

斯菱股份 (301550.SZ)

轴承业务稳健增长，布局机器人前景广阔

深耕汽车轴承后市场，公司深化全球布局。公司成立于 2004 年，主要产品为汽车轴承，2023 年海外收入占比 69%。公司产品主要应用于汽车制动系统、动力系统及传动系统，核心产品线涵盖轮毂轴承单元、圆锥轴承、离合器轴承等八大类精密部件。经过多年的业务积累、并购整合，公司已实现北美、欧洲、亚洲等境外主要售后市场销售渠道的全覆盖，主要客户包括辉门、NAPA、GMB、GATES 等国际知名汽车零部件供应商，并在泰国扩大产能，有效规避关税风险。

研发能力强+产品型号覆盖全，扩张产能迎下游需求增长。轴承属于高精度产品，主要壁垒是企业需要满足客户对多种类的汽车轴承型号需求，并释放规模效应。2023 年公司轴承销量 2344 万套，国内市占率约 0.3%。轴承生产工序多、精度需求高，公司研发能力强，可以满足高端轴承需求。欧美等地区汽车保有量基数大且仍在上升，公司境外售后市场发展空间广阔。目前公司订单需求旺盛，产能布局有：1) 新昌：投资建设年产 629 万套高端汽车轴承项目，预计将在 2025 年下半年逐步释放产能。2) 泰国：目前产能利用 70%-80%左右，其中 2024 年 2 月，泰国工厂二期项目建成投产；2024 年 4 月，第三期投资启动。

布局谐波减速器等产品，前瞻布局享机器人产业红利。机器人行业量产在即，有望带动汽车供应链共振。公司新成立机器人事业部，基于轴承工艺拓展总成、谐波减速器、丝杠类产品，前瞻布局有望助力公司未来享受机器人产业迅速增长带来的红利：1) 谐波减速器：公司具备轴承精密制造能力，有望快速打通车端和机器人零部件工艺。目前，公司正积极推进谐波减速器及执行器模组量产工作；2) 执行器模组：公司正与谐波减速器同步开发执行器模组；3) 丝杠：汽车轴承与机器人丝杠在材料选择、加工工艺和装配技术上具备共同点，目前公司丝杠产品已处于研发阶段。

盈利预测：作为国内轴承第一梯队企业，公司深化全球布局，扩张产能迎下游旺盛需求，同时前瞻布局机器人领域，享受产业快速增长红利。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.9/2.2/2.5 亿元，同比 +29%/+13%/+17%，考虑到公司竞争优势明显，卡位高成长赛道，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示： 机器人产业量产进度不及预期；新业务拓展及产能投产不及预期；行业需求不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	750	738	780	896	1,068
增长率 yoy (%)	4.9	-1.5	5.7	14.9	19.2
归母净利润 (百万元)	123	150	193	218	254
增长率 yoy (%)	35.2	22.2	29.1	12.8	16.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.11	1.36	1.76	1.98	2.31
净资产收益率 (%)	23.7	9.4	10.8	10.9	11.3
P/E (倍)	95.8	78.5	60.8	53.9	46.2
P/B (倍)	22.8	7.4	6.5	5.9	5.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 25 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	汽车零部件
03 月 25 日收盘价 (元)	106.81
总市值 (百万元)	11,749.10
总股本 (百万股)	110.00
其中自由流通股 (%)	61.10
30 日日均成交量 (百万股)	5.02

股价走势



作者

分析师 丁逸滕

执业证书编号：S0680521120002

邮箱：dingyimeng@gszq.com

分析师 江莹

执业证书编号：S0680524040005

邮箱：jiangying1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	728	1719	1881	2070	2298
现金	371	1214	1146	1268	1396
应收票据及应收账款	156	205	217	249	297
其他应收款	5	1	1	1	2
预付账款	0	0	2	2	2
存货	179	189	232	265	316
其他流动资产	17	110	284	284	285
非流动资产	223	255	338	418	523
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	148	156	208	261	321
无形资产	49	53	67	80	91
其他非流动资产	26	45	63	77	111
资产总计	950	1974	2220	2489	2821
流动负债	429	373	417	478	568
短期借款	65	3	0	0	0
应付票据及应付账款	335	334	384	440	523
其他流动负债	28	36	34	38	45
非流动负债	5	4	6	9	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	4	6	9	11
负债合计	434	377	424	487	579
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	83	110	110	110	110
资本公积	102	1003	1005	1005	1005
留存收益	333	482	673	879	1118
归属母公司股东权益	516	1597	1796	2002	2242
负债和股东权益	950	1974	2220	2489	2821

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	235	121	212	244	285
净利润	123	150	193	218	254
折旧摊销	24	23	22	32	41
财务费用	-13	-3	0	0	0
投资损失	3	0	0	0	-1
营运资金变动	91	-53	-3	-6	-9
其他经营现金流	7	5	0	0	0
投资活动现金流	-26	-140	-285	-112	-146
资本支出	-23	-45	-90	-112	-146
长期投资	0	0	-180	0	0
其他投资现金流	-3	-95	-15	0	1
筹资活动现金流	-53	866	-4	-10	-12
短期借款	-45	-62	-3	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	28	0	0	0
资本公积增加	2	901	2	0	0
其他筹资现金流	-10	0	-2	-10	-12
现金净增加额	174	854	-68	122	128

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	750	738	780	896	1068
营业成本	553	501	521	597	710
营业税金及附加	6	5	6	7	9
营业费用	11	11	8	9	12
管理费用	30	32	32	37	45
研发费用	33	33	36	42	51
财务费用	-18	-20	-30	-30	-30
资产减值损失	-4	-3	0	0	0
其他收益	8	5	8	9	11
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	133	174	215	242	282
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	133	174	215	242	282
所得税	10	24	21	24	28
净利润	123	150	193	218	254
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	123	150	193	218	254
EBITDA	180	216	207	245	293
EPS (元/股)	1.11	1.36	1.76	1.98	2.31

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	4.9	-1.5	5.7	14.9	19.2
营业利润(%)	27.8	30.8	23.5	12.8	16.6
归属母公司净利润(%)	35.2	22.2	29.1	12.8	16.6
获利能力					
毛利率(%)	26.2	32.1	33.2	33.4	33.5
净利率(%)	16.3	20.3	24.8	24.3	23.8
ROE(%)	23.7	9.4	10.8	10.9	11.3
ROIC(%)	25.0	10.4	9.3	9.5	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	45.7	19.1	19.1	19.6	20.5
净负债比率(%)	-58.9	-75.8	-63.7	-63.1	-61.9
流动比率	1.7	4.6	4.5	4.3	4.0
速动比率	1.3	4.1	3.9	3.8	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	4.4	4.1	3.7	3.8	3.9
应付账款周转率	3.1	2.9	2.8	2.8	2.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.11	1.36	1.76	1.98	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	2.13	1.10	1.93	2.21	2.60
每股净资产(最新摊薄)	4.69	14.52	16.33	18.20	20.38
估值比率					
P/E	95.8	78.5	60.8	53.9	46.2
P/B	22.8	7.4	6.5	5.9	5.2
EV/EBITDA	-1.7	18.0	51.2	42.9	35.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 25 日收盘价

内容目录

一、深耕汽车轴承后市场，全球化布局助力未来增长	4
1.1 深耕汽车轴承市场，开启全球化布局	4
1.2 营收快速增长，盈利能力稳健提高	5
二、轴承业务：行业规模稳健增长，公司位居中上水平	7
2.1 轴承属高精度产品，不断推进国产替代	7
2.2 完善的产品型号+强劲的研发能力，助力公司不断开拓海外后市场	11
三、机器人业务：行业量产在即，工艺延申赋能技术优势	14
3.1 行业量产曙光涌现，带动汽车产业链共振	14
3.1.1 丝杠：线性关节总成核心零部件，与汽车轴承生产工艺相似	16
3.1.2 减速器：旋转关节总成核心零部件，契合公司精密制造能力	18
3.2 成立机器人事业部，推动谐波减速器等量产	20
盈利预测与估值	21
风险提示	23

图表目录

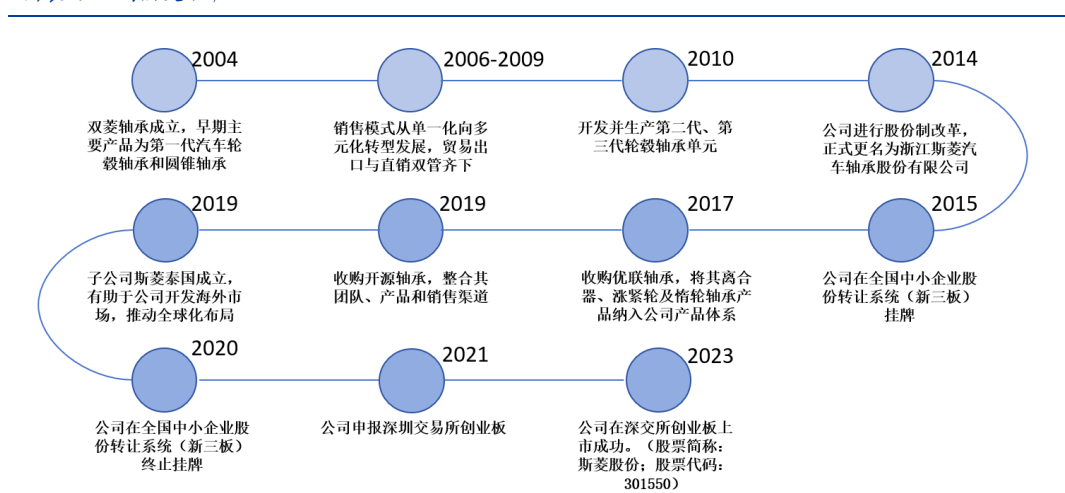
图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 主要产品应用现状	5
图表 3: 公司股权结构（截至 2024Q3）	5
图表 4: 2020-2024Q1-3 公司营收（亿元）	6
图表 5: 2023 年公司国内外收入对比	6
图表 6: 2020-2023 年公司毛利率	6
图表 7: 2020-2024Q1-3 年公司归母净利润（亿元）及同比增速	7
图表 8: 2020-2024Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率	7
图表 9: 轴承产业链	7
图表 10: 滑动轴承与滚动轴承的区别	8
图表 11: 滚动轴承的基本结构	9
图表 12: 2019-2024 年 1-11 月全球汽车销量情况	9
图表 13: 市场竞争格局特点	10
图表 14: 国内轴承行业主要竞争对手情况	10
图表 15: 国外轴承行业主要竞争对手情况	11
图表 16: 中国滚动轴承进出口贸易情况（亿美元）	11
图表 17: 行业规模与公司营收（亿元）	12
图表 18: 公司销量与按收入计算的市占率（万套，%）	12
图表 19: 公司主要客户情况	12
图表 20: 公司主要竞争对手情况	13
图表 21: 2024 年汽车千人保有量前十名国家	13
图表 22: 公司研发投入、专利与业内可比公司对比	14
图表 23: 公司现有两大生产基地	14
图表 24: 机器人相关政策	15
图表 25: 人形机器人 BOM 成本占比（以特斯拉人形机器人 Optimus 为例，截至 2023 年）	16
图表 26: 滚珠丝杠结构	17
图表 27: 行星滚珠丝杠代表性企业	17
图表 28: 轴承生产工艺和汽车轴承单元示意图	18
图表 29: 减速器主要类型	19
图表 30: 谐波减速器行业竞争情况（截至 2024H1）	20
图表 31: 公司生产的谐波减速器	21
图表 32: 公司生产的执行器模组	21
图表 33: 公司 2024 年 4 月公布的机器人零部件智能化技术改造项目概况	21
图表 34: 斯菱股份各业务收入及盈利能力核心假设（亿元，%）	22
图表 35: 斯菱股份可比公司	23

一、深耕汽车轴承后市场，全球化布局助力未来增长

1.1 深耕汽车轴承市场，开启全球化布局

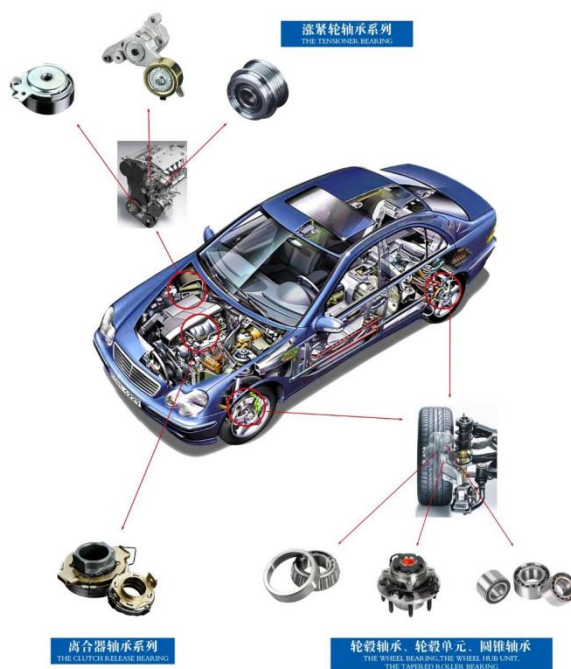
公司专注于汽车售后市场（AM）领域，主要产品为汽车轴承。公司产品主要应用于汽车制动系统、动力系统及传动系统，核心产品线涵盖轮毂轴承单元、圆锥轴承、离合器轴承等八大类精密部件。自 2004 年成立以来，公司持续突破技术边界，早期以第一代轮毂轴承及圆锥轴承切入市场；2006-2009 年通过贸易出口与直销双轮驱动实现销售体系升级；2010 年成功研发第二代、第三代轮毂轴承单元奠定技术领先地位；2017 年战略性并购优联轴承实现离合器轴承产品线突破；2019 年通过收购开源轴承完成渠道整合并设立泰国子公司开启全球化布局。

图表1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

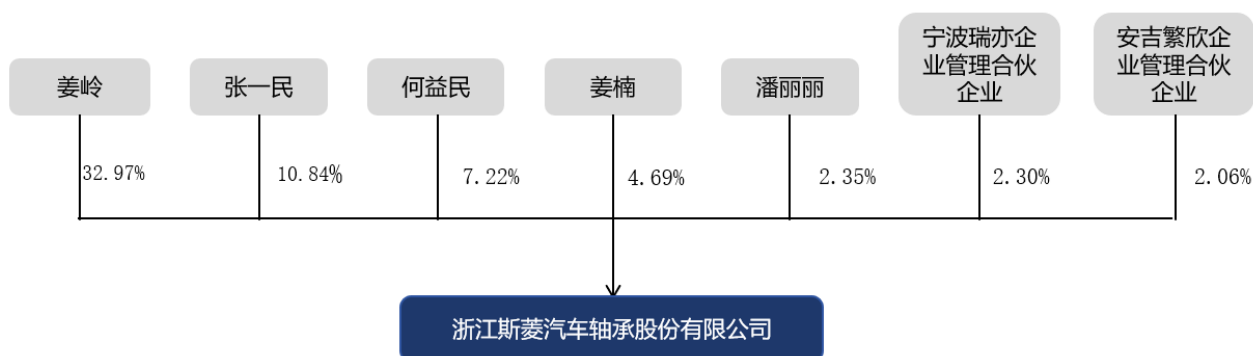
图表2: 主要产品应用现状



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

公司持股结构稳定而集中。公司董事长兼总经理姜岭持有公司 3,627.10 万股股份, 占公司股本总额的 32.97%, 为公司控股股东, 姜岭、姜岭之女姜楠为公司实际控制人。

图表3: 公司股权结构 (截至 2024Q3)



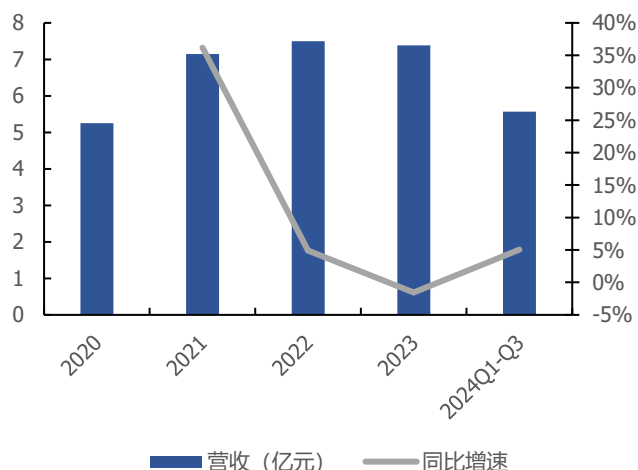
资料来源: 公司季报, 国盛证券研究所

1.2 营收快速增长, 盈利能力稳健提高

汽车后市场需求增长, 带动收入增长。2020 年-2023 年, 公司营收由 5.3 亿元增长至 7.4 亿元, CAGR+12%, 主要系下游需求稳步增长。2024 年前三季度收入 5.6 亿元, 同比增长 5%。

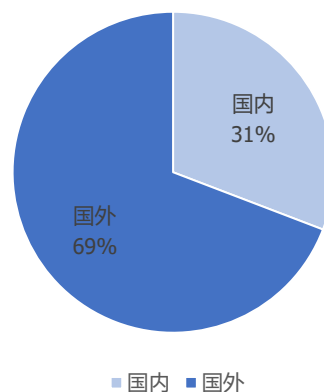
国内外营业收入方面, 2022-2023 年, 公司国内收入由 2.24 亿元增长至 2.27 亿元, 占比由 29.90%提升为 30.81%, 主要系国内汽车后市场的需求增长; 国外收入由 5.26 亿元下降至 5.11 亿元, 占比由 70.10%下降为 69.19%。

图表4: 2020-2024Q1-3 公司营收 (亿元)



资料来源: 公司年报, 公司招股书, 国盛证券研究所

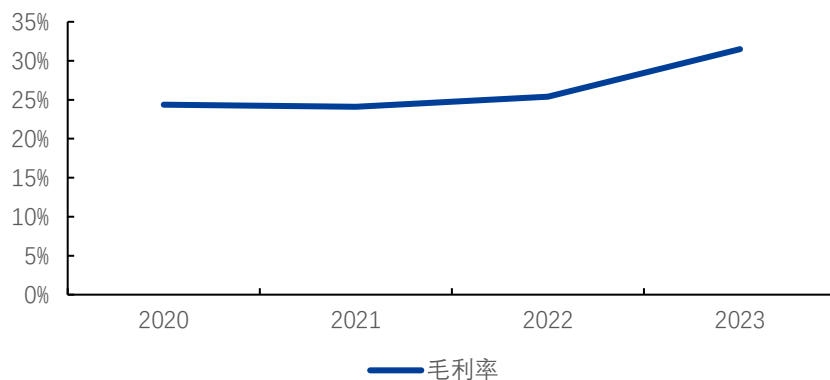
图表5: 2023 年公司国内外收入对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

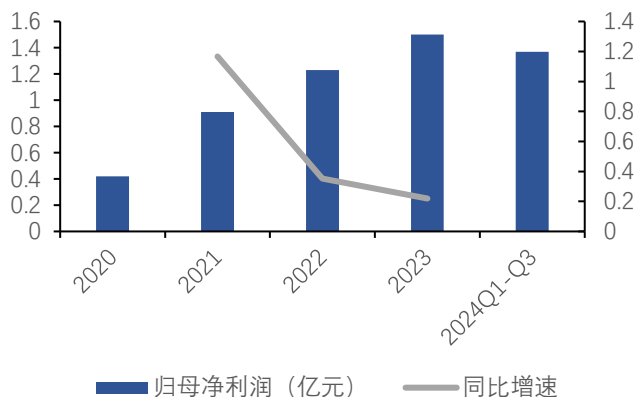
产品结构优化与海外市场拓展, 共同促进公司盈利能力提升。2020 年至 2023 年, 公司毛利率从 24.4% 提升至 31.5%, 归母净利润由 0.4 亿元增长至 1.5 亿元, CAGR+54%, 主要系公司产品结构的优化。同时, 公司扎根轮毂轴承海外售后市场, 85% 产品销往汽配后市场, 市场拓展也推动了毛利率的提升。2024 年前三季度, 公司归母净利润为 1.4 亿元, 同比增长 28%。公司费用率基本保持稳定, 其中财务费用率受汇兑影响较大。

图表6: 2020-2023 年公司毛利率



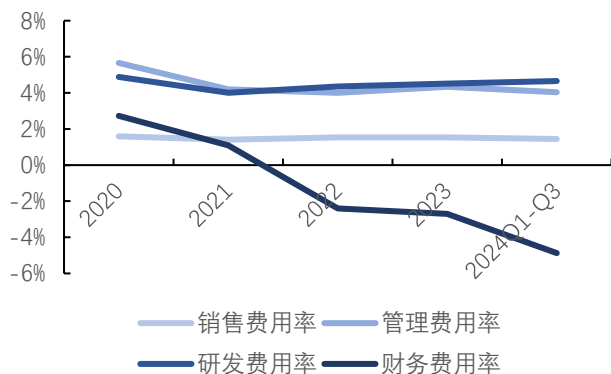
资料来源: 公司年报, 公司招股书, 国盛证券研究所

图表7: 2020-2024Q1-3 年公司归母净利润 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司年报, 公司招股书, 国盛证券研究所

图表8: 2020-2024Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率



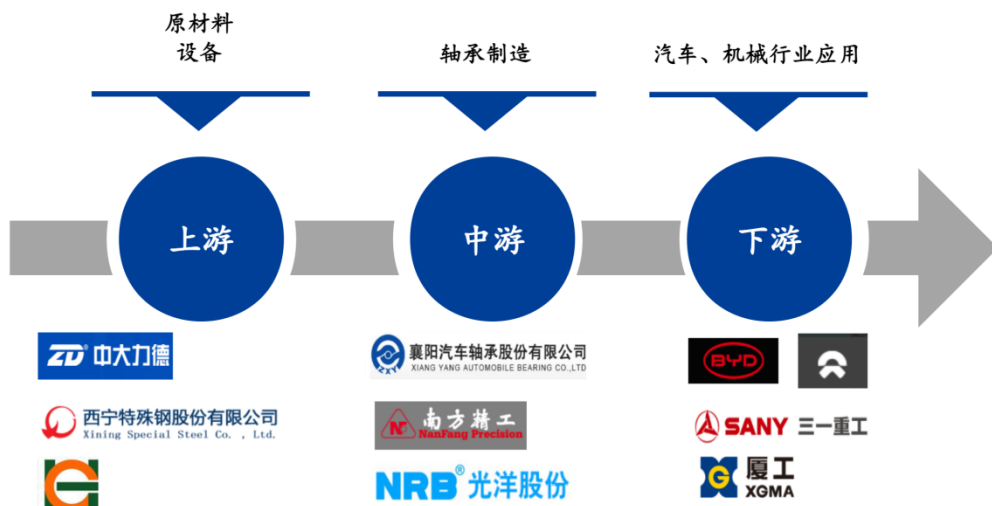
资料来源: 公司年报, 公司招股书, 国盛证券研究所

二、轴承业务: 行业规模稳健增长, 公司位居中上水平

2.1 轴承属高精度产品, 不断推进国产替代

机械装备的“关节”，轴承属于高精度产品。轴承的主要功能是支撑机械旋转体，降低机械旋转体之间的摩擦系数，并保证机械旋转体的回转精度，被誉为机械装备的“关节”。轴承在机械产品中属于高精度产品。

图表9: 轴承产业链



资料来源: 各公司官网, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

轴承一般分为滚动轴承和滑动轴承。

1) 滚动轴承通过滚动体承受旋转轴的运动，由于滚动轴承自身运动的特点，其摩擦力远远小于滑动轴承，可减少消耗在摩擦阻力的功耗，因此节能效果显著。

2) 滑动轴承中没有滚动体，通过材料的滑动承受轴的运动。与滚动轴承相比，滑动轴承结构更为简单，所以不易损坏。此外，由于滑动轴承安装外径小于具有相同直径的滚动轴承，所以安装空间可以减小。

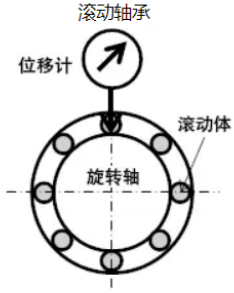
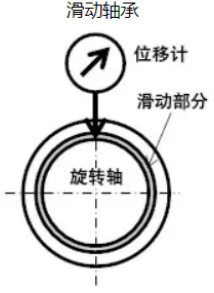
滚动轴承通常由外圈、内圈、滚动体和保持架组成。内外圈及滚动体的材料主要为轴承钢，此外陶瓷、塑料、石墨和碳纤维等非金属材料可作为轴承材料。其中：

1) 轴承的外圈和内圈：统称为轴承套圈，是有一个或几个滚道的环形零件。内圈是内侧的轴承圈，轴插入其中；外圈是位于外侧的轴承圈，插入轴承座（轴承座指的是在轴插入过程中与外圈啮合的元件）。向心轴承套圈承受垂直于轴的载荷，而径向轴承中的套圈通常是为了用轴承的整个宽度来承受这些载荷。

2) 滚动体：分为球和滚子两种。球与轴承圈滚道进行点接触，滚动摩擦小，使得球轴承能够适应高速运行，但限制了其承载能力；滚子与轴承圈滚道进行线接触，摩擦较大，滚子轴承与同尺寸的球轴承相比可承受更重的载荷，但转速较低。

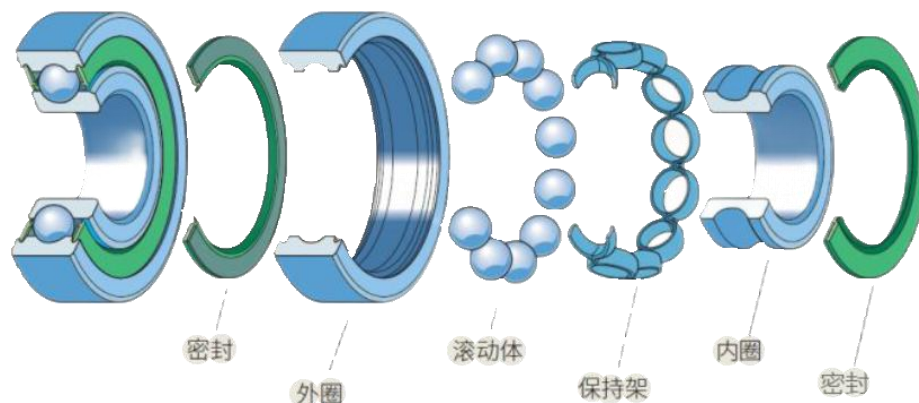
3) 保持架：具有分隔保持滚动体，使之避免相互摩擦、均匀分布载荷、改善滚动条件等作用，其材料包括钢板、黄铜、聚酰胺、玻璃纤维增强尼龙等。

图表10: 滑动轴承与滚动轴承的区别

	滚动轴承	滑动轴承
		
滚动体	滚珠（球体）、滚子（圆柱）	无
制造商兼容性	有	无
容许载荷	大	比同直径的轴承大
摩擦系数	0.0010~0.0015	0.07~0.15
安装外径	大	比同直径的轴承小

资料来源：MISUMI，国盛证券研究所

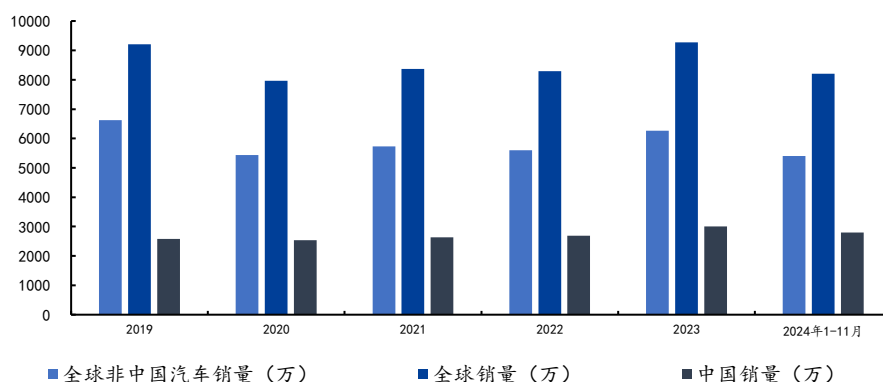
图表11: 滚动轴承的基本结构



资料来源: Mordor, 国盛证券研究所

近年来汽车市场规模稳健增长将带来轴承需求增长。2020-2023 年, 中国汽车销量从 2531 万辆增至 3009 万辆, CAGR+6%; 海外汽车销量则从 5435 万辆增至 6263 万辆, CAGR+5%; 据华经产业研究院数据, 2021 年全球轴承市场规模已经达到 1213 亿美元, 2022 年为 1302 亿美元。2022 年亚太地区轴承市场规模约占全球轴承市场的 56%, 其中我国的市场规模约占全球轴承市场的 34%。

图表12: 2019-2024 年 1-11 月全球汽车销量情况



资料来源: OCIA, 新华财经, 国盛证券研究所

轴承行业的最主要壁垒包括技术壁垒、客户壁垒、规模壁垒。

- 1) 技术壁垒: 售后市场中汽车轴承制造商为了满足客户的多元化的采购需求, 需要尽可能地市场上不同品牌、不同年份生产的汽车轴承型号进行全方位覆盖;
- 2) 客户壁垒: 我国汽车轴承行业集中度不高, 企业数量较多, 产品的市场竞争较为激烈, 汽车轴承制造商需要在与客户的长期合作中逐步积累信任;
- 3) 规模壁垒: 汽车轴承行业属于资金密集型行业, 需要不断增加对设备、产品开发和工艺改进等方面的投资, 推动产品与技术的更新换代。

图表13: 市场竞争格局特点

特性	具体特点
生产稳定性	生产周期合理、供货稳定
产品可靠性	有充分的技术储备，产品品控严格、耐用寿命久
产品全面性	有充分的生产和技术资源，能满足客户不同产品型号需求并快速达产
价格优势性	做好成本管理以获取更高的产品性价比
渠道覆盖性	加入汽车全球采购体系，将潜在客户转化为实际客户

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

轴承高端市场欧美日垄断，国内市场定位中低端。目前，世界轴承市场 70% 的份额被八大跨国轴承集团垄断（瑞典：SKF，日本：NSK、NTN、NMB、NACHI、JTEKT，美国：TIMKEN，德国：SCHAEFFLER），尤其是高端市场。而中国市场在全球市场份额中 20%，以中低端市场为主。

图表14: 国内轴承行业主要竞争对手情况

企业名称	简介
光洋股份	常州光洋轴承股份有限公司专注于汽车各类精密轴承、智能机器人轴承单元、同步器、行星排、精密锻件等高精度、高可靠性产品的研发、制造和销售。2021 年度，光洋股份的轴承产量为 8,848.00 万件套。
雷迪克	杭州雷迪克节能科技股份有限公司是以研发、生产和销售汽车轴承为主营业务的高新技术企业。2021 年度，雷迪克的轮毂轴承单元产量为 214.78 万套。
兆丰股份	浙江兆丰机电股份有限公司专业生产第一、二、三代汽车轮毂轴承单元及各类精密轴承。2021 年度，兆丰股份的轮毂轴承单元产量为 457.31 万套，离合器分离轴承产量为 16.31 万套。
冠盛股份	温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司主要从事汽车传动系统零部件的研发、生产和销售。2021 年度，冠盛股份的轮毂轴承单元产量为 453.53 万只。
南方精工	江苏南方精工股份有限公司是一家专业设计、制造、销售滚针轴承、超越离合器的高新技术企业，是国内滚针轴承和超越离合器产量最大的生产企业之一。2021 年度，南方轴承的轴承产量为 21,828.84 万套。
襄阳轴承	襄阳汽车轴承股份有限公司主要从事轴承及其零部件的生产、科研、销售及相关业务。2021 年度，襄阳轴承的轴承产量为 3,388 万套。
万向钱潮	万向钱潮股份有限公司是目前国内主要的独立汽车零部件专业生产基地之一，专业生产底盘及悬架系统、汽车制动系统、汽车传动系统、汽车燃油排放系统、轮毂单元。

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

图表15: 国外轴承行业主要竞争对手情况

企业名称	简介
瑞典 SKF	斯凯孚集团（SKF）成立于 1907 年，总部设立于瑞典哥特堡，是世界最大的滚动轴承制造公司之一，主要生产各类轴承、密封件、轴承用特种钢，占全球轴承产量的 20%。斯凯孚在中国的业务可分成工业业务及汽车业务，业务范围覆盖了轴承及轴承单元、密封件、润滑系统、机电一体化。
德国 FAG	德国 FAG 成立于 1883 年，是世界上第一家滚动轴承生产厂，其高速、高精度主轴轴承，极限转速高于其它品牌。
美国 TIMKEN	美国铁姆肯公司（TIMKEN）成立于 1895 年，1922 年在纽约交易所上市，是世界上最大的圆锥滚子轴承生产商和全球领先的优质轴承、合金钢及相关部件和配件制造商。
日本 NSK	日本精工株式会社（NSK）成立于 1916 年，是日本国内第一家设计生产轴承的厂商，其核心轴承产业日本排名第一，世界排名第三。
日本 NTN	日本东洋精工株式会社（NTN）成立于 1918 年，是世界综合性精密机械制造厂家之一，主要从事轴承、等速万向节、精密机械等的生产以及销售业务。
日本 JTEKT	日本捷太格特株式会社（JTEKT）成立于 2006 年，其前身 KOYO 成立于 1921 年，为日本四大轴承生产集团之一，具有世界顶级的生产及管制设备，其生产数万种高精度、高品质的 KOYO 轴承系列产品。

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

我国轴承市场对高端轴承的进口依赖程度较高。主要是由于我国正处于经济结构转型的关键时期，对高端、精密的机械零部件需求较大。同时，这一现状为我国轴承制造行业也提供了发展契机。国内轴承制造业企业抓住发展机遇，积极开发新品种，生产高质量、高性能的高端轴承，提升产品质量和品牌知名度，实现进口替代将成为国内轴承行业未来发展的主要趋势。

图表16: 中国滚动轴承进出口贸易情况（亿美元）

类别	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
出口额	50.59	55.84	51.30	46.45	66.85	69.45
进口额	36.15	37.19	36.15	43.33	53.71	44.92
贸易顺差	14.44	18.65	15.15	3.12	13.14	24.53

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

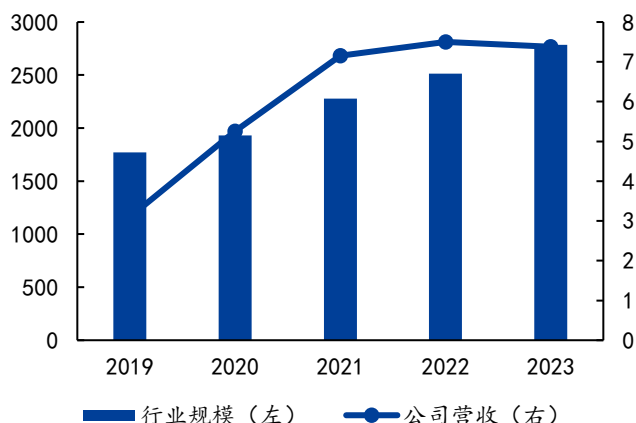
2.2 完善的产品型号+强劲的研发能力，助力公司不断开拓海外后市场

经过多年的业务积累、并购整合，公司已实现北美、欧洲、亚洲等境外主要售后市场销售渠道的全覆盖。同时，凭借在质量、产品体系、研发、组织管理等方面的竞争优势，

公司在与众多知名企业的合作交流中，发展和积累了一批优质的客户资源，并与之建立了长期稳定的合作关系。

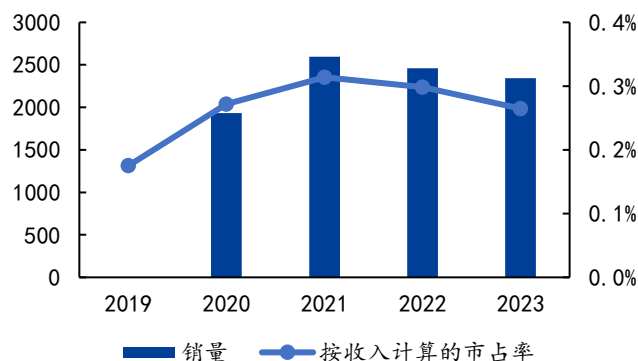
公司轴承产品销量从 2020 年 1931 万套增长到 2023 年 2344 万套，CAGR+7%；按营收计算的国内市占率先增后减到达 0.27%。目前，公司主要客户包括辉门、NAPA、GMB、GATES 等国际知名汽车零部件供应商，与业内可比公司相比：光洋股份主要客户为国内主机配套市场客户；冠盛股份在海外主要市场设有仓库，主打自有品牌。公司与兆丰股份和雷迪克在销售模式上最为相似，均是主要面向售后市场，根据下游客户的需求提供个性化产品和服务。

图表17: 行业规模与公司营收（亿元）



资料来源：观知海内信息网，公司招股书，公司年报，国盛证券研究所

图表18: 公司销量与按收入计算的市占率（万套，%）



资料来源：公司年报，公司招股书，国盛证券研究所

图表19: 公司主要客户情况

客户	基本情况
辉门	原美国纳斯达克上市公司，全球性汽车零部件制造供应商
NAPA	美国纽交所上市公司 Genuine Parts 子品牌，世界最大的汽车配件及用品销售商之一，Genuine Parts 为世界 500 强
GMB	全球性汽车零部件制造供应商，在全球多地设有工厂和销售公司，韩国子公司为韩国交易所上市公司
GATES	全球最大的汽车传动带制造商之一，主营汽车发动机中的皮带、涨紧轮、水泵的制造和销售业务
OPTIMAL	欧洲汽车售后市场老牌公司，2020 年被美国汽车回收巨头 LKQ 收购，主营汽车轴承、悬挂部件、减震器、制动系统和传感器的制造和销售业务
VALEO	全球性汽车零部件制造供应商，世界 500 强

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

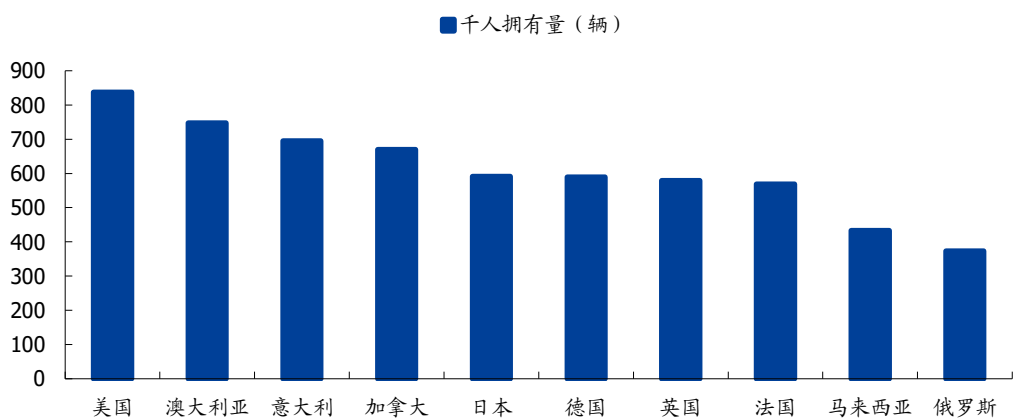
图表20: 公司主要竞争对手情况

主要竞争对手	主要客户或市场类型	可比性
光洋股份	在国内外市场的客户对象为整车和主机厂	光洋股份生产的产品轮毂轴承及应用的轮毂领域与发行人相似
雷迪克	轴承产品大部分销往 AM 市场，少部分销往 OEM 市场	雷迪克的主要轴承产品及销售市场与发行人高度重合
兆丰股份	主要面向国外汽车维修、改装的中高端售后市场	兆丰股份的各代轮毂轴承单元产品及销售市场与发行人高度重合
冠盛股份	产品主要出口海外售后市场	冠盛股份的主要轴承产品及销售市场与发行人存在一定重合度

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

欧美等地区汽车保有量基数大且仍在上升, 公司境外售后市场发展空间十分广阔。根据 2024 年前瞻产业研究院数据, 美国千人汽车保有量 837 辆, 位居世界第一; 澳大利亚、意大利、加拿大、日本等发达国家紧随其后, 均在 500 辆以上。欧美地区汽车保有量大、消费能力强, 有望贡献售后市场收入新增长。

图表21: 2024 年汽车千人保有量前十名国家



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

公司研发能力强, 可以满足轴承高端需求。轴承生产工序多、精度需求高, 对生产技术有较高要求。公司技术创新优势大, 研发能力位居行业中上水平, 带来较高的人均专利产出指标和浙江省省级企业技术中心、浙江省省级企业研究院认定, 进而有利于公司冲击高端市场。公司主持或参与起草了 2 项轴承行业国家标准和 3 项行业标准。截至 2023 年底, 公司已获授权各项专利合计 72 项, 共计 52 项产品通过浙江省省级工业新产品(新技术)鉴定。

公司产品体系完善, 覆盖多种型号规格, 可满足客户多样化需求。目前公司产品总共四大类, 型号多达 6000 余种, 其中制动系统类轴承 4800 余种, 传动系统类轴承 1000 余种, 动力系统类轴承 300 余种, 非汽车轴承 100 余种。多样化的型号能够满足不同客户的订单需求, 并有效减少前期试生产所耗费的时间周期, 从而加快从订单下达到产品交付间隔时间, 有效提高公司的订单管理能力。

图表22: 公司研发投入、专利与业内可比公司对比

公司	研发人员数量/人		研发人员数量占比/%		研发投入金额 占营业收入比重		专利数量	2023 研发人员 人均专利数量
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2023 年末	
斯菱股份	101	102	8.88%	8.92%	4.36%	4.52%	72	0.71
南方精工	149	149	15.02%	14.59%	9.15%	9.15%	140	0.94
苏轴股份	108	116	18.65%	20.31%	7.26%	6.54%	48	0.41
长盛轴承	105	140	9.38%	10.95%	4.14%	4.49%	96	0.69
襄阳轴承	315	303	10.22%	11.29%	3.42%	4.08%	未披露	-
光洋股份	414	421	11.79%	11.83%	5.32%	5.15%	54	0.13

资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

公司在手订单量充足, 扩张产能满足下游旺盛需求。公司目前有浙江新昌和泰国大城两大生产基地, 共 4 个厂区, 建筑面积合计 7 万余平方米。1) 新昌: 公司正计划使用 1.1 亿元用于年产 629 万套高端汽车轴承智能化建设项目, 预计将在 2025 年下半年逐步释放产能。2) 泰国: 斯菱泰国工厂的产能利用率目前在 70%-80% 左右。2019 年, 子公司斯菱泰国成立; 2024 年 2 月, 斯菱泰国工厂二期项目建成投产; 2024 年 4 月, 第三期投资启动, 有望助力提升公司争取海外客户订单的竞争力。

图表23: 公司现有两大生产基地



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

三、机器人业务: 行业量产在即, 工艺延申赋能技术优势

3.1 行业量产曙光涌现, 带动汽车产业链共振

人形机器人行业发展迅速, 未来有望实现大规模量产。政府对机器人行业的发展愈加重视, 专注于机器人核心技术的突破。从 23 年到 24 年, 工业和信息化部等部门出台了一系列政策来促进机器人产业的发展。中商产业研究院发布的预测显示, 2024 年中国人形机器人市场规模将达到 27.6 亿元, 到 2029 年将达 750 亿元, 2035 年将达到 3000 亿元。

图表24: 机器人相关政策

政策名称	颁布机构	颁布时间	内容简述
《“机器人+”应用行动实施方案》	工信部	2023. 01	目标到 2025 年，制造业机器人密度较 2020 年实现翻番，服务机器人、特种机器人行业应用深度和广度显著提升
《关于开展 2022 年度智能制造标准应用试点工作的通知》	国家标准化管理委员会等	2022. 04	优先试点已发布、研制中的国家标准，配套应用相关行业标准、地方标准、团体标准和企业标准，形成一批推动智能制造有效实施应用的“标准群”
《“十四五”机器人产业发展规划》	工业和信息化部等	2021. 12	到 2025 年，我国成为全球机器人技术创新策源地、高端制造集聚地和集成应用新高地，机器人产业营业收入年均增速超过 20%。到 2035 年，我国机器人产业综合实力达到国际领先水平。
《“十四五”智能制造发展规划》	工信部等	2021. 12	加快系统创新，增强融合发展新动能。2025 年，规模以上制造业企业基本普及数字化；到 2035 年，规模以上制造业企业全面普及数字化。
《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长发改委极的指导意见》	发改委	2020. 09	重点支持工业机器人、建筑、医疗等特种机器人生产，实施智能制造、智能建造试点示范。
《5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）》	工信部、发改委等十部门	2021. 07	推进 5G 与智慧家居融合，深化应用感应控制、语音控制、远程控制等技术，促进新型体验类消费发展。
《“十四五”规划纲要》	国务院	2021. 03	重点研制分散式控制系统、可编程逻辑控制器、数据采集和视频监控系统等工业控制装备，突破智能机器人关键技术。
《关于促进快递业与制造业深入融合发展的意见》	邮政局、工信部	2020. 04	支持制造企业联合快递企业研发智能物流机器人等技术装备，加快推进制造业物流技术装备智慧化。
《关于促进养老托育服务健康发展的意见》	国务院	2020. 01	推进智能服务机器人后发赶超，启动康复辅助器具应用推广工程，实施智慧老龄化技术推广应用工程。
《制造业设计能力提升行动计划》	工业和信息化部等十三部门	2019. 01	重点突破系统开发平台和伺服机构设计，多功能工业机器人、服务机器人、特种机器人设计等。

资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

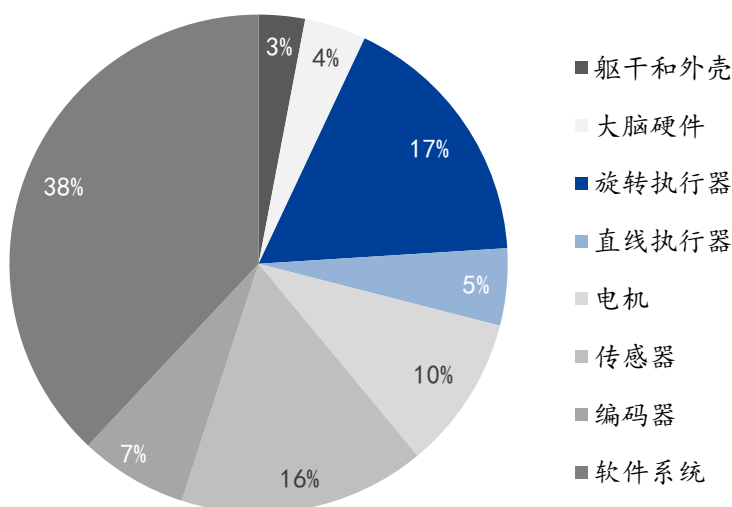
竞争格局：车企、互联网企业、初创企业纷纷布局机器人赛道。目前看，机器人产业主要参与者有三类企业：

- 1) 车企：人才、资源丰厚，且具备供应链基础。代表企业有特斯拉、小鹏，这类企业在生产整车时已经整合了相关供应链，未来为机器人量产奠定基础；
- 2) 互联网企业：人才、资源丰厚，且具备软件、模型开发能力。代表企业有小米、科大讯飞等，这类企业具备软件、大模型等开发能力，未来有望提升产品性能；
- 3) 初创企业：深耕机器人赛道，积累深厚。代表企业有优必选、智元等，这类企业专心深耕机器人赛道，已有较深厚的行业经验，未来有望加速推进机器人产品商业化落地。

机器人的主要构成有电机、丝杠/减速器、传感器，单机价值量较车端均有提升。以特斯拉人形机器人 Optimus 为例，截至 2024 年 1 月，其整体 BOM 成本中，关节部件占比最

高，约 56.9%。关节部件的主要组成部分包括电机、执行器、减速器、传感器等。未来机器人的降本措施主要有两种：1) 改变技术方案，在部分精度要求较低的关节使用性价比更高的零部件；2) 提升国内零部件企业的供应份额。

图表25: 人形机器人 BOM 成本占比 (以特斯拉人形机器人 Optimus 为例, 截至 2023 年)



资料来源: 新战略移动机器人网、国盛证券研究所

机器人产业链与汽车供应链在多种产品品类上有望共振。1) 部分零部件技术同源: 如电池、电机、轴承等, 机器人使用的产品与车端差异较小; 2) 车端供应链生产经验丰富: 伴随新能源车销量快速增长, 车端供应链具备大规模自动化生产经验, 未来有望帮助机器人量产降本; 3) 与车企客户有深厚的合作基础: 部分车企同时布局人形机器人, 如特斯拉、小鹏等, 相关供应链合作基础深厚, 有望快速配合终端实现技术方案定型与量产; 4) 具备规模生产经验。

3.1.1 丝杠: 线性关节总成核心零部件, 与汽车轴承生产工艺相似

丝杠是将旋转运动变为直线运动的传动副零件。丝杠根据其摩擦特性可以分为滑动丝杠、滚动丝杠和静压丝杠。1) 滑动丝杠结构较为简单, 齿型多为梯形, 拥有传动性能好, 精度高, 加工方便等优点; 2) 滚动丝杠分为滚珠丝杠和滚柱丝杠两大类, 滚珠丝杠相比滚柱丝杠摩擦力小、传动效率高、精度也高, 因而比较常用, 但是其制造工艺比较复杂, 其中滚珠丝杠是最常用的丝杠形式。

特斯拉 Optimus 机器人预估使用约 14 个行星滚柱丝杠。行星滚柱丝杠主要在人形机器人中应用于关节驱动, 实现关节的精确转动和定位。根据特斯拉 AI Day2022 信息, 特斯拉人形机器人“Optimus”下肢腿部将采用无框电机与行星滚柱丝杠的线性执行器, 行星滚柱丝杠使用个数约 14 个。未来随国产化进程不断加快, 有望大幅降低丝杠使用成本。

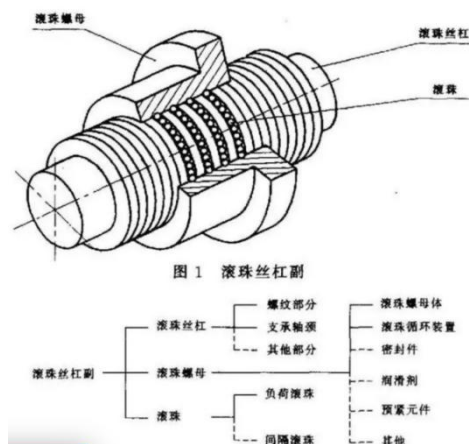
行星滚柱丝杠的行业壁垒: 原材料、加工工艺、生产设备。

1) 材料: 行星滚柱丝杠采用的钢材特性差异大, 特种合金调质钢成为技术壁垒。国内标准行星滚柱丝杠材料绝大部分采用马氏体不锈钢, 满足一般性强度、硬度和耐磨性要求, 但高硬度与抗腐蚀度难以同时达成; 而国外厂商以合金调制钢为原材料, 具备较高的疲劳极限和抗多次冲击能力, 以及良好的低温冲击韧性。

2) 加工端：制造精度要求高。丝杠轴的加工技术分为研磨和冷轧两种，研磨法的螺纹切割和冷轧法的退火工艺为加工难点。其中研磨法需要先用车刀加工出滚道形状，再采用磨床磨削至对应的尺寸和精度要求，难点在于螺纹的切割；冷轧法直接在冷轧时将丝杠挤压成型再加工两端，但由于需要先退火再加工，因此存在加工效率低、退火后丝杠变形及开裂等问题。

3) 设备端：磨削满足丝杠产品高精度要求的必需步骤，其中精密磨床是核心设备。当前的先进磨床设备主要集中在日欧，存在进口限制、价格昂贵等问题，同时国内企业在获得设备后需经过大量的调试提升至目标精度，非常依赖 know-how 的积累。因此成为限制丝杠产品国产化的核心问题。

图表26: 滚珠丝杠结构



资料来源：汉艺精密机械有限公司官网，国盛证券研究所

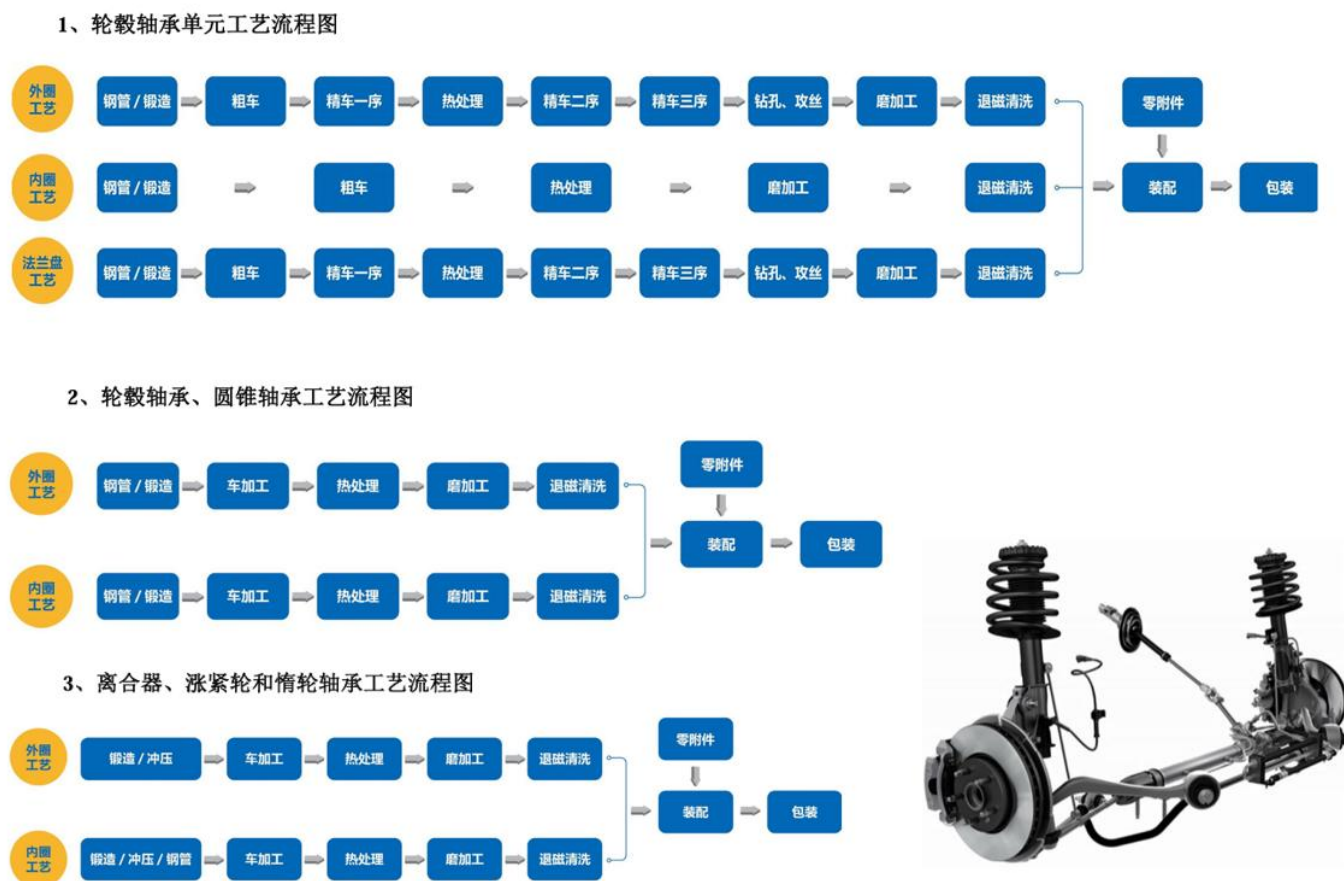
图表27: 行星滚珠丝杠代表性企业

地区	国家	主要企业
欧洲	德国	舍弗勒、Ewellix、Bosch Rexroth、Steinmeyer
	瑞士	GSA、Rollvis
	瑞典	SKF
	英国	Kugel Motion、Power Jacks Limited
美国	-	CMC、Moog、Nook Industries、Creative Motion Control
亚洲	中国	HIWIN、南京工艺、博特精工、优士特、新剑传动
	日本	NSK、THK

资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

轴承生产工艺和丝杠相似，产业延伸性强。汽车轴承与机器人丝杠在材料选择、加工工艺和装配技术上有许多共同点：材料方面，轴承和丝杠的制造都需要使用高强度、高硬度和良好耐磨性的钢材；工艺方面，轴承生产工艺和丝杠高度重合，都需经过锻造、热处理、磨削等，装配技术包括压装法、加热、冷却装配法，二者核心壁垒均集中在磨削工艺和磨床设备上。随机器人市场的打开，轴承企业可以通过外采设备、技术延伸，实现丝杠制作上的工艺复用。

图表28: 轴承生产工艺和汽车轴承单元示意图



资料来源：公司官网，公司招股书，国盛证券研究所

3.1.2 减速器：旋转关节总成核心零部件，契合公司精密制造能力

减速器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。精密减速器回程间隙小、精度较高、使用寿命长，更加可靠稳定，应用于机器人、数控机床等高端领域，包括谐波减速器、RV 减速器、摆线针轮行星减速器、精密行星减速器等。人形机器人的应用将为产业链带来较大增量空间。

谐波减速器的技术壁垒主要体现在材料、设计、生产和装配环节。

1) 材料：壁垒在于需要高强度材料保证柔轮韧性。作为谐波减速器的核心部件，柔轮需要具备良好的耐磨性、传动性能、硬度，因此多采用 40Cr 合金钢，但由于国内提纯技术有差距，柔轮材料仍依赖于进口。

2) 设计：壁垒在于需要在齿形设计过程中兼顾专利和产品性能。齿形设计直接决定减速器的精度、寿命等性能，主要形状有曲线、渐开线、圆弧等。国外企业起步较早，率先开发出齿形，并申请专利，此后国内企业如绿的谐波发明了全新的“P 型齿”，打破国外企业专利垄断，但对于后来者而言，难以绕开专利壁垒。

3) 生产：壁垒在于生产经验和资金投入。谐波减速器主要生产工艺为粗加工、热处理、精加工，其中热处理工艺影响产品腐蚀性/脆性等性能，流程复杂且需要公司自主研发；精加工设备依赖进口，资金壁垒较高。

4) 装配：壁垒在于是否具备经验丰富的装配工人。根据产品设计要求，需要不断调整、校正、平衡再进行最后的装配，因此目前装配环节以人工为主，并需要经验丰富的装配工人。

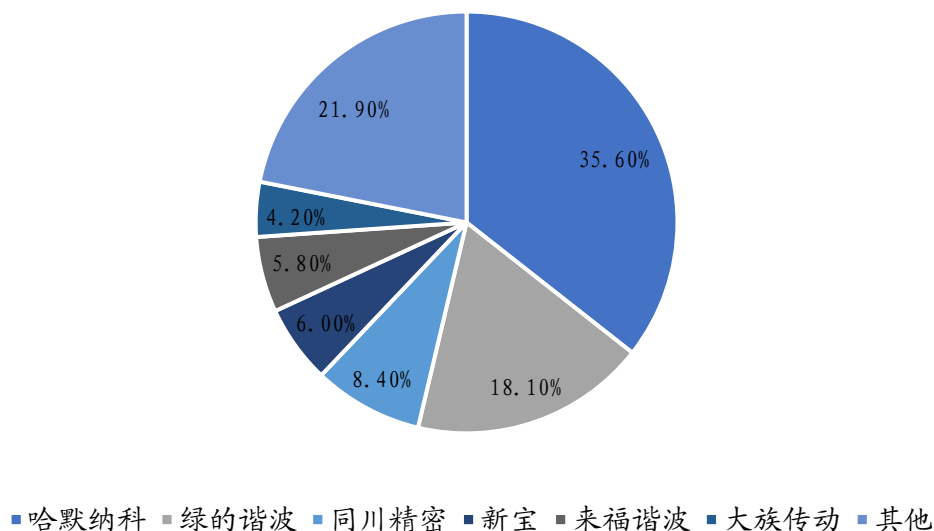
图表29: 减速器主要类型

类别名称	谐波减速器	RV 减速器	摆线针轮行星减速器	精密行星减速器
减速比	70-320	31-171	6-119	3-10
传动效率	70%-90%	85%-92%	90%-95%	97%-98%
优点	可通过密封壁传递运动、结构简单、质量和体积小、传动比高、精密度高	承载能力强、刚度高、工作寿命长、刚性高、耐冲击性强	结构紧凑，体积相对小，重量轻，通用于中小功率；运转平稳，噪声低	负载能力强，寿命长，性能稳定，输出扭矩大，成本较低
缺点	柔轮每转均要经历两次椭圆变形，容易引起材料的疲劳破坏；启动力矩较大，装置发热较严重；承载能力较差	结构复杂、体积较大、制造难度大、价格较高	摆线针轮减速器的结构复杂；制造、安装精度要求高；转臂轴承受力大，影响轴承寿命和承载能力	单级精密行星减速器减速比较小，有时需增加传动级数和齿轮数量以满足特定减速需求，导致体积和质量增加
应用场景	适用于质量和尺寸受限、位置精度要求高的场合，包括及机器人的小臂、腕部或手部，以及精密测试设备的微小位移机构等	适用于在机座、大臂、肩部等重负载的位置，以及汽车、运输、港口码头等行业中通常使用配有 RV 减速器的重负载机器人	广泛应用于矿山、化工、起重机械、工程机械等领域	多应用于步进电机和伺服电机的减速传动，工业机器人、大型空间机械臂关节以及服务机器人
价格区间	1000-5000 元/台	5000-8000 元/台	500-2000 元/台	200-2000 元/台

资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

国内市场竞争格局以哈默纳科、绿的谐波为主。在国内谐波减速器赛道，截止 2024 年上半年，日本哈默纳科、绿的谐波、同川精密、日本新宝、来福谐波、大族传动位列前六名，市场占有率分别为 35.6%、18.1%、8.4%、6%、5.8%、4.2%。

图表30: 谐波减速器行业竞争情况（截至 2024H1）



资料来源：格隆汇、国盛证券研究所

公司主业是轴承为主的汽车精密零部件制造，与机器人传动零部件的制造加工具有一定的共通性。公司目前正积极推动谐波减速器的量产工作。

1) **技术协同与量产能力精密制造经验迁移**: 公司长期深耕汽车轴承领域，其精密零部件制造能力与谐波减速器生产工艺有协同。

2) **市场布局与客户资源**: 公司通过全球化布局，可规避关税壁垒，有望为谐波减速器的出口提供渠道优势。

3) **产品组合与生态协同**: 公司正积极推进谐波减速器及执行器模组量产工作，通过产业链垂直整合建立竞争优势，增强了客户粘性。

3.2 成立机器人事业部，推动谐波减速器等量产

公司新成立机器人事业部，基于轴承工艺拓展总成、谐波减速器、丝杠类产品。公司在 2024 年 4 月决定新设立机器人零部件事业部，负责规划机器人零部件发展方向及整体布局。在原有的优势产业和产能基础上，公司布局机器人零部件产品，覆盖工业机器人、协作机器人及人形机器人等领域，计划逐步开发量产谐波减速器、执行器模组、丝杠三大类产品。

1) **谐波减速器**: 公司长期深耕汽车轴承制造领域，具备精密制造能力，有望快速打通车端和机器人零部件工艺。目前，公司正积极推进谐波减速器及执行器模组量产工作。

2) **执行器模组**: 该产品融合谐波减速器、无框电机、伺服驱动板、磁性编码器、刹车片等关键组件，形成一体化设计。产品具有体积小、重量轻、易于安装等特点，可应用于人形机器人、协作机器人及工业机器人的关节部位中。公司正积极推进执行器模组量产工作，

3) 丝杠: 汽车轴承与机器人丝杠在材料选择、加工工艺和装配技术上具备共同点, 如轴承生产工艺和丝杠高度重合, 都需经过锻造、热处理、磨削等, 装配技术包括压装法、加热、冷却装配法, 二者核心壁垒均集中在磨削工艺和磨床设备上。目前, 公司丝杠产品处于研发阶段。

图表31: 公司生产的谐波减速器



图表32: 公司生产的执行器模组



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司投资建设产线, 打造机器人零部件生产基地。2024 年 4 月, 公司拟使用 1.2 亿元用于投资建设“机器人零部件智能化技术改造项目”, 计划建设谐波减速器、执行器模组、滚珠丝杠、行星滚柱丝杠产品的生产线, 同时配备先进的生产、检测、公辅及办公设备, 在公司现有机器人零部件相关研发成果的基础上, 打造专业的机器人零部件生产基地。

图表33: 公司 2024 年 4 月公布的机器人零部件智能化技术改造项目概况

项目	投资金额 (万元)	占投资总额比例
建设投资	8370.8	71.51%
其中: 工程费用	7423.12	63.41%
工程建设其他费用	549.08	4.69%
预备费	398.61	3.41%
研发费用	1000	8.54%
铺底流动资金	2335.73	19.95%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测与估值

收入端: 受益于 1) 汽车市场规模持续扩大, 对汽车轴承的需求增加; 2) 公司不断推进机器人零部件研发和量产, 有望共享机器人行业红利; 3) 公司正扩建现有产能, 公司收入端有望持续增长。我们预计, 公司 2024-2026 年分别有望实现营业总收入 7.8 亿/9.0 亿/10.7 亿元, 同比+6%/+15%/+19%。

- ✓ 制动系统类轴承: 受益于汽车智能化程度加深, 2024-2026 年营收分别同比+4%/+15%/+19%;
- ✓ 传动系统类轴承: 受益于车企不断推进供应链国产化, 2024-2026 年营收分别同比+5%/+10%/+20%;

- ✓ 动力系统类轴承：受益于汽车市场稳步扩容，下游汽车主机厂需求量上升，2024-2026 年营收分别同比+20%/+20%/+20%；
- ✓ 非汽车系统类轴承：受益于新业务开拓，2024-2026 年营收分别同比+20%/+20%/+20%。

毛利率：我们预计公司 2024-2026 年毛利率将达 33.2%/33.4%/33.5%。

- ✓ 制动系统类轴承：考虑到公司销售规模稳步扩大，预计 2024-2026 年毛利率分别为 31.5%/31.7%/31.9%；
- ✓ 传动系统类轴承：考虑到新能源汽车、工业机器人传动零部件等市场需求扩大，预计 2024-2026 年毛利率分别为 35.4%/35.6%/35.7%；
- ✓ 动力系统类轴承：考虑到汽车智能化程度加深，车企主机厂需求增加，预计 2024-2026 年毛利率分别为 35.8%/35.9%/36.0%；
- ✓ 非汽车系统类轴承：考虑到未来随销售规模扩大，规模优势将释放，预计 2024-2026 年毛利率分别为 36.5%/36.7%/36.7%。

图表34：斯菱股份各业务收入及盈利能力核心假设（亿元，%）

亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7.5	7.4	7.8	9.0	10.7
yoy	5%	-2%	6%	15%	19%
毛利	2.0	2.4	2.6	3.0	3.6
毛利率	26.2%	32.1%	33.2%	33.4%	33.5%
制动系统类轴承					
营业总收入		5.7	5.9	6.8	8.1
yoy			4%	15%	19%
毛利		1.8	1.9	2.1	2.6
毛利率		31.1%	31.5%	31.7%	31.9%
传动系统类轴承					
营业总收入		1.0	1.0	1.1	1.3
yoy			5%	10%	20%
毛利		0.3	0.4	0.4	0.5
毛利率		32.7%	35.4%	35.6%	35.7%
动力系统类轴承					
营业总收入		0.6	0.7	0.8	1.0
yoy			20%	20%	20%
毛利		0.2	0.2	0.3	0.3
毛利率		32.2%	35.8%	35.9%	36.0%
非汽车系统类轴承					
营业总收入		0.1	0.1	0.2	0.2
yoy			20%	20%	20%
毛利		0.0	0.1	0.1	0.1
毛利率		37.6%	36.5%	36.7%	36.7%

资料来源：wind，国盛证券研究所预测

我们选取与公司同处汽车零部件赛道，积极开拓机器人相关零部件产品的蓝黛科技、北特科技、绿的谐波。可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 189/143/104 倍。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别有望实现 1.9/2.2/2.5 亿元，同比+29%/+13%/+17%，考虑到公司竞争优势明显，卡位高成长赛道，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表35：斯菱股份可比公司

股票代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				市盈率 P/E			
			23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E
002765.SZ	蓝黛科技	93	-3.65	1.48	2.16	2.88	-12	63	43	32
603009.SH	北特科技	150	0.51	0.71	1.15	1.62	105	185	131	93
688017.SH	绿的谐波	288	0.84	0.57	1.13	1.55	308	320	254	186
可比公司平均							133	189	143	104

资料来源：wind，国盛证券研究所
注：可比公司数据来自 wind 一致预期，截至 2025/3/25

风险提示

- 机器人产业量产进度不及预期：** 机器人产业量产处于前期阶段，存在量产时间延迟等可能性。
- 新业务拓展及产能投产不及预期。** 公司的新业务尚处成长阶段，若后续新客户、新项目拓展及产能投放节奏不及预期，或出现业绩不及预期。
- 行业需求不及预期。** 宏观经济增速波动及外部环境不确定性或影响居民整体消费能力，而汽车作为消费占比最大的细分领域，行业需求或受到一定抑制而不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com