

五洲新春(603667)

报告日期: 2022年12月15日

# 民营轴承领军企业, 风电滚子、汽车轴承双驱动

## ——五洲新春深度报告

### 投资要点

- 轴承磨前工艺龙头, 2016-2021年归母净利润 CAGR=6.8%**  
 公司业务有四大类, 分别为轴承及配件、风电滚子、汽车零配件以及热管理系统零部件, 2021年营收占比分别约55%、3%、13%、26%, 轴承及配件是公司主要收入来源。2016-2021年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为17.7%、6.8%; 公司毛利率维持在20%左右水平, 净利率在3.6%-8.8%之间。  
 公司绿能发展计划, 打造精密零部件平台型企业: 做强传统轴承业务基础上, 布局新能源产业: 风电滚子、新能源车轴承、汽车安全件及热管理系统零部件。
- 预计2022-2025年风电滚子市场规模 CAGR=20%, 2025年公司市占率有望达25%**  
 受双碳目标驱动, 风电快速实现平价带动新增装机快速增长。预计2022-2025年风电新增装机量 CAGR 为20%。**在风机大型化的趋势下, 2025年新增装机台数与2020年相比减少30%, 但单台风机使用轴承滚子价值量增加2.6倍。**我们测算到2025年国内风电滚子市场规模22亿元, 2022-2025年 CAGR 为20%。  
 风电滚子竞争格局向好, 市场参与者主要有外资品牌、国内头部轴承企业(如洛轴)、专业滚子生产厂(五洲新春、力星股份)及普通工业滚子厂。公司具备规模优势、先发优势及技术优势, 突破多项关键技术, 产品先向技术要求最高的德枫丹供货后顺利开拓市场。预计公司到2025年风电滚子市占率有望达到25%。
- 2022-2025年新能源车五类轴承市场规模 CAGR=30%, 公司积极卡位已实现突破**  
 2021年国内轴承市场约2278亿元, 汽车轴承市场约958亿元。近年来公司基于在轴承磨前工艺多年积累, 积极向应用领域拓展。在新能源汽车轴承领域已推出五类轴承产品, 分别为**球环滚针轴承、第三代轮毂轴承单元、变速箱轴承、驱动电机轴承、转向系统轴承组件**, 并实现销售。1) 根据“十四五”规划: 2025年汽车轴承市场将达1050亿元。2) 预计2022-2025年应用于新能源汽车的五类轴承市场空间 CAGR=30%, 2025年市场规模约142亿元。
- 汽车配件及热管理系统零配件业务持续扩张, 打造精密零部件平台型企业**  
 1) **汽车配件**: 公司安全气囊气体发生器部件已实现进口替代, 是全球唯三的生产厂商。公司汽配产品下游客户为国内外知名企业, 如舍弗勒、奥托立夫、比亚迪、三环传动等。受益于行业景气、国产替代, 叠加公司大客户战略合作, 汽配业务将保持稳定增长。2) **热管理系统零配件**: 新能源汽车景气推动热管理系统升级, **汽车热管理系统价值量从燃油车的1920元提升至新能源车的8000元, 占总车成本的5%**。受益于新能源汽车高景气, 未来业务有望加速发展。
- 盈利预测与估值: 2022-2024年利润端 CAGR 为45%**  
 预计公司2022-2024年实现归母净利润1.8、2.7、3.6亿元, 同比增长45%、49%、36%, CAGR=42%。现价对应PE 26/17/13X。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示**  
 1) 竞争格局恶化; 2) 风电装机不及预期; 3) 汽车产销不及预期。

### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁  
 执业证书号: S1230520050001  
 qiushiliang@stocke.com.cn

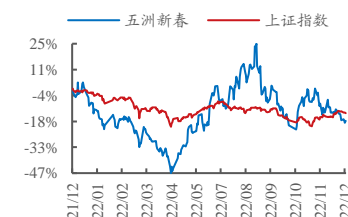
分析师: 王华君  
 执业证书号: S1230520080005  
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 张雷  
 执业证书号: S1230521120004  
 zhanglei02@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥14.00
总市值(百万元)	4,598.77
总股本(百万股)	328.48

### 股票走势图



### 相关报告

### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2423	3397	4252	5193
(+/-) (%)	38%	40%	25%	22%
归母净利润	124	180	267	362
(+/-) (%)	99%	45%	49%	36%
每股收益(元)	0.38	0.55	0.81	1.10
P/E	37	26	17	13
P/B	2.2	2.1	1.9	1.6

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 34、43、52 亿元，同比增长 40%、25%、22%，CAGR=24%；实现归母净利润 1.8、2.7、3.6 亿元，同比增长 45%、49%、36%，CAGR=42%。对应 EPS 为 0.55、0.81、1.1 元，现价对应 PE 26/17/13X。首次覆盖，给予“买入”评级。

公司以轴承及配件主营业务，未来风电轴承滚子和新能源汽车轴承业务为核心增量看点。1) 风电轴承滚子：“十四五”期间风电行业高景气度，新增装机量高增，风电滚子需求有望提升。同时，风电平价时代下，供应链降本需求提升，风电滚子国产替代加速。2) 新能源汽车轴承：乘电动化趋势，新能源汽车轴承市场爆发，新能源车轴承有望实现国产替代。

公司在风电轴承滚子领域处于国内龙头地位，在汽车轴承行业处于国内领先地位，具备高成长性。下游需求处于快速扩张期，公司有望凭借研发技术、客户等优势抢占市场，随着产能逐步释放，市占率有望持续提升。

### ● 关键假设

- 1) 2022-2025 年我国风电轴承滚子市场规模从 13 亿元提升至 22 亿元，CAGR 为 20%。
- 2) 2022-2025 年我国新能源汽车的球环滚针轴承、第三代轮毂轴承单元、变速箱轴承、驱动电机轴承、转向系统轴承组件市场规模从 67 亿元提升至 142 亿元，CAGR 为 30%。
- 3) 国内风电轴承滚子、新能源汽车零部件国产替代率持续提升。

### ● 我们与市场的观点的差异

#### 市场认为：

- 1) 风电滚子：风机大型化趋势显著，单台风机兆瓦数提升，年新增风机台数下降，那么风电零部件需求量将可能下降，风电零部件行业出现通缩。
- 2) 汽车轴承：汽车轴承行业竞争格局稳定，轴承厂商进入整车厂供应链体系难度大、时间长，准入壁垒高。

#### 我们认为：

- 1) 风电滚子：虽风机大型化趋势下，风电零部件的需求量可能下降，但随风机兆瓦数增加，风电滚子价值量也将提升。根据我们测算，2025 年新增装机台数与 2020 年相比减少 30%，但单台风机使用轴承滚子价值量增加 2.6 倍。预计 2022-2025 年国内风电滚子市场规模从 13 亿元上升至 22 亿元。
- 2) 汽车轴承：新能源汽车崛起重塑 OEM 市场格局，汽车零部件国产化加速，国产轴承厂商将直接受益，市占率有望持续提升。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1) 风电新增装机量显著提升；
- 2) 汽车轴承国产替代加速；
- 3) 下游大客户加速拓展。

### ● 风险提示

- 1) 竞争格局恶化；
- 2) 风电装机不及预期；
- 3) 汽车产销不及预期；
- 4) 行业空间测算偏差风险。

## 正文目录

<b>1 轴承磨前工艺龙头布局高端精密制造，打造平台型企业</b>	<b>6</b>
1.1 深耕行业二十余载，掌握高端精密零部件制造核心技术	6
1.2 股权结构清晰，实际控制人持股 33%	7
1.3 主营业务收入稳定发展，国内营收占比提升至 57%	8
1.4 拟定增募资 5.4 亿元，增加风电滚子及新能源车零部件投资	10
<b>2 风电滚子国产化先行者，有望乘国产替代政策东风</b>	<b>11</b>
2.1 风电产业链进入平价时代，迎来黄金投资时代	11
2.1.1 风电行业保持高景气度，2022-2025 年国内风电行业年均新增装机容量 64GW	11
2.1.2 “抢装潮”后回归正常市场关系，度电成本下降或成为行业发展新驱动	13
2.2 预计 2025 年国内风电轴承套圈、滚子市场规模分别约 85 亿、22 亿元	14
2.3 公司处于风电滚子市场竞争格局第三梯度，市占率有望进一步提升	15
2.4 风电滚子技术突破，到 2025 年国内市占率有望提升至 25%	16
<b>3 磨前工艺积累深厚，从轴承套圈向成品轴承纵向延展</b>	<b>18</b>
3.1 轴承应用领域广泛，套圈占轴承价值比重约 35%	18
3.2 “乘八大轴承厂供应链向中国转移东风，公司套圈业务有望受益	19
3.2.1 全球轴承市场集中八大轴承制造商，轴承套圈市值超千亿	19
3.2.2 改善盈利能力和保证供应链安全，八大轴承厂将供应链向中国转移	21
3.2.3 公司轴承套圈领域技术储备充分，在同行业中处于领先地位	22
3.3 基于磨前工艺深厚经验，积极卡位新能源汽车轴承赛道	24
3.3.1 国产新能源车加速崛起，有望重塑汽车轴承前装市场竞争格局	24
3.3.2 公司积极卡位新能源汽车轴承赛道，有望持续打开公司成长天花板	25
3.3.3 汽车轴承市场广阔，到 2025 年公司五类新能源车轴承市场规模有望达 142 亿	26
<b>4 汽车配件有望继续扩张，打造精密零部件平台型公司</b>	<b>27</b>
4.1 国产替代和行业景气提升，2021 年汽车销量高达 2627.5 万辆	27
4.2 公司突破汽车安全件和其他汽车零部件，填补了国内空白	28
4.3 汽车零部件有望继续拓展新客户，对利率拉升作用逐渐彰显	29
<b>5 新能源汽车景气推动热管理系统升级，行业前景广阔</b>	<b>30</b>
<b>6 投资建议</b>	<b>32</b>
6.1 盈利预测	32
6.2 估值分析	35
6.3 投资建议	35
<b>7 风险提示</b>	<b>36</b>
7.1 竞争格局恶化风险	36
7.2 风电新增装机量不及预期风险	36
7.3 汽车产销不及预期	36
7.4 行业空间测算偏差风险	36

## 图表目录

图 1: 公司成立于 1999 年, 2018 年后加速拓展国内外高端精密零部件的布局.....	6
图 2: 股权主要集中于前三名自然人股东, 实际控制人合计控制 33% 的股份.....	8
图 3: 2016-2021 年公司营业收入 CAGR 约 17.7%.....	8
图 4: 2016-2021 年公司归属母公司净利润 CAGR 约 6.8%.....	8
图 5: 2016-2021 年轴承及配件营收占比从 89% 降到 55%.....	9
图 6: 国内营收占比从 2016 年 46% 提升至 2021 年的 62%.....	9
图 7: 2016-2021 年综合毛利率一直维持在 20%.....	9
图 8: 2016-2021 年平均毛利和净利率为 22% 和 7%.....	9
图 9: 2016-2021 年研发费用率从 2.86% 提升至 3.4%.....	10
图 10: 2011-2021 年资产负债率保持稳定, ROE 逐步回升.....	10
图 11: 预计“十四五”期间我国风电平均新增装机容量约 64GW, 2022-2025 年 CAGR 为 20%.....	11
图 12: 预计“十四五”期间全球风电平均新增装机容量约 108GW, 2022-2025 年 CAGR 为 6.1%.....	12
图 13: 2020 年以来整机价格大幅下降.....	13
图 14: 2021Q1-2022Q3 风机招标价格显著下滑, 下降幅度 41%.....	13
图 15: 2010-2021 年风机平均功率 CAGR=8.2%.....	13
图 16: “十四五”期间国内风电年平均装机台数约 1.4 万台.....	13
图 17: 五洲新春滚子收入在 2021 年超过力星股份 900 万元.....	16
图 18: 五洲新春滚子的毛利率高达 35%, 显著高于同行.....	16
图 19: 风电轴承主要分为六大类.....	16
图 20: 风电滚子是风电轴承的核心部件.....	16
图 21: 2022 年 10 月五洲新春 6MW 和 7MW 主轴轴承滚子成功量产.....	17
图 22: 2020 年轴承下游应用行业前三位分别是汽车、家电、电机.....	18
图 23: 轴承通常由内圈、外圈、滚动体和保持架等组成.....	19
图 24: 轴承套圈占轴承整体价值量约 35%.....	19
图 25: 国际轴承八大家占 70% 份额, 中国企业占 20% 份额.....	19
图 26: 美国、欧盟、日本、中国消费占比 73%.....	19
图 27: 2016-2021 年国内轴承市场总体较为稳定, CAGR 为 6.9%.....	20
图 28: 2020 年国内轴承企业集中度低, CR8 约 20.5%.....	20
图 29: 2017-2020 年八大轴承厂平均净利率逐年下滑.....	21
图 30: 2020 年以来国际八大轴承厂商平均资本开支出现负增长.....	21
图 31: 2019 年以来中国轴承钢产量稳步提升.....	21
图 32: 2022 年 1-10 月中国轴承钢市场 CR3 高达 62%.....	21
图 33: 套圈属于磨前产品, 生产工艺要求高.....	22
图 34: 公司研发体系完整, 研发经验丰富.....	23
图 35: 整车厂合格供应商认证流程包括第三、二方认证, 其中第二方认证长达 2-5 年.....	24
图 36: 2022 年 1-11 月份新能源车销量达到 607 万辆.....	24
图 37: 比亚迪等国产品牌销量位居榜首.....	24
图 38: 2014-2021 年新能源汽车销量 CAGR=73%.....	25
图 39: 2021 年 1-6 月新能源汽车推广应用推荐车型.....	25
图 40: 新能源汽车轴承竞争格局尚未稳定, 国内外各轴承厂商均有参加(以轮毂单元为例).....	25
图 41: 公司五大成品轴承产品应用于新能源汽车.....	25
图 42: 2020 年汽车在轴承下游应用中占比约 42%.....	26



图 43: 2014-2021 年中国汽车平均销量为 2630 万辆.....	28
图 44: 2021 年国内汽车零部件制造商营收增速约 12%.....	28
图 45: 2017-2025 我国汽车销量 GAGR 约 0.2%.....	28
图 46: 2017-2025 年新能源车 CAGR 约 30%.....	28
图 47: 汽车安全气囊系统工作原理.....	29
图 48: 公司汽车安全气囊气体发生器部件已实现国产替代.....	29
图 49: 新能源车驱动装置齿轮简化.....	29
图 50: 公司新能源汽车齿轮.....	29
图 51: 2017-2021 年公司汽车安全件平均销量为 1024 万支.....	30
图 52: 2021 年汽车安全件销售利润同比增长 179%.....	30
图 53: 新能源汽车对热管理要求由 2 个环节上升至 4 个环节.....	30
图 54: 热管理系统几乎涵盖新能源汽车所有部分.....	30
图 55: 2021 年新能源汽车渗透率由 6.4% 上升至 21.8%.....	31
表 1: 公司四大业务互相协同, 主要客户多为行业头部企业.....	7
表 2: 2022 年非公开发行股票募集资金拟投向风电滚子、新能源汽车零部件项目.....	10
表 3: 预计“十四五”期间我国风电新增装机容量中枢为 64GW, 其中海上风电约 12GW.....	11
表 4: 预计 2021-2025 全球风电新增装机容量中枢为 108GW, 其中海上风电约 16.6GW.....	12
表 5: 与 2020 年相比, 预计 2025 年我国新增风机平均功率增长 1.14 倍, 新增风机台数减少 30%.....	14
表 6: 未考虑风电轴承价格年降因素, 预计到 2025 年主力机型单台轴承价值量约比 2020 年之前的增长 3.4 倍.....	14
表 7: 考虑风电轴承价格降价因素, 预计 2025 年我国风电轴承套圈、滚子市场规模分别约 85、22 亿元.....	15
表 8: 公司处于风电滚子市场竞争格局第三梯度.....	15
表 9: 预计到 2025 年公司风电滚子国内市占率达 25%, 年均市场规模达 4 亿元.....	18
表 10: 根据 8 大轴承厂口径测算, 不考虑疫情, 2016-2019 年全球滚动轴承套圈市场规模的 CAGR 约为 3.1%.....	20
表 11: 八大家 2021 年以来在华投资情况.....	22
表 12: 国内同行业生产企业情况概览.....	23
表 13: FLT 近三年经营成果稳中有升, 2020 年营业收入 4.6 亿元, 净利润 2100 万元.....	26
表 14: 2025 年国内新能源车五类轴承市场规模约 142 亿元, 2022-2025CAGR 约 30%.....	27
表 15: 2020 年新龙实业对赌承诺完成率 87.2%, 三年合计完成率 97%.....	31
表 16: 预计到 2024 年轴承套圈收入 11 亿元, 成品轴承收入 17 亿元.....	32
表 17: 公司业务拆分.....	34
表 18: 可比公司估值对比.....	35
表附录: 三大报表预测值.....	37

## 1 轴承磨前工艺龙头布局高端精密制造，打造平台型企业

### 1.1 深耕行业二十余载，掌握高端精密零部件制造核心技术

五洲新春成立于1999年，前身为新昌县五洲实业有限公司，并于2002年和2012年相继变更为五洲新春集团有限公司和五洲新春集团股份有限公司。主营的业务为**轴承、风电滚子、汽车配件、热管理系统零部件精密制造**。公司深耕精密制造技术二十余载，为国内少数涵盖精密锻造、制管、冷成形、机加工、热处理、磨加工、装配的轴承、精密零部件全产业链企业。

图1：公司成立于1999年，2018年后加速拓展国内外高端精密零部件的布局



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**四大业务助力公司营收，借新能源东风拓展业务深度。**公司四大主营业务包括轴承及配件、风电产品、汽车配件、热管理系统零部件，其中：

**(1) 轴承及配件：**主要分为轴承套圈和成品轴承。

①轴承套圈：公司生产的轴承热处理套圈质量和综合竞争力达到全球领先水平。国外客户方面，公司稳定供应于瑞典斯凯孚（SKF）、德国舍弗勒（Schaeffler）、日本捷太格特（JTEKT）、美国铁姆肯（TIMKEN）等全球排名前七大轴承制造商，其中SKF为北美特斯拉配套的驱动电机轴承套圈定点公司生产，系目前国内最大的磨前产品制造基地和出口企业之一。2021年成功开发日本不二越业务，实现销售约5000万元，2021年总计为跨国公司提供1.26亿件热处理产品。国内客户方面，2021年国内瓦轴集团业务增长105.29%，慈兴集团套圈业务开发成功，公司的套圈业务实现了国际国内双循环，未来几年保持稳中有增。

②成品轴承：包括转向管柱四点角接触轴承、深沟球轴承、球环滚针轴承、圆锥滚子轴承以及调心滚子轴承等产品。新能源汽车轴承方面，公司已成功研发新能源汽车驱动电机轴承、转向系统轴承组件。近几年，公司新能源汽车轴承推出众多产品，包括第三代轮毂轴承单元、驱动电机轴承等，未来公司有望覆盖新能源汽车的全系列轴承产品。

**(2) 风电产品：**主要为风电滚子，直接客户为德国蒂森克虏伯、德枫丹、斯凯孚、罗特艾德、新强联、瓦轴、大冶轴等，终端风电整机厂商为维斯塔斯、远景能源、金风科技等。

**(3) 汽车配件：**包括汽车安全气囊气体发生器部件、新能源汽车动力驱动装置零部件（如变速箱、差速器齿轮、同步器齿套、各类精密传动件等）。汽车安全气囊气体发生器

部件填补了国内空白，主要客户包括瑞典奥托立夫、均胜电子以及比亚迪等，终端客户覆盖特斯拉等新能源汽车。新能源汽车动力驱动装置零部件客户包括舍弗勒、GKN、双环传动等。

(4) **热管理系统零部件**：主要为汽车热管理系统零部件及家用商用空调管路件，汽车特管理系统主要客户为法国法雷奥、德国马勒贝洱等。

表1：公司四大业务互相协同，主要客户多为行业头部企业

主营业务	细分业务	主要客户
轴承及配件	轴承热处理套圈	SKF、Schaeffler、JTEKT、TIMKEN 等全球排名前七大轴承制造商，国内客户有瓦轴、慈兴集团
	转向管柱四点角接触轴承	宝马汽车
	第三代球环滚针轴承	万向集团、向隆传动、国外已向丰田、福特等多个品牌汽车客户提供批量配套
	圆锥滚子轴承	意大利邦飞利、德国 BPW、美国德纳、上汽集团等
	调心滚子轴承	日立和迅达电梯
风电产品	风电滚子	直接客户：德枫丹（青岛、法国）、蒂森克虏伯（奥地利、巴西）、斯凯孚、罗特艾德、新强联、烟台天成、大冶轴、瓦轴、洛轴、轴研科技、恒润股份。 终端客户：维斯塔斯、远景能源、金风科技、上海电气、中国海装、明阳风电、哈电
汽车零部件	汽车安全气囊气体发生器部件	直接客户：奥托立夫、均胜电子、比亚迪 终端客户：特斯拉、蔚来、大众、奥迪、雷勃等
	新能源汽车动力驱动装置零部件	舍弗勒、吉凯恩、双环传动、南京泉峰等
热管理系统零部件	汽车	奔驰、宝马、大众、特斯拉、通用、日产、沃尔沃等
	家用、商用空调管路件	四川长虹、海信日立、格力、美的

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**研发和创新水平行业领先，精密制造技术向新应用领域拓展实力强劲。**截止 2022 年 8 月 29 日，公司已拥有 192 项专利，其中发明专利 25 项，是国家高新技术企业，建有国家级技术中心、国家 CNAS 认证实验室、国家级博士后工作站、航空滚动轴承浙江省工程研发中心。公司作为国内领先的轴承制造商，近年来持续注重技改投入和转型升级，自主创新能力大大加强。2022 年 9 月 28 日，公司凭借独立自主研发的“高可靠性轮毂轴承制造关键技术及产业应用项目”荣获 2022 年度“机械工业科学技术奖”科学进步类三等奖，研发实力强劲。

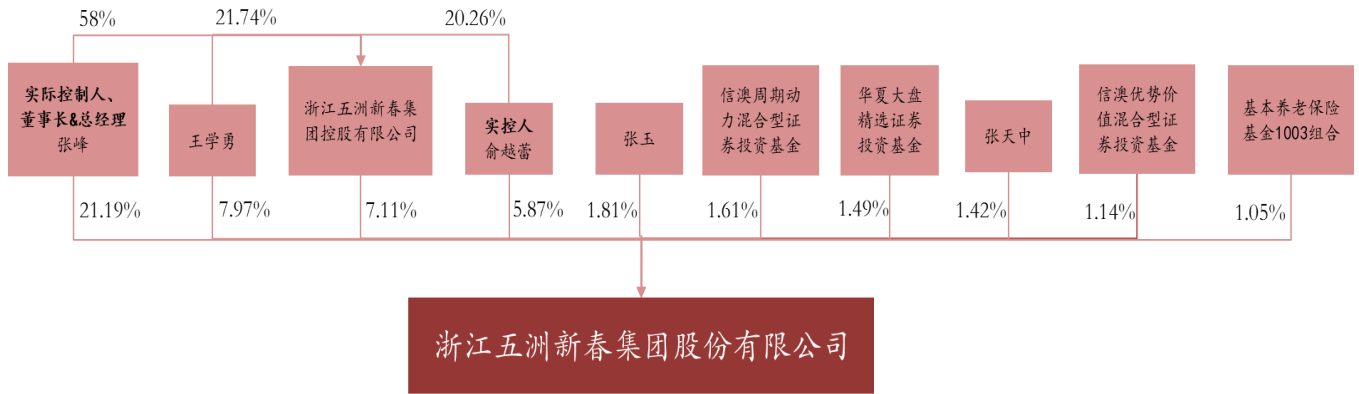
**2021 年公司航空（航天）轴承研发取得突破性进展，解决我国部分关键轴承的卡脖子难题。**和国家航空航天相关院所及兵器部相关部门等科研单位进行产学研合作，研发成功靶机航空发动机主轴轴承等超高难度的研发项目。特别是**光电系统精密超薄轴承**应用领域广泛，应用于航空、航天、舰船等领域中的光电系统、导航平台、惰性系统、矢量喷口等。此前产品长期被国外公司垄断，目前公司已接到批量订单，成功打破国外的垄断。

## 1.2 股权结构清晰，实际控制人持股 33%

公司实际控制人为张峰、俞越蕾夫妇，合计持股约 33%。张峰和俞越蕾分别直接持有公司 21.19%、5.87% 的股份，通过五洲新春集团控股有限公司间接持有公司 4.12%、1.44% 股份，二人共持股 32.62%。王学勇直接持股 7.97%，间接持股 1.55%，共持股 9.52%，为实际控制人的一致行动人。

前十大股东中，四大机构投资者合计持股 5.29%；张玉持有 593 万股，持股比例 1.8%，系公司实际控制人张峰之堂妹；张天中持有 466 万股，持股比例 1.4%，系公司实际控制人张峰之父，张玉、张天中均未在公司担任职务。

图2：股权主要集中于前三名自然人股东，实际控制人合计控制 33%的股份



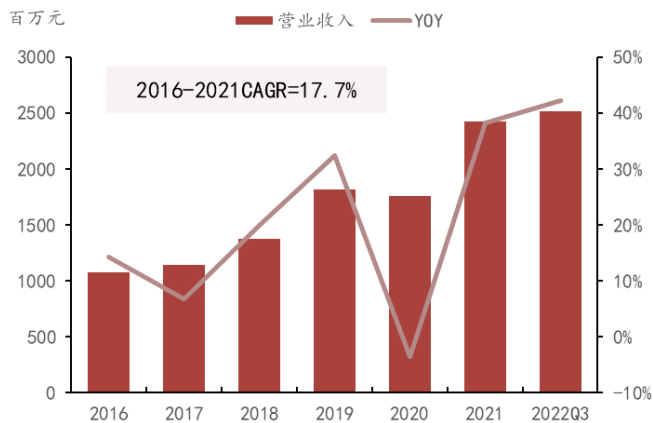
资料来源：Wind，截止 2022-9-30，浙商证券研究所

### 1.3 主营业务收入稳定发展，国内营收占比提升至 57%

公司业绩在 2021 年疫情后快速恢复，2021 年公司净利润同比大幅增长 98.9%。2016-2021 年公司营业收入 CAGR 约 17.7%，归母净利润 CAGR 约 6.8%。2021 年公司实现营业收入 24.2 亿元，同比增长 38.2%，归母公司净利润 1.2 亿元，同比增长 98.9%。2021 年受益于疫情缓解订单增加、产能提升及风电滚子和汽车零部件等新产品放量，公司业绩快速增长。

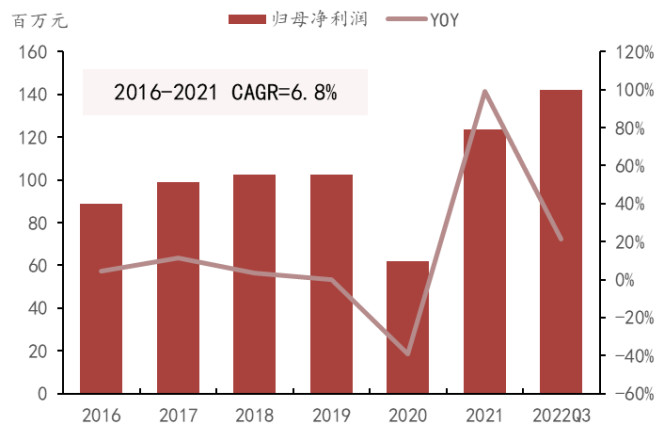
2022 前三季度公司实现营业收入 25.1 亿元，同比增长 42.3%，主要系波兰 FLT 并表及自身产品销售增加所致；归母公司净利润 1.4 亿元，同比增长 21.4%。

图3：2016-2021 年公司营业收入 CAGR 约 17.7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：2016-2021 年公司归属母公司净利润 CAGR 约 6.8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

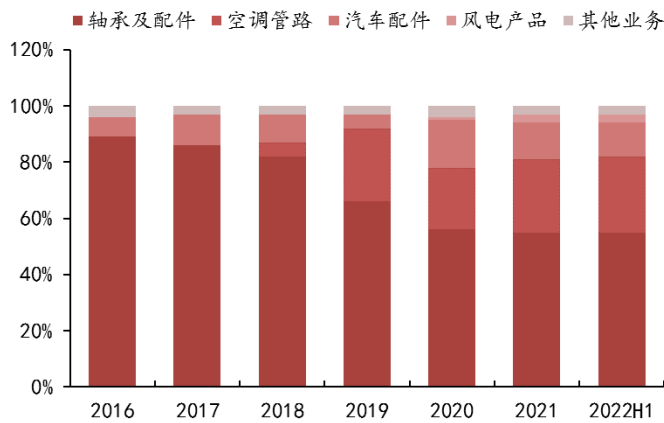
轴承及配件和空调管路为公司两大支柱业务，精密零部件产品高速增长。公司在稳固传统轴承业务基础上，注重新产品开发和转型升级。从产品营收上看，轴承及配件保持稳定增长且占比逐年下降，2016-2021 年，营收从 9.5 亿元增长至 13.3 亿元，占比从 88.7% 下降至 54.8%，实现产品多样化经营。2018 年底收购的空调管路业务已成为目前第二大主营业务，2021 年实现营收 6.3 亿元，占比 25.9%。此外，汽配产品 2021 年营收 3.3 亿元，占比为 13.5%；风电产品 2021 年实现营收 6003 万元，占比 2.5%。2022H1 轴承及配件实现



营收 9.5 亿元，占比为 54.9%；空调管路业务实现营收 4.6 亿元，占比 26.9%；汽配产品营收 2.1 亿元，占比 12.2%；风电产品实现营收 4603 万元，占比 2.7%。

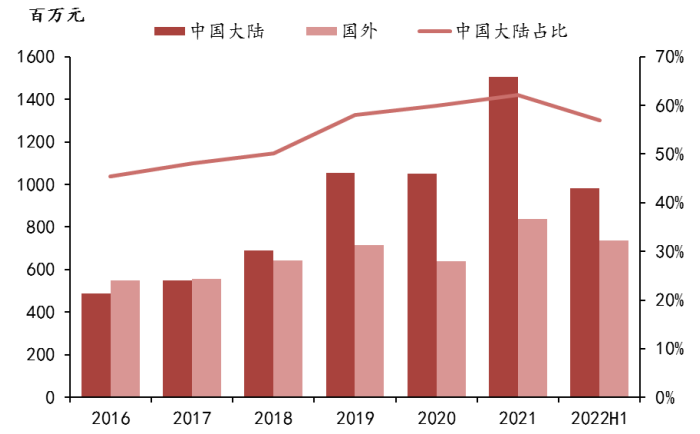
积极开拓国外市场，国内营收占比稳步上升。公司目前已经进入蒂森克虏伯 (Thyssenkrupp)、德枫丹(Defontaine)、斯凯孚 (SKF) 等跨国轴承企业的全球供应链体系，并与这些轴承企业建立了稳定的合作关系。2016-2021 年公司国内营收从 4.9 亿元增至 15 亿元，海外营收从 5.5 亿元增至 8.4 亿元。国内营收占比从 2016 年的 45.4% 提升至 2021 年的 62.1%。2022H1 国内营收占比 57%，略微下降。

图5：2016-2021 年轴承及配件营收占比从 89% 降到 55%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

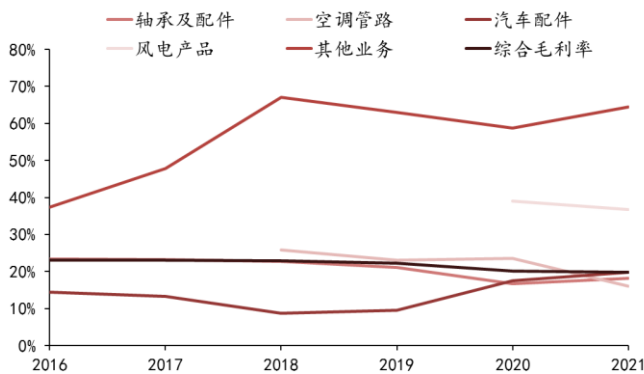
图6：国内营收占比从 2016 年 46% 提升至 2021 年的 62%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

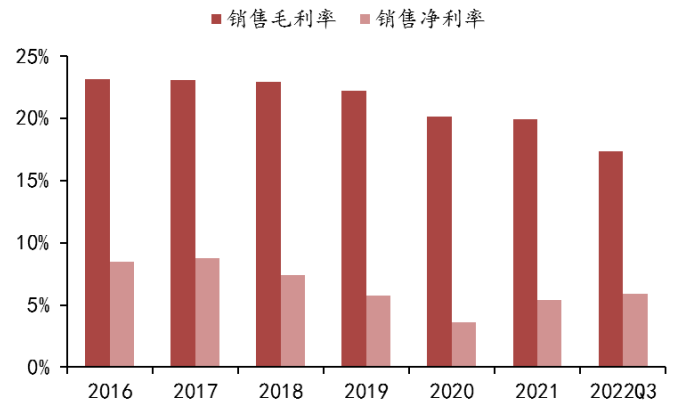
近 5 年来公司各业务产品的营收和毛利率均较为稳定。2021 年受益于疫情缓解，营收和净利率同比有所提升。2016-2021 年公司毛利率维持在 20% 左右水平，净利率在 3.6%-8.75% 区间，波动较大。2021 年公司实现毛利率 19.89%，同比下滑 0.24pct；净利率 5.39%，同比提升 1.79pct。其中，轴承及套圈、空调管路、汽配产品、风电产品毛利率分别为 18.26%、16%、19.74%、36.75%。2022 前三季度公司实现毛利率 17.38%，同比下滑 3.08pct；净利率 5.92%，同比下滑 1.04pct。2022 前三季度盈利能力下降主要系 2022 年上半年辅材价格上涨、大宗原材料价格上以及并表 FLT 子公司拖累所致。

图7：2016-2021 年综合毛利率一直维持在 20%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：2016-2021 年平均毛利和净利率为 22% 和 7%

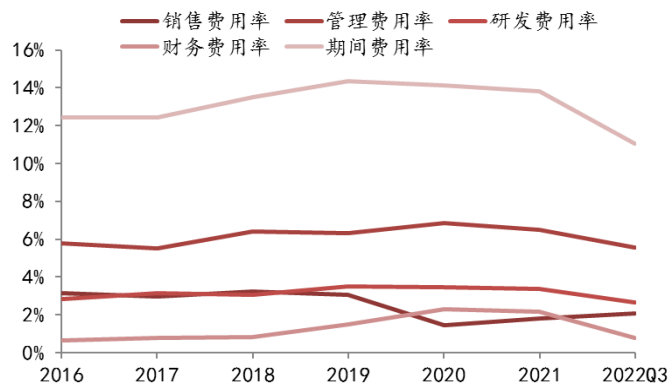


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2021 年以来期间费用率下降，公司注重研发投入。2016-2021 年公司期间费用率维持在 12%-14.5%之间。2018-2019 年公司收购新龙实业和捷姆轴承致使管理费用和销售费用有所增加。2020 年公司发行可转换债券，利息计提增加导致档期财务费用率有所增加。2021 年公司期间费用率 13.83%，同比下降 0.32pct。2022 前三季度公司期间费用率 11.06%，同比下滑 1.2pct，主要系管理费用率、研发费用率和财务费用率下降贡献，分别约 5.56%、2.65%、0.77%，同比下滑 0.17pct、0.28pct、1.24pct。公司长期注重研发投入，研发费用率从 2016 年的 2.86% 上升至 2021 年 3.4%，助力新产品开发和工艺提升改进。公司有望利用规模优势进一步降低费用率，预计公司整体盈利水平将得到提升。

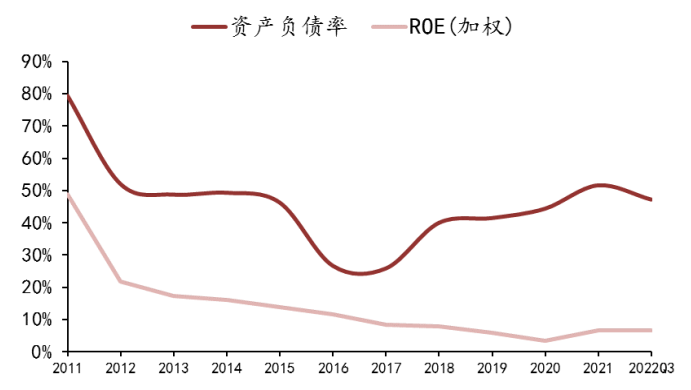
公司负债率比较稳定，ROE 逐步回升。2019 年以来公司资产负债率稳定在 40-50%，ROE 随 2011 年资产负债率下行，2016 与 2017 年 ROE 下跌源自公司于 2016 年上市，募投项目所需投资大，建设周期长约 2 年，使得公司总资产快速提升，资产周转率与经营利润率下滑。2020 年以来 ROE 逐步回升，未来随着公司竞争优势加强，净利率提升加快，ROE 有望持续提升。

图9：2016-2021 年研发费用率从 2.86% 提升至 3.4%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：2011-2021 年资产负债率保持稳定，ROE 逐步回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.4 拟定增募资 5.4 亿元，增加风电滚子及新能源车零部件投资

定增加速扩产，抓住风电和新能源车零部件行业国产化配套强烈需求。2022 年 8 月 4 日，公司发布定增预案修订稿，拟募集资金不超过 5.4 亿元，用于以下项目：1) 4MW 以上风电机组精密轴承滚子技改项目：年产 2200 万件产能，年收入达到 5.5 亿元，税后收益率 28.07%。2) 新能源汽车轴承及零部件技改项目：年产 1020 万件产能，税后收益率 11.8%。3) 汽车热管理系统零部件及家用空调管路件智能制造建设项目：年产 870 万件汽车热管理系统零部件及 570 万件家用空调管路件产能，税后收益率 14.3%。

表2：2022 年非公开发行股票募集资金拟投向风电滚子、新能源汽车零部件项目

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	产能 (万件)	税后收益率
1	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	29619.35	20500	2200	28.07%
2	年产 1020 万件新能源汽车轴承及零部件技改项目	18618.59	10500	1020	11.76%
3	年产 870 万件汽车热管理系统零部件及 570 万件家用空调管路件智能制造建设项目	13838.79	7500	870、570	14.27%
4	补充流动资金	15500.00	15500	-	-
	合计	77576.73	54000	-	-

资料来源：公司非公开发行股票预案（修订稿），浙商证券研究所

## 2 风电滚子国产化先行者，有望乘国产替代政策东风

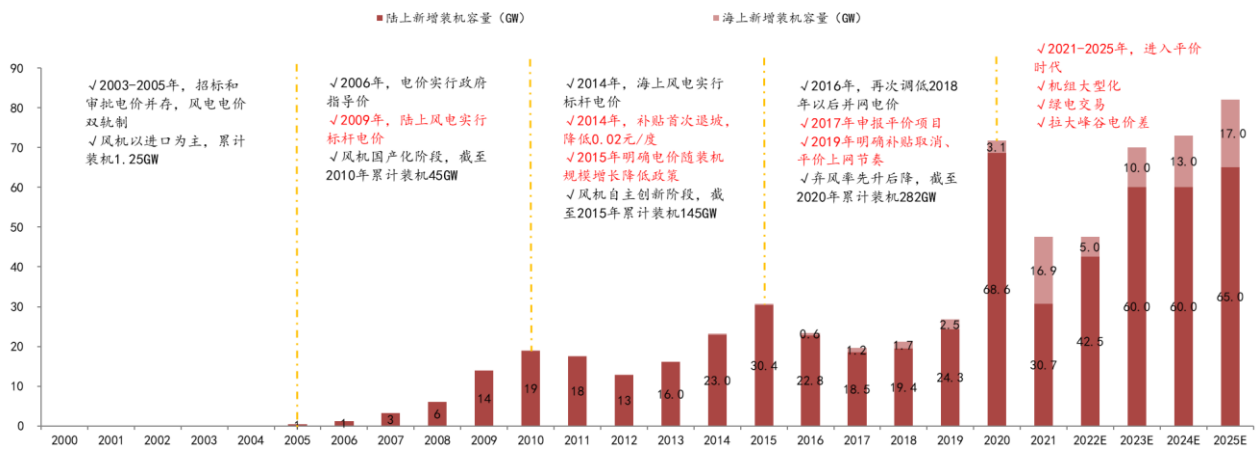
### 2.1 风电产业链进入平价时代，迎来黄金投资时代

#### 2.1.1 风电行业保持高景气度，2022-2025 年国内风电行业年均新增装机容量 64GW

**风电行业未来几年高景气。**根据全球风能理事会（简称“GWEC”）的统计，截至 2021 年，全球风电累计装机容量为 837GW，相较于 2011 年的 238GW 增长 2.52 倍，复合增长率为 13.4%。据 GWEC《2022 年全球风能报告》预测，未来五年（2022-2026）全球风电新增 557GW，年均复合增长率为 6.6%。中国是全球新增风电装机容量第一大国，2021 年我国陆上新增装机容量 30.7GW，海上新增装机容量 17GW，均排名世界第一。据 GWEC 预测，我国风电总装机容量规模到 2026 年有望达约 600GW，占全球比例达到 43%。

**我们预计“十四五”期间我国年均风电新增装机容量约 64GW。**2021 年国内新增装机量出现下滑，主要系陆上风电补贴政策扰动所致。具体来说，2020 年以前陆上存量项目必须在 2020 年之前完成并网才能适用当年的补贴政策。2022 年国内新增装机量或将持续低迷，主要系疫情反复叠加产业链部分环节紧缺所致。我们认为短期扰动不改风电行业长期趋势，2023-2025 年国内新增装机容量有望超预期。我们预计 2022-2025 年我国风电新增装机容量约 47.5GW、70GW、73GW、82GW，CAGR=20%。此外，海上风电虽国补退潮，但省补接力，加上风电机组及产业链技术更加成熟，未来三年的新增装机容量有望维持高速增长。我们预计 2022-2025 年我国海上风电新增装机容量分别约 5GW、10GW、13GW、17GW，CAGR=50%。

图11： 预计“十四五”期间我国风电平均新增装机容量约 64GW，2022-2025 年 CAGR 为 20%



资料来源：国家能源局、CWEA，浙商证券研究所测算（图中文字部分“累计装机数据”为吊装口径，柱状图“新增装机数据”为并网口径）

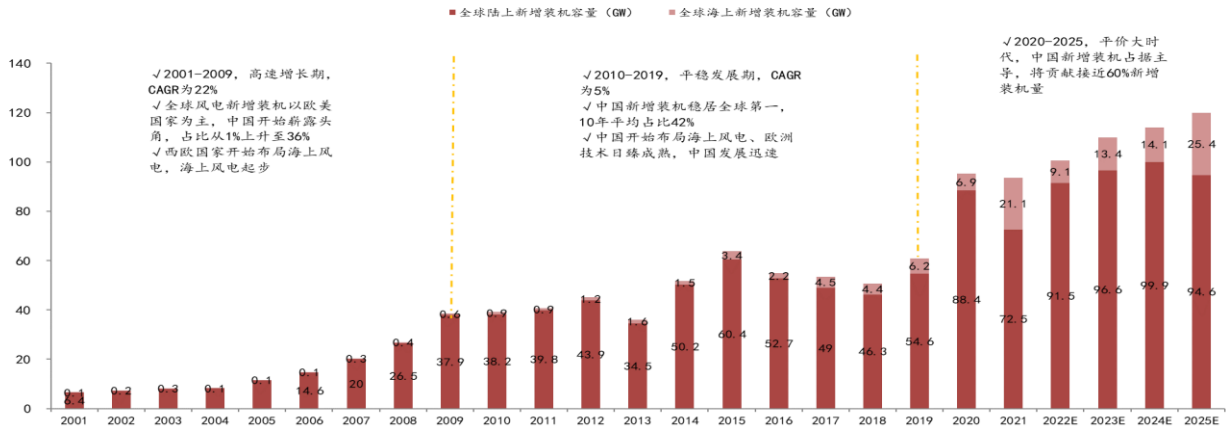
表3： 预计“十四五”期间我国风电新增装机容量中枢为 64GW，其中海上风电约 12GW

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国风电新增装机容量 (GW)	16.1	23.2	30.8	23.4	19.7	21.1	26.8	71.7	47.6	47.5	70.0	73.0	82.0
YOY	24.2%	44.2%	32.5%	-24.0%	-15.9%	7.5%	26.7%	167.5%	-33.6%	-0.1%	47.4%	4.3%	12.3%
中国陆上风电新增装机容量 (GW)	16.0	23.0	30.4	22.8	18.5	19.4	24.3	68.6	30.7	42.5	60.0	60.0	65.0
YOY	24.9%	43.3%	32.3%	-25.0%	-18.9%	5.0%	25.2%	182.4%	-55.3%	38.6%	41.2%	0.0%	8.3%
中国海上风电新增装机容量 (GW)	0.1	0.2	0.4	0.6	1.2	1.7	2.5	3.1	16.9	5.0	10.0	13.0	17.0
YOY	-52.8%	283.3%	56.5%	64.4%	99.2%	46.7%	44.1%	22.7%	452.3%	-70.4%	100.0%	30.0%	30.8%

资料来源：国家能源局，CWEA，浙商证券研究所测算

我们预计“十四五”期间全球平均每年风电新增装机容量约 108GW。根据 GWEC《2022 年全球风能报告》数据，2021 年全球新增风电装机 93.6GW，同比下降 1.8%。我国 2021 年风电新增装机容量为 47.57GW，占全球新增装机的 51%，排名世界第一。我们认为未来全球风电行业保持高景气度，预计 2022-2025 年全球风电新增装机容量约 101GW、110GW、114GW、120GW，CAGR=6.1%。

图12: 预计“十四五”期间全球风电平均新增装机容量约 108GW，2022-2025 年 CAGR 为 6.1%



资料来源: GWEC, 浙商证券研究所测算

表4: 预计 2021-2025 全球风电新增装机容量中枢为 108GW，其中海上风电约 16.6GW

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球风电新增装机容量 (GW)	35.3	51.5	63.5	54.6	53.5	51.3	60.8	95.3	93.6	100.6	110.0	114.0	120.0
YOY	-21.2%	45.9%	23.3%	-14.0%	-2.1%	-4.0%	18.5%	56.7%	-1.8%	7.5%	9.3%	3.6%	5.3%
中国占全球比例	41%	38%	52%	35%	37%	43%	43%	56%	51%	47%	64%	64%	68%
全球陆上新增装机容量 (GW)	34.5	50.2	60.4	52.7	49.0	46.3	54.6	88.4	72.5	91.5	96.6	99.9	94.6
YOY	-21.4%	45.5%	20.3%	-12.7%	-7.0%	-5.5%	17.9%	61.9%	-18.0%	26.3%	5.5%	3.5%	-5.3%
全球海上风电新增风电装机容量 (GW)	1.6	1.5	3.4	2.2	4.5	4.4	6.2	6.9	21.1	9.1	13.4	14.1	25.4
YOY	33.3%	-6.3%	126.7%	-35.3%	104.5%	-2.2%	40.9%	11.3%	205.8%	-57.1%	48.4%	4.7%	80.2%

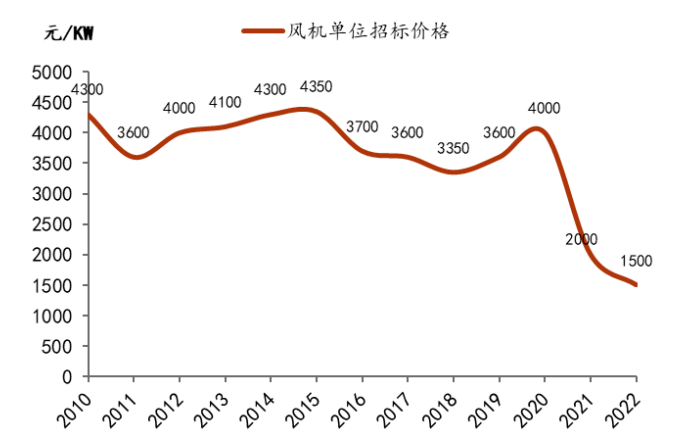
资料来源: GWEC, 浙商证券研究所测算



2.1.2 “抢装潮”后回归正常市场关系，度电成本下降或成为行业发展新驱动

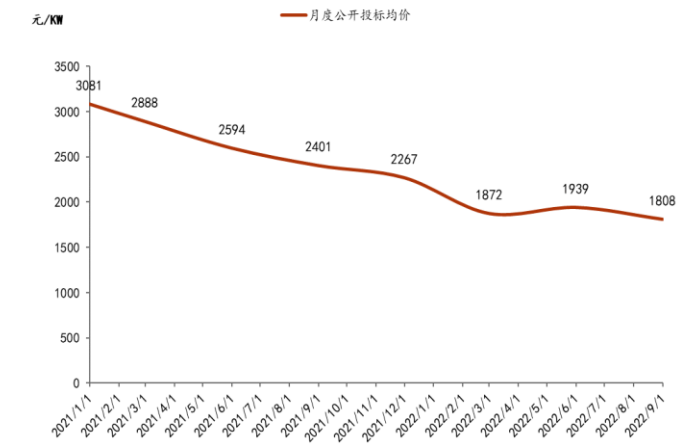
随着“抢装潮”结束，整机价格回归市场供求关系，风电整机厂商开启降价竞争。国内风电招标价格从2020年3750元/KW，降至2022Q3的1808元/kW，降幅约52%。2022年10月11日，华润三塘湖1GW风机（含塔筒、锚栓）采购项目，三一重能报价15.82亿元，折合单价为1582元/kW。剔除塔筒、锚栓价格（按轻量化，保守350元/kW计算），裸机价格仅约1232元/kW，该报价为风机价格历史最低点。

图13：2020年以来整机价格大幅下降



资料来源：北极星风力发电网，浙商证券研究所

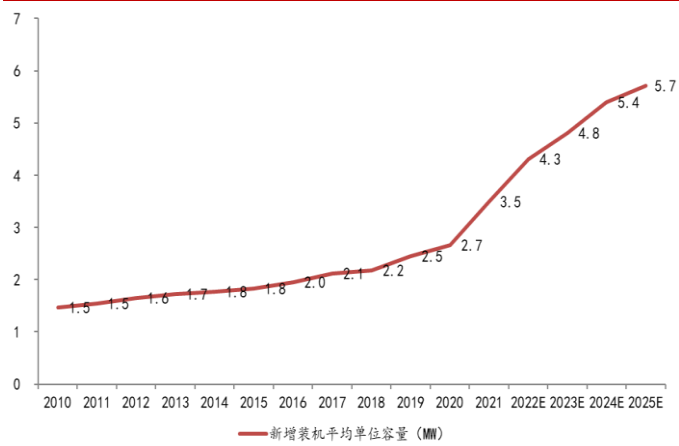
图14：2021Q1-2022Q3风机招标价格显著下滑，下降幅度41%



资料来源：金风科技，浙商证券研究所

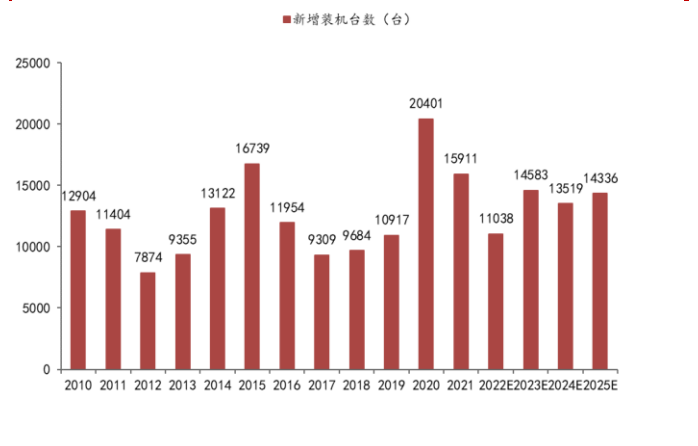
风电机组大型化趋势明显，2021年风机平均功率为3.5MW，2010-2021年CAGR约8.2%。单台风机功率上升后一方面可以降低单位千瓦物料用量，另一方面减少吊装等非机组成本。风电机组平均功率由2010年的1.5MW上升至2021年的3.5MW，CAGR=8.2%。风电机组大型化降低机组初始单位投资成本，助力度电成本下降。

图15：2010-2021年风机平均功率 CAGR=8.2%



资料来源：CEWA，浙商证券研究所测算

图16：“十四五”期间国内风电年平均装机台数约1.4万台



资料来源：CEWA，浙商证券研究所测算

## 2.2 预计 2025 年国内风电轴承套圈、滚子市场规模分别约 85 亿、22 亿元

随着风电平价时代的到来，风机大型化趋势确定。与 2020 年相比，预计 2025 年风机台数下降 30%，单台风机的轴承价值量增长 3 倍以上。

考虑 3MW 以上机组的装机占比不断提升，结合大兆瓦产业链配套建设进度，我们预计 2022-2025 年我国新增风电机组的平均功率分别为 4.3MW、4.8MW、5.4MW 和 5.7MW。

根据我们对十四五国内风电新增装机量和机组平均功率的预测，我们预计 2022-2025 年我国新增风电台数分别为 11038 台、14583 台、13519 台和 14336 台。

表5: 与 2020 年相比，预计 2025 年我国新增风机平均功率增长 1.14 倍，新增风机台数减少 30%

年份	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新增风电装机量 (GW)	71.7	47.6	47.5	70.0	73.0	82.0
yoy	167.5%	-33.6%	-0.1%	47.4%	4.3%	9.6%
新增风机平均功率 (MW)	2.7	3.5	4.3	4.8	5.4	5.7
yoy	8.7%	31.2%	23.0%	11.5%	12.5%	5.9%
新增风机台数 (台)	20401	15911	11038	14583	13519	14336
yoy	86.9%	-22.0%	-30.6%	32.1%	-7.3%	6.0%

资料来源：国家能源局，CWEA，浙商证券研究所测算

一般每台风力发电机平均配置 27.5 个轴承，其中包括（偏航轴承 1 个，变桨轴承 3 个，发电机轴承 2-3 个、主轴轴承平均 1.5（两点式支承配置两个主轴轴承）和 15-23 个齿轮箱轴承。其中，主轴轴承中部分大兆瓦机型需要配置两套，预计随着大兆瓦机型占比提升，单台主轴轴承配置个数也在增加。

风机功率增加，轴承的直径和重量也相应增加，加工难度更是指数级增加。因此风机中各类轴承的价格由小兆瓦往大兆瓦逐级增加，加之目前大兆瓦的主轴轴承和齿轮箱轴承国产化率较低，其价格普遍存在一定溢价，与小兆瓦相比价格更高。根据新强联定增公告和可转债募集说明书（申报稿）披露数据，3MW 以下机组单台轴承配置价值量在 47 万，到 5-6MW 单台风机轴承价值量配置可达 207.5 万台，增长 341%。

表6: 未考虑风电轴承价格年降因素，预计到 2025 年主力机型单台轴承价值量约比 2020 年之前的增长 3.4 倍

轴承类型	轴承配置个数 (个)				平均单价 (万元/套)			
	3MW 以下	3-4MW	4-5MW	5-6MW	3MW 以下	3-4MW	4-5MW	5-6MW
主轴轴承	1.5	1.5	1.5	1.5	10.0	22.0	30.0	45.0
偏航轴承	1.0	1.0	1.0	1.0	5.0	10.0	15.0	20.0
变桨轴承	3.0	3.0	3.0	3.0	5.0	10.0	15.0	20.0
齿轮箱轴承	20.0	20.0	20.0	20.0	0.5	1.5	2.0	2.5
发电机轴承	2.0	2.0	2.0	2.0	1.0	2.0	3.0	5.0
合计	27.5	27.5	27.5	27.5	47.0	107.0	151.0	207.5

资料来源：新强联定增公告、可转债募集说明书（申报稿），浙商证券研究所

结合上文中关于 2022-2025 年我国新增风机台数、单台风机轴承配置价值量的预测，考虑平价时代，风电轴承价格有较大降价的可能性。我们预计 2022-2025 年我国风电轴承市场规模从 142 亿元上升至 243 亿元，CAGR 约 20%。

根据力星股份、金沃股份招股说明书，轴承套圈占轴承成本约 35%，轴承滚子约占 10%，我们假设套圈占整个风电轴承成本的 35%，风电滚子占风电轴承成本的 10%。

根据华经产业研究院数据，2020年我国滑动轴承渗透率为7%。考虑到齿轮箱轴承（尤其是行星轮）存在滑动替代滚动趋势，我们假设风电滑动轴承市场规模占风电轴承行业的10%。

预计2022-2025年我国风电轴承套圈市场规模从50亿元提升至85亿元，CAGR为20%。  
 风电滚子市场规模从13亿元提升至22亿元，CAGR为20%。

表7：考虑风电轴承价格降价因素，预计2025年我国风电轴承套圈、滚子市场规模分别约85、22亿元

年份	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新增风机平均功率（MW）	2.7	3.5	4.3	4.8	5.4	5.7
yoy	8.7%	31.2%	23.0%	11.5%	12.5%	5.9%
新增风机台数（台）	20401	15911	11038	14583	13519	14336
yoy	86.9%	-22.0%	-30.6%	32.1%	-7.3%	6.0%
单台风机轴承配置价值（万元/台）	47	107	128	128	171	169
风电轴承市场规模（亿元）	96	170	142	187	231	243
yoy		78%	-17%	32%	24%	5%
风电轴承套圈市场规模（亿元）	34	60	50	66	81	85
yoy		78%	-17%	32%	24%	5%
风电轴承滚子市场规模（亿元）	9	15	13	17	21	22
yoy		78%	-17%	32%	24%	5%

资料来源：CWEA，浙商证券研究所测算（齿轮箱轴承已考虑直驱风机不配置齿轮箱因素；已考虑滑动轴承无需滚子）

### 2.3 公司处于风电滚子市场竞争格局第三梯度，市占率有望进一步提升

风电滚子竞争格局向好，公司作为龙头市占率有望提升。风电滚子市场竞争格局分四大梯队，公司处于第三梯度。

表8：公司处于风电滚子市场竞争格局第三梯度

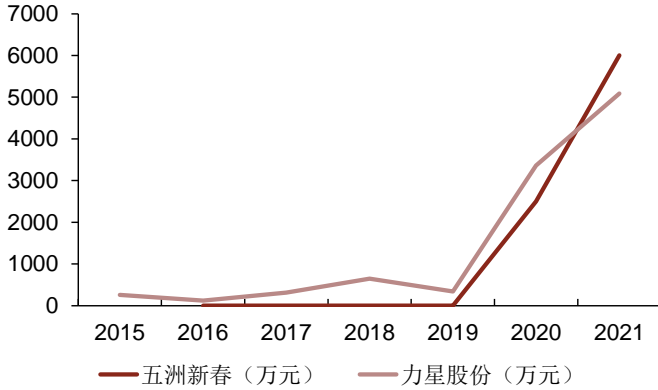
梯度	公司	优势
第一梯度	外资品牌 (如斯凯孚、舍弗勒、恩斯克)	掌握滚子的核心技术，可以自制但成本较高，部分企业开始国内采购。
第二梯度	国内头部轴承企业 (如瓦轴、洛轴、天马)	可以生产滚子匹配公司主轴、齿轮箱等产品，但是滚子成本占轴承总成本的10-15%，而滚子研发投入大，设备与轴承套圈等设备不匹配，因此国内头部轴承厂商投资效率不高，投资积极性低。
第三梯度	专业滚子生产厂	滚子研发投入最有效率，相比力星股份，五洲新春具有先发优势与技术优势，公司产品首先配货到技术要求最高的德枫丹公司，之后开拓市场实现降维打击，而力星股份首先供货国内非头部企业，五洲新春具备工艺与设备优势，同时量产进度领先，竞争力更强。
第四梯度	普通工业轴承滚子厂	规模小，数量多，国内超1050家，工艺技术无法达到一级和二级滚子的技术要求。

资料来源：中国轴承工业协会，浙商证券研究所

力星股份是一家专业生产与销售高精度轴承滚动体的国家高新技术企业，该公司的支柱产品分别为高精度轴承钢球和高精度圆锥滚子、圆柱滚子。钢球产品尺寸覆盖 $\phi 0.8\text{mm}-\phi 95\text{mm}$ ，精度已突破G3级，填补国内空白；高精度圆锥滚子和圆柱滚子尺寸覆盖 $\phi 12\text{mm}-\phi 100\text{mm}$ ，批量生产精度达到国家I级（圆锥）/G1级标准（圆柱），突破行业瓶颈。目前钢球市场占有率及规模位列国内第一、世界第二。

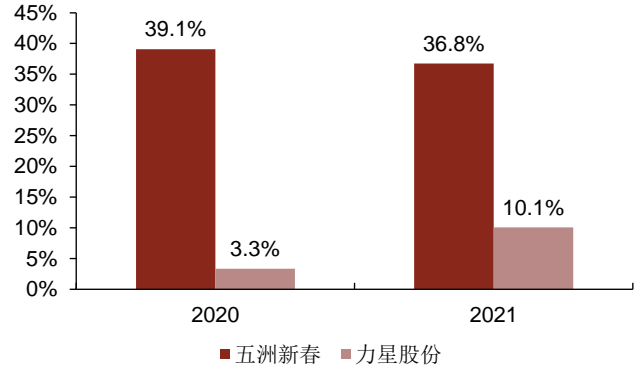
五洲新春和力星股份同为风电滚子市场竞争格局的第三梯度，五洲新春和力星股份的滚子营业收入规模相差不大。虽然五洲新春 2018 年才开始进行滚子的生产，但 2021 年五洲新春的风电滚子业务收入已经开始超过力星股份 900 万元，五洲新春风电滚子的毛利率基本稳定在 35%以上，而力星股份滚子业务（包括风电滚子、工业滚子）毛利率仅 10%。

图17：五洲新春滚子收入在 2021 年超过力星股份 900 万元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18：五洲新春滚子的毛利率高达 35%，显著高于同行



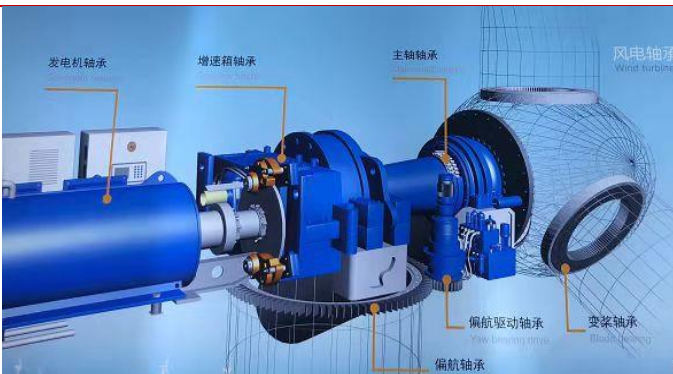
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.4 风电滚子技术突破，到 2025 年国内市占率有望提升至 25%

风电滚子属于高端精密产品，公司实现国产化替代。高端精密滚子是中国轴承的“卡脖子”工程，长期依赖于外国进口，其技术工艺突破是轴承制造综合水平提升，是五洲新春长期和全球顶级轴承制造商合作配套的结果，是完全的自主知识产权。

公司在风电滚子突破多项关键技术：①**材料控制**：材料采用 ISO 标准，控制钢中残余元素含量及钢材纯净度。夹杂物检测采用 ISO 标准检测，更符合欧美的评判标准，更容易被客户认可。②**滚子探伤**：采用超声、涡流双探工艺，实现全自动探伤，保证产品质量的可靠性；③**滚子热处理**：保证表面、心部硬度符合工况要求；热处理表面实现零脱碳；一致性热处理工艺保证滚子残余奥氏体、质量一致性；④**大凸度滚子磨削加工**：根据轴承工况要求，滚子工作表面设计为大凸度轮廓对数曲线，凸度达 0.15mm（一般为 0.03mm），精度 I 级；轮廓曲线波动小，曲线完美；圆弧切线过度，降低接触应力；圆锥滚子球基面 R 散差控制在 R 的 1%水平。

图19：风电轴承主要分为六大类



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

图20：风电滚子是风电轴承的核心部件



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

公司产品具备技术壁垒。①**材料方面**：公司自身具有保密配方；②**工艺方面**：公司滚子产品全表面精度、轮廓曲线、硬度梯度等工艺要求高；③**生产设备方面**：滚子的热处理



产线设备交付与调试需要至少 1 年时间，磨加工设备由公司自己改造。公司是量产时间最早、规模最大的国内风电滚子厂商，先发优势大，领先国内同业。公司产品首先供货要求最高的客户（德枫丹），技术品控能力成熟，未来在中国风电滚子市场份额有望进一步提高。

目前国内仅五洲新春和力星股份等少数企业能提供此类高性能的风电滚子产品，国产替代空间巨大。随着公司非公开发行募投产能的逐步投放和大客户的不断突破，预计公司风电板块业绩有望迎来高速发展。目前公司风电产品已实现市场突破，为蒂森克虏伯、德枫丹、斯凯孚的国内外工厂配套，并成为远景能源认证的风电滚子战略供应商，为国内风电轴承企业新强联、烟台天成、大冶轴等提供配套，最终使用的风电整机厂商为维斯塔斯、远景能源和金风科技等。

6MW 和 7MW 主轴轴承滚子成功量产，解决了大功率主轴轴承完全进口的“卡脖子”问题。五洲新春凭借多年技术积累与创新，利用国家企业技术中心、博士后工作站等研发平台与轴研科技等科研院所联合攻关，相继攻克轴承材料、热处理、硬车、大凸度外径超精、外径波纹控制与测量，球基面尺寸控制、全截面探伤、加工效率提升等方面技术难题。根据公司公众号，公司为轴研科技生产的海上风电 6MW 和 7MW 主轴轴承滚子于 2022 年 6 月份交样成功，并在 10 月成功量产，此滚子应用于东方电气海上风电 6MW 和 7MW 风机上的主轴轴承。该主轴轴承滚子的量产成功，为大功率风电主轴轴承和主轴轴承滚子国产化和产业化发展奠定了技术基础。

图21： 2022 年 10 月五洲新春 6MW 和 7MW 主轴轴承滚子成功量产



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

结合上文预测 2022-2025 年国内年均新增装机 64GW，风电轴承年均市场空间约 201 亿，其中滚动轴承市场空间约 181 亿元。同时，根据力星股份招股说明书数据，滚子约占轴承价值总量的 10%。因此，我们预计 2022-2025 年国内风电滚子年均市场空间约为 18 亿。根据对公司风电滚子销售额预测，预计公司到 2025 年风电滚子市占率有望达到 25%，即 2022-2025 年公司风电滚子年均销售额约 4 亿元。

表9：预计到 2025 年公司风电滚子国内市占率达 25%，年均市场规模达 4 亿元

年份	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新增风机平均功率 (MW)	2.7	3.5	4.3	4.8	5.4	5.7
yoy	8.7%	31.2%	23.0%	11.5%	12.5%	5.9%
新增风机台数 (台)	20401	15911	11038	14583	13519	14336
yoy	86.9%	-22.0%	-30.6%	32.1%	-7.3%	6.0%
单台风机轴承配置价值 (万元/台)	47	107	128	128	171	169
风电轴承市场规模 (亿元)	96	170	142	187	231	243
风电轴承滚子市场规模 (亿元)	9	15	13	17	21	22
公司风电滚子国内销售额 (亿元)	0.25	0.6	1.4	3.3	5.2	5.5
公司风电滚子国内市占率	3%	4%	11%	20%	25%	25%

资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

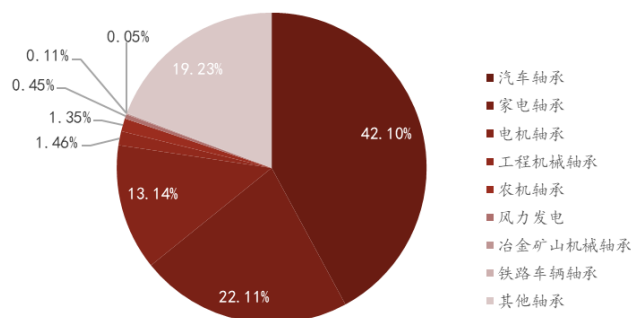
### 3 磨前工艺积累深厚，从轴承套圈向成品轴承纵向延展

#### 3.1 轴承应用领域广泛，套圈占轴承价值比重约 35%

轴承是现代机械设备中应用十分广泛的一种机械基础零部件，兴起于十九世纪末，其主要功能是支承旋转轴或其它运动体，引导转动或移动运动并承受由轴或轴上零件传递而来的载荷。

轴承广泛应用于汽车、家电及电机等领域。只要涉及旋转轴的机械结构，就需要用到轴承起到支撑和减小摩擦的作用，因此轴承应用领域广泛。根据《中国机械工业年鉴 2020》，我国轴承行业下游应用主要为汽车、家用电器、电机等，其中汽车占比最大约 42%。

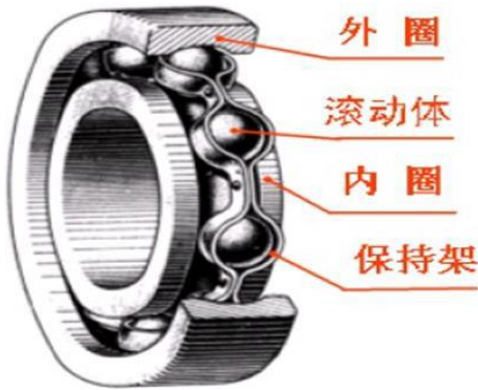
图22：2020 年轴承下游应用行业前三位分别是汽车、家电、电机



资料来源：《中国机械工业年鉴 2020》，浙商证券研究所

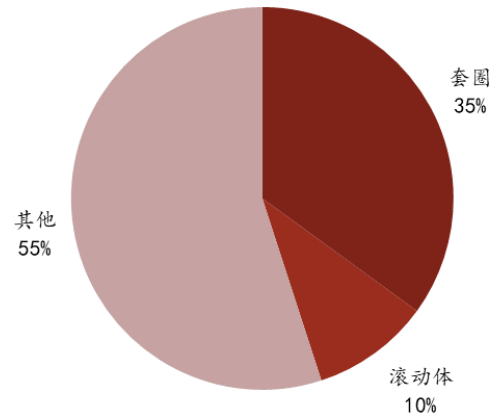
按照摩擦特性可以分为滚动轴承和滑动轴承，其中滚动轴承占比约 90%。轴承的基本结构通常由内圈、外圈、滚动体、保持架、密封件以及油脂组成，其中内外圈统称为套圈，为轴承价值最高的部件，约占整体价值的 35%。

图23: 轴承通常由内圈、外圈、滚动体和保持架等组成



资料来源: 公司招股说明书、浙商证券研究所

图24: 轴承套圈占轴承整体价值量约 35%



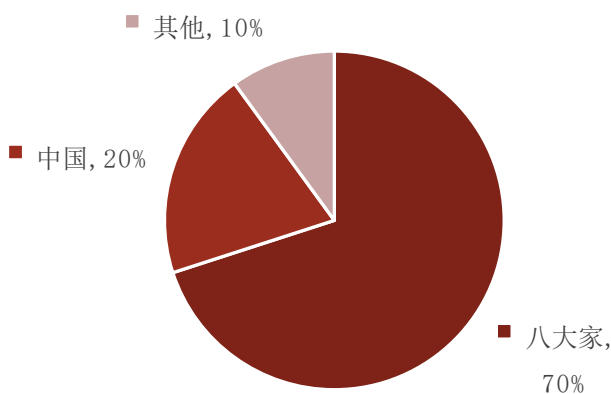
资料来源: 力星股份、金沃股份招股说明书、浙商证券研究所

## 3.2 “乘八大轴承厂供应链向中国转移东风，公司套圈业务有望受益

### 3.2.1 全球轴承市场集中八大轴承制造商，轴承套圈市值超千亿

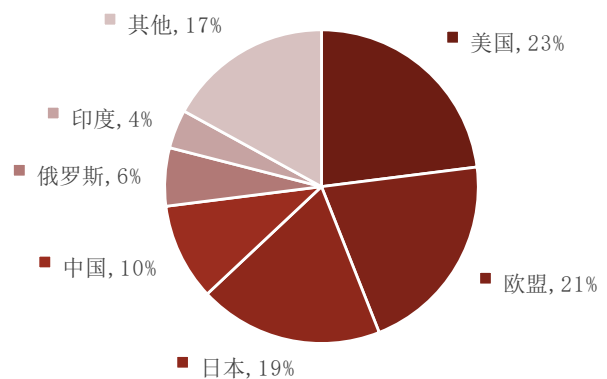
全球范围以八大轴承制造商为首的轴承企业占据全球 70%份额，消费地区主要集中于美、欧、日、中四国。国际轴承行业经过上百年的发展已经形成了较为完整成熟的工业体系，产业分布集中，以斯凯孚 (SKF)、舍弗勒 (Schaeffler)、恩斯克 (NSK)、恩梯恩 (NTN) 为首的八大家 2020 年份额占比 70%，中国企业占比 20%。消费地区较为集中，美国、欧盟、日本、中国四大地区占全球消费占比 73%。

图25: 国际轴承八大家占 70%份额，中国企业占 20%份额



资料来源: 智研咨询、浙商证券研究所

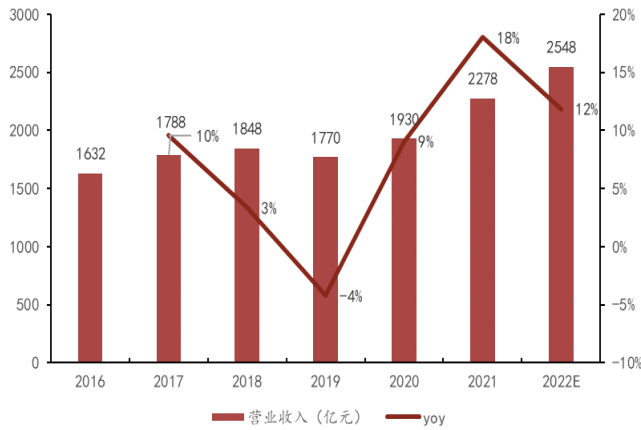
图26: 美国、欧盟、日本、中国消费占比 73%



资料来源: 智研咨询、浙商证券研究所

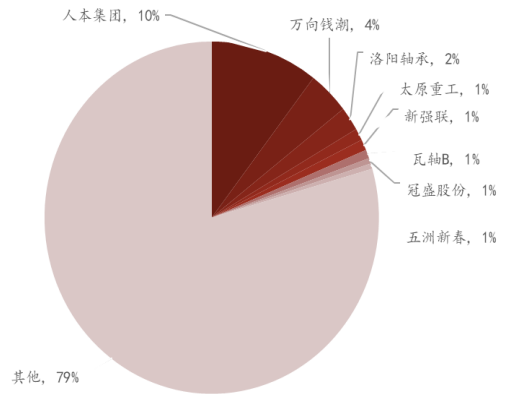
国内轴承市场总体稳定，行业集中度较低。根据国家统计局数据，2020 年我国规模以上轴承企业 1300 余家。2016-2021 年国内轴承行业营收由 1632 亿元上升至 2278 亿元，CAGR 为 6.9%。根据中国轴承工业协会数据，2020 年国内轴承企业 CR8 仅为 20.5%，2021 年 CR10 仅为 24.1%。由此可见，虽然我国轴承行业企业数量众多，但规模普遍不大。

图27: 2016-2021年国内轴承市场总体较为稳定, CAGR为6.9%



资料来源: 中商产业研究院, 浙商证券研究所

图28: 2020年国内轴承企业集中度低, CR8约20.5%



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

套圈作为轴承中价值最高的零部件, 全球市场空间超千亿。以全球前8大轴承厂轴承收入口径测算, 2015-2020年全球轴承套圈规模从1071亿元上升至1208亿元, CAGR为3.05%, 2020年受疫情影响下降至1026亿元, 同比下降15.1%。

表10: 根据8大轴承厂口径测算, 不考虑疫情, 2016-2019年全球滚动轴承套圈市场规模的CAGR约为3.1%

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
斯凯孚 (SKF)	590	555	617	659	632	567
舍弗勒 (Schaeffler)	442	446	501	521	532	480
恩斯克 (NSK)	561	586	603	603	545	445
恩梯恩 (NTN)	412	422	440	447	427	335
捷太格特 (JTEKT)	354	358	375	407	409	327
铁姆肯 (Timken)	187	185	196	246	264	229
美蓓亚 (NMB)	63	71	93	97	115	106
不二越 (NACHI)	68	78	84	94	96	76
全球前八大轴承厂收入合计 (亿元)	2678	2702	2909	3075	3021	2565
全球前八大轴承厂收入合计占比	70%	70%	70%	70%	70%	70%
全球轴承市场规模 (亿元)	3825	3860	4155	4393	4315	3664
套圈占轴承品成本的比例	35%	35%	35%	35%	35%	35%
全球轴承套圈市场规模 (亿元)	1071	1081	1163	1230	1208	1026
yoy		0.9%	7.7%	5.7%	-1.8%	-15.1%

资料来源: Bloomberg、各公司年报、浙商证券研究所 (全球8大轴承厂收入中均剔除了非轴承业务收入, 标价货币均已换算为人民币)

轴承套圈市场格局十分分散。1) 轴承的种类和型号繁多, 一般一个套圈生产只供应一种、一个型号或几种、几个型号的产品, 因此轴承厂参与者众多。2) 全球8大轴承厂之前的供应链相对封闭, 每家供应链上套圈生产商对下游轴承厂实行独供, 无形中增加了套圈生产商数量。套圈生产国际上的竞争对手主要是日、韩企业; 国内主要是一些套圈专业生产厂家。

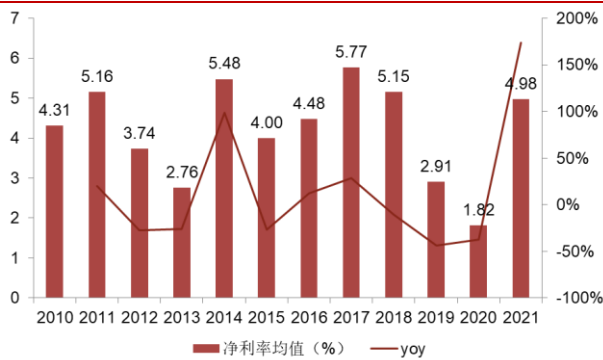


### 3.2.2 改善盈利能力和保证供应链安全，八大轴承厂将供应链向中国转移

国际八大轴承厂盈利状况不佳，长期资本开支增长停滞。2017-2020 年国际八大轴承厂平均净利率逐年下滑，平均净利率由 2017 年的 5.8% 下滑至 2020 年的 1.8%。盈利状况表现不佳，2019、2020 年平均净利率分别同比下滑 44%、37%。向轻资产模式转型后，2021 年国际八大轴承厂平均净利率达 4.9%，同比提升 3.2pct。

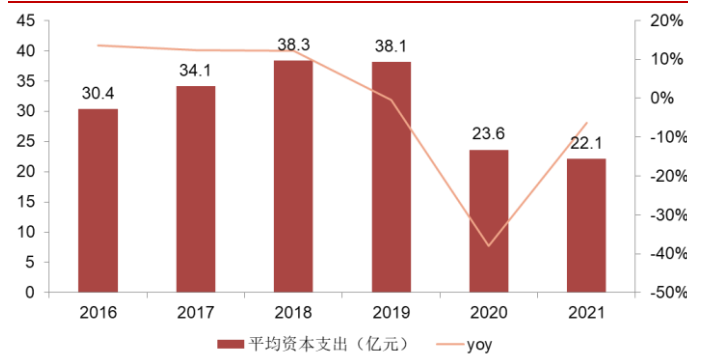
2016-2019 年国际八大轴承厂的长期资本开支增长率连年下滑，并且 2020-2021 年国际八大轴承厂的平均资本开支出现负增长，分别同比下滑 38%、6%。由于劳动力成本逐年上升，国际八大轴承厂的人力资本支出负担逐渐加重。为了在国际竞争中进一步获得成本优势，国际八大轴承厂逐渐开始向轻资产模式转移。

图29： 20170-2020 年八大轴承厂平均净利率逐年下滑



资料来源：Wind，八大轴承厂年报，浙商证券研究所

图30： 2020 年以来国际八大轴承厂商平均资本开支出现负增长

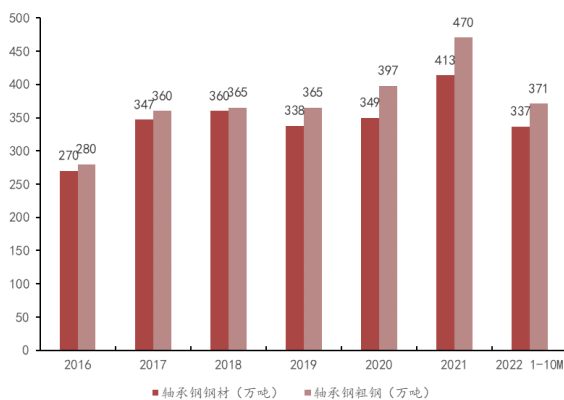


资料来源：Wind，八大轴承厂年报，浙商证券研究所

中国轴承钢质量已达国际一流水准，人工成本具有优势，具备承接产业链转移的基础与优势。

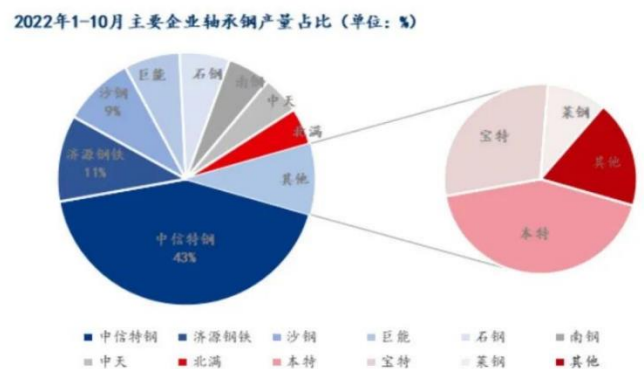
1) 轴承钢作为钢铁生产中要求最严格的钢种之一，是轴承的主要原材料（除保持架之外轴承零部件均需要使用轴承钢，占轴承成本比例超过 50%）。中信特钢为国内产能最大的轴承钢厂商，2022 年 1-10 月份其市占率为 43%。根据中国冶金报，中信特钢旗下兴澄特钢生产的轴承钢目前已成为 SKF， NSK、TIMKEN， SCHAEFFLER 等国际轴承厂的合格供应商。

图31： 2019 年以来中国轴承钢产量稳步提升



资料来源：特钢协，浙商证券研究所

图32： 2022 年 1-10 月中国轴承钢市场 CR3 高达 62%



资料来源：特钢协，浙商证券研究所

2) 中国轴承零部件的加工效率、加工质量以及材料的利用率全球领先。由于轴承套圈的生产技术要求较高，中国企业对员工培训的周期及方式也具有较高的标准，这为国际轴承厂商节约人工成本的同时，也保证了加工的质量和效率。

八大轴承企业中瑞典斯凯孚最早于 1994 年开始在中国投资生产，近 27 年来八大跨国轴承公司陆续在中国投资生产轴承以及相关产品的工厂，目前八大跨国轴承公司在华约有 62 家生产企业，并且 SKF、SCHAEFFLER、NSK、JTKET、TIMKEN 六大轴承厂均在中国设有总部及技术中心。

表11: 八大家 2021 年以来在华投资情况

日期	公司名称	在中国的最近投资
2021 年 3 月 15 日	TIMKEN	扩建湘潭制造基地项目，总投资额将超过 3 亿元人民币。新厂房建设完工后，铁姆肯公司湘潭制造基地建筑面积将扩大 120%，并将引进更多超大尺寸风能轴承生产线，以扩充产品线并大幅提高产能。
2021 年 4 月 18 日	SKF	全球最大的球轴承生产基地及研发中心启动仪式在绍兴市新昌县举行。该项目是斯凯孚目前全球首个球轴承研发中心，总投资 7.7 亿瑞典克朗。
2021 年 5 月 28 日	SCHAEFFLER	舍弗勒南京工厂 4 号厂房正式启用，总投资 12 亿元，用于生产直径 800 毫米以上的风电主轴轴承、重工轴承、齿轮箱轴承等产品，目前是亚太地区最大的风电轴承生产基地。
2021 年 7 月 25 日	SCHAEFFLER	舍弗勒宁夏工厂汽车用轴承国产化及产能扩充、舍弗勒宁夏轴承研发中心、工业 4.0 推动项目签约落户银川经开区。舍弗勒计划于 2021 年至 2023 年向银川工厂投资 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，将其建设成为国内最大的高端乘用车轴承生产基地。

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

### 3.2.3 公司轴承套圈领域技术储备充分，在同行业中处于领先地位

磨前产品技术储备充分，具有横向拓展产品基础。公司是国内少数涵盖精密锻造、制管、冷成形、机加工、热处理、磨加工、装配的轴承、精密零部件全产业链企业，按制造过程可分为磨前制造和磨装制造两大部分，磨加工之前的产品成为磨前产品，生产工序多，工艺要求高。公司对于轴承产品的技术累积位于同行业企业前列，也相应带动公司可以横向进入技术要求更高的新能源汽车轴承、风电轴承滚子等领域。

图33: 套圈属于磨前产品，生产工艺要求高



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司在产业链上的技术储备更齐全，在同行业中处于领先地位。国内外生产轴承套圈企业主要包括五洲新春、金沃股份、广瀨精密机械、浙江辛子精工等，目前上市企业包括五洲新春和金沃股份两家。公司目前在轴承套圈领域的主要竞争对手为金沃股份，公司在轴承套圈领域经营时间超过对手多年，在产业链完整度上具备优势。

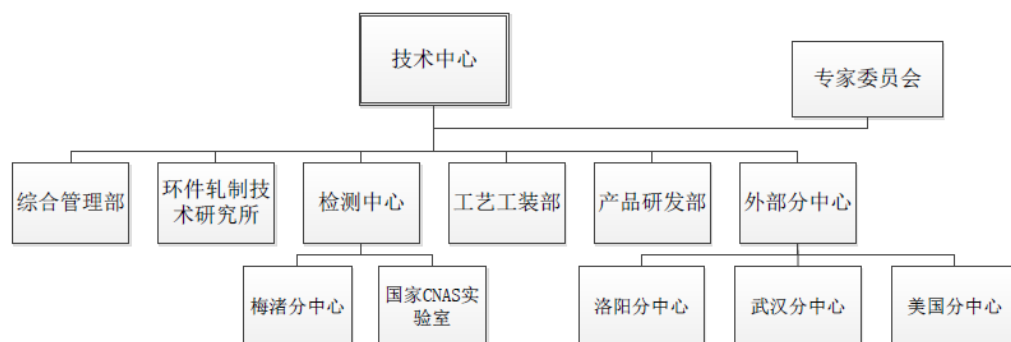
表12: 国内同行业生产企业情况概览

公司名称	主要产品	2021 年营收(亿元)
金沃股份	球类、滚针类和滚子类等轴承的套圈	8.96
五洲新春	深沟球轴承、圆锥滚子轴承、滚针轴承和调心滚子等轴承及套圈	13.27
海宁上通优必胜	汽车圆锥轴承、双列角接触轴承、双列圆锥轴承等的套圈	-
绍兴旭日绵	小型深沟球形系列轴承的内外套圈	-
广瀨精密机械	精密轴承内外圈	-
浙江辛子精工	内圈、外圈、滚动体、保持架、密封件	-
浙江西密克轴承	轴承套圈、成品轴承	-
洛阳洛凌轴承	汽车滚动轴承及其零部件	-
日本三宅株式会社	锻造、冷辗轴承套圈	-
日本广瀨精工株式会社	轴承内外圈的车削加工、烧结合金零配件的机械加工及汽车零配件加工	-

资料来源: 各公司公告、浙商证券研究所

公司具有强大的研发配套能力，能够满足客户需求进行产品升级。公司采用“研发驱动、营销带动”的经营模式，了解市场需求研发新产品，并根据客户订单安排生产，同时根据客户的需求预测进行适当提前生产备货。以直销为主，经销为辅，并针对海外战略客户采取寄售库存营销模式。公司高度重视研发投入，拥有成熟且完整的研发体系，由技术中心直接管理，具备满足客户需求进行产品升级的能力。

图34: 公司研发体系完整，研发经验丰富



资料来源: 公司招股说明书，浙商证券研究所

### 3.3 基于磨前工艺深厚经验，积极卡位新能源汽车轴承赛道

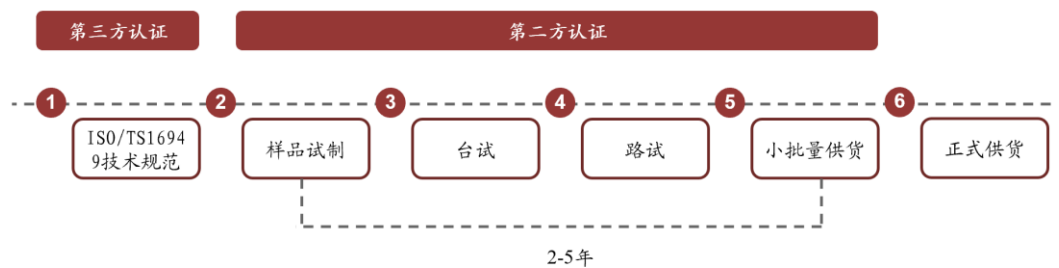
#### 3.3.1 国产新能源车加速崛起，有望重塑汽车轴承前装市场竞争格局

我国汽车轴承前装市场主要份额被海外龙头企业占据，尤其是燃油车领域，主要原因在于：

1) 技术壁垒高：整车厂通常要求供应商具备新技术和新产品开发能力，能够参与整车产品的同步开发或超前研发，以保证汽车轴承能与整车产品同步推出、同步升级。

2) 认证周期长：整车厂采购系统认证流程严格，且认证周期较长，主机厂验证长达2-5年，通过认证流程后才有资格成为整车厂候选供应商。因此，切入整车厂供应链的最佳时机为其研发新车型之时。

图35：整车厂合格供应商认证流程包括第三、二方认证，其中第二方认证长达2-5年

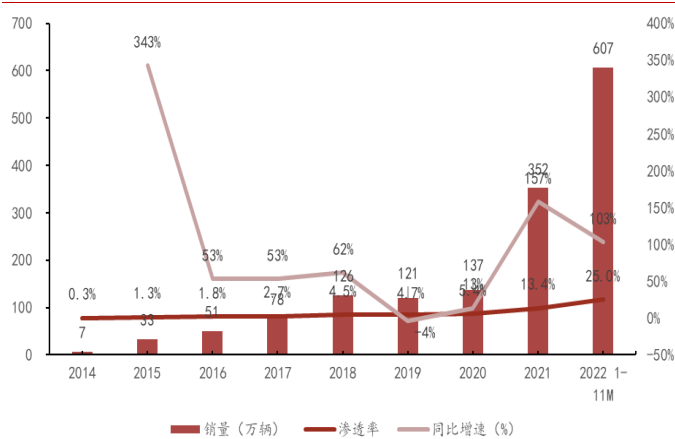


资料来源：雷迪克招股说明书，浙商证券研究所

国内新能源汽车销量高增且车型迭代快，国内轴承厂商迎来新机遇。

1) 近年来国产新能源车迎爆发式增长，自主品牌加速崛起。2015-2021年新能源汽车销量由33.1万辆增至352.1万辆，CAGR=48%。2021年新能源汽车销量达352.1万辆，同比增长157%，实现高速增长。2022年1-11月份新能源车销量606.7万辆，同比增长103%，保持高速增长。其中，比亚迪销量一骑绝尘，“蔚小理”等多家国产新能源车品牌销量靠前。

图36：2022年1-11月份新能源车销量达到607万辆



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

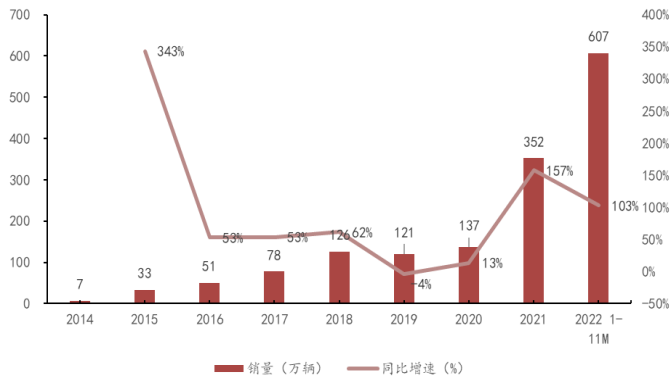
图37：比亚迪等国产品牌销量位居榜首

NEV厂商	2022H1销量 (万辆)
比亚迪汽车	63.38
上汽通用五菱	20.80
特斯拉中国	19.76
奇瑞汽车	10.84
广汽埃安	10.29
吉利汽车	10.21
小鹏汽车	6.90
长安汽车	6.60
哪吒汽车	6.31
长城汽车	6.17
理想汽车	6.04
零跑汽车	5.20
蔚来汽车	5.08
一汽大众	4.17
上汽大众	3.73

资料来源：乘联会，浙商证券研究所

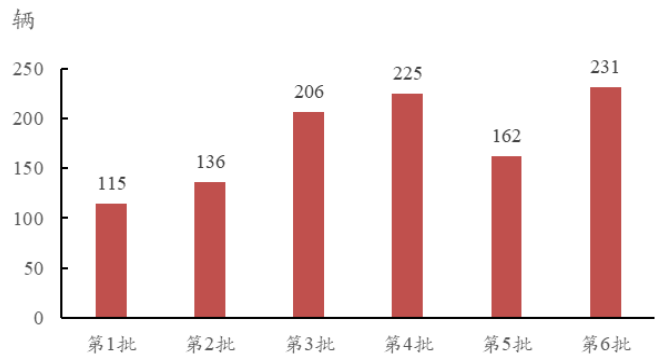
2) 新能源汽车车型迭代快，为轴承市场带来新增量。对汽车轴承来说，每推出一种新车型需要开发一种新轴承。新能源汽车车型众多，根据工信部2021年前6批新能源汽车推广应用推荐车型，市场平均每月推出179种新车型，为轴承市场带来巨大空间。

图38: 2014-2021年新能源汽车销量 CAGR=73%



资料来源: 中汽协, 浙商证券研究所

图39: 2021年1-6月新能源汽车推广应用推荐车型



资料来源: 工信部, 前瞻研究院, 浙商证券研究所

**新能源车轴承竞争格局未稳定, 国产替代正当时。**目前新能源车轴承竞争格局尚未稳定, 仍处于国产替代过程中, 主要市场参与者有舍弗勒、斯凯孚、NSK、新火炬、人本集团、万向钱潮、光洋股份、雷迪克、五洲新春等。国内外各家轴承厂商均希望利用自身优势, 积极抢占市场份额。

图40: 新能源汽车轴承竞争格局尚未稳定, 国内外各轴承厂商均有参加 (以轮毂单元为例)

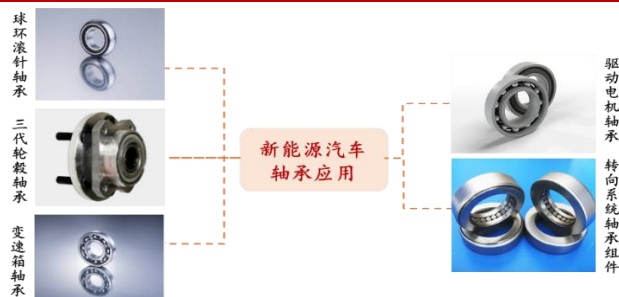


资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

### 3.3.2 公司积极卡位新能源汽车轴承赛道, 有望持续打开公司成长天花板

公司五大成品轴承产品应用于新能源汽车, 分别为球环滚针轴承、第三代轮毂轴承单元、变速箱轴承、驱动电机轴承、转向系统轴承组件。其中, 球环滚针轴承、第三代轮毂轴承单元及变速箱轴承已经实现销售, 驱动电机轴承和转向系统轴承组件已研发成功, 市场推广过程中。

图41: 公司五大成品轴承产品应用于新能源汽车



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所



**收购 FLT 有限公司，补齐商业领域“微笑曲线”。**FLT 成立于 2002 年 8 月 14 日，是一家从事工业轴承销售的波兰公司，目前在欧洲的波兰、意大利、法国、英国、德国，及美国和中国（无锡）均有布局，产品销往欧洲、美洲和亚洲。最终用户包括菲亚特、奔驰、沃尔沃、宝马、通用、东风等著名品牌汽车及部分工业主机。

FLT2020 年营收 4.60 亿元，净利润 2108 万元（折算为人民币），与 2019 年基本保持一致。并购前公司轴承产品 70% 配套汽车市场，本次收购双方可以在技术、品牌、渠道等方面实现资源共享，形成研发、生产、市场、品牌等方面的协同效应，也将促进 FLT 业务的有效提升。具体来说，1) FLT 的营收 70% 来自于用于工业传动系统的销售。整合后可以在汽车和工业传动两个市场同时发力，市场前景更加广阔；2) 并购前 FLT 销售的轴承 85% 是在体外采购，其中 60% 在欧洲采购，这部分可以部分逐步转入公司内部生产，性价比更可控，市场竞争力会更强，进一步促进老客户的占比增加和新市场、新客户的开拓。

表13: FLT 近三年经营成果稳中有升，2020 年营业收入 4.6 亿元，净利润 2100 万元

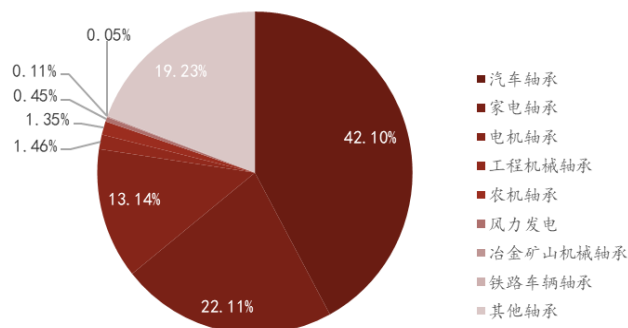
项目	2019 年度	2020 年度	2021 年一季度
资产总额	22271	27651	31000
负债总额	8206	10733	13028
净资产	14065	16918	17971
营业收入	53369	45965	15675
净利润	2050	2108	880

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 3.3.3 汽车轴承市场广阔，到 2025 年公司五类新能源车轴承市场规模有望达 142 亿

目前汽车轴承行业规模约 958 亿元，到 2025 年有望达到 1050 亿元。根据中国轴承工业协会、《中国机械工业年鉴 2020》数据，2021 年轴承行业主营收入 2278 亿元，2020 年汽车在下游应用中占比约 42%，假设 2021 年汽车在轴承应用中占比维持 42%，那么汽车轴承市场约 958 亿元。根据十四五规划，“十四五”期间轴承行业目标主营收入达到 2237-2583 亿元，年均递增 3%-6%，产值达到 224 亿-253 亿元。假设到 2025 年，我国轴承制造行业收入规模突破 2500 亿元，汽车在轴承应用中占比维持 2020 年的 42%，则到 2025 年主营收入口径下汽车轴承市场规模将达到 1050 亿元。

图42: 2020 年汽车在轴承下游应用中占比约 42%



资料来源：《中国机械工业年鉴 2020》，浙商证券研究所

随着国内新能源汽车及轴承行业不断发展，我们认为到 2025 年国内新能源汽车的球环滚针轴承、第三代轮毂轴承单元、变速箱轴承、驱动电机轴承、转向系统轴承组件市场规模约 142 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 30%。核心假设如下：

假设 1：根据中汽协对 2022-2023 年新能源汽车销量预测，我们假设 2022-2025 年新能源车总销量分别为 670、900、1279、1464 万台，2022-2025 年 CAGR 约 30%。

假设 2：我们假设球环滚针轴承单价约 7 元，单车用量 6 个，单车价值量 42 元；第三代轮毂轴承单元单价约 150 元，单车用量 4 个，单车价值量 600 元；变速箱轴承单价 15 元，单车用量 4-6 个，平均单车价值量 75 元；由于汽车分为单驱、双驱、三驱，因此平均 1 辆车有 1.8 台电机，驱动电机轴承单价 20 元，1 台电机用 4 个，单车价值量为 144 元；转向系统轴承组件单价 110 元，单车用量 1 个，单车价值量 110 元。

表14：2025 年国内新能源车五类轴承市场规模约 142 亿元，2022-2025CAGR 约 30%

新能源车前装市场	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
单车价值量（元/量）						
球环滚针轴承	42	42	42	42	42	42
第三代轮毂轴承单元	600	600	600	600	600	600
变速箱轴承	75	75	75	75	75	75
驱动电机轴承	144	144	144	144	144	144
转向系统轴承组件	110	110	110	110	110	110
上述五类轴承单车价值量（元/量）	971	971	971	971	971	971
新能源汽车销量（万辆）	137	352	670	900	1279	1464
球环滚针轴承	0.6	1.5	2.8	3.8	5.4	6.1
轮毂单元	8.2	21.1	40.2	54.0	76.8	87.8
变速箱轴承	1.0	2.6	5.0	6.8	9.6	11.0
驱动电机轴承	2.0	5.1	9.6	13.0	18.4	21.1
转向系统轴承组件	1.5	3.9	7.4	9.9	14.1	16.1
上述五类轴承市场规模（亿元）	13.3	34.2	65.1	87.4	124.2	142.2
YOY	13%	157%	90%	34%	42%	14%

资料来源：中汽协，浙商证券研究所测算

## 4 汽车配件有望继续扩张，打造精密零部件平台型公司

### 4.1 国产替代和行业景气提升，2021 年汽车销量高达 2627.5 万辆

2021 年我国汽车行业恢复正增长 3.8%。根据中国汽车工业协会数据，2020 年我国汽车销售完成 2531.1 万辆，同比下降 1.8%，降幅比上年收窄 7.2pct。随着疫情控制稳定，国民经济稳定回升，消费需求将加速恢复，中国汽车市场总体潜力依然巨大。2021 年实现恢复性正增长，汽车销量高达 2627.5 万辆，同比增长 4%。

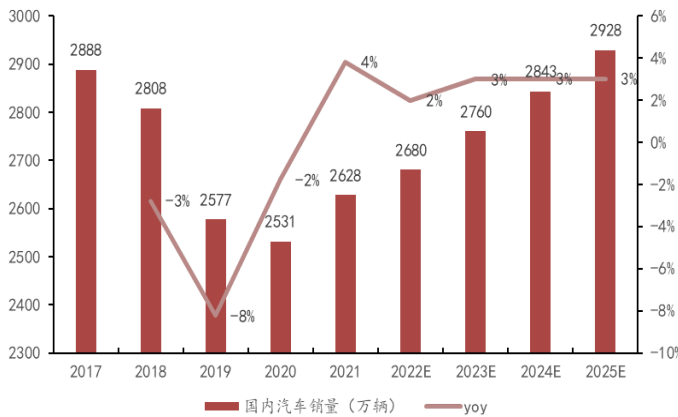
**国产替代驱动汽车零部件市场快速增长。**我国汽车零部件行业在国产替代需求驱动下保持良好增长势头。根据国家统计局数据，我国 2021 年汽车零部件制造业营业收入约 4.1 万亿元，同比增长 12%。除此，受益于环保和“碳中和”的推进，新能源汽车销量和市占率快速提升。根据我们测算，2025 年新能源车总销量达 1464 万台，2017-2025 年复合增速 30%；至 2025 年，新能源车市占率有望稳步提升至 50%。

图43: 2014-2021年中国汽车平均销量为2630万辆



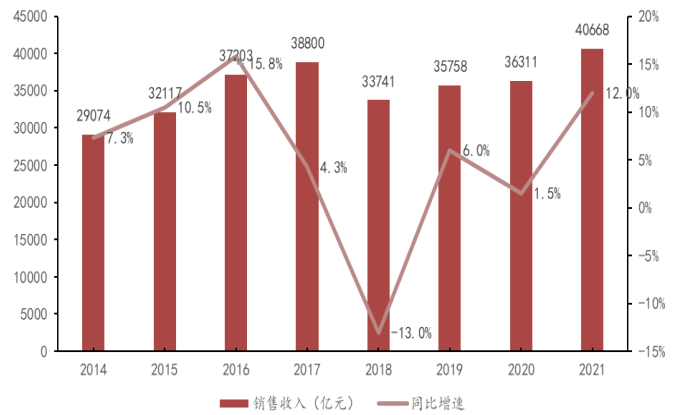
资料来源: 中国汽车工业协会, 浙商证券研究所

图45: 2017-2025我国汽车销量 GAGR 约 0.2%



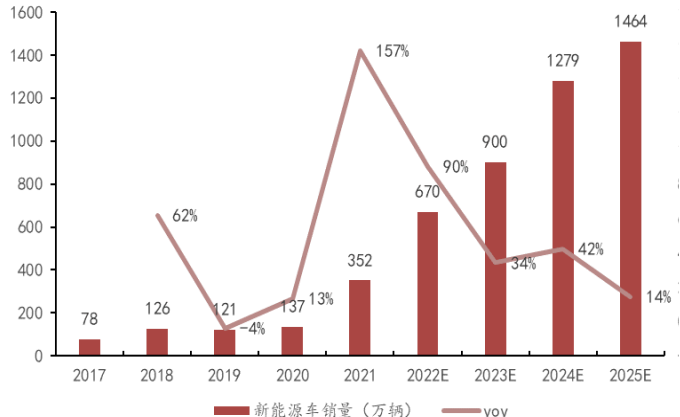
资料来源: 中国汽车工业协会, 浙商证券研究所测算

图44: 2021年国内汽车零部件制造商营收增速约12%



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图46: 2017-2025年新能源车 CAGR 约 30%



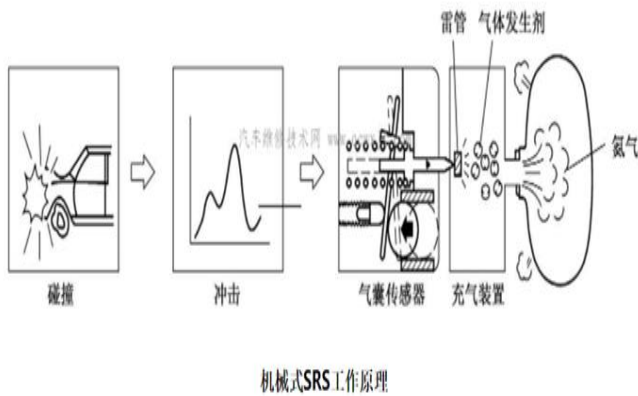
资料来源: 中国汽车工业协会, 浙商证券研究所测算

## 4.2 公司突破汽车安全件和其他汽车零部件, 填补了国内空白

目前公司主要可配套以下三类汽车零部件。1) 安全气囊气体发生器部件; 2) 新能源汽车动力驱动装置, 主要配件是变速器、减速器齿轮、齿坯、齿套以及传动轴等; 3) 新能源驱动电机轴类和壳类业务, 包括电机主轴和电机壳体。

1) 自研自产的安全气囊气体发生器部件已实现进口替代, 填补了国内空白。气体发生器钢管全球仅有三家企业生产, 分别为意大利特纳瑞斯、日本住友株式会社和中国五洲新春。根据2021年公司年报, 平均每辆汽车需要4-6根钢管, 全球市场规模约25-30亿元。公司汽车安全气囊气体发生器部件下游客户主要有奥托立夫、均胜电子以及比亚迪。公司通过奥托立夫配套特斯拉、蔚来等国内新能源汽车, 并成为比亚迪的一级供应商。2021年公司实现营收8097万, 占公司总营收约3.3%。

图47: 汽车安全气囊系统工作原理



资料来源: 汽车维修技术网, 浙商证券研究所

图48: 公司汽车安全气囊气体发生器部件已实现国产替代



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2) 公司新能源汽车动力驱动装置零部件成功配套双环传动、南京泉峰、舍弗勒以及 GKN 等大客户。2021 年双环传动与邦奇达成新能源汽车齿轮的战略合作协议, 公司主要为双环传动提供齿轮的锻造与机加工; 南京泉峰收到长城汽车关于新能源汽车齿轮定点通知书, 公司也为南京泉峰提供齿轮胚制造。2021 年公司实现营收 2.5 亿元, 占公司总营收约 10%。

图49: 新能源车驱动装置齿轮简化



资料来源: 新能源汽车网, 浙商证券研究所

图50: 公司新能源汽车齿轮



资料来源: 新能源汽车网, 浙商证券研究所

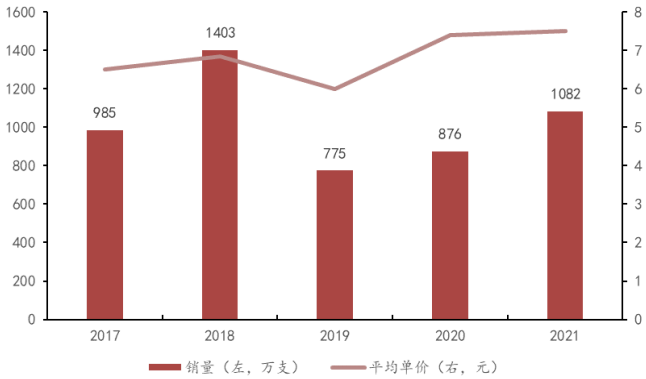
3) 新能源驱动电机壳类和轴类业务市场规模有望进一步扩大。主要以驱动电机的壳类和轴类为主, 该业务是 2022 年公司拓展的新业务, 未来 5 年具备较好市场前景。

### 4.3 汽车零部件有望继续拓展新客户, 对利率拉升作用逐渐彰显

开发新客户均胜电子, 成材率大幅提升, 未来收入和毛利率有望实现双增。根据汽车之家数据, 2020 年均胜电子安全系统营收规模已跻身全球汽车配件前三十强, 为全球第二大汽车安全产品供应商, 汽车安全产品市场市占率达 30%, 仅次于奥托立夫。均胜安全系统在全球范围内, 尤其是日系客户领域认可度较高, 主要下游客户有丰田、日产、本田、马自达等近 10 家日本车企。随着公司成功进入均胜安全系统供应商体系, 预计未来批量供货订单会进一步增加。

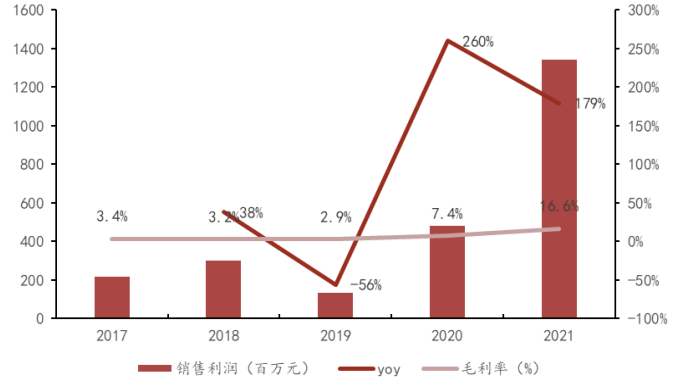
在下游需求的带动下，2021 年公司汽车安全件实现营收 8097 万，同比增长 24%；实现销售利润 1341 万元，同比增长 179%，实现高速增长。毛利率方面，多年来由于耗材率和废品率较高，毛利率较低。2021 年公司实现工艺突破，质量合格率和成材率提升显著，**推动毛利率提高至 16.6%，同比提升 9.2pct**。我们预计，随着未来销量增长，技术不断成熟，汽车安全件毛利率将有望逐渐提升至 20%左右，**在销售收入和毛利率的共同提高下有望助推公司业绩快速增长**。

图51: 2017-2021 年公司汽车安全件平均销量为 1024 万支



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图52: 2021 年汽车安全件销售利润同比增长 179%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

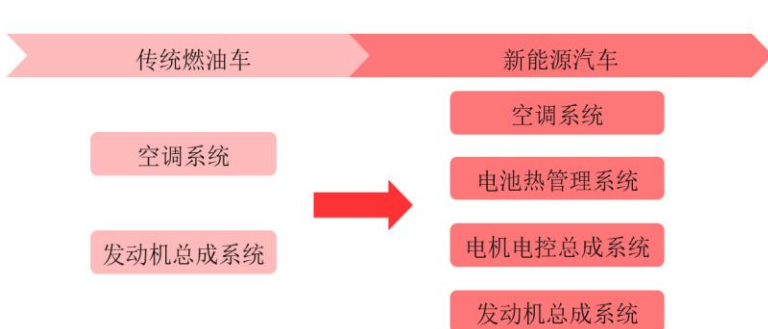
受益于行业景气和国产替代，其他汽配零部件保持稳定增长。2021 年公司汽车其他零部件实现营业收 2.5 亿元，同比增长 5%，毛利率 20.8%，同比提升 0.4pct，我们认为未来随着行业景气度的不断提升、全球大客户的战略合作、国产替代政策的推动和公司不断的创新发展，将继续推动该项业务的快速增长。

## 5 新能源汽车景气推动热管理系统升级，行业前景广阔

汽车热管理系统广泛意义上包括对所有车载热源系统进行综合管理与优化。热管理系统主要是用于冷却和温度控制，例如对发动机、润滑油、增压空气、燃料、电子装置以及 EGR 的冷却，对发动机舱及驾驶室的温度控制。热管理系统工作性能的优劣，直接影响汽车的整体性能。

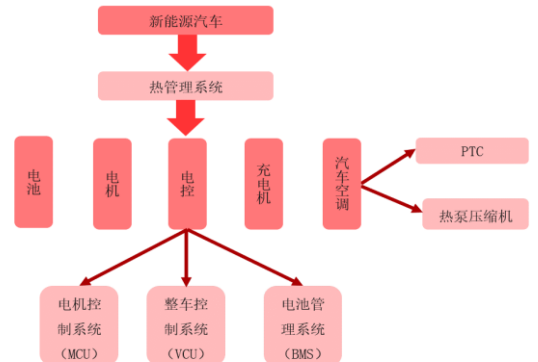
传统汽车的热管理系统主要为发动机、变速器的散热系统和汽车空调，而新能源汽车的热管理系统涵盖了新能源汽车几乎所有的组成部分，主要范围包括动力电池、驱动电机、整车电控等等，复杂程度更高，因此成为车企开发的重点。

图53: 新能源汽车对热管理要求由 2 个环节上升至 4 个环节



资料来源: 佐思汽车研究, 浙商证券研究所

图54: 热管理系统几乎涵盖新能源汽车所有部分

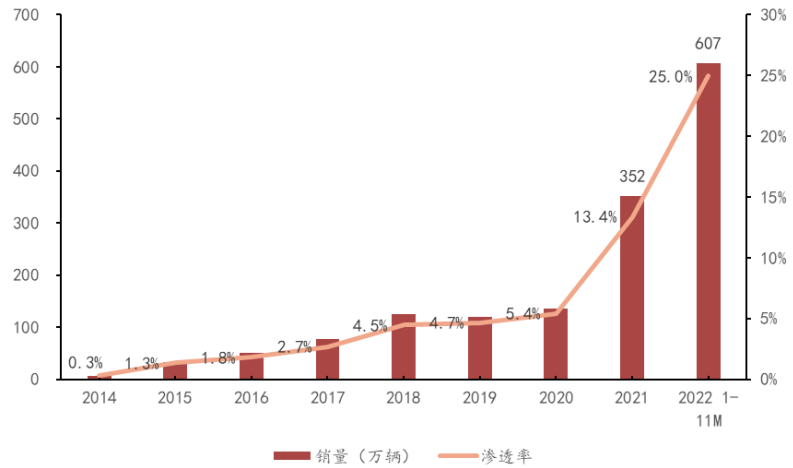


资料来源: 盖世汽车资讯网, 浙商证券研究所



随着新能源汽车渗透率持续上升，带动热管理系统市场空间不断拓展。截止 2022-11-30，新能源汽车渗透率达 25%，相较于 2021 年渗透率提升 11.6pct，提前完成《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》所提 2025 年新能源汽车占总销量 20% 的目标。汽车热管理是高弹性的新能源汽车零部件赛道，电动车管理技术加速迭代，新方案持续渗透，并且单车价值量提升。根据公司 2021 年年报，汽车热管理系统的价值量从燃油车的 1920 元提升至新能源车的 8000 元左右，占总车成本的 5%（以 Model3 为例）。

图55：2021 年新能源汽车渗透率由 6.4% 上升至 21.8%



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

**入主热管理系统具备协同效应，加速业务发展。**公司 2018 年以 5.98 亿元完成对新龙实业 100% 股权收购，新龙实业主营汽车空调和家用、商用空调管路件的制造，与著名汽配公司法雷奥、马勒贝洱、富奥翰昂等、热交换器和系统的全球领先制造商摩丁以及著名空调生产企业长虹空调、海信日立等具有良好的合作关系。

此次收购具备强协同效应：一方面，双方依托自身在国内外汽车企业中优质客户资源相互渗透，提升在行业中的地位；另一方面，双方通过学习对方在研发和创新层面的技术优势，不断提高产品竞争力。2018-2019 年新龙实业对赌承诺均超额完成，2020 年由于疫情影响导致部分客户需求下降导致最终完成率为 87.2%。随着疫情得到控制，新龙实业业绩预计逐步复苏。

表15：2020 年新龙实业对赌承诺完成率 87.2%，三年合计完成率 97%

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	三年合计
营业收入 (万元)	47108	48443	40304	63980	
归母净利润 (万元)	5740	5288	5109	4688	
承诺完成 (万元)	4600	5100	5600		15300
实际完成 (万元)	4729	5235	4882		14846
完成率	102.8%	102.6%	87.2%		97.0%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 6 投资建议

### 6.1 盈利预测

#### (1) 收入预测假设:

##### 轴承类产品收入预测:

1) 由于 2022 年风电新增装机量低于预期, 预计轴承套圈业务增速放缓; 预计 2023、2024 年风电新增装机量高增, 轴承套圈增速有望提升。考虑到公司未来重点发展方向不在轴承套圈, 假设轴承套圈产品增速处于较低且稳定水平, 2022-2024 年增速稳定在 10%;

2) 2021 年 10 月公司完成对波兰 FLT 公司 100% 股权收购, 从 2021 年 10 月份开始并表。2022 年波兰 FLT 受欧元贬值、俄乌战争致需求下降等影响, 预计收入利润与去年持平。考虑到公司在中高端轴承方面技术进步明显, 叠加新能源汽车销量高增带来可观的汽车轴承增量市场。除 FLT 子公司外, 其他成品轴承收入预计 2022-2025 年维持 15%-20% 增长。因此, 我们假设 2022-2025 年成品轴承销量增速为 102%、30%、25%;

3) 考虑未来国内新能源汽车销量有望保持高速增长, 将为汽车轴承带来较大增量市场, 结合上述假设, 我们预计 2022-2025 年公司轴承类产品收入增速分别为 45%、21%、19%。

表16: 预计到 2024 年轴承套圈收入 11 亿元, 成品轴承收入 17 亿元

	2021A	2022E	2023E	2024E
轴承套圈销量 (万件)	25510	28062	30868	33954
yoy	7.8%	10.0%	10.0%	10.0%
轴承套圈单价 (元/件)	3.20	3.20	3.20	3.20
yoy	14.3%	0.0%	0.0%	0.0%
轴承套圈收入 (万元)	81634	89797	98777	108654
yoy	23%	10%	10%	10%
成品轴承销量 (万件)	17035	34442	44774	55968
yoy	67.0%	102%	30%	25%
成品轴承单价 (元/件)	3.00	3.00	3.00	3.00
yoy	-6.3%	0.0%	0.0%	0.0%
成品轴承收入 (万元)	51104	103325	134322	167903
yoy	57%	102%	18%	16%
轴承类产品收入 (万元)	132737	193122	233099	276557
yoy	34%	45%	21%	19%

资料来源: Wind、浙商证券研究所测算

#### 风电滚子收入预测:

1) “碳中和”环境下, 风电行业景气度持续高涨, 公司风电滚子需求量旺盛, 订单饱满, 叠加产能不断释放。

2) 根据公司公告, 预计定增募投项目——4MW 以上风电机组精密轴承滚子技改项目建设达产后, 将形年产成 2200 万件的风电滚子产能, 预计实现年收入 54,970.90 万元。经测算, 项目投资内部收益率 (税后) 为 28.07%, 税后回收期 (含建设期) 为 5.67 年, 预期效益良好。

我们预计 2022-2024 年公司风电滚子销量分别达到 700、1320、2200 万件，风机装机规模有向大功率化发展趋势，同时随着高价值量的主轴用滚子的突破，公司风电滚子的单价也会随着不断增长，预计 2022-2024 年单价分别为 20、25、25 元，营业收入未来三年分别为 1.4、3.3、5.2 亿元，同比增长 133%、136%、58%。

#### 汽配产品收入预测：

1) 公司汽车安全件业务以新能源客户为主，受益于进口替代和新能源汽车行业景气度提升，我国汽车产业规模居世界首位，汽车零部件保持良好增长势头。

2) 根据公司公告，预计定增募投项目——新能源汽车轴承及零部件技改项目达产后，将形成年产 1020 万件的产能，经测算，项目投资内部收益率（税后）为 11.76%，税后回收期（含建设期）为 8.78 年，预期效益良好。

我们预计 2022-2024 年汽车安全件（气体发生器钢管）销量分别达到 1645、2303、2994 吨/万支，预计单价保持 7.5 元/件不变，营业收入分别为 1.23、1.73、2.25 亿元，同比增长 52%、40%、30%。在下游行业需求拉动和公司新品的不断放量背景下，预计其他汽车零部件营业收入分别下滑 6%、增长 30%、30%。

#### 空调管路收入预测：

公司热管理产品收入主要来自子公司新龙实业。2021 年新龙实业销售收入 6.4 亿。2020 年由于疫情影响空调管路收入下降 20%，2021 年逐步恢复，当年实现收入上涨 65%，得益于新能源汽车销量快速上涨，空调管路产品市场空间将逐步打开原材料需求，我们预计空调管路 2022-2024 年各增长 40%、15%、15%。

#### (2) 毛利率预测假设：

1) **轴承类产品**中，2021 年公司轴承套圈毛利率为 20%。当前公司主要精力集中于技术含量更高的中高端轴承，套圈基本维持平稳，预计 2022-2024 年套圈毛利率维持在 20%。

当前公司成品轴承利润水平较低，仅为 15.5%，一方面随着公司加大对此的研发投入，未来或可依托技术领先取得更高的附加值，另一方面随着新能源汽车渗透率持续提升，公司产能上升，规模效应影响下公司边际利润提高。预计 2022-2024 年成品轴承产品毛利率分别为 17%、18.2%、18.5%。

2) **风电滚子产品**属于高端精密产品，轴研所主轴轴承的滚子突破了国内轴承行业的“卡脖子”工程，公司实现国产化替代，目前国产化替代空间巨大。2017-2021 风电类产品平均毛利率为 37.5%，由于 2022-2023 年为风电滚子设备投入及产能爬坡使其，预计毛利率有所下降。但随 2024 年风电滚子产能达产、规模效应以及新产品放量，未来毛利率有望稳步提升。预计 2022-2024 年公司毛利率 34%、34%、34.5%。

3) **汽配产品** 2017-2021 年平均毛利率为 15%，随着公司 2021 年实现工艺突破，汽配产品收入规模扩大，毛利率快速提升，我们预计 2022-2024 年公司有望通过规模化效应和技术优化驱使毛利率进一步提升至 19.6%、19.5%、19.5%。

**4) 空调管路产品** 2018-2020 年平均毛利率 24.2%，2021 年毛利率较低，约 16%。预计随着新能源汽车产能释放，空调管路产品收入规模扩大，公司毛利率逐渐稳定于中长期水平，预计 2022-2024 年毛利率分别为 18.5%、18.7%、19%。

### (3) 期间费用率假设:

公司的期间费用率相对稳定，2016-2021 年期间费用率维持在 12%-14.4%之间。随公司收入规模的不断扩大，规模效应下期间费用率将呈现下降趋势，预计 2022-2024 年公司期间费用率分别为 12.7%、12.1%、11.8%。

### (4) 营业收入和净利润预测:

根据以上假设，我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 34、43、52 亿元，同比增长 40%、25%、22%；实现净利润分别为 1.8、2.7、3.6 亿元，同比增长 45%、49%、36%。

表17: 公司业务拆分

业务类别	年份	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
轴承类产品	营业收入 (万元)	98916	132737	193122	233099	276557
	Yoy	-18%	34%	45%	21%	19%
	毛利率	16.7%	18.3%	18.4%	19.0%	19.1%
	营收占比	56%	55%	57%	55%	53%
	毛利占比	47%	50%	52%	49%	47%
风电滚子	营业收入 (万元)	2500	6003	14000	33000	52250
	Yoy	300%	140%	133%	136%	58%
	毛利率	39.1%	36.7%	34.0%	34.0%	34.5%
	营收占比	1.4%	2.5%	4.1%	7.8%	10.1%
	毛利占比	2.8%	4.6%	6.9%	12.5%	16.0%
汽配产品	营业收入 (万元)	29831	32670	35327	47159	61306
	Yoy	220%	10%	8%	33%	30%
	毛利率	17.5%	19.7%	19.6%	19.5%	19.5%
	营收占比	17%	13%	10%	11%	12%
	毛利占比	15%	13%	10%	10%	11%
空调管路	营业收入 (万元)	37986	62743	87878	101060	116219
	yoy	-20%	65%	40%	15%	15%
	毛利率	23.5%	16.0%	18.5%	18.7%	19.0%
	营收占比	21.7%	25.9%	25.9%	23.8%	22.4%
	毛利占比	25.3%	20.8%	23.6%	21.0%	19.6%
其他业务	营业收入 (万元)	6165	8164	9364	10896	13005
	yoy	26%	32%	15%	16%	19%
	毛利率	58.8%	64.5%	56.4%	59.6%	61.5%
	营收占比	4%	3%	3%	3%	3%
	毛利占比	10%	11%	8%	7%	7%
公司整体	营业收入 (万元)	175399	242318	339691	425214	519338
	增长率 (%)	-3.8%	38.2%	40.2%	25.2%	22.1%
	毛利率 (%)	20.1%	19.9%	20.2%	21.2%	21.7%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算

## 6.2 估值分析

可比公司选取：选取金沃股份、力星股份、雷迪克作为可比公司，主要原因有公司传统业务中轴承套圈业务营收占比较高，未来公司看点为风电轴承滚子和新能源汽车轴承国产替代。

- 1) 金沃股份主营业务为轴承套圈，截止 2021-12-31，轴承套圈占其营业收入约 95%；公司轴承及配件业务占营业收入约 55%，其中成品轴承占比较高。因此，公司传统业务与金沃股份主营业务具有可比性。
- 2) 力星股份是一家专业生产与销售高精度轴承滚动体的国家高新技术企业，公司和力星股份同为风电滚子市场竞争格局的第三梯度，两家企业滚子营业收入规模相差不大。未来两家企业主要看点在于风电轴承滚子高景气度，因此两者具备可比性。
- 3) 雷迪克是国内汽车轴承优秀供应商，主营产品为第三代汽车轮毂轴承单元，未来看点主要是其第三代轮毂轴承单元在前装市场的国产替代。公司在新能源汽车领域同样布局第三代轮毂轴承单元，主要目标市场是整车厂，未来公司的看点之一是新能源轴承的国产替代。因此，两者具备可比性。

表18：可比公司估值对比

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
金沃股份	17.59	0.57	0.94	2.02	0.74	1.22	2.63	31	19	9
力星股份	30.92	0.75	1.65	2.37	0.3	0.67	0.96	41	19	13
雷迪克	23.48	1.15	1.39	1.77	1.12	1.36	1.73	20	17	13
		行业平均						31	18	12
五洲新春	45.99	1.8	2.67	3.62	0.55	0.81	1.1	26	17	13

数据来源：Wind，浙商证券研究所（以上与收盘价相关的数据截至日期为 2022 年 12 月 15 日，五洲新春数据为浙商机械团队预测，其余公司为 Wind 一致预期）

可比公司 2022-2024 年平均 PE 为 31、18、12 倍，公司与之相比估值水平偏低。考虑公司在风电轴承滚子、新能源汽车轴承以及热管理系统领域等多领域均具备较大发展潜力，公司估值仍有提升空间。

## 6.3 投资建议

预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 34 亿、43 亿、52 亿元，同比增长 40%、25%、22%；实现净利润分别为 1.8 亿、2.67 亿、3.62 亿，同比增长 45%、49%、36%，CAGR 为 42%，对应 PE 为 26 倍、17 倍、13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。



## 7 风险提示

### 7.1 竞争格局恶化风险

1) 风电轴承滚子: 目前公司在高精度风电滚子领域领先国内同行, 但是目前公司下游客户(如新强联等)基于降本需求, 在积极布局产业垂直一体化, 未来有望实现风电滚子自供。若未来下游轴承厂商大多数都走向产业垂直一体化的道路, 则会对公司产品的市场推广和产能利用率带来不利影响。

2) 新能源汽车轴承: 公司主要竞争者为国内外头部轴承公司, 如舍弗勒、SKF、NSK、万向钱潮、光洋股份、兆丰股份、雷迪克等。传统燃油车轴承市场竞争格局较为稳固, 难以突破。新能源车轴承市场竞争格局尚未稳定, 各个竞争对手均利用自身优势积极抢占市场份额, 公司或将面临行业竞争加剧的风险, 进而影响公司的盈利能力。

### 7.2 风电新增装机量不及预期风险

公司风电轴承套圈和滚子业务与风电新增装机量相关性较高。若当年风电装机量不及预期, 终端需求下降, 将对公司风电轴承套圈和滚子业务造成不利影响。

### 7.3 汽车产销不及预期

公司成品轴承、汽车零部件以及热管理系统零部件业务与汽车产销情况相关性较高。若汽车产销不及预期, 终端需求下降, 将对公司上述业务造成不利影响。

### 7.4 行业空间测算偏差风险

报告内涉及市场空间测算基于一定假设条件, 存在不达预期的可能, 同时部分数据基于产业链调研获得, 或因数据样本的不足与行业实际情况存在偏差, 最终导致测算结果不及预期, 结论仅供参考。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2314	2722	3317	3898
现金	518	347	394	420
交易性金融资产	12	37	44	31
应收账款	765	1043	1296	1511
其它应收款	22	29	37	46
预付账款	24	31	43	49
存货	862	1144	1402	1740
其他	110	90	101	101
<b>非流动资产</b>	1915	1927	1962	2011
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1000	1042	1075	1119
无形资产	278	288	305	331
在建工程	124	89	72	49
其他	514	508	510	512
<b>资产总计</b>	4229	4649	5280	5909
<b>流动负债</b>	1845	2073	2365	2628
短期借款	975	1071	1079	1048
应付款项	629	803	1038	1260
预收账款	4	6	6	9
其他	237	193	242	312
<b>非流动负债</b>	335	271	328	311
长期借款	15	15	15	15
其他	320	255	313	296
<b>负债合计</b>	2181	2344	2693	2939
少数股东权益	99	110	125	146
归属母公司股东权	1949	2195	2462	2824
<b>负债和股东权益</b>	4229	4649	5280	5909

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	81	(47)	162	252
净利润	131	190	282	383
折旧摊销	120	76	83	90
财务费用	52	64	70	68
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	97	(135)	(58)	(8)
其它	(315)	(239)	(211)	(277)
<b>投资活动现金流</b>	(291)	(122)	(116)	(120)
资本支出	(138)	(73)	(88)	(100)
长期投资	(1)	3	(2)	0
其他	(152)	(52)	(26)	(20)
<b>筹资活动现金流</b>	187	(1)	1	(107)
短期借款	355	96	8	(31)
长期借款	15	0	0	0
其他	(184)	(97)	(7)	(76)
<b>现金净增加额</b>	(23)	(171)	47	26

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2423	3397	4252	5193
营业成本	1941	2709	3352	4065
营业税金及附加	19	27	34	42
营业费用	44	68	94	130
管理费用	157	197	225	260
研发费用	82	102	128	156
财务费用	52	64	70	68
资产减值损失	21	47	58	67
公允价值变动损益	6	6	6	6
投资净收益	3	3	3	3
其他经营收益	27	22	24	24
<b>营业利润</b>	143	214	326	441
营业外收支	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	152	223	335	450
所得税	21	33	53	67
<b>净利润</b>	131	190	282	383
少数股东损益	7	10	15	21
<b>归属母公司净利润</b>	124	180	267	362
EBITDA	314	358	480	601
EPS (最新摊薄)	0.38	0.55	0.81	1.10

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.15%	40.18%	25.18%	22.14%
营业利润	87.10%	49.84%	51.97%	35.46%
归属母公司净利润	98.89%	45.48%	48.52%	35.75%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.89%	20.24%	21.17%	21.74%
净利率	5.39%	5.59%	6.63%	7.37%
ROE	6.27%	8.26%	10.91%	13.04%
ROIC	5.52%	7.26%	9.32%	11.05%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.56%	50.42%	51.00%	49.74%
净负债比率	48.22%	47.22%	41.63%	37.39%
流动比率	1.25	1.31	1.40	1.48
速动比率	0.79	0.76	0.81	0.82
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.64	0.77	0.86	0.93
应收账款周转率	4.42	4.62	4.34	4.27
应付账款周转率	5.15	5.32	5.11	4.97
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.38	0.55	0.81	1.10
每股经营现金	0.25	-0.14	0.49	0.77
每股净资产	6.47	6.68	7.50	8.60
<b>估值比率</b>				
P/E	37.23	25.59	17.23	12.69
P/B	2.16	2.09	1.87	1.63
EV/EBITDA	18.71	15.18	11.29	8.99

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>