

恒帅股份 (300969.SZ)

营收稳健增长，机器人业务有望成为第三增长点

事件：公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，2025 年公司实现营业收入 9.5 亿元 (-1.5%)，归母净利润 1.7 亿元 (-22.0%)，扣非归母净利润 1.5 亿元 (-27.3%)；1Q26 公司实现营业收入 2.4 亿元 (+17.6%)，归母净利润 0.4 亿元 (-3.9%)，扣非归母净利润 0.3 亿元 (-6.0%)。

- **营收稳健增长，费用整体增加。**2025 年，公司实现营业收入 9.5 亿元 (-1.5%)，归母净利润 1.7 亿元 (-22.0%)，扣非归母净利润 1.5 亿元 (-27.3%)。1Q26 期间，公司实现营业收入 2.4 亿元，同比上升 17.6%，环比下降 10.9%；归母净利润 0.4 亿元，同比下降 3.9%，环比上升 6.8%；扣非归母净利润 0.3 亿元，同比下降 6.0%，环比上升 9.6%。公司 1Q26 毛利率为 30.4%，同比下降 1.9 个 pct，环比上升 0.7 个 pct；净利率为 16.8%，同比下降 3.8 个 pct，环比上升 2.8 个 pct。费用率方面，公司 1Q26 整体期间费用率为 13.9%，环比下降 1.2 个 pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.2%/6.9%/3.2%/2.6%，同比分别-0.1/-0.7/-0.5/+3.8 个 pct。
- **依托电机、流体技术与同步研发能力，适配客户需求迭代产品。**1) 流体技术产品：依托清洗系统的业务布局，积极顺应汽车新能源化、电动化趋势，公司在热管理系统业务单元亦有产品布局。在热管理部件领域，公司近几年逐步布局冷却歧管、电子循环泵、阀等产品相关技术，且上述部件均已取得部分客户的定点，向总成化方向发展迈出坚实一步。2) 电机技术产品：依托电机作为基石产品形成的良好口碑，公司重点拓展电机业务的附加值深度和行业广度。公司电动模块业务旨在提升各电机的整体附加值深度，提升整体单车价值量，在各细分应用场景中由单一电机配套向总成化、系统化产品配套发展，形成更具深度的壁垒优势。在行业广度拓展方面，公司在深耕汽车行业的同时，积极布局消费及工业领域，目前已取得无人机电机、云台电机及物流滚筒电机等品种的定点，未来将持续拓展更多非汽车行业产品品种。此外，公司持续投入电机技术和新型磁性材料的研发，近期在谐波磁场电机技术和新型磁性材料技术方面已取得一定的技术突破。
- **自研机器人电机产品，打造第三增长曲线。**公司作为电机解决方案供应商，掌握多品类电机的核心研发和产业化能力，同时兼具汽车行业与工业自动化领域广泛客户储备，具备发展人形机器人电机的天然优势。2025 年公司在相关领域布局取得了一定阶段性成果，公司自主研发的谐波磁场电机技术及新型磁性材料在部分客户产品中得到了技术验证和认可，针对客户需求，定制化开发用于机器人灵巧手和身体关节使用的电机相关产品。公司高度重视人形机器人的产业链机会，通过匹配谐波磁场电机技术与人形机器人所需电机品种定制化需求，相关产业机会有望为公司打开全新的增量空间，成为公司未来第三大增长曲线。
- **维持“增持”投资评级。**公司计划加大对研发场地、研发设备、配套专业软件等方面的投入。完善技术研发创新体系，提升公司智能制造系统的研发能力，进一步提高与客户的同步开发设计能力。预计公司 26-28 年归母净利润分别为 2.2/2.7/3.2 亿元，维持“增持”投资评级。

增持 (维持)

中游制造/汽车
目标估值：NA
当前股价：142.87 元

基础数据

总股本 (百万股)	117
已上市流通股 (百万股)	56
总市值 (十亿元)	16.7
流通市值 (十亿元)	8.0
每股净资产 (MRQ)	12.4
ROE (TTM)	11.4
资产负债率	30.2%
主要股东	宁波恒帅投资管理有限公司
主要股东持股比例	53.58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	19	150
相对表现	19	15	124



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《恒帅股份 (300969) 一深耕微电机领域，公司发展未来可期》2024-12-09

汪刘胜 S1090511040037

✉ wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

✉ yangxianyu@cmschina.com.cn

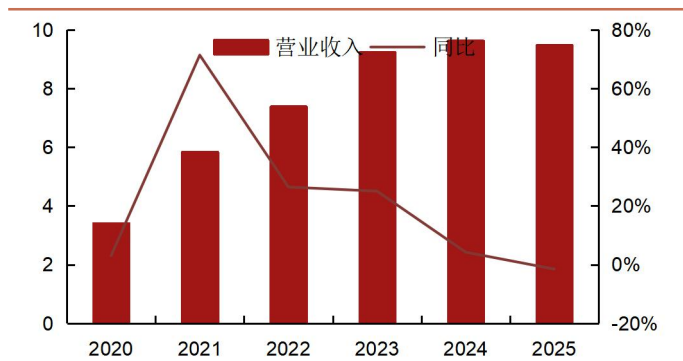
- 风险提示：汽车行业变革风险；原材料价格波动风险；客户相对集中风险；汇率波动风险；国际贸易摩擦及贸易政策影响公司经营业绩的风险；产品质量责任风险；规模扩张导致的管理风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	962	947	1177	1376	1615
同比增长	4%	-2%	24%	17%	17%
营业利润(百万元)	248	189	250	307	365
同比增长	6%	-24%	32%	23%	19%
归母净利润(百万元)	214	167	220	270	320
同比增长	6%	-22%	32%	23%	19%
每股收益(元)	1.85	1.44	1.91	2.34	2.77
PE	77.1	98.9	74.9	61.0	51.5
PB	12.8	11.6	10.4	9.2	8.1

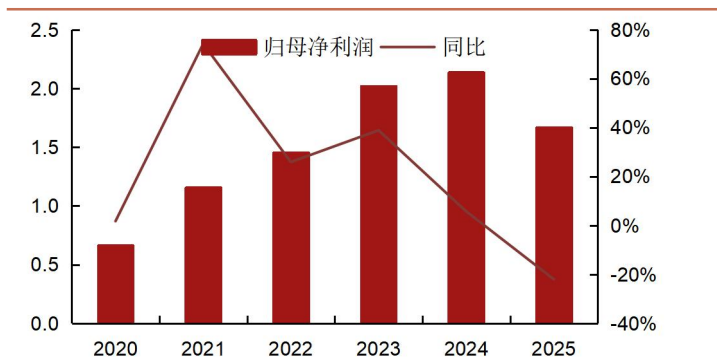
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 公司历年营收及增速 (单位: 亿元、%)



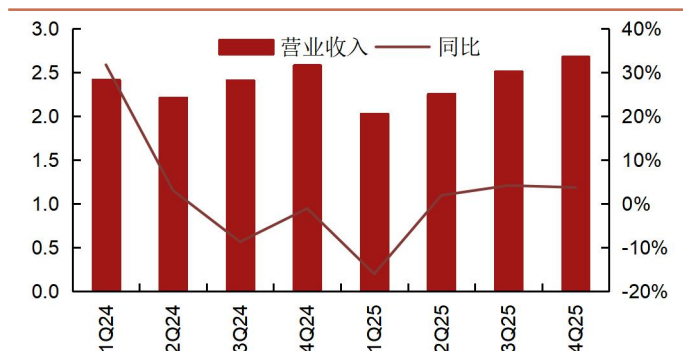
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司历年归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



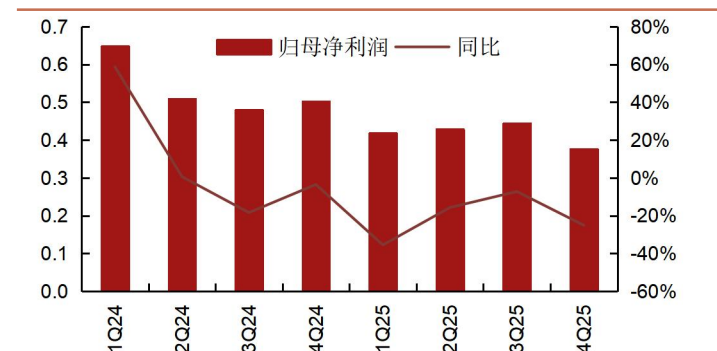
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司各季度营收及增速 (单位: 亿元、%)



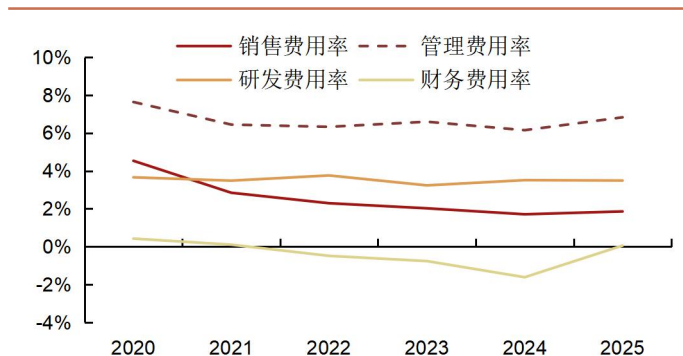
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司各季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



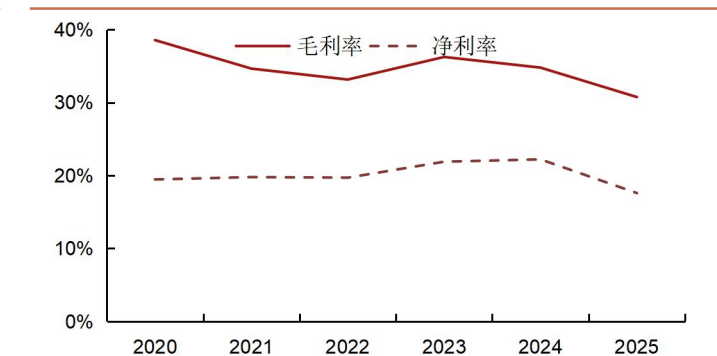
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司历年费用率情况 (单位: %)



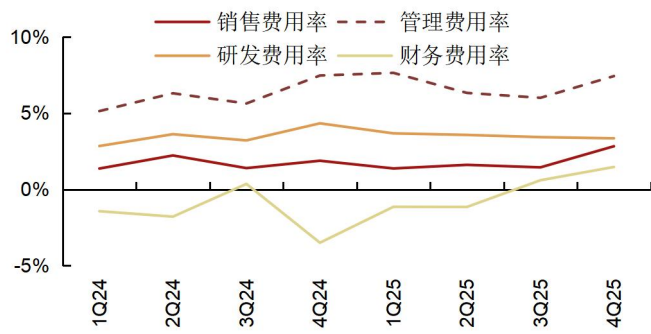
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司历年销售毛利率及净利率 (单位: %)



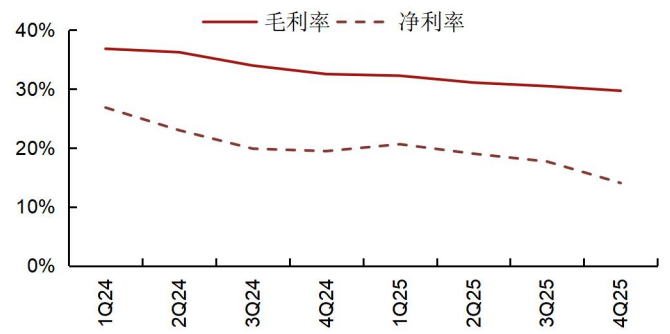
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7：公司各季度费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 8：公司各季度销售毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1052	1513	1737	1997	2299
现金	337	94	185	329	493
交易性投资	325	851	851	851	851
应收票据	5	1	1	1	2
应收款项	249	248	307	359	422
其它应收款	0	9	11	13	15
存货	111	131	159	183	212
其他	25	179	222	259	304
非流动资产	523	546	534	524	514
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	366	363	360	357	355
无形资产商誉	86	83	75	67	61
其他	72	100	100	99	99
资产总计	1576	2059	2271	2520	2813
流动负债	261	279	330	375	429
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	215	237	288	332	385
预收账款	3	4	5	6	7
其他	44	37	37	37	37
长期负债	31	360	360	360	360
长期借款	0	0	0	0	0
其他	31	360	360	360	360
负债合计	293	639	690	735	789
股本	80	112	112	112	112
资本公积金	495	462	462	462	462
留存收益	708	845	1007	1211	1450
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1283	1420	1581	1785	2024
负债及权益合计	1576	2059	2271	2520	2813

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	230	202	161	220	255
净利润	214	167	220	270	320
折旧摊销	37	44	48	47	46
财务费用	(3)	8	0	0	0
投资收益	(5)	(6)	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	(13)	(12)	(88)	(76)	(92)
其它	(0)	1	6	6	7
投资活动现金流	(170)	(735)	(10)	(10)	(10)
资本支出	(96)	(72)	(36)	(36)	(36)
其他投资	(75)	(662)	26	26	26
筹资活动现金流	(33)	290	(59)	(66)	(81)
借款变动	(16)	1	(0)	0	0
普通股增加	0	32	0	0	0
资本公积增加	0	(32)	0	0	0
股利分配	(32)	(36)	(59)	(66)	(81)
其他	15	326	0	0	0
现金净增加额	27	(243)	91	144	164

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	962	947	1177	1376	1615
营业成本	628	656	795	916	1063
营业税金及附加	9	9	11	13	15
营业费用	16	18	22	25	31
管理费用	59	65	81	89	107
研发费用	34	33	42	51	61
财务费用	(16)	1	0	0	0
资产减值损失	(0)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	4	12	12	12	12
其他收益	8	8	8	8	8
投资收益	5	6	6	6	6
营业利润	248	189	250	307	365
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	248	189	250	307	365
所得税	34	23	30	37	44
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	214	167	220	270	320

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	4%	-2%	24%	17%	17%
营业利润	6%	-24%	32%	23%	19%
归母净利润	6%	-22%	32%	23%	19%
获利能力					
毛利率	34.8%	30.8%	32.4%	33.4%	34.2%
净利率	22.2%	17.6%	18.7%	19.6%	19.8%
ROE	18.0%	12.3%	14.7%	16.0%	16.8%
ROIC	16.7%	12.3%	14.6%	16.0%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	18.6%	31.0%	30.4%	29.2%	28.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.0	5.4	5.3	5.3	5.4
速动比率	3.6	5.0	4.8	4.8	4.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	5.6	5.4	5.5	5.4	5.4
应收账款周转率	3.8	3.8	4.2	4.1	4.1
应付账款周转率	2.7	2.9	3.0	3.0	3.0
每股资料(元)					
EPS	1.85	1.44	1.91	2.34	2.77
每股经营净现金	1.99	1.75	1.39	1.91	2.21
每股净资产	11.12	12.31	13.70	15.47	17.54
每股股利	0.31	0.51	0.57	0.70	0.83
估值比率					
PE	77.1	98.9	74.9	61.0	51.5
PB	12.8	11.6	10.4	9.2	8.1
EV/EBITDA	39.2	45.4	34.9	29.4	25.4

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。