

# 盘古智能 (301456)

证券研究报告

2023年10月07日

## 风机润滑系统国产替代者，第二增长曲线看液压变桨

### 集中润滑领域专精特新小巨人

盘古智能自 2012 年起深耕风机集中润滑系统，市占率已达到 40%以上，基本覆盖了国内销量排名前十的风机制造厂商。集中润滑为营收主力，润滑配件、液压系统配件销售额迅速增长。2023 年上半年润滑领域营收同比增长 37%、液压领域增速 62%。近三年毛利率均在 50%以上，远高于同行水平。

### 集中润滑、液压变桨系统国产替代者

集中润滑系统是风机标配。2015 年前，集中润滑市场被斯凯孚、贝卡为主的外资企业主导，2015 年之后，公司基于深厚的精密加工能力、复合技术运用以及定制化生产能力，实现了集中润滑系统及核心零部件的全面自主可控，并逐步切入高端市场，奠定了高毛利的产品和技术基础，逐步实现国产替代。产能利用率与产销率维持在 93%以上，募投项目稳步推进实现扩产。

### 第二增长曲线看液压变桨系统

盘古智能依靠精密加工能力切入液压变桨系统市场，将在知名公司进入挂机实验，有望打破风机液压系统被博世力士乐等少数液压生产企业垄断的局面。经过测算 2023-2025 年中国年均新增风电变桨系统市场空间将达到 40-50 亿，考虑到我们认为液压变桨有望成为主流路线，通过测算风电变桨系统的市场规模，可以反映风电液压变桨系统的潜在市场空间。

横向来看，润滑液压更是在往工程机械、轨道交通、工业机床、盾构机等应用领域拓展。

### 盈利预测与估值

目前公司风机润滑系统和液压站仍处国产替代过程中，市场份额持续提升，订单快速增长。同时，募投项目青岛智造中心二期扩产项目预计达产可以实现年产润滑系统 6.95 万套，产能提升 70%。

基于公司订单情况及风机液压变桨系统验证进展，预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润 1.5/2.0/2.6 亿元，EPS 对应 1.02/1.35/1.76 元/股，给予 24 年内 32 倍 PE，目标价 43.2 元。看好公司在润滑系统和液压系统领域的国产替代能力及公司在液压变桨领域的竞争优势和市场潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**抢装潮后经营业绩下滑；下游风电行业政策调整风险；客户集中度较高的风险；测算具备主观性，仅供参考。

### 投资评级

行业	电力设备/风电设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	37.9 元
目标价格	43.2 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	148.58
流通 A 股股本(百万股)	34.59
A 股总市值(百万元)	5,631.34
流通 A 股市值(百万元)	1,311.10
每股净资产(元)	6.70
资产负债率(%)	14.75
一年内最高/最低(元)	58.88/35.57

### 作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	
zhuye@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	326.63	343.43	486.06	649.66	866.30
增长率(%)	(6.18)	5.14	41.53	33.66	33.35
EBITDA(百万元)	167.71	148.15	183.89	240.86	311.08
归属母公司净利润(百万元)	137.20	108.24	150.98	200.08	261.80
增长率(%)	(13.04)	(21.11)	39.48	32.53	30.85
EPS(元/股)	0.92	0.73	1.02	1.35	1.76
市盈率(P/E)	41.04	52.02	37.30	28.14	21.51
市净率(P/B)	9.69	8.17	2.50	2.30	2.08
市销率(P/S)	17.24	16.40	11.59	8.67	6.50
EV/EBITDA	0.00	0.00	21.58	16.32	12.43

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 集中润滑领域专精特新小巨人	4
1.1. 深耕集中润滑系统	4
1.1.1. 发展稳定，持续创新、不断完善	4
1.1.2. 股权集中，管理层技术出身，具有多年研发经验	4
1.1.3. 国内主流风机制造商的稳定供应商	4
1.2. 集中润滑系统为营收主力	5
2. 公司核心看点	6
2.1. 风机润滑系统、液压系统的国产替代者	6
2.1.1. 下游风机市场潜力大	6
2.1.2. 集中润滑系统技术突破，产品质量趋近于国际品牌	7
2.1.3. 产品附加值高	8
2.1.4. 与产能相匹配的产品交付能力	8
2.2. 第二增长曲线看风机液压变桨系统	8
2.2.1. 依托精密加工能力切入风机液压系统市场	8
2.2.2. 液压变桨系统市场潜力大	9
2.2.3. 持续推进液压变桨系统发展	9
2.2.4. 润滑液压系统具备跨行业拓展潜力	9
3. 盈利预测及投资建议	10
3.1. 盈利预测	10
4. 风险提示	11
4.1. 抢装潮后经营业绩下滑	11
4.2. 下游风电行业政策调整风险	11
4.3. 客户集中度较高的风险	11
4.4. 测算具备主观性，仅供参考	11

## 图表目录

图 1: 盘古智能发展历程图	4
图 2: 盘古智能股权结构图（截至 2023 年 10 月 1 日）	4
图 3: 营业总收入及增速	5
图 4: 各项业务营收情况（亿元）	5
图 5: 分产品单位成本（千元/套）	5
图 6: 2018-2022 年费用率	5
图 7: 归母净利润及其增速	6
图 8: 毛利率与净利率	6
图 9: 2011-2020 年全球新增风电装机统计图（GW）	6
图 10: 2011-2020 年全国新增风电装机统计图（GW）	6
图 11: 高压泵零部件结构	7

图 12: 可比公司综合毛利率对比 .....	8
图 13: 润滑系统产能、产量、销量 .....	8
图 14: 产能利用率与产销率 .....	8
图 15: 2023-2025 年盘古智能分产品盈利预测 .....	10
表 1: 盘古智能供应商 .....	5
表 2: 中国润滑系统市场规模预测 .....	7
<b>表 3: 中国风电变桨系统市场规模预测</b> .....	9
表 4: 目前募投项目进展 .....	9
表 5: 盘古智能可比公司 PE 估值对比 (截至 9 月 28 日, 归母净利润为 wind 一致预期) .....	10

## 1. 集中润滑领域专精特新小巨人

### 1.1. 深耕集中润滑系统

盘古智能是一家主营集中润滑系统及其核心零部件研发、生产与销售的国家级高新技术企业。公司主要产品为集中润滑系统，终端应用于金风科技、上海电气、西门子、东方电气、联合动力等公司。2020-2022 年，公司集中润滑系统销量为 3.3/3.3/3.8 万台，在中国市占率超 40%。

#### 1.1.1. 发展稳定，持续创新、不断完善

公司生产制造风机集中润滑系统起家，深耕集中润滑系统领域多年，业务逐渐拓展至盾构机集中润滑系统、轮缘润滑系统。陆续成为金风科技、上海电气、西门子歌美飒、东方电气、联合动力等供应商，已进入国内外主流风机制造厂商供应体系。

图 1：盘古智能发展历程图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

#### 1.1.2. 股权集中，管理层技术出身，具有多年研发经验

盘古智能实际控制人为邵安仓、李玉兰夫妇，直接持有 48.94%的股权，股权集中。创始人邵安仓有多年研发经验。发行人的股权结构图如下：

图 2：盘古智能股权结构图（截至 2023 年 10 月 1 日）



资料来源：盘古智能招股书，wind，天风证券研究所

#### 1.1.3. 国内主流风机制造商的稳定供应商

通过多年的研发及生产实践，公司凭借精湛的技术工艺、优质的产品品质、高效的产品交付能力、专业的客户服务等竞争优势先后成为金风科技、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，占国内风机集中润滑系统市场份额 40%以上，基本覆盖了国内销量排名前十的风机制造厂商。

目前，公司所生产风机集中润滑系统凭借其高质量的产品制造标准，已成为维斯塔斯、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。在工程机械、轨道交通等其他领域，公司凭借其高质量的产品和优质的客户服务逐渐切入中铁装备、卡特彼勒等

知名企业并与之展开合作。

表 1: 盘古智能供应商

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%	小批量供应
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%	小批量供应	运达股份	7.77%	批量供应
7	中车风电	5.90%	小批量供应	明阳智能	7.59%	
8	三一重能	5.70%	批量供应	恩德能源	6.85%	小批量供应
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%	小批量供应	东方电气	3.40%	批量供应
	合计	95.10%		合计	84.06%	

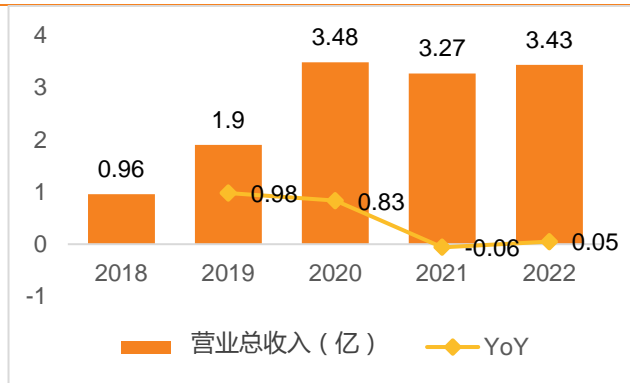
资料来源: 盘古智能招股书, 天风证券研究所

### 1.2. 集中润滑系统为营收主力

2020、2021、2022 营收维持稳定。公司主要从事集中润滑系统及核心零部件的研发、生产与销售, 产品主要应用在风电领域。得益于风电机组零部件国产化机遇、风电抢装潮等行业发展特征以及公司在产品和客户上的开发开拓, 2020 年公司实现销售收入 3.48 亿元, 较上年同比增长 83%, 呈快速发展趋势; 2021 年受国内风电抢装潮结束影响, 公司营业收入下降为 3.27 亿元, 同比下降 6.18%, 2022 年公司营业收入较上年同期上涨 5.14%。2023 年上半年润滑板块收入大约实现 1.6 亿元, 同比增长 37%; 液压板块收入约 2500 万, 同比增长 62%。

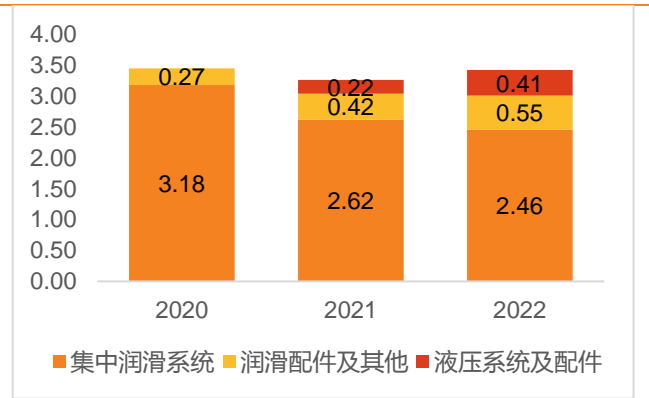
分业务看, 集中润滑系统系公司业务基本盘, 润滑配件、液压系统配件等业务收入占比在过去三年逐年提升。

图 3: 营业总收入及增速



资料来源: wind, 盘古智能招股书, 天风证券研究所

图 4: 各项业务营收情况 (亿元)



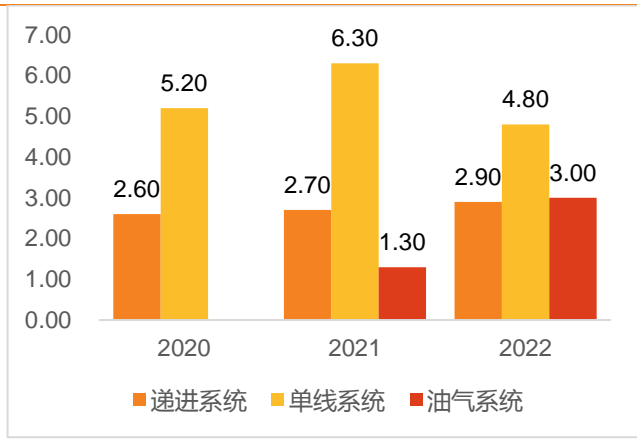
资料来源: 盘古智能招股书, 天风证券研究所

成本端看, 单线系统由于更加稳定, 因此成本更高。递进系统成本和油气系统成本逐年增加, 单线系统在 2021 年达到峰值, 后有大幅降低。

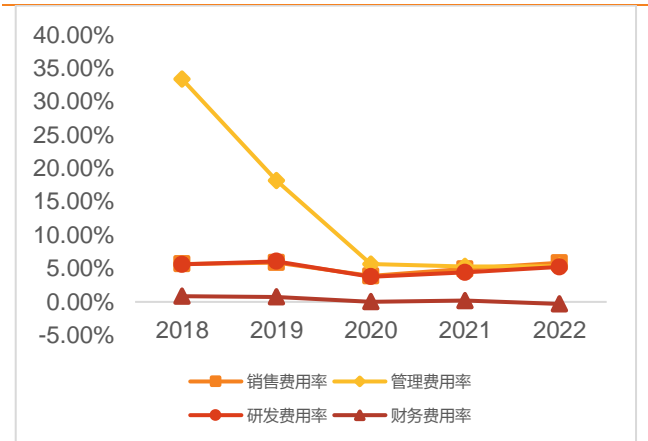
销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率呈下降趋势, 近年来已趋近于稳定。

图 5: 分产品单位成本 (千元/套)

图 6: 2018-2022 年费用率



资料来源: wind, 盘古智能招股书, 天风证券研究所

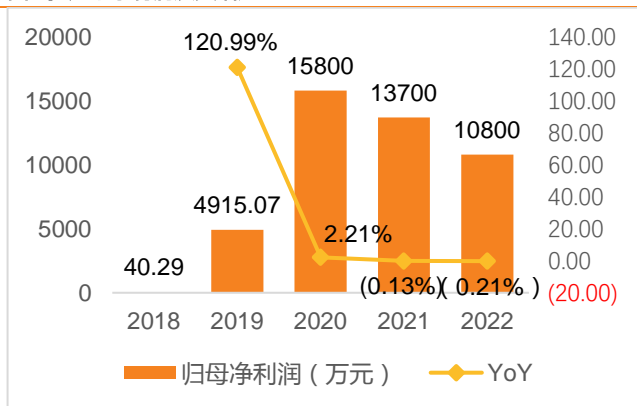


资料来源: wind, 盘古智能招股书, 天风证券研究所

2019、2020 年归母净利润大幅上涨, 主要由于国内风电“抢装潮”带动了行业过去 2 年的高速发展, 2020 年国内新增风电装机容量达 52GW, 为我国历年风电新增装机容量最高值。2021、2022 年利润小幅下降, 主要受 2020 年底补贴结束以及钢材等上游原价格上涨等因素影响。2021 年以陆上风电为主的远景能源、三一重能及中国海装等公司客户的销售收入有所下降, 主要由于市场饱和和对集中润滑系统的采购需求有所放缓。

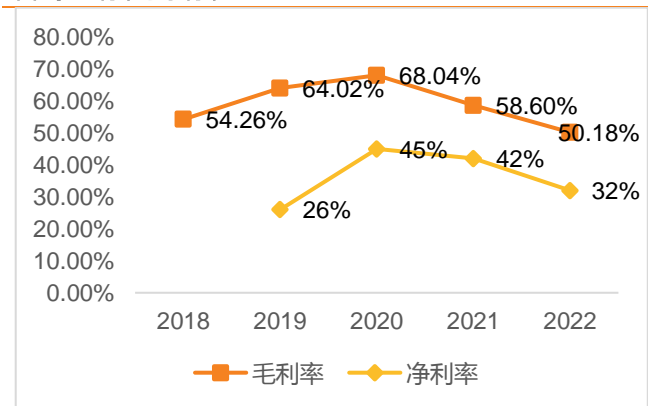
毛利率稳定在 50%以上, 净利率波动较大。由于叠加抢装潮后相同规格的润滑系统的销售价格呈现不同程度的下降 (尤其是小功率存续机型降价明显)、液压系统处于导入期、毛利率水平较低等因素, 2021/2022 年公司销售毛利率呈下降趋势。受风电平价上网、国家补贴政策退出、整机厂降本增效、市场供求关系等因素影响, 净利率波动幅度较大, 但基本维持在 30%水平之上。

图 7: 归母净利润及其增速



资料来源: wind, 盘古智能招股书, 天风证券研究所

图 8: 毛利率与净利率



资料来源: wind, 盘古智能招股书, 天风证券研究所

## 2. 公司核心看点

### 2.1. 风机润滑系统、液压系统的国产替代者

2015 年前, 风机集中润滑市场被由斯凯孚、贝卡为主的外资企业主导, 2015 年之后, 盘古智能通过自身的技术优势, 逐步实现国产替代。

#### 2.1.1. 下游风机市场潜力大

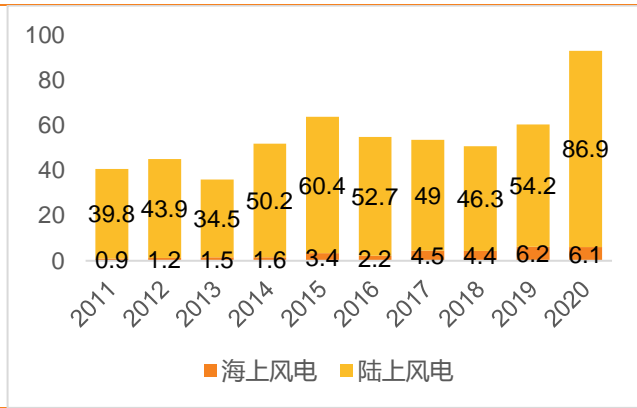
近几年风机市场增速快。据全球风能理事会 (GWEC) 发布的《2021 年全球风电发展报告》, 全球市场 2020 年新增装机 93.0GW, 累计装机容量达到 742GW。其中, 陆上风电新增装机容量 86.9GW, 海上风电新增 6.1GW。

据《2022 年全球风电发展报告》, 全球市场 2021 年新增风电装机 93.6GW, 全球风电累计装机容量达到 837GW, 同比增长 12.8%。

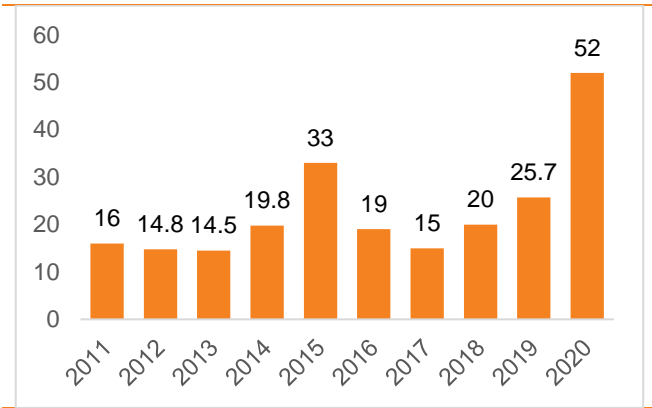
图 9: 2011-2020 年全球新增风电装机统计图 (GW)

图 10: 2011-2020 年全国新增风电装机统计图 (GW)





资料来源：盘古智能招股书，天风证券研究所



资料来源：盘古智能招股书，天风证券研究所

1) 风电润滑系统属于风机标配，当年新装风机为延长使用周期一般都配备润滑系统。单机配套的集中润滑系统价值量约为 3-4 万元，我们假设未来风电润滑系统产品综合单价保持相对稳定为 4 万元。

2) 我们假设 2023/2024 国内陆上风电新增装机为 55/60GW，海上新增为 6/12GW。

3) 按照 CWEA 披露数据，2022 年，陆上风电新增装机平均容量为 4.3GW，海上风电新增装机平均容量为 7.4GW。随着风机大型化时代到来，我们预测之后国内的陆上风电单机容量 6-8MW，海上风电单机容量 8-12MW。根据新增装机量与预测润滑系统单价，我们测算对应中国平均每年新增市场风电润滑系统市场空间将在 3-4 亿元。

表 2：中国润滑系统市场规模预测

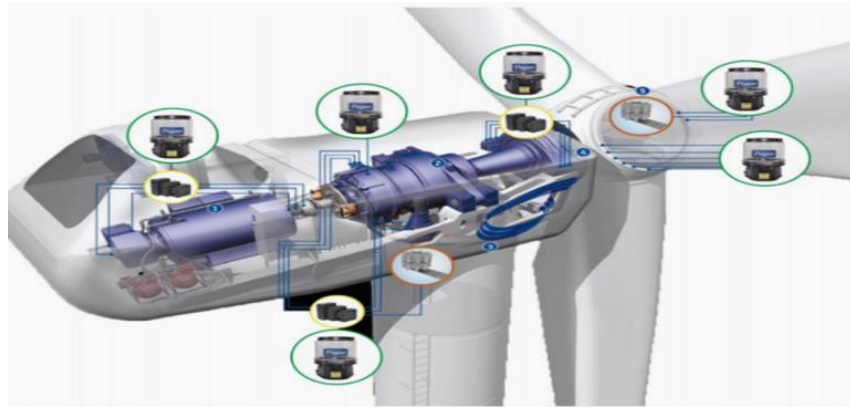
	2022	2023E	2024E
中国陆上风电新增装机规模 (GW)	33.5	55	60
YOY	9%	64%	9%
中国海上风电新增装机规模 (GW)	3	6	12
YOY	-82%	20%	50%
中国单机装机容量-陆上 (MW)	4.3	7	7.5
中国单机装机容量-海上 (MW)	7.4	8.7	10
对应新增风机台数-陆上 (台)		7857	8000
对应新增风机台数-海上 (台)		690	1200
合计新增风机台数 (台)		8547	9200
集中润滑系统 (万元/套)	4	4	4
新增集中润滑系统市场 (亿元)		3.42	3.68

资料来源：国家能源局，wind，天风证券研究所

### 2.1.2. 集中润滑系统技术突破，产品质量趋近于国际品牌

公司在风机集中润滑领域形成较强的行业竞争力，具备较高领先水平。集中润滑系统产品的开发涉及工程结构学、材料学、工业自动化等多种交叉型学科，公司已具备覆盖上述学科领域的研发和生产团队，可以将科学理论和实践经验综合应用。公司依托其研发和生产团队建立了一套完备的集中润滑系统测试体系，可对其生产的集中润滑系统零部件精密程度、产品性能等指标进行深度检测，积累了丰富有效的产品检测数据，提高了公司集中润滑系统的产品质量和生产效率。

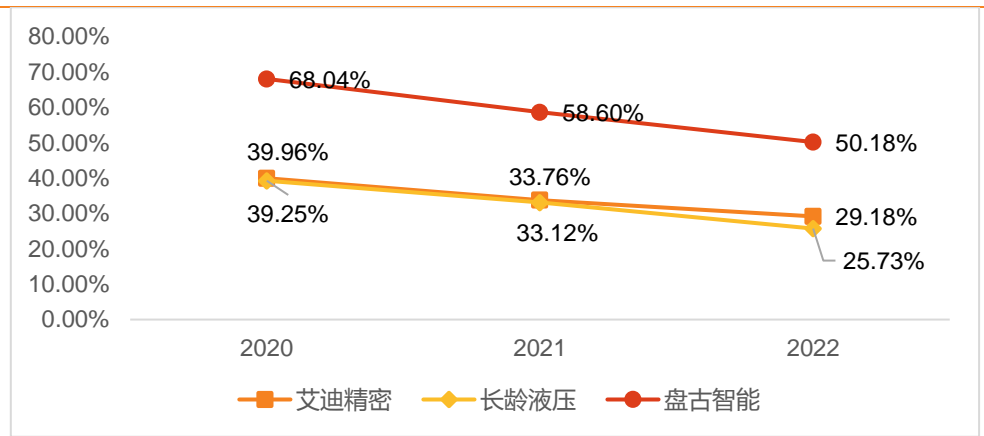
图 11：高压泵零部件结构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.1.3. 产品附加值高

图 12：可比公司综合毛利率对比



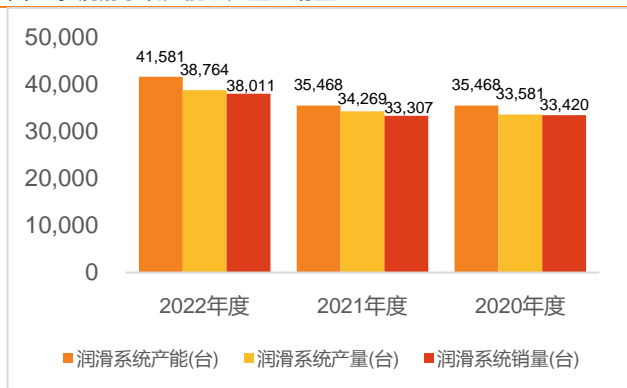
资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率显著高于国际同类公司，产品附加值高。盘古智能在 20/21/22 年毛利率依次为 68.04%/58.60%/50.18%，远高于可比公司约 20%-30%。

### 2.1.4. 与产能相匹配的产品交付能力

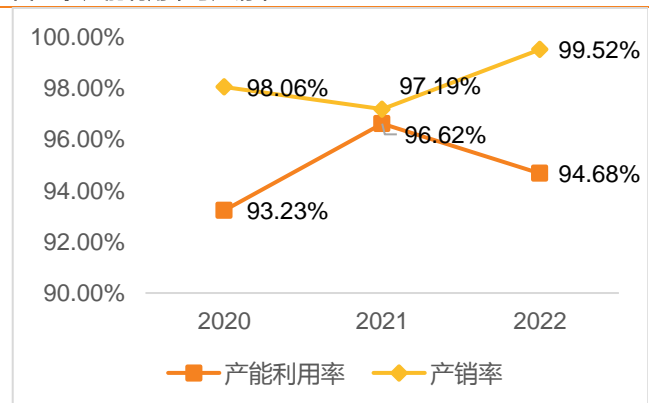
产能、产量、销量基本持平，产能利用率与产销率维持在 93%以上。

图 13：润滑系统产能、产量、销量



资料来源：盘古智能招股书，天风证券研究所

图 14：产能利用率与产销率



资料来源：盘古智能招股书，天风证券研究所

## 2.2. 第二增长曲线看风机液压变桨系统

盘古智能风机液压变桨系统在知名公司已经通过了台架测试，后续会进入挂机实验。目前我国尚无成熟的液压变桨系统制造企业，随着陆上、海上风机不断地朝着大型化发展，液压变桨系统产品需求量增加，市场前景广阔。

### 2.2.1. 依托精密加工能力切入风机液压系统市场



从技术上来看，风机润滑系统和液压系统一脉相承，核心都是基于液压原理，通过泵阀来实现流体控制。

从技术储备上看，公司自 2013 年生产出第一套自主研发的风机润滑系统，多年来积累丰富经验。于是公司在实现风机润滑系统的国产化导入后，2018 年起又成立了液压项目部，基于技术和客户积累致力于液压项目的开发与推广。

### 2.2.2. 液压变桨系统市场潜力大

1) 2020 年我国风电变桨系统市场均价在 50.55 万元/套，我们假设风机变桨系统单套价格在 50 万元，且风机变桨系统产品综合单价保持相对稳定。

2) 我们假设 2023/2024 年陆上风电新增装机为 55/60GW，海上新增为 6/12GW。根据新增装机量及风电变桨系统的价格假设，我们测算对应中国平均每年新增市场风电变桨系统市场空间将在 40-50 亿元。

国内目前风电变桨主流还是电变桨系统。相比于电变桨系统，液压变桨系统具有单位体积小、重量轻、动态响应好等优点，因此大型化趋势下，我们预计液压变桨凭借上述优势有望成为主流技术路线。我们对风电变桨新增市场规模进行测算，如下表所示，考虑到我们认为液压变桨有望成为主流路线，通过测算风电变桨系统的市场规模，可以反映风电液压变桨系统的潜在市场空间。

表 3：中国风电变桨系统市场规模预测

	2022	2023E	2024E
中国陆上风电新增装机规模 (GW)	33.5	55	60
YOY	9%	64%	9%
中国海上风电新增装机规模 (GW)	3	6	12
YOY	-82%	20%	50%
中国单机装机容量-陆上 (MW)	5.5	7	7.5
中国单机装机容量-海上 (MW)	7.6	8.7	10
对应新增风机台数-陆上 (台)		7857	8000
对应新增风机台数-海上 (台)		690	1200
合计新增风机台数 (台)		8547	9200
风电变桨系统 (万元/套)	50	50	50
新增风电变桨系统市场 (亿元)		42.73	46.00

资料来源：国家能源局，wind，天风证券研究所

### 2.2.3. 持续推进液压变桨系统发展

表 4：目前募投项目进展

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	用途
1	盘古润滑·液压系统青岛智造中心二期扩产项目	40,000.00	40,000.00	主要扩产产品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，生产线投入使用后将提高主要产品的产能和生产环境。
2	盘古智能(上海)技术研发中心项目	10,000.00	10,000.00	为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良好的研发环境和技术条件。

资料来源：盘古智能招股书，天风证券研究所

公司对风机变桨液压系统的关键技术进行持续研发。公司开发的风机液压变桨系统已完成台架实验，将在某知名公司进行挂机实验。

国内中高端液压部件长期依赖进口，公司有望打破风机液压系统被博世力士乐等少数液压生产企业垄断的局面，实现进口替代。

### 2.2.4. 润滑液压系统具备跨行业拓展潜力

为进一步布局未来企业业绩增长点，公司逐步开拓工程机械、轨道交通、工业机床、盾构机等应用领域，已储备开发了雷沃重工、卡特彼勒、高测股份、中铁装备等非风电领域优质客户。

工程机械部分客户已实现小批量供货和批量供货，2022 年实现营收 2797 万元；轨道交通已通过产品测试，有望实现进口替代；盾构机润滑系统小批量在盾构设备上投入使用。

### 3. 盈利预测及投资建议

#### 3.1. 盈利预测

目前公司风机润滑系统和液压站仍处国产替代过程中，市场份额持续提升，订单快速增长。

同时，公司募投项目二期扩产项目达产后可新增年产润滑系统 2.85 万套，较目前的年产约 4.1 万套集中润滑系统产能提升近 70%。参考行业需求情况和公司产能情况，2023/2024/2025 年集中润滑系统出货量为 4.8/5.6/6.4 万套。基于我们对集中润滑系统成本与售价预期，预计集中润滑系统毛利率 53%/53%/53%。

预计 2023/2024/2025 年公司液压系统收入 1.03/1.93/3.50 亿元，润滑配件收入 0.7/0.9/1.0 亿元，其他业务收入 0.01/0.01/0.01 亿元。

基于公司订单情况及风机液压变桨系统验证进展，预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润 1.5/2/2.6 亿元，EPS 为 1.02/1.35/1.76 元/股。

图 15：2023-2025 年盘古智能分产品盈利预测

盘古智能	301456.SZ	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
收入	亿元	3.48	3.27	3.43	4.86	6.50	8.66
成本	亿元	1.11	1.35	1.71	2.53	3.39	4.57
毛利率	%	68.04%	58.60%	50.18%	48.05%	47.77%	47.22%
归母净利润	亿元	1.58	1.37	1.08	1.51	2.00	2.62
<b>集中润滑系统</b>							
国内客户收入	亿元			1.97	2.66	3.01	3.31
海外客户收入	亿元			0.49	0.45	0.65	0.84
收入	亿元	3.18	2.62	2.46	3.12	3.66	4.15
成本	亿元	0.96	0.96	1.15	1.47	1.72	1.95
毛利率	%	69.95%	63.30%	53.36%	53.00%	53.00%	53.00%
<b>液压系统及设备元件</b>							
收入	亿元		0.22	0.41	1.03	1.93	3.50
成本	亿元		0.18	0.29	0.72	1.25	2.15
毛利率	%		18.69%	28.99%	30.00%	35.18%	38.57%
其中：液压站收入	亿元		0.22	0.41	1.03	1.43	2.00
成本	亿元				0.72	1.00	1.40
毛利率	%				30%	30%	30%
液压变桨系统收入	亿元					0.50	1.50
成本	亿元					0.25	0.75
毛利率	%					50%	50%
<b>精密加工件</b>							
收入	亿元	0.03	0.00				
成本	亿元	0.01	0.00				
毛利率	%	65.93%	70.00%				
<b>润滑配件及其他</b>							
收入	亿元	0.27	0.42	0.55	0.70	0.90	1.00
成本	亿元	0.15	0.21	0.27	0.34	0.42	0.47
毛利率	%	45.17%	49.52%	51.12%	52.00%	53.00%	53.00%
<b>其他业务</b>							
收入	亿元	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
成本	亿元	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：wind，盘古智能招股书，天风证券研究所

#### 3.2 投资建议

公司是集中润滑系统制造企业，考虑到公司未来液压变桨系统可获得更高盈利溢价，盈利潜力大；公司产能目前处于投产阶段，盈利释放需要时间，且公司投产初期增速较快。同时，用 PE 法与可比公司进行目标价预测。基于上述分析，首次覆盖给予其 2024 年 32 倍 PE，目标股价 43.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 5：盘古智能可比公司 PE 估值对比（截至 9 月 28 日，归母净利润为 wind 一致预期）

公司名称	代码	业务类型	市值/亿元	归母净利润 (亿元)			PE 估值水平		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
艾迪精密	603638.SH	液压部件	148.22	2.49	3.04	3.74	51.04	48.72	39.58
长龄液压	605389.SH	液压部件	38.38	1.27	1.75	2.19	33.48	21.93	17.53
振华重工	600320.SH	海上基础	147.39	3.72	5.47	8.33	29.39	34.2	22.44
均值							38.74	34.95	26.52

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 4. 风险提示

### 4.1. 抢装潮后经营业绩下滑

如果因政策、不可抗力等各类原因造成行业装机不达预期, 则对公司经营业务的市场空间增长有负面影响。

### 4.2. 下游风电行业政策调整风险

因未来风电项目审批、建设等时间进度存在较大的不确定性, 若未来风电建设项目批复时间滞后、风机制造厂商整体经营放缓、将导致公司所获订单减少, 存在业绩下滑的风险。

### 4.3. 客户集中度较高的风险

2023 年 7 月 23 日前, 公司前五大客户销售收入占比为 74.60%、66.24%和 57.86%, 主要客户为金风科技、远景能源、上海电气、东方电气、通用电气、三一重能等大型风机制造厂商。如果主要客户因风机市场回调、政策波动、自身经营状况等重大不利变化减少对公司集中润滑系统产品的采购, 将对公司经营业绩产生不利影响。

### 4.4. 测算具备主观性, 仅供参考

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	98.54	130.07	1,574.31	1,599.63	1,662.56
应收票据及应收账款	249.51	262.49	362.31	484.27	645.75
预付账款	9.57	7.82	17.85	16.65	29.84
存货	52.46	73.24	105.22	141.38	190.52
其他	71.18	129.81	130.33	130.86	131.72
<b>流动资产合计</b>	<b>481.27</b>	<b>603.43</b>	<b>2,190.02</b>	<b>2,372.78</b>	<b>2,660.39</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	114.92	145.64	149.11	178.38	190.78
在建工程	11.87	2.56	12.56	22.56	32.56
无形资产	41.65	40.63	40.03	39.44	38.84
其他	6.66	8.50	8.41	8.33	8.24
<b>非流动资产合计</b>	<b>175.10</b>	<b>197.32</b>	<b>210.12</b>	<b>248.71</b>	<b>270.42</b>
<b>资产总计</b>	<b>656.36</b>	<b>800.75</b>	<b>2,400.13</b>	<b>2,621.48</b>	<b>2,930.81</b>
短期借款	0.00	0.35	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	42.41	71.82	96.77	129.75	175.51
其他	27.41	29.66	32.81	33.52	35.29
<b>流动负债合计</b>	<b>69.82</b>	<b>101.83</b>	<b>129.58</b>	<b>163.28</b>	<b>210.80</b>
长期借款	0.00	0.00	12.43	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.26	7.06	7.06	7.06	7.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.26</b>	<b>7.06</b>	<b>19.49</b>	<b>7.06</b>	<b>7.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>74.73</b>	<b>110.88</b>	<b>149.07</b>	<b>170.34</b>	<b>217.86</b>
少数股东权益	0.62	0.61	0.61	0.61	0.61
股本	111.43	111.43	148.58	148.58	148.58
资本公积	281.05	281.05	1,654.12	1,654.12	1,654.12
留存收益	188.53	296.77	447.75	647.83	909.63
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>581.63</b>	<b>689.87</b>	<b>2,251.06</b>	<b>2,451.15</b>	<b>2,712.95</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>656.36</b>	<b>800.75</b>	<b>2,400.13</b>	<b>2,621.48</b>	<b>2,930.81</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	136.97	108.23	150.98	200.08	261.80
折旧摊销	10.97	14.58	17.12	19.53	21.18
财务费用	0.26	(0.22)	1.00	1.00	1.00
投资损失	(1.44)	(2.42)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(109.12)	68.72	(116.16)	(123.66)	(177.08)
其它	15.17	(35.86)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>52.81</b>	<b>153.04</b>	<b>51.94</b>	<b>95.96</b>	<b>105.90</b>
资本支出	79.31	31.08	30.00	58.20	42.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(61.69)	(195.82)	(59.00)	(115.41)	(84.95)
<b>投资活动现金流</b>	<b>17.62</b>	<b>(164.75)</b>	<b>(29.00)</b>	<b>(57.20)</b>	<b>(41.98)</b>
债权融资	(0.67)	1.40	11.08	(13.43)	(1.00)
股权融资	0.00	0.00	1,410.21	0.00	0.00
其他	(0.31)	(2.00)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(0.98)</b>	<b>(0.60)</b>	<b>1,421.30</b>	<b>(13.43)</b>	<b>(1.00)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>69.44</b>	<b>(12.31)</b>	<b>1,444.24</b>	<b>25.32</b>	<b>62.93</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>326.63</b>	<b>343.43</b>	<b>486.06</b>	<b>649.66</b>	<b>866.30</b>
营业成本	135.22	171.10	252.52	339.31	457.26
营业税金及附加	3.44	3.41	3.89	5.20	6.93
销售费用	16.14	20.11	24.30	32.48	43.31
管理费用	17.33	18.37	20.41	26.64	35.52
研发费用	14.45	17.96	19.44	25.99	34.65
财务费用	0.67	(1.05)	1.00	1.00	1.00
资产/信用减值损失	0.37	(1.76)	(0.28)	(0.28)	(0.28)
公允价值变动收益	0.00	0.53	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.44	2.42	1.00	1.00	1.00
其他	(18.79)	(6.98)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>156.34</b>	<b>119.33</b>	<b>165.20</b>	<b>219.77</b>	<b>288.34</b>
营业外收入	2.63	2.60	2.60	2.60	2.60
营业外支出	0.08	0.05	0.05	0.05	0.05
<b>利润总额</b>	<b>158.89</b>	<b>121.88</b>	<b>167.75</b>	<b>222.32</b>	<b>290.89</b>
所得税	21.93	13.64	16.78	22.23	29.09
<b>净利润</b>	<b>136.97</b>	<b>108.23</b>	<b>150.98</b>	<b>200.08</b>	<b>261.80</b>
少数股东损益	(0.24)	(0.01)	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>137.20</b>	<b>108.24</b>	<b>150.98</b>	<b>200.08</b>	<b>261.80</b>
每股收益(元)	0.92	0.73	1.02	1.35	1.76

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-6.18%	5.14%	41.53%	33.66%	33.35%
营业利润	-15.30%	-23.68%	38.45%	33.03%	31.20%
归属于母公司净利润	-13.04%	-21.11%	39.48%	32.53%	30.85%
<b>获利能力</b>					
毛利率	58.60%	50.18%	48.05%	47.77%	47.22%
净利率	42.01%	31.52%	31.06%	30.80%	30.22%
ROE	23.61%	15.70%	6.71%	8.16%	9.65%
ROIC	34.67%	22.05%	32.65%	33.83%	34.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	11.39%	13.85%	6.21%	6.50%	7.43%
净负债率	-16.94%	-18.80%	-69.38%	-65.26%	-61.28%
流动比率	6.73	5.81	16.90	14.53	12.62
速动比率	6.00	5.11	16.09	13.67	11.72
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.25	1.34	1.56	1.53	1.53
存货周转率	6.67	5.46	5.45	5.27	5.22
总资产周转率	0.54	0.47	0.30	0.26	0.31
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.92	0.73	1.02	1.35	1.76
每股经营现金流	0.36	1.03	0.35	0.65	0.71
每股净资产	3.91	4.64	15.15	16.49	18.25
<b>估值比率</b>					
市盈率	41.04	52.02	37.30	28.14	21.51
市净率	9.69	8.17	2.50	2.30	2.08
EV/EBITDA	0.00	0.00	21.58	16.32	12.43
EV/EBIT	0.00	0.00	23.79	17.76	13.34

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com