

五洲新春 (603667)

证券研究报告

2022年10月31日

三季度业绩超预期，成品轴承有望打通欧洲渠道，风电滚子产能扩张蓄势待发

事件：公司发布 2022 年三季度报。

2022 前三季度：1) **收入端：**2022 年前三季度，公司实现营收 25.12 亿元，同比+42.29%，主要系 FLT 并表及自身产品销售增加所致。2) **利润端：**归母净利润 1.42 亿元，同比+21.45%；扣非归母净利润 1.17 亿，同比+16.83%。3) **成本端：**公司实现毛利率 17.38%，同比-3.08pct；归母净利率 5.65%，同比-0.97pct。期间费用率 11.06%，同比-1.20pct，其中：销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.07%、5.56%、2.65%、0.77%，分别同比+0.48pct、-0.17pct、-0.28pct、-1.24pct，期间费用率管控良好，其中销售费用率有所增长主要系并入 FLT 及销售人员薪酬变更会计科目所致，财务费用率降低主要系并入 FLT 及外汇波动所致。

2022Q3 单季度：公司实现营收 7.89 亿元，同比+38.45%；归母净利润 0.50 亿，同比+49.49%；扣非归母净利润 0.42 亿，同比+43.22%。单 Q3 实现毛利率 17.48%，同比-3.15pct；归母净利率 6.33%，同比+0.47pct。

点评：

波兰 FLT 完成并表，补齐制造业的微笑曲线。FLT 处在附加值相对更高的品牌、服务和应用环节，未来 FLT 资源整合完成后，五洲新春有望向附加值更高的品牌、服务和应用环节迈进，形成一条完整的制造业“微笑曲线”，利润率水平提升空间较大。此外，2022 年以来欧洲钢价高企，目前北欧螺纹钢价格为 6885.35 元/吨，比国内价格高 70.56%；此外欧洲电力价格也涨幅较大，以德国为例，2022 年 9 月电价高达 346.12 欧元/MWh，相较 2021 年年初上涨 555.41%；在此背景下，欧洲轴承企业的生产成本大幅上涨，国产轴承的成本优势明显，五洲新春有望凭借 FLT 的销售渠道借机打开欧洲轴承市场。

风电滚子：产能扩张+订单放量，有望开启第二成长曲线。2022H1，风电滚子业务实现收入 0.46 亿元，同比+84.1%。①产能扩张：“年产 2200 万件 4 兆瓦 (MW) 以上风电机组精密轴承滚子技改项目”产能扩张有序进行，目前滚子分厂已完成搬迁并逐步扩产，部分生产线已经投入使用，2022 年 6 月份开始产能有比较大的增加。公司将力争 2023 年底完成主要设备投入，尽快实现达产。②订单放量：2022 年风电滚子实现市场突破，除老客户订单量快速增长外，也收到了瓦轴、洛轴、轴研科技、恒润股份等新客户的订单，迎来了风电滚子订单快速增长，国内主要风电轴承企业都和公司有合作关系。同时还取得了罗特艾德 6MW 和 10MW 海上风电滚子订单，实现了海上风电滚子突破。

轴承产品：成品轴承不断取得突破，汽车+电梯+机器人减速器+军工，各下游开发进展顺利。2022H1，轴承产品业务（轴承套圈+成品轴承）实现收入 9.47 亿元，其中成品轴承收入同比+142.63%，套圈同比+28.79%，成品轴承的收入占比呈现逐年上升趋势。此外，成品轴承在各下游领域均取得突破：①汽车：2022H1 新增多条第三代球环滚针轴承生产线；乘用车轮毂轴承成功配套国内主机客户；新能源汽车驱动电机高速轴承、长寿命变速箱轴承研发成功并配套国内主机客户；调心滚子轴承成功配套某著名变速箱制造商；②电梯：高速电梯用精密轴承配套迅达、OTIS 等著名电梯品牌，实现进口替代；③机器人减速器：研发成功 RV 减速器轴承和谐波减速器柔性轴承等；④军工：低摩擦力矩光电系统精密轴承、航天系统真空轴承及无人机靶机主轴轴承等，将开拓航空航天和军工领域。

盈利预测：考虑到欧洲钢价与能源价格上涨幅度较大，我们预计 FLT 短期内的收入会受到一定影响，因此对盈利预测进行小幅下调。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.06、3.10、4.15 亿元（前值 2.12、3.19、4.20 亿元），对应 PE 分别为 25.26、16.78、12.54 倍，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高的风险、技术人才流失风险、原材料价格波动的风险

投资评级

行业	机械设备/通用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.84 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	328.48
流通 A 股股本(百万股)	323.66
A 股总市值(百万元)	5,203.18
流通 A 股市值(百万元)	5,126.74
每股净资产(元)	6.97
资产负债率(%)	47.16
一年内最高/最低(元)	21.87/8.82

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《五洲新春-半年报点评:业绩略超预期，成品轴承不断取得突破，风电滚子订单再次放量》 2022-08-30
- 《五洲新春-首次覆盖报告:国内精密轴承领航者，风电滚子开启全新增长曲线》 2022-08-07

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,753.99	2,423.18	3,064.50	3,956.05	5,054.33
增长率(%)	(3.50)	38.15	26.47	29.09	27.76
EBITDA(百万元)	347.44	406.52	433.62	548.33	677.39
归属母公司净利润(百万元)	62.10	123.51	206.01	310.06	414.95
增长率(%)	(39.35)	98.89	66.80	50.50	33.83
EPS(元/股)	0.19	0.38	0.63	0.94	1.26
市盈率(P/E)	83.79	42.13	25.26	16.78	12.54
市净率(P/B)	2.89	2.67	2.22	2.07	1.89
市销率(P/S)	2.97	2.15	1.70	1.32	1.03
EV/EBITDA	7.73	14.64	13.53	10.56	8.76

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	317.37	517.66	245.16	316.48	404.35
应收票据及应收账款	604.49	765.19	1,082.40	1,318.56	1,672.01
预付账款	20.03	23.87	24.35	42.40	42.05
存货	544.78	862.04	1,093.63	1,336.67	1,717.85
其他	201.49	144.95	133.93	147.05	162.42
流动资产合计	1,688.16	2,313.70	2,579.47	3,161.17	3,998.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	840.13	1,000.06	881.85	763.63	645.42
在建工程	145.35	123.55	123.55	123.55	123.55
无形资产	219.10	278.24	268.66	259.07	249.49
其他	502.74	513.23	495.54	497.18	496.46
非流动资产合计	1,707.32	1,915.09	1,769.60	1,643.43	1,514.91
资产总计	3,395.48	4,228.79	4,349.06	4,804.61	5,513.58
短期借款	620.10	975.42	749.97	681.76	913.25
应付票据及应付账款	432.80	628.62	688.87	1,019.37	1,145.46
其他	88.56	239.80	205.93	167.84	303.08
流动负债合计	1,141.47	1,843.84	1,644.77	1,868.97	2,361.78
长期借款	0.00	15.32	0.00	0.00	0.00
应付债券	276.00	220.39	165.46	220.62	202.16
其他	87.01	99.58	90.02	92.20	93.93
非流动负债合计	363.01	335.29	255.48	312.82	296.09
负债合计	1,505.24	2,180.53	1,900.25	2,181.79	2,657.88
少数股东权益	92.45	99.31	101.62	105.10	109.76
股本	292.33	301.17	328.48	328.48	328.48
资本公积	932.63	988.21	1,245.83	1,245.83	1,245.83
留存收益	563.66	638.99	752.30	922.83	1,151.05
其他	9.16	20.58	20.58	20.58	20.58
股东权益合计	1,890.24	2,048.26	2,448.81	2,622.82	2,855.70
负债和股东权益总计	3,395.48	4,228.79	4,349.06	4,804.61	5,513.58

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	63.14	130.57	206.01	310.06	414.95
折旧摊销	112.12	120.44	127.80	127.80	127.80
财务费用	44.42	54.81	47.52	39.29	43.48
投资损失	(1.71)	(4.76)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(70.00)	(219.22)	(464.73)	(224.16)	(494.83)
其它	82.24	(0.59)	4.20	6.33	8.47
经营活动现金流	230.22	81.24	(82.19)	256.31	96.87
资本支出	137.06	296.94	9.56	(2.18)	(1.73)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(389.31)	(588.14)	(6.56)	5.18	4.73
投资活动现金流	(252.24)	(291.20)	3.00	3.00	3.00
债权融资	103.43	323.38	(383.63)	(45.61)	178.53
股权融资	5.46	16.67	190.33	(142.37)	(190.54)
其他	48.41	(153.52)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	157.29	186.53	(193.30)	(187.98)	(12.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	135.27	(23.43)	(272.50)	71.32	87.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,753.99	2,423.18	3,064.50	3,956.05	5,054.33
营业成本	1,400.86	1,941.25	2,400.76	3,081.57	3,936.30
营业税金及附加	16.66	19.47	24.63	31.79	40.62
销售费用	25.90	43.87	49.03	59.34	70.76
管理费用	120.40	157.22	196.13	249.23	313.37
研发费用	61.06	81.68	101.13	126.59	156.68
财务费用	40.76	52.26	47.52	39.29	43.48
资产/信用减值损失	(40.23)	(21.36)	(13.22)	(12.72)	(13.11)
公允价值变动收益	8.34	6.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.48	3.46	3.00	3.00	3.00
其他	43.35	(4.05)	0.00	0.00	0.00
营业利润	76.41	142.96	235.07	358.52	483.00
营业外收入	1.20	9.75	10.00	10.00	10.00
营业外支出	0.57	0.70	0.63	0.63	0.65
利润总额	77.04	152.02	244.44	367.89	492.35
所得税	13.90	21.45	34.22	51.50	68.93
净利润	63.14	130.57	210.22	316.38	423.42
少数股东损益	1.04	7.05	4.20	6.33	8.47
归属于母公司净利润	62.10	123.51	206.01	310.06	414.95
每股收益(元)	0.19	0.38	0.63	0.94	1.26

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-3.50%	38.15%	26.47%	29.09%	27.76%
营业利润	-31.64%	87.10%	64.43%	52.52%	34.72%
归属于母公司净利润	-39.35%	98.89%	66.80%	50.50%	33.83%
获利能力					
毛利率	20.13%	19.89%	21.66%	22.10%	22.12%
净利率	3.54%	5.10%	6.72%	7.84%	8.21%
ROE	3.45%	6.34%	8.78%	12.31%	15.11%
ROIC	4.25%	7.40%	9.15%	11.36%	14.58%
偿债能力					
资产负债率	44.33%	51.56%	43.69%	45.41%	48.21%
净负债率	30.62%	36.82%	28.20%	23.37%	26.16%
流动比率	1.48	1.25	1.57	1.69	1.69
速动比率	1.00	0.79	0.90	0.98	0.97
营运能力					
应收账款周转率	3.06	3.54	3.32	3.30	3.38
存货周转率	3.03	3.44	3.13	3.26	3.31
总资产周转率	0.54	0.64	0.71	0.86	0.98
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.38	0.63	0.94	1.26
每股经营现金流	0.70	0.25	-0.25	0.78	0.29
每股净资产	5.47	5.93	7.15	7.66	8.36
估值比率					
市盈率	83.79	42.13	25.26	16.78	12.54
市净率	2.89	2.67	2.22	2.07	1.89
EV/EBITDA	7.73	14.64	13.53	10.56	8.76
EV/EBIT	11.30	20.58	19.19	13.77	10.79

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