

盘古智能(301456)

报告日期: 2023年08月27日

风机润滑系统行业龙头，布局液压变桨引领国产替代

——盘古智能深度报告

投资要点

□ 公司为风机润滑系统制造龙头，受益风电行业需求规模快速增长。

公司系国内集中润滑系统龙头供应商，公司2022年实现营业收入3.43亿元，同比增长为5.14%，2019-2022三年CAGR为21.84%；2022年实现归母净利润1.08亿元，同比下降21.11%，2019-2022三年CAGR为30.10%，主要受“抢装潮”前后风机装机量变化的影响；2023年第一季度公司营业收入0.88亿元，同比增长41.41%；实现归母净利润0.29亿元，同比增长41.97%。

□ 润滑：深耕集中润滑系统，积极开拓海外风电市场。

润滑系统系风机核心部件，承担轴承、驱动等润滑作用；随风机大型化趋势及海上风电放量加速，单线润滑系统占比提升带动润滑系统价值量逐步提升。公司客户覆盖金风科技、远景能源等国内主流风机制造厂商，国内市占率持续领先，国内风机集中润滑系统市场份额达到40%以上。公司润滑系统质量优势明确，积极开拓海外风电市场，目前已成为维斯塔斯、西门子歌美飒、通用电气等国际知名风电厂商的批量供货商；2020-2022年公司海外收入占比分别为1.46%、6.28%、11.11%，公司加速海外市场开拓力度，海外市场份额有望持续提升。

□ 液压：布局液压变桨系统，引领液压国产替代趋势。

变桨控制系统系风机控制核心部件，分为电动变桨和液压变桨两类技术路线；液压变桨系统适应风机大型化趋势，寿命质量优势明确，市场渗透率有望逐步提升；目前液压变桨高端技术主要由海外企业掌握，进口替代比例低。公司精密制造技术优势明确，积极推进液压变桨系统开发和市场导入。2022年，公司液压系统业务销售收入0.41亿元，同比增长87%；2023年，公司IPO项目拟进行盘古润滑·液压系统青岛智造中心二期扩产，进一步提升高端液压产品研发与设计能力，加速实现进口替代。

□ 盈利预测与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。公司为风机润滑系统龙头，布局液压变桨引领国产替代。我们预计公司23-25年归母净利润分别为1.62亿元、2.25亿元、3.14亿元；22-25年归母净利润CAGR为42.61%；对应EPS分别为1.09元、1.51元、2.11元；对应PE分别为33、24、17倍。我们选取恒立液压、艾迪精密、亚星锚链为行业可比公司，2024年行业平均PE为32X，综合考虑成长性和安全边际，我们给予公司2024年PE估值32倍，对应当前市值有34%上涨空间；首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示：风电装机不及预期、原材料价格波动、项目建设不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	343.43	479.00	665.86	1031.11
(+/-)(%)	5.14%	39.47%	39.01%	54.85%
归母净利润	108.24	161.52	224.84	313.92
(+/-)(%)	-76.21%	49.22%	39.21%	39.62%
每股收益(元)	0.73	1.09	1.51	2.11
P/E	49	33	24	17
ROE(%)	17.04%	11.42%	9.99%	12.46%

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(首次)

分析师：张雷

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

分析师：陈明雨

执业证书号：S1230522040003
chenmingyu@stocke.com.cn

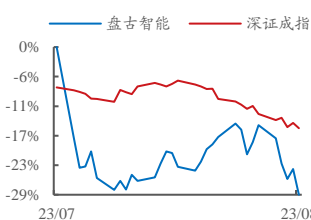
分析师：卢书剑

执业证书号：S1230523070006
lushujian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥36.05
总市值(百万元)	5,356.46
总股本(百万股)	148.58

股票走势图



相关报告

正文目录

1 风机集中润滑系统制造龙头，布局液压变桨引领国产替代	5
2 国内风机集中润滑系统龙头，积极扩张海外业务板块	8
2.1 全球风电需求稳定增长，海风有望迎来快速发展期	8
2.2 大型化趋势下单线系统渗透加速，润滑系统价值量逐步提升	10
2.3 深耕风电集中式润滑系统，积极开拓海外市场	12
3 加速液压系统及配件研发，打开第二增长曲线	14
3.1 液压行业稳步增长，液压变桨渗透逐步提升	14
3.2 布局液压变桨研发，引领国产替代趋势	17
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值与投资建议	20
5 风险提示	21

图表目录

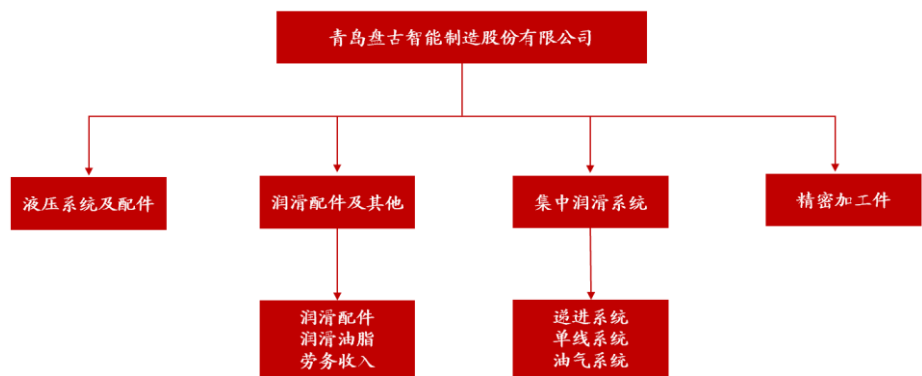
图 1: 公司主要业务示意图.....	5
图 2: 公司发展历程.....	5
图 3: 公司营业收入与同比增速 (单位: 百万元、%)	6
图 4: 公司归母净利润与同比增速 (单位: 百万元、%)	6
图 5: 公司主营业务营收结构 (单位: %)	6
图 6: 公司集中润滑系统业务营收结构 (单位: %)	6
图 7: 公司毛利率与净利率 (单位: %)	7
图 8: 公司其他业务毛利率情况 (单位: %)	7
图 9: 公司股权结构图 (截至 2023 年 7 月 10 日)	7
图 10: 全球风电新增装机容量及同比增长 (单位: GW, %)	9
图 11: 我国风电新增装机容量及同比增长 (单位: GW, %)	9
图 12: 全球海上风电新增装机容量及同比 (单位: GW, %)	9
图 13: 我国海上风电新增装机容量及同比 (单位: GW, %)	9
图 14: 2016-2021 年全球润滑系统市场规模及增速 (单位: 亿美元、%)	10
图 15: 2016-2021 年中国润滑系统市场规模及增速 (单位: 亿元、%)	10
图 16: 集中润滑系统产品主要生产流程及在风机中的应用位置	10
图 17: 集中润滑系统产品类别 (右上递进式、右下单线式)	11
图 18: 集中润滑系统销售情况 (单位: 套, 元/套)	12
图 19: 公司产能利用率情况 (单位: 万吨, %)	12
图 20: 公司研发费用与占比情况 (单位: 万元、%)	14
图 21: 精密加工件业务收入与成本 (单位: 万元、%)	14
图 22: 2013 年-2021 年全球液压行业市场规模 (单位: 亿欧元)	15
图 23: 2013 年-2021 年中国液压行业市场规模 (单位: 亿元)	15
图 24: 2017-2022 年中国液压行业进出口情况 (单位: 亿元)	15
图 25: 2017-2022 年中国液压行业贸易逆差 (单位: 亿元)	15
图 26: 液压变桨系统工作原理图.....	16
图 27: 公司液压系统营业收入情况 (单位: 万元、%)	17
图 28: 公司液压系统及配件毛利率及贡献程度 (单位: %)	17
图 29: 公司液压产品示意图.....	18
表 1: 公司主要子公司情况 (截至 2023 年 3 月 23 日)	8
表 2: 募集资金投资项目 (单位: 万元)	8
表 3: 集中润滑系统行业内主要企业.....	11
表 4: 全球风电润滑系统市场需求测算 (单位: GW、MW、套、元/套、亿元)	12
表 5: 主营业务收入按销售地域划分 (单位: 万元、%)	13
表 6: 公司与国内外前十大风机厂商合作情况.....	13
表 8: 液压系统的组成部分、主要产品.....	16
表 9: 液压变桨与电变桨区别.....	16
表 10: 风机厂变桨系统技术.....	17
表 11: 公司部分液压相关专利.....	18
表 12: 盘古智能业务拆分表 (单位: 百万元、%)	19
表 13: 盘古智能可比公司估值表 (单位: 亿元, 截至 2023 年 8 月 25 日)	20

表附录：三大报表预测值..... 22

1 风机集中润滑系统制造龙头，布局液压变桨引领国产替代

公司深耕集中润滑系统制造，产品覆盖国内主流风机制造商。公司为国内风机集中润滑系统的主要制造企业，主要从事集中润滑系统及其核心部件的研发、生产与销售，在产品的结构设计、精密加工、产品检测等生产环节积累了丰富的制造经验，并致力于发展具有自主知识产权和核心竞争力的集中润滑系统。依托集中润滑系统的稳定性高、可靠性强、密封性好、输出压力高等特点，产品广泛应用于风力发电、工程机械、轨道交通等领域。截至目前，公司已成为金风科技、远景能源、上海电气、东方电气等国内主流风机制造商的稳定供应商以及维斯塔斯、西门子歌美飒、通用电气等国际知名风电公司的合作供应商。

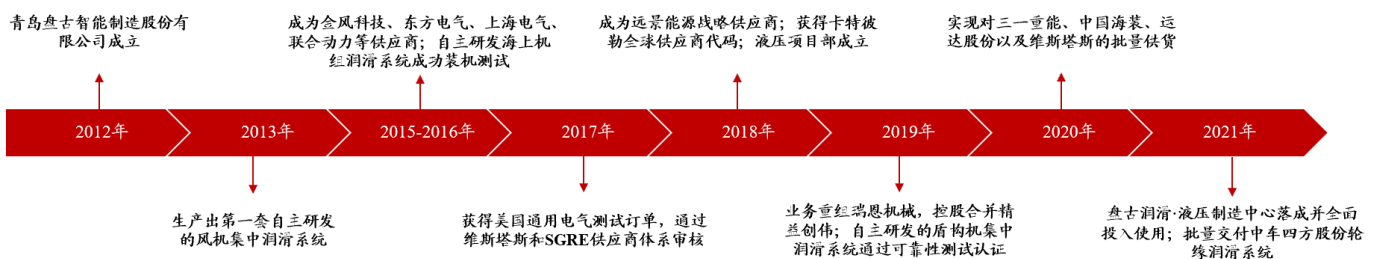
图 1：公司主要业务示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

积极开拓海外风电市场，开拓液压系统业务板块。公司早在 2014 年就通过金风科技的首装测试和西门子样机验收，开始进行海外布局，于 2015 年起打破斯凯孚、贝卡等国际品牌的市场垄断，并为金风科技批量供货，为拓展市场奠定基础；2016 年，为东方电气、上海电气、联合动力批量供货，并配套卡特彼勒等知名工程机械厂家；2017 年获得美国通用电气测试订单、通过维斯塔斯和 SGRE 供应商体系审核；2018 年，为远景能源批量供货，同时获得卡特彼勒全球供应商代码；2020 年开始对维斯塔斯持续批量供货；2022 年，公司对通用电气销售规模进一步增加，同时也持续开拓液压系统业务板块。目前公司在维持国内市场销量的同时加速开发海外市场，截至 2022 年末，公司成功实现 3807 万元的海外收入，同比增长 86.06%。

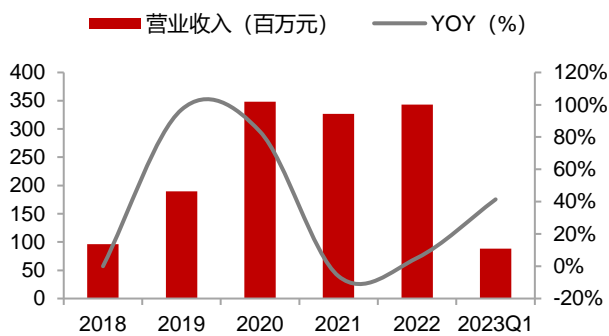
图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

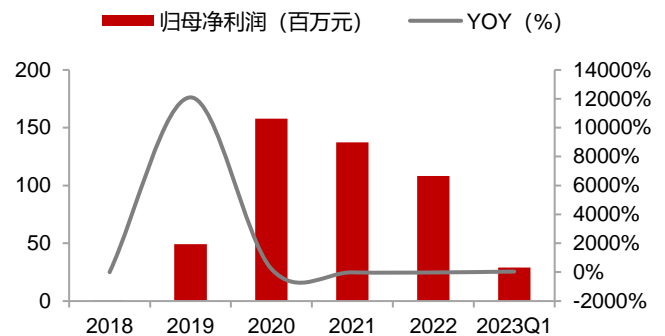
受益风电行业景气公司加速发展，23H1 盈利稳定增长。公司 2020-2022 年分别实现营业收入 3.48 亿元、3.27 亿元、3.43 亿元，同比增长分别为 83.37%、-6.18%、5.14%；分别实现归母净利润 1.58 亿元、1.37 亿元、1.08 亿元，同比增长分别为 221.01%、-13.04%、-21.11%。营收高速增长原因主要系 2020 年至 2021 年“抢装潮”影响，中国风电新增装机量大幅增加，拉动集中润滑系统需求提升，营收及利润规模有所扩大。2023 年第一季度，公司实现营业收入 0.88 亿元，同比增长 41.41%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比增长 41.97%；2023 年上半年公司预计实现营业收入 1.78-2.08 亿元，同比增长 33.48-56.00%；实现归母净利润 0.54-0.63 亿元，同比增长 21.92-44.11%，营收利润实现稳定增长。

图 3：公司营业收入与同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

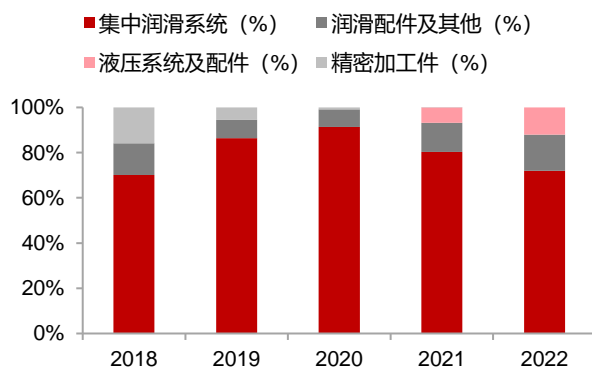
图 4：公司归母净利润与同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

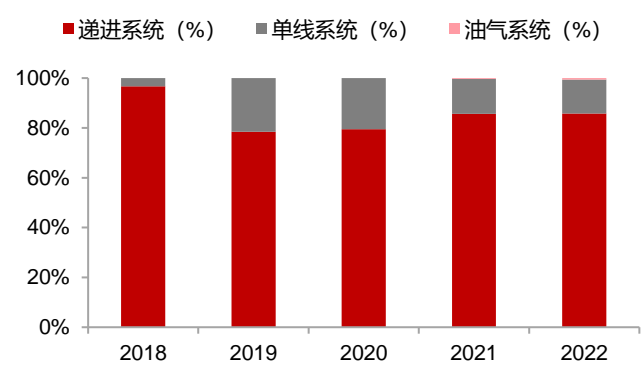
集中润滑系统专业供应商，液压交付比例逐步提升。公司主营业务主要为集中润滑系统的研发、生产及销售，产品主要面向风电设备整机制造商，广泛应用于风力发电、工程机械、工业设备、轨道交通等领域。随着公司持续提升技术水平，公司已成为国内风机集中润滑系统的主要制造企业，主营业务收入快速增长。2020-2022 年公司集中润滑系统业务营收分别为 3.18 亿元、2.62 亿元、2.46 亿元，营收占比分别为 91.41%、80.36%、71.94%，其中递进系统占比达 60%以上。公司积极开发液压装置系统产品，2021 年、2022 年公司液压系统及配件业务营收分别为 2214.75 万元、4139.51 万元，营收占比分别为 6.80%、12.08%，液压系统及配件业务板块营收比例呈上升趋势。

图 5：公司主营业务营收结构（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

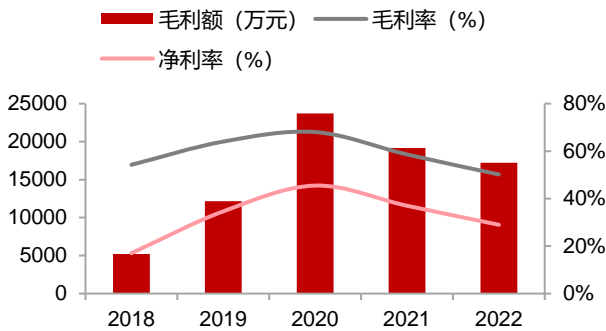
图 6：公司集中润滑系统业务营收结构（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

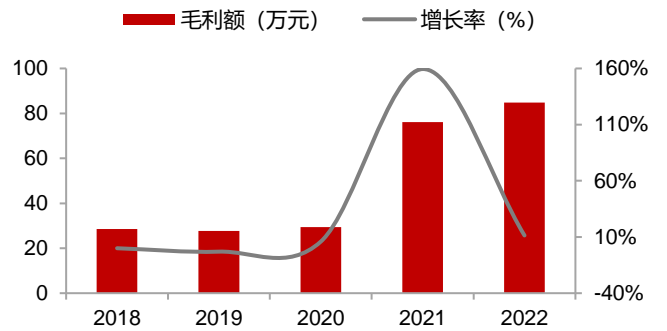
盈利能力强劲，产品成本优势凸显。2020-2022 年公司毛利率分别为 68.04%、58.60%、50.18%，净利率分别为 45.48%、37.00%、28.99%；毛利率、净利率水平较高，但近年来均有所下滑，主要系公司需适应抢装潮后风电机组厂商的降本需求、液压系统导入、原材料价格大涨等影响。相较于风电领域其他上游零部件，润滑系统采购成本占机组整体成本比例较低，风机整机制造厂商对价格变化的敏感性较低，因此易取得较高毛利率。分结构看，公司 2020-2022 年主营业务毛利率分别为 68.02%、58.50%、50.05%，下滑原因主要系公司主动下调销售价格及原材料上涨等影响。

图 7：公司毛利率与净利率（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

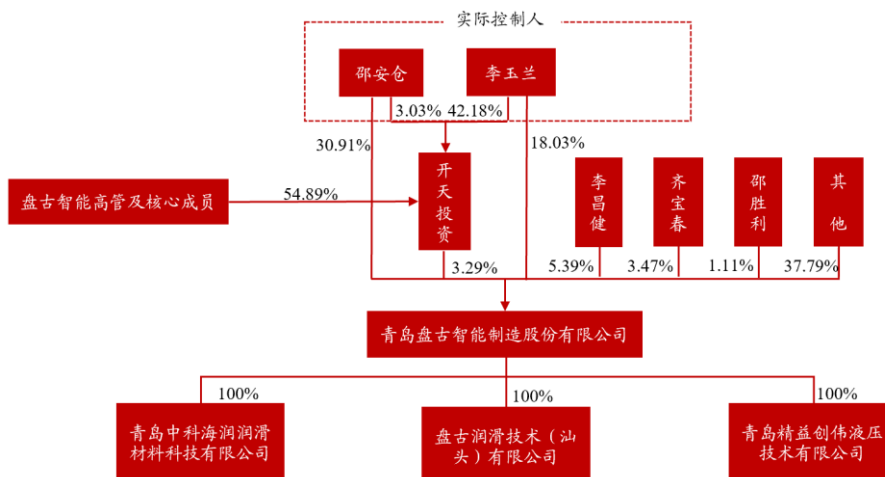
图 8：公司其他业务毛利率情况（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

邵安仓、李玉兰为实控人，发行后合计持股比例为 48.94%。2023 年 7 月公司发行后，公司实控人为邵安仓、李玉兰夫妇，持股比例分别为 30.91%、18.03%，合计持股比例为 48.94%。本次 IPO 募集资金在扣除发行费用后，将全部用于盘古润滑·液压系统青岛智造中心二期扩产项目建设，扩大产能、提升生产效率、优化公司产品结构。目前公司拥有三家全资子公司，分别为盘古润滑技术（汕头）有限公司、青岛中科海润润滑材料科技有限公司、青岛精益创伟液压技术有限公司，覆盖润滑系统、液压系统技术研发及其相关产品的生产和销售。

图 9：公司股权结构图（截至 2023 年 7 月 10 日）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 1：公司主要子公司情况（截至 2023 年 3 月 23 日）

子公司名称	成立时间	主要经营地	发行人持股比例(%)	注册资本(万元)	经营范围
盘古润滑技术（汕头）有限公司	2019 年 8 月 06 日	广东省汕头市	100	100	润滑和液压类产品的研发和技术服务，润滑技术鉴证咨询服务
青岛中科海润润滑材料科技有限公司	2017 年 3 月 17 日	山东省青岛市	100	1000	润滑油、润滑油添加剂、润滑脂及其相关的精细化工产品销售等
青岛精益创伟液压技术有限公司	2011 年 8 月 17 日	山东省青岛市	100	50	货物及技术进出口、销售

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

募投增加润滑系统产能，投入液压产品研发中心。2023 年 7 月 14 日，青岛盘古智能制造股份有限公司在深交所创业板挂牌上市，首次公开发行股票数量为 3715 万股，投资总额 75000 万元，将全部用于盘古润滑·液压系统青岛智造中心二期扩产项目、盘古智能（上海）技术研发中心项目及补充流动资金。二期扩产项目主要包括递进式润滑系统、单线式润滑系统以及轨道交通润滑系统，项目达产后可实现年产润滑系统 28500 套，其中生产递进式润滑系统 20,000 套、单线式润滑系统 6,500 套、机车轮缘润滑系统 2000 套，有效缓解公司产能紧张情况，打开新成长空间。研发中心项目主要为公司集中润滑系统产品和风力发电机液压系统的产品研发创造研发环境和技术条件。

表 2：募集资金投资项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	募集资金投资额(万元)	项目建设期
1	盘古润滑·液压系统青岛智造中心二期扩产项目	40000	40000	4 年
2	盘古智能（上海）技术研发中心项目	10000	10000	14 个月
3	补充流动资金	25000	25000	-
	合计	75000	75000	-

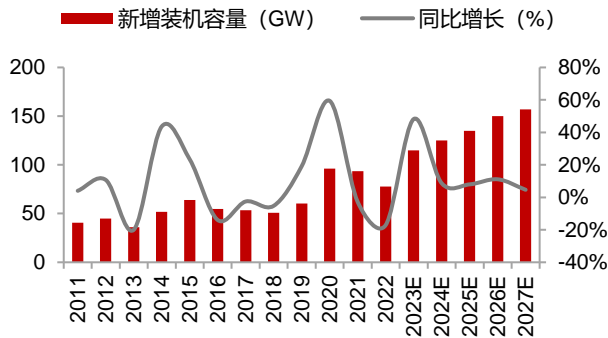
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 国内风机集中润滑系统龙头，积极扩张海外业务板块

2.1 全球风电需求稳定增长，海风有望迎来快速发展期

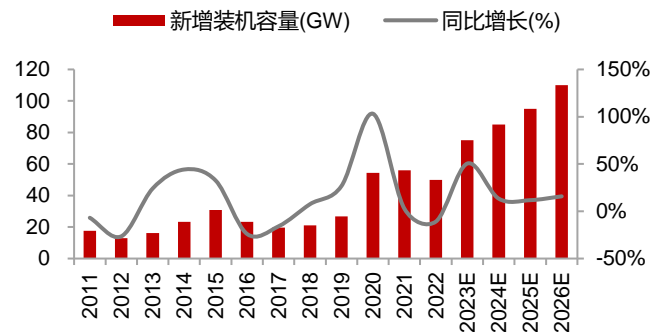
全球风电装机需求稳健增长。2020-2022 年全球风力发电新增装机容量分别达 96.30GW、93.60GW、77.60GW，同比增长分别为 59.44%、-1.78%、-17.09%。根据 GWEC 预期，2023-2025 年全球新增装机容量有望达 115.00GW、125.00GW、135.00GW，同比增长分别为 48.20%、8.70%、8.00%。根据 CWEA 数据，2020-2022 年我国风力发电新增吊装容量分别达 54.43GW、55.92GW、49.83GW，同比增长分别为 103.17%、2.74%、-10.89%。我们预期 2023-2025 年国内风电新增吊装容量有望达 65.00GW、75.00GW、85.00GW，同比增长分别为 30.44%、15.38%、13.33%。

图 10：全球风电新增装机容量及同比增长（单位：GW，%）



资料来源：GWEC，浙商证券研究所

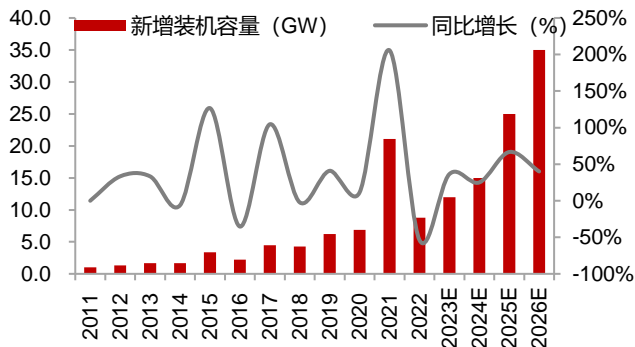
图 11：我国风电新增装机容量及同比增长（单位：GW，%）



资料来源：CWEA，浙商证券研究所测算

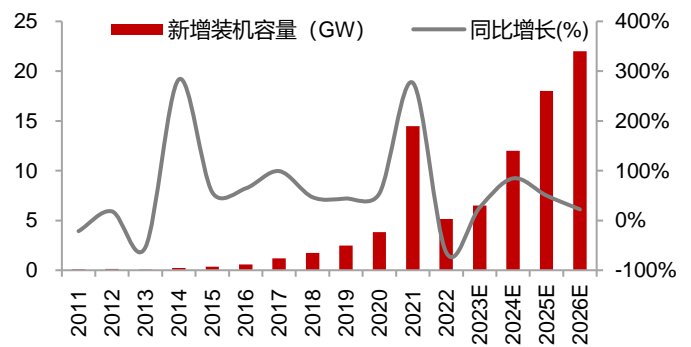
全球海上风电需求打开，海上风电独立成长逻辑明确。根据 GWEC 数据，2020-2022 年全球新增海上风电装机容量分别达 6.90GW、21.10GW、8.80GW，同比增长分别为 11.29%、205.80%、-58.29%。我们预期 2023-2025 年全球新增海上风电装机量分别达 12.00GW、15.00GW、25.00GW，同比增长分别为 36.36%、25.00%、66.67%。根据 CWEA 数据，2020-2022 年我国新增海上风电吊装容量分别达 3.85GW、14.48GW、5.16GW，同比增长分别为 54.23%、276.59%、-64.36%。我们预期 2023-2025 年国内新增海上风电吊装量分别达 6.50GW、12.00GW、18.00GW，同比增长分别为 25.97%、84.62%、50.00%。

图 12：全球海上风电新增装机容量及同比（单位：GW，%）



资料来源：GWEC，浙商证券研究所测算

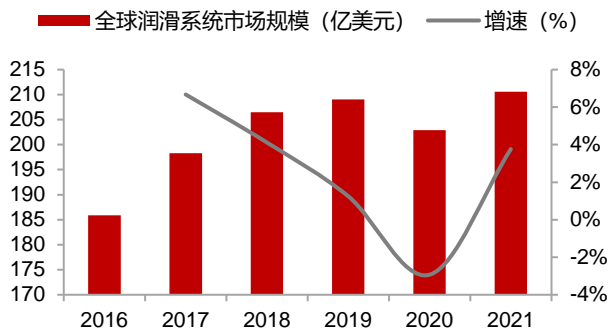
图 13：我国海上风电新增装机容量及同比（单位：GW，%）



资料来源：CWEA，浙商证券研究所测算

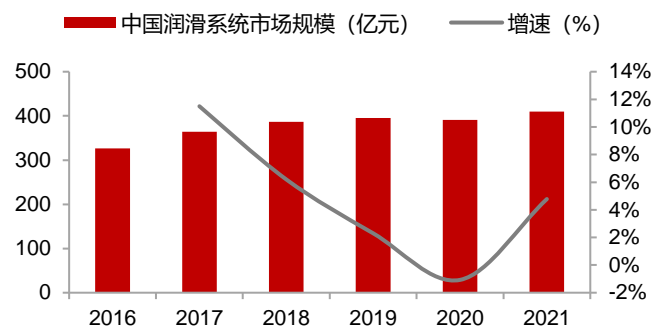
全球集中润滑系统市场容量稳中有升，预计行业发展速度加速。根据华经产业研究院，全球润滑系统市场规模 2019-2021 年分别实现 209.06 亿美元、202.93 亿美元、210.57 亿美元，同比增长 1.25%、-2.93%、3.76%，自 2018 年起市场规模一直保持在 200 亿美元以上；从中国润滑系统市场规模来看，2019-2021 年分别实现 395.36 亿元、391.12 亿元、409.81 亿元，同比增长 2.30%、-1.07%、4.78%。使用清洁能源缓解环境压力已成为全球能源的未来发展趋势，伴随风电技术日益成熟，拉动高端集中润滑系统需求上升，预计全球集中润滑系统规模逐步扩大。

图 14：2016-2021 年全球润滑系统市场规模及增速（单位：亿美元、%）



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

图 15：2016-2021 年中国润滑系统市场规模及增速（单位：亿元、%）

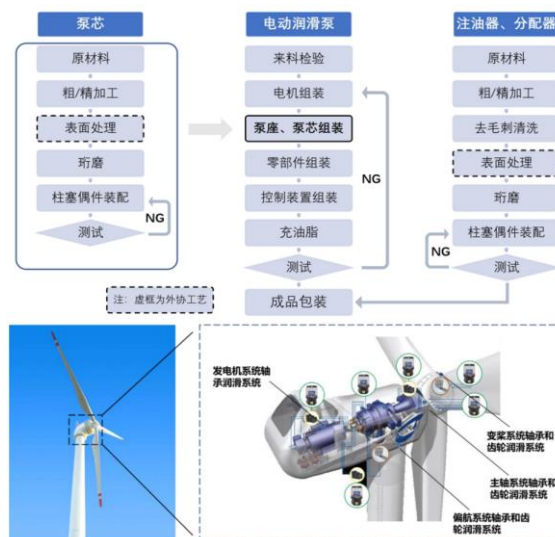


资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

2.2 大型化趋势下单线系统渗透加速，润滑系统价值量逐步提升

集中润滑系统系风机核心部件，承担轴承、驱动等润滑作用。风机主要由塔筒、叶轮、增速箱齿轮、发电机、偏航装置、控制系统等部件组成，而润滑系统主要由精密加工和组装集成两部分构成，广泛应用于主轴系统、偏航系统、变桨系统、发电机系统等，持续对轴承、驱动、啮合齿轮进行润滑。集中润滑系统产品主要应用于风电机组除齿轮箱之外的系统轴承和齿轮的润滑，例如发电机主轴轴承、偏航系统轴承、变桨系统轴承等核心部件，一般通过分配器将润滑油输送到指定的润滑点。由于风机各部位轴承润滑点多，润滑状况是否良好关系到风力发电机组的效率和持久运行。国内大型风电机组多集中于拥有风能资源但环境恶劣的旷野、戈壁、近海，人工添加润滑油脂的方式成本过高且效果差，因此对集中润滑系统的技术要求较高。

图 16：集中润滑系统产品主要生产流程及在风机中的应用位置

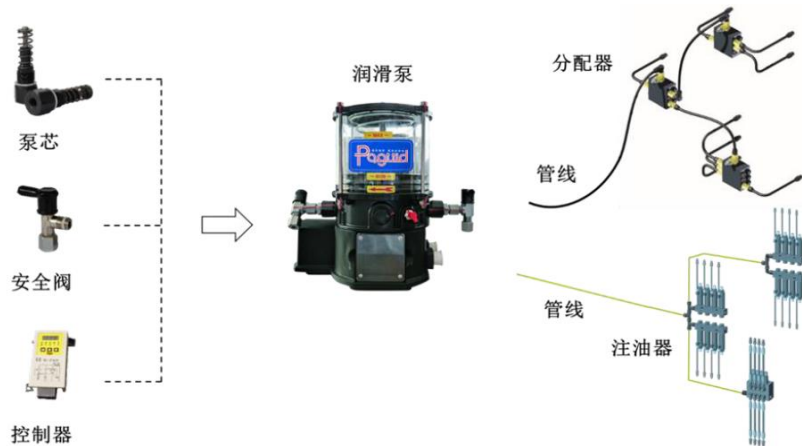


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

大型化下单线趋势明确，带动市场价值量提升。递进式润滑系统（递进系统）是由压力升降操纵定量分配器按预定的递进程序将润滑油脂送至各润滑点，其核心零配件分配器采用优质碳钢或不锈钢，可覆盖风力发电、工程机械、矿山冶金等多个应用领域；而单线

式润滑系统（单线系统）是指润滑油脂在间歇压力（直接的或延迟的）下通过单线的主管路被送至喷油嘴，然后送至各润滑点，其核心部件注油器、安全阀泄压模块均为公司自主研发，可满足多领域的集中润滑需求；较为适用大型风机的集中式润滑。

图 17：集中润滑系统产品类别（右上递进式、右下单线式）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

润滑系统基本完成国产替代，盘古智能系国内绝对龙头。过去由于国内高端集中润滑系统不能形成有效供给，国内风机制造厂商依赖于从斯凯孚、贝卡等国际知名机械设备制造商进口或采取低效的人工添加润滑油脂方式。自 2015 年开始，国内风电行业进入快速发展期，对风机集中润滑系统的需求强烈；国内企业经过多年发展，突破技术瓶颈，积累了丰富的设计、加工、制造能力，且可以根据按照客户需求定制化产品；盘古智能占据国内集中润滑系统较大份额；在风力发电类集中润滑系统的国内市场占有率达 40% 以上，2020 年国内市占率达 54.8%。

表 3：集中润滑系统行业内主要企业

序号	企业名称	主营业务
1	斯凯孚集团 (SKF)	生产各类轴承，密封件，轴承用特种钢
2	铁姆肯(BDI)	为客户提供定制化的系统润滑、环保科技系统等解决方案
3	青岛盘古智能制造股份有限公司	集中润滑系统及其核心部件研发、生产与销售
4	河谷 (佛山) 智能装备股份有限公司	集中润滑系统的研发、生产、销售
5	郑州奥特科技有限公司	集中润滑系统的生产与销售及为终端用户提供解决方案及技术服务

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

预计全球集中式润滑系统市场规模稳定 8-9 亿元。根据我们测算，2022 年全球集中式润滑系统市场规模约 8.92 亿元，由于行业大型化程度加速，预计整体集中式润滑系统市场需求将维持稳定，预计 2026 年全球集中式润滑系统市场规模约 8.54 亿元。

表 4：全球风电润滑系统市场需求测算（单位：GW、MW、套、元/套、亿元）

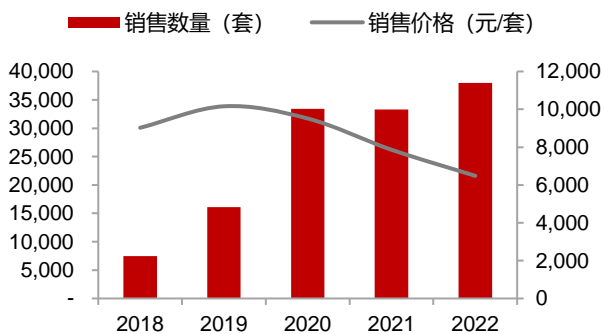
							2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E								
国际陆上风电	新增装机容量 (GW)	41.83	36.03	44.50	47.00	43.00	37.00							新增装机容量 (GW)	4.20	3.64	5.50	3.00	7.00	13.00
	平均装机容量 (MW)	3.13	3.79	4.50	5.00	5.25	5.50							平均装机容量 (MW)	7.10	7.50	10.00	12.00	14.00	16.00
	新增润滑系统 (套)	66911	47534	49444	47000	40952	33636							新增润滑系统 (套)	2958	2427	2750	1250	2500	4063
	替换润滑系统 (套)	10675	11344	11819	12314	12784	13193							替换润滑系统 (套)	438	467	491	519	531	556
	产品单价 (元/套)	7200	7200	7200	6840	6498	6173							产品单价 (元/套)	20000	20000	20000	19000	18050	17148
	国际市场规模 (亿元)	5.59	4.24	4.41	4.06	3.49	2.89							国际市场规模 (亿元)	0.68	0.58	0.65	0.34	0.55	0.79
国内陆上风电	新增装机容量 (GW)	41.44	44.67	58.50	63.00	67.00	78.00							新增装机容量 (GW)	14.48	5.16	6.50	12.00	18.00	22.00
	平均装机容量 (MW)	3.10	4.29	5.50	6.25	6.50	6.75							平均装机容量 (MW)	5.60	7.42	10.00	12.00	14.00	16.00
	新增润滑系统 (套)	66839	52063	53182	50400	51538	57778							新增润滑系统 (套)	12929	3477	3250	5000	6429	6875
	替换润滑系统 (套)	7500	8168	8689	9221	9725	10240							替换润滑系统 (套)	0	0	0	0	0	1554
	产品单价 (元/套)	7200	6000	5880	5762	5647	5534							产品单价 (元/套)	20000	14000	13720	13446	13177	12913
	国内市场规模 (亿元)	5.35	3.61	3.64	3.44	3.46	3.76							国内市场规模 (亿元)	2.59	0.49	0.45	0.67	0.85	1.09
国际市场规模需求 (亿元)	6.27	4.82	5.06	4.39	4.04	3.68														
国内市场规模需求 (亿元)	7.94	4.10	4.08	4.11	4.31	4.85														
合计市场规模需求 (亿元)	14.20	8.92	9.14	8.50	8.35	8.54														

资料来源：GWEC、CWEA、公司公告、Wind，浙商证券研究所测算

2.3 深耕风电集中式润滑系统，积极开拓海外市场

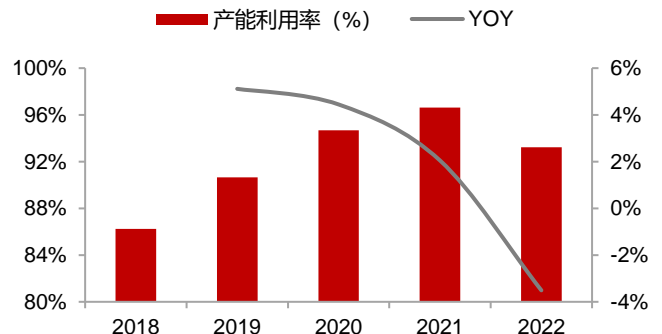
受益风电景气销量快速增长，产能利用率持续高位。风电行业快速增长拉动集中润滑系统销售数量提升，2020-2022 年公司分别实现润滑系统销量 33420 套、33307 套、38011 套，同比增长 107.44%、-0.34%、14.12%，其中递进式润滑系统是拉动公司销售收入增长的核心驱动。2020 年以来受风电平价上网、整机厂降本增效影响，销售价格出现一定下降。伴随业务量不断提升，公司现有产能显现不足，2020-2022 年公司产能利用率分别为 94.68%、96.62%、93.23%，同比提升分别为 4.45%、2.05%、-3.51%，盘古润滑·液压系统青岛智造中心二期扩产项目投产后预计可实现年产润滑系统 28500 套，有助于突破现有产能瓶颈，满足下游风电制造厂商需求。

图 18：集中润滑系统销售情况（单位：套，元/套）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 19：公司产能利用率情况（单位：万吨，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

主营产品出货量稳定提升，海外销售收入占比逐年扩大。公司主营产品主要以内销为主，主要集中华东、华北地区，主要系华北地区为陆上风机装机重点区域、华东地区为国内海上风电装机集中区域。2020-2022年，公司外销份额分别占比 1.46%、6.28%、11.11%，两年复合增长率为 175.85%，先后与维斯塔斯、通用电气、西门子歌美飒等国际知名风机厂的国内工厂展开合作。截至 2022 年末，公司成功实现 3807 万元的海外收入，同比增长 86.06%。

表 5：主营业务收入按销售地域划分（单位：万元、%）

销售地区	2022 年度		2021 年度		2020 年度	
	销售收入（万元）	占比（%）	销售收入（万元）	占比（%）	销售收入（万元）	占比（%）
华东地区	9808.8	28.63	11248.24	34.52	13572.57	39.02
华北地区	10168.24	29.68	9422.49	28.92	12286.93	35.32
西南地区	2953.84	8.62	4936.45	15.15	5366.48	15.43
西北地区	3429.99	10.01	3030.36	9.30	2163.17	6.22
境内其他	4090.56	11.94	1903.23	5.84	888.07	2.55
内销小计	30451.44	88.89	30540.77	93.72	34277.22	98.54
北美洲	928.85	2.71	1014.43	3.11	223.61	0.64
欧洲	1584.94	4.63	626.21	1.92	249.59	0.72
境外其他	1293.21	3.77	405.44	1.24	33.39	0.10
外销小计	3807	11.11	2046.08	6.28	506.59	1.46
合计	34258.43	100.00	32586.84	100.00	34783.81	100.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

加入主流风机制造厂商供应链体系，国内外优质客户稳定。根据《彭博新能源财经发布的《2021 公司公告年全球风电整机制造商市场份额排名》市场相关数据，公司与下游客户建立了良好合作关系，已成为国内风机集中润滑系统的主要制造企业，先后为金风科技、远景能源、上海电气、东方电气等国内主流风机制造厂商实现批量供应，占国内风机集中润滑系统市场份额 40%以上，并成为了维斯塔斯、西门子歌美飒、通用电气等国际知名风电公司的合作供应商，凭借技术优势逐步切入高端市场。

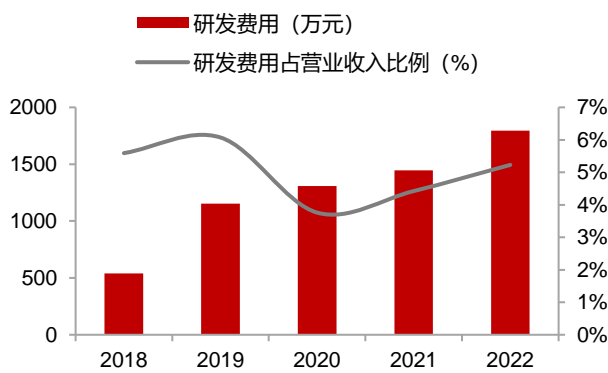
表 6：公司与国内外前十大风机厂商合作情况

排名	国内风电新增装机市场			国际风电新增装机市场		
	前十大风机厂	市场份额	与公司合作关系	前十大风机厂	市场份额	与公司合作关系
1	金风科技	20.40%	批量供应	维斯塔斯	15.32%	批量供应
2	远景能源	14.60%	批量供应	金风科技	12.14%	批量供应
3	明阳智能	12.40%	-	西门子歌美飒	8.71%	批量供应
4	运达股份	12.10%	批量供应	远景能源	8.53%	批量供应
5	上海电气	9.90%	批量供应	通用电气	8.37%	批量供应
6	中国海装	6.30%	批量供应	运达股份	7.77%	批量供应
7	中车风电	5.90%	批量供应	明阳智能	7.59%	
8	三一重能	5.70%	批量供应	恩德能源 (Nordex)	6.85%	批量供应
9	东方电气	5.60%	批量供应	上海电气	5.38%	批量供应
10	联合动力	2.20%	批量供应	东方电气	3.40%	批量供应
	合计	95.10%	-	合计	84.06%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

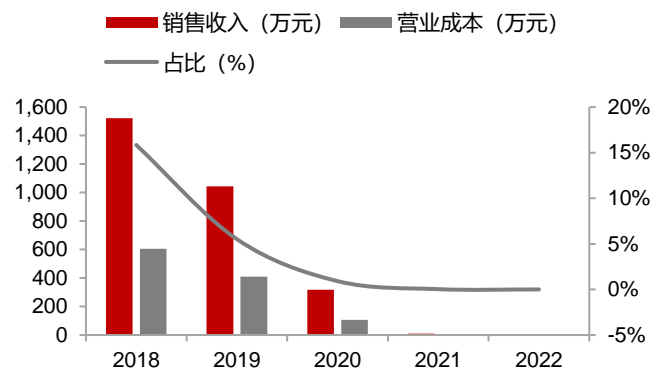
三位一体核心竞争优势，核心部件自产自研。2020-2022 年公司研发投入分别为 1309.08 万元、1444.78 万元和 1795.78 万元，占营业收入比重为 3.76%、4.42%、5.23%，研发投入逐年增长主要系公司应对市场竞争、丰富产品体系、满足下游客户更多需求。公司在产品结构设计中、精密加工制造和产品检测等生产环节积累了丰富的制造经验和工艺技术优势，且于 2020 年后不再对外提供精密加工业务，全部转为内部生产需求，产品具有稳定性高、可靠性好、密封性好、可对摩擦点位进行定点、定时、定量的输送油脂、系统输出压力高、生产成本较国外同类产品低等优势。同时，公司开展个性化定制服务，能够设计出在性能、空间结构上能与客户风机良好匹配的集中润滑系统，再结合公司良好精密制造能力，能够快速实现批量生产和快速交付。根据公司计算，2021 年公司精密加工优势带来毛利率提升达到 16.05%。

图 20：公司研发费用与占比情况（单位：万元、%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 21：精密加工件业务收入与成本（单位：万元、%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 7：精密加工环节对毛利率影响（万元、%）

项目	计算公式	2021	2020
精密加工自产成本（万元）	A	3,486.17	2,668.06
精密加工外购价值（万元）	B	8,715.42	6,670.16
精密加工毛利贡献（万元）	C=B-A	5,229.25	4,002.09
全部主营业务收入（万元）	D	32,586.84	34,783.81
精密加工毛利贡献率（%）	E=C/D	16.05%	1.51%
主营业务毛利率（%）	F	58.50%	68.02%
扣除精密加工毛利率（%）	G=E-F	42.45%	56.51%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

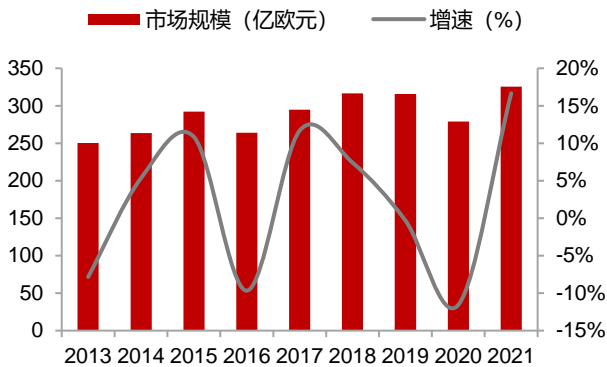
3 加速液压系统及配件研发，打开第二增长曲线

3.1 液压行业稳步增长，液压变桨渗透逐步提升

全球液压行业市场规模波动上升，国内市场规模持续扩大。液压传动是工业装备最重要的传动方式之一，也是制造业通用的零部件，产品在下游行业应用广泛。2019-2021 年，全球液压行业市场规模分别为 315.60 亿欧元、279.10 亿欧元、325.62 亿欧元，同比增加-0.31%、-11.57%、16.67%，整体呈现波动上升趋势，已经迈入相对成熟的发展阶段；中国液压行业市场规模分别为 642 亿元、696 亿元、762 亿元，同比增加 7.54%、8.41%、9.48%，受益于国外产品价格昂贵、供货周期长，国家工业发展的战略重点方向及国内外双循环的

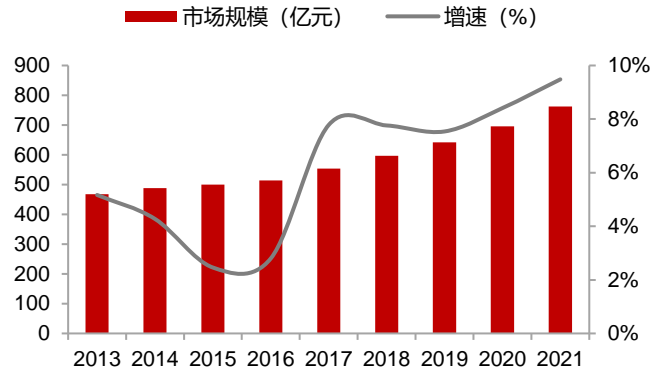
发展格局，我国 2021 年液压市场规模同比增速创十年内历史新高，规模迅速扩大。根据前瞻产业研究院预测，2022-2027 年，我国液压动力机械及元件制造的工业总生产值将逐年增长，到 2027 年，我国液压行业市场规模有望达到 2461 亿元。

图 22：2013 年-2021 年全球液压行业市场规模（单位：亿欧元）



资料来源：海宏液压招股书，浙商证券研究所

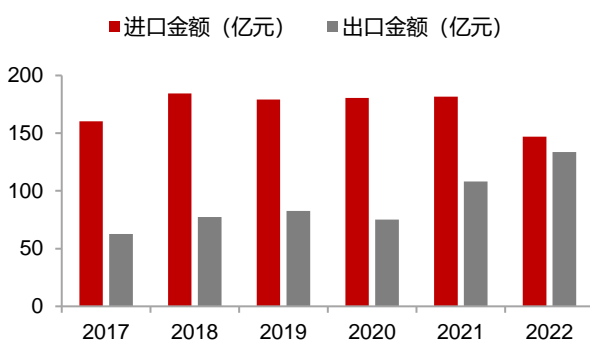
图 23：2013 年-2021 年中国液压行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：海宏液压招股书，浙商证券研究所

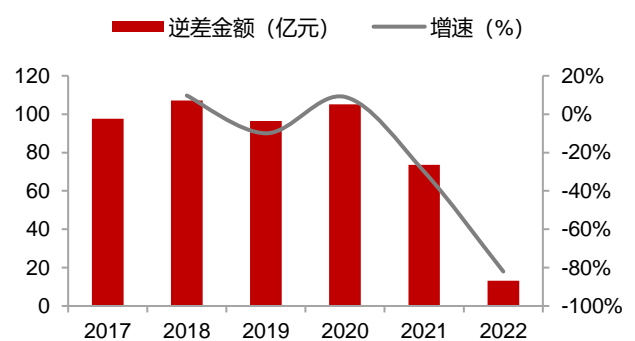
贸易逆差逐步缩小，液压制造国产替代逐步推进。近年来，我国液压行业进出口始终存在贸易逆差，2020-2022 年出口金额分别为 75.28 亿元、108.02 亿元、133.80 亿元，进口金额分别为 180.40 亿元、181.65 亿元、147.04 亿元，逆差规模分别为 105.12 亿元、73.63 亿元、12.24 亿元，同比增长 8.98%、-29.96%、-82.02%，逆差规模不断缩小，主要系我国液压行业不断提升自主创新能力、完善供应链体系，国产液压件产品的质量、寿命、可靠性及服务能力得到明显提升、与海外客户建立了稳定持续的合作关系，以及国产替代进程逐步推进，进口规模逐年递减。

图 24：2017-2022 年中国液压行业进出口情况（单位：亿元）



资料来源：海宏液压招股说明书，浙商证券研究所

图 25：2017-2022 年中国液压行业贸易逆差（单位：亿元）



资料来源：海宏液压招股说明书，浙商证券研究所

液压变桨适应大型化趋势，渗透率有望逐步提升。变桨系统是安装在轮毂内作为空气制动或通过改变叶片角度（螺距）对机组运行进行功率控制的装置，风电机组可分为定桨距和变桨距两种类型。其中，变桨距机组可以根据风速的大小和方向，自动调节气流对叶片的冲击攻角，沿桨叶的纵轴旋转叶片以改变桨叶位置，并控制三片风叶对风速的机械能量吸收，能保证维持额定输出功率。目前变桨系统按照驱动方式可分为电动驱动变桨和液压驱动变桨。电动变桨系统的动力源于伺服电动机，容易出现退桨速度与风速不匹配情况，

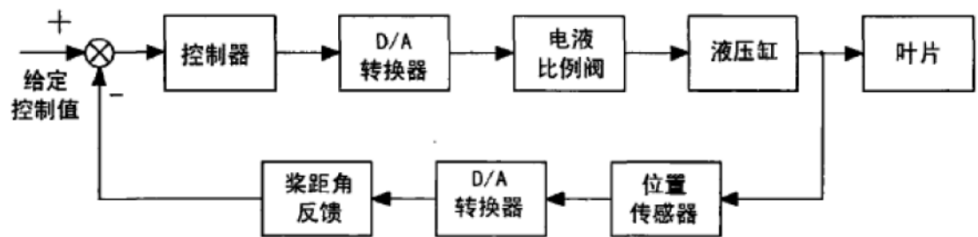
进而导致过功率、过电流，甚至烧毁发电机等情况，从而缩短变桨机构和变桨轴承的使用寿命，影响输出功率。而液压变桨系统的动力源于电动液压泵，具有传动力距大、重量轻、定位准确等优点，能够通过电液比例阀提前、准确的把叶片调节至指定位置。因此，大型化趋势下，液压变桨凭借功能优势有望成为主流。

表 8：液压系统的组成部分、主要产品

组成部分	主要产品	工作原理
动力元件	液压泵	将原动机提供的机械能转化为工作介质的压力能，是整个液压系统的动力来源。
控制元件	液压阀	控制和调节液压系统油液流动方向、压力及流量的控制元件，视同液压系统的“中枢”。
执行元件	液压油缸、马达	将工作介质的压力能转化为工作部件的机械能，输出速度和力（直线运动），或力矩和转速（回转运动）。
辅助元件	油箱	负责液压系统除动力功能以外的其他功能，保证液压系统的稳定性和持久性。
工作介质	液压油	能量传递的介质。

资料来源：海宏液压招股书，浙商证券研究所

图 26：液压变桨系统工作原理图



资料来源：《风力发电机组液压变桨系统研究》，浙商证券研究所

表 9：液压变桨与电变桨区别

	液压变桨	电动变桨
原理	传递信号至液压电磁阀驱动液压系统反馈	驱动伺服电机控制角度变换
反应速度	较快	快
启动扭矩	大	小
低温性能	优	劣
使用寿命	长	偏长
空间占用	小	大
环境清洁	易漏油	无漏油
制造难度	高	低
价格	高	低

资料来源：《风力发电机组与电动变桨系统对比分析》，浙商证券研究所

国内外液压行业竞争激烈，液压变桨亟待国产替代。从全球液压行业布局来看，高端技术主要由美国、欧洲、日本等机械工业较发达的国家和地区掌握，龙头企业包括德国博世力士乐、美国派克汉尼汾、丹麦丹佛斯及日本川崎重工等，而我国本土液压生产企业数量多，集中度较低，主要分布于东部地区。液压系统目前国产替代率仍偏低，根据电气风

电招股说明书，液压仍主要从国外进行采购；根据伊内液压数据统计，受制于技术路线和供应商优质产品影响，目前国内主机厂仍以电变桨系统为主，液压变桨整体占比仍然偏低。

表 10：风机厂变桨系统技术

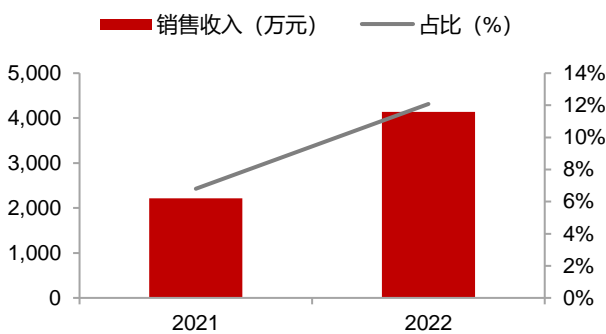
风机厂	使用方案
VESTAS	液压变桨
西门子歌美飒	液压变桨
金风科技	电变桨为主，部分使用液压变桨
远景能源	电变桨为主
明阳智能	电变桨为主
运达股份	电变桨为主
上海电气	电变桨为主，部分使用液压变桨
三一重能	电变桨为主

资料来源：伊内液压，浙商证券研究所

3.2 布局液压变桨研发，引领国产替代趋势

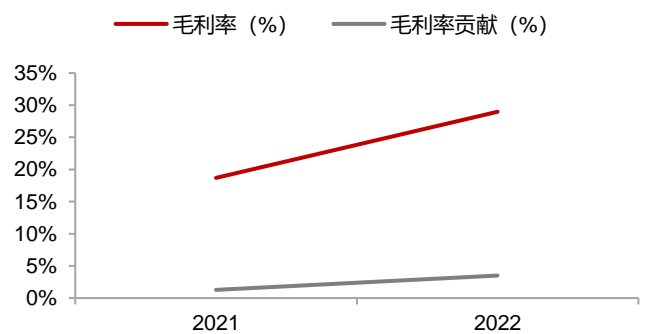
液压系统营收加速增长，盈利能力逐步提升。2021-2022 年，公司液压系统业务销售收入分别为 2214.75 万元、4139.51 万元，占比 6.80%、12.08%。公司 2021 年新增产品类别：液压系统及配件，初入市场运行良好，主要面向金风科技、东方电气、上海电气、西门子等客户，营业收入预期有所增长。2021-2022 年，公司液压系统及配件业务毛利率分别达到 18.69%、28.89%，毛利率贡献分别为 1.27%、3.50%。近两年公司综合毛利率有所下降，但液压系统及配件业务毛利率上升幅度大，主要系该类产品未进入大规模生产阶段，毛利率相对较低，但增速明显。

图 27：公司液压系统营业收入情况（单位：万元、%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 28：公司液压系统及配件毛利率及贡献程度（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

持续扩展液压系统业务，推动整机降本增效。公司目前处于液压变桨系统与柱塞式蓄能器的样机测试阶段，为了巩固公司市场份额及适应风电行业抢装潮后的发展，公司 IPO 上市募资扩产，借助资本市场缓解产能紧张问题，进一步增强市场竞争力。液压系统的应用领域和市场容量比集中润滑系统更为广阔，公司拟将 4 亿元用于智能二期扩产，1 亿用于技术研发项目，未来有望打破液压系统海外垄断的局面，实现进口替代。

图 29：公司液压产品示意图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

液压变桨+偏航已取得专利，产品有望逐步放量。公司目前已开发了偏航液压刹车系统及变桨液压系统，自主搭建模拟系统选型，选用高性能、高性价比智能元件，采用模块化服务产品组合，保证产品的可靠性、高效性、即时性。根据公司披露专利，2022年，公司陆续取得了“一种设置有蓄能器的闭式回路液压变桨系统”、“一种用于风力发电机组的液压变桨机构”、“一种使用等截面油缸的闭式回路液压变桨系统”，其中部分专利与变桨系统海外龙头 SSB 共同获取。公司专利技术、产品储备丰富，随未来液压变桨渗透率逐步提升，有望带动公司产品逐步放量。

表 11：公司部分液压相关专利

序号	专利名称	专利号	申请日	类型	专利权人	取得方式
1	一种风力发电机组盘式液压制动器及其加工方法	ZL201510840063.2	2015.11.27	发明专利	盘古智能	原始取得
2	活塞式蓄能器及液压油缸密封耐久试验台	ZL202221034898.0	2022.4.30	实用新型	盘古智能	原始取得
3	一种设置有蓄能器的闭式回路液压变桨系统	ZL202222302965.9	2022.8.31	实用新型	盘古智能、埃斯倍风电科技(青岛)有限公司	原始取得
4	一种用于风力发电机组的液压变桨机构	ZL202222256478.3	2022.8.26	实用新型	盘古智能	原始取得
5	一种使用等截面油缸的闭式回路液压变桨系统	ZL202222417346.4	2022.9.13	实用新型	盘古智能、埃斯倍风电科技(青岛)有限公司	原始取得

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

核心液压阀制造能力强，公司有望成为国内高压阀主要生产厂商。液压阀是液压系统中的重要控制元件，可广泛应用于机械冶金、建材、石油等领域。目前国内中高端基础件依赖进口，因此，公司致力于解决高压阀制造工艺技术上的关键问题，提升精度、强度，未来应用前景和市场推广非常广泛。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

1、集中润滑系统

公司集中润滑系统业务主要系风电集中润滑系统销售。

公司为国内头部风电润滑系统供应商，大型化带动单线式销售量提升及价值量提升。预计 2023-2025 年风电润滑系统交付量有望逐步增长，我们预测 2023-2025 年公司风电润滑系统销售量分别为 4.98 万套、5.95 万套、6.62 万套；随着单线产品占比增加，润滑系统交付均价有一定提升，我们估计 2023-2025 年公司润滑系统交付均价分别为 6210 元/套、6388 元/套、6546 元/套；营业成本波动预计相对稳定，我们预计 2023-2025 年公司润滑系统交付营业成本分别 2828 元/套、2813 元/套、2855 元/套。

综上，预计 2023-2025 年公司润滑系统业务营收分别为 3.09 亿元、3.80 亿元、4.33 亿元，同比增速分别为 25.48%、22.92%、14.01%，毛利率分别为 50.90%、50.50%、47.91%。

2、液压系统

公司液压系统业务主要系机械液压相关系统及布局风电液压变桨产品。

公司依托精密零部件优势，布局液压领域加速国产替代。我们预计 2023-2025 年公司液压部分营收随渗透率提升有望加速增长，预计 2023-2025 年公司液压部分营收分别为 1.00 亿元、2.00 亿元、5.00 亿元；同比增速分别为 141.57%、100.00%、150.00%；毛利率稳定在 40.00%。

3、润滑系统配件

公司润滑系统配件有望配套润滑系统实现稳定增长。我们预计 2023-2025 年公司润滑配件营收分别为 0.69 亿元、0.84 亿元、0.96 亿元；同比增速分别为 25.48%、22.92%、14.01%；毛利率稳定 40.00%。

4、其他业务

其他业务主要系部分废料售卖及其他产业链相关业务。我们预计 2023-2025 年公司其他业务分别为 0.01 亿元、0.01 亿元、0.01 亿元，该部分占比较小，不计营业成本。

表 12：盘古智能业务拆分表（单位：百万元、%）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	343.43	479.00	665.86	1031.11
YOY（%）	5.14%	39.47%	39.01%	54.85%
营业成本（百万元）	171.10	235.20	329.62	537.14
毛利（百万元）	172.33	243.80	336.24	493.98
毛利率（%）	50.18%	50.90%	50.50%	47.91%
集中润滑业务				
营业收入（百万元）	246.44	309.24	380.11	433.35
YOY（%）	-5.89%	25.48%	22.92%	14.01%
营业成本（百万元）	114.95	140.85	167.40	189.00
毛利（百万元）	131.49	168.39	212.71	244.35
毛利率（%）	53.36%	54.45%	55.96%	56.39%

液压业务				
营业收入 (百万元)	41.40	100.00	200.00	500.00
YOY (%)	86.91%	141.57%	100.00%	150.00%
营业成本 (百万元)	29.40	60.00	120.00	300.00
毛利 (百万元)	12.00	40.00	80.00	200.00
毛利率 (%)	28.98%	40.00%	40.00%	40.00%
润滑系统配件业务				
营业收入 (百万元)	68.70	84.44	96.27	105.13
YOY (%)	31.16%	25.48%	22.92%	14.01%
营业成本 (百万元)	34.35	42.22	48.14	52.57
毛利 (百万元)	34.35	42.22	48.14	52.57
毛利率 (%)	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务				
营业收入 (百万元)	0.85	0.92	1.19	1.49
YOY (%)	11.38%	8.84%	29.27%	24.98%
营业成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利 (百万元)	0.85	0.92	1.19	1.49
毛利率 (%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

公司为国内风电润滑系统龙头, 布局液压变桨引领国产替代趋势。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 1.62 亿元、2.25 亿元、3.14 亿元; 22-25 年归母净利润 CAGR 为 43%; 对应 EPS 分别为 1.09 元、1.51 元、2.11 元; 对应 PE 分别为 33、24、17 倍。

我们选取亚星锚链、恒立液压、艾迪精密为风电行业和液压系统行业的可比公司, 2024 年行业平均 PE 为 32X, 综合考虑公司业绩成长性和安全边际, 我们给予公司 2024 年 PE 估值 32X, 对应当前市值有 34% 上涨空间; 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 13: 盘古智能可比公司估值表 (单位: 亿元, 截至 2023 年 8 月 25 日)

代码	简称	最新价 2023/8/25	归母净利润(亿元)				EPS (元/股)				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601890.SH	亚星锚链	9.62	2.00	2.16	2.95	3.89	0.21	0.23	0.31	0.41	46	43	31	23
601100.SH	恒立液压	62.45	24.40	27.09	32.50	38.96	1.82	2.02	2.42	2.91	34	31	26	21
603638.SH	艾迪精密	16.68	2.55	2.99	3.57	5.10	0.30	0.36	0.43	0.61	55	47	39	27
	均值										45	40	32	24
301456.SZ	盘古智能	36.05	1.08	1.62	2.25	3.14	0.73	1.09	1.51	2.11	49	33	24	17

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

风电装机不及预期：公司为国内风电集中润滑系统供应商，业务收到风电行业装机波动影响。如风电行业装机不及预期，可能对公司业务产生负面影响。

原材料价格波动：润滑系统销售为风电产业链下游环节，产业链主要原材料包括电气设备、软管、部分结构材料等。如原材料价格出现大幅波动，可能对公司业绩产生负面影响。

产品销售价格波动：随风电项目全面平价，集中式润滑系统价格有所下降。如润滑系统销售价格在未来持续下降，可能对公司业绩产生负面影响。

液压产品开拓不及预期：公司布局液压变桨系统产品实现国产替代，如液压产品开拓进度不及预期，可能对公司业绩产生负面影响。

产能投放不及预期：公司盘古润滑·液压系统青岛智造中心二期扩产项目生产线投入后将提升公司产能紧张情况，如投入后产能不及预期，可能限制公司业务发展。

行业数据测算偏差：涉及到的测算数据基于一定假设条件，如假设条件与实际存在偏差，将达不到预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	603	1772	1723	1811
现金	130	1253	1050	832
交易性金融资产	94	0	0	0
应收账款	262	350	466	681
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	8	12	16	25
存货	73	96	135	223
其他	36	61	56	51
非流动资产	197	498	793	1077
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	146	195	287	410
无形资产	41	54	64	71
在建工程	3	242	434	587
其他	8	7	8	8
资产总计	801	2270	2516	2888
流动负债	104	127	147	205
短期借款	0	0	0	0
应付款项	72	82	102	145
预收账款	0	0	0	0
其他	32	44	44	59
非流动负债	7	4	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他	7	4	5	5
负债合计	111	131	152	210
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权益	689	2138	2363	2677
负债和股东权益	801	2270	2516	2888

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	153	43	87	72
净利润	108	162	225	314
折旧摊销	15	12	17	24
财务费用	(1)	(10)	(17)	(14)
投资损失	(2)	(3)	(3)	(4)
营运资金变动	57	(94)	(95)	(160)
其它	(23)	(23)	(39)	(89)
投资活动现金流	(165)	(217)	(308)	(304)
资本支出	(21)	(300)	(300)	(300)
长期投资	0	0	0	0
其他	(143)	83	(8)	(4)
筹资活动现金流	(1)	1298	17	14
短期借款	0	(0)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1)	1298	17	14
现金净增加额	(12)	1123	(203)	(219)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	343	479	666	1031
营业成本	171	235	330	537
营业税金及附加	3	5	7	10
营业费用	20	22	29	42
管理费用	18	24	32	47
研发费用	18	24	33	52
财务费用	(1)	(10)	(17)	(14)
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	2	3	3	4
其他经营收益	5	5	6	7
营业利润	119	188	262	367
营业外收支	3	2	2	2
利润总额	122	190	265	369
所得税	14	29	40	55
净利润	108	162	225	314
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	108	162	225	314
EBITDA	135	191	264	380
EPS (最新摊薄)	0.73	1.09	1.51	2.11

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.14%	39.47%	39.01%	54.85%
营业利润	-23.68%	57.43%	39.56%	39.98%
归属母公司净利润	-76.21%	49.22%	39.21%	39.62%
获利能力				
毛利率	50.18%	50.90%	50.50%	47.91%
净利率	31.52%	33.72%	33.77%	30.44%
ROE	17.04%	11.42%	9.99%	12.46%
ROIC	15.45%	7.14%	8.89%	11.28%
偿债能力				
资产负债率	13.85%	5.76%	6.03%	7.27%
净负债比率	0.32%	0.09%	0.10%	0.10%
流动比率	5.81	14.01	11.73	8.85
速动比率	5.11	13.25	10.82	7.76
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.31	0.28	0.38
应收账款周转率	1.61	1.78	1.82	1.99
应付账款周转率	4.22	4.52	5.49	6.83
每股指标(元)				
每股收益	0.73	1.09	1.51	2.11
每股经营现金	1.03	0.29	0.59	0.48
每股净资产	6.19	14.39	15.91	18.02
估值比率				
P/E	49.48	33.16	23.82	17.06
P/B	5.83	2.50	2.27	2.00
EV/EBITDA	-1.65	21.46	16.32	11.92

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>