，CAGR=74%，增速较快，主要系公司毛利率提升拉动。利润率方面，2019-2023 年公司毛利率从 24.70%提升至 32.86%，主要系公司主业磨具磨料业务与轴承制造业务毛利率提升拉动；销售净利率从 2.63%提升至 9.71%，主要系随毛利率提升同步提高且费用端运行整体稳健。拆分公司业务结构看，公司主业轴承制造与磨具磨料近年来营收稳健增长，其中轴承制造收入从 2019 年 4.99 亿元提升至 2023 年 10.38 亿元，实现翻倍增长；磨具磨料业务收入从 2019 年 5.72 亿元增长至 2023 年 10.04 亿元，接近翻倍增长。2023 年公司磨具磨料/轴承制造业务收入占比分别为 36.07%/37.28%。

#### ■ 聚焦高端轴承产品实力强，有望迁移至人形机器人供应链

公司聚焦轴承制造，产品包括航空航天专用轴承、机床轴承、特大型轴承等，其中公司产品在卫星及其运载火箭上的专用轴承领域市占率 90% 以上。2022 年以斯凯孚、舍弗勒为代表的全球八大外资轴承企业占据了全球近 75% 的轴承市场份额，在汽车等高端制造领域外资垄断现象尤为明显，自主可控势在必行。公司在专用轴承领域技术积累深厚，未来有望技术横向迁移至更泛用的轴承产品，在高端轴承领域实现国产替代。

轴承作为通用型零部件，也是人形机器人的核心零部件，例如谐波减速器需要用到交叉滚子轴承，行星滚柱丝杠需要使用深沟球轴承、四点接触球轴承，空心杯电机需要使用深沟球轴承、滑动轴承。公司背靠国机集团，轴承生产制造能力强劲，在高端轴承制造领域话语权较强，未来有望依靠技术积累横向切入国产人形机器人轴承部件的供应链。

#### ■ 公司超硬刀具产品有望受益于人形机器人用丝杠需求放量

丝杠加工可选择旋风铣加工路线，由于旋风铣为硬加工工艺，对刀具硬度有较高要求，超硬刀具为旋风铣技术路线的优选。特斯拉 Optimus 人形机器人包括 14 个线性执行器，而线性执行器采取了电机+行星滚柱丝杠的设计方案，丝杠作为人形机器人的核心零部件需求较多，有望在人形机器人量产进程中需求放量。超硬刀具作为丝杠旋风铣加工的必备耗材，有望同步受益。国机精工在超硬刀具领域拥有较强的技术优势，产品实力强，超硬刀具产品出货有望伴随人形机器人丝杠量产进程加速而提升。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司业务由磨具磨料和轴承制造两大板块双轮驱动。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.10/2.60/3.05 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 34/28/23 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示: 丝杠生产工艺迭代不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	13.06
一年最低/最高价	7.19/17.30
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	6,867.86
总市值(百万元)	6,905.64

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.40
资产负债率(% ,LF)	37.07
总股本(百万股)	528.76
流通 A 股(百万股)	525.87

### 相关研究



国机精工三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,566</b>	<b>2,700</b>	<b>3,035</b>	<b>3,355</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,784</b>	<b>2,483</b>	<b>2,499</b>	<b>2,588</b>
货币资金及交易性金融资产	831	1,274	1,726	2,085	营业成本(含金融类)	1,869	1,548	1,591	1,645
经营性应收款项	1,093	896	810	790	税金及附加	27	25	25	26
存货	525	410	368	335	销售费用	83	112	100	104
合同资产	23	20	20	21	管理费用	282	273	250	259
其他流动资产	94	101	111	124	研发费用	223	236	250	259
<b>非流动资产</b>	<b>2,601</b>	<b>2,691</b>	<b>2,789</b>	<b>2,879</b>	财务费用	23	2	(3)	(8)
长期股权投资	44	34	24	14	加:其他收益	121	25	50	52
固定资产及使用权资产	1,362	1,407	1,457	1,505	投资净收益	(14)	0	0	0
在建工程	437	456	515	565	公允价值变动	18	0	0	0
无形资产	222	182	142	102	减值损失	(105)	(77)	(43)	(11)
商誉	16	16	16	16	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	45	47	49	51	<b>营业利润</b>	<b>299</b>	<b>235</b>	<b>293</b>	<b>345</b>
其他非流动资产	475	550	587	626	营业外净收支	7	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>5,166</b>	<b>5,391</b>	<b>5,824</b>	<b>6,234</b>	<b>利润总额</b>	<b>305</b>	<b>243</b>	<b>301</b>	<b>353</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,165</b>	<b>1,067</b>	<b>1,230</b>	<b>1,352</b>	减:所得税	35	24	30	35
短期借款及一年内到期的非流动负债	302	339	369	389	<b>净利润</b>	<b>270</b>	<b>219</b>	<b>270</b>	<b>318</b>
经营性应付款项	653	559	707	822	减:少数股东损益	12	9	11	13
合同负债	52	50	50	52	<b>归属母公司净利润</b>	<b>259</b>	<b>210</b>	<b>260</b>	<b>305</b>
其他流动负债	158	119	104	89	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.49	0.40	0.49	0.58
非流动负债	626	793	888	983	EBIT	349	245	297	345
长期借款	438	538	638	738	EBITDA	515	386	443	501
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.86	37.64	36.31	36.44
租赁负债	24	19	14	9	归母净利率(%)	9.30	8.46	10.39	11.78
其他非流动负债	165	237	237	237	收入增长率(%)	(18.98)	(10.81)	0.63	3.56
<b>负债合计</b>	<b>1,791</b>	<b>1,860</b>	<b>2,119</b>	<b>2,336</b>	归母净利润增长率(%)	10.96	(18.79)	23.55	17.40
归属母公司股东权益	3,271	3,418	3,582	3,762					
少数股东权益	104	113	124	136					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,375</b>	<b>3,531</b>	<b>3,706</b>	<b>3,898</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,166</b>	<b>5,391</b>	<b>5,824</b>	<b>6,234</b>					

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	364	554	689	627	每股净资产(元)	6.18	6.46	6.77	7.12
投资活动现金流	(202)	(220)	(249)	(249)	最新发行在外股份(百万股)	529	529	529	529
筹资活动现金流	(117)	99	2	(29)	ROIC(%)	7.59	5.15	5.85	6.36
现金净增加额	44	433	442	349	ROE-摊薄(%)	7.91	6.15	7.25	8.10
折旧和摊销	166	141	146	156	资产负债率(%)	34.68	34.50	36.38	37.46
资本开支	(199)	(147)	(197)	(197)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.64	34.04	27.55	23.47
营运资本变动	(189)	121	221	131	P/B(现价)	2.19	2.09	2.00	1.90

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。

# 长盛轴承（300718）

## 深耕自润滑轴承领域，有望受益于人形机器人关键组件需求提升

增持（首次）

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1071	1105	1147	1283	1477
同比（%）	8.77	3.18	3.75	11.91	15.10
归母净利润（百万元）	102.10	242.24	250.54	275.89	318.91
同比（%）	(34.15)	137.26	3.43	10.12	15.59
EPS-最新摊薄（元/股）	0.34	0.81	0.84	0.92	1.07
P/E（现价&最新摊薄）	167.65	70.66	68.32	62.04	53.67

### 投资要点

#### ■ 公司深耕自润滑轴承与高性能聚合物材料领域，下游应用领域广泛

长盛轴承专注于自润滑轴承和高性能聚合物的研发、生产及销售，服务于工程机械、汽车等多个精密零部件高端制造领域。2019-2023年期间，公司营业收入从6.01亿元稳健增长至11.05亿元，CAGR=16.45%；归母净利润从1.28亿元增长至2.42亿元，CAGR=17.26%，主要得益于费用率的有效控制。利润率方面，毛利率从36.97%微降至35.81%，销售净利率从21.74%提升至21.88%。拆分公司业务结构，公司主业自润滑轴承近年来实现了稳健增长，其中金属塑料聚合物自润滑卷制轴承收入从2019年的2.14亿元增长至2023年的3.66亿元，接近70%的增长；双金属边界润滑卷制轴承收入从2019年的1.66亿元增长至2023年的1.97亿元，金属基自润滑轴承收入从2019年的1.23亿元增长至2023年的2.19亿元，同样呈现出良好的增长态势。2023年自润滑轴承在总营收中的占比超过70%。

#### ■ 公司自润滑轴承产品实力强，产品矩阵丰富

公司专注于自润滑轴承及高性能聚合物的研发、生产和销售，依托深厚的摩擦学材料研发经验，秉持环保、降本和舒适的设计理念，公司在密封件、结构组件及膜材料等领域不断拓展应用。产品广泛应用于工程机械、汽车、能源、港口机械等多个行业，并提供从金属塑料聚合物到非金属自润滑轴承在内的多样化解决方案，拥有上万种规格的产品线。公司轴承产品整体实力较强，产品矩阵丰富。

#### ■ 公司滑动轴承产品有望受益于人形机器人关键组件需求放量

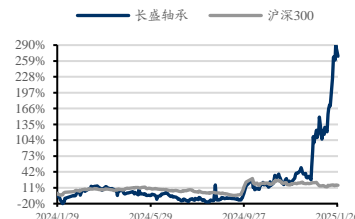
长盛轴承研发的滑动轴承凭借其低成本、高强度、高载荷及免维护等特性，能够简化机械设计与结构，有效解决人形机器人使用过程中的噪音问题并降低总体成本。针对人形机器人的关节应用，公司正积极与多家机器人主机厂及相关供应商合作研发，并提供样品测试。鉴于轴承在人形机器人中几乎覆盖全部核心硬件，每个关键组件如丝杠、电机、减速器、空心杯电机和精磨行星齿轮箱至少需要配套2个轴承产品，单个人形机器人所需的轴承数量可高达160个。随着人形机器人市场预计在未来几年内的显著增长，长盛轴承作为滑动轴承的重要供应商，有望随着行业的发展同步受益。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司是国内轴承领域龙头企业，有望受益于人形机器人量产加速。预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.51/2.76/3.19亿元，当前股价对应动态PE分别为68/62/54倍，考虑到轴承为人形机器人核心零部件，需求有望伴随人形机器人商业化落地而同步增长，公司有望充分受益，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：自润滑轴承需求不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	54.09
一年最低/最高价	11.24/57.78
市净率(倍)	10.00
流通A股市值(百万元)	10,486.12
总市值(百万元)	16,160.96

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.41
资产负债率(% ,LF)	14.65
总股本(百万股)	298.78
流通A股(百万股)	193.86

### 相关研究

长盛轴承三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,311</b>	<b>1,873</b>	<b>2,077</b>	<b>2,337</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,105</b>	<b>1,147</b>	<b>1,283</b>	<b>1,477</b>
货币资金及交易性金融资产	772	1,053	1,211	1,387	营业成本(含金融类)	710	750	856	983
经营性应收款项	326	366	384	423	税金及附加	11	11	13	15
存货	200	401	419	451	销售费用	21	11	13	15
合同资产	0	9	10	12	管理费用	63	46	45	52
其他流动资产	13	43	53	63	研发费用	50	46	60	74
<b>非流动资产</b>	<b>647</b>	<b>771</b>	<b>934</b>	<b>1,080</b>	财务费用	(12)	(9)	(13)	(16)
长期股权投资	19	25	31	37	加:其他收益	11	6	6	7
固定资产及使用权资产	481	524	618	707	投资净收益	13	3	4	4
在建工程	55	132	197	253	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	54	51	48	45	减值损失	(9)	(18)	(10)	(8)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>285</b>	<b>282</b>	<b>310</b>	<b>359</b>
其他非流动资产	36	38	38	38	营业外净收支	(3)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,958</b>	<b>2,644</b>	<b>3,011</b>	<b>3,418</b>	<b>利润总额</b>	<b>282</b>	<b>282</b>	<b>310</b>	<b>359</b>
<b>流动负债</b>	<b>292</b>	<b>755</b>	<b>904</b>	<b>1,059</b>	减:所得税	40	30	33	38
短期借款及一年内到期的非流动负债	108	123	133	138	<b>净利润</b>	<b>242</b>	<b>252</b>	<b>278</b>	<b>321</b>
经营性应付款项	105	458	559	669	减:少数股东损益	0	2	2	2
合同负债	5	103	128	148	<b>归属母公司净利润</b>	<b>242</b>	<b>251</b>	<b>276</b>	<b>319</b>
其他流动负债	73	70	84	104	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.81	0.84	0.92	1.07
非流动负债	41	55	50	45	EBIT	257	273	297	343
长期借款	14	14	14	14	EBITDA	325	356	396	457
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.81	34.60	33.34	33.46
租赁负债	7	24	19	14	归母净利率(%)	21.91	21.84	21.50	21.59
其他非流动负债	19	17	17	17	收入增长率(%)	3.18	3.75	11.91	15.10
<b>负债合计</b>	<b>332</b>	<b>810</b>	<b>954</b>	<b>1,104</b>	归母净利润增长率(%)	137.26	3.43	10.12	15.59
归属母公司股东权益	1,537	1,744	1,965	2,220					
少数股东权益	88	90	91	93					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,625</b>	<b>1,834</b>	<b>2,056</b>	<b>2,314</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,958</b>	<b>2,644</b>	<b>3,011</b>	<b>3,418</b>					

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	274	504	467	498	每股净资产(元)	5.14	5.84	6.58	7.43
投资活动现金流	186	(206)	(257)	(257)	最新发行在外股份(百万股)	299	299	299	299
筹资活动现金流	(3)	(22)	(51)	(65)	ROIC(%)	13.43	13.04	12.60	13.04
现金净增加额	463	280	158	176	ROE-摊薄(%)	15.76	14.37	14.04	14.36
折旧和摊销	68	83	99	114	资产负债率(%)	16.98	30.64	31.70	32.30
资本开支	(71)	(200)	(255)	(255)	P/E (现价&最新股本摊薄)	70.66	68.32	62.04	53.67
营运资本变动	(43)	153	83	58	P/B (现价)	11.14	9.81	8.71	7.71

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。

# 北特科技（603009）

## 精密加工技艺积累深厚，拓展丝杠领域有望 受益于人形机器人产业化落地

增持（首次）

2025年01月28日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1706	1881	2083	2377	2710
同比（%）	(1.86)	10.30	10.74	14.11	14.01
归母净利润（百万元）	45.95	50.87	72.27	83.20	96.30
同比（%）	(29.42)	10.72	42.08	15.12	15.74
EPS-最新摊薄（元/股）	0.14	0.15	0.21	0.25	0.28
P/E（现价&最新摊薄）	376.88	340.40	239.58	208.12	179.82

### 投资要点

#### ■ 聚焦零部件制造主业，近年来营业收入稳健增长

北特科技聚焦零部件制造与空调压缩机生产。2019-2023 年公司营业收入从 13.03 亿元增长至 18.81 亿元，CAGR=10%；2019 年公司归母净利润为-1.36 亿元，主要系计提商誉减值影响，2020-2023 年公司归母净利润从 0.30 亿元增长至 0.51 亿元，CAGR=19%。利润率方面，2019-2023 年公司毛利率维持在 17%-19%之间，盈利能力较为稳定；销售净利率维持在 2% 上下。拆分公司业务结构看，公司零部件制造业务收入从 2020 年 7.88 亿元增长至 2023 年 11.39 亿元，整体呈稳健增长态势；空调压缩机业务收入稳定在 4-6 亿元；精密加工业务收入从 2020 年 0.31 亿元增长至 2023 年 1.62 亿元。2023 年公司零部件制造/空调压缩机/精密加工业务占收入比重分别为 60.5%/23.9%/8.6%。

#### ■ 深耕零部件制造与空调压缩机生产领域，深度绑定大客户

公司深耕零部件制造领域二十余载，在国内转向器齿条以及减振器活塞杆细分行业内领先，拥有较强的品牌影响力。零部件制造行业壁垒较高，客户与零部件供应商关系稳固、粘性较强，且质量认证及工艺审核要求较高，整体竞争格局较为稳定，目前公司已与众多大客户形成了良好的合作关系，包括耐世特、博世、采埃孚、蒂森克虏伯、比亚迪等。空调压缩机业务方面，公司产品主要用于汽车领域，已与北汽福田、中国重汽、长安汽车、上汽通用五菱、赛力斯等头部企业建立了稳定合作关系。

#### ■ 横向切入丝杠赛道，有望充分受益于人形机器人产业化进程加速

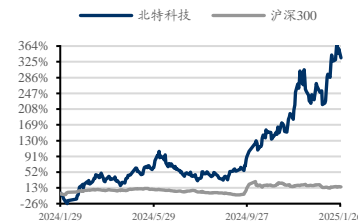
2023 年末公司切入人形机器人产业链，根据客户需求，配合推进人形机器人用丝杠产品的样件研发工作，公司主要研发方向为行星滚柱丝杠（包括螺母、行星滚柱、丝杆、齿圈等部件）与梯形丝杠（包括螺母、丝杆等部件）。丝杠生产需要成熟工艺+优质材料+先进设备三大能力，公司扎根汽车底盘零部件行业 20 多年，所积累的生产工艺与丝杠产品的生产工艺有较高的同源性，公司研发团队在相应的精密车加工、磨加工、原材料调质、表面热处理、探伤、校直等环节，形成了一套专业性高、体系性强的工艺流程和生产方案，深厚的技术基础是公司切入丝杠赛道的保障。

#### ■ 盈利预测与投资评级

零部件制造业务基本盘稳健，依托成熟技艺横向拓展丝杠领域。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.72/0.83/0.96 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 240/208/180 倍，考虑公司精密加工技艺有望复用于丝杠赛道，伴随人形机器人产业化进程受益，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**丝杠产品研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	48.60
一年最低/最高价	7.47/52.88
市净率(倍)	9.84
流通 A 股市值(百万元)	16,446.68
总市值(百万元)	16,452.37

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.94
资产负债率(% ,LF)	47.47
总股本(百万股)	338.53
流通 A 股(百万股)	338.41

### 相关研究



北特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
<b>流动资产</b>	<b>1,568</b>	<b>1,937</b>	<b>2,468</b>	<b>3,046</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,881</b>	<b>2,083</b>	<b>2,377</b>	<b>2,710</b>
货币资金及交易性金融资产	214	612	1,120	1,659	营业成本(含金融类)	1,553	1,720	1,967	2,224
经营性应收款项	830	875	899	949	税金及附加	13	15	17	19
存货	484	425	428	420	销售费用	51	62	67	81
合同资产	12	0	0	0	管理费用	104	115	131	149
其他流动资产	29	26	21	17	研发费用	88	115	143	190
<b>非流动资产</b>	<b>1,823</b>	<b>1,668</b>	<b>1,501</b>	<b>1,328</b>	财务费用	34	2	(5)	(14)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	25	31	36	49
固定资产及使用权资产	1,183	1,083	969	843	投资净收益	(3)	0	0	0
在建工程	188	134	89	50	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	210	210	210	210	减值损失	1	(8)	(4)	(4)
商誉	86	76	66	56	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	22	24	26	28	<b>营业利润</b>	<b>59</b>	<b>79</b>	<b>91</b>	<b>105</b>
其他非流动资产	134	142	142	142	营业外净收支	(4)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,392</b>	<b>3,606</b>	<b>3,969</b>	<b>4,374</b>	<b>利润总额</b>	<b>55</b>	<b>79</b>	<b>91</b>	<b>105</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,526</b>	<b>1,708</b>	<b>2,043</b>	<b>2,412</b>	减:所得税	6	8	9	10
短期借款及一年内到期的非流动负债	780	834	934	1,034	<b>净利润</b>	<b>49</b>	<b>71</b>	<b>82</b>	<b>94</b>
经营性应付款项	696	812	1,038	1,298	减:少数股东损益	(2)	(1)	(2)	(2)
合同负债	1	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>51</b>	<b>72</b>	<b>83</b>	<b>96</b>
其他流动负债	49	62	71	80	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	0.21	0.25	0.28
非流动负债	138	125	106	87	EBIT	107	81	86	91
长期借款	75	55	35	15	EBITDA	281	265	275	286
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.42	17.45	17.27	17.92
租赁负债	3	4	5	6	归母净利率(%)	2.70	3.47	3.50	3.55
其他非流动负债	61	67	67	67	收入增长率(%)	10.30	10.74	14.11	14.01
<b>负债合计</b>	<b>1,664</b>	<b>1,834</b>	<b>2,149</b>	<b>2,500</b>	归母净利润增长率(%)	10.72	42.08	15.12	15.74
归属母公司股东权益	1,605	1,651	1,700	1,757					
少数股东权益	123	121	120	118					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,728</b>	<b>1,772</b>	<b>1,819</b>	<b>1,874</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,392</b>	<b>3,606</b>	<b>3,969</b>	<b>4,374</b>					

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	238	422	488	526	每股净资产(元)	4.83	5.25	5.39	5.56
投资活动现金流	(193)	(31)	(22)	(22)	最新发行在外股份(百万股)	339	339	339	339
筹资活动现金流	(34)	7	41	36	ROIC(%)	3.76	2.76	2.83	2.87
现金净增加额	13	398	508	540	ROE-摊薄(%)	3.17	4.38	4.89	5.48
折旧和摊销	173	185	190	194	资产负债率(%)	49.06	50.86	54.16	57.15
资本开支	(151)	(22)	(20)	(20)	P/E(现价&最新股本摊薄)	340.40	239.58	208.12	179.82
营运资本变动	(22)	153	207	227	P/B(现价)	10.60	9.75	9.48	9.20

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>