

# 苏轴股份（430418）

## 国内滚针轴承龙头，国产替代加速推进

### 买入（首次）

2024年01月01日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031

qianyant@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	563	709	882	1,090
同比	6%	26%	24%	24%
归属母公司净利润（百万元）	84	117	149	190
同比	32%	39%	28%	28%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.87	1.21	1.54	1.97
P/E（现价&最新股本摊薄）	29.64	21.27	16.67	13.04

关键词：#第二曲线

#### ■ 苏轴股份：国内滚针轴承行业龙头：

公司主要从事滚针轴承及滚动体的研发、生产和销售，2017-2020年滚针轴承产量国内第一，为细分领域龙头企业。公司产品广泛应用于汽车零部件，同时还应用于工业自动化、高端装备、机器人、工程机械、减速机、液压传动系统、家用电器、电动工具、纺机、农林机械、国防等领域，主要客户包括博世、博格华纳、采埃孚、蒂森克虏伯、华域汽车、丹佛斯和纳铁福等国内外知名汽零及工程机械企业。公司股权结构集中，实控人为苏州市国资委。

近年来公司营业收入整体稳健增长，2017-2022年CGAR达10.46%，其中滚针轴承产品为主要收入来源，2022年收入占比达88%。盈利能力方面，2020-2021年受人民币升值&原材料价格上涨影响，短期盈利能力承压，2022年以来重返上升通道。费用端管控有效，近年期间费用率逐年下降。

#### ■ 轴承行业：市场空间广阔，竞争格局分散：

1) **市场空间**：汽车行业是轴承最主要的应用领域，随着下游汽车行业回暖及新能源汽车销量迅速增长，预计2020-2025年国内轴承行业将保持3%-6%的复合增速。

2) **竞争格局**：全球市场格局集中，主要被八大跨国轴承集团占据；国内市场格局分散，2022年CR2不足10%。未来行业竞争将从产品价格的单一竞争逐渐进入以品牌、网络、服务、人才以及企业规模等多方面的综合水平的竞争，行业集中度将逐渐提高，以苏轴股份为代表的细分行业自主龙头有望通过国产替代及行业集中度提高而受益。

#### ■ 技术领先+客户资源优势，有望切入更广阔的机器人赛道：

1) **技术领先**：公司多项研发项目打破了国外公司的技术垄断，填补了国内相关领域的空白，国产替代加速推进。2) **客户资源优质**：公司客户资源丰富，新能源客户拓展卓有成效，现已有部分产品通过零部件制造商供应给特斯拉，用于新能源汽车的配套。

2) **切入机器人赛道**：公司作为国产老牌轴承企业，产品系列齐全，机器人减速机用滚针轴承也有覆盖。过去汽车领域市场较好，公司将业务重心集中于汽车领域，但随着机器人行业的蓬勃发展，以及公司产能爬升，公司开始发力机器人领域，有望打造公司第二成长曲线

■ **盈利预测与投资评级**：考虑到公司未来成长性，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.2/1.5/1.9亿元，当前股价对应动态PE分别为21/17/13倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示**：乘用车销量不及预期，原材料价格上涨超预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	26.31
一年最低/最高价	9.32/29.10
市净率(倍)	3.78
流通 A 股市值(百万元)	1,382.01
总市值(百万元)	2,544.70

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.96
资产负债率(% ,LF)	14.51
总股本(百万股)	96.72
流通 A 股(百万股)	52.53

#### 相关研究

## 内容目录

1. 苏轴股份：滚针轴承行业国产龙头 .....	4
1.1. 深耕滚针轴承行业的国产龙头 .....	4
1.2. 股权结构集中，员工持股计划绑定核心团队 .....	4
1.3. 营收&利润逐步回升，费用管控卓有成效 .....	5
2. 轴承行业：竞争格局分散，市场空间广阔 .....	7
2.1. 轴承是现代机械设备中的重要零部件 .....	7
2.2. 下游需求提升带动行业空间增长 .....	8
2.3. 全球轴承行业市场集中度高，国内竞争格局分散 .....	10
3. 技术领先+客户资源优质，有望切入更广阔的机器人赛道 .....	10
3.1. 技术突破：研发实力强劲，有望打破国外垄断 .....	10
3.2. 客户资源丰富，业务覆盖全球主要地区 .....	13
3.3. 发力自动化&机器人领域，有望打开公司长期成长空间 .....	13
4. 盈利预测及投资建议 .....	14
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 9 月) .....	4
图 3: 公司主要产品及上下游情况.....	5
图 4: 近年来公司营业收入整体保持稳健增长.....	6
图 5: 轴承产品为公司主要营收来源.....	6
图 6: 2022 年以来归母净利润重回上升通道.....	6
图 7: 2021 年以来公司盈利能力逐步回升.....	6
图 8: 钢铁价格走势.....	7
图 9: 人民币兑美元即期汇率.....	7
图 10: 近年来公司期间费用率.....	7
图 11: 近年来公司各项费用率.....	7
图 12: 轴承分类情况.....	8
图 13: 国内轴承行业营业收入及 YOY.....	8
图 14: 中国轴承工业协会“十四五”发展目标.....	8
图 15: 轴承产品主要应用领域占比(2022 年-销量口径).....	9
图 16: 国内汽车产量及 YOY.....	9
图 17: 国内汽车销量及 YOY.....	9
图 18: 国内轴承行业主要参与者.....	10
图 19: 国内轴承行业竞争格局 (2022 年) .....	10
图 20: 公司与可比公司研发人员占比比较.....	11
图 21: 公司与可比公司研发费用率比较.....	11
图 22: 公司国内客户分布.....	13
图 23: 公司海外客户分布.....	13
图 24: 公司产品覆盖机器人减速机轴承.....	13
表 1: 员工持股计划参加对象情况.....	5
表 2: 公司核心技术介绍.....	11
表 3: 公司研发项目情况.....	12
表 4: 公司分业务收入预测 (百万元) .....	14
表 5: 可比公司估值 (截至 2023/12/28 收盘价) .....	15

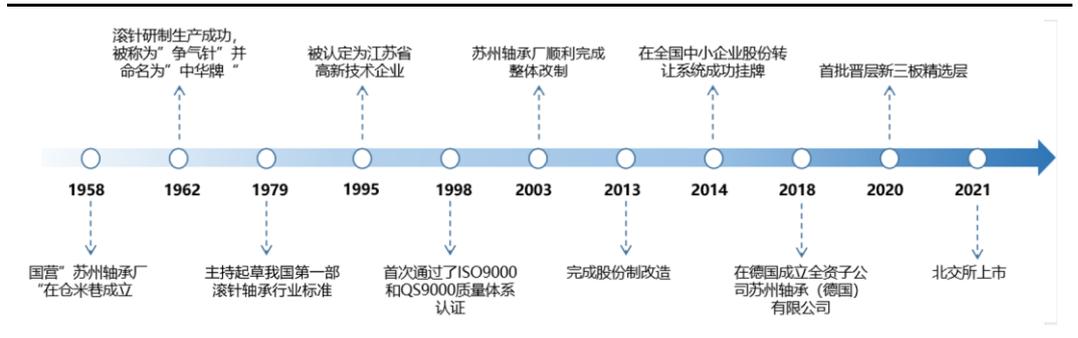
## 1. 苏轴股份：滚针轴承行业国产龙头

### 1.1. 深耕滚针轴承行业的国产龙头

公司是国内滚针轴承行业的龙头供应商。公司的主营业务为滚针轴承及滚动体的研发、生产和销售，产品广泛应用于汽车及零部件的转向系统、制动系统、扭矩管理系统、主动安全系统、智能座椅系统、电驱系统、发动机系统、变速箱和空调压缩机等重要总成，同时还应用于工业自动化、高端装备、机器人、工程机械、减速机、液压传动系统、家用电器、电动工具、纺机、农林机械、国防等领域。

深耕主业六十余载，为滚针轴承细分行业龙头企业。公司前身为苏州轴承厂，最早成立于 1958 年，成立六十余年来一直专注于滚针轴承行业，具有丰富的制造经验和深厚的技术积累。根据中国轴承工业协会的统计数据，2017 年至 2020 年，公司生产的滚针轴承产量在轴承行业同类产品中排名第一，为滚针轴承细分行业龙头企业。

图1：公司发展历程

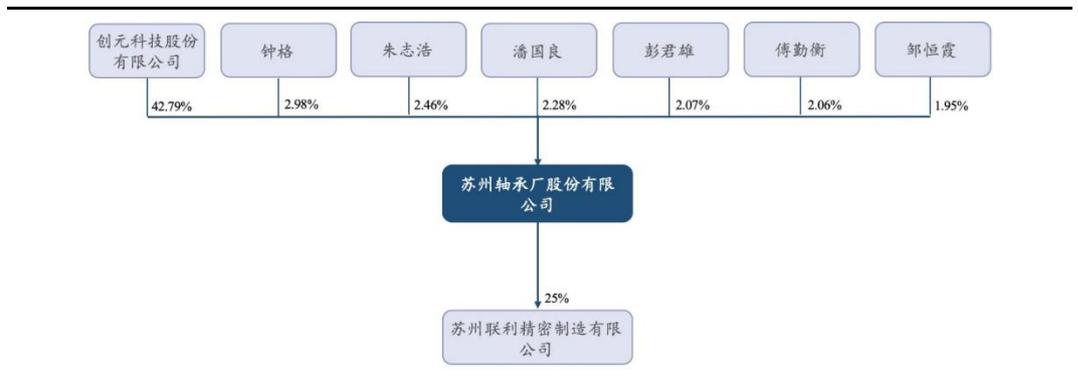


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.2. 股权结构集中，员工持股计划绑定核心团队

公司股权结构集中，苏州市国资委为实际控制人。截至 2023 年 9 月，创元科技持有公司 42.79%的股权，为公司第一大股东；苏州市国资委通过创元集团和创元科技间接控股公司，为公司实际控制人。

图2：公司股权结构（截至 2023 年 9 月）



数据来源：公司公告，爱企查，东吴证券研究所

**员工持股计划两次延期，彰显核心团队经营信心。**为激励和留住核心人才，2015年公司宣布实施股权激励计划，向高级管理人员和核心员工派发股票 230 万股，每股面值 10 元，存续期至 2019 年 11 月。2019 年 9 月、2021 年 8 月持有人会议两次决定延长存续期至 2024 年 11 月，体现出公司高管和核心员工对公司经营状况的信心。

表1: 员工持股计划参加对象情况

员工分类	拟持有持股计划的份额（万份）	占持股计划总份额比例
高级管理人员	136	59.13%
核心员工	94	40.87%
合计	230	100%

数据来源：盖世汽车，东吴证券研究所

**公司产品主要包括各类滚针轴承及滚动体。**其中滚针轴承又可细分为向心滚针轴承、推力滚针轴承、滚轮滚针轴承、单向轴承、圆柱滚子轴承五大类；滚动体是滚针轴承的核心元件，负责将相对运动零件表面间的滑动摩擦改为滚动摩擦，提高轴承使用性能，主要包括圆柱滚子、滚针等。

**产品应用场景广泛。**公司产品被广泛应用于汽车变速箱、发动机、分动器等动力总成系统、新能源车电驱系统、转向系统、制动系统、传动轴系统、空调压缩机等汽车领域，同时还为工程机械、减速机、电动工具、家用电器和国防工业等行业配套。

图3: 公司主要产品及上下游情况



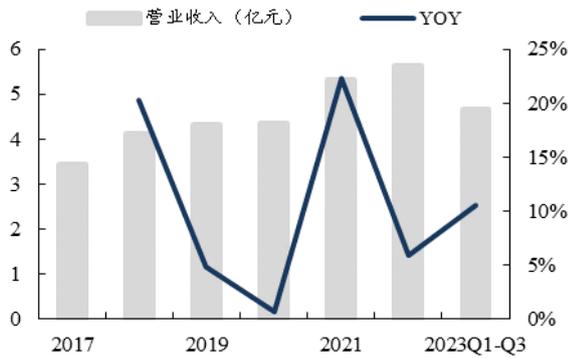
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 营收&利润逐步回升，费用管控卓有成效

公司营收规模整体保持稳健增长。公司近年来营业收入稳健增长，2017-2022 年营

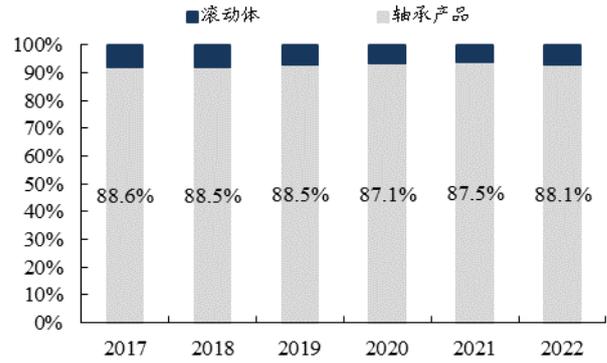
收 CGAR 达 10.46%。2018-2020 年，在国内汽车市场不景气的大环境下，公司营收端仍保持逆势增长，主要系公司充分挖掘市场潜力，强化核心客户的培育，完善市场布局。2021 年以来，随着汽车行业的逐渐恢复，公司加快推进新产品、新客户的开拓，营收端加速增长，2023Q1-Q3 实现营业收入 4.66 亿元，同比+10.6%。**分业务看轴承产品为公司主要营收来源**，2022 年公司轴承类产品营收占比为 88%。

图4：近年来公司营业收入整体保持稳健增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：轴承产品为公司主要营收来源



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

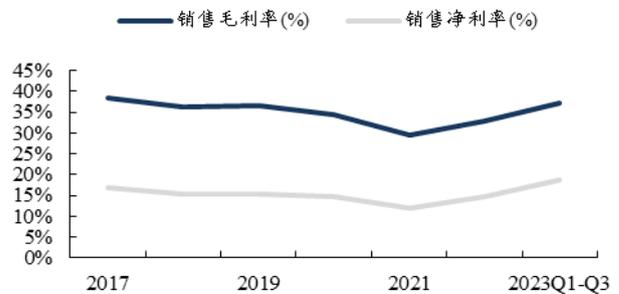
**利润端 2022 年以来归母净利润重回上升通道。**2020/2021 年公司归母净利润分别同比下滑 3.79%/0.99%，其中 2020 年主要系公司加大研发投入及人民币升值汇兑损失增加所致，2021 年主要系原材料成本大幅上涨所致。2022 年以来公司盈利规模重回上升通道，2022 年公司实现归母净利润 8371 万元，同比增长 32.49%，主要系公司成本控制有效、持续开展降本增效、扩能提速工作，产品毛利率上升、汇兑收益大幅增加及所得税税收优惠政策增加所致。**盈利能力触底回升。**2020-2021 年人民币升值叠加 2021 年原材料钢铁价格居高位，公司盈利能力下行，随着 2022 年来人民币贬值叠加钢铁价格高位回落，持续开展降本增效、扩能提速工作，公司盈利能力重返上升通道。

图6：2022 年以来归母净利润重回上升通道



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2021 年以来公司盈利能力逐步回升



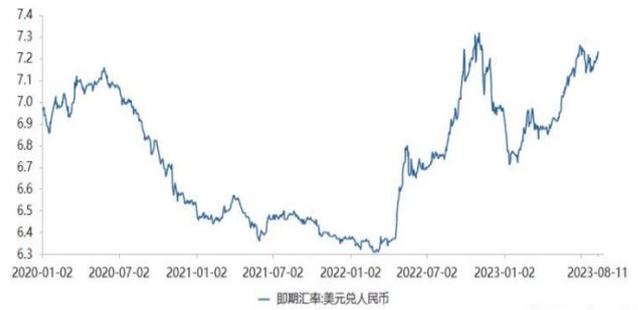
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8: 钢铁价格走势



数据来源: Choice 金融终端, 东吴证券研究所

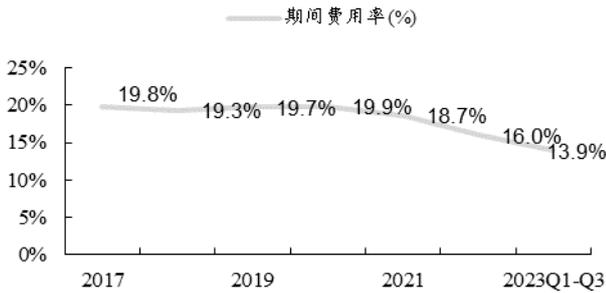
图9: 人民币兑美元即期汇率



数据来源: Choice 金融终端, 东吴证券研究所

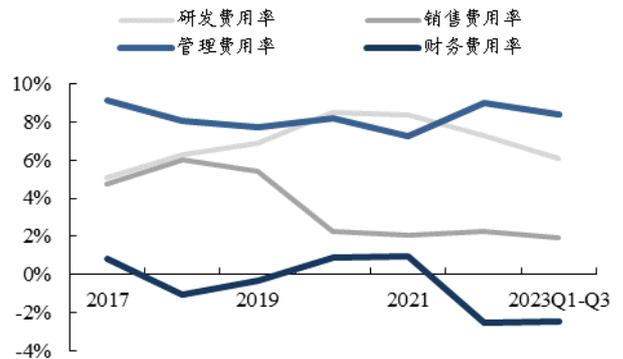
**费用管控有效, 期间费用率持续下降。**近年来公司以全面预算目标为导向, 以成本控制为手段, 持续开展降本增效, 期间费用率从2017年的19.77%持续降至2023Q1-Q3年的13.92%, 费用管控整体有效。

图10: 近年来公司期间费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 近年来公司各项费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

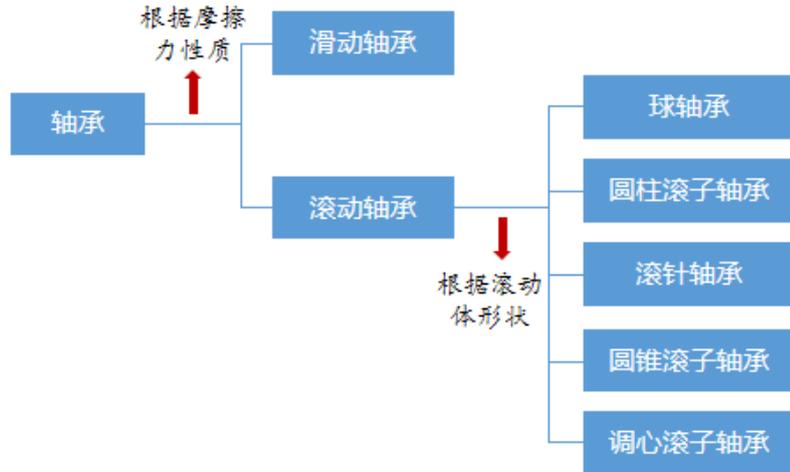
## 2. 轴承行业: 竞争格局分散, 市场空间广阔

### 2.1. 轴承是现代机械设备中的重要零部件

**轴承是现代机械设备中不可缺少的基础零部件。**轴承的主要功能是支撑旋转轴或其它运动体, 引导转动运动或移动运动并承受由轴或轴上零件传递而来的载荷。轴承是承载轴的零件, 被称为“机械的关节”, 对机械装备的性能、质量和可靠性都起到决定性影响, 广泛应用于汽车、家电、风力发电、矿产冶金、航空航天等工业生产和制造领域。

**根据结构中是否有滚动体, 轴承可分为滑动轴承和滚动轴承。**其中滑动轴承没有滚动体, 一般是由耐磨材料制成, 常用于低速, 轻载荷及维护困难的机械转动部位。滚动轴承设有滚动体, 将运转的轴与轴座之间的滑动摩擦变为滚动摩擦, 从而大幅减少摩擦损失, 主要用于高速、高精度的机械转动部位。根据滚动体形状的不同, 滚动轴承又可分为球轴承、圆柱滚子轴承、滚针轴承、圆锥滚子轴承、调心滚子轴承等类型。

图12: 轴承分类情况



数据来源: 百度百科, 东吴证券研究所

## 2.2. 下游需求提升带动行业空间增长

国内轴承行业市场空间广阔。轴承应用领域广泛, 业绩较下游汽车行业更具韧性, 除 2019 年因汽车行业下滑导致营收下降外, 各年度行业整体营收规模均保持持续稳定增长, 2016-2021 年 5 年间 CAGR 达 7.02%。根据中国轴承工业协会“十四五”发展规划, 预计 2025 年中国轴承行业业务收入规模将达 2237-2583 亿元, 2020-2025 年年均增速 3%-6%。

图13: 国内轴承行业营业收入及 YOY



数据来源: 中国轴承工业协会, 东吴证券研究所

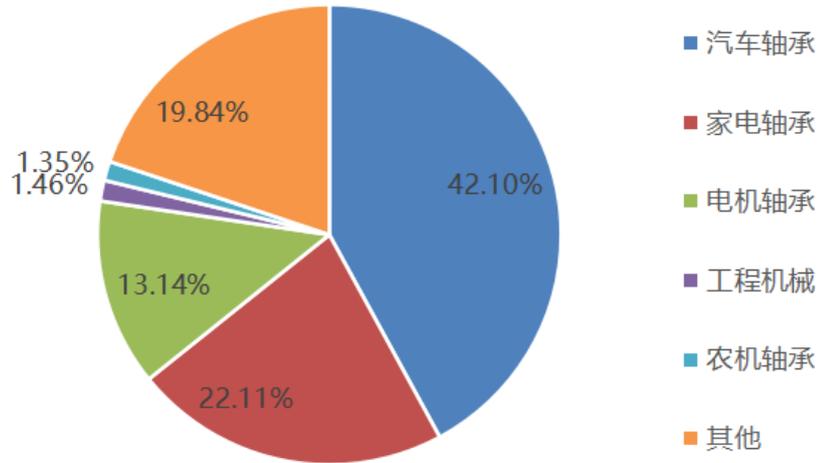
图14: 中国轴承工业协会“十四五”发展目标

序号	指标	2020 年达到	2025 年目标	年均递增
1	主营业务收入 (亿元)	1930	2237~2583	3%~6%
2	产量 (亿套)	198	224~253	2.5%~5%
3	工业增加值 (亿元)	446	553~640	4.4%~7.5%
4	工业增加值率 (%)	26	28	
5	利润 (亿元)	138	179	
6	材料利用率 (%)	68	70	
7	万元工业增加值能耗 (吨标煤)	0.27	0.22	
8	污染物排放		下降 10%	
9	研发经费占主营业务收入比重 (%)	1.5	2	

数据来源: 中国轴承工业协会, 东吴证券研究所

汽车行业是轴承最主要的下游应用领域。一辆汽车通常需要数十种不同的轴承安装在不同的转动部位, 依据安装的部位可以分为发动机轴承、传动系轴承、转向系轴承、空调机轴承等。根据智研咨询数据, 2022 年汽车轴承销量占到轴承需求总量的 42.1%, 为轴承产品最主要的应用领域。

图15: 轴承产品主要应用领域占比(2022年-销量口径)



数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

下游汽车行业回暖带动轴承需求增长。在经历 2018-2020 年连续三年下滑后, 中国汽车行业逐步回暖, 2021/2022 年汽车销量分别为 2627.5/2686.4 万辆, 同比增长 3.8%/2.1%, 产量分别为 2608.2/2702.1 万辆, 同比增长 3.4%/3.4%, 带动上游轴承需求逐步回升。

图16: 国内汽车产量及 YOY



数据来源: 中汽协, 东吴证券研究所

图17: 国内汽车销量及 YOY



数据来源: 中汽协, 东吴证券研究所

新能源汽车轴承单车价值量与传统燃油车相当。与传统燃油车相比, 新能源汽车取消了发动机和变速箱, 增加了三电系统及其他智能化配置, 根据五洲新春公告, 新能源汽车用轴承单车数量较传统燃油车单车数量减少 20 个左右, 但由于技术要求更高, 价格也略高, 估计新能源单车轴承价值总量与传统燃油车相当。

### 2.3. 全球轴承行业市场集中度高，国内竞争格局分散

全球主要轴承生产国主要为德国、美国、日本、瑞典和中国，主要玩家为八大跨国轴承集团公司，包括德国舍弗勒集团旗下的 INA 和 FAG、美国的铁姆肯 (TIMKEN)、日本的恩斯科 (NSK)、恩梯恩 (NTN)、光洋精工 (KOYO)、美蓓亚 (Minebea)、那智不二越 (Nachi)、瑞典的斯凯孚 (SKF) 等；其中，参与滚针轴承市场竞争的轴承集团包括德国舍弗勒集团旗下的 INA、美国的铁姆肯 (TIMKEN)、日本的恩斯科 (NSK)。同时，全球轴承行业的高端市场亦被上述八大跨国企业所垄断，而全球轴承中低端市场主要集中在中国。

**国内行业竞争格局分散。**按照 2021 年各企业的轴承产品产量划分，位于第一梯队的是人本股份和五洲新春，其产量超过了 1 亿套，其中人本股份产量为 17.56 亿套，五洲新春的产量为 4.68 亿套。位于第二梯队的是光洋股份、万向钱潮、襄阳轴承、瓦轴集团、龙溪股份，产量超过 1000 万套。位于第三梯队的则是产量不足 1000 万套的企业。根据智研咨询数据，2022 年我国轴承产量为 233 亿套，计算得我国轴承行业 CR2 不足 10%，CR7 仅 10.63%，市场呈现高度分散状态。

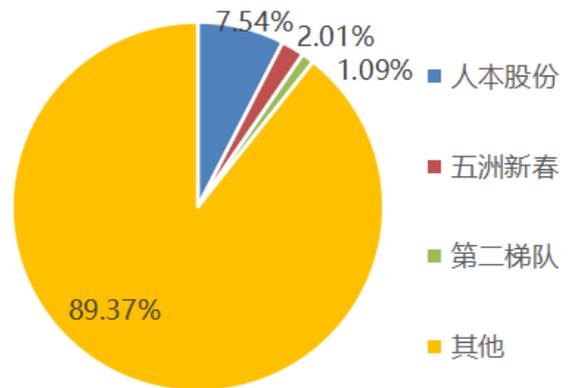
以苏轴股份为代表的细分领域自主龙头有望通过国产替代提升市场份额。在滚针轴承细分领域，未来行业竞争将从产品价格的单一竞争逐渐进入以品牌、网络、服务、人才、管理以及企业规模等多方面的综合水平的竞争，行业集中度将逐渐提高。国内轴承头部企业有望通过国产替代及行业集中度提升而受益。

图18: 国内轴承行业主要参与者



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图19: 国内轴承行业竞争格局 (2022 年)



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

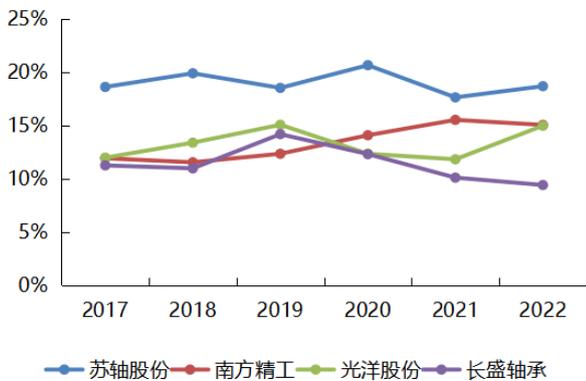
## 3. 技术领先+客户资源优质，有望切入更广阔的机器人赛道

### 3.1. 技术突破：研发实力强劲，有望打破国外垄断

公司研发人员占比及研发投入总体处于行业较高水平。选取同行业可比公司南方精

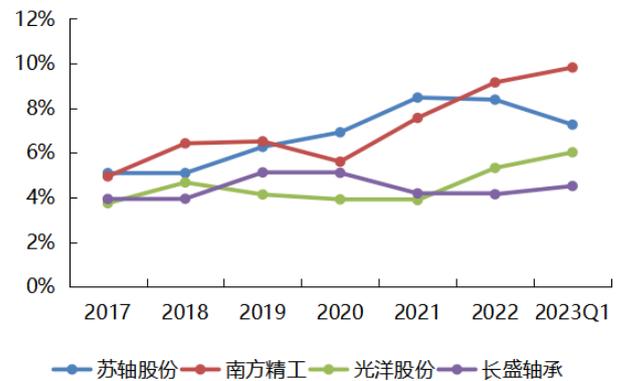
工、光洋股份、长盛轴承，可以看到公司研发人员占比行业领先，研发费用率略低于南方精工，但仍处于行业较高水平。

图20: 公司与可比公司研发人员占比比较



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图21: 公司与可比公司研发费用率比较



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

**核心技术储备丰厚, 具备一定的先进性。**公司产品使用的主要核心技术涉及轴承设计、轴承零件的加工、检测和试验等方面。公司经过独立自主的科研攻关, 已经掌握了从设计、生产、测试、实验等环节涉及到的各项核心技术, 有效提高了轴承产品的强度、精度、可靠性和使用寿命, 提升生产效率和产品良率, 缩短工艺流程, 降低生产成本, 并探索出多项产品试验考核方案, 构筑核心技术壁垒。

表2: 公司核心技术介绍

核心技术名称	技术先进性
滚针轴承保持架锁口成型技术	在每一个窗孔的内壁上用专用的模具压制滚针的行腔, <b>确保滚针的工作行腔的精度</b> 和窗孔对轴线的平行差, <b>降低了滚针的死针、漏针现象, 提高了轴承的旋转灵活性。</b>
冲压轴承冲压外圈新型专用凸模的设计方法	通过对冲压拉伸的凸模结构进行仿真、优化设计, 使用新结构的冲压凸模不仅 <b>强度高, 使用寿命长</b> , 而且零件 <b>容易加工</b>
冲压外圈翻边成型技术	轴承设计为整体淬火结构, 原翻边技术为车床或压力机 45 度及 90 度两道人工手动翻边, 不仅效率低而用产品质量不稳定。此技术实现了产品的全自动 45 度及 90 度翻边, <b>生产效率大幅上升, 产品不良率大幅下降。</b>
推力轴承润滑油流量试验测试技术	模拟汽车变速箱轴承的实际使用工况, 监控轴承在试验过程中的速度、温度以及流进轴承、流出轴承的润滑油流量, <b>解决轴承润滑油流量的试验技术问题</b>
滚动轴承疲劳寿命强化试验技术	模拟轴承在汽车传动系统内的使用条件, 冲击载荷和冲击频率由系统自动控制, 当出现偏差时并由系统自动补偿, 实现轴承在冲击载荷、低速摆动的轴承寿命试验的考核方法
平面推力轴承保持架的生产方法及其专用模具	利用模具在切料后形成中间过度形状, 进入堆积成形的办法实现推力保持架的最终成形, 将原 7 道工艺改为 2 道, 不仅解决了保持架转角变薄的问题, <b>提高了产品精度, 而且缩短了生产流程, 降低了制造成本</b>
冲压外圈偏心滚针轴承	轴承的内圈内径与轴承中心存在 0.8 至 1.2 的偏心量, 通过轴承的偏心量实现控制汽车车轮制动缸的油压, 减小制动力矩, 克服汽车紧急制动时的跑偏、侧滑、甩尾

	以及防止车身失控等意外情况的发生
轴承高、低温环境下的疲劳寿命测试技术	模拟轴承在汽车交变载荷、交变温度、交变速度下的使用条件，解决轴承在-40度至+150度下的寿命试验考核方案
新型滚子单向离合器轴承	轴承的闭锁楔形面由斜面设计改为偏心圆弧设计，闭锁角度变化小，不仅可传递大的扭矩，而且超越更顺畅、平滑，实现轴承 100 万次离合的 <b>高可靠性</b> 要求

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**多项研发项目成功完成，有望打破国外公司技术垄断。**公司研发项目众多，下游应用领域涵盖主动安全系统、智能转向系统、自动变速箱及全驱系统，顺应电动化+智能化的行业发展方向，多项研发项目有望打破国外公司技术垄断，实现国产替代。

**表3: 公司研发项目情况**

研发项目名称	所处阶段	拟达目标
电动汽车废弃循环系统用滚针轴承的研发	项目完成	<b>打破国外公司的技术垄断</b> ，形成具有国内自主知识产权的发动机用滚轮滚针轴承制造工艺
汽车自动变速箱及全驱系统推力组合轴承的研发	项目完成	<b>替代国外同类轴承的进口</b> ，填补国内空白
电动汽车转向系统用一种弹性滚针轴承的制造技术研究	项目完成	提高创新能力和设计制造技术水平，提升核心竞争力
SZ-2019-001	项目完成	<b>实现研制轴承的国产化替代</b>
汽车主动安全系统偏心轴承的研发	项目完成	<b>打破国外公司的技术垄断</b> ，形成自主知识产权
汽车智能转向系统半刚性复合轴承及冲压外圈滚针轴承的研发	项目完成	打破国外公司对该类型产品的技术垄断，填补国内在该领域的空白
汽车发动机平衡轴系统用滚针轴承的研发	进行中，待客户验证	<b>打破国外公司对该类型产品的技术垄断</b> ，填补国内在该领域的空白
汽车皮带轮用单向离合器轴承的研发	进行中，小批试制	提高创新能力和设计制造技术水平，形成自主知识产权
SZ-2020-001	小批试制	<b>实现研制轴承的国产化替代</b>
高速低摩擦圆柱滚子轴承设计方法研究	已完成，项目待验收	解决高速圆柱滚子轴承摩擦热引起的早期失效问题，延长该类轴承精度寿命
SZ-2021-001	正在进行中，产品已交付，试验中	<b>实现研制轴承的国产化替代</b>
汽车传动系统液力变矩器用滚针轴承的研发	开发样品中	形成产品专利和产品设计制造工艺方法，为项目产品的产业化生产打好基础
汽车自动变速箱高转速低能耗滚针轴承的研发	开发样品中	形成产品专利和产品设计制造工艺方法，为项目产品的产业化生产打好基础
高精度长寿命滚轮滚针轴承的研发	开发样品中	研制高精度长寿命滚轮滚针轴承，形成完整的设计和加工方法，拓展公司产品应用领域和范围

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 客户资源丰富，业务覆盖全球主要地区

客户资源丰富，新能源客户拓展卓有成效。公司主要客户包括博世、博格华纳、采埃孚、中国航空工业集团、麦格纳、蒂森克虏伯、华域汽车、丹佛斯和纳铁福等国内外知名汽零及工程机械企业。近年来，随着新能源汽车产业的发展，公司大力开拓新能源客户，现已有部分产品通过零部件制造商供应给特斯拉，用于新能源汽车的配套。

公司业务覆盖全球主要地区。其中，国内业务主要覆盖北方、华北及中南、西南地区，外贸业务以欧洲、北美、南美、亚太为主，并在德国设立了子公司，主要负责为欧洲市场现有客户提供服务和咨询并开拓新客户，同时为公司采购部分原材料。

图22: 公司国内客户分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23: 公司海外客户分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 发力自动化&机器人领域，有望打开公司长期成长空间

作为国产老牌轴承企业，公司产品种类丰富，覆盖自动化&机器人领域。尽管滚针轴承系公司拳头产品，但公司作为国产老牌轴承企业，产品系列齐全，机器人减速机用交叉滚子轴承也有覆盖。过去受制于产能不足，公司将业务重心集中于汽车领域，但随着工业机器人&未来人形机器人行业的蓬勃发展，以及公司产能爬升，公司开始发力自动化&机器人领域，有望打造公司第二成长曲线。

图24: 公司产品覆盖机器人减速机轴承



#### 机器人

交叉滚子系列轴承，具备高精度、低扭矩、长寿命、免维护等产品特性，满足机器人手臂关节高精度、长寿命等性能要求。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测及投资建议

##### 核心假设:

**(1) 轴承产品业务:** 受益于汽车&机器人行业的拓展, 公司轴承将迎来快速增长期。我们预计公司 2023-2025 年轴承产品业务营收分别为 6.35/8.00/10.01 亿元, 毛利率为 35%/35%/35%。

**(2) 滚动体业务:** 我们预计公司滚动体业务保持稳健增长, 2023-2025 年业务营收分别为 0.40/0.44/0.48 亿元, 毛利率为 46%/46%/46%。

##### 盈利预测:

基于上述假设, 我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 7.1/8.8/10.9 亿元, 综合毛利率分别为 34.2%/34.3%/34.4%。

表4: 公司分业务收入预测 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
轴承产品	496.3	635.3	800.4	1000.5
YOY	7%	28%	26%	25%
毛利率	34%	35%	35%	35%
滚动体	36.3	39.9	43.9	48.3
YOY	25%	10%	10%	10%
毛利率	46%	46%	46%	46%
其它	30.8	33.9	37.3	41.0
YOY	-17%	10%	10%	10%
毛利率	0.1%	5%	5%	5%
<b>营业收入合计</b>	<b>563.30</b>	<b>709.07</b>	<b>881.62</b>	<b>1,089.85</b>
YOY	5.9%	25.9%	24.3%	23.6%
综合毛利率	32.9%	34.2%	34.3%	34.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

公司为轴承行业龙头, 故我们选取国内轴承领域 2 家上市公司作为可比公司, 分别为光洋股份和长盛轴承。我们预计苏轴股份 2023-2025 年归母净利润分别为 1.2/1.5/1.9 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 21/17/13 倍。公司主业轴承产品业务稳定增长, 且有望切入更加广阔的机器人赛道, 同时 2023-2025 年估值低于行业平均水平, 故首次覆盖给予“买入”评级。

表5: 可比公司估值 (截至 2023/12/28 收盘价)

股票 代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300718.SZ	长盛轴承	18.3	55	2.45	3.06	3.91	22	18	14
002708.SZ	光洋股份	8.0	45	0.14	1.43	2.59	322	31	17
	平均						172	25	16
430418.BJ	苏轴股份	25.7	24.8	1.17	1.49	1.9	21	17	13

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 光洋股份/长盛轴承为 Wind 一致预期)

## 5. 风险提示

1) 下游乘用车销量不及预期。下游乘用车需求及销量复苏不及预期, 导致公司营收不及预期, 影响公司最终业绩。

2) 原材料价格上涨超出预期。公司产品主要原材料为钢材, 占营业成本比例超过 50%, 原材料价格波动将对公司采购价格产生一定影响, 进而影响到公司生产成本和利润。

3) 人民币升值幅度超出预期。公司出口业务营收占比达 40%, 若人民币大幅升值, 将对公司产品销售价格及汇兑损益造成不利影响, 影响公司最终业绩。

## 苏轴股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>421</b>	<b>545</b>	<b>704</b>	<b>947</b>	<b>营业总收入</b>	<b>563</b>	<b>709</b>	<b>882</b>	<b>1,090</b>
货币资金及交易性金融资产	152	181	280	397	营业成本(含金融类)	378	467	579	715
经营性应收款项	163	211	255	321	税金及附加	5	6	7	9
存货	106	153	169	229	销售费用	13	14	16	17
合同资产	0	0	0	0	管理费用	51	60	73	88
其他流动资产	1	0	0	0	研发费用	41	43	53	65
<b>非流动资产</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	财务费用	(14)	(5)	(5)	(8)
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	2	2	3	3
固定资产及使用权资产	193	193	193	193	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	62	62	62	62	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>91</b>	<b>127</b>	<b>162</b>	<b>207</b>
其他非流动资产	20	20	20	20	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>706</b>	<b>830</b>	<b>988</b>	<b>1,231</b>	<b>利润总额</b>	<b>91</b>	<b>127</b>	<b>162</b>	<b>207</b>
<b>流动负债</b>	<b>87</b>	<b>128</b>	<b>138</b>	<b>190</b>	减:所得税	7	10	13	17
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>84</b>	<b>117</b>	<b>149</b>	<b>190</b>
经营性应付款项	77	117	124	174	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2	2	3	4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>84</b>	<b>117</b>	<b>149</b>	<b>190</b>
其他流动负债	7	8	10	13	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.87	1.21	1.54	1.97
非流动负债	0	0	0	0	EBIT	76	122	155	197
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	104	122	155	197
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.87	34.19	34.28	34.36
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	14.86	16.45	16.88	17.46
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	5.87	25.87	24.33	23.62
<b>负债合计</b>	<b>87</b>	<b>128</b>	<b>138</b>	<b>190</b>	归母净利润增长率(%)	32.49	39.32	27.60	27.89
归属母公司股东权益	619	702	851	1,041					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>619</b>	<b>702</b>	<b>851</b>	<b>1,041</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>706</b>	<b>830</b>	<b>988</b>	<b>1,231</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	60	63	98	116	每股净资产(元)	6.40	7.26	8.79	10.76
投资活动现金流	(30)	1	1	1	最新发行在外股份(百万股)	97	97	97	97
筹资活动现金流	(24)	(34)	0	0	ROIC(%)	11.86	16.93	18.42	19.20
现金净增加额	19	30	99	117	ROE-摊薄(%)	13.52	16.62	17.50	18.28
折旧和摊销	28	0	0	0	资产负债率(%)	12.29	15.41	13.92	15.45
资本开支	(31)	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.64	21.27	16.67	13.04
营运资本变动	(39)	(53)	(50)	(74)	P/B(现价)	4.01	3.54	2.92	2.38

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>