

汽车

2025 年 02 月 24 日

福达股份 (603166)

——乘 PHEV 浪潮曲轴业务再成长，新能源+机器人打开新天花板

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 02 月 21 日

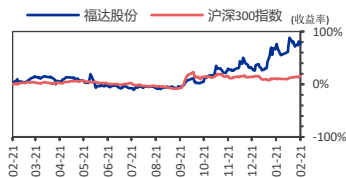
收盘价 (元)	10.22
一年内最高/最低 (元)	11.12/4.30
市净率	2.8
股息率% (分红/股价)	0.98
流通 A 股市值 (百万元)	6,531
上证指数/深证成指	3,379.11/10,991.37

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	3.60
资产负债率%	38.63
总股本/流通 A 股 (百万)	646/639
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
樊夏沛 A0230523080004
fanxp@swsresearch.com

联系人

朱傅哲
(8621)23297818×
zhufz@swsresearch.com

投资要点：

- **曲轴第三方头部供应商，积极转型再获成长。**福达股份成立于 1995 年，主要业务包括发动机曲轴、精密锻件、齿轮等，其中曲轴为主要收入来源，2023 年占主营收入 59%。早年间公司客户以商用车为主，包括玉柴、康明斯等，2020 年以来在新能源 PHEV 带动下，加速向乘用车客户转型。2024 年以来公司提前布局电驱齿轮、机器人等新成长曲线。
- **国产混动重塑曲轴格局，一体整合筑核心壁垒，产能扩张承接市场需求。**曲轴是内燃机核心零部件，在新能源时代 PHEV 车型仍然需要曲轴产品，预计市场空间整体相对稳定，2024 年国内空间 224 亿元。更应当重视 PHEV 带动下，市场格局由主机厂自制转向外包，而公司拥有客户资源优势（比亚迪 50%+份额，吉利、理想、赛力斯、宝马等批量供货）、垂直一体化优势（从锻件到曲轴加工全流程打通，曲轴毛利率达 29.7%）。目前公司订单呈现供不应求的状态，截至 2023 年公司已有曲轴产能 200 万根，随着后续新产能的拓展（100 万套曲轴、5 万吨毛坯等），有望带动曲轴收入进一步提升，预计 2024-2026 年收入为 10.0/16.9/21.4 亿元。
- **横向拓展电驱齿轮，打开第二成长曲线。**电驱齿轮是新能源直接增量零部件，单套价值量在 500 元左右，较公司传统曲轴业务单车价值量更高，且与新能源渗透率直接相关。我们认为新能源电驱齿轮与公司传统曲轴业务类似，重资产、精加工特征明显，有望延续自身优势：①客户优势：比亚迪、吉利等自主新能源头部主机厂为公司曲轴核心客户；②工艺协同优势：公司原有锻造、离合器、锥齿轮业务与电驱齿轮有共性技术储备。③装备优势：引进克林贝格检测中心、霍夫勒磨齿机等高端设备。目前，比亚迪、联合电子、吉利等客户项目均已进入量产阶段，一期项目 60 万套产能已经开始爬坡。预计 2024-2026 年齿轮整体收入 1.2/3.5/5.0 亿元。
- **精密磨齿能力再延伸，布局机器人远期成长空间。**24 上半年公司迅速组建专门的技术团队，进行机器人关键零部件产品的研发，并结合现有精密齿轮生产能力，在机器人减速器产品上已获得相应成果，并积极拓展机器人减速器定点项目。我们认为，参考双环传动、精锻科技等汽配公司，新能源电驱齿轮的精加工工艺与机器人减速器底层逻辑共通，看好公司后续有望进一步拓展其他产品品类，打开机器人业务的成长潜力。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2024-2026 年归母净利润 1.83/2.80/3.94 亿元，同比增速 76.6%/53.1%/40.8%，对应当前（2025/2/21）PE 为 36x/24x/17x。在曲轴领域，PHEV 带动行业格局重塑，公司优势明显，后续扩产有望进一步获取份额，贡献业绩增量。同时新能源电驱齿轮、机器人相关业务，有望复用公司的客户资源、精加工底层能力，打开估值空间。参考可比公司估值，给予其 2025 年 31 倍 PE，对应目标市值 88 亿元，相较于当前（2025/2/21）有 33%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游汽车销量不及预期、产能扩张节奏不及预期、新业务拓展节奏不及预期

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,352	1,110	1,675	2,635	3,288
同比增长率 (%)	19.2	16.9	23.9	57.3	24.8
归母净利润 (百万元)	104	121	183	280	394
同比增长率 (%)	57.9	88.6	76.6	53.1	40.8
每股收益 (元/股)	0.16	0.19	0.28	0.43	0.61
毛利率 (%)	23.8	24.7	24.8	24.3	25.4
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率	64		36	24	17

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2024-2026 年归母净利润 1.83/2.80/3.94 亿元，同比增速 76.6%/53.1%/40.8%，对应当前(2025/2/21) PE 为 36x/24x/17x。在曲轴领域，PHEV 带动行业格局重塑，公司优势明显，后续扩产有望进一步获取份额，贡献业绩增量。同时新能源电驱齿轮、机器人相关业务，有望复用公司的客户资源、精加工底层能力，打开估值空间。参考可比公司估值，给予其 2025 年 31 倍 PE，对应目标市值 88 亿元，相较于当前(2025/2/21)有 33%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

曲轴：公司已获得比亚迪 50%以上配套份额，并积极拓展新客户包括理想、赛力斯（小康动力）、上汽等；2025 年新产能落地后，预计 2024-2026 年收入为 10.0/16.9/21.4 亿元，毛利率为 30.0%/28.0%/29.0%。

精密锻件：随着公司新产能的落地，公司精密锻件销量也有望持续提升，预计 2024-2026 年收入为 1.9/2.4/2.9 亿元，盈利能力方面，预计整体折旧摊销影响有限，毛利率维持在 21%水平。

齿轮：公司传统齿轮业务以配套商用车为主，而在电驱齿轮方面，考虑到公司的装备优势和客户优势，我们认为业务扩张节奏有望超过股权激励目标。预计 2024-2026 年齿轮整体收入 1.2/3.5/5.0 亿元，毛利率为 16.0%/18.0%/20.0%。

有别于大众的认识

市场认为曲轴作为内燃机核心零部件，担心新能源趋势下公司成长的确定性。

我们认为，首先从曲轴业务看，公司有望受益于新能源带动的行业格局转变，短期业绩有确定性。①当前新能源渗透率提升主要以 PHEV 贡献，仍然需要发动机；②PHEV 车型曲轴强度要求更高，市场格局由主机厂自制转变为外包③横向比较，公司拥有客户资源、垂直一体化、产能等多方面优势，因此有望充分受益于本轮行业变革。

另一方面，公司也在积极拓展新能源电驱齿轮、机器人等领域，有望进一步打开成长空间：新能源电驱与曲轴业务类似，重资产、精加工特征明显，公司具备客户资源、工艺协同、装备优势；机器人方面，公司 24 上半年组建专门的技术团队，进行机器人关键零部件产品的研发，后续有望拓展新产品品类。

股价表现的催化剂

机器人业务取得突破、PHEV 车型渗透率增长超预期、电驱齿轮爬坡速度超预期

核心假设风险

下游汽车销量不及预期、产能扩张节奏不及预期、新业务拓展节奏不及预期

目录

1. 福达股份：曲轴核心供应商，积极转型新能源.....	6
1.1 专注曲轴数十年，多元拓展再腾飞	6
1.2 新能源乘用车转型明确，盈利能力持续向上	8
1.3 股权激励目标明确，业绩与电驱业务增长显著	10
2. 曲轴：国产混动重塑格局，一体整合筑核心壁垒	11
2.1 曲轴是内燃机核心零部件，预计国内市场空间 224 亿元	11
2.2 曲轴行业重资产特征明显，格局向第三方聚焦	12
2.3 福达是第三方曲轴优势企业，乘 PHEV 浪潮再获成长	14
2.4 合资成立福达阿尔芬，拓展大型曲轴新产品	17
3. 横向拓展电驱齿轮、机器人，打开新成长空间.....	19
3.1 电驱齿轮：新能源直接增量，多面协同确定性强	19
3.2 机器人：精加工底层能力互通，打开想象空间	21
4. 盈利预测与估值.....	22
4.1 盈利预测	22
4.2 估值	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司历史复盘.....	6
图 2：公司业务大类、收入占比及下游客户(2023 年报)	7
图 3：公司股权结构较为集中（截至 24Q3）	7
图 4：24Q1-3 公司实现营收同比+17%.....	8
图 5：24Q1-3 公司实现归母同比+89%.....	8
图 6：24Q1-3 公司盈利能力持续提升	9
图 7：24Q1-3 公司费用率有所回落.....	9
图 8：曲轴为公司主要收入来源（单位：亿元）	9
图 9：2023 年曲轴业务毛利率达 29.7%	9
图 10：24Q3 公司固定资产创新高	10
图 11：24Q1-3 公司经营性现金流入达 3.11 亿元.....	10
图 12：曲轴产品样图.....	11
图 13：曲轴在内燃机内部的结构图.....	11
图 14：2022 年以来 PHEV 渗透率快速提升	11
图 15：国内乘用车内燃机销量基本稳定.....	11
图 16：曲轴工艺流程图	13
图 17：2024 年我国 PHEV 销量基本以国产品牌为主	13
图 18：中国曲轴市场主要第三方供应商.....	14
图 19：公司曲轴毛坯热模锻生产线.....	15
图 20：公司曲轴产能情况.....	16
图 21：公司与可比公司同业务营收（亿元）	17
图 22：公司与可比公司同业务毛利率（%）	17
图 23：公司与可比公司曲轴 ASP（元）	17
图 24：公司与可比公司曲轴出货量（万件）	17
图 25：福达阿尔芬大型曲轴	18
图 26：福达阿尔芬营业收入	18
图 27：福达阿尔芬净利润.....	18
图 28：电驱齿轮结构图	19
图：锥面砂轮磨齿工艺.....	

图 30：双片蝶形砂轮磨齿.....	20
图 31：公司电驱齿轮产线.....	21
图 32：公司电驱齿轮产品.....	21
表 1：公司股权激励考核目标.....	10
表 2：铸铁与锻钢材料性能对比	12
表 3：2024 年我国曲轴市场空间 224 亿元.....	12
表 4：比亚迪 PHEV 发动机型号精简.....	14
表 5：2020 年起公司乘用车客户持续拓展	14
表 6：各类机械传动中所应用的齿轮精度等级.....	19
表 7：磨齿为齿轮加工精度最高的工艺	20
表 8：汽车齿轮&RV&行星&谐波减速器对比	21
表 9：公司分业务收入及毛利拆分预测（单位：百万元，%）	23
表 10：福达股份与可比公司估值对比	23

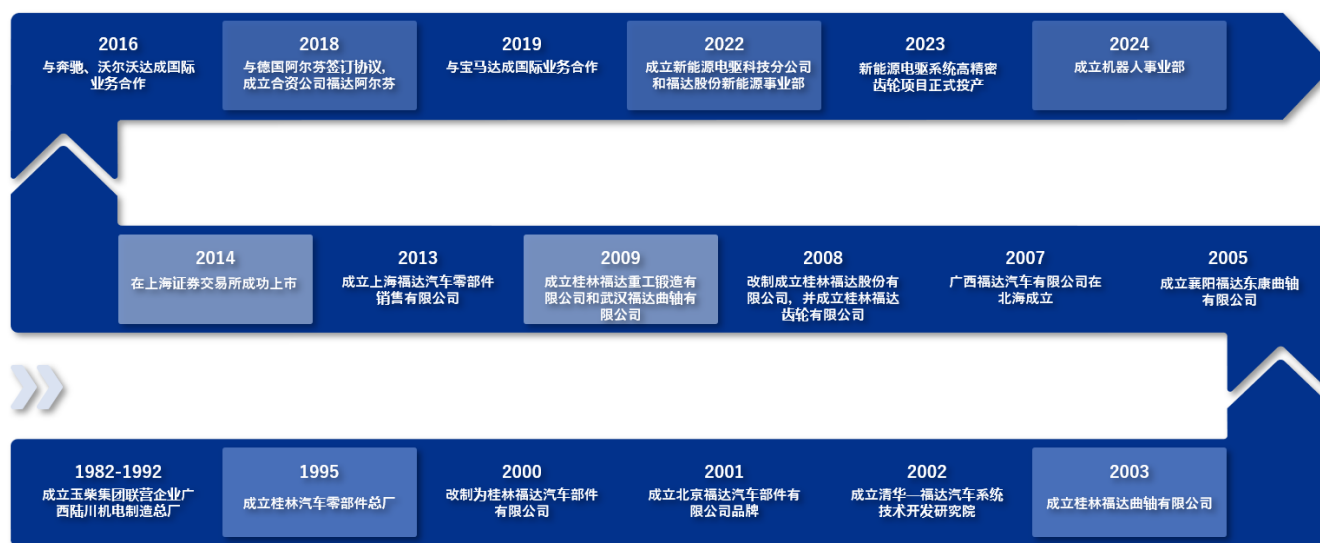
1. 福达股份：曲轴核心供应商，积极转型新能源

1.1 专注曲轴数十年，多元拓展再腾飞

福达股份长年深耕发动机曲轴、精密锻件等汽车零部件业务，持续拓展能力边界。桂林福达股份有限公司是一家专注于高端制造领域的国家高新技术企业，主要从事发动机曲轴、精密锻件、新能源电驱齿轮、汽车离合器、螺旋锥齿轮、高强度螺栓的研发、生产与销售。公司成立于1995年，2003年成立桂林福达曲轴有限公司，开始从事曲轴业务；2008年公司改制，并成立桂林福达齿轮有限公司，拓展齿轮业务；2009年成立桂林福达重工锻造有限公司，进一步向上游拓展至精密锻造。

2014年公司在上海证券交易所成功上市，上市后公司进一步拓展业务范围，寻求新的成长级。2018年合资成立福达阿尔芬，拓展至大型曲轴制造领域；2022年，成立新能源电驱科技分公司和福达股份新能源事业部，拓展精密磨齿工艺的电驱齿轮业务；2024年成立机器人事业部，进行机器人关键零部件产品的研发，并结合已有的精密磨齿工艺能力，在机器人减速器产品上已获得相应成果。

图 1：公司历史复盘



资料来源：公司官网，申万宏源研究

曲轴、精密锻件、离合器为公司主要收入来源，其中曲轴最为核心。曲轴方面，2023年公司实现业务收入7.33亿元，占主营收入比例59%，已形成商用车重、中、轻三大系列以及乘用车系列，早期以玉柴机器、上海日野、康明斯、玉柴联合动力、日本洋马等商用车客户为主，近三年加速拓展比亚迪、宝马、赛力斯等乘用车重点客户。精密锻件方面，2023年公司实现收入1.60亿元，占比13%，主要生产发动机曲轴、汽车前轴、转向节以及工程机械、船舶机械等大型精密锻件，长期与奔驰、沃尔沃、吉利、比亚迪等知名企业直接或间接配套，近年来在乘用车尤其是PHEV车型曲轴锻件方面增量显著。离合器方面，2023年公司实现收入2.08亿元，占比17%，主要生产膜片弹簧离合器、螺旋弹簧离合器，配套玉柴机器、东风康明斯、东风商用车、陕汽、福田戴姆勒、江淮汽车、三一重工等商用车客户。

图 2：公司业务大类、收入占比及下游客户(2023 年报)

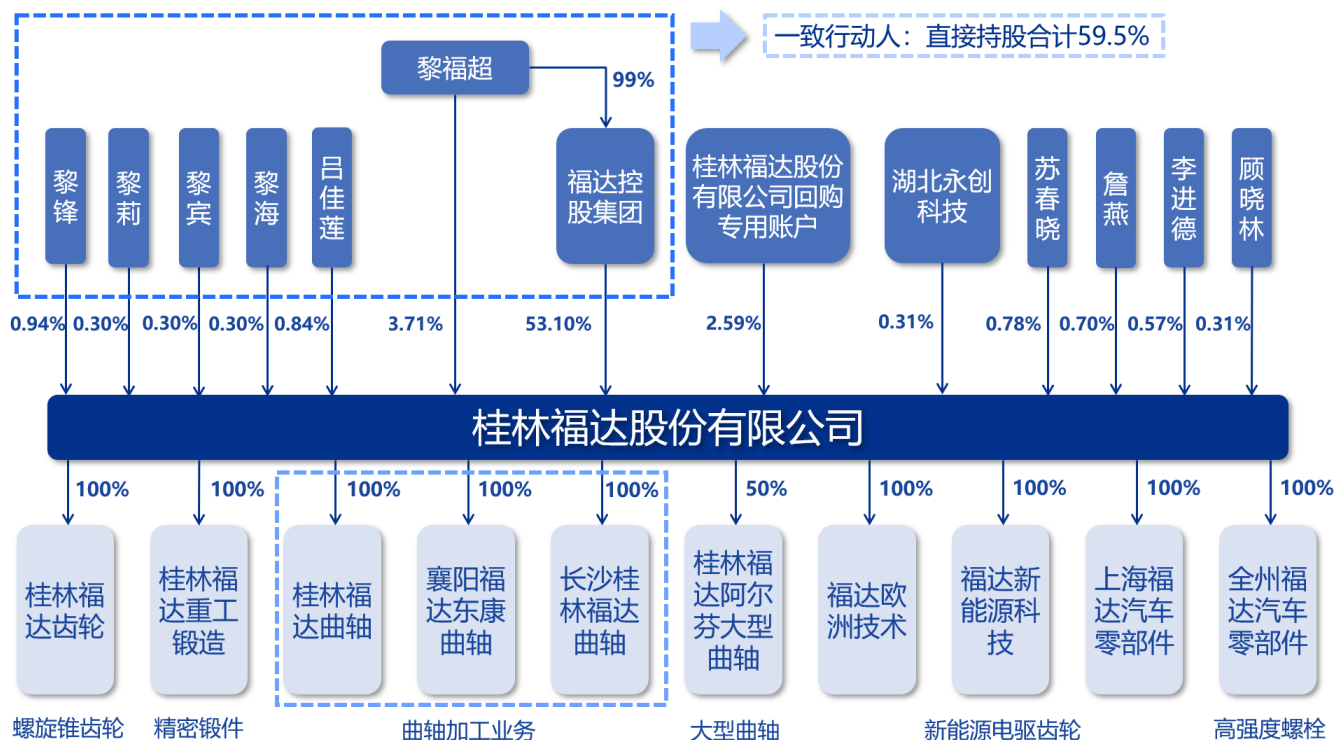
主营产品类别	产品图片	主营收入占比	下游客户	收入（百万元）
曲轴		58.76%	华晨宝马、比亚迪、玉柴机器、上海日野、康明斯、玉柴联合动力、日本洋马、东风乘用车、德国 MTU 等国内外多家发动机厂和汽车厂	733.02
精密锻件		12.79%	奔驰、沃尔沃、吉利、比亚迪、东风、理想、赛力斯、宝马、长城汽车、玉柴股份等	159.61
离合器		16.71%	玉柴机器、东风康明斯、东风商用车、陕汽、福田戴姆勒、江淮汽车、三一重工等，部分产品还出口美国、巴西等国家	208.50
高强度螺栓		3.72%	玉柴、陕汽、东风柳汽、柳工、一汽解放、上汽红岩、三一重工、汉德车桥、方盛车桥等	46.41
齿轮		8.01%	汉德车桥、方盛车桥、红岩车桥、三一重工等车桥及工程机械厂商	99.92

资料来源：公司年报，申万宏源研究

典型家族式企业，股权较为集中。公司实际控制人为黎福超，截至 24Q3 直接持有 3.71% 股份，并通过福达控股集团有限公司为间接持有 53.10% 股份，合计持有 56.81% 股份；黎锋、黎莉、黎宾、黎海为黎福超之子/女，吕桂莲为福达集团董事，因此前述人员构成一致行动人，持股合计 59.5%。

以子公司形式开展业务，分工明确。桂林曲轴公司、襄阳曲轴公司、长沙曲轴公司从事曲轴加工业务；桂林齿轮公司从事螺旋锥齿轮业务；福达锻造公司从事精密锻件业务；全州部件公司从事高强度螺栓业务；公司与 ALFING 共同设立的合资公司福达阿尔芬公司从事船机曲轴等大型曲轴业务；新能源电驱科技分公司从事新能源电驱齿轮业务。

图 3：公司股权结构较为集中（截至 24Q3）



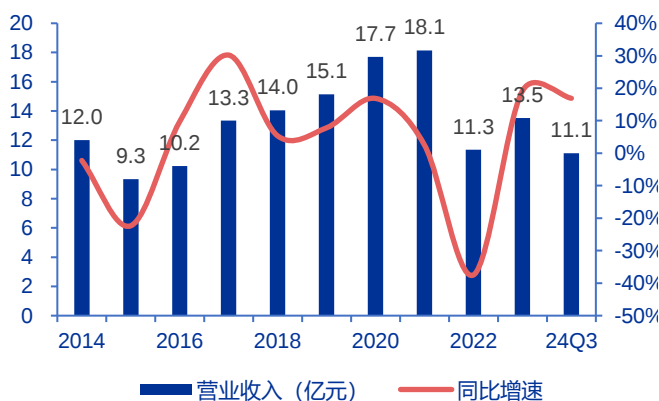
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 新能源乘用车转型明确，盈利能力持续向上

前期收入主要受下游商用车销量波动影响，近年新能源曲轴放量带动业绩反弹。

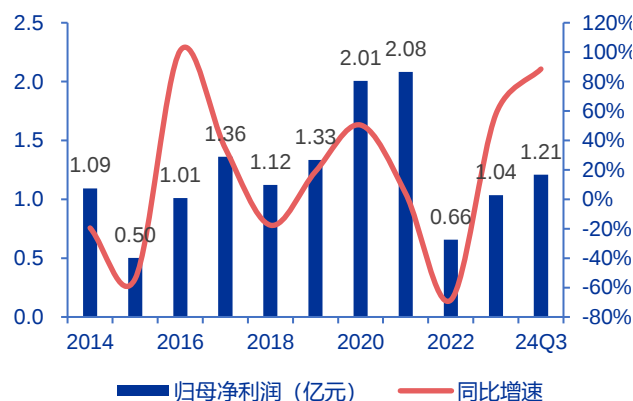
2015-2021 年重卡市场迎来繁荣时期，带动公司营业收入由 9.3 亿元增长至 18.1 亿元（CAGR 11.7%），归母净利润由 0.50 亿元提升至 2.08 亿元（CAGR 26.7%）。2022 年受下游整体销量透支影响，收入、业绩均有承压。但 2023 年以来，随着市场需求的恢复与增长，特别是乘用车混动曲轴市场需求的大幅增加，拉动了公司营收和业绩的增长。24Q1-3 公司实现收入 11.1 亿元，同比+17%，实现归母 1.21 亿元，同比+89%。根据公司最新业绩预告，24 全年将实现归母净利润 1.7~1.9 亿元，同比+64.2%~+83.52%。

图 4：24Q1-3 公司实现营收同比+17%



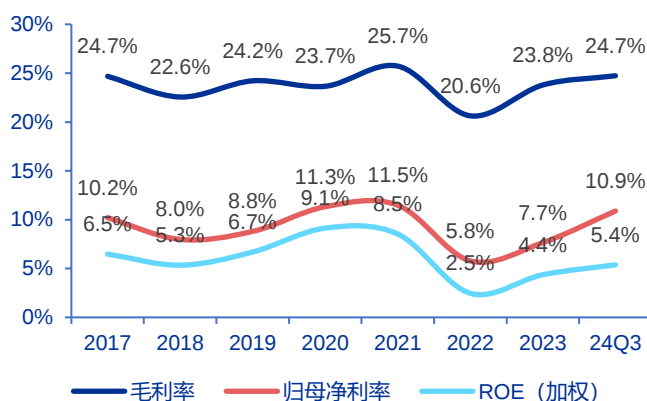
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 5：24Q1-3 公司实现归母同比+89%

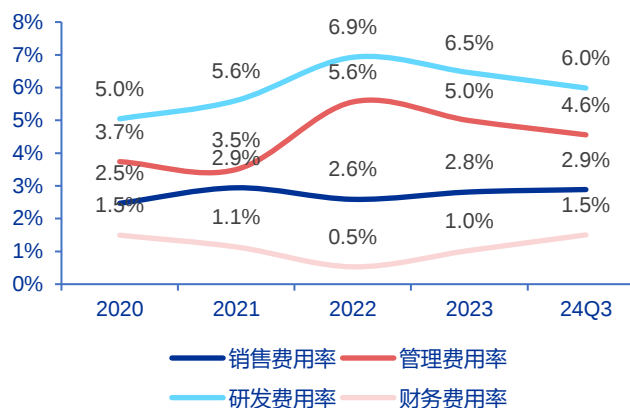


资料来源：iFind，申万宏源研究

规模效应下盈利能力恢复明显。2021 年之前，公司整体净利率基本维持在 10% 左右；22 年收入下滑明显，导致盈利能力承压；但 23 年以来公司盈利能力开始恢复，24Q1-3 实现毛利率 24.7%，净利率 10.9%，ROE 5.4%，盈利能力恢复至前期稳态水平。费用率方面，24Q1-3 公司四费合计 14.9%，较 23 全年下降 0.4pct。整体来看公司收入规模对费用的摊销效果明显，随着后续收入的提升有望看到盈利能力进一步提升。

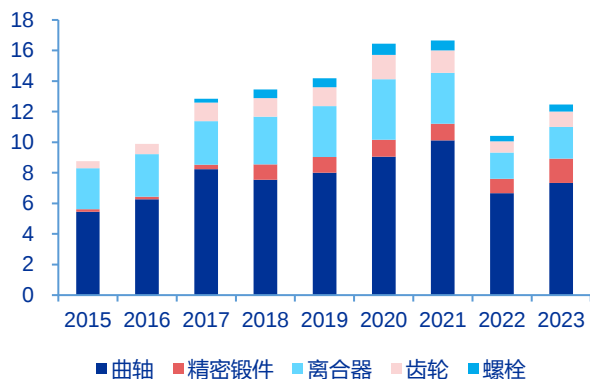
图 6：24Q1-3 公司盈利能力持续提升

资料来源：iFind，申万宏源研究

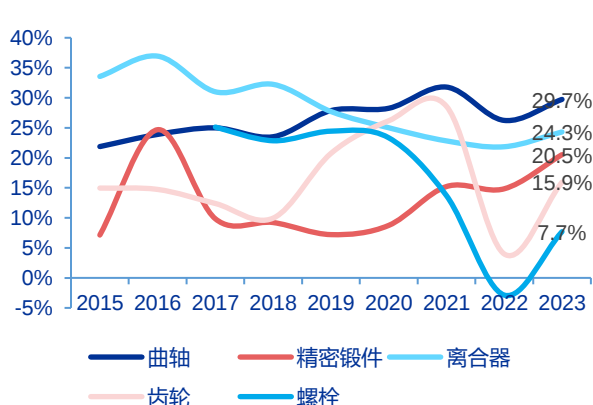
图 7：24Q1-3 公司费用率有所回落

资料来源：iFind，申万宏源研究

分业务看，曲轴为公司核心产品品类，毛利率可达 30% 以上。曲轴为公司核心收入来源，2023 年实现收入 7.33 亿元，收入占比超一半，且从历史上看曲轴业务毛利率整体呈现波动上升状态，2021 年毛利率高点可达 31.8%，2022 年有所回落但 2023 年即恢复至 29.7%。离合器为公司第二大业务，整体受到下游商用车行业波动，2023 年收入 2.08 亿元，毛利率 24.3%；精密锻件业务以曲轴毛坯为主，除公司内部自供外也有一定外销比例，2023 年实现收入 1.60 亿元，从 2019 年起毛利率持续上升至 20.5%。其他业务包括齿轮、螺栓等，收入占比相对较低。

图 8：曲轴为公司主要收入来源（单位：亿元）

资料来源：iFind，申万宏源研究

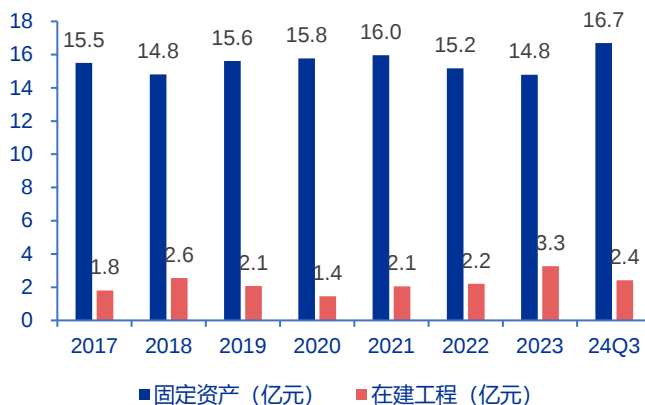
图 9：2023 年曲轴业务毛利率达 29.7%

资料来源：iFind，申万宏源研究

2024 年以来订单饱和，持续扩产承接下游增量需求。截至 24Q3，公司固定资产合计 16.7 亿元，较年初增加 1.9 亿元，固定资产创历史新高，同时在建工程也仍有 2.4 亿元。考虑到目前公司新能源曲轴订单较多，产能已达到饱和状态，公司积极进行产线改造，并于 年 月启动“新能源汽车混合动力曲轴智能制造项目”、年 月投资

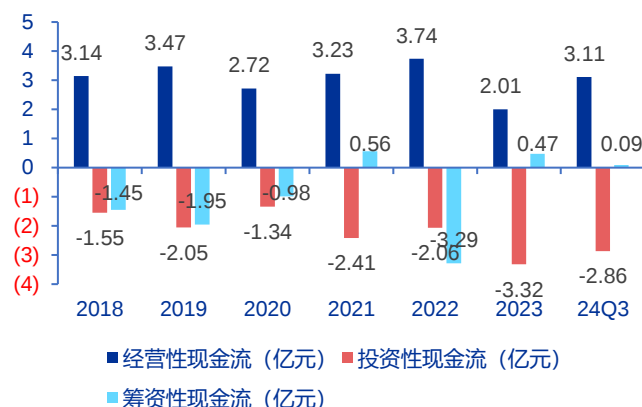
“年新增 5 万吨高精密锻件项目”。从现金流角度看，公司历史上经营性现金流基本保持在 3 亿元左右水平，24 仅 Q1-3 经营性现金流入达 3.11 亿元，充足的现金流可以为公司的 capex 投入提供支撑。

图 10：24Q3 公司固定资产创新高



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 11：24Q1-3 公司经营性现金流入达 3.11 亿元



资料来源：iFind，申万宏源研究

1.3 股权激励目标明确，业绩与电驱业务增长显著

股权激励目标明确，扣非归母持续提升，新能源电驱齿轮快速突破。24 年 9 月公司推出最新一期股权激励计划，向 53 名激励对象授予 720 万股限制性股票，授予价格为人民币 2.25 元/股。从公司业绩层面看，对董事、高级管理人员、中层管理人员及其他核心人员设定了明确的扣非净利润目标：2024-2026 年分别为 1.5 亿元、2.2 亿元、3 亿元，业绩有望超过历史最高水平。除完成公司整体业绩目标外，还单独设定了新能源电驱收入目标，2024-2026 年收入不低于 2500 万、1.6 亿元、3 亿元，或完成累计收入目标，新能源电驱齿轮业务收入从零开始快速提升。

表 1：公司股权激励考核目标

考核目标	扣非归母净利润	新能源电驱齿轮销售收入
2023 (基准)	0.98 亿元	-
2024E	1.48 亿元	0.25 亿元
2025E	2.16 亿元	1.6 亿元；或 2024-2025 年累计达 1.85 亿元
2026E	2.95 亿元	3 亿元；或 2024-2026 年累计达 4.85 亿元

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 曲轴：国产混动重塑格局，一体整合筑核心壁垒

2.1 曲轴是内燃机核心零部件，预计国内市场空间 224 亿元

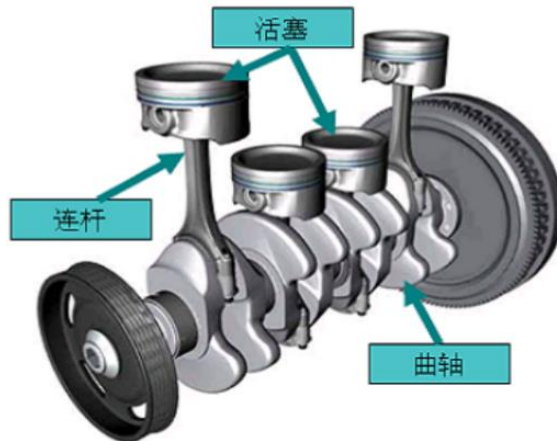
曲轴是内燃机核心零部件，新能源车中 PHEV 车型同样需要使用。曲轴是内燃机五大核心零部件（缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴）之一，作用是与连杆配合，将作用在活塞上的气体压力转变为旋转动力，通过飞轮传送给底盘机构。内燃机与曲轴的配套比例约为 1:1，在新能源车中 PHEV 车型同样有发动机，因此同样需要曲轴产品。

图 12：曲轴产品样图



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

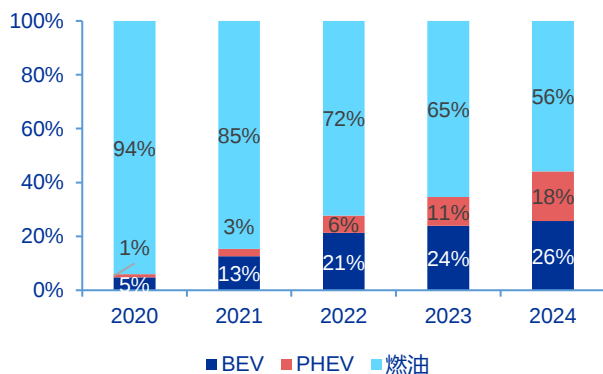
图 13：曲轴在内燃机内部的结构图



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

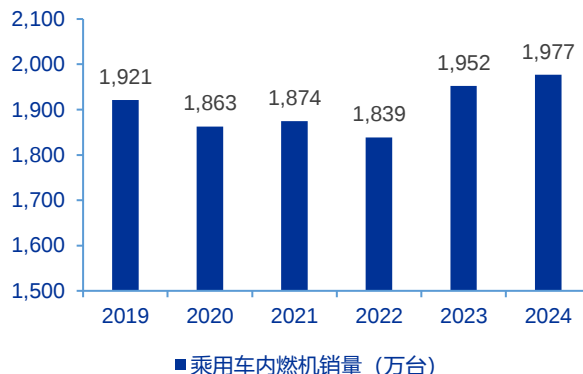
PHEV 渗透率快速提升，曲轴需求整体稳定。2020-2024 年新能源渗透率从 6% 上升至 44%，市场担心在新能源趋势下，内燃机整体需求可能快速受到挤压，从而导致曲轴销量大幅下滑。但我们认为，当前内燃机整体需求较为稳定，无需过度担忧下滑问题，主要系 BEV 已经度过快速增长阶段，渗透率提升速度放缓，当前新能源渗透率提升主要以 PHEV 贡献，仍对内燃机有需求：参考 2022-2024 年 BEV 渗透率从 21% 上升至 26% (+4pct)，而 PHEV 渗透率从 6% 上升至 18% (+12pct)；同时考虑到我国乘用车整体销量仍在持续提升，因此内燃机销量较为稳定，基本维持在 1900 万台左右水平。

图 14：2022 年以来 PHEV 渗透率快速提升



资料来源：中汽协，申万宏源研究

图 15：国内乘用车内燃机销量基本稳定



资料来源：中国内燃机工业协会，申万宏源研究

PHEV 对曲轴强度要求更高，材料端锻钢较球墨铸铁更有优势，有望带动价值量提升。曲轴材料通常分为锻钢与球墨铸铁，其中铸铁因其成本优势，主要应用中低功率发动机

中；而在 PHEV 车型中，为了实现更好的燃油经济性和动力性能，发动机往往需要在更高的转速和负荷下工作，这使得曲轴在旋转过程中要承受更大的离心力和交变应力，对曲轴的强度和刚度提出了更高的要求，以确保在高负荷、高转速下的稳定运行，因此将主要应用锻钢曲轴，从而带动价值量的提升。

表 2：铸铁与锻钢材料性能对比

特征	铸铁	锻钢
制造工艺	将熔融金属倒入模具	通过压缩力使固态金属成型
晶粒结构	随机、较粗的晶粒结构	细化、有方向性的晶粒结构
强度	良好，但不如锻钢稳定	具有卓越的强度和韧性
延展性	良好	通常更高
抗疲劳性	较低	较高
内部缺陷	更容易出现孔隙和收缩	内部缺陷较少
成本	通常较低	通常较高
形状复杂性	高，可轻松制造复杂形状	限于较简单形状
应用	大型外壳、阀体、齿轮、火车车轮	连杆、曲轴、齿轮、车轴、飞机起落架

资料来源：西美鑫官网，申万宏源研究

预计我国曲轴整体市场空间 224 亿元。除乘用车、商用车外，摩托车、工程机械、农用机械、园林机械等，同样需要使用内燃机驱动，因此同样对曲轴有一定需求。考虑到曲轴价值量与内燃机排量、尺寸等有直接关联，因此我们按照内燃机应用领域测算对应市场空间。根据中国内燃机工业协会数据，2024 年我国乘用车、商用车、摩托车、工程机械、农用机械、园林机械的内燃机销量分别为 1977、237、1608、91、522、151 万台，乘以不同内燃机曲轴对应价值量，我们测算 2024 年我国曲轴整体市场空间约为 224 亿元，其中乘用车、商用车市场空间分别为 79 亿元、47 亿元。

表 3：2024 年我国曲轴市场空间 224 亿元

下游领域	2024 年内燃机销量 (万台)	曲轴价值量 (元)	对应市场空间(亿元)
乘用车	1,977	400	79
商用车	237	2000	47
摩托车	1,608	100	16
工程机械	91	2500	23
农用机械	522	900	47
园林机械	151	800	12
合计	4,586	-	224

资料来源：中国内燃机工业协会，华经产业研究院，申万宏源研究

2.2 曲轴行业重资产特征明显，格局向第三方聚焦

曲轴生产制造对精度要求高，业务重资产特征明显。曲轴作为发动机的核心部件，要求极高的精度和表面光洁度，精度要求一般在 0.02mm 以下，以确保发动机的平衡性和运转顺畅。生产工艺包括铣加工所有轴颈、钻油道孔、高频淬火、磨主轴颈、磨连杆轴颈、动平衡校正等一系列复杂且对精度要求非常高的加工流程。根据公司披露，2024 年“新能源汽车混合动力曲轴智能制造项目”拟投资 4.7 亿元，其中工程费用 4.16 亿元，形成年产

100 万根曲轴的生产能力，以 400 元/根曲轴测算，对应固定资产周转率约 0.96，展现出明显的重资产特征。

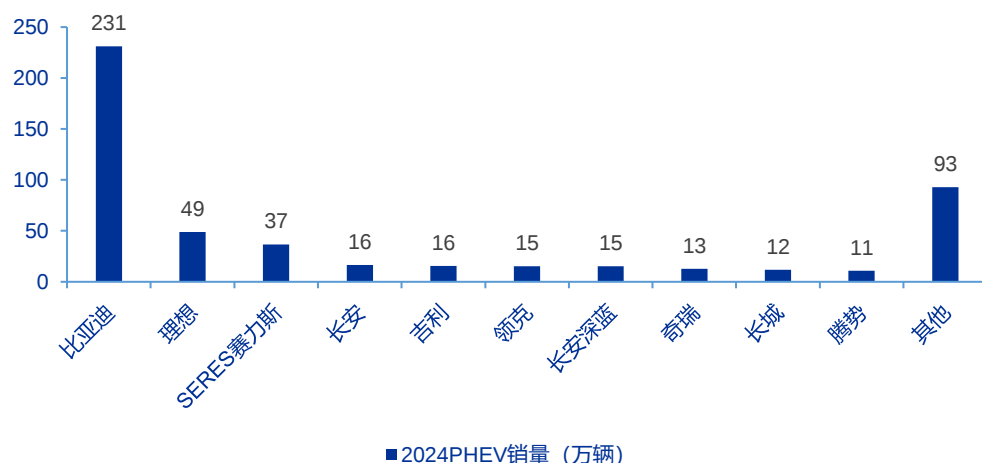
图 16：曲轴工艺流程图



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

国产混动崛起，曲轴外包趋势明显。2024 年我国 PHEV 销量 513.85 万辆，同比+83.4%，其中比亚迪、理想、赛力斯分别实现销量 231.07 万辆、48.97 万辆、36.57 万辆，PHEV 销量以自主新势力车企为主。在传统燃油车时代，我国整车销量以合资主机厂为主，他们通常将发动机、变速箱、底盘“三大件”作为核心竞争力，曲轴作为发动机核心通常采用自供形式。而在新能源时代，自主新势力崛起，他们主要以智能化、平台型设计为核心竞争力，即使 PHEV 仍然对曲轴产品有需求，但考虑到曲轴业务的重资产特征，同时锻钢曲轴的应用进一步提升自制难度，他们更倾向于将曲轴产品外包给有能力的第三方供应商。

图 17：2024 年我国 PHEV 销量基本以国产品牌为主



资料来源：中汽协，申万宏源研究

同时混动车发动机型号更加精简，有利于第三方供应商发挥规模优势。为提高生产效率和降低成本，行业整体朝着标准化、模块化方向发展；同时考虑到新能源时代发动机性能已不再是消费者核心关注点，因此自主车企更倾向精简发动机型号。以比亚迪为例，目前其所有量产车型共搭载 7 款发动机，其中最走量的王朝海洋网车型仅使用 4 款发动机，分别为 dmi4.0 的 BYD472QA (1.5L)、BYD476ZQC (1.5T)，dmi5.0 的 BYD472QC (1.5L)、BYDZQB (.T)。发动机型号缩减叠加重资产特征，更有利于第三方发挥规模效应。

表 4: 比亚迪 PHEV 发动机型号精简

发动机型号	发动机参数	搭载车型
BYD472QA	1.5L 110 马力	秦 PLUS、宋 Pro (24 款)、宋 MAX、海豹 DM、驱逐舰 05
BYD472QC	1.5L 101 马力	秦 L、宋 L、宋 Pro (25 款)、宋 PLUS、海狮 05、海豹 06、海豹 07
BYD476ZQC	1.5T 139 马力	唐 DM (24 款)、海豹 DM、护卫舰 07、腾势 D9 (24 款)、腾势 N8
BYD476ZQF	1.5T 194 马力	方程豹 5
BYD472ZQB	1.5T 156 马力	汉 DM、唐 DM、唐 L、夏、海豹 07、腾势 D9 (25 款)
BYD479ZQA	2.0T 207 马力	腾势 Z9、腾势 Z9GT
BYD487ZQD	2.0T 272 马力	仰望 U8、方程豹 8

资料来源：懂车帝，申万宏源研究

(注：仅统计在售 PHEV 车型，除标注外均为最新年款)

当前第三方曲轴供应商格局较为集中。我国曲轴第三方供应商包括福达股份、天润工业、浩物股份（子公司内江金鸿）、辽宁五一八、江苏松林等，其中福达股份与天润工业、浩物股份产能规模有明显领先。考虑到近期公司正在积极拓展曲轴产能，2025 年有望新增产能超 100 万根，届时将成为产能规模最大的第三方供应商。而从客户角度看，天润工业客户以商用车为主，浩物股份以乘用车为主，而公司则涵盖商用车与乘用车主流客户。

图 18: 中国曲轴市场主要第三方供应商

公司	曲轴年产能 (万支)	主要客户
天润工业	260	潍柴、康明斯、锡柴、上菲红、上柴、戴姆勒、康明斯、卡特彼勒等
浩物股份	260	长安、吉利、广汽、江淮、比亚迪等
福达股份	200	比亚迪、吉利、陕汽、东风、宝马、奔驰、沃尔沃等
辽宁五一八	80	潍柴、重庆康明斯、上柴、玉柴、美国康明斯、德国曼公司等
江苏松林	60	重汽、潍柴、上柴、一拖、锡柴、东风等

资料来源：华经产业研究院，各公司公告，申万宏源研究

2.3 福达是第三方曲轴优势企业，乘 PHEV 浪潮再获成长

我们认为，在本轮新能源带动的乘用车曲轴行业格局变化下，福达股份为核心受益标的，主要由于其拥有客户资源优势（比亚迪 50%+份额，理想、赛力斯、宝马等批量供货）、垂直一体化优势（从锻件到曲轴加工全流程打通）、产能优势（快速扩产承接需求），因此看好其未来成长潜力。

①**客户资源优势：提前卡位头部客户，长期合作份额持续拓展。**凭借着在商用车曲轴上获得的成功与生产经验，2007 年公司即进入乘用车市场，与吉利在豪情项目上达成合作；2008 年，搭载比亚迪自主研发发动机的 F3 车型上市，同样选定了福达股份作为曲轴供应商，自此开启了福达与比亚迪长达 10 多年的独供合作。而在 PHEV 时代，公司 2020 年即开始配套比亚迪 dmi 4.0，并以此为契机开始向乘用车业务转型。目前公司已确保比亚迪 50% 以上配套份额，并积极拓展新客户包括理想、赛力斯（小康动力）、上汽等。同时海外客户方面，公司目前已经实现宝马曲轴的项目交付，是对其能力的进一步证明。

表 5: 2020 年起公司乘用车客户持续拓展

时间	乘用车客户拓展情况
----	-----------

2020	比亚迪混合动力车型开发的 472、476 曲轴已进入量产； 宝马 B48 曲轴产线方案设计并获得客户认可； 上汽通用指定毛坯产品项目的供应商定点
2021	比亚迪新能源混动车曲轴产品大幅增长； 宝马曲轴产品完成了多次批量样件交付； 成为东风乘用车、吉利混动车曲轴等产品定点供应商； 与长城、吉利、理想等公司进行新能源汽车新业务对接；
2022	比亚迪、吉利、上汽通用、东风乘用车、柳州赛克和理想汽车等多家车企混动车型的曲轴产品及毛坯产品主要供应商
2023	比亚迪全系列混动曲轴产品供货共占 50%以上配套份额； 东风乘用车混动曲轴独家配套； 小康动力新能源混动曲轴产品送样试装； 理想的第三代产品送样、完成产线调试； 长城曲轴毛坯 10 月量产供货； 上汽通用混动曲轴多批样件交付； 吉利两款曲轴毛坯大批量供货收入超 5000 万元
2024H1	比亚迪确保了其 50%以上配套份额，参与了新一代超级混动产品的研发； 赛力斯配套的混合动力曲轴产品均实现了大批量交付； 理想汽车配套的二代曲轴产品已经完成量产验证，三代曲轴产品计划于 8 月开始小批量生产； 宝马曲轴产品已进入稳定的大批量供货阶段并从交付和质量等方面均得到客户的认可；

资料来源：公司公告，申万宏源研究

②垂直一体化优势：公司通过曲轴毛坯一体化，可以实现多方面优势，1、质量把控；2、成本优势；3、曲轴产能扩张不受上游产能的瓶颈限制。曲轴锻件是曲轴生产的毛坯阶段，占曲轴成本约 60%，其质量直接影响曲轴成品的质量。公司拥有 14000 吨、12500 吨、8000 吨、6300 吨、4000 吨（两条）等六条热模锻生产线，其中 14000 吨生产线是目前国内最大的热模锻压力机自动化生产线，具备突出的锻钢曲轴毛坯、汽车零部件毛坯锻件及工程机械毛坯锻件的自产能力。在模具设计与加工方面，福达锻造公司具备世界一流的技术实力，引进了德国 DMG 五座标等尖端的高速加工设备，同时配备了海克斯康桥式三坐标测量机、模具仿真等软硬件系统，这使得公司从模具设计到加工制造的全流程都能实现高效的 CAM 技术，每年新制造的锻件模具超过 100 套。

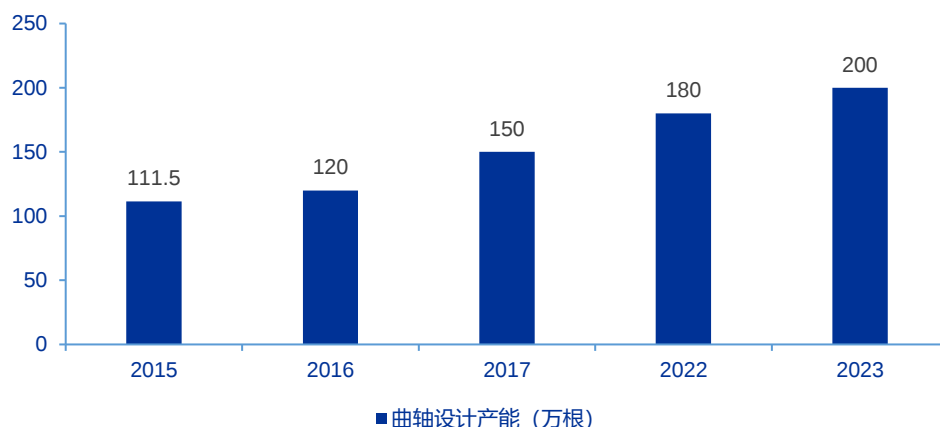
图 19：公司曲轴毛坯热模锻生产线



资料来源：公司官网，申万宏源研究

③**产能优势：快速扩产承接下游需求。**截至 2023 年公司已有曲轴产能 200 万根，目前新能源曲轴订单较多，产能已达到饱和状态，公司积极进行产线改造，提升产能。曲轴成品方面，2024 年 6 月开始建设“新能源汽车混合动力曲轴智能制造项目”，形成年产 100 万根曲轴的生产能力，建设周期十二个月，目前该项目部分生产线设备已陆续到厂进行调试。曲轴锻件方面，24H1 公司对 8000T 锻打线进行了产能提升和技术改造，提升了生产线的节拍，使之具备年产 100 万件曲轴毛坯的能力；25 年 1 月公告“锻造年新增 5 万吨高精密锻件项目”进一步扩充锻件产能。

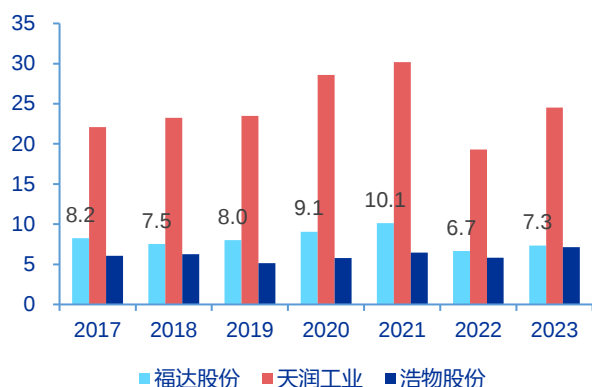
图 20：公司曲轴产能情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

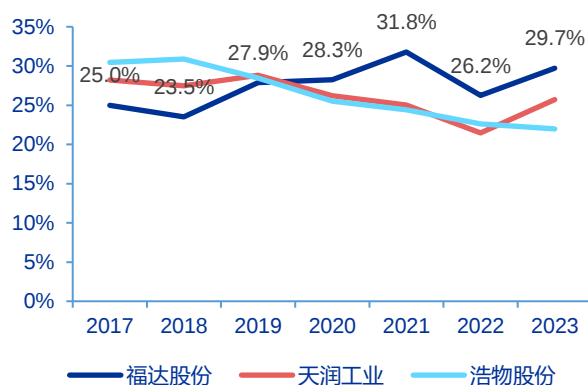
横向对比来看，公司乘用车转型效果明显，盈利能力优势突出。近年来天润工业、浩物股份曲轴 ASP 较为稳定，而公司 2020-2023 曲轴 ASP 由 817 元下降至 458 元，显示出了公司调整产品结构，加大乘用车和新能源业务板块的比重，也带动曲轴销量从 2020 年的 111 万件增加至 2023 年的 160 万件。而从盈利角度看，2023 年公司曲轴业务毛利率达 29.7%，而天润工业、浩物股份毛利率分别为 25.7%、22.0%，显示了公司垂直一体化以及高产能利用率带来的盈利优势。

图 21：公司与可比公司同业务营收（亿元）



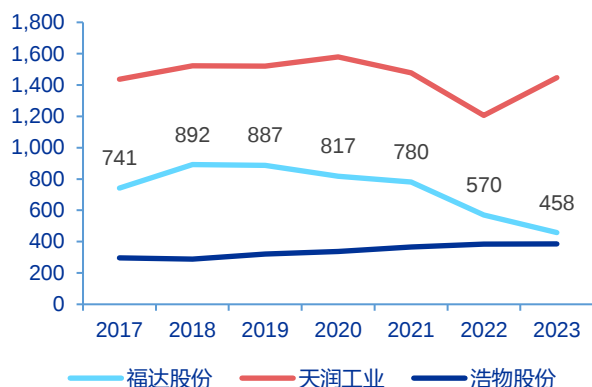
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：公司与可比公司同业务毛利率（%）



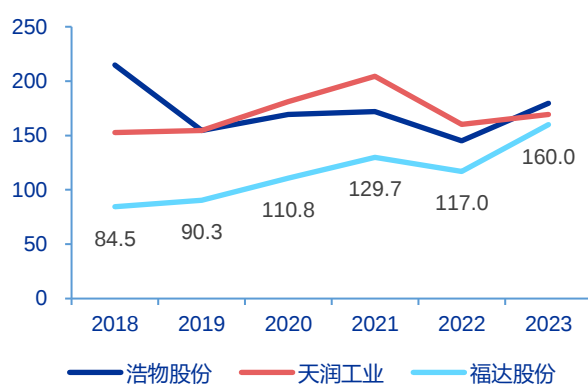
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：公司与可比公司曲轴 ASP（元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：公司与可比公司曲轴出货量（万件）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 合资成立福达阿尔芬，拓展大型曲轴新产品

合作德国 ALFING，拓展高端装备大型曲轴。公司于 2018 年与德国 ALFING 合资设立桂林福达阿尔芬大型曲轴有限公司，主要生产 1.6m~4m 的大型曲轴，满足船舶、核能发电、大型发电机组等高端市场的需求。合资公司主要设备均引进英国、德国、奥地利、日本等世界先进的技术装备，目前已经实现玉柴船电、德国 MTU 和瓦锡兰产品的大批量供货，并正式成为大连中车的定点供应商，与美国卡特皮勒的产品已进入样件加工阶段，同时加快对康明斯船电业务、中船重工业务等新市场的开发进度，加快实现船电重工新业务的突破。并且公司已通过了法国船级社 (BV)、俄罗斯船级社 (RS)、挪威船级社 (DNV) 以及劳氏船级社 (LR) 的认证，为公司全球化战略奠定了良好基础，体现了公司在曲轴核心业务领域较强的工艺技术水平。

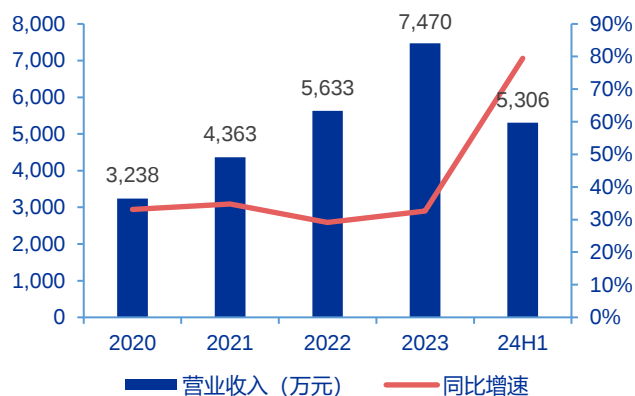
图 25：福达阿尔芬大型曲轴



资料来源：公司官网，申万宏源研究

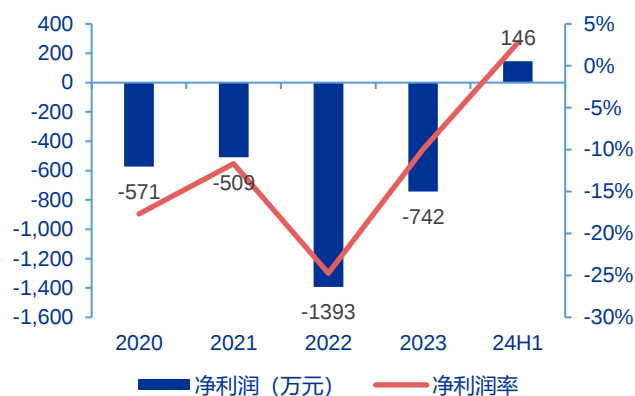
福达阿尔芬经营情况持续改善，24H1 已经实现扭亏。从 2020 年到 2023 年，合资公司营业收入逐年增长，从 3,237.77 万元增加到 7,469.62 万元，而 2024 年上半年实现营业收入 5,306.38 万元（同比+79.45%）。净利润方面，2020 年至 2023 年公司一直处于亏损状态，而 2024 年上半年随着收入的持续提升，合资公司成功扭亏为盈，实现净利润 146 万元，净利润率 2.75%。

图 26：福达阿尔芬营业收入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：福达阿尔芬净利润



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 横向拓展电驱齿轮、机器人，打开新成长空间

3.1 电驱齿轮：新能源直接增量，多面协同确定性强

公司于 2022 年成立新能源电驱科技分公司拓展电驱齿轮业务，并于 2024 年正式量产。我们认为电驱齿轮与公司传统业务有较强协同性，且可以进一步打开新能源增量空间，看好其未来成长性。

电驱齿轮是新能源直接增量零部件。新能源电驱齿轮为其动力总成“三合一”中减速器的核心零部件，主要为 4 个齿轮形成的减速结构，分别为：输入轴齿轮、中间轴齿轮（2 个）、输出轴齿轮。根据双环传动年报披露，其平均单价在 110~140 元/个，预计单套价值量在 500 元左右，若车型为多电机车型则价值量需乘以对应倍数。其相较于公司传统曲轴业务价值量更高，且新能源车均需配置，因此具备更大成长空间。

图 28：电驱齿轮结构图

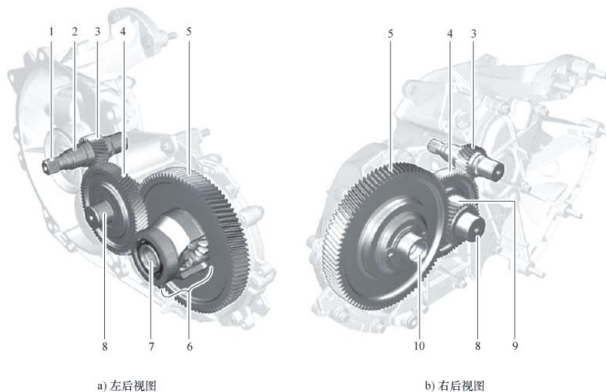


图 3-72 变速器内部齿轮结构（宝马 i3）
1—啮合轴（用于连接电机驱动轴） 2—变速器输入轴 3—输入轴上的圆柱齿轮 4—中间轴上的圆柱齿轮
5—变速器输出端处的圆柱齿轮 6—差速器 7—左侧半轴接口 8—中间轴
9—中间轴上的圆柱齿轮 10—右侧半轴接口

资料来源：EDC 电驱未来，申万宏源研究

精度是齿轮产品性能的重要衡量指标，新能源电驱齿轮较燃油车对于精度有更高要求。齿轮行业属于技术密集型行业，齿轮产品的性能反映在精度和强度两个方面。精度高低影响机械运行时的平稳性及噪音情况，强度高则主要反映在齿轮的疲劳寿命上。传统燃油车发动机最高转速通常在 5000-6500r/min，而新能源汽车电机转速普遍在 16,000r/min 以上，部分企业在研驱动电机转速甚至达 20,000r/min 以上，远高于传统燃油车；同时新能源汽车尤其是纯电车不存在发动机噪音，因此对于工况中的 NVH 性能更为关注。为保证减速器高速、无冷却、长时间、低噪音持续运行，减速器的齿轮精度要求普遍在 6 级以上，甚至达 4-5 级，有向更高精度级别发展的趋势。

表 6：各类机械传动中所应用的齿轮精度等级

类型	精度等级	类型	精度等级	类型	精度等级	类型	精度等级
测量齿轮	2~5	汽车底盘	5~8	拖拉机	6~9	矿用绞车	8~10
透平齿轮	3~6	轻型汽车	5~8	通用减速器	6~9	起重机械	6~10
金属切削机床	3~8	载货汽车	6~9	轧钢机	5~9	农用机械	8~11
内燃机车	~	航空发动机	~				

资料来源：国际标准化组织（ISO），机械设计工具网，申万宏源研究

电驱齿轮重资产特征明显，其中磨齿为核心工艺。磨齿主要用来精加工齿面已淬硬的齿轮，常用的磨齿方法有锥面砂轮磨齿与双片蝶形砂轮磨齿。磨齿精度通常可达 3~6 级，齿面粗糙度为 $Ra0.8 \sim 0.2\mu m$ ，对齿轮误差及热处理变形有较强的修正能力。但由于磨齿机砂轮头架及砂轮本身刚度较差，切深不能太大，又是单齿分度，所以生产率较低；同时这种机床的结构复杂，制造精度要求高，价格昂贵。因此设备规模、设备调试能力、生产效率等因素使得高精度磨齿机成为了核心壁垒。

图 29：锥面砂轮磨齿工艺

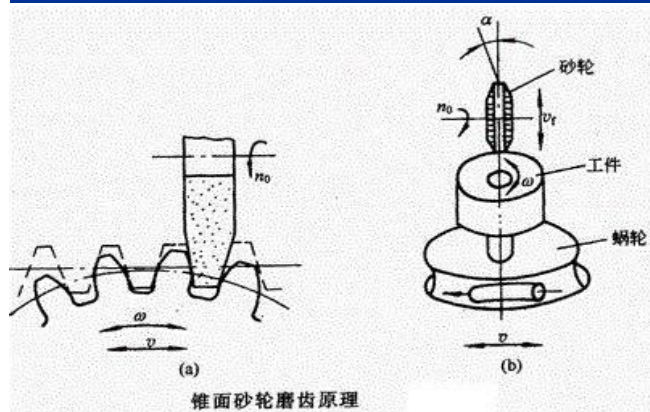
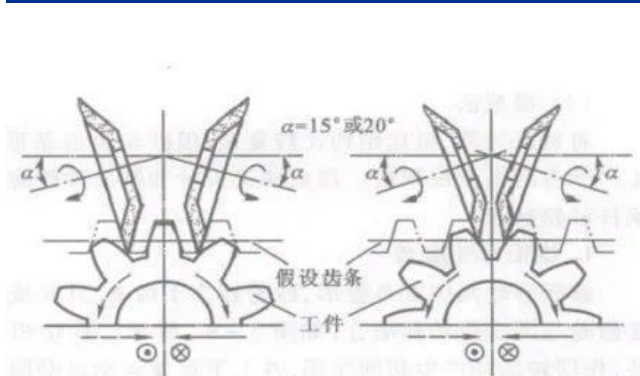


图 30：双片蝶形砂轮磨齿



资料来源：机械公差公众号，申万宏源研究

资料来源：机械公差公众号，申万宏源研究

表 7：磨齿为齿轮加工精度最高的工艺

加工方法	加工原理	加工质量		生产率	设备	应用范围
		精度等级	齿面粗糙度 ($Ra \mu m$)			
铣齿	成形法	9	6.3~3.2	中等	普通铣床	单件修配生产中，加工低精度外圆柱齿轮、锥齿轮、蜗轮
拉齿	成形法	7	1.6~0.4	高	拉床	大批量生产 7 级精度的内齿轮，因外齿轮拉刀制造甚为复杂，故少用
插齿	展成法	8~7	3.2~1.6	中等	插齿机	单件成批生产中，加工中等质量的内外圆柱齿轮、多联齿轮
滚齿	展成法	8~7	3.2~1.6	较高	滚齿机	单件和成批生产中，加工中等质量的外圆柱齿轮、蜗轮
剃齿	展成法	7~8	0.8~0.4	高	剃齿机	精加工未淬火的圆柱齿轮
珩齿	展成法	改善不大	0.8~0.4	很高	珩齿机	光整加工已淬火的圆柱齿轮。适用于成批和大量生产
磨齿	成形法、展成法	6~3	0.8~0.2	较低	磨齿机	精加工已淬火的圆柱齿轮

资料来源：齿轮传动网，申万宏源研究

我们认为新能源电驱业务与公司传统曲轴业务类似，重资产、精加工特征明显，有望延续自身优势。

①**客户优势**：电驱齿轮业务与公司曲轴业务的客户群高度重合，比亚迪、吉利等自主新能源头部公司均为公司核心客户，目前公司已经获得比亚迪、吉利和联合电子等客户的新能源齿轮项目定点。

②**工艺协同优势**：公司基于曲轴毛坯业务，具备了对于锻造工艺的深刻理解；同时公司原有的离合器、锥齿轮业务均与电驱齿轮在产品参数设计、应用等方面存在共性，这为公司进入电驱齿轮相关业务提供了重要的技术基础。

③**装备优势**：考虑到电驱齿轮精加工特征，公司提前布局，引进德国、法国、瑞士、西班牙、美国、日本、韩国等国家的克林贝格齿轮检测中心、霍夫勒磨齿机、普瑞威玛珩齿机、ECM 低压

渗碳系统、格里森滚齿机、埃马克车磨中心、达诺巴特外圆磨床、埃马克激光焊接中心等 60 多台套高精尖设备，一期总投资 4.08 亿元，预计 2024 年将形成 60 万套新能源电驱系统高精密齿轮的生产能力。

24 下半年成功开始量产，看好后续快速放量。根据公司披露，目前比亚迪和联合电子的一款产品已分别进入量产阶段。24 上半年，吉利两轴两齿项目和联合电子一体轴项目均已顺利获得定点，并进行小批样件的生产。在新客户开发方面，目前正与舍弗勒洽谈新的主减齿轮业务，双方正在进行深入的技术交流和商务谈判。此外，联合电子的小米、大众轴齿项目、吉利轴齿项目以及比亚迪 DMI5.0 平台的轴齿项目也在前期沟通交流中。根据公司股权激励目标，2024-2026 年公司电驱齿轮业务将实现收入不低于 2500 万、1.6 亿元、3 亿元，新能源电驱齿轮业务收入从零开始快速提升。

图 31：公司电驱齿轮产线



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 32：公司电驱齿轮产品



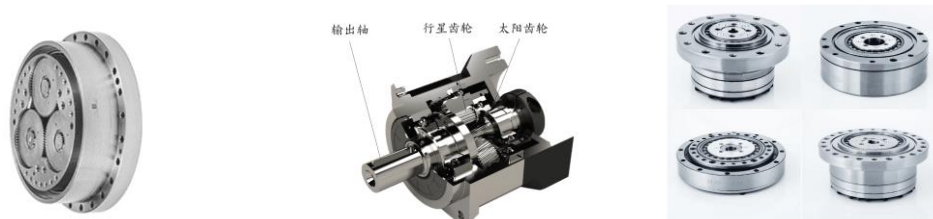
资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2 机器人：精加工底层能力互通，打开想象空间

拓展机器人业务，打开更大成长空间。24 上半年公司迅速组建专门的技术团队，进行机器人关键零部件产品的研发，并结合现有精密齿轮生产能力，在机器人减速器产品上已获得相应成果。公司将继续在机器人零部件新产品上加大研发力度，并积极拓展机器人减速器产品定点项目。我们认为，参考双环传动、精锻科技等汽配公司，新能源电驱齿轮的精加工工艺与机器人减速器底层逻辑共通，因此在团队组建半年时间内就可以初步形成产品，我们看好公司后续有望进一步拓展其他产品品类，打开机器人业务的成长潜力。

表 8：汽车齿轮&RV&行星&谐波减速器对比

汽车齿轮		
汽车发动机齿轮	汽车分动器齿轮	汽车变速器齿轮
		
RV 减速器	行星减速器	谐波减速器



资料来源：绿的谐波官网，双环传动官网，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

曲轴：在本轮新能源带动的乘用车曲轴行业格局变化下，公司为核心受益标的。在需求端，公司已获得比亚迪 50%以上配套份额，并积极拓展新客户包括理想、赛力斯（小康动力）、上汽等，新客户的拓展以及客户内份额的提升均将提供订单增量。在产能端，2024 年公司产能已达到饱和状态，2025 年“新能源汽车混合动力曲轴智能制造项目”年产 100 万根曲轴的产能有望落地，同时公司也在积极进行已有产线的改造扩张，届时有望打破产能瓶颈，带动曲轴业务收入进一步提升。预计 2024-2026 年收入为 10.0/16.9/21.4 亿元，同比增长 36.3%/68.8%/27.0%。盈利能力方面，2025 年产能快速扩张较大，短期产能利用率或有一定波动，预计 2024-2026 年毛利率为 30.0%/28.0%/29.0%。

精密锻件：以曲轴毛坯为主，除保障内部供应外，公司也在持续开发外部客户，2024 年赛力斯以及理想项目已完成 PSW 签署，进入量产阶段；吉利混动毛坯和柳州赛克曲轴毛坯也成功获得项目定点。我们预计，随着公司新产能的落地，公司精密锻件销量也有望持续提升，预计 2024-2026 年收入为 1.9/2.4/2.9 亿元，同比增长 20%/25%/20%。盈利能力方面，考虑到新产能扩张以及老产能折旧周期（锻件产能主要是公司 14 年上市后投入），整体折旧摊销影响有限，因此预计 2024-2026 年毛利率维持在 21%水平。

齿轮：公司传统齿轮业务主要是锥齿轮，以配套商用车为主，预计整体收入保持稳定。而在电驱齿轮方面，比亚迪、联合电子、吉利等客户均已进入量产阶段，一期项目 60 万套产能已经开始爬坡，考虑到公司的装备优势和客户优势，我们认为业务扩张节奏有望超过股权激励目标要求。预计 2024-2026 年齿轮整体收入 1.2/3.5/5.0 亿元，同比增长 25%/180%/43%。盈利能力方面，考虑到电驱齿轮壁垒更高，因此我们预计其收入占比的提升有望带动毛利率提升，预计 2024-2026 年毛利率为 16.0%/18.0%/20.0%。

其他业务：包括离合器、螺栓等，考虑到其非后续公司业务侧重点，预计收入和盈利维持稳定。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.8/26.4/32.9 亿元，同比增速 23.9%/57.3%/24.8%；预计可实现归母净利润 1.83/2.80/3.94 亿元，同比增速 76.6%/53.1%/40.8%；对应当前（2025/2/21）PE 为 36x/24x/17x。

表 9：公司分业务收入及毛利拆分预测（单位：百万元，%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
曲轴					
收入	667.0	733.0	999.1	1686.1	2141.2
同比	-34.1%	9.9%	36.3%	68.8%	27.0%
毛利	174.9	218.0	299.7	472.1	620.9
毛利率	26.2%	29.7%	30.0%	28.0%	29.0%
精密锻件					
收入	93.7	159.6	191.7	239.6	287.6
同比	-14.9%	70.3%	20.1%	25.0%	20.0%
毛利	13.9	32.8	40.3	50.3	60.4
毛利率	14.8%	20.5%	21.0%	21.0%	21.0%
齿轮（含电驱齿轮）					
收入	73.6	99.9	124.9	349.9	499.9
同比	-50.0%	35.7%	25.0%	180.1%	42.9%
毛利	2.9	15.9	20.0	63.0	100.0
毛利率	4.0%	15.9%	16.0%	18.0%	20.0%
其他					
收入	300.4	359.8	359.8	359.8	359.8
同比	-45.0%	19.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	42.3	55.1	55.1	55.1	55.1
毛利率	14.1%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
合计					
收入	1134.7	1352.3	1675.5	2635.4	3288.4
同比	-37.5%	19.2%	23.9%	57.3%	24.8%
毛利	234.1	321.7	415.0	640.5	836.4
毛利率	20.6%	23.8%	24.8%	24.3%	25.4%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 估值

公司作为曲轴第三方核心供应商，PHEV 趋势下再获成长，且新能源电驱齿轮、机器人业务有望打开更高成长空间，因此我们选取可比公司：精密齿轮平台型企业，且机器人减速器业务已经有较强市场地位的双环传动；有精密制造核心能力，传统业务涡轮增压器同样受 PHEV 带动渗透率提升，并拓展新能源、机器人零部件的贝斯特；同样以锻造加工业务为主的变速器齿轮核心供应商精锻科技。

表 10：福达股份与可比公司估值对比

证券代码	证券简称	2025/2/21		归母净利润（百万元）				PE			
		收盘价（元）	总市值（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002472	双环传动	41.79	354.16	816	1039	1304	1534	43	34	27	23
300580	贝斯特	32.79	164.13	264	303	394	480	62	54	42	34
300258	精锻科技	13.32	64.17	238	177	253	325	27	36	25	20
	平均							44	42	31	26
	达股份										

资料来源：iFind，申万宏源研究

(注：可比公司盈利为申万宏源研究预测)

三家可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 42x/31x/26x，而福达股份为 36x/24x/17x。在曲轴领域，PHEV 带动行业整体格局重塑，公司作为优势第三方供应商，拥有客户资源、垂直一体化、产能等多方面优势，随着后续产能扩产有望进一步获取市场份额，贡献业绩增量。同时公司也在拓展新能源电驱齿轮业务以及机器人相关业务，公司的客户资源、精加工底层能力有望得到复用，打开估值空间。**给予其 2025 年可比公司平均 31 倍 PE，对应目标市值 88 亿元，相较于当前 (2025/2/21) 有 33% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。**

5. 风险提示

下游汽车销量不及预期：若下游汽车销量不及预期，将对公司收入产生较大影响；同时也将造成公司产能利用率下滑，进而对盈利能力造成影响。

产能扩张节奏不及预期：若下游新能源汽车销量持续高增，产能拓展速度不及预期，可能造成订单流失影响收入。

新业务拓展节奏不及预期：电驱齿轮和机器人等业务对公司而言是新业务，其发展节奏具有不确定性，若不及预期将对公司长期成长空间造成影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,135	1,352	1,675	2,635	3,288
营业收入	1,135	1,352	1,675	2,635	3,288
营业总成本	1,091	1,250	1,508	2,355	2,887
营业成本	901	1,031	1,260	1,995	2,452
税金及附加	14	12	15	24	30
销售费用	29	38	45	69	82
管理费用	63	68	74	111	135
研发费用	79	87	97	140	171
财务费用	6	14	17	18	17
其他收益	33	25	30	30	30
投资收益	-10	-9	3	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	5	-7	-2	-7	-7
资产减值损失	-8	-5	-1	-4	-1
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	63	107	198	304	428
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	63	107	198	304	428
所得税	-3	3	16	24	34
净利润	66	104	183	280	394
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	66	104	183	280	394

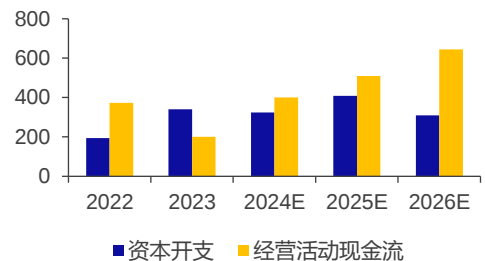
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	66	104	183	280	394
加：折旧摊销减值	173	187	214	250	273
财务费用	5	16	17	18	17
非经营损失	-2	-4	-4	-6	-6
营运资本变动	130	-98	-8	-32	-35
其它	-4	4	0	0	0
经营活动现金流	374	201	401	510	644
资本开支	194	341	324	409	309
其它投资现金流	-12	8	0	0	0
投资活动现金流	-206	-332	-324	-409	-309
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	7	178	76	100	80
支付股利、利息	335	80	37	54	73
其它融资现金流	0	-51	0	0	0
融资活动现金流	-329	47	39	46	7
净现金流	-161	-85	116	146	342

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,142	1,148	1,348	1,766	2,290
现金及等价物	220	152	268	414	756
应收款项	585	664	727	864	1,002
存货净额	330	327	349	483	528
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	6	5	5	5	5
长期投资	69	65	68	73	78
固定资产	1,736	1,806	1,928	2,109	2,164
无形资产及其他资产	298	414	405	397	388
资产总计	3,245	3,433	3,749	4,344	4,919
流动负债	721	974	1,009	1,261	1,417
短期借款	388	567	524	524	524
应付款项	331	353	432	684	840
其它流动负债	2	53	53	53	53
非流动负债	143	141	261	361	441
负债合计	864	1,115	1,270	1,622	1,858
股本	646	646	646	646	646
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,269	1,218	1,218	1,218	1,218
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	141	149	162	182	211
未分配利润	324	304	453	677	986
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2,381	2,318	2,479	2,723	3,061
负债和股东权益合计	3,245	3,433	3,749	4,344	4,919

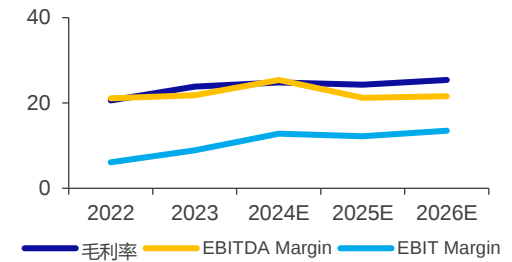
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

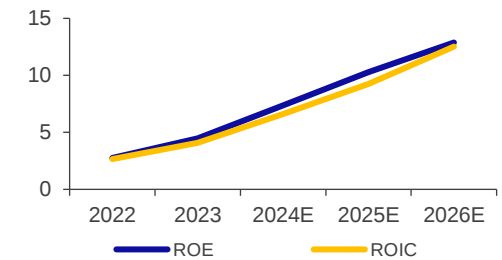
报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.16	0.28	0.43	0.61
每股经营现金流	0.58	0.31	0.62	0.79	1.00
每股红利	0.00	0.00	0.03	0.06	0.09
每股净资产	3.69	3.59	3.84	4.21	4.74
关键运营指标(%)					
ROIC	2.7	4.1	6.6	9.3	12.5
ROE	2.8	4.5	7.4	10.3	12.9
毛利率	20.6	23.8	24.8	24.3	25.4
EBITDA Margin	21.1	21.8	25.4	21.2	21.6
EBIT Margin	6.1	8.9	12.8	12.2	13.5
营业总收入同比增长	-37.5	19.2	23.9	57.3	24.8
归母净利润同比增长	-68.5	57.8	76.6	53.1	40.8
资产负债率	26.6	32.5	33.9	37.3	37.8
净资产周转率	0.48	0.58	0.68	0.97	1.07
总资产周转率	0.35	0.39	0.45	0.61	0.67
有效税率	-3.6	2.7	8.0	8.0	8.0
股息率	0.0	0.0	0.3	0.6	0.8
估值指标(倍)					
P/E	100.7	63.8	36.1	23.6	16.8
P/B	2.8	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/Sale	6.3	5.4	4.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	29.8	24.9	17.3	13.4	10.7
股本	646	646	646	646	646

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

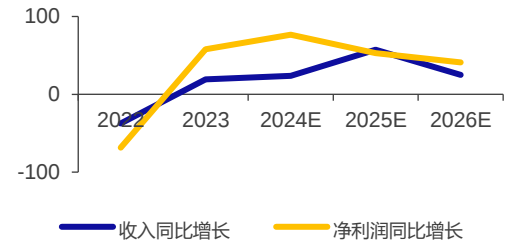
经营利润率(%)



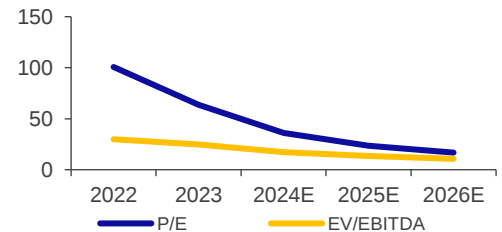
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。