

公司研究

精冲材料结构逐步优化，布局人形机器人材料第二增长曲线

——翔楼新材（301160.SZ）投资价值分析报告

要点

公司系国内精密冲压材料行业第一梯队企业：公司作为定制化精密冲压材料领域的高新技术企业，采取自主研发为主、合作开发为辅相结合的协同创新研发模式，主要产品为定制化精密冲压特殊钢材料，包括汽车零部件精冲材料及工业用精冲材料等。根据公司招股说明书，公司常见产品与拥有近 200 年的历史、全球最大的精冲金属材料企业之一威尔斯集团的产品技术指标处于相近水平；并已与舍弗勒、慕贝尔等国内外知名汽车零部件供应商建立了长期稳定合作关系，间接配套特斯拉、比亚迪等知名汽车品牌。

精密冲压材料行业潜在需求空间广阔：根据智研咨询，2023 年我国精冲钢行业产量为 124.7 万吨，主要用于汽车零部件，但其潜在需求空间广阔：1) 进口替代：由于国产精冲材料在性能、表面质量、尺寸公差等方面仍存在一定差距，故我国目前仍有部分精冲材料依赖进口；2) 单车精冲用钢量提升：根据公司招股说明书，我国汽车单车精冲用钢量为 12-15kg，而发达国家汽车单车精冲用钢量约为 20-22kg，随着汽车行业进一步发展，我国精冲钢总需求有望持续提升；3) 非汽车领域对精冲件的需求增长提速：使用精冲结合冷成型工艺的零部件已应用于如机械设备、风电、航空航天、核电、高铁、人形机器人等诸多领域。

募投项目落地有望带动产能及产品结构进一步提升：截至 2024 年，公司产能达到 18 万吨，处于行业第一梯队。安徽新厂项目已于 2025 年 4 月建成，预计 2025 年有望释放产能 4 万吨，远期产能或将达到 30 万吨。安徽项目在生产产品上将倾向于工艺复杂、技术含量高的轴承等高端制造领域，在汽车市场基础上开拓高端轴承、机器人等其他下游市场，进一步优化公司产品结构。

布局机器人核心零部件，贡献盈利第二增长曲线：公司依托其在客户资源、产能、技术研发上的三大优势，面向人形机器人行业投入资源，加大在谐波减速器柔轮、行星减速器齿轮、RV 减速器摆线轮及传感器弹性体关键零部件卡脖子材料的科技攻关力度，并且探索其他高强高韧金属材料在机器人领域的应用可行性。根据公司 2025 年 2 月 11 日公告，相关材料研发已完成 60%，需通过下游客户的疲劳试验，才能最终确认材料配比，潜在客户数量在 6 家左右。

盈利预测、估值与评级：公司作为精密冲压行业第一梯队企业，产能持续攀升，有望充分受益于我国汽车、轴承等高端制造领域对于精冲钢需求的提升，且公司积极布局人形机器人谐波减速器柔轮产品，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.39、2.80、3.36 亿元。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：汽车行业需求不及预期；新增产能投产不及预期；高端轴承、机器人市场拓展不及预期；人形机器人谐波减速器柔轮供应格局恶化。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,353	1,485	1,609	2,080	2,448
营业收入增长率	11.69%	9.74%	8.30%	29.29%	17.69%
净利润（百万元）	201	207	239	280	336
净利润增长率	42.20%	3.10%	15.28%	17.40%	20.06%
EPS（元）	2.53	2.55	2.06	2.42	2.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.81%	12.52%	13.17%	14.03%	15.15%
P/E	27	26	33	28	23
P/B	3.4	3.3	4.3	3.9	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-17（2023-2024 年公司股本为 0.79、0.81 亿股，2025 年由于股权激励、高管股份变动、首发原股东限售上市、转增等原因股本增加至 1.16 亿股）

增持（首次）

当前价：67.51 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebsecn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

021-52523812

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.16
总市值(亿元):	78.21
一年最低/最高(元):	24.88/82.85
近 3 月换手率:	217.28%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.17	10.00	122.62
绝对	-1.82	27.45	166.14

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

(1) 销量假设（假设销量与产量相等）

公司一直保持高产能利用率水平，叠加 2025 年安徽生产基地已投入使用，预计将释放 4 万吨产能，我们预测其在 2025-2027 年金属制品业产品产量分别增长 15%、26%、15%至 209000、262340、302700 吨。

(2) 价格假设

受原材料价格波动影响，预计 2025 年金属制品行业产品价格将小幅下跌 1%，降至 7697 元/吨。随着市场逐步恢复以及公司产品的竞争优势，预计 2026 年和 2027 年产品价格将分别上涨 3%和 2%，达到 7928 元/吨和 8086 元/吨。

我们区别于市场的观点

目前市场普遍认为汽车零部件行业盈利偏弱，公司主要产品盈利能力增幅有限。本文分析了公司在人形机器人谐波减速器柔轮产品的优势，随着公司在该产品上的优势逐步得到市场认可，公司估值有望进一步提升。

股价上涨的催化因素

- (1) 公司在人形机器人领域相关产品实现量产；
- (2) 汽车行业景气度上行，带动公司金属制品产品价格上行；
- (3) 公司新增产能达产速度超预期。

盈利预测和评级

公司作为精密冲压行业第一梯队企业，产能持续攀升，有望充分受益于我国汽车、轴承等高端制造领域对于精冲钢需求的提升，且公司积极布局人形机器人谐波减速器柔轮产品，盈利有望持续增长，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.39、2.80、3.36 亿元。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

目 录

1、国内精密冲压材料行业唯一上市公司	5
2、国内精密冲压行业需求潜在空间广阔	8
3、深耕主业同时布局机器人核心零部件	11
3.1 募投项目建成逐步投产，产品结构有望持续升级	11
3.2 布局机器人核心零部件.....	13
4、盈利预测与估值结论	14
4.1 盈利预测	14
4.2 估值方法	15
4.3 估值结论与投资评级	17
5、风险提示.....	17

图目录

图 1：公司股权结构图（时间截止至 2025 年 6 月 30 日）	5
图 2：2018-2025H1 公司营业收入及归母净利润率（亿元，%）	7
图 3：2019-2024 年公司产品销量（万吨）	7
图 4：2018-2024 年公司各个产品营业收入构成（亿元）	8
图 5：2018-2024 年公司各个产品毛利构成（亿元）	8
图 6：2018-2024 年公司不同产品价格（万元/吨）	8
图 7：2018-2024 年公司不同产品毛利率情况（%）	8
图 8：谐波减速器结构示意图	10
图 9：2016-2028 年全球工业机器人用谐波减速器消费量及预测(万台，%).....	10
图 10：2016-2028 年中国工业机器人用谐波减速器消费量及预测(万台，%).....	10
图 11：2017-2028 年中国工业机器人谐波减速器市场内外资份额变化及预测	11
图 12：2017-2025H1 公司研发费用率（%）	13
图 13：2022-2025 年及远期公司产能及销量（万吨）	13

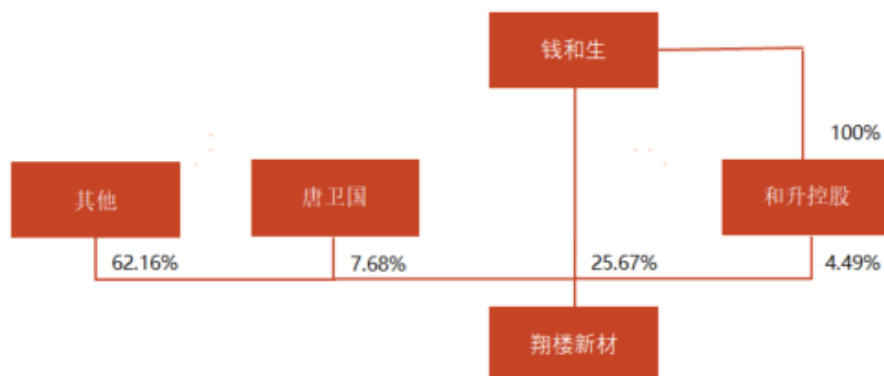
表目录

表 1：公司历史变革	5
表 2：公司产品介绍	6
表 3：精密冲压特钢材料行业主要企业基本信息	9
表 4：我国汽车精冲零部件使用情况	9
表 5：全球主要谐波减速器厂商产能变化（万台）	11
表 6：公司常见产品核心指标与威尔斯集团对比	12
表 7：公司产品研发投入	12
表 8：公司产品应用场景	13
表 9：2023-2027 年公司产品价格及预测（元/吨）	14
表 10：2023-2027 年公司产品产量及预测（吨）	14
表 11：2023-2027 年公司产品毛利率及预测（%）	15
表 12：2023-2027 年公司期间费用率及预测（%）	15
表 13：公司盈利预测与估值简表	15
表 14：可比公司 PE 估值	16
表 15：绝对估值核心假设表	16
表 16：现金流折现及估值表	17
表 17：敏感性分析表（元）	17
表 18：绝对估值法结果（元）	17

1、国内精密冲压材料行业唯一上市公司

苏州翔楼新材料股份有限公司（以下简称“翔楼新材”）为国内精密冲压材料行业唯一一家上市公司，公司产能规模位列行业第一梯队。翔楼新材成立于 2005 年 12 月 8 日，于 2022 年 6 月在深圳证券交易所上市。公司控股股东、实际控制人为钱和生先生，截至 2025 年 6 月 30 日，钱和生先生直接和间接共持股 30.16%。

图 1：公司股权结构图（时间截止至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 1：公司历史变革

年份	事件
2005 年	公司成立，处于初创阶段，从事精密碳素工具钢材料的开发、生产和销售，产品主要应用于美工刀、手术刀等领域。
2009 年	公司积极布局汽车零部件精冲材料市场，并开展汽车关键零部件材料认证与评审工作；联合施耐德、威图客户开发电子电器零部件用精密特殊钢材料。
2015 年	公司在汽车动力和传动系统等关键零部件用材料的研发上持续发力，为下游客户材料国产化需求提供解决方案。
2016 年	通过了国家高新技术企业资质认定，“新三板”成功挂牌。
2019 年	公司逐步迈入升级发展阶段，深入发掘客户个性化需求，为客户定制化开发性能参数更高、工艺难度更大的精密冲压特殊钢材料，持续推动汽车零部件精冲材料的国产化；与宝钢股份成立特殊钢联合工作室，通过上下游技术创新 + 新材料应用合作实现长期共赢。
2020 年	新厂区建设完成并投产，设备产能得到有效升级与扩充；坚持精密冲压特殊钢材料深度国产化的产品定位。
2022 年	公司创业板 IPO 上市。

资料来源：公司官网，光大证券研究所

公司是一家精密冲压新材料和解决方案供应商，作为定制化精密冲压材料领域的高新技术企业，采取自主研发为主、合作开发为辅相结合的协同创新研发模式，主要产品为定制化精密冲压特殊钢材料，包括汽车零部件精冲材料及工业用精冲材料等，同时持续关注国家需要和市场紧缺的高端金属材料领域，重点在轴承、机器人等领域进行高端化、差异化、精细化布局。

公司凭借自身的技术研发实力和良好的信誉，通过技术创新持续研发解决下游客户精冲材料端卡脖子问题，并不断改进现有产品质量，优化产品性能，提高产品产能向下游客户提供性能稳定、品质可靠的精密冲压新材料产品。公司提供产品研发设计方案，开发试制符合零部件性能要求的产品后，经客户认证后根据订单批量生产，并综合考虑研发周期、生产成本、工艺技术、市场供需等因素进行定价销售，实现销售收入并获取合理利润。截至 2025 年 6 月 30 日，公司已与舍弗勒、慕贝尔、麦格纳、佛吉亚、法雷奥、普思信、法因图尔、富临精工、上海沿浦等多家国内外知名汽车零部件供应商建立了长期稳定合作关系，间接配套特斯拉、比亚迪、问界、理想、蔚来、小米、奔驰、奥迪、宝马等知名汽车品牌。

(1) 汽车零部件精冲材料：用于各类汽车零部件的精冲生产，下游客户主要为国内外知名汽车零部件厂商。汽车零部件用的精冲特殊钢应用范围覆盖汽车发动机系统、变速器与离合器系统、座椅系统、内饰系统等结构件及功能件。

(2) 工业用精冲材料：公司工业用精冲材料涵盖圆盘锯基体、锯链、蝶形弹簧等，因应用场景各异，分别对材料的淬透性、硬度、耐磨性、疲劳寿命等性能有特定要求。

(3) 高端金属材料：2025 年，公司在继续深耕原有汽车行业基础上，面向人形机器人行业投入资源，紧抓机器人产业链战略机遇，完善机器人核心零部件产能准备和研发布局。

表 2：公司产品介绍

类别	下游客户产品	产品图片	产品性能特点
汽车零部件精冲材料	齿毂		齿毂材料要求极高的厚度公差与强塑性配比，从而保证零件的尺寸精度及功能需求。
	电磁阀壳体		新能源汽车中大量使用电磁阀控制流体的方向、流量、速度和其他参数，且对控制的精度和灵活性都要求较高。高端电磁阀壳体材料不仅要保证产品机构强度，对材料的电磁性能亦提出要求，从而保证电磁阀稳定控制。
	间隙垫片		主要用于变速器中摩擦片间隙调整，因此材料要求厚度精度高（厚度波动 $\leq 0.01\text{mm}$ ），平面度要求高（平面度 $\leq 0.02\text{mm}$ ），硬度要求高（ $\text{HV} > 200$ ，或抗拉强度 $\geq 600\text{Mpa}$ ），表面清洁度要求高。
	转向系统零件		材料具有高塑性，同时对塑性加工硬化指数及塑性应变比有特殊要求，可完成复杂形状的冲压成形。
	安全系统		要求材料具有较高强度及优良折弯性能，同时必须保证力学性能稳定，具有一致的回弹量。
	尾门棘爪		棘爪是拨动棘轮做间歇运动的零件，尾门棘爪通过控制棘轮转动实现尾门的锁止。新能源汽车受气动外形、美观等影响，造型特殊导致锁体受力结构复杂，要求材料显微组织更均匀，晶粒更细，保证零件力学性能的同时具有更优的抗冲击性能。
	滑轨		滑轨用材多采用高强或超高强材料，一般抗拉强度在 500MPa 以上，部分甚至达到 900MPa，而且要求材料强度均匀，带钢头、中、尾以及纵向、横向、45 度方向强度稳定，目的在于保证滑轨成形和后续焊接、装配质量的稳定。
	调角器		汽车零部件关键等级最高的安全件之一。为保证驾乘人员安全，座椅调角器需保证在瞬时碰撞时座椅不出现拉脱，因此对抗瞬时冲击强度要求极高（主要通过调角器内齿圈与凸块之间形成咬合力），同时由于电动座椅频繁使用座椅调节，在保证瞬时冲击强度的同时，对于齿圈的疲劳寿命亦有较高要求。
	调高齿板		齿板常用于座椅高度调节，通过与电机齿轮的啮合来传递力和扭矩。除了高度调节，齿板也可以用于坐垫倾角调节。齿板必须满足高强度和硬度等要求，能够承受激烈碰撞和冲击，以保证驾乘安全性。
	同步器齿环		同步器齿环是汽车变速箱内换挡操作的关键零件，传统工艺采用铜质合金锻造成形，成本较高且成形效率低。新工艺采用优质低合金材料 16MnCr5 精冲加工成形，可批量生产结构更复杂的齿环零件，且经过氮化处理后，可大幅度提高材料表面耐磨性能。
	弹簧卡箍		弹簧卡箍是自身具有弹性，能够对所作用的管路提供长时间的束紧力补偿，在无压或压力要求较低的流/气体管路上广泛应用的零部件。弹簧卡箍要求束紧力波动小，过松容易导致连接失效，过紧则会导致管道堵塞，因此要求材料具有高度稳定的弹性性能。此外，由于汽车用弹簧卡箍在汽车行驶过程中需承受频繁震动，要求材料具有较高的抗疲劳失效能力。

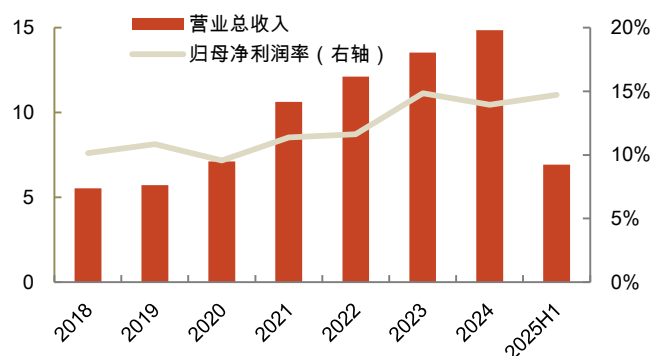
膜片弹簧		要求弹簧力值波动较小,疲劳寿命要求高,还要求具有极高的表面清洁度。膜片弹簧弹力波动不稳定或表面出现瑕疵,均会影响变速箱工作,甚至引发重大事故,因此对材料性能及稳定性要求极高。
空调阀片		阀片为空调压缩机气阀中重要部件,通过反复运动控制气阀开闭。阀片是压缩机中受冲击最强的零件,同时阀片和阀座之间需具备良好密封性,因此阀片要求具有较高的尺寸精度、平整度、强度、耐磨及抗疲劳性能。
轴承内、外圈		冲压用轴承材料要求冲压材料厚度精确、均匀;表面光洁,无斑、无疤、无擦伤、无表面裂纹等;屈服强度均匀,无明显方向性;均匀延伸率高;屈强比低;加工硬化性低。
圆盘锯基体		锯片在切割过程中,由于锯切力与锯切热作用,基体易发生变形,在轴向呈波浪状,在径向呈碟状,使基体磨损严重,造成锯片过早失效。因此高端锯片基体用材料要求具有良好淬透性及较高的红硬性。
工业用精冲材料	锯链	锯链作为油锯、电锯的切削部件,要求锯链具有高强度、高耐磨性、良好的低温韧性以及合适的硬度等优良的综合力学性能。
蝶形弹簧		风电蝶形弹簧对材料的疲劳寿命要求较高,且显微组织、力学性能、尺寸精度等均有较高要求。

资料来源:公司公告,光大证券研究所

公司产能逐步扩张,2024 年达到 18 万吨。2019 年公司金属制品总销量为 7.79 万吨(其中特种用途钢为 1.14 万吨,合金结构钢为 2.10 万吨,碳素结构钢为 4.54 万吨),随着公司产能逐步攀升,至 2024 年公司总产能已达到 18 万吨,销量达到 18.16 万吨。

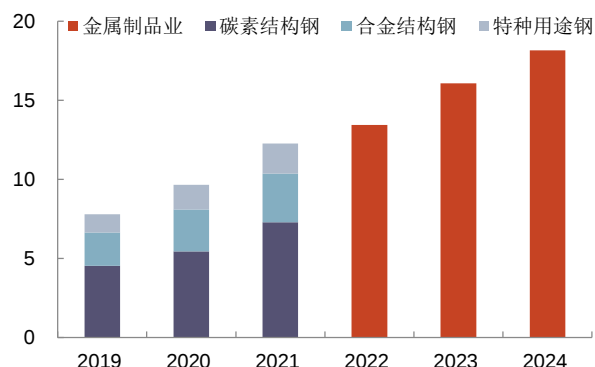
由于汽车零配件国产化需求增加以及公司于公司在精密冲压新材料的技术研发和市场拓展的竞争优势,公司营业收入从 2018 年的 5.52 亿元提升到 2024 年的 14.85 亿元,复合增速为 17.93%,2025H1 公司营业收入为 6.93 亿元;归母净利润从 2018 年的 0.56 亿元,提升到 2024 年的 2.07 亿元,复合增速为 24.35%,2025H1 公司归母净利润为 1.02 亿元;归母净利润率从 2018 年的 10.14%提升到 2025H1 的 14.72%。

图 2: 2018-2025H1 公司营业收入及归母净利润率(亿元,%)



资料来源:公司公告,光大证券研究所

图 3: 2019-2024 年公司产品销量(万吨)

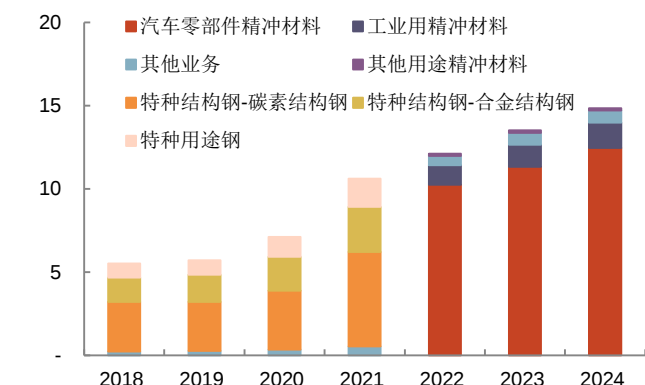


资料来源:公司公告,光大证券研究所

在 2018 年至 2021 年期间,公司主营收入主要来源于特种结构钢(包括碳素结构钢和合金结构钢)及特种用途钢,占营收比例稳定在 95%附近。自 2022

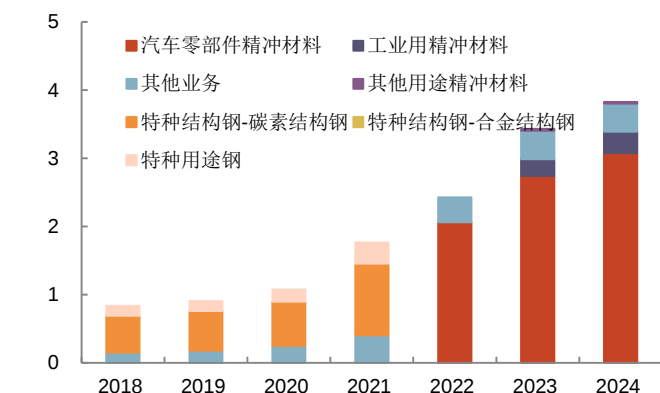
年起，公司调整了产品分类口径，营收主要来自汽车零部件精冲材料，占比稳定在 85%附近，工业用精冲材料营收占比则稳定在 10%附近；2023-2024 年公司毛利中汽车零部件精冲材料占比则稳定在 80%左右。

图 4：2018-2024 年公司各个产品营业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所（图例中汽车零部件精冲材料、工业用精冲材料、其他业务、其他用途精冲材料为 2022-2024 年图例，而特种结构钢-碳素结构钢、特种结构钢-合金结构钢、特种用途钢为 2018-2021 年图例）

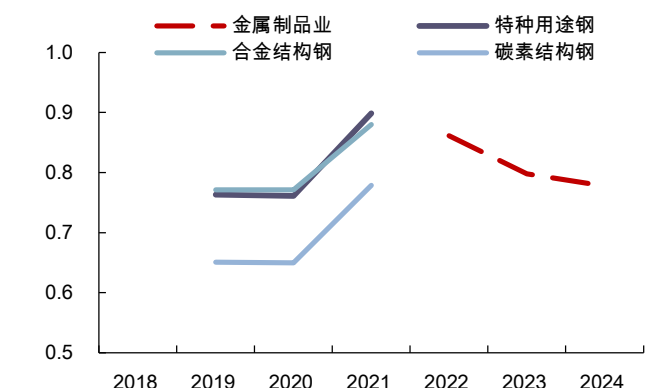
图 5：2018-2024 年公司各个产品毛利构成（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所（图例中汽车零部件精冲材料、工业用精冲材料、其他业务、其他用途精冲材料为 2022-2024 年图例，而特种结构钢-碳素结构钢、特种结构钢-合金结构钢、特种用途钢为 2018-2021 年图例）

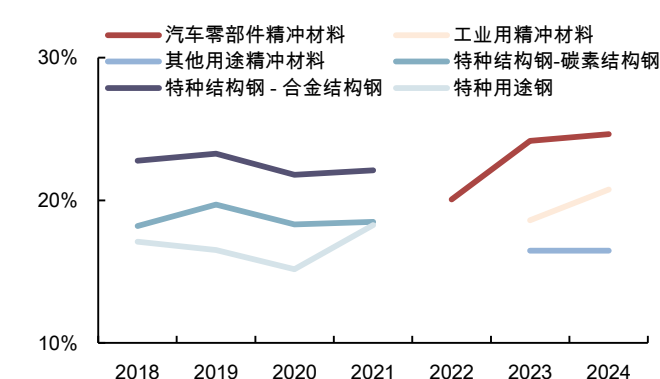
从产品吨价格来看，受益于下游需求增长，2019-2021 年公司产品价格整体呈现上涨态势，而随着下游需求增速放缓及原料成本下行 2022 年-2024 年价格有所回落；2018-2024 年产品毛利率整体平稳，2024 年汽车零部件精冲材料单吨毛利率达到 24.64%，工业用精冲材料毛利率为 20.77%。

图 6：2018-2024 年公司不同产品价格（万元/吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：2018-2024 年公司不同产品毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、国内精密冲压行业需求潜在空间广阔

精密冲压特殊钢属于特殊钢范畴，通常指经过精密冷轧及热处理达到特定性能，用于零部件精密冲压（简称精冲）的特殊钢材料。精冲特殊钢对材料的化学成分、力学性能、微观组织、尺寸精度以及表面质量等均有特殊要求。根据智研咨询，2023 年我国精冲钢行业产量为 124.7 万吨。

目前精密冲压特钢材料行业主要企业包括：德国威尔斯集团、德国比尔斯坦集团、祝桥金属材料启动有限公司、浙江荣鑫带钢有限公司、滁州宝岛特种冷轧带钢有限公司、湖北大帆金属制品有限公司等。

根据公司 2022 年招股说明书，威尔斯集团在我国境内的生产基地太仓威尔斯 2019 年进行了扩产，2021 年产能约为 12 至 14 万吨；祝桥金属材料启东有限公司、浙江荣鑫带钢有限公司 2021 年年产能或产量为 8 万吨，湖北大帆金属制品有限公司 2021 年年产能 5 万吨，滁州宝岛特种冷轧带钢有限公司 2021 年年产能 2 万吨。

表 3：精密冲压特钢材料行业主要企业基本信息

企业名称	企业简介
C.D.Waelzholz 威尔斯集团	德国威尔斯集团 (C.D.Waelzholz) 是国际知名的特钢材料企业，成立时间可追溯至 1829 年，主营产品为冷轧带钢 (DC 牌号钢、微合金钢、渗碳钢、调质钢、弹簧钢、精冲牌号钢)、淬回火带钢、高强度带钢、电工硅钢片等特殊钢产品。公司掌握持续而系统化的工艺技术，包括感应高速淬火和回火技术、高精度轧制技术等。目前威尔斯已在全球各地建立了九个工厂，每年可生产 78 万吨高品质的钢材，拥有 2400 名员工。
BILSTEIN 比尔斯坦	德国比尔斯坦集团 (BILSTEIN) 于 1911 年成立，主营产品包括渗碳钢、调质钢以及弹簧钢，以及对条件和加工环境有特殊要求的材料如高强度低合金钢、硼钢以及电镀锌钢等。目前在全球设立有 BILSTEIN、HUGOVogelsang 和 KWW 三个生产事业部，员工人数超 1000 人。
祝桥金属材料启动有限公司	成立于 2015 年，注册资本 5200 万元，主营业务金属材料加工、销售。
浙江荣鑫带钢有限公司	成立于 2002 年，注册资本 5000 万元，专业从事生产冷轧优质特种带钢生产，包括优质碳素结构钢带、弹簧钢带、碳素工具钢带和合金钢带等，产品主要用于汽车、纺织制针、带锯、带刀、锯片、膜片弹簧、蜗卷弹簧、美工刀片等，年产量 8 万吨。
滁洲宝岛特种冷轧带钢有限公司	成立于 2011 年，注册资本 1000 万元，主营业务冷轧钢材、带钢压延等，产品广泛用于汽车零部件、农机、军工、五金工具，年产 0.3-6.0*450mm 以下各规格冷轧带钢 2 万吨。
湖北大帆金属制品有限公司	成立于 2011 年，注册资本 1500 万元，主营业务为高-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，产品用于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、电子等行业，年产能 5 万吨。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

目前精冲特殊钢主要应用领域为汽车零部件，根据智研咨询，在发达国家，精冲零件在汽车行业的应用占 60% 以上，国内目前约占 50% 左右，我国单车精冲用钢远低于发达国家，根据公司招股说明书，我国汽车单车精冲用钢量为 12-15kg，而发达国家汽车单车精冲钢用量约为 20-22kg。伴随我国单车用精冲钢量逐步提升，对于精冲钢需求将有明显提升。

除汽车行业外，精冲钢下游需求还包括重装备行业、高端航天航空、轨道交通、机器人等，我国在高端领域精密冲压材料大多依赖进口。与进口材料相比，国产精冲材料在性能、表面质量、尺寸公差等方面仍存在一定差距。若精冲材料尺寸和力学性能不稳定，精冲时会增加模具损耗，降低精冲效率与良率。

表 4：我国汽车精冲零部件使用情况

部件系统	零部件名称	重量 (kg)	单车零件个数	单车用量 (kg)
发动机	摇臂	0.1	6	0.6
	飞轮盘	2	1	2
	正时链条	0.85	1	0.85
	凸轮片	0.15	6	0.9
变速器与离合器	离合器膜片弹簧	0.7	1	0.7
	同步器齿环	0.32	6	1.92
	拨叉	0.3	6	1.8
座椅	调校器机构件	0.27	2	0.54
内饰与安全	弹簧卡箍	0.24	4	0.96
	空调阀片	0.65	1	0.65
	锁舌、锁扣	0.24	4	0.96
合计		5.82	38	11.88

资料来源：公司公告，光大证券研究所

根据公司公告，精冲与冷成型加工工艺相结合后，精冲零部件已应用于除汽车之外的许多领域 (如机械设备、风电、航空航天、核电、高铁、人形机器人等)，随着精冲材料的进步与冲压设备的持续发展，精冲工艺有望取代以前由普冲、机加工、锻造、铸造和粉末冶金加工的零件，因而发挥其巨大的技术优势和经济效益。

精密冲压材料符合人形机器人对材料强度、生产效率、加工精度等方面的要求，伴随人形机器人进入到产业化前夕，后续其产量增长有望成为冲压材料的重要下游应用。根据公司公告，通过先进材料+精密冲压成型的方式，开发出适用

于谐波减速器柔轮冲压加工精冲材料,大幅降低减速器等关键零部件成本,截止2024年,公司主要研发项目谐波减速器柔轮冲压加工用钢探索处于小试阶段。

谐波减速器有柔轮、刚轮和波发生器三个基本构件组成,其中波发生器又包括凸轮和柔性轴承。

刚轮是指刚性环状部件,内周刻有齿轮,通常固定在机壳上。根据王蕊等《谐波减速器用粉末冶金刚轮材料的摩擦磨损性能研究》,国外谐波减速器钢轮材料多采用球墨铸铁,国内谐波减速器刚轮材料多采用合金钢,且国内谐波减速器市场主要被进口产品占据。

柔轮是指在波发生器作用下能产生可控弹性变形的薄壁齿轮,外周刻有齿轮。根据黄庆文等《基于修正 P-S-N 曲线的柔轮寿命预测》,谐波减速器的疲劳寿命将影响机器人的正常工作,而柔轮在工作过程中传递转矩的同时发生大变形,在循环载荷下,柔轮容易发生疲劳损伤破坏,是谐波齿轮传动常见的失效形式。目前,柔轮常用的材料有 30CrMnSiNiA、20Cr2Ni4A、40CrNiMo 等。

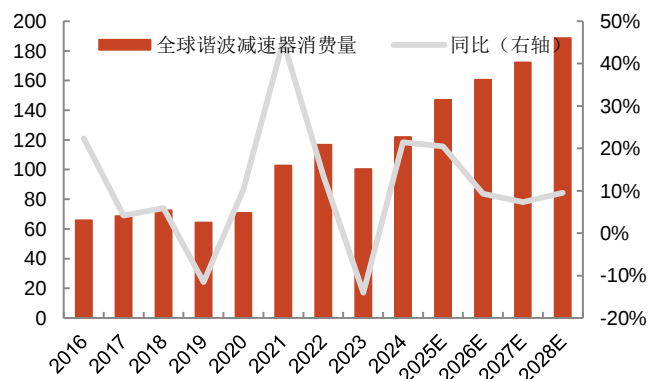
图 8: 谐波减速器结构示意图



资料来源: 绿的谐波招股说明书, 光大证券研究所

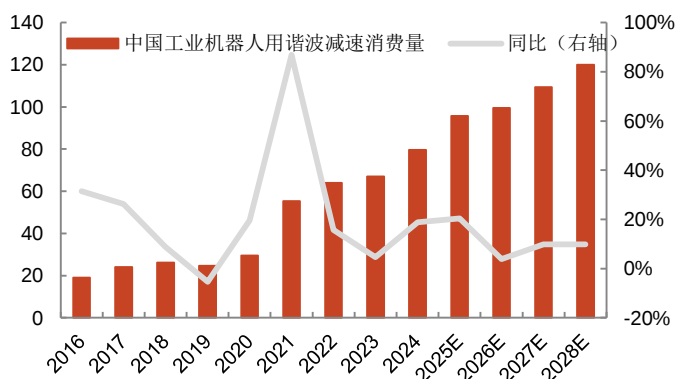
根据 GGII 数据,2024 年全球工业机器人谐波减速器消费量 121.87 万台,同比增长 21.44%,随着协作机器人的景气度延续,叠加人形机器人带来的新增量,GGII 预计未来几年谐波减速器市场需求有望迎来持续增长,工业机器人领域谐波减速器消费量预计延续稳健增长态势,到 2028 年消费量有望接近 190 万台。其中 2024 年中国工业机器人谐波减速器消费量为 79.55 万台,同比增长 18.86%。预计到 2028 年,中国工业机器人谐波减速器消费量将增长至 120.04 万台。

图 9: 2016-2028 年全球工业机器人用谐波减速器消费量及预测 (万台, %)



资料来源: GGII 预测, 光大证券研究所

图 10: 2016-2028 年中国工业机器人用谐波减速器消费量及预测 (万台, %)



资料来源: GGII 预测, 光大证券研究所

GGII 通过对各厂商产能的跟踪调研,2024 年,全球谐波减速器产能 489.7 万台,同比增长 10.37%,随着入局者的增加,以及各厂商新建项目的逐渐达产预计 2025 年将达到 600 万台,以哈默纳科、绿的谐波、来福谐波等为代表的厂商产能集中度为 74.13% (2024 年),基于对人形机器人赛道长远发展的评估,预计到 2030 年全球谐波减速器产能有望突破 1000 万台。”

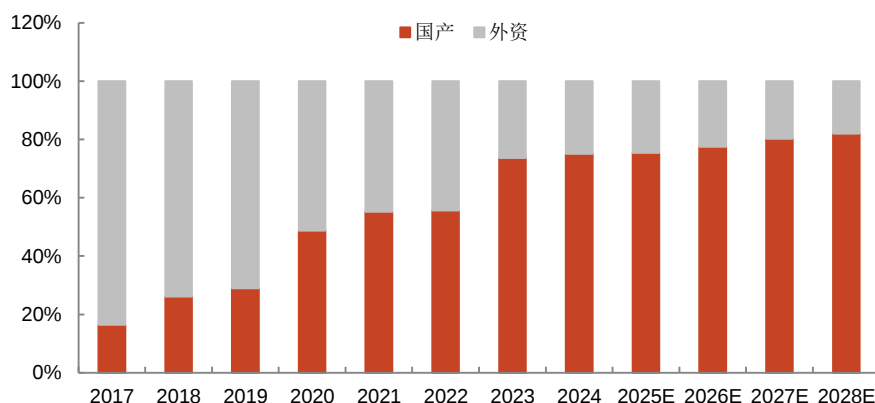
表 5: 全球主要谐波减速器厂商产能变化 (万台)

企业	国家	2022	2023	2024	2025E
哈默纳科	日本	198	198	198	214
新宝	日本	36	60	72	84
绿的谐波	中国	33	59	59	79
来福谐波	中国	20	28	36	50

资料来源: GGII 预测, 光大证券研究所

过去几年全球范围内谐波减速器产能的扩张主要发生在中国,过去数年国产厂商份额提升明显,GGII 数据显示,2020 年国产谐波减速器份额为 48.71%,2021 年国产份额提升至 55.15%,首次超过外资厂商份额,2024 年国产份额进一步提升至 75.11%。2017-2024 年,国产谐波减速器市场份额呈持续上升趋势,同时从工业机器人到人形机器人的延伸布局已成行业共识。随着国产谐波减速器市场发展,其对应相关材料(精冲钢)需求将进一步增长。

图 11: 2017-2028 年中国工业机器人谐波减速器市场内外资份额变化及预测



资料来源: GGII 预测, 光大证券研究所

3、深耕主业同时布局机器人核心零部件

3.1 募投项目建成逐步投产, 产品结构有望持续升级

公司自成立以来,一直注重技术研究和工艺改进。公司投入大量资源进行研发工作,与行业内的专家学者紧密合作,就精密冲压材料行业所需的特殊工艺进行深入研究,截至 2024 年末,公司拥有 15 项发明专利及 61 项实用新型专利,并在核心工艺领域掌握多项核心技术。

公司注重人才队伍的建设和培养,拥有一支高素质的研发团队,具备丰富的行业经验和专业知识,能够快速响应市场需求,并开发出符合客户要求的高品质产品。同时,公司还与高校和研究机构建立合作关系,吸纳优秀人才,不断推动技术创新和发展。在与全球知名客户的合作中,公司及时了解行业最新的技术标准,通过建立完善的产品测试技术和评价体系,对产品进行规范化和标准化,提高产品的质量和可靠性,增强产品国际竞争力。

根据公司招股说明书(2022 年 5 月),公司常见产品与拥有近 200 年的历史、全球最大的精冲金属材料企业之一威尔斯集团的产品技术指标处于相近水平。

表 6：公司常见产品核心指标与威尔斯集团对比

项目	牌号	威尔斯集团			翔楼新材		
		屈服强度 (最大值, Mpa)	抗拉强度 (最大值, Mpa)	硬度 (最大值, HV)	屈服强度 (Mpa)	抗拉强度 (Mpa)	硬度 (HV)
球化退火	16MnCr5	325	500	155	265-335	450-505	128-164
	42CrMo4	360	550	171	340-410	510-615	152-201
	51CrV4	380	580	180	355-390	575-630	170-208
	C45E	335	510	158	295-370	465-535	157-166
球化退火-极软化	16MnCr5	265	440	136	225-325	400-450	135-138
	42CrMo4	315	520	161	265-365	520-525	152-201
	51CrV4	330	550	171	325-390	535-570	158-173
	C45E	290	480	149	285-355	480-515	148-151

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

公司以自主研发为主，研发工作主要分为三类：1) 从客户需求出发进行定制化研发设计；2) 在现有技术基础上进行技术的更新迭代；3) 根据高端材料国产替代需求和发展方向进行自主研发。公司研发费用率从 2017 年的 3.1% 提升到 2025H1 的 4.2%。截至 2024 年公司主要研发项目包括谐波减速器柔轮冲压加工用钢探索、特种电磁阀壳体用冷轧钢带开发以及高强度工具钢冷轧工艺对其板型影响的探索研究等等。

表 7：公司产品研发投入

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
装配式凸轮用冷轧轴承钢开发	开发出适用于装配式凸轮用冷轧轴承钢	已完成	优化产品结构、满足客户需求	新产品、新工艺可进一步提升公司技术水平和核心竞争力
表面状态对渗碳淬火钢疲劳寿命的影响	针对表面状态对渗碳淬火材料疲劳寿命工艺研究	已完成	优化产品结构、满足客户需求	提高生产效率、降低成本
低冲压碎屑冷轧带钢开发	开发出适用于低冲压碎屑冷轧带钢	已完成	优化产品结构、满足客户需求	新产品、新工艺可进一步提升公司技术水平和核心竞争力
低合金高强度钢冲压分层问题的改善研究	针对合金高强度钢冲压问题的研究	研究阶段	新产品工艺改进	优化工艺、提升产品质量有助于提升产品竞争力
谐波减速器柔轮冲压加工用钢探索	开发出适用于谐波减速器柔轮冲压加工精冲材料	小试阶段	优化产品结构、满足客户需求	新产品、新工艺可进一步提升公司技术水平和核心竞争力
特种电磁阀壳体用冷轧钢带开发	开发出适用于特种电磁阀壳体用精冲材料	中试阶段	优化产品结构、满足客户需求	新产品、新工艺可进一步提升公司技术水平和核心竞争力
高强度工具钢冷轧工艺对其板形影响的探索研究	针对高强度工具钢冷轧工艺对其板形影响的研究	研究阶段	新产品工艺改进	提高生产效率、降低成本
组织变化对含 B 冷轧钢带显微组织和力学性能的影响	针对组织变化对含 B 冷轧钢带显微组织和力学性能影响的研究	研究阶段	新产品工艺改进	优化工艺、提升产品质量有助于提升产品竞争力
细晶及超细晶组织对产品及其力学性能的影响探索研究	针对细晶及超细晶组织对产品及其力学性能影响的研究	研究阶段	新产品工艺改进	提高生产效率、降低成本
免调制超高强冷轧钢带板形及性能精准控制技术开发	针对免调制超高强冷轧钢带板形及性能精准控制技术的开发	研究阶段	新产品工艺改进	优化工艺、提升产品质量有助于提升产品竞争力

资料来源：公司公告，光大证券研究所（时间截至 2024 年）

公司一直致力于市场前沿技术，投资先进设备及精密检测仪器用于新材料研发与生产，拥有自主研发的特种工艺与技术，并拥有自己的专利。公司生产的精密冲压新材料可用于多种零部件的一次成形，能够显著降低下游客户生产成本，并凭借稳定可靠的质量获得了许多国内外知名企业的认可，并在汽车安全系统、汽车动力系统材料等领域实现了进口替代。

截至 2024 年，公司已与舍弗勒、慕贝尔、麦格纳、佛吉亚、法雷奥、普思信、法因图尔、富临精工、上海沿浦等多家国内外知名汽车零部件供应商建立了长期稳定合作关系，间接配套特斯拉、比亚迪、问界、理想、蔚来、小米、奔驰、奥迪、宝马等知名汽车品牌。

表 8：公司产品应用场景

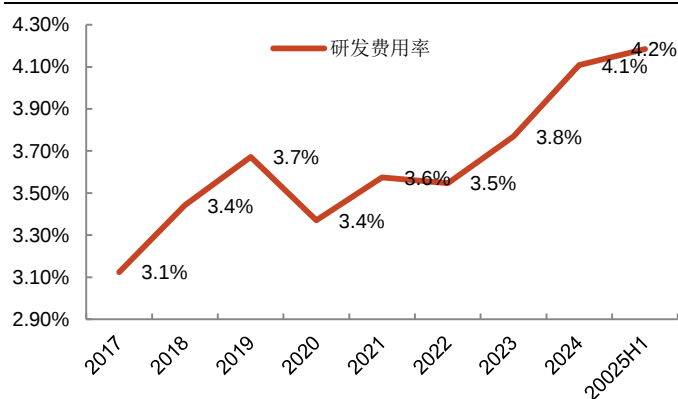
下游行业	精冲特殊钢材料应用
汽车零部件	变速箱、发动机、座椅、离合器、汽车安全带、轴承、法兰盘、凸轮盘、各种拨叉、锁扣板、棘轮、刹车蹄片、棘爪齿板
电气产品	发电机转子、电器开关、阀板、变压器壳体、风电螺形弹簧、电动工具、开关机构、限位块等
轨道交通	传动齿轮、空调阀片、减震弹簧、座椅、排气法兰等
通用机械	纺织机械、磨床、锯床、链轮传动、阀板、冷却系统等
精密仪器	指针、齿轮传动机构、弹簧、发条等
航空航天	精密齿轮、电器元件、液压作动装置、发射系统等

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

公司的新建产能也在有序推进。安徽新厂项目于 2025 年 4 月建成，预计当年有望释放产 4 万吨，远期公司总产能有望达到 30 万吨。在生产产品上，安徽的项目将倾向于工艺复杂、技术含量高的轴承等高端制造领域，在汽车市场基础上开拓高端轴承、机器人等其他下游市场，进一步优化公司产品结构，从源头保障公司业绩高速增长。随着公司安徽新建研发中心的落成，公司的研发能力和定制化能力将得到进一步提升。

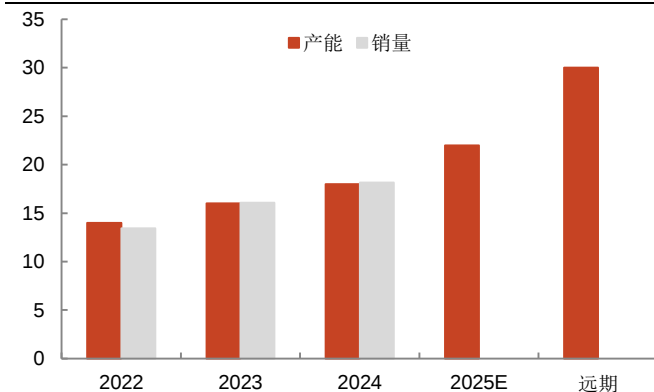
2025 年公司将更加聚焦于新材料的研发，通过材料科技的进步与创新，不断推出更为先进的生产工艺和创新的产品，提高公司的技术研发水平和核心竞争力。公司将继续加大研发投入，增强公司研发功能，提升技术优势，以实现公司的中长期发展目标。针对新能源汽车领域轻量化、高性能材料的开发；针对轴承领域高表面、高精度材料的进一步国产替代；并在工业母机核心零部件材料、人形机器人关键零部件材料、氢能装备材料等前沿领域展开研发。公司将持续为目标客户定制和对标开发专用材料，在满足应用性能要求的前提下通过工艺优化、生产效率提升以降低材料的综合使用成本。

图 12：2017-2025H1 公司研发费用率 (%)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 13：2022-2025 年及远期公司产能及销量 (万吨)



资料来源：公司公告，光大证券研究所（2025 年及远期产能预告来自于公司公告）

3.2 布局机器人核心零部件

公司在继续深耕原有汽车行业基础上，面向人形机器人行业投入资源，紧抓机器人产业链战略机遇，完善机器人核心零部件产能准备和研发布局。

翔楼新材机器人材料研究院围绕机器人材料展开了多维度的研究工作，旨在为机器人技术的突破与产业升级提供有力支撑。同时，公司将依托丰富的客户群体，将汽车材料领域积累的核心工艺快速迁移至机器人材料开发迭代，缩短研发周期，降低客户成本，为机器人产业提供“材料-设计-工艺”的一揽子开发协同能力。

(1) 客户资源优势

公司拥有优质的客户资源，公司已与舍弗勒、慕贝尔、麦格纳、佛吉亚、法雷奥、普思信、法因图尔、富临精工、上海沿浦等多家国内外知名汽车零部件供应商建立了长期稳定合作关系。在新兴应用领域，公司目前已进入轴承领域核

心客户产业链，随着未来公司冲压轴承材料产能增加，公司的客户资源将会进一步拓展到轴承应用更为广泛的高铁、航空、机械设备、机器人领域。同时，公司正在积极开拓人形机器人核心零部件材料、传感器材料、氢能核心设备材料等新兴应用领域。

(2) 产能优势

截至 2024 年公司产能 18 万吨,处于行业第一梯队。安徽新厂项目已于 2025 年 4 月建成,预计 2025 年有望释放产能 4 万吨,远期公司产能或将达到 30 万吨。

在生产产品上,安徽的项目将倾向于工艺复杂、技术含量高的轴承等高端制造领域,在汽车市场基础上开拓高端轴承、机器人等其他下游市场,进一步优化公司产品结构,从源头保障公司业绩高速增长。

(3) 技术研发优势

依托 2025 年 3 月成立的翔楼新材机器人材料研究院,公司将汇聚行业智慧,探索冲压材料在机器人核心零部件领域的创新应用,力争突破原有工艺路径,通过翔楼先进材料+精密冲压成型的方式,大幅降低减速器等关键零部件成本,解决高端材料卡脖子瓶颈,助力人形机器人量产降本。

公司将加大在谐波减速器柔轮、行星减速器齿轮、RV 减速器摆线轮及传感器弹性体关键零部件卡脖子材料的科技攻关力度,并且探索其他高强高韧金属材料在机器人领域的应用可行性,力争将机器人关键零部件材料作为公司新的业绩增长点。

根据公司公告,公司通过先进材料+精密冲压成型的方式,开发出适用于谐波减速器柔轮冲压加工精冲材料,大幅降低减速器等关键零部件成本,解决高端材料卡脖子瓶颈,助力机器人量产降本。截止 2024 年,公司主要研发项目谐波减速器柔轮冲压加工用钢探索处于小试阶段。截至 2025 年 2 月 11 日,相关材料研发已完成 60%,需通过下游客户的疲劳试验,才能最终确认材料配比,潜在客户数量在 6 家左右。

4、盈利预测与估值结论

4.1 盈利预测

(1) 价格假设:

受原材料价格下行影响,预计 2025 年金属制品行业产品价格将小幅下跌 1%,降至 7697 元/吨。随着市场逐步恢复以及公司产品的竞争优势,预计 2026 年和 2027 年产品价格将分别上涨 3%和 2%,达到 7928 元/吨和 8086 元/吨。

表 9: 2023-2027 年公司产品价格及预测 (元/吨)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
金属制品业	7,977	7,775	7,697	7,928	8,086

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

(2) 销量假设 (假设销量与产量相等):

公司一直保持高产能利用率水平,2024 年公司产能为 18 万吨,叠加 2025 年安徽生产基地已投入使用,预计将释放 4 万吨产能,我们预测其在 2025-2027 年金属制品业产品产量分别增长 15%、26%、15%至 209000、262340、302700 吨。

表 10: 2023-2027 年公司产品产量及预测 (吨)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
金属制品业	160,709	181,603	209000	262340	302700

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

(3) 毛利率假设:

随着公司新建产能于 2025 年投产后，或将面临新产品验证周期叠加折旧、吨成本提升，预计毛利率将先降后升。预计公司 2025-2027 年金属制品业毛利率分别为 24.03%、24.25%、24.67%。

表 11：2023-2027 年公司产品毛利率及预测 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
金属制品业	25.36%	25.75%	24.03%	24.25%	24.67%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

(4) 期间费用率假设：

随着公司市场拓展、组织规模扩张预计公司销售费用率及管理费用率有望逐步下降，我们预测 2025-2027 年公司销售费用率分别为 1.90%、1.80%、1.70%；管理费用率分别为 3.50%、3.40%、3.30%；由于公司拓展其在人形机器人领域的材料应用，研发费用率会逐步走高，研发费用率分别为 4.20%、4.30%、4.40%。

表 12：2023-2027 年公司期间费用率及预测 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.07%	2.31%	1.90%	1.80%	1.70%
管理费用率	3.54%	3.60%	3.50%	3.40%	3.30%
研发费用率	3.76%	4.12%	4.20%	4.30%	4.40%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

(5) 主要业务盈利预测：

根据公司产品销量及毛利率预测，我们预计 2025-2027 年，公司营业收入为 16.09、20.80、24.48 亿元；归母净利润分别为 2.39、2.80、3.36 亿元，EPS 分别为 2.06、2.42、2.90 元。

表 13：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,353	1,485	1,609	2,080	2,448
营业收入增长率	11.69%	9.74%	8.30%	29.29%	17.69%
净利润（百万元）	201	207	239	280	336
净利润增长率	42.20%	3.10%	15.28%	17.40%	20.06%
EPS（元）	2.53	2.55	2.06	2.42	2.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.81%	12.52%	13.17%	14.03%	15.15%
P/E	27	26	33	28	23
P/B	3.4	3.3	4.3	3.9	3.5

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测（时间截至 2025 年 9 月 17 日）

4.2 估值方法

(1) 相对估值

公司作为国内精密冲压材料第一梯队，长期深耕汽车零部件，随着 2025 年公司募投项目落地，产能有望持续攀升，且公司加大在人形机器人谐波减速器领域的研发，盈利能力或将持续改善。

A 股可比公司选择甬金股份、恒工精密。

甬金股份主要产品为冷轧不锈钢板带，根据公司招股说明书，其在工艺上与翔楼新材有一定的相似性，故选取为可比公司。

恒工精密专注于精密机加工件及连续铸铁件的研发、生产和销售，是少数掌握了连续铸铁核心技术并能够为装备核心部件制造提供一站式服务的高新技术企业，此外公司持续关注人形机器人产业发展，并将机器人关键零部件业务定位为未来的战略业务。

2025-2027 年可比公司平均 PE 分别 33、26、22，翔楼新材对应 PE 为 33、28、23，略高于可比公司平均水平。而公司作为国内精密冲压材料第一梯队，产能持续攀升的同时积极布局人形机器人相关领域，估值具有一定合理性。

表 14：可比公司 PE 估值

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)					PE (X)		
		2025/9/17	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
603995.SH	甬金股份	17.92	2.19	2.23	2.50	2.82	8	8	7	6
301261.SZ	恒工精密	97.36	0.79	1.66	2.18	2.65	123	59	45	37
	平均值						66	33	26	22
301160.SZ	翔楼新材	67.51	2.58	2.06	2.42	2.90	26	33	28	23

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（其中恒工精密、甬金股份 EPS 为 Wind 一致预期）

(2) 绝对估值

1. 长期增长率：公司作为精密冲压行业第一梯队企业，产能持续攀升，有望充分受益于我国汽车行业单车耗钢量持续提升，且公司积极布局人形机器人谐波减速器柔轮产品，假设其长期增长率为 1.0%。

2. β 值选取：我们采用申万有色金属的 β 作为公司 β (1.01) 的近似；

3. 我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 12.15%。

表 15：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 R_f	1.80%
β ($\beta_{levered}$)	1.01
$R_m - R_f$	4.33%
K_e (levered)	6.17%
税率	12.15%
K_d	4.06%
V_e (百万元)	5973.88
V_d (百万元)	248.44
目标资本结构	3.99%
WACC	6.09%

资料来源：光大证券研究所预测

表 16：现金流折现及估值表

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	220.87	1.98%
第二阶段	3528.13	31.59%
第三阶段 (终值)	7417.90	66.43%
企业价值 AEV	11166.90	100.00%
加：非经营性净资产价值	162.05	1.45%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	248.44	-2.22%
总股本价值	11080.51	99.23%
股本 (百万股)	115.85	
每股价值 (元)	95.65	
26 年 PE (隐含)	39.56	
26 年 PE (动态)	27.93	

资料来源：光大证券研究所预测

表 17：敏感性分析表 (元)

WACC/长期增长率	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
5.09%	105.42	113.57	123.72	136.70	153.88
5.59%	94.05	100.40	108.13	117.75	130.05
6.09%	84.60	89.63	95.65	102.97	112.09
6.59%	76.63	80.67	85.44	91.15	98.10
7.09%	69.82	73.11	76.95	81.47	86.88

资料来源：光大证券研究所预测

表 18：绝对估值法结果 (元)

估值方法	估值结果	估 值 区 间	敏感度分析区间
FCFF	95.65	80.67 — 117.75	贴现率±0.5%，长期增长率±0.5%

资料来源：光大证券研究所预测

根据绝对估值方法，取贴现率±0.5%、长期增长率+0.5%区间为估值参考，对应公司每股合理价值区间为 80.67-117.75 元/股。

4.3 估值结论与投资评级

公司作为精密冲压行业第一梯队企业，产能持续攀升，有望充分受益于我国汽车、轴承等高端制造领域对于精冲钢需求的提升，且公司积极布局人形机器人谐波减速器柔轮产品，盈利有望持续增长，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.39、2.80、3.36 亿元。

综合相对估值和绝对估值，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5、风险提示

- (1) 汽车行业需求不及预期，导致汽车零部件价格、销量下滑；
- (2) 新增产能投产不及预期，导致公司产品销量不及预期；
- (3) 高端轴承、机器人市场拓展不及预期，导致产品结构升级放缓，利润不及预期；
- (4) 人形机器人谐波减速器柔轮供应格局恶化，导致公司产品送样进程放缓，利润不及预期。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,353	1,485	1,609	2,080	2,448
营业成本	1,010	1,103	1,222	1,575	1,844
折旧和摊销	24	24	51	67	83
税金及附加	8	9	11	15	17
销售费用	28	34	31	37	42
管理费用	48	54	56	71	81
研发费用	51	61	68	89	108
财务费用	2	2	-13	-5	3
投资收益	5	2	5	5	5
营业利润	218	236	272	319	383
利润总额	231	236	272	318	382
所得税	30	29	33	38	46
净利润	201	207	239	280	336
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	201	207	239	280	336
EPS(元)	2.53	2.55	2.06	2.42	2.90

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	167	109	271	173	349
净利润	201	207	239	280	336
折旧摊销	24	24	51	67	83
净营运资金增加	103	159	36	209	104
其他	-161	-280	-54	-383	-174
投资活动产生现金流	-203	-159	-262	-296	-293
净资本支出	-198	-272	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-5	113	-12	-46	-43
融资活动现金流	30	-116	20	170	-20
股本变化	5	2	35	0	0
债务净变化	-73	43	81	227	79
无息负债变化	60	-51	82	86	57
净现金流	-6	-166	29	47	37

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.4%	25.7%	24.0%	24.3%	24.7%
EBITDA 率	17.9%	17.6%	17.8%	18.2%	18.9%
EBIT 率	16.1%	16.0%	14.6%	15.0%	15.5%
税前净利润率	17.1%	15.9%	16.9%	15.3%	15.6%
归母净利润率	14.8%	13.9%	14.8%	13.5%	13.7%
ROA	10.6%	10.5%	10.4%	10.0%	10.7%
ROE (摊薄)	12.8%	12.5%	13.2%	14.0%	15.1%
经营性 ROIC	14.5%	12.1%	10.6%	11.6%	12.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	17%	16%	21%	29%	30%
流动比率	4.64	4.69	3.58	2.44	2.25
速动比率	3.62	3.36	2.58	1.70	1.52
归母权益/有息债务	16.65	12.07	8.30	4.48	4.23
有形资产/有息债务	19.32	13.79	9.95	5.88	5.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,898	1,976	2,297	2,795	3,155
货币资金	298	132	161	208	245
交易性金融资产	180	70	70	70	70
应收账款	430	452	454	489	460
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	3	2	3	4
存货	310	349	367	473	553
其他流动资产	94	101	108	136	158
流动资产合计	1,418	1,235	1,308	1,568	1,711
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	187	166	332	477	602
在建工程	114	436	402	376	357
无形资产	66	65	113	160	206
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	88	43	53	53	53
非流动资产合计	480	741	989	1,227	1,444
总负债	331	323	486	799	936
短期借款	75	104	179	404	486
应付账款	20	55	61	79	92
应付票据	138	60	61	79	92
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	1	1	1
流动负债合计	306	264	365	643	762
长期借款	0	33	33	33	33
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	26	33	66	82
非流动负债合计	25	59	121	156	174
股东权益	1,567	1,653	1,811	1,996	2,220
股本	79	81	116	116	116
公积金	948	1,022	988	988	988
未分配利润	540	669	826	1,011	1,235
归属母公司权益	1,567	1,653	1,811	1,996	2,220
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.07%	2.31%	1.90%	1.80%	1.70%
管理费用率	3.54%	3.60%	3.50%	3.40%	3.30%
财务费用率	0.15%	0.13%	-0.81%	-0.25%	0.11%
研发费用率	3.76%	4.12%	4.20%	4.30%	4.40%
所得税率	13%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.01	1.00	0.82	0.97	1.16
每股经营现金流	2.11	1.35	2.34	1.49	3.02
每股净资产	19.79	20.40	15.63	17.23	19.16
每股销售收入	17.09	18.33	13.89	17.95	21.13

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	27	26	33	28	23
PB	3.4	3.3	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	20.8	21.1	27.7	21.5	17.8
股息率	1.5%	1.5%	1.2%	1.4%	1.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP