

五洲新春（603667.SH）

全球精密制造领域技术领先者，拓展机器人和新能源市场

投资要点：

五洲新春：全球精密制造领域技术领先者

深耕 25 年，公司发展为全球精密制造领域技术领先者，主要产品包括轴承产品、新能源汽车零部件、热管理系统零部件、丝杠组件及零部件。公司经营稳健，收入规模与利润规模稳定增长。2017-2023 年，公司营业收入从 11.46 亿元提升至 31.06 亿元，复合增长率 18.08%；2017-2023 年，公司归母净利润从 0.99 亿元提升至 1.38 亿元，复合增长率为 5.76%。分下游行业来看，轴承及配件行业为第一大收入来源。2023 年公司轴承及配件行业、热管理系统零部件行业、汽车配件行业分别实现收入 17.89、8.27、4.30 亿元，占比分别为 57.58%、26.63%、13.83%。

布局机器人产业链，积极拥抱新趋势

轴承作为机器人减速器核心零部件之一，逐步被市场重视。下游客户对机器人轴承提出较高的性能要求：高运动精度、高可靠性、高刚性、长寿命、较小空间能量密度。公司已经研发成功机器人全系列轴承产品，配套南高齿、纽氏达特、中大力德、大族谐波、来福谐波等机器人减速器企业。行星滚柱丝杠：滚柱丝杠承载能力大、传动精度高，因而对材料、设计、制造等环节的要求更高，国内市场仍以进口为主，国产化率尚低。2023 年公司已完成相关丝杠产品组件及零部件的设计及持续送样改进工作，由于主流产品技术路线尚未定型，目前仅实现少量的样品收入、销售占比极小。展望行业趋势，整个机器人产业链可能会出现爆发性增长，为公司提供可持续发展的空间。

非公开发行项目助力公司新业务发展

公司非公开发行股票募集资金拟投资于年产 2200 万件 4 兆瓦（MW）以上风电机组精密轴承滚子技改项目，年产 1020 万件新能源汽车轴承及零部件技改项目，年产 870 万件汽车热管理系统零部件及 570 万件家用空调管路件智能制造建设项目，以及补充流动资金。2024 年部分项目变更为投资确定性更强的“线控执行系统核心零部件研发与产业化项目”，新项目主要产品是汽车转向系统丝杠螺母副、线控刹车系统丝杠螺母副、反向行星滚柱丝杠及微小型滚珠丝杠和汽车传动系统其他零部件，主要系丝杠类产品。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 32.42、36.55、41.35 亿元，yoy+4%、13%、13%；归母净利润分别为 1.32、1.66、2.04 亿元，yoy-5%、26%、23%。采用可比公司估值法，根据 iFinD 一致预期预测，去掉极值后，五洲新春估值略低于可比公司估值均值，但考虑到公司目前估值较高，首次覆盖，给予“持有”评级

风险提示

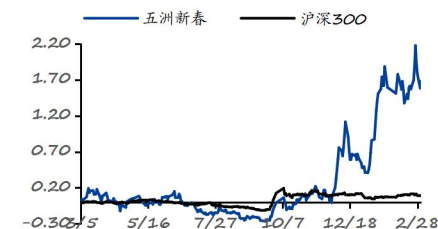
下游需求不及预期的风险，地缘政治以及全球贸易壁垒的风险，公司技术研发或新品开发不及预期的风险，人形机器人产业发展不及预期。

持有（首次评级）

基本数据

日期	2025-03-04
收盘价:	44.94 元
总股本/流通股本(百万股)	366.34/366.20
流通 A 股市值(百万元)	16,457.15
每股净资产(元)	8.01
资产负债率(%)	41.00
一年内最高/最低价(元)	53.20/12.17

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	俞能飞(S0210524040008)
ynf30520@hfzq.com.cn	
分析师:	师浩云(S0210524050015)
shy30560@hfzq.com.cn	

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,200	3,106	3,242	3,655	4,135
增长率	32%	-3%	4%	13%	13%
净利润（百万元）	148	138	132	166	204
增长率	20%	-6%	-5%	26%	23%
EPS（元/股）	0.40	0.38	0.36	0.45	0.56
市盈率（P/E）	111.4	119.1	125.0	99.1	80.8
市净率（P/B）	7.1	5.7	5.6	5.4	5.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

正文目录

1 五洲新春：全球精密制造领域技术领先者	4
1.1 发展历程：深耕 25 年，发展为全球精密制造领域技术领先者	4
1.2 股权结构：公司股权结构稳定，子公司众多	4
2 公司业务：广泛应用于汽车、工业机械新能源等领域	5
2.1 公司主要产品包括轴承产品、新能源汽车零部件、热管理系统零部件、丝杠组件及零部件	5
2.2 轴承及配件行业为第一大收入来源	6
2.3 非公开发行项目助力公司新业务发展	7
2.4 机器人相关：轴承与丝杠关注度提升	9
3 财务分析：经营稳健，海外市场营收规模提升	10
3.1 公司经营稳健	10
3.2 公司净利率保持相对稳定，控费能力强	10
3.3 持续开拓海外市场，海外收入占比持续提升	11
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测	12
4.2 投资建议	13
5 风险提示	14

图表目录

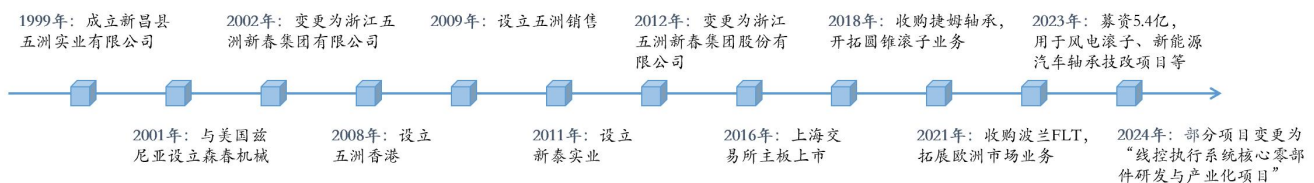
图表 1：五洲新春发展历程	4
图表 2：五洲新春股权结构图（截至 2024 年三季度）	4
图表 3：五洲新春收入构成（分行业）	6
图表 4：五洲新春分行业收入	6
图表 5：五洲新春分行业毛利率（2023 年）	7
图表 6：非公开发行项目聚焦风电与新能源汽车领域（单位：万元）	7
图表 7：非公开发行项目部分变更	9
图表 8：公司营业收入及同比	10
图表 9：公司归母净利润及同比	10
图表 10：公司销售毛利率&销售净利率	11
图表 11：公司期间费用率	11
图表 12：公司分地区收入占比	11
图表 13：公司分地区收入	11
图表 14：公司分地区毛利率	12
图表 15：公司业绩拆分预测表	13
图表 16：公司期间费用率预期	13
图表 17：可比公司估值表	14
图表 18：财务预测摘要	16

1 五洲新春：全球精密制造领域技术领先者

1.1 发展历程：深耕 25 年，发展为全球精密制造领域技术领先者

1999 年新昌县五洲实业有限公司成立；2001 年公司与美国兹尼亚设立森春机械；2002 年新昌县五洲实业有限公司变更为浙江五洲新春集团有限公司；2008 年公司设立五洲香港；2009 年公司设立五洲销售；2011 年公司设立新泰实业；2012 年浙江五洲新春集团有限公司变更为浙江五洲新春集团股份有限公司；2016 年公司于上海证券交易所主板上市；2018 年公司收购捷姆轴承，开拓圆锥滚子业务；2021 年公司收购波兰 FLT，拓展欧洲市场业务；2023 年公司募资 5.4 亿，用于风电滚子新能源汽车轴承技改项目等；2024 年部分项目变更为投资确定性更强的“线控执行系统核心零部件研发与产业化项目”，新项目主要产品是汽车转向系统丝杠螺母副、线控刹车系统丝杠螺母副、反向行星滚柱丝杠及微小型滚珠丝杠和汽车传动系统其他零部件，主要系丝杠类产品。

图表 1：五洲新春发展历程

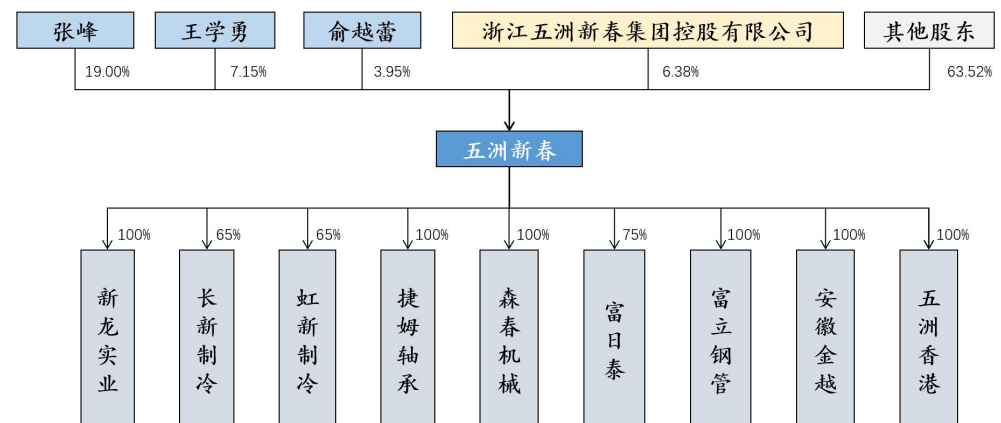


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 股权结构：公司股权结构稳定，子公司众多

公司股权结构稳定。截至 2024 年 9 月 30 日，张峰直接持股比例为 19.00%，王学勇直接持股比例为 7.15%，俞越蕾直接持股比例为 3.95%，浙江五洲新春集团控股有限公司持有上市公司五洲新春股份比重为 6.38%。

图表 2：五洲新春股权结构图（截至 2024 年三季报）



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所（子公司持股情况截至 2024 年中报）



2 公司业务：广泛应用于汽车、工业机械新能源等领域

2.1 公司主要产品包括轴承产品、新能源汽车零部件、热管理系统零部件、丝杠组件及零部件

1) 轴承产品：新能源汽车轴承业务稳步发展，密切关注其他工业轴承新领域。

公司积极应对新能源汽车的快速增长，研发成功新能源汽车全系列轴承产品并配套国内外主机客户。公司积极扩大球环滚针轴承产能，满足来自丰田系汽车海外市场增量及国内新能源汽车的市场需求，并成功向国内某家主流造车新势力新车型配套球环滚针轴承，为公司该产品日后的拓展奠定了坚实的基础；2023年公司加快从工业减速器、变速箱轴承切入新能源车减速器、变速箱轴承，公司间接向国内另一家主流造车新势力刚推出的主打车型配套减速系统轴承，并有助于新能源汽车驱动电机轴承项目的推进；三代乘用车轮毂轴承单元在满足汽车后市场订单的同时，新采购全自动装配生产线调试成功并经过国内知名主机厂审核并获得新项目的定点，同时公司也在积极推动汽车后市场营销渠道的开拓，与美国知名汽车后市场轮毂轴承经销商接洽，加快协商合作提升公司三代汽车轮毂轴承单元的产销量。

公司积极布局工业轴承新领域，公司全资子公司 FLT 为欧洲著名变速箱轴承、工业电机减速器轴承重要供应商。公司主要客户包括美国德纳、英国吉凯恩、意大利卡拉罗、德国 BPW、意大利邦飞利以及国内南高齿、上汽齿等。高速电梯用精密轴承配套迅达、奥的斯等著名电梯品牌，实现进口替代。

2) 新能源汽车零部件

公司将精密制造核心技术运用到汽车零部件行业，重点开发新能源汽车零部件，主要包括三种细分产品：①汽车安全气囊气体发生器部件，该产品目前全球仅日本新日铁、意大利特纳瑞斯和公司三家企业研发成功并规模化生产，市场前景良好；②新能源汽车动力驱动装置零部件，主要包括变速器、减速器的齿轮、齿坯、齿套的精锻件和机加件等；③新开发电子差速器接合锁和传动轴连接法兰件等。

3) 热管理系统零部件

公司拥有一支长期专注于汽车热管理系统零部件和家用空调管路的技术研发团队，相关产品经过多年的研发积累，生产工艺技术成熟先进。汽车热管理是高弹性的新能源汽车零部件赛道，技术迭代加速，单车价值量提升，公司重点围绕新能源汽车热管理加大研发投入，提升产品附加值及单车价值量。公司已经研发成功热管理系统软管、系统管、汽车制冷剂流道板及电动汽车热管理系统集成模块阀岛总成等新产品，逐步完成从热管理系统零部件向系统集成的转型升级。



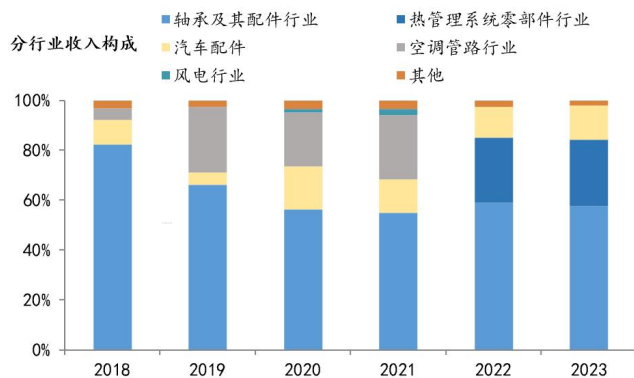
4) 丝杠组件及零部件

公司高度关注丝杠在新兴产业中的应用前景，将相关领域的产品研发及市场开拓作为未来发展的重点方向。报告期内凭借全产业链优势和技术储备，加快丝杠类产品的技术储备、加大研发生产投入及下游市场开拓。目前公司已拥有多种工艺、设计、研发等人才梯队储备；具备基于客户需求的自主设计、正向开发能力；拥有从锻件、机加工、热处理、硬车及各类磨削加工、装配和测试开发能力。

2.2 轴承及配件行业为第一大收入来源

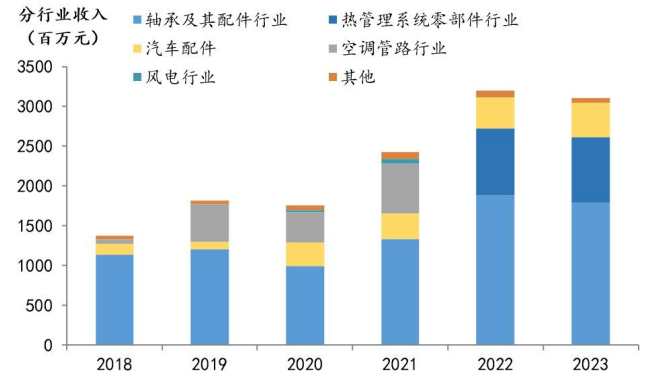
分下游行业来看，轴承及配件行业为第一大收入来源。2023 年公司轴承及配件行业、热管理系统零部件行业、汽车配件行业分别实现收入 17.89、8.27、4.30 亿元，占比分别为 57.58%、26.63%、13.83%。

图表 3：五洲新春收入构成（分行业）



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

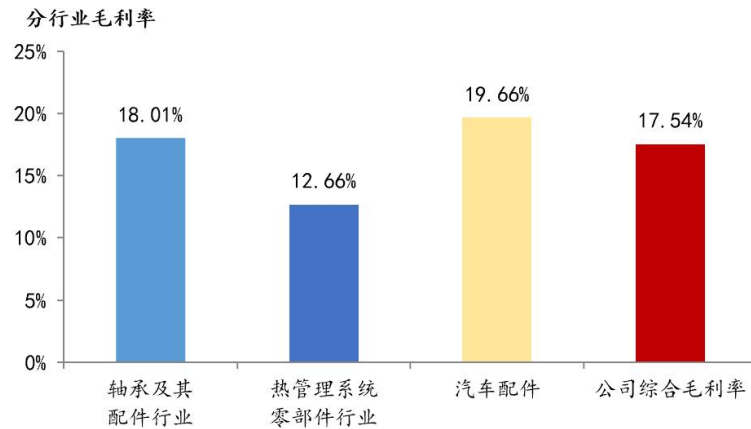
图表 4：五洲新春分行业收入



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

从毛利率来看，汽车配件行业与轴承及配件行业毛利率高于公司综合毛利率。2023 年公司综合毛利率为 17.54%。2023 年公司公司轴承及配件行业、热管理系统零部件行业、汽车配件行业毛利率分别为 18.01%、12.66%、19.66%。

图表 5: 五洲新春分行业毛利率 (2023 年)



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

2.3 非公开发行项目助力公司新业务发展

公司非公开发行股票募集资金拟投资于年产 2200 万件 4 兆瓦 (MW) 以上风电机组精密轴承滚子技改项目, 年产 1020 万件新能源汽车轴承及零部件技改项目, 年产 870 万件汽车热管理系统零部件及 570 万件家用空调管路件智能制造建设项目, 以及补充流动资金。

图表 6: 非公开发行项目聚焦风电与新能源汽车领域 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目投资	拟投入募集资金
1	年产 2200 万件 4 兆瓦 (MW) 以上风电机组精密轴承滚子技改项目	29,619.35	20,500.00
2	年产 1020 万件新能源汽车轴承及零部件技改项目	18,618.59	10,500.00
3	年产 870 万件汽车热管理系统零部件及 570 万件家用空调管路件智能制造建设项目	13,838.79	7,500.00
4	补充流动资金	15,500.00	15,500.00
合计		77,576.73	54,000.00

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

(1) 年产 2200 万件 4 兆瓦 (MW) 以上风电机组精密轴承滚子技改项目。

拟生产的产品为 4 兆瓦以上风电机组精密轴承滚子, 系风电轴承的重要组成部分。装配于大兆瓦风电轴承中的滚子, 要求使用寿命达到 20 年以上, 目前的现状是滚子精度低, 尺寸一致性差, 可靠性差, 尤其是能批量生产高端滚子的企业屈指可数。

五洲新春是生产风电高端精密滚子的领头企业, 已在风电用轴承滚子领域取得突破, 成功开发了陆上和海上风电滚子, 实现进口替代, 配套蒂森克虏伯、德枫丹、斯凯孚、新强联 (300850) 等著名风电轴承企业。本项目将进一步扩大公司在风电用滚子产品的产能, 有助于实现重大装备关键零部件的国产化, 进一步推动行业降



本增效的发展趋势。

(2) 年产 1020 万件新能源汽车轴承及零部件技改项目。

公司目前已在汽车精密零部件领域建立了较强的竞争优势，直接和间接配套客户主要包括舍弗勒、吉凯恩、邦奇、双环传动、南京泉峰、丰田、大众、特斯拉(Tesla)、比亚迪等知名企业。本次募集资金投资项目主要系增加公司在新能源汽车相关零部件的生产能力，这不仅将更好地应对国际、国内新能源汽车零部件市场规模和客户群体的增加，使公司进一步加大与新能源汽车主机厂及总成供应商的合作；同时也将加强公司的产品开发能力，有助于提升现有产品技术水平和生产能力，生产更多具备较高科技附加值的产品，为客户创造价值。本项目有助于加快实现公司产品向新能源汽车行业的转型升级，巩固公司行业地位，在新的发展机遇下准确把握新能源汽车最新动向，不断提高公司盈利水平，从而增强核心竞争力。

(3) 年产 870 万件汽车热管理系统零部件及 570 万件家用空调管路件智能制造建设项目

①**汽车热管理系统零部件方面**。汽车热管理系统产品主要包括汽车空调管路、热交换系统连接硬管和热交换系统附件。一般来说需要安装空调的每辆汽车均需安装一套完整的汽车空调管路产品，一般车型需要使用 8 件左右的热交换系统连接硬管和 20-40 件左右的热交换系统附件。本项目生产的汽车热管理系统零部件包括汽车空调软管、分流板及调温阀体焊接件、MEB/GEN/MRA2 加热器管，将有效满足下游车企客户尤其是新能源汽车客户的相关需求，有利于公司发展顺应行业市场发展趋势、提高公司的综合竞争力。

②**家用空调管路方面**。公司空调管路产品主要客户包括长虹空调、海信日立等知名家电企业，近年来公司把握行业机会、紧跟客户需求，空调管路销售规模总体呈增长趋势。公司此前主要生产内机配管，而通常空调外机配管数量是内机的 2 倍以上，市场规模更大。为满足客户对外机配管的增长需求，本项目拟配置空调外机配管生产线，形成年产 570 万件家用空调管路的生产能力，进一步丰富公司在空调管路领域的产品结构，为客户提供更全面的产品配套服务。

(4) 非公开发行项目部分变更为线控执行系统核心零部件研发与产业化项目。

原“年产 2200 万件 4 兆瓦(MW)以上风电机组精密轴承滚子技改项目”拟投入募集资金 20,500.00 万元，截止 2024 年 8 月 31 日，已累计使用募集资金 6,511.17 万元。因风电市场发展不及预期，市场需求放缓，目前公司风电滚子产能

基本能满足当前订单水平，短期继续加大投资必要性不大，为提高募集资金使用效益，优化资金和资源配置，促进公司长远发展，并结合未来发展趋势和公司战略规划布局，经综合审慎考虑，公司拟将“年产 2200 万件 4 兆瓦（MW）以上风电机组精密轴承滚子技改项目”变更为投资确定性更强的“线控执行系统核心零部件研发与产业化项目”，并将原项目募集资金剩余本金金额 14,000.00 万元全部变更投入到新项目中。

新项目主要产品是汽车转向系统丝杠螺母副、线控刹车系统丝杠螺母副、反向行星滚柱丝杠及微小型滚珠丝杠和汽车传动系统其他零部件，主要系丝杠类产品。相关产品作为未来公司推向目标市场的主要产品之一，主要用于新能源汽车及相关领域，市场前景广阔。

图表 7：非公开发行项目部分变更

变更前		变更后	
项目名称	拟投入募集资金金额	项目名称	拟投入募集资金金额
年产 2200 万件 4 兆瓦（MW）以上风电机组精密轴承滚子技改项目	20,500.00	线控执行系统核心零部件研发与产业化项目	14,000.00

注：实际投入募集资金金额以转入新项目募集账户金额为准。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.4 机器人相关：轴承与丝杠关注度提升

轴承：轴承作为机器人减速器核心零部件之一，逐步被市场重视。下游客户对机器人轴承提出较高的性能要求：高运动精度、高可靠性、高刚性、长寿命、较小空间能量密度。机器人相关轴承包括：定制化的深沟球轴承、四点接触球轴承、角接触球轴承以及滚针轴承；高承载、高精度的圆锥滚子轴承、柔性薄壁轴承和交叉滚子轴承等。公司已经研发成功机器人全系列轴承产品，配套南高齿、纽氏达特、中大力德、大族谐波、来福谐波等机器人减速器企业。

行星滚柱丝杠：滚柱丝杠承载能力大、传动精度高，因而对材料、设计、制造等环节的要求更高，国内市场仍以进口为主，国产化率尚低。根据相关研究报告，**具身机器人线性关节主流技术方案将采用行星滚柱丝杠**。公司依托以轴承为基础的精密制造行业经验，发展以高端行星滚柱丝杠产品为切入点的各类丝杠产品，为直线执行器、旋转执行器和灵巧手提供部件或者成套产品。2023 年公司已完成相关丝杠产品组件及零部件的设计及持续送样改进工作，由于主流产品技术路线尚未定型，目前仅实现少量的样品收入、销售占比极小。展望行业趋势，整个机器人产业链可能会出现爆发性增长，为公司提供可持续发展的空间。



3 财务分析：经营稳健，海外市场营收规模提升

3.1 公司经营稳健

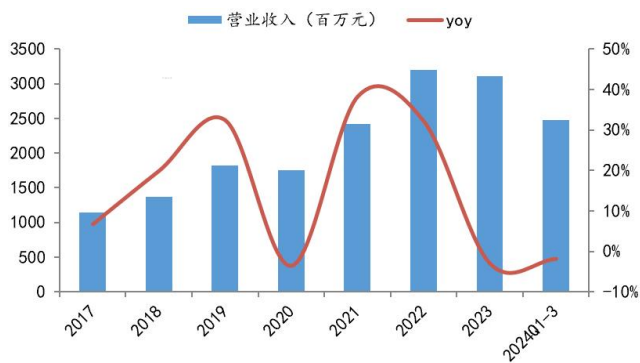
公司经营稳健，收入规模与利润规模稳定增长。2017-2023 年，公司营业收入从 11.46 亿元提升至 31.06 亿元，复合增长率 18.08%；2017-2023 年，公司归母净利润从 0.99 亿元提升至 1.38 亿元，复合增长率为 5.76%。

2021 年公司各板块业务景气度逐步提升，主要受益于疫情得到控制及国家的“双碳”战略和国际、国内双循环的策略，汽车市场回暖等因素的影响叠加公司加强新产品研发和提高生产智能化程度。

2022 年公司围绕轴承产业链开发的风电滚子、汽车安全气囊气体发生器部件等新产品快速增长，并得益于 2021 年 10 月对欧洲老牌轴承企业 FLT 的并购，使成品轴承市场占有率大幅提升。在克服轴承行业普遍面临的诸多不利因素后，公司保持良好的增长势头。

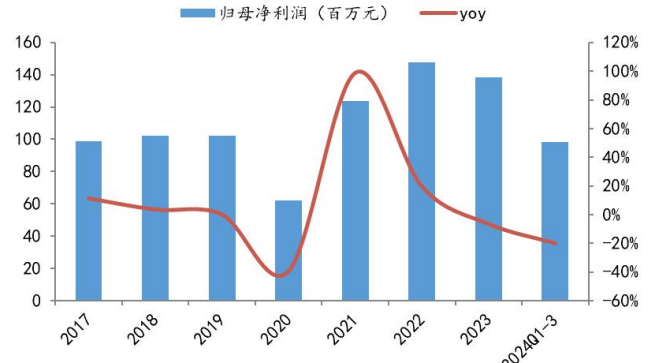
2023 年公司实现营收 31.06 亿元，yoy-2.95%；归母净利润 1.38 亿元，yoy-6.49%。

图表 8：公司营业收入及同比



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

图表 9：公司归母净利润及同比



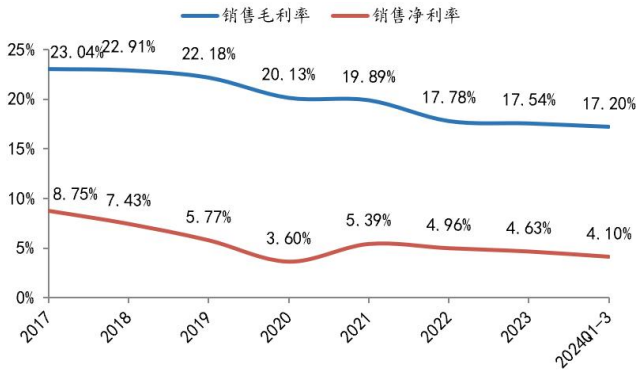
数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

3.2 公司净利率保持相对稳定，控费能力强

公司控费能力强，预期未来随着产品结构升级，公司毛利率有望改善。2021-2023 年公司销售毛利率分别为 19.89%、17.78%、17.54%，呈下降趋势；销售净利率分别为 5.39%、4.96%、4.63%，保持相对稳定。公司控费能力强，2023 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.70%、4.77%、3.26%、0.48%，期间费用率分别为 11.21%。

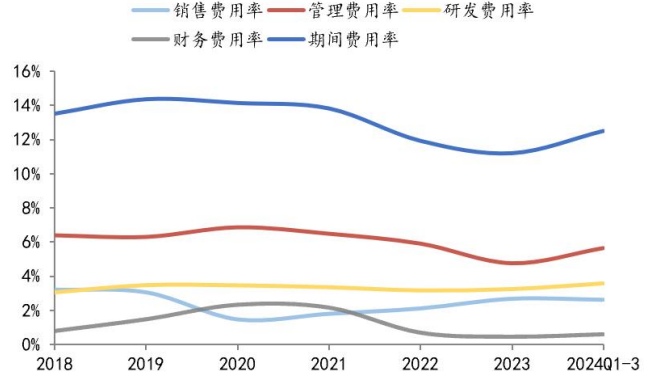


图表 10: 公司销售毛利率&销售净利率



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 公司期间费用率

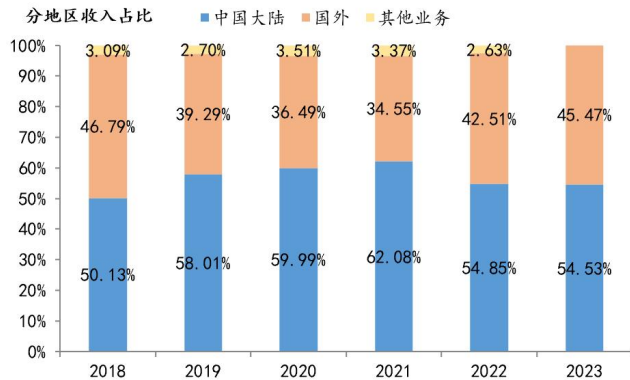


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

3.3 持续开拓海外市场, 海外收入占比持续提升

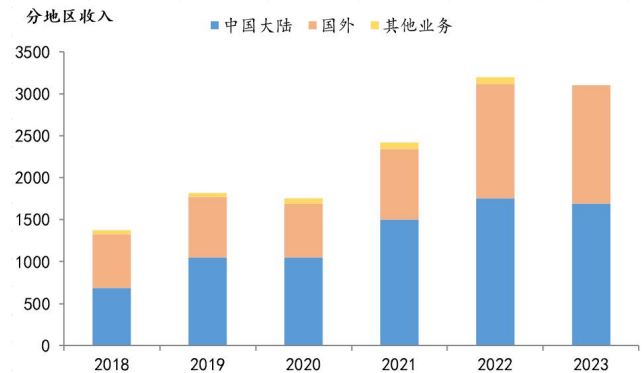
公司国内外市场同步发展, 持续开拓海外市场。分地区来看, 2023 年公司国内市场实现收入 16.94 亿元 (收入占比 54.53%, 毛利率 12.09%), 海外市场实现收入 14.12 亿元 (收入占比 45.47%, 毛利率 24.07%)。2023 年公司加快全球资源配置的步伐。2021 年完成对欧洲著名变速箱轴承、工业电机减速器轴承重要供应商 FLT 的并购, 2023 年公司加强了与 FLT 的融合协同, 逐步提高 FLT 集团内部采购份额; 加大对五洲墨西哥的投入, 同时内引外联、多举措加强对北美市场的开拓, 逐步建立并不断完善公司业务国际循环的能力。

图表 12: 公司分地区收入占比



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

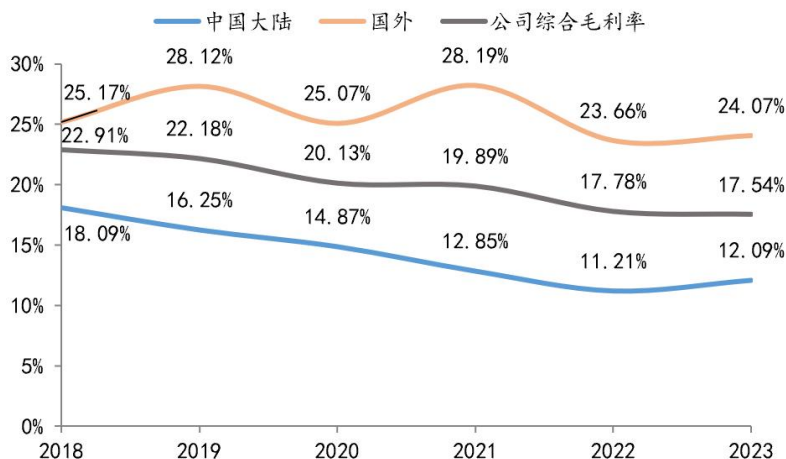
图表 13: 公司分地区收入



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所



图表 14: 公司分地区毛利率



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

1) 轴承产品: 考虑到技改项目的投产有望提升公司产品附加值, 增强产品竞争力, 预计 2024-2026 年收入增速分别为 0.06%、14.36%、14.50%; 毛利率分别为 18.31%、18.52%、18.83%。

2) 汽车零部件产品: 考虑到公司在汽车行业的客户积累和不断开发新客户, 预计 2024-2026 年收入增速分别为 15.98%、17.06%、18.18%; 考虑到技改项目的实施对毛利率有正向影响, 预计 2024-2026 年毛利率分别为 20.25%、20.40%、20.63%。

3) 热管理系统零部件: 考虑到公司加大研发投入, 产品附加值提升, 竞争力提升, 预计 2024-2026 年收入增速分别为 8%、8%、8%, 维持高个位数增长; 考虑到技改项目的实施对毛利率有正向影响, 预计 2024-2026 年毛利率分别为 12.80%、13.00%、13.20%。

4) 其他业务: 预计公司其他业务收入规模保持稳定, 毛利率保持稳定。

综上, 我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 4.37%、12.75%、13.13%, 毛利率分别为 17.79%、17.99%、18.25%。

图表 15: 公司业绩拆分预测表

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收（百万元）		3200.3	3106.1	3241.9	3655.4	4135.3
	yoy	32.07%	-2.95%	4.37%	12.75%	13.13%
总成本（百万元）		2631.4	2561.3	2665.3	2997.9	3380.5
	毛利	569.0	544.8	576.6	657.5	754.8
	毛利率	17.78%	17.54%	17.79%	17.99%	18.25%
轴承产品	营业收入（百万元）	1885.10	1788.57	1789.61	2046.53	2343.30
	yoy	35.87%	-5.12%	0.06%	14.36%	14.50%
	毛利率	18.05%	18.01%	18.31%	18.52%	18.83%
汽车零部件	营业收入（百万元）	393.11	429.64	498.29	583.31	689.33
	yoy	20.33%	9.29%	15.98%	17.06%	18.18%
	毛利率	18.47%	19.66%	20.25%	20.40%	20.63%
热管理系统零部件	营业收入（百万元）	837.81	827.24	893.42	964.89	1042.09
	yoy	33.53%	-1.26%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	12.64%	12.66%	12.80%	13.00%	13.20%
其他业务	营业收入（百万元）	84.31	60.62	60.62	60.62	60.62
	yoy	3.27%	-28.10%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	59.56%	55.20%	55.50%	56.00%	56.00%

数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

期间费用率预测:

1) 销售费用率预测: 预计随着公司收入规模扩大，规模效应显现，销售费用率呈下降趋势。2) 管理费用率预测: 考虑到 2024 年三季报，预计 2024 年公司管理费用率提升，预计随着公司收入规模扩大，规模效应显现，2025、2026 年管理费用率呈下降趋势。3) 研发费用率预测: 考虑到 2024 年三季报，预计 2024 年公司研发费用率提升，预计随着公司收入规模扩大，规模效应显现，2025、2026 年研发费用率呈下降趋势。4) 财务费用率预测: 考虑到汇率变动，对财务费用率保守预测，未来呈上升趋势。

图表 16: 公司期间费用率预期

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.81%	2.13%	2.70%	2.68%	2.65%	2.60%
管理费用率	6.49%	5.91%	4.77%	5.50%	5.30%	5.00%
研发费用率	3.37%	3.18%	3.26%	3.50%	3.30%	3.20%
财务费用率	2.16%	0.71%	0.48%	0.55%	0.66%	0.83%

数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

基于上述预测，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润增速分别为-5%、26%、23%。

4.2 投资建议

我们采取可比公司估值法，可比公司包括：1) 拓普集团: 公司的主要产品包括汽车 NVH 减震系统、内外饰系统、轻量化车身、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架系统、智能驾驶系统共八大业务板块，与五洲新春汽车零部件业务

下游有所重叠。2) 北特科技：新布局滚柱丝杠业务，与五洲新春布局的新兴业务有较高相似度；北特科技主营业务为汽车零部件，与五洲新春部分业务具备下游协同。3) 步科股份：主要从事工业自动化及机器人核心部件与数字化工厂软硬件的研发、生产、销售以及相关技术服务，公司部分业务与五洲新春的机器人轴承、丝杠业务下游应用一致。基于以上内容，我们选取长盛轴承、北特科技、步科股份为可比公司。4) 长盛轴承：主营轴承产品，与五洲新春主营业务品类具有较高相似度。5) 绿的谐波：主营业务是精密传动装置研发、设计、生产和销售。公司的主要产品为产品包括谐波减速器、机电一体化执行器及精密零部件。公司主营产品广泛用于机器人行业，与五洲新春新研发产品具备下游协同。

根据 iFinD 一致预期预测，去掉极值后，2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为 176、121、89 倍，而公司 2024-2026 年 PE 分别为 125、99、81 倍，五洲新春估值略低于可比公司估值均值，但考虑到公司目前估值较高，首次覆盖，给予“持有”评级。

图表 17：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
		2025/3/4	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601689.SH	拓普集团	62.28	1.95	1.78	2.25	2.79	26	35	28	22
603009.SH	北特科技	53.70	0.14	0.20	0.32	0.46	106	269	166	117
688160.SH	步科股份	99.08	0.72	0.73	1.04	1.48	80	136	96	67
300718.SZ	长盛轴承	105.00	0.81	0.86	1.04	1.28	22	123	101	82
688017.SH	绿的谐波	160.03	0.50	0.51	0.67	0.91	307	314	238	176
去掉极值后的平均值							69	176	121	89
603667.SH	五洲新春	44.94	0.38	0.36	0.45	0.56	53	125	99	81

数据来源：iFinD，华福证券研究所

5 风险提示

（1）下游需求不及预期的风险。如果下游需求不及预期，有可能对公司收入规模产生不利影响，也可能影响毛利率。

（2）地缘政治以及全球贸易壁垒的风险。欧洲地缘政治冲突带来的能源危机，增加欧洲甚至全球经济发展的不确定性，并由此带来贸易壁垒的风险。2023 年公司国外地区收入占比 45.47%，全球经济发展的不确定性，可能影响公司海外业务拓展。

（3）公司技术研发或新品开发不及预期的风险。公司新开发产品众多，风电滚子、丝杠等仍处于市场开拓阶段。公司开发的部分新产品技术标准高，质量要求严格，下游特别是主流主机厂认证周期较长，若因不可控因素导致认证时间延长，则影响新产品的市场开发进度，或者下游市场需求不及预期，从而影响未来公司业绩的增长。

（4）人形机器人产业发展不及预期。公司估值中有隐含较多人形机器人产业发

展预期，若人形机器人产业发展不及预期有可能对公司估值溢价产生负面影响。

图表 18：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	751	778	877	992	营业收入	3,106	3,242	3,655	4,135
应收票据及账款	848	850	913	1,021	营业成本	2,561	2,665	2,998	3,381
预付账款	28	32	36	41	税金及附加	24	26	28	31
存货	792	987	980	1,141	销售费用	84	87	97	108
合同资产	0	0	0	0	管理费用	148	178	194	207
其他流动资产	133	126	143	161	研发费用	101	113	121	132
流动资产合计	2,553	2,773	2,948	3,357	财务费用	15	18	24	34
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-3	-3	-3	-3
固定资产	1,151	1,227	1,324	1,409	资产减值损失	-39	-40	-40	-40
在建工程	197	247	297	347	公允价值变动收益	0	2	0	1
无形资产	237	228	215	204	投资收益	1	10	13	8
商誉	371	371	371	371	其他收益	31	31	31	31
其他非流动资产	206	210	214	219	营业利润	163	155	196	240
非流动资产合计	2,162	2,283	2,421	2,549	营业外收入	2	2	2	2
资产合计	4,715	5,056	5,370	5,906	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	604	768	848	1,128	利润总额	163	155	196	240
应付票据及账款	606	662	744	834	所得税	19	18	23	28
预收款项	1	2	3	2	净利润	144	137	173	212
合同负债	2	3	4	4	少数股东损益	6	5	7	8
其他应付款	30	30	30	30	归属母公司净利润	138	132	166	204
其他流动负债	207	222	231	238	EPS（按最新股本摊薄）	0.38	0.36	0.45	0.56
流动负债合计	1,449	1,688	1,859	2,236					
长期借款	181	231	281	331					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	110	110	110	110					
非流动负债合计	291	341	391	441					
负债合计	1,740	2,029	2,250	2,677					
归属母公司所有者权益	2,900	2,948	3,033	3,134					
少数股东权益	74	79	86	95					
所有者权益合计	2,974	3,027	3,119	3,229					
负债和股东权益	4,715	5,056	5,370	5,906					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	283	180	380	234	成长能力				
现金收益	318	326	378	439	营业收入增长率	-2.9%	4.4%	12.8%	13.1%
存货影响	109	-195	7	-162	EBIT 增长率	-10.6%	-2.6%	27.2%	24.7%
经营性应收影响	98	35	-27	-73	归母公司净利润增长率	-6.5%	-4.7%	26.2%	22.6%
经营性应付影响	-62	58	82	90	获利能力				
其他影响	-179	-44	-60	-59	毛利率	17.5%	17.8%	18.0%	18.3%
投资活动现金流	-119	-280	-306	-311	净利率	4.6%	4.2%	4.7%	5.1%
资本支出	-281	-289	-314	-315	ROE	4.6%	4.4%	5.3%	6.3%
股权投资	0	0	0	0	ROIC	5.2%	4.7%	5.7%	6.3%
其他长期资产变化	162	8	8	4	偿债能力				
融资活动现金流	-69	127	26	192	资产负债率	36.9%	40.1%	41.9%	45.3%
借款增加	-205	214	130	329	流动比率	1.8	1.6	1.6	1.5
股利及利息支付	-103	-124	-154	-195	速动比率	1.2	1.1	1.1	1.0
股东融资	533	-2	0	0	营运能力				
其他影响	-295	40	50	58	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
					应收账款周转天数	82	81	76	74
					存货周转天数	119	120	118	113
					每股指标（元）				
					每股收益	0.38	0.36	0.45	0.56
					每股经营现金流	0.77	0.49	1.04	0.64
					每股净资产	7.92	8.05	8.28	8.56
					估值比率				
					P/E	119	125	99	81
					P/B	6	6	5	5
					EV/EBITDA	139	136	117	100

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn