

轴承套圈本土龙头 精益求精志存高远

华泰研究

2022年1月11日 | 中国内地

首次覆盖

专用设备

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

98.55

研究员	肖群稀
SAC No. S0570512070051	xiaoqunxi@htsc.com +86-755-82492802
研究员	时或
SAC No. S0570520080005	shiyu013577@htsc.com
SFC No. BRI005	
研究员	关东奇来
SAC No. S0570519040003	guandongqilai@htsc.com
SFC No. BQI170	+86-21-28972081
联系人	黄菁伦
SAC No. S0570120100012	huangjinglun@htsc.com

绑定轴承巨头，承接产业转移，深耕套圈制造，首次覆盖，“买入”评级
金沃股份是国内体量最大的轴承套圈制造商，以机加工环节为主，公司致力于产业链上下游延伸，有望补齐锻造、热处理、精磨等环节，提升单品价值量和盈利能力。公司有望承接轴承产业链转移至我国及专业化分工带来的增量需求，通过持续扩产，保持营收和利润的快速增长。我们预计21-23年公司有望实现营收9.05/13.9/19.0亿元，实现归母净利润0.65/1.35/1.95亿元。21-23年EPS为1.36/2.81/4.06元，PE 49/24/16x，参考同类可比公司Wind一致预期2022PE均值32x，考虑到公司受益于轴承产业链在向中国转移，具备较高的业绩增速(21-23 CAGR 可比公司平均/金沃: 45.42%/49.98%)，给予2022PE 35x，目标价为98.55元。首次覆盖，“买入”评级。

紧抓轴承产业链转移及专业化分工契机，公司有望不断提升产业链地位

据 Grand View Research, 2020 年全球轴承市场规模达 1187 亿美元。套圈平均价值约为成品轴承的 35% 左右，据我们测算，2020 年轴承套圈全球市场规模约 2,160 亿元，空间广阔。据头豹研究院，世界八大轴承企业 2020 年全球市场占有率合计 70.7%，成垄断态势。由于：1) 海外车间劳动力较为稀缺；2) 轴承企业逐步轻资产化，逐步外包更多工序；3) 国内加工能力和产品质量持续提升；套圈产能及更多加工工序在逐步入华进入零部件厂。公司作为其中前五大轴承企业的供应商(2020年占公司营收的91.20%)，有望承接全球轴承套圈的需求，通过持续扩产，保持营收快速增长。

纵向延伸产业链，横向拓展客户/提升市占率，成长性较高

公司有望通过纵向补全产业链工序，横向拓展新产品新客户，提升产品价值量、盈利能力及市场份额，实现较高成长。公司已具有向前端的钢管锻造及后端的热处理进行业务拓展的能力，热处理项目厂房已于2020年4月转固，有望在2022年逐步爬产上量，并已组建精磨技术团队，目前已对部分产品进行小批量精磨加工。精磨及热处理工序的拓展有望提升公司产品的单品价值量，同时显著提升产品盈利能力。

国内规模最大的轴承套圈制造商，设备自制，经营效率较高

据我们对下游轴承厂的调研，海外龙头轴承厂在国内的套圈稳定供应商一般在10-15家左右，其中截止2021年金沃股份是本土营收体量最大的轴承套圈厂商。公司拥有自研的核心技术，能快速响应开发出客户需要的新品，具备持续为现有及新客户开发新产品的能力。公司自研精切装备等工艺，可有效降低生产过程中的各项成本，提高加工精度及效率，显著提升核心竞争力。

风险提示：市场竞争加剧，扩产进度不及预期，原材料价格波动，核心技术人才流失风险，新产品/工序验证进度不及预期，客户集中度较高。

经营预测指标与估值

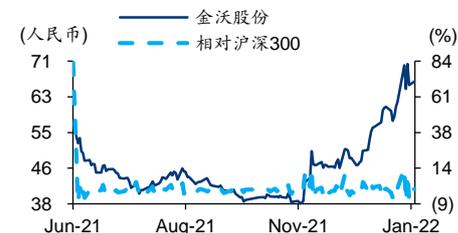
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	571.88	555.09	904.52	1,387	1,900
+/-%	5.05	(2.94)	62.95	53.37	36.99
归属母公司净利润(人民币百万)	63.59	57.76	65.31	134.69	194.90
+/-%	22.79	(9.16)	13.07	106.23	44.71
EPS(人民币,最新摊薄)	1.32	1.20	1.36	2.81	4.06
ROE(%)	26.22	20.62	18.91	29.60	31.65
PE(倍)	50.05	55.10	48.73	23.63	16.33
PB(倍)	13.12	11.36	9.21	6.99	5.17
EV EBITDA(倍)	0.67	0.61	24.64	12.73	9.35

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	98.55
收盘价(人民币 截至1月10日)	66.30
市值(人民币百万)	3,182
6个月平均日成交额(人民币百万)	45.38
52周价格范围(人民币)	38.07-70.36
BVPS(人民币)	12.94

股价走势图



资料来源：Wind

正文目录

核心观点和推荐逻辑	3
与市场不同的观点.....	3
金沃股份：绑定轴承巨头，承接产业转移，深耕套圈制造	4
国内规模最大的轴承套圈制造商，业务规模快速扩张.....	4
稳步开发轴承巨头，客户基础稳固.....	6
重视研发创新，建立完整专业的研发体系，新品储备丰富.....	7
募投项目有望有效释放产能，提升收入规模及盈利能力.....	9
紧抓轴承产业链转移契机，公司有望不断提升产业链地位	10
轴承行业市场容量大，集中度高，竞争格局稳定.....	10
套圈约占轴承成本价值量的 35%，属于关键零部件.....	11
轴承行业专业化分工及产业链转移至我国是大势所趋.....	11
纵向延伸产业链，横向拓展客户/提升市占率	14
以车加工为起点逐步打通生产环节，增厚产品增加值.....	14
具备设备自研能力，研发及成本优势显著.....	14
配套舍弗勒银川工厂，有望复制该模式提升市场份额.....	16
定位中高端，有望持续扩展高端应用场景.....	16
盈利预测与估值	17
关键假设及盈利预测.....	17
估值及投资建议.....	19
风险提示.....	20

核心观点和推荐逻辑

金沃股份成立于 2007 年，2021 年 6 月在 A 股创业板上市，是国内体量最大的集轴承套圈研发、生产、销售于一体的专业化制造商，主要产品包含球类、滚针类和滚子类等各类套圈产品的机加工环节，公司致力于产业链上下游延伸，有望补齐锻造、热处理、精磨等环节，提升单品价值量和盈利能力。我们认为，轴承产业链整体处于 1) 自海外向国内转移；2) 制造环节逐步外包的发展阶段，因此国内的轴承零部件供应商有望承接行业较快增长的需求。而市场对轴承行业的普遍认知是行业增速不高，零部件生产壁垒不高。我们在这篇报告中重点分析了轴承行业向国内转移以及生产工序外包趋势发生的较高可能性，并强调了金沃股份的竞争优势，我们对报告的核心观点和公司推荐逻辑总结如下：

1) 公司有望承接轴承产业链转移至我国及专业化分工趋势带来的增量需求。据 Grand View Research，2020 年全球轴承市场规模达 1187 亿美元，并有望保持 8.5% 的复合增速提升至 2028 年。轴承套圈成本平均价值约为成品轴承的 35% 左右，据我们测算，2020 年金沃股份对应的轴承套圈市场规模约 2,160 亿元，空间广阔。据头豹研究院，世界八大轴承企业 2020 年在国际轴承市场的市场占有率合计达到 70.7%，成垄断态势。由于：1) 海外车间劳动力较为稀缺；2) 轴承企业逐步轻资产化，注重设计，逐步外包更多工序；3) 国内加工能力和产品质量持续提升；套圈产能及更多加工工序在逐步入华进入零部件厂。公司作为其中前五大轴承企业的供应商（2020 年占公司营收的 91.20%），有望承接全球轴承套圈的需求，通过持续扩产，保持营收快速增长。

2) 公司有望通过纵向补全产业链工序，横向拓展新产品新客户，提升产品价值量、盈利能力及市场份额，实现较高成长。轴承的制造分为套圈毛坯成型、套圈车加工、热处理、套圈精磨加工、装配，截止 2021 年底公司以提供车加工工序为主，通过募投项目及研发有望在未来实现锻、车、热处理一体加工能力。公司已具有向前端的钢管锻造及后端的热处理进行业务拓展的能力，热处理项目厂房已于 2020 年 4 月转固，有望在 2022 年逐步爬产上量，并已组建精磨技术团队，目前已对部分产品进行小批量精磨加工。精磨及热处理工序的拓展有望提升公司产品的单品价值量，同时显著提升产品盈利能力。同时公司具有丰富的新品及后续新技术储备，有望不断发展适应市场及新品类的需要。截至 2020 年 12 月末，公司新开发产品中处于送样阶段和开发阶段的产品种类分别为 527 种和 207 种。

3) 公司具备设备自研能力，研发及成本优势显著，运营效率较高。公司建立了完整的研发体系，涵盖产品、装备、工艺各个方面的研发。公司拥有自研的核心技术，能针对客户需求，快速响应开发出客户需要的新品，具备持续为现有客户及新客户开发新产品的能力。公司高度重视研发投入，组建优秀的研发团队，专注于专用设备的研发、工艺流程的优化及创新。公司自研精切装备及工艺、自研高效带孔滚针轴承套圈专用装备及工艺及以车代磨工艺均可有效降低生产过程中的各项成本，提高加工精度、加工效率，显著提升公司核心竞争力。

综上，我们预计 21-23 年公司有望实现营收 9.05/13.9/19.0 亿元，同比增长 63.0%/53.4%/37.0%，实现归母净利润 0.65/1.35/1.95 亿元，同比增长 13.1%/106.2%/44.7%。21-23 年 EPS 为 1.36/2.81/4.06 元，PE 49/24/16x，参考同类可比公司 2022 年 PE 均值 32x，考虑到公司受益于轴承产业链在向中国转移，具备较高的业绩增速，给予 2022PE 35x，目标价为 98.55 元。首次覆盖，“买入”评级。

与市场不同的观点

市场认为轴承套圈行业较为传统，零部件公司难以长大。我们认为，在轴承产业转移及工序外包的大趋势下，国内轴承套圈行业规模有望不断扩大，而金沃股份由于其显著的成本、技术和运营管理优势，有望在行业蛋糕扩大的过程中获得更高的份额。且公司通过卫星厂的尝试，是一种离散式复制标准化工厂的尝试。这种模式如果成功，那么公司有望打破运输成本的壁垒，实现公司规模的可持续扩大。

金沃股份：绑定轴承巨头，承接产业转移，深耕套圈制造

国内规模最大的轴承套圈制造商，业务规模快速扩张

金沃股份成立于2007年，是集轴承套圈研发、生产、销售于一体的专业化制造公司。主要产品包含球类、滚针类和滚子类等各类套圈产品的机加工环节，产品最终应用领域广泛，涉及交通运输、工程机械、家用电器、冶金等国民经济各行各业。公司从产品设计、生产、销售到服务都在 IATF16949:2016 质量管理体系下有效的运营，产品质量处于全球行业前列。同时，公司根据多年的研发及生产经验制定了一套完善的质量保证体系，确保产品质量的稳定。舍弗勒(Schaeffler: SHA GY)、斯凯孚(SKF: SKFA SS)、恩斯克(NSK: 6471 JP)、捷太格特(JTEKT: 6473 JP)、恩梯恩(NTN: 6472 JP)等世界知名轴承生产企业均授予了公司“生产优秀奖”、“优秀供应商”等荣誉称号，对公司产品质量表示高度认可。

图表1：金沃股份历史沿革



资料来源：公司官网，华泰研究

公司发展日新月异，先后进入全球轴承巨头供应体系，并获得高度认可。公司自2007年成立以来，发展日新月异，2008年即成为舍弗勒的合格供应商，并先后在2009、2010和2011年成为了斯凯孚、恩斯克、恩梯恩和捷太格特的合格供应商。舍弗勒、斯凯孚等国际轴承巨头供应商认证过程考核严密、周期较长，从申请成为合格供应商到大批量供货的完整周期需要3-5年，因此一旦建立长期供销合作关系，订单数量将有相应保障。2018-2020年公司对第一大客户舍弗勒(Schaeffler)的销售收入占营业收入的比例分别为58.68%、60.28%和57.40%，对五大轴承巨头的销售收入占营业收入的比例分别为96.48%、95.02%和91.20%。

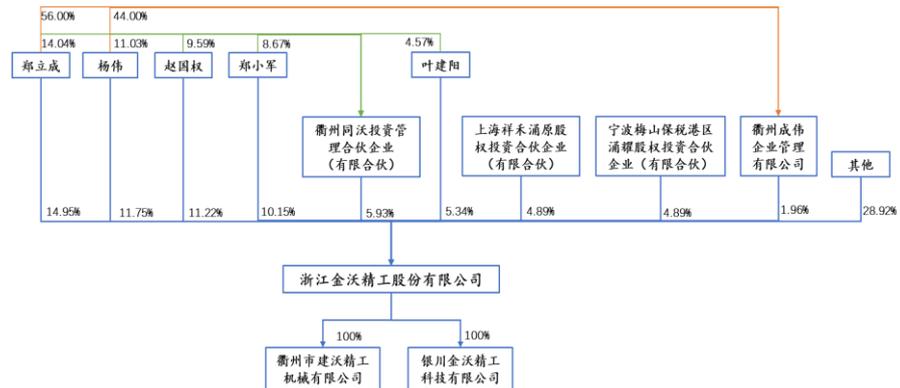
图表2：金沃股份产品系列展示

类型	产品名称	图示	类型	产品名称	图示	类型	产品名称	图示	
球类	特殊深沟球轴承套圈		滚针类	三角支架轴承套圈		滚子类	圆锥滚子轴承套圈		
	深沟球轴承套圈			滚针轴承套圈			汽车零配件	皮带轮	
	角接触轴承套圈			摇臂轴承套圈				精密部件	
	串联式球轴承套圈		滚子类	圆柱滚子轴承套圈			ABS端盖部件		
	水泵轴及轴承套圈			卡车轮毂轴承套圈			OWC套圈		

资料来源：公司官网，华泰研究

公司控股股东及实际控制人为郑立成、杨伟、赵国权、郑小军、叶建阳（五人为一致行动人），截止2021Q3合计持有公司58.20%股权。郑立成、杨伟、赵国权、郑小军、叶建阳分别直接持有公司股权14.95%、11.75%、11.22%、10.15%和5.34%，并间接通过同沃投资（员工持股平台）持有公司股权0.83%、0.65%、0.57%、0.51%、0.27%。另外郑立成和杨伟通过衢州成伟持有公司股权1.097%和0.862%，五人合计持有公司股权58.20%。郑立成1996年8月至2009年1月，在人本集团下属公司分别任设备科长、经理，2009年2月至2018年10月历任建沃精工员工、副经理、经理，2018年10月至今任金沃董事、总经理。杨伟2018年10月至今任金沃董事长。

图表3: 截至 2021Q3 公司股权结构情况

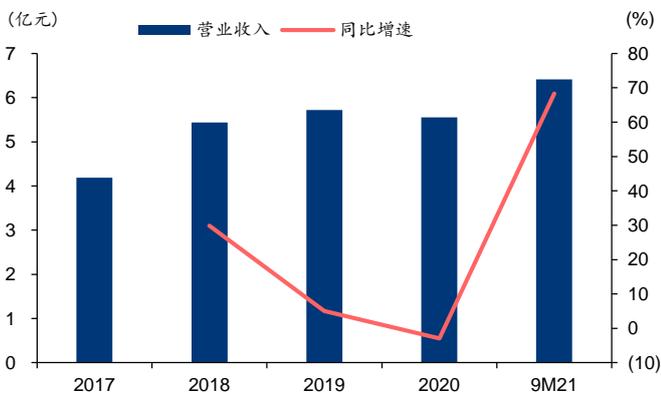


资料来源：公司公告，华泰研究

公司通过现有股东同沃投资实施股权激励，公司核心人员均持有一定比例的股权，形成稳定的核心团队。员工持股平台除公司实际控制人持有 47.90%的股权外，27 名核心员工持有平台 52.1%股份，绑定员工利益与公司利益，形成稳定的核心团队，增强价值创造能力。

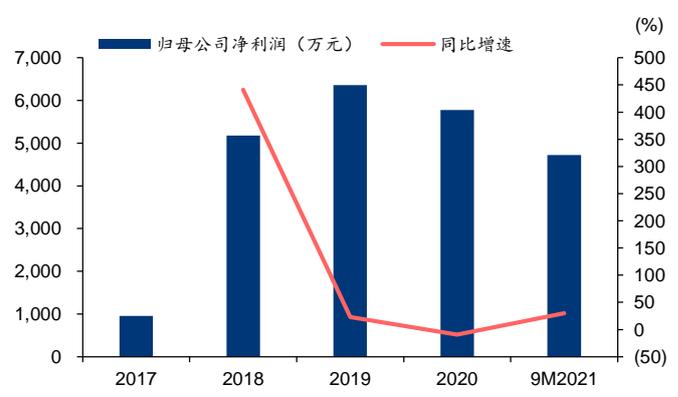
2021 年公司营收体量快速扩张，前三季度营收已超过 2020 及 2019 年的单年营收。受益于轴承产业链向中国转移的趋势，金沃股份在 2007 年设立之后收入规模即快速扩大。公司通过 2007-2017 年的快速发展，收入体量达到 4.19 亿元，并在公司上市之后通过募投项目的逐步投产，使 2021 年前三季度的营收体量超过 2019 及 2020 年全年水平。2020 年公司归母净利润为 0.58 亿元。

图表4: 2017-2021Q1-3 公司营业收入及同比增速



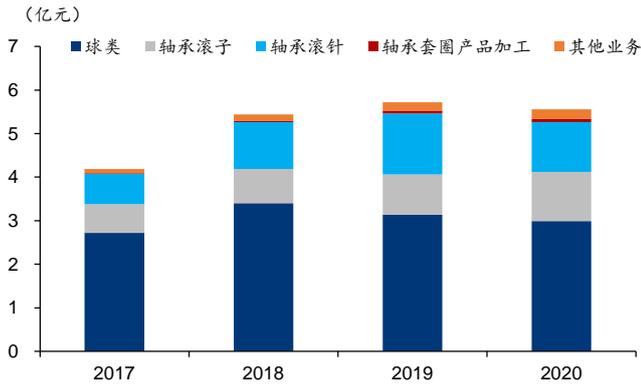
资料来源：Wind，华泰研究

图表5: 2017-2021Q1-3 公司归母净利润及同比增速

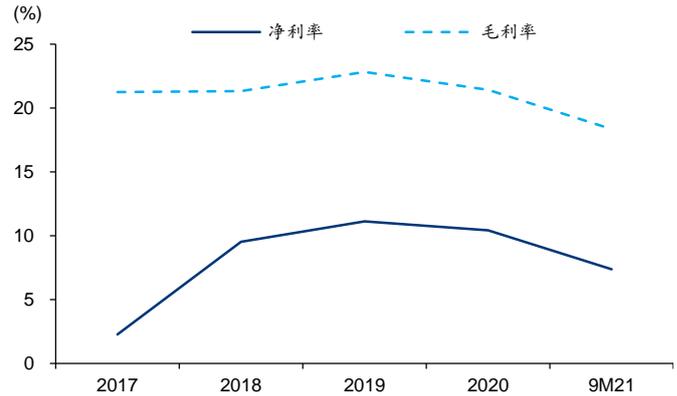


资料来源：Wind，华泰研究

公司毛利率水平及产品结构较为稳定。2017-2020 年公司毛利率水平稳定在 21%-23%之间，2021Q1-3 毛利率水平略有下滑，主要系 1) 公司募投项目新建产能部分已转固定资产，产生折旧，而产能还在爬升中，未达产；2) 2021 年原材料价格上涨，据招股说明书，公司有能力原材料价格上涨的部分向下游客户传导，维持单位利润不变，因此毛利率水平略有下滑。公司产品结构也较为稳定，其中球类轴承套圈营收占比约 55%-65%之间，呈逐步下降趋势，滚子轴承及滚针轴承套圈的营收占比均稳中有升，均在 15%-25%之间。滚针轴承套圈的毛利率水平相对较高，2020 年毛利率为 26.59%，球类及滚子轴承套圈的毛利率水平略低，2020 年毛利率分别为 20.77%和 18.32%。

图表6： 2017-2020 公司分产品营业收入及占比情况


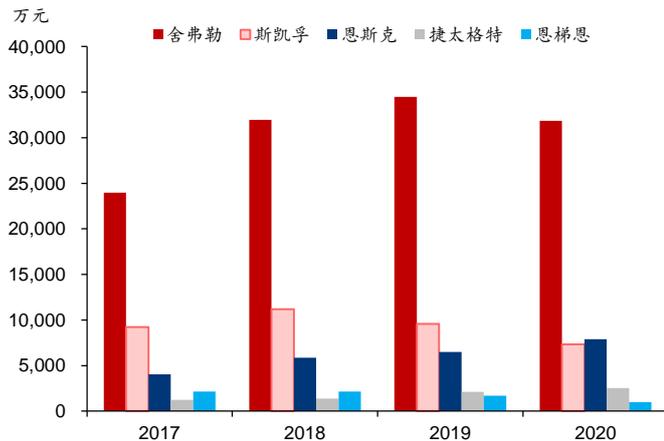
资料来源：Wind，华泰研究

图表7： 2017-2021Q1-3 公司毛利率及净利率水平


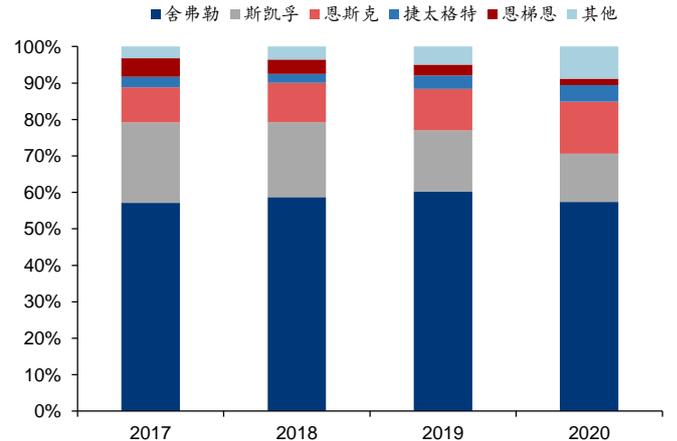
资料来源：Wind，华泰研究

稳步开发轴承巨头，客户基础稳固

公司先后进入全球轴承巨头供应体系，客户基础稳固。公司 2008 年即成为舍弗勒的合格供应商，并先后在 2009、2010 和 2011 年成为了斯凯孚、恩斯克、恩梯恩和捷太格特的合格供应商。2018-2020 年公司对第一大客户舍弗勒 (Schaeffler) 的销售收入占营业收入的比例分别为 58.68%、60.28%和 57.40%，对五大轴承巨头的销售收入占营业收入的比例分别为 96.48%、95.02%和 91.20%。

图表8： 2017-2020 年公司对五大轴承厂销售收入情况


资料来源：Wind，华泰研究

图表9： 2017-2020 年公司对前五大轴承厂销售收入占比情况


资料来源：Wind，华泰研究

公司已成为世界知名轴承企业的主要/重要供应商，并获得高度认可。据招股说明书，公司 2019 年向舍弗勒 (Schaeffler) 销售轴承套圈 3.45 亿元，约占其在华采购量的 21%，为其在国内的主要供应商之一；2019 年公司向斯凯孚 (SKF)、恩斯克 (NSK)、捷太格特 (JTEKT)、恩梯恩 (NTN) 的销售额分别达到 9,566.38 万元、6,502.85 万元、2,101.07 万元和 1,695.84 万元，为上述企业的重要供应商。公司先后获得舍弗勒 (Schaeffler)、斯凯孚 (SKF)、恩斯克 (NSK)、捷太格特 (JTEKT)、恩梯恩 (NTN) 等世界知名轴承生产企业授予的“生产优秀奖”、“优秀供应商”等荣誉称号，轴承巨头对公司产品质量表示高度认可。

图表10: 2011-2020 年公司获客户奖项一览

获得时间	奖项名称	授予单位
2011 年	优秀供应商质量奖	斯凯孚
2012 年	优秀供应商奖	恩梯思
2013 年	全球优秀供应商奖	舍弗勒
	印度最佳交货供应商	舍弗勒
2014 年	全球最佳交货供应商	斯凯孚
	印度最佳质量供应商	舍弗勒
	品质改善奖	恩斯克
2015 年	生产优秀奖	恩斯克
	品质改善奖	捷太格特
2016 年	优秀供应商	恩梯思
	品质协力奖	捷太格特
2017 年	综合优秀奖	恩斯克
2018 年	优秀供应商	恩梯思
2018 年	优秀奖	恩斯克
2019 年	可持续发展奖	舍弗勒
2020 年	品质协力奖	捷太格特
2020 年	生产贡献奖	恩斯克
2020 年	创新奖	舍弗勒
2020 年	优秀供应商	恩梯思

资料来源: 招股说明书, 华泰研究

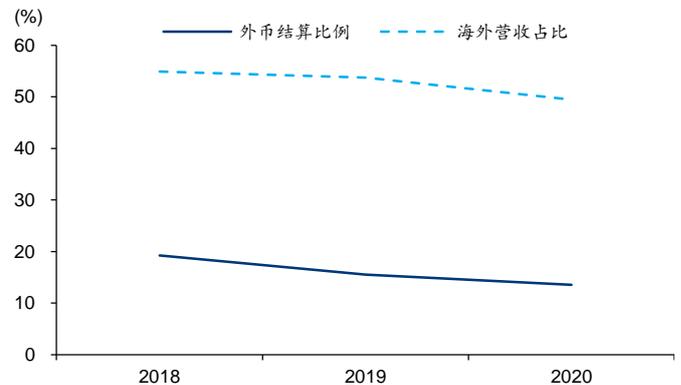
公司对客户进行全球供货, 具备一定的议价能力。公司是跨国轴承企业全球供应链体系中的一环, 对客户进行全球供货, 2018-2020 年间公司外销营收占比分别为 55%、54%、49%, 占比持续下降。我们认为, 公司对其轴承客户具备一定的议价能力, 主要体现在: 1) 其外币结算比例不断降低, 对客户外销部分的汇率波动风险逐步转嫁至客户端, 2018-2020 年公司外币结算营收占外销比例分别为 34.08%、27.97%、26.35%; 2) 公司具备对最终产品的完整销售定价权, 与客户已经约定产品销售价格与原材料采购价格定期进行同步调整。

图表11: 截止 2020 年底公司主要客户基地分布图



资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 2018-2020 年公司外币结算比例及海外营收占比情况



资料来源: Wind, 华泰研究

重视研发创新, 建立完整专业的研发体系, 新品储备丰富

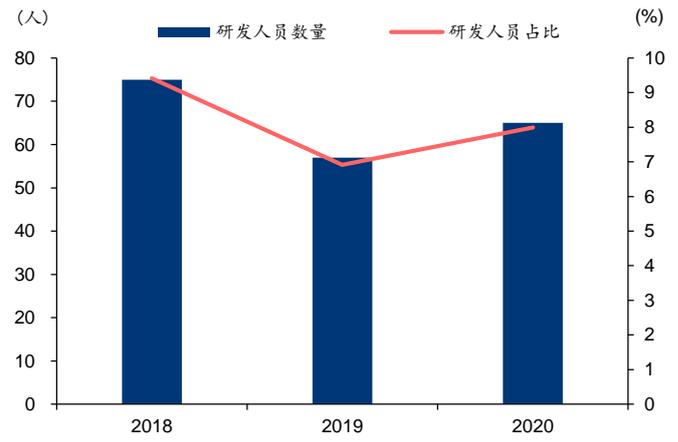
公司建立了完善的技术研发创新体系, 拥有一批高素质、从业经验丰富的技术研发人员。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司研发及技术人员 80 人, 占员工总数的 12.60%。公司核心技术人员共有 4 人, 分别为郑立成、魏胜、赵前进、马哲元, 在轴承套圈行业拥有丰富的从业经验。公司高度重视研发投入, 组建优秀的研发团队, 专注于专用设备的研发、工艺流程的优化及创新。在工艺流程优化方面, 公司的技术积累已覆盖车削、磨削、探伤、清洗、防锈等全部生产过程。公司计划继续加大研发投入, 实现自身技术实力的进一步积累, 在实现现有轴承套圈自产替代的同时, 不断开发新型套圈产品, 促进技术成果产业化的推进。

图表13: 2017-2021Q1-3 公司研发费用率情况



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表14: 2017-2020 公司研发及技术人员数量及占比情况



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

公司具有丰富的新品及后续新技术储备, 有望不断发展适应市场及新品类的需要。公司正在进行 9 个与轴承套圈加工工艺相关的研发项目, 3 个与轴承套圈产品相关的研发项目。公司的产品经过产品开发和送样通过后, 才能实现批量销售。产品批量销售前需要经过较长的开发周期, 从客户提出需求至产品最终得到客户认可后实现批量销售, 整个开发周期一般约 1-2 年。截至 2020 年 6 月末, 公司新开发产品中处于送样阶段和开发阶段的产品种类分别为 316 种和 135 种; 截至 2020 年 12 月末, 公司新开发产品中处于送样阶段和开发阶段的产品种类分别为 527 种和 207 种。2018-2020 年公司为客户新开发并实现批量销售的产品种类分别为 186、210、137 种。

图表15: 截止 2020 年底正在进行的具体研发项目

序号	项目名称	所处研发阶段
1	油电混动轿车发动机水泵套轴承套圈及工艺研发	初步研发
2	汽车发动机张紧轮轴承套圈及工艺研发	初步研发
3	高精度双滚道轴承套圈及工艺研发	初步研发
4	新能源汽车驱电机轴承套圈研发	初步研发
5	汽车变速箱间隙调整轴承套圈及工艺研发	初步研发
6	高精度中大型轴承套圈工艺及割管设备研发	初步研发
7	自动不良品收集统计系统的研发	初步研发
8	无间断自动上料系统的研发	初步研发
9	自动抽检剔除机构的研发	小批量试制
10	轴承套圈外圈工艺优化的研发	初步研发
11	数控高精度双主轴轴内加工设备的研发	初步研发
12	轴承套圈全自动检测工艺研究	初步研发

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

募投项目有望有效释放产能，提升收入规模及盈利能力

募投项目的核心目的是提升公司研发能力并促进长期可持续发展。公司募投项目为年产 5 亿件精密轴承套圈项目、研发中心及配套建设项目及补充营运资金。公司募集资金总额 3.72 亿元，募集净额 3.18 亿元，据公司互动易，2021 年底募投项目已达产 80%，2022 年有望完全达产。募集资金投资项目实施后，有利于缓解公司现有产能瓶颈、提升智能制造和服务水平，有利于提升公司研发能力、实现可持续发展，有利于满足未来发展营运资金需求。

图表 16：公司募集资金投资项目及拟使用金额

序号	项目	总投资 (万元)	拟使用募集 资金(万元)	项目备案 情况	项目环评情况	项目预计达产时间
1	年产 5 亿件精密轴承套圈项目	30,821.53	28,937.00	已备案注 1	柯环建[2019]52 号	2020 年 7 月开始土 建，项目建设期 2 年，预计 2022 年 7 月达产
2	研发中心及综合配套建设项目	5,073.95	5,073.95	已备案注 2	柯环建[2019]53 号	预计 2023 年完成
3	补充营运资金	5,000.00	5,000.00	-	-	
合计		40,895.48	39,010.95	-	-	

资料来源：招股说明书，华泰研究

我们认为，募投项目有望有效缓解公司产能瓶颈，提升公司收入规模及盈利能力。公司面临着世界轴承产业转移和中国轴承进口替代的发展机遇期。随着公司规模的发展壮大以及国际主要轴承企业对公司产品认可度的逐渐提高，公司产品的需求不断扩大。公司现有产能无法满足公司进一步发展壮大的需要，亟需增加生产线，提高供货能力，为公司未来业务拓展奠定基础。本次募投之“年产 5 亿件精密轴承套圈项目”拟投资购置先进生产设备，或有利于公司目前包括高精度中大型轴承套圈工艺及割管设备研发、轴承套圈外圈工艺优化的研发、数控高精度双主轴轴内加工设备的研发、轴承套圈全自动检测无损探伤工艺研究等在研项目的成果转化。募投项目达产有望提升现有产能（5 亿件/年）一倍，并有效提升公司整体智能制造水平，提高生产效率和产品质量可靠性，提升营收规模及盈利水平。

我们认为，新增产能有望快速被消化，产能利用率有望快速达到较高水平。考虑到：1) 大环境上面面临着世界轴承产业转移和中国轴承进口替代的发展机遇期，轴承产业链正逐步向中国转移，国内套圈行业需求有望稳步增长；2) 公司层面上，主要客户舍弗勒、斯凯孚、恩斯克、捷太格特、恩梯恩等五大轴承企业正逐步关闭其在欧洲、日韩、美国等地的磨前产品生产线，转而向中国国内的合格供应商采购，公司在产品质量、成本控制方面较其他供应商具备一定优势，因此有望获得现有客户的新增订单；3) 除五大国际轴承企业外，公司正积极开发本土客户，2019 年新开发的瓦房店轴承集团，已经过样品供货及小批量试制阶段，逐步进入大批量供货，公司也在持续开发新的本土及全球巨头客户。因此我们认为，新增产能有望快速被消化，产能空置风险较小。

图表 17：舍弗勒及斯凯孚 2016-2021 年内宣布关停工厂一览

厂商	时间	数量	地点	详细情况
斯凯孚	2016	3	北美	斯凯孚今天宣布合并其在北美地区的工厂，并关闭位于加利福尼亚州圣地亚哥和马里兰州巴尔的摩的工厂，及墨西哥普埃布拉的工厂
斯凯孚	2017	1	北美	斯凯孚宣布关闭堪萨斯州 Seneca 的工厂，该工厂有 185 名员工，生产将转移至盐湖城的工厂
斯凯孚	2018	1	英国	斯凯孚宣布关闭英国 Gloucestershire 的工厂，该工厂有近 200 名员工，生产将转移至英国 Stonehouse 的工厂
斯凯孚	2020	1	法国	斯凯孚宣布关闭法国 Avallon 的工厂，该工厂有 140 名员工
斯凯孚	2021	1	英国	斯凯孚宣布关闭英国 Stonehouse 的工厂，该工厂有 185 名员工
舍弗勒	2018	2	英国	舍弗勒宣布要关闭英国 Llanelli 和 Plymouth 的工厂，分别有 220 和 350 名员工
舍弗勒	2019	5	德国	舍弗勒正考虑关闭五家工厂（其中大部分工厂的员工都不到 200 人）、缩减产品种类并裁员 900 人，其中 700 名员工都在德国。
舍弗勒	2020	3	德国	舍弗勒将裁员 4,400 人，大部分裁员将集中在德国的十二家工厂和欧洲其他两家工厂，其中德国 Wuppertal、Eltmann 和 Clasthal-Zellerfeld 的工厂将被关停或出售给其他公司
舍弗勒	2021	1	德国	舍弗勒计划逐步关停 Luckenwalde 工厂

资料来源：舍弗勒及斯凯孚官网，华泰研究

紧抓轴承产业链转移契机，公司有望不断提升产业链地位

轴承行业市场容量大，集中度高，竞争格局稳定

轴承指支持旋转轴或其他运动体的机械基础件，用于承受轴与其他轴内零部件运作过程中产生的载荷以及降低机械旋转体的摩擦系数的零部件，可对机械设备的运行性能与质量等方面产生较大影响。基本结构通常由内圈、外圈、滚动体、保持架、密封件和油脂组成。根据摩擦性质的不同，轴承可分为滚动轴承和滑动轴承。

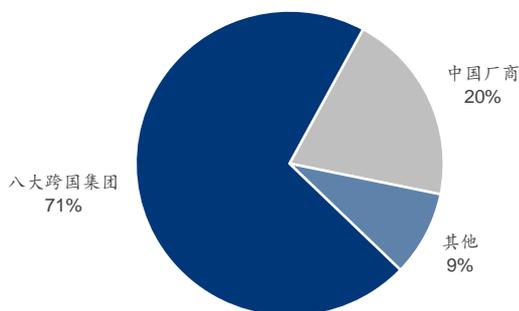
图表18：不同类型轴承示意图

轴承名称	国家标准号	图示	轴承名称	国家标准号	图示
深沟球轴承	GB/T276		调心滚子轴承	GB/T288	
角接触球轴承	GB/T292		圆锥滚子轴承	GB/T297	
调心球轴承	GB/T281		圆柱滚子轴承	GB/T283	

资料来源：招股说明书，华泰研究

轴承行业市场容量大，产品种类多样，渗透于各行各业。轴承经历一百多年的发展，已广泛应用于工业、农业、交通运输、国防、航空航天、家用电器、办公设备等领域。据 Grand View Research，2020 年全球轴承市场规模达 1187 亿美元，并有望保持 8.5% 的复合增速提升至 2028 年。全世界已生产轴承品种 5 万种以上，规格多达 15 万种以上。最小的轴承内径小到 0.15-1.0 毫米，重量为 0.003 克，最大的轴承外径达 40 米，重 340 吨。

图表19：2020 年全球轴承市场竞争格局



资料来源：头豹研究院，华泰研究

图表20：2022E-2028E 全球轴承市场规模



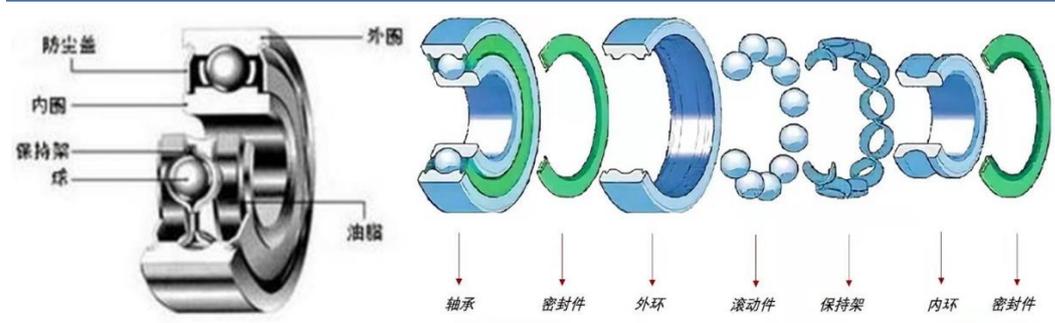
资料来源：GrandView Research，华泰研究

全球轴承市场集中度较高，由八大家垄断，竞争格局较为稳定。在全球范围内，轴承行业经过多年产业竞争后，形成由瑞典、德国、日本、美国四个国家的八家大型轴承企业垄断竞争的态势。世界八大轴承企业包括斯凯孚 (SKF)、舍弗勒 (Schaeffler)、恩斯克 (NSK)、捷太格特 (JTEKT)、恩梯恩 (NTN)、铁姆肯 (TIMKEN)、日本美蓓亚 (NMB: 6479 JP)、不二越 (NACHI: 6474 JP)，据头豹研究院，2020 年这八家轴承企业在国际轴承市场的市场占有率合计达到 70.7%，成垄断态势。

套圈约占轴承成本价值量的 35%，属于关键零部件

轴承套圈成本平均价值约为成品轴承的 35%左右，是成品轴承中价值最高的配件。内圈和外圈统称为轴承套圈，是具有滚道的环形零件。其中内圈通常固定在轴颈上，内圈与轴一起旋转。内圈外表面上有供钢球或滚子滚动的沟槽，称为内沟或内滚道。外圈通常固定在轴承座或机器的壳体上，起支撑滚动体的作用；外圈内表面上也有供钢球或滚子滚动的沟槽，称为内沟或内滚道。

图表21： 轴承内零部件示意图



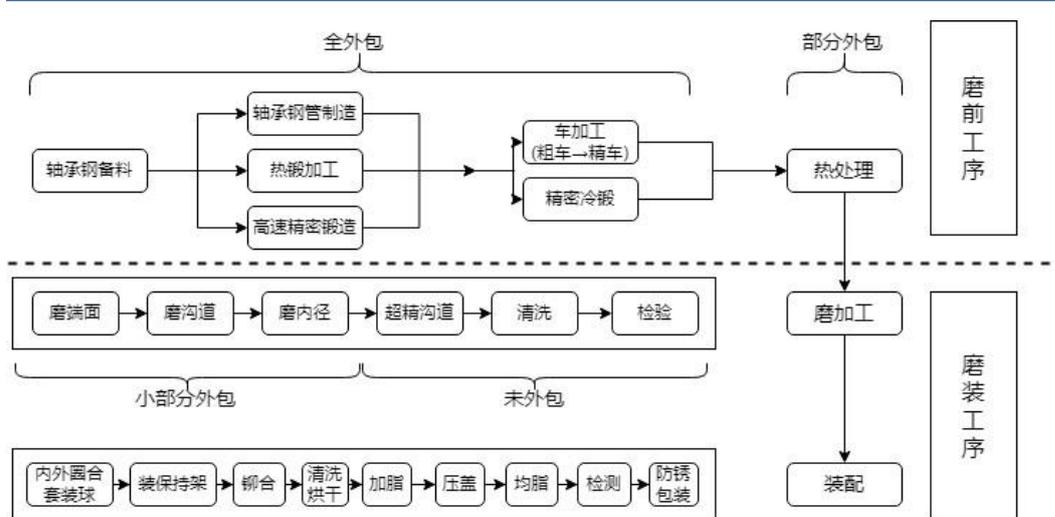
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

公司对接的轴承套圈市场空间广阔。以 2020 年全球轴承市场规模 1187 亿美元为基准，全球八大家的营收规模约为 5455 亿人民币，据各公司财报总结，行业平均毛利率水平约为 20%，因此轴承套圈市场规模约 2,160 亿元，空间广阔。

轴承行业专业化分工及产业链转移至我国是大势所趋

轴承行业专业化分工的格局形成了国际轴承套圈市场。生产轴承套圈的企业主要来自欧美以及东亚的中日韩。轴承行业专业化分工最初从上世纪六七十年代日本发展起来，代表企业如日三宅株式会社。据前瞻产业研究院，以日本为例，截止 2021 年底轴承企业三十多家，其中包括占据世界前八大轴承公司中的五家公司，企业当量密度全球最大，其最重要的原因就是大小企业分工合作，优势互补。日本大型轴承企业通过采购外部工序间产品和商品零部件的专业化配套率达到 80%以上甚至是全部。

图表22： 轴承加工工序及外包情况示意图



资料来源：五洲新春招股说明书，华泰研究

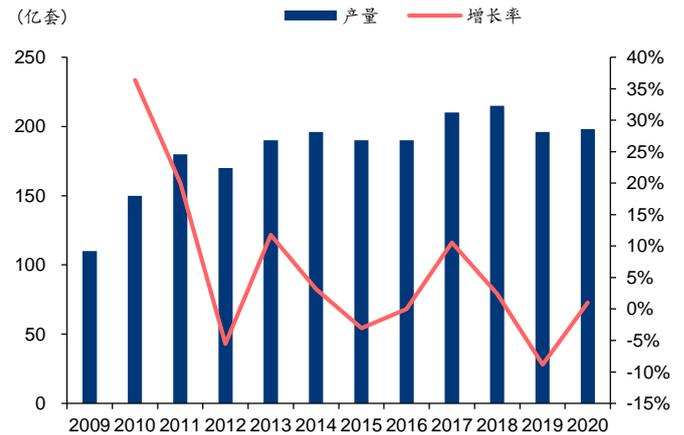
受益于国内工艺水平及劳动率素质的提升，轴承产业链转移至我国是大势所趋。随着全球经济一体化的逐步推进，世界八大轴承公司逐步进行产业结构调整，从过去轴承套圈毛坯成型、套圈车加工、热处理、套圈磨加工、装备等环节“纵向一体化”全部自制，逐步过渡到产业链专业化分工模式，把涉及轴承套圈毛坯成型、套圈车加工、热处理等制造工序的磨前产品转向工艺稳定、劳动力素质较高的中国采购，并且在中国大陆不断增设成品轴承工厂，形成了国际轴承套圈的庞大市场。无论是从销售额还是产量上来看，我国都已经是世界第三大轴承生产大国。2020年，我国轴承行业营业收入达到1,930亿元，轴承年产量达198亿套，分别同比增长9.04%和1.02%。

图表23：2009-2020年中国轴承行业营业收入及同比增速



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表24：2009-2020年中国轴承年产量及同比增速



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

随着轴承专业化分工及产业链转移至我国，国内形成了大小企业分工合作，优势互补的五大轴承产业集群。金沃股份和五洲新春都在新昌轴承产业集聚区，斯凯孚新昌生产基地及研发中心项目一期于2018年7月开工建设，2019年1月首条生产线顺利投产，二期项目正在建设中，建成投产后，产值将达41亿元，成为中国最大的轴承制造单体工厂。世界八大跨国轴承公司中有6家公司在中国设立了总部，更好地对接产业链上零部件企业。

图表25：各轴承产业区域特点及其主要代表企业

产业集群区	区域特点和优势	主要产品	代表企业
老工业基地培育的瓦房店（辽宁）轴承产业集聚区	“中国轴承之都”、龙头企业拉动、人力资源雄厚、优势品牌带动、国家政策支持	冶金矿山轴承、风力发电机轴承、铁路货车轴承、石油机械轴承等	瓦轴、大冶轴、瓦光阳、瓦冶轴、金峰轴承、瑞谷科技、大连国威、远东、大连光杨、凯特乐等
以产学研为纽带的洛阳（河南）轴承产业集聚区	产学研紧密结合、强劲的研发能力、优秀的科普基地、联盟的中枢神经	高、精、尖、特轴承产品	洛阳轴承、洛凌轴承、轴研科技、洛阳巨创、中机科技、洛阳众悦、开远智能等
市场经济催生的浙东（浙江）轴承产业集聚区	新昌：“轴承之乡”、完整的工业布局、特色的产业集群、主导的民营经济、先进的生产设备	汽车轴承、电机轴承、电动工具轴承、家电轴承、农机轴承等中小型、微型轴承以及轴承锻件、轴承钢管、轴承套圈等轴承零配件	五洲新春、人本、慈兴集团、万向、新昌西密克、金沃精工、银球轴承、常山捷姆、八环轴承、更大轴承、杭州华星等
以“专精特新”为特色的苏锡常（长三角）轴承产业集聚区	差异化发展、定位“专精特新”、工业基础雄厚、市场需求广阔	汽车轴承、家电轴承、机床主轴轴承、纺织机械轴承、滚针轴承等精密轴承	力星股份、常州光洋、南方轴承、无锡华洋、常熟长城、江苏南方、苏州轴承、江苏联动、无锡二轴、无锡滚动、南京轴承等
勤劳沃土上成长的聊城（山东）轴承产业集聚区	聊城郑家镇：中国轴承保持器之乡、全产业布局、民营企业主导、工贸互补促进发展	各类标准轴承，内外球面轴承、关节轴承、薄壁轴承等非标准轴承和特种轴承，钢球、滚子、滚针、保持器和内外环锻、车、磨件等轴承零配件，轴承仪器及轴承加工设备	临沂开元、东阿钢球、新欣金帝、烟台轴承仪器、乳山双峰机床、烟台西蒙、山东梁轴、山东汇新、济宁精益等

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

据我们调研，金沃股份已于 2021 年底成为本土最大的轴承套圈厂商。由于轴承套圈行业除五洲新春之外，其余套圈厂均未上市，五洲新春也于 2018 年起停止披露套圈业务体量，2017 年其轴承套圈业务营收体量为 6.8 亿元。据我们对斯凯孚及舍弗勒等下游轴承厂的调研，海外龙头轴承厂在国内的套圈稳定供应商一般在 10-15 家左右，其中截止 2021 年金沃股份是舍弗勒本土最大的套圈供应商，且金沃股份是本土营收体量最大的轴承套圈厂商。

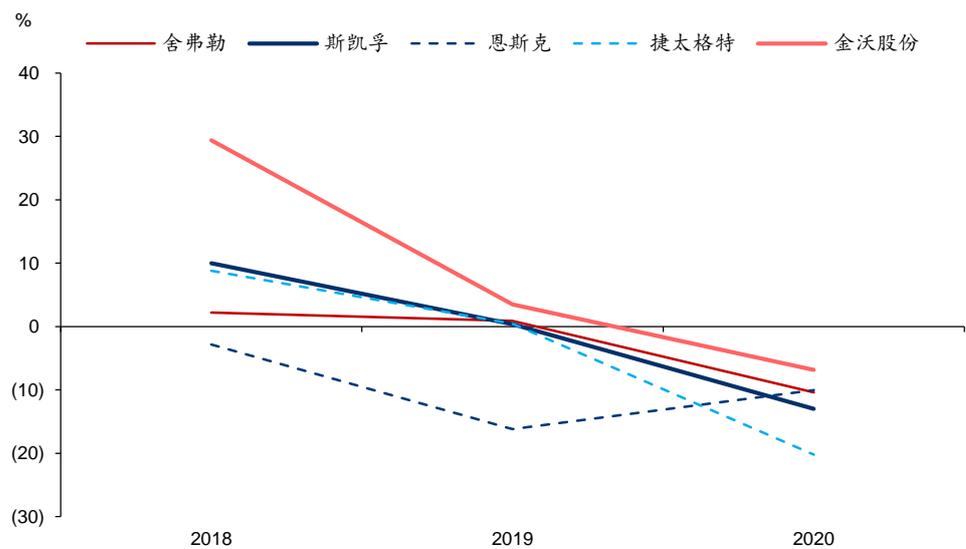
图表26： 轴承套圈行业其他竞争对手及产品概览

公司名称	主要业务
浙江五洲新春集团股份有限公司	薄壁轴承套圈、轮毂轴承套圈、中大型轴承套圈、中小型轴承套圈、盐淬热处理件、油淬热处理件、冷锻扩轴承套圈、精密高速锻件、常规普通锻件
海宁上通优必胜轴承有限公司	各种球轴承套圈、汽车圆锥轴承套圈、双列角接触套圈、双列圆锥轴承套圈、向心球轴承以及零类轴承套圈、向心球轴承以及零类轴承套圈
绍兴旭日绵轴承有限公司	小型深沟球形系列轴承的内外套圈
广瀚精密机械(太仓)有限公司	精密轴承内外圈
浙江辛子精工机械有限公司	推力轴承套圈、异形轴承套圈、调心滚子轴承套圈、角接触球轴承套圈、点接触球轴承套圈、圆锥轴承套圈、深沟球轴承套圈、轮毂轴承套圈

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

金沃股份在五大轴承厂获得的营收增速显著快于五大轴承厂自身营收增速。2018-2020 年金沃股份从五大轴承厂实现的营收增速显著高于其五大轴承客户自身的营收增速水平，表明金沃在其五大客户中的市占率快速提升。

图表27： 金沃股份在五大轴承厂内的合计营收增速与五大轴承厂营收增速对比



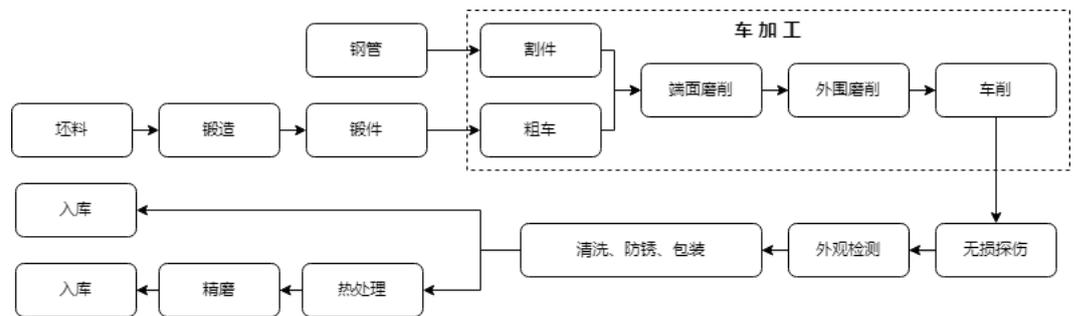
资料来源：各公司年报，金沃股份招股说明书，华泰研究

纵向延伸产业链，横向拓展客户/提升市占率

以车加工为起点逐步打通生产环节，增厚产品增加值

轴承生产工序分为 3 项磨前工序和 2 项磨装工序。滚动轴承的制造分为套圈毛坯成型、套圈车加工、热处理、套圈精磨加工、装配。前 3 项工序为轴承套圈制造工序，生产出的产品为轴承套圈或称为“磨前产品”，相关技术统称为“磨前技术”。后 2 项工序称为磨装工序，所涉技术可称之为“磨装技术”，生产出的产品为成品轴承，

图表28：生产工艺流程示意图及工艺介绍



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

创立初期，金沃主要专注于技术工艺要求更高的车削加工生产环节。车削加工为关键工序，车削采用专用程控自动单能旋削机或数控车削机床自动连线设备，根据产品结构设计相关加工工艺，使用高精度成型刀具自动连线生产；产品采用自动上料、自动流转，根据过程作业指导书及各工序工艺卡将其加工成客户所需产品。通过多种旋削设备及工艺对轴承内外套圈的倒角、孔径、滚道、密封槽、止动槽等部位进行车削加工，形成特定结构的内外套圈，从而决定产品的用途和性能。

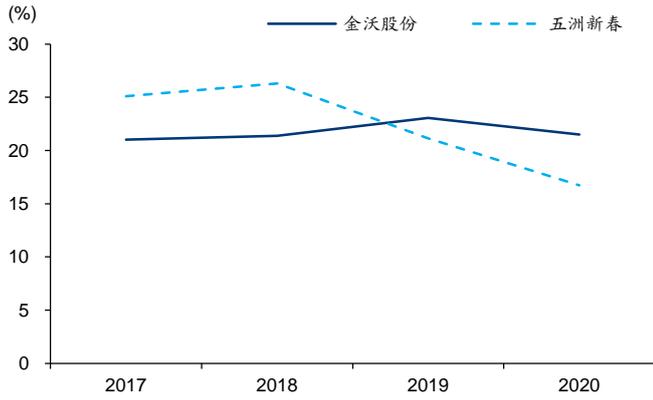
公司有望向上下游工序延伸发展，实现锻、车、热处理一体加工能力。经过多年的轴承套圈业务的开展，金沃目前已具有向前端的钢管锻造及后端的热处理进行业务拓展的能力，并且已制定了拓展业务的计划，以实现锻、车、热处理一体的轴承套圈产业链布局。公司的热处理项目厂房已于 2020 年 4 月转固，配套基础设施目前正处于安装调试阶段，有望在今年逐步爬产上量。同时，公司募投项目之“年产 5 亿件精密轴承套圈项目”拟投资建设数控、割料、旋削和精磨车间，并已组建精磨技术团队，由资深技术人员参与研发和量产，目前已对部分产品进行小批量精磨加工，有望在未来实现更多产品的精磨加工。

具备设备自研能力，研发及成本优势显著

公司建立了完整的研发体系，涵盖产品、装备、工艺各个方面的研发。技术部主要负责新产品的研发，研发中心主要负责生产装备的研发，精磨事业部主要从事精磨等新工艺的开发，热处理事业部主要从事热处理技术及工艺的研发，品保部下属精测室对研发效果进行验证，制造部下属的技术攻关小组主要从事生产技术工艺的研发。

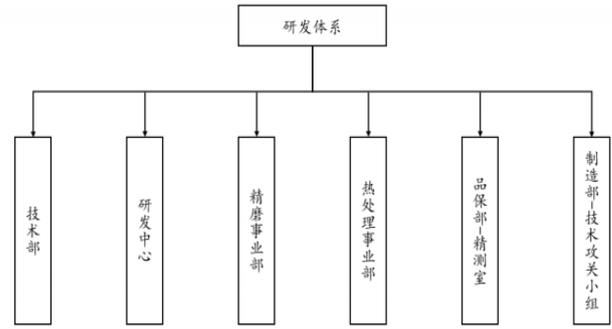
公司的毛利率水平与同行接近。考虑到五洲新春生产流程涵盖了锻造、热处理等，而金沃股份通过外包方式开展的工序，五洲新春可以从相对较长的工序获得一定的利润，因此在 2017-2018 年公司毛利率低于五洲新春。2019-2020 年金沃股份凭借经营效率，制造规模，加工良率等因素的提升，保持了较为稳定的毛利率水平，表现好于同行。

图表29: 金沃股份与五洲新春的毛利率对比



资料来源: Wind, 华泰研究

图表30: 金沃股份研发体系



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

公司拥有自研的核心技术, 能针对客户需求, 快速响应开发出客户需要的新品, 具备持续为现有客户及新客户开发新产品的能力。公司高度重视研发投入, 组建优秀的研发团队, 专注于专用设备的研发、工艺流程的优化及创新。公司自研精切装备及工艺、自研高效带孔滚针轴承套圈专用装备及工艺及以车代磨工艺均可有效降低生产过程中的各项成本, 提高加工精度、加工效率, 显著提升公司核心竞争力。

图表31: 公司核心技术的竞争优势及先进性

核心技术	行业现状	金沃股份现状	技术特点分析
以磨代车工艺	因锻件毛坯受设备精度限制, 为确保产品质量余量, 磨削加工次数较多	已实现用最优的工艺对磨削设备进行改造及砂轮选用	实现了高速锻毛坯少次数磨削, 提升产品加工精度、降低生产成本
自动涡流探伤工艺	磁粉探伤, 人工探伤, 检查后退磁清洗漏检风险	涡流探伤, 自动识别, 无退磁无清洗, 可靠性强	实现无人化、信息化加工处理; 提升质量可靠性, 无需后续清洗
自研精切装备及工艺	切断精度在 0.1mm 以上, 需要宽切刀和后续精加工	切断精度小于 0.04mm, 切断后无需精加工, 割刀宽度减小, 节约料耗	精度高, 达到精加工等级, 材料节约最高可达 10%
自研高效带孔滚针轴承套圈专用装备及工艺	加工节拍 20 秒/件, 且有毛刺残留风险	加工节拍 10 秒/件, 而且内孔光洁, 倒角均匀	效率较高, 提高质量可靠性
小模数长齿内拉花技术	无成熟技术	实现批量生产, 齿尖最小半径 0.2mm	现已实现细密齿产品的批量生产
不间断检查包装生产线	多采用外观检查、清洗涂油两个单独工序, 需分开进行管理, 容易导致产品清洗不到位, 产品大量积压且质量风险高	外观检查工序与新型清洗、涂油工序进行设备连线, 人员重新整合, 已实现外观检查、清洗、涂油连线工艺	可减少人员投入, 减少外观与清洗、涂油周转区域, 并实现当日生产、当日检查并完成清洗、涂油、包装, 降低质量风险, 提高生产效率
全过程防错装置	多采用通用防错措施, 防错装置比较单一, 防错效果欠佳	根据经验对每类产品制定了防错管理办法并自主设计了防错措施, 如: 漏工序检测装置、认面识别装置、防多车装置、防装偏装置、防混料装置等	降低产品生产过程中出错的可能性

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

配套舍弗勒银川工厂，有望复制该模式提升市场份额

公司设立银川金沃，紧密配套舍弗勒银川工厂。舍弗勒计划于 2021-2023 年向宁夏工厂投资 3 亿元，新增涉及汽车总成各单元应用的高端球轴承、圆锥滚子轴承、圆柱滚子轴承产线以及汽车发动机惰轮轴承、水泵轴承、转向器三角调心轴承等产品的生产线，进一步扩大银川工厂的整体产能，建设成为国内最大的高端乘用车轴承生产基地。金沃股份于 2020 年 10 月设立子公司银川金沃精工科技有限公司，配套舍弗勒银川工厂的生产供应，2020 年 11 月银川金沃与舍弗勒（中国）有限公司签署了《框架协议》。据招股说明书，银川金沃精工有望于 2021 年底实现盈亏平衡，在 2022 年逐步实现盈利。

我们认为，就近配套的模式有望一定程度上降低运输成本，使公司获得更高的客户粘性。设立银川金沃以配套舍弗勒银川工厂是公司重要的商业模式尝试，有望摆脱运输半径的束缚，以卫星厂搭配原厂的形式扩大公司的成长边界，更好地响应客户需求，提升粘性和市占率。

定位中高端，有望持续扩展高端应用场景

国产高端轴承有望逐步实现进口替代，市场前景十分广阔。由于轴承与交通运输及各行业的安全性、可靠性等密切相关，市场对轴承产品的承载能力、可靠性、精度和刚度等性能指标要求越来越高，轴承厂商对配套轴承套圈的相应性能也提出了更高的标准。据金沃股份招股说明书，目前我国中低档轴承约占总产量的 80%，而各类专用、精密、高可靠性等高技术含量的轴承产品只占约 20%。当前高端产品主要依赖于进口，国产高端轴承产品存在巨大缺口。随着我国轴承行业的技术研发能力的不断提高以及一大批优势企业的不断涌现，国产高端轴承有望逐步实现进口替代，市场前景十分广阔。据国家规划，到 2025 年高速精密数控机床和高速动车组自主化率要达到 90%，到 2030 年大飞机轴承的自主化率要达到 90%。

金沃股份作为国内目前最大的轴承套圈供应商，有望受益于高端轴承进口替代的趋势。在高端轴承进口替代的趋势下，公司正积极开发本土客户。随着瓦房店轴承集团等国内轴承企业技术研发能力的不断提高，公司有望深化与国内客户的合作，开拓国内市场新的业务机会，2020 年瓦房店轴承厂已成为公司的第五大客户。

盈利预测与估值

关键假设及盈利预测

1) 营业收入

套圈销量：考虑到 2020 年公司产能 4.78 亿件/年，公司募投项目年产 5 亿件精密轴承套圈项目截止 2021 年 12 月底已达产 80%（年底产能 8.78 亿件），预计将于 2022 年完全达产，同时考虑到行业需求旺盛，公司订单饱满，有能力消化新增产能，我们预计 2021-2023 年公司套圈业务销量同比增速分别为 50%/55%/30%，对应销量分别为 6.06/9.40/12.2 亿件。

套圈销售均价：2021 年轴承钢价格有所上涨，公司将部分压力向下游传导，据我们调研，2021 年公司产品平均提价幅度为 10%。公司通过延伸产业链工序有望提升销售单价，单件产品热处理/精磨后价值量有望达到热处理前的 1.15x/1.5x。我们预计 2022 年公司完成热处理工序的产品后产品有望占到营收的 20%，2023 年完成热处理工序的产品有望占到营收的 30%，完成精磨工序的产品有望占到营收的 10%，同时考虑钢价波动，我们预计 2022-2023 年公司产品均价变化分别为 0%/6%。

据此，我们预计 2021-2023 年公司套圈业务营收同比增速分别为 65%/55%/37.8%。

轴承套圈产品加工：营收体量较小，考虑到整体产能逐年扩大，我们预计其 2021-2023 年销量同比增速为 15%，由于加工费不受原材料价格影响，因此我们预计 2021-2023 年加工均价不变。

图表32： 2021E-2023E 公司产品量价及营收拆分

产品类别	项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
套圈业务	销量（万件）	33,598.33	41,493.22	41,633.15	40,428.70	60,643.05	93,996.73	122,195.75
	销量同比		23.50%	0.34%	-2.89%	50.00%	55.00%	30.00%
	销售单价（元/件）	1.21	1.27	1.31	1.30	1.43	1.43	1.52
	销售单价变动比例		4.49%	3.45%	-0.89%	10.00%	0.00%	6.00%
轴承套圈产品加工	销量（万件）	185.10	514.69	1,459.02	1,760.83	2,024.95	2,328.70	2,678.00
	销量同比		178.06%	183.48%	20.69%	15.00%	15.00%	15.00%
	销售单价（元/件）	0.80	0.55	0.45	0.44	0.44	0.44	0.44
	销售单价变动比例		-31.13%	-17.51%	-2.99%	0.00%	0.00%	0.00%
套圈业务	销售收入（万元）	40,792.21	52,637.25	54,638.72	52,586.42	86,767.59	134,489.77	185,326.90
	YoY-销售收入		29.04%	3.80%	-3.76%	65.00%	55.00%	37.80%
	营业成本（万元）	32,212.95	41,386.41	42,041.92	41,278.50	71,149.43	106,919.37	146,408.25
	毛利率（%）	21.03%	21.37%	23.05%	21.50%	18.00%	20.50%	21.00%
轴承套圈产品加工	销售收入（万元）	147.82	281.43	658.13	770.52	890.98	1,024.63	1,178.32
	YoY-销售收入		90.39%	133.85%	17.08%	15.63%	15.00%	15.00%
	营业成本（万元）	62.76	158.63	386.10	469.53	543.50	614.78	695.21
	毛利率（%）	57.54%	43.63%	41.33%	39.06%	39.00%	40.00%	41.00%
其他（销售钢刨花等销售收入（万元） 废料）	销售收入（万元）	986.00	1,518.26	1,891.10	2,152.47	2,798.21	3,217.94	3,539.74
	YoY-销售收入		53.98%	24.56%	13.82%	30.00%	15.00%	10.00%
	营业成本（万元）	745.90	1,280.24	1,701.80	1,877.39	2,434.44	2,799.61	3,079.57
	毛利率（%）	24.35%	15.68%	10.01%	12.78%	13.00%	13.00%	13.00%
总计	销售收入（万元）	41,926.03	54,436.94	57,187.95	55,509.41	90,456.78	138,732.34	190,044.96
	YoY-销售收入		29.84%	5.05%	-2.94%	62.96%	53.37%	36.99%
	营业成本（万元）	33,021.61	42,825.28	44,129.82	43,625.42	74,127.37	110,333.75	150,183.03
	毛利率（%）	21.24%	21.33%	22.83%	21.41%	18.05%	20.47%	20.97%

资料来源：Wind，华泰研究预测

2) 毛利率

套圈业务：2021Q1-3 公司实现综合毛利率 18.35%/yoy-2.69 pct，主要系 1) 公司 2021 年募投项目部分在建工程转固定资产开始折旧，而产能还未爬产完成；2) 2021 年原材料大幅上涨，公司向下游传导涨价有 1-2 个月的时滞，且公司仅传导涨价原材料部分，导致单个产品毛利不变但营收成本上升，从而降低毛利率。考虑到 2021Q4 情况未有明显改善，我们预计 2021 年套圈业务毛利率为 18%。考虑 2022-2023 年公司由于 1) 募投项目爬产完成；2) 拓展热处理和精磨工艺有望提升毛利率水平，我们预计 2022-2023 年套圈业务毛利率分别为 20.5%/21%。

轴承套圈产品加工：考虑产品规模效应，我们预计 2021-2023 年钩套圈产品加工业务毛利率有望稳中有升，预计为 39%/40%/41%。

3) 期间费用率

销售费用率：2021Q1-3 公司销售费用率为 2.31%/yoy+0.11 pct，主要系去年同期差旅费及质量费用相对基数较小，公司 2017-2020 年销售费用率水平相对较为稳定，在 2.10%-2.25% 之间，体现出公司较强的经营能力。考虑到公司下游的轴承行业竞争格局较为稳定，集中度较高，且公司与主流客户具有较为稳定的持续供应关系，因此我们预计 2021-2023 年公司销售费用率有望持平，为 2.20%。

管理费用率：2021Q1-3 公司管理费用率为 3.44%/yoy-0.47 pct，主要系营收快速增长带来的明显规模效应，考虑到公司处于爬产过程中，下半年营收全年占比更高，因此全年管理费用率通常低于半年度管理费用率水平。后续随着公司营收规模的扩大，公司管理费用率有望逐步降低，我们预计 2021-2023 年公司管理费用率分别为 3.40%/3.20%/3.00%。

研发费用率：2021Q1-3 公司研发费用率为 3.39%/yoy+0.19 pct，主要系公司今年重点投入热处理、精磨、锻造等工序的研发以期纵向扩大公司的产品价值量。后续随着公司营收规模的扩大，公司研发费用率有望逐步降低，我们预计 2021-2023 年公司研发率分别为 3.35%/3.30%/3.20%。

图表33： 2021E-2023E 期间费用率预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.24%	2.10%	2.25%	2.16%	2.20%	2.20%	2.20%
管理费用率	9.70%	3.76%	3.81%	3.80%	3.40%	3.20%	3.00%
研发费用率	2.74%	3.19%	2.81%	3.18%	3.35%	3.30%	3.20%

资料来源：Wind，华泰研究预测

在以上假设基础上，我们预计 21-23 年公司有望实现营收 9.05/13.9/19.0 亿元，同比增长 63.0%/ 53.4%/37.0%，实现归母净利润 0.65/1.35/1.95 亿元，同比增长 13.1%/106.2%/44.7%。

图表34： 2017-2023E 营业收入、归母净利润及同比情况

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	419.26	544.37	571.88	555.09	904.52	1,387	1,900
YoY-营业收入		29.84%	5.05%	-2.94%	62.95%	53.37%	36.99%
归母净利润 (百万元)	9.57	51.79	63.59	57.76	65.31	134.69	194.90
YoY-归母净利润		441.37%	22.79%	-9.16%	13.07%	106.23%	44.71%

资料来源：Wind，华泰研究预测

估值及投资建议

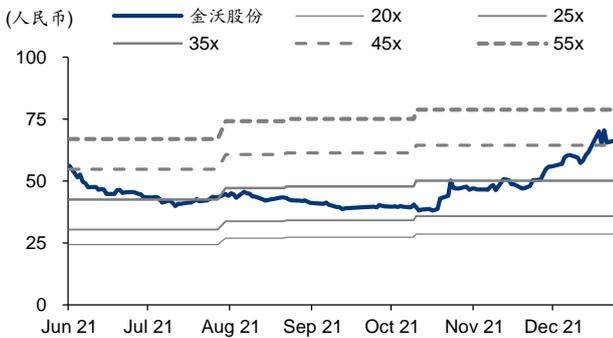
首次覆盖，给予“买入”评级。考虑到同为轴承零部件供应商的力星股份（300421 CH）无 Wind 一致预测，我们选择具备类似下游或类似下游竞争格局的核心零部件公司作为同类可比公司，参考同类可比公司 Wind 一致预期 2022 年 PE 均值 32x，考虑到公司有望受益于所处轴承产业链在向中国转移，公司具备较高的业绩增速，给予公司 2022PE 35x，对应目标价为 98.55 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表35：可比公司估值表（数据日期：2022/01/10）

证券代码	证券简称	市值(亿元)	EPS				P/E				21-23 CAGR	2022E PEG
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
603667 CH	五洲新春	47.89	0.21	0.57	0.85	1.15	77.11	27.68	18.71	13.82	77.37%	0.24
603915 CH	国茂股份	176.66	0.76	1.02	1.34	1.79	49.19	36.64	27.75	20.88	33.05%	0.84
601100 CH	恒立液压	1,168.30	1.73	2.14	2.57	3.04	51.84	41.91	34.81	29.48	20.69%	1.68
002472 CH	双环传动	206.63	0.07	0.38	0.61	0.85	403.34	70.03	43.28	31.36	50.57%	0.84
可比公司估值均值			0.69	1.03	1.34	1.71	145.37	44.06	31.14	23.89	45.42%	0.92
300984 CH	金沃股份		1.20	1.36	2.81	4.06	55.10	48.73	23.63	16.33	49.98%	0.47

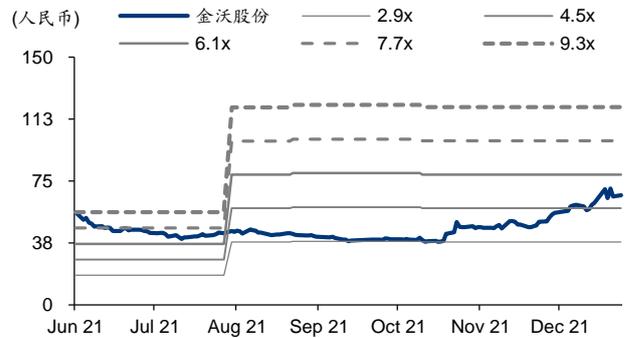
资料来源：彭博、Wind 一致预期、华泰研究

图表36：金沃股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表37：金沃股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

市场竞争加剧的风险：舍弗勒（Schaeffler）、斯凯孚（SKF）、恩斯克（NSK）、捷太格特（JTEKT）、恩梯恩（NTN）等客户在选择轴承套圈供应商时，不仅要求考核产品的质量，同时也要考虑供应商生产的产品种类、型号、交货周期等多个方面，还对供应商的生产环境、健康卫生以及安全生产等进行考核认证。目前，国内能够进入国际轴承企业套圈采购体系的企业相对较少，但仍存在五洲新春、海宁上通优必胜轴承有限公司等主要企业与公司开展竞争。随着行业内竞争日趋激烈，如果公司未来不能持续保持研发能力、提高技术水平，与同行业其他公司相比不能持续保持在技术工艺方面的优势、产品质量和对舍弗勒等客户的响应速度无法满足其要求，可能存在竞争加剧导致公司客户流失的风险，从而对公司持续经营能力造成一定负面影响。

扩产进度不及预期的风险：考虑到公司产能利用率处于较高水平，公司营收增长主要依赖产能不断扩大，如扩产进度不及预期，或导致公司营收增长由于产能限制产生波动。

原材料价格波动的风险：原材料在公司营业成本中占比较高，如原材料价格大幅波动，公司或不能及时将波动向下游客户传导，或导致公司盈利能力产生大幅波动，从而影响公司业绩。

核心技术人员流失的风险：技术研发团队决定了公司的产品设计及开发能力，是公司持续发展的关键所在。公司的核心技术体现为专利以及非专利技术，主要由公司研发团队通过长期研究开发、反复试验积累形成，如果公司的核心技术人员流失，或发生核心技术失密，将会对公司生产经营造成不利影响。

新产品/工序验证进度不及预期的风险：公司为原有客户及新客户持续开发新产品。公司的产品经过产品开发和送样通过后，才能实现批量销售。产品批量销售前需要经过较长的开发周，从客户提出需求至产品最终得到客户认可后实现批量销售，整个开发周期一般约 1-2 年。如新产品验证进度不及预期，或导致公司营收增长产生波动。

客户集中度较高的风险：公司对第一大客户舍弗勒（Schaeffler）的销售收入占营业收入的比例分别为 58.68%、60.28%和 57.40%，对前五大客户的销售收入占营业收入的比例分别为 96.48%、95.02%和 92.73%，客户集中度较高，经营风险较为集中。如果发生舍弗勒（Schaeffler）等主要客户出现经营困难导致采购需求降低或者不能及时履行付款责任，或者将订单转向其他供应商而减少对公司的采购，或者因公司产品质量、交期等不能满足需求而导致采购减少等情况，都将导致公司的营业收入的减少，进而对公司的经营业绩和盈利能力造成不利影响。同时，若因舍弗勒等主要客户经营困难，致使其大规模裁员及关闭或出售工厂，可能对公司业务开展造成不利影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	321.96	313.88	692.52	848.67	1,259
现金	39.89	44.11	71.87	110.23	151.00
应收账款	129.38	133.31	283.52	364.74	517.11
其他应收账款	2.05	0.17	3.45	2.11	5.51
预付账款	1.13	3.78	4.22	8.06	8.76
存货	107.71	100.25	252.72	272.66	442.48
其他流动资产	41.80	32.26	76.74	90.87	134.18
非流动资产	145.75	228.18	291.61	376.02	460.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	86.82	121.43	178.72	250.93	324.51
无形资产	34.00	39.77	47.23	54.75	57.97
其他非流动资产	24.94	66.98	65.67	70.34	78.45
资产总计	467.71	542.07	984.14	1,225	1,720
流动负债	198.55	235.36	612.12	743.11	1,078
短期借款	69.59	62.07	294.32	344.92	512.18
应付账款	68.90	83.51	175.67	210.10	315.00
其他流动负债	60.07	89.78	142.14	188.09	250.34
非流动负债	26.66	26.60	26.60	26.60	26.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26.66	26.60	26.60	26.60	26.60
负债合计	225.21	261.96	638.72	769.71	1,104
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	36.00	36.00	48.00	48.00	48.00
资本公积	140.89	140.89	140.89	140.89	140.89
留存公积	65.61	103.21	150.23	247.21	387.54
归属母公司股东权益	242.50	280.10	345.41	454.98	615.85
负债和股东权益	467.71	542.07	984.14	1,225	1,720

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	78.84	70.44	(114.52)	131.64	39.74
净利润	63.59	57.76	65.31	134.69	194.90
折旧摊销	0.00	0.00	17.65	26.23	36.25
财务费用	3.05	2.93	8.89	8.14	11.05
投资损失	0.00	(0.02)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	3.93	(3.84)	(206.35)	(37.40)	(202.45)
其他经营现金	8.28	13.61	(0.01)	(0.01)	(0.01)
投资活动现金	(22.37)	(37.54)	(81.07)	(110.63)	(121.14)
资本支出	(20.07)	(76.10)	(81.08)	(110.64)	(121.15)
长期投资	(2.30)	2.30	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	36.26	0.01	0.01	0.01
筹资活动现金	(47.61)	(30.15)	218.04	9.74	112.92
短期借款	(28.10)	(7.52)	226.93	43.00	158.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(19.51)	(22.63)	(8.89)	(33.26)	(45.08)
现金净增加额	9.12	1.88	22.45	30.75	31.51

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	571.88	555.09	904.52	1,387	1,900
营业成本	441.30	436.25	741.24	1,103	1,502
营业税金及附加	3.36	2.19	3.53	5.41	7.41
营业费用	12.87	12.01	19.90	30.52	41.81
管理费用	21.81	21.08	30.75	44.39	57.01
财务费用	3.05	2.93	8.89	8.14	11.05
资产减值损失	(2.01)	(1.95)	1.81	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
投资净收益	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	75.65	69.58	76.86	158.49	229.27
营业外收入	0.40	0.37	0.23	0.28	0.33
营业外支出	0.17	0.59	0.26	0.32	0.30
利润总额	75.88	69.36	76.83	158.45	229.30
所得税	12.29	11.60	11.53	23.77	34.39
净利润	63.59	57.76	65.31	134.69	194.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	63.59	57.76	65.31	134.69	194.90
EBITDA	78.56	70.00	103.54	201.32	287.60
EPS (人民币, 基本)	1.32	1.20	1.36	2.81	4.06

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.05	(2.94)	62.95	53.37	36.99
营业利润	25.34	(8.02)	10.47	106.20	44.65
归属母公司净利润	22.79	(9.16)	13.07	106.23	44.71
获利能力 (%)					
毛利率	22.83	21.41	18.05	20.47	20.97
净利率	11.12	10.41	7.22	9.71	10.26
ROE	26.22	20.62	18.91	29.60	31.65
ROIC	22.37	18.81	12.60	21.22	21.61
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.15	48.33	64.90	62.85	64.19
净负债比率 (%)	22.56	15.34	71.64	57.08	62.71
流动比率	1.62	1.33	1.13	1.14	1.17
速动比率	1.06	0.88	0.71	0.76	0.75
营运能力					
总资产周转率	1.28	1.10	1.19	1.26	1.29
应收账款周转率	4.45	4.23	4.34	4.28	4.31
应付账款周转率	5.93	5.72	5.72	5.72	5.72
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	1.20	1.36	2.81	4.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	1.47	(2.39)	2.74	0.83
每股净资产(最新摊薄)	5.05	5.84	7.20	9.48	12.83
估值比率					
PE (倍)	50.05	55.10	48.73	23.63	16.33
PB (倍)	13.12	11.36	9.21	6.99	5.17
EV EBITDA (倍)	0.67	0.61	24.64	12.73	9.35

免责声明

分析师声明

本人,肖群稀、时或、关东奇来,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰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。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师肖群稀、时或、关东奇来本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 金沃股份（300984 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022华泰证券股份有限公司