

公司深度

力星股份(300421.SZ)

机械设备 | 通用设备 国产替代、产品升级行业双逻辑，风电、新能源车、高

铁三大下游应用市场值得期待

2023年06月08日

评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	8.88
52周价格区间(元)	8.88-19.10
总市值(百万)	2638.28
流通市值(百万)	2021.20
总股本(万股)	29710.30
流通股(万股)	22761.30

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
力星股份	-5.87	-16.75	-10.53
通用设备	-0.74	-4.90	8.41

袁玮志

分析师

执业证书编号:S0530522050002  
yuanweizhi@hncasing.com

相关报告

- 1 力星股份(300421.SZ) 22 年年报&23 年一季报点评: 盈利能力持续修复, 期待轴承滚子高速增长 2023-04-26
- 2 力星股份(300421.SZ) 公司点评: 轴承滚子国产替代, 下游三大行业需求旺盛 2022-11-14

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(亿元)	9.74	9.81	14.00	19.50	22.50
净利润(亿元)	0.90	0.62	1.57	2.26	2.84
每股收益(元)	0.30	0.21	0.53	0.76	0.96
每股净资产(元)	4.15	4.27	4.59	5.04	5.61
P/E	29.21	42.32	16.82	11.65	9.27
P/B	2.14	2.08	1.94	1.76	1.58

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **国产替代、产品升级行业双逻辑。**1) 国产替代。国产轴承及滚动体低市占率、低精度、低端产品特征明显, 且进口产品较之国产有明显溢价, 国产替代具备市场空间和价格空间。2) 产品升级。滚子具有更好的承载力, 适合低转速、高载荷的应用场景, 可满足风电、新能源车、高铁等高景气市场的发展需求。
- **公司的滚子产品在经历初创期、转型期后, 正式步入发展期。**风电、新能源车、高铁三大下游应用市场值得期待, 有望助力公司业绩再上新台阶。公司深耕轴承滚动体细分市场, 研发费用率持续维持在行业较高水平, 受疫情、新品研发、厂房搬迁等因素的影响, 此前公司业绩波动较大。但公司目前重点研发的 I 级、II 级精度高端滚子加工难度大、技术壁垒强, 国内厂家稀缺。公司业绩拐点的关键在于经历了前期持续的研发投入后, 风电滚子、高铁滚子和陶瓷滚动体等高精度、高端产品需要获得下游市场的认可并持续放量、贡献业绩。
- **风电装机大年, 风机大兆瓦趋势下风电滚子继续放量。**随着风电单机容量的不断提升, 风电轴承滚动体滚子化的趋势逐步加快; 随着风机单位成本的不断下降, 倒逼风电轴承和滚动体进口替代的趋势日益明显。国产替代进口叠加滚子替代钢球, 风电轴承滚子有望显著放量。公司滚子业务从 18 年的 0.06 亿元增至 22 年的 0.88 亿元, 4 年 CAGR 为 95.7%。其中风电滚子贡献了去年滚子业务的大部分, 今年为风电装机大年, 风电滚子继续放量的确定性高。
- **新能源车依然维持高景气度, 高端车用滚子量价齐升。**新能源车在电动化、静音等方面的要求更高, 对轴承滚动体产品的精度等性能也有更高要求, 单车轴承及滚动体的用量和价值量均有望提升。公司的高端陶瓷滚动体研发进展顺利, 2023 年 6 月 3 日公司举行了高精陶瓷球项目投产仪式和国家企业技术中心揭牌仪式, 后续高端陶瓷球产品有望继续打开市场。
- **高铁滚子测试顺利, 产业化进程加快。**高铁轴承是高铁中为数不多的

尚未实现国产化的环节，我国国土面积辽阔、经纬跨度大，高铁滚动体的运行环境复杂、滚动体的性能要求高；当前我国高铁时速普遍在 350 KM/H，未来有望逐步提升，高铁的提速对轴承及滚动体的要求会进一步提高，高铁轴承的增量需求和存量更换需求旺盛。公司的国家强基工程轨道交通用高精度轴承滚子项目正逐步进入产业化阶段，已顺利交付多种高铁铁路滚子样品，并装配轴承进行测试。

- **盈利预测。**维持公司盈利预测不变，预计公司 2023-2025 年营收 14/19.5/22.5 亿元，归母净利润 1.57/2.26/2.84 亿元；考虑到 2022 年度的分红派息转增 0.5 亿股本，eps 调整为 0.53/0.76/0.96 元，对应 PE 为 16.82/11.65/9.27 倍。公司轴承滚子国产替代前景广阔、逻辑坚挺，下游高铁、风电和新能源汽车均为高景气度行业，23 年风电滚子继续放量、高铁滚子和陶瓷滚动体有望实现“0 到 1”的突破并在 24 年贡献显著增量业绩，且有望带动公司综合毛利率的提升。看好公司 23 年滚子业务放量后带来的发展，给予 23 年 20-25 倍 PE，目标价格区间 10.6-13.25 元，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动，风电装机不及预期，项目投产不及预期。

## 内容目录

<b>1 轴承滚动体制造商，专业技术过硬</b> .....	<b>5</b>
1.1 轴承滚动体制造商，攻关高精度滚子.....	5
1.2 立足钢球，发力滚子.....	6
1.3 瞄准高精度、高端产品，研发投入居行业前列.....	8
<b>2 行业双逻辑：国产替代进口、滚子替代钢球</b> .....	<b>9</b>
2.1 轴承：机械设备必备关节，高端产品依赖进口.....	10
2.2 国产轴承滚动体“三低”特征明显，国产替代正当时.....	12
2.3 滚子替代钢球，产品升级提升附加值.....	14
<b>3 瞄准下游三大应用市场，公司未来可期</b> .....	<b>16</b>
3.1 大型化和降本需求，风电滚子业绩“0到1”后“1到100”.....	16
3.2 新能源车维持高增速，带动高端车用轴承起量.....	19
3.3 轴承是高铁提速的关键，高铁滚子进展顺利.....	20
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>22</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1：公司主要产品.....	5
图 2：公司股权结构（截止 23 年一季报）.....	5
图 3：公司营业收入（亿元，%）.....	6
图 4：公司归母净利润（亿元，%）.....	6
图 5：钢球营收及增速（亿元，%）.....	7
图 6：滚子营收及增速（亿元，%）.....	7
图 7：公司境外营收稳定在 70% 左右.....	7
图 8：公司毛利率与轴承钢价格.....	8
图 9：公司毛利率与净利率.....	8
图 10：公司钢球和滚子毛利率.....	8
图 11：公司期间费用率.....	9
图 12：轴承行业可比公司研发费用率.....	9
图 13：轴承分类.....	10
图 14：滚动轴承示意图.....	10
图 15：2021 年轴承行业下游领域.....	11
图 16：全球轴承行业市场规模.....	11
图 17：2022 全球轴承行业营收前十企业，单位：亿元.....	12
图 18：钢球市场格局.....	13
图 19：2021 年轴承进口金额达 54.7 亿美元.....	14
图 20：2021 年轴承进口单价比出口单价高 0.96 万美元.....	14
图 21：滚球和滚子的受力区别.....	15
图 22：风电轴承滚子.....	15
图 23：2022 年我国风电累计装机 396GW.....	17
图 24：2022 年我国风电招标量达 111.9GW.....	17
图 25：中电建 23 年风电集采（陆上自主投资项目包件一 5GW）：主机厂招标价差多在 5% 以内.....	18
图 26：中电建 23 年风电集采（海上风电项目包件三 1GW）：主机厂招标价差多在 10%	

---

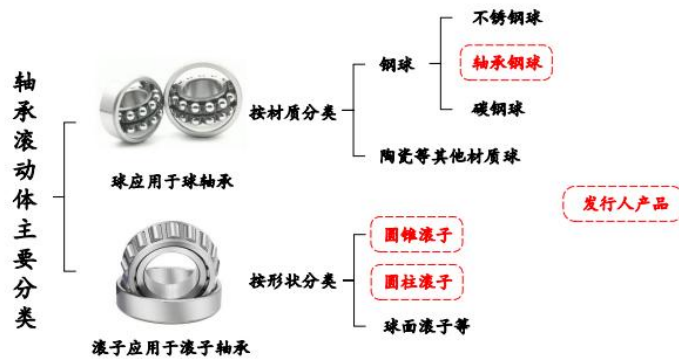
以内 .....	18
图 27: 风电招标价格降幅达 62.5%.....	18
图 28: 国内新增风电的平均单机容量, 单位: MW .....	18
图 29: 公司盐浴热处理自动流水线.....	19
图 30: 新能源汽车销量激增 .....	19
图 31: 陶瓷滚动体示意图.....	20
图 32: 列车轴箱轴承故障案例图 (一) .....	21
图 33: 列车轴箱轴承故障案例图 (二) .....	21
表 1: 滚子市场格局.....	13
表 2: 国内政策法规支持轴承行业发展.....	14
表 3: 各公差等级滚子的表面粗糙度 .....	16
表 4: 2012-2022 高铁发展情况.....	21

# 1 轴承滚动体制造商，专业技术过硬

## 1.1 轴承滚动体制造商，攻关高精度滚子

公司是国内技术领先的专业轴承滚动体制造商。江苏力星通用钢球股份有限公司成立于 2000 年，是国内主要的专业化钢球生产基地，在江苏如皋、浙江奉化、河南方城、波兰、美国等地建有 8 家全资子公司。公司是国内滚动体行业的领头羊，主要产品包括公称直径 0.80-100.00mm、精度等级 G3-G60 的钢球和公称直径 9.00-80.00mm、精度等级 I 级、II 级的滚子。公司的钢球产品具有稳定性高、载荷能力强、寿命长、噪音低等特点，广泛应用于汽车制造、精密电机、风力发电、机床制造、和航空制造等领域。II 级滚子已实现大批量生产，主要应用于轨道交通、盾构机、风电主轴、重卡等负荷能力要求较高的领域，I 级滚子现已通过国家轴承质量监督检测中心检测，开始小批量生产。

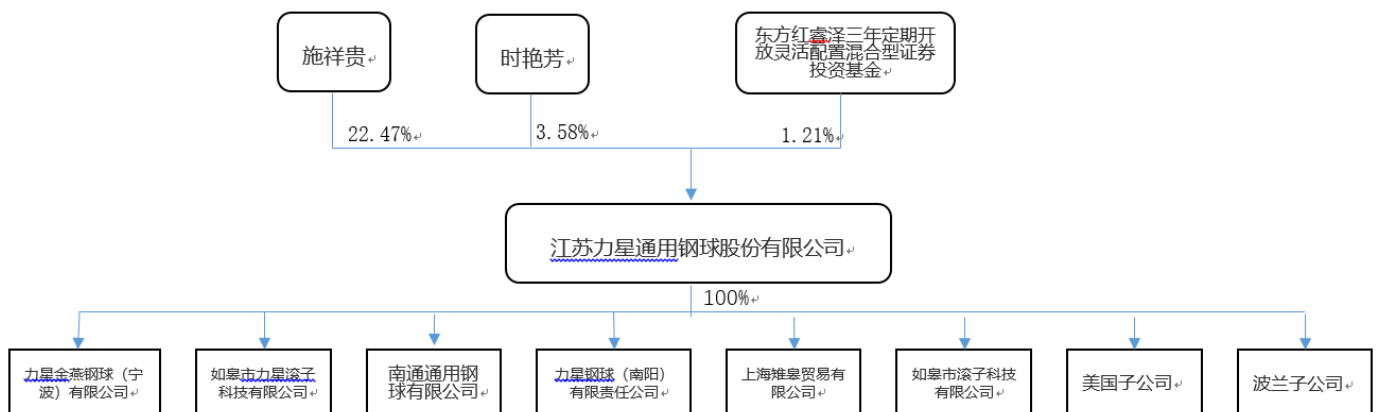
图 1：公司主要产品



资料来源：公司定增说明书，财信证券

公司股权结构分散，实际控制人以相对股权优势维持稳定。公司于 2015 年在深圳证券交易所创业板挂牌上市，董事长施祥贵先生为公司实际控制人，持股比例为 22.47%，虽然低于 30%，但远远高于其他股东。第二大股东时艳芳持股 3.58%，系施祥贵的妻子，赵高明、王嵘、张邦友（2022.10 离职）等系公司高管。公司主要高管和核心员工均持有上市公司股份，确保团队稳定性。

图 2：公司股权结构（截止 23 年一季报）



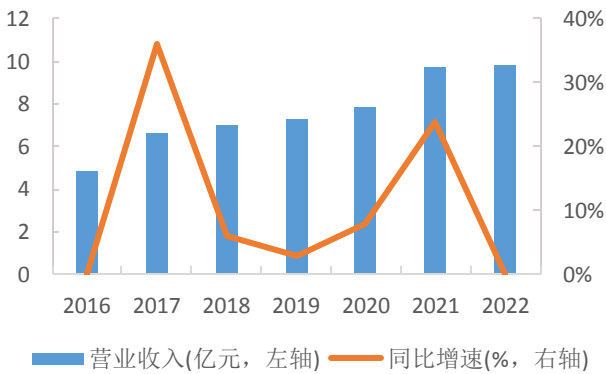
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

## 1.2 立足钢球，发力滚子

近十年营业收入稳步增长，但净利润波动较大。复盘公司的发展历史，2013-2016 年公司营收水平在 4 亿元左右，2017-2020 年提升至 7 亿元左右，2021 年进一步提升至近 10 亿元。归母净利润方面，2013-2016 年稳定在 0.5 亿元左右，但 2017-2022 年波动较大，其中 2019 年受国内经济、贸易形势变化影响，归母净利润仅为 0.39 亿元，同比下降 47%。**多因素导致 22 年增收不增利。**2022 年全年，公司实现营收 9.81 亿元，同比增加 0.71%；归母净利润 0.62 亿元，同比减少 30.98%；实现扣非归母净利润 0.53 亿元，同比减少 33.50%。盈利能力方面，全年毛利率为 17.43%，同比减少 5.48 个百分点。净利率为 6.36%，同比减少 2.92 个百分点。22 年公司业绩下滑的主要原因包括：1) 家电产品需求下降；2) 高铁滚子和陶瓷球研发投入较大；3) 高温期间限电限产；4) 公司滚子二期项目设备搬迁和新能源车球扩产厂房的搬迁导致较大费用支出。

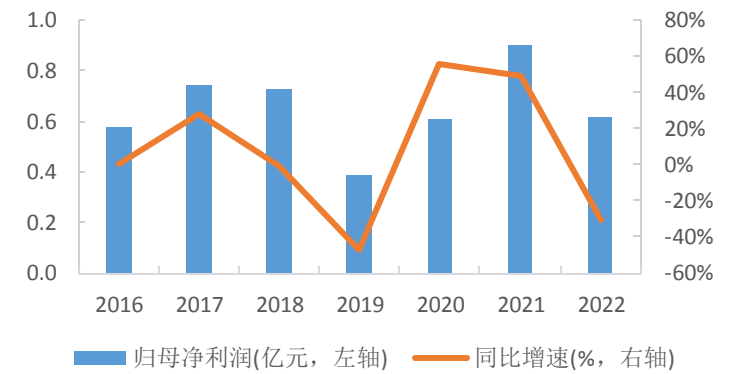
**22 年 Q4 业绩出现拐点，23 年 Q1 盈利能力持续改善。**单季度来看，22 年 Q4 公司实现营收 2.73 亿元，同比增加 22.99%；归母净利润 0.22 亿元，同比增加 380.19%；扣非归母净利润 0.20 亿元，同比增加 411.15%。2022Q4 公司毛利率为 18.10%，同比减少 0.76 个百分点，环比增加 8.83 个百分点。净利率为 8.08%，同比增加 6.01 个百分点，环比增加 3.65 个百分点。23 年 Q1 公司实现营收 2.34 亿元，同比增长 1.09%；归母净利润 0.17 亿元，同比增长 37.52%；扣非归母净利润 0.14 亿元，同比增长 31.67%。一季度毛利率为 17.30%，同比减少 3.46 个百分点；净利率为 7.20%，同比增加 1.91 个百分点。

图 3：公司营业收入（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 4：公司归母净利润（亿元，%）

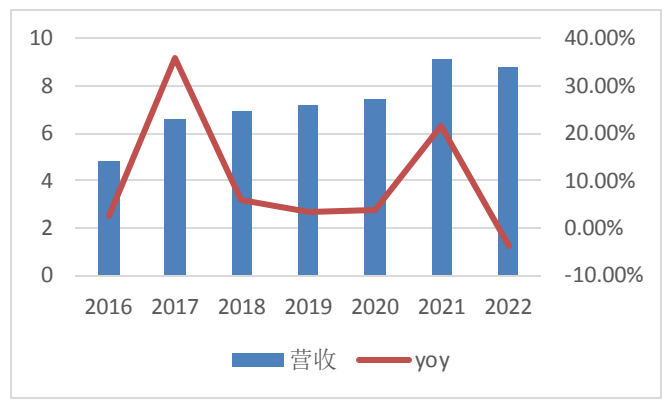


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

**钢球是公司的支柱业务，滚子是公司重点开发的新产品。**作为国内最大的专业化钢球生产基地，轴承钢球一直以来都是公司的支柱业务，公司的钢球营收占比常年维持在 95% 左右，2017 年由于全资子公司力星金燕钢球（宁波）有限公司的财务报表纳入了公司的合并报表范围，公司钢球业务得到大幅度提升。滚子作为公司重点开发的高精尖产品，也是公司的第二支柱产品，在经历初创期、转型期后，正式步入发展期。滚子产品的质量通过不断改进，产品报废率及 ET 不合格率均得到较大幅度的下降。滚子在风电、高铁和新能源车方面均有良好进展：**1)**已经实现了大型化风电滚子的开发，在热处理工艺、磨超加工工艺、大型化外协加工能力等实现了多面突破，滚子产品订单呈快速增长趋势；**2)**高铁轴承滚子关键技术研究开发，实施期自 2022 年 1 月-12 月，现已研发完成，可满

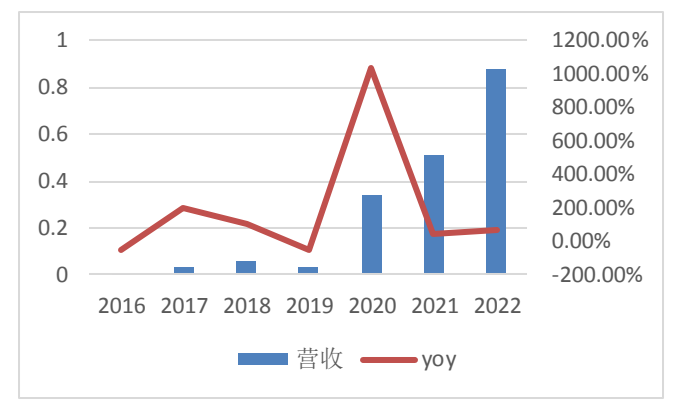
足高铁 350 km/h 以上的运行速率和 300 万公里的运行寿命要求。国家强基工程轨道交通用高精度轴承滚子项目正逐步进入产业化阶段，已顺利交付多种高铁铁路滚子样品，并装配轴承进行测试。公司滚子业务的营收从 2016 年的 0.01 亿元增至 2022 年的 0.88 亿元，营收占比从 2016 年的 0.25% 增长至 2021 年的 9%，2020-2022 年增速分别为 882%、51% 和 73%。同时，公司于 2022 年 8 月公告已与恒润股份全资子公司恒润传动签署了《战略合作协议》，恒润正进军独立变桨及主轴轴承市场，预计随着恒润等战略客户轴承产能释放，滚子业务的营收会有更大幅度的提升。

图 5：钢球营收及增速（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

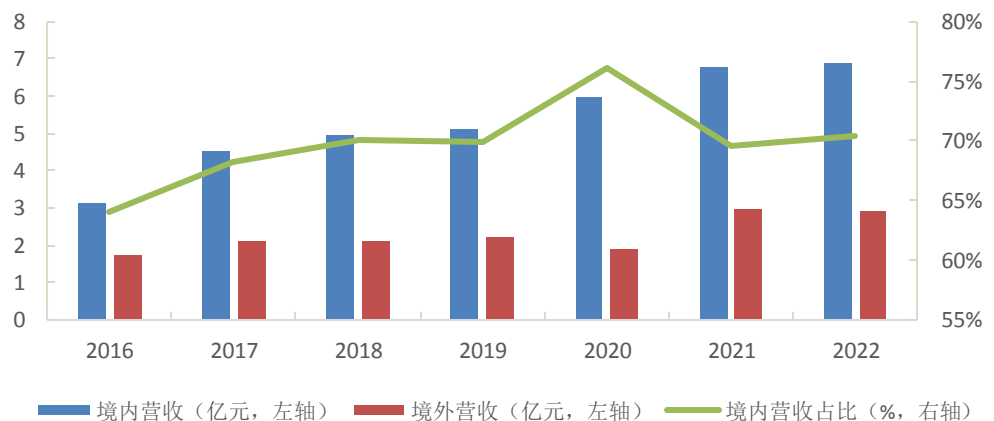
图 6：滚子营收及增速（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

**国内营收占比约 7 成。** 公司是国内唯一一家进入国际八大轴承制造商全球采购体系的内资企业，同时，公司与洛阳新强联回转支承股份有限公司、大连冶金轴承股份有限公司、天马轴承集团股份有限公司等国内大型轴承制造商合作稳定。2016-2022 年，公司境内营收从 3.09 亿元增至 6.91 亿元，境外营收从 1.75 亿元增至 2.9 亿元，境内营收占比始终在 70% 左右。境外营收方面，公司建立了覆盖全球主要市场的销售及管理团队，产品出口至美国、德国、法国、日本、韩国等 20 多个国家及地区，此外，公司还于 2016 年和 2019 年分别在美国和欧洲波兰设立了子公司，以更好地拓展海外业务。据公司 2022 年 10 月的公告，公司已与墨西哥美洲工业集团签署了《友好合作备忘录》，拟出资在墨西哥新建精密滚动体生产基地，进一步完善全球化生产销售体系。

图 7：公司境外营收稳定在 70% 左右

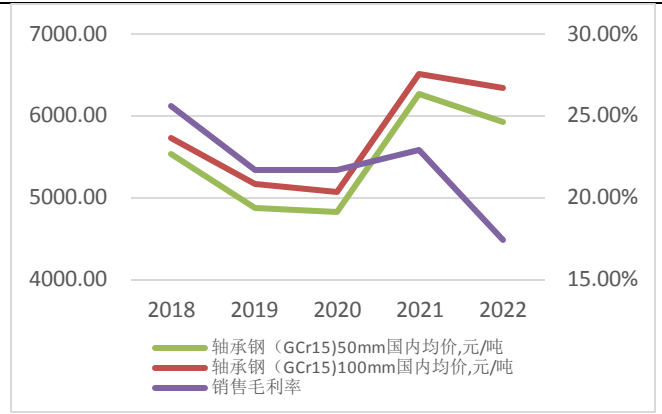


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

### 1.3 瞄准高精度、高端产品，研发投入居行业前列

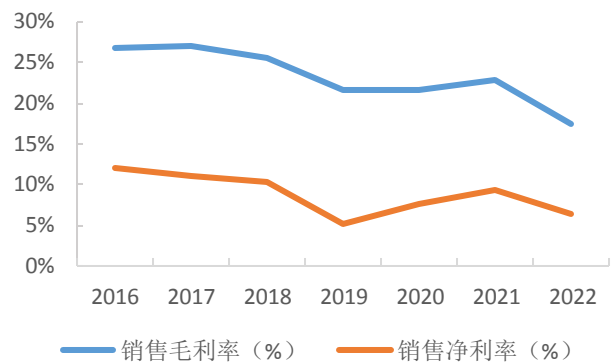
盈利能力主要受新品开发的影响，期待高端产品的研发成功带动公司整体盈利能力的触底回升。公司毛利率受原材料价格的影响并不明显，2016-2018 年公司毛利率和净利率较为稳定，分别保持在 25% 和 11% 左右。受当年 7 月份特大暴雨影响以及高铁滚子前期研发投入、美国分公司开办投入等影响，2019 年公司毛利率下滑至 21.70%，净利率下滑至 5.30%，2020 和 2021 年有所回升。2022 年，由于高铁滚子和陶瓷球的前期研发投入较大，净利率进一步降至 6.36%，较去年的 9.28% 下滑明显。

图 8：公司毛利率与轴承钢价格



资料来源：百川盈孚，财信证券

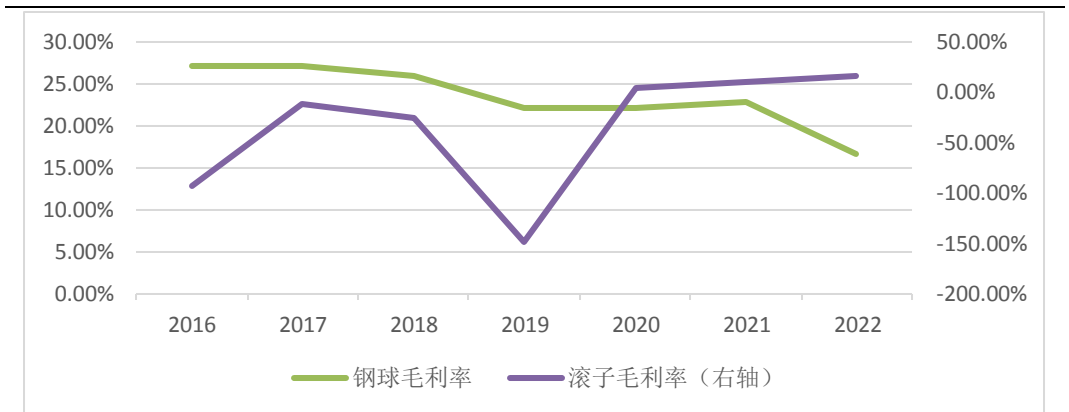
图 9：公司毛利率与净利率



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

滚子业务的毛利率波动明显，参考公司项目可研报告和可比公司的同类型业务，未来滚子业务的盈利能力将有较大提升空间。相较于钢球，公司滚子产品的毛利率波动明显，由于滚子前期研发投入成本高，公司于 2020 年才开始量产，滚子业务在 2016-2019 年一直呈负毛利状态，2020 年毛利率才回正。根据公司 2016 年《非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告》，新建年产 16,000 吨精密圆锥滚子项目达产后预计每年可实现营业收入 34,192 万元，增加净利润 5,030 万元，净利率约 15%，推测毛利率在 30-40% 左右。此外，相较于五洲新春等滚子业务已较为成熟的公司，公司滚子毛利率依旧偏低，2021 年公司的滚子毛利率为 10.07%，而五洲新春的风电滚子毛利率已达 36.75%。我们预计滚子业务进入量产成熟期后，公司的盈利能力将逐步提升。

图 10：公司钢球和滚子毛利率

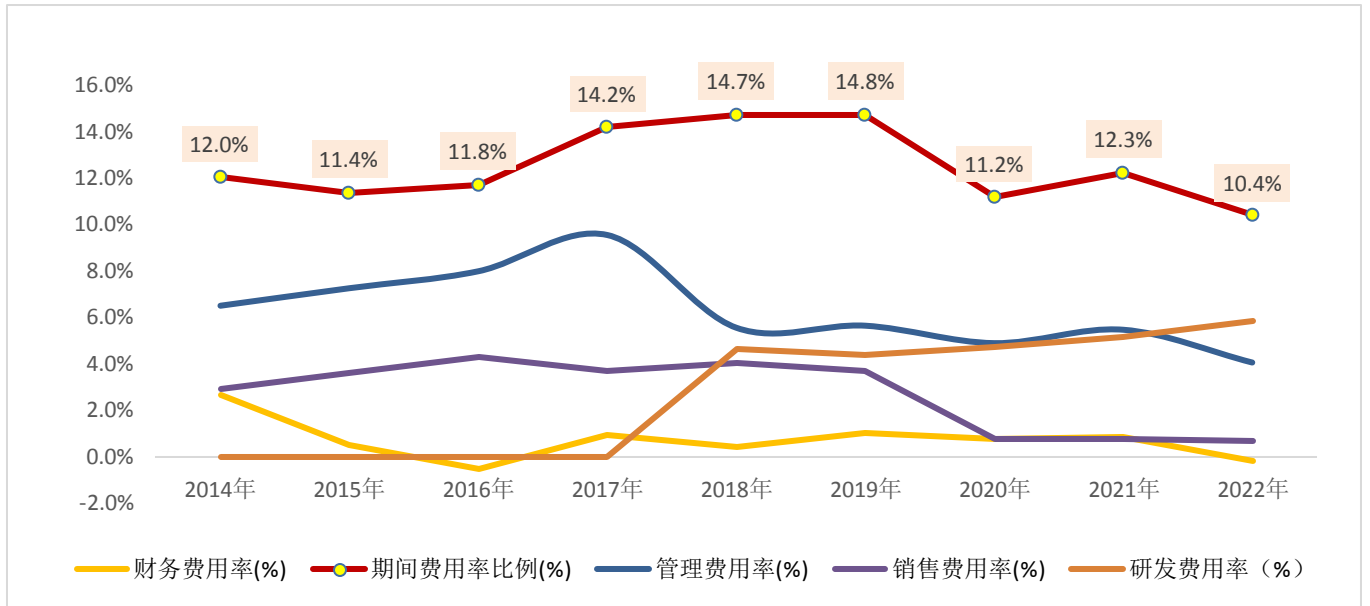


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券



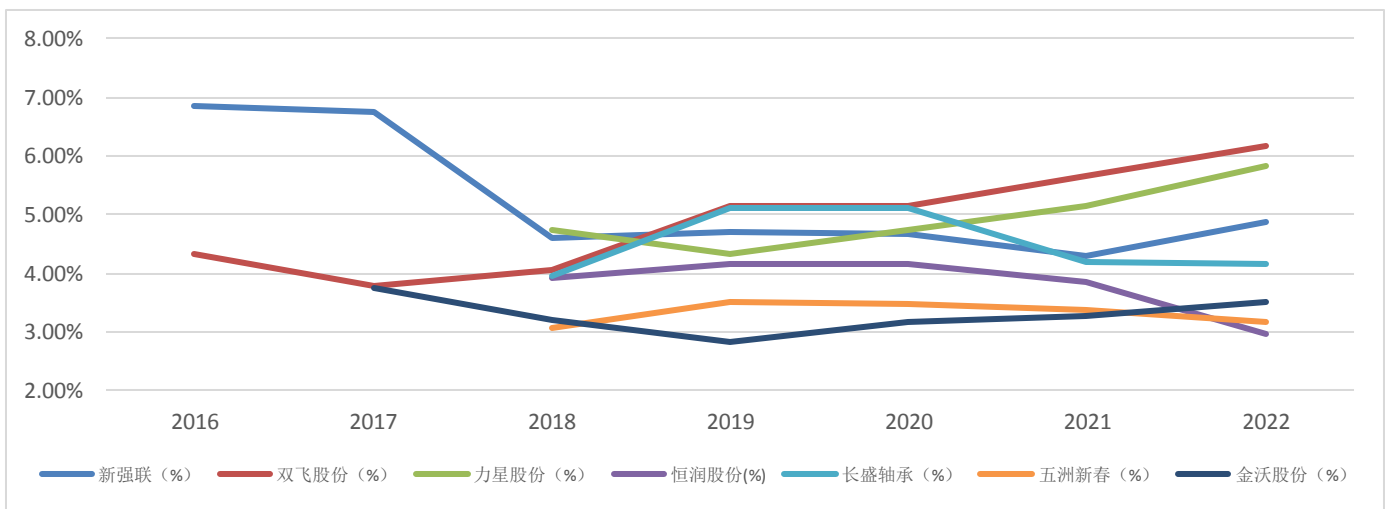
费用率控制优秀，研发费用率位于较高水平。2016-2021 年公司期间费用率较为稳定，控制优秀，其中 2018 年公司将原含于管理费用中的研发费用单独列示使管理费用率大幅下降，2020 年因运输费用重分类公司销售费用率下降较大。公司重视研发投入，2016-2022 年公司研发费用率稳步上升，2022 年的研发费用率为 5.8%，在轴承行业可比公司中位居前列，仅次于双飞股份。公司拥有行业内唯一一家省级工程技术研究中心，并建有省级博士后工作实践基地，截至 2022 年 12 月 31 日，公司已拥有专利权 161 项，其中发明专利 49 项。

图 11：公司期间费用率



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 12：轴承行业可比公司研发费用率



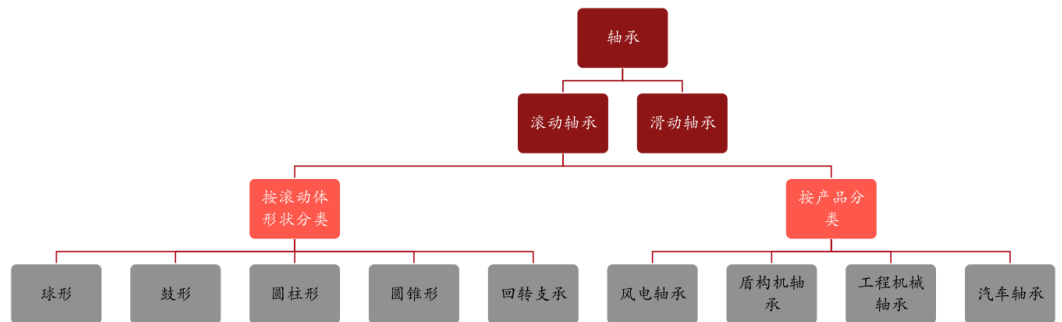
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

## 2 行业双逻辑：国产替代进口、滚子替代钢球

## 2.1 轴承：机械设备必备关节，高端产品依赖进口

轴承是机械设备中的一种基础部件，主要功能是支撑机械旋转体、降低机械旋转体运行过程中的摩擦系数、保证机械旋转体的回转精度，被誉为“工业关节”。轴承产品规格型号较多，按主机配套类型分可分为风电轴承、工程机械轴承、汽车轴承、机床轴承、铁路轴承、冶金矿山机械轴承等；根据轴承工作时承受的载荷方向，分为主要承受径向载荷的向心轴承和主要承受轴向载荷的推力轴承；根据轴承工作时运转的轴与轴承座之间的摩擦性质，可分为滑动轴承和滚动轴承两大类，其中滚动轴承是轴承工业的主要产品，通常所说的轴承，一般指滚动轴承。

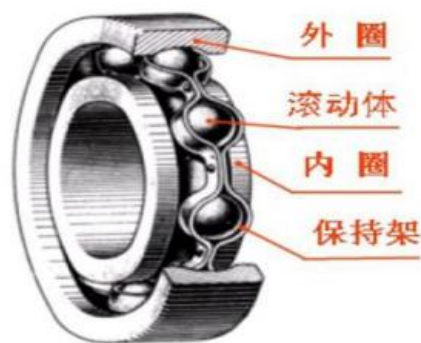
图 13：轴承分类



资料来源：新强联招股说明书，财信证券

轴承滚动体是轴承制造的重要配件，主要包括钢球和滚子。滚动轴承由内圈、外圈、滚动体和保持架四部分组成，其中滚动体作为重要配件，具有减少内圈和外圈在相对旋转过程中摩擦的作用，其精度对于轴承的灵活性和质量具有关键作用。滚动体主要包括钢球和滚子，以及陶瓷球等其他材质的产品，其中钢球用于球轴承，滚子用于滚子轴承。

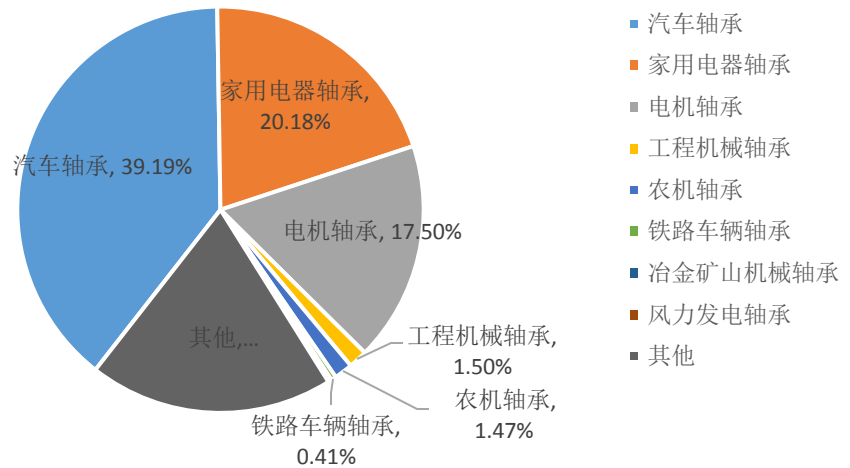
图 14：滚动轴承示意图



资料来源：北极星电力网，财信证券

下游领域拓展促进我国轴承行业规模扩大。轴承广泛应用于汽车、风电、装备制造、工程机械、轨道交通、航空航天和新能源产业等众多行业，其中汽车轴承占比高达 39.19%，其次是家用电器轴承和电机轴承，占比分别为 20.18% 和 17.50%。轴承下游领域仍在不断拓展，其中风电行业装机量持续上升、新能源汽车行业销量激增、高铁里程和动车组仍有增长，上述行业的快速发展有望带动细分市场的轴承及滚动体市场规模继续扩大。

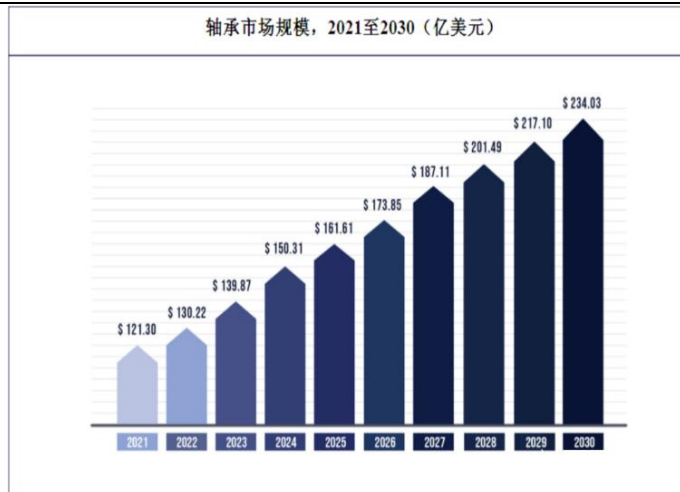
图 15：2021 年轴承行业下游领域



资料来源：中国轴承工业协会，财信证券

八大国际轴承企业全球市占率约 70%。根据 Precedence Research 市场研究机构公布的报告显示，2021 年全球轴承市场规模已经达到 1213 亿美元，2022 年为 1302 亿美元；预计到 2030 年有望超过 2430 亿美元，CAGR 约 8%。目前，全球轴承产业已经形成了瑞典斯凯孚 (SKF)、德国舍弗勒 (Schaeffler)、日本恩斯克 (NSK)、日本捷太格特 (JTEKT)、日本恩梯恩 (NTN)、美国铁姆肯 (TIMKEN)、日本美蓓亚 (Minebea) 和日本不二越 (Nachi) 组成的世界八大轴承企业，其全球市占率常年维持在 70% 以上。2022 年，亚太地区轴承市场规模约占全球轴承市场的 56%，其中我国的市场规模约占全球轴承市场的 34%，带动了整个亚太地区市场规模的高速发展。欧洲、中东及非洲占比 23%，美洲占比 21%。

图 16：全球轴承行业市场规模

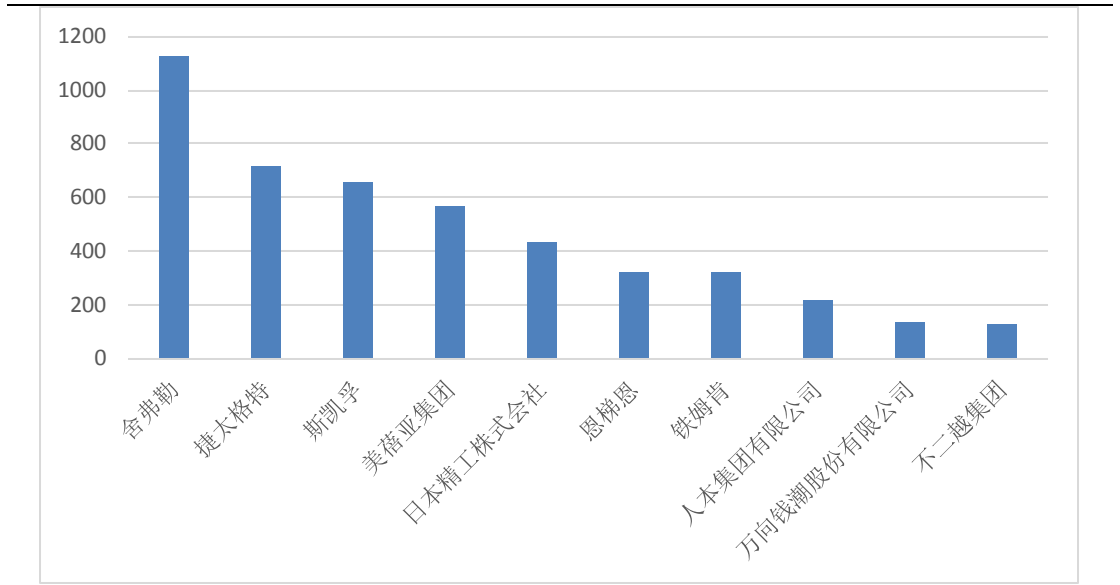


资料来源：中轴协，洛阳 LYC 轴承有限公司技术中心，财信证券

国内本土轴承企业营收规模偏小，主要占据中低端市场。根据中国轴承工业协会估算，我国轴承行业 2022 年完成营业收入 2,500 亿元，相比 2021 年的 2,278 亿元增长 9.7%；轴承产量 259 亿套，相比 2021 年的 233 亿套增长 11.2%。国内轴承市场上，八大国际轴承企业占据主导地位，且主要集中于高端市场，而本土轴承企业的营收规模较低、市场份额较分散、多生产中低端产品。2022 年，全球轴承企业营收前十名中，仅有万向和人

本两家本土轴承企业，营收分别为 221 亿和 140 亿元，排名分别为第八和第九，体量与排名第十的不二越（营收 129.71 亿元）相近。

图 17：2022 全球轴承行业营收前十企业，单位：亿元

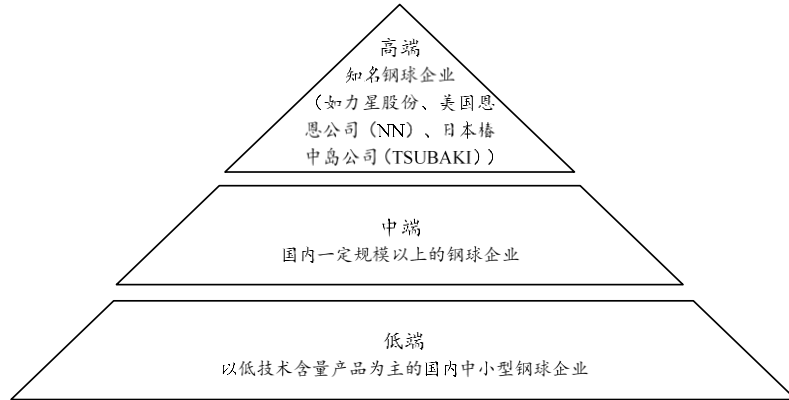


资料来源：轴承杂志社，财信证券

## 2.2 国产轴承滚动体“三低”特征明显，国产替代正当时

轴承滚动体与轴承类似，国产滚动体的低市占率、低精度、低端产品特征明显，尚未形成综合能力突出的精密滚动体制造企业。钢球和滚子作为轴承的关键配件，通过装配于轴承而广泛应用于制造业的各个领域，因此钢球和滚子的市场格局与轴承市场基本一致，同样为国外企业市占率接近 70%且占据高端市场、国内厂商市占率约 30%且主要为中低端产品。早期滚动体主要由轴承公司自产自销，各公司产品差别较大，近年来随着专业化生产的推进，部分国内外轴承制造商和一些具备滚动体生产能力的企业开始向专业供应商模式转变。国内滚动体市场正处于发展整合阶段，虽然尚未形成综合能力突出的精密滚动体制造企业，但头部轴承企业近几年的软硬件投入和研发投入都大幅增长。在汽车和机械领域通用轴承方面已经实现进口替代，特种轴承和高端精密轴承工艺技术也逐步突破，风电轴承、高铁轴承、高端精密轴承滚子等研发生产取得突破，有望逐步实现国产化替代。以风电滚子为例，目前风电滚子的国产化渗透率不及 10%，其中低端滚子已全面实行国产化，竞争较为激烈，中端渗透率约 60%-70%，高端滚子有所突破，国产份额大概在 10-15%左右。

图 18：钢球市场格局



资料来源：公司招股说明书，财信证券

以风电轴承滚子为例，目前国内风电轴承滚子的市场格局分为四个梯队：**1) 第一梯队。**国外知名风电轴承供应商，掌握滚子制造技术，一般以自制和进口为主，少量开始国产化，但成本相对高。受到风机单位成本下降的影响，有动力向国内第三方专业风电滚子供应商采购。**2) 第二梯队。**国内一些老牌轴承企业也有能力生产风电滚子，但它们之前只生产 3WM 以下机组的风电滚子，如果生产 4MW 及以上大功率风电滚子，需要重新加大投资投入设备。但由于风电轴承产品的竞争和商业秘密等原因，风电轴承厂家一般不会向同行采购风电滚子，风电轴承厂家生产的滚子大部分只能自用，较难达到规模效应，自产的风电滚子成本较高；如果风电滚子自用，则缺少市场竞争和技术交流，技术迭代慢，效率和综合竞争力不够强。**3) 第三梯队。**国内第三方专业滚子供应商，目前主要以公司和一家友商为代表，面对下游风电轴承滚子市场，容易形成规模。另外面对下游大部分风电轴承厂家，各家的设计和要求也不一样，必须不断通过技术改进和工艺优化，及时响应和满足各风电轴承厂家的需求，技术进步快，竞争力较强，有利于效率提升，综合竞争力比较强。**4) 第四梯队。**普通工业轴承滚子供应商，目前国内有上千家，但大部分厂家达不到生产 1 级和 1 级滚子的技术水平。未来不排除会有个别头部公司成长起来加速行业竞争，但需要较长时间通过风电轴承甚至风电主机厂的认证。

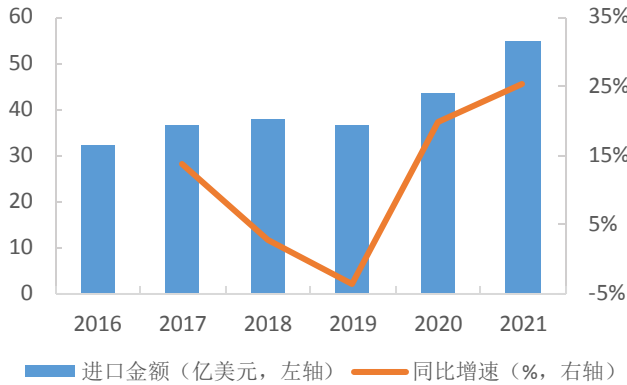
表 1：滚子市场格局

梯度	公司	优势
第一梯队	外资品牌（如斯凯孚、舍弗勒）	掌握核心技术，但自制成本高，部分企业选择采购。
第二梯队	国内头部轴承企业（如瓦轴、洛轴）	自产滚子匹配公司轴承产品，但成本高、投资效率低
第三梯队	专业滚子生产商（如力星股份、五洲新春）	符合行业专业化趋势，研发投入最有效率。
第四梯队	普通工业轴承滚子厂	企业数量多、规模小，工艺技术低。

资料来源：中国轴承工业协会，财信证券

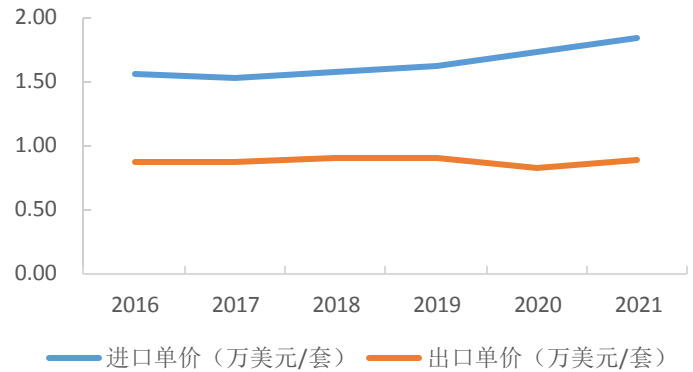
**轴承进出口价差大，高附加值的高端轴承产品亟待国产替代。**我国高端轴承市场主要被八大国际轴承企业占据，高速动车组、风力发电机组传动系统、中高档机床、中高级汽车等领域的高端轴承高度依赖进口，2021 年我国轴承进口金额达 54.7 亿美元，同比增速 25.29%，进口单价达 1.85 万美元/套，比出口单价高 0.96 万美元。高端轴承本身具有一定的定型期，产品一旦定型，短期内很难进行更新换代，加之安全事故追责等原因，即便国内轴承质量已经有较大提升，很多客户为了避免安全事故担责仍然选用进口产品。

图 19：2021 年轴承进口金额达 54.7 亿美元



资料来源：海关总署，财信证券

图 20：2021 年轴承进口单价比出口单价高 0.96 万美元



资料来源：海关总署，财信证券

政策支持促进我国轴承行业国产替代。2020 年突然爆发的疫情给全球产业链、供应链造成巨大冲击，轴承进口受到较大阻碍，同时，美国等西方发达国家利用技术垄断制裁中国事件的发生，让我国更加意识到突破卡脖子难题和国产替代的重要性。因此相关部门颁布多项政策支持我国轴承行业的国产替代，2021 年我国轴承工业协会颁布的《全国轴承行业“十四五”发展规划》明确指出，要大力开发为战略性新兴产业和制造强国战略重点发展领域配套的高端轴承。同时，疫情影响下八大的跨国生产和贸易受阻，这些因素为国内轴承行业的发展并向高端精密轴承领域进军提供了支持。

表 2：国内政策法规支持轴承行业发展

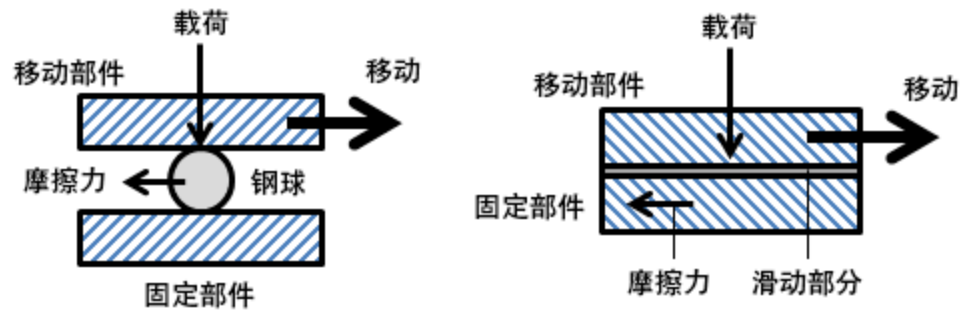
序号	法规名称	颁布时间	发布机构
1	《中国制造 2025》	2015 年 5 月	国务院
2	《工业强基工程实施指南（2016-2020 年）》	2016 年 4 月	工信部
3	《产业关键共性技术发展指南》（2017 年）	2017 年 10 月	工信部
4	《高端智能再制造行动计划（2018-2020 年）》	2017 年 11 月	工信部
5	《产业结构调整指导目录》（2019 年本）	2019 年 11 月	发改委
6	《机械工业“十四五”发展纲要》	2021 年 4 月	我国机械工业联合会
7	《全国轴承行业“十四五”发展规划》	2021 年 6 月	我国轴承工业协会

资料来源：公司定增说明书，财信证券

### 2.3 滚子替代钢球，产品升级提升附加值

滚珠和轴承套圈是点接触，适合高转速、低载荷的应用场景；滚子和轴承套圈是面接触，适合低转速、高载荷的应用场景。滚珠与环形滚道是点接触形式，随着作用在轴承上的载荷增加，接触点变为椭圆形区域，较小的接触面积提供了较低的滚动摩擦，因此滚珠轴承能够适应更高的转速，但承载能力也受到限制。滚子与环形滚道是线接触形式，随着作用在轴承上的载荷增加，接触线变为矩形区域，由于接触面积更大，因此摩擦更高，滚子轴承可以承受比相同尺寸的滚珠轴承更重的载荷，但转速较低。

图 21：滚球和滚子的受力区别



资料来源：北极星电力网，财信证券

以风电为例，当前主流滚动体仍为滚珠。风电轴承主要分变桨偏航轴承、传动系统轴承两大类，其中变桨和偏航轴承主要装配轴承钢球，传动系统轴承中部分增速器轴承、发电机轴承也需要装配轴承钢球。由于风电轴承所需钢球的尺寸大，使用寿命要求通常为 20 年，尤其是海风机组上的轴承工作环境属于潮湿高盐环境，因此风电轴承钢球是当前钢球市场中加工难度、技术难度、产品附加值三高的重要产品。风电整机制造商通常对装配的零部件有严格的质量要求，如硬度标准上有表面硬度、平面硬度、心部硬度三个层次来规定，并且要求风电钢球的残余奥氏体比例应控制在 15% 以内，保证钢球在外部环境变化中保持尺寸的稳定性，提高钢球使用寿命。风电大兆瓦趋势下，滚子的渗透率有望逐步提升。由于滚子能够承受更重的载荷，3.5MW 以上的大功率风机多选择滚子作为轴承滚动体，随着风机大型化的发展，滚子替代钢球是必然趋势。风电滚子制造工艺与轴承制造工艺类似，关键难点在于材料的成分控制、机加工、可控气氛热处理和磨加工，尤其是滚子的精度等级要达到 I 级精度和 II 级精度，此外还需要通过热处理工艺解决淬透性及芯部网状问题。

图 22：风电轴承滚子



资料来源：北极星电力网，财信证券

国内专业滚子厂商稀缺，高精度滚子的加工技术正处于追赶阶段，但起量的下游市场有助于加速国产替代。以圆柱滚子为例，按照原有的国家标准 GB/T4661—2002《滚动轴承圆柱滚子》规定，滚子精度分为 0、I、II、III 四个等级，产品精度依次由高到低。按照最新国家标准 GB/T4661-2015《滚动轴承圆柱滚子》的规定，圆柱滚子依据制造尺寸公差、几何公差、规值及表面粗糙度分为 G1、G1A、G2、G2A、G3、G5 六个等级，

精度依次由高到低，较原分类更为细致。以风电轴承滚子为例，当前国产滚子精度低、尺寸一致性差、可靠性较低。从兆瓦数来看，目前国内已有部分钢球厂商能够生产风电轴承钢球，但主要集中在 5MW 以下的风电钢球，对于 5MW 以上风电钢球由于技术难度高，国内生产还处于起步阶段。从精度来看，按照原有的国标标准，国内滚子厂商主要以生产 III 级滚子为主，具备生产 II 级、I 级滚子的企业相对较少，尤其是能批量生产高端滚子的专业滚子厂商屈指可数。但随着国内风电在平价时代迎来新的发展阶段，中国已经成为全球最大单一风电市场，下游持续旺盛的需求也有助于国内专业轴承滚子厂商的发展。此外，随着风电平均单机功率的逐步提高，大功率风力电机的整体比重将稳步提高，适合低速、重载的大尺寸轴承滚子市场需求也在不断提高。俄乌冲突下欧洲本土轴承厂商生产成本和交付成本均有所提升，国际八大轴承厂商纷纷加大在中国的产能建设力度，也有助于国内专业滚子厂商的发展。

**表 3：各公差等级滚子的表面粗糙度**

公差等级	滚动表面（微米）	端面（微米）		倒角（微米）
		Ra	max	
G1	0.1	0.125		1.25
G1A	0.125	0.16		1.25
G2	0.125	0.2		1.25
G2A	0.16	0.25		2.5
G3	0.2	0.32		2.5
G5	0.25	0.32		2.5

资料来源：GB/T4661-2015《滚动轴承圆柱滚子》，财信证券

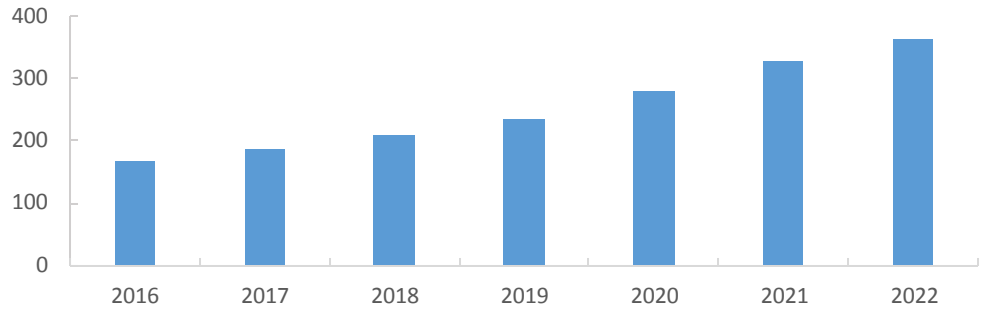
### 3 瞄准下游三大应用市场，公司未来可期

#### 3.1 大型化和降本需求，风电滚子业绩“0 到 1”后“1 到 100”

**我国风电装机量持续上升。**根据全球风能理事会（以下简称“GWEC”）的统计，2021 年全球风电累计装机量为 837GW，同比增长 12.4%，新增装机量为 93.6GW，其中我国新增 47.6GW，占全球新增量的 50.91%，是全球新增风电装机量第一大国。根据国家能源局的统计数据，截至 2022 年 12 月底，全国累计发电装机容量约 25.6 亿千瓦，同比增长 7.8%。其中，风电装机容量约 3.65 亿千瓦，同比增长 11.2%；2022 年全年全国风电新增并网装机 3,763 万千瓦，同比下降 21%。据 GWEC 预测，我国风电累计装机量规模到 2026 年有望达 600GW，占全球比例的 43%。



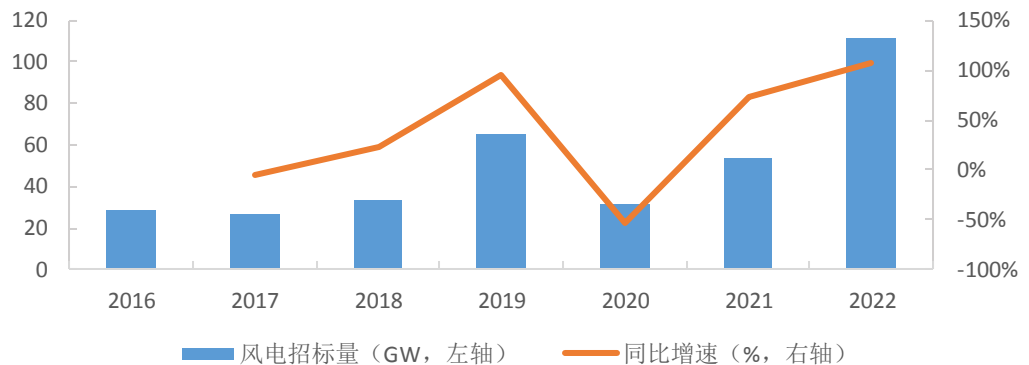
图 23：2022 年我国风电累计装机 396GW



资料来源：国家能源局，财信证券

**22 年招标大年、23 年交付大年。**根据金风科技的统计，2022 年我国风电招标量达 111.9GW，同比增长 106.84%，实际情况下风机从中标至确认收入需要一年左右的时间，2022 年的高招标量为下一年的装机量提供保证，2023 年将是风机交付与并网大年，预计 23 年国内新增风电装机约 70GW，其中陆风 60GW、海风 10GW。

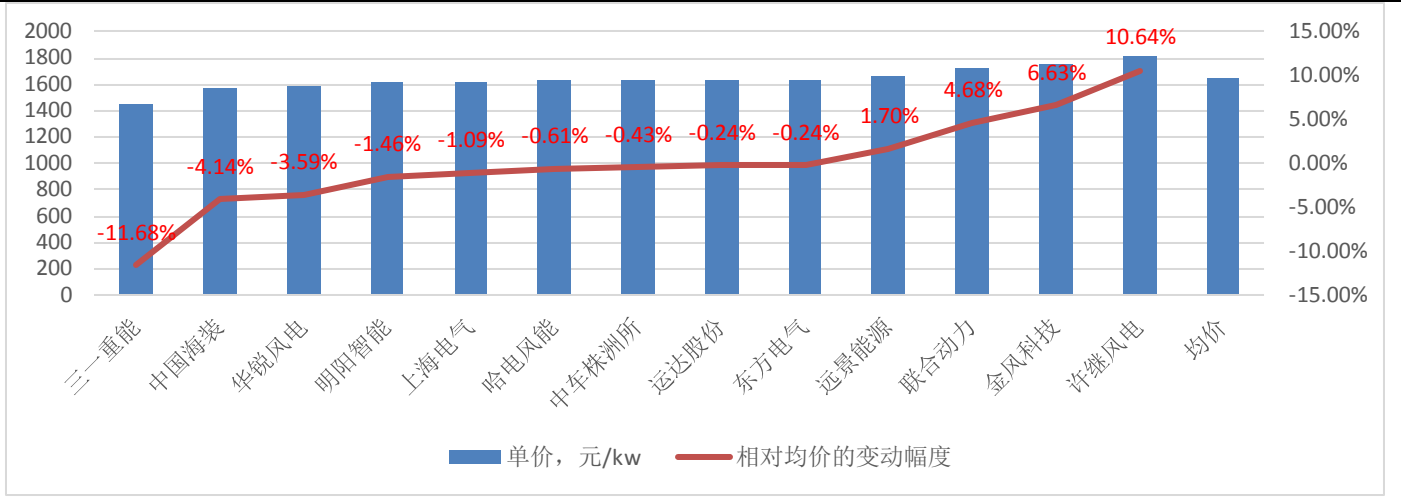
图 24：2022 年我国风电招标量达 111.9GW



资料来源：金风科技，财信证券

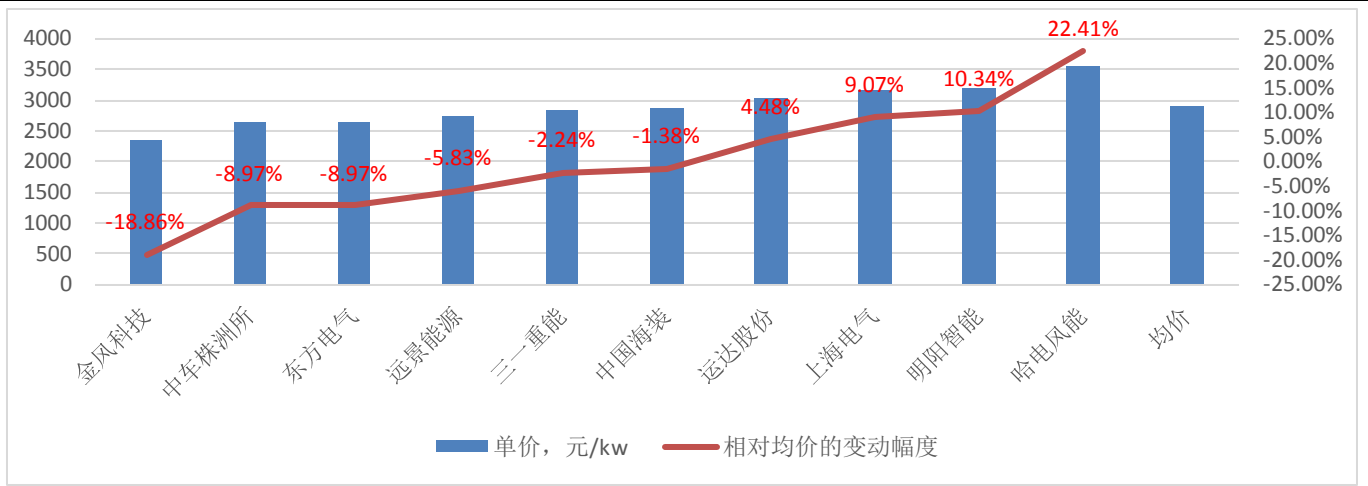
**推动国产风电滚子放量增长的逻辑主要有两个：1) 风机大型化的发展趋势明确，滚子能够承受比钢球更多的载荷，更适合大兆瓦机型。**随着“抢装潮”的结束，风机价格大幅下降，风电平价时代到来，国内风电招标价格从 2020 年 4000 元/KW 降至 2022 的 1500 元/kW，降幅达 62.5%。风机价格下降后，风机厂商为减少盈利受损需要降低风机的单位功率成本，风机大型化成为必然趋势。2016-2022 年，风机功率从 2MW 上升至 4.3MW，CAGR 为 13.6%，未来 5-10 年陆风、海风的平均单机容量有望达到 10MW 和 20MW 级别，而相较于其他滚动体，滚子能够承受更重的载荷，3.5MW 以上的大功率风机多选择滚子作为轴承滚动体，随着大兆瓦风机的普及，未来滚子的需求量也会明显起量。**2) 降本诉求，国产滚子替代进口滚子可有效降本。**制造业降本永恒的追求，风电零部件的本质仍然是制造业，当前风机招标价格呈现出低价企稳趋势，各家企业招投标时的报价价差并不大，可谓是“内卷到极致”。而大部分零部件环节原材料占比较大，赚加工费的商业模式也难以再继续降本，海缆、轴承和叶片等是为数不多的可以通过技术进步和国产替代进行降本的环节。

图 25：中电建 23 年风电集采（陆上自主投资项目包件一 5GW）：主机厂招标价差多在 5% 以内



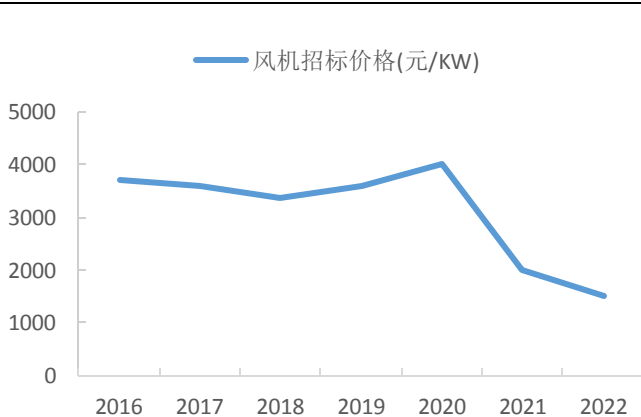
资料来源：风芒能源，财信证券

图 26：中电建 23 年风电集采（海上风电项目包件三 1GW）：主机厂招标价差多在 10% 以内



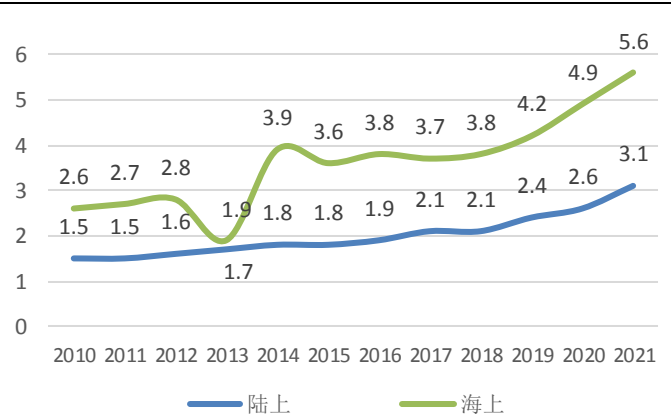
资料来源：风芒能源，财信证券

图 27：风电招标价格降幅达 62.5%



资料来源：北极星风力发电网，财信证券

图 28：国内新增风电的平均单机容量，单位：MW



资料来源：中国风能协会，财信证券

公司掌握大型风电滚动体制造工艺。公司拥有大尺寸风电钢球的全套加工工艺，是国内主要的 5MW 以上风电轴承钢球生产企业。公司于 2022 年 6 月公告其新增的盐浴热处理自动流水线已通过斯凯孚的最终审核，风电滚子热处理产能将得到进一步提升，加工范围由原来的 60mm 扩大到 90mm，为满足大型风电滚子需求提供了保证。

图 29：公司盐浴热处理自动流水线

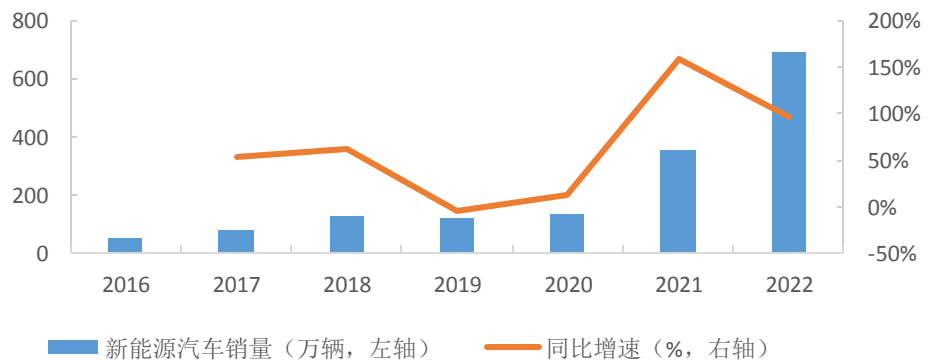


资料来源：公司公告，财信证券

### 3.2 新能源车维持高增速，带动高端车用轴承起量

新能源汽车销量激增，国内造车新势力崛起，有望为新能源汽车零部件产业带来全新的行业景气度。2016-2022 年新能源汽车销量迅速增长，CAGR 为 54.47%；根据中汽协数据，2022 年全国汽车产销分别完成 2702.1 万辆和 2686.4 万辆，同比增长 3.4% 和 2.1%，延续了去年的增长态势。新能源汽车持续爆发式增长，产销量再创历史新高，分别完成 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比分别增长 96.9% 和 93.4%，市场渗透达 25.6%，同比增长 12.2 个百分点。2023 年前 4 个月我国新能源汽车产销量分别达 229.1 万辆和 222.2 万辆，同比均增长 42.8%。除了国内新能源车销量保持旺盛，出口方面也屡创新高。2021 年，我国新能源汽车出口 31 万辆，同比增长 3 倍，成为全球第一新能源汽车出口大国。2022 年，我国新能源汽车出口 67.9 万辆，同比增长 1.2 倍。2023 年 1-4 月，新能源汽车出口 34.8 万辆，同比增长超过 170%。

图 30：新能源汽车销量激增



资料来源：中国汽车工业协会，财信证券

2022 年新能源汽车滚动体的市场规模约为 30.99 亿元。新能源汽车所用滚动体产品在速度、精度和静音方面具有更高的要求，且不同型号的新能源汽车之间滚动体使用量差异很大。以特斯拉的 Model 3、Model Y 和 Model S 三种型号为例，每辆车最少需要滚动体 100 元，而最多的需要 700 元，假设每辆车需要 450 元滚动体，估算 2022 年新能源汽车滚动体的市场规模约为 30.99 亿元。

**公司布局高端陶瓷滚动体。**新能源汽车的快速发展，为新能源汽车零部件产业带来了较高的行业景气度。国内的“造车新势力”一方面要从 0 开始筛选并与供应商建立起联系，另一方面新能车的升级换代较之燃油车更快，在电动化、静音等方面的要求也更高，需要更多、更高精度的车用轴承。在新能源汽车中，由于电机轴承转速较高且处于磁场变化中易产生电腐蚀，陶瓷轴承有望逐步取代钢球轴承，相应陶瓷滚动体的需求也会进一步扩大，预计 2025 年新能源汽车陶瓷滚动体国内市场将达到 12 亿元，全球市场达到 39 亿元，市场前景广阔。公司于 2022 年 9 月公告拟以自有资金 1 亿元设立全资子公司江苏力创精密陶瓷有限公司，主营精密陶瓷滚动体；2023 年 6 月 3 日，公司举行了高精度陶瓷球项目投产仪式和国家企业技术中心揭牌仪式。根据公司 23 年 5 月 9 日的投资者交流信息显示，陶瓷球生产线已进入试生产阶段，目前部分样品已交由下游客户检验，后续有望随着新能车的发展持续放量。

图 31：陶瓷滚动体示意图



资料来源：中轴协，财信证券

### 3.3 轴承是高铁提速的关键，高铁滚子进展顺利

**高铁行业持续发展，未来里程和动车组增量仍然有空间。**根据国家铁路局发布的《2022 年铁道统计公报》，全国铁路营业里程达到 15.5 万公里，其中高速铁路达到 4.2 万公里。与高速铁路里程相对应，我国动车组数量、动车数量逐年增长，根据《2022 年铁道统计公报》，截止 2022 年我国动车组达到 4048 标准组、32380 辆。此外，根据发改委、交通部和铁路总公司共同印发的《中长期铁路网规划（2016-2030）》，在原规划“四纵四横”主骨架基础上，增加客流支撑、标准适宜、发展需要的高速铁路，同时充分利用既有铁路，形成以“八纵八横”主通道为骨架、区域连接线衔接、城际铁路补充的高速铁路网。在国家产业政策的持续支持下，我国高速铁路行业未来仍将保持较高的增长速度，带动高速铁路装备制造市场持续增长。

表 4：2012-2022 高铁发展情况

年份	铁路里程 (万公里)	高铁里程 (万公里)	高铁新增里程 (公里)	铁路客车拥 有量 (万辆)	动车组 (标准组)	动车组 (辆)	新开通高铁平 均时速 (km/h)
2012	9.8	0.9					270
2013	10.3	1.1	1672	5.88	1003	10464	270
2014	11.2	1.6	5491	6.06	1404	13696	267
2015	12.1	2	3306	6.5	1883	17648	250
2016	12.4	2.2	1903	7.1	2586	20688	236
2017	12.7	2.5	2182	7.3	2935	23480	233
2018	13.1	2.9	4100	7.2	3256	26048	231
2019	13.9	3.5	5474	7.6	3665	29319	277
2020	14.63	3.8	2521	7.6	3918	31340	251
2021	15	4	2168	7.8	4153	33221	320
2022	15.5	4.2	2082	7.7	4194	33554	311

资料来源：e 车网，财信证券

高铁轴承及滚动体是亟待解决的关键卡脖子环节。目前我国高铁的国产化率为 97%，未能达到 100%的主要原因在于高铁轴承的卡脖子。此外，高铁轴承及滚动体还面临以下挑战：1) 高铁轴承及滚动体运行环境复杂。我国国土面积辽阔，高铁运行的环境复杂，尤其是对于横跨经纬度较大的长程高铁而言，同样的轴承及滚动体运行一趟下来需要能够同时应对南方湿热、北方低温、西北风沙等情况，所使用的轴承产品在转速、承载能力和耐腐蚀性等方面都有着严苛的要求。2) 轴承及滚动体是高铁提速的关键，未来高铁提速有望对高铁轴承及滚动体的性能提出更高要求。高铁轴承是轴承行业最薄弱的环节之一，滚子对高铁轴承的速度、承载、寿命有重要作用。目前，我国复兴号动车组列车发展日趋成熟，300KM/H 时速以及以上动车组列车数量增多，后续也会有 400KM/H 甚至更高时速的列车投入运营。车速提高后的轴承转速也会增加，因此成熟的高速动车组转向架技术是动车组列车提速的关键。轴承是转向架组成的重要零部件，所选用轴承性能的好坏，导致转向架常见故障（热轴、燃轴）的发生，都跟轴承有及其重要的联系。目前高速铁路轴承多为圆锥滚子，不仅承受较大的径向载荷，还要承受一定的轴向载荷，滚子球基面加工形状和几何精度直接影响到高铁轴承中滚子端面与挡边的接触摩擦特性和承载能力，进而影响到高铁轴承使用寿命。

图 32：列车轴箱轴承故障案例图（一）



资料来源：《基于数据重构与高斯混合模型的高铁滚动轴承性能退化研究》，财信证券

图 33：列车轴箱轴承故障案例图（二）



资料来源：《基于数据重构与高斯混合模型的高铁滚动轴承性能退化研究》，财信证券

高铁轴承虽然整体市场规模小，但重要性高、容易卡脖子，公司切入高铁轴承有望实现国产替代、独享整个市场。由于此前整个高铁轴承的市场规模只有 4 亿元左右，加之技术壁垒较高，不少国内企业出于投入产出比和利益考虑并不愿意对此有过多的研发投入。随着高铁行业的进一步扩大和高铁轴承需求量的增加，高铁轴承及其零配件行业仍会有一定的增长。公司高铁滚动体样品已装配测试。在高铁行业持续发展和国家对高铁滚动体的国产替代要求下，公司在 2018 年承担了高铁滚动体的研发项目，截至 2022 年 9 月，公司提供了 40 多种高铁滚子样品，现已通过了样试和台架试验，目前进入下一阶段测试。一般情况下，高铁轴承 100 万公里左右就需要全部更换，而公司的高铁轴承滚子可满足高铁 350 km/h 以上的运行速率和 300 万公里的运行寿命要求，极大缩短了高铁轴承的更换频次。公司于 2023 年 1 月表示已顺利交付高铁滚子专项样品，正在装配轴承进行测试，预计 2023 年公司高铁滚动体可实现放量，有望成为公司新的利润增长点。

## 4 盈利预测与估值

维持公司盈利预测不变，预计公司 2023-2025 年营收 14/19.5/22.5 亿元，归母净利润 1.57/2.26/2.84 亿元；考虑到 2022 年度的分红派息转增 0.5 亿股本，eps 调整为 0.53/0.76/0.96 元，对应 PE 为 16.82/11.65/9.27 倍。公司轴承滚子国产替代前景广阔、逻辑坚挺，下游高铁、风电和新能源汽车均为高景气度行业，23 年风电滚子继续放量、高铁滚子和陶瓷滚动体有望实现“0 到 1”的突破并在 24 年贡献显著增量业绩，且有望带动公司综合毛利率的提升。看好公司 23 年滚子业务放量后带来的发展，给予 23 年 20-25 倍 PE，目标价格区间 10.6-13.25 元，维持公司“买入”评级。

## 5 风险提示

原材料价格波动，风电装机不及预期，项目投产不及预期。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
<b>利润表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>主要指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入	9.74	9.81	14.00	19.50	22.50	营业收入	9.74	9.81	14.00	19.50	22.50
减: 营业成本	7.51	8.10	10.78	14.92	16.99	增长率(%)	23.69	0.71	42.73	39.29	15.38
营业税金及附加	0.08	0.10	0.13	0.18	0.21	归属母公司股东净利润	0.90	0.62	1.57	2.26	2.84
营业费用	0.08	0.07	0.10	0.14	0.16	增长率(%)	49.06	-30.98	151.66	44.35	25.60
管理费用	0.53	0.40	0.56	0.79	0.91	每股收益(EPS)	0.30	0.21	0.53	0.76	0.96
研发费用	0.50	0.57	0.73	1.02	1.18	每股股利(DPS)	0.13	0.08	0.21	0.31	0.39
财务费用	0.08	-0.02	0.06	0.06	0.04	每股经营现金流	0.07	0.24	0.39	0.40	0.96
减值损失	-0.06	-0.04	-0.06	-0.08	-0.10	销售毛利率	0.23	0.17	0.23	0.24	0.25
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	0.09	0.06	0.11	0.12	0.13
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.07	0.05	0.12	0.15	0.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.08	0.04	0.12	0.15	0.17
<b>营业利润</b>	<b>1.03</b>	<b>0.66</b>	<b>1.66</b>	<b>2.40</b>	<b>3.02</b>	市盈率(P/E)	29.21	42.32	16.82	11.65	9.27
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	2.14	2.08	1.94	1.76	1.58
<b>利润总额</b>	<b>1.01</b>	<b>0.66</b>	<b>1.66</b>	<b>2.40</b>	<b>3.01</b>	股息率(分红/股价)	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
减: 所得税	0.11	0.04	0.09	0.13	0.17	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>净利润</b>	<b>0.90</b>	<b>0.62</b>	<b>1.57</b>	<b>2.26</b>	<b>2.84</b>	收益率					
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	22.92	17.43	23.00	23.50	24.50
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>0.90</b>	<b>0.62</b>	<b>1.57</b>	<b>2.26</b>	<b>2.84</b>	三费/销售收入	7.10%	4.92%	5.17%	5.05%	4.90%
<b>资产负债表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EBIT/销售收入	11.26%	6.54%	12.30	12.62	13.56
货币资金	1.38	1.20	1.40	1.95	2.25	EBITDA/销售收入	17.80	14.19	21.62	19.33	19.35
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	9.28%	6.36%	11.21%	11.61%	12.64
应收和预付款项	3.87	4.10	5.88	8.18	9.44	资产获利率					
其他应收款(合计)	0.06	0.11	0.09	0.12	0.14	ROE	7.33%	4.91%	11.52%	15.13	17.07
存货	2.51	3.07	3.67	5.08	5.78	ROA	5.36%	3.49%	8.11%	10.11%	12.14
其他流动资产	0.14	0.05	0.18	0.26	0.30	ROIC	8.34%	4.50%	11.54%	15.43	17.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	26.95	29.01	29.58	33.20	28.89
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	78.65	78.69	77.78	74.62	72.76
固定资产和在建工程	6.90	7.45	6.39	5.23	4.06	带息债务/总负债	29.73	30.87	24.88	23.56	5.69%
无形资产和开发支出	1.40	1.39	1.25	1.12	0.98	流动比率	1.96	1.90	2.23	2.31	2.94
其他非流动资产	0.60	0.50	0.49	0.48	0.48	速动比率	1.29	1.19	1.44	1.50	1.92
<b>资产总计</b>	<b>16.86</b>	<b>17.88</b>	<b>19.35</b>	<b>22.41</b>	<b>23.43</b>	股利支付率	41.11%	39.71	40.57	40.57	40.57
短期借款	1.35	1.60	1.42	1.75	0.38	收益留存率	58.89	60.29	59.43	59.43	59.43
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产管理效率</b>					
应付和预收款项	2.66	2.78	3.51	4.86	5.53	总资产周转率	0.58	0.55	0.72	0.87	0.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	1.52	1.35	2.24	3.82	5.67
其他负债	0.53	0.81	0.79	0.83	0.85	应收账款周转率	2.69	2.55	2.50	2.50	2.50
<b>负债合计</b>	<b>4.55</b>	<b>5.19</b>	<b>5.72</b>	<b>7.44</b>	<b>6.77</b>	存货周转率	2.99	2.63	2.94	2.94	2.94
股本	2.48	2.48	2.97	2.97	2.97	<b>估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	7.36	7.33	6.83	6.83	6.83	EBIT	1.10	0.64	1.72	2.46	3.05
留存收益	2.48	2.89	3.82	5.17	6.86	EBITDA	1.73	1.39	3.03	3.77	4.35
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>12.32</b>	<b>12.69</b>	<b>13.62</b>	<b>14.97</b>	<b>16.66</b>	NOPLAT	0.97	0.60	1.62	2.32	2.88
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	0.90	0.62	1.57	2.26	2.84
股东权益合计	12.32	12.69	13.62	14.97	16.66	EPS	0.30	0.21	0.53	0.76	0.96
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>16.86</b>	<b>17.88</b>	<b>19.35</b>	<b>22.41</b>	<b>23.43</b>	BPS	4.15	4.27	4.59	5.04	5.61
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	PE	29.21	42.32	16.82	11.65	9.27
经营性现金净流量	0.21	0.70	1.17	1.20	2.86	PEG	0.60	-1.37	0.11	0.26	0.36
投资性现金净流量	-0.77	-0.69	-0.10	0.00	0.00	PB	2.14	2.08	1.94	1.76	1.58
筹资性现金净流量	0.18	-0.18	-0.88	-0.65	-2.56	PS	2.71	2.69	1.88	1.35	1.17
现金流量净额	-0.43	-0.15	0.20	0.55	0.30	PCF	128.40	37.53	22.57	21.97	9.23

资料来源: 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有我国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有我国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438