

**雷迪克(300652)**

报告日期: 2022年10月12日

# 传统汽车后市场稳定增长, 新能源前装市场打开成长空间

## ——雷迪克深度报告

### 投资要点

- 优秀汽车轴承供应商, 近五年归母净利润 CAGR 为 6.4%**  
 公司主营汽车轴承, 产品包括汽车轮毂轴承单元、轮毂轴承、圆锥轴承、分离轴承、涨紧轮等, 其中轮毂轴承单元占 25%-32%。2017-2021 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 4.5%、6.4%, 毛利率、净利率维持 30%、15%左右水平。
- 2022-2026 年国内新能源车轮毂与减速器轴承市场规模 CAGR 为 27%**  
 2021 年国内轴承市场约 2278 亿元, 2009-2021 年 CAGR=7.8%。汽车为轴承行业最主要下游, 2021 年汽车轴承市场约 842 亿元。1) 根据“十四五”规划: “十四五”期间轴承行业收入达 2237-2583 亿元, 2025 年汽车轴承市场将达 925 亿元。2) 预计 2022-2026 年, 国内轮毂和减速器轴承市场规模 CAGR 约 6.7%, OEM、AM 市场 CAGR 分别约 5.1%、7.1%, 其中新能源车 OEM 市场规模 CAGR 约 27%; 到 2026 年, 国内轮毂和减速器轴承产品市场规模约 1042 亿元, OEM、AM 市场规模分别为 179、863 亿元, 其中新能源车 OEM 市场规模约 100 亿元。
- 公司具备竞争力, 2026 年在国内轮毂与减速器轴承 OEM 市场市占率有望达 17%**  
 成本、研发、品类&产线、区位优势构建公司核心竞争力, AM 市场客户为国外头部轴承厂商, OEM 市场客户为国内头部轴承厂商和整车厂商, 拥有优质客户背书。2021 年公司 AM、OEM 业务占比约 90%、10%, 未来 OEM 市场比例将持续提升, 到 2024 年约 35%、65%。  
 聚焦新能源车轴承 OEM 市场, 目前国内市场参与者为舍弗勒、SKF、NSK、新火炬、人本集团、万向钱潮、光洋股份、雷迪克等, 公司已在长城汽车、上汽集团等实现批量供货。公司充分受益于行业增长和国产替代, 未来有望进一步拓展新客户。2026 年公司在国内轮毂和减速器轴承 OEM 市场市占率有望达 17%。
- 盈利预测与估值: 2022-2024 年利润端 CAGR 为 41%**  
 预计公司 2022-2024 年营收分别为 7.6、12.5、18 亿元, 同比增长 28%、65%、44%, CAGR=54%; 实现归母净利润 1.2、1.8、2.5 亿元, 同比增长 30%、43%、39%, CAGR=41%。现价对应 PE 17/12/9X。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示**  
 1) 竞争格局恶化; 2) 产能扩张不及预期; 3) 新客户开拓不及预期。

### 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  
 wanghua jun@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 22.90
总市值(百万元)	2,298.86
总股本(百万股)	100.39

### 股票走势图



### 相关报告

### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	591	757	1252	1802
(+/-) (%)	35%	28%	65%	44%
归母净利润	96	124	178	247
(+/-) (%)	62%	30%	43%	39%
每股收益(元)	1.02	1.32	1.90	2.63
P/E	22	17	12	9
ROE	10%	12%	15%	17%
P/B	2.1	1.9	1.6	1.4

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 7.6、12.5、18 亿元，同比增长 28%、65%、44%，CAGR=54%；实现归母净利润 1.24、1.78、2.47 亿元，同比增长 30%、43%、39%，CAGR=41%。对应 EPS 为 1.32、1.9、2.63 元，现价对应 PE 17/12/9X。首次覆盖，给予“买入”评级。

公司以汽车轴承为主营业务，过去公司聚焦于汽车后市场业务，未来国内新能源车 OEM 市场业务为核心增量看点。参考可比公司 2022-2024 年 PE 平均值为 29/24/15X，公司 2022-2024 年 PE 17/12/9X，低于行业平均水平。乘电动化趋势，新能源车前装市场爆发，新能源车轴承有望实现国产替代，为公司打开增量市场空间。

公司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，公司有望凭借其成本、研发、品类&产线、区位优势抢占市场，随着产能逐步释放，市占率有望持续提升。

### ● 关键假设

- 1) 2022-2026 年国内轮毂和减速器轴承产品市场规模由 803 亿元增长至 1042 亿元，CAGR 为 6.7%。
- 2) 新能源车轮毂和减速器轴承的国产替代率持续提升。
- 3) 公司凭借多重优势切入下游 OEM 市场大客户，市占率进一步提升。

### ● 我们与市场的观点的差异

**市场认为：**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：**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) 汽车轴承国产替代加速；
- 2) 下游 OEM 市场大客户拓展突破。

### ● 风险提示

- 1) 竞争格局恶化；
- 2) 产能扩张不及预期；
- 3) 新客户开拓不及预期。

## 正文目录

<b>1 公司概况：优质汽车轴承供应商，向前装市场拓展</b>	<b>6</b>
1.1 发展历程：深耕汽车轴承行业二十载，向 OEM 市场拓展	6
1.2 股权架构：股权结构集中，公司管理层专业性与稳定性兼备	8
1.3 业务构成：聚焦主业，OEM 收入占比提升	9
1.4 财务分析：公司经营稳健，盈利能力维持较高水平	10
<b>2 新能源车将重塑轴承 OEM 竞争格局，国产替代正当时</b>	<b>12</b>
2.1 我国汽车行业稳步增长，带动汽车轴承行业持续扩容	12
2.2 汽车轴承发展趋势之一：新能源汽车重塑轴承 OEM 市场格局	13
2.2.1 OEM 国产替代驱动力之一：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	15
2.2.2 OEM 国产替代驱动力之二：整车厂降本需求有望推动汽车零部件国产化	18
2.3 汽车轴承发展趋势之二：高端乘用车和商用车增速高，轴承国产替代空间广阔	19
2.3.1 我国轴承技术水平相对较低，高端产品国产替代空间巨大	19
2.3.2 国产替代环节之一：高端乘用车轴承	21
2.3.3 国产替代环节之二：商用车轴承	21
2.4 汽车轴承市场广阔，2026 年轮毂轴承单元及减速器轴承市场空间预计超千亿	22
<b>3 多重优势构建公司核心竞争力，2026 年市占率有望达 17%</b>	<b>25</b>
3.1 成本、研发、品类&产线、区位，构筑核心竞争力	25
3.1.1 成本管控优势：精进成本管控能力，全方位提升盈利能力	25
3.1.2 研发优势：持续加强技术研发，多项核心技术水平处于行业前列	26
3.1.3 品类&产线优势：AM 市场品类众多，需供应商产线布局灵活，与新能源 OEM 市场适配性高	27
3.1.4 区位优势：公司位于浙江轴承产业聚集区，产业链配套便利	27
3.2 背靠优势客户资源，产能加速扩张，市占率提升	29
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>31</b>
4.1 盈利预测与估值	31
4.2 估值探讨	33
<b>5 风险提示</b>	<b>33</b>
5.1 竞争格局恶化风险	33
5.2 产能扩张不及预期风险	33
5.3 新客户开拓不及预期风险	33

## 图表目录

图 1: 公司深耕汽车轴承二十载, 立足 AM 市场, 向 OEM 市场扩展	6
图 2: 公司股权结构集中, 决策效率高	8
图 3: 2021 年公司轮毂轴承单元营收占比最高	9
图 4: 2017-2021 年公司五大类汽车轴承收入占比基本保持稳定	9
图 5: 2019-2021 年分离轴承毛利率维持在 41% 以上	9
图 6: 2019-2021 年分离轴承毛利占比最高	9
图 7: 2019-2020 年公司销往 OEM 市场轴承数量占比从 7% 提升至 14%	10
图 8: 2017-2021 年营业收入 CAGR=4.5%	10
图 9: 2017-2021 年归母净利润 CAGR=6.4%	10
图 10: 2017-2021 年公司毛利率维持稳定, 净利率略有波动	11
图 11: 2017 年以来公司期间费用率呈现波动下降趋势	11
图 12: 2017 年以来公司加大研发投入, 2021 研发费用率为 4.54%	11
图 13: 雷迪克各类产品产能利用率均处于高位	12
图 14: 2018-2021 年公司存货 CAGR=23.7%	12
图 15: 2021 年亚太地区汽车产量占比最高达 58%	12
图 16: 2009-2021 全球汽车产量 CAGR=2.2%; 我国 CAGR=4%	13
图 17: 2009-2021 年我国汽车保有量持续增长, CAGR=12.2%	13
图 18: 2020 年轴承行业最主要下游应用是汽车行业	13
图 19: 汽车产量增速和轴承行业收入增速高度相关, 相关系数为 0.64	13
图 20: 汽配市场按使用对象可分为 OEM 市场和 AM 市场	14
图 21: 2021 年我国汽车保有量反超美国达 3.02 亿量	14
图 22: 我国汽车平均车龄不足美国一半	14
图 23: 预计 2017-2030 年我国汽车后市场规模将由 910 亿欧元增至 2330 亿欧元, CAGR=7.5%	14
图 24: 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	15
图 25: 我国新能源汽车市场已经历商业化前期、政策驱动期, 目前处于内生增速期	16
图 26: 2022H1 新能源车销量达到 260 万辆	17
图 27: 比亚迪等国产品牌销量位居榜首	17
图 28: 2015-2021 年新能源汽车销量 CAGR=48%	17
图 29: 2021 年 1-6 月新能源汽车推广应用推荐车型	17
图 30: 2020 年以来国产品牌汽车销量占比逐年提升	18
图 31: 2020 年我国人均年收入约为欧洲各国的 1/3	18
图 32: 国内轴承在精度、可靠性、寿命方面与海外产品存在差距	19
图 33: 轴承精度、滚子精度可划分为五、四个等级	19
图 34: 我国进口轴承单价约为出口轴承的 2 倍	20
图 35: 2021 中国轴承市场竞争格局分散, CR6=24%	20
图 36: 2020-2021 年轴承行业增速 9%、18%, 实现高速发展	20
图 37: 2017-2021 年我国乘用车销量 CAGR=3.5%	21
图 38: 三重政策利好商用车销量	22
图 39: 2018-2021 我国商用车销量 CAGR=3.1%	22
图 40: 汽车轴承主要应用于动力传动系统、转向系统、行驶系统和辅助系统	22
图 41: 2021 年汽车在轴承下游应用中占比约 37%	23
图 42: 雷迪克毛利率和净利率均高于行业平均	25

图 43: 雷迪克和光洋股份研发费用率维持在同一水平 .....	26
图 44: 研发技术人员占比呈逐年提升态势 .....	26
图 45: 公司主要涉及的轴承制造工序为锻造、车加工、热处理、磨加工 .....	27
图 46: 公司位于国内五大轴承产业集群之一的浙江轴承产业集聚区, 具备区位优势 .....	28
图 47: 公司三大工厂分别位于萧山经济开发区、江东产业园区、桐乡产业园区 .....	29
表 1: 公司产品品类丰富, 主营产品五大类 .....	7
表 2: 公司管理层专业性与稳定性兼备 .....	8
表 3: 不同部位的汽车轴承各有特点, 主要使用在发动机、变速器、差速器等部位 .....	23
表 4: 2026 年国内轮毂轴承和减速器轴承 OEM 市场规模约 179 亿元, 其中新能源车的市场规模 100 亿, CAGR 约 27% .....	24
表 5: 2026 年国内轮毂轴承和减速器轴承 AM 市场规模约 863 亿元, 2022-2026 年 CAGR 约 7.1% .....	24
表 6: 公司多项核心技术水平处于行业前列 .....	26
表 7: 公司具有多项省级、国家级产品 .....	27
表 8: “售后+主机”市场双轮驱动发展战略, 已积累丰富客户资源 .....	29
表 9: 2022 年以来公司新增 4 家国产整车厂客户 .....	30
表 10: 公司主要业务拆分 .....	32
表 11: 可比公司估值对比 .....	33
表附录: 三大报表预测值 .....	34

## 1 公司概况：优质汽车轴承供应商，向前装市场拓展

### 1.1 发展历程：深耕汽车轴承行业二十载，向 OEM 市场拓展

**深耕汽车轴承二十载，立足 AM 市场。**雷迪克主要从事汽车轴承，在汽车领域有多年 OEM 市场（又称“前装市场”、“主机市场”）及 AM 市场（又称“后装市场”、“售后市场”）配套经验，产品涵盖轮毂轴承、轮毂轴承单元、圆锥轴承、离合器分离轴承、涨紧轮等五大类 3000 余个品种。雷迪克发展历程可划分为四个阶段：

**（1）2002-2005 年起步期：**公司初设，健全主营产品矩阵。2002 年雷迪克成立，多项产品进入 OEM 配套，包括三叉万向节、轮毂轴承、分离轴承等；

**（2）2007-2016 年技术沉淀期：**加大研发力度，规范生产标准，通过国际汽车行业技术规范测试。

**（3）2017-2018 年规模扩张期：**聚焦主业，积极扩大公司业务规模。公司于 2017 年上市，募资建设精密汽车轴承项目。

**（4）2019-至今战略转型期：**切入新能源车和商用车前装市场，打开公司成长天花板。商用车方面，公司在桐乡设立浙江精峰汽车部件制造有限公司，并于 2020 年发行转债项目，积极布局卡车轴承市场，完善生产相关模具设计研发能力，旨在实现商用车轴承国产替代的战略目标。新能源车方面，近期公司与多家造车新势力头部公司达成定点合作意向，为其提供三代毂轴承产品，计划 2022 年内在江东沃德工厂开始全面批量供应。

图1：公司深耕汽车轴承二十载，立足 AM 市场，向 OEM 市场扩展

	2002-2005 初创期	2006-2016 技术沉淀期	2017-至今规模扩张期			
扩产进度	2005年搬迁至新厂房，即第一工厂，公司销售额突破1亿元		2017年公司于深交所上市，建设第二工厂，募投精密汽车轴承产业基地建设项目	2018-2019.5 第二工厂建设，2019.5转固 2019.3 投资25亿购买桐乡经济开发区354亩土地，建设第三工厂	2020.3 发行可转债，募投卡车圆锥轴承，位于第三工厂	2022.6 获长城A30定点 2022.7 获长安新能源定点 2022.8 获零跑、威马定点
完善产品矩阵	2002年 成立杭州雷迪克 2004年 三叉万向节、轮毂轴承进入OE配套 2005年 分离轴承项目进入OE配套					
认证及荣誉称号	2002   被萧山区政府授予“优势成长型工业企业”； 2007   被认定为浙江省高新技术企业，外商投资先进技术企业； 2008   被认定为国家高新技术企业，被授予萧山区百强企业称号，成立萧山区技术中心； 2009   通过TS16949:2002质量管理体系认证； 2010   列入杭州市重点培育500中小型成长企业； 2011   被授予萧山区百家优势成长型先进企业； 2012   建立浙江省级高新技术研发中心					
战略方向	聚焦AM市场		AM和OEM双向布局			

资料来源：公司年报、官网，浙商证券研究所

公司产品品类丰富，能满足客户“小批量、多品种”定制化需求。公司目前可提供 3800 多个型号的汽车轴承产品，日常生产中流转达 2000 余种，主营产品包括轮毂轴承、轮毂轴承单元、圆锥轴承、离合器分离轴承、涨紧轮等。

**(1) 轮毂轴承、圆锥轴承:** 主要应用于汽车车轴处, 用来承重和为轮毂的转动提供精确引导, 是汽车载重和转动重要组成部分;

**(2) 轮毂轴承单元:** 主要应用于车轮中, 将轮毂轴承、轮毂轴承羊角端和制动器端安装法兰、以及相关密封圈、轮胎安装螺栓、ABS 轮速传感器 (包括磁性编码器) 等主要零部件一体化集成;

**(3) 离合器分离轴承:** 主要应用于手动挡汽车的离合器中, 是汽车动力系统中的重要零部件, 位于离合器与变速器之间, 通过其轴向移动使离合器分离, 从而切断汽车发动机与变速器之间的动力传输, 辅助完成汽车起步、停驶及换挡等操作, 保证了离合器能够接合平顺, 分离柔和, 减少磨损, 延长离合器及整个离合器系统的使用寿命。

**(4) 涨紧轮:** 主要应用于发动机中, 是汽车传动系统的皮带张紧装置, 用来调节同步带的松紧度, 自动调整张紧力, 为系统提供合适张力, 保证系统正常运转, 同时避免运转过程中皮带出现打滑、异常磨损或噪音, 使传动系统稳定安全可靠。

表1: 公司产品品类丰富, 主营产品五大类

产品类型	产品图片	产品功能及特点
轮毂轴承		应用于汽车车轴处用来承重和为轮毂的转动提供精确引导的零部件, 既承受轴向载荷又承受径向载荷, 是汽车载重和转动的重要组成部分。
轮毂轴承单元		能承载重量和为轮毂的转动提供精确引导, 不仅能承受径向载荷还要承受轴向载荷。采用新型密封结构, 以获得良好的密封效果, 达到轴承不需要添加、更换润滑脂, 终身免维护的效果; 且轴承设计预调游隙, 简化轴承安装效率低下问题。
圆锥轴承		圆锥轴承滚道采用模拟对数曲线的滚道母线凸度形式设计, 以此减小轴承内部工作面的应力集中, 降低早期疲劳失效的风险。同时, 平缓的滚道表面形状, 使轴承滚动体运转平稳, 大大降低轴承振动噪音。
涨紧轮		在同步带的松边安装涨紧轮, 调整同步带的紧度, 以避免出现打滑、磨损或噪音, 使传动系统稳定安全可靠
离合器分离轴承		通过其轴向移动使离合器分离, 从而切断汽车发动机与变速器之间的动力传输, 辅助完成汽车起步、停驶及换挡等操作。保证了离合器能够接合平顺, 分离柔和, 减少磨损, 延长离合器及整个离合器系统的使用寿命。

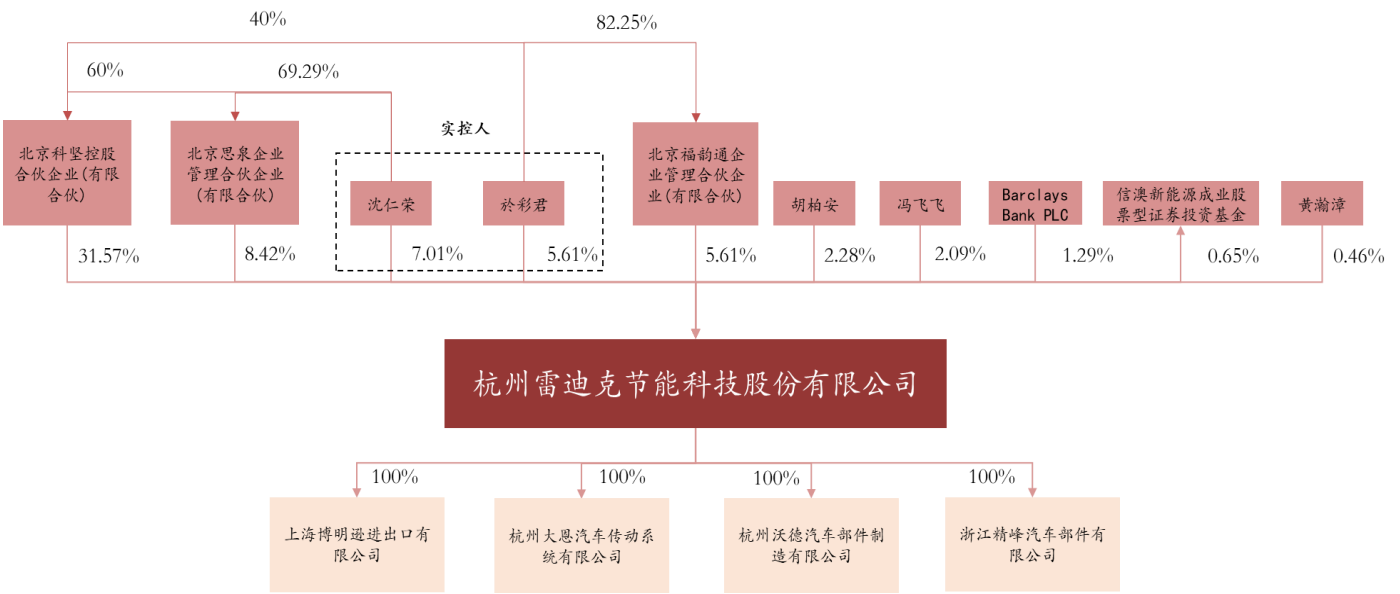
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

## 1.2 股权架构：股权结构集中，公司管理层专业性与稳定性兼备

股权结构集中，实际控制人持股约 55%。公司实控人为沈仁荣、於彩君夫妇，其中沈仁荣为公司创始人、董事长、总经理。公司控股股东为北京科坚控股有限公司，持有公司 31.57% 股份，系实控人沈仁荣夫妇完全控股公司。截至 2022-6-30，沈任荣、於彩君分别直接持有公司 7.01%、5.61% 股权，通过北京科坚、北京思泉、北京福韵通间接持有公司 24.78%、17.24% 股份。综上，公司实际控制人沈仁荣、於彩君夫妇共计持有公司 54.65% 股份。

公司下设四大子公司，分工明确。公司旗下有 4 家全资子公司。博明逊主营货物进出口，大恩汽车主营钢材销售。杭州沃德主要承接整车厂及新能源整车厂配套供应业务，浙江精峰负责卡车轮毂圆锥滚子轴承建设。各子公司各司其职，分工明确。

图2：公司股权结构集中，决策效率高



资料来源：公司中报，浙商证券研究所

公司管理层专业性与稳定性兼备。公司董事长兼总经理沈仁荣技术和管理经验丰富，曾任万向集团第一分厂车间主任。公司副总经理韩国庆行业从业经验丰富，多年来一直从事轴承相关工作，曾任职于万向集团。公司高管均为公司创业团队重要成员，公司成立之初已在公司任重要管理岗位，且持有公司股权，与公司深度绑定，核心管理层稳定性较高。

表2：公司管理层专业性与稳定性兼备

姓名	职务	简介
沈仁荣	董事长、总经理	1966年2月出生，中国国籍，无境外永久居留权；曾为万向集团第一分厂车间主任，曾任杭州精峰轴承有限公司总经理；2008年6月至2014年11月任杭州雷迪克汽车零部件制造有限公司董事长兼总经理；2014年11月10日起，任公司董事长兼总经理；兼任北京科坚控股有限公司执行董事兼经理、杭州沃德汽车零部件制造有限公司执行董事兼总经理、杭州大恩汽车传动系统有限公司执行董事。
韩国庆	董事、副总经理	韩国庆，女，1959年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权。曾任职于万向集团、杭州精峰轴承有限公司等；2009年5月至2014年11月任杭州雷迪克汽车零部件制造有限公司董事兼副总经理；2014年11月10日起，任公司董事兼副总经理和上海博明逊进出口有限公司执行董事。

陆莎莎 董秘、财务总监

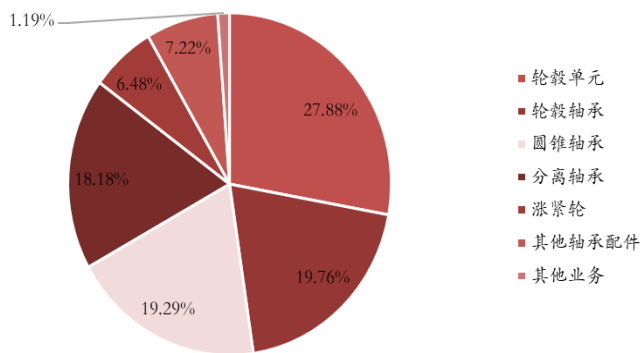
1984年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权。2007年7月至2011年3月任恒生电子股份有限公司金融事业部客户经理，2012年5月至2014年11月任雷迪克有限总经理助理，2014年11月至今任本公司董事会秘书兼财务总监，2014年9月至今任杭州沃德汽车部件制造有限公司监事。

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

### 1.3 业务构成：聚焦主业，OEM收入占比提升

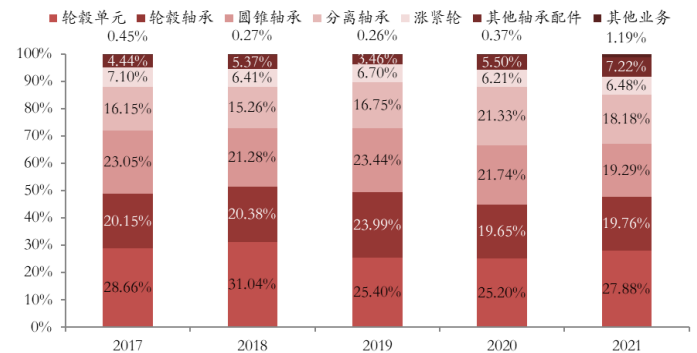
**聚焦主业，汽车零部件是公司核心收入来源。**从收入端来看：2021年公司总营收约6亿元，其中汽车零部件业务收入占比约99%。汽车零部件主要产品为轮毂轴承单元、轮毂轴承、圆锥轴承、分离轴承、涨紧轮，其中轮毂轴承单元营收占比相对较高，2017-2021年其营收占比在25%-32%水平。2021年上述五大类汽车轴承营收分别为1.65、1.17、1.14、1.07、0.38亿元，营收占比分别为28%、20%、19%、18%、6%，前四大类汽车轴承营收占比较为均衡。

图3：2021年公司轮毂轴承单元营收占比最高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

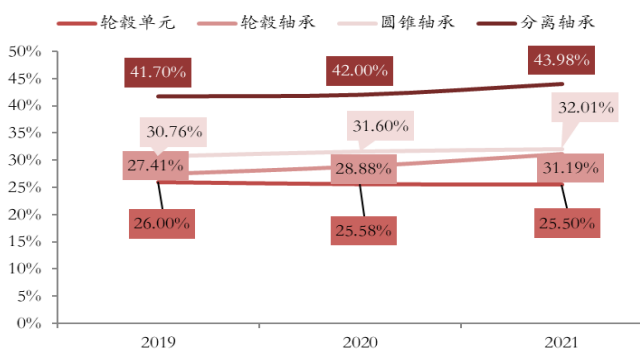
图4：2017-2021年公司五大类汽车轴承收入占比基本保持稳定



资料来源：Wind，浙商证券研究所

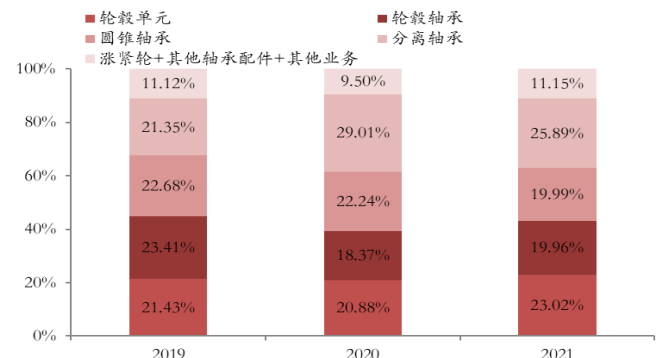
从盈利能力来看：（1）毛利率：分离轴承毛利率最高，2019-2021年毛利率维持41%以上，毛利率水平较高，主要系公司分离轴承凭借其优秀产品质量在国内同行业中处于领先水平，且该产品竞争格局聚焦；圆锥轴承毛利率第二，2019-2021年毛利率维持31%左右水平，公司双列圆锥轴承质量在国内同行业中处于领先水平；轮毂轴承毛利率位列第三，2019-2021年毛利率分别为27.4%、28.9%、31.2%，稳重有升；轮毂轴承单元毛利率最低，2019-2021年毛利率26%、25.6%、25.5%，保持稳定。（2）毛利组成：2021年分离轴承毛利占比最高达26%，主要系其毛利率最高，且近年来收入增速最快。其次为轮毂轴承单元毛利占比为23%，主要系其销售体量最大。

图5：2019-2021年分离轴承毛利率维持在41%以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

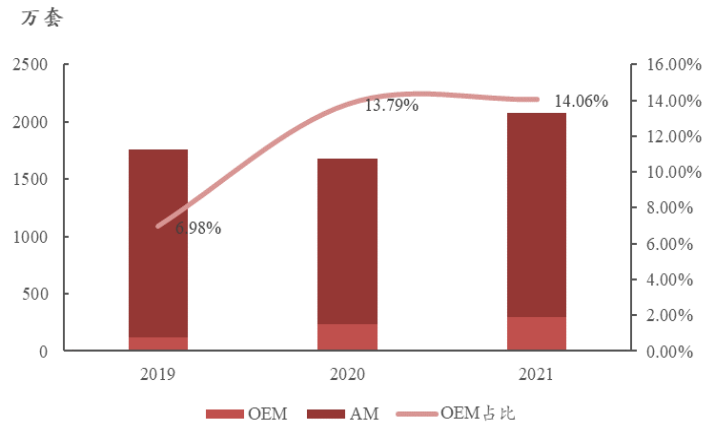
图6：2019-2021年分离轴承毛利占比最高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司立足售后市场，向主机市场拓展。近年来新能源车发展势头强劲，公司下游整车厂新能源车出货量大幅增长。公司把握机遇，通过募投项目进一步深入商用车整车厂、新能源汽车等高景气度细分领域，实现售后和主机双向布局。2019-2020年公司销往OEM市场的轴承数量占比从7%增至13.8%，并于2021年达到14.1%，占比提升较快。

图7：2019-2020年公司销往OEM市场轴承数量占比从7%提升至14%

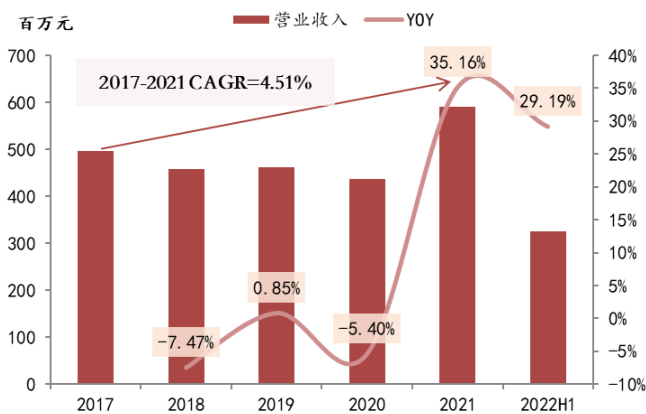


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

#### 1.4 财务分析：公司经营稳健，盈利能力维持较高水平

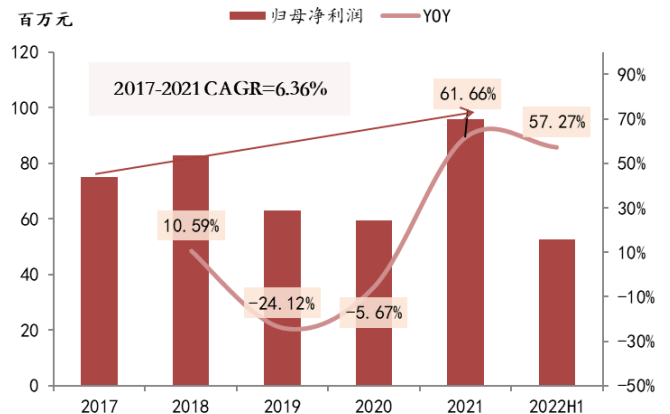
公司经营稳健，2021年以来业绩实现跨越式发展。2017-2021年公司营收由4.95亿元增至5.91亿元，CAGR=4.5%；归母净利润由0.75亿元增至0.96亿元，CAGR=6.4%，维持稳健增长。其中，2018年公司实现营业收入4.58亿元，同比下降7.5%，主要系2018年国内汽车市场景气度下滑所致。根据2018年公司年报，当年国内汽车产销量增速出现下滑，分别同比下降4.2%、3.1%；2020年公司实现营业收入4.37亿元，同比下降5.4%，主要系新冠疫情爆发对汽车市场冲击较大所致。2021年以来，公司业绩恢复较快增长。2021年、2022H1公司实现营收分别为5.9、3.2亿元，同比增长35%、29%，增速亮眼，主要原因在于：1）行业层面：国内汽车市场产销量回暖，结束自2018年以来连续三年的下滑态势；2）公司层面：公司乘新能源车浪潮东风，迅速切入配套主机和新能源车零部件市场。2021年公司与某造车新势力头部企业达成定点合作，售后和主机市场双向布局卓见成效。同时募投项目大江东沃德工厂也持续上量，2021年实现单体营收1.05亿元、净利润846.12万元。

图8：2017-2021年营业收入CAGR=4.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：2017-2021年归母净利润CAGR=6.4%

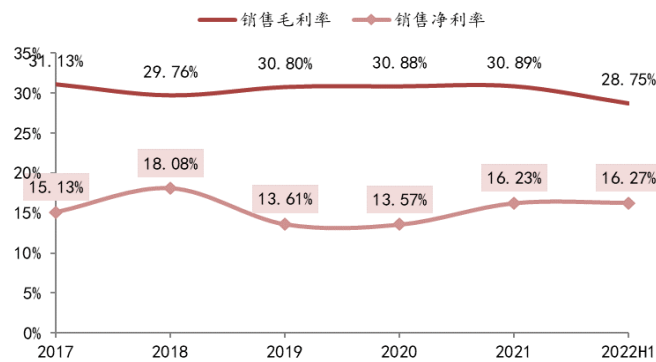


资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司毛利率总体平稳，净利率略有波动。从毛利率来看，2017-2021年毛利率基本维持在30%以上，维持较高水平。从净利率来看，2017-2021年净利率分别为15.13%、18.08%、13.61%、13.57%、16.23%，略有波动。其中，2019年净利率13.61%，同比下降4.47pct，降幅较大，主要系汽车市场景气度下降及第二工厂转固所致。2020年净利率13.57%，同比下降0.04pct，系近年来最低水平，主要系受疫情不利影响所致。2022H1公司毛利率28.75%，同比降低1.53pct，主要系原材料轴承钢价格持续攀升及公司为第三工厂储备人员所致；净利率16.27%，同比增加2.91pct。总体来讲，今年上半年在疫情阶段性扰动、轴承钢价格攀升、能耗双控等多重不利因素影响下，公司展现出较强内控管理能力，实现净利率逆势提升。

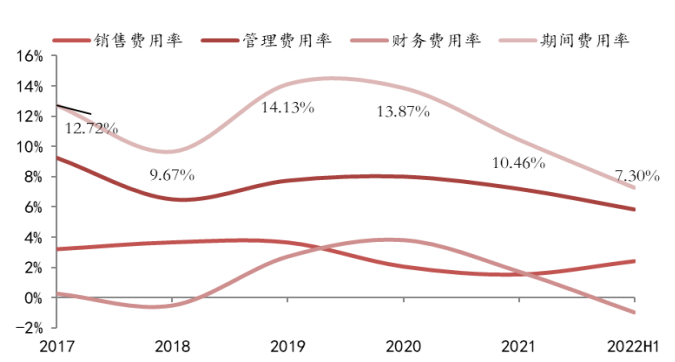
公司期间费用率呈波动下降趋势，研发投入持续加大。2017-2021年公司期间费用率分别为12.7%、9.7%、14.1%、13.9%、10.5%，波动较大。其中，2019-2020年期间费用率较高，2019年主要系短期借款增加，利息支出增多，导致财务费用上升所致；2020年主要系发行可转债，利息支出增加，财务费用上升所致。2022H1公司期间费用率7.3%，同比下降4.21pct，其中销售、管理、财务费用率分别为2.4%、5.9%、-0.98%，同比增加0.2pct、下降1.61pct、下降2.8pct。此外，公司研发投入不断提升，2017-2021年研发占营收比例由3.23%提升至4.54%，研发投入力度持续加大。公司通过不断研发投入强化自身产品竞争力，以不断提高的工程应用水平，匹配整车厂的同步开发能力。

图10: 2017-2021年公司毛利率维持稳定，净利率略有波动



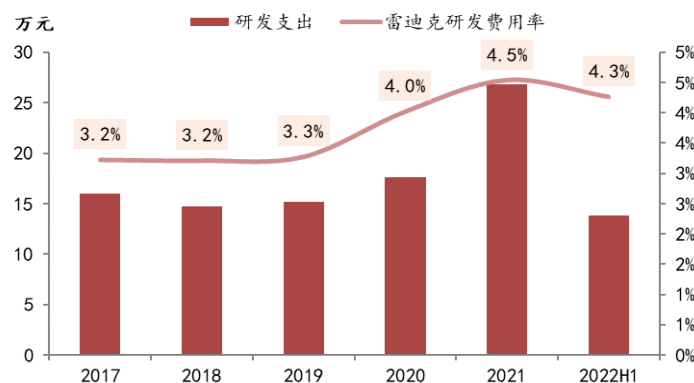
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 2017年以来公司期间费用率呈现波动下降趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 2017年以来公司加大研发投入，2021研发费用率为4.54%



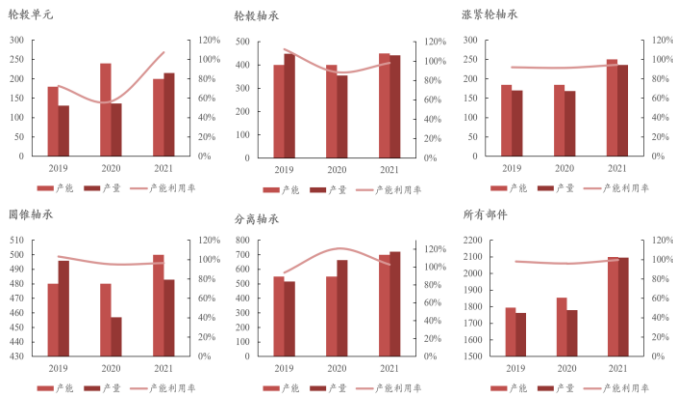
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

目前公司产能利用率处于较高水平。需求端: 2021年以来，汽车行业需求回暖，叠加海外疫情导致海外订单持续回流。供给端: 受益于沃德工厂逐步投产、轮毂轴承和圆锥轴承生产线技改完成以及涨紧轮事业部产能扩大，2021年公司总产能进一步提升。2021年公司轮毂轴承单元、轮毂轴承、圆锥轴承、分离轴承、涨紧轮轴承产量分别为215、483、

441、720、236 万套，同比增加 58%、6%、25%、9%、40%，产能利用率分别为 107%、97%、98%、103%、94%，产能利用率处于较高位置。

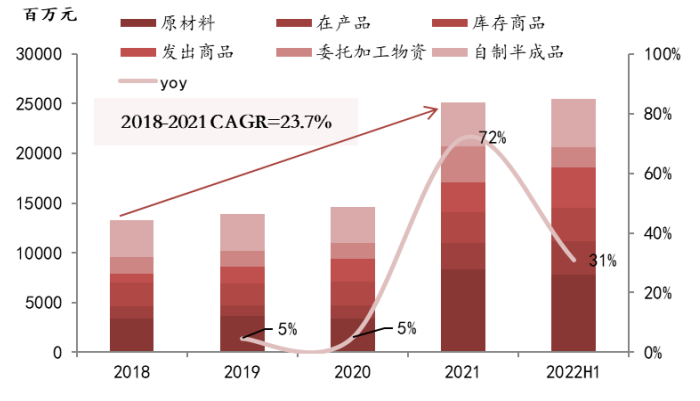
存货增速较快，公司在手订单饱满。2018-2021 年公司存货由 1.3 亿元增至 2.5 亿元，CAGR=23.7%，增速较高。2022H1 存货约 2.5 亿元，同比增长 31%。公司以销定产，积压库存情况较少，存货可反映在手订单变化趋势。存货快速增长反映下游需求旺盛，公司在手订单充足。

图13：雷迪克各类产品产能利用率均处于高位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：2018-2021 年公司存货 CAGR=23.7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

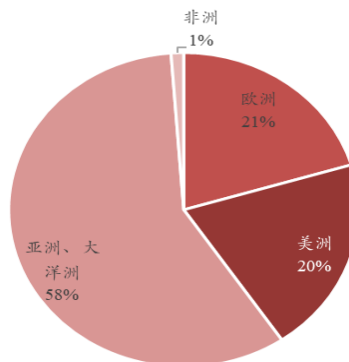
## 2 新能源车将重塑轴承 OEM 竞争格局，国产替代正当时

### 2.1 我国汽车行业稳步增长，带动汽车轴承行业持续扩容

亚太地区是全球最大汽车生产地区。据 OICA 数据，亚洲和太平洋地区汽车产量占比位列第一，高达 58%，后续依次为欧洲 21%、美洲 20%、非洲 1%。近年来亚太地区汽车产量持续增长，占比由 2018 年的 54% 提升至 2021 年的 58%，预计未来将保持高增长。

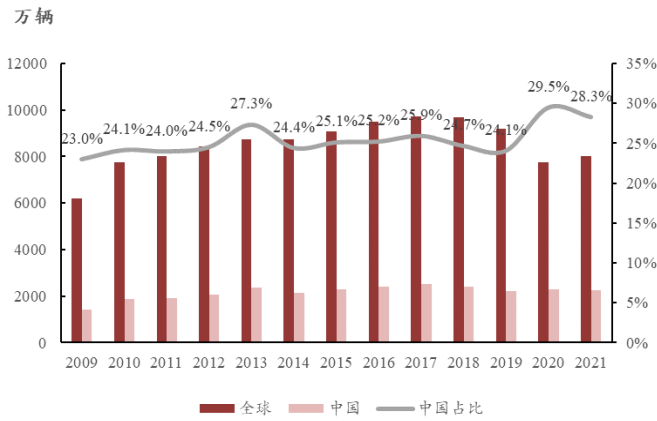
汽车产销重心向国内转移，我国汽车在国际市场中占比提升。从产量来看，我国汽车产量增速领先全球。2009-2021 年全球汽车产量由 6179 万辆增至 8015 万辆，CAGR=2.2%；我国产量由 1420 万辆增至 2268 万辆，CAGR=4%。在此期间，我国产量在全球市场上的份额由 23% 增至 28%，整体呈上升趋势。2020 年我国率先从新冠冲击中恢复生产，产量占比高达 30%。从保有量来看，我国汽车保有量快速提升。2009-2021 年我国汽车保有量由 0.8 亿辆增至 3 亿辆，CAGR=12.2%，增速较快。

图15：2021 年亚太地区汽车产量占比最高达 58%



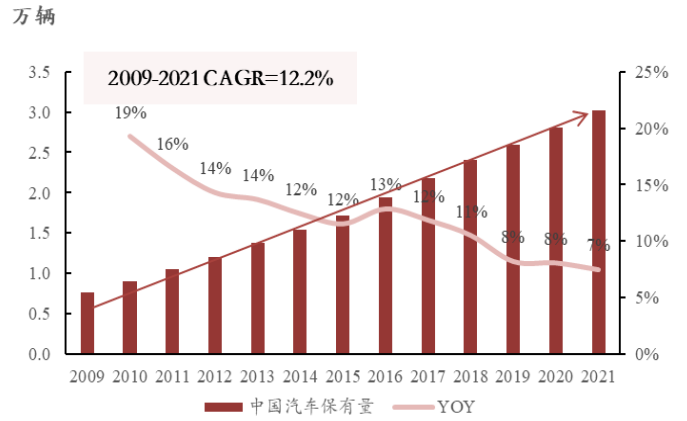
资料来源：OICA，浙商证券研究所

图16: 2009-2021 全球汽车产量 CAGR=2.2%; 我国 CAGR=4%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

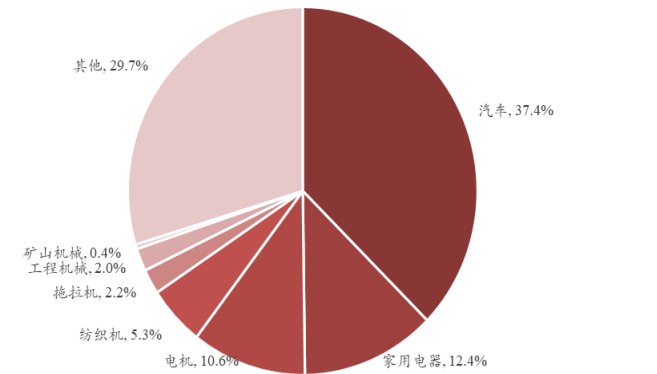
图17: 2009-2021 年我国汽车保有量持续增长, CAGR=12.2%



资料来源: 公安部, 浙商证券研究所

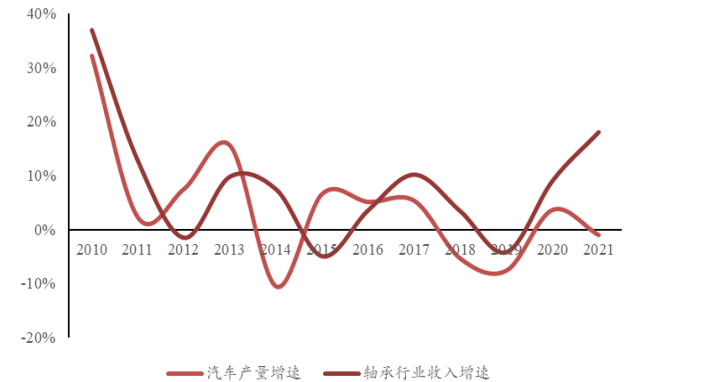
**汽车轴承持续扩容。**我国轴承行业下游应用主要为汽车、家用电器、电机等，其中汽车占比最大达 37.4%。根据中国轴承工业协会数据，我们测算发现轴承行业收入增速与汽车产量增速变动方向基本保持一致，相关系数为 0.64。随着国内汽车市场规模持续扩展，技术不断迭代，未来汽车轴承市场将持续稳定增长。

图18: 2020 年轴承行业最主要下游应用是汽车行业



资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

图19: 汽车产量增速和轴承行业收入增速高度相关, 相关系数为 0.64

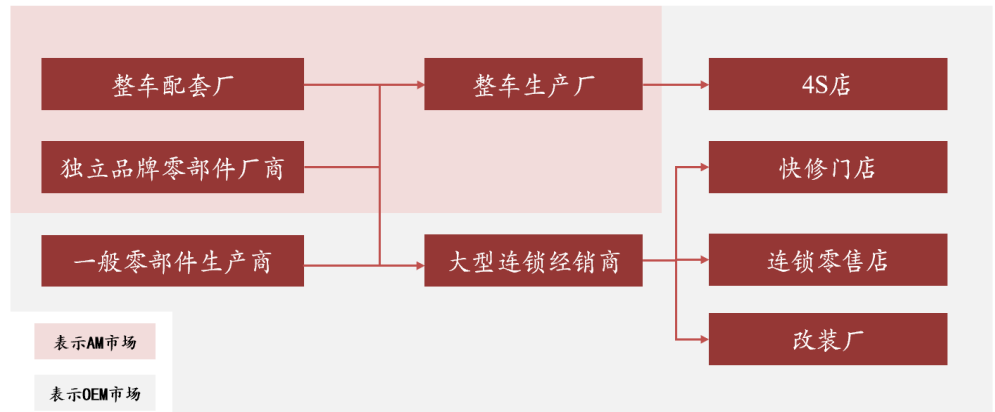


资料来源: 中国轴承工业协会, Wind, 浙商证券研究所

## 2.2 汽车轴承发展趋势之一: 新能源汽车重塑轴承 OEM 市场格局

**汽车零部件市场按使用对象可分为 OEM 市场和 AM 市场。**OEM 市场: 汽配供应商以直销模式为整车厂提供汽车零部件, 需求主要取决于新车产销量, 订单呈现品类少、批量大特征。AM 市场: 汽配供应商以经销方式为售后维修门店提供产品, 需求主要取决于汽车保有量、车龄、消费者可支配收入等因素。AM 市场消费者偏好不同, 对产品的需求呈现多样化、分散化和高复杂性特点, 因此订单呈现小批量、多品种特征。

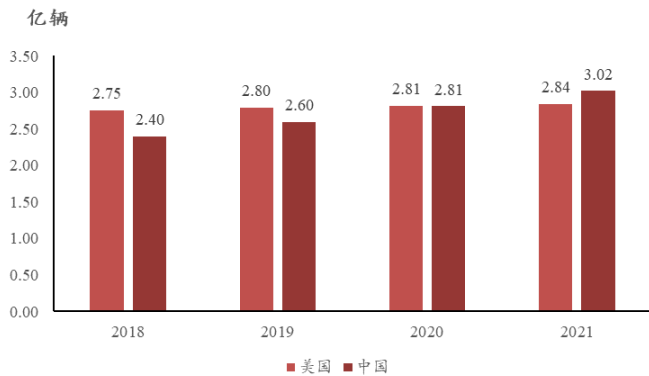
图20: 汽配市场按使用对象可分为 OEM 市场和 AM 市场



资料来源: 兆丰股份招股说明书, 浙商证券研究所

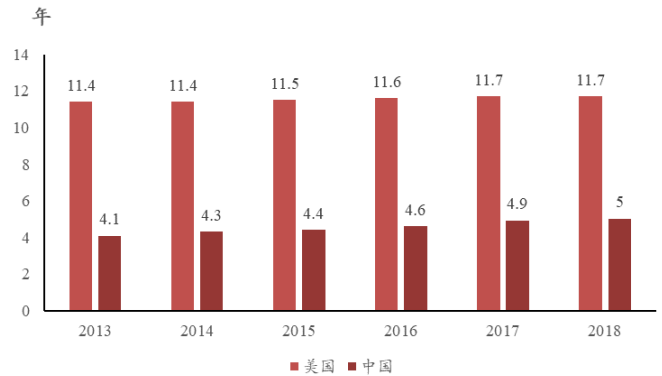
汽车保有量稳步增长, AM 市场空间广阔。2018-2021 年, 我国汽车保有量由 2.4 亿辆增至 3.02 亿辆, CAGR=7.9%; 美国汽车保有量由 2.75 亿辆增至 2.84 亿辆, CAGR 仅为 1%, 我国汽车保有量增速远超美国, 且 2021 年我国汽车保有量反超美国。从车龄来看, 2018 年我国汽车平均车龄为 5 年, 不足美国的一半, 随着我国保有量、车龄增加及消费者汽车保养意识的提升, 国内 AM 市场增速有保障。据麦肯锡分析, 我国汽车后市场体量将比新车销量增长更快, 到 2030 年复合增长率将达到 7.5%。

图21: 2021 年我国汽车保有量反超美国达 3.02 亿量



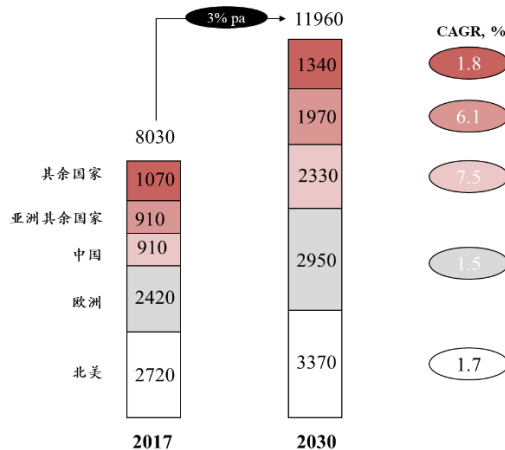
资料来源: 公安部, statista, 浙商证券研究所

图22: 我国汽车平均车龄不足美国一半



资料来源: 美国交通部, 观研天下, 浙商证券研究所

图23: 预计 2017-2030 年我国汽车后市场规模将由 910 亿欧元增至 2330 亿欧元, CAGR=7.5%



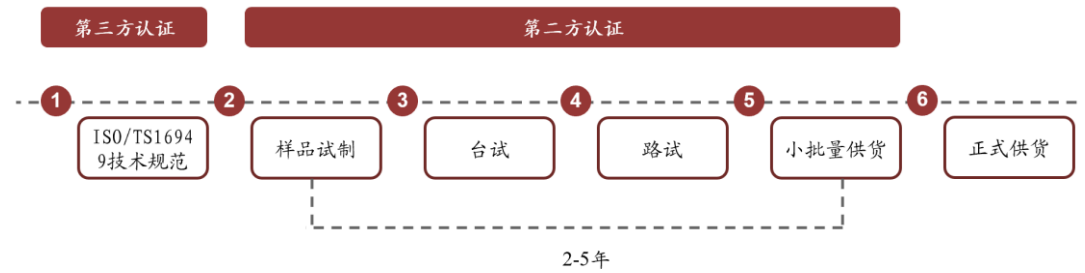
资料来源: McKinsey Center, 浙商证券研究所

国外品牌在国内 OEM 市场仍具优势，国产替代空间广阔。OEM 客户要求供应商参与新车研发过程，对轴承一致性、稳定性等性能要求高，因此国产化率较低，未来市场空间广阔。OEM 市场特征如下：

1) **技术壁垒高，目前由海外厂商主导。** 整车厂往往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，这对汽车轴承供应商的设计和开发能力提出更高要求。此外，由于汽车价格下降，整车厂会将降本压力传导至上游，因此需要供应商通过较强的技术迭代降本，以满足整车制造商的成本要求。目前国内 OEM 市场主要由海外公司主导。

2) **认证周期长，客户粘性高。** 整车厂采购系统认证流程严格，通过认证流程后才有资格成为整车厂候选供应商。目前主要有国际标准化组织（ISO）颁布 ISO/TS16949 技术规范、德国 VDA6.1 等质量管理体系标准等。通过第三方认证后，零部件生产商还需要第二方认证才能成为正式供应商。第二方认证即整车厂对供应商进一步做出评审，通过样品试制、台试、路试、小批量供货等程序，确认供应商产品质量符合整车厂要求。第二方认证通常需要 2-5 年的周期。由于认证周期长，对技术质量要求高，双方投入大，形成稳定供货关系后，整车和整车厂不会轻易改变供应商。因此，切入 OEM 供应链的最佳时机为整车厂研发新车型之时。

图24： 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：招股说明书，浙商证券研究所

3) **整车厂实行“零库存”生产模式，专线专供。** 国内整车厂要求零部件厂商在其生产厂附近租用第三方仓库建立库存，按照其生产进度随时从第三方仓库领用产品。采用该模式的原因：①整车厂产量大，一般需留出 5-10% 的余量；②产品质量一致性要求高。该模式要求生产商和供应商具有良好的沟通基础、充足的流动资金和较强的存货管理能力。

### 2.2.1 OEM 国产替代驱动力之一：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

我国新能源汽车市场目前已经度过政策扶持期，未来逐步进军海外市场。我国有望凭借国产新能源车品牌在世界汽车产业立足，实现由汽车大国到汽车强国转型。国内新能源车发展历程如下：

**阶段一商业化前期（2001-2007 年）：**2001 年，我国启动“863 计划”电动汽车重大专项通过电动车可行性报告，标志电动车研发正式开始；2007 年《新能源汽车生产准入管理规则》正式实施，对新能源车进行定义，对企业生产资格、产品管理做出规范。在此阶段，电动车完成样机试制、小批量生产运行。

**阶段二政策驱动期（2009-2019 年）：**这一阶段国家出台多项政策并不断调整方向，助力新能源车发展。

- ① 提振销量：2009 年国务院发布《汽车产业调整与振兴规划》，首次提出大规模发展新能源汽车的目标，同年启动“十城千辆”计划，每年发展 10 座城市，每座城市推出 1000 辆新能源汽车，为期三年；
- ② 明确发力方向：2012 年国务院《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，重点推广纯电驱动；
- ③ 强化政策力度：免征新能源汽车购置税，逐步推广新能源汽车专用牌号，着手建立充电桩，采取补贴双积分政策等；
- ④ 精准扶持：国家扶持策略向高续航、高能量密度、低能耗车辆倾斜；
- ⑤ 补贴退坡：发布《关于完善新能源汽车推广用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，原则上 2020~2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%和 30%。

**阶段三内生增长期（2020-至今）：**补贴政策加速退坡，行业寻找内生动力。一方面消费者已对新能源车建立认知，市场对未来新能源车为大势所趋形成一致预期，另一方面新能源车型数量爆发式增长，消费者选择空间拓宽。

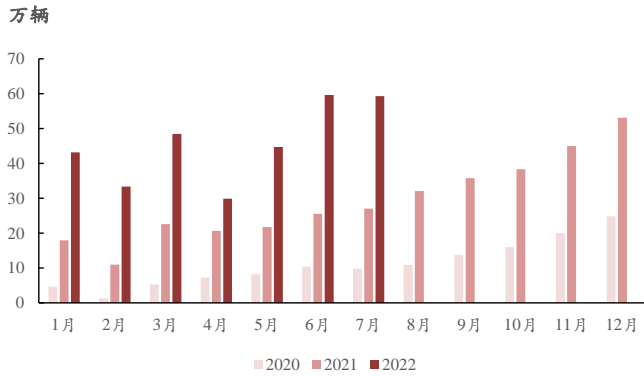
图25：我国新能源汽车市场已经历商业化前期、政策驱动期，目前处于内生增速期



资料来源：浙商证券研究所

近年来国产新能源车迎爆发式增长，我国弯道超车机遇凸显。2015-2021年新能源汽车销量由32.9万辆增至350.7万辆，CAGR=48%。2021年新能源汽车销量达350.7万辆，同比增长165%，实现高速增长。2022H1新能源车产销量分别达到266.1万辆、260万辆，同比增长均达到120%，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26: 2022H1新能源车销量达到260万辆



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

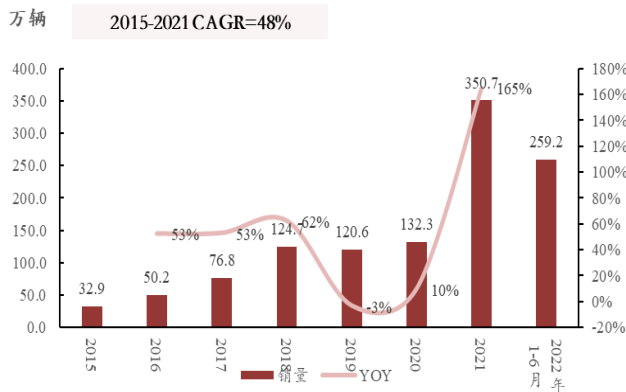
图27: 比亚迪等国产品牌销量位居榜首

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

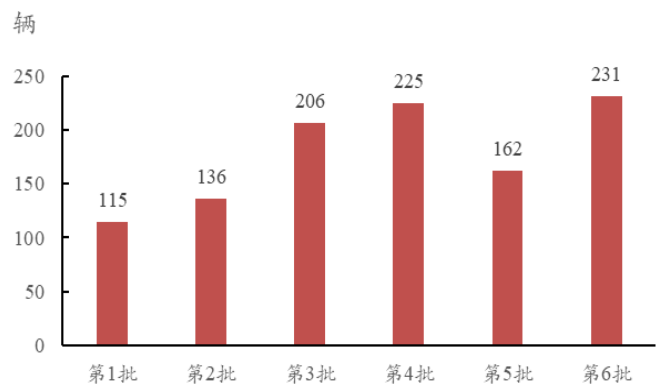
新能源汽车车型迭代快，为轴承市场带来新增量。对汽车轴承来说，每推出一种新车型需要开发一种新轴承。新能源汽车车型众多，根据工信部2021年前6批新能源汽车推广应用推荐车型，市场平均每月推出179种新车型，为轴承市场带来巨大空间。

图28: 2015-2021年新能源汽车销量CAGR=48%



资料来源: 公安部, statista, 浙商证券研究所

图29: 2021年1-6月新能源汽车推广应用推荐车型

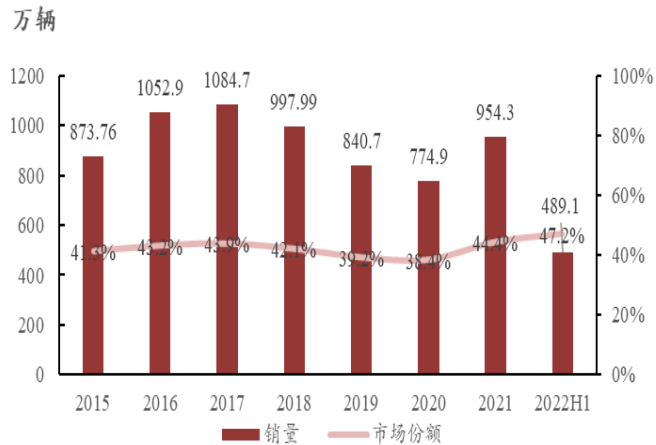


资料来源: 工信部, 前瞻研究院, 浙商证券研究所

新能源车使用轴承较少，但对轴承要求更高，轴承价值量高于传统燃油车。新能源车没有发动机，轴承数量比燃油车少。但与传统汽车相比，新能源汽车对噪音控制和能耗控制更加敏感，对轴承摩擦力扭矩的要求更高，因此新能源轮毂轴承单价更高。据悉，新能源车轮毂轴承的单车价值比燃油车高20%左右，约600元。

国产整车厂对国产轴承接受程度较高。近年来国产品牌汽车不断发展壮大，市场份额逐年攀升，由2020年的38.4%提升至2022H1的47.2%，市占率接近一半。相比海外高端品牌，国产品牌整车厂更倾向选择国产轴承供应商，对国产轴承更加友好。

图30： 2020 年以来国产品牌汽车销量占比逐年提升

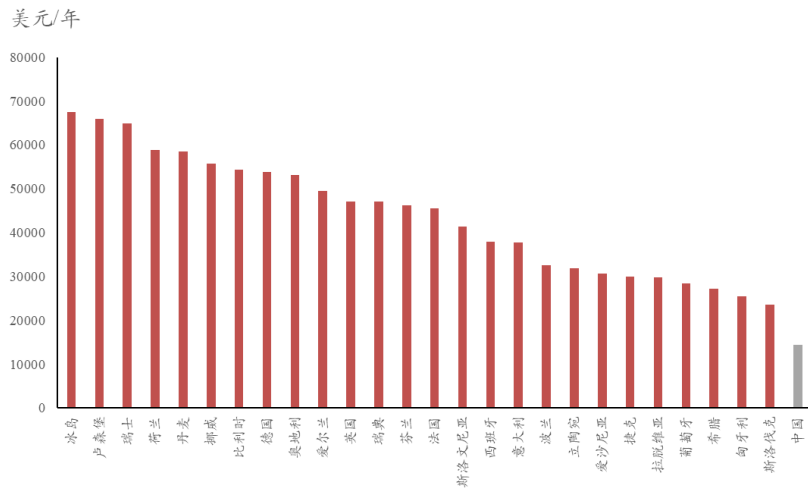


资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所

### 2.2.2 OEM 国产替代驱动力之二：整车厂降本需求有望推动汽车零部件国产化

原材料价格上涨、新能源车竞争激烈，零部件国产化有利于整车厂实现降本。在原材料成本价格上涨、新能源车赛道竞争激烈等背景下，整车厂有将降本压力传导给供应商的动机。随着国产汽车轴承品质不断提升，国内汽车轴承厂商有望凭借其显著人力成本优势，实现汽车轴承国产替代。从各国居民年收入来看，2020 年我国人均年收入工资在 14000 美元左右，约为欧洲各国平均收入的 1/3。

图31： 2020 年我国人均年收入约为欧洲各国的 1/3



资料来源：statista，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。各家国内外轴承厂商均希望利用自身优势，积极抢占市场份额。

## 2.3 汽车轴承发展趋势之二：高端乘用车和商用车增速高，轴承国产替代空间广阔

### 2.3.1 我国轴承技术水平相对较低，高端产品国产替代空间巨大

我国轴承在轴承钢品质和加工工艺上与欧美日国家存在差距。(1) 轴承钢品质：轴承钢内部夹杂物越少越好，碳化物分布越均匀越好。我国轴承钢纯度不高，最大粒径达到50-52微米；国外轴承钢夹杂物粒径≤10微米；(2) 加工工艺：欧美国家掌握超长寿命钢技术、细质化热处理技术和先进的密封润滑技术，能提升轴承钢精度、可靠性，我国加工工艺落后欧美国家。

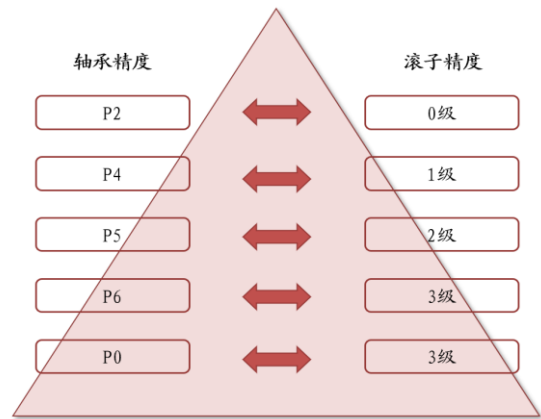
由于我国轴承钢品质和加工工艺相对不足，导致国产轴承在精度、可靠性、寿命等方面与欧美日国家产品存在差距。(1) 精度：国产轴承在尺寸精度和旋转精度方面与进口轴承差距不大，但震动离散度较大，即轴承表面缺陷严重，容易在转动时发出噪声，摩擦系数较高。轴承精度由低到高可分为P0、P6、P5、P4、P2五个等级，航空、高铁等高科技领域采用的是精度等级较高的P4轴承，正是我国的短板领域。(2) 震动音量：国产轴承震动音量大，比日本轴承高10dB以上。(3) 高速性：国内轴承转速低于国外品牌。行业一般使用DmN值衡量转速，DmN值=轴承节圆直径(mm)（即轴承内径和外径的平均值）×旋转速度(rpm)，我国轴承DmN=2\*10<sup>6</sup>毫米 r/min，海外品牌可达到4\*10<sup>6</sup>毫米 r/min。(4) 寿命：国内轴承寿命较短，可靠性较低。国内轴承寿命一般为计算寿命的3-5倍，可靠性为96%左右。海外品牌轴承寿命一般为计算寿命的8倍以上，可靠性为98%以上。据雷迪克招股书，目前国产轴承中，约80%产品为中低端轴承，仅20%为高技术含量轴承。

图32：国内轴承在精度、可靠性、寿命方面与海外产品存在差距

	国外	国内	
轴承钢品质	<b>精度</b>	在精度的研究上更为深入，已经研究和应用不可重复跳动等旋转精度指标	振动值离散大，表面缺陷严重（单点、群点、凹坑等）
	<b>震动音量</b>	日本已推出静音及超静音轴承	振动极值与日本轴承相比一般相差10dB以上
精密加工工艺	<b>高速性</b>	DmN值=4*10 <sup>6</sup> 毫米r/min	DmN值=2*10 <sup>6</sup> 毫米r/min
	<b>寿命</b>	以深沟球轴承为例，一般为计算寿命的8倍以上（最高可达30倍以上），可靠性为98%以上；	一般为计算寿命的3-5倍，可靠性为96%左右

资料来源：浙商证券研究所

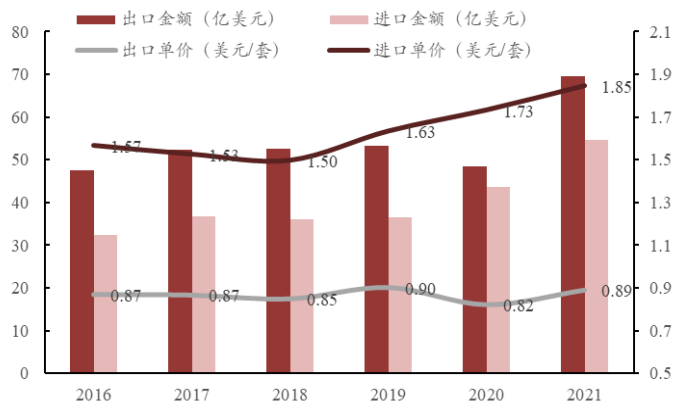
图33：轴承精度、滚子精度可划分为五、四个等级



资料来源：大冶轴官网，浙商证券研究所

我国出口轴承单价低，轴承技术仍待加强。从出口金额来看，我国轴承出口金额稳步增长。2016-2021年由47.6亿美元增至69.5亿美元，CAGR=7.9%，但从出口单价来看，我国轴承出口单价始终在0.8-0.9美元/套，约为进口轴承单价的一半，可见我国轴承产品主要集中在中低端层面，产品附加值不高。

图34: 我国进口轴承单价约为出口轴承的 2 倍

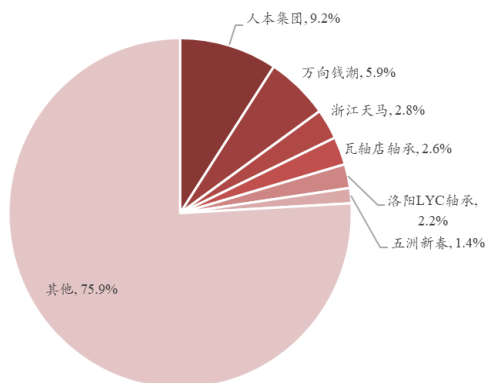


资料来源: 海关总署, 浙商证券研究所

目前我国轴承行业集中度低, 国内轴承厂商竞争集中在低端市场。据《轴承信息》, 我国轴承行业竞争激烈, 规模以上企业约有 1500 多家, 受制于资金、技术、人才资源等因素, 企业规模普遍较小, 市场竞争集中在低端市场。以产值为口径, 2021 年我国轴承市场 CR6 仅为 24%, 市场格局分散。

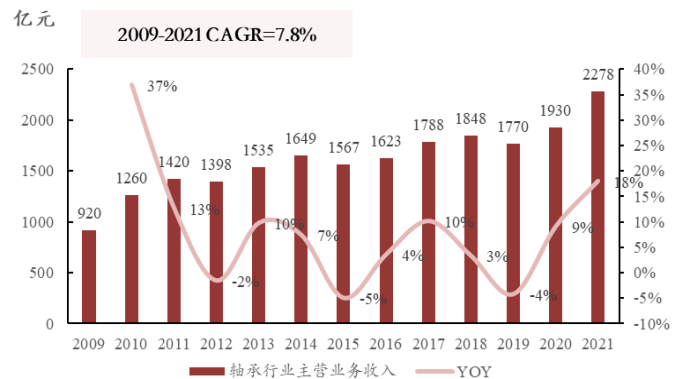
随着国内轴承技术水平和质量逐步提升, 叠加政策支持, 近年国内轴承行业收入规模增速较快, 高端轴承国产替代可期。受益于冶炼、轧制技术以及装备水平提升, 特别是真空脱气技术和装备的应用, 我国轴承钢在纯净度与夹杂物方面上了一个大的台阶, 关键技术指标已达到或接近国外先进水平。氧含量由原来电炉钢的 30~40ppm 下降到真空脱气模铸钢的 5~12ppm 和连铸钢的 4~12ppm。兴澄特钢已发展成为轴承钢产销量世界第一的特钢厂, 其生产的高档轴承钢大批量向 SKF、SCHAFFLER、NTN 等跨国轴承公司供货。氧含量、接触疲劳寿命、单颗粒球状(点状不变形)夹杂物 DS 等关键技术水平达国际先进水平, 部分指标已达国际领先水平。根据《全国轴承行业“十四五”发展规划》, “十四五”期间行业目标营收达到 2237 亿-2583 亿元, 年均递增 3%-6%, 产值达到 224 亿-253 亿元, 完成 8 种高端轴承标志性产品攻关, 大力发展包括节能与新能源汽车领域在内的 70 多种高端轴承。2020 年以来轴承行业主营业务收入增速较快, 同比增速呈攀升态势。2021 年国内轴承行业实现营收 2278 亿元, 同比增长 18%。国内轴承技术水平和质量逐步提升, 叠加国内政策大力支持, 行业实现高速发展, 高端轴承国产替代指日可待。

图35: 2021 中国轴承市场竞争格局分散, CR6=24%



资料来源: 共研网, 浙商证券研究所

图36: 2020-2021 年轴承行业增速 9%、18%，实现高速发展



资料来源: 中国轴承工业协会, 浙商证券研究所

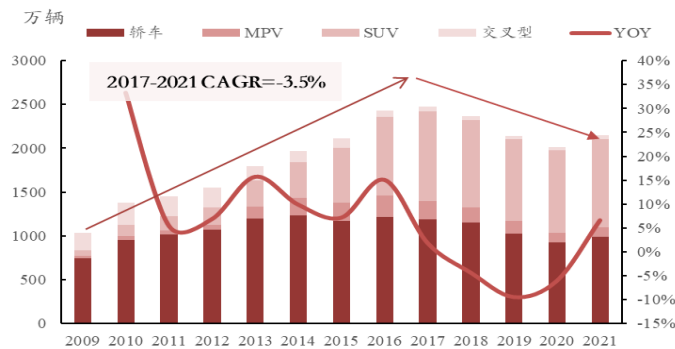
### 2.3.2 国产替代环节之一：高端乘用车轴承

乘用车销量增速下滑，高端品牌增速优于大市。2009-2021 年中国乘用车年销量增长显著，由 1032 万辆增至 2147 万辆，CAGR=6.3%。但近年来乘用车销量有所下降，2017-2021 年 CAGR=-3.5%。按功能可将乘用车分为四类，分别为基本型（轿车）、多功能乘用车（MPV）、运动型多用途乘用车（SUV）、交叉型乘用车。2018-2021 年仅 SUV 年销量总体呈上升趋势，销量由 997 万辆增至 1010 万辆，CAGR=0.4%。

随着消费者对品牌、品质等附加值追求提升，乘用车市场逐渐高端化。尽管受到芯片短缺影响，高端品牌乘用车依旧好于大市。根据中国汽车工业协会数据，2021 年高端品牌乘用车销量达 37.6 万辆，同比增长 20.7%，高于行业增速 14.2pct。

乘用车市场竞争充分，但高端品牌乘用车零部件国产化率低，国产替代空间巨大。目前国内乘用车轴承市场竞争激烈，除瓦房店轴承和洛阳轴承两大产业集聚区涉足汽车轴承市场，万向钱潮、浙江天马、人本集团、重庆长江、上海振华、光洋股份、南方轴承等公司均有一定份额，市场竞争充分。据中国轴承工业协会统计，中高档轿车主要使用进口品牌轴承，如舍弗勒、斯凯孚、NSK 等。随着国内轴承技术水平和质量逐步提升，高端乘用车领域国产替代空间巨大。

图37： 2017-2021 年我国乘用车销量 CAGR=-3.5%

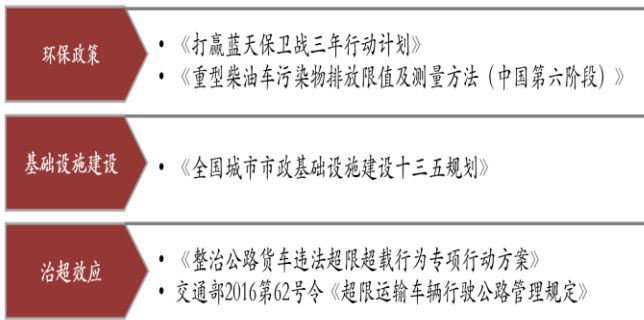


资料来源：中汽协，浙商证券研究所

### 2.3.3 国产替代环节之二：商用车轴承

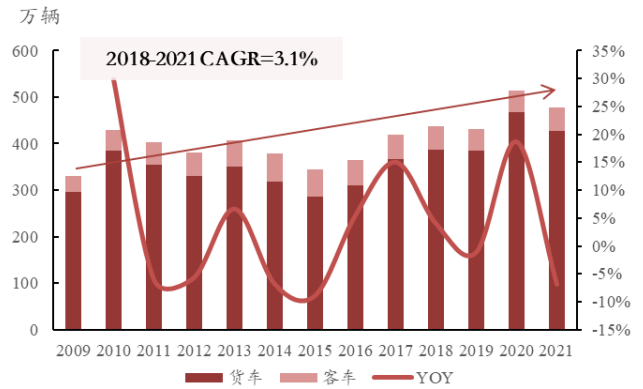
多重政策拉动商用车需求快速增长。2018-2021 年商用车销量总体呈上升趋势，由 437 万辆增至 478 万辆，CAGR=3.1%。2020 年受益于多重政策，商用车销量增速高达 19%，自 2021 年起，政策红利退去，商用车销量略有下滑。利好商用车销量的政策包括：（1）环保政策推动车辆结构升级。2018 年国六标准、《打赢蓝天保卫战三年行动计划》等政策陆续推出，国三标准老旧车淘汰，带动商用车销量增加；（2）基础设施建设加强，利好工程类卡车需求。《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》规划加强道路交通系统建设，提高交通综合承载能力。随着大量基建工程相继施工，带动自卸车、搅拌车等重型工程卡车需求增加以及运输施工材料所用的物流车辆需求增加；（3）治超效应释放。自 2016 年开始，卡车市场超载治理力度不断加强，单车运力下降，卡车销量和保有量上升。

图38: 三重政策利好商用车销量



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图39: 2018-2021 我国商用车销量 CAGR=3.1%



资料来源: 中国汽车工业协会, 浙商证券研究所

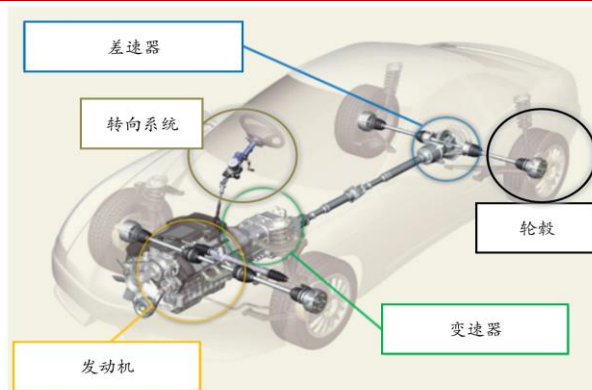
**商用车中卡车轴承技术壁垒较高。**与乘用车轴承相比, 商用车需要在复杂地况行驶, 载荷较大, 对轴承强度、耐用性、寿命有更高要求, 技术壁垒更高, 国产化率低。据中国轴承工业协会统计, 中国商用车轴承市场中有 1/3 精密轴承产品依赖进口。

**国外品牌仍具优势, 重卡轴承国产替代空间广阔。**我国卡车市场形成来自瑞典、德国、美国等国家的跨国公司为主导的市场格局。2012 年斯凯孚投资 6 亿多建设济南工厂, 给中国市场供应卡车轴承, 目前已与中国三大卡车制造商之一的中国重汽签订超过 48 亿人民币的订单; 舍弗勒凭借在货车整体动力系统里的专业技术, 与中国一汽、中国重汽、陕汽和东风商用车等国内多家主要商用车企建立合作关系。国内卡车轴承市场中, 重卡轴承是国产替代的主要环节。一辆重卡单车价值量大约在 20 万左右, 而重卡轴承单车价值量在 0.8-1 万元区间, 成本占比较高。整车厂基于降本压力有较强的国产替代动力, 未来有望实现重卡轴承国产替代。

## 2.4 汽车轴承市场广阔, 2026 年轮毂轴承单元及减速器轴承市场空间预计超千亿

**汽车轴承主要应用于四个部位:** 动力传动系统、转向系统、行驶系统和辅助系统。(1) 动力传动系统: 发动机、发电机、涨紧轮、变速箱、传动轴、差速器等部位; (2) 转向系统: 方向盘、万向节、转向器、横拉杆等; (3) 行驶系统: 轮毂轴承单元、车架、前后悬架、驱动桥等; (4) 辅助系统: 雨刮电机、座椅调节电机、车门升降电机等。

图40: 汽车轴承主要应用于动力传动系统、转向系统、行驶系统和辅助系统



资料来源: 捷太格特中国, 浙商证券研究所

不同部位的汽车轴承各有特点，主要使用在发动机、变速器、差速器等部位。发动机轴承需要耐极端温度；传动系统轴承需耐污染，承受横向和纵向载荷；转向系统轴承需能实现调心功能，可承受双向轴向载荷；底盘系统的轮毂轴承需具备耐疲劳等特性；辅助系统轴承需具备噪音低、振动小、启动力矩小等特点。从轴承品种来看，汽车轴承以深沟球轴承、圆锥滚子轴承及滚针轴承为主，分别占 21.3%、34.4%和 30.4%。

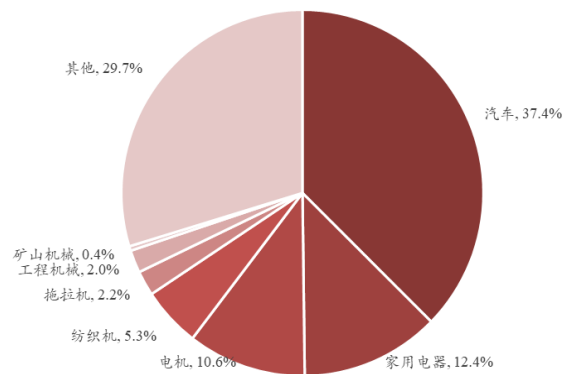
表3: 不同部位的汽车轴承各有特点，主要使用在发动机、变速器、差速器等部位

汽车部位	轴承种类	轴承特点
发动系统	交流发电机轴承、张紧轮、惰轮轴承、水泵轴承	轴承结构设计独特，耐高温、耐低温，低温启动性能优越，噪音低、振动小、寿命长等特点。
传动系统	深沟球轴承、滚针轴承、短圆柱滚子轴承、圆锥滚子轴承等	耐污染、噪音低、启动力矩小，寿命长等特点，可同时承受径向载荷和轴向载荷。
行驶系统	沟型球轴承	结构紧凑，轴向串动小，能实现一定调心功能，可承受双向轴向载荷，具有启动力矩低，噪音小、寿命长
底盘系统	轮毂轴承单元，短圆柱滚子轴承和大锥角圆锥滚子轴承、特殊结构的减震器轴承	轴承具有耐冲击、抗疲劳等性能，在替代进口方面具有较大优势
辅助系统	微型深沟球轴承	噪音低、振动小、启动力矩小

资料来源：人本集团官网，浙商证券研究所

目前汽车轴承行业规模约 842 亿元，到 2025 年有望突破 900 亿元。根据中国轴承工业协会，2021 年轴承行业主营收入 2278 亿元，汽车在下游应用中占比约 37%，汽车轴承市场约 842 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 2021 年的 37%，则到 2025 年主营收入口径下汽车轴承市场规模将达到 925 亿元。

图41: 2021 年汽车在轴承下游应用中占比约 37%



资料来源：观研天下，浙商证券研究所

随着国内汽车及汽车轴承行业不断发展，我们认为到 2026 年国内轮毂轴承单元和减速器轴承产品市场规模约 1042 亿元，OEM 市场规模约 179 亿元，AM 市场规模约 863 亿元。其中，**新能源车轮毂轴承单元和减速器轴承产品 OEM 市场规模约 100 亿，2022-2026 年 CAGR 为 27%**。核心假设如下：

假设 1: 假设公司轮毂轴承在燃油车中的价值量约 500 元，在新能源车中的价值量约 600 元，减速器轴承价值量约 110 元；

假设 2: 根据 GGII 预测, 2022-2026 年国内汽车销量为 2704、2785、2868、2954、2984 万辆; 2022-2026 年国内新能源车销量为 541、724、947、1152、1402 万辆。

假设 3: 假设国内汽车每年维修率为 40%。

表4: 2026 年国内轮毂轴承和减速器轴承 OEM 市场规模约 179 亿元, 其中新能源车的市场规模 100 亿, CAGR 约 27%

OEM 市场	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
燃油车轮毂轴承价值量 (元/辆)	500	500	500	500	500	500	500
燃油车销量 (万辆)	2394	2274	2163	2061	1921	1802	1582
燃油车轮毂轴承市场规模 (亿元)	120	114	108	103	96	90	79
YOY	-2.5%	-5.0%	-4.9%	-4.7%	-6.8%	-6.2%	-12.2%
新能源车轮毂轴承价值量 (元/辆)	600	600	600	600	600	600	600
减速器轴承价值量 (元/辆)	110	110	110	110	110	110	110
新能源车销量 (万辆)	132	351	541	724	947	1152	1402
新能源车轮毂轴承+减速器轴承市场规模 (亿元)	9	25	38	51	67	82	100
YOY	9.7%	165.1%	54.3%	33.9%	30.8%	21.6%	21.7%
汽车轮毂+减速器轴承 OEM 市场规模 (亿元)	129	139	147	154	163	172	179
YOY	-1.7%	7.4%	5.7%	5.4%	5.7%	5.3%	3.9%

资料来源: GGII, 浙商证券研究所测算

表5: 2026 年国内轮毂轴承和减速器轴承 AM 市场规模约 863 亿元, 2022-2026 年 CAGR 约 7.1%

AM 市场	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
燃油车轮毂轴承价值量 (元/辆)	500	500	500	500	500	500	500
燃油车保有量 (万辆)	27608	29416	31012	32505	33917	35202	36253
维修率	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
燃油车轮毂轴承市场规模 (亿元)	552	588	620	650	678	704	725
YOY	7.8%	6.5%	5.4%	4.8%	4.3%	3.8%	3.0%
新能源车轮毂轴承价值量 (元/辆)	600	600	600	600	600	600	600
减速器轴承价值量 (元/辆)	110	110	110	110	110	110	110
新能源车保有量 (万辆)	492	784	1,268	1,914	2,723	3,681	4,853
新能源车轮毂轴承+减速器轴承市场规模 (亿元)	14.0	22.3	36.0	54.4	77.3	104.5	137.8
YOY	29.1%	59.3%	61.7%	51.0%	42.2%	35.2%	31.9%
汽车轮毂+减速器轴承 AM 市场规模 (亿元)	566	611	656	704	756	809	863
YOY	8.2%	7.9%	7.5%	7.3%	7.3%	7.0%	6.7%

资料来源: GGII, 浙商证券研究所测算

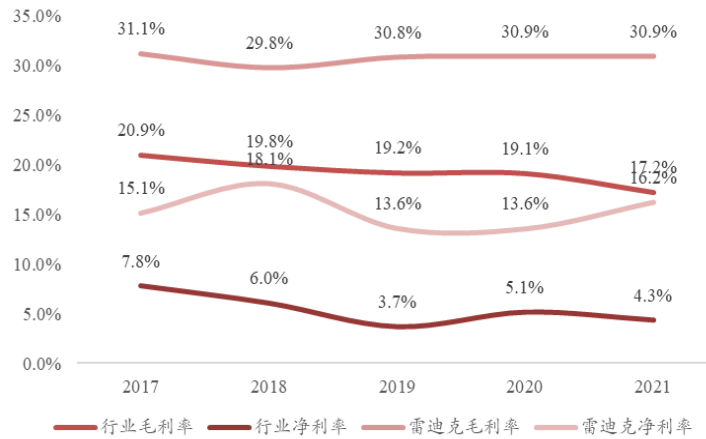
### 3 多重优势构建公司核心竞争力，2026 年市占率有望达 17%

#### 3.1 成本、研发、品类&产线、区位，构筑核心竞争力

##### 3.1.1 成本管控优势：精进成本管控能力，全方位提升盈利能力

公司盈利能力显著高于同行。毛利率方面，与整个汽车零部件行业相比，公司毛利率稳定维持在 30%左右，行业毛利率整体低于 20%，且呈下滑趋势。2021 年行业毛利率 17.2%，公司毛利率 30.9%。净利率方面，公司净利率维持在 13%以上，而行业净利率整体低于 8%，且呈下滑趋势。2021 年行业净利率 4.3%，公司净利率 16.2%。综上可见，公司盈利能力显著优于行业平均水平。

图42：雷迪克毛利率和净利率均高于行业平均



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司盈利能力优于同行，原因在于：

1) AM 市场订单量小品类多，需要柔性生产，AM 客户议价能力弱于 OEM 客户；

2) 公司通过精进的生产管理能力进行降本，具体体现在：

①节约开模费用：新产品生产前需开发模具，而公司生产过大量不同型号产品，已储备较多轴承模具，可节约模具费用；

②原材料管控能力强：轴承产品主要原材料是钢材，公司已穿透到钢厂原材料的成本管控中。通过预判大宗商品价格，公司设置相应机制，包括提前备货等；

③优化工艺降本：公司多年来深耕轴承制造领域，积累了丰富的生产经验和大量的产品型号数据，可通过平台化改进降本；

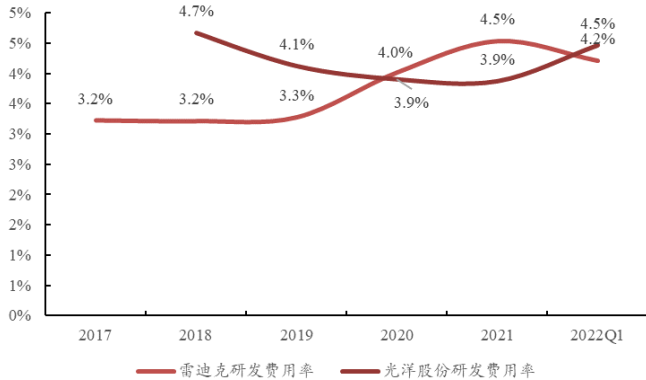
④灵活人员调配：在用电高峰季限电情况下，公司调整人员上班时间，错开用电高峰进而节约电费；

⑤自行组装生产线：公司具备通过采购单件设备自行配置完整生产线的的能力，比直接采购完整生产线大幅降低在生产设备上的采购成本。公司管理和成本控制能力优异，助力公司在激烈竞争中保持较高的运营效率。

### 3.1.2 研发优势：持续加强技术研发，多项核心技术水平处于行业前列

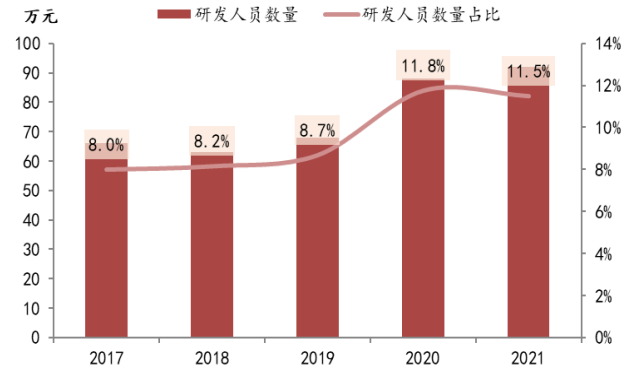
公司持续加强技术研发，研发费用率与行业龙头相当。2017-2021 年公司研发支出整体呈上升趋势，分别为 1599、1474、1515、1758 万元，占营收比重分别为 3.23%、3.21%、3.28%、4.02%、4.54%。公司在研发费率方面与龙头公司光洋股份基本维持在同一水平，并在 2020、2021 年超过光洋股份。研发人员方面，公司研发人员数量和占比体呈攀升态势，2017-2021 研发人员在全体员工中的占比分别为 8.0%、8.2%、8.7%、11.8%、11.5%，研发力度持续加大，与行业龙头公司差距逐渐缩小。

图43：雷迪克和光洋股份研发费用率维持在同一水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图44：研发技术人员占比呈逐年提升态势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司为高新技术企业，建立省级高新技术企业研究开发中心，多项核心技术水平处于行业前列。公司原创的分离轴承相关技术处于行业领先地位；涨紧轮和轮毂轴承相关技术通过引进吸收再创新分别达到行业先进和国内先进水平；轮毂轴承单元、圆锥轴承及卡车轮毂圆锥滚子轴承通过自研达到行业先进水平。

表6：公司多项核心技术水平处于行业前列

产品类别	核心技术名称	技术来源	技术先进程度
分离轴承	防滑点结构	原始创新	行业领先
涨紧轮	自锁结构涨紧轮	引进吸收消化再创新	行业先进
轮毂轴承	多腔迷宫密封结构轮毂轴承	引进吸收消化再创新	国内先进
轮毂轴承单元	集成深沟球、滚针轴承及传动齿轮结构的轮毂轴承单元	自主研发	行业先进
圆锥轴承	带组合密封圈的双列圆锥轴承	自主研发	行业先进
	一种带锁环结合锁槽结构的双列圆锥轴承	自主研发	行业先进
卡车轮毂圆锥滚子轴承	一种带浪型锁环结构的卡车轮毂轴承单元	自主研发	行业先进
	一种内腔及内径均带密封的新型双列圆锥滚子轴承	自主研发	行业先进

资料来源：可转债募集书，浙商证券研究所

公司具有多项省级、国家级产品。公司“MAZDA 汽车离合器分离轴承”为国家重点新产品，“830900KG 汽车发动机皮带涨紧轮单元组件”为浙江省高新技术产品，“汽车液压离合器分离轴承单元”、“一种多腔迷宫密封结构汽车轮毂轴承”、“第三代卷边结构圆锥轮毂轴承单元（带主动式传感器）”等多个产品为浙江省省级工业新产品。其中分离轴承和圆锥轴承是公司优势产品，获得业内及客户广泛认可。

表7: 公司具有多项省级、国家级产品

产品种类	产品名称	重要性
离合器分离轴承	MAZDA 汽车离合器分离轴承	国家重点新产品
	汽车液压离合器分离轴承单元	浙江省省级工业新产品
涨紧轮	830900KG 汽车发动机皮带涨紧轮单元组件	浙江省高新技术产品
轮毂轴承	一种多腔迷宫密封结构汽车轮毂轴承	浙江省省级工业新产品
轮毂轴承单元	第三代卷边结构圆锥轮毂轴承单元(带主动式传感器)	浙江省省级工业新产品

资料来源: 公司可转债募集书, 浙商证券研究所

### 3.1.3 品类&产线优势: AM 市场品类众多, 需供应商产线布局灵活, 与新能源 OEM 市场适配性高

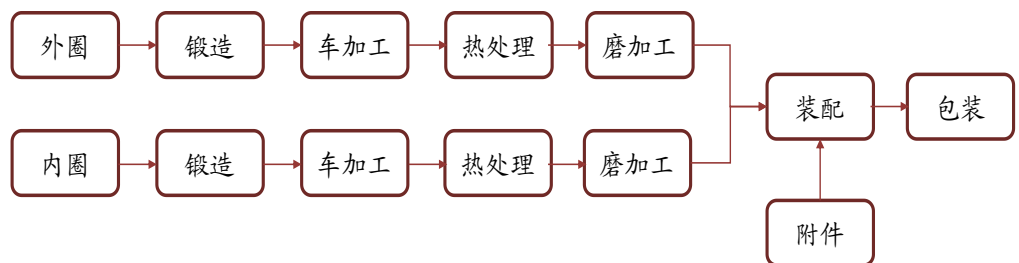
公司立足后市场, 经过多年的发展, 已成为汽车轴承行业中具有一定规模的企业, 拥有较强的研发能力和生产能力, 能满足客户“小批量、多品种”的定制化需求。目前公司可提供的汽车轴承大类产品超过 1 万余个型号, 日常流转型号达 3000 余种。丰富的产品品类使公司具备多重优势:

1) 订单获取能力提升: 公司丰富产品品类可满足不同客户对于不同型号汽车轴承产品的需求, 从而提高公司订单获取能力;

2) 开模成本降低: 在轴承生产的锻造环节, 需要使原材料在外力作用下在模具中产生塑性变形, 从而得到所需形状和尺寸的零件。模具质量决定轴承精度。一款新产品的内外圈、保持架、法兰盘等部件均需先开模再生产, 而 AM 市场单款产品订单量小, 开模成本将远高于产品价格。公司经过多年发展, 已经积累大量模具, 可省去开模费用。

3) 产线布局灵活: 由于新能源车行业仍在快速发展期, 竞争格局未定, 除特斯拉、比亚迪外, 其余各家品牌销量均不高且车型迭代快, 订单呈现量小品类多的特征, 与 AM 市场的订单特征相似, 因此公司无需大规模调整产线布局; 而对于原本主业聚焦燃油车 OEM 市场的公司来说, 其产线布局符合量大、品类少的特征, 用大产能做新能源的小订单在经济性上不如雷迪克, 转型新能源车 OEM 市场需要考虑新品类开模、产能是否匹配订单等问题, 存在一定的进入壁垒。因此, 我们认为公司由 AM 市场转型新能源车 OEM 市场较为顺畅。

图45: 公司主要涉及的轴承制造工序为锻造、车加工、热处理、磨加工



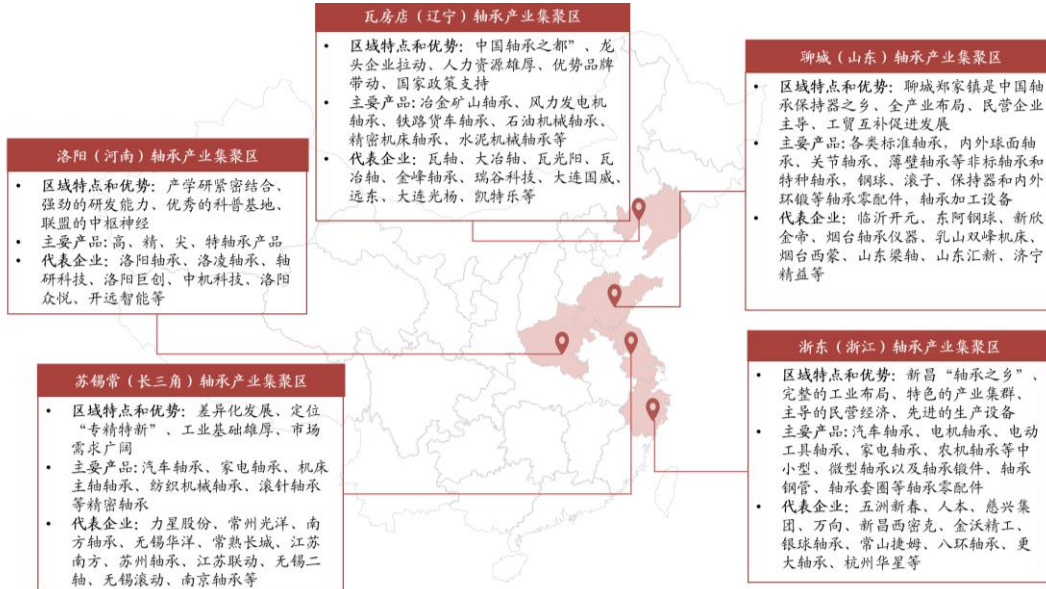
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

### 3.1.4 区位优势: 公司位于浙江轴承产业聚集区, 产业链配套便利

公司位于国内五大轴承产业链集群之一的浙江轴承产业聚集区, 具备区位优势。我国轴承产业几十年来不断升级改造, 已经形成五大产业集聚区, 分别位于山东、浙江、长三角地区、河南和辽宁。公司位于浙江轴承产业集聚区, 汽车轴承是主要产品, 具备完善的

工业布局，产业链配套公司包括生产套圈的五洲新春和金沃股份等。公司充分利用地区产业集群、专业配套优势，对锻加工、粗车加工等工艺简单的工序采用外协加工，并对外采购部分毛坯件，以缩短加工流程、提高生产效率。

图46：公司位于国内五大轴承产业集群之一的浙江轴承产业集聚区，具备区位优势



资料来源：金沃股份招股说明书，浙商证券研究所

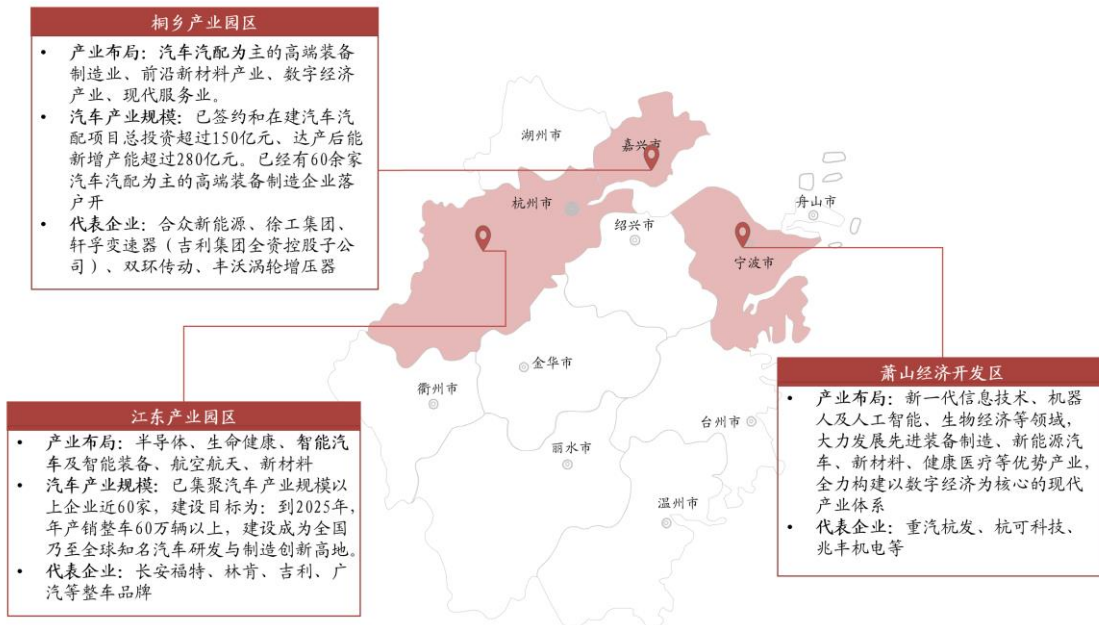
**公司三大工厂分别位于萧山经济开发区、江东产业园区、桐乡产业园区。**

**（1）萧山经济开发区：**大力发展先进装备制造、新能源汽车、新材料、健康医疗等优势产业，汽车产业相关企业包括重汽杭发、杭可科技、兆丰机电等；

**（2）江东产业园：**聚焦半导体、生命健康、智能汽车及智能装备、航空航天、新材料等五大先进制造业；汽车产业链方面已集聚汽车规模以上企业近 60 家，代表企业包括长安福特、林肯、吉利、广汽等整车品牌；2025 年目标为年产销整车 60 万辆以上，建设成为全国乃至全球知名汽车研发与制造创新高地；

**（3）桐乡产业园：**重点发展新能源汽车制造、关键汽车零部件生产。目前已经基本形成汽车整车-关键零部件-后服务完整的汽车汽配产业链，已签约和在建汽车汽配项目投资总计超过 150 亿元、达产后能新增产能超过 280 亿元；汽车产业链方面已经有 60 余家汽车汽配为主的企业，代表企业包括整车厂如哪吒汽车之母公司合众新能源、变速器生产商如吉利集团之子公司轩孚科技、变速箱和齿轮件生产商如三环传动、汽车涡轮增压器生产商如丰沃涡轮增压等。公司新工厂设立在形成完整汽车产业链的桐乡产业园区内，便于原料采购、产品销售、挖掘汽车人才等。

图47: 公司三大工厂分别位于萧山经济开发区、江东产业园区、桐乡产业园区



资料来源: 浙江省商务厅, 浙商证券研究所

### 3.2 背靠优势客户资源, 产能加速扩张, 市占率提升

公司秉持“售后+主机”市场双轮驱动发展战略, 已积累丰富客户资源。AM 市场方面, 公司通过参加大型汽车展销会选择国内外知名经销商作为公司长期合作伙伴; OEM 市场方面, 公司凭借自身产品的优秀品质逐渐与整车厂建立合作关系。经过多年经营, 公司轴承品种齐全, 质量可靠, 在 AM 市场中积攒较好口碑。截止 2019 年 9 月, 公司在 OEM 市场上已与长城汽车、上汽集团之子公司、万安科技之子公司、襄阳汽车轴承等建立合作关系; AM 市场上和 SKF、Dorman、辉门、NTN-SNR 等高端 AM 客户保持了配套或合作关系, 具体情况如下:

表8: “售后+主机”市场双轮驱动发展战略, 已积累丰富客户资源

客户类型	客户名称	客户简介
OEM	上海汽车变速器有限公司	上汽集团全资子公司
	精诚工科汽车系统有限公司	长城汽车子公司
	浙江诸暨万宝机械有限公司	浙江万安科技子公司。万安科技是国内专业从事汽车底盘控制系统研发、生产和销售的汽车零部件一级供应商, 拥有完整的汽车制动系统产业链。公司通过该公司将产品售往 OEM 市场。
	襄阳汽车轴承股份有限公司	主要从事轴承及其零部件的生产、科研、销售及相关业务, 是目前国内主要的汽车轴承专业生产基地之一。
AM	厦门市众联轴承有限公司	国内知名汽车零部件、轴承经销商, 主要客户面向欧洲、中东、北美、北非市场, 拥有专业的技术和销售团队。
	吉明美(杭州)汽配有限公司	韩国 GMB 集团子公司
	浙江勤昌盛汽车部件有限公司	以汽车轴承为销售核心的专业化公司, 公司直营销售网络遍布全国 30 个省及自治区, 100%控股直营店 21 家, 加盟店 62 家
	Dorman Products, Inc (美国)	Dorman Products, Inc. 总部位于美国宾夕法尼亚的 COLMAR, 是美国最大的汽车零部件批发商之一, 2018 年销售额超过 9.73 亿美元。
	斯凯孚分拨(上海)有限公司	斯凯孚集团在中国的采购公司

MEVOTECH. L. P (加拿大)	MEVOTECHL. P. 总部位于加拿大的多伦多，主要从事汽车底盘件产品的研发和销售，是北美最大的底盘件产品批发商之一，主要供应 NAPA, OREILLY 等连锁店。2018 年销售额超过两亿美元，员工总人数超 500 人。
SBSDeutschlandGmbH (德国)	SBSDeutschlandGmbH 母公司 SBSGroup 是丹麦上市公司，总部位于丹麦 Svendborg，成立于 1964 年，在全球 5 个国家拥有约 260 名员工。主营汽车零配件，主要销往欧洲各国。集团 2018 年营业收入约为 6.82 亿丹麦克朗。
Federal-MogulGlobalAftermarketEMEA, bvbaHungarianBranch (匈牙利)	辉门集团位于欧洲的公司
NTN-SNRROULEMENTS (法国)	日本 NTN 轴承集团的法国公司

资料来源：公司可转债募集说明书，浙商证券研究所

近年来公司积极卡位新能源汽车 OEM 市场，客户拓展进度较快。考虑到燃油车市场发展成熟，燃油车轴承竞争格局较为稳定，新厂商切入难度较大。公司抓住新能源汽车规模扩张和国产汽车崛起的双重机遇，积极卡位新能源 OEM 市场，实现较大突破。2022 年以来，公司已与 4 家国产汽车品牌建立合作关系，供应轮毂轴承单元，其中长城汽车既有燃油车，又有新能源车；其余三家为新能源品牌。

表9：2022 年以来公司新增 4 家国产整车厂客户

OEM 客户	客户类型	产品类型	内容	性质
长城汽车	国产品牌	轮毂轴承单元	公司被选为 A30 平台的前、后轮毂轴承单元供应商，目前相关产品开发技术协议已签订完成。	二供
长安新能源	国产新能源品牌	轮毂轴承单元	负责长安新能源 A158 系列车型的后轮轮毂轴承单元的产品开发和量产工作	二供
零跑汽车	国产新能源品牌	轮毂轴承单元	作为浙江零跑科技股份有限公司的二级零部件供应商，为其提供轮毂轴承单元产品，公司已供应	二供
威马汽车	国产新能源品牌	轮毂轴承单元	被威马汽车选定为轮毂总成项目指定二级供应商	二供

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司产能逐步释放，充分受益行业增长和国产替代，2026 年公司市占率有望达 17%。目前公司已布局三大工厂，分别为杭州萧山工厂、杭州江东工厂、嘉兴桐乡工厂，产能规划分别为 5 亿、6 亿、25-30 亿。其中，杭州萧山工厂和杭州江东工厂主要服务于 AM 市场，嘉兴桐乡工厂服务于 OEM 市场。第三工厂嘉兴桐乡工厂有望于 2026 年达产，达产后产能在 25-30 亿左右。国内新能源车轴承行业处于高速增长期叠加国产替代进程加速，公司有望充分受益行业增长和国产替代。根据测算，我们预计 2026 年国内汽车轮毂和减速器轴承 OEM 市场规模约 179 亿，因此公司 2026 年在国内汽车轮毂和减速器轴承 OEM 市场市占率约 14%-17%。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测与估值

收入拆分基本假设:

基于国内汽车轮毂轴承和减速器轴承规模未来 5 年实现 5%的复合增速,以及公司在 OEM 市场客户拓展加速,公司市占率有望到 2026 年提升至 14%-17%的预期判断。

公司主要产品有轮毂轴承单元、轮毂轴承、圆锥轴承、分离轴承、涨紧轮。不同产品应用市场不一样,轮毂轴承单元销往 AM 市场和 OEM 市场,轮毂轴承、圆锥轴承、分离轴承、涨紧轮基本销往 AM 市场。了解各类产品的市场供需情况和竞争格局,分析公司在各项业务的研发投入、下游客户拓展和产能布局规划。随着公司第二工厂杭州江东工厂和第三工厂嘉兴桐乡工厂产能逐步释放,公司将逐步新增产能 31-36 亿。未来,公司在 AM 市场收入增速或将保持在 15%-20%,在 OEM 市场收入或将实现高增长。

1) 轮毂轴承单元:假设 2022-2024 年营收增速分别为 55.9%、144.5%、67.4%。OEM 市场产品毛利率低于 AM 市场,受市场结构变化,未来轮毂轴承单元毛利率降呈现下降趋势。假设 2022-2024 年毛利率分别为 26.9%、26%、25.6%。

2) 轮毂轴承:轮毂轴承主要销往 AM 市场,故我们假设 2022-2024 年营收增速保持在 18%水平,毛利率保持在 30%水平。

3) 圆锥轴承:2023 年公司可转债卡车轮毂圆锥滚子轴承项目产能释放,叠加公司 AM 市场未来将保持 15%-20%增速。因此,我们假设 2022-2024 年营收增速分别为 18%、37.2%、18%,毛利率分别为 32%、31%、30%。

4) 分离轴承:主要用于手动挡燃油车,销售市场为 AM 市场,故我们假设 2022-2024 年营收增速保持在 18%水平。2022 年第三工厂设立,公司提前储备人员,影响当年毛利率水平,故我们假设 2022-2024 年毛利率分别为 38%、42%、42%。

5) 涨紧轮:随着公司产能释放,收入有望实现快速增长,毛利率水平逐步提升。我们假设 2022-2024 年营收增速分别为 17.5%、22.2%、9.1%,毛利率分别为 32%、32.5%、33%。

表10: 公司主要业务拆分

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>营业收入</b>	458.4	462.3	437.4	591.2	756.6	1,251.6	1,801.6
yoy	-7.5%	0.9%	-5.4%	35.2%	28.0%	65.4%	43.9%
<b>毛利率</b>	29.8%	30.8%	30.9%	30.9%	30.4%	29.1%	28.2%
<b>工业收入</b>	<b>99.7%</b>	<b>99.7%</b>	<b>99.6%</b>	<b>98.8%</b>	<b>99.8%</b>	<b>99.9%</b>	<b>99.9%</b>
收入	457.2	461.2	435.8	584.2	755.0	1250.0	1800.0
yoy	-7.3%	0.9%	-5.5%	34.1%	29.2%	65.6%	44.0%
毛利率(%)	29.8%	30.8%	30.9%	31.1%	30.4%	29.1%	28.2%
<b>轮毂轴承单元</b>	<b>31%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>28%</b>	<b>34%</b>	<b>50%</b>	<b>58%</b>
收入	142.3	117.4	110.2	164.8	256.9	628.3	1,051.8
yoy	0.2%	-17.5%	-6.1%	49.5%	55.9%	144.5%	67.4%
毛利率(%)		26.0%	25.6%	25.5%	26.9%	26.0%	25.6%
<b>轮毂轴承</b>	<b>20%</b>	<b>24%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>18%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>
收入	93.4	110.9	85.9	116.8	137.9	162.7	192.0
yoy	-6.4%	18.7%	-22.5%	36.0%	18.0%	18.0%	18.0%
毛利率(%)		30.1%	28.9%	31.2%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>圆锥轴承</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>
收入	97.5	108.4	95.1	114.0	134.5	184.5	217.7
yoy	-14.6%	11.1%	-12.3%	19.9%	18.0%	37.2%	18.0%
毛利率(%)		29.8%	31.6%	32.0%	32.0%	31.0%	30.0%
<b>分离轴承</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>
收入	69.9	77.5	93.3	107.5	126.8	149.7	176.6
yoy	-12.6%	10.8%	20.4%	15.2%	18.0%	18.0%	18.0%
毛利率(%)		39.2%	42.0%	44.0%	38.0%	41.7%	41.7%
<b>涨紧轮</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>
收入	29.4	31.0	27.2	38.3	45.0	55.0	60.0
yoy	-16.5%	5.4%	-12.3%	41.0%	17.5%	22.2%	9.1%
毛利率(%)	-	-	-	-	32.0%	32.5%	33.0%
<b>其他轴承配件</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>
收入	24.6	16.0	24.0	42.7	53.8	69.8	101.9
yoy	11.9%	-35.0%	50.2%	77.5%	26.2%	29.7%	45.9%
毛利率(%)		38.4%	17.5%	18.6%	24.8%	20.3%	21.2%
<b>其他业务</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
收入	1.2	1.2	1.6	7.0	1.6	1.6	1.6
yoy	-44.7%	-4.2%	38.1%	330.4%	-77.7%	0.0%	0.0%
毛利率(%)	26%	34%	-	-	30%	30%	30%

资料来源: 浙商证券研究所

## 4.2 估值探讨

预计公司 2022-2024 年收入分别为 7.6、12.5、18 亿元，同比增长 28%、65%、44%，CAGR=54%；实现归母净利润 1.24、1.78、2.47 亿元，同比增长 30%、43%、39%，CAGR=41%。对应 EPS 为 1.32、1.9、2.63 元，现价对应 PE 17、12、9 倍

公司深耕汽车轴承后市场 20 载，向 OEM 市场拓展。市场上业务完全一致的可比公司较少，我们选取双环传动、兆丰股份、光洋股份作为可比公司，主要原因在于上述公司主营业务均为汽车零部件，其中兆丰股份和光洋股份主营业务均为汽车轴承。而兆丰股份深耕汽车轴承后市场多年，向 OEM 市场拓展，与公司发展路径高度一致。

表11：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
双环传动	239	5.43	7.71	10.3	0.70	0.99	1.33	44	31	23
兆丰股份	36	2.49	3.2	4.06	3.51	4.51	5.72	15	11	9
光洋股份	32	0.07	1.13	2.41	0.01	0.23	0.49	-	29	13
		行业平均						29	24	15
雷迪克	23	1.24	1.78	2.47	1.32	1.9	2.63	17	12	9

资料来源：Wind 一致预期（2022/10/12）、浙商证券研究所

## 5 风险提示

### 5.1 竞争格局恶化风险

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。

### 5.2 产能扩张不及预期风险

目前下游需求较为旺盛，公司产能利用率处于较高水平。若第三工厂（嘉兴桐乡工厂）项目进度出现延迟，将直接影响客户对公司审厂环节，或将对公司未来业绩增长造成不利影响。

### 5.3 新客户开拓不及预期风险

公司现有客户订单不能满足未来产能规划，需积极开拓大客户消化第三工厂产能。大客户开拓具有不确定性，未来若公司无法持续开拓新客户，或将对公司经营业绩造成不利影响。

公

司

## 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>	1066.58	1221.40	1468.58	1843.64
现金	307.86	379.46	304.81	324.02
交易性金融资产	344.29	175.69	234.25	251.41
应收账款	131.68	156.70	249.99	359.11
其它应收款	6.69	7.87	13.13	19.34
预付账款	13.81	18.39	30.23	44.34
存货	251.29	269.13	475.99	716.99
其他	10.95	214.15	160.17	128.43
<b>非流动资产</b>	378.97	509.02	741.52	1118.52
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	211.26	285.80	393.60	648.57
无形资产	57.95	67.33	68.34	70.73
在建工程	32.88	82.30	201.84	321.47
其他	76.88	73.59	77.74	77.75
<b>资产总计</b>	1445.55	1730.42	2210.09	2962.16
<b>流动负债</b>	278.37	493.96	761.74	1270.41
短期借款	0.00	166.98	219.59	486.75
应付款项	225.27	269.98	460.40	675.65
预收账款	0.00	3.49	1.92	3.69
其他	53.11	53.51	79.83	104.33
<b>非流动负债</b>	158.61	103.56	137.09	133.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	158.61	103.56	137.09	133.08
<b>负债合计</b>	436.98	597.52	898.82	1403.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1008.57	1132.90	1311.27	1558.67
<b>负债和股东权益</b>	1445.55	1730.42	2210.09	2962.16

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	39.51	(59.29)	157.16	201.86
净利润	95.93	124.33	178.37	247.40
折旧摊销	26.13	18.04	24.69	37.43
财务费用	10.14	12.63	18.06	25.96
投资损失	(9.68)	(12.80)	(12.16)	(11.96)
营运资金变动	292.51	(193.67)	145.53	130.08
其它	(375.52)	(7.83)	(197.33)	(227.05)
<b>投资活动现金流</b>	62.06	30.01	(299.44)	(419.61)
资本支出	(25.82)	(140.00)	(250.00)	(410.00)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	87.88	170.01	(49.44)	(9.61)
<b>筹资活动现金流</b>	(57.34)	100.88	67.63	236.97
短期借款	(0.87)	166.98	52.61	267.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(56.47)	(66.10)	15.01	(30.19)
<b>现金净增加额</b>	44.23	71.60	(74.65)	19.21

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	591.16	756.57	1251.57	1801.57
营业成本	408.56	526.67	887.22	1293.79
营业税金及附加	3.54	5.87	9.34	13.18
营业费用	9.12	7.57	12.52	18.02
管理费用	42.61	45.39	68.84	90.08
研发费用	26.82	22.70	50.06	72.06
财务费用	10.14	12.63	18.06	25.96
资产减值损失	1.63	7.18	13.60	13.88
公允价值变动损益	10.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.68	12.80	12.16	11.96
其他经营收益	3.72	3.11	3.20	3.18
<b>营业利润</b>	112.93	144.46	207.30	289.75
营业外收支	1.46	0.59	0.57	0.87
<b>利润总额</b>	114.39	145.05	207.87	290.62
所得税	18.46	20.72	29.50	43.22
<b>净利润</b>	95.93	124.33	178.37	247.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	95.93	124.33	178.37	247.40
EBITDA	135.90	173.62	248.06	351.44
EPS (最新摊薄)	1.02	1.32	1.90	2.63

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	35.16%	27.98%	65.43%	43.94%
营业利润	66.34%	27.92%	43.50%	39.77%
归属母公司净利润	61.66%	29.61%	43.46%	38.70%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.89%	30.39%	29.11%	28.19%
净利率	16.23%	16.43%	14.25%	13.73%
ROE	9.75%	11.61%	14.60%	17.24%
ROIC	9.13%	10.25%	12.52%	13.07%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.23%	34.53%	40.67%	47.38%
净负债比率	0.00%	27.95%	24.43%	34.68%
流动比率	3.83	2.47	1.93	1.45
速动比率	2.93	1.93	1.30	0.89
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.48	0.64	0.70
应收账款周转率	5.32	5.14	5.78	5.44
应付账款周转率	3.36	3.31	3.67	3.47
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.02	1.32	1.90	2.63
每股经营现金	0.42	-0.63	1.67	2.15
每股净资产	10.72	12.04	13.94	16.57
<b>估值比率</b>				
P/E	22.46	17.33	12.08	8.71
P/B	2.14	1.90	1.64	1.38
EV/EBITDA	10.42	10.18	7.40	5.88

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>