

国内滚针轴承龙头，国产替代未来可期

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司为国内滚针轴承行业龙头，2017-2020年，公司滚针轴承产量在轴承行业同类产品排名第一，产品矩阵丰富，性能优异，部分产品实现国产替代；2) 我国轴承产业快速发展，2021年全国轴承企业主营业务收入达2278亿元，预计2025年我国轴承制造行业市场规模将突破2500亿元；3) 公司已与博世、博格华纳、采埃孚和上汽变速器国内外主流零部件厂商建立多年直接合作关系，并形成了稳定供应链关系，逐步成为其供应链体系中不可或缺的一环。
- 公司作为国内滚针轴承行业龙头，2017-2020年连续四年产量排名第一。**根据中国轴承工业协会的统计数据，2017年度、2018年度和2019年度，公司滚针轴承产量分别为11559万套、14262万套和14987万套，占当期参与协会汇总的主要轴承企业滚针轴承产量的比例分别为22.5%、27.4%和27.6%。
- 公司产品性能优越，毛利率高于行业平均水平。**公司凭借在滚针轴承领域的技术研发积累，主要产品在产品性能及制造工艺上已具备较强的竞争优势，通过产品达到高技术要求及标准，公司定价水平自主权更为灵活，在国内市场中产品价格及毛利率水平较高。2020年-2023年第一季度，公司毛利率水平高于行业平均，分别为34.4%、29.6%、32.9%和39.4%。
- 公司作为国内滚针轴承细分领域的头部企业，已与博世、博格华纳、采埃孚和上汽变速器国内外主流零部件厂商建立多年直接合作关系。**公司以优质的产品和服务挺进全球中高端轴承配套市场。目前部分产品通过零部件制造商供应给了特斯拉用于新能源汽车的配套。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.1/1.4/1.8亿元，CAGR为29.7%，对应PE为15/11/9倍。考虑到2024年沪深同行业平均估值为17倍，公司为国内轴承龙头企业，客源稳定，国产替代趋势中占据先发优势，业绩有望持续高增，同时考虑到北交所与主板的流动性差异，我们给予公司2024年14倍PE，对应目标价为20.44元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧的风险、应收账款发生坏账的风险、国际贸易争端带来的风险、主要原材料价格波动的风险、汇率波动风险。

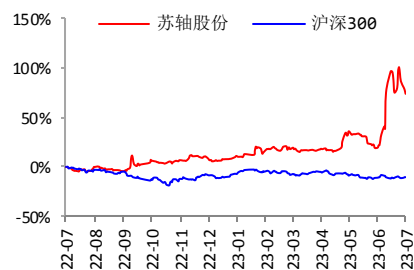
指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	563.35	718.94	906.97	1129.80
增长率	5.87%	27.62%	26.15%	24.57%
归属母公司净利润(百万元)	83.71	108.05	141.22	182.43
增长率	32.49%	29.08%	30.70%	29.18%
每股收益EPS(元)	0.87	1.12	1.46	1.89
净资产收益率ROE	13.52%	15.55%	17.77%	19.76%
PE	19	15	11	9
PB	2.59	2.30	2.02	1.73

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: iFind

基础数据

总股本(万股)	9672
流通A股(万股)	5114
总市值(亿元)	16.02
总资产(亿元)	7.29
每股净资产(元)	6.63

相关研究

目 录

1 深耕滚针轴承六十余载，产销规模位于行业前列	1
1.1 国内滚针轴承领域品种最多、规格最全的专业制造商.....	1
1.2 股权结构集中，苏州市国资委为控股股东.....	2
1.3 机械工业经济运行平稳向好，企业规模持续扩张.....	3
2 下游汽车市场持续回暖，为轴承行业带来增量市场	5
2.1 中低端轴承产能过剩，国家产业政策助力创新发展.....	5
2.2 下游乘用车产销恢复，拉动轴承行业持续发展.....	7
2.3 国内竞争格局较为分散，中高端滚针轴承细分领域竞争加剧.....	8
3 产品矩阵丰富性能优越，以研发为基础夯实品牌影响力	9
3.1 滚针轴承国内龙头，产品应用领域广泛.....	9
3.2 核心技术壁垒高筑，国产替代打开成长空间.....	11
3.3 品牌影响力强，客户资源丰富且稳定.....	14
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 相对估值.....	17
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 7 月 11 日)	3
图 3: 公司营业总收入及增速.....	3
图 4: 公司归母净利润及增速.....	3
图 5: 公司主营业务收入按产品构成情况.....	4
图 6: 公司主营业务收入按地区构成情况.....	4
图 7: 公司毛利率及净利率.....	4
图 8: 公司各项费用率.....	4
图 9: 2015-2021 年全国轴承企业主营业务收入.....	5
图 10: 滚针轴承进出口均价对比.....	6
图 11: 轴承行业与上下游行业之间的关联性.....	7
图 12: 2018-2022 年我国汽车销量 (万辆)	8
图 13: 2018-2022 年我国汽车产量 (万辆)	8
图 14: 2020 年全球轴承市场竞争格局.....	9
图 15: 2021 年中国轴承产业产值竞争格局.....	9
图 16: 公司与可比公司毛利率对比.....	10
图 17: 我国新能源汽车产量 (万辆)	11
图 18: 我国新能源汽车销量 (万辆)	11
图 19: 2017-2023 年全球工业机器人出货量预测趋势图.....	11
图 20: 2017-2023 年中国工业机器人装机量预测趋势图.....	11
图 21: 公司与可比公司研发费用率对比.....	13
图 22: 分地区销售收入占比.....	16
图 23: 分地区销售毛利率.....	16
图 24: 国内销售主要客户情况.....	16
图 25: 国外销售主要客户情况.....	16

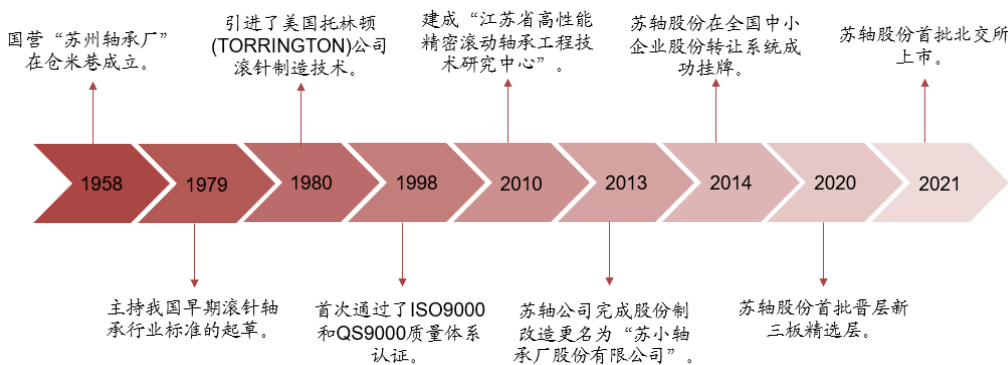
表 目 录

表 1: 公司主要产品及其用途.....	1
表 2: 近期国家助力汽车行业、轴承产业相关政策.....	6
表 3: 公司主要竞争对手.....	9
表 4: 公司主要产品部分型号轴承产品性能及国内竞争对手的对比情况.....	10
表 5: 公司核心技术的竞争优势和先进性.....	12
表 6: 公司研发项目.....	13
表 7: 公司主要客户信息.....	15
表 8: 分业务收入及毛利率.....	17
表 9: 可比公司估值.....	18
附表: 财务预测与估值.....	19

1 深耕滚针轴承六十余载，产销规模位于行业前列

深耕滚针轴承行业的创新型实体制造业企业，主营业务为滚针轴承及滚动体的研发、生产及销售。公司前身苏州轴承厂，最早成立于1958年，成立60余年以来，一直专注于滚针轴承行业，在滚针轴承行业拥有丰富的制造经验和深厚的技术积累。公司在上世纪六十年代初，即生产出了我国第一支滚针，七十年代主持起草了我国第一部滚针轴承行业标准，八十年代注册“中华”商标，九十年代被认定为江苏省第一批高新技术企业，公司于2008年被认定为国家高新技术企业并维持至今。2022年，公司获得“江苏省五一劳动奖状”、“江苏省机械行业优秀品牌奖”，入选国家级专精特新“小巨人”企业和北交所北证首只50指数，并纳入北交所融资融券标的。

图1：公司历史沿革







数据来源：公司官网，西南证券整理

1.1 国内滚针轴承领域品种最多、规格最全的专业制造商

滚针轴承细分领域产品丰富，产品应用广泛。公司的产品可以分为滚针轴承和滚动体两大类。其中，滚针轴承又可以细分为向心滚针轴承、推力滚针轴承、单向轴承、圆柱滚子轴承、滚轮滚针轴承等。产品被广泛应用于汽车变速箱、发动机、分动器等领域，同时还为工程机械、减速机、电动工具、家用电器等行业配套。

表1：公司主要产品及其用途

产品名称		产品功能用途介绍	图例
向心滚针轴承	实体套圈滚针轴承	实体套圈滚针轴承由机加工外圈、滚针和保持架组件以及可分离内圈组成。该类产品有带挡边、不带挡边、带内圈或不带内圈的滚针轴承结构形式，可以根据不同的需要进行选用。不带内圈的该类轴承，有特别紧凑的径向尺寸，要求轴的滚道要经过淬硬和磨削。 此类轴承广泛应用于卡车转向系统、工业自动化、汽车空调压缩机、工程机械液压泵等。	
	冲压外圈滚针轴承	冲压外圈滚针轴承的主要特点是空间结构小而负载能力较高，主要用于结构紧凑和壳体孔不宜作为滚道的场合，轴承与壳体孔以过盈配合方式安装，可省去轴向定位冲压外圈滚针轴承有穿孔形和封口型两种结构。 此类轴承被广泛地应用于汽车变速箱、分动器、增压器、转向系统、空调压缩机、底盘刹车系统、车桥系统，启动电机，电动工具、工程液压机构、农林机械等	

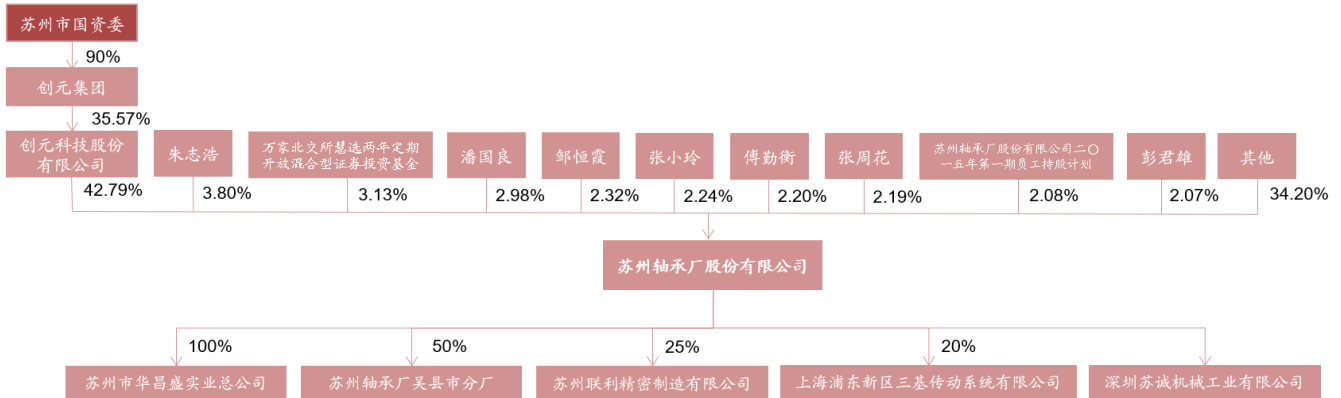
产品名称		产品功能用途介绍	图例
向心滚针和保持架组件	向心滚针和保持架组件	<p>向心滚针和保持架组件是由塑料或金属保持架和滚针组成的单列或双列轴承单元，因为其径向截面与滚针的直径相同，可以应用于非常小的轴与轴承座内部空间。此类轴承承载能力高，适用于高速而且特别易于安装。</p> <p>此类轴承应用于汽车、工业传动、摩托车工程机械的传动轴和齿轮箱及连杆轴配置及电动工具等。</p>	
	其他滚针轴承	<p>其它各类滚针轴承，包括半圆轴承、直线轴承等含滚针的各类轴承。上述轴承应用于汽车、工业传动、工程机械、机床等。</p>	
推力滚针轴承		<p>推力滚针轴承由推力滚针和保持架组件及推力垫圈组成，如果相邻零件表面适合作滚道面时，可省去推力垫圈，使轴承在很小的空间下可获得较高的承载能力。推力垫圈与推力滚针和保持架组件可实现分离结构，亦可组合成一体实现非分离结构此类轴承被广泛应用于汽车变速箱、扭矩管理系统、耦合器、空调压缩机、转向器，电动工具、工程液压机械、农业机械、建筑设备等。</p>	
单向轴承	圆柱滚子离合器和球轴承组件	<p>圆柱滚子离合器和球轴承组件由滚柱式离合器和深沟球轴承组合而成。此类轴承具有定位准确，超越时起动力矩小、振动小噪音低、旋转灵活，反向旋转时闭锁可靠传递扭矩大等特点。</p> <p>此类轴承是专门为全自动洗衣机开发的种组合轴承，同时还适用于传递高扭矩的转换器和止回装置。</p>	
	冲压外圈滚针离合器	<p>冲压外圈滚针离合器由薄壁冲压外圈、塑料保持架、弹簧及滚针组合。冲压外圈内径面上具有夹紧滚针的斜面。塑料保持架上装有金属弹簧，塑料保持架保持滚针运动正确，滚针则起夹紧元件作用。此类轴承具有最小径向截面高度。</p> <p>此类轴承常用来传递高扭矩，可作为转换器、止回装置及超越离合器。</p>	
圆柱滚子轴承		<p>圆柱滚子轴承根据轴承滚动体的列数不同，可分为单列、双列和多列圆柱滚子轴承。此类轴承刚性强，径向承载能力大，受载荷后变形小，根据套圈挡边的结构也可承受一定的单向或双向轴向负荷。</p> <p>此类轴承大多应用于变速箱、空调压缩机大中型电动机、内燃机、轧钢机以及起重运输机械等。</p>	
滚轮滚针轴承		<p>滚轮滚针轴承由较厚的外圈、滚针和保持架组件组成，滚轮的外径面呈现圆柱形和弧形，除了能承受高的径向载荷外，还能承受例如由于轻微的不对中缺陷、歪斜运行或短时冲击产生的轴向载荷。</p> <p>此类轴承应用于汽车、摩托车、拖拉机的发动机、电动工具、纺机、农机、印刷机械、工程机械及自动仪表等。</p>	
滚动体		<p>滚动体是滚动轴承中必不可少、核心元件可承受较大的负荷，可将相对运动零件表面间的滑动摩擦改为滚动摩擦，提高使用性能。</p> <p>公司生产的滚动体主要包括圆柱滚子、滚针及各类销轴，主要用于各类轴承的配套。</p>	

数据来源：公司招股说明书、西南证券整理

1.2 股权结构集中，苏州市国资委为控股股东

股权结构集中，苏州市国资委为控股股东。截至 2023 年 7 月 11 日，苏州市国资委持有创元集团 90% 股权，创元集团持有创元科技 35.57% 股权，创元科技持有苏轴股份 42.8% 股权。公司控股股东为创元科技，实际控制人为苏州市国资委。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 7 月 11 日）

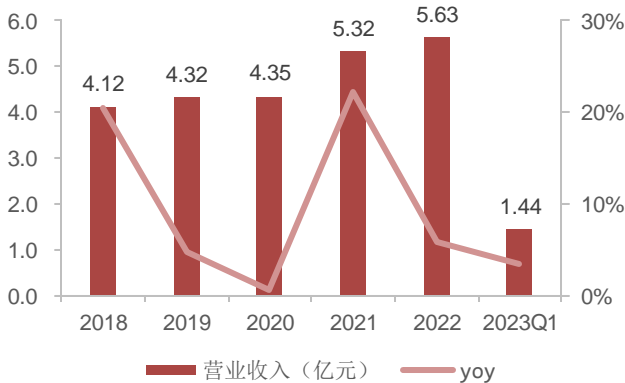


数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

1.3 机械工业经济运行平稳向好，企业规模持续扩张

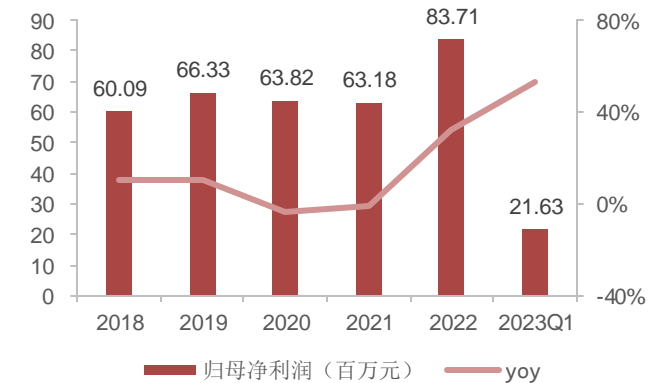
营收规模稳步扩张，归母净利润快速提升。公司业绩持续提升，2019-2022 年，公司营业收入由 4.3 亿元增长至 5.6 亿元，年化复合增长率达 9.2%；归母净利润由 6633.0 万元增长至 8371.0 万元，年化复合增长率达 8.1%。其中，2020 年受疫情和中美贸易战的影响，上半年销售降幅较大，随着汽车行业恢复和国家经济的不断好转，下半年销售逐月回升，最终实现营收同比止跌企稳；2021 年，公司不断优化和升级技术，加大市场开拓力度，新客户、新产品实现销售收入增长入 1 亿元，同时因原材料成本大幅上涨、人工成本增加和美国加征关税增加，营业成本增幅高于营业收入增幅，公司归母净利润稍有下降；2022 年，公司全面提速军品民品产业、技术与管理的深度结合，积极开展营销模式优化，稳步推进产品布局和市场拓展，同时降低单件产品的生产成本，使当年归母净利润大幅增长 32.5%。2023 年一季度，公司业绩延续增长态势，归母净利润同比增长 53.6%。

图 3：公司营业总收入及增速



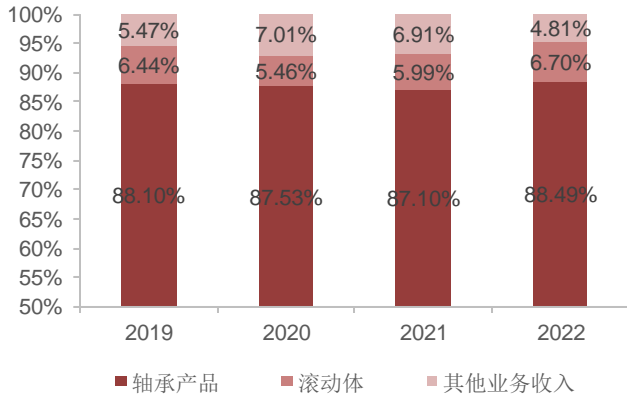
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：公司归母净利润及增速

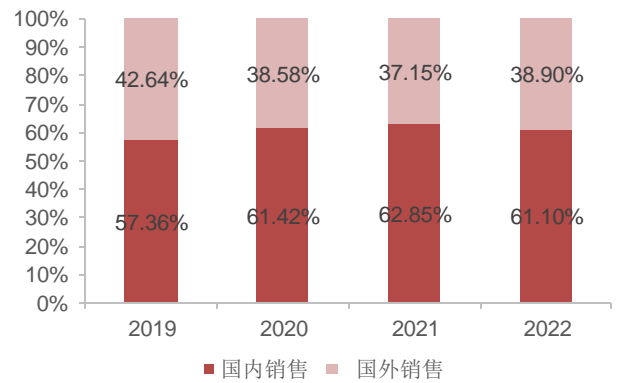


数据来源：iFinD，西南证券整理

轴承产品占主营业务收入比例近九成，销售地区以国内为主。2019-2022年轴承产品收入分别为4.3亿元、4.4亿元、5.3亿元和5.6亿元，2022年同比增速率达5.9%，与公司营业总收入增速保持一致，轴承产品占比相对稳定。销售区域来看，国内地区销售收入占2022年公司营收的61.1%，38.9%的收入来源于国外销售。

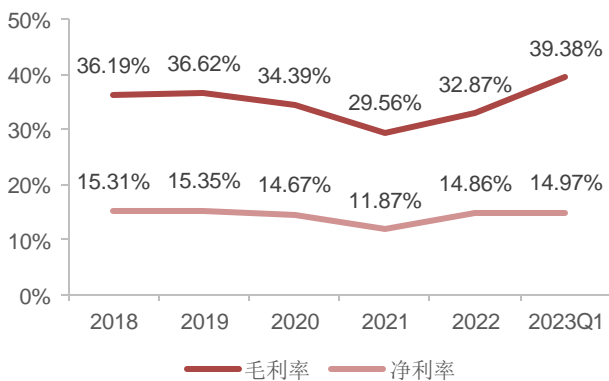
图 5：公司主营业务收入按产品构成情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

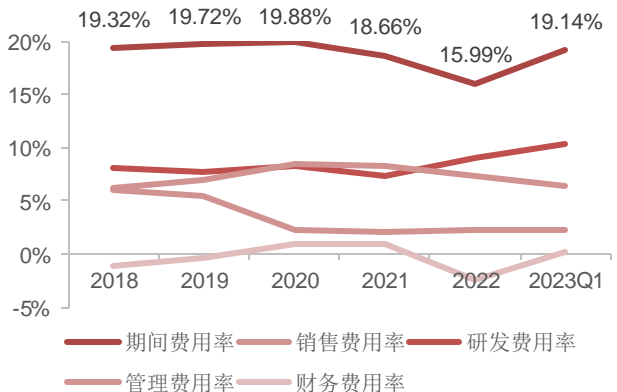
图 6：公司主营业务收入按地区构成情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

盈利能力触底反弹，研发费用逐年增加。2021年，公司因原材料成本大幅上涨与销售年降损失挤压产品毛利率、人民币升值的汇兑损失、劳动力波动及人工成本上涨等原因，毛利率承压，自34.4%下滑4.8pp至29.6%，净利率由14.7%下滑2.8pp至11.9%。2022年来，公司以全面预算目标为导向，以成本控制为手段，持续开展降本增效、扩能提速工作，提升了产品毛利率，当年毛利率回升至32.9%，净利率恢复至14.9%；2023年第一季度，毛利率进一步提升至39.4%，净利率提升至15.0%。费用率来看，除去2022年外，公司期间费用率较为稳定。

图 7：公司毛利率及净利率


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 8：公司各项费用率


数据来源：iFinD，西南证券整理

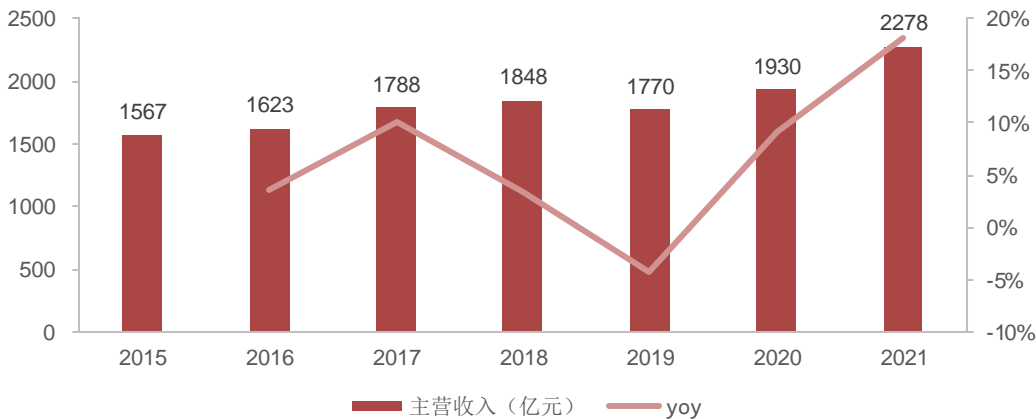
2 下游汽车市场持续回暖，为轴承行业带来增量市场

2.1 中低端轴承产能过剩，国家产业政策助力创新发展

轴承的主要功能是支撑旋转轴或其它运动体，引导转动运动或移动运动并承受由轴或轴上零件传递而来的载荷。轴承是承载轴的零件，被称为“机械的关节”，是现代机械设备中不可缺少的一种基础零部件，对机械装备的性能、质量和可靠性都起到决定性影响。

经过长期发展，我国已经迈入轴承工业大国行列，形成了独立完整的工业体系。进入二十一世纪以来，我国轴承产业持续快速发展。全国轴承企业主营业务收入从 2015 年的 1567 亿元上升至 2021 年的 2278 亿，年复合增长率达到 6.4%。我国作为轴承生产大国已经形成了独立完整的工业体系，目前处于产业结构升级的关键时期。实施工业强基工程，发展工业生产新模式、新业态，实现新旧动能的转换是我国轴承行业目前的主要任务。《全国轴承行业“十四五”发展规划》中提出“十四五”期间目标主营业务收入达到 2237-2583 亿元，年均递增 3%-6%，产量达到 224-253 亿套。据前瞻产业研究院预计，到 2025 年，我国轴承制造行业市场规模将突破 2500 亿元。

图 9：2015-2021 年全国轴承企业主营业务收入



数据来源：中国轴承工业协会，智研咨询，西南证券整理

我国轴承行业技术水平较国际先进水平仍有一定差异，差距逐渐缩小。目前，我国轴承产品以中低端产品为主，中高端轴承产品仍主要由轴承行业大型跨国公司占据。我国轴承行业的设计和制造技术仍处在以模仿为主的阶段，产品开发能力偏低，对高铁、中高档轿车、计算机等主机的配套轴承主要仍以进口为主。对比出口轴承单价，近几年我国进出口轴承价差仍然较大，但价差幅度逐渐减小，反映出我国轴承行业整体附加值、技术含量与国际先进水平仍存在一定差距，但差距呈现逐渐减少的态势。

图 10：滚针轴承进出口均价对比


数据来源：海关总署，iFinD，西南证券整理

基础理论研究及制造工艺尚处于发展阶段。我国轴承行业基础理论研究尚处于发展阶段，参与国际标准制定的情形较少，原创技术及专利产品相对匮乏。此外，我国轴承行业目前制造工艺和工艺装备技术水平相对较低，车加工数控率及磨加工自动化水平均落后于国际顶尖水平。对轴承寿命和可靠性至关重要的先进热处理工艺和装备覆盖率较低，很多技术难题仍处于攻关阶段。

国家相关政策助力汽车行业发展，为轴承行业的发展提供了良好的宏观环境。2019年，发展改革委修订发布《产业结构调整指导目录（2019年本）》将18种轴承列为鼓励类产品，也是《中国制造2025》的核心基础零部件。2021年，中国轴承工业协会发布《全国轴承行业“十四五”发展规划纲要》，提出推动我国轴承产业由全球轴承产业链的中低端迈向中高端，提高国产轴承的技术水平和质量水平，满足主机配套需求并替代进口。相关行业政策及产业政策的引导作用将推动行业的技术进步，促进行业提高自主创新能力，加快产业结构优化升级。

表 2：近期国家助力汽车行业、轴承产业相关政策

相关政策	发布单位	时间	相关内容
《中国制造2025》	国务院	2015-5	提出汽车强国战略的新要求
《机械工业“十三五”发展纲要及专项规划》	中国机械工业联合会	2016-3	指出“十三五”期间，基础零部件的主攻方向是提高精度和可靠性，努力改变低端过剩、高端不足的结构现状，要重点发展严重制约高端主机和重大装备自主化的高端轴承、高端阀门等关键基础零部件。
《全国轴承行业“十三五”发展规划》	中国轴承工业协会	2016-6	提出以《中国制造2025》为纲领，贯彻创新驱动战略方针，主动适应新常态，引领新常态。加强供给侧结构性改革，着力转变发展方式，调整产业结构，推行绿色制造，实现创新升级，打造由核心能力、核心技术、核心产品构成的核心竞争力，加快建设世界轴承强国步伐。
《信息化和工业化融合发展规划（2016-2020年）》	国家工信部	2016-10	指出加快机械、船舶、汽车、家电等离散行业生产装备智能化改造，推动全面感知、设备互联、数据集成、智能管控，促进生产过程的精准化、柔性化、敏捷化
《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场	国家发改委、工信部	2019-1	指出突出多措并举促进汽车消费，更好满足居民出行需要

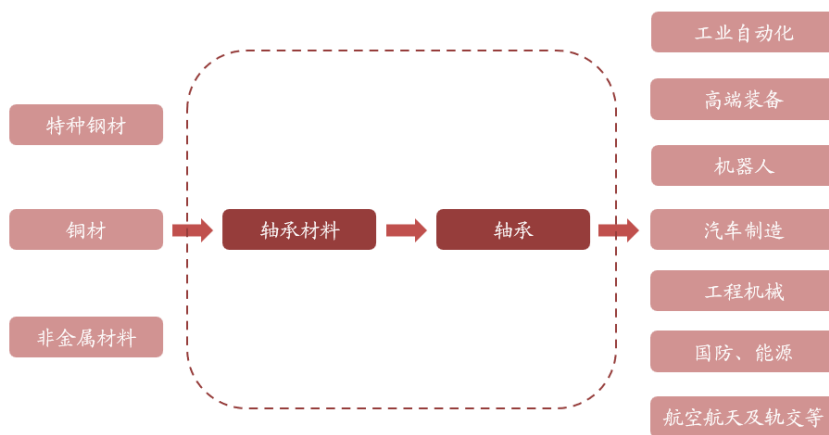
相关政策	发布单位	时间	相关内容
的实施方案 (2019 年)》			
《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案 (2019-2020 年)》	国家发改委、生态环境部、商务部	2019-6	提出坚决破除乘用车消费障碍、大力推动新能源汽车消费使用、加快更新城市公共领域用车等举措
《产业结构调整指导目录 (2019 年本) (修正)》	国家发改委	2019-10	时速 200 公里以上动车组轴承, 飞机发动机轴承及其他航空轴承, 医疗 CT 机轴承, 深井超深井石油钻机轴承, 海洋工程轴承, 电动汽车驱动电机系统高速轴承 (转速 ≥ 1.2 万转/分钟), 工业机器人 RV 减速机谐波减速机轴承, 以及上述轴承的零件列入鼓励类产业投资项目。
《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	国家发改委等 23 个部门	2020-3	指出鼓励促进汽车限购向引导使用政策转变
《关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》	国家财政部、税务总局、工业和信息化部	2020-4	新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年
《全国轴承行业“十四五”发展规划纲要》	中国轴承工业协会	2021-6	规划完成 8 种高端轴承标志性产品攻关, 完成国家科技部每年下达的国家重点研发计划“制造基础技术与关键部件”等重大专项项目等。

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

2.2 下游乘用车产销恢复, 拉动轴承行业持续发展

轴承行业上游企业主要包括特种钢材、铜材、非金属材料等供应商, 下游广泛应用于工业自动化、高端装备、机器人、汽车制造、工程机械、家用电器、电动工具、纺机、农林机械、国防、能源、航空航天及轨道交通等领域。

图 11: 轴承行业与上下游行业之间的关联性



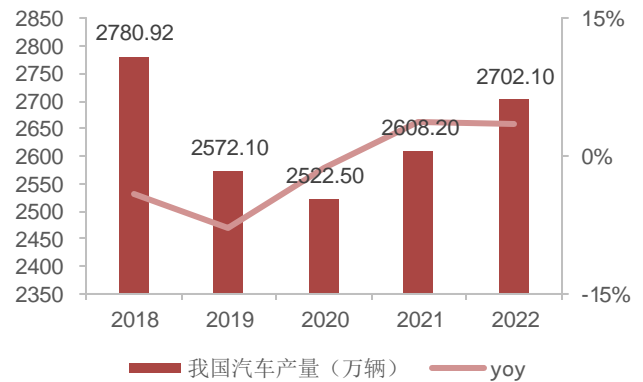
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

汽车制造是滚针轴承最大的需求市场之一。滚针轴承在承受相同载荷的情况下外径较小、质量较轻, 具备惯性较小、刚性较大的特点, 因此广泛应用于汽车的动力总成、底盘、空调等部分, 数量占每辆汽车约 80 套轴承中的 30% 左右, 并与整车的可靠性、安全性和舒适性具有密切关系。

国内汽车行业的回暖，促进轴承行业持续发展。我国宏观经济的持续增长以及人民生活水平的提高，推动了汽车需求量迅速增加，市场需求的增长使我国汽车工业迎来了突飞猛进的发展。根据中国汽车工业协会数据，2019-2020年我国汽车产销量略有下滑，但仍维持较高的基数，2021年起，我国汽车产销量开始逐渐回升，至2022年汽车销量和产量分别达到2686.4万辆、2702.1万辆，近三年年复合增长率分别为1.4%、1.7%。未来随着汽车工业的深入发展，乘用车产销量逐年恢复，轴承行业市场将进一步增长。

图 12：2018-2022 年我国汽车销量（万辆）


数据来源：中国汽车工业协会，iFinD，西南证券整理

图 13：2018-2022 年我国汽车产量（万辆）


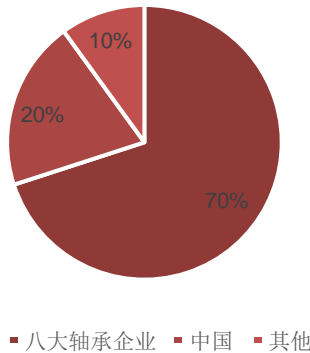
数据来源：中国汽车工业协会，iFinD，西南证券整理

2.3 国内竞争格局较为分散，中高端滚针轴承细分领域竞争加剧

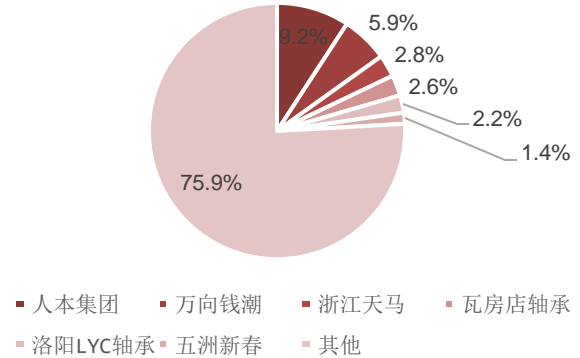
国际先进企业进入中国对本土企业形成冲击。我国轴承生产商跟国际先进企业相比仍有一定的差距，国外优秀厂商在生产技术、生产装备、检测技术等方面都具有一定的优势。近年来轴承行业大型跨国公司先后在我国新设立生产基地、扩大生产规模。随着上述大型跨国公司的本土化生产，未来外资企业产品在中国市场上销量将进一步增加、定价进一步降低，中国本土厂商将面临挑战。

我国轴承工业发行具有较为显著的区域化发展特色。全国范围内基本呈辽宁省瓦房店市、河南省洛阳市、山东省聊城市、江苏省、浙江省等五大产业集聚区分布。江苏省是我国滚针轴承生产的大省，主要集中在“苏锡常”地区。主要产品为小型中型的各类轴承，特色产品有汽车轴承、纺织机械轴承、家电轴承、冶金机械轴承及冬种用途的滚针轴承、关节轴承。

国内轴承行业处于竞争整合阶段，行业集中度有提升空间。根据迪索共研研究所数据，2020年，全球轴承行业70%以上市场份额被八大跨国轴承集团公司占据。相较而言，我国轴承市场竞争格局分散，根据迪索共研研究所数据，2021年我国规模最大的6家轴承企业销售额仅占全国轴承市场约24.1%。在中高端滚针轴承细分领域，由于对轴承的性能、精度和寿命存在较高的技术要求，因此集中度相对较高。在滚针轴承行业竞争方面，德国舍弗勒集团旗下的INA、美国的铁姆肯(TIMKEN)、日本的恩斯克(NSK)等世界主流大型轴承企业通过建立合资、独资企业的方式在国内不断扩大生产规模，加快实施人员和采购本土化，同时国内轴承企业，如南方精工和光洋股份，也不断提升产品品质，导致市场竞争加剧。

图 14：2020 年全球轴承市场竞争格局


数据来源：迪索共研研究所，西南证券整理

图 15：2021 年中国轴承产业产值竞争格局


数据来源：迪索共研研究所，西南证券整理

表 3：公司主要竞争对手

公司名称	公司介绍
舍弗勒(中国)有限公司	舍弗勒集团，前身成立于 1883 年，旗下拥有三大品牌:INA、FAG 和 LUK，是全球最大的滚针轴承生产制造商，同时也是汽车行业知名的零部件供应商之一，其滚针轴承销售量占到全球销量的 50%左右。1995 年 9 月于江苏省太仓经济开发区投资兴建舍弗勒(中国)有限公司，其主导产品为滚针轴承。目前，舍弗勒集团大中华区拥有 2 个研发中心、10 座工厂及 20 个销售办事处。2019 年度，舍弗勒集团实现销售额 144 亿欧元，大中华区和美洲区对集团业务增长贡献较大。
江苏南方轴承股份有限公司	公司主营业务包括开发、制造和销售滚针轴承、单向滑轮总成和摩托车单向离合器等，产品应用领域包括汽车、摩托车和工业领域，产品销售以直销为主。公司目前在滚针轴承行业处于领先地位，中高端客户较多。公司在单向滑轮总成销售增长，单向滑轮总成产品品质已达到国外竞争对手的水平，目前公司正在凭借其自身优势，积极拓展主机市场。
常州光洋轴承股份有限公司	常州光洋轴承股份有限公司以生产圆柱滚子轴承、圆锥滚子轴承、实体套圈滚针轴承、滚针及保持架组件、冲压外圈滚针轴承、离合器角接触球轴承、四点接触球轴承、推力圆柱(滚针)轴承及低噪声深沟球轴承为主，产品主要为汽车、工程机械等行业配套。

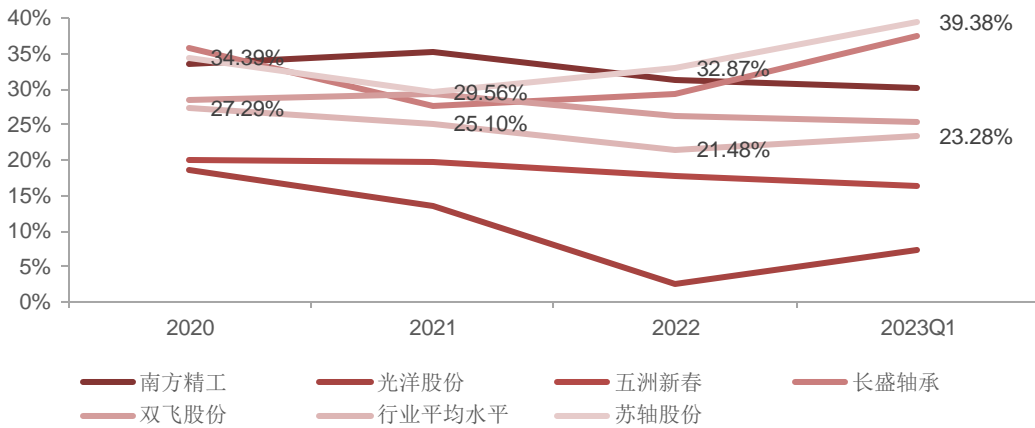
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3 产品矩阵丰富性能优越，以研发为基础夯实品牌影响力

3.1 滚针轴承国内龙头，产品应用领域广泛

公司作为国内滚针轴承行业龙头，2017-2019 年连续三年产量排名第一。根据中国轴承工业协会的统计数据，2017 年度、2018 年度和 2019 年度，公司滚针轴承产量分别为 11559 万套、14262 万套和 14987 万套，占当期参与协会汇总的主要轴承企业滚针轴承产量的比例分别为 22.5%、27.4%和 27.6%，连续三年滚针轴承产量排名位居第一。

公司产品性能优越，毛利率高于行业平均水平。公司凭借在滚针轴承领域的技术研发积累，主要产品在产品性能及制造工艺上已具备较强的竞争优势，通过产品达到高技术要求及标准，公司定价水平自主权更为灵活，在国内市场中产品价格及毛利率水平较高。2020 年-2023 年第一季度，公司毛利率水平高于行业平均，分别为 34.4%、29.6%、32.9%和 39.4%。

图 16：公司与可比公司毛利率对比


数据来源：同花顺 iFind，各公司公告，西南证券整理

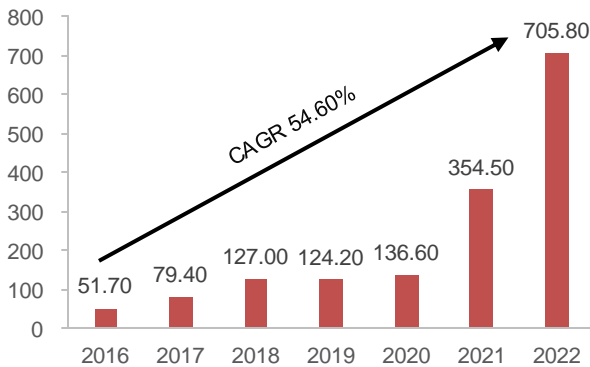
表 4：公司主要产品部分型号轴承产品性能及国内竞争对手的对比情况

序号	主要产品	部分型号	产品性能
1	向心滚针轴承	HK14***	公司：内复圆 Cpk \geq 1.33；高于国内同行业平均水平
2	推力滚针轴承	SZ***	公司：平面度 \leq 0.20；高于国内同行业平均水平
3	其他滚针轴承	NU3*****	公司：低噪音满足振动极限值 V1 要求，合格率 \geq 99.5%；高于国内同行业平均水平
4	滚动体	P2***	公司：粗糙度 Ra \leq 0.10，圆度 0.0008mm；高于国内同行业平均水平

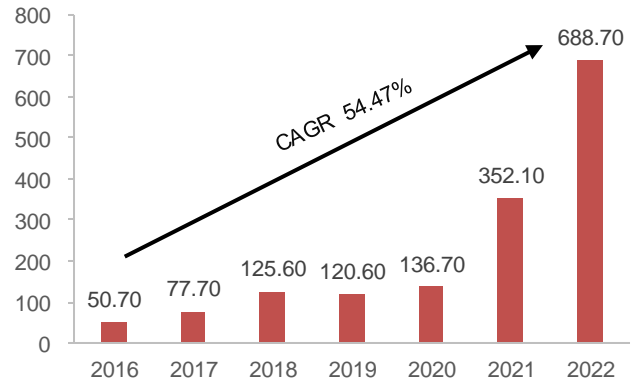
数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

公司产品应用领域广阔，下游新能源汽车、机器人等行业持续增长，成为公司未来增长的驱动力。公司产品目前广泛应用于汽车领域。根据中汽协数据，2016-2022 年，我国新能源车产量由 51.7 万辆增长至 705.8 万辆，年化复合增长率达到 54.6%；销量由 50.7 万辆增长至 688.7 万辆，年化复合增长率达到 54.5%。随着国家中长期战略规划的施行和“碳达峰”和“碳中和”目标的逐步实现，我国新能源车未来市场空间广阔。

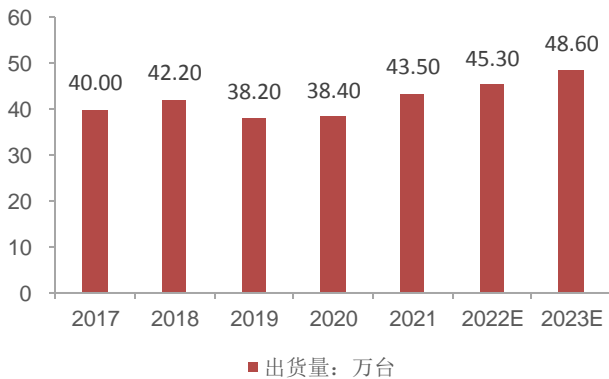
公司轴承也在工业机器人上应用多年，有生产减速器用的滚针轴承，但目前收入占比不高。根据公司投资者调研公告显示，公司将加大此方面研发，提供更多产品给客户。机器人市场方面，在各国产业政策的鼓励与支持下，全球工业机器人密度持续上升。IFR 数据显示，2021 年全球工业机器人出货量为 43.5 万台，同比增长 13%，预计 2023 年全球工业机器人出货量将达 48.6 万台。目前，中国已经成为全球工业机器人最大市场，工业机器人作为实现自动化生产的终端设备，在制造升级中扮演着至关重要的角色。《中国制造 2025》明确了制造升级的发展方向，工业机器人则是其中的重中之重。随着中国智造升级的产业政策和下游行业的需求增长，预计到 2025 年我国制造业重点领域将全面实现智能化，其中关键岗位将由机器人替代。同时，随着工业机器人的价格下降、性能提升、应用领域扩大，工业机器人行业将继续保持较快增长的势头。IFR 数据显示，2020 年我国工业机器人装机量达 16.8 万台，预计 2023 年我国工业机器人装机量将达 20.6 万台。

图 17: 我国新能源汽车产量 (万辆)


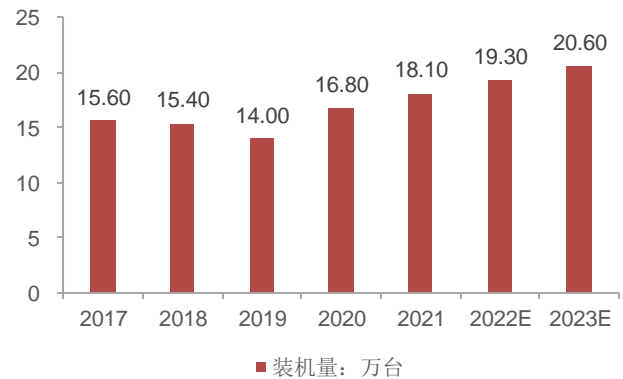
数据来源: 中国汽车工业协会, iFinD, 西南证券整理

图 18: 我国新能源汽车销量 (万辆)


数据来源: 中国汽车工业协会, iFinD, 西南证券整理

图 19: 2017-2023 年全球工业机器人出货量预测趋势图


数据来源: IFR, 中商产业研究院, 西南证券整理

图 20: 2017-2023 年中国工业机器人装机量预测趋势图


数据来源: IFR, 中商产业研究院, 西南证券整理

3.2 核心技术壁垒高筑, 国产替代打开成长空间

国产中高端轴承进口替代空间巨大。目前, 我国轴承产品以中低端产品为主, 中高端轴承产品仍主要由轴承行业大型跨国公司占据。但随着我国轴承行业基础理论研究逐步深入, 制造工艺和工艺装备技术水平不断提高, 我国轴承行业整体附加值、技术含量与国际先进水平差距呈现逐渐减少态势。随着我国轴承行业高附加值、高技术含量、高精度、长寿命等产品水平进一步提升, 逐步实现国产中高端轴承产品替代进口产品, 我国轴承行业市场空间将进一步扩大。

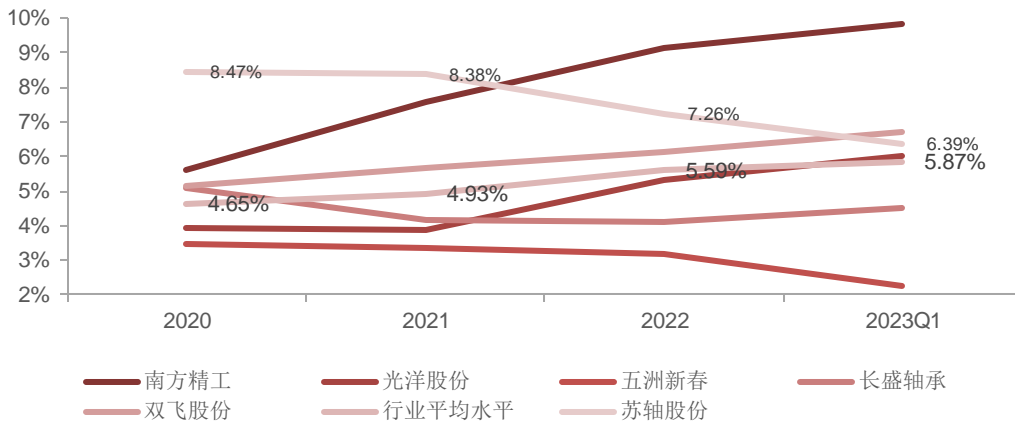
公司深耕滚针轴承领域六十余年, 已经掌握了从设计、生产、测试、实验等环节涉及到的各项核心技术。经过长期自主研发, 发行人所积累的核心技术均为发行人独创技术。各项技术均具有一定的竞争优势和先进性。公司长期以来被认定为国家高新技术企业, 目前共拥有专利 31 项, 其中发明专利 7 项, 实用新型专利 24 项, 主持编制和修订国家、行业标准 11 项, 参与编制和修订国家、行业标准 15 项; 同时在国际化发展过程中, 公司拥有多项专业设计和仿真分析软件以及各类模拟轴承应用条件的寿命试验机, 公司逐步具备与主机厂、零部件制造商同步研发的能力。

表 5：公司核心技术的竞争优势和先进性

序号	核心技术名称	核心技术的先进性
1	滚针轴承保持架锁口成形技术	在每一个窗孔的内壁上用专用的模具压制滚针的行腔，确保滚针的工作行腔的精度和窗孔对轴线的平行差，降低了滚针的死针、漏针现象，提高了轴承的旋转灵活性。
2	冲压轴承冲压外圈新型专用凸模的设计方法	通过对冲压拉伸的凸模结构进行仿真、优化设计，使用新结构的冲压凸模不仅强度高，使用寿命长，而且零件容易加工。
3	冲压外圈翻边成型技术	轴承设计为整体淬火结构，原翻边技术为车床或压力机 45 度及 90 度两道人工手动翻边，不仅效率低而用产品质量不稳定。此技术实现了产品的全自动 45 度及 90 度翻边，生产效率大幅上升，产品不良率大幅下降。
4	推力轴承润滑油流量试验测试技术	模拟汽车变速箱轴承的实际使用工况，监控轴承在试验过程中的速度、温度以及流进轴承、流出轴承的润滑油流量，解决轴承润滑油流量的试验技术问题。
5	滚动轴承疲劳寿命强化试验技术	模拟轴承在汽车传动系统内的使用条件，冲击载荷和冲击频率由系统自动控制，当出现偏差时并由系统自动补偿，实现轴承在冲击载荷、低速摆动的轴承寿命试验的考核方法。
6	平面推力轴承保持架的生产方法及其专用模具	利用模具在切料后形成中间过度形状，进入堆积成形的办法实现推力保持架的最终成形，将原 7 道工艺改为 2 道，不仅解决了保持架转角变薄的问题，提高了产品精度，而且缩短了生产流程，降低了制造成本。
7	冲压外圈偏心滚针轴承	轴承的内圈内径与轴承中心存在 0.8 至 1.2 的偏心量，通过轴承的偏心量实现控制汽车车轮制动缸的油压，减小制动力矩，克服汽车紧急制动时的跑偏、侧滑、甩尾以及防止车身失控等意外情况的发生。
8	轴承高、低温环境下的疲劳寿命测试技术	模拟轴承在汽车交变载荷、交变温度、交变速度下的使用条件，解决轴承在-40 度至 +150 度下的寿命试验考核方案。
9	新型滚子单向离合器轴承	轴承的闭锁楔形面由斜面设计改为偏心圆弧设计，闭锁角度变化小，不仅可传递大的扭矩，而且超越更顺畅、平滑，实现轴承 100 万次离合的高可靠性要求。

数据来源：公司招股说明书，问询函回复，西南证券整理

研发实力偏强，公司构建了以企业技术中心为主体，以博士后实践基地为依托的产学研战略联盟机制。经过多年发展，公司逐步具备与主机厂、零部件制造商同步研发的能力，拥有完备的先进检测测试手段、CNAS 认证的国家检测中心，轴承寿命试验室达到了国内一流水平，产品的性能、寿命和可靠性逐步达到同期跨国公司同类产品的水平，成为滚针轴承细分行业的头部企业。公司研发费用率长期高于行业平均水平。2020-2023 年一季度公司研发费用率为 8.5%、8.4%、7.3%和 6.4%。

图 21：公司与可比公司研发费用率对比


数据来源：同花顺 iFind，各公司公告，西南证券整理

公司研发项目多，且多个研发项目拟达到进口替代或者打破国外公司的技术垄断的效果。比如已完成的“电动汽车废弃循环系统用滚针轴承的研发”，该项目的完成是为了打破国外公司的技术垄断，提高创新能力和设计制造技术水平，形成具有国内自主知识产权的发动机用滚轮滚针轴承的研发、制造技术和工艺，提高自主汽车品牌的市场竞争能力。目前产品已交付，产品处在试验阶段的“SZ-2021-001”项目，也是为了实现研制轴承的国产化替代。

表 6：公司研发项目

研发项目	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
电动汽车废弃循环系统用滚针轴承的研发	打破国外公司的技术垄断，提高创新能力和设计制造技术水平，形成具有国内自主知识产权的发动机用滚轮滚针轴承的研发、制造技术和工艺，提高自主汽车品牌的市场竞争能力。	项目完成	打破国外公司的技术垄断 ，提高创新能力和设计制造技术水平，形成具有国内自主知识产权的发动机用滚轮滚针轴承的研发、制造技术和工艺，提高自主汽车品牌的市场竞争能力。	提升产品性能质量及市场竞争力
汽车自动变速箱及全驱系统推力组合轴承的研发	替代国外同类轴承的进口，填补国内空白	项目完成	替代国外同类轴承的进口，填补国内空白	提升产品性能质量及市场竞争力
电动汽车转向系统用一种弹性滚针轴承的制造技术研究	提高创新能力和设计制造技术水平，提升核心竞争力	项目完成	提高创新能力和设计制造技术水平，提升核心竞争力	提高创新能力和设计制造技术水平，提升产品性能质量及市场竞争力
SZ-2019-001	实现研制轴承的国产化替代	项目完成	实现研制轴承的 国产化替代	提升核心竞争力，提高技术研究能力和加工水平
汽车主动安全系统偏心轴承的研发	打破国外公司的技术垄断，提高创新能力和设计制造技术水平，形成国内自主知识产权，提升核心竞争力	项目完成	打破国外公司的技术垄断 ，提高创新能力和设计制造技术水平，形成国内自主知识产权，提升核心竞争力	提高创新能力和设计制造技术水平，提升产品性能质量及市场竞争力
汽车智能转向系统半	打破国外公司对该类型产品的	项目完成	提高创新能力和设计制造技	提高创新能力和设计制造技术

研发项目	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
刚性复合轴承及冲压外圈滚针轴承的研发	技术垄断, 填补国内在该领域的空白		术水平	水平, 提升产品性能质量及市场竞争力
汽车发动机平衡轴系统用滚针轴承的研发	打破国外公司对该类型产品的技术垄断, 填补国内在该领域的空白	进行中, 待客户验证	提高创新能力和设计制造技术水平	提高创新能力和设计制造技术水平, 提升核心竞争力, 为公司的销售收入做出较大贡献
汽车皮带轮用单向离合器轴承的研发	提高创新能力和设计制造技术水平, 形成自主知识产权, 形成具有国内自主知识产权, 提升核心竞争力	进行中, 小批试制	提高创新能力和设计制造技术水平, 形成自主知识产权, 形成具有国内自主知识产权, 提升核心竞争力	提高创新能力和设计制造技术水平, 提升核心竞争力, 为公司的销售收入做出较大贡献
SZ-2020-001	实现研制轴承的国产化替代	小批试制	实现研制轴承的国产化替代	提升核心竞争力, 提高技术研究能力和加工水平
高速低摩擦圆柱滚子轴承设计方法研究	解决高速圆柱滚子轴承摩擦热引起的早期失效问题, 延长该类轴承精度寿命	已完成, 项目待验收	解决高速圆柱滚子轴承摩擦热引起的早期失效问题, 延长该类轴承精度寿命	提高设计分析能力和技术水平
SZ-2021-001	实现研制轴承的国产化替代	正在进行中, 产品已交付, 试验中	实现研制轴承的国产化替代	提升核心竞争力, 提高技术研究能力和加工水平
汽车传动系统液力变矩器用滚针轴承的研发	提高创新能力和设计制造技术水平, 提升市场竞争力	开发样品中	形成产品专利和产品设计制造工艺方法, 为项目产品的产业化生产打好基础	提升产品性能质量及市场竞争力
汽车自动变速箱高转速低能耗滚针轴承的研发	提高创新能力和设计制造技术水平, 提升市场竞争力	开发样品中	形成产品专利和产品设计制造工艺方法, 为项目产品的产业化生产打好基础	提升产品性能质量及市场竞争力
新能源汽车转向系统柔性球轴承的研发	提高创新能力和设计制造技术水平, 提升市场竞争力	开发样品中	形成产品专利和产品设计制造工艺方法, 为项目产品的产业化生产打好基础	提升产品性能质量及市场竞争力
高精度长寿命滚轮滚针轴承的研发	提高创新能力和设计制造技术水平, 提升市场竞争力	开发样品中	研制高精度长寿命滚轮滚针轴承, 形成完整的设计和加工方法	拓展公司产品应用领域和范围, 提升公司产品竞争力和市场竞争能力

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.3 品牌影响力强, 客户资源丰富且稳定

基于稳定且高水平的产品质量, 公司品牌影响力持续提升。公司秉持“将零缺陷且具竞争力的产品和服务准时送达客户”的质量理念, 通过了 IAF 16949: 2016 质量管理体系和 ISO14001 环境管理体系认证, 价值链各环节均在管理体系下有效运行, 产品质量持续多年稳定在较高水平并获得客户的认可。公司 2018 年获得“江苏质量信用 AAA 奖牌”。“中华”品牌先后被认定为苏轴名牌产品、江苏名牌产品, “SZZH”、“SBFCN” 商标获得了马德里国际注册, 品牌影响力持续提升。

公司作为国内滚针轴承细分领域的头部企业, 已与博世、博格华纳、采埃孚和上汽变速器国内外主流零部件厂商建立多年直接合作关系。公司主要目标客户定位于全球知名的汽

汽车零部件制造商、工程机械、工业自动化、高端装备、家电行业及国防工业。经过多年的发展，凭借质量、品牌和技术等方面的优势，公司已经与一大批国内外知名企业建立了稳定的业务合作关系，以优质的产品和服务挺进全球中高端轴承配套市场。目前公司部分产品通过零部件制造商供应给了特斯拉用于新能源汽车的配套。

表 7：公司主要客户信息

客户名称	客户简介	合作背景
博格华纳	总部位于美国密歇根州，从事设计和制造高技术的产品来提高汽车引擎系统、传动系统和四轮驱动系统的性能，在全球 17 个国家建立了 62 个制造和技术基地为世界各地的客户提供服务。美国纽交所上市公司，系国际知名的大型汽车零部件一级供应商，2019 年度全球汽车零部件供应商排名第 22 位	双方于 2008 年开始接触合作，2010 年起公司产品首先在美国工厂量产，然后逐步向中国、韩国、欧洲、美洲等多个工厂推广
博世	总部位于德国南部斯图加特市，是全球第一大汽车技术供应商，世界 500 强企业之一，全球员工人数超过 23 万，遍布 50 多个国家，业务范围覆盖汽油系统、汽车底盘控制系统、汽车电子驱动、起动机与发电机、电动工具、家用电器、传动与控制技术等。世界最大的汽车技术生产商及全球第一的汽车零部件供应商，同时在电动工具领域也处于全球领先地位，世界五百强企业。公司与博世集团内汽车及电动工具等细分业务均保持合作关系	上世纪九十年代公司开始向博世电动工具领域提供配套产品，2000 年后与采埃孚转向公司合作汽车领域业务，2015 年博世完成对采埃孚转向的收购，发行人与博世汽车业务扩展到转向系统、主动安全系统等汽车领域拓展
博世华域	目前中国乘用车转向系统业务规模最大、市场占有率最高、集开发制造为一体的高新技术企业，客户主要涵盖了大众、通用吉利、上汽乘用车、奔驰、本田等逾 40 家整车厂，部分产品出口至 9 个国家和地区。系博世集团与上汽集团旗下零部件 A 股上市公司华域汽车的合营企业，是国内主流的汽车转向系统主机生产商，面向国内大众、通用、沃尔沃等众多中高端品牌	双方商业接触始于 2008 年，当时客户名称为上海采埃孚转向机有限公司，为华域汽车与采埃孚转向系统合资企业，2015 年博世完成对采埃孚转向业务的收购，名称改为博世华域转向系统有限公司
采埃孚	总部位于德国腓特烈港市，世界 500 强之一，是全球汽车行业的合作伙伴和零部件供应商，汽车动力传动系统和底盘技术具有世界领先地位，在全球 25 个国家设立了 119 家分支机构。世界著名的汽车零部件生产企业，在世界各地拥有专业生产和研发基地，2019 年度全球汽车零部件供应商排名第 5 位	双方商业接触始于 2006 年；发行人起初与采埃孚转向系统（与博世合资）、天合转向系统建立了业务联系，2014 年，采埃孚退出与博世合资的转向系统公司，收购了天合转向系统公司。2015 年起，苏轴公司凭借在采埃孚集团转向系统领域良好的配套口碑，进一步拓展了在采埃孚主动安全系统领域、变速箱领域的业务合作
纳铁福	英国著名跨国公司吉凯恩集团与华域汽车的合营企业，专业设计、制造汽车传动轴产品，面向国内包括大众、通用、福特、沃尔沃等众多中高端品牌	上世纪九十年代开始，国内乘用车市场处于兴起阶段，届时纳铁福作为国内主要的传动轴制造企业，双方开始进行商业合作
上汽变速器	系国内最大的汽车整车厂商上汽集团全资子公司，公司与其开展传动项目的合作	双方商业接触始于 2009 年，届时上汽变速器为国内主要的变速器制造企业。发行人前期进行了大量的行业分析及信息的采集，抓住其开发新的滚针轴承供应商的契机，进入其供应链体系
安道拓	全球大型汽车零部件企业，原由美国大型汽车零部件生产商江森自控分拆而来，2019 年度全球汽车零部件供应商排名第 13 位。客户涵盖通用、福特、菲亚特克莱斯勒、宝马、现代、本田等各大主流汽车制造商。	-

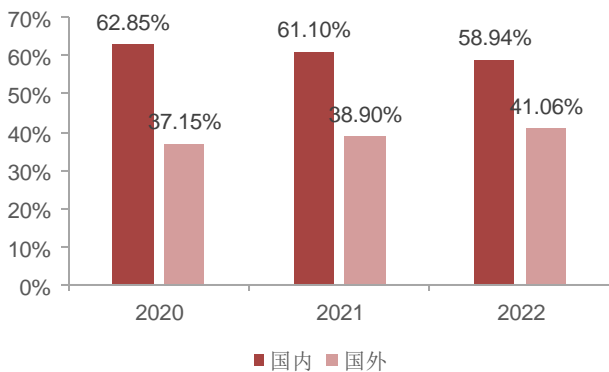
客户名称	客户简介	合作背景
威亚麦格纳	韩国起亚汽车与全球前十汽车零部件生产企业麦格纳合资的动力总成公司，麦格纳在 2019 年度全球汽车零部件供应商排名第 3 位	-
盖茨	加拿大盖茨集团，是应用流体动力和传动解决方案的领先制造商	-
吉凯恩	英国著名跨国公司，专业设计、制造汽车传动轴产品，面向全球众多中高端整车品牌	-
东成机电	国内最大的电动工具专业生产企业	-

数据来源：公司招股说明书，问询函回复，西南证券整理

公司在汽车的转向、传动、制动和空调系统等领域，已建立起自身的竞争优势，成为跨国公司的全球供应商。2006 年起公司在美国委托专业的服务机构以快速响应客户需求，2018 年公司在德国设立子公司，公司的营销网络优势进一步显现。2018 年，公司被中国汽车工业协会和中国轴承工业协会评为“汽车专用轴承 2014-2018 年优秀供应商”。

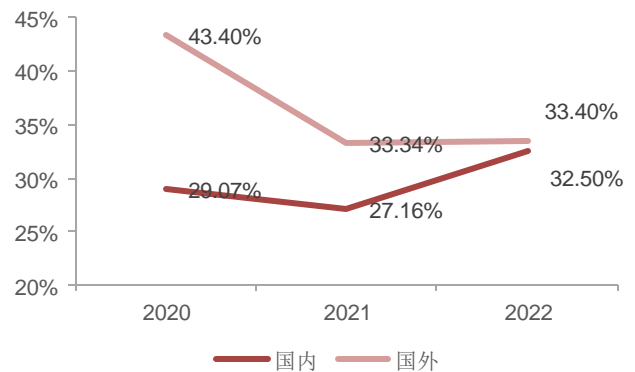
公司国内销售占比略高于国外销售占比，内销毛利率逐步于 2022 年显著提升。2020-2022 年公司国内销售占比保持在 60% 左右。国内销售毛利率低于国外销售毛利率，这是因为外销客户的定价水平较高，内销客户的议价能力较强。2022 年内销毛利率提升至 32.5%，与外销毛利率接近。公司国内销售区域氛围华东地区，北方地区以及中南、西南地区。外贸业务的销售地区以欧洲、北美、南美、亚太为主，并在德国设立了子公司。

图 22：分地区销售收入占比



数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，西南证券整理

图 23：分地区销售毛利率



数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，西南证券整理

图 24：国内销售主要客户情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 25：国外销售主要客户情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司作为国内滚针轴承行业龙头，未来有望继续巩固自身优势，深入挖掘下游市场的需求，持续发力客户拓展，挺进全球中高端轴承配套市场。伴随着公司乘用车配套用高性能滚针轴承项目完全投产，公司轴承产品有望迎来量价齐升。我们预计 2023-2025 年，公司轴承产品销量约为 2.0/2.2/2.5 亿套，受高价值产品乘用车配套用高性能滚针轴承产能释放的拉动，轴承产品单价约为 3.2/3.8/4.2 元/套，毛利率逐年提升为 35.0%/35.5%/36.0%。

假设 2：伴随着公司滚动体产品产能利用率逐步提升，我们预计 2023-2025 年，公司滚动体产品产量为 10.5/11.0/11.6 亿件，销售单价保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
轴承产品	收入	496.3	645.2	825.8	1040.5
	增速	6.5%	30.0%	28.0%	26.0%
	成本	327.6	419.4	532.7	665.9
	毛利率	34.0%	35.0%	35.5%	36.0%
滚动体	收入	36.3	39.9	43.9	48.3
	增速	24.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	19.8	21.5	23.7	26.1
	毛利率	45.5%	46.0%	46.0%	46.0%
其他	收入	30.8	33.9	37.3	41.0
	增速	-17.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	30.8	32.2	35.4	38.9
	毛利率	0.1%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	563.3	718.9	907.0	1129.8
	增速	5.9%	27.6%	26.2%	24.6%
	成本	378.2	473.1	591.7	730.9
	毛利率	32.9%	34.2%	34.8%	35.3%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我国轴承产业快速发展，形成了国产替代的整体趋势。结合主营业务、财务状况等，我们选取了轴承领域的 3 家沪深上市公司作为可比公司。从 PE 的角度看，23-25 年，沪深的三家公司平均估值为 26/17/14 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.2/9.1/11.3 亿元，yoy 为 27.6%/26.2%/24.6%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.1/1.4/1.8 亿元，

CAGR 为 29.7%，对应 PE 为 15/11/9 倍。考虑到 2024 年沪深同行业平均估值为 17 倍，公司作为国内轴承龙头企业，客源稳定，国产替代趋势中占据先发优势，业绩有望持续高速增长，同时考虑到北交所与主板有一定的流动性差异。综上，我们给予公司 2024 年 14 倍 PE，对应目标价为 20.44 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002708.SZ	光洋股份	37.15	7.55	-0.48	0.25	0.54	-	-11.70	30.20	13.98	-
603667.SH	五洲新春	52.11	15.87	0.45	0.72	1.02	1.32	29.59	21.53	15.34	11.84
300718.SZ	长盛轴承	63.68	21.37	0.34	0.79	1.03	1.32	66.66	26.90	20.66	16.15
平均值 (沪深)								48.13	26.21	16.67	14.00
430418.BJ	苏轴股份	16.02	16.56	0.87	1.12	1.46	1.89	19	15	11	9

数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理（数据截止日期 2023.7.11）注：三家可比公司数据来自同花顺一致预期。因负数或数据缺失，光洋股份未计入 22 年和 25 年的 PE 平均值计算。

5 风险提示

市场竞争加剧的风险。世界主流大型轴承企业通过建立合资、独资企业的方式在国内不断扩大生产规模，加快实施人员和采购本土化，同时国内轴承企业也不断提升产品品质，导致市场竞争加剧。在市场竞争中，若公司未来不能在工艺技术创新、产品成本控制、售后服务等方面保持相对优势，公司面临的竞争风险也将进一步加大。

应收账款发生坏账的风险。公司经营规模将持续扩大，经营效益持续提升，应收账款也相应增大。如果出现应收账款不能按期收回或无法收回发生坏账的情况，将对公司的资金使用效率和经营绩效产生不利影响。

国际贸易争端带来的风险。若国际贸易争端长期、继续恶化，未来可能会对公司外销收入产生一定影响，进而影响公司未来利润增长及盈利质量。

主要原材料价格波动的风险。如果未来钢材价格持续大幅波动将直接影响公司的生产成本，对公司的盈利水平带来影响。

汇率波动风险。若未来人民币升值，公司不能采取有效措施规避风险，将直接影响到公司出口产品的销售价格以及汇兑损益，从而对公司产品的市场竞争力以及利润产生一定的影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	563.35	718.94	906.97	1129.80	净利润	83.71	108.05	141.22	182.43
营业成本	378.17	473.08	591.75	730.94	折旧与摊销	28.07	35.98	35.98	35.98
营业税金及附加	4.79	6.02	7.64	9.51	财务费用	-14.25	-3.12	-4.30	-6.41
销售费用	12.65	15.70	19.79	24.78	资产减值损失	-0.65	-0.50	-0.50	-0.50
管理费用	50.80	110.00	138.77	172.86	经营营运资本变动	-36.81	-34.13	-58.38	-69.42
财务费用	-14.25	-3.12	-4.30	-6.41	其他	0.31	0.24	0.53	0.53
资产减值损失	-0.65	-0.50	-0.50	-0.50	经营活动现金流净额	60.38	106.52	114.57	142.60
投资收益	0.89	0.00	0.00	0.00	资本支出	-14.64	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-15.63	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-30.27	-1.00	-1.00	-1.00
营业利润	90.77	117.76	153.82	198.61	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.04	0.11	0.15	0.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	90.81	117.87	153.97	198.77	股权融资	0.68	0.00	0.00	0.00
所得税	7.10	9.82	12.75	16.34	支付股利	-24.18	-32.03	-41.35	-54.04
净利润	83.71	108.05	141.22	182.43	其他	-0.68	3.13	4.30	6.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-24.18	-28.90	-37.05	-47.63
归属母公司股东净利润	83.71	108.05	141.22	182.43	现金流量净额	19.42	76.62	76.51	93.97
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	151.53	228.15	304.67	398.64	成长能力				
应收和预付款项	155.03	197.62	246.83	309.20	销售收入增长率	5.87%	27.62%	26.15%	24.57%
存货	105.93	133.34	167.25	207.03	营业利润增长率	31.36%	29.74%	30.62%	29.12%
其他流动资产	9.00	0.45	0.57	0.71	净利润增长率	32.49%	29.08%	30.70%	29.18%
长期股权投资	8.87	8.87	8.87	8.87	EBITDA 增长率	5.43%	44.02%	23.16%	23.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	193.18	159.63	126.07	92.52	毛利率	32.87%	34.20%	34.76%	35.30%
无形资产和开发支出	62.32	60.89	59.46	58.03	三费率	8.73%	17.05%	17.01%	16.93%
其他非流动资产	19.80	19.80	19.80	19.80	净利率	14.86%	15.03%	15.57%	16.15%
资产总计	705.66	808.76	933.52	1094.80	ROE	13.52%	15.55%	17.77%	19.76%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.86%	13.36%	15.13%	16.66%
应付和预收款项	84.05	113.08	137.80	170.48	ROIC	15.02%	20.91%	25.82%	30.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.56%	20.95%	20.45%	20.20%
其他负债	2.67	0.71	0.88	1.09	营运能力				
负债合计	86.72	113.79	138.68	171.57	总资产周转率	0.83	0.95	1.04	1.11
股本	96.72	96.72	96.72	96.72	固定资产周转率	3.06	4.09	6.43	10.61
资本公积	147.61	147.61	147.61	147.61	应收账款周转率	5.19	5.45	5.47	5.45
留存收益	374.63	450.64	550.52	678.90	存货周转率	3.51	3.89	3.89	3.86
归属母公司股东权益	618.94	694.97	794.84	923.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.81%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	618.94	694.97	794.84	923.22	资产负债率	12.29%	14.07%	14.86%	15.67%
负债和股东权益合计	705.66	808.76	933.52	1094.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.86	4.92	5.19	5.34
					速动比率	3.64	3.75	3.98	4.13
					股利支付率	28.89%	29.65%	29.28%	29.63%
					每股指标				
					每股收益	0.87	1.12	1.46	1.89
					每股净资产	6.40	7.19	8.22	9.55
					每股经营现金	0.62	1.10	1.18	1.47
					每股股利	0.25	0.33	0.43	0.56
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	104.58	150.62	185.51	228.19					
PE	19.13	14.82	11.34	8.78					
PB	2.59	2.30	2.02	1.73					
PS	2.84	2.23	1.77	1.42					
EV/EBITDA	13.68	8.99	6.89	5.19					
股息率	1.51%	2.00%	2.58%	3.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn