

兆丰股份 (300695)

公司研究/深度报告

专精特新“小巨人”，轮毂轴承单元隐形冠军

—兆丰股份 (300695) 公司深度报告

深度研究报告/汽车

2021年12月06日

报告摘要:

● 轮毂轴承龙头企业，产品迭代提升价格中枢，疫情影响消退，业绩V型反转

公司是国内汽车轮毂轴承领先供应商，产品不断升级，第一、二、三代汽车轮毂轴承迭代促使公司产品价格中枢上移。公司聚焦汽车轮毂轴承研发和制造单元，2020年收入占比96%，专精特新的战略布局，促使公司三费处于低位，盈利能力持续增强。疫情影响逐渐弱化，上游原材料逐步恢复常态化，盈利能力触底反弹。预计公司2021-2023年营业收入复合增速41.9%，归母净利润复合增速57.5%。

● 稳扎海外后装市场，拓展国内前装市场，AM+OEM双轮驱动公司进入新一轮高增长

公司主要面向北美售后高端市场，通过贸易商和独立品牌制造商进入美国知名汽车零部件连锁商中的AutoZone、NAPA、Advance和WJB，与辉门、斯凯孚、德尔福等国外知名零部件制造商建立良好合作，2020年海外收入占比77%。当前海外轮毂轴承AM市场集中度仍然较低，公司凭借其产品高性价比及新品的持续研发，市场份额有望持续上行，预计售后业务收入有望保持较高增速。公司多年深耕售后市场、研发、生产及客户的积淀有望成为公司切入OEM市场的有力保障。当前已成为汉德车桥、华菱汽车、东南汽车、华晨汽车等商用车及乘用车的供应商，进入北汽B点供应，获得比亚迪商用车定点，并与其他主流合资与自主整车厂积极接洽中。后续公司以AM市场为基础，以OEM市场为主要增长点，售前+售后业务双轮驱动公司收入进入新一轮高增长期。

● 布局新能源“赛道”，客户结构优化，新能源业务营收迎来加速期

新能源车桥逐渐向轻量化、智能化、终生免维护的方向发展。公司对车桥产品持续提升，开发3T以上轻、中型商用车新能源电桥，结合三电产品研发。与陕汽集团成立合资公司，切入新能源领域。公司新能源车桥客户包括瑞驰、奇瑞两大新能源物流车厂商，分别占据2020年新能源物流车销量第一和第三，产品具备较强市场竞争力，电动车行业高增长，预计公司该业务有望迎来加速期。

● 投资建议

预计公司2021-2023年实现营收6.76/11.24/13.62亿元，实现归母净利润1.29/2.49/3.20亿元，当前市值对应2021-2023年PE为32/16/13倍。公司估值低于申万零部件板块2021年32倍板块平均估值水平(Wind一致预测)。随着公司新能源及OEM业务的持续推进，作为零部件龙头公司有望享有估值溢价，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

原材料价格波动导致毛利率低预期，新品拓展不及预期，海外疫情风险，汇率风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	470	676	1,124	1,362
增长率(%)	-16.0%	43.9%	66.3%	21.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	160	129	249	320
增长率(%)	-25.4%	-19.5%	93.9%	28.3%
每股收益(元)	2.40	1.93	3.74	4.80
PE(现价)	25.53	31.76	16.38	12.77
PB	2.05	2.13	1.96	1.79

资料来源:公司公告、民生证券研究院

推荐

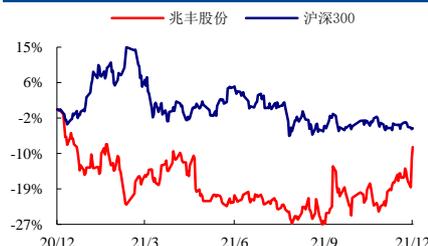
首次评级

当前价格: 61.28元

交易数据 2021-12-3

近12个月最高/最低(元)	65.19/47.7
总股本(百万股)	67
流通股本(百万股)	67
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	41
流通市值(亿元)	41

该股与沪深300走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 邵将

执业证 S0100521100005

电话: 18610589797

邮箱: shaojiang@mszq.com

相关研究

目录

1	轮毂轴承龙头企业，业绩触底反弹进行时	3
1.1	二十年专精特新，成就轮毂轴承龙头企业	3
1.2	海外营收上行，业绩V型反转	5
1.3	上游原材料恢复常态，公司盈利能力触底反弹	6
2	“海外与国内、前装与后装”，AM+OEM双轮驱动公司进入高速发展期	8
2.1	调整海外市场结构，开拓国内市场业务，增量空间稳步上行	8
2.2	国产替代进行时，公司以自主品牌推进前装市场	10
3	布局新能源车零部件，抢抓新能源车红利	13
3.1	产品升级，拥抱新能源汽车需求	13
3.2	新能源板块营收将迎来加速期	16
4	盈利预测与投资建议	17
5	风险提示	19
	插图目录	21
	表格目录	21

1 轮毂轴承龙头企业，业绩触底反弹进行时

1.1 二十年专精特新，成就轮毂轴承龙头企业

深耕轮毂轴承，业务全球布局。公司是国内汽车轮毂轴承单元领先供应商，专业生产汽车轮毂轴承单元及各类精密轴承，截至 2020 年具备 4000 余种产品，深耕海外售后市场二十余年。公司产品广泛应用于各类中高级轿车及商务用车、卡车，产品远销美国、加拿大、德国、意大利、韩国等三十多个国家和地区。公司于 2017 年在创业板上市，后续陆续开展精密锻件业务、商用车免维护轴承业务。2020 年与陕汽集团合资成立陕汽兆丰科技，拓展商用车底盘零部件以及新能源电动车桥业务。

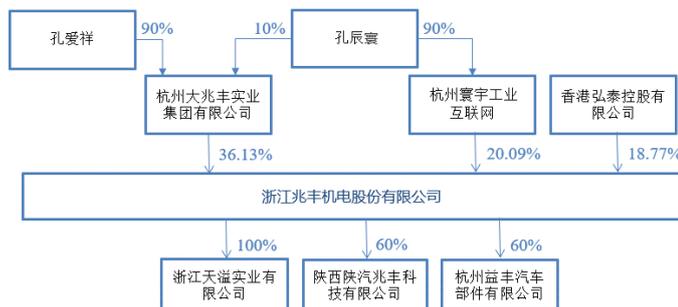
图1: 兆丰股份发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

公司股权集中，管理层控制力强。公司实际控制人为孔爱祥、孔辰寰，二人为父子关系，在公司分别担任董事长、总经理兼董事职位。公司第一大股东为大兆丰集团，直接持有公司 36.1% 的股份，大兆丰集团实际由孔爱祥、孔辰寰控制。公司实控人孔爱祥、孔辰寰通过大兆丰集团以及寰宇互联合计间接控股公司 74.99% 股份，公司股权结构十分集中，管理层对公司控制力强。

图2: 兆丰股份股权结构及控股子公司



资料来源：Wind，民生证券研究院

主营业务为轮毂轴承，产品迭代提升产品价格中枢，第三代产品占比超 70%。截至 2020 年，轮毂轴承在公司应收占比达到 95.6%，三代产品技术性能不断升级，其中第三代轮毂轴承因其结构紧凑，机械性能更好，单车价值量更高，占公司整体营收超 70%。三代轴承的升级路径，除提升了产品性能外，也带来了产品价格的提升，产品价格从第一代的 34 元增加到第三代的 185 元。

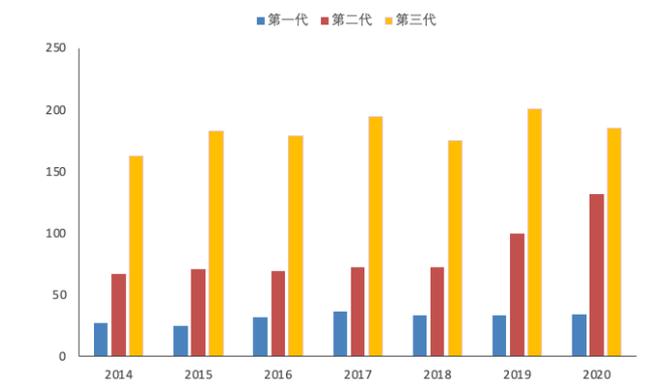
且二代轴承由于产品的不断迭代升级，产品价格近年来也在逐步提升。

表1: 轴承产品特性

轮毂轴承	通用结构特点	产品优点	图片示例
一代	将原两套分立的角接触球轴承或圆锥滚子轴承集成为一套外圈整体式、内圈背对背的组合。	一次性专业润滑，安装方便、结构紧凑、性能可靠	
二代	将轮毂轴承外圈与相配合的安装凸缘制成一体的结构。	刚性好，可靠性高，重量较轻，生产周期短	
三代	将轮毂轴承与联接轮毂的安装凸缘、联接万向节的凸缘芯轴以及传感器集成为一个总成部件。其中内置轮速传感器的第三代轮毂轴承单元现已大规模使用。	刚性好、承载能力强、可靠性高；内置轮速传感器	

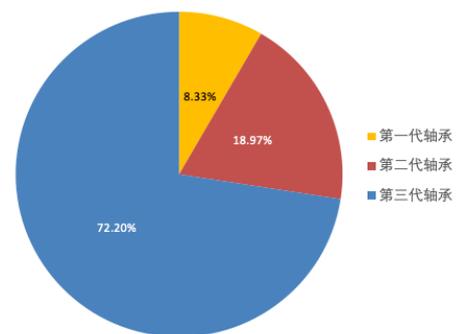
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3: 三代轴承价格/(元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

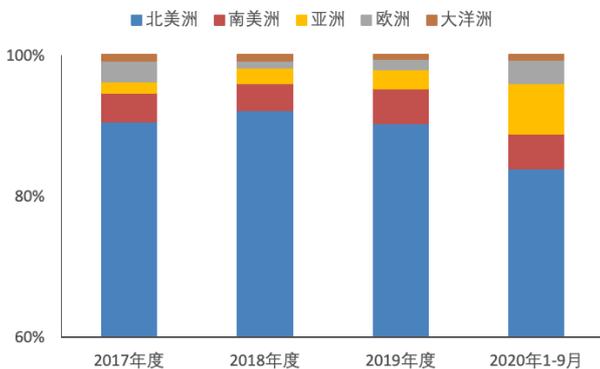
图4: 2020年三代轴承营收占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

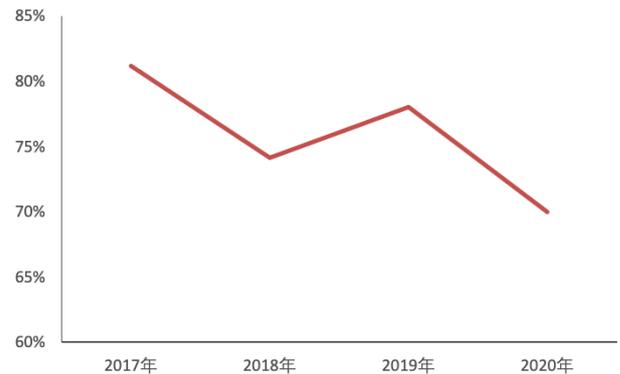
公司产品广销售海外，客户结构逐步优化。公司是国内少数具备自主研发能力并能提供技术解决方案，规模生产第一、二、三代轮毂轴承单元的企业之一，已成功开发了第四代汽车轮毂轴承单元，是国内汽车轮毂轴承单元的先进制造企业，公司产品主要出口到北美、欧洲等地区的售后市场，是商务部、发改委首批认定的国家汽车零部件出口基地企业。公司生产技术、制造工艺和质量控制能力先后通过了辉门、斯凯孚、德尔福、通用、FEBI、GMB 等的考核，与这些知名的独立品牌制造商建立了协作生产关系，接受其指令或订单为其生产轮毂轴承单元产品。公司的生产技术、产品性能和质量在海外市场具备一定的品牌效应，客户结构逐步优化，前五大客户占年度销售总额比例逐渐下降。

图5: 亚洲客户销售收入占比逐步扩大(%)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图6: 前五大客户占年度销售总额比例逐渐下降(%)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

1.2 海外营收上行, 业绩 V 型反转

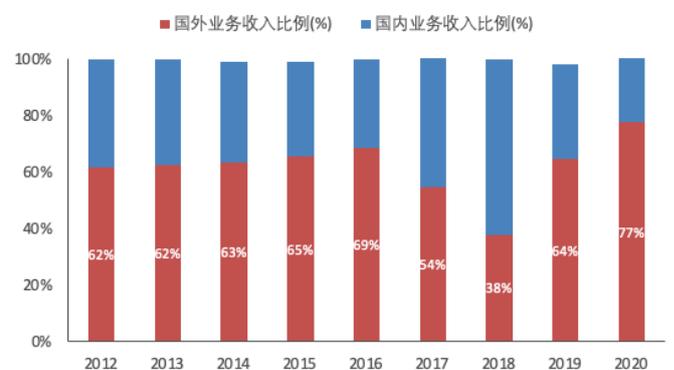
海外营收占比 V 型反转, 营收能力逐步改善。公司主营业务为汽车轴承, 产品主要面向海外后市场, 海外汽车市场成熟稳定, 汽车保有量高, 2018 年海外业务营收占比触底反弹。公司收入和业绩均稳定增长, 2015-2020 年公司营业收入复合增速 7.0%, 归母净利润复合增速 7.2%。

图7: 公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

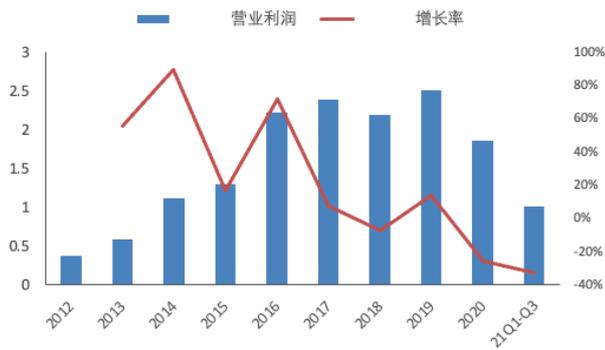
图8: 公司海内外业务占比 (%)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

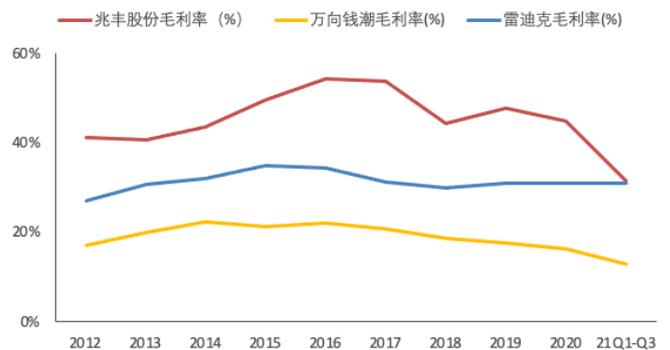
深耕售后市场, 紧抓中高端客户, 盈利能力好于同行。在国际市场, 瑞典斯凯孚、韩国 ILJIN、德国 FAG、日本 NSK、JTEKT 和 NTN 是本行业的一流企业, 公司目前主要国内竞争企业为万向钱潮、瓦房店轴承集团有限责任公司、湖北新火炬科技有限公司。与竞争对手相比, 兆丰盈利能力明显好于同行。2020 年公司毛利率为 45%, 净利率为 33%, 高于国内轴承龙头万向钱潮。

图9: 公司利润及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图10: 同行业公司毛利率对比 (%)



资料来源: 各公司年报, 民生证券研究院

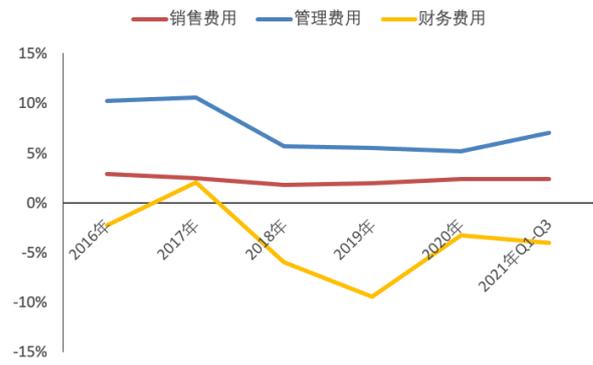
公司研发投入逐年增长, 较低三费保证高盈利。公司以自主研发为主, 坚持差异化竞争策略, 已形成完整的汽车轮毂轴承单元正向开发能力。公司研发投入逐年增长, 占公司营收7%左右。公司三费占比较低, 且管理费率持续保持低位稳定状态, 公司持续保持较好的盈利。

图11: 公司研发投入逐年增长 (百万元, %)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图12: 公司管理费用率相对稳定 (%)

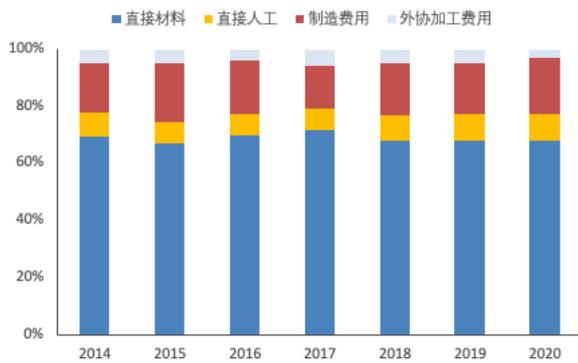


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

1.3 上游原材料恢复常态, 公司盈利能力触底反弹

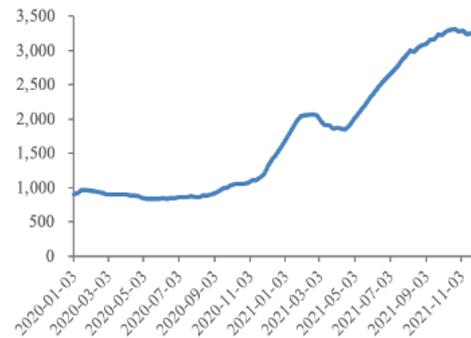
直接材料成本占比过半, 原材料上涨+运费上涨带来毛利率下降。公司营业成本中直接材料费用占比约为70%, 主要原材料是钢材, 2020年以来钢材价格接近翻倍, 给公司带来明显的成本压力。并且公司70%以上的业务来自于海外, 虽然采用FOB的方式进行交付, 但是运费上涨也会让客户端的成本压力向公司传导, 在原材料上涨+运费上涨的双重压力下, 公司经营毛利率从2020年的44.7%下滑至2021年Q3的31.2%。

图13: 公司成本占比拆分



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

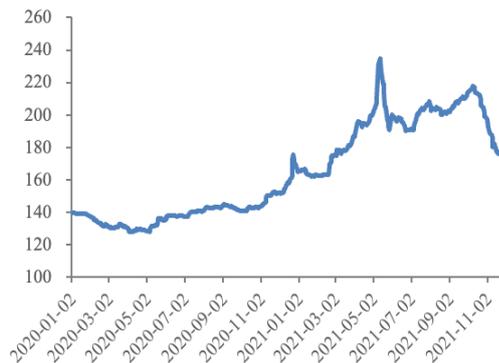
图14: 海运运费指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

原材料价格下滑+海运价格回落, 为公司业绩带来弹性。2021年9月之后钢材价格指数明显下降, 海运价格也有回落趋势, 后续若钢材+海运价格回到2020年水平, 则公司毛利率有望回到40%以上, 叠加公司营收增长, 利润较2020年有望实现双重增长。

图15: 钢材价格指数



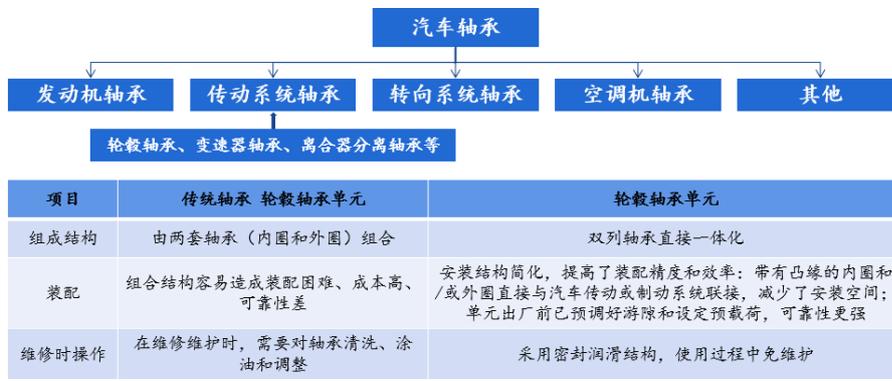
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 “海外与国内、前装与后装”，AM+OEM 双轮驱动公司进入高速发展期

2.1 调整海外市场结构，开拓国内市场业务，增量空间稳步上行

汽车轮毂轴承单元替代传统汽车轮毂轴承成为汽车不可缺少的关键零部件。随着各类型汽车的消费量的不断增加，以及全世界汽车保有量的不断扩大，汽车轴承行业经历了快速发展。目前，集成了 ABS 传感器的第三代轮毂轴承单元已广泛应用。汽车轮毂轴承单元是包括新能源汽车在内的每辆汽车不可缺少的关键零部件，随着各种类型汽车的快速更新与个性化发展，汽车轮毂轴承单元总成的规格、品种将呈几何级数增加，并随着汽车生产量和保有量的不断增长而日益增长。

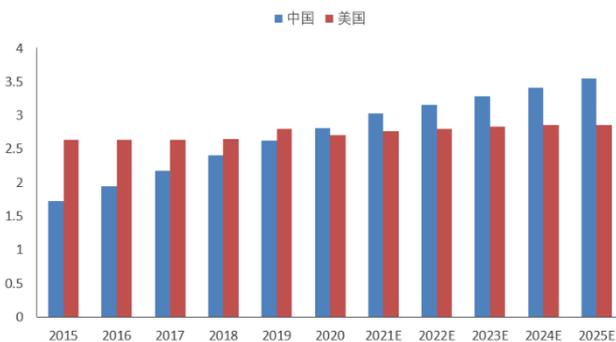
图16: 汽车轮毂轴承单元替代传统汽车轮毂轴承成为汽车不可缺少的关键零部件



资料来源：公司网站，民生证券研究院

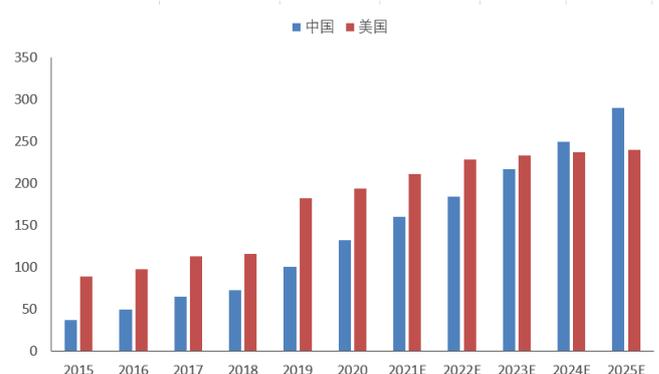
海外汽车保有量保持稳定，中国汽车保有量持续提升。海外汽车后市场市场空间维持高位稳定，中国汽车后市场市场空间保持持续增长。售后市场的规模取决于汽车保有量。国内汽车市场处于发展期，市场保有量持续提升，据中汽协预测，中国汽车保有量预计今年将达到 3 亿辆，至 2025 年将有望保持 4% 的增速增长，预计 2025 年市场保有量有望从当前的 3 亿辆提升至 3.5 亿辆，轴承售后市场空间有望达到 289 亿元。国内独立售后体系尚处于发展初期，且公司前装市场在国内市占率较低，随着售后市场的不断成熟以及前装市场市占率不断提升，售后/售前市场空间宽广。

图17: 中/美两国汽车保有量测算/亿辆



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图18: 中/美两国汽车轴承售后市场测算/亿元



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

欧美成熟汽车市场，售后需求量大。欧美是全球最成熟的汽车市场，汽车保有量保持较高水平，2020年美国拥有2.7亿辆的汽车保有量，售后市场需求旺盛，且独立售后体系成熟。因此公司专注深耕海外售后市场，以美国为主战场，通过贸易商和独立品牌制造商进入美国知名汽车零部件连锁商，包括AutoZone、NAPA、Advance和WJB等，同辉门、斯凯孚、德尔福等国内外知名零部件制造商建立良好合作，2020年美国售后市场市占率仅为2%，具备很大的上升空间。

海外市场营收持续增长，售后市场集中度有望进一步提升。公司海外业务营收从2012年的1.7亿元提升至2020年的3.64亿元，复合增长率达到10%，当前海外轮毂轴承售后市场集中度较低，公司产品凭借高性价比有望持续提升市场份额，保持10%左右增速。

图19: 公司轴承产品美国售后市场市占率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20: 公司海外营收



资料来源：公司年报，民生证券研究院

政策及疫情风险双重影响，公司积极调整销售结构，提升企业抗风险能力。2018年1月10日，美国商务部在《联邦公告》公布了2015-2016年度反倾销复审调查终裁决定，对美国当地进口商征收反倾销税，对公司部分出口业务的开展造成不利影响。针对以上政策风险，公司积极调整销售结构，加大国内和其它国际市场开拓力度。

表2: 中美贸易摩擦主要事件

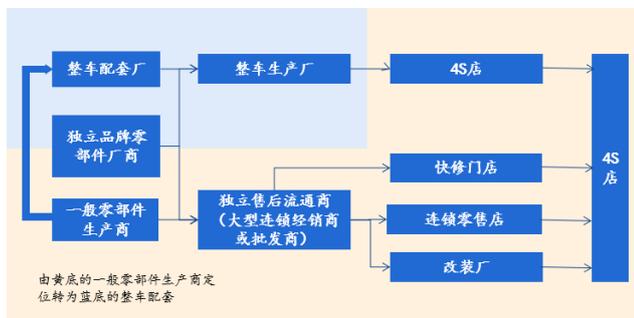
序号	日期	主要事项
1	2018.07	美国政府发布了加征关税商品清单，将对从我国进口合计500亿美元的商品加征25%的关税。
2	2018.09	美国政府宣布将对从我国进口合计2000亿美元的商品加征10%的关税。
3	2019.05	美国政府宣布自2019年5月10日起，对从我国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 国产替代进行时，公司以自主品牌推进前装市场

国外后装市场成熟，公司借势快速发展。汽车零部件售后市场主要为在用车辆提供维修保养所需的零部件，位于汽车产业链的下游。汽车工业发展早期，配套与售后的零部件供应均附属于整车厂，售后维修与整车销售一体化，主要通过整车厂推出的 4S 体系实行单一品牌特约维修。20 世纪 90 年代以后，以欧美发达国家为发端，汽车零部件售后市场快速与整车销售分离，向着以社会独立售后体系为主导的模式转型，并蓬勃发展，成为与配套市场比肩发展的重要市场。兆丰股份深耕汽车轮毂轴承单元主业，长期以来为国外发达国家汽车售后市场提供高质量的汽车轮毂轴承单元，在产品开发上具有较强的技术优势和研发能力，趁势快速抢占海外售后市场份额。

图21: 汽车零部件配套与售后市场发展示意图



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

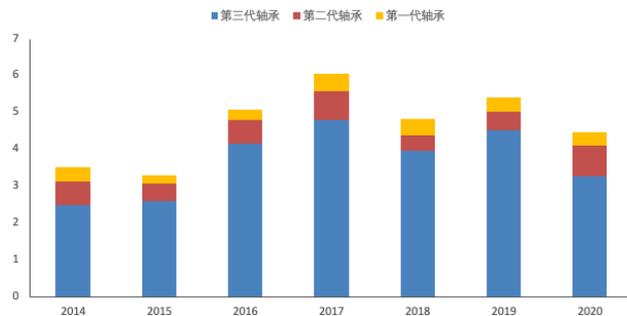
图22: 汽车零部件售后市场

体系	零部件供应商	销售	备注
传统 4S 体系	整车配套厂	借用整车厂的品牌，并通过整车厂的 4S 体系进行	国外已非市场主导地位。
社会独立售后体系	独立品牌零部件厂商	以自己的品牌为配套和售后市场生产供应零部件	直接以自有品牌进入售后市场的企业还较少
	一般零部件厂商	以商品品牌、贴牌服务商或独立品牌制造商的品牌进入到售后市场	国外售后市场的主要供应商

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

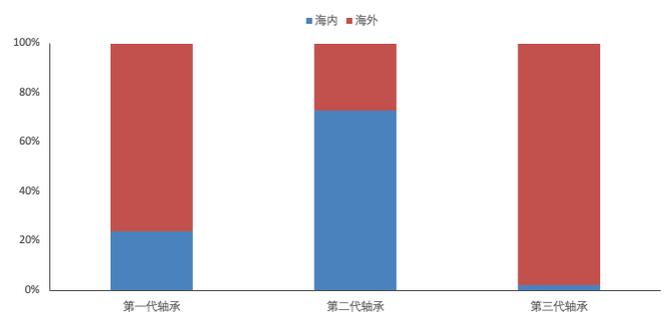
第三代轴承性能优异，海外产品验证为背书为轴承走向国内提供确定性。当前第三代轴承主销海外市场，后续国内市场具备较高弹性。公司轴承业务主要营收来自第三代轴承产品，2020 年销售占比达到 72.7%，且主要供应海外市场，出口占比达到 98%。国内市场第三代轴承具备很大的市场空间，近期获取的乘用车前装订单，采用的均为第三代轴承产品。

图23: 三代轴承营收占比 (%)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图24: 2020年轴承海内外占比 (%)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

前装市场国外供应商为主，国产替代正当时。作为汽车工业的基础和重要组成部分，汽车轮毂轴承主机市场的规模取决于整车厂的生产数量，有较大发展空间。但由于主机配套客户壁垒高，

审核周期长，目前国内进入主机配套的汽车轮毂轴承单元企业较少，占整体市场份额较低。国内市场汽车轮毂轴承单元主要由外商合资或独资企业提供，如瑞典斯凯孚在中国配套的合资车企包括：上海大众、一汽大众、东风神龙、上海通用、长安福特等；配套的自主品牌包括：长安、奇瑞、华晨等。近年来，国内已有少数自主品牌的轮毂轴承单元生产企业通过技术创新开始突破并切入配套市场，如万向钱潮，已成为大众、长安、奇瑞、比亚迪等整车厂的轮毂轴承单元供应商。

表3: 国内外竞争情况

	竞争对手	竞争对手情况
国内竞争企业	万向钱潮	创办于1969年，1994年上市；为国内主要汽车零部件制造商，生产底盘及悬架系统、汽车制动系统、汽车传动系统、轮毂单元、轴承、精密件、工程机械零部件等汽车零部件；其子公司浙江万向精工有限公司为专业汽车轮毂轴承单元生产企业；主要面向配套市场，国内主要配套整车制造商包括上海大众、一汽大众等。
	瓦房店轴承集团有限责任公司	始建于1938年，是中国轴承工业的发源地，是中国最大的轴承制造企业；大连光洋瓦轴汽车轴承有限公司成立于1996年8月，是由瓦房店轴承集团有限责任公司和JTEKT以及日本丰田通商株式会社三方合资组建的，专业化、自动化生产汽车轮毂轴承及轴承单元。
	湖北新火炬科技股份有限公司	原襄樊星火轴承有限公司，创建于1988年，属双林股份(股票代码300100)的全资子公司，高新技术企业；主要生产和经营汽车轮毂轴承单元，目前产销量较大，为“国家汽车及零部件出口基地企业”。
国内外竞争企业	瑞典斯凯孚	总部设立于瑞典哥特堡，是全球领先的滚动轴承和密封件供应商，具有全球行业领袖地位。斯凯孚在中国的业务可分成两部分：工业业务及汽车业务；业务范围覆盖了瑞典斯凯孚五大技术平台，即：轴承及轴承单元、密封件、润滑系统、机电一体化和服务。
	韩国 ILJIN	成立于1973年，总部所在地为韩国首尔；是一家综合型的轴承传动方案的领导者。在韩国、美国、中国等均有生产公司，致力于打造品质一流的轮毂轴承。
	德国 FAG	成立于1883年，总部位于德国施魏因富特。2001年起，FAG成为德国舍弗勒集团的一部分；是世界上第一家滚动轴承生产厂，滚动轴承工业的先驱，其高速、高精度主轴轴承，极限转速高于其它品牌。
	日本 NSK	成立于1916年，是日本国内第一家设计生产轴承的厂商；其产品涉及汽车、精密机械及部件、机电等领域，在精密加工方面具有技术优势。
	日本 JTEKT	JTEKT的前身，是1921年成立的光洋精工(Koyo)株式会社和1941年成立的丰田工机(Toyoda)株式会社。光洋精工(Koyo)株式会社和丰田工机(Toyoda)株式会社于2006年合并，创立全新的JTEKT。是一家综合轴承产品制造商，汽车轴承是特别擅长的领域之一。
	日本 NTN	1918年成立，总部位于日本大阪。世界综合性精密机械制造厂家之一：为日本汽车、工业轴承的主要制造商。

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

成为多家商用车主机配套供应商，加速前装市场开拓。近年来，公司开始拓展整车配套业务，实施“前装+售后”双轮驱动战略，在持续深耕全球售后中高端市场的基础上，有针对性地开拓头部主机客户，布局商用车和新能源汽车等重要方向。公司研发的商用车远程运维智能轮毂轴承单元产品实现对汽车轮毂轴承单元的全生命周期管理，为公司拓展前装市场提供新的突破口。2017年至今，公司陆续成为陕西汉德车桥、安徽华菱汽车、东南汽车、华晨汽车、菲亚特克莱斯勒汽车、比亚迪、长安汽车、北汽越野车等商用车及乘用车厂商的供应商，并已实现批量供货；2019年，公司成立主机事业部，配备相应的产品工程和应用工程团队，拓展国内主机市场；2020年10月公司与陕汽集团控股子公司等合资成立了陕西兆丰科技有限公司，携手拓展商用车汽车零部件业务，陕汽集团承诺合作期间给予合资公司一定比例的采购份额保证。我们预测，公司2022年有望实现亿元以上的营收增量。

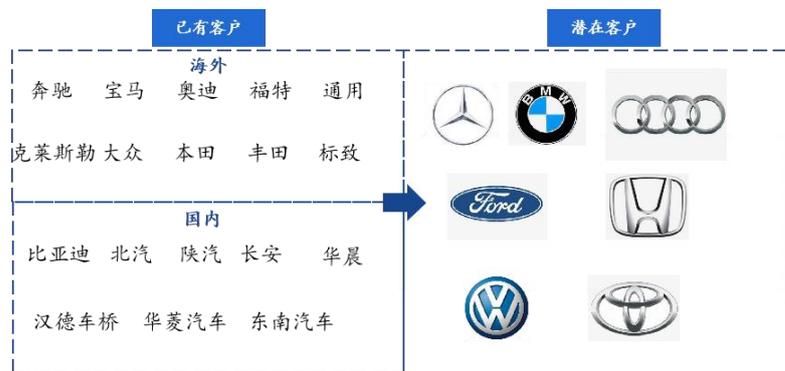
图25: 汽车零部件配套与售后市场发展示意图



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

公司打造自主品牌“兆丰”布局前装+后装, 海外客户有望转化。目前公司已在国内市场快速推进“兆丰”自主品牌产品, 强化自主品牌渠道建设, 将与全国经销商一同培育国内主机+售后市场的品牌价值、消费习惯、客户粘性等, 共同将“兆丰”品牌打造成为汽车轮毂轴承领域世界一线、自主品牌的领军者。随着产能的扩张, 公司有望以自主品牌推进前装市场, 主机与售后双轮驱动扩大公司市场份额。同时, 海外客户有望通过合资公司在国内市场完成转化。

图26: 海外客户有望转化



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

3 布局新能源车零部件，抢抓新能源车红利

3.1 产品升级，拥抱新能源汽车需求

国内政策支持推动，新能源物流车市场空间广大。在新能源领域，国家为了大力推广绿色物流，推出了不少对新能源物流车利好的政策，虽然公共领域和非公共领域的补贴都在持续的退坡，但是据不完全统计 2021 年全国已经有 46 个城市推出了新能源物流车的优先路权政策，通过这种方式来补贴新能源物流车的发展。2021 年上半年新能源物流车累计销量 4.7 万辆，同比+185%，在新能源产业发展及政策推动下，我们判断，2030 年新能源物流车有望达到 200 万辆，市场空间广阔。

表4: 全国新能源物流车政策梳理

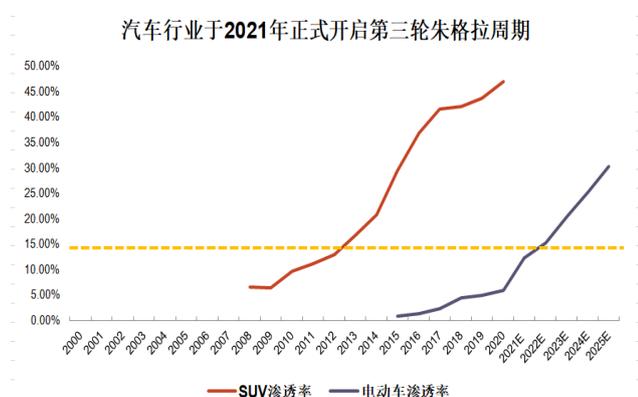
车量类型		公共领域补贴		非公共领域补贴		优先路权	
		2020 年	2021 年	2020 年	2021 年	2021 年	
新能源货车补贴	纯电货车	350	315	315	252	天津、长沙、深圳、成都、上海、南京、郑州、青岛、石家庄、北京、邯郸、南昌、咸阳、秦皇岛、苏州、西安等 46 个城市	
	插电混动货车	500	450	450	360		
补贴上限/万元	纯电货车	N1	2	1.8	1.8		1.44
		N2	5.5	4.95	3.5		2.8
		N3			5		4
	插电混动货车	N1	-	-	-		-
		N2	2	1.8	2	1.6	
		N3	3.5	3.15	3.15	2.52	

备注: N1 指总质量不超过 3500kg 的载货汽车; N2 指总质量不超过 12000kg 的载货汽车; N3 指总质量超过 12000kg 的载货汽车

资料来源: 工信部, 民生证券研究院

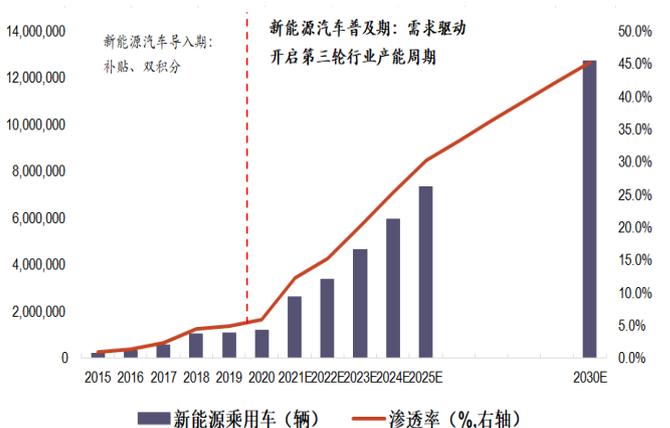
新能源汽车持续放量，新能源汽车零部件市场将保持高速增长。当前汽车行业第三轮朱格拉周期已开启，此轮周期内，新能源汽车将进入普及期，需求驱动开启第三轮行业产能周期。新能源汽车零部件需求侧将开启高速增长状态。

图27: 汽车行业第三轮朱格拉周期开启



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

图28: 新能源汽车未来将保持高速增长



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

新能源汽车与传统燃油车由于动力驱动方式的不同,导致两者在零配件的材料、设计、装配、保养等方面有较大的区别。例如新能源汽车为使续航能力最大化,可通过降低自身的消耗来增加动力源的有效利用,因此对轮毂轴承单元普遍要求轻量化和低摩擦力矩;新能源汽车启动加速度大,轮毂轴承滚动接触表面易发生滑蹭、啸叫、瞬时高温,因此在产品结构设计、表面处理等方面需要进行更多开发。

产品持续升级+品类不断扩展。公司的轮毂产品与周边部件的集成度不断提高,推出一、二、三、四代产品。公司结合多年轮毂轴承单元设计及生产制造经验,针对商用车对密封性、耐腐蚀性、低摩擦损耗和轻量化的需要,进行结构设计改善,为公司拓展商用车市场提供强有力的支撑。截至2020年,公司已经开发各类产品轮毂单元4000余种。新成立的陕汽兆丰科技业务拓展到商用车以及新能源驱动桥两大业务板块。产品持续升级&品类不断扩展。

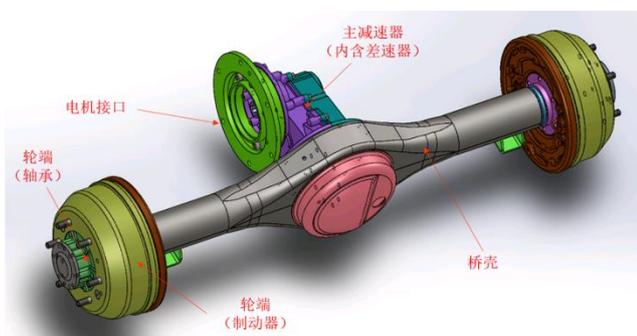
图29: 产品持续升级&品类不断扩展



资料来源: 公司网站, 民生证券研究院

底盘系统重要结构件, 改良优化结构, 促进轴承单元协同发展。车桥是底盘系统的重要结构件, 是连接悬架结构件与车身的中间装置, 承载来自地面、整车以及发动机等不同的受力, 新能源车桥逐渐向轻量化、智能化、终生免维护的方向发展。公司对车桥产品持续提升: 1) 将轮端轴承落后结构改为单元化结构, 降低成本、提升质量的同时, 促进与总部轮毂轴承单元的协同发展; 2) 开发3T以上轻、中型商用车新能源电桥; 3) 结合三电产品研发。

图30: 单元化结构电驱动桥



资料来源: 公司网站, 民生证券研究院

加大资本投入, 产能加速扩张。2017年-2018年, 公司在原有470万套轴承产能基础上, 陆本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

续投入 360 万产能建设项目、3000 万套轴承建设项目。2021 年，公司募集 6 亿资金用于建设年产 48 万套的商用车免维护轮毂、年产 230 万套新能源车轮毂项目，产能加速扩张。

表5: 公司产能加速布局

时间	地址	面积/m ²	投资/亿元	产能/万套	备注
2017	兆丰南路 6、8 号	10188.83	1.72	一代 120 二代 100 三代 250 合计 470	2020 年: 产能 500 万套
		11504.09			
	通惠北路 388 号	842.72			
		1698.30			
	垦辉六路 119 号	22321.00			
		21734.00			
红垦路 33 号	22321	2.37	二代 160 三代 200 合计 360		
2018	萧山经济开发区	76940	4.89	3000	2 年建设期
2020-2021	垦辉六路 119 号	未披露	4.52	48	商用车免维护
			3.61	230	新能源轮毂

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

场地车类+物流车类车桥, 具备独特技术门槛。公司新能源车桥主要面向场地车类及物流车类, 其中: 1) 场地类车桥主要用于高尔夫、观光车等车型, 主要的客户有益高、玛西尔、东明及忠辉等, 出口车型对环保要求严格, 不得有漏油等股涨现象; 车辆速比偏大, 车速低, 对重量、NVH 等性能要求一般, 主要对成本敏感。2) 物流类车桥主要用于厢式物流车、微卡等车型, 车速较高, 对车桥承载、整桥重量、NVH 等性能要求较高, 质量可靠性要求很高。主要客户包括奇瑞商用车、瑞驰、新龙马等, 主要竞争对手为四川建安。

表6: 电驱动桥类型

驱动桥类型	平台型号	适用车型	主要客户及要求	价格区间/元
场地类车桥	136 平台	0.8T 以下车型	主要客户: 益高、玛西尔、东明及忠辉等。 不得有漏油污染等故障现象	700-1300
	162 平台	1.8T 以下车型		
	172 平台	2.3T 以下车型		
	218 平台	2.5T 级低速车型		
物流类车桥	192 平台	用于 2.2T 以下厢式物流车	主要客户: 奇瑞、瑞驰等 车速较高, 对车桥承载、整桥重量、NVH 等性能要求较高, 质量可靠性要求很高	1300-2000
	205 平台	用于 3T 级厢式物流车		

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图31: 场地类&物流车桥搭载产品

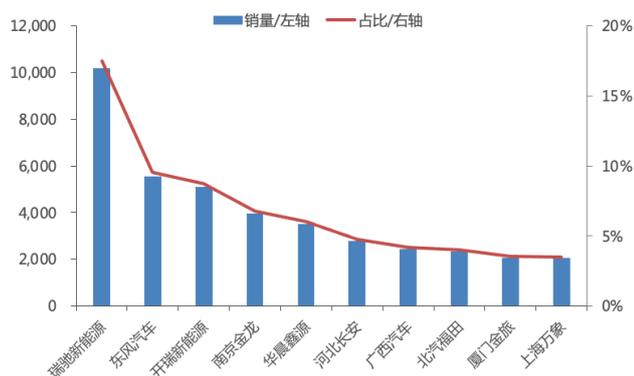


资料来源: 公司网站, 民生证券研究院

3.2 新能源板块营收将迎来加速期

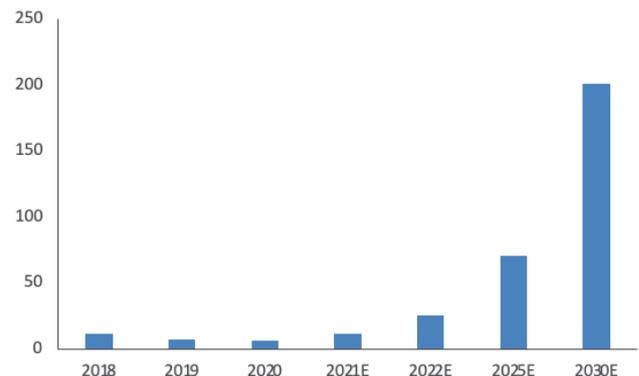
合作头部客户, 业务具备极大弹性。公司新能源车桥客户包括瑞驰、奇瑞两大新能源物流车厂商, 分别占据 2020 年新能源物流车销量第一和第三, 具备很强的市场竞争力。

图32: 2020 年新能源物流车企销量/辆



资料来源: 电车资源, 中汽协, 民生证券研究院

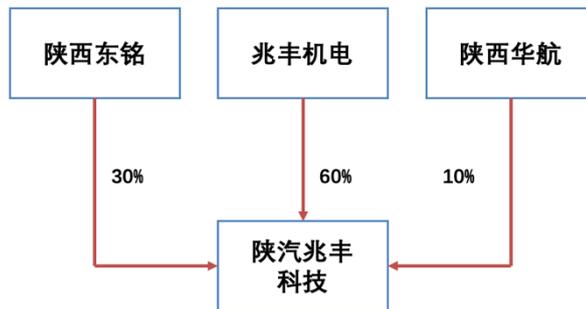
图33: 新能源物流车产量预测/万辆



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院整理

合资陕汽集团, 切入新能源领域。2020 年 9 月, 公司出资 7200 万元, 与陕西东铭车辆系统股份有限公司和陕西华航共同合资成立陕汽兆丰科技股份有限公司, 公司股份占比 60%。合资公司将发挥陕西东铭现有生产能力, 提升汽车零部件、新能源电动车桥等的研发、制造、销售能力。

图34: 陕汽兆丰科技股权结构



资料来源: Wind, 民生证券研究院

大额募投项目本年底将投产, 产能无忧, 供应市场需求能力足够, 为未来 3-5 年业绩保驾护航; 轴承为工业核心基础件, 未来公司也将凭借在轴承研发方面丰厚的技术储备和制造经验, 在深耕汽车零部件领域外, 拓展航空、航天、高铁等高端工业轴承领域, 努力实现进口替代。

表7: 公司资金募集及投产情况

承诺投资项目和超募资金投向	募集资金承诺投资总额 (万元)	调整后投资总额 (万元)	2021 年上半年投入金额 (万元)	截至 2021 年上半年累计投入金额 (万元)	截至 2021 年上半年投资进度	项目达到预定可使用状态日期
用于年产 48 万套商用车免维护轮毂轴承单元及远程运维平台 (一期) 项目和年产 230 万套新能源汽车轮毂轴承单元项目	60,000	60,000	-	-		
年产 360 万套汽车轮毂轴承单元扩能项目	48,669	23,669	2,439	16,148	68.23%	2021-12-31
企业技术中心升级改造项目	9,983	9,983	49	3,897	39.04%	2021-12-31
电动汽车轮毂电机驱动及控制系统研发项目	16,939					2018-12-31
汽车轮毂轴承单元装备自动化、管理智能化技术改造项目	15,169	2,115	57	2,026	95.80%	2020-12-31
年产 3,000 万只汽车轮毂轴承单元精密锻件智能化工厂建设项目		48,869	1,930	23,530	48.15%	2021-12-31
补充与主营业务相关的营运资金	4,999	4,999		4,999	100.00%	2017-12-31
设立合资公司“陕西陕汽兆丰科技有限公司”项目		7,200		7,200	100.00%	2020-10-20

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司是国内汽车轮毂轴承单元领先供应商, 主营业务由轮毂轴承单元组成, 2020 年轮毂轴承单元占总营收比达到 96%。公司在研新能源车桥相关产品, 产品于 2022 年开始逐步放量。公司核心假设:

1) **营收假设一:** 公司加大资本投入, 产能加速扩张。公司在原有 470 万套轴承产能基础上, 陆续投入 360 万产能建设项目、3000 万套轴承建设项目以及商用车免维护轮毂和新能源车轮毂项目, 产能加速扩张。受 2020 年低基数及行业复苏效应综合影响, 我们预计公司轮毂轴承单元营收同比增长 16%, 2022 年随着国内前装市场客户放量, 订单持续增加, 预计增速提升至 51%; 2023

年国内后装市场开拓步入稳定期，营收增速回落至 21%。

2) **营收假设二**：场地车类+物流车类车桥，具备独特技术门槛，公司现已有量产产品。2021 年上半年新能源物流车累计销量 4.7 万辆，同比+185%，在新能源产业发展及政策推动下，新能源物流车将有望保持高速增长状态。公司新能源车桥现有客户包括瑞驰、奇瑞两大新能源物流车厂商，产品具备较强的市场竞争力，2022 年，物流车+场地车驱动桥订单开始正常释放，因 2021 年为低基数，2022 年给予营收增速分别为 471%，2023 年后产品进入平稳发展阶段，给予 26%的营收增速；

3) **毛利率假设**：海外市场逐步扩张，原材料价格逐渐回落，但受海运成本不稳定因素影响，基于 2020 年公司综合毛利率为 45%，2021-2023 年给予综合毛利率 35%左右水准的预测；

4) **期间费用假设**：公司管理能力稳定，三费费用率保持平稳状态。

基于上述假设，我们对公司具体业务的未来预测如下：

表8: 公司盈利预测 (单位: 百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
营收/亿元	4.70	6.76	11.24	13.62
轮毂轴承单元	4.49	5.19	7.96	9.79
电驱动桥	-	0.36	2.06	2.59
营收增速	-	43.86%	66.28%	21.12%
轮毂轴承单元	-	16.12%	51.43%	20.94%
电驱动桥	-	-	471.67%	26.00%
毛利率	44.66%	32.44%	33.50%	35.18%
轮毂轴承单元	45.70%	35.00%	43.00%	44.00%
电驱动桥	-	20.00%	20.00%	20.00%
成本/亿元	2.60	4.70	7.23	8.61
轮毂轴承单元	2.44	3.37	4.54	5.48
电驱动桥	-	0.29	1.65	2.07

资料来源: wind, 民生证券研究院

基于上述假设，我们预计公司 2021-2023 年实现营收 6.76/11.24/13.62 亿元，实现归母净利润 1.29/2.49/3.20 亿元，当前市值对应 PE 为 32/16/13 倍。

表9: 兆丰股份相对行业享有一定估值溢价

代码	简称	EPS			PE			PB(MRQ)	PS(TTM)
		TTM	2021E	2022E	TTM	2021E	2022E		
行业均值 (整体法)		0.20	0.23	0.29	51	49	41	2.59	1.87
行业中值		0.13	0.15	0.15	33	29	24	2.45	1.33
000559.SZ	万向钱潮*	0.20	0.21	0.22	33	31	30	2.60	1.57
002085.SZ	万丰奥威	0.18	0.22	0.29	32	26	19	2.52	1.09
002708.SZ	光洋股份*	0.08	0.08	0.08	92	96	88	2.38	2.23
002046.SZ	国机精工	0.35	0.40	0.56	46	39	28	2.86	2.57

资料来源: wind、萝卜投研, 民生证券研究院

备注: 万向钱潮和光洋股份的 EPS 和 PE 选用萝卜投研预测值, 万丰奥威和国际精工采用 Wind 一致预期

我们选取与公司业务类似的头部企业，万向钱潮、万丰奥威、光洋股份和国际精工作为可比

公司。目前可比公司 2021 年的均值为 49x 左右，当前公司估值水平低于可比公司平均估值水平。随着公司新能源及 OEM 业务的持续推进，作为零部件龙头公司有望享有估值溢价，首次覆盖给予“推荐”评级。

5 风险提示

- 1、**原材料价格波动导致毛利率低预期：**受海外疫情及原材料价格周期波动影响，产品上游原材料价格波动不可控，导致毛利率不及预期；
- 2、**新品拓展不及预期：**新品开发与下游客户需求深度捆绑，受行业波动影响导致客户订单需求将受到影响，导致新产品拓展不及预期；
- 3、**海外疫情风险：**公司海外业务营收占比较高，若海外疫情控制不力，将影响公司海外业务收入；
- 4、**汇率风险：**公司海外业务营收占比较高，若出现汇兑损益将不利业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	470	676	1,124	1,362
营业成本	260	470	723	861
营业税金及附加	2	6	8	9
销售费用	11	14	24	29
管理费用	24	37	61	73
研发费用	35	45	76	95
EBIT	191	104	233	294
财务费用	(15)	0	0	0
资产减值损失	(3)	0	0	0
投资收益	0	16	10	16
营业利润	185	147	287	368
营业外收支	(2)	1	1	1
利润总额	184	149	288	369
所得税	24	20	39	49
净利润	160	129	250	320
归属于母公司净利润	160	129	249	320
EBITDA	217	108	236	296
资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,238	1,378	1,526	1,751
应收账款及票据	225	310	542	645
预付款项	1	1	2	3
存货	105	138	235	294
其他流动资产	29	24	34	43
流动资产合计	1,599	1,853	2,339	2,736
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	193	231	263	290
无形资产	63	63	63	63
非流动资产合计	633	629	626	623
资产合计	2,232	2,482	2,965	3,359
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	297	433	714	876
其他流动负债	44	74	113	139
流动负债合计	341	507	828	1,014
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	44	44	44	44
非流动负债合计	44	44	44	44
负债合计	385	552	872	1,059
股本	67	67	67	67
少数股东权益	13	13	13	13
股东权益合计	1,847	1,930	2,092	2,300
负债和股东权益合计	2,232	2,482	2,965	3,359

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-16.0%	43.9%	66.3%	21.1%
EBIT 增长率	-21.4%	-45.4%	123.4%	26.2%
净利润增长率	-25.4%	-19.5%	93.9%	28.3%
盈利能力				
毛利率	44.7%	30.5%	35.7%	36.7%
净利率	34.0%	19.0%	22.2%	23.5%
总资产收益率 ROA	7.2%	5.2%	8.4%	9.5%
净资产收益率 ROE	8.7%	6.7%	12.0%	14.0%
偿债能力				
流动比率	4.69	3.65	2.82	2.70
速动比率	4.38	3.38	2.54	2.40
现金比率	3.63	2.72	1.84	1.73
资产负债率	17.3%	22.2%	29.4%	31.5%
经营效率				
应收账款周转天数	175.00	167.55	175.87	172.81
存货周转天数	147.95	107.49	118.58	124.68
总资产周转率	0.21	0.27	0.38	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	2.40	1.93	3.74	4.80
每股净资产	27.50	28.76	31.19	34.31
每股经营现金流	3.17	2.45	3.23	4.61
每股股利	0.00	0.68	1.31	1.68
估值分析				
PE	25.53	31.76	16.38	12.77
PB	2.05	2.13	1.96	1.79
EV/EBITDA	11.64	25.06	10.85	7.88
股息收益率	0.0%	1.1%	2.1%	2.7%
现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	160	129	250	320
折旧和摊销	26	4	3	3
营运资金变动	28	52	(18)	14
经营活动现金流	211	164	215	308
资本开支	(229)	5	10	14
投资	(9)	0	0	0
投资活动现金流	(237)	22	20	29
股权募资	12	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(189)	(45)	(87)	(112)
现金净流量	(224)	140	148	225

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 兆丰股份发展历程.....	3
图 2: 兆丰股份股权结构及控股子公司.....	3
图 3: 三代轴承价格/(元).....	4
图 4: 2020 年三代轴承营收占比.....	4
图 5: 亚洲客户销售收入占比逐步扩大(%).....	5
图 6: 前五大客户占年度销售总额比例逐渐下降(%).....	5
图 7: 公司营收及增速(亿元, %).....	5
图 8: 公司海内外业务占比(%).....	5
图 9: 公司利润及增速(亿元, %).....	6
图 10: 同业公司毛利率对比(%).....	6
图 11: 公司研发投入逐年增长(百万元, %).....	6
图 12: 公司管理费用率相对稳定(%).....	6
图 13: 公司成本占比拆分.....	7
图 14: 海运运费指数.....	7
图 15: 钢材价格指数.....	7
图 16: 汽车轮毂轴承单元替代传统汽车轮毂轴承成为汽车不可缺少的关键零部件.....	8
图 17: 中/美两国汽车保有量测算/亿辆.....	8
图 18: 中/美两国汽车轴承售后市场测算/亿元.....	8
图 19: 公司轴承产品美国售后市场市占率.....	9
图 20: 公司海外营收.....	9
图 23: 三代轴承营收占比(%).....	10
图 24: 2020 年轴承海内外占比(%).....	10
图 26: 海外客户有望转化.....	12
图 27: 汽车行业第三轮朱格拉周期开启.....	13
图 28: 新能源汽车未来将保持高速增长.....	13
图 29: 产品持续升级&品类不断扩展.....	14
图 30: 单元化结构电驱动桥.....	14
图 31: 场地类&物流车桥搭载产品.....	16
图 32: 2020 年新能源物流车企销量/辆.....	16
图 33: 新能源物流车产量预测/万辆.....	16
图 34: 陕汽兆丰科技股权结构.....	17

表格目录

表 1: 轴承产品特性.....	4
表 2: 中美贸易摩擦主要事件.....	9
表 3: 国内外竞争情况.....	11
表 4: 全国新能源物流车政策梳理.....	13
表 5: 公司产能加速布局.....	15
表 6: 电驱动桥类型.....	15
表 7: 公司资金募集及投产情况.....	17
表 8: 公司盈利预测(单位:百万元).....	18
表 9: 兆丰股份相对行业享有一定估值溢价.....	18
公司财务报表数据预测汇总.....	20

分析师简介

邵将，汽车行业首席分析师，7年买方研究、投资及管理经验，3年卖方研究经验，磨练十载。2021年10月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。