

## 国内优质曲轴配套商，抢抓机遇，成长可期

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司混动曲轴与精密锻造毛坯业务增长强劲，24H1 对应产品销售额合计同比+70%。当前混动需求旺盛且有望持续，公司业绩或将受益于此实现快速增长。此外，公司加强海外拓展，助力公司打开成长空间。2) 公司新能源电驱齿轮业务已实现比亚迪等项目量产，其他轴齿类项目正在拓展中。此外，公司在机器人减速器领域有所突破，或成为重要增长点。3) 公司发布股权激励计划，24/25/26 年业绩考核目标对应扣非后净利润不低于 1.5/2.2/3.0 亿元，对新能源电驱齿轮业务提出 0.3/1.6/3.0 亿元(或 24-25 年累计收入 1.9 亿元, 25-26 年累计收入 4.9 亿元) 收入目标，充分显示公司向新能源转型的信心与决心。
- 公司曲轴优势地位突出，积极开拓海外新空间。** 23 年公司曲轴业务毛利率达 29.7%，同比+3.5pp，位于行业前列。公司布局精密锻件毛坯，22/23/24H1 年公司毛利率分别为 20.6%/23.8%/24.0%，同比-5.1pp/+3.2pp/+1.3pp，降本增效效果明显。公司成功打开海外市场，24H1 与沃尔沃、宝马等客户接触，后续或有定点落地。大型曲轴方面，24H1 公司配套 MTU 和瓦锡兰产品的销售额同比分别增长 52%/33%，预计后续海外市场将成为新成长空间。
- 新能源业务齐放量，持续开拓新业务。** 公司开发混动曲轴产品，将新建 4 条总产能达 100 万根的新能源混动曲轴生产线并于 25 年 5 月底前陆续投产。新能源齿轮方面，客户覆盖比亚迪、联合电子、吉利等。同时，公司也在积极接触舍弗勒、比亚迪 DM5.0 等轴齿类项目。此外，公司在机器人减速器产品上已获得相应成果，后续将积极拓展机器人减速器产品定点项目。
- 公司发布股权激励计划，26 年扣非后净利润达 3.0 亿元。** 本次激励对象分为两类，第一类是董事及高级管理人员、中层管理人员及其他核心人员，24/25/26 年业绩考核目标对应扣非后净利润不低于 1.5/2.2/3.0 亿元；第二类为新能源电驱齿轮业务板块核心管理人员，24/25/26 年除上述业绩考核目标外，提出 0.3/1.6/3.0 亿元(或 24-25 年累计收入 1.9 亿元, 25-26 年累计收入 4.9 亿元) 收入目标，由此可见公司拓展新能源电驱齿轮领域的坚定决心。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计未来 3 年归母净利润复合增长率为 43.8%，给予公司 2025 年 18 倍 PE，目标价 6.30 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争风险；原材料价格波动风险；下游客户销量不及预期风险；政策调整风险；贸易摩擦风险等。

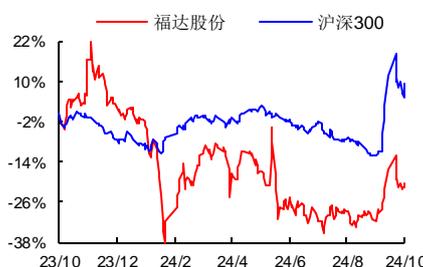
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1352.32	1644.24	2294.20	2879.55
增长率	19.18%	21.59%	39.53%	25.51%
归属母公司净利润(百万元)	103.53	155.37	226.18	307.74
增长率	57.85%	50.07%	45.57%	36.06%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.24	0.35	0.48
净资产收益率 ROE	4.47%	6.34%	8.54%	10.58%
PE	33	22	15	11
PB	1.46	1.38	1.27	1.16

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.46
流通 A 股(亿股)	6.39
52 周内股价区间(元)	4.17-8.3
总市值(亿元)	33.73
总资产(亿元)	37.08
每股净资产(元)	3.62

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：三十年深耕高端制造行业，顺应时代开拓新能源市场</b>	<b>1</b>
<b>2 行业分析：汽车行业电动化程度加深，轴/齿行业迎来新机遇</b>	<b>5</b>
2.1 混动车型销量增长，推动曲轴行业可持续发展	5
2.2 汽车产业电动化，齿轮行业迎来新机遇	8
<b>3 公司分析：公司紧抓行业变革，传统与新能源并重</b>	<b>10</b>
3.1 曲轴盈利能力领先同行，积极开拓海外市场	10
3.2 布局精密锻件业务，助力降本增效	12
3.3 持续拓展新能源市场，股权激励彰显企业信心	14
<b>4 财务分析</b>	<b>17</b>
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>20</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图 目 录

图 1: 福达股份发展历程.....	1
图 2: 公司主要产品.....	2
图 3: 公司部分荣誉证书.....	2
图 4: 公司历年营业收入及增速.....	3
图 5: 公司历年归母净利润及增速.....	3
图 6: 公司股权结构.....	4
图 7: 公司组织架构.....	4
图 8: 曲轴产品样图.....	5
图 9: 曲轴在内燃机内部的结构图.....	5
图 10: 增程式混合动力系统简图.....	6
图 11: 插电式混合动力系统简图.....	6
图 12: 2003 年以来汽车销量.....	6
图 13: 2015 年以来新能源汽车销量及渗透率.....	6
图 14: 2015 年以来纯电车销量.....	7
图 15: 2015 年以来插混车销量.....	7
图 16: 2023 年中国内燃机细分领域占比.....	8
图 17: 2016 年以来乘用车、商用车内燃机销量情况.....	8
图 18: 齿轮应用范围.....	9
图 19: 不同齿轮精度级别及其应用.....	9
图 20: 公司各产品营业收入 (亿元).....	10
图 21: 公司营业收入按产品构成 (未计其他业务).....	10
图 22: 主要可比公司曲轴销量情况 (万件).....	10
图 23: 主要可比公司曲轴毛利率情况.....	10
图 24: 公司历年国际业务营业收入及增速.....	12
图 25: 分地区主营收入构成.....	12
图 26: 公司精密锻件 (含曲轴毛坯) 产量.....	12
图 27: 公司精密锻件 (含曲轴毛坯) 销量.....	12
图 28: 公司精密锻件 (含曲轴毛坯) 营收走势.....	13
图 29: 商用车历年销量情况.....	13
图 30: 重卡历年销量情况.....	13
图 31: 比亚迪新能源汽车销量情况.....	15
图 32: 奇瑞集团汽车销量情况.....	15
图 33: 理想汽车销量情况.....	15
图 34: 赛力斯汽车销量情况.....	15
图 35: 工业机器人成本结构.....	16
图 36: 工业机器人各环节毛利率.....	16
图 37: 公司与可比公司毛利率 (%).....	17
图 38: 公司与可比公司净利率 (%).....	17
图 39: 公司与可比公司销售费用率 (%).....	18

图 40: 公司与可比公司管理费用率 (%) .....	18
图 41: 公司与可比公司研发费用率 (%) .....	18
图 42: 公司与可比公司财务费用率 (%) .....	18
图 43: 公司与可比公司总资产报酬率走势 (%) .....	18
图 44: 公司与可比公司净资产收益率 (平均) 走势 (%) .....	18
图 45: 公司与可比公司资产负债率走势 (%) .....	19
图 46: 公司与可比公司流动比率走势 .....	19
图 47: 公司与可比公司总资产周转率 (次) .....	19
图 48: 公司与可比公司存货周转率 (次) .....	19
图 49: 公司在建工程 .....	20
图 50: 公司资本性开支 .....	20

## 表 目 录

表 1: 公司主要客户情况 .....	3
表 2: 中国曲轴市场主要竞争者 .....	7
表 3: 2023 年中国曲轴市场规模测算 .....	8
表 4: 公司传统曲轴业务拓展情况 .....	11
表 5: 2023 年公司分产品产能情况 .....	15
表 6: 分业务收入及毛利率 .....	21
表 7: 可比公司估值 (截止 2024.10.18 收盘) .....	22
附表: 财务预测与估值 .....	23

# 1 公司概况：三十年深耕高端制造行业，顺应时代开拓新能源市场

公司多年深耕高端制造业，业务架构持续完善。福达股份长期专注于曲轴和锻造主业，前身是成立于1995年的桂林汽车零部件总厂；2000年12月，桂林汽车零部件总厂改制为桂林福达汽车部件有限公司，公司走向快速发展之路；2002年10月，公司成立清华—福达汽车系统技术开发研究院，强化技术研发能力；2003年之后先后成立桂林福达曲轴有限公司、襄阳福达东康曲轴有限公司、桂林福达齿轮有限公司、桂林福达重工锻造有限公司、武汉福达曲轴有限公司、上海福达汽车零部件销售有限公司等子公司，逐渐形成当前业务架构，采用专业化分工生产模式，并以就近供货原则在主要商用车产地布局产能。

布局大型曲轴、新能源齿轮，强化公司竞争力。2014年11月27日，桂林福达股份有限公司在上交所成功上市。2018年2月，公司与全球大型曲轴生产领导者德国阿尔芬凯斯勒有限公司在桂林成立福达阿尔芬大型曲轴有限公司，快速扩大了公司大型曲轴产品业务市场。2022年5月，公司布局新能源相关领域业务，成立新能源电驱科技分公司。2022年10月，福达股份新能源事业部揭牌成立，致力于在新能源汽车、储能及清洁能源等领域取得相关突破，为公司向新能源业务转型发展打下坚实基础。2023年8月，新能源电驱系统高精精密齿轮项目正式投产，公司持续加大对新能源汽车关键零部件的投资，为我国新能源混合动力汽车的高速发展做出了积极贡献。

图 1：福达股份发展历程

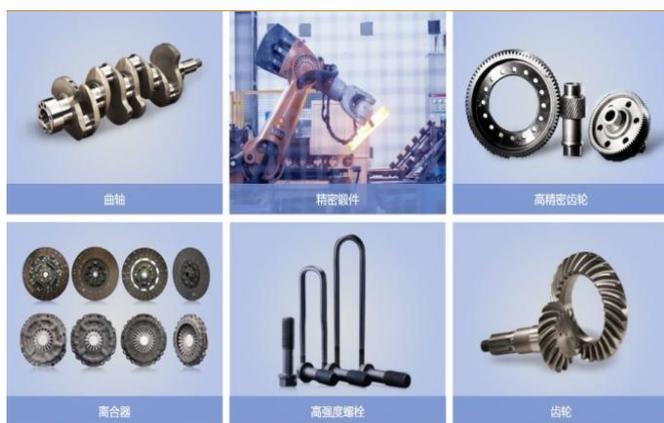


数据来源：公司官网，西南证券整理

**工艺技术水平先进，行业竞争优势显著。**公司搭载国内先进装备，积极引进海外先进设备及生产线，掌握轴颈及圆角淬火、圆角滚压等多项核心技术，覆盖各产品研发、生产、试验及检测的全过程，工艺技术与产能规模具有显著优势。公司技术专业化水平深受行业认可，被认定为国家高新技术企业，先后荣获专精特新“小巨人”企业、2022 中国机械 500 强、桂林十佳优秀民营企业等荣誉称号。

**公司产品布局涉及曲轴、离合器、齿轮、精密锻件等，产品矩阵相对完善。**  
**曲轴：**搭载曲轴法兰孔、轴承孔专机、油孔柔性加工专机等国内顶尖专用设备，配备英国 LANDIS 双主轴 CBN 数控随动磨床、德国 JUNKER 3 主轴 CBN 数控随动磨床、日本 HORKOS 加工中心等一流数控加工设备，拥有美国 ADCOLE 曲轴综合测量仪、美国 HEXAGON 三坐标测量仪、英国 TAYLORHOBSON 轮廓度仪等高精度检测设备。近年来，公司已建成 6 条曲轴全自动生产线，并掌握国内领先的圆角滚压、圆角淬火强化处理技术。  
**离合器：**引进达到国际一流水平的奥地利 AICHELIN 热处理生产线，并组建了离合器装配、检测生产线，其水准亦处于行业前列。配备离合器耐高速性能试验机、盖总成高精度综合性能检测机、整车噪音振动测试机、从动盘高精度扭转特性检测机等先进的实验和检测设备，并建有 5 条离合器自动化装备、检测生产线。  
**齿轮：**拥有德国 KLINGELNBERG C27 数控铣齿机、L60 数控研齿机、T60 齿轮综合检查机等国际先进装备，以及国内领先的全数控螺旋锥齿轮干切机、研齿等齿轮加工设备。引进具有国际一流水平的奥地利 AICHELIN 全自动可控气氛环形热处理生产线，可自动完成齿轮的渗碳、直淬、压淬、清洗、回火等关键工序的处理。  
**高精密齿轮：**引进德国、法国、瑞士、西班牙、美国、日本、韩国等国家的克林贝格齿轮检测中心、霍夫勒磨齿机、普瑞威玛珩齿机等先进装备，组建行业一流的新能源汽车电驱动系统高精密齿轮数智化生产线。拥有抗扭曲、三截面等高精密加工技术，以及在基于动态噪声分析基础上对磨齿工艺参数进行闭环控制的先进技术。  
**精密锻件：**引进俄罗斯、德国、美国、芬兰、日本、韩国等多个国家最先进的装备，建成有 14000 吨、12500 吨、8000 吨、6300 吨、4000 吨（两条）等 6 条热模锻生产线，具备突出的毛坯锻件自产能力。同时，引进德国 DMG 五轴数控加工中心等尖端的高速加工设备，配备海克斯康桥式三坐标测量机、模具仿真等软硬件系统，从模具设计到加工制造全面实现 CAM，满足公司高水准的锻件生产模具需要。

图 2：公司主要产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：公司部分荣誉证书



数据来源：公司官网，西南证券整理

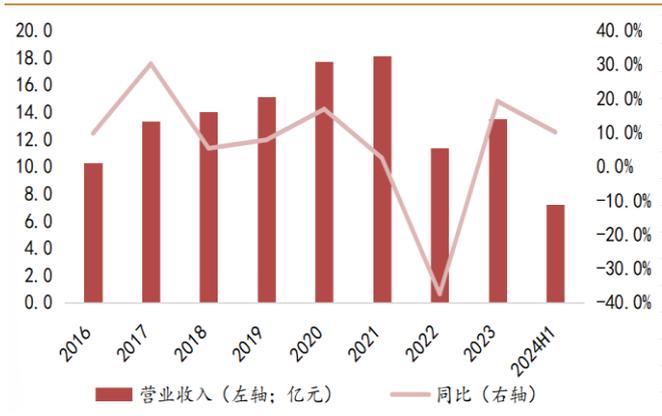
**“产品+市场”双重布局，积累丰富客户资源。**公司产品主要配套范围已涵盖商用车、传统乘用车、新能源汽车、农业机械、工程机械、船舶，同时通过合资公司正在加大拓展船用发动机曲轴产品等非道路用发动机曲轴配套业务。公司凭借多年的专业生产经验和突出的技术、规模优势，得到了各大发动机和整车生产企业的高度认可，配套规模逐年提高，多年来获得了多家配套厂商颁发的核心供应商、年度优秀供应商等称号，部分产品取得了配套厂商特定系列产品的独家配套资格。公司产品与国外产品相比，具有性价比高的优势，部分产品已经进入国际知名厂商汽车及内燃机零部件采购体系。同时，公司积极抢占国内汽车市场自主品牌日益崛起这一市场机遇，致力于与其建立紧密的合作关系，公司部分产品为国内自主品牌汽车提供配套服务，通过不断提供高品质的产品和服务来确保市场领先地位。

**表 1：公司主要客户情况**

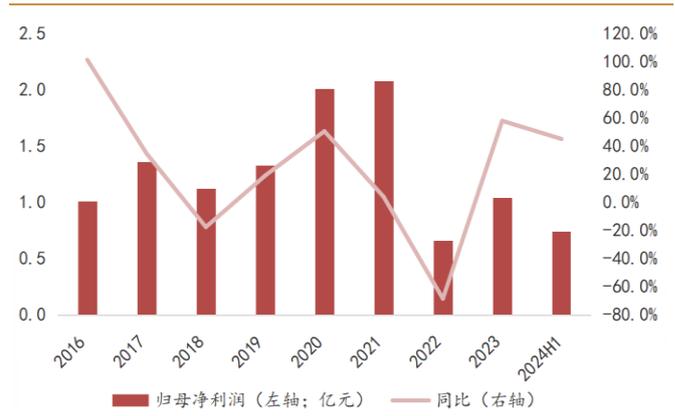
企业类型	主要客户
整车企业	比亚迪汽车、吉利汽车、理想汽车、小康动力、长城汽车、宝马、奔驰、沃尔沃、日产、中国重汽、陕西重汽、东风柳汽、上汽红岩、北汽福田、江淮汽车、东风商用车、东风股份、郑州日产、郑州宇通
发动机企业	东风康明斯、福田康明斯、广西康明斯、安徽康明斯、日本日野中国公司、上海日野、日本洋马中国公司、MTU、玉柴股份、东风商用车、玉柴联合动力、云内动力、五菱柳机、绵阳新晨动力
工程机械企业	三一重工、柳工、徐工集团、中联重科等
车桥生产企业	陕西汉德车桥、柳州方盛车桥、红岩车桥等

数据来源：公司公告，西南证券整理

**2023 年以来公司业绩保持高速增长。**2016-2023 年公司营业收入由 10.2 增至 13.5 亿元，年复合增速为 4.0%，其中，其中，2022 年受宏观经济环境和商用车市场产销量下滑等多种因素冲击，公司营业收入和归母净利润均出现大幅下降，2022 年营业收入 11.3 亿元，同比下降 37.5%，归母净利润为 0.7 亿元，同比下降 68.5%。2023 年伴随国内经济以及车市的发展，实现营业收入 13.5 亿元，同比增长 19.2%，归母净利润 1.0 亿元，同比增长 57.9%。2024H1 公司营业收入 7.2 亿元，同比增长 10.1%，归母净利润 0.7 亿元，同比增长 45.0%。

**图 4：公司历年营业收入及增速**


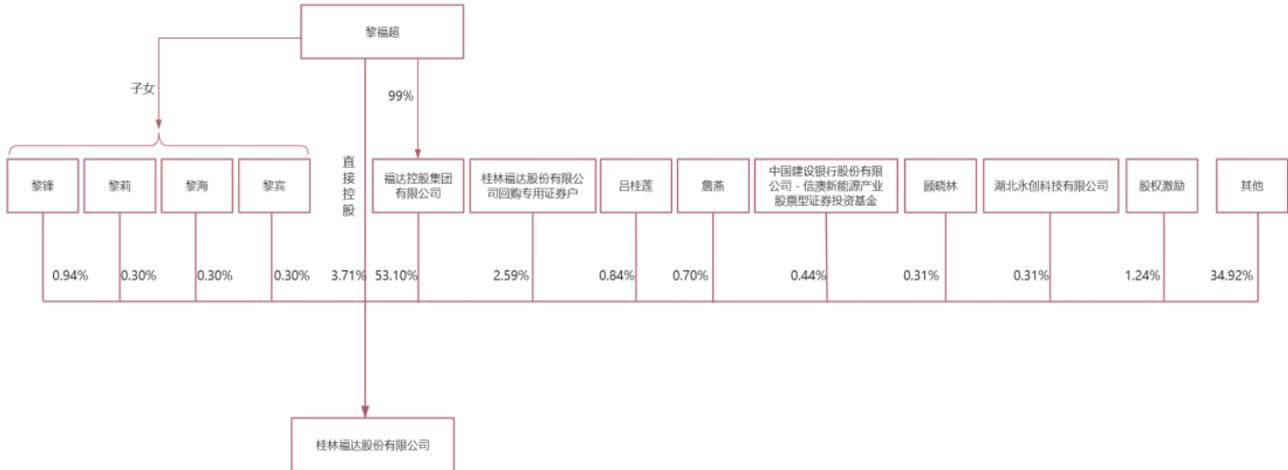
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

**图 5：公司历年归母净利润及增速**


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

**公司股权稳定，实控人控制权稳固。**公司第一大股东为福达控股集团有限公司，持股比例 53.10%，公司实际控制人为黎福超先生，前十大股东中有四位为黎福超子女，与黎福超构成一致行动人，股权结构清晰集中，控制力强。截止 2024H1，黎福超先生直接持有公司股份总数的 3.71%，同时还持有福达集团 99.00% 的股权，实控人对公司有较强控制力。

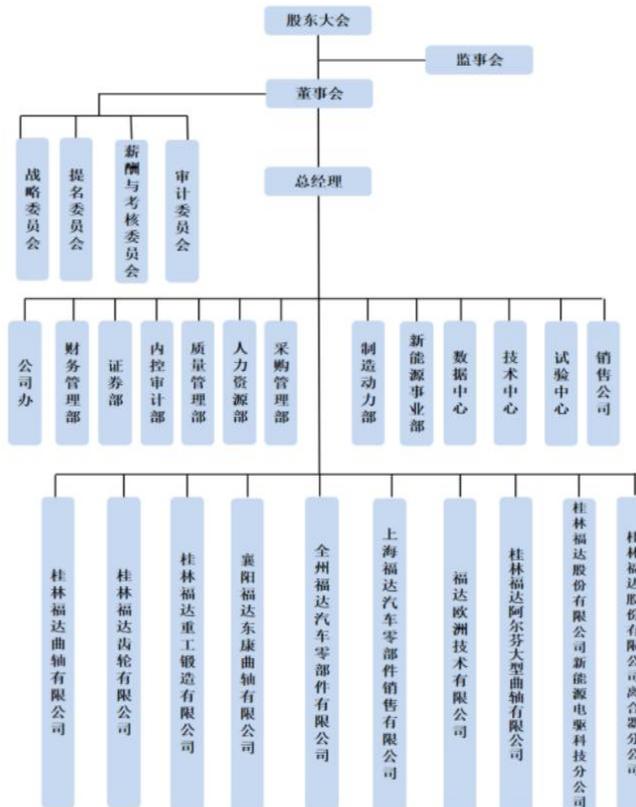
图 6：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：截止至 2024 年 9 月 30 日）

**管理结构清晰，各子公司分工明确。**公司及全资子公司采用专业化分工生产模式：桂林曲轴公司、襄阳曲轴公司、长沙曲轴公司从事曲轴加工业务；桂林齿轮公司从事螺旋锥齿轮业务；离合器分公司从事离合器业务；福达锻造公司从事精密锻件业务；全州部件公司从事高强度螺栓业务；公司与 ALFING 共同设立的合资公司福达阿尔芬公司从事船机曲轴等大型曲轴业务；新能源电驱科技分公司从事新能源电驱齿轮业务。

图 7：公司组织架构



数据来源：公司官网，西南证券整理

## 2 行业分析：汽车行业电动化程度加深，轴/齿行业迎来新机遇

### 2.1 混动车型销量增长，推动曲轴行业可持续发展

曲轴是内燃机五大核心零部件之一，行业壁垒较高。内燃机五大核心零部件分别是缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴，曲轴的作用是与连杆配合，将作用在活塞上的气体压力转变为旋转动力，通过飞轮传递给底盘机构。曲轴按照材质区别可以分为锻钢曲轴和球墨铸铁曲轴。相比球墨铸铁曲轴，锻钢曲轴具有较高的综合机械性能和更高的抗疲劳强度，故为了获得更好的可靠性，汽车柴油发动机大都采用锻钢曲轴。由于曲轴对内燃机的可靠性起着决定性的影响，所以内燃机生产企业对其曲轴供应商有着严格的要求。目前国内曲轴厂家较多，但规模、质量、技术水平差别较大，只有少数企业生产位于高端市场的汽车发动机曲轴，其余均生产4缸以下的中小型发动机曲轴（来源：公司招股说明书）。同时，随着国内环保要求日益提高以及商用车升级换代，主机厂以及客户对发动机的节油、降噪、可靠性、寿命长短都提出了更高要求，因此，长期来看曲轴的高端主机配套市场会越来越向规模较大、技术先进的企业集中。

图 8：曲轴产品样图



数据来源：公司公告，西南证券整理

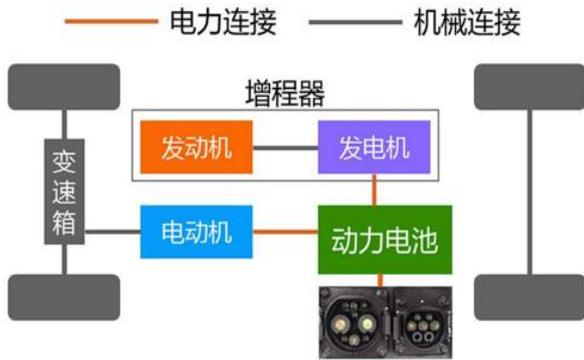
图 9：曲轴在内燃机内部的结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

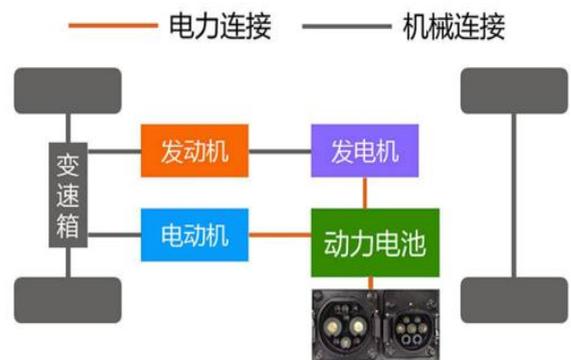
发动机是混动车型的核心部件，故曲轴在新能源时代仍有发展空间。在全球新能源汽车市场蓬勃发展的背景下，混合动力汽车因不存在里程焦虑、充电焦虑等优势而日益受到市场青睐。混动动力系统需要发动机，增程式安装的发动机作为增程器用来发电给电池充电，插电式混动带有的发动机除了可以带动电机为电池充电以外，还可以通过混动专用变速箱带动半轴直接驱动汽车，曲轴作为发动机的重要部件，故可以用在插混和增程等混动车型上。

图 10: 增程式混合动力系统简图



数据来源: 卡车之家, 西南证券整理

图 11: 插电式混合动力系统简图



数据来源: 卡车之家, 西南证券整理

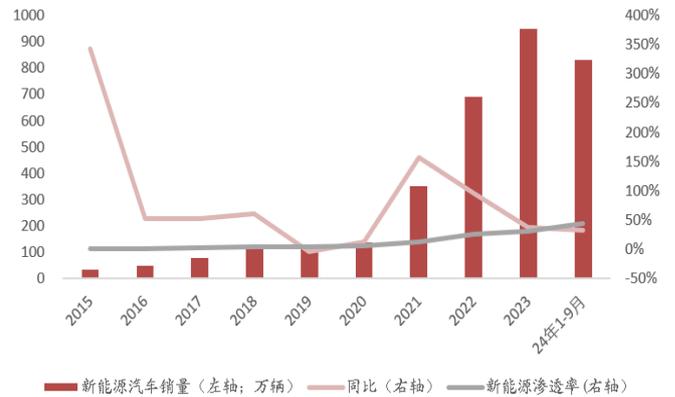
**插混汽车销量表现优异, 增速超过纯电车。**近年来, 我国车企争相涌入新能源汽车领域, 推动新能源汽车行业处于高速发展阶段, 2023 年新能源汽车销量 949.5 万辆, 同比+37.9%, 新能源渗透率达 31.6%, 同比+5.9pp。2024H1 新能源汽车产/销表现出色, 分别为 492.9/494.4 万辆, 同比分别+30.1%/+31.9%, 从销量端测算新能源渗透率已达 35.2%, 同比+6.9pp。区分动力形式来看, 24H1 纯电动汽车销量 301.9 万辆, 同比增长 11.0%; 插电混动汽车销量 192.2 万辆, 同比增长 87.5%。最新数据来看, 24 年 1-9 月, 纯电车销量 498.8 万辆, 同比+11.6%, 插电混动汽车销量 332.8 万辆, 同比+84.2%, 插混车型增速超过新能源汽车市场的整体水平, 成为替代传统燃油车的重要力量 (因未有公开的增程式销量披露, 故本文仅列示插电混动车型销量)。

图 12: 2003 年以来汽车销量

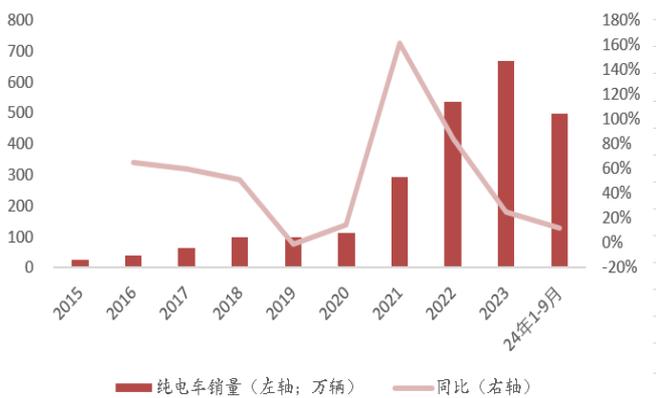


数据来源: 中汽协, 西南证券整理

图 13: 2015 年以来新能源汽车销量及渗透率



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

**图 14：2015 年以来纯电车销量**


数据来源：中汽协，西南证券整理

**图 15：2015 年以来插混车销量**


数据来源：中汽协，西南证券整理

**混动车型作为一种兼顾燃油车和电车特性的过渡车型，受到市场广泛认可，前景广阔。**我们认为，当前插混市场的爆发主要系在油价波动以及充电设施仍有待健全的背景下，插混车充分实现了对电车经济性+油车补能便捷性的兼顾，“短途用电，长途用油”的模式契合消费者需求，充电焦虑+里程焦虑得以缓解。此外，多家车企抢抓插混窗口期，积极推出长续航里程+高性价比产品，在需求旺盛与供给多元的背景下，预计作为从油车向纯电车过渡的产品，插混车有望在较长一段时间内占据重要地位，预计后续插电混动将实现对燃油车的进一步替代。一方面混动车型的增长将在一定程度上弥补燃油车下滑对曲轴行业带来的影响，另一方面，混动车型仍然是纯电动车型在大面积普及过程中的重要“过渡产品”，混动与纯电将会在相当长时间段内并行存在，这为曲轴行业的持续发展提供了助力。

**汽车产业电动化发展有望给第三方曲轴供应商带来新机遇。**我国曲轴行业参与者可分为主机厂内部配套曲轴加工厂和独立的曲轴供应商，前者生产的产品主要用于内部供应，其业绩表现受单一主机厂产销情况影响大，如一汽集团内本部的一汽一发（来源：华经情报网《2021-2026 年中国曲轴市场全面调研及行业投资潜力预测报告》）；独立曲轴供应商是第三方专业曲轴供应商，依靠自身技术同时供应多客户，如天润工业、辽宁五一八、江苏松林、浩物股份、桂林福达等。天润工业、辽宁五一八和江苏松林主要供应商用车曲轴，浩物股份、桂林福达在乘用车曲轴市场份额较高。伴随独立曲轴厂商专业度以及新能源汽车渗透率快速提升，主机厂会在加强新能源布局背景下为控制风险会考虑把曲轴生产更多地向独立曲轴厂转移，对于独立曲轴供应商而言将迎来一定增量空间；同时，原本掌握更多优质客户资源的头部供应商在该过程中将获益较多，行业集中度有望得到进一步提升。

**表 2：中国曲轴市场主要竞争者**

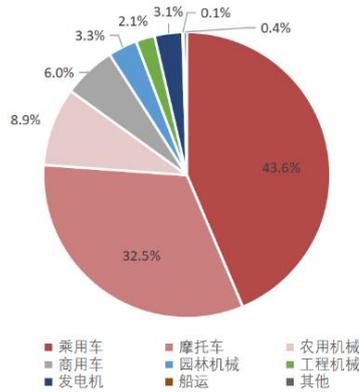
公司	曲轴年产能 (万支)	主要客户
天润工业	220	潍柴、康明斯、锡柴、上菲红、上柴、戴姆勒、国际康明斯、卡特彼勒等
辽宁五一八	80	潍柴、重庆康明斯、上柴、玉柴、美国康明斯、德国曼公司等
江苏松林	60	重汽、潍柴、上柴、一拖、锡柴、东风等
浩物股份	260	长安、吉利、广汽、江淮、比亚迪、奇瑞等
福达股份	180	比亚迪、吉利、陕汽、东风、宝马、奔驰、沃尔沃等

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理（注：浩物股份数据来源于2024中报，其他来源于各公司官网）

内燃机与曲轴的配套比例约为 1:1，下游车用内燃机的销量直接影响配套曲轴的需求。

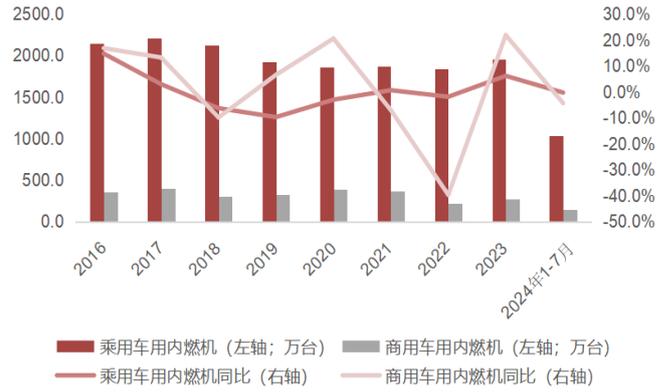
内燃机是汽车、工程机械、船舶及发电机组等的主要配套动力，汽车发动机是内燃机行业中最重要子行业，其中，汽车发动机主要分为汽油机、柴油机，柴油机主要配套商用车市场，汽油机主要配套乘用车市场。2023 年共销售内燃机 4473.8 万台，同比+3.7%，配套乘用车、商用车内燃机销量分别为 1952.4、266.8 万台，同比分别+6.2%/+21.9%，对应市场规模分别为 97.6、66.7 亿元。

图 16：2023 年中国内燃机细分领域占比



数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

图 17：2016 年以来乘用车、商用车内燃机销量情况



数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

表 3：2023 年中国曲轴市场规模测算

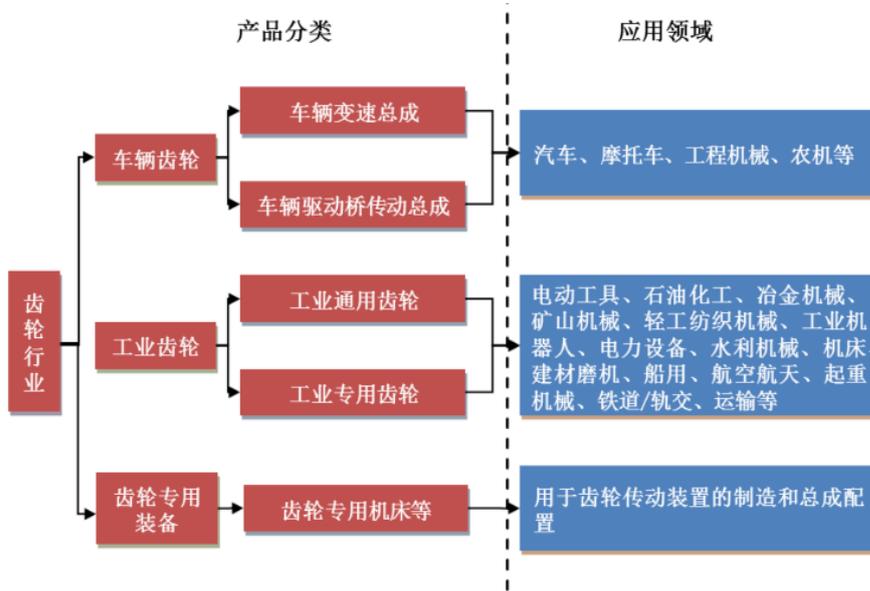
	乘用车	摩托车	农业机械	商用车	园林机械	工程机械	船运
2023 年内燃机销量 (万台)	1952.4	1453.6	396.6	266.8	146.9	95.4	5.7
曲轴均价 (元)	500	100	900	2500	800	2500	40000
市场规模 (亿元)	97.6	14.5	35.7	66.7	11.7	23.9	22.6

数据来源：同花顺 iFind，华经情报网《2020-2025 年中国曲轴行业市场深度分析及发展前景预测报告》，西南证券整理（注：曲轴均价参考华经情报网）

## 2.2 汽车产业电动化，齿轮行业迎来新机遇

齿轮下游应用广泛，汽车行业对齿轮提出更高要求。齿轮是机械传动系统中的关键零件，主要用于各种汽车、摩托车、农用车、发电装备、冶金建材装备、工程机械、舰船、轨道交通装备和机器人等。其中车辆齿轮占齿轮产品市场的比重在 60% 以上，是国内市场齿轮产品的第一大应用领域，主要包括车辆变速总成和车辆驱动桥传动总成。汽车齿轮是汽车关键部件的基础件，主要应用于驱动桥、变速器、分动箱和发动机内。汽车整车制造商对汽车齿轮行业的要求较为苛刻，尤其是乘用车对车辆噪音、舒适性、安全性、耐久性相对要求较高，因此对齿轮的质量要求更高。

图 18：齿轮应用范围



数据来源：双环传动公司公告，西南证券整理

**插混需求增长有望推动齿轮市场扩容。** 车辆齿轮主要用于汽车传动系统，传统汽车通常将发动机动力依次经过离合器→变速器→驱动轴→差速器→半轴传给车轮→驱动车轮前进。新能源汽车通常将电机的动力依次通过减速器→差速器→半轴传给车轮→驱动车轮前进。二者主要差异在于新能源车没有变速器（箱）的结构，采用的是减速器（箱）。对于 PHEV 而言，齿轮既要满足变速器要求，同时也要兼顾电机驱动需求，即既有传统汽车的发动机、变速器、传动系统、油路、油箱，也有纯电动汽车的电池、电动机、控制电路，传动系统整体要复杂于纯电动车，故齿轮单车使用量与价值量要高于纯电车。根据前文所述，我们认为插混后续仍将具备较高的市场需求，而国内车辆齿轮市场将在插混快速推进的背景下得到扩容。

**电动化推动齿轮市场向高价值量方向发展。** 新能源汽车相对于燃油汽车对整车的噪声振动和舒适性要求更加严格，对传动系统的 NVH 问题更加敏感。采用高精度齿轮的多挡位自动变速器对提高新能源汽车动力性、延长新能源汽车续航里程、优化新能源汽车电驱动系统总成性能、降低新能源汽车整车质量和成本、改善新能源汽车驾乘感受等都具有重要作用。传统燃油车齿轮精度要求为 7-8 级，新能源车齿轮一般为 4-6 级，机器人齿轮的精度等级范围在 3-6 级，齿轮单价伴随精度的提高而有所提高。

图 19：不同齿轮精度级别及其应用

齿轮精度级别	应用范围
0-3	预留精度
4-5	测量齿轮、航空发动机、新能源汽车（4-6）
6-7	内燃机车、电气机车、高级乘用车
7-8	普通或小型乘用车、高级商用车
9-10	普通商用车、农用车

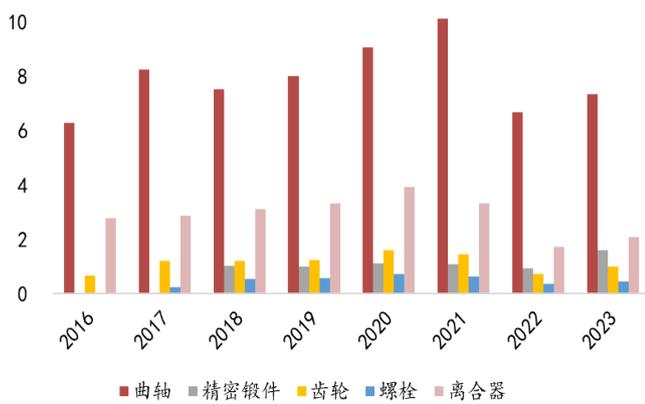
数据来源：双环传动可转债公告，RIO 智造营，西南证券整理（注：新能源汽车为 4-6 级）

### 3 公司分析：公司紧抓行业变革，传统与新能源并重

#### 3.1 曲轴盈利能力领先同行，积极开拓海外市场

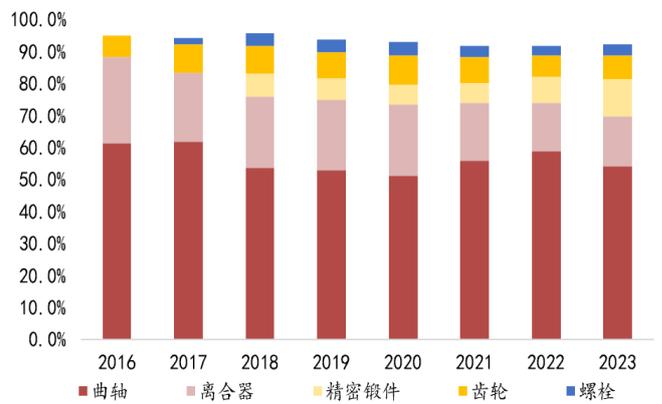
产品结构持续优化，曲轴业务贡献主要收入增量。公司营业收入主要来自曲轴业务，历年营收占比均超过 50%，2023 年曲轴业务收入 7.3 亿元，同比增长 9.9%，占公司总收入 54.2%。同时，曲轴业务的盈利能力保持较高水平，23 年毛利率为 29.7%，同比+3.5pp。除曲轴外，离合器、精密锻件（注：曲轴毛坯）、齿轮以及螺栓等产品也为公司贡献收入，23 年收入分别为 2.1、1.6、1.0、0.5 亿元，分别占公司收入的 15.4%、11.8%、7.4%、3.4%。

图 20：公司各产品营业收入（亿元）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

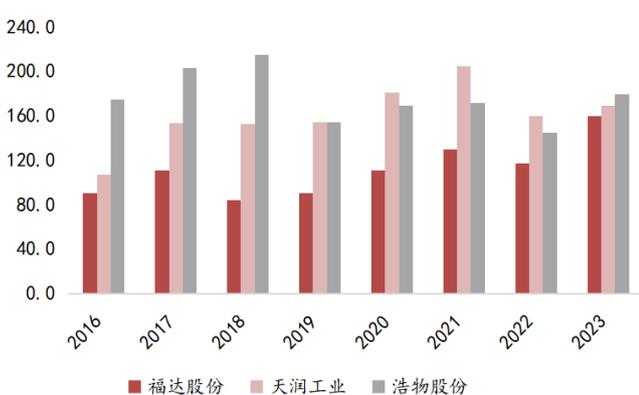
图 21：公司营业收入按产品构成（未计其他业务）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

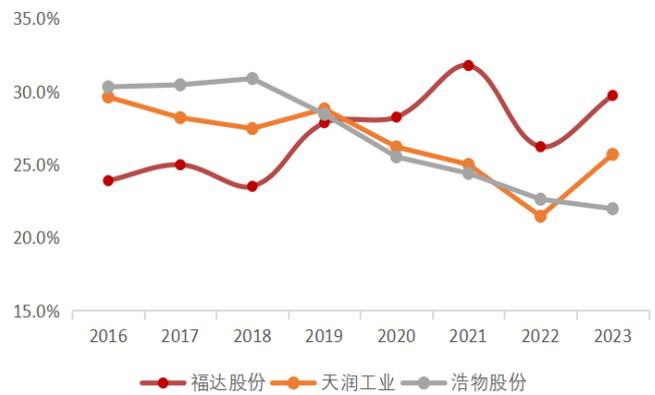
横向比较，公司曲轴销量增速/盈利能力领先同行。2023 年福达股份/天润工业/浩物股份的曲轴销量分别为 160.0/169.5/179.7 万件，同比分别增长 36.8%/5.9%/23.9%，福达股份曲轴销量增速较为明显。此外，公司多年来持续深耕传统曲轴业务板块，在成本控制、工艺流程等多方面具备较为成熟的经验，使得曲轴业务毛利率处于较高水平，2023 年公司曲轴业务毛利率达到 29.7%，同比+3.5pp，高于天润工业以及浩物股份（25.7%、22.0%）。

图 22：主要可比公司曲轴销量情况（万件）



数据来源：公司公告，同花顺 iFinD，西南证券整理

图 23：主要可比公司曲轴毛利率情况



数据来源：公司公告，同花顺 iFinD，西南证券整理

**公司传统曲轴业务拓展相对稳定。**公司曲轴产品全部为技术含量较高的多缸发动机锻钢曲轴，且以四缸和六缸的中重型商用车发动机曲轴和乘用车发动机曲轴为主。在业务拓展方面，公司利用自身优势持续推进康明斯福康、东康、广康体系商用车曲轴系列产品开发和大批量产进程，通过稳定产品质量，快速服务响应机制，提高康明斯体系的产品市场份额，建立可持续发展模式；积极推进湖南道依茨产品的试验和量产，将长沙工厂的曲轴生产线产能快速释放。2024年以来，公司配套宝马的曲轴产品已经实现大批量稳定供货，并从交付和质量上得到客户认可；二季度公司配套奇瑞燃油车曲轴已经进入量产阶段，预计后期能有较大增量。

**表 4：公司传统曲轴业务拓展情况**

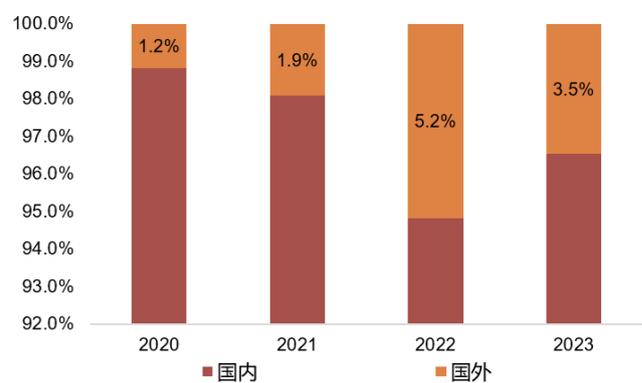
时间	商用车	传统乘用车
2024H1	康明斯体系（福康、东康和广康）商用车曲轴系列，已实现 4 款产品的量产或上量，1 款产品的定点认证； 玉柴商用车曲轴系列，3 款产品已实现量产，2 款产品正在开发中，1 款产品获得定点认证； 湖南道依茨新品已送交样件进入试验阶段。	宝马曲轴产品，已实现大批量稳定供货，并从交付和质量等方面均得到客户的认可； 奇瑞燃油车曲轴，已于二季度顺利进入量产阶段，并将在下半年有较大的增量。
2023 年	与湖南道依茨达成战略合作，成立全资子公司，完成生产线的建设与产品的开发和送样； 完成了康明斯体系内的 10 余款产品的开发并陆续送样试验，部分已量产； 成功完成了洋马 370\380 曲轴产品的开发。	首次进入奇瑞采购体系的曲轴产品配套，并于 2024 年开始批量供货； 通过了宝马各项高标准审核，产品已于下半年开始量产并实现高质量的稳定供货。
2022 年	三一、道依茨 8.9L、11.5L，康明斯 Ruby7.0 等多款产品均完成预期交样。	
2021 年	成功开发安徽康明斯和江铃重卡两个新市场； 正式成为大连中车的定点供应商。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

**立足曲轴业务，持续扩大国际业务合作。**公司立足于传统曲轴业务，持续加大国际业务拓展的力度，21/22/23 年公司国际业务收入分别为 0.3/0.6/0.5 亿元，同比 +65.6%/+69.3%/-20.2%。欧洲市场方面，公司持续提升对宝马、奔驰、沃尔沃的国内合资厂配套产品的销售额，同时利用在国内稳定的供货质量和成本优势在全球采购体系框架内开发宝马和沃尔沃的欧洲市场。根据公司 2024 年中报，上半年公司与瑞典沃尔沃就欧洲供货产品项目进行了多轮商务洽谈，预计下半年将会完成项目定点；获得欧洲宝马毛坯的产品图纸并进行了报价；对 Feure、凯斯勒等欧洲厂商均完成了多款产品的报价工作，推进新项目的开发落地。日本市场方面，公司借助于原有日本市场的基础，与多家日本知名企业，包括五十铃、斯巴鲁和小松等潜在客户就曲轴和离合器产品的开发进行了深入交流，积极拓展日本市场的新业务。在大型曲轴配套方面，MTU 和瓦锡兰配套产品的销售额较上年同期分别增长了 52%/33%；对于美国卡特彼勒项目的产品已完成加工工艺的确定、工装量检具的制作，并已进入了样件加工阶段，计划今年下半年完成样件交付，将成为公司未来主要的销售新增长点。

**图 24：公司历年国际业务营业收入及增速**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

**图 25：分地区主营收入构成**


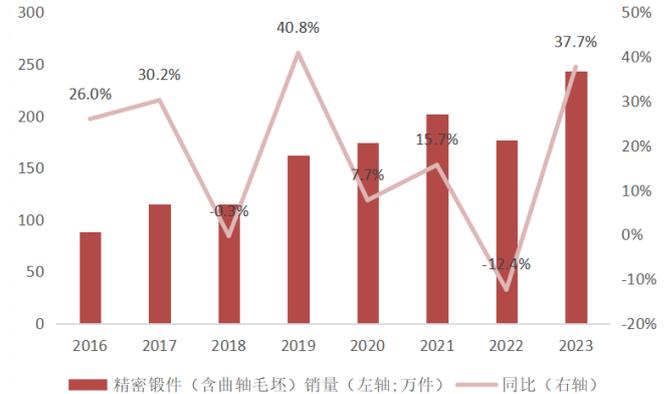
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

### 3.2 布局精密锻件业务，助力降本增效

公司充分发挥装备与技术优势，精密锻件产销量实现双提升。全资子公司福达锻造以精密曲轴毛坯锻件为主要产品，兼生产汽车前轴、转向节、齿轮和工程机械及其他零件毛坯锻件，根据招股说明书披露，该项目拥有由俄罗斯 TMP 公司生产的 14000 吨、8000 吨、6300 吨及两台 4000 吨热模锻压力机和中国二重生产的 12500 吨热模锻压力机为主机组成的 6 条锻造生产线，具备年产 10 万吨精密锻件的生产能力，成为中国目前规模最大、工艺装备水平最先进的全自动化精密锻件生产企业。此外，福达锻造拥有世界一流水平的模具设计加工中心，引进德国 DMG 五座标等国际领先水平的高速加工设备，配备海克斯康 GLOBAL 桥式三坐标测量机、模具仿真等软硬件系统，从模具设计到加工制造全面实现 CAM，年新制造大型模具 100 套以上。福达锻造有效地向上延伸了公司产品产业链，自产锻钢曲轴毛坯、汽车零部件毛坯锻件及工程机械毛坯锻件能力突出，使得福达锻造实现内外兼修，公司的产品线得到丰富，公司的技术和装备水平也得到了全面提升，对内有助于降本增效，对外有助于开拓优质客户，除国内客户外，福达锻造也进入了奔驰、沃尔沃、日野等国际高端客户的全球供应链体系。2016-2023 年公司精密锻件产量由 88.4 万件增至 247.5 万件，年复合增速达 15.8%，销量由 88.6 万件增至 243.2 万件，年复合增速达 15.5%，产销整体快速增长。

**图 26：公司精密锻件（含曲轴毛坯）产量**


数据来源：公司公告，西南证券整理

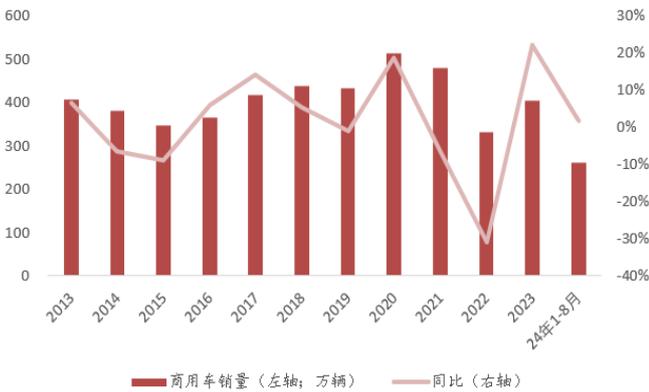
**图 27：公司精密锻件（含曲轴毛坯）销量**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 28：公司精密锻件（含曲轴毛坯）营收走势**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**曲轴毛坯实现内部供应，降本效果显著。**历史数据显示，公司精密锻件（含曲轴毛坯）销量与营收增长走势不一致，我们判断主要是与内销比例有关（内供情况下，在成品端确认收入与成本）。当年度内供比例高时，对应收入增速明显低于销量增速；而当年度外销比例明显上行时，对应收入增速与销量增速相当或者收入高于销量增速。据此，我们发现 2016/2019/2021 年公司精密锻件内销比例占大头，2015/2022 年受中重卡低迷影响，对应公司销量与收入表现均较差。所以在公司精密锻件销量放量的 2016-2019 年期间相应的解释力更强：2016/2019 年公司精密锻件内销占比高，则对应公司的主业曲轴单位成本下降，公司销售毛利率有较为明显的提升，毛利率分别为 26.7%/24.2%，同比+2.3pp/+1.7pp（尤其是 2019 年车市明显低迷的情况下公司降本效果明显）。相反，2017/2018 年公司精密锻件外销明显上行，则对应主业曲轴的单位成本上行，而公司销售毛利率下行，17/18 年毛利率分别为 24.7%/22.6%，同比-2.0pp/-2.1pp。2023 年汽车行业销量整体呈向上态势，重卡行业受出口支撑有所复苏，公司曲轴业务在营收与销量端均呈现正向增长。

**图 29：商用车历年销量情况**


数据来源：中汽协，西南证券整理

**图 30：重卡历年销量情况**


数据来源：中汽协，西南证券整理

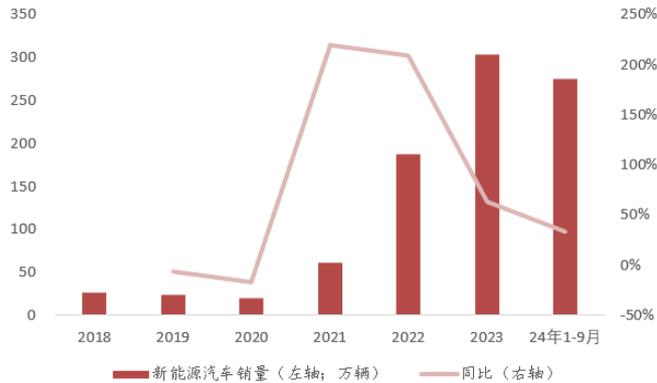
综上所述，我们判断，公司上移产业链进入精密锻件领域并实现充分内供时，对应降本增效的效果较为明显。因此，随着公司在精密锻件领域生产、管理经验的持续积累，叠加锻造数字化及智能化锻造技术不断提升，公司精密锻件配套能力将持续提升，从而进一步助力公司实现客户开发与降本增效的双重目标，对应公司未来的盈利能力有望稳步提升。

**积极开发新产品，不断发展外销客户。**公司精密锻件产品在实现对桂林曲轴及桂林齿轮公司内供的同时，也在积极配套外部客户，并在外部客户的产品开发方面也取得了不错成绩。2023年，长城曲轴毛坯完成产品的开发并于10月份开始已进入量产及批量供货，上汽通用混动曲轴产品已完成了多批样件交付工作；吉利两款曲轴毛坯产品已于2023年大批量供货并实现收入超过5000万元，成为锻造外销的主要增长点之一。2024年上半年，锻造毛坯产品方面，公司顺利完成了赛力斯、奇瑞、比亚迪、康明斯等客户共10个新产品的开发和交样任务。其中，赛力斯、奇瑞以及理想项目已完成PSW签署，进入量产阶段。另外，吉利混动毛坯和柳州赛克曲轴毛坯也成功获得项目定点。为满足曲轴产品的加工业务需要，公司不断提升锻造产能，2023年公司对两条4000T生产线和6300T生产线进行技术改造，使其均达到年产超100万件的生产能力。2024年上半年，公司进一步对8000T锻打线进行了产能提升和技术改造，提升了生产线的节拍，使之具备年产100万件曲轴毛坯的能力，同时还通过设备维护与改造，进一步提高了设备的稳定性，大幅度降低了该锻打线的生产能耗。

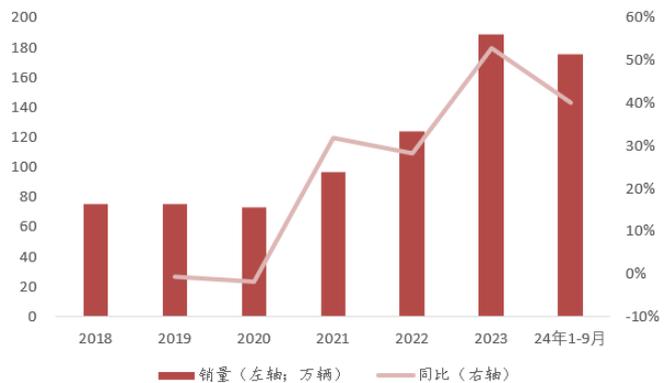
**内外拓展曲轴毛坯潜力，强化公司盈利能力。**未来公司在锻造毛坯产品方面，将继续巩固上年度乘用车曲轴毛坯锻打线产能提升的成果，一方面确保内部不断增加的曲轴毛坯的供货需求，提升生产效率和设备保障能力。另一方面丰富现有奔驰、沃尔沃、长城、吉利等外部客户的产品序列，加快推进上汽通用曲轴毛坯的批量供货，加强数字化手段应用和专项技术研发，进一步提升生产效率和智能化水平，从而进一步打开公司成长空间，实现中长期客户与产品结构共同改善，以及盈利能力的稳步提升。

### 3.3 持续拓展新能源市场，股权激励彰显企业信心

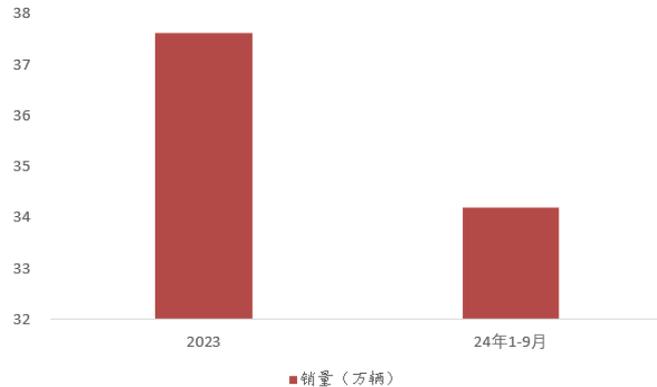
**持续加大新能源混动曲轴产品和混动曲轴毛坯业务开拓。**随着传统车企传统燃油汽车向混动汽车的不断转型以及造车新势力车企混动汽车产销量的上升，公司持续深耕混动曲轴产品领域，加大在新能源混动曲轴领域的市场开拓和产品开发力度，以巩固和扩大市场份额。2024年上半年，公司全面覆盖了比亚迪曲轴产品的系列品种，确保了其50%以上配套份额的同时积极参与了未来新一代超级混动产品的研发。此外，为奇瑞和赛力斯配套的混合动力曲轴产品均已通过客户的审核并实现了大批量交付；为理想汽车配套的二代曲轴产品已经完成量产验证，而早已定点的三代曲轴产品计划于8月开小批量生产。在公司为以上客户提供现款产品的供货的同时，公司均参与了下一代产品的开发。当前公司下游客户销量增长较为强劲，比亚迪、奇瑞、理想、赛力斯1-9月累计销量分别为274.8、175.3、34.2、29.3万辆，同比分别增长32.1%、39.9%、40.0%、625.3%，伴随下游客户销量快速增长以及公司对客户的持续开发，公司未来在混动曲轴领域的竞争优势将得到进一步巩固。

**图 31：比亚迪新能源汽车销量情况**


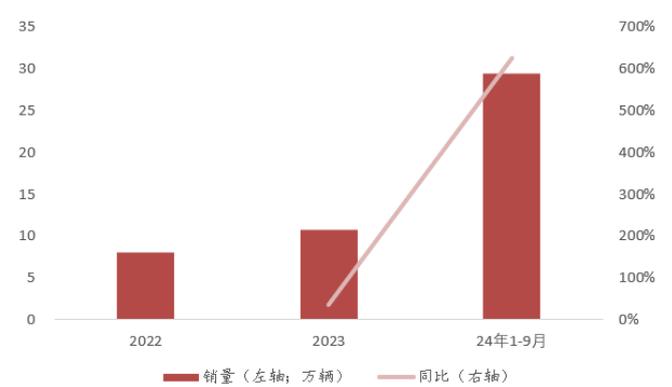
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 32：奇瑞集团汽车销量情况**


数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

**图 33：理想汽车销量情况**


数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

**图 34：赛力斯汽车销量情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

随着新能源曲轴订单增多，公司积极扩张产能满足客户需求。根据公司披露，目前公司新能源曲轴订单较多，产能已达到饱和状态，为了满足客户对公司混动曲轴产品日益增长的需求，公司拟投资 4.7 亿元启动“新能源汽车混合动力曲轴智能制造项目”建设，产能为 100 万根，目前该项目已启动建设并明年 5 月底前各生产线将陆续投产，公司披露，预计项目税后内部收益率 13.11%，静态投资回收期（税后）8.20 年（含建设期），项目经济效益良好。该项目目标客户为新能源汽车大型车企如比亚迪、奇瑞、理想、小康动力（赛力斯旗下新能源品牌）等。

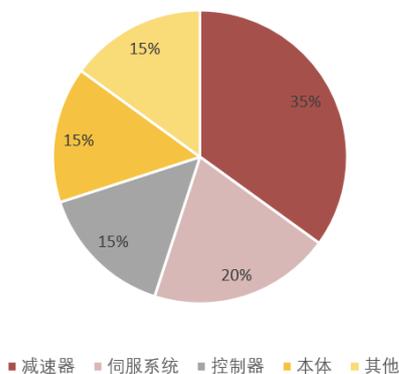
**表 5：2023 年公司分产品产能情况**

主要产品名称	设计产能	2023 年产能	产能利用率 (%)
曲轴 (万根)	200	162.6	81.3
离合器 (万套)	60	34.9	58.2
齿轮 (万套)	20	14.0	70.0
精密锻件 (万件)	300	247.5	82.5
高强度螺栓 (万支)	1000	711.2	71.1

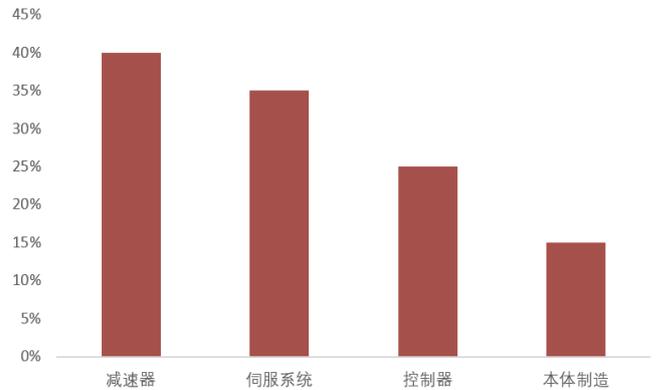
数据来源：公司公告，西南证券整理

**新能源纯电电驱动齿轮新业务的市场拓展迅速。**公司具备深厚的齿轮基因，2008 年成立全资子公司桂林齿轮，公司螺旋锥齿轮产品主要为商用车及工程机械驱动桥配套，产品主要包括斯太尔系列、曼桥系列、457 系列、469 系列、485 系列等商用车及工程机械驱动桥锥齿轮，主要为陕西汉德车桥、上汽依维柯红岩、柳州方盛车桥、福马车桥、柳工机械等车桥及工程机械厂商配套。伴随汽车行业向电动化转型，公司开始拓展新能源纯电汽车电驱动齿轮，部分生产线设备于 2023 年 8 月底投入使用，公司已开发的比亚迪、联合电子、吉利、通用等客户对新能源电驱齿轮一期产能有了较大的保障，并陆续进行批量生产及供货。2024 年上半年，除目前比亚迪和联合电子的一款产品已分别进入量产阶段外，吉利两轴两齿项目和联合电子一体轴项目均已顺利获得定点，目前正在进行小批样件的生产，计划于三季度启动量产工作。在新客户开发方面，公司正努力实现宝马、舍弗勒、特斯拉、采埃孚、广汽等潜在客户获得产品的定点，为新能源电驱动齿轮的新业务发展提供更广阔的市场空间。目前正与舍弗勒洽谈新的主减齿轮业务，双方正在进行深入的技术交流和商务谈判。同时，公司积极参与赛力斯下半年轴齿新平台项目，根据半年报披露，公司计划 7 月开始进行准入审核。此外，联合电子的小米、大众轴齿项目、吉利轴齿项目以及比亚迪 DMI5.0 平台的轴齿项目也在前期沟通交流中，为未来的业务增长奠定基础。

**公司加大机器人零部件研发力度，实现创新业务破局。**公司持续关注机器人零部件产业的迅速发展，并认为该产业符合公司未来战略发展目标。公司迅速组建专门的技术团队，进行机器人关键零部件产品的研发，并结合现有精密齿轮生产能力，在机器人减速器产品上已获得相应成果。资料显示，减速器在工业机器人成本结构中占 35%，且毛利率高达 40%，盈利能力超过其他环节，根据公司披露，24H2 公司计划在机器人零部件新产品上加大研发力度，并积极拓展机器人减速器产品定点项目，未来机器人市场将成为公司业绩增长的新动力。

**图 35：工业机器人成本结构**


数据来源：中商产业研究院，工业机器人洞察，西南证券整理

**图 36：工业机器人各环节毛利率**


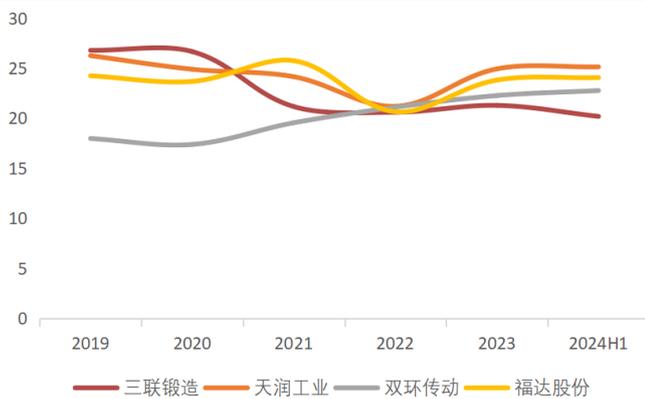
数据来源：亿欧智库，西南证券整理

**公司发布股权激励计划，彰显企业发展信心。**本次激励对象分为两类，第一类是董事及高级管理人员、中层管理人员及其他核心人员，共计 45 人，24、25、26 年三个解除限售期对应的业绩考核目标是以公司 2023 年度扣除非经常性损益后净利润为基数，24、25、26 年度扣除非经常性损益后净利润增长率不低于 50%、120%、200%，对应扣非后净利润为 1.5、2.2、3.0 亿元；第二类为新能源电驱齿轮业务板块核心管理人员，共计 9 人，24、25、26 年三个解除限售期对应的业绩考核目标除上述条件外，还需要达到公司 2024 年度新能源电驱齿轮产品销售收入不低于 2500 万元、公司 2025 年度新能源电驱齿轮产品销售收入不低于 1.6 亿元或 2024 年-2025 年累计销售收入达到 1.85 亿元、公司 2026 年度新能源电驱齿轮产品销售收入不低于 3 亿元或 2024 年-2026 年累计销售收入达到 4.85 亿元，由此可见公司对于向新能源领域进军的坚定决心。

## 4 财务分析

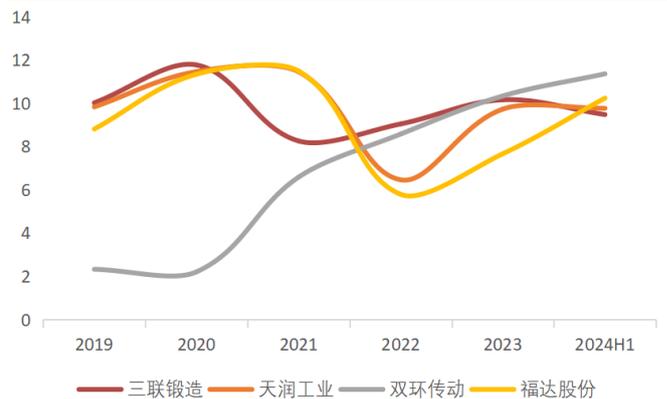
与 A 股同行相比，23 年以来公司盈利能力明显得到改善。2022 年受下游商用车产销量减少的拖累，公司整体毛利率、净利率均有所下滑。2023 年伴随商用车、乘用车市场稳步回升，公司盈利能力得到改善。从毛利率来看，23 年公司毛利率 23.8%，同比+3.2pp，同期三联锻造/天润工业/双环传动毛利率分别为 21.3%/24.9%/22.2%，同比+0.7pp/+3.7pp/+1.2pp；24H1 公司毛利率为 24.0%，同比+1.3pp，三联锻造/天润工业/双环传动毛利率分别为 20.2%/25.1%/22.8%，同比-1.2pp/-0.1pp/+1.6pp。净利率方面，23 年公司净利率 7.7%，同比+1.9pp，同期三联锻造/天润工业/双环传动净利率为 10.2%/9.7%/10.3%，同比+1.1pp/+3.3pp/+1.8pp；24H1 公司净利率为 10.2%，同比+2.5pp，同期三联锻造/天润工业/双环传动净利率分别为 9.5%/9.8%/11.4%，同比+0.9pp/-0.6pp/+0.9pp，公司 24H1 净利率改善幅度大于同行。我们认为，公司毛利率改善主要受益于曲轴业务规模增长以及锻造毛坯的内供，伴随相关业务的持续放量以及公司降本增效工作的推进，后续毛利率、净利率仍有改善空间。

图 37：公司与可比公司毛利率 (%)



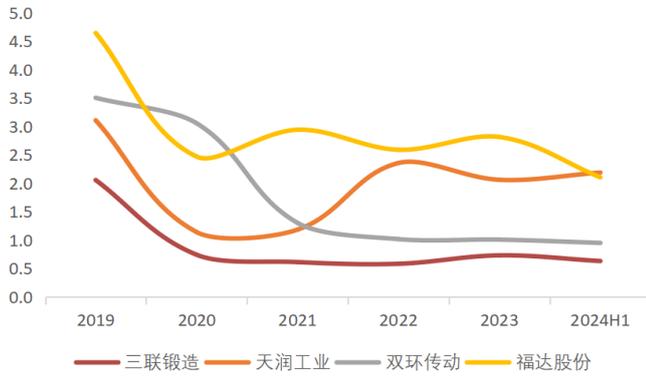
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

图 38：公司与可比公司净利率 (%)

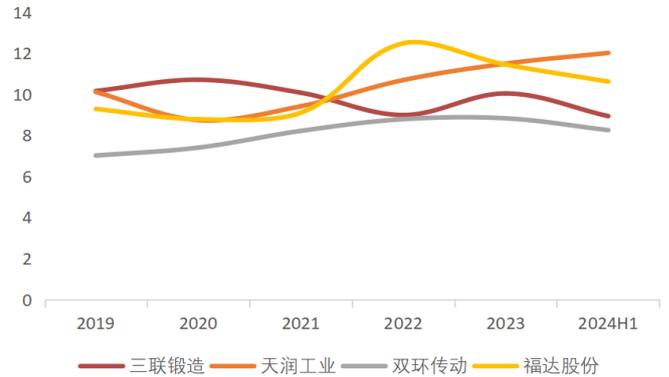


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

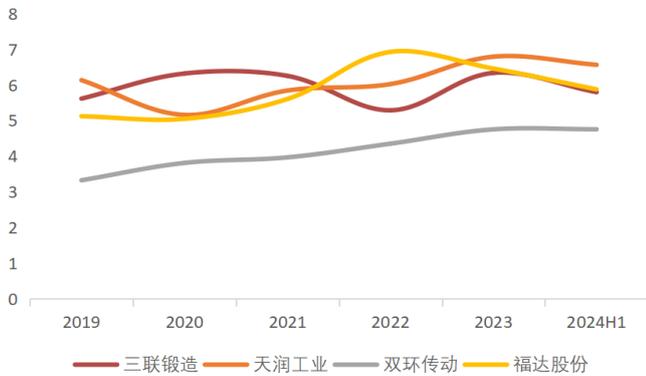
公司重视研发，24H1 研发费用率处于行业前列。费用率方面，公司 2024H1 销售期间费用率同比下降 0.01pp 至 14.3%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 2.1%/10.6%/5.9%/1.6%，同比-0.3pp/+0.03pp/-0.3pp/+0.3pp；24H1 管理费用增加主要是支付职工薪酬增加所致，财务费用增加主要是投资支出增加导致利息收入减少所致。对比研发费用率来看，24H1 三联锻造/天润工业/双环传动研发费用率为 5.8%/6.6%/4.8%，同比-0.2pp/+0.5pp/+0.2pp，公司研发费用率处于行业前列，对研发的投入有助于公司后续拓品获客。

**图 39：公司与可比公司销售费用率 (%)**


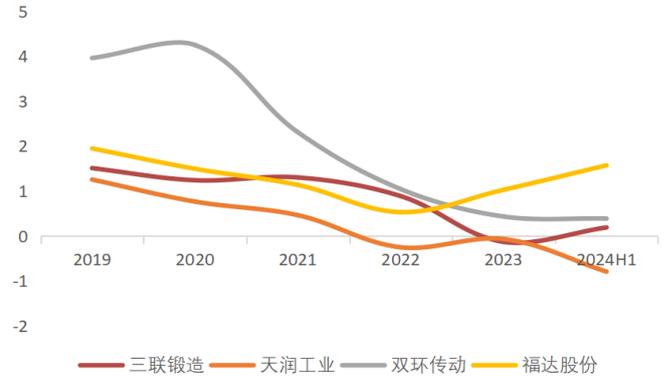
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

**图 40：公司与可比公司管理费用率 (%)**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

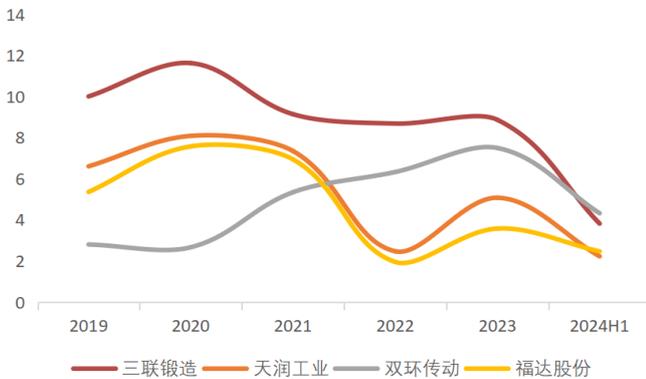
**图 41：公司与可比公司研发费用率 (%)**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

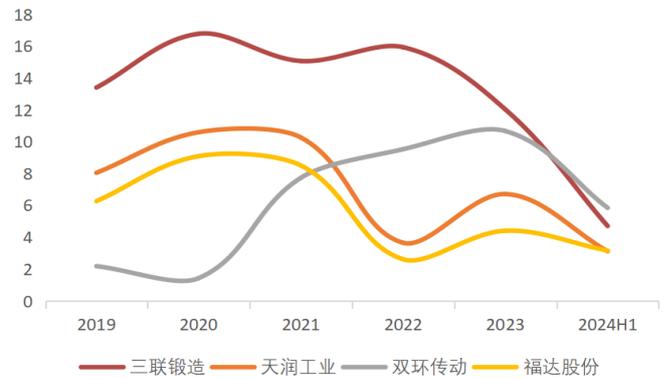
**图 42：公司与可比公司财务费用率 (%)**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

总资产报酬率方面，持续缩小与行业平均的距离。公司总资产报酬率/净资产收益率与净利率走势基本一致，2023 年公司总资产报酬率为 3.6%，同期三联锻造/天润工业/双环传动为 8.9%/5.1%/7.5%；公司净资产收益率（平均）为 4.4%，同期三联锻造/天润工业/双环传动为 12.0%/6.7%/10.7%。24H1 公司总资产报酬率为 2.5%，同期三联锻造/天润工业/双环传动总资产报酬率分别为 3.8%/2.2%/4.3%，行业平均数为 3.2%，公司与行业平均总资产报酬率差距控制在 0.7 个百分点水平，后续伴随相关项目放量，公司资产报酬率有望得到改善。

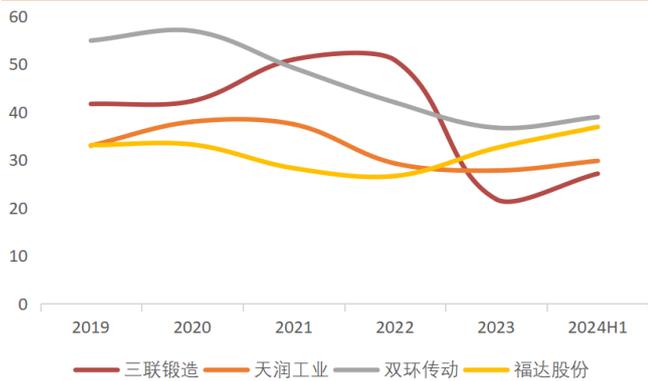
**图 43：公司与可比公司总资产报酬率走势 (%)**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

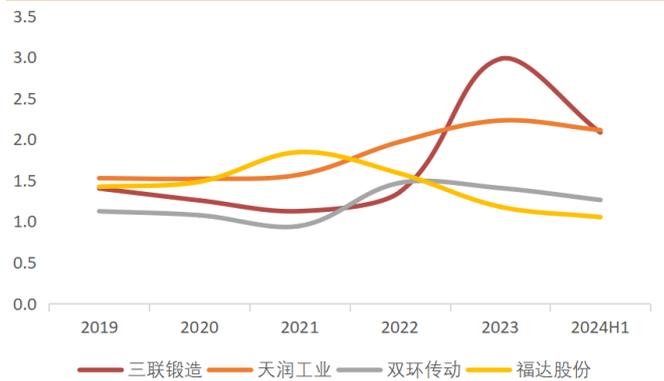
**图 44：公司与可比公司净资产收益率 (平均) 走势 (%)**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

公司流动比率自 2015 年起大于 1，短期偿债能力基本处于健康水平。2017 年起公司资产负债率始终低于 37.0%，保持较为稳定的负债水平，2023 年公司资产负债率为 32.5%，同期三联锻造/天润工业/双环传动资产负债率为 21.8%/27.8%/36.7%，24H1 公司资产负债率 36.9%，同期三联锻造/天润工业/双环传动分别为 27.1%/29.8%/38.9%。流动比率方面，公司连续多年大于 1，23 年公司流动比率为 1.2，同期三联锻造/天润工业/双环传动流动比率为 3.0/2.2/1.4；24H1 公司流动比率 1.1，同期三联锻造/天润工业/双环传动流动比率为 2.1/2.1/1.3。

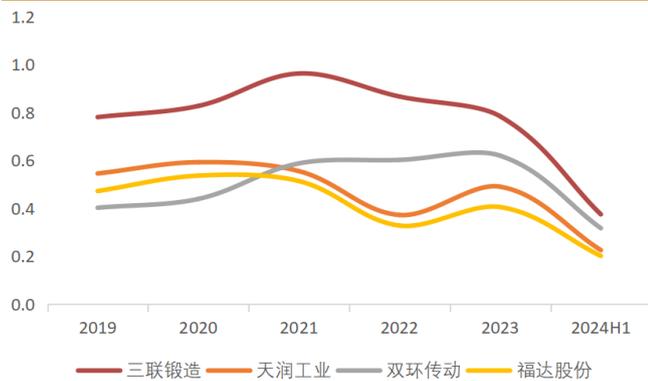
**图 45：公司与可比公司资产负债率走势 (%)**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

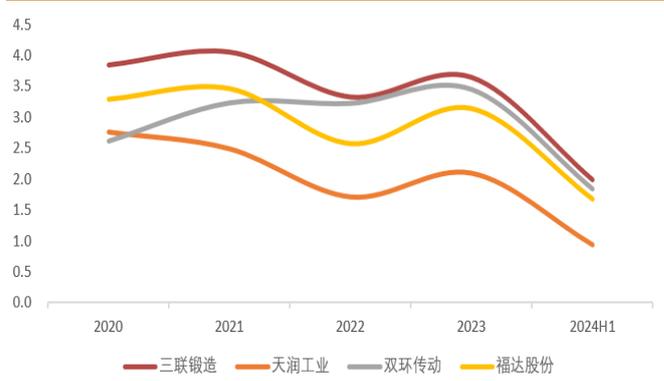
**图 46：公司与可比公司流动比率走势**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

公司存货周转率基本处于行业平均水平。整体来看，公司总资产周转率偏低，但存货周转率基本处于行业平均水平，2024H1 公司存货周转率为 1.7 次，同期三联锻造/天润工业/双环传动存货周转率分别为 2.0/0.9/1.8 次。

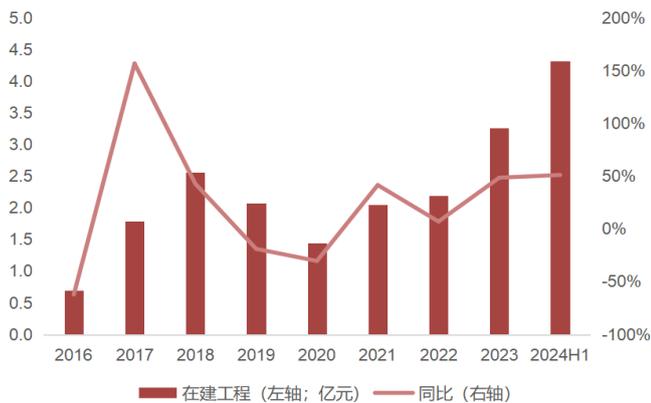
**图 47：公司与可比公司总资产周转率 (次)**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

**图 48：公司与可比公司存货周转率 (次)**


数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

产能扩建进行时，在建工程增速较高。根据 2023 年报，公司具有 200 万根发动机锻钢曲轴、60 万套汽车离合器、20 万套螺旋锥齿轮、300 万套精密锻件和 1000 万支高强度螺栓的设计产能，其中，曲轴、齿轮、精密锻件和高强度螺栓的产能利用率均达 70% 较高水平。2024H1 公司在建工程 4.3 亿元，较期初增加 32.11%，主要是新能源汽车电驱动系统高精密齿轮智能制造建设项目（一期）建设进度增加形成所致，根据 2024 中报披露，该项目将在 24 年 7 月投入使用，后续有望为公司贡献业绩。

**图 49：公司在建工程**


数据来源：同花顺 iFind, 西南证券整理

**图 50：公司资本性开支**


数据来源：同花顺 iFind, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设

- 1) 曲轴：**公司 2024 半年报披露，多款曲轴产品在今年获得定点、量产（宝马曲轴产品已进入稳定的大批量供货阶段；奇瑞燃油车曲轴已于二季度顺利进入量产阶段，并将在下半年有较大的增量）。基于公司披露的产品量产及客户拓展情况，假设 24/25/26 年销量增速为 17%/35%/27%。考虑公司今年有多个量产订单，单价相对较高，故假设为 500 元/根，25/26 年或将受到年降影响，故假设单价为 490/480 元/根。毛利率方面，考虑一方面曲轴规模提升带来的盈利能力改善，另一方面或将面临一定的年降，故假设 24/25/26 年毛利率稳定在 30%。
- 2) 新能源纯电汽车电驱动齿轮：**参考前文所提及的股权激励计划，假设 24/25/26 年新能源纯电汽车电驱动齿轮收入分别为 0.25/1.6/3 亿元。参考公司齿轮产品 23 年毛利率，我们认为公司新能源纯电汽车电驱动齿轮系新业务，单价相对较高，故毛利率要高于传统齿轮产品，故假设 24/25/26 年毛利率为 25%/26%/27%。
- 3) 离合器、曲轴毛坯、齿轮业务：**离合器方面，公司离合器主要配套商用车，考虑商用车增长相对缓慢，故假设 24/25/26 年离合器销量分别为 42/45/45 万套，单价取前三年的移动平均值，毛利率伴随规模扩大有一定改善，分别为 24.5%/24.6%/24.7%。曲轴毛坯方面，公司积极提高产能，赛力斯、奇瑞以及理想项目进入量产阶段，吉利混动毛坯和柳州赛克曲轴毛坯也成功获得项目定点，项目持续放量将带来收入增长，故假设 24/25/26 年收入增速为 15%/25%/25%。齿轮方面，美驰 MD/MR145 已进入小批量生产阶段，EV91 系列的 2 个产品也正在小批生产中，另有比亚迪、奇瑞相关产品正在样件制作中，预计后续定点落地、放量将带来销量增长，故假设 24/25/26 年销量分别为 19/37/45 万件，行业对齿轮精度的高要求将带来齿轮单价提升，故假设单价为 740/760/780 元/件，毛利率为 18%/20%/22%。

**表 6：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
曲轴	收入	7.33	9.36	12.38	15.41
	增速	9.90%	27.68%	32.30%	24.41%
	毛利率	29.73%	30.00%	30.00%	30.00%
离合器	收入	2.08	2.39	2.54	2.57
	增速	21.20%	14.71%	6.14%	1.21%
	毛利率	24.31%	24.50%	24.60%	24.70%
曲轴毛胚	收入	1.60	1.84	2.29	2.87
	增速	70.28%	15.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	20.53%	21.00%	22.00%	23.00%
齿轮	收入	1.00	1.41	2.81	3.51
	增速	35.72%	40.71%	100.00%	24.82%
	毛利率	15.94%	18.00%	20.00%	22.00%
螺栓	收入	0.46	0.05	0.05	0.05
	增速	29.83%	-90.06%	-1.23%	4.27%
	毛利率	7.70%	7.50%	7.50%	7.50%
新能源纯电动汽车 电驱动齿轮	收入	-	0.25	1.60	3.00
	增速	-	-	540.00%	87.50%
	毛利率	-	25.00%	26.00%	27.00%
其他业务	收入	1.05	1.15	1.27	1.40
	增速	13.22%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	0.77%	1.00%	1.00%	1.00%
合计	收入	13.52	16.44	22.94	28.80
	增速	19.18%	21.59%	39.53%	25.51%
	毛利率	23.79%	25.00%	25.45%	26.10%

数据来源：公司公告，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2024-2026 年营业收入分别为 16.4、22.9、28.8 亿元，同比增速分别为 21.6%、39.5%、25.5%。

## 相对估值

考虑业务与客户的相似性，我们选取三联锻造、天润工业和双环传动作为可比公司，3 家公司 2025 年平均 PE 为 15 倍。考虑公司混动曲轴及新能源齿轮等相关业务快速放量，叠加公司对国内外客户的持续拓展，给予公司 25 年 18 倍 PE，目标价 6.30 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值（截止 2024.10.18 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
001282.SZ	三联锻造	18.89	1.10	1.01	1.31	1.70	17.13	18.77	14.37	11.08
002283.SZ	天润工业	4.61	0.38	0.40	0.47	0.55	12.27	11.56	9.78	8.46
002472.SZ	双环传动	29.44	0.95	1.22	1.52	1.84	30.89	24.10	19.35	15.98
平均值							20.10	18.15	14.50	11.84
603166.SH	福达股份	5.22	0.16	0.24	0.35	0.48	32.58	21.71	14.91	10.96

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

市场竞争风险，原材料价格波动风险，下游客户销量不及预期风险，政策调整风险，贸易摩擦风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1352.32	1644.24	2294.20	2879.55	净利润	103.53	155.37	226.18	307.74
营业成本	1030.60	1233.25	1710.34	2128.00	折旧与摊销	173.70	170.39	170.39	170.39
营业税金及附加	12.31	14.97	20.89	26.22	财务费用	13.90	23.46	23.90	22.90
销售费用	38.05	97.01	153.71	195.23	资产减值损失	-5.48	0.00	0.00	0.00
管理费用	67.52	116.74	153.71	191.49	经营营运资本变动	-1.17	95.59	-225.74	-191.97
财务费用	13.90	23.46	23.90	22.90	其他	-83.83	8.00	15.02	12.76
资产减值损失	-5.48	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>200.65</b>	<b>452.82</b>	<b>209.76</b>	<b>321.82</b>
投资收益	-8.61	0.00	0.00	0.00	资本支出	-86.60	-20.00	-30.00	-50.00
公允价值变动损益	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	其他	-245.63	13.74	13.73	13.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-332.23</b>	<b>-6.26</b>	<b>-16.27</b>	<b>-36.26</b>
<b>营业利润</b>	<b>106.52</b>	<b>158.78</b>	<b>231.62</b>	<b>315.68</b>	短期借款	135.35	-23.57	-120.00	-120.00
其他非经营损益	0.17	1.32	1.45	1.43	长期借款	0.00	50.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	<b>106.69</b>	<b>160.11</b>	<b>233.06</b>	<b>317.11</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.15	4.73	6.89	9.37	支付股利	-115.68	-20.71	-31.07	-45.24
净利润	103.53	155.37	226.18	307.74	其他	27.49	-73.13	-29.53	-28.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>47.16</b>	<b>-67.41</b>	<b>-130.61</b>	<b>-143.76</b>
归属母公司股东净利润	103.53	155.37	226.18	307.74	<b>现金流量净额</b>	<b>-84.58</b>	<b>379.15</b>	<b>62.88</b>	<b>141.80</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	151.55	530.70	593.59	735.38	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	480.28	551.19	786.13	984.13	销售收入增长率	19.18%	21.59%	39.53%	25.51%
存货	326.75	398.58	562.19	706.56	营业利润增长率	69.22%	49.07%	45.87%	36.30%
其他流动资产	189.25	7.43	10.37	12.71	净利润增长率	57.85%	50.07%	45.57%	36.06%
长期股权投资	64.79	64.79	64.79	64.79	EBITDA 增长率	23.01%	19.90%	20.78%	19.50%
投资性房地产	64.82	64.82	64.82	64.82	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1805.73	1676.86	1557.99	1459.12	毛利率	23.79%	25.00%	25.45%	26.10%
无形资产和开发支出	183.43	159.91	136.38	112.86	三费率	8.83%	14.43%	14.44%	14.23%
其他非流动资产	165.94	150.18	134.43	118.67	净利率	7.66%	9.45%	9.86%	10.69%
<b>资产总计</b>	<b>3432.56</b>	<b>3604.46</b>	<b>3910.68</b>	<b>4259.04</b>	ROE	4.47%	6.34%	8.54%	10.58%
短期借款	523.57	500.00	380.00	260.00	ROA	3.02%	4.31%	5.78%	7.23%
应付和预收款项	353.17	435.06	602.37	746.95	ROIC	4.68%	7.18%	10.22%	12.83%
长期借款	0.00	50.00	100.00	150.00	EBITDA/销售收入	21.75%	21.45%	18.56%	17.68%
其他负债	238.07	167.37	181.18	192.45	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1114.80</b>	<b>1152.43</b>	<b>1263.55</b>	<b>1349.40</b>	总资产周转率	0.41	0.47	0.61	0.70
股本	646.21	646.21	646.21	646.21	固定资产周转率	0.90	1.17	1.83	2.60
资本公积	1268.79	1268.79	1268.79	1268.79	应收账款周转率	3.57	3.68	3.93	3.73
留存收益	453.16	587.83	782.93	1045.43	存货周转率	3.03	3.30	3.48	3.30
归属母公司股东权益	2317.75	2452.03	2647.13	2909.64	销售商品提供劳务收到现金营业收入	77.61%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2317.75</b>	<b>2452.03</b>	<b>2647.13</b>	<b>2909.64</b>	资产负债率	32.48%	31.97%	32.31%	31.68%
负债和股东权益合计	3432.56	3604.46	3910.68	4259.04	带息债务/总负债	46.97%	47.73%	37.99%	30.38%
					流动比率	1.18	1.54	1.89	2.27
					速动比率	0.84	1.13	1.34	1.61
					股利支付率	111.73%	13.33%	13.74%	14.70%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.16	0.24	0.35	0.48
					每股净资产	3.59	3.79	4.10	4.50
					每股经营现金	0.31	0.70	0.32	0.50
					每股股利	0.18	0.03	0.05	0.07
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	294.12	352.64	425.91	508.98					
PE	32.58	21.71	14.91	10.96					
PB	1.46	1.38	1.27	1.16					
PS	2.49	2.05	1.47	1.17					
EV/EBITDA	11.66	8.64	6.87	5.36					
股息率	3.43%	0.61%	0.92%	1.34%					

数据来源: Wind, 西南证券 (注: 管理费用中含研发费用)

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn