

2023年08月25日

斯菱股份（301550.SZ）

投资要点

- ◆ **下周二（8月29日）**有一家创业板上市公司“斯菱股份”询价。
- ◆ **斯菱股份（301550）：**公司主营业务为汽车轴承的研发、制造和销售，主要产品可分为轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承和圆锥轴承等4个系列。公司2020-2022年分别实现营业收入5.25亿元/7.15亿元/7.50亿元，YOY依次为69.41/36.03%/4.90%，三年营业收入的年复合增速34.21%；实现归母净利润0.42亿元/0.91亿元/1.23亿元，YOY依次为67.58%/117.56%/35.15%，三年归母净利润的年复合增速70.17%。最新报告期，2023H1公司实现营业收入3.31亿元，同比下降13.48%；实现归母净利润0.66亿元，同比增长13.26%。根据初步预测，2023年1-9月公司预计实现归母净利润9,900.00万元至10,500.00万元，同比变动6.61%至13.08%。
- ① **投资亮点：**1、公司专注于汽车轴承的售后市场，其中的轮毂轴承单元产品已在汽车售后市场名列前茅，或有望受益于汽车保有量的稳步增长。公司深耕汽车轴承行业近20年，并战略性选择汽车轴承售后市场，形成一定的差异化竞争；2022年公司产品约90%销往售后市场，目前已与辉门、NAPA、GMB等独立品牌商、大型终端连锁建立了长期、稳定的合作关系。据中国轴承工业协会统计，2020年公司核心产品轮毂轴承单元销售额在售后市场的国内同类企业中位列前三，在全球市场具有较强的市场竞争力。预计伴随着新车销量持续拉动汽车保有量市场的扩容，来自售后市场的汽车零部件需求仍将增加；公司重大在建工程“高端轮毂单元轴承未来工厂”项目已于2023年2季度达到预定可使用状态，新增产能释放在即，或对下游需求形成较好支撑。2、**公司持续丰富产品型号、优化产品结构和生产管理模式，报告期间盈利能力稳步增强。**（1）公司产品总共4大类产品，型号多达5,700余种，同时每年都稳定开发上百种新的产品型号，持续进行产品型号更新换代，在一定程度上或利好公司维持较高的产品单价。2）产品结构方面，公司开发并生产了集成度和精度度更优的第三代轮毂轴承单元；报告期间，伴随着轻量化发展趋势加剧，附加值较高的三代轮毂轴承单元销售收入占比持续上升。（3）生产流程上，公司将自主研发的基于数字技术的汽车轮毂轴承柔性自动化生产加工技术应用于生产活动，使得设备运行灵活并实现快速换型，有效提高生产效率。同时，公司现阶段正在与科大讯飞合作，利用科大讯飞的人工智能和算法模型，使管理模式数字化，节省了现场的人力物力，进一步实现成本优化。2020-2022年间，公司销售毛利率稳步提升，分别为24.99%、25.31%以及26.19%。
- ② **同行业上市公司对比：**选取光洋股份、雷迪克、以及兆丰股份等主营业务为汽车轴承的厂商为斯菱股份的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022年可比公司的平均收入规模为8.88亿元，可比PE-TTM（剔除负数/算数平均）为21.86X，销售毛利率为20.47%；相较而言，公司营收规模未及可比公司平均，但毛利率水平处于同业的中高位区间。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风

新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	82.50
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙
 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

热威股份-新股专题覆盖报告（热威股份）-2023年第180期-总第377期 2023.8.23
福赛科技-新股专题覆盖报告（福赛科技）-2023年第179期-总第376期 2023.8.22
中巨芯-华金证券-新股-中巨芯-新股专题覆盖报告（中巨芯）-2023年第178期-总第375期 2023.8.20
威尔高-华金证券-新股-威尔高-新股专题覆盖报告（威尔高）-2023年第177期-总第374期 2023.8.17
金帝股份-新股专题覆盖报告（金帝股份）-2023年第176期-总第373期 2023.8.16



险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	525.4	714.7	749.7
同比增长(%)	69.41	36.03	4.90
营业利润(百万元)	52.9	104.1	133.1
同比增长(%)	80.04	96.62	27.81
净利润(百万元)	41.7	90.7	122.6
同比增长(%)	67.58	117.56	35.15
每股收益(元)	0.51	1.10	1.49

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、斯菱股份	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2010 年-2021 年中国汽车零部件及配件主营业务收入	5
图 6: 2018 年-2022 年中国汽车零部件进出口数据	6
图 7: 我国轴承行业细分市场份额 (%)	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、斯菱股份

公司是一家专业生产汽车轴承的汽车零部件制造企业，主营业务为汽车轴承的研发、制造和销售，主要产品可分为轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承和圆锥轴承等4个系列。

公司建立了包括车加工、热处理、磨加工、装配等轴承加工全产业链的先进智造系统，运用自动化、智能化制造提高产品品质和运营效率。公司具备了较为突出的研究开发和技术创新能力，公司的技术中心被认定为浙江省省级企业技术中心、浙江省省级企业研究院，并成功申报“年产1,200万套高端轮毂轴承智能化技术改造项目”的浙江省“五个一批”重点技术改造示范项目。公司的“斯菱汽车轴承智能制造工业互联网平台”入选2022年度浙江省工业互联网平台。公司主持或参与起草了2项轴承行业国家标准和2项行业标准。截至报告期末，公司已获授权专利70项，其中发明专利8项、实用新型专利62项。

(一) 基本财务状况

公司2020-2022年分别实现营业收入5.25亿元/7.15亿元/7.50亿元，YOY依次为69.41%/36.03%/4.90%，三年营业收入的年复合增速34.21%；实现归母净利润0.42亿元/0.91亿元/1.23亿元，YOY依次为67.58%/117.56%/35.15%，三年归母净利润的年复合增速70.17%。最新报告期，2023H1公司实现营业收入3.31亿元，同比下降13.48%；实现归母净利润0.66亿元，同比增长13.26%。

2022年，公司主营收入按产品类型可分为四大板块，分别为轮毂轴承单元(3.33亿元，45.04%)、轮毂轴承(1.99亿元，26.99%)、离合器、涨紧轮及惰轮轴承(1.22亿元，16.58%)、圆锥轴承(0.84亿元，11.39%)；2020-2022年间，公司始终以轮毂轴承单元为核心产品及收入来源，销售收入占比达40%以上、且近年来呈现逐年上升趋势。

图1：公司收入规模及增速变化

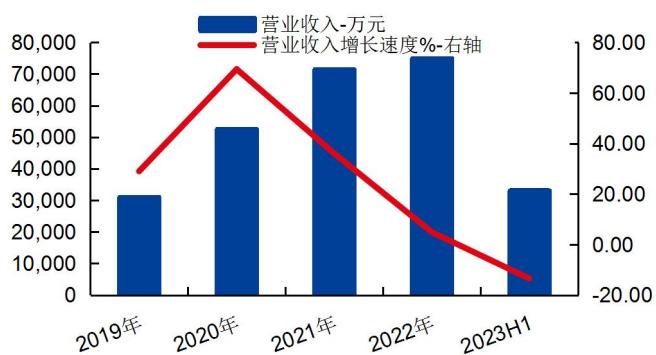
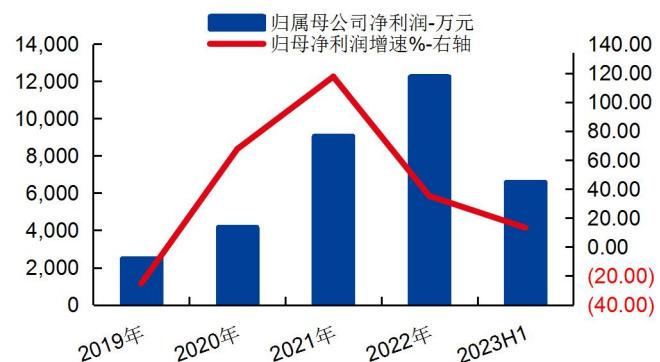


图2：公司归母净利润及增速变化

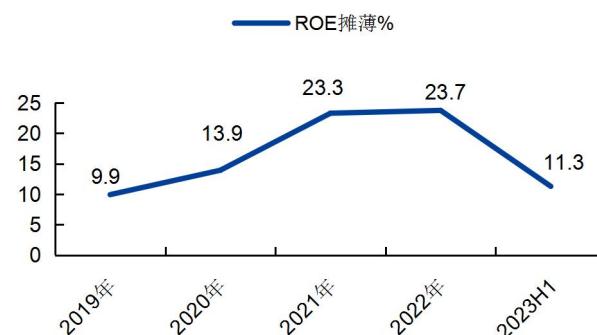


资料来源：wind，华金证券研究所

资料来源：wind，华金证券研究所

图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化


资料来源: wind, 华金证券研究所

图 4: 公司 ROE 变化


资料来源: wind, 华金证券研究所

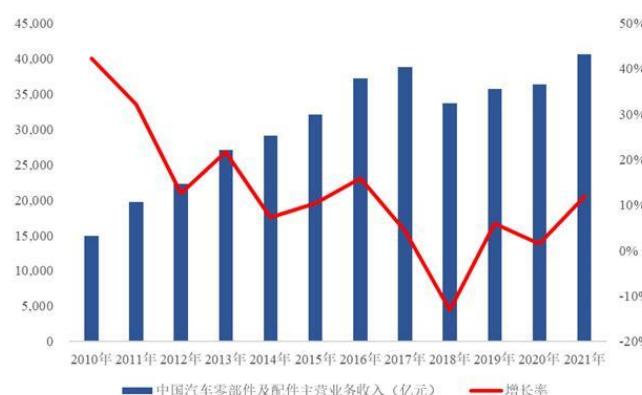
(二) 行业情况

公司专注于汽车轴承的研发、制造和销售；按照产品类型分类，公司归属于汽车轴承饰行业。

1、汽车轴承行业

目前我国汽车零部件制造企业市场集中度相对较低，在低端市场中存在众多规模较小的企业，起初中小企业能够凭借成本价格优势获得一定利润空间，但随着市场竞争加剧，利润空间被逐步压缩，众多小型供应商面临被淘汰出局的风险。但行业内规模型大厂商则能持续发挥自主创新优势，凭借高端高质量的产品在市场中逐步扩大市场份额，加快并购重组步伐，整合产业链，并持续向海外市场扩张。整体来看，我国汽车零部件行业有市场集中度进一步提升的趋势。

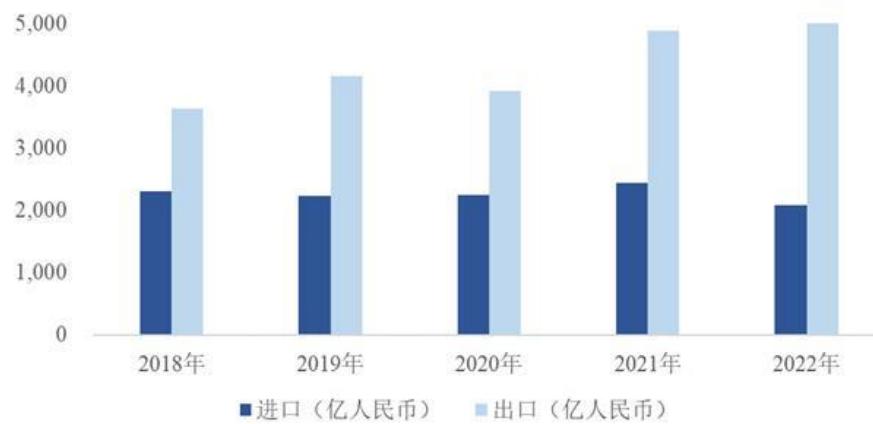
随着我国零部件产业逐步实现结构优化和产品升级，我国汽车零部件企业已由 2015 年的 12,090 家增长至 2021 年的 14,678 家，2021 年主营业务收入总计 40,667.65 亿元，2010 年至 2017 年，行业营收年均复合增长率为 14.58%，整体行业都处于高速增长状态。2018 年由于行业整体不景气，当年汽车零部件行业的主营业务收入有所下降，然而随着中国经济的复苏以及汽车行业的内需扩展，2019 年、2020 年和 2021 年行业的主营业务收入都有所增长，同比上年分别增长 5.98%、1.55% 和 12.00%，逆转了之前的下降趋势。

图 5: 2010 年-2021 年中国汽车零部件及配件主营业务收入


资料来源：中国汽车工业协会、Wind（其中2010年实际为1-11月的累计值），华金证券研究所

此外，在汽车产业链全球化配置的趋势的影响下，我国汽车零件部件及配件出口市场也呈现增长趋势。2018年至2022年，我国汽车零部件及配件出口金额从3,627.50亿人民币增长至5,411.30亿人民币。2020年汽车零部件及配件行业受宏观经济下行的影响，同比上年有略微下降，但是下降幅度较整车行业下降幅度不大，主要原因系海外汽车零部件及配件供应商供应能力不足，海外对国内汽车零部件的进口需求依然旺盛，且国内在汽车保有量较大的情况下，售后需求稳步上升。

图6：2018年-2022年中国汽车零部件进出口数据



资料来源：海关总署，华金证券研究所

轴承产品应用领域十分广泛，可用于军事工业、机械制造、仪器仪表、交通工具等众多领域。短短几十年，轴承行业就发展为拥有性能优异、精度准确的多类型轴承系列产品的成熟市场。目前，世界轴承市场70%的份额被八大跨国轴承集团垄断（瑞典：SKF，日本：NSK、NTN、NMB、NACHI、JTEKT，美国：TIMKEN，德国：SCHAEFFLER），尤其是高端市场。而中国市场在全球市场份额中以20%的占比也占据一席之地，以中低端市场为主。

我国作为轴承生产大国已经形成了独立完整的工业体系，目前处于产业结构升级的关键时期。实施工业强基工程，发展工业生产新模式、新业态，实现新旧动能的转换是我国轴承行业目前的主要任务。根据公司招股书披露，从整个轴承行业来看，汽车轴承作为轴承行业最大的细分市场，占比40.19%。

图 7：我国轴承行业细分市场份额 (%)


资料来源：《中国轴承工业发展史》，公司招股书，华金证券研究所

汽车轴承行业经历近百年的发展，其未来趋势主要有以下几个方向：

- ① 提高产品集成度：目前第三代汽车轮毂轴承单元已广泛量产，第四代和第五代汽车轮毂轴承单元理论上已实现，能否商业化量产待市场的考验。
- ② 柔性制造规模化：现今产品更新换代速度逐步加快，产品性能提升，客户的定制化和精细化需求也不断增多，市场上小批量、定制化的订单越来越多，规模化的柔性生产成为轴承制造行业未来重要的发展趋势。
- ③ 提高产品可靠性：预计未来，在国家政策的大力支持下，我国轴承制造商将加大研发投入，引进国外先进设备，不断提升轴承产品的精度、性能、寿命等关键技术指标，缩小与国外先进汽车轴承制造厂商技术水平之间的差距，逐步实现高端产品的进口替代。
- ④ 提高设计智能化：采用计算机辅助设计（CAD）、计算机辅助制造（CAM）以及计算机集成制造系统/信息管理系统（CIMS/IMS）技术等计算机技术提升生产的精度和效率。利用有限元分析软件、机械传动系统建模及仿真软件技术实现产品的研发设计。
- ⑤ 细化市场分工化：目前国际轴承行业经过上百年的发展已经形成了较为完整成熟的工业体系，国际轴承龙头企业已经在各自的细分市场形成了有组织的精细化分工和专业生产。国内轴承企业未来将紧跟全球市场发展趋势，明确分工定位，在细分市场中深入发展，培养自身的竞争优势，实现规模效益。

（三）公司亮点

1、公司专注于汽车轴承的售后市场，其中的轮毂轴承单元产品已在汽车售后市场名列前茅，或有望受益于全球汽车保有量的稳步增长。公司深耕汽车轴承行业近 20 年，陆续通过收购“优联轴承”、“开源轴承”扩充产品类型及拓宽客户范围，并战略性选择汽车轴承售后市场，形成一定的差异化竞争；2022 年公司产品约 90% 销往售后市场，目前已与辉门、NAPA、GMB 等独立品牌商、大型终端连锁建立了长期、稳定的合作关系。据中国轴承工业协会统计，2020 年公司核心产品轮毂轴承单元销售额在售后市场的国内同类企业中位列前三，在全球市场具有较强的市场竞争力。预计伴随着新车销量持续拉动汽车保有量市场的扩容，来自售后市场的汽车零部件需

求仍将增加；公司重大在建工程“高端轮毂单元轴承未来工厂”项目已于2023年2季度达到预定可使用状态，新增产能释放在即，或对下游需求形成较好支撑。

2、公司持续丰富产品型号、优化产品结构和生产管理模式，报告期间盈利能力稳步增强。

(1) 公司产品总共4大类产品，型号多达5,700余种，同时每年都稳定开发上百种新的产品型号，持续进行产品型号更新换代，在一定程度上或利好公司维持较高的产品单价。(2) 产品结构方面，公司开发并生产了集成度和精确度更优的第三代轮毂轴承单元；报告期间，伴随着轻量化发展趋势加剧，附加值较高的三代轮毂轴承单元销售收入占比持续上升。(3) 生产流程上，公司将自主研发的基于数字技术的汽车轮毂轴承柔性自动化生产加工技术应用于生产活动，使得设备运行灵活并实现快速换型，有效提高生产效率。同时，公司现阶段正在与科大讯飞合作，利用科大讯飞的人工智能和算法模型，使管理模式数字化，节省了现场的人力物力，进一步实现成本优化。2020-2022年间，公司销售毛利率稳步提升，分别为24.99%、25.31%以及26.19%。

(四) 募投项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入2个项目以及补充流动资金项目。

- 1、年产629万套高端汽车轴承技术改造扩产项目：**项目建成后，预计可新增629万套高端汽车轴承的年生产能力，其中包括120万套第三代轮毂单元、60万套智能重卡轮毂单元、230万套轮毂轴承和219万套乘用车圆锥轴承。
- 2、斯菱股份技术研发中心升级项目：**本项目拟开展“轴承单元性能提升”、“新能源汽车轮毂电机及系统开发”、“轮速传感器智能芯片的研发”、“智慧系统的开发与应用”等方向的课题。

表1：公司IPO募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	年产629万套高端汽车轴承技术改造扩产项目	24,761.95	24,761.95	2年
2	斯菱股份技术研发中心升级项目	3,868.94	3,868.94	2年
3	补充流动资金项目	12,000.00	12,000.00	-
	总计	40,630.89	40,630.89	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

2022年度，公司实现营业收入7.50亿元，同比增长4.90%；实现归属于母公司净利润1.23亿元，同比增长35.15%。根据初步预测，公司预计2023年1-9月营业收入为51,300.00万元至53,100.00万元，同比变动-11.24%至-8.12%；预计2023年1-9月归属于母公司所有者的净利润为9,900.00万元至10,500.00万元，同比变动6.61%至13.08%；预计2023年1-9扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为9,653.50万元至10,262.00万元，同比变动2.49%至8.95%。

公司专注于汽车轴承领域；根据主营产品及收入结构的相似性，选取光洋股份、雷迪克、以及兆丰股份等主营业务为汽车轴承的厂商为斯菱股份的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022年可比公司的平均收入规模为8.88亿元，可比PE-TTM（剔除负数/算数平均）为21.86X，销售毛利率为20.47%；相较而言，公司营收规模未及可比公司平均，但毛利率水平处于同业的中高位区间。

表2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022年收入 (亿元)	2022年 收入增速	2022年归 母净利润 (亿元)	2022年净 利润增长 率	2022年 销售毛利 率	2022年 ROE 摊薄
002708.SZ	光洋股份	35.72	-18.64	14.88	-8.29%	-2.34	-188.30%	2.69%	-18.77%
300652.SZ	雷迪克	22.10	22.19	6.48	9.60%	1.04	8.16%	29.47%	8.35%
300695.SZ	兆丰股份	32.46	21.54	5.28	-26.48%	1.65	30.46%	29.25%	7.04%
301550.SZ	斯菱股份	/	/	7.50	4.90%	1.23	35.15%	26.19%	23.74%

资料来源：Wind（数据截至日期：2023年8月23日），华金证券研究所

（六）风险提示

毛利率波动的风险、主要原材料价格波动的风险、应收账款发生坏账的风险、存货发生跌价损失的风险、汇率波动的风险、海运费上升的风险、出口退税的风险、境外主体受外汇管制的风险、科技创新风险、实际控制人不当控制的风险、投资协议中存在回购条款的风险、国际贸易摩擦的风险、能源双控政策的风险、产品市场空间下降的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn