

夏厦精密（001306.SZ）

国产小模数齿轮龙头，受益于人形机器人产业趋势

夏厦精密是国内小模数齿轮的龙头企业。公司主营汽车齿轮、电动工具齿轮、减速器及配件，以及刀具和设备，舍弗勒为其前五大客户之一。当下人形机器人产业已进入 0-1 的关键产业化节点，公司齿轮及减速器产品有望在人形机器人中实现应用。首次覆盖，给予“增持”评级！

- 公司是国内小模数齿轮的龙头企业，汽车齿轮营收占比近 60%。小模数齿轮指模数（如齿轮的齿数一定，模数越大，齿的径向尺寸越大）小于等于 2.5mm 的齿轮。2021 年，公司全球小模数齿轮市占率 1.8%，排名第二，产品可应用于汽车（转向系统、座椅等）、电动工具、医疗器械等场景。2024H1，公司汽车齿轮的营收占比高达 57%，减速器营收占比为 15%。
- 公司营收增长稳健，利润率有望企稳回升。2019-2023 年，公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 14.9%/27.0%。2023 年及 2024Q1-3，公司归母净利润同比下滑，主要系行业竞争激烈、降价等因素。展望未来，这些因素有望逐步消除，公司利润率有望企稳回升。
- 人形机器人行业有望成为齿轮及减速器行业新的增长动能。人形机器人产业已进入 0-1 的关键产业化节点，2025 年 1 月，马斯克透露 2025/2026/2027 年几千台、5-10 万台、50-100 万台的量产预期，超出市场预期。人形机器人中旋转执行器的核心部件为行星减速器/谐波减速器，而齿轮为减速器的核心构成部分。目前，特斯拉的旋转执行器使用的是谐波减速器，国内部分主机厂则使用行星减速器。随着国内外大厂纷纷布局人形机器人赛道，2025-2035 年全球人形机器人销量 CAGR 有望超 80%，齿轮及减速器作为核心零部件之一，需求量有望呈较高速增长。
- 公司全资子公司夏拓兼备齿轮加工设备及滚刀的设计和制造能力，降本潜力较大。夏拓正在量产和开发中的设备有：高速干切滚齿机、小型高速滚齿机、多头蜗杆磨齿机、圆柱齿轮磨齿机、蜗杆铣、滚刀磨刀机、滚刀铲磨床等。此外，夏拓还具备合金滚刀铣刀的同步设计和供货能力。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计 24/25/26 年公司实现营收 6.57/8.04/9.77 亿元，实现归母净利润 0.81/0.98/1.27 亿元，对应 PE73.5/60.5/46.9 倍。
- 风险提示：人形机器人产业化不及预期、市场竞争激烈化、毛利率下降、业绩不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	518	528	657	804	977
同比增长	-5%	2%	24%	23%	21%
营业利润(百万元)	92	79	89	108	139
同比增长	-9%	-14%	13%	21%	29%
归母净利润(百万元)	88	72	81	98	127
同比增长	-0%	-18%	13%	21%	29%
每股收益(元)	1.42	1.16	1.30	1.58	2.04
PE	67.5	82.8	73.5	60.5	46.9
PB	12.2	4.5	4.4	4.2	4.0

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

中游制造/机械

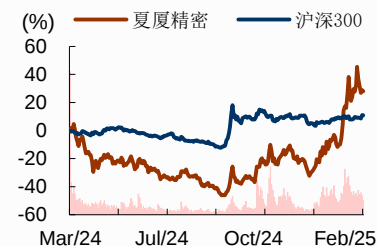
当前股价：95.77 元

基础数据

总股本（百万股）	62
已上市流通股（百万）	16
总市值（十亿元）	5.9
流通市值（十亿元）	1.5
每股净资产（MRQ）	21.2
ROE（TTM）	4.8
资产负债率	28.8%
主要股东 宁波夏厦投资控股有限公司	
主要股东持股比例	68.94%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	43	131	49
相对表现	41	104	36



资料来源：公司数据、招商证券

胡小禹 S1090522050002

huxiaoyu1@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

yangxianyu@cmschina.com.cn

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

方嘉敏 研究助理

fangjiamin@cmschina.com.cn

正文目录

一、国内小模数齿轮龙头企业，营收增速较为可观	5
1、国内小模数齿轮龙头，深耕行业近 30 年	5
2、营收稳步增长，利润率有望企稳回升	6
3、股权结构稳定，实控人家族控制权较强	8
二、齿轮是重要的机械传动部件，有望充分受益于人形机器人产业化趋势	8
1、什么是齿轮及减速器？	9
2、齿轮及减速器需求有望受益于人形机器人行业爆发	11
3、公司在全球小模数齿轮市场占有率 1.8%，排名第二	13
三、公司兼备设备研发和刀具加工能力，与舍弗勒为多年合作伙伴	14
1、公司兼备设备研发和刀具加工能力	14
2、与舍弗勒为多年合作伙伴	15
四、盈利预测	16
五、风险提示	17

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司历年营业收入（亿元）及 yoy（%）	7
图 3：公司历年归母净利润（亿元）及 yoy（%）	7
图 4：公司历年毛利率及净利率（%）	7
图 5：公司历年各项费用率（%）	7
图 6：公司分产品营收占比（%）	8
图 7：公司分产品毛利率（%）	8
图 8：公司股权结构（截至 2024 年三季度）	8
图 9：齿轮加工工艺	9
图 10：齿轮分类	9
图 11：模数 0.8（左）和模数 2（右）的齿大小的对比	10
图 12：我国齿轮行业市场规模（亿元）及 yoy（%）	11
图 13：我国减速器行业市场规模（亿元）	11
图 14：我国新能源车销量（万台）及 yoy（%）	11

图 15: 我国工业机器人销量 (万台) 及 yoy (%)	11
图 16: 国内外主机厂对于人形机器人的布局	12
图 17: 全球人形机器人销量 (万台)	12
图 18: 特斯拉旋转执行器 (左) 和线性执行器 (右) 设计	13
图 19: 公司与竞争对手齿轮/减速器营收对比 (亿元)	14
图 20: 夏拓设备及合金滚刀	15
图 21: 夏厦精密历史 PE Band	17
图 22: 夏厦精密历史 PB Band	17
表 1: 夏厦精密主营产品	5
表 2: 各类减速器及其优劣势	10
表 3: 各类减速器技术指标	10
表 4: 国内外齿轮及减速器行业主要公司	14
表 5: 2019-2022H1 公司前五大客户营收 (万元)	15
附: 财务预测表	18

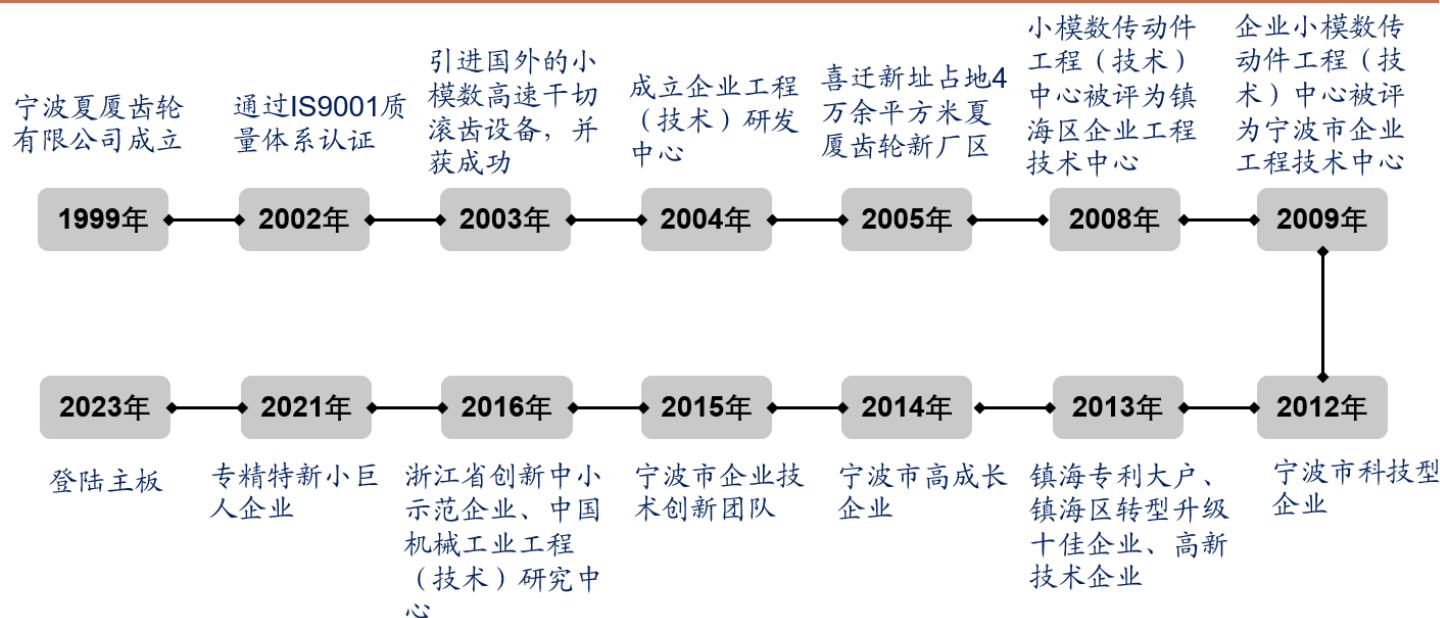
一、国内小模数齿轮龙头企业，营收增速较为可观

夏厦精密是国内小模数齿轮龙头企业，主营业务为汽车齿轮、电动工具齿轮、减速机及其配件，及刀具和设备。2019-2023 年，公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 14.9%/27.0%。公司股权结构稳定且高度集中于夏氏家族。

1、国内小模数齿轮龙头，深耕行业近 30 年

公司前身夏厦齿轮成立于 1999 年 3 月，由科兴齿轮、简贵品出资设立。1999 年 5 月，简贵品将所持公司所有股权转让给科兴齿轮。2020 年 11 月，夏厦齿轮整体变更为浙江夏厦精密制造股份有限公司。2023 年 2 月，公司递交招股说明书获深交所受理，同年 11 月，公司登陆主板上市。成立至上市期间，公司荣获宁波市科技型企业、（宁波）镇海专利大户、镇海区转型升级十佳企业、高新技术企业、宁波高成长企业、专精特新小巨人企业等多项称号。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

公司主营业务为小模数齿轮及相关产品的研发、生产和销售。公司主营产品可分为齿轮类、减速机及其配件，及设备和刀具：

- **齿轮类**：公司齿轮产品主要有电动工具齿轮（用于电动工具）、汽车齿轮（用于燃油汽车、新能源汽车的转向系统、渐变速系统、汽车座椅及天窗传动等）和其他齿轮（安防自动门门控系统、智能家用电器等）。
- **减速机及其配件**：主要用于机器人、医疗器械（如，电动轮椅）等领域。
- **设备及刀具**：设备主要用于齿轮加工，刀具为齿轮加工工程中的核心耗材。

表 1：夏厦精密主营产品

产品	产品应用领域	图片
----	--------	----

电动工具齿轮

电动工具，主要用于电动工具的核心传动部件



汽车齿轮

燃油汽车、新能源汽车，主要用于汽车转向系统、减变速系统、汽车座椅及天窗传动等



减速机及其配件

机器人，主要用于机器人的关键传动部件

医疗器械，主要用于智能电动轮椅的传动部件



其他齿轮

安防，主要用于自动门等门控制系统的传动部件

智能家居，主要用于家用电器的关键传动部件



设备和刀具

设备主要用于齿轮加工，刀具为齿轮加工工程中的核心耗材

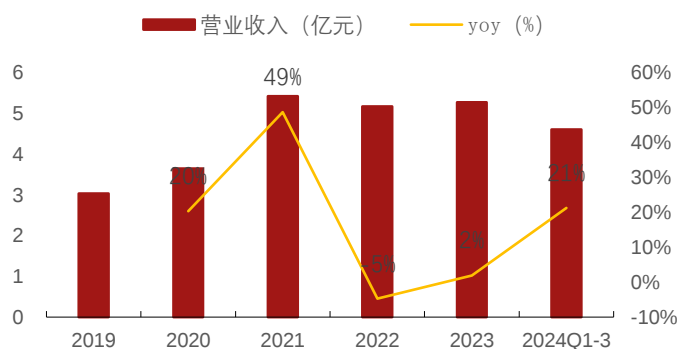


资料来源：公司招股说明书、招商证券

2、营收稳步增长，利润率有望企稳回升

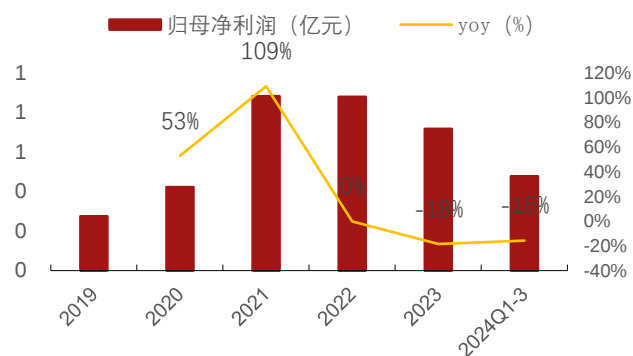
公司营收稳步增长，归母净利润受到行业降价、竞争激烈、研发费用增加等因素影响有所下降。2023 年，公司实现营收 5.28 亿元，同比+2%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比-18%。2024Q1-3，公司实现营收 4.61 亿元，同比+21%；实现归母净利润 0.48 亿元，同比-16%。2019-2023 年，公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 14.9%/27.0%。

图 2: 公司历年营业收入 (亿元) 及 yoy (%)



资料来源: Wind、招商证券

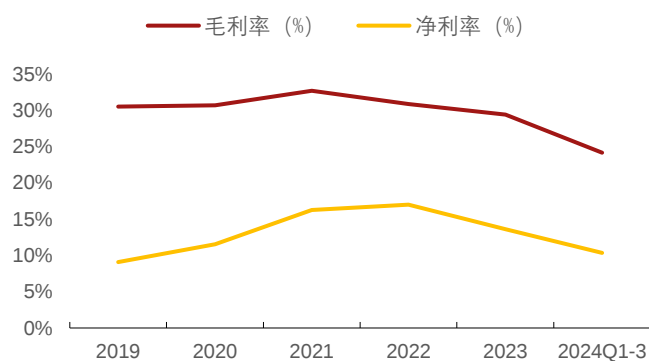
图 3: 公司历年归母净利润 (亿元) 及 yoy (%)



资料来源: Wind、招商证券

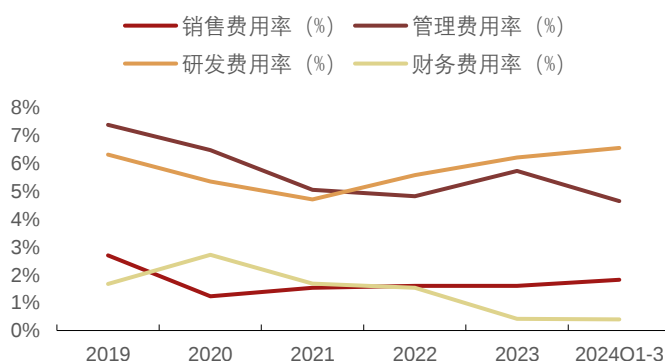
公司毛利率、净利率有所下滑，研发费用率提升。2024Q1-3，公司毛利率、净利率分别为 24.15%、10.35%，同比-4.99pct、-4.53pct。同时，公司研发费用率有所上升。2021 年，公司研发费用率为 4.71%，2023 年，公司研发费用率提升至 6.22%。

图 4: 公司历年毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind、招商证券

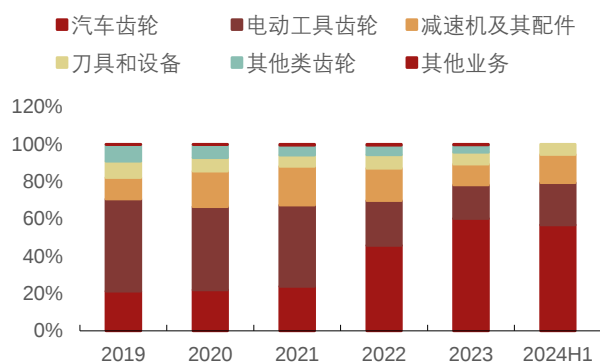
图 5: 公司历年各项费用率 (%)



资料来源: Wind、招商证券

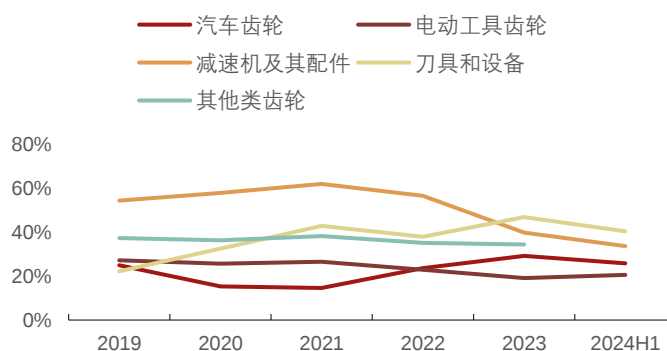
公司主力产品由电动工具齿轮切至汽车齿轮，刀具和设备为公司最高毛利业务。2019-2021 年，公司主营产品为电动工具齿轮，营收占比超 40%，从 2021 年开始，电动工具齿轮终端客户需求逐步下降。同时，汽车齿轮业务营收呈较高增长。2021、2022、2023 年，公司汽车齿轮营收增速分别为 62.2%、82.4%、34.3%，主要原因为公司前期开拓的新汽车项目落地逐步放量，叠加汽车齿轮生产设备逐步投入使用，产能增加。2023 年，公司汽车齿轮已成公司营收主力军，占公司营收比例高达 60%。毛利率方面，2024H1，公司汽车齿轮/电动工具齿轮/减速机及其配件/设备和刀具毛利率分别为 25.92%/20.62%/33.75%/40.50%。

图 6：公司分产品营收占比（%）



资料来源：Wind、招商证券

图 7：公司分产品毛利率（%）

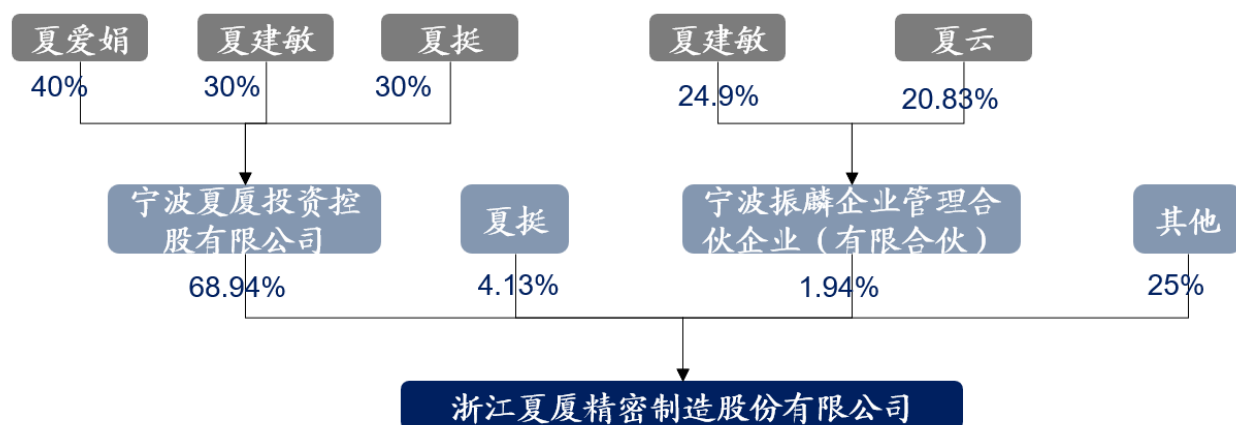


资料来源：Wind、招商证券

3、股权结构稳定，实控人家族控制权较强

公司实控人合计持有公司 **73.54%** 的股权。公司控股股东为宁波夏厦投资控股有限公司，公司实际控制人夏建敏（董事长）、夏爱娟（副总经理，夏建敏之妻）、夏挺（总经理，夏建敏之子）分别持有宁波夏厦投资控股有限公司 30%/40%/30% 的股权。此外，夏挺直接持有公司 4.13% 的股权。夏建敏、夏云（夏建敏兄弟）通过宁波振麟企业管理合伙企业分别持有公司 0.48%、0.40% 的股权。综上，夏建敏、夏爱娟、夏挺分别持有公司 21.16%、27.58%、24.80% 的股权。

图 8：公司股权结构（截至 2024 年三季报）



资料来源：Wind、招商证券

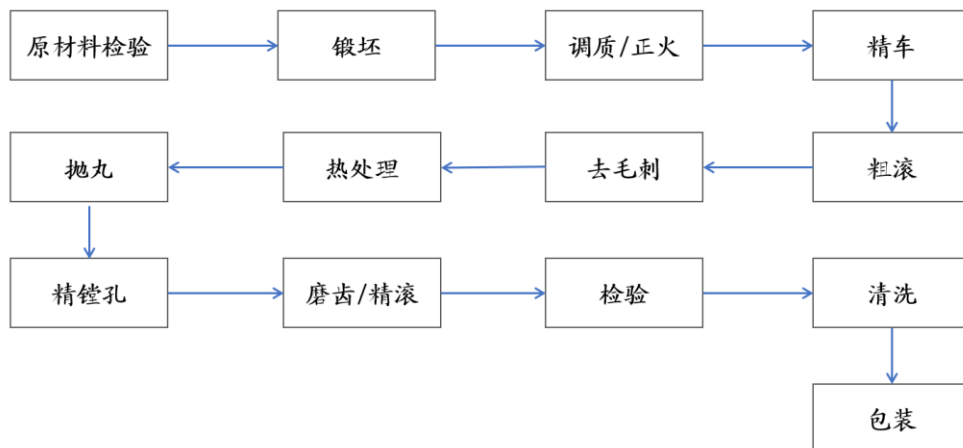
二、齿轮是重要的机械传动部件，有望充分受益于人形机器人产业化趋势

过去几年，齿轮及减速器行业的 CAGR 均在 5% 左右，增长驱动因素分别为新能源汽车销量的爆发式增长和工业机器人需求量的增加。展望未来，人形机器人有望成为齿轮及减速器需求增长的新动能。

1、什么是齿轮及减速器？

齿轮是轮缘上有齿能连续啮合传动运动和动力的机械元件，在机械传动中有着重要的作用。齿轮制造的原材料包括各种毛坯材料及钢材，这些原材料经过锻坯、调质/正火、精车、粗滚、去毛刺、热处理、抛丸、精镗孔、磨齿/精滚、检验、清洗、包装等工序后被制成齿轮。

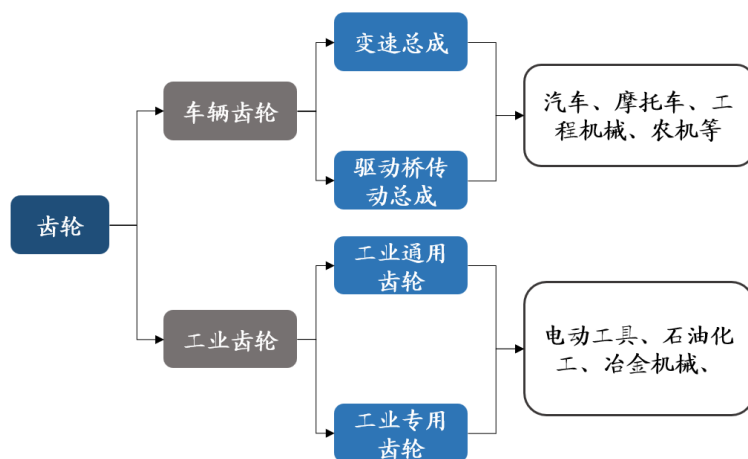
图 9：齿轮加工工艺



资料来源：华经情报网、招商证券

根据应用场景，齿轮可被分为车辆齿轮和工业齿轮。车辆齿轮主要用于汽车、摩托车、工程机械、农机等的变速总成和驱动桥传动总成；工业齿轮主要用于电动工具、石油化工、冶金机械等。车辆齿轮占据了全球齿轮市场 60% 的份额。工业齿轮占了约 30% 的份额。剩下的 10% 为齿轮专用装备（包括齿轮加工机床、齿轮检测仪器、齿轮润滑油等）。

图 10：齿轮分类



资料来源：华经情报网、招商证券

根据模数的大小，齿轮可分为大模数齿轮和小模数齿轮。模数是用以度量轮齿大小的一个基本参数（ $\text{齿轮模数} = \text{径向尺寸} / \text{齿轮齿数}$ ），如果齿轮的齿数一定，模数越大则轮齿的径向尺寸也越大。齿轮必须与相同模数的齿轮配对才能正常啮合。行业内通常将模数小于等于 2.5mm 的齿轮定义为小模数齿轮。公司主要生产小模数齿轮。小模数齿轮轮齿较小，齿面接触面积小，承载能力相对较低，

适用于负载较小的传动场合。

图 11: 模数 0.8 (左) 和模数 2 (右) 的齿大小的对比



资料来源: KHK 齿轮、招商证券

减速器是一种通过降低转速、增加扭矩来满足不同工作需求的机械传动装置，齿轮是减速器的一个重要组成部分。减速器通常由箱体、齿轮、轴、轴承等多种零部件组成。齿轮各项参数影响减速器的减速比、承载能力、传动效率等性能指标。

减速器可分为行星减速器、谐波减速器和 RV 减速器三类。行星减速器通常用于移动机器人等场景，谐波减速器通常用于机器人的小负载关节，RV 减速器通常用于机器人大负载关节等场景。

表 2: 各类减速器及其优劣势

减速器类别	结构	优势	劣势
行星减速器	行星轮+太阳轮+内齿圈	扭矩大、高载荷、高刚性、质量轻	单级传动比范围小
谐波减速器	波发生器+柔轮+钢轮	传动精度高、重量和体积小、运转平稳、传动比大	传动扭矩较小、传动效率低、使用寿命有限
RV 减速器	渐开线行星齿轮传动+摆线针轮行星传动 两级传动	传动效率高、平稳性高、承载能力强、传动精度高	结构复杂、制造难度大、成本高

资料来源: 电子工程世界、招商证券

表 3: 各类减速器技术指标

	行星减速器	谐波减速器	RV 减速器
均价 (美元)	70-140	85-280	280-715
传动效率 (%)	>95%	>70%	>80%
传动精度 (角秒)	≤180	≤60	≤60
减速比	3-512	30-160	30-192.4
设计寿命 (小时)	>20000	>8000	>6000
扭转刚度 (N*m)	10-370	1.34-54.09	20-1176
输出扭矩 (N*m)	40-1200	6.6-921	101-6135
噪音 (db)	≤65	≤60	≤70
升温 (摄氏度)	≤30	≤40	≤45
使用场景	移动机器人, 新的能源设备, 交通运输	机器人的小负载关节, 半导体设备, 医疗设备等	机器人大负载关节

示意图

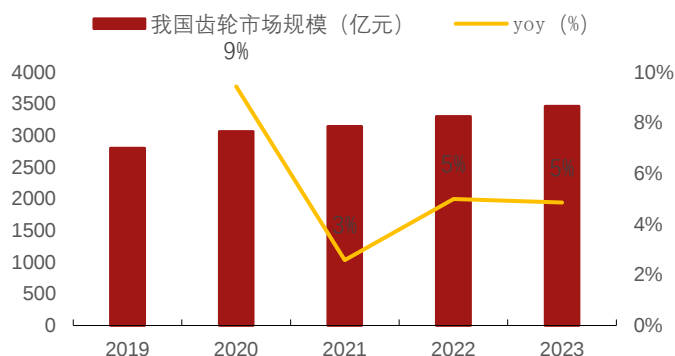


资料来源：美银《Who Makes the Humanoid Robots》、招商证券

2、齿轮及减速器需求有望受益于人形机器人行业爆发

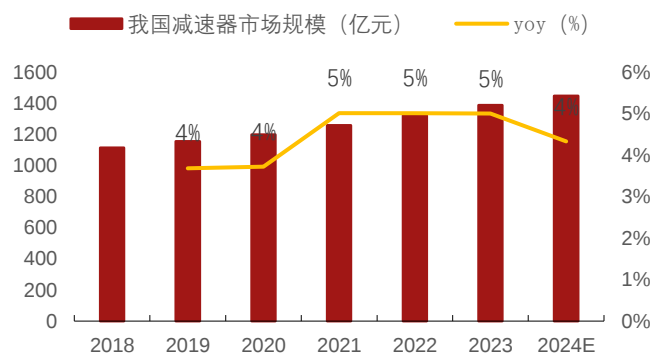
2023 年，我国齿轮行业市场规模高达 3460 亿元，我国减速器行业市场规模为 1387 亿元。2019-2023 年，我国齿轮行业市场规模 CAGR 为 5.4%，齿轮行业的增长驱动因素主要为新能源汽车销量的快速增长。2018-2024 年，我国减速器行业市场规模 CAGR 为 4.5%，减速器行业的增长驱动因素主要是工业机器人及服务机器人需求量的增长。

图 12：我国齿轮行业市场规模（亿元）及 yoy（%）



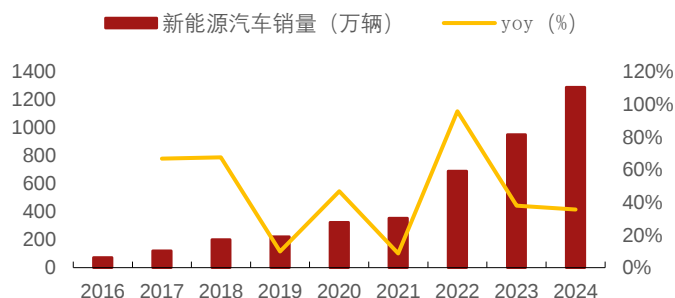
资料来源：智研咨询、招商证券

图 13：我国减速器行业市场规模（亿元）



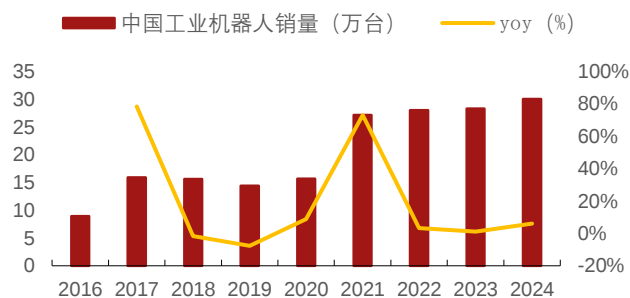
资料来源：中商产业研究院、招商证券

图 14：我国新能源车销量（万辆）及 yoy（%）



资料来源：中国汽车协会、招商证券

图 15：我国工业机器人销量（万台）及 yoy（%）

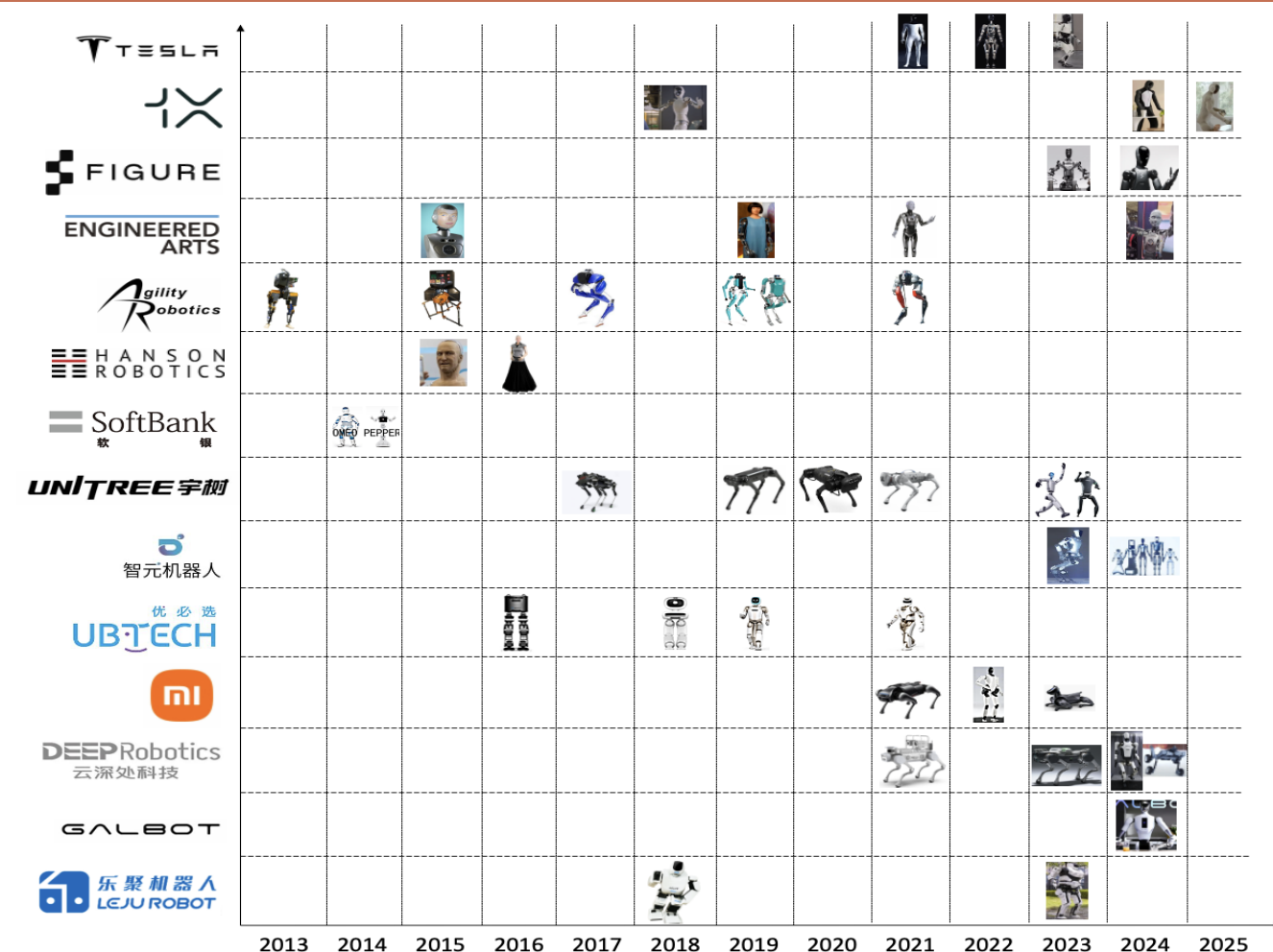


资料来源：GGII、招商证券

人形机器人行业已进入 0-1 的关键产业化节点，马斯克已预告 2027 年 100 万台的量产计划。自 2022 年特斯拉 OpenAI Day 马斯克推出 Optimus 原型机以来，人形机器人产业备受关注。国内外主机厂陆续对人形机器人赛道进行布局，AI 大模型的迭代更是赋予了人形机器人灵魂。2025 年 1 月 9 日，马斯克透露特斯拉计划在 2025 年生产数千台人形机器人 Optimus，2026 年计划将产量提高到 2025 年的 10 倍，即大约 5-10 万台，2027 年进一步提高至 10 倍，也就是

50-100 万台。

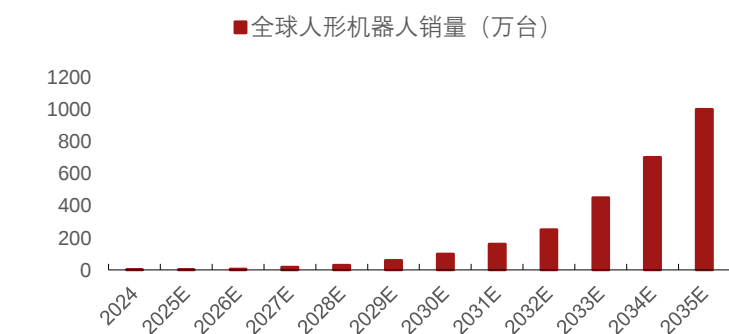
图 16：国内外主机厂对于人形机器人的布局



资料来源：各公司官网、招商证券

预计 2025-2035 年全球人形机器人行业市场规模 CAGR 高达 88%。根据美银最新报告《Who Makes the Humanoid Robots》，2024 年全球人形机器人年销量为 3000 万台，到 2035 年，这一数字将达到 1000 万台，2025-2035 年 CAGR 高达 88%。假设人形机器人单价最终为 2 万美元/台（特斯拉口径），则到 2035 年，全球人形机器人市场规模为 2000 亿美元。

图 17：全球人形机器人销量（万台）

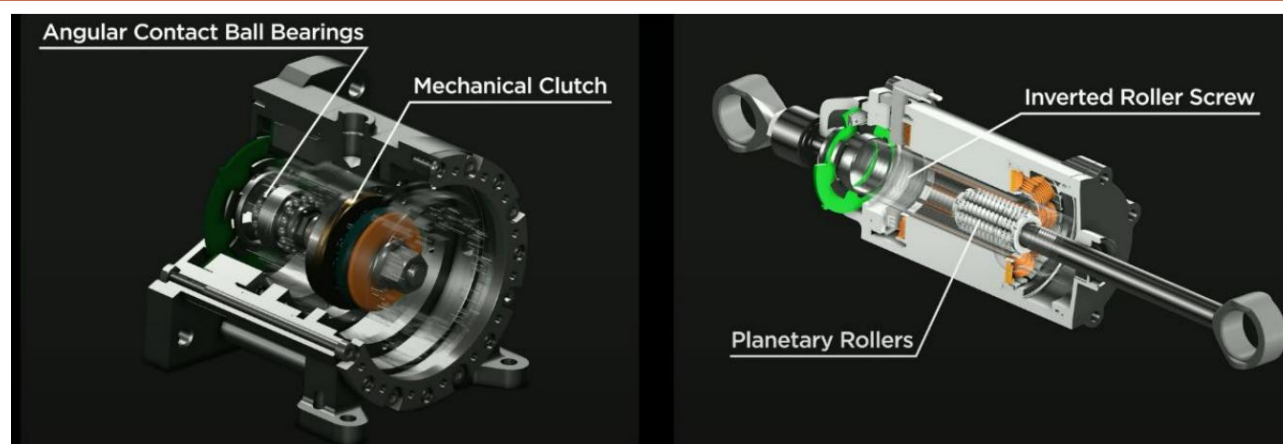


资料来源：美银《Who Makes the Humanoid Robots》、招商证券

旋转执行器和线性执行器是构成人形机器人身体的基础单元。以特斯拉为例，Optimus 第二代身体中有 16 个旋转执行器和 14 个线性执行器。一个典型的旋转执行器中的核心部件为行星减速器/谐波减速器。不同主机厂的减速器用量及方案不同，单台机器人的减速器用量在 14-35 个不等（除去灵巧手）。比如，特斯拉的 Optimus 第二代的 16 个旋转执行器用的都是谐波减速器，而宇树科技的 G1 用的都是行星减速器。根据美银的报告，行星减速器和谐波减速器的均价约为 70-280 美元，我们预计量产零部件价格将进一步下降，假设最终单个减速器价格为 40 美元。再假设单个机器人用 16 个减速器，则单个人形机器人对应减速器价值量为 640 美元（约 4480 元）。

因此，我们预计未来人形机器人销量的增长将催化行星减速器/谐波减速器及其核心零部件齿轮的需求。2035 年全球人形机器人数量 1000 万台的情况下，对应减速器市场空间增量高达 448 亿元。

图 18：特斯拉旋转执行器（左）和线性执行器（右）设计



资料来源：特斯拉、招商证券

3、公司在全球小模数齿轮市场占有率 1.8%，排名第二

根据公司招股说明书，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 1.8%，位居第二。

国内除了公司以外，从事齿轮/减速器研发、生产、销售的上市公司还有丰立智能、双环传动、绿的谐波、中大力德等。

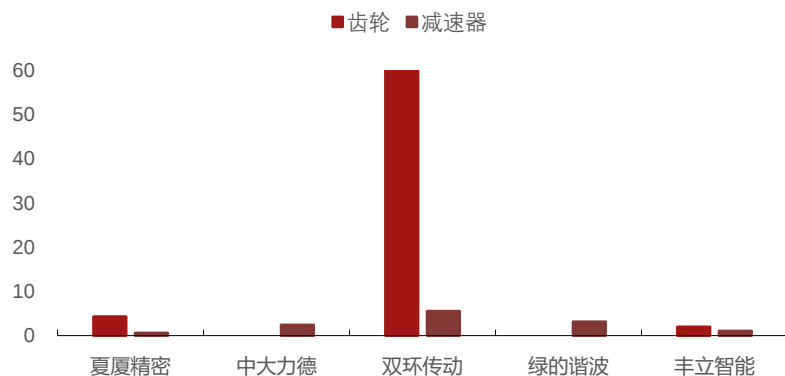
- **丰立智能**：丰立智能跟公司业务的相似度最高，区别主要在于，厦门主营圆形齿轮，丰立主营伞状齿轮。两种齿轮在制造工艺上有一定差别。此外，丰立智能主要生产谐波减速器，厦门主营行星减速器。
- **双环传动**：在国内减速器公司中，双环的营收体量最大。双环减速器产品主要为 RV 减速器，和厦门存在一定差异。
- **绿的谐波**：绿的谐波主营谐波减速器，是国产谐波减速器龙头，产品和厦门存在一定差异。
- **中大力德**：中大力德同时具备行星、RV 和谐波减速器的制造能力，但主营产品为行星减速器。

表 4：国内外齿轮及减速器行业主要公司

公司名称	简介
丰立智能	始建于 1995 年，荣获国家级专精特新“小巨人”企业，建有机工业小模数螺旋锥齿轮工程研究中心，丰立小模数齿轮省级高新技术企业研究开发中心等，主要产品包括钢齿轮、精密减速器及零部件、精密机械件、粉末冶金制品以及气动工具等产品
双环传动	专注于机械传动核心部件—齿轮及其组件的研发、制造与销售，已成为全球最大的专业齿轮产品制造商和服务商之一。产品涵盖传统汽车、新能源汽车、轨道交通、非道路机械、工业机器人等多个领域，业务遍布全球
绿的谐波	从事精密传动装置研发、设计和生产。自 2003 年开始，公司核心团队从事机器人用精密谐波减速器理论基础研究。公司业务聚焦谐波减速器、机电一体化产品、旋转执行器、数控分度转台、无框电机、电液伺服控制器、工业自动化服务等多类产品
中大力德	始创于 1998 年，是一家集电机驱动、微特电机、精密减速器、机器人结构本体及一体化智能执行单元的研发、制造、销售、服务于一体的国家高新技术企业。公司产品以其差异化和高性价比优势，广泛应用于工业母机、数控设备、工业机器人、智能物流、新能源、食品、包装、纺织、电子、医疗、通讯、农牧等机械装备领域。
美国格里森	目前，格里森在国内独资或合资企业主要为格里森齿轮科技（苏州）有限责任公司，主营齿轮生产设备；常州市格里森前进齿轮有限公司，主营螺旋锥齿轮；天津市格里森高精齿轮游侠公司，主营高精度圆柱齿轮、弧齿锥齿轮

资料来源：招股说明书、招商证券

图 19：公司与竞争对手齿轮/减速器营收对比（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

公司已在减速器领域积累一定客户资源。根据公司招股书及年报，公司减速机产品客户包括海康集团、日本电产等。

三、公司兼备设备研发和刀具加工能力，与舍弗勒为多年合作伙伴

相较其他竞争对手，夏厦的主要优势在于，公司兼备减速器和刀具的加工能力，且和舍弗勒为多年合作伙伴。

1、公司兼备设备研发和刀具加工能力

公司全资子公司夏拓智能科技有限公司专门负责设备和滚刀的研发。夏拓拥有齿轮及滚刀加工设备的设计和制造能力。量产和开发中的设备有：高速干切滚齿机、小型高速滚齿机、多头蜗杆磨齿机、圆柱齿轮磨齿机、蜗杆铣、滚刀磨刀机、滚刀铲磨床等。此外，夏拓还具备合金滚刀铣刀的同步设计和供货能力（率先打破进口合金滚刀在国内的垄断）。

图 20：夏拓设备及合金滚刀



资料来源：夏拓官网、招商证券

2、与舍弗勒为多年合作伙伴

舍弗勒是公司重要合作伙伴。2022H1，舍弗勒给公司贡献的营收高达 1640.24 万元，为公司第三大客户。2024 年，舍弗勒仍为公司重要合作伙伴。

表 5：2019-2022H1 公司前五大客户营收（万元）

	2019	2020	2021	2022H1
日本电产	2278.01	7688.04	13841.27	5464.04
牧田集团	10884.25		16626.16	3609.59
舍弗勒				1640.24
比亚迪				1192.05
海康集团				1176.39
泉峰科技	1828.85	1838.92	2829.44	
博世集团			1865.61	
瀚德集团	1874.85	1654.76	1815.76	
亚萨合莱		1366.43		
雅仕得	2469.53			

资料来源：招股说明书、招商证券

舍弗勒集团成立于 1883 年，总部位于德国施魏因福特，主营业务为滚动轴承和直线运动产品。公司有望通过舍弗勒切入特斯拉人形机器人的供应链。

四、盈利预测

我们对公司主要业务的营收及毛利率判断如下：

汽车齿轮：我们预计随着公司汽车客户的不断拓展及客户新车型的发布，公司汽车齿轮业务营收维持较高速增长。我们预计 2024/2025/2026 年，公司汽车齿轮营收增速在 35%/30%/25%，毛利率为 27.00%/27.00%/28.00%。

电动工具齿轮：电动工具行业整体景气度较低，我们预计公司电动工具齿轮营收小幅下滑。我们预计 2024/2025/2026 年，公司电动工具齿轮营收增速在 -10%/-5%/0%，毛利率为 21.00%/22.00%/23.00%。

减速机及其配件：预计随着工业/服务/人形机器人需求的增长，公司减速机及其配件业务呈较高速增长，我们预计 2024/2025/2026 年，公司减速机及其配件营收增速在 20%/25%/30%，毛利率为 34.50%/35.00%/35.00%。

刀具和设备：我们预计 2024/2025/2026 年，公司刀具和设备营收增速在 15%/15%/15%，毛利率为 42.00%/42.00%/41.00%。

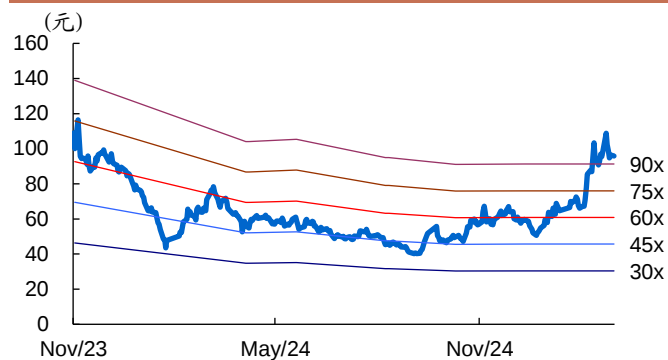
首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计 24/25/26 年公司实现营收 6.57/8.04/9.77 亿元，实现归母净利润 0.81/0.98/1.27 亿元，对应 PE73.5/60.5/46.9 倍。

表 6：公司各业务营收及毛利率

营收(亿元)及 毛利率(%)	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	5.28	6.57	8.04	9.77
整体毛利率	29.38%	28.16%	28.40%	29.22%
汽车齿轮				
营收	3.18	4.29	5.58	6.98
毛利率	29.29%	27.00%	27.00%	28.00%
电动工具齿轮				
营收	0.94	0.85	0.81	0.81
毛利率	19.16%	21.00%	22.00%	23.00%
减速器及其配件				
营收	0.59	0.71	0.88	1.15
毛利率	39.98%	34.50%	35.00%	35.00%
刀具和设备				
营收	0.34	0.39	0.44	0.51
毛利率	46.99%	42.00%	42.00%	41.00%

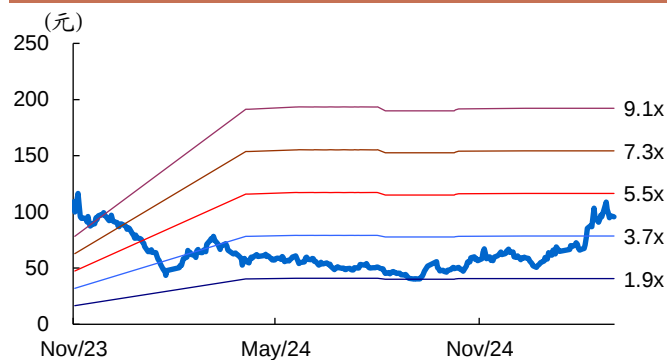
资料来源：公司公告、招商证券

图 21: 夏厦精密历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 22: 夏厦精密历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

五、风险提示

- 1、人形机器人产业化不及预期：**人形机器人产业化进程是未来齿轮及减速器需求增长的一个重要驱动因素。若实际量产进展不及预期，可能会对公司业务产生较大影响。
- 2、竞争激烈化：**人形机器人产业零部件供应商众多，竞争十分激烈。若公司无法锁定和主机厂/Tier1 的合作，可能无法在产业化的过程中成为最后的赢家。
- 3、毛利率下降：**竞争激烈化可能导致毛利率下降，影响公司的盈利能力。
- 4、业绩不及预期：**若公司业绩不及预期，或对公司估值产生较大影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	437	1235	1295	1432	1585
现金	41	584	527	535	540
交易性投资	0	190	190	190	190
应收票据	13	12	15	18	22
应收款项	187	250	311	381	463
其它应收款	2	1	2	2	3
存货	151	164	208	253	304
其他	43	34	42	52	63
非流动资产	565	633	599	573	551
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	443	454	430	409	390
无形资产商誉	39	39	35	31	28
其他	83	140	134	133	132
资产总计	1002	1868	1894	2005	2136
流动负债	253	273	258	303	346
短期借款	59	11	29	28	20
应付账款	154	186	198	242	291
预收账款	1	0	0	1	1
其他	39	75	31	33	35
长期负债	263	287	287	287	287
长期借款	234	254	254	254	254
其他	29	33	33	33	33
负债合计	516	560	545	590	633
股本	47	62	62	62	62
资本公积金	237	971	971	971	971
留存收益	203	275	316	382	469
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	486	1308	1349	1415	1502
负债及权益合计	1002	1868	1894	2005	2136

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	85	69	33	66	77
净利润	88	72	81	98	127
折旧摊销	49	58	63	59	56
财务费用	10	7	1	1	1
投资收益	(0)	0	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(56)	(69)	(116)	(98)	(114)
其它	(6)	1	14	15	17
投资活动现金流	(123)	(296)	(20)	(24)	(24)
资本支出	(123)	(107)	(33)	(33)	(33)
其他投资	1	(189)	14	9	9
筹资活动现金流	40	758	(70)	(34)	(48)
借款变动	30	(2)	(29)	(1)	(8)
普通股增加	0	16	(0)	0	0
资本公积增加	0	734	0	0	0
股利分配	0	0	(40)	(32)	(39)
其他	9	11	(1)	(1)	(1)
现金净增加额	2	532	(56)	8	5

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	518	528	657	804	977
营业成本	358	373	472	576	692
营业税金及附加	4	4	5	6	8
营业费用	8	8	10	13	16
管理费用	25	30	36	44	54
研发费用	29	33	43	56	68
财务费用	(0)	(7)	1	1	1
资产减值损失	(10)	(13)	(9)	(9)	(9)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	17	15	9	9	9
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	92	79	89	108	139
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	91	79	89	108	139
所得税	3	7	8	10	12
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利	88	72	81	98	127

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-5%	2%	24%	23%	21%
营业利润	-9%	-14%	13%	21%	29%
归母净利润	-0%	-18%	13%	21%	29%
获利能力					
毛利率	30.9%	29.4%	28.2%	28.4%	29.2%
净利率	17.0%	13.6%	12.3%	12.2%	13.0%
ROE	19.9%	8.0%	6.1%	7.1%	8.7%
ROIC	12.4%	5.5%	5.0%	6.0%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	51.5%	30.0%	28.8%	29.4%	29.7%
净负债比率	29.7%	16.7%	14.9%	14.1%	12.8%
流动比率	1.7	4.5	5.0	4.7	4.6
速动比率	1.1	3.9	4.2	3.9	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.3	0.4	0.5
存货周转率	2.6	2.4	2.5	2.5	2.5
应收账款周转率	2.9	2.3	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	2.6	2.2	2.5	2.6	2.6
每股资料(元)					
EPS	1.42	1.16	1.30	1.58	2.04
每股经营净现	1.36	1.12	0.54	1.06	1.25
每股净资产	7.85	21.10	21.76	22.82	24.23
每股股利	0.00	0.65	0.52	0.63	0.82
估值比率					
PE	67.5	82.8	73.5	60.5	46.9
PB	12.2	4.5	4.4	4.2	4.0
EV/EBITDA	42.8	46.4	39.0	35.4	30.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。