



翔楼新材 (301160.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

冲压材料加工龙头，新柔轮工艺打开

第二增长曲线

投资逻辑：

精密冲压主业产能扩产，销售结构改善。公司为精冲材料加工服务龙头公司，主营精密冲压材料，主要下游为汽车和工业领域。受产能饱和且主业增长空间受限影响，公司通过安徽工厂扩产，一方面增长主业产能，另一方面拓展轴承钢进口替代新业务。据公司公告，安徽工厂预计于 3 年内（即 2028 年）达到满产，新增年产能 15 万吨，其中汽车精冲材料和轴承精冲材料产能各占一半。2024 年我国乘用车精冲材料使用量约 70 万吨，特钢进口规模 255.47 万吨，市场空间充足，有望充分消化新增产能。

国产替代竞争优势明显，规模效应和性价比突出。技术上，公司已掌握晶间氧化物控制技术核心技术，产品性能与国际龙头厂商驱平。规模上，公司总产能 2024 年达 18 万吨，2028 年有望达 33 万吨，而国内竞对普遍低于 10 万吨；价格上，公司的轴承钢价格约 10000 元/吨以上，相比进口产品低 20-30%，国产替代可期；盈利能力上，25Q1 公司净利率 15.7%，轴承钢毛利率和价格高于冲压业务，后续销售结构改善，有望持续维持 14-15% 较高盈利水平。

创新拓展冲压谐波减速器柔轮，提升生产效率并降低谐波成本。柔轮在谐波减速器中成本占比较高，据公司公告，公司一分钟能冲压多个柔轮半成品，将客户的谐波减速器柔轮的生产工序从 14 道缩短为 7 道，并大幅提升生产效率。该工艺性价比极高，材料利用率大幅提升，经测算，当产量超过 1.5 万个时，其成本将低于传统柔轮加工工艺。公司 2024 年立项研发，当前已实现柔轮的送样测试，同时开拓了冲压行星减速器结构件等新产品矩阵，有望随人形机器人放量打开增长空间。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2025-2027 年净利润对应 EPS 分别为 2.03 元、2.33 元、2.74 元，对应 PE 分别为 32.72/28.51/24.25 倍。可比公司 2025 年 PE 平均值为 46.60 倍。我们预计，公司主业受益于安徽工厂产能释放和轴承钢带来的销售结构改善，机器人上的谐波减速器柔轮半成品具备较高性价比和先发优势，给予 2025 年 40 倍估值，目标价 81.23 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

汽车销量不及预期风险，原材料价格波动风险，新业务拓展不及预期风险，大额解禁风险，大股东股权质押风险。

具身智能组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：冉婷 (执业 S1130524100001)

ranting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：67.79 元

目标价 (人民币)：81.23 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,353	1,485	1,818	2,113	2,504
营业收入增长率	11.69%	9.74%	22.38%	16.22%	18.54%
归母净利润(百万元)	201	207	235	270	317
归母净利润增长率	42.20%	3.10%	13.69%	14.74%	17.58%
摊薄每股收益(元)	2.563	2.585	2.031	2.330	2.740
每股经营性现金流净额	2.13	1.37	2.06	2.08	2.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.81%	12.52%	12.21%	12.93%	13.93%
P/E	16.47	21.51	32.72	28.51	24.25
P/B	2.11	2.69	4.00	3.69	3.38

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、深耕精冲材料加工服务二十年，成为多家知名品牌汽零材料供应商.....	4
1.1 精密冲压材料行业龙头，产品间接配套特斯拉等知名汽车品牌.....	4
1.2 结构钢和特种用途钢为核心产品，安徽工厂投产新增 15 万吨产能.....	5
1.3 汽零材料业务驱动营收稳步增长，研发投入持续提升注入创新活力.....	6
二、安徽工厂投产驱动产能倍增，轴承钢国产替代开启新增长极.....	8
2.1 探市场：汽零精冲材料增长稳健，高端轴承钢国产替代空间较大.....	8
2.2 观格局：公司产品价格显著低于海外厂商，在国内模式、技术、产能优势明显.....	10
2.3 看增量：安徽工厂有望带来 6 亿汽车精冲材料和 7.5 亿轴承精冲材料营收.....	12
三、机器人：柔轮冷冲压新技术，带动谐波大幅降本.....	13
3.1 布局机器人减速器结构件，布局高性价比柔轮半成品.....	13
3.2 公司柔轮送样进展顺利，投资产出比较高.....	16
四、盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议及估值.....	18
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 公司是国内精密冲压材料行业唯一一家上市公司.....	4
图表 2： 公司为精冲零部件企业提供材料加工服务.....	5
图表 3： 公司产品主要包括特种结构钢和特种用途钢两种类型.....	6
图表 4： 公司 2028 年产能有望提升至 30 万吨.....	6
图表 5： 公司营收能力稳步向上.....	7
图表 6： 公司毛利率、净利率保持增长态势.....	7
图表 7： 汽车零部件精冲材料为公司的核心业务（单位：亿元）.....	7
图表 8： 受股份支付费用影响，公司销售、管理费用、研发费用呈增长趋势.....	8
图表 9： 公司加大对机器人和轴承领域研发投入.....	8
图表 10： 乐观假设下 2027 年我国汽车行业精冲特殊钢需求量有望超百万吨.....	9
图表 11： 我国轴承及轴承钢产量.....	10
图表 12： 我国特钢进口规模.....	10
图表 13： 公司产能性能已与国际龙头持平且更具价格优势.....	11
图表 14： 公司客户数量、技术水平、产能规模全面优于国内同行业公司.....	12
图表 15： 历史产能利用率和产销量接近 100%.....	12



图表 16: 我国精冲材料市场主要公司市占率（按产能划分）	13
图表 17: 谐波减速器由柔轮、刚轮和波发生器组成	13
图表 18: 谐波减速器的各部分材料不同	13
图表 19: 传统谐波减速器采用外购+厂商生产加工模式	14
图表 20: 公司开启柔轮半成品商业模式	14
图表 21: 柔轮传统采用棒材锻造和车削加工	14
图表 22: 采用冲压工艺制造柔轮具备可行性	15
图表 23: 传统工艺制造柔轮容易破坏加工材料的流线分布	15
图表 24: 不同柔轮加工工艺的效果对比	15
图表 25: 冲压工艺制造柔轮的盈亏平衡点约 1.5 万件	16
图表 26: 公司的柔轮半成品已经在送样阶段	16
图表 27: 公司业务拆分	17
图表 28: 可比公司估值表	18



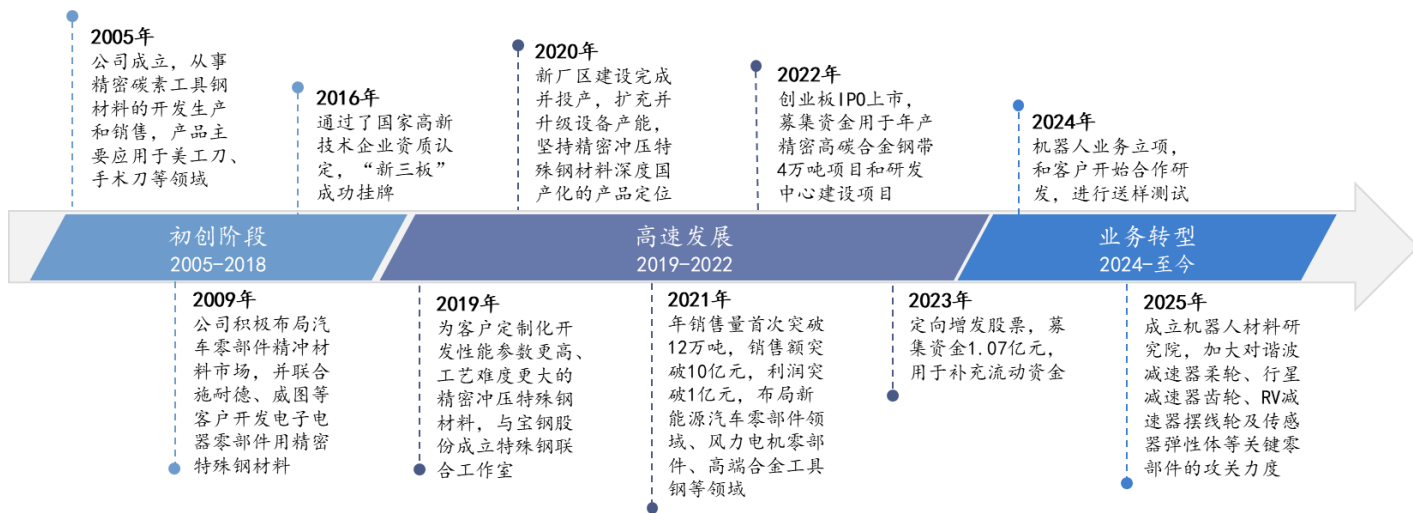
一、深耕精冲材料加工服务二十年，成为多家知名品牌汽零材料供应商

1.1 精密冲压材料行业龙头，产品间接配套特斯拉等知名汽车品牌

翔楼新材主营业务为精密冲压材料，是国内该行业唯一一家上市公司。自 2005 年成立以来，公司共经历了初创阶段、高速发展、业务转型三个阶段。

- 初创阶段：公司成立于 2005 年，初期主营精密碳素工具钢材料，应用于美工刀、手术刀等领域。2009 年起拓展汽车零部件精冲材料市场，并与施耐德、威图等客户合作开发电子电器零部件用精密特殊钢材料。此后，公司聚焦于汽车动力和传动系统关键零部件材料的研发，持续推进该领域国产化进程。2016 年，公司获评国家高新技术企业并完成“新三板”挂牌。
- 高速发展阶段：自 2019 年起，公司进入升级发展阶段，通过深入挖掘客户个性化需求，为其定制高性能、高工艺难度的精密冲压特殊钢材料。2020 年，公司新厂区投产，实现产能提升。2021 年，公司年销量突破 12 万吨，公司拓展业务至新能源汽车零部件、风力电机部件及高端合金工具钢领域。2022 年，公司于创业板 IPO 上市，募投资金用于年产 4 万吨精密高碳合金钢带及研发中心建设。2023 年，公司完成定向增发，募集 1.07 亿元补充流动资金。
- 业务转型阶段：近年来，公司高度重视人形机器人领域发展机会，积极布局机器人材料。2024 年，公司与人形机器人领域头部客户开展合作，并且就减速器轴承、柔轮等核心零部件开展立项开发。2025 年 3 月，公司成立机器人材料研究院，重点攻关谐波减速器柔轮、行星减速器齿轮等关键材料技术，同时探索高强高韧金属材料在机器人领域的应用潜力。

图表1：公司是国内精密冲压材料行业唯一一家上市公司



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

公司并非传统意义上的钢铁厂商和汽车零部件公司，而是精冲材料加工服务公司。公司的上游为大型钢铁厂。钢铁厂将铁矿石、废钢等原材料经过冶炼、热压等工序，生产出各类特殊钢卷材坯料产品，并为公司供货。公司特钢坯料核心供应商为宝钢股份，其采购占比在 60%以上。

公司在产业链中属于精密冲压特殊钢材料企业。公司以特殊钢坯料为原料，通过精密冷轧和热处理工艺实现特定厚薄精度、表面质量以及性能参数要求，产出结构钢及弹簧钢、轴承钢等产品。

在生产模式方面，酸洗、坯料退火和纵剪环节，公司部分采用外协生产的模式，核心外协厂商为南极光新材料、无锡银臻等，外协加工成本约占主营业务成本 2%-4%。而对于精密冷轧和热处理两类核心工艺环节，公司则采用自主生产模式。公司配备了全氢罩式退火炉、四辊可逆式精密冷轧机等国内先进的自动生产设备，并掌握了晶间氧化物、表面脱碳层控制技术等多项核心技术，保障了公司生产工艺的领先。

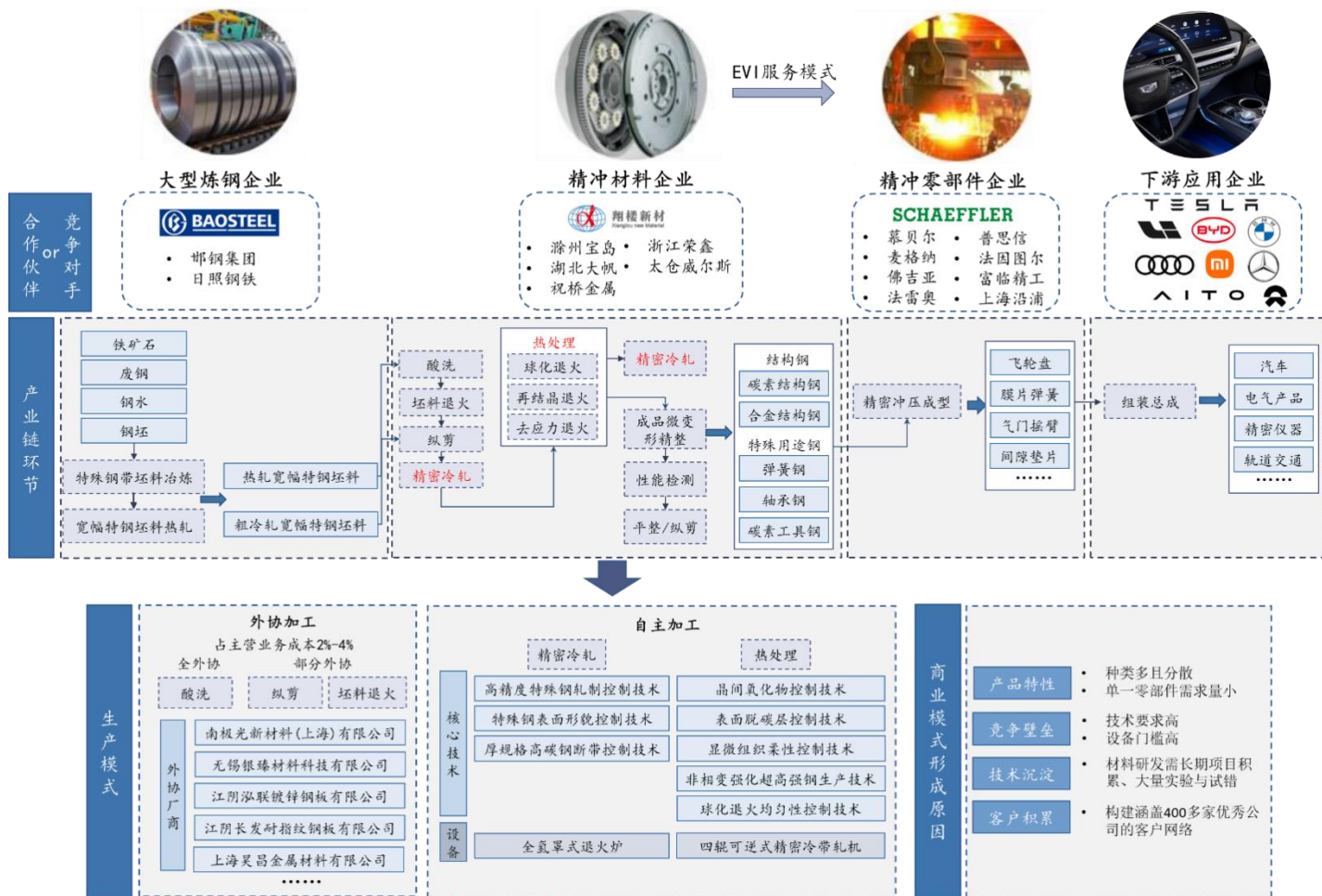
在服务模式方面，公司采用 EVI 服务模式，深度参与下游用户的早期研发阶段，精准把握客户对材料性能的核心需求，从而为客户提供更高性能的材料和个性化的服务。经过二十



年的行业深耕，公司已建立起涵盖 400 多家优质客户的资源体系，与舍弗勒（最大客户）、慕贝尔、麦格纳、佛吉亚、法雷奥等全球领先的汽车零部件供应商建立了长期稳定合作关系。通过供应链体系，公司产品已成功进入特斯拉、比亚迪、奔驰、宝马等国际知名车企，以及问界、理想、蔚来、小米等新兴新能源品牌的配套体系，体现了公司在汽车材料领域的市场认可度和技术实力。

该商业模式形成的原因如下：（1）产品特性：精冲零部件品类分散且单件需求量低（万吨以下），客户自建产线经济性不足；（2）行业壁垒：技术及设备门槛高，新竞争者难以进入；（3）研发特性：材料研发依赖长期技术积累与反复实验验证；（4）客户资源：以客户需求为导向，需依托稳定客户网络与成熟项目经验进行生产。

图表2：公司为精冲零部件企业提供材料加工服务



来源：公司公告，各公司官网，国金证券研究所

1.2 结构钢和特种用途钢为核心产品，安徽工厂投产新增 15 万吨产能

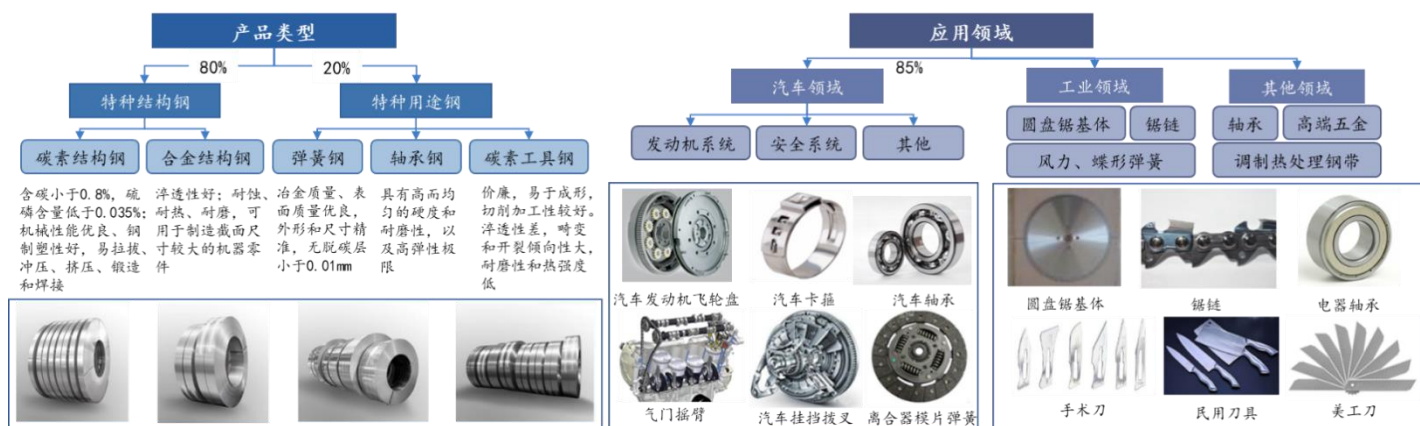
公司产品主要包括特种结构钢和特种用途钢两大类型。

- **特种结构钢**：包括碳素结构钢和合金结构钢两类，营收占比在 80% 以上。碳素结构钢含碳量低，机械性能优良，适用于汽车发动机的一体成形飞轮盘、新能源汽车的电磁阀壳体、变速箱间隙垫片和拨叉等。合金结构钢淬透性好，耐蚀、耐热、耐磨，适用于汽车发动机的气门摇臂、新能源汽车的尾门棘爪、座椅的滑轨和调角器等。
- **特种用途钢**：包括弹簧钢、轴承钢、碳素工具钢三类，营收占比在 20% 以下。弹簧钢表面质量高，外形和尺寸精准，适用于内饰的弹簧卡箍和离合器的膜片弹簧。轴承钢弹性极限高，适用于内饰的空调阀片和冲压轴承的内、外圈。工具钢性价比高，易于加工，适用于刀具、锯链等。

从下游用途看，公司下游主要包括汽车和工业两大领域，其中汽车领域占比最高，约占总营收 85% 左右，产品应用于发动机系统、安全系统等。工业领域产品应用于圆盘锯基体、锯链、弹簧等领域。另外，公司产品在轴承、高端五金等领域也有所应用。



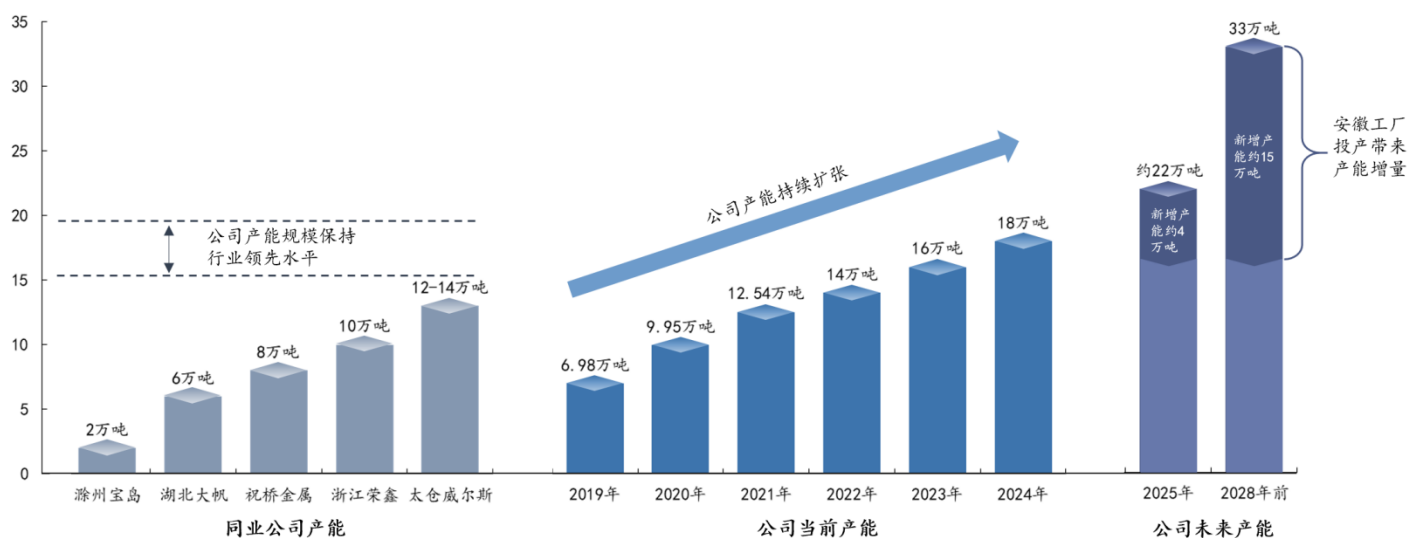
图表3：公司产品主要包括特种结构钢和特种用途钢两种类型



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

作为精密冲压材料行业国内唯一上市公司，公司产能规模与其他同业公司相比具有显著优势。当前同业公司产能普遍在 10 万吨以下，仅威尔斯集团太仓基地经扩产后产能突破 10 万吨。而公司自 2019 年开始产能持续扩张，2020 年新厂房投入使用，产能达到 9.95 万吨，2021 年产能突破 12 万吨，2022-2024 年产能以每年新增 2 万吨趋势保持高速增长。2025 年 4 月，安徽生产基地正式投产，增加平整、冷轧等生产设备及相关配套设施，重点拓展高端轴承、机器人等下游市场，2025 年有望贡献产能 4 万吨。随着后续产线建设和进一步投入，安徽生产基地整体产能未来将提升至 15 万吨，安徽和苏州两个工厂将能提供合计约 33 万吨产能，公司产能优势有望得到巩固，市场份额将进一步拓展。

图表4：公司 2028 年产能有望提升至 30 万吨



来源：公司公告，海宁市工商联公众号，黄冈市人民政府官网，滁州宝岛官网，国金证券研究所 注：同业公司产能为最新可查数据（太仓威尔斯、祝桥金属为 2022 年数据，浙江荣鑫为 2023 年数据，湖北大帆、滁州宝岛为 2025 年数据）

1.3 汽车零部件业务驱动营收稳步增长，研发投入持续提升注入创新活力

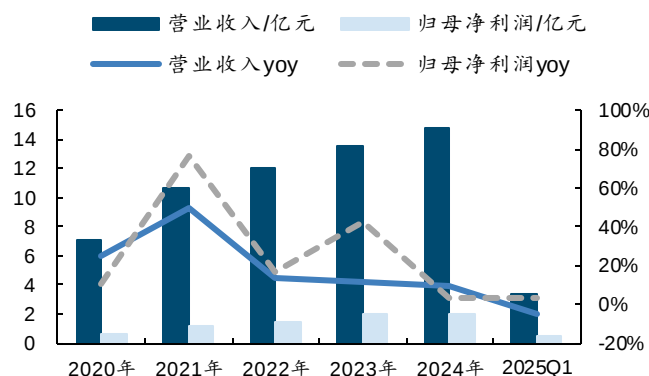
从盈利端来看，公司营业收入和归母净利润稳步增长。2024 年实现营收 14.85 亿元，同比增长 9.74%，实现归母净利润 2.07 亿元，同比增长 3.10%。2020-2024 年实现营业收入和归母净利润连续增长，2022-2024 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 10.71%和 21.08%。2025Q1，公司营业收入 3.32 亿元，出现同比小幅下降（-5.24%），但归母净利润保持增长态势，一季度实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 3.14%。公司业务主要以汽车精冲材料为主，当前我国乘用车市场蓬勃发展，2024 年我国乘用车产量为 2747.69 万辆，同比增长 5.18%，公司下游订单压力较小，预计收入降幅主要因为钢材价格波动。

公司毛利率、净利率均保持增长态势。2024、2025Q1 公司毛利率分别为 25.75%、25.83%，同比+0.39pct、+0.09pct，净利率分别为 13.93%、15.73%，同比-0.90pct、+1.80pct。



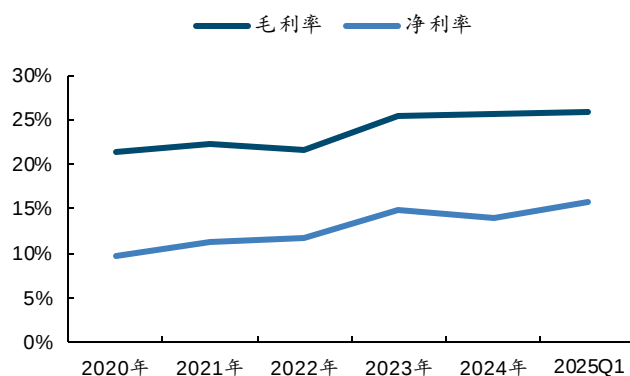
盈利能力的改善主要得益于新能源汽车、高端轴承等领域高附加值新产品占比提升及低毛利产品被淘汰。

图表5：公司营收能力稳步向上



来源：iFinD，国金证券研究所

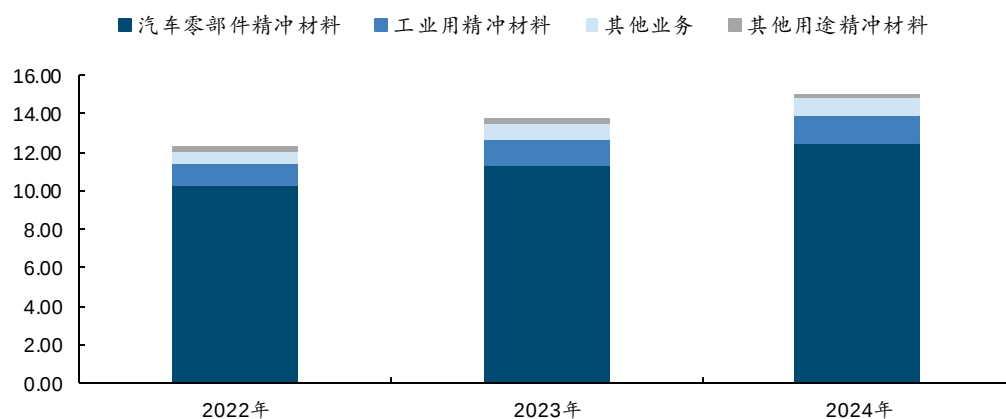
图表6：公司毛利率、净利率保持增长态势



来源：iFinD，国金证券研究所

分业务情况看，汽车零部件精冲材料为公司的核心业务，2022-2024 年分别实现营收 10.26、11.33、12.47 亿元，营收占比稳定在 83%-85% 区间。该业务板块毛利率持续提升，从 2022 年的 20.07% 增长至 2024 年的 24.64%，成为公司主要利润来源。工业用精冲材料是公司第二大业务，2022-2024 年分别实现营收 1.18、1.33、1.51 亿元，占总业务比重分别为 9.71%、9.81%、10.17%，毛利率保持在 18%-21% 区间。

图表7：汽车零部件精冲材料为公司的核心业务（单位：亿元）

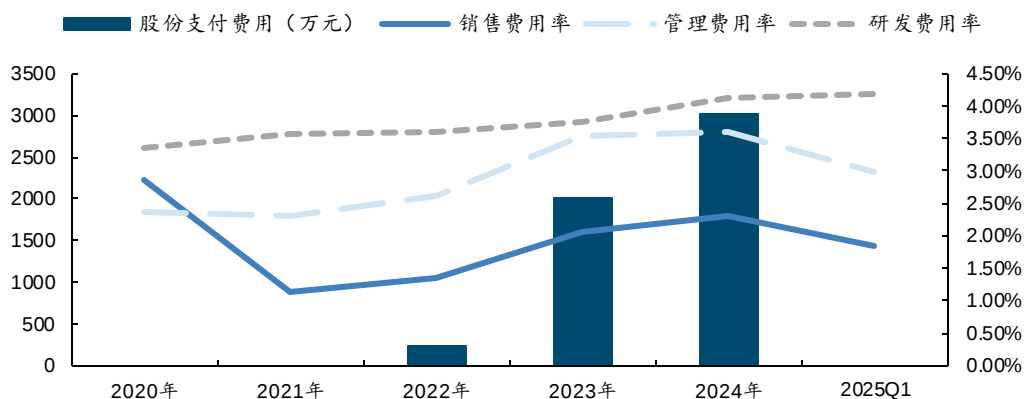


来源：iFinD，国金证券研究所

从费用端来看，受股份支付影响，公司销售、管理和研发费用率呈现增长趋势。2023 年，公司股份支付费用为 2002.79 万元，相比于 2022 年增长 7 倍以上，带来管理费用率和销售费用率大幅增长，管理费用率达到 3.54%，同比提升 0.91pct，销售费用率达到 2.07%，同比提升 0.74pct。2024 年，公司股份支付费用继续提升，增长至 3006.67 万元（+50.12%），导致公司销售和管理费用率同比提升 0.24pct、0.07pct。受股份支付和公司研发力度增强双重影响，公司研发费用率也呈现逐年递增趋势，2024 研发费用率为 4.12%，相较于 2020 年提升 0.79pct。



图表8：受股份支付费用影响，公司销售、管理费用、研发费用呈增长趋势

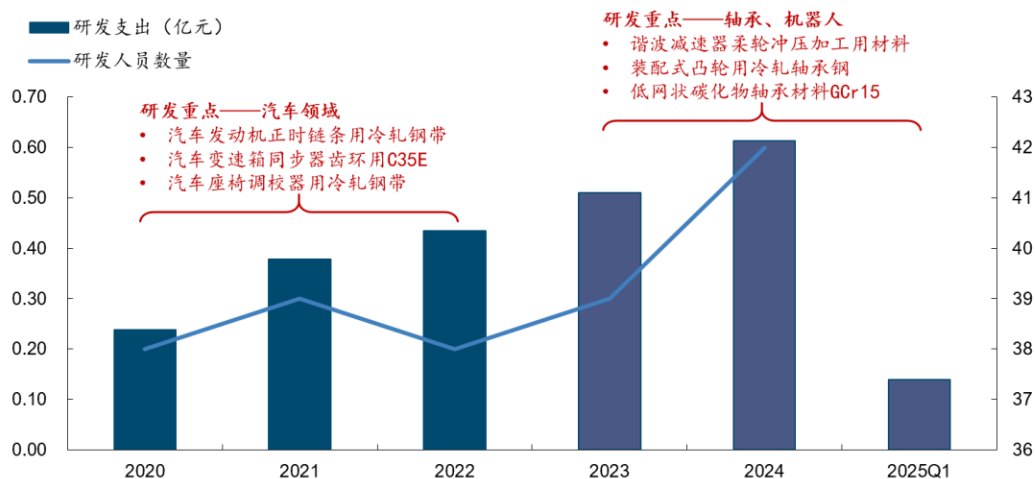


来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

2020-2024 年，公司研发支出持续增长，CAGR 达 20.71%。2024 年公司研发支出达到 0.61 亿元，同比增长 20.21%。同时公司研发人员数量也不断增加，2024 年底研发人员达到 42 名，为公司新产品拓展提供技术支持。

公司的产品研发分为两个阶段。第一个阶段为 2022 年及之前，研发的重点为汽车领域，研发产品包括汽车发动机正时链条用冷轧钢带、变速箱同步器齿环用 C35E、座椅调校器用冷轧钢带等。第二个阶段为 2023 年及之后，研发重点为轴承和机器人领域。2023 年公司开始研发谐波减速器柔轮冲压加工用材料，2024 年进入小试阶段。精冲路线在机器人领域优势明显，一分钟能生产多个柔轮胚料，缩短工序，生产效率大幅提升。同时，公司于 2023 年开始研发装配式凸轮用冷轧轴承材料，并于 2024 年完成该项目研发，推动公司轴承钢工艺技术进步。

图表9：公司加大对机器人和轴承领域研发投入



来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

二、安徽工厂投产驱动产能倍增，轴承钢国产替代开启新增长极

2.1 探市场：汽车精冲材料增长稳健，高端轴承钢国产替代空间较大

汽车零部件精冲材料为公司的核心业务，约占公司总营收的 83%-85%。近年来，随着我国新能源汽车市场渗透率和人民生活水平的不断提高，我国乘用车销量呈现出显著增长趋势，打开了汽车零部件精冲材料市场。2020-2024 年我国乘用车批发销量从 1976 万辆提升至 2719 万辆，CAGR 达 8.31%。

与此同时，我国精冲零部件的单车使用量也呈现增长趋势，驱动其增长的因素包括：

➢ 国内汽车品质提升：精冲零部件单车使用量是评价汽车制造水平的重要指标。根据郑



瑞等人在《国内精冲钢产品的生产现状和发展趋势》一文中披露，2019 年我国汽车单车精冲钢用量为 12-15kg，而发达国家为 20-22kg。随着我国汽车制造水平的提高，未来我国精冲零部件单车使用量有望与发达国家持平。

- 精冲零部件对铸件/锻件有替代作用：相比于原有工艺，精冲工艺在极端情况下可实现降本 70%，可替代原有铸件/锻件。当前汽车上 60%以上零部件可通过冲压方式加工，气门摇臂已全部替换为冲压成形。
- 新能源汽车对精冲零部件需求增长：与传统能源车相比，新能源汽车在发动机传动系统中精冲零部件用量减少，但对其他精冲零部件需求量增长。例如传统燃油车大约需要汽车卡箍 40 个，而新能源汽车使用量增加到 120 个，相较于燃油车，新能源汽车对汽车导轨的使用量也扩大 50%以上。

在保守/中性/乐观假设下，精冲零部件单车使用量分别为 15/17/20kg，材料利用率 60%，测算可得三种假设下 2025 年我国汽车行业精冲特殊钢需求量分别为 69/78/92 万吨，乐观假设下 2027 年需求量有望超百万吨。

图表10：乐观假设下 2027 年我国汽车行业精冲特殊钢需求量有望超百万吨

指标		2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
我国乘用车批发销量（万辆）		1976	2107	2315	2553	2719	2755	2906	3050
保守假设	我国乘用车精冲零部件使用量（万吨）	30	32	35	38	41	41	44	46
	我国汽车行业精冲特殊钢需求量（万吨）	49	53	58	64	68	69	73	76
中性假设	我国乘用车精冲零部件使用量（万吨）	34	36	39	43	46	47	49	52
	我国汽车行业精冲特殊钢需求量（万吨）	56	60	66	72	77	78		86
乐观假设	我国乘用车精冲零部件使用量（万吨）	40	42	46	51	54	55	58	61
	我国汽车行业精冲特殊钢需求量（万吨）	66	70	77	85	91	92	97	102

来源：公司公告，《国内精冲钢产品的生产现状和发展趋势》，《2018 年度冲压、封头和精冲行业技术、经济数据调研报告》，车联会，中国汽车流通协会有形市场分会公众号，国金证券研究所

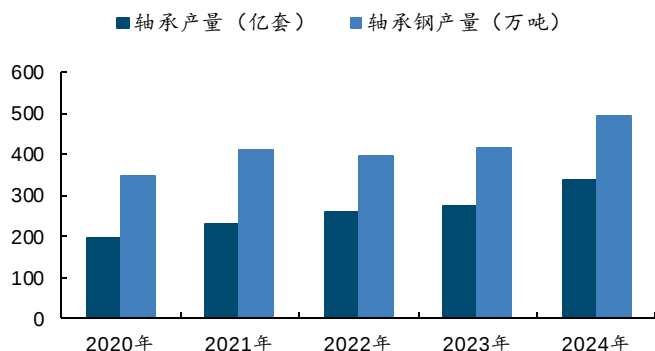
工业化进程推动轴承及轴承钢市场加速扩容。近年来，随着我国工业化程度进一步加深，轴承市场快速增长。2024 年我国轴承产量达到 337 亿套，同比增长 22.55%，2020-2024 年 CAGR 达到 14.22%。为满足日益增长的下游轴承需求，我国轴承钢产量也呈现快速增长趋势。2024 年我国轴承钢产量达到 497 万吨，同比增长 18.96%，2020-2024 年 CAGR 达到 9.21%。同时，我国对高端轴承钢需求量也不断增长。2025 年上半年，我国高端轴承（P5 级以上）市场规模已超过 800 亿元，占轴承产值的 23%。

国内高端轴承钢替代需求旺盛。目前我国轴承钢生产以 GCr15 为主，中低端产品过剩，高端产品的研发和生产较为落后。当前，我国对德国、日本和韩国轴承钢依赖较大，2024 年进口特钢 255.47 万吨，其中轴承钢保持较高占比。我国对高端轴承市场替代需求旺盛。

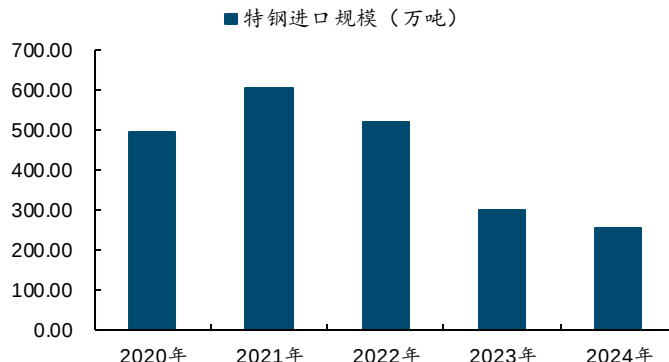
当前我国轴承钢的核心瓶颈为热处理技术和表面质量控制。晶间氧化物控制水平整体较低，脱碳层、尺寸精度、表面缺陷等与进口钢材存在一定差距。公司具备晶间氧化物控制技术，能够实现对晶间氧化物析出的有效控制，并掌握了表面脱碳控制技术，能有效将脱碳层深度控制在 10 μm 以内。公司凭借深厚的技术积累，有望深度参与我国高端轴承钢国产化进程，为公司业绩增长提供广阔空间。



图表11：我国轴承及轴承钢产量



图表12：我国特钢进口规模



来源：中商情报网，中国轴承工业协会，特钢协等，国金证券研究所

来源：Wind，海关总署，国金证券研究所

2.2 观格局：公司产品价格显著低于海外厂商，在国内模式、技术、产能优势明显

精密冲压材料行业厂商相对较少。公司海外竞争对手主要为威尔斯集团、比尔斯坦，国内竞争对手包括祝桥金属、浙江荣鑫、滁州宝岛、湖北大帆等。相比于国内厂商，海外厂商成立时间较早，拥有 100-200 年发展历史，布局了渗碳钢、调质钢、弹簧钢、合金钢、硼钢等多样化产品，客户覆盖全国多个国家。同时，在百年发展历程中，海外厂商形成了先进的生产水平和规模较大的产能。威尔斯集团拥有世界上最先进的生产线，年产能将近 80 万吨。比尔斯坦可达到钢带公里级长度零故障加工水平，集团总产能超 100 万吨。而公司发展时间较短，当前年产能约 18 万吨，且销售网络主要覆盖国内地区。从生产规模、客户数量及产品布局方面，海外厂商优势明显。

公司能力直追海外龙头。公司经过不断技术积累，当前产品性能已能够与龙头厂商威尔斯集团齐平，在部分产品的屈服强度、抗拉强度与硬度上甚至超越了威尔斯集团。同时，公司具有显著的成本优势。2024 年我国进口优特钢平均价格为每吨 1.3 万元，而公司全年营收 14.85 亿元，销量 18.16 万吨，合计平均每吨 0.82 万元。相较于进口价格，公司产品价格低 37%，具有显著的价格优势。



图表13：公司产能性能已与国际龙头持平且更具价格优势



来源：威尔斯集团官网，比尔斯坦集团官网，公司公告，Mysteel，海关总署，iFinD，国金证券研究所

在国内精密冲压材料行业，公司处于第一梯队，凭借模式、技术和产能优势领先同行。商业模式上，汽车冲压材料是行业主要产品，国内厂商如祝桥金属多采用直接供应模式，而公司采取与舍弗勒、慕贝尔等汽零厂商合作的方式，更适应精冲材料产品分散、单品需求量小的特点，有利于拓展渠道并提升效率。加工方面，浙江荣鑫等企业自行完成酸洗等低技术工序，而公司通过外包酸洗环节加快生产速度。

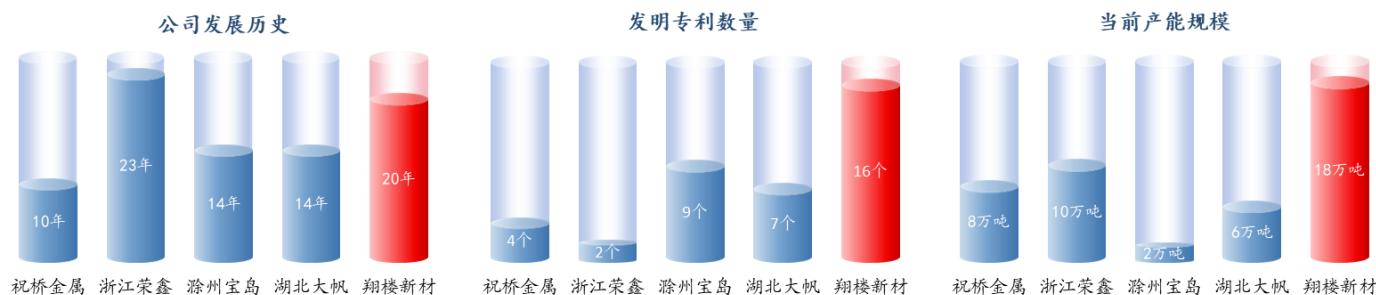
从技术水平看，当前公司已掌握晶间氧化物控制技术、表面脱碳层控制技术等核心技术，拥有发明专利16项，远超同业公司个位数专利水平。在生产设备方面，公司拥有罩式退火炉、四辊可逆式精密冷带轧机等尖端设备，有效提升产品性能。

从生产规模来看，当前同业公司精冲钢年产量普遍停留在10万吨以下，而2024年公司精冲钢产能已达到18万吨，同时2025年安徽工厂投产有望实现产能的进一步跃升。



图表14：公司客户数量、技术水平、产能规模全面优于国内同业公司

公司名称	主要产品	下游场景	客户	技术
祝桥金属	汽车精冲钢、链条用钢、普碳钢等	汽车、其他五金冲压件	江苏启东高新区“汽配企业联盟”成员，一汽大众的一级供应商，产品主要销往国内市场及澳大利亚、韩国、法国等地	与宝钢成立了精冲用钢联合工作室，已经开发了几十个精冲钢钢种，上百个规格
浙江荣鑫	优质碳素结构钢钢带、弹簧钢钢带、碳素工具钢钢带和合金钢等钢带等	航天、军工、高铁及汽车零部件、纺织制针、带锯、带刀、锯片、膜片弹簧、蜗卷弹簧、美工刀片等	膜片弹簧材料供应长春一汽、重庆长安福特、上海大众，合金工具钢材料供应德国博世等公司，产品销往国内、欧美、东亚和东南亚市场	与宝武集团、南京钢铁集团成立合作研发部，共同研发新型特钢材料。拥有整套的酸洗、退火、冷轧、分切、开平、矫平、包装及磨辊等设备
滁州宝岛	低合金冷轧钢带	汽车、农机、军工、家电、五金工具、锯业、包装业及办公用品等	客户包括舍弗勒、法雷奥、奥托立夫、丰田、恩梯思等	与南钢共同成立“高品质汽车用带钢联合研发中心”
湖北大帆	高-中-低碳钢、合金钢、弹簧钢等冷轧汽车弹簧带、刀片带、碳结带等冷轧钢带	汽车及汽车离合器膜片弹簧、拖拉机碟形弹簧、各种工程机械内外齿轮、刀锯、机械结构件、建材、五金家电、电子等	产品除供应旗下金属制品有限公司和汽车零部件有限公司外，已远销印度、韩国等10余个国家	与宝钢、武钢共建实验室，攻克技术难题。X32钢带性能超越韩国、德国同类产品，成本降低了40%。拥有引进高精度冷轧、全氢退火等尖端设备
翔楼新材	碳素结构钢、合金结构钢等特种结构钢及弹簧钢、轴承钢、工具钢等特种用途钢	汽车精冲零部件、刀锯、五金家电、弹簧、电子、机械结构件	客户包括舍弗勒、慕贝尔、麦格纳、佛吉亚、法雷奥、普思信、法国图尔、新坐标等	拥有罩式退火炉、四辊可逆式精密冷轧机等精密生产设备和晶间氧化物控制技术、表面脱碳层控制技术等技术



来源：江南时报网，启东日报网，江苏省中小企业公共服务平台官网，企查查，海宁市工商联公众号，南京钢铁公众号，黄冈市人民政府官网，麻城宣传公众号，公司公告，国金证券研究所
注：发明专利数量统计截止于2025年7月，不含实用新型和已失效、未授权专利

2.3 看增量：安徽工厂有望带来6亿汽车精冲材料和7.5亿轴承精冲材料营收

安徽工厂持续爬坡，2028年打满产能15万吨。据公司公告，安徽工厂已于今年4月投产，2025年预计投产4万吨，其中3万吨为汽车精冲材料，1万吨为轴承精冲材料。公司预计于2028年完成产能爬坡，届时产能将增加15万吨，其中汽车和轴承精冲材料产能各占一半。公司汽车精冲材料每吨价格约为8000元，毛利率约为25%，轴承精冲材料每吨价格约为10000元，毛利率略高于汽车精冲材料。

公司产能转换效率高，增厚业绩确定性高。回溯历史数据，我们可以看到公司产能利用率和产销率一直保持在100%左右，生产运营效率高，且产品与市场高度匹配，公司新增产能转化为业绩增量的确定性较大。

图表15：历史产能利用率和产销量接近100%

年份	产能 (万吨)	生产量 (万吨)	销售量 (万吨)	库存量 (万吨)	产能利用率	产销率
2021年	12.54	12.65	12.27	0.99	100.86%	97.00%
2022年	14	13.67	13.44	1.21	97.63%	98.33%
2023年	16	16.25	16.07	1.39	101.54%	98.92%
2024年	18	18.15	18.16	1.37	100.85%	100.04%

历史产能利用率和产销率接近100%

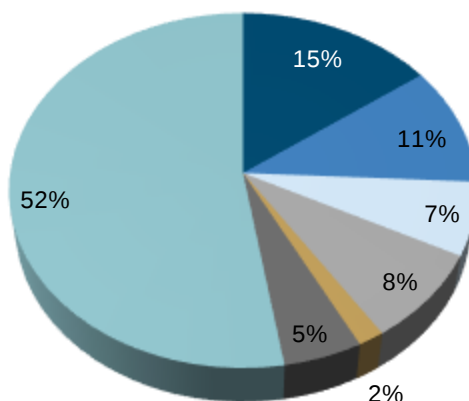


来源：公司公告，国金证券研究所

高市占率+大客户绑定+订单落地，新布产能有望持续打开公司业绩空间。根据产能划分，公司在我国精冲材料市场市占率约为 15%，也是精密冲压材料行业唯一上市公司。凭借着较高产能规模和先进技术工艺，公司已进入舍弗勒等国内外知名汽车零部件厂商供应体系。作为采用订单导向生产模式的加工企业，公司较高的市场地位和完善的客户网络为其未来业绩增长提供了强有力的支撑。根据公司公告，公司安徽工厂一期产能对应的订单已经敲定，待产能落地后可直接供货，安徽工厂产能利用率和产销量有望与历史水平保持一致，产能驱动业绩增长确定性较大。

图表16：我国精冲材料市场主要公司市占率（按产能划分）

■ 翔楼新材 ■ 太仓威尔斯 ■ 祝桥金属 ■ 浙江荣鑫
■ 滁州宝岛 ■ 湖北大帆 ■ 其他



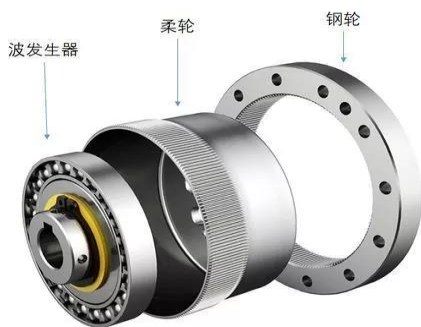
来源：公司公告，华经产业研究院，海宁市工商联，南京钢铁公众号，黄冈市人民政府官网，国金证券研究所

三、机器人：柔轮冷冲压新技术，带动谐波大幅降本

3.1 布局机器人减速器结构件，布局高性价比柔轮半成品

谐波减速器是基于柔轮的弹性变形原理的一种传动结构，由柔轮、刚轮和波发生器三个基本构件组成。波发生器可以按照一定的变形规律，在运动过程中产生周期性变形波；柔轮是一个薄壁构建，前段是一个带齿的圆环，由于柔轮的内壁半径小于波形发生器的半径，当波发生器装入柔轮前段时，会使得柔轮的前段发生变形，使得柔轮和刚轮接触。刚轮是一个内侧带齿的结构，由于柔轮和刚轮存在齿数差，当波发生器转动时，柔轮会和刚轮产生啮合作用。

图表17：谐波减速器由柔轮、刚轮和波发生器组成



图表18：谐波减速器的各部分材料不同

名称	材料
刚轮	40CrMo
柔轮	40CrNiMoA
内、外圈	ZGCr15
保持架	PA66
滚动体	GCr15
凸轮	45#



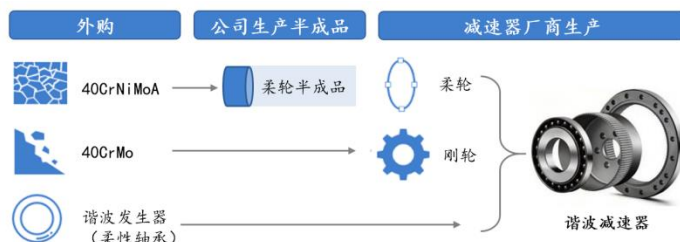
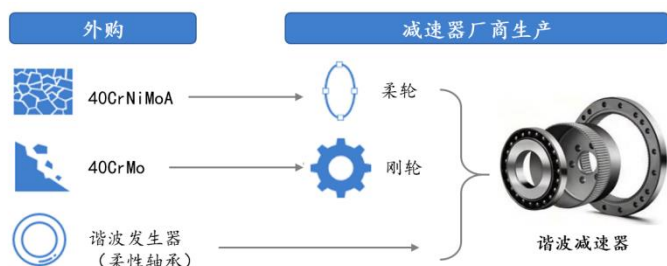
来源：绿的谐波公告，国金证券研究所

来源：《谐波减速器柔性轴承动力学仿真与润滑特性》，国金证券研究所

减速器齿轮用板材利好提高生产效率，公司已开始送样。据公司公告，公司正专注于研发行星减速器的关键部件材料，如太阳轮、行星轮、内齿圈等材料，以及谐波减速器中的柔轮材料及各式齿轮等。其中冲压谐波的柔轮价值量较高且格局较好，目前市场上商用化较少。

图表19：传统谐波减速器采用外购+厂商生产加工模式

图表20：公司开启柔轮半成品商业模式

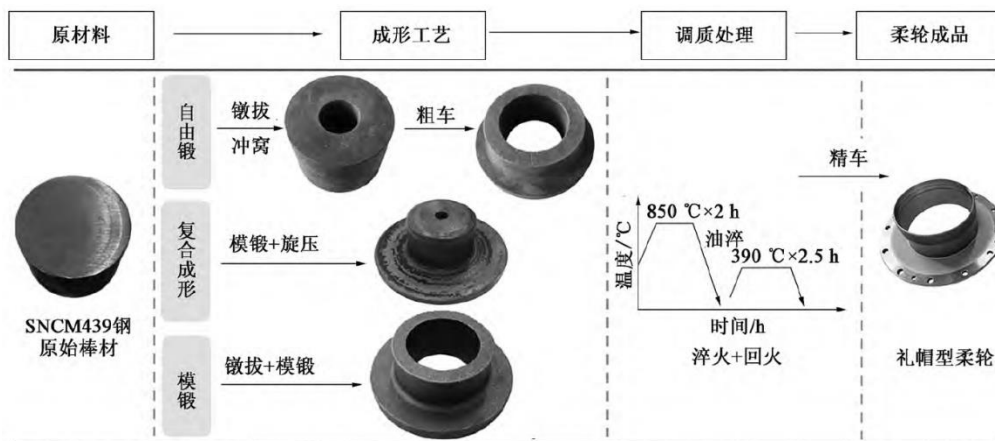


来源：《谐波减速器柔性轴承动力学仿真与润滑特性》，《谐波减速器用柔性轴承的动性能试验现状与展望》，国金证券研究所

来源：公司公告，《谐波减速器柔性轴承动力学仿真与润滑特性》，《谐波减速器用柔性轴承的动性能试验现状与展望》，国金证券研究所

主流的柔轮工艺，采用棒材进行制造加工，初步采用锻压的方式进行粗加工，热处理后用精车进行精加工处理。目前国内厂商柔轮成形以模锻、自由锻工艺为主，复合成形因为研发难度大和设备成本高等问题并未大规模释放。

图表21：柔轮传统采用棒材锻造和车削加工



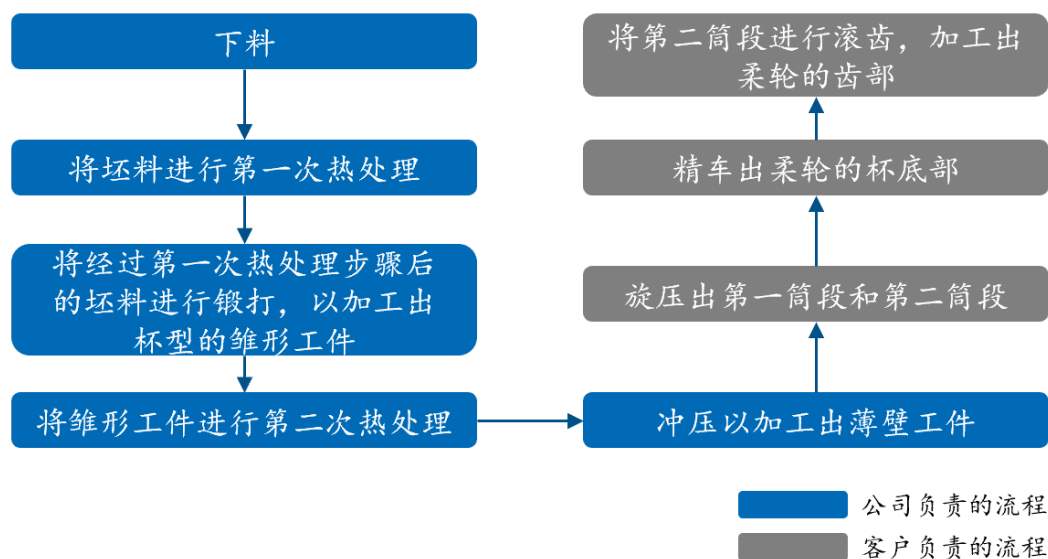
来源：《成形工艺对谐波减速器柔轮组织性能的影响》，国金证券研究所

公司采用冲压工艺制作柔轮，有望有效降低成本。据公司公告，若采用棒材加工柔轮产品，生产流程复杂，生产周期漫长；而如果使用精冲/冲压材料生产，一分钟能生产多个柔轮胚料，缩短工序，并大幅提升生产效率。

具备高性价比，公司提供柔轮半成品。公司公告显示，公司不直接提供成品，柔轮的加工原本需要 15 道工序，公司提供的柔轮半成品可帮助客户省略前 7 道工序，但后面 8 道工序仍需客户自行完成。对于客户来讲可以简化加工难度，并减少固定资产投入，集中精力提升柔轮的精度和寿命等指标。



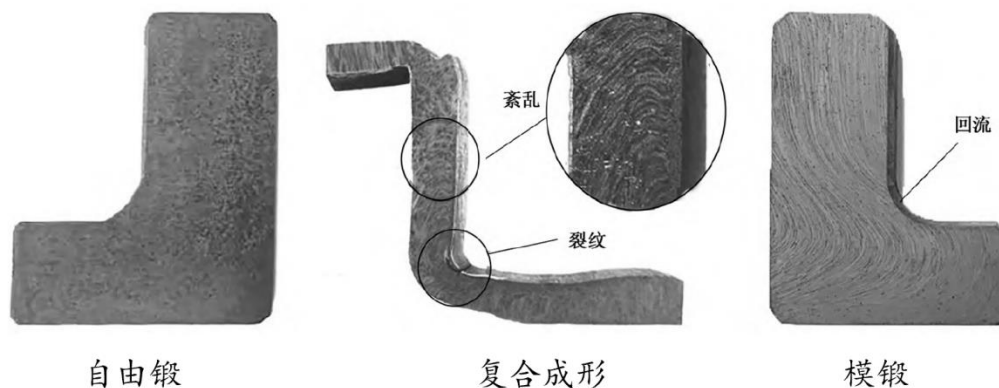
图表22: 采用冲压工艺制造柔轮具备可行性



来源:《用于谐波减速机的柔轮的加工方法、柔轮及谐波减速机》, 国金证券研究所

此类工艺此前有公开专利已验证可行性。根据极亚精机的专利《用于谐波减速机的柔轮的加工方法、柔轮及谐波减速机》, 其加工方法包括下料、锻打、第二次热处理、冲压、旋压、精车和滚齿。通过冲压和旋压成形工序加工出柔轮的筒部, 未破坏加工材料的流线分布, 提高了柔轮的筒部的强度, 并且加工材料的利用率高、生产成本低、生产效率高。

图表23: 传统工艺制造柔轮容易破坏加工材料的流线分布



来源:《成形工艺对谐波减速器柔轮组织性能的影响》, 国金证券研究所

传统工艺制造柔轮容易破坏加工材料的流线分布, 而冲压柔轮不改变金属流线。根据《成形工艺对谐波减速器柔轮组织性能的影响》, 传统的柔轮制造工艺材料利用率不高于11.1%, 金属流线易产生紊乱和回流等缺陷, 而根据《用于谐波减速机的柔轮的加工方法、柔轮及谐波减速机》, 冲压的方法不对金属流线产生破坏, 有利于提升柔轮的强度和疲劳性能。

图表24: 不同柔轮加工工艺的效果对比

工艺	材料利用率	组织	平均晶粒尺寸 (μm)	柔轮毛坯硬度 (HRC)	金属流线
自由锻	2.30%	铁素体和珠光体	9.5	12.3	无
复合成形	11.10%	粒状珠光体	8.7	23.5	紊乱
模锻	3.60%	贝氏体和马氏体	5.5	33.8	回流
冲压	较高	/	/	/	不破坏

来源:《用于谐波减速机的柔轮的加工方法、柔轮及谐波减速机》,《成形工艺对谐波减速器柔轮组织性能的影响》, 国金



证券研究所

3.2 公司柔轮送样进展顺利，投资产出比较高

假设模具费用 20 万元，材料利用率 45%，柔轮采用的原材料为 40CrNiMoA 原始板材，假设价格为 22 元/kg，而采用原始棒材的价格为 18 元/kg。假设成品的质量均为 0.12kg。经过测算可知，采用冲压工艺的盈亏平衡点在 1.47 万件的时候，可以把模具成本抵消完成，假设单台机器人使用 10 个谐波减速器，对应机器人产量在 1470 台的时候，就能实现模具成本回收，因此具备较大可行性。

图表25：冲压工艺制造柔轮的盈亏平衡点约 1.5 万件

		单位	冲压工艺	传统工艺
固定成本	模具费用	万元	20.00	0.00
可变成本	原材料类型		板材 40CrNiMoA	棒材 40CrNiMoA
	原材料价格	元/KG	22.00	18.00
	材料利用率		45.00%	11.10%
	成品重量	KG/件	0.12	0.12
	原材料重量	KG/件	0.27	1.08
	原材料成本	元/件	5.87	19.46
盈亏平衡点		件	14714	

来源：《成形工艺对谐波减速器柔轮组织性能的影响》，《谐波减速器柔性轴承动力学仿真与润滑特性》，KinTek Solution 官网，《简述冲裁模的排样设计》，公司公告，国金证券研究所

注：公开资料显示，冲压模具单套价格约 20 万元。冲压规则形状（如圆形、矩形、简单平板件）排样时废料少，利用率高（如垫片、标准件），材料利用率可达 70-90%。因此假设材料利用率 45%。根据《成形工艺对谐波减速器柔轮组织性能的影响》，柔轮成品质量 0.12kg。

柔轮采用冲压生产具备更高性价比，公司已经开启送样测试阶段。公司 2023 年年报中披露已开发适用于柔轮冲压加工精冲材料，当时处于研究阶段，2024 年处于开发的小试阶段，根据 2025 年 5 月公告，公司开发的谐波减速器中的柔轮材料和各式齿轮，部分产品已完成开模，部分已进入测试阶段。

我们预计机器人 2026 年到 2027 年机器人行业总体开始上万台，而同时不断追求高性价比方案，因此对公司此高性价比方案的谐波柔轮降本工艺的需求量将持续提升。

图表26：公司的柔轮半成品已经在送样阶段



来源：公司公告，国金证券研究所



四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 18.2/21.1/25 亿元,同比+22.4%/+16.2%/+18.5%,毛利率分别 24.9%/24.4%/24.3%。公司扩产后主营传统精冲材料和轴承钢两大类产品,其中各部分假设情况如下:

轴承钢:据公司安徽工厂产能规划,预计 15 万吨中 50%用于扩产轴承钢,且于 2028 年前爬产完成,公告显示今年轴承钢的产能约 1 万吨,因此假设轴承钢 2025-2027 年的产能分别为 1/2.5/5 万吨,根据公司公告,轴承钢售价约 1 万元/吨,受上游原材料等因素波动影响,我们预计 2025-2027 年轴承钢售价均约 1 万元/吨。因此对应轴承钢 2025-2027 年收入分别为 1/2.5/5 亿元。毛利率受扩产周期影响,前期产能利用率不足可能短期导致毛利率低于正常水平,稳态情况下,由于公司专做进口轴承钢的替代,相比主业面对国内较为成熟的国内市场,预计毛利率比汽车冲压材料的毛利率高,因此预计 2025-2027 年的毛利率分别为 20%/21%/22%。

传统精冲材料:主要包括工业精冲钢和汽车精冲钢。公司苏州工厂拥有 18 万吨产能,根据公司安徽工厂产能规划,预计 15 万吨中 50%用于扩产工业和汽车精冲钢,也是于 2028 年前爬产完成,公司预计今年安徽工厂新增 3 万吨传统精冲材料产能,因此假设公司传统精冲材料 2025-2027 年产能分别 21/23/25 万吨。均价方面,根据公司历史均价,整体近年来保持 8000-9000 元水平,且有缓慢下行趋势,因此我们假设精冲材料 2025-2027 年单价每年降低 1%,预计 2025-2027 年单价为 8180/8098/8017 元/吨。精冲材料毛利率历史呈稳步上涨趋势,但 2025 年处于安徽工厂爬产第一年,因此受产能利用率影响预计较低,假设安徽工厂的产能与轴承钢毛利率前期保持一致,苏州工厂毛利率保持 26%,通过算术平均可得 2025-2027 年毛利率分别为 25.1%/24.9%/24.9%。

期间费用率:由于 2024 年限制性股票激励计划造成的股份支付费用大幅提升,公司 2024 年期间费用率明显提升,据 2024 年年报,公司 2023/2024 年股份支付费用在销售费用中分别约占 656/1117 万元,在研发费用中分别约占 294/479 万元,在管理费用中约占 1053/1410 万元。

据股权激励计划,预计 2024-2026 年分别需要摊销的费用为 2803.57/1260.05/453.14 万元,规模持续缩减。同时预计 2025 年开始因规模效应、降本增效和经营管理能力的改善,各项费用率能够持续缩减。因为公司各部门员工结构变动较小,预计销售、管理、研发部门占股权支付费用的比重整体保持平稳,预计 2025-2027 年销售费用率分别为 2.3%/2.3%/2.2%;管理费用率为 3.5%/3.3%/3.3%;研发费用率为 4.0%/3.9%/3.8%。

图表27: 公司业务拆分

单位: 亿元		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入 (亿元)	12.1	13.5	14.9	18.2	21.1	25.0
	收入增速	20.1%	11.7%	9.7%	22.4%	16.2%	18.5%
	毛利率	21.6%	25.4%	25.8%	24.9%	24.4%	24.3%
轴承钢	营业收入 (亿元)	0	0	0	1	2.5	5
	收入增速	0%	0%	0%		150%	100%
	销量 (万吨)				1.0	2.5	5.0
	单价 (万元/吨)				10000	10000	10000
	毛利率	0%	0%	0%	20.0%	21.0%	22.0%
传统精冲材料	营业收入 (亿元)	12.1	13.5	14.9	17.2	18.6	20.0
	收入增速		12%	10%	16%	8%	8%
	销量 (万吨)	13.44	16	18.16	21	23	25
	单价 (万元/吨)	9017	8459	8179	8180	8098	8017
	毛利率	21.6%	25.4%	25.8%	25.1%	24.9%	24.9%
期间费用率		7.5%	9.4%	10.0%	9.8%	9.5%	9.3%
销售费用率		1.3%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
管理费用率		2.6%	3.5%	3.6%	3.5%	3.3%	3.3%



单位：亿元		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
研发费用率		3.6%	3.8%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

预计公司 2025-227 年净利润对应 EPS 分别为 2.03 元、2.33 元、2.74 元，对应 PE 分别为 32.72/28.51/24.25 倍。

我们选取 3 家可比公司（无锡振华、恒工精密、斯菱股份）对公司进行估值。选取这几家公司作为可比公司，是因为他们分别与公司主业和机器人业务相关联：（1）无锡振华主业为汽车冲压及焊接零部件和相关模具的开发、生产和销售；（2）恒工精密已经开发 RV 减速器针齿壳、行星架、行星座和谐波减速器钢轮，其公告披露其钢轮已经通过客户验证并开始小批量交付，与公司的机器人布局环节和进展一致；（3）斯菱股份机器人业务方面目前聚焦于谐波减速器，目前已经达到可以小批量生产阶段。可通过对比分析，为公司的估值提供参考。可比公司 2025 年 PE 平均值为 46.60 倍。

我们认为，公司主业受益于安徽工厂产能释放和轴承钢带来的销售结构改善，机器人上的谐波减速器柔轮半成品具备较高性价比和先发优势，给予 2025 年 40 倍估值，目标价 81.23 元，给予公司“买入”评级。

图表28：可比公司估值表

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE				
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
605319.SH	无锡振华	34.83	1.11	1.51	1.98	2.41	2.88	27.50	20.21	17.56	14.47	12.10
301261.SZ	恒工精密	82.05	1.44	0.79	1.68	2.07	2.56	55.74	101.59	48.98	39.66	31.98
301550.SZ	斯菱股份	101.09	1.36	1.73	1.38	1.64	2.03	65.97	51.86	73.27	61.87	49.77
平均数								49.73	57.89	46.60	38.67	31.28
301160.SZ	翔楼新材	66.44	2.56	2.59	2.03	2.33	2.74	16.47	21.51	32.72	28.51	24.25

来源：Wind，国金证券研究所（股价为 2025.8.11 收盘价，可比公司 EPS 均采用 wind 一致预期）

五、风险提示

汽车销量不及预期风险。当下公司汽车业务收入增速取决于汽车行业整体增长，若全球/中国的宏观经济波动可能对汽车生产和消费带来影响。若未来下游客户销量不及预期，将直接对公司业绩增速产生影响。

原材料价格波动风险。公司原材料主要为钢铁金属坯料等。若原材料价格大幅上涨，公司可能面临成本上升压力，导致盈利能力下降。

新业务拓展不及预期风险。公司在机器人领域的探索尚处于送样验证阶段，但技术路线与应用场景尚存在不确定性。新业务拓展可能面临技术瓶颈、市场接受度低等问题，进而影响公司的业务增长和盈利能力。

大额解禁风险。公司 2025 年 6 月 6 日，首发原股东限售股解禁 932.06 万股，占解禁后流通股比重达 17.34%，虽然公司前期股价下行已兑现部分风险，但若后续其他股东继续加大减持份额，将对股价造成降价压力。

大股东股权质押风险。公司第一大股东和第二大股东分别未解押股权质押数量为 350/100 万股，分别占其持有的股权比例 33.78%/27.38%，合计占总股本比例 3.88%，有一定的股权质押风险。


附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,212	1,353	1,485	1,818	2,113	2,504
增长率		11.7%	9.7%	22.4%	16.2%	18.5%
主营业务成本	-950	-1,010	-1,103	-1,366	-1,596	-1,896
%销售收入	78.4%	74.6%	74.3%	75.1%	75.6%	75.7%
毛利	262	343	382	452	517	609
%销售收入	21.6%	25.4%	25.7%	24.9%	24.4%	24.3%
营业税金及附加	-5	-8	-9	-14	-16	-18
%销售收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%
销售费用	-16	-28	-34	-42	-48	-55
%销售收入	1.3%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
管理费用	-32	-48	-54	-64	-70	-81
%销售收入	2.6%	3.5%	3.6%	3.5%	3.3%	3.3%
研发费用	-43	-51	-61	-73	-82	-95
%销售收入	3.6%	3.8%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	165	208	224	260	301	359
%销售收入	13.6%	15.4%	15.1%	14.3%	14.2%	14.4%
财务费用	-6	-2	-2	-1	0	-1
%销售收入	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-3	-4	-1	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0
投资收益	3	5	2	2	2	2
%税前利润	2.0%	2.3%	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%
营业利润	163	218	236	270	314	373
营业利润率	13.4%	16.1%	15.9%	14.9%	14.9%	14.9%
营业外收支	-1	13	-1	0	0	0
税前利润	161	231	236	270	314	373
利润率	13.3%	17.1%	15.9%	14.9%	14.9%	14.9%
所得税	-20	-30	-29	-35	-44	-55
所得税率	12.5%	13.0%	12.1%	13.0%	14.0%	14.8%
净利润	141	201	207	235	270	317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	141	201	207	235	270	317
净利率	11.6%	14.8%	13.9%	12.9%	12.8%	12.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	141	201	207	235	270	317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	29	25	23	29	36
非经营收益	2	-12	-3	24	1	2
营运资金变动	-139	-50	-120	-116	-132	-172
经营活动现金净流	31	167	109	167	168	183
资本开支	-55	-198	-272	-12	-55	-55
投资	-168	-12	110	0	0	0
其他	3	7	3	2	2	2
投资活动现金净流	-219	-203	-159	-10	-53	-53
股权募资	554	130	40	119	0	0
债权募资	-12	-73	43	-87	34	52
其他	-83	-27	-199	-84	-111	-131
筹资活动现金净流	460	30	-116	-53	-77	-79
现金净流量	271	-6	-166	104	38	51

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	304	298	132	235	274	325
应收款项	409	522	519	574	630	702
存货	297	310	349	412	481	571
其他流动资产	276	289	236	246	270	305
流动资产	1,285	1,418	1,235	1,467	1,655	1,903
%总资产	81.2%	74.7%	62.5%	67.5%	69.3%	71.7%
长期投资	0	11	10	10	10	10
固定资产	216	301	601	628	650	665
%总资产	13.7%	15.8%	30.4%	28.9%	27.2%	25.0%
无形资产	26	66	65	69	73	78
非流动资产	298	480	741	707	733	752
%总资产	18.8%	25.3%	37.5%	32.5%	30.7%	28.3%
资产总计	1,583	1,898	1,976	2,174	2,387	2,655
短期借款	148	94	104	43	77	130
应付款项	143	158	115	117	129	147
其他流动负债	30	54	44	54	60	67
流动负债	321	306	264	215	266	344
长期贷款	19	0	33	33	33	33
其他长期负债	4	25	26	0	0	0
负债	345	331	323	248	299	377
普通股股东权益	1,238	1,567	1,653	1,926	2,088	2,279
其中：股本	75	79	81	81	81	81
未分配利润	381	540	669	823	985	1,175
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,583	1,898	1,976	2,174	2,387	2,655

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.890	2.563	2.585	2.031	2.330	2.740
每股净资产	16.581	20.010	20.651	16.626	18.024	19.668
每股经营现金净流	0.416	2.132	1.367	2.059	2.077	2.255
每股股利	1.350	1.010	1.000	1.000	1.332	1.566
回报率						
净资产收益率	11.40%	12.81%	12.52%	12.21%	12.93%	13.93%
总资产收益率	8.92%	10.57%	10.47%	10.82%	11.31%	11.95%
投入资本收益率	10.28%	10.92%	10.98%	11.29%	11.78%	12.55%
增长率						
主营业务收入增长率	14.00%	11.69%	9.74%	22.38%	16.22%	18.54%
EBIT 增长率	13.12%	26.26%	7.39%	16.03%	15.89%	19.42%
净利润增长率	17.03%	42.20%	3.10%	13.69%	14.74%	17.58%
总资产增长率	61.72%	19.93%	4.12%	10.01%	9.80%	11.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	99.3	105.9	108.3	100.0	95.0	90.0
存货周转天数	105.4	109.6	109.0	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	8.3	6.8	12.4	13.0	11.0	10.0
固定资产周转天数	65.1	50.3	40.7	38.7	37.0	33.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.64%	-24.50%	-3.93%	-11.90%	-11.19%	-10.19%
EBIT 利息保障倍数	27.1	105.8	119.6	193.2	1,837.6	371.8
资产负债率	21.78%	17.46%	16.34%	11.41%	12.54%	14.19%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	4	11
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究