

2025 年 11 月 09 日

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

南特科技(920124.BJ)

——精密机械零部件优质标的，家电需求提升+汽车新领域拓展驱动持续增长

投资要点：

- **发行价格 8.66 元/股，发行市盈率 13.1X，申购日 2025 年 11 月 11 日。**南特科技本次发行价格 8.66 元/股，发行市盈率 13.11X，申购日为 2025-11-11。本次发行数量为 3718 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 54%，老股占发行后可流通股本比例为 54%。本次发行战略配售占发行数量的 10.00%，有 3 家战略投资者参与公司的战略配售。公司本次拟向不特定合格投资者公开发行股票不超过 3,718.33 万股（含本数，未考虑超额配售选择权），募集资金将投资于“安徽中特高端精密配件生产基地二期项目”、“珠海南特机加扩产及研发能力提升项目”。“安徽中特高端精密配件生产基地二期项目”计划投资 30,046.01 万元，拟新建 2 个生产车间及配套设施，并将新增 1 条铸件产线及 16 条压缩机零部件产线；“珠海南特机加扩产及研发能力提升项目”实施主体为南特科技，项目拟投资 8,050.85 万元，拟新建生产厂房及配套设施，并将新增 6 条压缩机零部件产线。
- **从家电压缩机向汽车领域拓展的精密机械零部件高新技术企业，2021-2024 年归母净利润 CAGR17.3%。**公司实控人蔡恒持股 48.82%，核心产品为空调压缩机零部件，覆盖气缸、曲轴等。2024 年精密件营收 8.0 亿元，占主营业务收入超 80%，2025H1 同比增长 26%；公司已拓展汽车制动/离合系统领域的精密金属部件，批量供货华粤传动等，间接供大众、五菱等。截至招股说明书发布日，公司已取得 16 项发明专利及 72 项实用新型专利，获国家级高新技术企业等荣誉；销售以直销为主，合作美的、格力、海立等压缩机龙头（占美的 13%、格力 30%份额），2022-2024 年前五客户营收占比 85%-90%；2024 年营收 10.3 亿元（yoy+9.9%）、归母净利润 9821.7 万元（yoy+16.7%），2025H1 营收 5.7 亿元（yoy+7.3%）、归母净利润 6673.3 万元（yoy+15.1%）。
- **家电与汽车需求双轮驱动，精密金属部件增长动力充足。**2024 年我国旋转式压缩机产量达 2.95 亿台，占全球近 95%，美芝、凌达、海立市占率分别为 45.28%、18.65%、14.36%，国产产业链具备较强竞争力。从下游需求来看：1）家电端，2024 年空调产量 26598.44 万台（2001-2024 年年均复合增长 11.20%）、冰箱 2019-2024 年累计增长 31.52%，均处于快速增长周期，有望持续拉动压缩机零部件需求。2）汽车端，2024 年销量 3143.60 万辆（新能源 1286.59 万辆，同比增长 35.50%），产业升级拉动汽车精密零部件需求。公司可比公司主要包括华翔股份、联合精密、百达精工。
- **申购建议：精密机械零部件优质标的，建议关注。**公司多年来围绕精密机械零部件领域，深挖上下游产业链，是行业内极少数覆盖了轴承、气缸、曲轴、活塞、滑片等压缩机精密机械零部件全部加工流程的专业零部件生产商。公司主要的精密加工件的产能利用率均已处于较高水平，同时随着未来下游空调压缩机市场需求的进一步扩大，以及产品技术水平的进一步提升，募投项目有望提高公司现有产能、扩大生产规模，以满足未来持续增长的市场需求，提升公司产品的市场占有率。可比公司最新 PETTM 均值为 30.6X，建议关注。
- **风险提示：下游行业波动风险、客户集中度较高的风险、募投项目产能消化的风险**

内容目录

1. 初始发行 3718 万股，申购日 2025 年 11 月 11 日	4
1.1. 发行信息：发行价格 8.66 元/股，发行市盈率 13.1X	4
1.2. 募投：募投项目总投资拟达 3.8 亿元，计划对压缩机零部件进行扩产	4
2. 公司：精密机械零部件从家电走向汽车，2021-2024 年归母净利润 CAGR 为 17%...	6
2.1. 产品：2024 年公司精密件营收 8.0 亿元（yoy+11%）	6
2.2. 模式：客户包括美的集团、格力电器等，直接面向市场独立销售	8
2.3. 财务：2024 年公司归母净利润 9821.7 万元（yoy+16.7%）	9
3. 行业：空调与冰箱需求带动压缩机需求量，汽车产业升级驱动精密金属部件增长空间	11
3.1. 产业：2024 年我国旋转式压缩机产量已达到 2.95 亿台	11
3.2. 可比公司：主要包括华翔股份、联合精密、百达精工等	15
4. 申购建议：精密机械零部件优质标的，建议关注	16
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1： 本次发行价格 8.66 元/股	4
图表 2： 本次发行战略配售发行数量为 371.8 万股	4
图表 3： 公司募投项目总投资拟达 3.8 亿元（单位：万元）	5
图表 4： 蔡恒直接持有公司发行前总股本的 48.82%，是公司的控股股东、实际控制人	6
图表 5： 公司主要产品包括压缩机零部件和汽车零部件	7
图表 6： 2024 年公司精密件营收 7.97 亿元（单位：万元）	8
图表 7： 2024 年公司精密件毛利率为 22.8%	8
图表 8： 2022-2024 年公司向前五名客户合计销售额占比维持在 85%~90% 区间内	8
图表 9： 2025H1 公司归母净利润为 6673.3 万元（yoy+15.1%）	10
图表 10： 公司产品涵盖了旋转式压缩机主要零部件	12
图表 11： 主要压缩机厂商与终端空调客户合作情况	12
图表 12： 2024 年我国旋转式压缩机企业的销售占比情况	12
图表 13： 中国空调产量持续较快增长	13
图表 14： 中国冰箱产量近年来开启新一轮增长（万台）	13
图表 15： 2024 年中国汽车销量达 3,143.60 万辆	14
图表 16： 2024 年我国新能源汽车销量为 1,286.59 万辆，同比增长 35.50%	14
图表 17： 公司同行业可比公司主要包括华翔股份、联合精密、百达精工	15
图表 18： 可比公司最新 PE TTM 均值为 30.6X（数据截至 2025.11.7）	16

1. 初始发行 3718 万股，申购日 2025 年 11 月 11 日

1.1. 发行信息：发行价格 8.66 元/股，发行市盈率 13.1X

南特科技本次发行价格 8.66 元/股，发行市盈率 13.11X，申购日为 2025-11-11。本次发行数量为 3718 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 54%，老股占发行后可流通股本比例为 54%。

图表 1：本次发行价格 8.66 元/股

基本信息	股票代码	920124.BJ	所属国民经济行业	通用设备制造业
	股票简称	南特科技	发行代码	920124
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	8.66
	募集金额(万元)	32,201	主承销商	光大证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	3,718	占发行后总股本比例	25.00%
日期与申购限制	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
	路演日	2025-11-10	申购日	2025-11-11
	申购款退回日	2025-11-13	网上最高申购量(万股)	167.32
基本面信息	2024 年总营收(亿元)	10.31	2024 年归母净利润(万元)	9,821.70
	2024 年毛利率	22.65%	2024 年加权 ROE(%)	15.89%
	2024 年营收增速	9.86%	2024 年归母净利润增速	16.66%
股本信息	发行前总股本(万股)	11,155.00	发行前限售股(万股)	6,848.36
	发行后预计可流通比例	53.96%	老股占可流通股本比例	53.67%
价格信息	发行后 PE(LYR)(倍)	13.11	发行后 2024 EPS(元)	0.66

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

注：除发行后预计可流通比例，其余均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 371.8 万股，占本次发行数量的 10.00%。有 3 家战略投资者参与公司的战略配售。

图表 2：本次发行战略配售发行数量为 371.8 万股

序号	战略投资者名称	拟认购股份数量（万股）	获配股票限售期限
1	光证资管南特科技员工参与北交所战略配售集合资产管理计划	341.8332	12 个月
2	光大富尊投资有限公司	25	12 个月
3	广州工控新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）	5	6 个月
小计		371.8332	-

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：募投项目总投资拟达 3.8 亿元，计划对压缩机零部件进行扩产

公司本次拟向不特定合格投资者公开发行股票不超过 3,718.33 万股（含本数，未考虑超额配售选择权），本次申请公开发行募集资金扣除发行费用后的净额将投资于“安徽中特高端精密配件生产基地二期项目”、“珠海南特机加扩产及研发能力提升项目”。“安徽中特高端精密配件生产基地二期项目”计划投资 30,046.01 万元，拟新建 2 个生产车间及配套设施，并将新增 1 条铸件产线及 16 条压缩机零部件产线；项目完全达产后，预计将新增年产 31,500 吨压缩机零部件铸件及 3,047.12 万件压缩机零部件（气缸、曲轴、轴承）精密件的生产能力。“珠海南特机加扩产及研发能力提升项目”实施主体为南特科技，项目拟投资 8,050.85 万元，拟新建生产厂房及配套设施，并将新增 6 条压缩机零部件产线，同时拟在公司现有研发体系的基础上，加大研发投入，完全达产后预计将新增年产 1,118.48 万件压缩机零部件（气缸、曲轴、轴承）精密件的生产能力。

图表 3：公司募投项目总投资拟达 3.8 亿元（单位：万元）

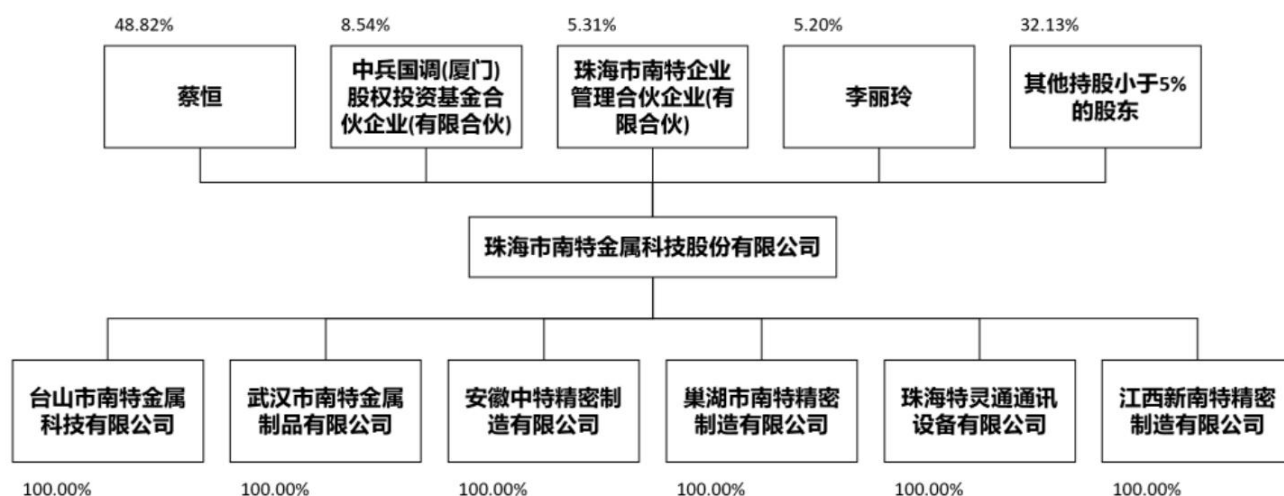
项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
安徽中特高端精密配件生产基地二期项目	30,046.01	24,731.23
珠海南特机加扩产及研发能力提升项目	8,050.85	3,868.80
合计	38,096.86	28,600.03

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2. 公司：精密机械零部件从家电走向汽车，2021-2024 年归母净利润 CAGR 为 17%

珠海市南特金属科技股份有限公司是一家主要从事精密机械零部件研发、生产和销售的高新技术企业。经过多年的发展创新与技术积淀，公司已形成从模具设计、熔炼铸造到精密加工的全套生产工艺，产品可应用于空调压缩机零部件、汽车零部件等细分领域。截至 2025 年 11 月 7 日，**蔡恒**直接持有公司 54,458,574 股股份，占发行前总股本的 48.82%，且担任公司董事长，是公司的**控股股东、实际控制人**。其他持有公司 5%以上股份的股东为李丽玲、中兵国调、南特合伙。

图表 4：蔡恒直接持有公司发行前总股本的 48.82%，是公司的控股股东、实际控制人

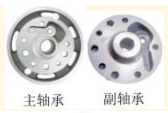


资料来源：公司招股书、华源证券研究所 注：截至招股说明书发布日，即 2025 年 11 月 7 日

2.1. 产品：2024 年公司精密件营收 8.0 亿元 (yoy+11%)

公司长期专注于空调压缩机零部件领域，产品覆盖**气缸、轴承、活塞、曲轴等压缩机核心零部件**。公司已与空调压缩机的前五强中的四家建立了稳定的合作关系，包括美的集团、格力电器等两大龙头企业，以及海立股份、松下电器等国内外知名厂商。经过多年的持续研发投入，公司在熔炼铸造材质及精密加工工艺方面均形成了深厚的技术积淀，可以根据客户的具体需求进行配套研发。此外借助公司在铸造及精密加工工艺形成的研发积累，近年来公司不断拓展产品在汽车领域的应用。公司通过了汽车行业 IATF16949 体系认证，并开发生产了**制动系统部件（制动钳体）、离合系统部件（压盘）等汽车零部件产品**。对华粤传动、东莞领峻等客户已实现批量供货，产品间接供应于大众、依维柯、五菱等汽车厂商；并开始对江铃博亚、湖北加倍等汽车零部件公司进行小批量送货或试样。公司先后获得广东省专精特新中小企业、广东省创新型中小企业、国家级高新技术企业等荣誉，公司研发中心被认定为“广东省工程技术研究中心”。截至招股说明书发布日，公司已取得**16 项发明专利，72 项实用新型专利**。

图表 5：公司主要产品包括压缩机零部件和汽车零部件

类别	产品名称	产品功能/用途	示例图
压缩机零部件	气缸	作用类似发动机的气缸，形状为环状。其结构复杂，加工精度要求高，是压缩机内部构件的支撑部件，同时也是做功执行机构的主要部件，其作用是为冷媒创造出密封空间，冷媒在此空间中完成压缩。	
	轴承	包括主轴承和副轴承。主轴承是曲轴的主支撑体，同时充当气缸上部的密封顶盖；副轴承是曲轴的副支撑体，在压缩机中充当气缸下部的密封底板，同时也是压缩机轴向止动支撑，起到类似止推轴承作用。	
	曲轴	也称为偏心轴，作用类似发动机的曲柄。是压缩机电机做功的输出轴，通过它电能转化为机械能，实现冷媒的循环压缩。	
	活塞	在压缩机中套着曲轴偏心轴旋转，曲轴动作时活塞外径沿着气缸内径滚动，起到循环压缩冷媒作用。	
	滑片	在气缸滑片槽中活动，尾部装弹簧，端部与活塞外径接触，顶着活塞外径，隔挡开冷媒低压腔与高压腔，与活塞配合使用。	
	隔板	使用在双缸压缩机中，能够让压缩机形成两个以上压缩腔，增加制冷量，是目前双缸压缩机的主要结构件。	
汽车零部件	压盘	压盘为汽车离合器系统的关键部件，是传递动力的介质，也是产生摩擦力的刚体，对于摩擦性能、抗拉强度、耐磨度、高温性能、抗金属疲劳等方面均有很高的要求，加工精度要求高、动平衡要求高，生产过程中对零部件的金属探伤工艺要求高。	
	支架	支架为汽车制动系统的关键部件，与钳体同为汽车制动器的组成部分。它是汽车中应力最为集中，承受变载压力最频繁的零件，对抗拉强度、抗金属疲劳等指标要求较高；同时，产品精密加工要求高，产品的形位公差等指标直接影响到产品性能，进而影响到车辆及人员安全。	
	钳体	钳体为汽车制动系统的关键部件，为汽车制动器上的组成部分。产品对材料要求严格，一般仅可使用强度较高的球墨铸铁铸件；同时对精密加工性能要求较高，尤其是矩形圈槽位置的加工精度要求很高。钳体作为汽车制动系统的关键部件，在确保车辆整体安全、人员安全方面发挥极为重要的作用。	

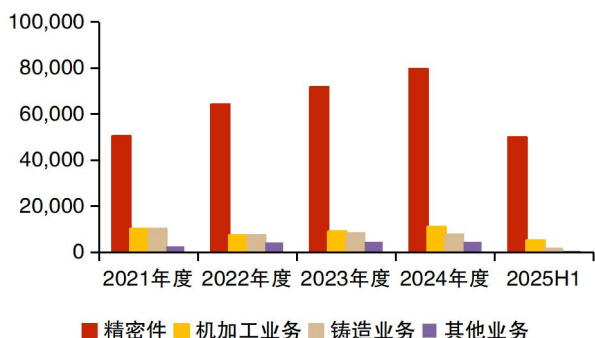
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

收入情况：2024 年公司精密件、机加工业务、铸造业务及其他业务的营收分别为 8.0 亿元、1.1 亿元、0.8 亿元和 0.5 亿元。铸件系公司将废钢、辅料等各类材料通过熔铸形成的产品，为精密件的前一工序产品；精密件则是对铸件做进一步精密加工，使零部件的精度达到客户要求，形成精密机械零部件，是公司的主要产品。从收入结构来看，**铸件系**精密件的前一工序产品，一般用于进一步加工成精密件，占比相对较低；**精密件系**通过对铸件进一步精密加工，使零部件的精度达到客户要求，为公司的主要产品，2022-2024 年占主营业务收入的比例均超过 80%，且收入持续增长，主要因为公司下游客户需求旺盛，且公司逐步开拓华东基地，产销规模持续增长。

毛利率情况：2024 年公司精密件、机加工业务及铸造业务的毛利率分别为 22.8%、42.2% 和 12.8%。产品结构方面，2022-2024 年公司铸件产品毛利率分别为 5.51%、9.33% 和 12.78%，呈现上升趋势，主要系受规模效应、材料价格波动、能源价格波动影响所致；2022-2024 年精密件产品毛利率分别为 20.55%、23.30%、22.38%，先升后降，主要与公司产能投放节奏有关。

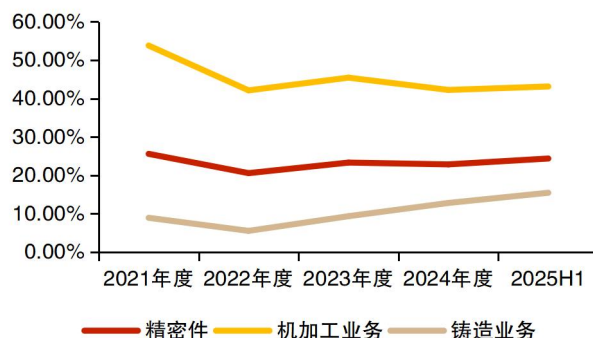
2025H1，公司精密件营收同比增长 26%，且主要业务毛利率均持续上升。

图表 6：2024 年公司精密件营收 7.97 亿元（单位：万元）



资料来源：iFinD、公司招股书、华源证券研究所

图表 7：2024 年公司精密件毛利率为 22.8%



资料来源：iFinD、公司招股书、华源证券研究所

2.2. 模式：客户包括美的集团、格力电器等，直接面向市场独立销售

公司主要采用**直销模式**进行产品销售，**直接面向市场独立销售**。公司主要下游客户为大型压缩机厂商，产品的销售价格主要按照“**原材料+加工费**”的模式确定，公司基于市场行情、成本费用、产能负荷及利润空间等因素综合评估后向客户报价，经双方谈判一致后执行。此后，产品价格会按照合同约定随原材料价格的波动进行调整，保证公司产品毛利处于合理水平。针对美的集团、格力电器、海立股份等大型压缩机厂商，公司采用**寄售（VMI）模式**进行销售，公司根据客户的需求计划将产品送至客户指定仓库，客户根据需求自行领用，双方约定定期按照实际领用情况进行结算。对于其他客户，公司采用**签收模式**进行销售，公司按照客户要求将产品交付至其指定地点，经客户签收确认后确认收入。公司已与空调压缩机的前五强中的四家建立了稳定的合作关系，包括美的集团、格力电器等两大龙头企业，以及海立股份、松下电器等国内外知名厂商。根据产业在线数据测算，**公司供应的压缩机零部件占美的集团、格力电器这两家龙头企业的份额分别约为 13%、30%**，公司已成为压缩机龙头企业的重要供应商。

2022-2024 年，公司向前五名客户合计销售额占当期销售总额的比例维持在 85%-90% 区间内，销售集中度较高，美的集团、格力电器、海立股份始终位列公司前五大客户。公司下游行业具有集中度较高的特点，以美的集团、格力电器为代表的龙头企业占据空调压缩机行业主要市场份额，且市场集中度呈逐年上升趋势。

图表 8：2022-2024 年公司向前五名客户合计销售额占比维持在 85%~90% 区间内

序号	客户	销售金额（万元）	年度销售额占比（%）	是否存在关联关系
2024 年度				
1	美的集团	46859	45.46	否
2	格力电器	36336	35.25	否
3	海立股份	2896	2.81	否
4	松下电器	2415	2.34	否
5	合肥新鑫	1980	1.92	否
	合计	90486	87.78	
2023 年度				

1	美的集团	43380	46.23	否
2	格力电器	31104	33.15	否
3	合肥新鑫	2209	2.35	否
4	同晋制冷	2202	2.35	否
5	海立股份	2127	2.27	否
合计		81021	86.35	
2022 年度				
1	美的集团	43496	52.17	否
2	格力电器	22879	27.44	否
3	海立股份	3284	3.94	否
4	润兴及其关联方	2518	3.02	否
5	同晋制冷	2189	2.63	否
合计		74366	89.2	

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2024 年公司归母净利润 9821.7 万元 (yoy+16.7%)

营收方面：2021 年–2024 年公司营收持续增长，2023 年营收达 9.4 亿元 (yoy+12.6%)，2024 年营收达 10.3 亿元 (yoy+9.9%)。营业收入持续增长，主要原因为：公司的主要下游空调、汽车等景气程度不断提升；公司围绕客户需求持续完善生产基地布局，产销规模持续增加。

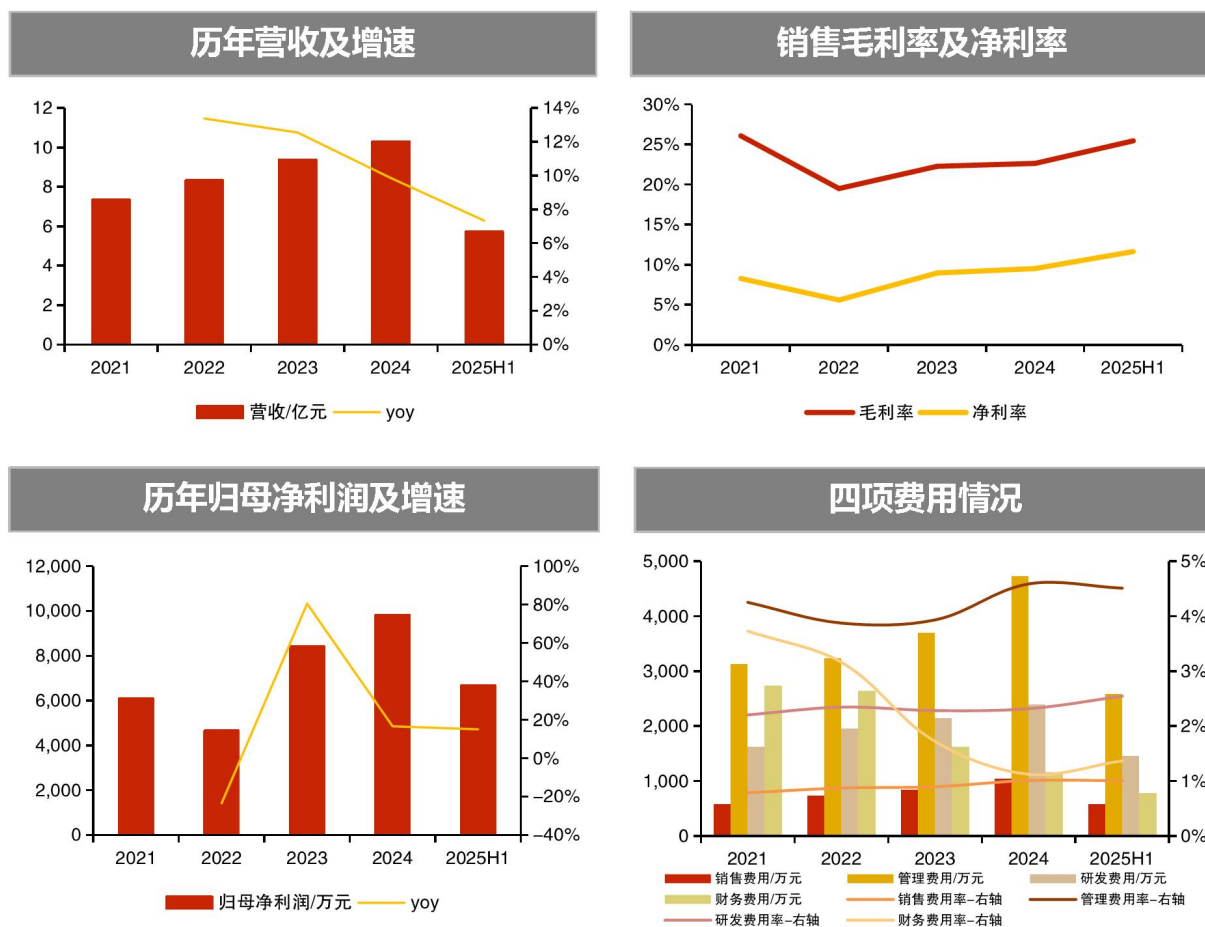
利润方面：公司归母净利润从 2021 年的 6091.7 万元增长至 2024 年的 9821.7 万元 (yoy+16.7%)，2021–2024 年年均复合增长率为 17.3%，公司净利率从 2021 年的 8.3%逐步增长至 2024 年的 9.5%。公司净利润变化的原因包括：①2023 年公司净利润较 2022 年有较大增长，主要系 2022 年受到宏观经济波动等因素的影响，公司下游的空调行业景气程度有所下降，导致公司的新建产能投放转化为销售的速度低于预期；此外公司的华东基地新建投产，新基地投产初期工艺尚在不断优化，且产能利用率相对较低，故生产成本也相对较高。②2023 年以来，由于我国空调、汽车等行业的需求较为旺盛，下游客户需求大幅上升，同时受规模效应、材料价格变动及电价降低的影响，净利润有所增长。

盈利能力方面：2022 年–2024 年公司毛利率分别为 19.51%、22.28%、22.65%，其中 2022 年毛利率较低，其余年份毛利率总体较为接近，主要受到公司材料价格、能源价格、新建产能及订单情况等的影响；公司各期毛利率与可比公司平均毛利率较为接近，不存在显著异常。

成本管控方面：2022–2024 年公司期间费用率分别为 10.26%、8.84%及 9.04%，整体较为稳定。

2025H1 公司营收为 5.7 亿元 (yoy+7.3%)、归母净利润为 6673.3 万元 (yoy+15.1%)。

图表 9：2025H1 公司归母净利润为 6673.3 万元（yoy+15.1%）



资料来源：iFinD、公司招股书、华源证券研究所

3. 行业：空调与冰箱需求带动压缩机需求量，汽车产业升级驱动精密金属部件增长空间

3.1. 产业：2024 年我国旋转式压缩机产量已达到 2.95 亿台

➤ 精密机械零部件行业概况

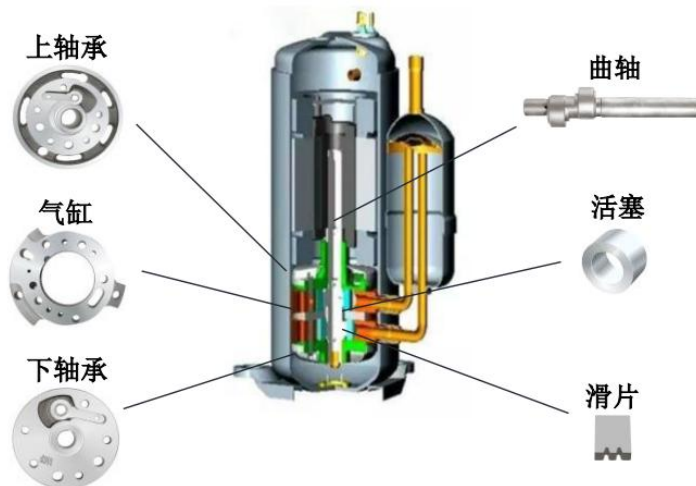
精密机械零部件指综合运用高精密机械成型工艺、精密检测等现代技术，将金属材料加工成具有较高精度的、预定设计参数的零部件。精密机械零部件既具有加工精度高、尺寸公差小、表面光洁度高等精密特点，也具有尺寸稳定性高、抗疲劳与抗衰减性能好等金属零件的特点。精密机械零部件通常在仪器、设备及精密部件中承担一定的功能性，如电子元器件连接、零件铰链、信号传输、弹性接触、支撑、紧固、电磁屏蔽等，广泛应用于家用电器、交通运输、科学仪器、医疗器械等行业。随着家用电器、交通运输、科学仪器、医疗器械等行业的发展，对产品的微型化、高精度、尺寸稳定性、抗疲劳等特性要求越来越高。以家用空调及汽车空调压缩机为例，压缩机工作时内部高压且高速旋转，对主要零部件的工作面精度要求极高（达 μm 级别）。下游市场对高端精密机械零部件需求急速增长，促进了精密机械零部件制造行业的快速发展。

精密机械零部件制造是各类精密仪器设备生产制造的基础，其发展程度和一个国家的科技水平和制造业发达程度紧密相关。早期精密机械零部件制造业被欧美、日本等工业发达国家垄断，中国制造企业多数处于非核心产品外包代加工和学习阶段。近年来，在全球经济一体化和国际产业转移进程加快的背景下，产业链终端的大型企业为提高市场反应速度、提升研发效率、降低生产采购成本，开始寻找与培育有精密加工能力、有严格的质量控制能力、有自主研发能力以及响应速度快的零部件供应商。我国零部件制造企业通过吸收引进与自主创新，涌现出一批以精密制造技术与精细质量管理为核心能力，可以协同产业链配套企业进行共同研发的优秀企业，精密机械零部件行业得到了长足的发展。

➤ 压缩机精密零部件行业

压缩机是一种将低压气体提升至高压气体的从动机械装置，广泛应用于工业、商业和家庭中。其中在家电领域，压缩机为空调、冰箱、冷柜、热泵热水器、抽湿机、干衣机等家电的关键设备。其中，旋转式压缩机为压缩机的最主要种类之一，尤其是在小功率、低制冷量的家用空调、轻商用空调、除湿机等应用领域，已基本形成了以旋转式压缩机为主导的压缩机市场格局。

图表 10：公司产品涵盖了旋转式压缩机主要零部件



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

根据产业在线数据，2024 年我国旋转式压缩机产量已达到 2.95 亿台，其中美芝压缩机（美的集团全资子公司）、凌达压缩机（格力电器全资子公司）、海立股份为国内压缩机前三强。空调为旋转式压缩机的主要应用领域，在该领域，上述压缩机厂商的产品除用于自有品牌外，还外供给其他空调品牌。

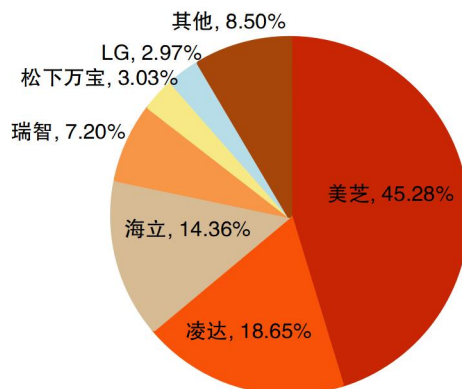
图表 11：主要压缩机厂商与终端空调客户合作情况

压缩机厂商	2024 年市场占有率	主要下游客户
美芝压缩机(美的集团全资子公司)	45.28%	美的集团、海信科龙、奥克斯、长虹、TCL、志高、富士通等
凌达压缩机(格力电器全资子公司)	18.65%	格力电器、TCL、奥克斯、长虹等
海立股份	14.36%	格力电器、美的集团、海尔集团、小米集团、海信科龙等

资料来源：产业在线、公司招股书、华源证券研究所

我国是全球最主要的旋转式压缩机产地，年产旋转式压缩机接近全球产量的 95%，同时，我国旋转式压缩机的行业集中度较高。2024 年，我国旋转式压缩机企业的销售占比中，美芝份额超 45%、位居第一，此外凌达和海立份额都超过 10%。

图表 12：2024 年我国旋转式压缩机企业的销售占比情况



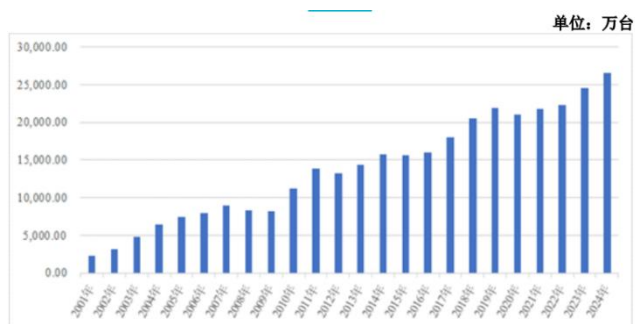
资料来源：产业在线、公司招股书、华源证券研究所

➤ 下游之一：家电行业发展情况

中国家电行业的发展经历了从快速扩张到技术创新和品牌升级的过程。在这一过程中，压缩机作为家电产品的关键部件，其技术进步和市场增长与整个家电行业的发展密切相关。其中，**空调、冰箱作为压缩机的两大主要下游产品，其市场变化对压缩机整体市场规模有较大的影响。**

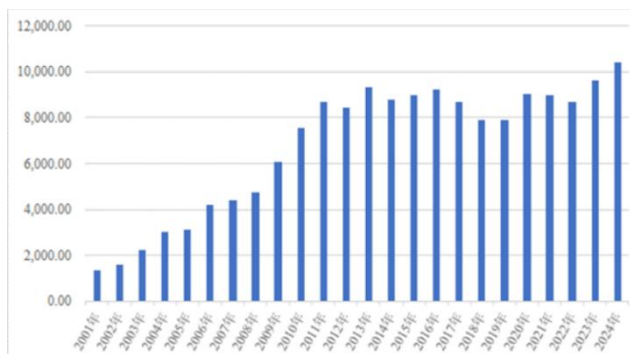
受益于国内经济的快速增长及城镇化比率的逐步提升，人民收入水平及生活水平不断上升，带来了对生活居住环境舒适度要求的提高，我国空调与冰箱市场整体保持增长态势。**1) 空调：**国家统计局数据显示，我国空调总产量由 2001 年的 2,312.88 万台增长为 2024 年的 26,598.44 万台，2001 年至 2024 年年均复合增长率为 11.20%；同时一批知名国产空调品牌在国内市场取得了领先的市场份额后，又逐步向国外市场拓展，根据产业在线统计，2023 年我国家用空调外销数量达 6,958.6 万台，占家用空调整体销量的比例超过 40%，外销已成为我国空调销售重要的增长极。**2) 冰箱：**随着冰箱变频化、智能化等方面的技术进步，以及冰箱出口销售取得较大进展，近年来（2019-2024 年）我国冰箱产量由 7,904.30 万台增长至 10,395.74 万台，累计增长了 31.52%。

图表 13：中国空调产量持续较快增长



资料来源：国家统计局、公司招股书、华源证券研究所

图表 14：中国冰箱产量近年来开启新一轮增长（万台）

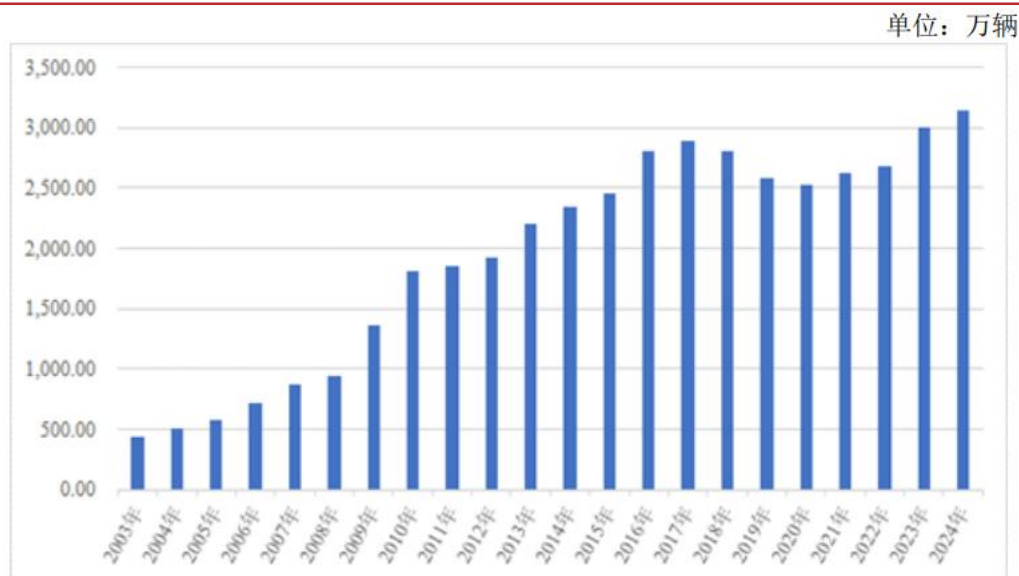


资料来源：国家统计局、公司招股书、华源证券研究所

➤ 下游之二：汽车行业发展情况

汽车是我国国民经济的重要支柱产业，在我国国民经济中起到举足轻重的作用，也是现代高端制造业的代表。为保障出行安全并提供良好的用户体验，汽车的多个零部件均有较高的精密度及强度要求，如应用于汽车动力系统的发动机部件、刹车盘部件、离合器部件，应用于汽车框架系统的导轨、门锁、升降器，应用于汽车管路系统的精密管道等。改革开放以来，我国汽车产销量保持增长态势，至 2017 年实现汽车销量 2,887.89 万辆。之后，受到国际经济形势波动、国民经济结构性调整、车辆购置优惠政策退出等因素影响，我国汽车产销量出现短暂下滑；2021 年以来，受益于新能源汽车市场的快速增长，我国汽车销量恢复增长趋势，**2023、2024 年连续创下历史新高，其中 2024 年汽车销量达 3,143.60 万辆。**

图表 15：2024 年中国汽车销量达 3,143.60 万辆



资料来源：中国汽车工业协会、Wind、公司招股书、华源证券研究所

随着环境保护意识的提高和全球各国政府的积极倡导，可持续发展成为世界经济发展的一致共识，汽车作为传统的碳排放单位，在时代发展诉求下加速电动化转型，逐步得到了消费者的认可，新能源汽车替代燃油车已成为全球趋势。在国家一系列产业政策的支持与驱动下，我国新能源汽车市场持续增长。根据中国汽车工业协会数据，2024 年我国新能源汽车销量为 1,286.59 万辆，同比增长 35.50%，2020 年至 2024 年年复合增长率为 75.14%；新能源汽车渗透率达 40.92%，高于上年同期 9.38 个百分点，较 2020 年增长 35.53 个百分点。

图表 16：2024 年我国新能源汽车销量为 1,286.59 万辆，同比增长 35.50%



资料来源：中国汽车工业协会、公司招股书、华源证券研究所

长远来看，我国汽车行业仍有较大发展空间，主要体现在我国千人汽车保有量仍低于发达国家平均水平。根据国家统计局发布的《中华人民共和国 2023 年国民经济和社会发展统计公报》，2023 年末全国民用汽车保有量为 33,618 万辆，比上年末增加 1,714 万辆，根据 2023 年末全国总人口数 140,967 万人测算，截至 2023 年末我国千人汽车保有量约为 238.48 辆/千人，与欧美日等发达国家平均超过 500-800 辆/千人的平均水平相比差距较大。随着我

国宏观经济持续向好，在我国道路基础建设日益完善、国民消费水平不断提升的情况下，伴随着我国一系列促进新能源汽车市场发展的政策出台，我国汽车市场未来仍有较大的发展空间。受汽车行业持续回暖的影响，以及我国企业技术水平提升带来汽车零部件行业的国产化率不断提升，未来我国汽车零部件行业有望保持较好的增长。

3.2. 可比公司：主要包括华翔股份、联合精密、百达精工等

公司主要从事精密机械零部件的研发、生产和销售，产品主要应用于压缩机零部件、汽车零部件等细分领域，公司根据下列标准对同行业可比公司进行选取：（1）A 股上市公司，且根据《中国上市公司协会上市公司行业统计分类指引》与公司属于相同或相近行业分类；（2）经营正常，不包括 ST、*ST、拟摘牌的上市公司；（3）主营业务、主要产品及上下游所属领域与公司相同或相似。综合考虑上述因素，公司选取**华翔股份（603112.SH）**、**联合精密（001268.SZ）**、**百达精工（603331.SH）**作为同行业可比公司。

图表 17：公司同行业可比公司主要包括华翔股份、联合精密、百达精工

项目	华翔股份	联合精密	百达精工	南特科技
主营业务	主要从事各类定制化金属零部件的研发、生产和销售	主要从事精密机械零部件的研发、生产及销售	主要从事各类压缩机零部件、汽车零部件的研发、制造和销售	从事精密机械零部件研发、生产和销售
应用领域	白色家电、工程机械、汽车零部件等领域	空调压缩机、冰箱压缩机、汽车零部件及其他机械	空调、热水器、除湿机等电器及汽车等	空调压缩机零部件、汽车零部件等细分领域
前五大客户	格力电器、美的集团、瑞智、丰田、尼得科	美的集团、格力电器、雨微制冷、同晋制冷、长虹华意	法雷奥、海立股份、美的集团、格力电器、瑞智	美的集团、格力电器、松下电器、同晋制冷、海立股份

资料来源：各可比公司官网及定期公告等、公司招股书、华源证券研究所 注：同行业可比公司未披露近期前五大客户情况，华翔股份为 2021 年 1-6 月数据、联合精密为 2021 年数据、百达精工为 2019 年 1-6 月数据。

4. 申购建议：精密机械零部件优质标的，建议关注

公司多年来围绕精密机械零部件领域，深挖上下游产业链，是行业内极少数覆盖了轴承、气缸、曲轴、活塞、滑片等压缩机精密机械零部件全部加工流程的专业零部件生产商。公司主要的精密加工件的产能利用率均已处于较高水平，同时随着未来下游空调压缩机市场需求的进一步扩大，以及产品技术水平的进一步提升，募投项目有望提高公司现有产能、扩大生产规模，以满足未来持续增长的市场需求，提升公司产品的市场占有率。可比公司最新 PETTM 均值为 30.6X，建议关注。

图表 18：可比公司最新 PE TTM 均值为 30.6X（数据截至 2025.11.7）

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元
华翔股份	603112.SH	96.10	18.0	38.28	47,056
联合精密	001268.SZ	31.70	39.2	7.51	7,146
百达精工	603331.SH	24.69	34.6	15.35	3,302
	均值	50.83	30.60		
	中值	31.70	34.60		
南特科技	920124.BJ	—	—	10.31	9,822

资料来源：Wind、华源证券研究所

5. 风险提示

下游行业波动风险：公司主要产品包括压缩机零部件、汽车零部件等，多应用于家电行业及汽车行业，公司产品的市场需求与下游行业的发展状况及宏观经济环境具有较强的关联性。下游家电行业及汽车行业的销量变化、价格波动对公司的经营业绩有着重要影响。如未来国家宏观经济环境发生较大不利影响，下游行业的景气程度受行业政策、供需变化等原因发生不利变化，或公司主要客户经营情况出现不利变动，导致公司进一步发展受限，将对公司业绩产生不利影响。

客户集中度较高的风险：2022-2024 年，公司收入和利润主要来源于对压缩机厂商的销售，产品结构较为单一。尽管公司目前已经拥有生产适用于其他下游应用领域的技术及能力，但相关产品销售尚未形成较大规模、未占领一定的市场份额。如果未来宏观经济或者下游市场环境发生重大不利变化，将对公司的生产经营和业绩带来不利影响。

募投项目产能消化的风险：2022-2024 年公司安徽中特生产基地尚无铸造产能，本次募投项目将新增铸件年产能 3.15 万吨，用于填补安徽中特生产基地产能缺口。公司结合行业发展情况及下游客户未来扩产计划，拟在安徽中特、珠海南特生产基地新增精密件年产能 4,165.60 万件，以满足公司对下游客户配套扩产的产能需求。由于相应产能的消化需要相应订单的支持，在项目实施过程中和项目实际建成后，若下游市场景气程度、行业相关政策、行业竞争格局等发生不利变化，导致客户扩产进度或公司订单情况等不达预期，将对募投项目产能消化造成不利影响，存在产能无法被消化的风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。