



斯菱智驱 (301550.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

新增泰国谐波产能，开拓具身智能第二增长源

投资逻辑：

- **汽车轴承后市场龙头，长期服务欧美客户，盈利能力逐年提升。**针对全球汽车轴承后市场，公司打造了“小批量、多品种”柔性制造能力，拥有超 6000 种轴承，涵盖制动系统（轮毂轴承及单元）/传动系统/动力系统等。收入高质量快速增长，2024 年营收 7.74 亿元，2014-2024 年 CAGR 为 18.2%；拥有丰富欧美客户服务经验，长期对接 NAPA、SKF 等头部客户，2024 年海外收入占比 68%；盈利能力逐年提升，2024 年毛利率 32.52%（较 2014 年提升 15.43 个 pct），净利率 24.54%（较 2014 年提升 22.05 个 pct）。
- **特斯拉 Optimus 量产在即，谐波减速器存在供需缺口。**2026 年 2 月，特斯拉官方正式宣布 Optimus V3（特斯拉公司正在开发的通用型人形机器人）将于 2026 年第一季度亮相。2025 年特斯拉股东大会上，马斯克称在加州弗里蒙特工厂建立年产 100 万台的 Optimus 生产线，将于 2026 年投产。谐波减速器是人形机器人的核心部件，具有高成本占比与高毛利特征。哈默纳科工艺路线匹配特斯拉需求（重量轻、噪音小），但是面临特斯拉百万台 Optimus 产能规划对应的上千万个谐波减速器产能需求，日企相对保守的产能扩展策略，存在供需缺口。
- **公司新增泰国谐波产能，投资银球科技，开拓具身智能第二增长源。**2024 年 4 月，公司成立机器人零部件事业部，并投入 1.17 亿元实施机器人零部件智能化技术改造项目，计划在新昌县打造涵盖谐波减速器、执行器模组等产线。2026 年 2 月，公司基于 2019 年投产的泰国工厂新增人形机器人零部件产能，灵活满足海外客户需求。同时，公司于 2025 年底出资 3.92 亿元投资银球科技（核心客户为尼得科、戴森等）约 24.34% 股权，纵向整合适用于人形机器人电机的小型微型轴承产品，2026 年 2 月已完成工商登记变更。银球科技 2025H1 营收 5.6 亿元、净利润 0.7 亿元。基于上述组合拳，公司有望开拓具身智能为第二增长源。

盈利预测、估值和评级

- 我们预测，25/26/27 年公司实现营收 8.35/9.52/11.98 亿元，同比+7.9%/+14.0%/+25.8%；归母净利润分别为 1.85/2.57/3.30 亿元，同比-2.61%/+38.8%/+28.7%，采用市盈率法，给予公司 2026 年 200 倍 PE 估值，目标价 222.12 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 核心客户依赖风险，产能释放不及预期风险，行业竞争加剧风险，汇率波动风险。

计算机组

分析师：郑元昊（执业 S1130525120004）

zhengyuanhao@gjzq.com.cn

分析师：刘高畅（执业 S1130525120005）

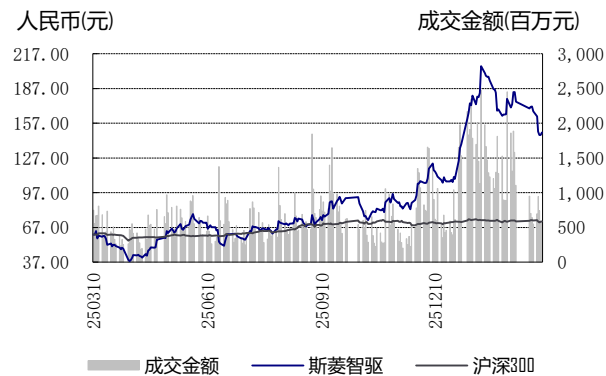
liugaochang@gjzq.com.cn

联系人：孙恺忻

sunkaiqi@gjzq.com.cn

市价（人民币）：149.16 元

目标价（人民币）：222.12 元



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	738	774	835	952	1,198
营业收入增长率	-1.55%	4.91%	7.85%	14.04%	25.84%
归母净利润(百万元)	150	190	185	257	330
归母净利润增长率	22.16%	26.91%	-2.61%	38.79%	28.65%
摊薄每股收益(元)	1.361	1.728	0.800	1.111	1.429
每股经营性现金流净额	1.10	1.96	1.55	2.12	2.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.38%	10.96%	10.03%	12.22%	14.36%
P/E	30.97	38.30	186.40	134.31	104.39
P/B	3.20	4.62	26.84	23.56	21.53

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、汽车轴承后市场龙头，开拓具身智能第二增长源	4
1.1 深耕轴承汽车后市场，战略布局具身智能	4
1.2 公司盈利能力逐年提升，海外收入占比高	5
二、全球汽车轴承市场空间大，主业有望持续增长	7
2.1 全球汽车轴承市场空间巨大，2034 年潜在空间约 1300 亿美元	7
2.2 公司聚焦车后市场轴承，已构筑“小批量、多批次”生产优势	8
三、特斯拉 Optimus 放量在即，公司积极开拓谐波减速器和轴承业务	10
3.1 特斯拉 Optimus 放量在即，谐波减速器打开成长空间	10
3.2 公司新增泰国基地生产谐波减速器等零部件，战略投资银球科技	14
四、盈利预测	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议及估值	17
五、风险提示	17

图表目录

图表 1: 立足轴承主业，积极开拓具身智能第二增长曲线	4
图表 2: 公司股权结构稳定，战略连续性强	5
图表 3: 银球科技近期主要财务数据（单位：亿元）	5
图表 4: 公司成为银球科技第二大股东	5
图表 5: 公司营业总收入、归母净利润及同比增速	6
图表 6: 公司海外收入近年稳定在 60%附近	6
图表 7: 公司毛利率、净利率长期处于上升趋势	6
图表 8: 公司费用控制能力强，研发投入高	6
图表 9: 公司与竞争对手毛利率对比（单位：%）	7
图表 10: 公司与竞争对手营收及增速对比（单位：亿元）	7
图表 11: 以我国为例，2022 年汽车轴承在轴承市场中规模占比达 40.19%（单位：%）	8
图表 12: 预计到 2034 年全球轴承市场空间约 3294 亿美元（单位：美元）	8
图表 13: 2018-2027 年中国、美国、欧盟成员国车龄结构情况（单位：年）	8
图表 14: 公司汽车轴承业务主要聚焦于汽车售后市场	9
图表 15: 公司汽车轴承收入大比例来自售后市场（单位：亿元）	9
图表 16: 公司汽车轴承产品中，制动系统类轴承收入占比高（单位：亿元）	9
图表 17: 公司业内主要知名客户	9
图表 18: 公司下游客户类型（单位：亿元）	9



图表 19: Optimus 技术逐步成熟, 能力持续突破	10
图表 20: Optimus 量产规划明确, 预计 2027 年底正式向公众发售	11
图表 21: 旋转执行器用于灵活度要求高的关节, 线性执行器用于承重要求高的关节	11
图表 22: 减速器通过降低转速和增加扭矩实现传动	12
图表 23: 谐波减速器由波发生器、柔轮、钢轮三部分组成	12
图表 24: 谐波减速器采用柔性构件实现机械传动	12
图表 25: 谐波减速器可满足人形机器人高精度、轻量化的需求	12
图表 26: 工业机器人成本占比中, 减速器占比 35%居首位.....	13
图表 27: 减速器在工业机器人产业链各环节中毛利率最高达 40%	13
图表 28: 人形机器人谐波减速器多使用帽型	13
图表 29: 截至 2023 年 3 月哈默纳科产能达 25.5 万台/月	14
图表 30: 公司谐波减速器已达小批量生产阶段	15
图表 31: 公司执行器模组融合谐波减速器等关键组件形成一体化设计	15
图表 32: 盈利预测: 机器人零部件业务 2026 年开启第二成长曲线, 毛利率有望达 40%	16
图表 33: 可比公司 26 年 PE 平均数约为 190X	17



一、汽车轴承后市场龙头，开拓具身智能第二增长源

1.1 深耕轴承汽车后市场，战略布局具身智能

二十余年专注汽车轴承制造，积极拓展具身智能业务。2004年11月，公司前身新昌县双菱汽车轴承有限公司成立，2014年11月变更设立为股份有限公司，2023年9月在深交所创业板挂牌上市。公司成长脉络清晰，做大做强轴承主业的同时，积极开拓具身智能第二增长曲线：

- 立足轴承主业，布局海外产能。2017、2019年分别通过收购浙江优联汽车轴承有限公司（优联轴承）与新昌县开源汽车轴承有限公司（开源轴承），实现了产品线的扩充与整合；2019年起布局海外产能，投建泰国工厂，以提升海外交付能力、规避国际贸易壁垒。
- 积极开拓具身智能第二增长曲线。2024年成立机器人零部件事业部，业务版图从传统的汽车领域向智能驱动领域延伸；2025年底，公司完成名称变更，证券缩写由“斯菱”升级为“斯菱智驱”，全面向具身智能谐波减速器和核心轴承拓展。

图表1：立足轴承主业，积极开拓具身智能第二增长曲线

2004-2005	初创发展阶段
产能、业务量均较小，销售渠道较窄，依赖贸易商销售产品至海外，在轴承行业积累起一定口碑，并建设了专业队伍	
2004年11月	成立公司前身“新昌县双菱汽车轴承有限公司”，早期主要产品为第一代汽车轮毂轴承和圆锥轴承
2006-2009	转型发展阶段
频繁参加全球汽车展会以摆脱对于贸易商的依赖，逐渐获得了更多直接对接境外终端客户出口的订单，显著提升了海外市场份额	
2010-2016	快速发展阶段
公司进行了生产线自动化改造、生产工艺技术的升级和组织内部结构的优化，开发生产第二/三代轮毂轴承单元以优化产品结构	
2015年	新三板挂牌上市，生产线迁移至梅渚新工厂
2017-2019	开拓发展阶段
2017年	收购优联轴承，将其离合器、涨紧轮及惰轮轴承产品系列纳入公司产品体系，扩充了原有的产品类型和业务规模，提升了公司在离合器轴承方面的行业地位。
2019年	收购开源轴承，整合其团队、产品和销售渠道，取得较好的协同效应
2019年	成立子公司斯菱泰国，大幅提升了海外交付能力，为规避国际贸易壁垒、深度服务全球市场奠定了坚实基础
2020年至今	全面发展阶段
经多年汽车轮毂轴承行业深耕，完善生产、供应、销售、研发，已拥有汽车轮毂轴承单元、汽车轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承和圆锥轴承等多元化的产品体系	
2020年	根据中国轴承工业协会对行业重点联系企业的数据统计，2020年度在售后市场领域，公司的轮毂轴承单元产品销售额在国内同类企业中排名前三
2023年9月	深交所创业板挂牌上市
2024年	正式成立机器人零部件事业部，业务版图从传统的汽车领域向智能驱动领域延伸
2025年11月	收购银球科技24.34%股权
2025年12月	公司完成名称变更，由“浙江斯菱汽车轴承股份有限公司”更名为“浙江斯菱智能驱动集团股份有限公司”，证券缩写由“斯菱”升级为“斯菱智驱”

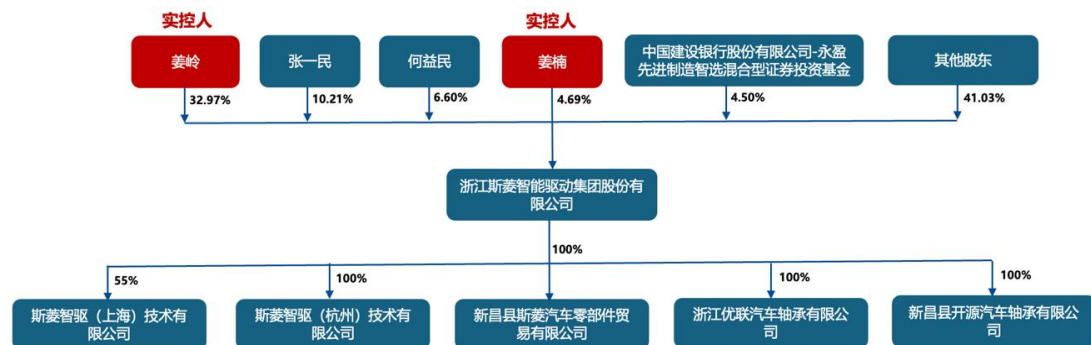
来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

公司股权结构稳定，战略连续性强。截至2025年9月30日，公司董事长兼总经理姜岭控股32.97%；姜岭、姜岭之女姜楠为公司实控人。姜岭自公司前身双菱轴承时期即担任执行董事兼总经理，自2014年11月至今持续担任公司董事长兼总经理职位，主导公司



的经营与发展，具备丰富经验，确保了战略的连续性和稳定性。

图表2：公司股权结构稳定，战略连续性强



来源：公司公告，国金证券研究所

投资银球科技，开拓人形机器人用精密轴承。2025 年 11 月，公司宣布以自有或自筹资金约 3.92 亿元，收购宁波银球科技股份有限公司 24.3%的股权。银球科技是一家在精密轴承、电机零部件领域具有深厚技术积累和优质客户资源的企业，其客户包括戴森(Dyson)、尼得科(Nidec)、美的集团、卧龙电驱、格力集团等国内外知名品牌。公司通过入股银球科技，进一步完善具身智能产品矩阵，借助其在精密制造、电机配套等优势，与自研的谐波减速器和机器人核心轴承等业务形成协同效应，全面提升具身智能核心零部件竞争力。

图表3：银球科技近期主要财务数据（单位：亿元）

项目	2025年6月30日/ 2025年1-6月	2024年12月31日/ 2024年1-12月
资产总额	17.18	16.44
负债总额	7.22	7.16
净资产	9.97	9.28
营业收入	5.56	11.61
营业利润	0.75	1.65
净利润	0.66	1.46

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司成为银球科技第二大股东

序号	股东名称	持股比例 (%)
1	李定华	32.2001
2	浙江斯菱智能驱动集团股份有限公司	24.3427
3	胡永朋	12.4126
4	广州博研汽车一号创业投资合伙企业（有限合伙）	3.7197
5	余林富	3.5875
6	宁波市银晖管理咨询合伙企业（有限合伙）	2.7604
7	宁波市镇海威远鲲鹏股权投资合伙企业（有限合伙）	2.5013
8	宁波希格斯管理咨询合伙企业（有限合伙）	2.3318
9	上海涌月创业投资合伙企业（有限合伙）	2.2207
10	上海祥禾涌愿股权投资合伙企业（有限合伙）	2.2207

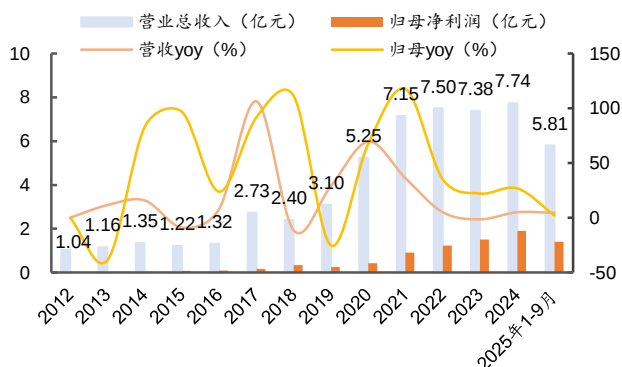
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 公司盈利能力逐年提升，海外收入占比高

公司持续高质量发展，拥有丰富的海外客户服务经验。2024 年，公司实现营收 7.74 亿元，2014-2024 年 CAGR 高达 18.2%。公司早期业务以国内市场为主，但通过持续经营积累口碑（多次参加国际展会突破贸易商制约，提高直销订单）、成功的海外并购（收购优联轴承、开源轴承）和前瞻性的产能国际化布局（2019 年即投建泰国工厂），不断开拓欧美等海外优质市场。2024 年，公司境外业务收入占比已达约 68%，拥有多年服务海外头部客户 NAPA、SKF 等经验。公司于 2019 年前瞻布局的泰国工厂，已获得 IATF16949 等多项国际认证，第三期建设正在推进，有望进一步加强海外产能储备。

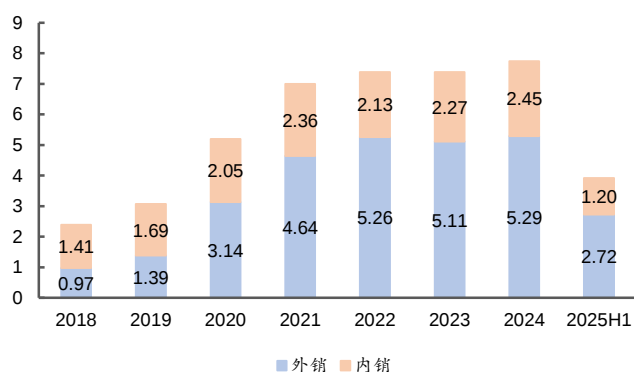


图表5：公司营业总收入、归母净利润及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：公司海外收入近年稳定在60%附近

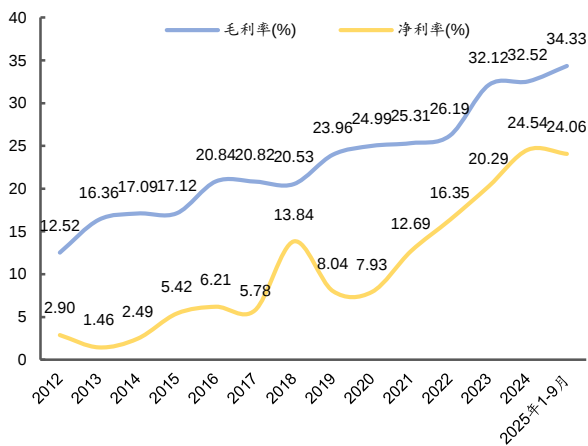


来源：公司公告，国金证券研究所

公司盈利能力逐年提升。2025年1-9月公司毛利率34.33%，净利率24.06%，过去十余年整体呈现出逐步提升态势，主要得益于优质的海外客户和强大的控费能力。

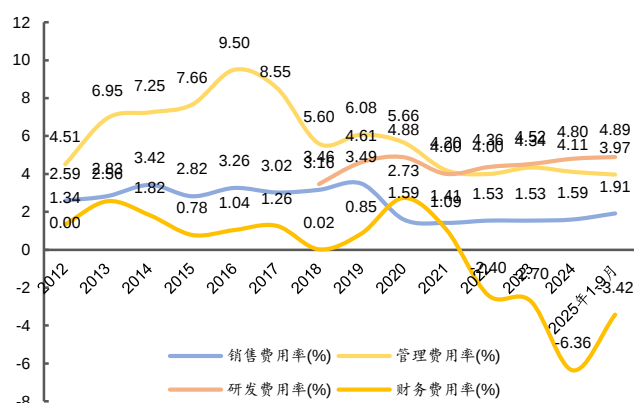
- 海外客户利润空间大，回款质量高。经过多年的业务积累、并购整合，公司已实现北美、欧洲、亚洲等境外主要售后市场销售渠道的全覆盖，积累、绑定了诸多海外客户，带来明显毛利率优势，毛利率从2012年的12.52%逐步提升至2025年1-9月的34.33%。
- 基于规模效应和精细化管理，公司控费能力强。2018年以来，公司管理费用率&销售费用率持续压降，研发费用率稳健增长；受益于IPO募集资金偿还短期借款，财务费用率持续走低。2025年前三季度，公司销售费用率/管理费用率分别压降至1.91%/3.97%，费用控制能力显著增强，实现营收利润双增的高质量增长。

图表7：公司毛利率、净利率长期处于上升趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

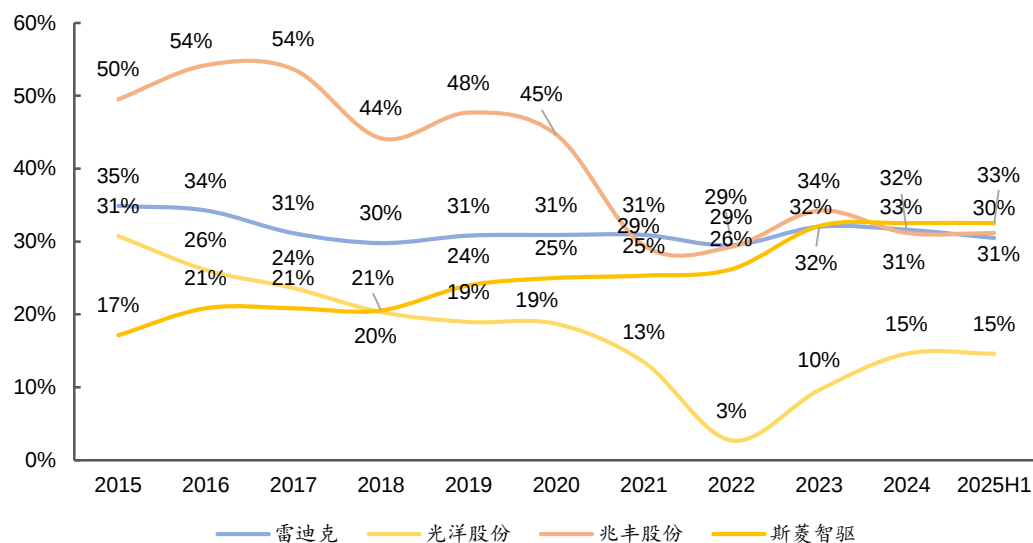
图表8：公司费用控制能力强，研发投入高



来源：公司公告，国金证券研究所

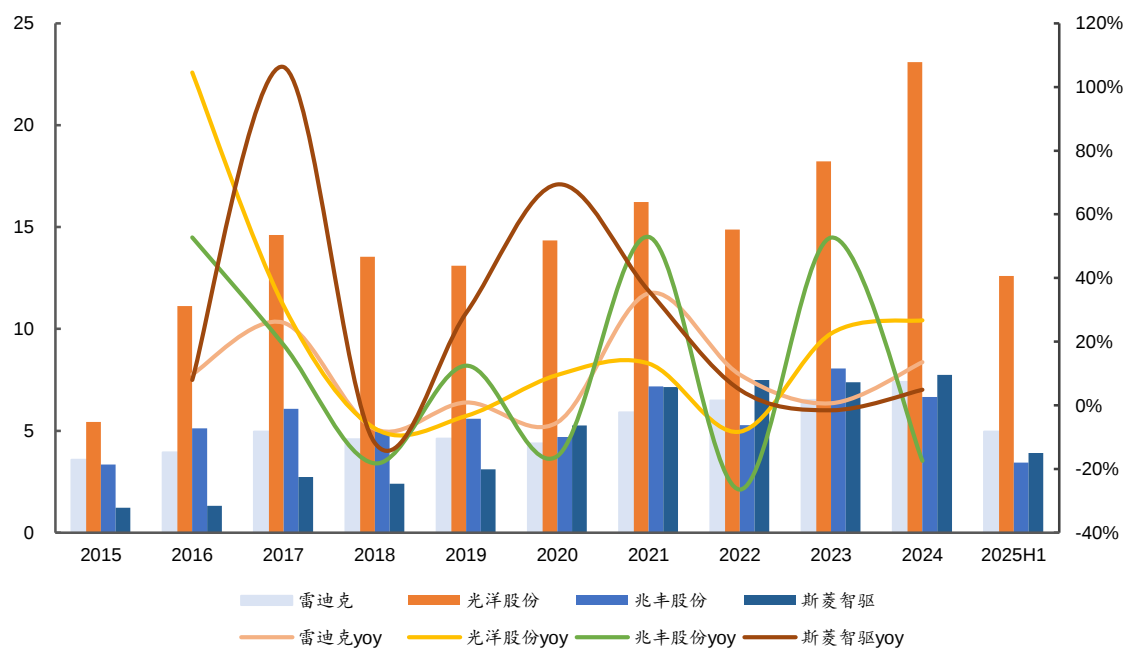


图表9：公司与竞争对手毛利率对比（单位：%）



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表10：公司与竞争对手营收及增速对比（单位：亿元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

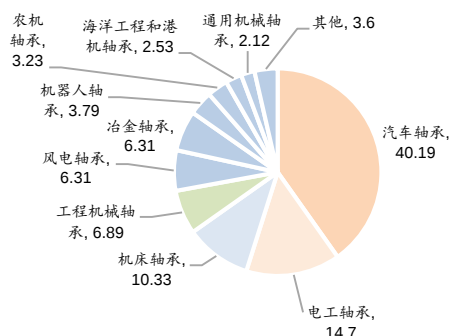
二、全球汽车轴承市场空间大，主业有望持续增长

2.1 全球汽车轴承市场空间巨大，2034 年潜在空间约 1300 亿美元

汽车轴承是汽车底盘、传动、电机等系统的关键安全件与功能件，其需求与全球汽车产业紧密绑定。得益于工业自动化、汽车制造航空航天以及可再生能源等领域的需求增加，全球轴承行业稳步发展。据观研天下数据，2024 年全球轴承行业市场规模为 1325.5 亿美元，预计 2034 年可达 3294 亿美元，CAGR 约 9.53%。我国情形下，汽车行业占轴承总市场的 40.2%。

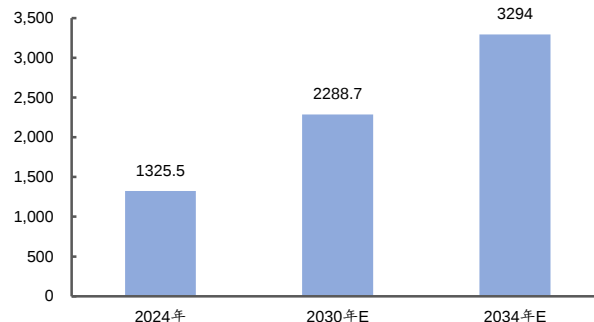


图表11：以我国为例，2022 年汽车轴承在轴承市场中规模占比达 40.19%（单位：%）



来源：公司公告，国金证券研究所

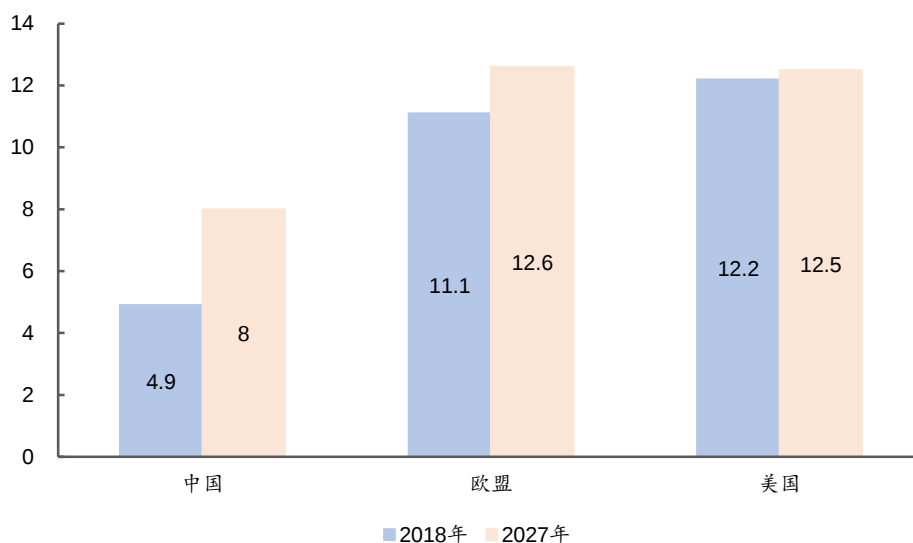
图表12：预计到 2034 年全球轴承市场空间约 3294 亿美元（单位：美元）



来源：Precedence Research，观研天下微信公众平台，国金证券研究所

汽车轴承市场可分为面向新车制造的主机配套市场（OEM）和面向车辆维修保养的售后市场（AM）。售后市场（AM）较主机配套市场（OEM）波动更小、毛利率更稳定。在全球汽车保有量高、保有车平均车龄增长年背景下，售后市场（AM）规模有望进一步放量：1）平均车龄增长提升消费者自费比例，汽车三年质保期满后，消费者会寻求低成本的服务解决方案，4S 店依赖性下降；2）车龄增长后，更多汽车零部件进入更换周期，汽车养护需求频率提升，轴承部件需求增加。据 Maximize Market Research 数据显示，2024 年全球汽车维保市场规模约 7845 亿美元，预计 2025-2032 年间 CAGR 超 6.1%，至 2032 年有望突破 12599 亿美元规模，其中汽车轴承的售后市场亦有望水涨船高，为公司主业发展提供广阔的增长空间。

图表13：2018-2027 年中国、美国、欧盟成员国车龄结构情况（单位：年）



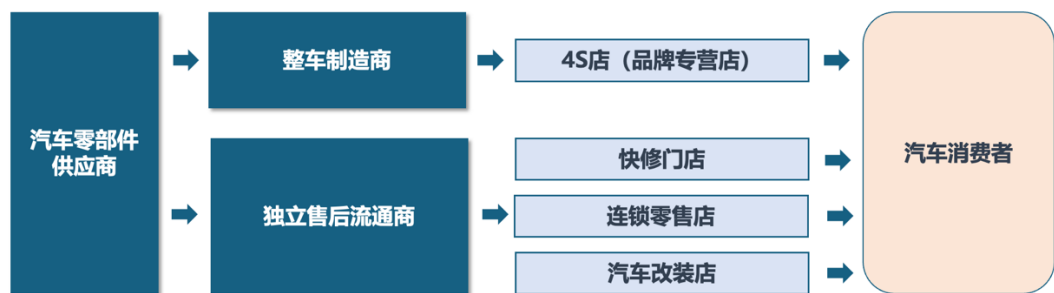
来源：观研天下微信公众平台，国金证券研究所

2.2 公司聚焦车后市场轴承，已构筑“小批量、多品种”生产优势

战略聚焦汽车售后市场，产品矩阵极其丰富，构筑“小批量、多品种”生产优势。公司深耕汽车售后市场，主要产品包括轮毂轴承、轮毂轴承单元、圆锥轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承、谐波减速器、执行器模组及机器人减速器专用轴承等。为满足市场需求，公司打造了极为丰富的轴承产品矩阵，支持“小批量、多品种”生产，能够快速响应多样的终端场景。公司还建立了专业的汽车轴承检测实验室，引进先进检测设备，能够对产品的寿命、密封性能、盐雾环境耐受度等进行严格测试，从源头确保产品质量与可靠性，不断补齐服务高端客户的核心能力。

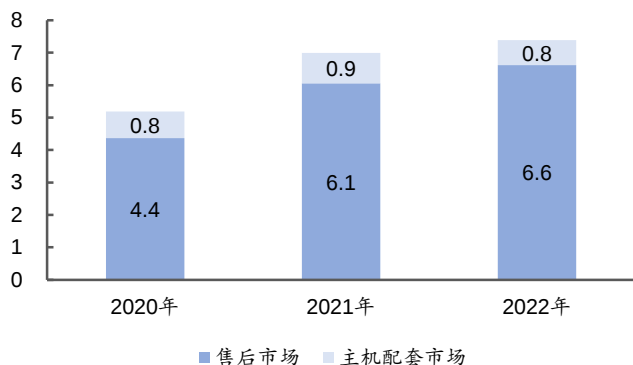


图表14：公司汽车轴承业务主要聚焦于汽车售后市场



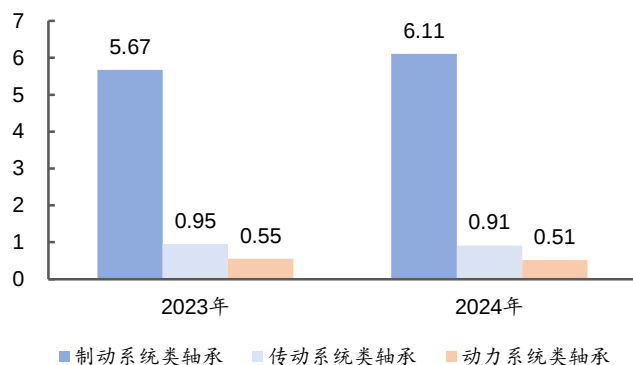
来源：公司公告，国金证券研究所

图表15：公司汽车轴承收入大比例来自售后市场（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表16：公司汽车轴承产品中，制动系统类轴承收入占比高（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

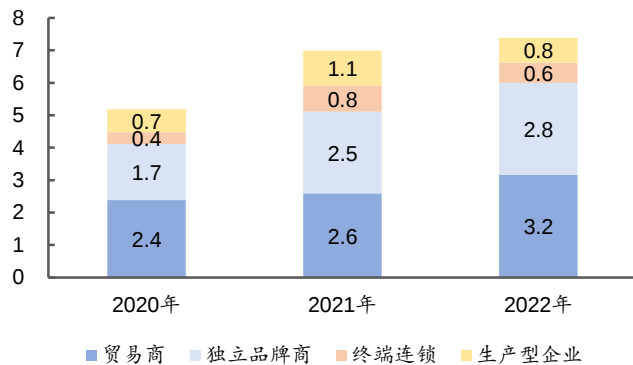
长期耕耘欧美市场，深度绑定海外优质客户。经过多年的业务积累与并购整合，公司已实现北美、欧洲、亚洲等境外主要售后市场销售渠道的全覆盖。凭借在质量、研发及供应链管理等方面的综合优势，公司与包括辉门、NAPA、GMB、GATES 等在内的众多国际知名品牌商或渠道商建立了长期稳定的合作关系，已通过其供应商资质认证体系，构筑了坚实的客户资源壁垒。基于公司多年在车后领域积累的口碑，下游销售渠道日渐完善和丰富，包括贸易商、独立品牌商、终端连锁和生产型企业等。

图表17：公司业内主要知名客户

客户名称	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GenuineParts子品牌（世界 500 强），世界最大的汽车配件及用品销售商之一
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

来源：公司公告，国金证券研究所

图表18：公司下游客户类型（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所



三、特斯拉 Optimus 放量在即，公司积极开拓谐波减速器和轴承业务

3.1 特斯拉 Optimus 放量在即，谐波减速器打开成长空间

特斯拉 OptimusV3 发布在即，推动人形机器人进入量产阶段。自 2022 年 Bumblebee 原型机开启研发进程以来，特斯拉通过 2023 年 Gen 1、Gen 2 型号的相继推出，在运动控制与环境感知领域实现了质变突破。2025 年 9 月，特斯拉发布 Gen 2.5 版本及其定型设计，进一步升级了灵巧手、运动性能及 AI 架构；同年 Optimus 顺利进入试生产阶段，特斯拉同步启动了弗里蒙特工厂试点产线的建设工作。2026 年 2 月，特斯拉官方正式宣布 Optimus V3 将于 2026 年第一季度亮相，马斯克接受采访称“Optimus 是我投入精力最多的项目，也将是人类历史上最伟大的项目。目前第三版设计已经定型，具备三大核心优势：人类级别的手部灵巧度、AI 大脑以及大规模量产能力”。

图表19: Optimus 技术逐步成熟，能力持续突破

时间	2021 年 8 月	2022 年 9 月	2023 年 3 月	2023 年 12 月	2025 年 9 月
事件	发布特斯拉人形机器人计划，提出人形机器人概念 Tesla Bot，计划将于 2022 年推出该款机器人的原型机	发布 Optimus 原型机 Bumblebee，展示接近量产的第一代 Optimus	发布进展视频，推出 Optimus Gen1	首次线上发布 Optimus Gen2	在 NeurIPS 大会上正式发布 Optimus Gen2.5
特征	定位通用型机器人，目标代替人类从事危险、重复、无聊的工作	原型机周身直接裸露电线，直接呈现其内部的关节、电路板、电缆等设备，可以直观地向观众展示每个动作细节。	在运动控制、环境感知、动作捕捉等方面取得突破性进展	在核心部件自研化、感知范围、机械机构轻量化、足部仿生设计、运动控制、末端执行器精细化等方面取得突破性进展	硬件平台正式定型，灵巧手升级到 22 个自由度，能完成精细操作。
技术细节	全身采用轻量化材料，共有 40 个电动执行器：手臂 12 个 + 手部 12 个 + 腿部 12 个 + 颈部 2 个 + 躯干 2 个。此外，脚部安装有力反馈传感器，并采用 2 轴平衡设计	原型机能够准确定位周围人员或障碍物，主动避让，同时还能够执行汽车零部件抓取和放置	端到端操作中，系统仅需视觉输入即可完成复杂任务，全程无需预设代码	新增 2 自由度颈部关节，全新 11 自由度的灵巧手结构，每个手指均配备触觉传感器，	头部及躯干主承载结构已由单一金属转向嵌塑件与注塑件方案，在维持强度的同时实现轻量化，首次在量产版集成高性能织物手套兼顾灵敏度与低维护成本
图示					

来源：人形机器人联盟，慧博资讯，大蒜粒机研所，具智链，国金证券研究所

Optimus 迎量产元年，加州百万台生产线正加速建设，德州千万台产能正加速规划。马斯克在特斯拉 2025 年股东大会上表示，“首先在加州弗里蒙特工厂建立年产 100 万台的生产线，将于 2026 年投产，随后将在德州工厂建设年产 1000 万台的第二条生产线，有望于 2027 年投产”。马斯克还表示，“我认为到今年（26 年）年底，Optimus 将能够完成更复杂的任务，不过它仍将主要被部署在工业环境。明年（27 年）年底，我们将正式向公众（C 端）销售 Optimus”。我们认为当前特斯拉 Optimus 已进入大规模量产前的供应链准备阶段，且未来量产指引将从上一个阶段的百万台指引逐渐演进到德州工厂驱动的千万台，行业空间有望十倍打开。



图表20: Optimus 量产规划明确, 预计 2027 年底正式向公众发售

时间	事件	量产信息表述
2022 年 10 月	特斯拉 AI DAY	预计 3-5 年后可订购 Optimus
2024 年 1 月	2023Q4 财报电话	Optimus 2025 年可能开始出货
2024 年 6 月	特斯拉股东大会	宣布 Optimus 将于 2025 年有少量产;预计超 1000 个机器人在特斯拉工厂工作
2025 年 1 月	2024 Q4 财报电话会	Optimus2025 年将进入试生产阶段;计划生产 5000 台;已订购 1-1.2 万台组件;目标 2026 年达 5 万台。
2025 年 3 月	社交平台推文	目前设计产线月产能为 1000 台;预计 2026 年下半年可实现向外部客户交付。
2025 年 7 月	2025 Q2 财报电话会	2026 年开启大规模生产;目标五年内实现年产百万台
2025 年 9 月	2025 Q3 财报交流	明确 Optimus V3 展示将于 2026 年 Q1;2026 年底启动大规模产线。
2026 年 1 月	达沃斯论坛	2027 年底正式向公众 C 端发售。

来源: 新浪科技, 腾讯科技, 界面新闻, Auto 有范儿, 证券时报, 海豚研究, 华尔街见闻, 国金证券研究所

人形机器人的关节驱动主要由旋转执行器与直线执行器构成。

- 旋转执行器用于实现关节的角向运动, 模拟人类关节的转动功能。其内部结构主要由无框力矩电机提供动力, 配合精密减速器进行扭矩放大与转速降低, 同时集成编码器、力矩传感器及驱动器, 广泛应用于机器人的肩部、肘部、腕部及髋部等需要灵活大角度旋转的部位。
- 直线执行器负责将电机的旋转运动转化为直线推力, 充当机器人大负载关节的肌肉角色, 利用丝杠传动机构与电机配合, 将回转运动转换为直线往复运动, 具备推力大、耐冲击强及承载能力高的优势, 是膝关节、踝关节等需要承受行走冲击与身体重量的关键关节的首选。

图表21: 旋转执行器用于灵活度要求高的关节, 线性执行器用于承重要求高的关节

	旋转执行器	线性执行器
核心概念	角向运动单元, 实现部件旋转运动	直线运动单元, 输出直线位移与推力
技术原理	减速增扭, 通过减速器直接输出旋转力矩	螺旋传动, 通过丝杠等传动装置将电机旋转运动转换为直线推拉运动
核心部件	精密减速器 (谐波减速器、行星减速器、RV 减速器等)	丝杠 (滚珠丝杠、行星滚柱丝杠、梯形丝杠等)
主要应用部位	灵活性要求高的关节: 肩部、肘部、腕部、髋部等	爆发力与承重要求高的关节: 膝关节、踝关节等
图示		

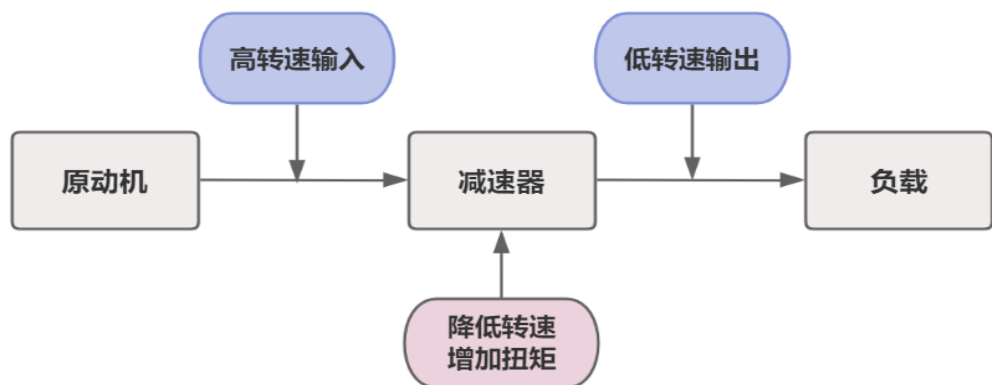
来源: 机器人产业应用, 人形机器人研究室, kollmorgen 官网, 国金证券研究所

减速器是机器人动力系统的核心中间件, 决定系统承载能力与控制精度。其核心作用是将电机输出的高转速、低扭矩动能, 转化为机器人关节运动所需的低转速、高扭矩动力, 直



接决定系统的承载能力与动作爆发力，同时通过传动比设计提升末端执行器的定位精度。

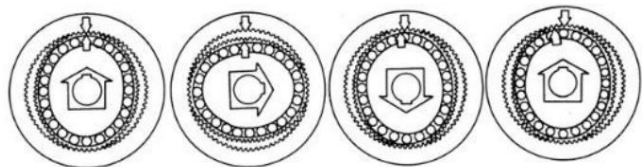
图表22：减速器通过降低转速和增加扭矩实现传动



来源：科峰智能招股书，国金证券研究所

谐波减速器依托柔性传动机理，可在紧凑空间内实现超高减速比与精准运动补偿的双重传动效果。其核心由波发生器、柔轮、刚轮三大部件构成，工作时波发生器转动带动薄壁柔轮产生可控弹性变形，使柔轮在椭圆长轴与刚轮啮合、短轴完全脱开，借助柔轮与刚轮的微小齿数差，波发生器每旋转一周，柔轮便能产生对应齿数的角位移。这种以弹性变形替代刚性啮合的传动方式，能赋予谐波减速器极高的单级减速比、近乎零的回差特性，且轴向尺寸紧凑，可适配各类对传动精度、空间布局有严苛要求的精密传动场景。

图表23：谐波减速器由波发生器、柔轮、钢轮三部分组成 图表24：谐波减速器采用柔性构件实现机械传动



来源：绿的谐波招股书，国金证券研究所

来源：绿的谐波招股书，国金证券研究所

谐波减速器的高转矩密度与轻量化特性，适配人形机器人关节需求。人形机器人受限于仿生外形与电池续航，要求关节模组在严格限定空间内输出最大力矩，同时极力降低自重以减少运动惯性。与RV减速器及精密行星减速器相比，谐波减速器在同等扭矩输出条件下，具备更轻的自重与更小的体积，能显著优化整机的负载自重比，降低肢体末端运动惯量并提升动态响应速度。此外，其近乎零回差的传动特性，确保了人形机器人在复杂动态环境中维持重心稳定和执行灵巧手精细操作的能力，由此确立了其在肩、腕、髋等关键旋转关节中的主导地位。

图表25：谐波减速器可满足人形机器人高精度、轻量化的需求

减速器类别	精密行星减速器	谐波减速器	RV减速器
结构特点	体积较小，主要包括行星轮、太阳轮和内齿圈	主要包括波发生器、柔轮与刚轮	主要包括两级传动装置，分别为渐开线行星齿轮传动和摆线针轮行星传动
优点	扭矩大、精度可高达1'以内、单级传动效率高达97%、质量轻、寿命可长达2万小时、免保养	传动精度高，重量和体积小，运转平稳、传动比大	传动比范围广至31-171，传动效率高达85%-92%，传动平稳性高，承载能力强，刚性和耐过载冲击性能好，传动精度高

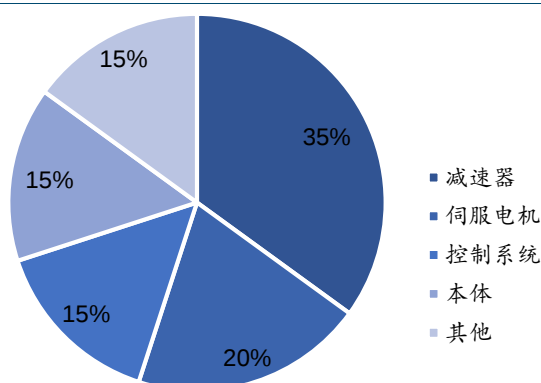


缺点	单级传动比都在 10 以内，范围小，且减速级数一般不会超过 3 级	传递扭矩相对较小，传动效率低、使用寿命有限	结构复杂、制造难度大、成本高
应用领域	移动机器人、新能源设备、高端机床、智能交通等行业的精密传动装置	机器人中负载较小的小臂、腕部和手部等关节、航空航天、精密加工设备和医疗设备领域	机器人中负载较重的机座、大臂、肩部等大关节
体积/重量	中等	最紧凑	较大
传动效率	可达 95%以上	可达 70%以上	可达 80%以上
传动精度 (")	≤180	≤60	≤60
输出扭矩	小	中	大
成本	低	较高	高

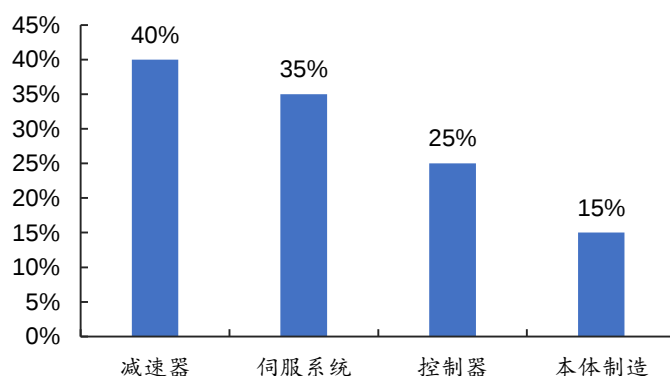
来源：科峰智能招股书，水清木华研究中心，国金证券研究所

减速器作为机器人产业链的核心环节，具备高成本占比与高毛利的特征。在工业机器人零部件成本构成中，减速器占比高达 35%，远超伺服电机 20%与控制系统 15%，是整机成本控制的关键变量，直接影响下游整机的定价空间。与此同时，依托精密齿形加工、材料热处理及装配工艺形成的技术壁垒，减速器环节在产业链中具备较强的议价权与利润空间，其行业平均毛利率达 40%，优于伺服系统 35%、系统集成 25%及机器人本体制造 15%的毛利率水平。

图表26：工业机器人成本占比中，减速器占比 35%居首位



图表27：减速器在工业机器人产业链各环节中毛利率最高达 40%



来源：第一财经广播，国金证券研究所

来源：亿欧智库，国金证券研究所

应用场景差异驱动谐波减速器技术路线分化。传统工业场景中，多关节机器人单机谐波减速器用量通常为 3-6 个，SCARA 机器人仅需 1-3 个，即便是对紧凑度要求较高的协作机器人单机用量也仅约 6-7 个。相比之下，人形机器人对谐波减速器的单机需求呈现倍数级增长，平均用量超 10 个，甚至要达到 20 个以上。技术路线上，传统工业机器人通常采用固定基座并由外部电源供电，对设备的核心诉求为高刚性、长寿命与绝对稳定性，因此普遍选用标准杯型谐波减速器，设计中重点强化齿面抗磨损能力，以满足数万小时连续作业需求，对产品重量与体积的敏感度相对较低。而人形机器人作为电池供电的移动终端，需严格控制整机重量以保障续航能力与动态平衡效果，且其关节内部安装空间狭小，迫使谐波减速器从传统的杯型结构向超短轴向的帽型或定制化超扁平结构演进。

图表28：人形机器人谐波减速器多使用帽型

类型	杯型	帽型	煎饼型
结构特点	柔轮呈杯状，结构紧凑	柔轮类似帽子形状	扁平化设计，超薄结构



主要应用场景	工业机器人小臂、腕部关节	协作机器人、服务机器人	空间受限场景,如机器人末端执行器
优势	高扭矩密度,空间利用率高	轴向尺寸小,配置灵活	超薄轻量,精度稳定性好

来源: 国鸿教育, 国金证券研究所

哈默纳科工艺路线匹配特斯拉需求,但巨大产能缺口为其他供应商带来拓产卡位机遇。作为全球精密谐波减速器龙头,哈默纳克提供的人形机器人用谐波减速器具备重量轻、噪音小等优势,匹配特斯拉工艺需求,但是面临特斯拉百万台 Optimus 产能规划对应的上千万个谐波减速器产能需求,哈默纳克 306 万个谐波年产能(截至 2023 年 3 月为 25.5 万个月产能)存在巨大缺口,日企相对保守的产能扩展策略,为工艺路线相匹配的相关谐波减速器厂商留出了巨大的结构性卡位机遇。

图表29: 截至 2023 年 3 月哈默纳科产能达 25.5 万台/月

子公司	工厂	2018. 3	2022. 3	2022. 10	2023. 3
日本谐波传动系统有限公司	Hotaka 穗高工厂	56000	90000	90000	90000
	Ariake 有明工厂(车载)	10000	60000	60000	60000
	新工厂 1(车载)			30000	30000
	新工厂 2			40000	40000
德国 Harmonic Drive SE	Limburg 工厂	10000	27000	27000	27000
美国 Harmonic Drive L.L.C.	Beverly 工厂		8000	8000	8000
	Peabody 工厂	3000			
合计(不含车载)		69000	125000	165000	165000
合计		79000	185000	255000	255000

来源: 哈默纳科官网, 华经产业研究院, 国金证券研究所

3.2 公司新增泰国基地生产谐波减速器等零部件, 战略投资银球科技

公司设立机器人零部件事业部, 聚焦谐波减速器、执行器模组等零部件。2024 年 4 月 20 日, 公司公告宣布, 为适配产业升级发展需求, 公司完成组织架构重大调整, 设立机器人零部件事业部, 从顶层设计层面保障新业务的资源配置与战略协同。产能建设方面, 公司拟投入约 1.17 亿元超募资金实施机器人零部件智能化技术改造项目, 项目规划建设周期 24 个月, 聚焦具身智能核心硬件领域, 打造涵盖谐波减速器、执行器模组等全套专业化生产线, 项目建设地点为新昌县。

依托轴承主业的同源技术优势, 公司谐波减速器业务已具备小批量生产能力并正加速扩产备货。公司充分利用精密零部件制造领域的工艺积淀, 实现了研发技术与生产设备的有效复用, 目前核心聚焦于适配工业、协作及人形机器人的谐波减速器产品。随着核心生产设备于 2024 年底陆续到位, 公司目前已具备小批量生产能力, 尽管尚未对市场进行大批量供货, 但正积极推进与国内外客户的实质性沟通, 进展符合预期。为应对未来潜在的需求爆发, 公司于 2025 年启动第二条产线投资, 已于 2025 年底达产, 以储备充足产能。此外, 借助公司成熟的海外建厂经验与供应链体系, 未来可根据全球客户需求灵活调整业务布局, 全力把握机器人产业高速发展机遇。



图表30：公司谐波减速器已达小批量生产阶段



图表31：公司执行器模组融合谐波减速器等关键组件形成一体化设计



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

新增泰国基地作为人形机器人零部件改造项目实施主体。2026年2月9日，公司最新公告，为响应国际市场客户需求变化并把握区域产业链机遇，公司对机器人零部件智能化技术改造项目进行战略调整，新增全资子公司斯菱泰国为共同实施主体，将实施地点拓展至泰国大城府洛加纳工业园。我们认为公司基于海外工厂的先发优势，为匹配海外人形机器人客户拓产需求，将先前募投资金建设机器人零部件的项目，由过去的国内生产完善为“国内+泰国”的双基地生产模式，进一步加强了对终端客户的供给能力和交付灵活性，有利于在后续的产能拓张卡位环节占据先机。

战略投资银球科技，纵向整合小微型轴承技术。2025年11月，公司发布公告，拟出资约3.92亿元受让宁波银球科技24.34%的股权。银球科技深耕微型、小型及一体化精密轴承领域三十余载，产品广泛应用于机器人、高端家电及工业电机等多元场景，核心客户覆盖尼得科、戴森等全球行业龙头企业，具备深厚的精密制造壁垒。本次投资旨在发挥产业协同效应，依托银球科技在微型轴承领域的技术积淀与产业化能力，完善公司在微型传动关键环节的技术布局，进一步提升公司在具身智能产业链中的综合竞争力。

四、盈利预测

4.1 盈利预测

收入及毛利率方面，我们认为，公司25/26/27年收入有望达8.35/9.52/11.98亿元，综合毛利率有望达32.5%/32.8%/33.6%：

1) 制动系统类轴承：作为公司的营收基石，该业务贡献了近80%的收入份额。受益于募投项目产能释放，我们预计销量将稳步提升，25/26/27年收入有望分别达6.72/7.39/8.35亿元，增速分别为10.0%/10.0%/13.0%。由于工艺成熟且客户粘性强，该板块毛利率预计将保持稳定，分别达31.2%/31.2%/31.2%。

2) 传动系统类轴承：业务规模保持稳健，营收占比随整体规模扩张呈现微幅收缩趋势，我们预计25/26/27年收入维持在0.91亿元水平，同比持平，毛利率维持在35.0%。

3) 动力系统类轴承：受下游车型迭代及存量市场竞争影响，预计规模保持稳定，25/26/27年收入维持在0.51亿元，毛利率维持在37.0%高位。

4) 非汽车类轴承：业务体量较小且相对成熟，预计未来三年收入维持在0.12亿元，毛利率稳定在37.0%。

5) 其他业务：占比极低，预期持平。

6) 机器人零部件：该板块为公司未来的核心增长极，涵盖谐波减速器及执行器模组是人形机器人的核心部件，具有高成本占比与高毛利特征。马斯克已在2025年特斯拉股东大会上宣布立年产100万台的Optimus生产线，将于2026年投产。随着2026年专业化产线投产及客户验证通过，预计2027年5月公司机器人零部件项目投产。我们预计26/27年收入有望分别达0.50/2.00亿元，27年增速高达300.0%。考虑到相对于国内OEM而言，特斯拉客户质地更好，且新兴产业早期客户愿意给予更高的利润保障，来支持公司拓产，预计初期毛利率有望达40.0%。

7) 投资收益：公司25年投资收益按照22-24年三年平均值求得；26年2月，公司收购银球股份已完成工商登记后，持有银球股份24.34%股权。银球股份24/25H1营收规模11.6/5.6亿元，净利润1.5/0.7亿元，利润率13%/12%。在机器人零部件市场需求景气、



高毛利假设下，预计银球股份 26-27 年利润率提升至 15%；参考可比公司绿的谐波一致预期增速来看，预计银球股份营业收入年增速 40%。因此，我们预计银球股份 26/27 年净利 2.1/2.9 亿元，公司持有银球约 24% 股权，25/26/27 年可获投资收益 0.02/0.51/0.72 亿元。

费用率方面，我们认为：

1) 研发费用率：公司将持续加大在机器人谐波减速器等前沿领域的研发投入，但受益于营收规模的快速扩张，费用率呈摊薄趋势。我们预计 25/26/27 年公司研发费率分别为 5.0%/5.0%/5.0%。

2) 销售费用率：依托成熟的汽车零部件销售渠道及大客户战略，销售费用管控良好。我们预计 25/26/27 年公司销售费率分别为 1.5%/1.5%/1.5%。

3) 行政费用率：公司收入快速增长，规模效应下管理费用率小幅下降。我们预计 25/26/27 年公司管理费率为 4.0%/4.0%/4.0%。

利润端，我们预计 25/26/27 年归母净利润分别为 1.85/2.57/3.30 亿元，归母净利率分别达 22.2%/27.0%/27.6%。

图表32：盈利预测：机器人零部件业务 2026 年开启第二成长曲线，毛利率有望达 40%

(亿元, %)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7.38	7.74	8.35	9.52	11.98
YoY	-1.5%	4.9%	7.9%	14.0%	25.8%
制动系统类轴承	5.67	6.11	6.72	7.39	8.35
YoY		7.8%	10.0%	10.0%	13.0%
毛利率	31.1%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%
传动系统类轴承	0.95	0.91	0.91	0.91	0.91
YoY		-4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	32.7%	34.9%	35.0%	35.0%	35.0%
动力系统类轴承	0.55	0.51	0.51	0.51	0.51
YoY		-7.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	32.2%	36.1%	37.0%	37.0%	37.0%
非汽车类轴承	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
YoY		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	37.6%	36.7%	37.0%	37.0%	37.0%
其他业务	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
YoY		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	83.3%	72.2%	72.0%	72.0%	72.0%
机器人零部件业务				0.50	2.00
YoY					300.0%
毛利率				40.0%	40.0%
综合毛利率	32.1%	32.5%	32.5%	32.8%	33.6%
销售费用率	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用率	4.3%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%



研发费用率	4.5%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
归母净利润	1.50	1.90	1.85	2.57	3.30
归母净利率	20.3%	24.6%	22.2%	27.0%	27.6%

来源：公司财报，国金证券研究所（注：表格中标紫部分为预测值。）

4.2 投资建议及估值

我们选取了国内与公司同处相似细分赛道的标的作为可比公司：1）机器人核心零部件生产厂商，主要包括绿的谐波、五洲新春、奥比中光；2）从传统汽车精密零部件制造主业向高端制造领域转型的超捷股份。上述 4 家可比公司 2026 年的估值平均数约为 190X。

图表33：可比公司 26 年 PE 平均数约为 190X

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
688017.SH	绿的谐波	389	0.8	0.6	1.2	1.7	2.3	182.7	193.0	327.3	233.2	171.6
603667.SH	五洲新春	266	1.4	0.9	1.4	1.8	2.4	17.0	27.2	196.9	145.2	108.9
688322.SH	奥比中光	333	(2.8)	(0.6)	1.5	3.3	5.4	(13.6)	(73.8)	228.0	100.9	61.3
301005.SZ	超捷股份	225	0.2	0.1	0.5	0.6	0.9	132.0	275.4	467.8	368.1	244.0
平均数								74.5	110.1	277.7	189.2	140.2
301550.SZ	新菱智驱	345	1.5	1.9	1.9	2.6	3.3	31.0	38.3	186.4	134.3	104.4

来源：公司财报，国金证券研究所（注：①截至 2026 年 3 月 6 日收盘；②绿的谐波、奥比中光盈利预测来自国金研究所入库报告；五洲新春、超捷股份盈利预测来自 iFinD 一致预期。）

我们认为，考虑到未来机器人产业渗透率持续提升下核心部件需求放量趋势，公司依托精密制造基础与产能先发布局，成长路径清晰，给予公司 2026 年 200X PE，对应估值 514 亿元人民币，目标价 222.12 元，给予“买入”评级。

五、风险提示

■ 核心客户依赖风险

公司业务深度绑定汽车主机厂及核心零部件供应商，对核心客户存在较高业务依赖，若核心客户受行业周期波动、经营效益下滑等因素影响缩减采购订单，或转向其他竞争对手合作，将直接冲击公司营收规模与盈利稳定性。

■ 产能释放不及预期风险

公司为匹配下游需求扩张正在推进产能扩建项目，若项目建设过程中出现工期延误、设备调试不及预期，或投产后因技术适配、人才短缺等问题导致产能利用率偏低，将无法及时响应市场需求，错失增长机遇，同时增加固定资产折旧压力。

■ 行业竞争加剧风险

随着新能源汽车、人形机器人行业快速发展，国内外企业纷纷布局相关传动零部件领域，行业竞争日趋激烈。若同行企业抢占市场，或行业出现产品同质化严重的情况，将导致公司产品议价权下降、毛利率承压，市场份额面临被挤压的风险。

■ 汇率波动风险

公司海外业务占比相对较高，产品出口主要以美元、欧元结算，若未来人民币兑主要结算货币出现大幅升值，将直接降低公司出口产品的价格竞争力，同时导致外币结算收入折算为人民币后出现汇兑损失，影响盈利稳定性。



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	750	738	774	835	952	1,198
增长率		-1.5%	4.9%	7.8%	14.0%	25.8%
主营业务成本	-553	-501	-523	-564	-640	-796
%销售收入	73.8%	67.9%	67.5%	67.5%	67.2%	66.4%
毛利	196	237	252	271	312	402
%销售收入	26.2%	32.1%	32.5%	32.5%	32.8%	33.6%
营业税金及附加	-6	-5	-7	-6	-7	-10
%销售收入	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-11	-11	-12	-13	-14	-18
%销售收入	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-30	-32	-32	-33	-38	-48
%销售收入	4.0%	4.3%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-33	-33	-37	-42	-48	-60
%销售收入	4.4%	4.5%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	117	155	164	177	205	267
%销售收入	15.6%	21.0%	21.1%	21.2%	21.5%	22.3%
财务费用	18	20	49	20	20	20
%销售收入	-2.4%	-2.7%	-6.4%	-2.4%	-2.1%	-1.7%
资产减值损失	-2	-6	-5	-5	-1	-1
公允价值变动收益	-4	0	1	0	0	0
投资收益	-3	0	3	2	51	72
%税前利润	n.a	0.2%	1.5%	1.1%	17.9%	19.5%
营业利润	133	174	217	201	280	362
营业利润率	17.7%	23.6%	28.0%	24.0%	29.4%	30.2%
营业外收支	0	0	4	5	5	5
税前利润	133	174	221	206	285	367
利润率	17.7%	23.6%	28.5%	24.6%	30.0%	30.6%
所得税	-10	-24	-31	-21	-29	-37
所得税率	7.9%	13.9%	14.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	123	150	190	185	257	330
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	123	150	190	185	257	330
净利率	16.3%	20.3%	24.5%	22.2%	27.0%	27.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	123	150	190	185	257	330
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	29	28	32	38	52
非经营收益	-6	-4	-14	-2	-56	-77
营运资金变动	91	-53	11	-44	-6	-18
经营活动现金净流	235	121	215	171	233	288
资本开支	-23	-45	-92	-76	-131	-131
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-3	-95	-178	2	51	72
投资活动现金净流	-26	-140	-270	-74	-80	-59
股权募资	0	1,033	0	0	0	0
债权募资	-44	-62	-3	-4	0	0
其他	-8	-105	-57	-74	0	-132
筹资活动现金净流	-53	866	-60	-78	0	-132
现金净流量	174	854	-98	19	153	96

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	371	1,214	1,130	1,149	1,302	1,397
应收账款	169	216	231	239	273	344
存货	179	189	230	227	258	321
其他流动资产	9	100	286	283	283	283
流动资产	728	1,719	1,877	1,898	2,115	2,345
%总资产	76.6%	87.1%	85.5%	83.8%	82.0%	81.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	165	193	233	278	366	442
%总资产	17.4%	9.8%	10.6%	12.3%	14.2%	15.3%
无形资产	50	54	72	86	97	107
非流动资产	223	255	318	366	465	551
%总资产	23.4%	12.9%	14.5%	16.2%	18.0%	19.0%
资产总计	950	1,974	2,195	2,265	2,580	2,895
短期借款	66	4	1	0	0	0
应付款项	336	335	417	387	440	547
其他流动负债	26	35	38	31	37	47
流动负债	429	373	456	418	477	594
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	4	5	1	1	1
负债	434	377	460	419	478	595
普通股股东权益	516	1,597	1,735	1,846	2,102	2,301
其中：股本	83	110	110	110	110	110
未分配利润	303	441	562	673	930	1,128
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	950	1,974	2,195	2,265	2,580	2,895

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.486	1.361	1.728	0.800	1.111	1.429
每股净资产	6.259	14.516	15.769	7.980	9.091	9.948
每股经营现金净流	2.845	1.104	1.955	1.550	2.116	2.615
每股股利	0.000	0.400	0.700	0.673	0.000	1.202
回报率						
净资产收益率	23.74%	9.38%	10.96%	10.03%	12.22%	14.36%
总资产收益率	12.90%	7.59%	8.66%	8.17%	9.95%	11.41%
投入资本收益率	18.44%	8.36%	8.12%	8.64%	8.77%	10.44%
增长率						
主营业务收入增长率	4.90%	-1.55%	4.91%	7.85%	14.04%	25.84%
EBIT 增长率	7.65%	33.16%	5.41%	8.25%	15.61%	30.19%
净利润增长率	35.15%	22.16%	26.91%	-2.61%	38.79%	28.65%
总资产增长率	7.89%	107.69%	11.21%	3.18%	13.93%	12.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.3	89.2	101.5	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	134.6	133.8	146.2	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	118.2	123.8	136.0	130.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	72.1	77.3	93.7	97.9	111.6	105.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-59.03%	-81.78%	-81.12%	-77.28%	-75.09%	-72.79%
EBIT 利息保障倍数	-6.5	-7.8	-3.3	-8.9	-10.2	-13.3
资产负债率	45.66%	19.10%	20.98%	18.51%	18.52%	20.53%

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	0	1	6
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	1.67	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。

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：北京市东城区建国门内大街 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