

雷迪克 (300652)

证券研究报告

2022年11月17日

专精特新：汽车轴承专家积极拥抱国产化大浪潮！

汽车轴承领域本土专家，积极拥抱国产替代潮流

公司成立于2002年，是一家集汽车轴承研发、设计、制造为一体的综合性高新技术企业。公司深耕汽车轴承领域逾20年，主要产品包括轮毂轴承、轮毂轴承单元、圆锥轴承、涨紧轮、离合器分离轴承等，产品范围涵盖3800多个具体型号，日常生产流转超2000种，可满足客户“小批量、多品种”的定制化需求。公司坚持“高端乘用车轴承实现国产替代进口”战略发展目标，在汽车零配件领域积累了丰富的OEM、AM市场经验，先后获评浙江省高新技术企业、省外商投资先进技术企业、国家高新技术企业等称号。2022年前三季度，公司实现营业收入5.06亿元，同比增长21.86%，实现净利润0.89亿元，同比增长42.77%。

下游需求持续旺盛，国产替代进程加速

全球发达国家的汽车保有量维持高位并继续增长，2020年美国/日本/欧洲的千人汽车保有量为865/621/560辆；此外中国汽车产销量复苏回弹并创历史新高，2021年实现产量2652.8万辆，同比增长7.7%，汽车轴承的存量、增量市场需求两旺。根据Precedence Research数据，2021年全球轴承市场规模1213亿美元，其中中国市场份额全球第一。对标国际市场，中国轴承行业仍处于市场高度分散、高端产品依赖进口的初级发展阶段；近年来随着国家政策大力支持、轻量化驱动行业门槛提升、以及疫情冲击下供应链安全诉求突显，国产替代成行业发展主要逻辑之一，集中化和国产化进程提速，具备本土优势的汽车轴承供应商有望长期受益。

研发创新底蕴深厚，深耕头部自主品牌

公司持续聚焦汽车轴承领域，在产品生产、技术研发、同步开发等具备长期积累优势。公司在积极推动乘用车轴承产品升级的同时，切入商用车、新能源车等高景气赛道，打造多维产品矩阵，双向布局主机与售后市场，有望受益于存量、增量需求两旺，形成具备规模效应的高质量循环发展模式，驱动业绩增长可持续；2020年公司实现新能源车零部件产量23.63万套，销量23.96万套。同时，公司依托性价比和本土化优势，扩大与自主品牌等的供货合作，有望充分把握国产替代机会，加速提升市占率。

投资建议：随着汽车产销量复苏、汽车零配件轻量化以及国产替代进程加速，公司轴承业务有望迎来高速增长。预计公司2022-2024年的营业收入为6.90/8.41/9.49亿元，归母净利润1.15/1.38/1.63亿元，当前股价对应PE为23.0/19.1/16.3x。看好公司产品结构升级、商用车和新能源车业务拓展、AM/OEM市场双向布局和国产替代发展逻辑，参考可比公司估值，给予2023年30倍PE，对应目标价40元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，市场竞争加剧的风险，市场拓展不及预期的风险，测算存在一定主观性的风险。

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	25.8元
目标价格	40元

基本数据

A股总股本(百万股)	102.61
流通A股股本(百万股)	92.09
A股总市值(百万元)	2,647.29
流通A股市值(百万元)	2,375.94
每股净资产(元)	11.95
资产负债率(%)	17.22
一年内最高/最低(元)	35.48/16.43

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

于特 分析师
SAC执业证书编号：S1110521050003
yute@tfzq.com

卢雨婷 联系人
luyuting@tfzq.com

林毓鑫 联系人
linyuxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	437.38	591.16	690.42	840.88	948.70
增长率(%)	(5.40)	35.16	16.79	21.79	12.82
EBITDA(百万元)	131.15	177.09	162.08	195.28	225.50
归属母公司净利润(百万元)	59.34	95.93	115.06	138.39	162.51
增长率(%)	(5.67)	61.66	19.95	20.28	17.43
EPS(元/股)	0.58	0.93	1.12	1.35	1.58
市盈率(P/E)	44.61	27.60	23.01	19.13	16.29
市净率(P/B)	2.76	2.62	2.10	1.94	1.79
市销率(P/S)	6.05	4.48	3.83	3.15	2.79
EV/EBITDA	11.67	8.43	12.25	10.31	7.93

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 雷迪克：汽车轴承领域本土专家，积极拥抱国产替代潮流	4
1.1. 股权结构清晰，管理团队稳定	4
1.2. 精于一业，多点开花，产品矩阵丰富	5
1.3. 双向布局显成效，营收利润双增长	6
2. 下游需求持续旺盛，国产替代进程加速	8
2.1. 轴承：工业机械关节，汽车为最大应用领域	8
2.2. 外资轴承供应商市占率高度集中，国产替代蕴藏新机	10
2.2.1. 全球市场：市场规模超千亿美元，市场份额高度集中	10
2.2.2. 中国市场：第三大轴承产销大国，竞争分散掣肘国产化进程	12
2.2.3. 轻量化破局市场分散，疫情下加速国产替代	14
2.3. 汽车行业产销复苏，存量+增量需求双重利好	15
2.3.1. 前装市场：下游整车复苏回暖，提振对零部件需求	15
2.3.2. 售后市场：汽车保有量为主要驱动，存量+增量存双重利好	16
3. 竞争优势：研发创新底蕴深厚，深耕头部自主品牌	17
3.1. 研发、生产优势积淀，保证市场响应效率	17
3.2. 持续优化产品结构，打造多维业务矩阵	18
3.3. 稳抓国产替代机会，推进高端市场开发	20
4. 盈利预测及投资建议	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司的主要发展历程	4
图 2：公司的股权结构（截至 2022.11.16）	4
图 3：公司的营业收入结构（%）	6
图 4：公司历年的营业收入及增长率（亿元，%）	7
图 5：公司历年的净利润及增长率（亿元，%）	7
图 6：国内汽车产量及增长率（万辆，%）	7
图 7：公司的毛利率和净利率水平（%）	8
图 8：公司在 OEM 市场的销量及增长率（万套，%）	8
图 9：公司历年费用率情况（%）	8
图 10：轴承的结构示意图	9
图 11：2020 年轴承的下游应用分布情况（%）	9
图 12：汽车轴承的部分主要类别	9
图 13：轮毂及轮毂轴承示意图	9
图 14：汽车轴承的配套与售后市场示意图	10
图 15：轴承工业的发展历程	10

图 16: 全球的轴承市场规模 (亿美元)	11
图 17: 全球轴承市场的分地区份额	11
图 18: 2020 年全球轴承市场竞争格局 (%)	11
图 19: 中国轴承行业的营业收入 (亿元)	12
图 20: 中国的轴承产量 (亿套)	12
图 21: 中国的轴承进出口数量 (亿套)	13
图 22: 中国的轴承进出口均价 (美元/套)	13
图 23: 中国轴承行业的五大产业集聚区	13
图 24: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》	15
图 25: 轮毂轴承单元的结构及特点	15
图 26: 中国汽车零配件对疫情国的进口依赖程度 (%)	15
图 27: 全球汽车产量 (万辆)	16
图 28: 部分国家或地区的汽车产量变化 (%)	16
图 29: 中国的汽车产销量 (万辆)	16
图 30: 部分国家或地区的千人汽车保有量情况 (辆/千人)	17
图 31: 公司的研发投入及增长率 (亿元, %)	17
图 32: 公司的研发人员数量及占比 (人, %)	17
图 33: 公司的系列产品细分布局	18
图 34: 国内新能源汽车的产销量 (万辆)	19
图 35: 国内新能源车在乘用车市场的渗透率 (%)	19
图 36: 公司在细分市场的产品销量 (万套)	20
图 37: 公司面向 OEM 市场的产品销量占比 (%)	20
图 38: 公司营业收入的分地区收入 (亿元)	21
图 39: 公司营业收入的地区结构 (%)	21
表 1: 公司的核心管理团队	5
表 2: 公司的主要产品系列	6
表 3: 全球主要轴承制造公司概况	11
表 4: 中国轴承行业的收入集中度情况 (亿元, %)	13
表 5: 汽车轴承行业的相关政策文件	14
表 6: 相关项目建设情况 (截至 2021 年度报告期末)	18
表 7: 公司促进产品高端化升级的相关项目建设 (截至 2022H1 期末)	20
表 8: 2022 年公司收到的客户定点通知情况 (截至 2022.10.31)	21
表 9: 公司分业务盈利预测 (亿元)	22
表 10: 可比上市公司估值 (截至 2022.11.16)	23

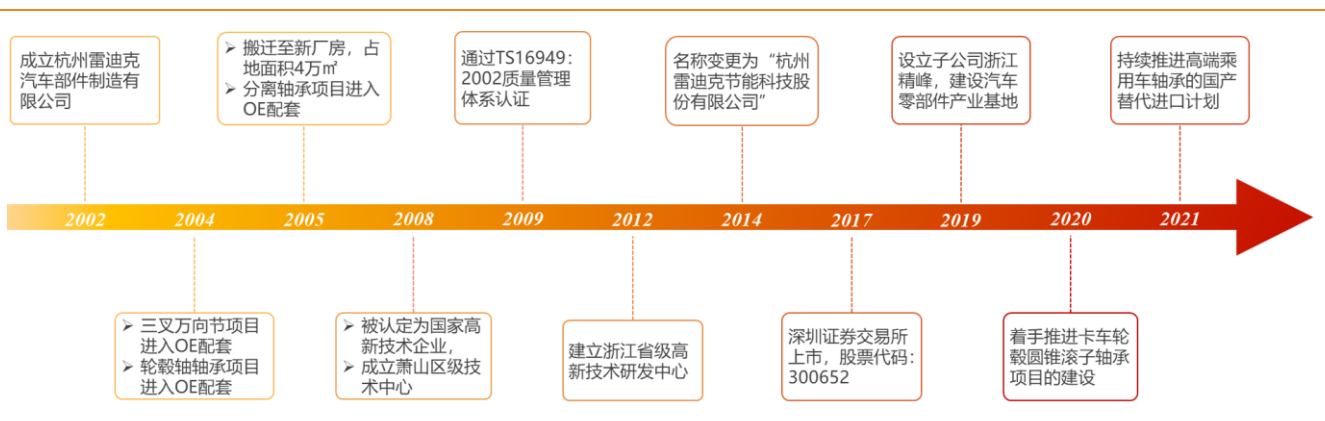
1. 雷迪克：汽车轴承领域本土专家，积极拥抱国产替代潮流

杭州雷迪克节能科技股份有限公司（300652.SZ）于 2002 年成立，于 2017 年 5 月在深交所上市，是一家集汽车轴承研发、设计、制造为一体的综合性高新技术企业。公司深耕汽车轴承领域逾 20 年，主要产品包括轮毂轴承、轮毂轴承单元、圆锥轴承、涨紧轮和离合器分离轴承，产品范围涵盖 3800 多个具体型号，日常生产流转超 2000 种，可满足客户“小批量、多品种”的定制化需求。公司坚持“高端乘用车轴承实现国产替代进口”战略发展目标，在汽车零配件领域积累了多年的 OEM、AM 市场经验，先后获评浙江省高新技术企业、省外商投资先进技术企业、国家高新技术企业等称号。

公司前身为 2002 年注册成立的杭州雷迪克汽车部件制造有限公司，其自 2004 年进入三叉万向节的 OE 配套市场，并逐步拓展分离轴承等产品，在 20 年的发展中不断扩大产能和产品范围，向集团化方向发展：

- 2004 年，三叉万向节、轮毂轴轴承项目进入 OE 配套；
- 2005 年，分离轴承项目进入 OE 配套，厂房占地面积达 40000 平方米；
- 2008 年，被认定为国家高新技术企业，后于 2009 年通过 TS16949：2002 质量管理体系认证；
- 2020 年，开启卡车轮毂圆锥滚子轴承项目建设，全面推进主营业务拓展。

图 1：公司的主要发展历程

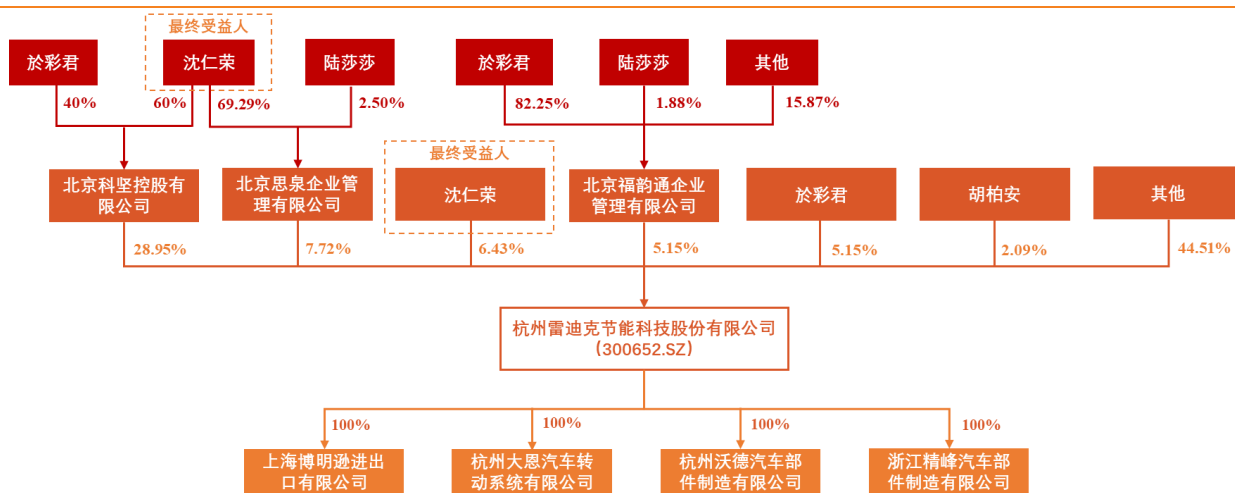


资料来源：公司官网，公司历年财务报告，天风证券研究所

1.1. 股权结构清晰，管理团队稳定

公司股权结构清晰，控制权稳定。截至 2022 年 11 月 16 日，公司实际控制人沈仁荣、於彩君为一致行动人，二者通过直接或间接持股方式合计持有公司股权超 50%；其中，沈仁荣现任公司董事长、总经理，於彩君现任公司董事。

图 2：公司的股权结构（截至 2022.11.16）



资料来源：Wind，天风证券研究所

管理层经验丰富，团队成员稳定。公司长期从事汽车零部件特别是轴承的生产经营活动，管理团队积累起丰富的行业及管理经验，具备较敏锐的市场反应力，有助于在复杂变化的市场环境中保持较高的运营效率。此外，中高层管理成员多持有公司股份，与股东利益保持高度一致，有利于长期有效的激励作用和团队稳定。

表 1：公司的核心管理团队

姓名	职务	履历
沈仁荣	董事长、 总经理	出生于 1966 年，中国国籍。曾任万向集团第一分厂车间主任、杭州精峰轴承有限公司总经理；2008-2014 年：任杭州雷迪克汽车部件制造有限公司董事长兼总经理；2014 年至今：任公司董事长兼总经理，兼任北京科坚控股有限公司执行董事兼经理、杭州沃德汽车部件制造有限公司执行董事兼总经理、杭州大恩汽车传动系统有限公司执行董事。
於彩君	董事	出生于 1966 年，中国国籍。曾任万向集团财务部会计、杭州精峰轴承有限公司财务总监；2002-2014 年：任杭州雷迪克汽车部件制造有限公司财务总监；2014 年至今：任公司董事，兼任北京科坚控股有限公司监事、杭州精峰天和实业发展有限公司执行董事、上海博明进出口有限公司监事、上海中镭新材料科技有限公司董事。
韩国庆	董事、 副总经理	出生于 1959 年，中国国籍。曾任职于万向集团、杭州佳丰服装厂、杭州精峰轴承有限公司；2009-2014 年：任杭州雷迪克汽车部件制造有限公司董事兼副总经理；2014 年至今：任公司董事兼副总经理和上海博明进出口有限公司执行董事。
胡柏安	董事	出生于 1963 年，中国国籍，曾任萧山工程塑料厂业务员、萧山申新包装厂科长、杭州万翔羽绒制品公司业务经理、杭州三和羽绒制品有限公司执行董事兼总经理；2014-2019 年：任公司监事会主席；2019 年至今：任公司董事。
陆莎莎	董事会秘书、 财务总监	出生于 1984 年，中国国籍，本科学历。2007-2011 年：任恒生电子股份有限公司金融事业部客户经理；2012-2014 年：任雷迪克有限总经理助理；2014 年至今：任本公司董事会秘书兼财务总监，杭州沃德汽车部件制造有限公司监事；2019 年至今：任上海乐千里汽车科技有限公司监事。

资料来源：公司 2021 年财报，天风证券研究所

1.2. 精于一业，多点开花，产品矩阵丰富

作为一家汽车零部件的专业制造商，公司长期专注于轴承细分领域，已开拓轮毂轴承、圆锥轴承、离合器分离轴承等五大类产品；其中，轮毂轴承单元产品涵盖二代、二代半和三

代轮毂单元等。公司在保持燃油车业务板块优势的同时，积极拓展商用车、混合动力和纯电动车型等新应用领域。

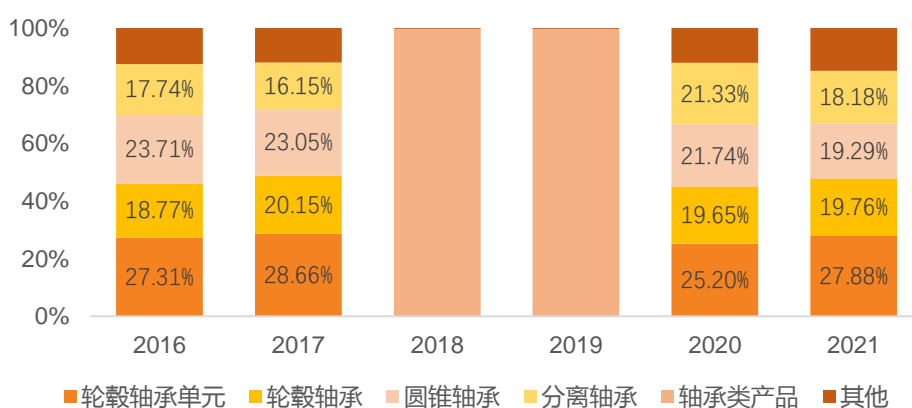
表 2：公司的主要产品系列

产品名称	产品展示	相关介绍
轮毂轴承		汽车载重和转动的重要组成部分，应用于汽车车轴处用于承重及为轮毂转动提供精确引导的零部件，同时承受轴向和纵向载荷
轮毂轴承单元		承载重量并为轮毂转动提供精确引导，采用新型密封结构，不需要添加、更换润滑脂从而实现终身免维护的效果，且轴承设计预调游隙，可简化轴承安装效率低下问题
圆锥轴承		滚道采用模拟对数曲线的滚道母线凸度形式设计，以此减少轴承内部工作面的应力集中，降低早期疲劳失效的风险；同时，平缓的滚道表面形状可使轴承滚动体运转平稳，大大降低轴承震动噪音
涨紧轮		安装在同步带的松边，用于调整同步带的紧度，避免出现打滑、磨损或噪音，使传动系统稳定安全可靠
离合器分离轴承		通过轴向移动使离合器分离，从而切断汽车发动机与变速器之间的动力传输，辅助完成汽车起步、停驶、换挡等操作；保证离合器接合平顺、分离柔和以减少磨损，延长离合器的使用寿命

资料来源：公司官网，天风证券研究所

各产品业务齐头并进，多点开花。从营业收入结构看，公司各项轴承细分产品的收入占比基本保持稳定。其中，轮毂轴承、轮毂轴承单元、圆锥轴承均应用于车轴承重和轮毂转动，2021 年收入占比合计 66.93%，同比增 0.35 pct，是公司业绩的第一大来源；离合器分离轴承 2021 年收入贡献 18.18%，同比减 3.15 pct。我们认为，“多点开花、均衡发展”的业务模式，有利于公司充分发挥轴承领域内的资源共享和优势延伸。

图 3：公司的营业收入结构（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

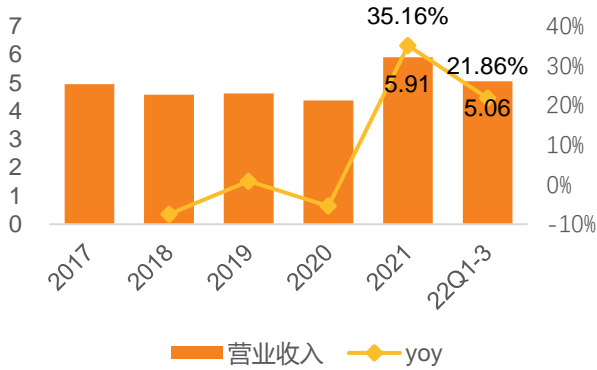
注：2018、2019 年，公司未披露各细分产品收入，仅披露轴承大类收入

1.3. 双向布局显成效，营收利润双增长

受益汽车产销复苏，公司业绩显著增长。2021 年，公司实现营业收入 5.91 亿元，同比增长 35.16%，实现净利润 0.96 亿元，同比增长 61.66%，主要受益于下游汽车产销量出现回暖，

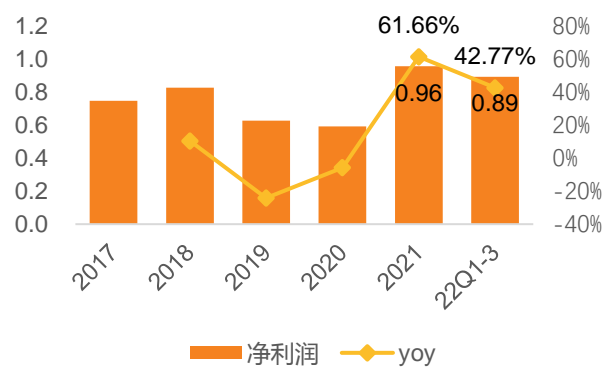
公司相关产能扩张及订单需求增长：2021 年，公司轮毂单元类产量同比增长 57.57%，销量增长 54.59%；涨紧轮产量同比增长 39.73%，销量增长 54.04%。2022 年前三季度，公司实现营业收入 5.06 亿元，同比增长 21.86%，实现净利润 0.89 亿元，同比增长 42.77%，产销两旺势头延续。

图 4：公司历年的营业收入及增长率（亿元，%）



资料来源：Wind，公司 2022 年三季报，天风证券研究所

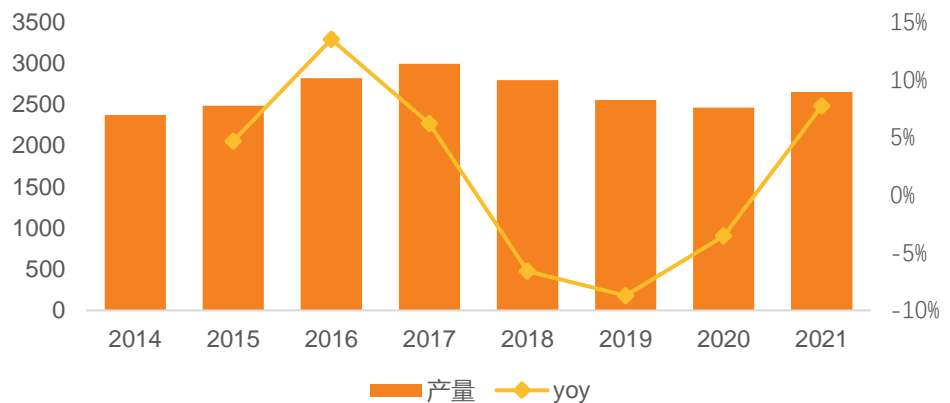
图 5：公司历年的净利润及增长率（亿元，%）



资料来源：Wind，公司 2022 年三季报，天风证券研究所

受宏观经济增速回落、中美贸易战、汽车购置税优惠退出等影响，2017-2020 年我国汽车产量连续下滑，CAGR 为 -6.31%；同期，公司营业收入 CAGR -4.07%，业绩表现相对稳健。2021 年，公司营业收入同比增速 35.16%，显著高于下游汽车产量增幅 7.7%，一定程度表明公司对市场反应较灵敏，可在行业下行调整期弱化联动，在行业上行恢复期显著受益。

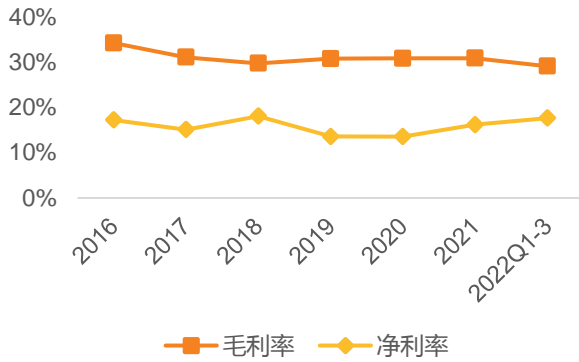
图 6：国内汽车产量及增长率（万辆，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

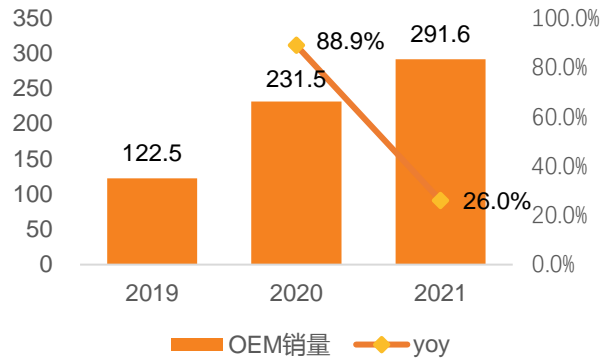
双向布局成效显著，盈利能力稳中有升。2021 年，公司实现毛利率 30.89%，同比增 0.01 pct，实现净利率 16.23%，同比增 2.66 pct，部分原因在于公司积极推进售后与主机市场双向布局，2021 年与造车新势力头部企业达成定点合作。2019-2021 年，公司在 OEM 市场的销量由 122.54 万套增加至 291.6 万套，复合年均增长率 54.26%。2022 年前三季度，公司实现毛利率 29.12%，净利率 17.68%。我们认为，公司以 AM 市场为根基，延伸培育 OEM 市场，有望通过产业布局优化进一步提升盈利能力。

图 7：公司的毛利率和净利率水平（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

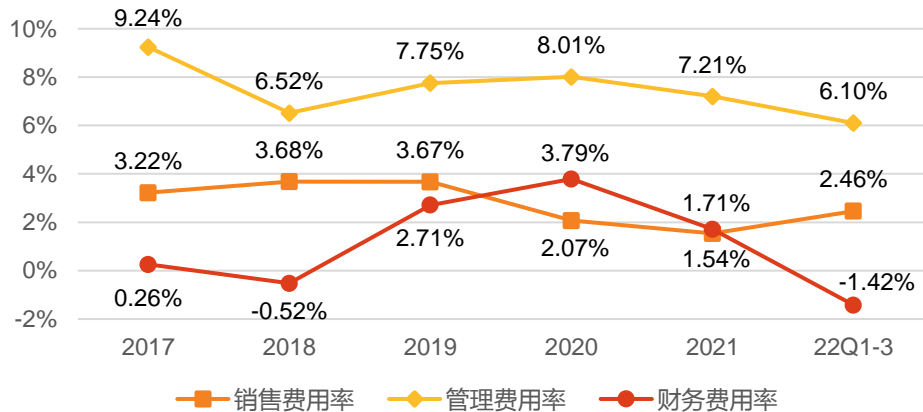
图 8：公司在 OEM 市场的销量及增长率（万套，%）



资料来源：公司历年财务报告，天风证券研究所

费用率方面，公司各项费用率基本保持稳定。2021 年销售费用 911.53 万元，同比增 0.86%，销售费用率 1.54%，同比减 0.53 pct，销售费用绝对值同比增加而销售费用率同比下降主要系营业收入增长较快所致；2021 年管理费用率 7.21%，同比减 0.81pct，2022 年前三季度管理费用率 6.10%，同比减 0.79 pct；2021 年，公司财务费用 1013.69 万元，同比减少 38.83%，财务费用率 1.71%，同比降 2.08 pct，主要系公司金融机构贷款及汇兑损益减少所致。

图 9：公司历年费用率情况（%）



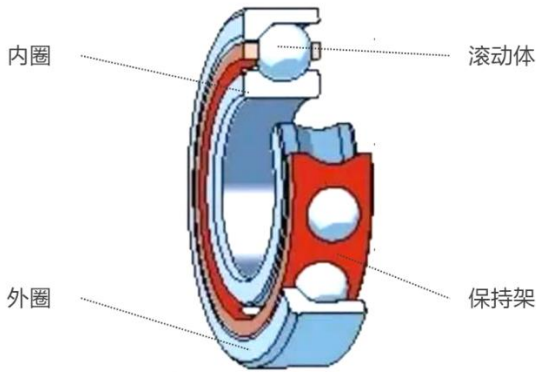
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 下游需求持续旺盛，国产替代进程加速

2.1. 轴承：工业机械关节，汽车为最大应用领域

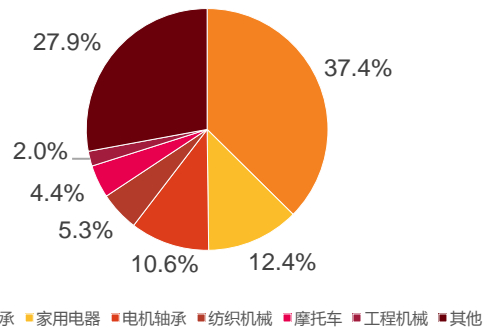
轴承是承载轴的零部件，用以引导轴的转动运动或移动运动，并承受由轴或轴上零件传递的载荷，是制造产业链中的关键机械零部件，并直接影响机械设备运转精度、性能和寿命等，被称作“机械的关节”。轴承的主要功能包括减少摩擦、承受负载、传输功率、保持定位等，进而保证设备的高效运行。根据结构和运动方式不同，轴承产品可分为滚动轴承和滑动轴承，前者主要由外圈、内圈、滚动体和保持架组成，可广泛应用于交通运输、工程机械、建筑机械、家用电器、仪器仪表等领域。

图 10：轴承的结构示意图



资料来源：中华轴承网，天风证券研究所

图 11：2020 年轴承的下游应用分布情况 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

车用轴承是轴承的主要应用领域。根据前瞻产业研究院数据，在轴承的下游应用中，车用领域占比 37%，其次分别为家用电器 12.4%、电机 10.6%等，**汽车是轴承的最大需求领域。**根据安装部位的不同，汽车轴承可划分为**发动机轴承、传动系轴承、转向系轴承及空调机轴承等类别**，具体又包括发电机轴承、涨紧轮轴承、水泵轴承、离合器分离轴承、传动轴万向节、传动轴轴承、轮毂轴承、转向轴轴承、压缩机轴承等。轴承在汽车中的应用分布广泛，根据中国轴承工业协会，单辆汽车的轴承安装数量约 30 种 50 套。其中，**雷迪克主要涉及轮毂轴承及单元、离合器分离轴承等：**

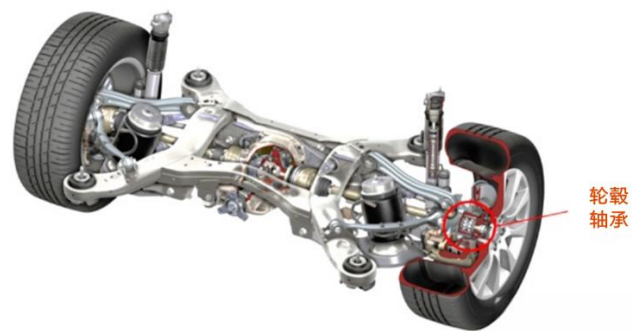
- **轮毂轴承：**连接轮胎（旋转件）/制动盘（旋转件）与转向节（固定件），在承载重量的同时为轮毂转动提供向导，是传动系统的组成部件之一；
- **离合器分离轴承：**在离合器踏板被踩下时，利用杠杆克服弹簧压力，使承受弹簧推力的压板或驱动盘向离合器罩壳方向移动。

图 12：汽车轴承的部分主要类别

发动机轴承	传动系轴承	转向系轴承	空调机轴承
发电机轴承	离合器分离轴承	转向轴轴承	压缩机轴承
涨紧轮轴承	变速器轴承	转向轴万向节	电磁离合器轴承
曲轴轴承	传动轴支承轴承	转向器轴承	
水泵轴承	传动轴万向节	转向节轴承	

资料来源：中国轴承工业协会，天风证券研究所

图 13：轮毂及轮毂轴承示意图



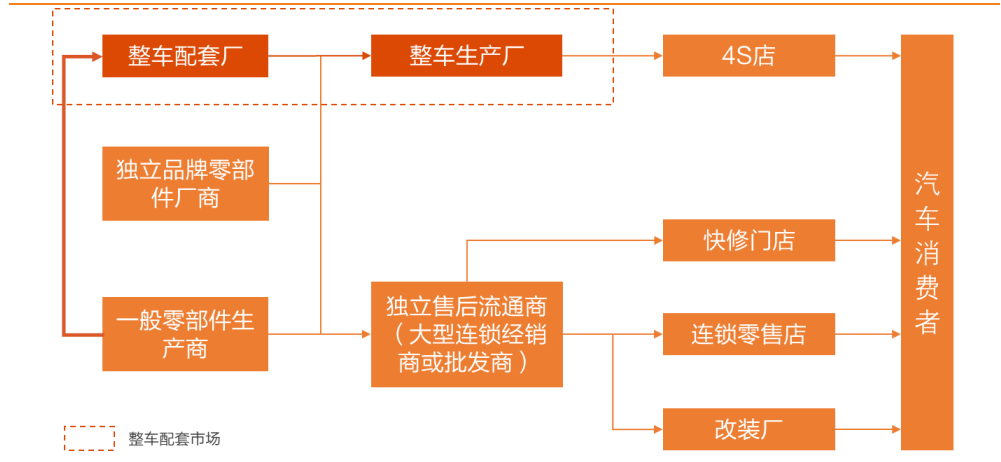
资料来源：鸿宁轴承公众号，天风证券研究所

根据进入整车的時間不同，汽车轴承市场可分为 OEM 市场和 AM 市场。OEM 市场指为发动机、变速器等主机或整车配套的汽车零部件市场，AM 市场则是汽车售后维修服务市场；以雷迪克为例，公司正立足现有板块，稳步推进售后/主机市场的双向产业布局。

- **OEM 市场：**根据专业化分工需要，汽车整车制造商将旗下的汽车零部件制造企业剥离，通过降低自制率实现精益化生产；在此背景下，OEM 市场不断发展壮大，并呈现出组织集团化、技术高新化、供货系统化和经营全球化等特征。

- **AM 市场**：主要面向已拥有汽车的消费者，产品通过专业零售店、连锁店、专卖店以及改装厂等渠道销售给消费者；AM 市场与汽车整车制造业联系较弱，对供应商提出设计能力、创新能力、快反能力等要求，以适应小批量、多品种的需求特点。

图 14：汽车轴承的配套与售后市场示意图



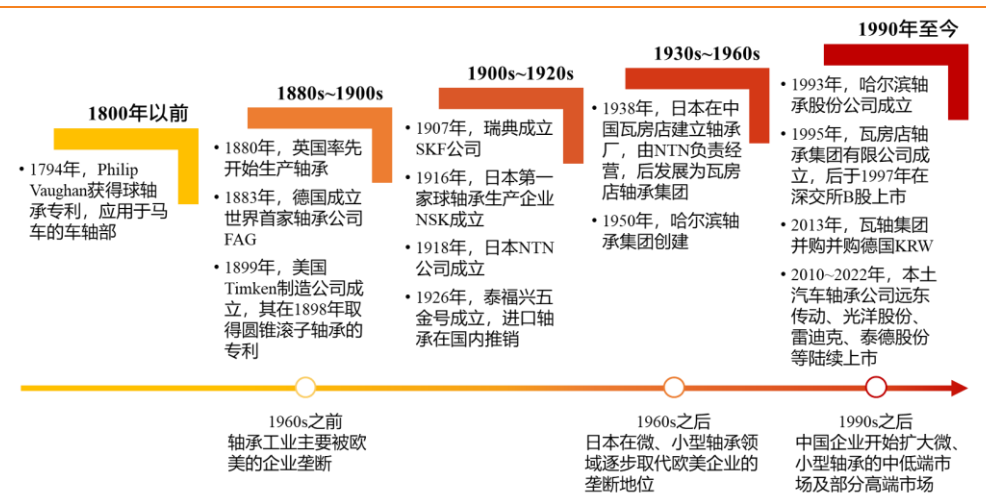
资料来源：产业信息网，天风证券研究所

2.2. 外资轴承供应商市占率高度集中，国产替代蕴藏新机

2.2.1. 全球市场：市场规模超千亿美元，市场份额高度集中

轴承工业兴起至今逾百年，发展中国家起步较晚。世界轴承工业兴起于 19 世纪末至 20 世纪初，工业革命中机器的大量使用推动轴承发展：1880 年，英国企业开始率先生产轴承；1883 年，德国建立全球首家轴承公司 FAG；之后美国、瑞典相继于 1889、1907 年分别建立 TIMKEN 制造公司、SKF 公司；1910 年，日本引进 SKF 的轴承样品，之后于 1916、1918 年建立起 NSK、NTN 轴承公司。20 世纪 90 年代以来，中国的轴承制造商开始占据微、小型轴承的中低端市场，并逐渐拓展至部分高端市场。

图 15：轴承工业的发展历程

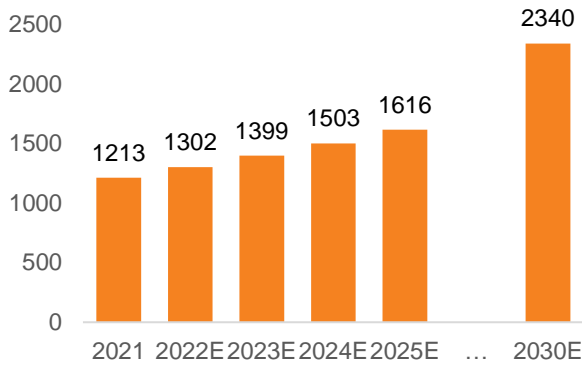


资料来源：公司招股说明书，泰德股份招股说明书，通用机械公众号，华轴网公众号，瓦轴集团官网，哈轴集团官网，制配汇公众号，天风证券研究所

全球市场规模超千亿美元，亚太地区占据最大份额。根据 Precedence Research 数据，2021

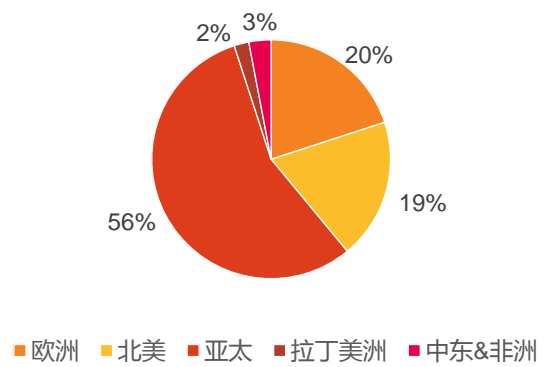
年全球轴承市场规模为 1213 亿美元，预计至 2025、2030 年将分别增至 1616、2340 亿美元，2021-2025 年、2025-2030 年 CAGR 分别为 7.4%、7.7%。从具体地区看，根据斯凯孚 2021 年财务报告，亚太地区已成为最大的轴承销售市场，销售金额占比达 56%，欧洲、北美、中东及非洲、拉丁美洲的市场份额分别为 20%、19%、3%、2%。其中，中国的轴承市场规模占比约 34%，市场份额全球第一，且继续保持高速增长，主要由于机械、汽车制造业的扩张以及强劲的汽车售后市场。

图 16：全球的轴承市场规模（亿美元）



资料来源：Precedence Research，天风证券研究所

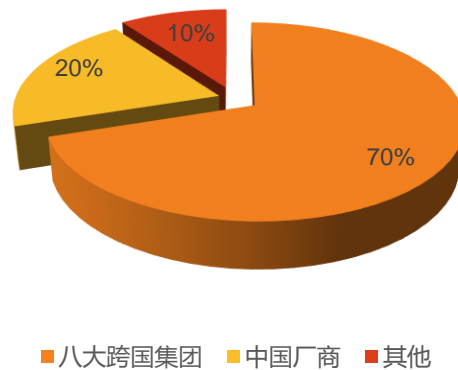
图 17：全球轴承市场的分地区份额



资料来源：SKF 2021 年财报，天风证券研究所

行业高度集中，八大跨国轴承公司占据绝对优势。发展中国家的轴承工业起步晚，处于相对落后阶段，当前包括中国在内的轴承工业高端市场主要被欧美日企业垄断。根据普华有策数据，在 2020 年全球市场份额中，瑞典斯凯孚 SKF、德国舍弗勒（旗下有 INA、FAG）、日本 NSK、NTN、Nachi 和美国 TIMKEN 等八家跨国轴承生产商约占 70%；中国轴承企业的份额占比约 20%，主要集中在中低端产品。

图 18：2020 年全球轴承市场竞争格局 (%)



资料来源：普华有策，天风证券研究所

表 3：全球主要轴承制造公司概况

国家	企业	相关产品	2021 年总营收	轴承相关收入
瑞典	SKF (斯凯孚)	中大型冶金矿山轴承、汽车轴承	817.3 亿克朗	大多与轴承相关
日本	NSK (恩斯克)	小型低噪音轴承	7475.6 亿日元	4635 亿日元

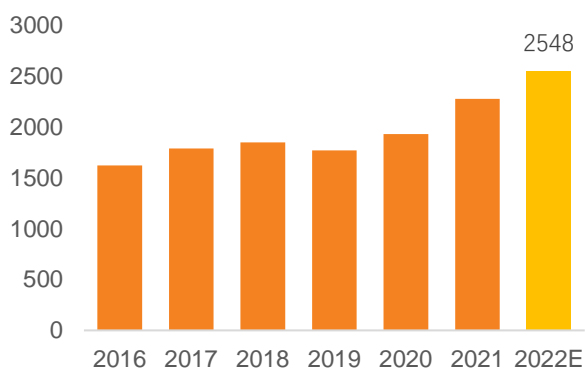
日本	NTN (恩梯恩)	车用等速万向节轴承、中型球轴承	6420.2 亿日元	-
日本	NMB (美蓓亚)	办公自动化微型轴承	9884 亿日元	1574 亿日元
美国	Timken (铁姆肯)	英制圆锥滚子轴承	41.3 亿美元	-
德国	FAG (舍弗勒旗下)	中大型圆锥圆柱滚子轴承	138.5 亿欧元	约 86 亿欧元
德国	INA (舍弗勒旗下)	滚针轴承及液压顶杆		
日本	Nachi (不二越)	中小型球轴承	2291.2 亿日元	743 亿日元

资料来源: Wind, 各公司官网, 各公司财务报告, 中商情报网公众号, 车配牛牛公众号, 天风证券研究所 *注: FAG、INA 的营收数据为舍弗勒整体水平

2.2.2. 中国市场: 第三大轴承产销大国, 竞争分散掣肘国产化进程

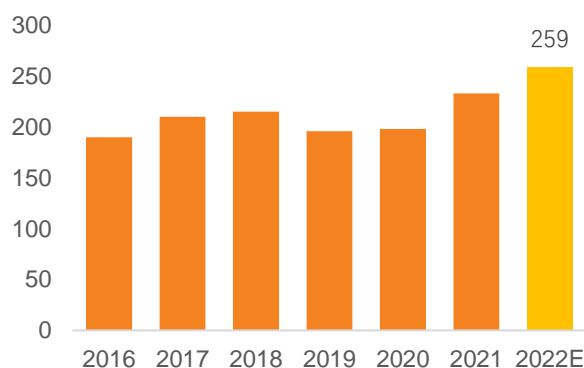
中国为全球第三大轴承产销国, 市场空间可观。从我国轴承工业的发展状况看, 自改革开放至今我国轴承工业进入持续的快速发展阶段, 已形成相对完整独立的工业体系; 截至 2020 年, 我国轴承行业规模以上企业超 1300 家, 从业人员近 40 万人, 生产范围覆盖小至内径 0.6 毫米、大至外径 12.37 米, 各类型轴承品种规格超 9 万个。另据普华有策数据, 2020 年国内轴承市场规模占全球比重约 20%。21 世纪以来, 我国轴承快速融入国际市场, 产销量总体上呈现快速增长趋势, 根据中国轴承工业协会数据, 2021 年中国轴承产量 233 亿套, 同比增长 17.68%, 2016-2021 年 CAGR 为 4.16%; 2021 年中国轴承行业营业收入 2278 亿元, 同比增长 18.03%, 2016-2021 年 CAGR 为 7.02%。根据中商产业研究院, 预计 2022 年中国轴承行业收入 2548 亿元, 同比增 11.9%, 轴承产量 259 亿套, 同比增 11.2%, 继续保持较高速增长。

图 19: 中国轴承行业的营业收入 (亿元)



资料来源: 中国轴承工业协会, 中商情报网, 天风证券研究所

图 20: 中国的轴承产量 (亿套)

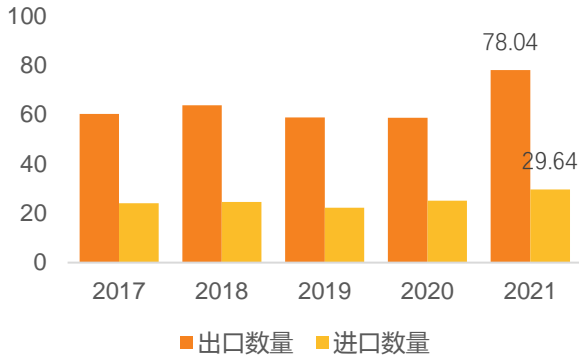


资料来源: 前瞻产业研究院, 中商情报网, 中国轴承工业协会, 天风证券研究所

国产高端产品产能不足, 存在结构性进口依赖。由于我国正处于经济结构转型期, 对高端、精密零件需求量大, 但国产轴承仍以中低端产品为主, 本土品牌的轴承主要应用于商用车, 在中高档乘用车领域则主要依赖进口品牌。2021 年, 轴承进口 29.64 亿套, 进口用汇 54.70 亿美元, 进口均价 1.85 美元; 轴承出口 78.04 亿套, 出口创汇 69.47 亿美元, 出口均价 0.89 美元, 显著低于进口单价, 且 2017-2021 年的进出口价差逐渐扩大, 表明我国中低端轴承产能相对充足, 但高端轴承需求对进口依赖程度高, 国产轴承存在结构性供给缺口。

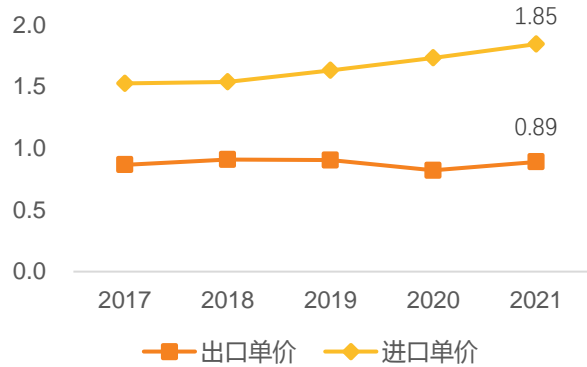
与国际先进水平相比, 国产汽车轴承在产品一致性、动态性能、寿命及可靠性等方面仍存在较大差距, **市场格局分散化是重要原因之一**: 一方面, 国内轴承行起步晚, 相关企业规模普遍较小, 资金规模、研发投入等受限; 另一方面, 市场格局过于分散, 存在低水平重复建设, 导致通用型低端轴承产能过剩。

图 21: 中国的轴承进出口数量 (亿套)



资料来源: 中国轴承工业协会, 天风证券研究所

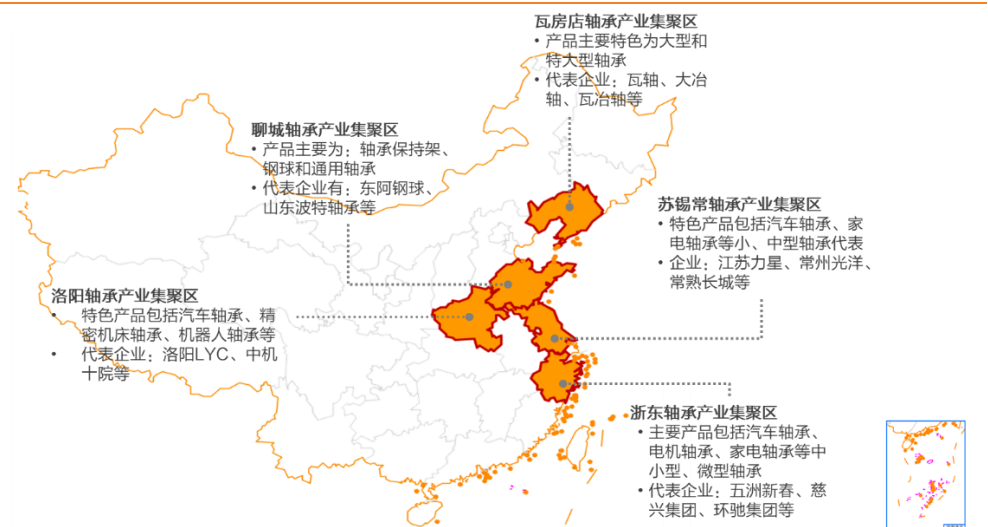
图 22: 中国的轴承进出口均价 (美元/套)



资料来源: 中国轴承工业协会, 天风证券研究所

头部企业市占率低, 行业集中化趋势显现。2021年, 国内排名前十的轴承制造企业实现营业收入合计 637.2 亿元, 占全行业营业收入比重仅 28.0%, 125 家主要企业实现营收 1074.1 亿元, 合计份额占比 47.2%, 相较于八家跨国轴承公司在全球市场 70% 左右的市场份额, 国内市场的产业集中度仍有较大提升空间。近年来, 我国汽车零部件制造企业的研发创新能力、市场拓展能力逐步加强, 国产轴承产品竞争力持续提升, 跻身高端轴承生产商行列; **产业集中度提升渐成国内轴承行业的首要趋势, 主要表现为优势企业的市占率提升和区域产业集群。**2016-2021 年, 我国轴承行业 CR10 收入占比稳定在 28% 附近, 主要企业收入占比由 46.7% 小幅增至 47.2%。此外, 在市场资源配置过程中, 国内轴承企业自发形成了辽宁瓦房店、山东聊城、河南洛阳、浙江东部、和江苏苏锡常五大轴承产业集聚区, 其中后三者的特点产品均包括汽车轴承。**我们认为, 市场集中化在短期内主要表现为产业集聚, 下一阶段或外化为少数优势企业的市占率提升, 有利于加速车用轴承的国产自主化进程, 在汽车等细分领域具备技术优势、规模效益的生产商有望长期受益。**

图 23: 中国轴承行业的五大产业集聚区



资料来源: 中商产业研究院, 立鼎产业研究院, 天风证券研究所

表 4: 中国轴承行业的收入集中度情况 (亿元, %)

	2017	2018	2019	2020	2021
行业营收	1788	1848	1770	1930	2278

CR10 收入	503.8	515	506.7	542.2	637.2
收入占比	28.2%	27.9%	28.6%	28.1%	28.0%
主要企业收入	835.6	870.4	839.0	930.7	1074.1
收入占比	46.7%	47.1%	47.4%	48.2%	47.2%

资料来源：中国轴承工业协会，天风证券研究所

2.2.3. 轻量化破局市场分散，疫情下加速国产替代

国家政策大力支持，国产替代逻辑清晰。自 2015 年《中国制造 2025》提出以来，有关部门陆续出台政策支持汽车轴承行业发展，促进相关产品的自主化和国产替代。2019 年，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，将大功率电力/内燃机车轴承、使用寿命 25 万公里以上的轻量化低摩擦力矩汽车轴承及单元等列入鼓励类；2021 年，中国轴承工业协会发布《全国轴承行业“十四五”发展规划纲要》，提出推动我国轴承产业由全球轴承产业链的中低端迈向中高端，提高国产轴承的技术水平和质量水平，满足主机配套需求并替代进口。

表 5：汽车轴承行业的相关政策文件

时间	政策文件	相关内容
2015 年	《中国制造 2025》	<ul style="list-style-type: none"> 开发伺服电机、轴承、光栅等主要功能部件及关键应用软件，加快实现产业化 到 2020 年，40%的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障
2017 年	《汽车产业中长期发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> 培育具有国际竞争力的零部件供应商，形成从零部件到整车的完整产业体系 到 2020 年，形成若干家超过 1000 亿规模的汽车零部件企业集团 到 2025 年，形成若干产值规模进入全球前十的汽车零部件企业集团。
2019 年	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	<ul style="list-style-type: none"> 将大功率电力/内燃机车轴承、使用寿命 25 万公里以上的轻量化低摩擦力矩汽车轴承及单元、电动汽车驱动电机系统高速轴承等列入鼓励类名单
2019 年	《制造业设计能力提升专项行动计划（2019-2022 年）》	<ul style="list-style-type: none"> 在汽车领域，推动关键零部件、新能源汽车动力电池和充电系统设计
2021 年	《全国轴承行业“十四五”发展规划纲要》	<ul style="list-style-type: none"> 新能源汽车驱动电机专用轴承等高端轴承的标志性产品自主化取得重大突破 推动我国轴承产业实现高质量发展，由全球轴承产业链的中低端迈向中高端 关键轴承专用装备国产化率达 80%以上

资料来源：中国政府网，工信部，中国轴承工业协会，天风证券研究所

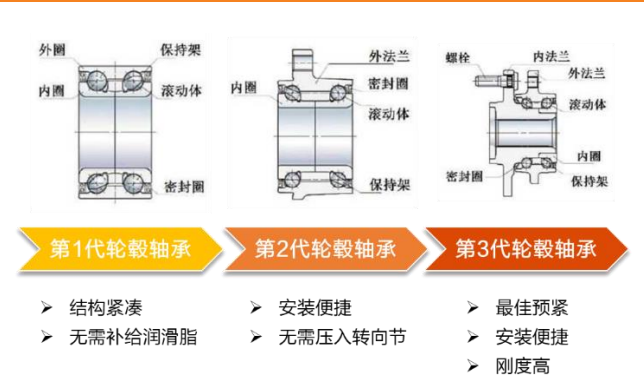
轻量化、集成化成主流，技术门槛或加速行业集中。随着汽车性能提升和消费升级，下游对轮毂等部位轴承的轻量化、高速化和高效率化要求提升，要求轴承在重载、高温等条件下具备长寿命、高可靠和低成本特性，推动轮毂轴承等超高度集成化方向发展。根据工信部指导编制的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，至 2025 年/2030 年/2035 年，燃油乘用车轻量化系数应降低 10%/18%/25%，纯电动乘用车轻量化系数降低 15%/25%/35%。在此背景下，轮毂轴承迭代升级至第 3 代，其是将轴承与轮毂、ABS 传感器与轴承套圈整合成一体化结构，主要优点在于设计安装简便、尺寸重量较小、承载能力更强等，国内引进车型多采用这种轻量化和一体化的轮毂轴承。根据文献《车用轮毂轴承疲劳寿命分析》，第二代轮毂轴承比第一代平均减轻重量约 180g，第三代可比第二代减轻重量约 120g。**我们认为，汽车轻量化趋势明确，推动车用轴承向高度集成化方向发展，在此进程中对制造商的工艺技术和产品质量要求愈加严苛，行业集中度有望加快提升。**

图 24:《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》

技术路线	2025年	2030年	2035年
轻量化	燃油乘用车 整车轻量化系数 降低10%	整车轻量化系数 降低18%	整车轻量化系数 降低25%
	纯电动乘用车 整车轻量化系数 降低15%	整车轻量化系数 降低25%	整车轻量化系数 降低35%
低碳化	传统乘用车 油耗 5.6L/100km(WLTC)	油耗 4.8L/100km(WLTC)	油耗 4L/100km(WLTC)
	货车 油耗较2019年 降低8%~10%	油耗较2019年 降低10%~15%	油耗较2019年 降低15%~20%
	客车 油耗较2019年 降低10%~15%	油耗较2019年 降低15%~20%	油耗较2019年 降低20%~25%

资料来源：中国汽车工程学会，海南省新能源汽车促进中心公众号，天风证券研究所

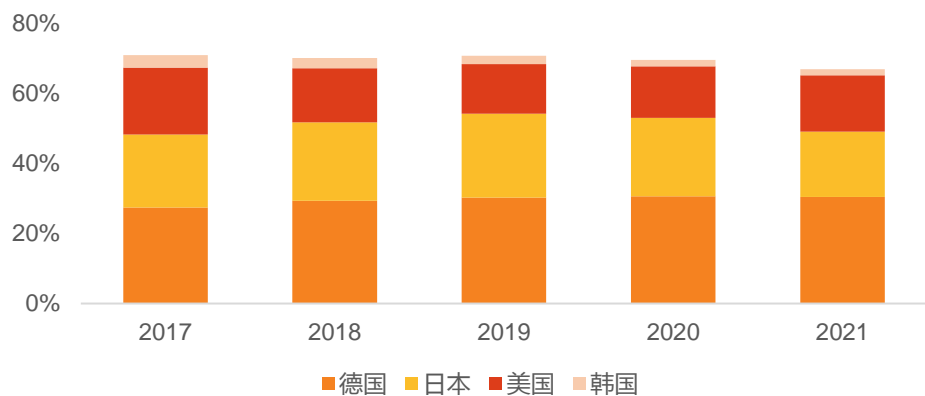
图 25: 轮毂轴承单元的结构及特点



资料来源：《车用轮毂轴承疲劳寿命分析》徐亚平，华轴网公众号，天风证券研究所

疫情之下，国产化逆势而上。受全球新冠肺炎疫情疫情影响，国内整车及零部件配套体系的稳定性受到冲击，部分零部件面临断供风险，供应链的灵活性、安全性诉求进一步凸显。根据 UN Comtrade 数据，2020 年中国汽车的进口零部件对美国、德国、日本、韩国四个疫情国的依赖度为 69.5%。疫情期间，国产供货降低运输成本、缩短供货周期、提高协同能力等优势被进一步放大；中国整车企业正将更多的本土零部件供应商纳入配套体系，加大对高端零部件的本土采购，关键零部件的深度国产化进程提速。2021 年，中国汽车零部件对上述四国的进口依赖度为 66.8%，同比降低 2.6 pct。我们认为，轴承作为汽车产业的关键零部件，自主化和国产替代逻辑是行业发展主线，预计在政策端可受益于政府支持，在市场端随技术升级和集中度提升而逐步落地，而疫情扰动则进一步加速国产替代进程，有望为优势汽车轴承企业打开高端市场增量空间。

图 26: 中国汽车零配件对疫情国的进口依赖程度 (%)



资料来源：UN Comtrade，天风证券研究所

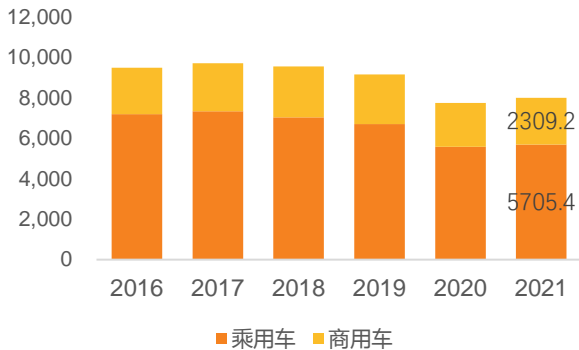
2.3. 汽车行业产销复苏，存量+增量需求双重利好

2.3.1. 前装市场：下游整车复苏回暖，提振对零部件需求

国际市场有所回暖，汽车产量实现正增长。根据世界汽车制造商协会 OICA 统计数据，2021 年全球 40 个主要国家汽车产量 8014.6 万辆，同比增长 3.3%，为 2017 年持续下滑至今首次实现正增长，表明全球汽车市场开始回暖。其中，2021 年全球乘用车产量 5705.4 万辆，同比增 2.2%；商用车产量 2309.2 万辆，同比增 6.0%。分地区看，2021 年发展中国家或地

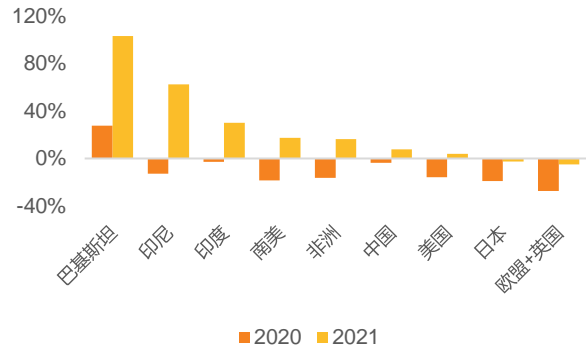
区是全球汽车产量增长的主要来源，印度/南美/中国/美国/日本/欧盟区（欧盟+英国）产量同比变化 30.1%/17.5%/7.7%/3.9%/-2.7%/-5.1%。

图 27：全球汽车产量（万辆）



资料来源：OICA，天风证券研究所

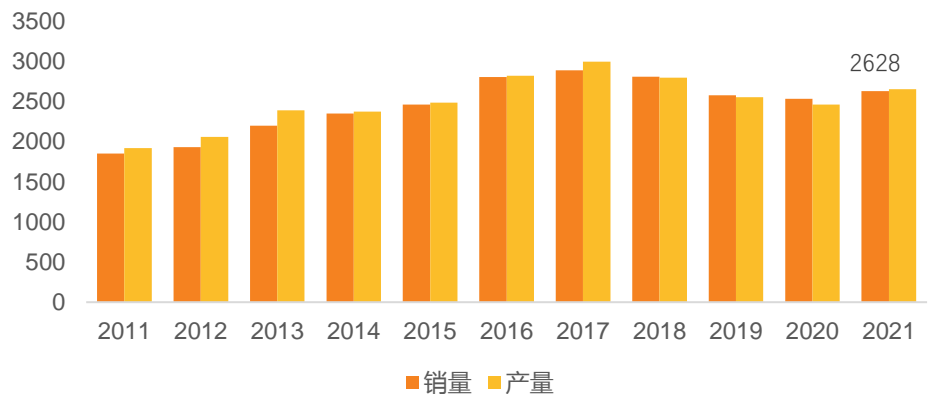
图 28：部分国家或地区的汽车产量变化（%）



资料来源：OICA，Wind，天风证券研究所

中国市场呈复苏韧性，产销量创历史新高。2018 年受宏观经济增速回落、中美贸易战、汽车购置税优惠退出等影响，我国汽车销量出现自 1990 年的首次负增长；之后，行业步入周期性调整，2018-2020 年产销量连续下滑。2021 年，下游汽车行业复苏强劲，在新冠疫情下扭转前期颓势，实现销售量 2627.5 万辆，同比增长 3.8%，实现产量 2652.8 万辆，同比增长 7.7%。我们认为，随着新冠肺炎疫情缓解和相关产业政策发力，汽车产销量有望加速回弹，进一步扩大主机厂对轴承等零部件的配套需求。

图 29：中国的汽车产销量（万辆）



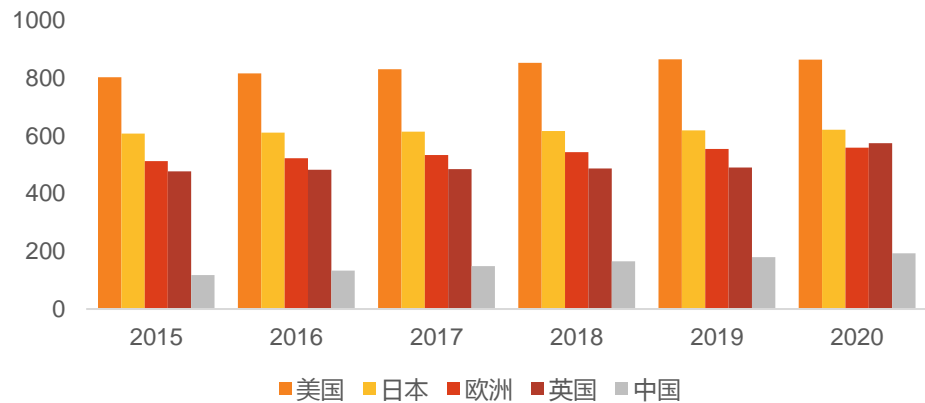
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3.2. 售后市场：汽车保有量为主要驱动，存量+增量存双重利好

发达国家存量市场广阔，中国市场仍具增量空间。根据各国统计局、世界银行、AxleWise 等数据，主要发达国家或地区的汽车保有量已达较高水平，2020 年全美国、日本、欧洲、英国的每千人汽车保有量分别为 865 辆、621 辆、560 辆、575 辆，存在充足的维修、改装等需求；根据麦肯锡分析，全球汽车后市场将以 3% 的年均增速扩大至 2030 年的 1.2 万亿欧元。根据中国国家统计局，2021 年中国的千人汽车保有量为 208 辆，同比增加 7.6%，对标上述发达国家，未来增长空间可观。2021 年，中国的民用汽车保有量为 2.94 亿辆，而根据国家信息中心预测，未来中国汽车保有量峰值超 6 亿辆。我们认为，随着全球及中

国下游汽车行业复苏回暖并回归正增长，主要发达国家对售后维修、改装需求的存量需求有望释放；同时，中国汽车产销量提升亦将催化汽车保有量的增量需求，在国内/国外、OEM/AM 同步布局的企业有望显著受益于下游轴承需求增长，进一步优化业绩表现和盈利能力。

图 30：部分国家或地区的千人汽车保有量情况（辆/千人）



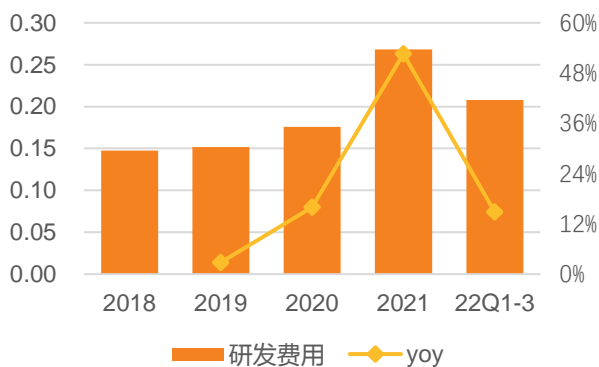
资料来源：中国国家统计局，世界银行，AxleWise，Statista，Acea 等，天风证券研究所

3. 竞争优势：研发创新底蕴深厚，深耕头部自主品牌

3.1. 研发、生产优势积淀，保证市场响应效率

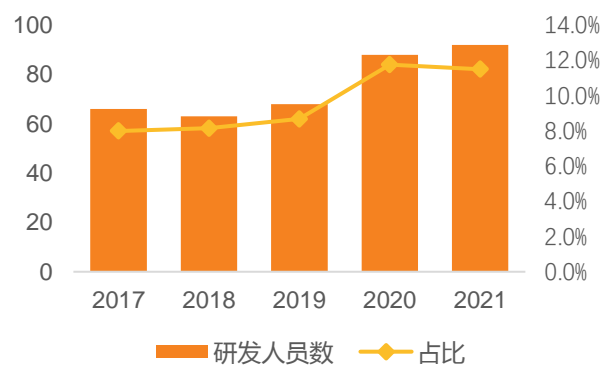
以研发为基，强化技术壁垒。作为汽车轴承生产领域的高新技术企业，公司始终注重技术创新，先后于 2012 年、2017 年建立起省级高新技术企业研究开发中心、省级企业研究院，曾承担“自调心离合器分离轴承单元产业化”国家火炬计划项目。公司持续加大对汽车轴承的产品研发和工艺改进，多项技术达行业先进水平。2021 年，公司研发投入 0.27 亿元，同比增长 52.6%，研发费用率 4.5%，当年度新取得发明专利 1 项，实用新型专利 6 项；2022 年前三季度研发投入 0.21 亿元，同比增长 14.9%。人员配置方面，2017-2021 年，公司研发团队由 66 人扩大至 92 人，占比由 8.0%提升至 11.5%。

图 31：公司的研发投入及增长率（亿元，%）



资料来源：Wind，公司 2022 年三季报，天风证券研究所

图 32：公司的研发人员数量及占比（人，%）



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

同步开发定制化产品，提高订单获取能力。经过多年的研发积累及客户合作，公司研发团

队不断提高产品的耐用度、精度和性能，可及时响应市场的产品开发需求，把握行业趋势并配套功能研发，以提升与整车厂同步开发的工程应用水平。在自主研发与同步开发相结合的模式下，公司的汽车轴承在国内外已具备一定知名度，其中“MAZDA 汽车离合器分离轴承”为国家重点新产品，“830900KG 汽车发动机皮带涨紧轮单元组件”为浙江省高新技术产品，“汽车液压离合器分离轴承单元”、“第三代卷边结构圆锥轮毂轴承单元（带主动式传感器）”等多个产品被认定为浙江省省级工业新产品。根据公司 2021 年年度报告，公司可提供的轴承产品型号超 3800 个，日常生产中流转达 2000 余种，可满足客户“小批量、多品种”的定制化需求，订单获取能力优秀。

图 33：公司的系列产品细分布局



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

专业生产+外协加工，保证市场高敏锐度。在生产模式方面，公司采取专业生产与外协加工相结合的生产方式，产品研发设计、精车加工、磨加工、装配检测等关键工序由公司完成，以保证产品质量和竞争力；对于部分工艺简单、质量可控的工序如锻加工、粗车加工等则采用外协加工方式，提高生产效率。此外，公司对产品生产工艺已形成较深刻的理解和设计能力，具备通过采购单件设备自行配置完整生产线的的能力，相较于直接采购完整生产线可大幅降低采购成本。2021 年，公司在完成轮毂轴承及圆锥轴承生产线技术改造的基础上，进一步优化调整基地布局和产业结构，显著提高工厂自动化水平和劳动生产率。我们认为，公司在生产领域具备丰富的经验积累，内外兼修的生产模式可在保证产品核心竞争力的同时，充分利用地区产业集群和专业配套优势，兼顾成本控制和生产效率，在复杂、激烈的市场中保持敏锐的市场反应力。

表 6：相关项目建设情况（截至 2021 年度报告期末）

项目名称	公告时间	投资预算	已投入金额	建设投资进度
轮毂轴承和圆锥轴承装备自动化技术改造项目	2018 年 12 月	5000.0 万元	4,436.7 万元	88.73%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

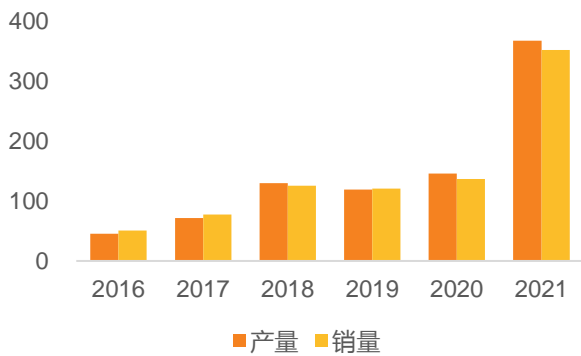
3.2. 持续优化产品结构，打造多维业务矩阵

切入高景气赛道，深化产业布局。公司在实现乘用车轴承产品升级的同时，依托技术积累

逐步拓宽产品应用场景至商用车、新能源车等高景气细分领域。现阶段，汽车行业整体处于全面转型升级的时期，其中新能源汽车正步入以市场为主驱动的新发展阶段，在补助政策退出、芯片持续短缺等挑战下保持快速增长。2021年，我国新能源汽车销量 352.1 万辆，同比增长 157.5%，产量 367.7 万辆，同比增长 152.5%，在乘用车市场的渗透率同比增长 9.1 pct 至 14.8%。

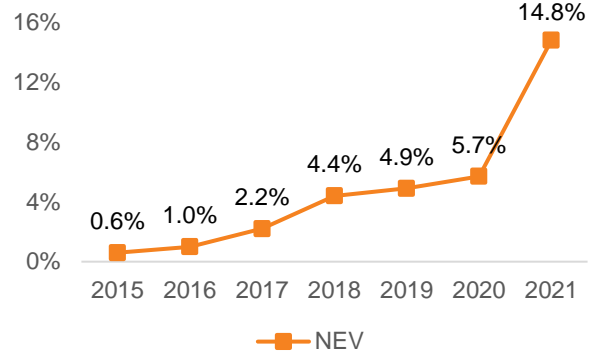
在此背景下，公司积极进行市场开拓和新项目开发，深耕自主品牌头部客户，顺应造车新势力潮流并进一步丰富客户集群；已与某造车新势力头部公司达成定点合作意向，向其提供的三代轮毂轴承产品计划于 2022 年在江东沃德工厂批量供应。江东沃德工厂新增产能主要面向新能源汽车零部件市场，可为后续订单消化和新能源产品线完善提供保障。2020 年，公司实现新能源车零部件产量 23.63 万套，销量 23.96 万套，销售收入 1467.91 万元，占当年营收比重 3.36%。此外，公司正切入商用车主机厂，当前主要向江铃皮卡车供应新宝典、全顺、五十铃等车型的半轴轴承。我们认为，随着新能源汽车渗透率提升，公司沃德工厂新增产能投产有助于及时获取新能源领域的增量订单，有望继续优化客户结构，并长期受益于新能源汽车发展红利。

图 34：国内新能源汽车的产销量（万辆）



资料来源：Wind，天风证券研究所

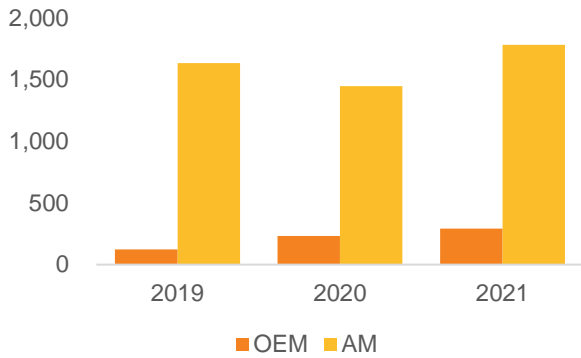
图 35：国内新能源车在乘用车市场的渗透率（%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

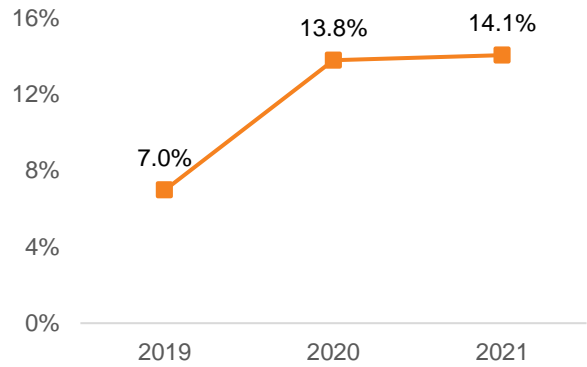
AM+OEM 双向布局，促成高质量循环发展。汽车售后市场庞大，客户类型多样，市场拓展需投入大量的人力、资金等资源；基于该市场特点，公司主要选择与优质的贸易商或汽车零部件企业进行合作，以提高市场开拓效率，扩大海外市场覆盖率。此外，公司立足现有业务板块，以售后市场为根基，培育主机配套市场特别是新能源主机市场，稳步推进售后/主机双向产业布局。OEM 市场采购数量大，采用直销模式，有助于公司更好地贴近客户需求，降低企业成本。公司已分别在 OEM、AM 市场与长城汽车、江铃汽车、上汽集团旗下上海汽车变速器有限公司等大型主机厂，以及 SKF、Dorman、辉门、NTN-SNR 等高端 AM 客户保持配套或合作关系。2019-2021 年，公司面向 OEM 的销量占比由 7.0% 持续提升至 14.1%，2021 年分别在 AM、OEM 市场实现销量 1782.8 万套、291.6 万套，业务结构均衡化。我们认为，公司从售后到主机、从乘用车到商用车的业务模式，有望双向受益于下游的存量和增量需求增长，形成具备规模效应的高质量循环发展模式，驱动业绩增长可持续。

图 36：公司在细分市场的产品销量（万套）



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

图 37：公司面向 OEM 市场的产品销量占比（%）



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

3.3. 稳抓国产替代机会，推进高端市场开发

公司持续聚焦轴承主业，推进高端产品开发，致力于推动乘用车、商用车高端轴承的国产替代进口，打造具备全球竞争力的汽车零部件制造企业。根据公司的《创业板公开发行可转换公司债券募集说明书》，国产轴承中约 80%为中低端轴承，而各类专用、精密等高技术含量的轴承产品仅占 20%左右，国内市场部分高端产品完全依赖进口。对此，公司于 2019 年设立全资子公司——浙江精峰汽车零部件制造有限公司，建设精密汽车轴承产业基地，预计完全投产后可新增产能轮毂轴承单元 180 万套，有望持续提升产品技术水平和市场竞争力。此外，公司积极布局卡车轴承市场，完善生产相关模具设计研发能力，募投卡车轮毂圆锥滚子轴承项目可新增产能 90 万套，主要面向国内市场，并已进入国内知名车桥一级供应商陕西汉德车桥有限公司等的供应商名单。我们认为，卡车轮毂圆锥滚子轴承是公司圆锥轴承领域的优势延伸，技术壁垒相对更高，公司适时切入商用车国产替代赛道，有望进一步丰富轴承品类，提升盈利能力。

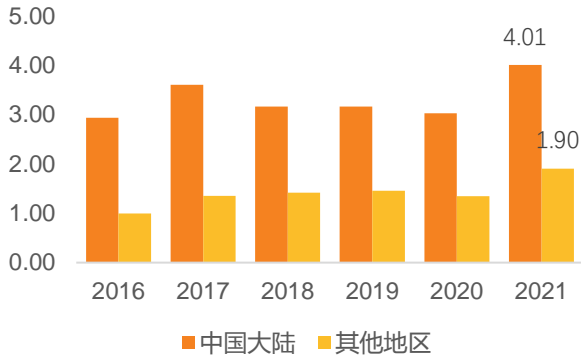
表 7：公司促进产品高端化升级的相关项目建设（截至 2022H1 期末）

相关项目	投资总额	累计投入额	投资进度	达预定可使用状态
精密汽车轴承产业基地建设项目	1.70 亿元	1.72 亿元	101.2%	2019.04
卡车轮毂圆锥滚子轴承建设项目	2.36 亿元	0.48 亿元	20.4%	2022.12
实训中心和模具中心项目	0.46 亿元	0.03 亿元	7.4%	2022.12

资料来源：公司 2022 年半年报，公司 2021 年财报，天风证券研究所

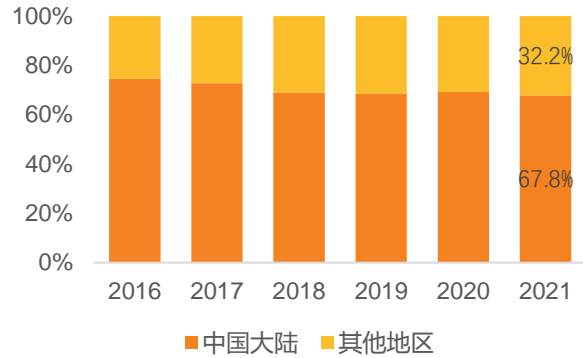
加强自主品牌合作，扩大国内市场空间。相较于国际领先品牌，公司在保证产品质量、技术水平的前提下，充分发挥性价比优势参与国际和国内市场竞争。2021 年，公司来自中国大陆的收入为 4.01 亿元，同比增长 32.4%，收入占比为 67.8%；来自海外及其他地区的收入 1.90 亿元，同比增长 41.4%，收入占比 32.2%。公司正在积极寻求国产替代机会，拓展新的客户和市场，2022 年已有多个国内自主品牌合作项目定点落地。我们认为，随着汽车行业发展步入转型期，下游整车厂对成本控制、供应体系稳定的要求或继续提高，公司有望凭借性价比和本土化优势，扩大与自主品牌等的批量供货合作，把握国产替代机会，加速提升市场占有率。

图 38：公司营业收入的分地区收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：公司营业收入的地区结构（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 8：2022 年公司收到的客户定点通知情况（截至 2022.10.31）

公告时间	相关主体	定点项目	主要影响
2022.06.29	长城汽车股份有限公司	公司被长城汽车选定为 A30 平台的前、后轮毂单元供应商	有利于推动公司与知名汽车生产厂商或其供应商建立良好的业务关系
2022.07.04	重庆长安新能源汽车科技有限公司	与其制动器一级供应商开展 A158 系列车型的后轮轮毂单元的产品开发和量产	表明客户对公司配套新能源主机业务能力的认可
2022.08.05	浙江力邦合信智能制动系统股份有限公司	公司作为浙江零跑科技股份有限公司的二级供应商，为其提供轮毂单元产品	体现客户对于公司持续创新能力、研发实力、产品质量及生产能力的认可
2022.08.15	威马汽车制造温州有限公司	公司被选定为轮毂总成项目指定二级供应商	为公司新能源汽车轴承产品的后续发展提供必要的市场基础
2022.10.18	万安智驭汽车控制系统有限公司	公司将作为奇瑞商用车（安徽）有限公司的二级零部件供应商	有利于增强公司在汽车零部件领域的综合竞争实力

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

核心假设：

随着下游汽车整体产销量复苏回暖，对上游轴承等零部件形成需求支撑，AM、OEM 市场存双重利好；在汽车行业的轻量化趋势和“国六”标准更新的背景下，行业集中度或将进一步提升。此外，受政策、疫情等多重因素影响，汽车轴承特别是高端轴承的国产替代有望提速。在此背景下，公司积极推进“国产替代进口”战略，在技术研发优势的基础上，持续开发高端轴承产品，加强自主品牌合作，2022 年已收到多家客户定点通知，未来随着相关新建产能项目将陆续达产，订单获取能力和盈利能力有望显著增强。分业务看：

- **轮毂轴承单元：**精密汽车轴承产业基地建设项目已达到预定可使用状态，根据公司公告预计生产负荷将逐年增加达到 100%，订单获取能力进一步提升；项目的新产品单价更高，给予轮毂轴承单元业务 2022-2024 年 19.71%的复合年均增速。其中，毛利率变动主要基于单价更高的精密汽车轴承项目量产及生产负荷提高。
- **轮毂轴承、圆锥轴承业务：**根据公司公告，轮毂轴承和圆锥轴承装备自动化技术改造项目可新增 90 万套轮毂轴承、180 万套圆锥轴承产能，并逐年达到满负荷生产状态；分别给予轮毂轴承业务、圆锥轴承业务 2022-2024 年 7.60%、8.01%的复合年均增速。
- **分离轴承业务：**离合器分离轴承主要用于切断汽车发动机与变速器之间的动力传输；随着汽车自动挡渗透率提升，谨慎假设该业务板块保持相对稳定，给予 2022-2024 年

1.65%的复合年均增速。

- **卡车轮毂圆锥滚子轴承业务：**（1）根据公司 2021 年财报，预计卡车轮毂圆锥滚子轴承建设项目于 2022 年底达到预定可使用状态，将新增 90 万套相关产能；（2）卡车轮毂圆锥滚子轴承对设备、工艺、技术等要求更高，具备更高的产品毛利率；（3）随着大型基建项目的陆续开工和“国三”卡车加速淘汰，国内卡车市场继续保持增长态势；假设该项目在 2023、2024 年分别实现销量收入 0.54/ 0.95 亿元。

表 9：公司分业务盈利预测（亿元）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
轮毂单元业务	销售收入	1.10	1.65	2.29	2.88	3.28
	yoy		49.53%	38.68%	25.98%	13.75%
	毛利率		25.50%	34.38%	36.67%	37.73%
	毛利	0.28	0.42	0.79	1.06	1.24
轮毂轴承业务	销售收入	0.86	1.17	1.25	1.35	1.45
	yoy		35.97%	7.18%	7.93%	7.28%
	毛利率		31.19%	32.14%	33.33%	34.48%
	毛利	0.25	0.36	0.40	0.45	0.50
圆锥轴承业务	销售收入	0.95	1.14	1.29	1.44	1.50
	yoy		19.92%	12.79%	12.21%	3.96%
	毛利率		32.01%	31.91%	31.25%	32.00%
	毛利	0.30	0.36	0.41	0.45	0.48
分离轴承业务	销售收入	0.93	1.07	1.08	1.09	1.116
	yoy		15.21%	0.47%	1.33%	1.97%
	毛利率		43.98%	46.33%	47.70%	49.68%
	毛利	0.39	0.47	0.50	0.52	0.55
其他业务	销售收入	0.53	0.88	1.00	1.10	1.20
	yoy		66.48%	13.66%	10.00%	9.09%
	毛利率		23.14%	22.00%	21.00%	20.00%
	毛利	0.13	0.20	0.22	0.23	0.24
新增的卡车轮毂圆锥滚子轴承项目	销售收入				0.54	0.95
	yoy					75.00%
	毛利率				35.85%	35.85%
	毛利				0.19	0.34
合计	销售收入	4.37	5.91	6.90	8.41	9.49
	yoy		35.16%	16.79%	21.79%	12.82%
	毛利率		30.89%	33.59%	34.54%	35.30%
	毛利	1.35	1.83	2.32	2.90	3.35

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

本文选取轴承制造商光洋股份、长盛轴承、双环传动作为可比上市公司，其在 2023E 的估

值区间位于 27.2x-30.6x。我们认为，受益于下游汽车产销量增长、汽车零配件轻量化趋势以及国产替代进程加速等，公司有望凭借工艺技术、产品质量和性价比优势迎来高速增长。预计公司 2022-2024 年的营业收入为 6.90/8.41/9.49 亿元，归母净利润 1.15/1.38/1.63 亿元，对应 EPS 为 1.12/1.35/1.58 元，当前股价对应 PE 为 23.0/19.1/16.3x。看好公司产品结构升级、商用车及新能源汽车业务拓展、AM/OEM 市场双向布局以及国产替代发展逻辑，参考可比公司估值，给予 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比上市公司估值（截至 2022.11.16）

股票代码	股票简称	2022E	2023E
002708.SZ	光洋股份	-19.7	27.2
300718.SZ	长盛轴承	38.3	29.3
002472.SZ	双环传动	43.5	30.6

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险。公司主营汽车轴承业务，生产经营情况与汽车及零部件行业的景气度存在关联性，若未来经济增速放缓导致汽车销量复苏趋势不及预期或出现下滑，将造成公司订单减少、库存积压、贷款回收困难等。
- 2) 原材料价格波动风险。公司产品的主要原材料为轴承钢和钢制品，钢材价格走势受宏观经济、期货市场、供求关系等因素影响而呈现大幅波动，可能直接影响公司的生产成本，进而影响产品利润率及业绩稳定性。
- 3) 市场竞争加剧的风险。我国轴承行业集中度较低，行业竞争相对激烈，若未来公司在市场竞争过程中不能持续提升创新能力并保持领先优势，则产品毛利率可能出现下滑。
- 4) 市场拓展不及预期的风险。公司募集资金投资项目建设，相关产品的年产能将显著提升，若未来市场出现重大不利变化或公司在主机市场拓展不力，可能导致销售不达预期、产能无法完全消化等，进而降低公司利润水平。
- 5) 测算存在一定主观性的风险。报告中关于公司投资项目建设及投产进度、产品销量等涉及多处假设，尽管有关假设具备一定的数据资料支撑，但实际情况可能与假设情形存在差异。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	247.18	307.86	364.39	366.84	585.44
应收票据及应收账款	91.70	131.68	117.63	172.00	144.23
预付账款	10.13	13.81	13.71	21.48	15.87
存货	146.15	251.29	171.35	349.38	231.78
其他	442.46	361.94	563.38	512.94	478.48
流动资产合计	937.62	1,066.58	1,230.47	1,422.65	1,455.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	211.37	211.26	236.03	276.54	303.68
在建工程	6.95	32.88	51.44	70.72	60.36
无形资产	59.50	57.95	56.31	54.66	53.02
其他	79.53	76.88	73.24	76.00	78.49
非流动资产合计	357.35	378.97	417.01	477.92	495.55
资产总计	1,294.97	1,445.55	1,647.48	1,900.57	1,951.35
短期借款	0.87	0.00	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	142.98	225.27	211.28	307.98	264.22
其他	34.24	42.03	51.66	72.61	58.25
流动负债合计	178.10	267.29	282.94	400.60	342.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	145.93	154.06	100.00	133.33	129.13
其他	3.17	4.55	3.56	3.76	3.95
非流动负债合计	149.10	158.61	103.56	137.09	133.08
负债合计	335.34	436.98	386.49	537.68	475.55
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	94.08	94.08	102.61	102.61	102.61
资本公积	468.98	469.04	639.92	639.92	639.92
留存收益	373.96	422.85	503.39	600.27	714.02
其他	22.61	22.60	15.07	20.09	19.25
股东权益合计	959.62	1,008.57	1,260.99	1,362.89	1,475.80
负债和股东权益总计	1,294.97	1,445.55	1,647.48	1,900.57	1,951.35

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	59.34	95.93	115.06	138.39	162.51
折旧摊销	22.93	26.13	28.32	31.85	34.87
财务费用	15.83	10.43	(0.41)	1.38	0.58
投资损失	(15.23)	(9.68)	(3.33)	(6.50)	(4.92)
营运资金变动	99.44	180.18	(120.14)	(74.63)	125.01
其它	(107.50)	(263.49)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	74.80	39.51	19.50	90.49	318.06
资本支出	51.68	48.66	70.99	89.80	49.80
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(225.55)	13.40	(137.66)	(173.30)	(94.89)
投资活动现金流	(173.87)	62.06	(66.67)	(83.50)	(45.08)
债权融资	(369.83)	(2.88)	(33.65)	31.96	(4.78)
股权融资	99.66	(28.17)	137.35	(36.49)	(49.59)
其他	335.85	(26.29)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	65.68	(57.34)	103.70	(4.54)	(54.38)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(33.39)	44.23	56.53	2.46	218.60

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	437.38	591.16	690.42	840.88	948.70
营业成本	302.32	408.56	458.49	550.48	613.78
营业税金及附加	4.16	3.54	4.83	6.73	7.59
销售费用	9.04	9.12	13.81	21.02	23.72
管理费用	35.05	42.61	51.78	63.69	70.46
研发费用	17.58	26.82	31.07	42.04	47.44
财务费用	16.57	10.14	(0.41)	1.38	0.58
资产/信用减值损失	(8.90)	(1.63)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	5.67	10.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.23	9.68	3.33	6.50	4.92
其他	(27.22)	(41.38)	0.00	0.00	0.00
营业利润	67.89	112.93	134.18	162.05	190.05
营业外收入	0.83	1.62	1.21	1.22	1.35
营业外支出	1.17	0.16	0.02	0.45	0.21
利润总额	67.55	114.39	135.37	162.82	191.19
所得税	8.21	18.46	20.31	24.42	28.68
净利润	59.34	95.93	115.06	138.39	162.51
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	59.34	95.93	115.06	138.39	162.51
每股收益(元)	0.58	0.93	1.12	1.35	1.58

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-5.40%	35.16%	16.79%	21.79%	12.82%
营业利润	-6.96%	66.34%	18.82%	20.77%	17.28%
归属于母公司净利润	-5.67%	61.66%	19.95%	20.28%	17.43%
获利能力					
毛利率	30.88%	30.89%	33.59%	34.54%	35.30%
净利率	13.57%	16.23%	16.67%	16.46%	17.13%
ROE	6.18%	9.51%	9.12%	10.15%	11.01%
ROIC	10.76%	17.29%	26.22%	23.19%	22.23%
偿债能力					
资产负债率	25.90%	30.23%	23.46%	28.29%	24.37%
净负债率	-10.46%	-15.25%	-19.38%	-15.67%	-29.56%
流动比率	5.03	3.83	4.35	3.55	4.25
速动比率	4.25	2.93	3.74	2.68	3.57
营运能力					
应收账款周转率	4.55	5.29	5.54	5.81	6.00
存货周转率	3.07	2.97	3.27	3.23	3.26
总资产周转率	0.32	0.43	0.45	0.47	0.49
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.93	1.12	1.35	1.58
每股经营现金流	0.73	0.39	0.19	0.88	3.10
每股净资产	9.35	9.83	12.29	13.28	14.38
估值比率					
市盈率	44.61	27.60	23.01	19.13	16.29
市净率	2.76	2.62	2.10	1.94	1.79
EV/EBITDA	11.67	8.43	12.25	10.31	7.93
EV/EBIT	14.11	9.87	14.84	12.32	9.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com