

汽车与汽车零部件

报告日期：2024年1月22日

小而美的后市场龙头，有望受益新需求

——斯菱股份（301550.SZ）深度研究报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024年1月19日

当前价格（元）	39.61
52周价格区间（元）	39.6-62.88
总市值（百万）	4400
流通市值（百万）	1043.28
总股本（万股）	11000
流通股（万股）	2608.19
近一月换手（%）	100.92%

研究员：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzqgs.com

相关阅读

请认真阅读文后免责条款

摘要：

- 我们认为，理解斯菱股份的核心在于理解其稳定的高盈利水平。这需要回答两个问题：第一，公司稳定增长的高毛利率来自哪里？第二，公司能否维持该高毛利率水平？
- 第一，公司高毛利的基础是聚焦海外售后市场。海外售后（AM）市场与整机装配（OEM）市场客户不同，决定相应公司产线组织、订单获取和盈利模式均有较大差异，AM市场毛利率显著高于OEM市场。公司以海外市场起家，聚焦售后，不断推动产品多元化和客户终端高端化，毛利率较高，并稳步提升。截至2022年底，公司售后市场销售额占比89.63%；境外收入占比71.13%，其中美国市场占比40%左右，为第一大市场。
- 第二，全球汽车保有量增长推动后市场规模长期稳定增长，公司产品结构多元、集成化，客户结构向终端靠拢，公司毛利率有望维持高水平。行业层面，海外、尤其是北美后市场规模大，汽车保有量稳增，且行驶里程多、车龄高，后市场稳步扩容，国内新能源车带动汽车保有量快速增长，未来高车龄汽车进入维保阶段，后市场或快速扩容。2022年美国后市场规模达2.54万亿元，超过中国一倍，2025年美、中后市场预计分别增至2.87万亿元、1.9万亿元。公司层面，生产端公司开发柔性化生产，推动产品多元化、集成化，截至2022年末，集成度更高的轮毂轴承单元收入占比为45.05%，接近一半；客户端公司凭借强产品力与高客户黏性提升终端大客户占比，2022年，独立品牌商份额增长约5pct至38.41%，终端连锁份额小幅上升1.3pct。
- 公司弹性空间主要来自：（1）主营产品新应用空间。人形机器人快速迭代，具备研发优势、产品集成度高的企业有望切入人形机器人供应链。（2）募投产品落地将进一步打开增长空间。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司2023-2025年收入分别为8.09、8.86、9.86亿元，实现归母净利润分别为1.44、1.85、2.38亿元，对应PE分别为37.45、29.24、22.67倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：全球新车销售下滑；经济复苏不及预期拖累出行和车辆保养消费；新能源车渗透率提升速度放缓；公司募投项目进展不及预期；所引用数据来源可能存在错漏或偏差。

盈利预测简表

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	749.74	752.74	924.17	1122.01
增长率(%)	4.9	0.4	22.77	21.41
归母净利润(百万元)	122.57	144.12	184.60	238.08
增长率(%)	35.15	17.57	28.09	28.97
每股收益/EPS(元)	1.11	1.31	1.68	2.16
市盈率(P/E)	44.04	37.45	29.24	22.67
市净率(P/B)	10.45	8.17	6.39	4.98

数据来源: Wind, 华龙证券研究所

内容目录

1 斯菱股份：稳步成长的汽车轴承售后龙头	1
1.1 20 年潜心经营，登陆深交所开启新篇章	1
1.2 兼具成长性与盈利性，成立以来盈利能力持续提升	2
2 长坡厚雪的汽配后市场：中美对比的视角	5
2.1 OEM VS. AM：客户不同决定供应链差异	5
2.2 中国汽车保有量高速增长推动后市场规模提升	6
2.3 美国后市场：车龄高+里程长，维保基础需求大	9
2.4 美国后市场：成熟认证制度+独特拥车观念造就行业高集中度	13
3 全球轴承市场规模 2030 年或翻倍，汽车为第一大应用领域	15
4 公司分析：市场聚焦、客户多元、产品升级，高盈利水平具备持续性	18
4.1 聚焦海外，美国市场快速增长贡献最大增量	18
4.2 客户结构移向终端，推动盈利水平持续提升	20
4.3 大力发展柔性生产，满足多样化、集成化需求	21
4.4 成本加成策略下，优秀成本管控保障盈利能力提升	23
5 新能源车、人形机器人等新应用场景不断扩展，公司募投项目落地提供增长弹性	25
5.1 电动车渗透率提高有望带动轴承行业高端化、多元化变革	25
5.2 人形机器人或打开优势轴承企业新增长空间	27
5.3 公司熟稔资本市场，募投项目进展顺利	27
6 盈利预测与投资评级	28
7 风险提示	29

图目录

图 1: 公司发展历程	1
图 2: 公司股权结构及主要子公司	2
图 3: 公司收入变化情况	3
图 4: 公司归母净利润变化情况	3
图 5: 公司毛利率净利率变化情况 (%)	3
图 6: 公司 ROE 变化情况 (%)	3
图 7: 公司 ROE 变化复盘 (%)	4
图 8: 公司毛利率、净利率变化复盘 (%)	4
图 9: 汽车零部件供应链不同模式	5
图 10: 中国、欧盟、美国汽车产量变化	7
图 11: 中国、欧盟+欧洲自贸联盟、美国汽车销量变化	7
图 12: 中国、欧盟、美国汽车保有量变化	8
图 13: 2022 年中国平均汽车保有量仍落后 (辆/千人)	8
图 14: 中国汽车后市场规模变化	9
图 15: 美国汽车后市场规模变化	9
图 16: 美国分车型车龄变化 (年)	10
图 17: 2012-2022 年中美乘用车平均车龄变化趋势 (年)	10
图 18: 中、美两国 2020 年汽车车龄结构对比	11
图 19: 2019-2021 年不同车龄汽车进入独立后市场维修占比分布	12
图 20: 美国汽车累计行驶里程变化 (万亿英里)	12
图 21: 美国平均汽车行驶里程 (万英里)	13
图 22: 2022 年中国汽车行驶里程分布 (%)	13
图 23: 美国后市场构成情况	14
图 24: 美国零售品牌商 CR4 占比	14
图 25: 中国后市场结构及市占率情况	15
图 26: 中美在册维保企业家数 (万家)	15
图 27: 中美平均每店服务汽车数 (辆/店)	15
图 28: 全球轴承市场规模 (亿美元)	16
图 29: 全球轴承市场区域分布 (%)	16
图 30: 全球轴承市场行业分布 (%)	16
图 31: 中国轴承企业主营收入 (亿元)	17
图 32: 中国轴承产量变化 (亿套)	17
图 33: 北美轴承市场规模 (十亿美元)	17
图 34: 2021 北美轴承分类市场规模 (%)	18
图 35: 2030 北美轴承分类市场规模 (%)	18
图 36: 公司境内外收入对比	19
图 37: 境外分地区销售金额变化	19
图 38: 美国市场销售金额变化	20
图 39: 美国市场销售金额原产地分布 (%)	20
图 40: 公司售后、主机销售额对比	20
图 41: 公司收入端客户结构情况	20

图 42: 公司海外市场客户结构	21
图 43: 公司不同交易规模销售金额变化	21
图 44: 公司分产品收入变化 (万元)	22
图 45: 公司分产品收入占比变化 (%)	22
图 46: 公司分产品毛利率对比 (%)	22
图 47: 公司分产品毛利、收入占比 (%)	22
图 48: 公司生产成本构成 (%)	23
图 49: 公司直接材料成本构成 (%)	23
图 50: 50mm 连铸 GCr15 轴承钢日均价变化 (元/吨)	23
图 51: 公司原料采购与毛利率同步上升	24
图 52: 公司毛利率逆势波动提高	24
图 53: 可比公司毛利率 (%)	25
图 54: 可比公司轴承类产品毛利率 (%)	25
图 55: 全球电动车销量变化 (万辆)	26
图 56: 全球电动车渗透率变化 (%)	26

表目录

表 1: OEM 与 AM 模式对比	6
表 2: 公司募投项目情况	28

1 斯菱股份：稳步成长的汽车轴承售后龙头

1.1 20 年潜心经营，登陆深交所开启新篇章

浙江斯菱汽车轴承股份有限公司（以下简称“公司”或“斯菱股份”）创立于 2004 年，为国内汽车轴承行业龙头，拥有丰富售后及主机配套市场经验。历经 20 年发展积淀，公司已完成多轮技术更迭和优化，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智造系统，在多个生产环节形成核心竞争力，主要产品包括轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承和圆锥轴承等。

图 1：公司发展历程

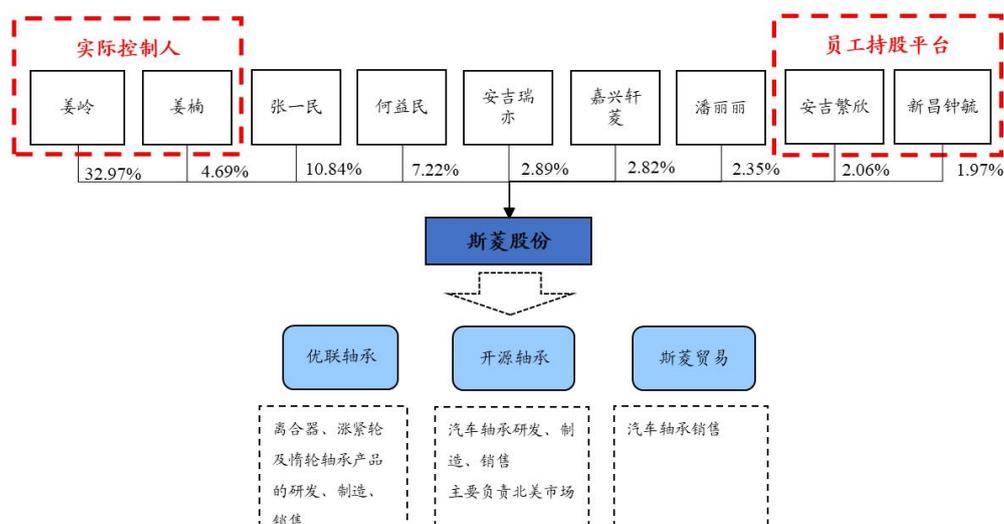


资料来源：公司官网，公司招股说明书，华龙证券研究所

公司位于著名的轴承之乡浙江新昌，创立后潜心经营，一步步成长为行业龙头。2017 年，公司收购优联轴承，扩充了原有产品类型与业务规模，提升了公司在离合器轴承方面的行业地位；2019 年公司收购开源轴承，在多项产品及客户结构方面实现较好互补，开源轴承客户主要来自北美市场，两强联合使公司在汽车轴承行业的地位显著提高；2019 年，斯菱泰国成立，公司全球化布局持续推进，综合实力进一步提升。2023 年 9 月，公司登陆深交所，完成首次公开发行。

本次公开发行后，公司实际控制人姜岭、姜楠持股比例分别由 43.96%、6.25% 降至 32.97%、4.69%，合计持股 37.66%；员工持股平台安吉繁鑫、新昌钟毓分别持股 2.06%、1.97%，合计持股 4.03%。

图 2：公司股权结构及主要子公司



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华龙证券研究所

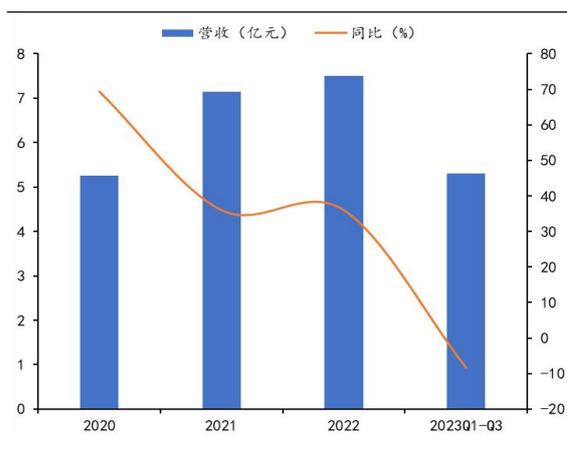
1.2 兼具成长性与盈利性，成立以来盈利能力持续提升

公司首次发行报告期为 2020-2022 年，期间营收从 5.25 亿元增长至 7.5 亿元，年增速保持在 35% 以上，CAGR 达 12.62%；期间归母净利润从 0.42 亿元增长至 1.23 亿元，CAGR 达 43.07%。2023 年受宏观经济和地缘政治因素影响，公司前三季度营业收入同比下滑 8.31%，但归母净利润仍逆势实现 15.01% 正增长。

盈利能力方面，2020-2022 年公司毛利率均维持在 20% 以上，2022 年较 2020 年上升 1.2pct，净利率大幅上升 8.42pct 至 16.35%，ROE 也从 13.92% 大幅上升 9.82pct 至 23.74%，我们判断主要原因系公司产品、客户结构不断多元化，高毛利产品占比提升，同时生产规模逐步扩大，规模效应得以显现。

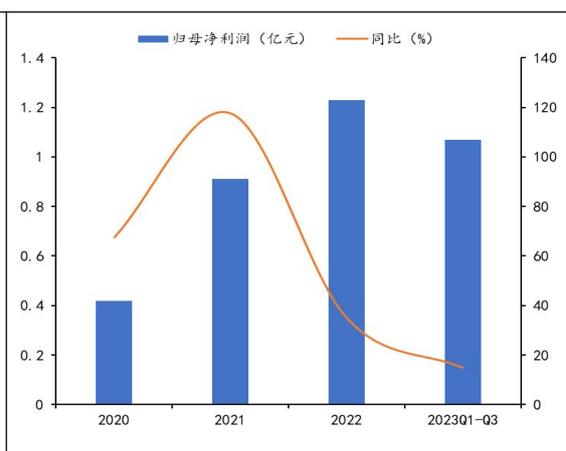
2023 年三季度，公司 ROE 大幅下滑至 6.9%。主因系本次 IPO 共发行 2750 万股，导致公司总资产、净资产均大幅增加，其中净资产由 2023 年 6 月底 5.84 亿元大幅增至 9 月底 15.49 亿元，尽管公司前三季度归母净利润仍实现双位数增长，但 ROE 被大幅摊薄。对比同期毛利率、净利率数据，公司 2023 年三季度末毛利率 32.45%、净利率 20.15%，均创历史新高，显示强大增长后劲。

图 3：公司收入变化情况



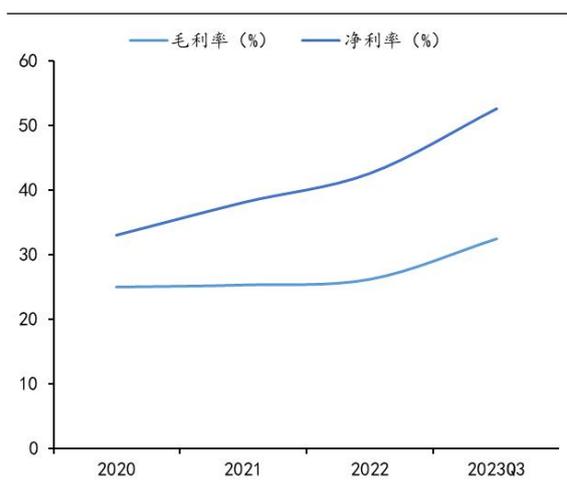
资料来源：Wind，华龙证券研究所

图 4：公司归母净利润变化情况

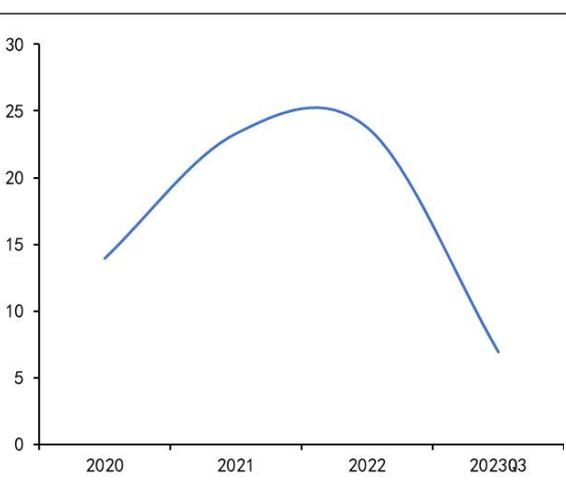


资料来源：Wind，华龙证券研究所

图 5：公司毛利率净利率变化情况 (%) 图 6：公司 ROE 变化情况 (%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所



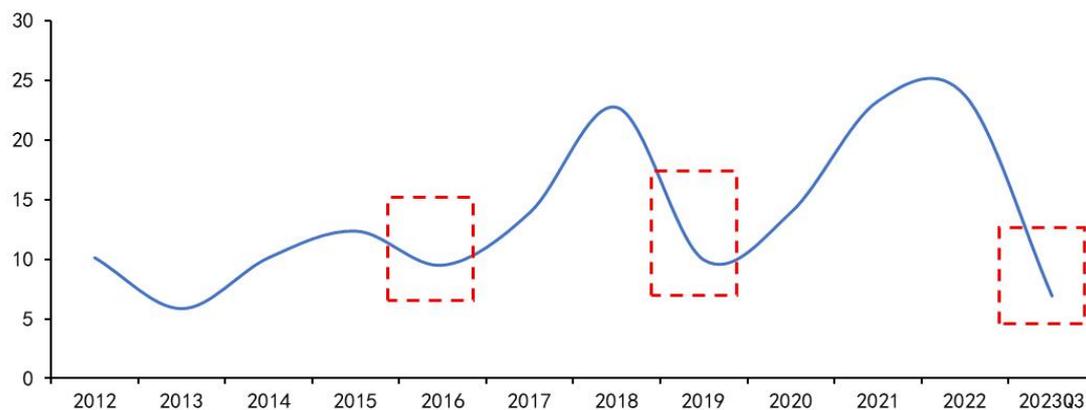
资料来源：Wind，华龙证券研究所

我们拉长时间周期，发现公司兼具高成长性与优秀盈利能力，且均具备较高持续性。2012年以来公司 ROE 共出现 3 次明显下滑，分别为 2016 年、2019 年、2023 年 9 月末，前两次下滑与 2023Q3 原因类似，为净资产大幅增加摊薄 ROE。2016 年，公司以 2270 万元资本公积转增股本 2270 万股，转增后股本增加至 4540 万股，净资产由 0.54 亿元增至 0.87 亿元，同比增长 61.45%，大幅摊薄公司 ROE。2019 年，公司收购开源轴承 100% 股权。开源轴承作价 1.5 亿元，收购完成后，公司净资产由 1.46 亿元增至 2.51 亿元，同比增长 71.44%，大幅摊薄公司 ROE。

对比来看，两次股本增加在当年短暂摊薄公司

ROE，但对公司长期成长有较大推动作用。两次股本增加分别以资本公积转增股份和发行股份购买资产形式进行，资本公积转增股本可用于资本开支扩大产能或补充现金流，发行股份收购的开源轴承为业内优质公司，进一步提升公司产能。在2016年、2019年ROE短暂下行后，此后两年公司ROE均实现强势回升。2023年公司首次公开发行后ROE被摊薄，未来有望回升。

图 7：公司 ROE 变化复盘 (%)



资料来源：Wind，华龙证券研究所

公司毛利率、净利率十余年来大幅提升近 20pct，较少波动。2012 年至今，除 2017 年毛利率小幅下滑仅 0.02pct 外，其余年份均保持正增长，由 2012 年 12.52% 增至 2023 年三季度 32.45%，创下历史新高。相应地，公司净利率也呈现稳定上升态势，除 2018 年因处置资产获得 2270 余万元非经常损益导致净利润大幅增长外，其他年份均保持增长或稳健，公司净利率由 2012 年 2.9% 增至 2023 年三季度 20.15%，也创历史新高。

图 8：公司毛利率、净利率变化复盘 (%)



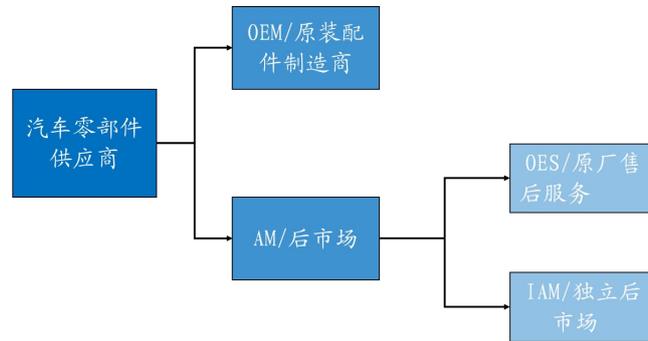
资料来源：Wind，华龙证券研究所

2 长坡厚雪的汽配后市场：中美对比的视角

2.1 OEM VS. AM：客户不同决定供应链差异

OEM（原装配件制造商）与AM（后市场）为汽车零部件厂商进入汽配供应链的两种主要模式。OEM模式下，零部件厂商将产品直接供给整车厂，与整车厂紧密绑定，甚至需要参与整车厂前期研发。AM则是通过售后门店、经销商/贸易商、连锁汽修店、路边快修店等渠道实现产品销售分发。AM又可分为OES（原厂售后服务配套）和IAM（独立后市场），OES通过原厂售后服务渠道来销售，整车厂需要在其经销网络的4S店中备有一定数量的零部件库存，用于车辆维修和保养。IAM（独立后市场）是零部件公司通过各种渠道，向经销商、连锁汽修店、电商平台或是更小规模的路边修理店来销售汽车配件。

图 9：汽车零部件供应链不同模式



资料来源：中为咨询网，华龙证券研究所

面向客户不同决定了OEM和AM两种供应链模式的本质区别：OEM追求效率，核心策略是走量，AM追求效益，核心策略是提升毛利。OEM装配整车厂，订单量大、品类少，对供应商综合竞争力和保障能力要求高。该模式下，客户与订单确定性高，供应商以销定产，追求效率，产能规模是供应商核心指标。AM面向售后市场，订单与客户均分散且灵活，品类多、单品类数量少。该模式下供应商一般结合历史数据和实际情况进行需求预测，满足客户灵活需求，同时保留有相当安全库存。由于产品分散、单品类数量小、定制化属性高，AM供应商以效益为核心，满足特定需求以获得高利润，交付率和利润率是AM供应商核心指标。

表 1: OEM 与 AM 模式对比

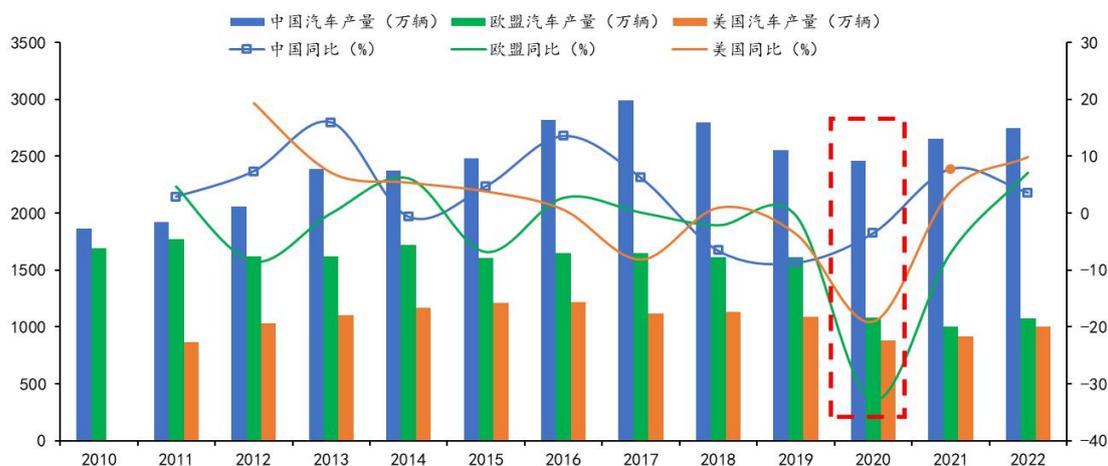
	OEM	AM
客户	整机厂为主；客户数量不多、比较集中；客户关系长期、紧密	贸易商、连锁品牌、汽修店等；客户数量大、比较分散；客户关系紧密程度不及 OEM
订单	少品种、大批量、确定性高，MOQ 为整箱或整托盘；有明确包装规范；交货期固定	多品种、小批量、多批次，MOQ 小，以件为单位；包装零散；交货周期短、快速满足客户需求
排产	“以销定产”/make to order，该模式本质要求是效率，核心策略是走量，要求不断提高生产效率	“需求预测”/make to stock，本质要求是利润，通过扩品类、提高单件价值量来提高毛利
产线要求	单一品种连续生产，要求产能大、自动化水平高，前期研发阶段需要与整车厂共同研发	具备柔性化生产能力，能够灵活快速切换生产线生产不同型号、规格、尺寸的产品
产能利用率	尽量打满，实现设备资源利用最大化、库存成本最小化，追求供应链的极致效率	在满足客户需求、缩短交货周期的同时，尽量平衡供应链成本，试图在服务水平和成本之间找到平衡点，效益最大化
渠道与供应系统	供应少数原有型号核心零部件，一般会在整车厂周边或临近地区设立工厂或库存厂保障供应	一站式供应能力，能够提供畅销车型和非畅销车型零部件
议价能力与利润率	同业竞争激烈，整车厂较强势，可能每年都要求零部件厂商降价，利润率较低	客户分散、订单分散，零部件厂有一定议价能力，可以将利润率维持在一定水平

资料来源：思瀚产业研究院，stockfeel，华龙证券研究所

2.2 中国汽车保有量高速增长推动后市场规模提升

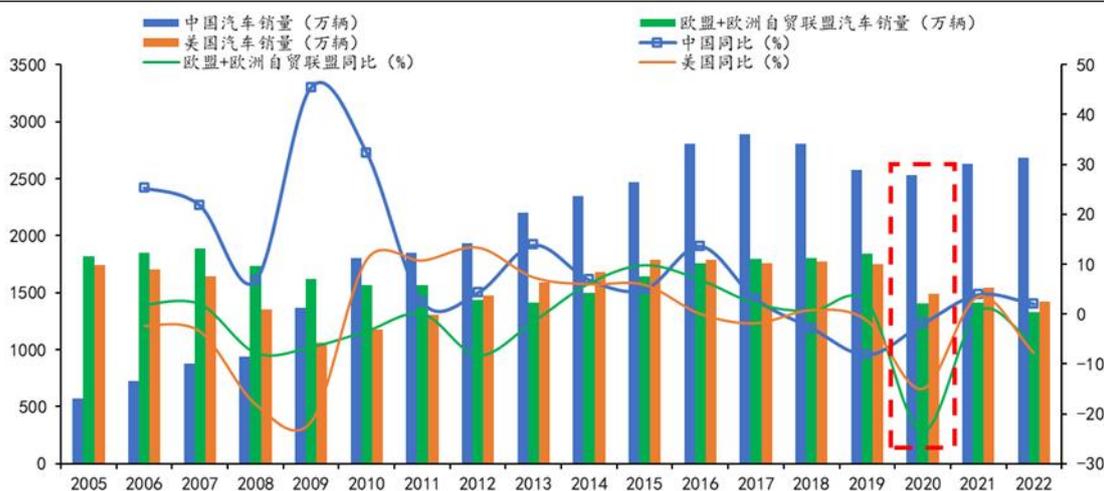
中国汽车产量、销量、保有量高速增长，均居世界之首。随着经济增长与居民收入提高，中国工业生产能力与消费水平高速增长，作为最重要的消费品大类之一，中国汽车产量、销量连续多年位居世界第一。2009 年，我国汽车产、销量同时超越美国，首次成为世界第一，产量由 2010 年 1865.4 万辆增至 2022 年 2747.6 万辆，销量由 2010 年 1806.19 万辆增至 2022 年 2686.37 万辆。

图 10：中国、欧盟、美国汽车产量变化



资料来源：ACEA，CEIC，Wind，华龙证券研究所

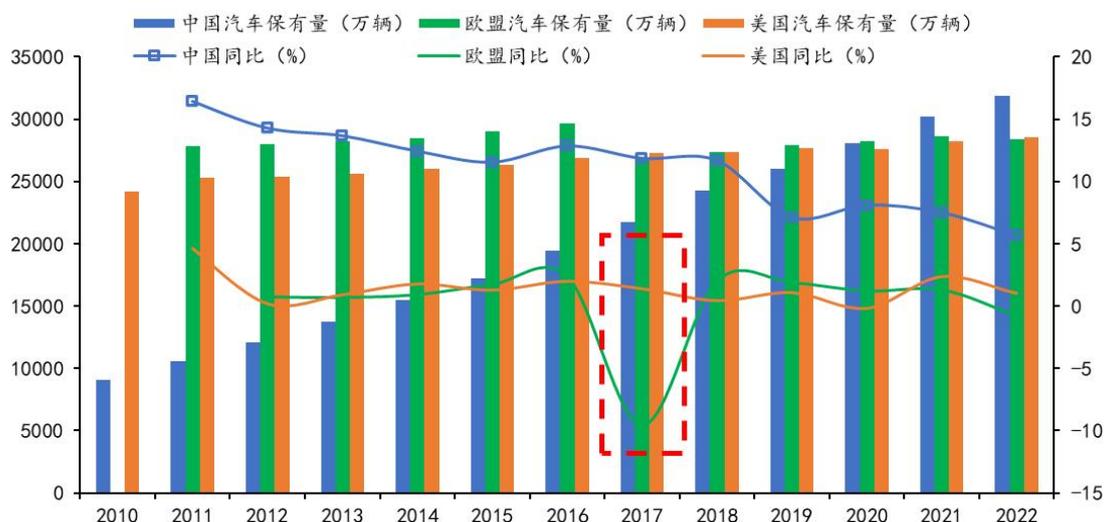
图 11：中国、欧盟+欧洲自贸联盟、美国汽车销量变化



资料来源：Wind，华龙证券研究所

保有量方面，中国作为后起国家，初始汽车保有量较小，2010年仅有9085.94万辆，同期欧盟（2011年数据）、美国保有量分别为2.78亿辆、2.42亿辆，差距较大。此后十余年，中国汽车保有量大部分时间保持两位数增长，2020年达2.81亿辆，超越美国成为世界第一，2021年达3.02亿辆，超越欧盟。截至2022年底，中国汽车保有量3.19亿辆，13年间CAGR达10.14%。同时期内，除欧盟2017年因英国脱欧、统计口径变化引起数据大幅异常下滑外，欧盟、美国两地汽车保有量基本维持平稳，大部分时间增速在2%以下，仅有个别年份出现微降，相比中国是更加成熟的汽车市场，长期平滑来看，未来预计仍维持缓速增长。

图 12: 中国、欧盟、美国汽车保有量变化

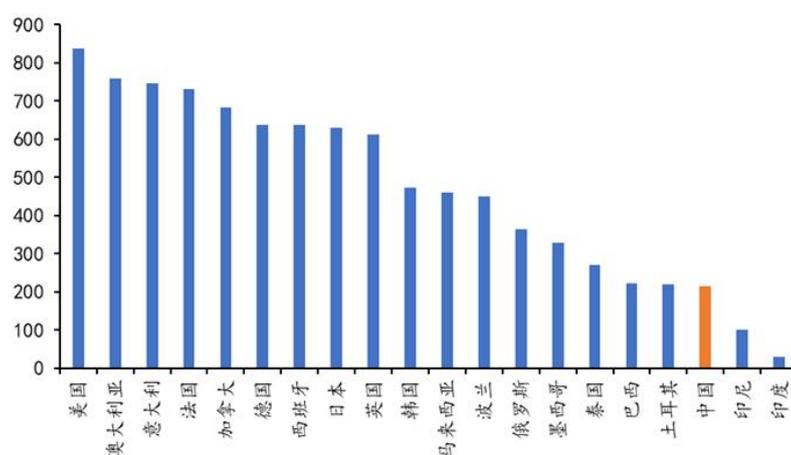


资料来源: ACEA, CEIC, Wind, 华龙证券研究所

注: 欧盟 2022 年数据为 2021 年基础上假设 4% 报废率, 再加 2022 年新车注册数计算得出, 供参考。

人均来看, 中国汽车保有量提升空间仍较大, 整体机械化水平仍较低。2022 年, 中国平均每千人汽车保有量 215 辆, 不仅远远落后于美国 (837 辆)、澳大利亚 (759 辆)、法国 (731 辆)、日本 (629 辆) 等发达国家, 距墨西哥 (329 辆)、泰国 (269 辆) 等发展中国家也有一定距离, 未来整体汽车保有量提升空间仍比较大。

图 13: 2022 年中国平均汽车保有量仍落后 (辆/千人)



资料来源: 懂车帝, 华龙证券研究所

在汽车后市场规模上, 美国约为中国 2 倍, 2020 年即超过 2 万亿元人民币, 高出中国 (1.25 万亿元) 约

56%。疫情期间，中国汽车后市场规模有所下滑，但美国由于DIY模式兴起，后市场逆势增长，2022年后市场规模达2.54万亿美元，超过中国一倍。作为成熟的汽车市场，美国后市场未来仍有望保持一定增速，2025年市场规模或超4000亿美元，约合2.87万亿元人民币；中国在经济逐步恢复后，汽车后市场也有望重新买入高速增长阶段，预计2025年达到1.9万亿元，2030年达到2.2万亿元。

图 14：中国汽车后市场规模变化

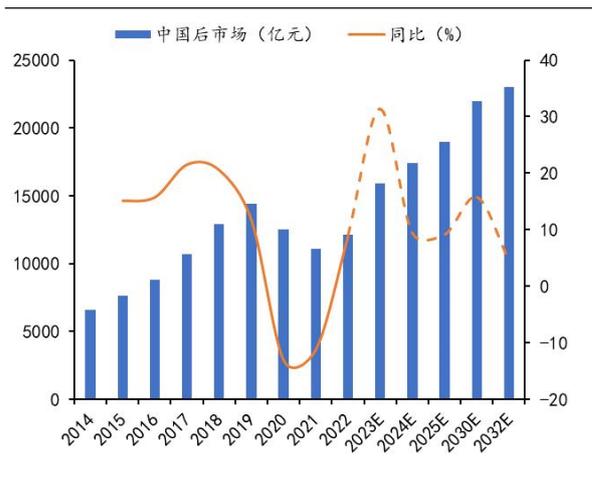
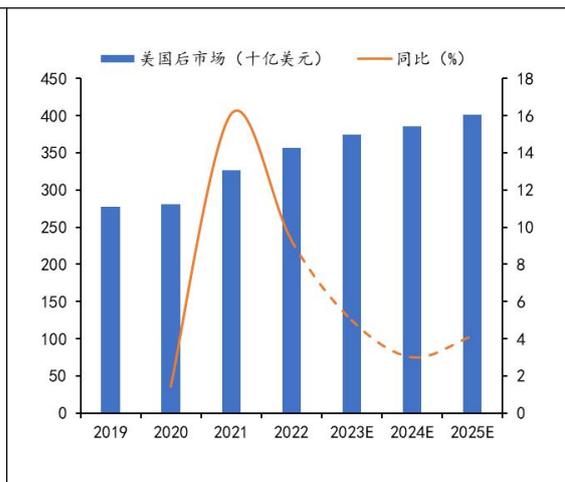


图 15：美国汽车后市场规模变化



资料来源：艾媒咨询，德勤，罗兰贝格，中国汽车报，华龙证券研究所

资料来源：Statista, AASA, Aftermarket news, 华龙证券研究所

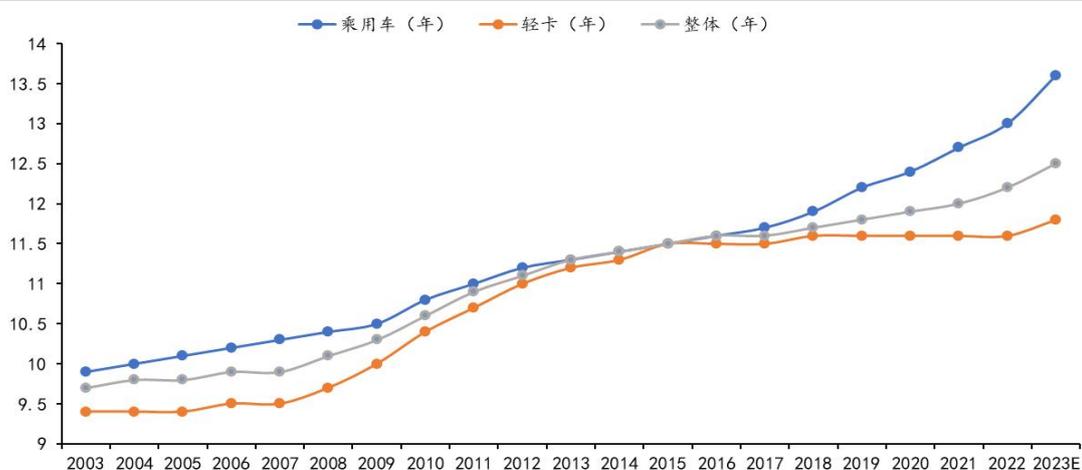
注：美国市场规模数据以2023年11月30日美元兑人民币中间价7.14计算。

2.3 美国后市场：车龄高+里程长，维保基础需求大

深入来看，美国以不及中国的汽车保有量发展出远超中国的汽车后市场规模，主要有以下几个原因：

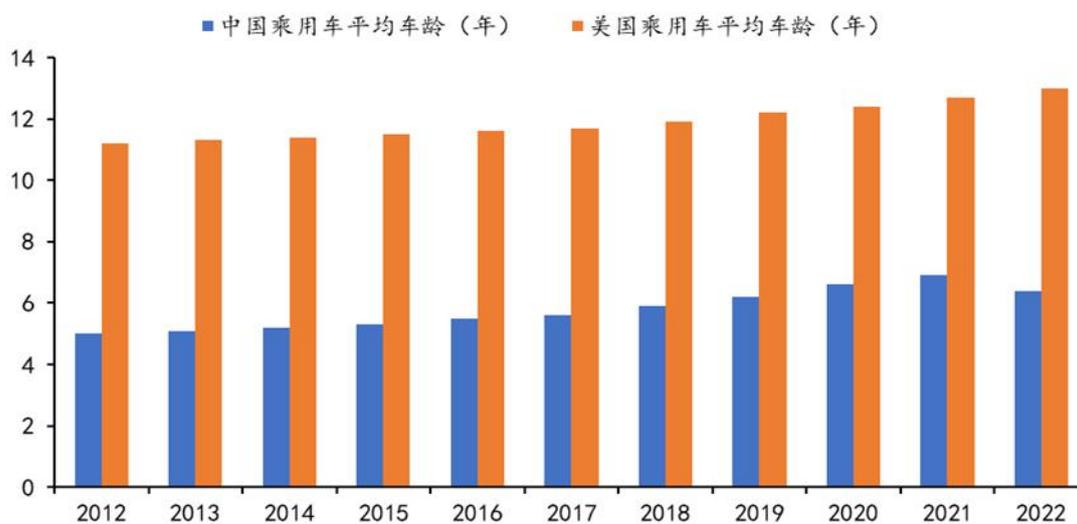
第一，美国平均车龄更久，高车龄车辆占比更大。平均车龄是汽车后市场的核心因素之一。中国平均车龄由2012年5年增长至2022年6.4年，CAGR为2.27%，美国平均车龄2012年即达到11.2年，2022年增长至13年左右，CAGR为1.36%，并连年打破历史新高。美国车龄不断增加反映出：产品端，汽车质量持续提升，可用年限更久；消费者端，美国汽车市场及消费者心态极其成熟，换车频率低，车辆平均使用年限逐步拉长。

图 16: 美国分车型车龄变化 (年)



资料来源: S&P Global, 华龙证券研究所

图 17: 2012-2022 年中美乘用车平均车龄变化趋势 (年)

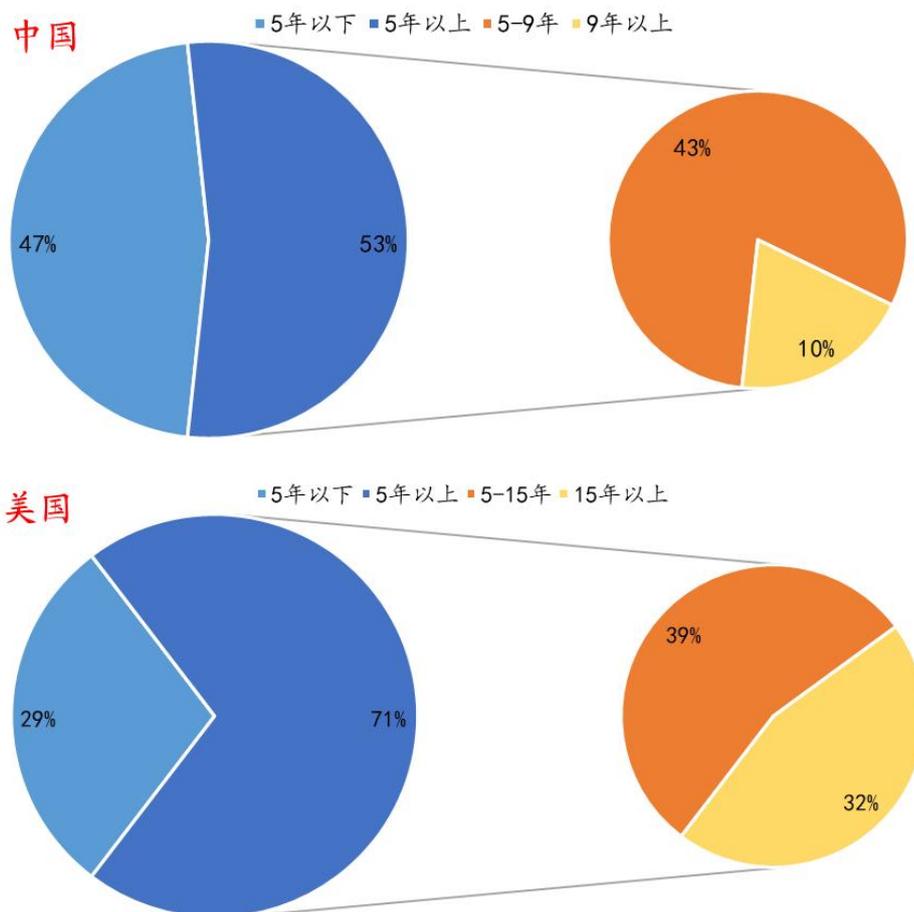


资料来源: 巨量算数, 途虎养车, 大数据研究院, S&P Global, Statista, 华龙证券研究所

具体来看, 美国高车龄车辆占比远高于中国, 这部分车辆是后市场的主要需求来源。2020 年, 中国车龄在 5 年以下的车辆 (二手车交易口径) 占比为 46.6%, 接近一半, 车龄 5 年以上车辆中, 5-9 年占比为 43%, 车龄超过 9 年的车辆占比仅略超 10%。美国 2020 年车龄 5 年以下的汽车约 8200 万辆, 占比不足 30%, 车龄 5 年以上汽车中, 有 32.14% 的车辆车龄超过 15 年, 与 5-15

年车龄的车辆占比（38.57%）相差很小。来自中国和美国的调研数据均显示，车龄 4-6 年期间是后市场“甜点”区间，车主更倾向于选择独立后市场进行维修保养。

图 18：中、美两国 2020 年汽车车龄结构对比

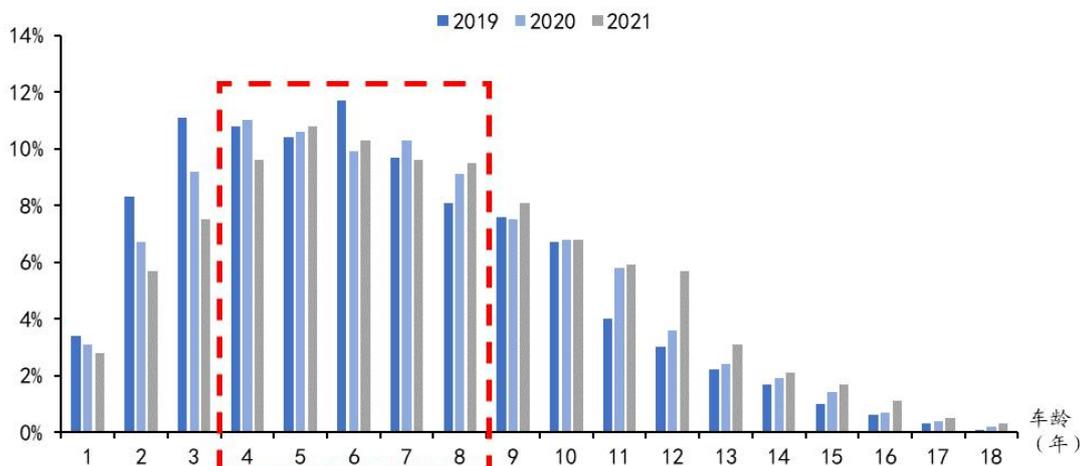


资料来源：S&P Global，一猫汽车网，华龙证券研究所

注：中国数据来自二手车交易数据，供参考。

汽车科技大数据研究院对中国不同车龄汽车维保台次进行分析，发现 2019-2021 年间，车龄 3 年（含）以内车辆进入独立售后渠道的维保台次占比逐年下降，经过 4-8 年这一阶段，到车龄 8 年以上阶段，独立后市场的维保占比逐年提升。类似地，在美国车龄 6-12 年的车辆是独立后市场主要客户群体和利润来源，随着美国平均车龄不断增加，2019 年以来落入 6-12 年车龄的独立后市场“甜点”区间车辆保有量以 3.5% 以上增速逐年增加，推动美国独立后市场规模扩大。

图 19：2019-2021 年不同车龄汽车进入独立后市场维修占比分布

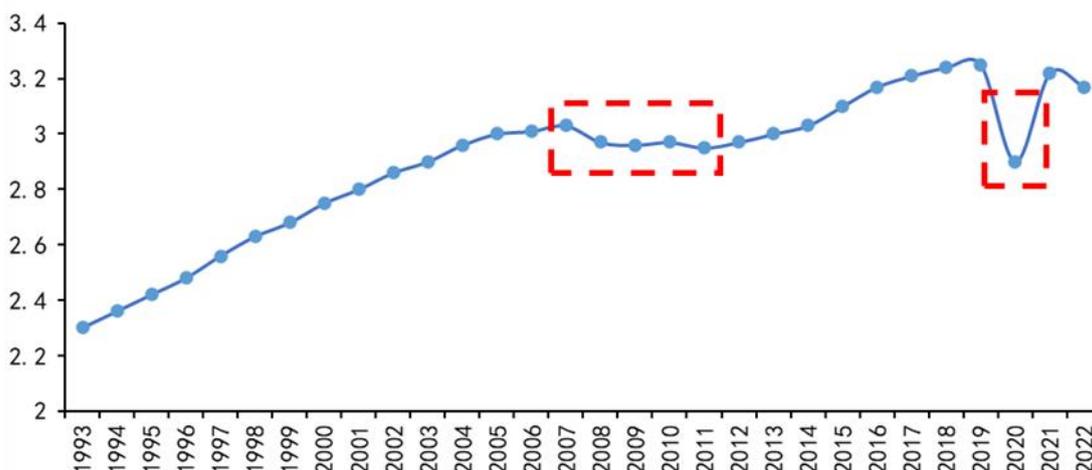


资料来源：汽车科技大数据研究院，华龙证券研究所

第二，美国车辆年行驶里程数更高、零部件损耗更大，更换需求更大。根据 statista 统计数据，1993 年至 2022 年 30 年间，美国汽车行驶总里程由 2.3 万亿英里（约合 3.7 万亿公里）增长至 3.17 万亿英里（约合 5.1 万亿公里），期间 CAGR 为 1.1%，总体保持缓慢增长。

汽车行驶里程是经济繁荣程度的重要衡量指标之一，与经济增长密切相关。美国总行驶里程 30 年间大部分时期内均保持增长，仅有两段下滑时期，分别对应 2008 年金融危机与 2020 年新冠疫情。

图 20：美国汽车累计行驶里程变化（万亿英里）

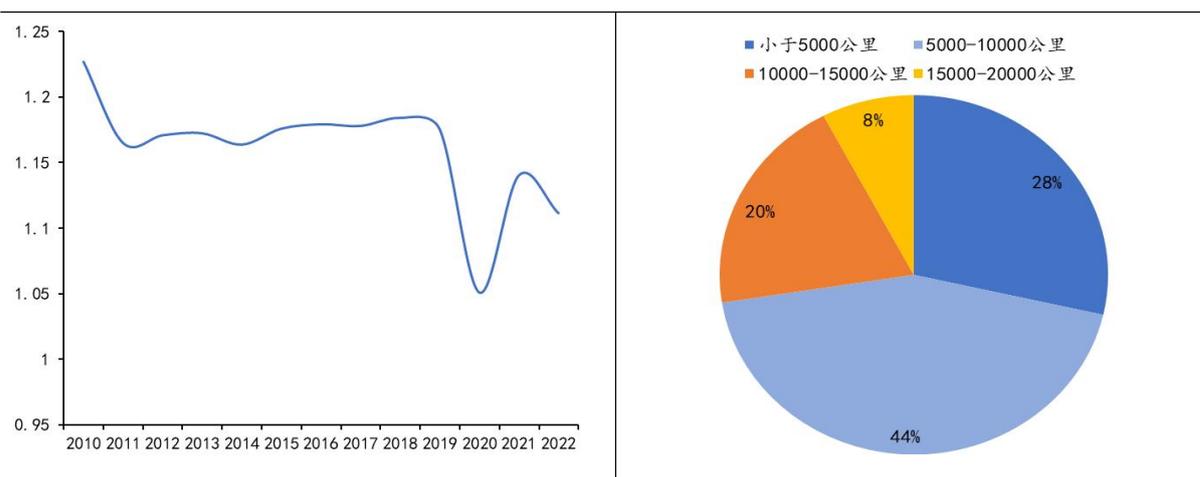


资料来源：Statista，华龙证券研究所

根据美国行驶总里程与汽车保有量可测算得出美国平均行驶里程。疫情影响减小后，美国平均行驶里程

有所恢复，2022 年为 1.11 万英里（约合 1.79 万公里）。在 2011 年至 2019 年间，美国单车平均行驶里程稳定在 1.16-1.2 万英里之间（约合 1.87-1.93 万公里），几乎没有变动，增速不及总里程增速，意味着这期间总行驶里程增速主要来自汽车保有量增加，而随着当前保有车辆车龄增加，对维保后市场的需求将会进一步增加。

图 21：美国平均汽车行驶里程（万英里） 图 2022 年中国汽车行驶里程分布(%)



资料来源：Statista, CEIA, 华龙证券研究所 资料来源：大数据研究院, 华龙证券研究所

对比中国，2022 年中国汽车平均行驶里程为 9700 公里，仅略超同期美国水平的一半。其中，行驶里程不足 1 万公里的占比达 72%（包括 28% 不足 5000 公里、44% 介于 5000-10000 公里），超过 1.5 万公里的仅有 8%，与美国差距较大。

2.4 美国后市场：成熟认证制度+独特拥车观念造就行业高集中度

市场集中度与竞争格局不同，导致产品整体价值量与市场玩家利润率不同。中美两国除后市场规模差距外，在市场格局与整体成熟度方面也表现出较大差异。

首先，美国建立了较完善的汽车零部件认证机制，进而催生了大型汽配连锁品牌商，并不断向头部集中。美国于 1987 年成立了非盈利机构合格汽车零件协会（Certified Auto Parts Association, CAPA）作为确保替换汽车零部件实用性和质量的认证计划，随后逐步得到行业玩家和政府监管机构认可，通过 CAPA 认证机制的零部件供应商更受市场信赖，中小供应商在这一过程中逐步出清，市场集中度逐步提升。目前中国还缺乏成熟的汽零质量认证机制。

其次，汽车零部件 IAM 市场相对于 OE 市场拥有较强 to C 属性，定制化程度高、服务属性强。这要求供应商要走多品类、强服务路线，进一步导致市场马太效应强化，头部连锁商愈加集中。

第三，相比于中国后市场主流的 DIFM (Do it for me) 模式，美国 DIY 文化盛行，市场透明化程度高。据 Precedence Research 统计数据，美国后市场 12% 份额为授权经销商，为 OEM 进行售后服务，在其余的独立后市场份中，DIY 模式占比达到 15%。疫情出行不便进一步推升了 DIY 热度，带动零部件需求。

表现在市场结构方面，美国后市场集中度更高、单店平均规模更大。2021 年，美国汽车后市场中 IAM 占比达 88%，其中前四大连锁零售品牌 O'Reilly (ORLY)、AutoZone、Advanced Auto Parts (AAP)、Genuine Parts (NAPA) 市占率即达到 30% 左右。剩下的份中，经销商占据其中大半，而经销商为了能够经营一线品牌产品、获得更优质货源和客户，大多选择加入汽配联盟，从而享受汽配联盟的渠道资源，提高整体竞争力。

图 23：美国后市场构成情况

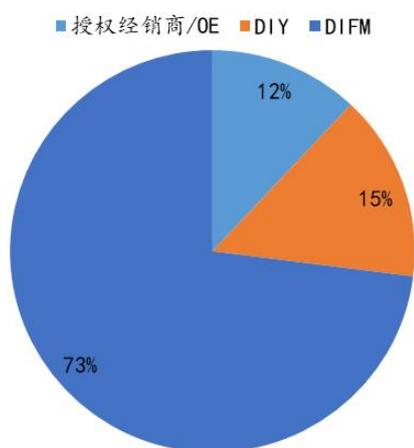
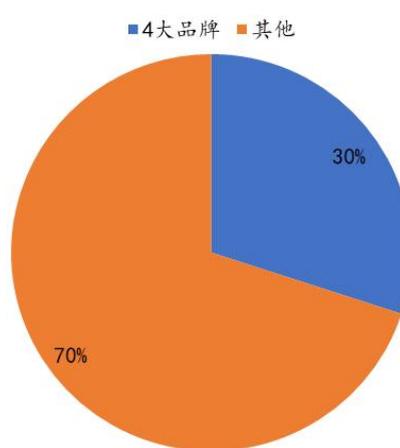


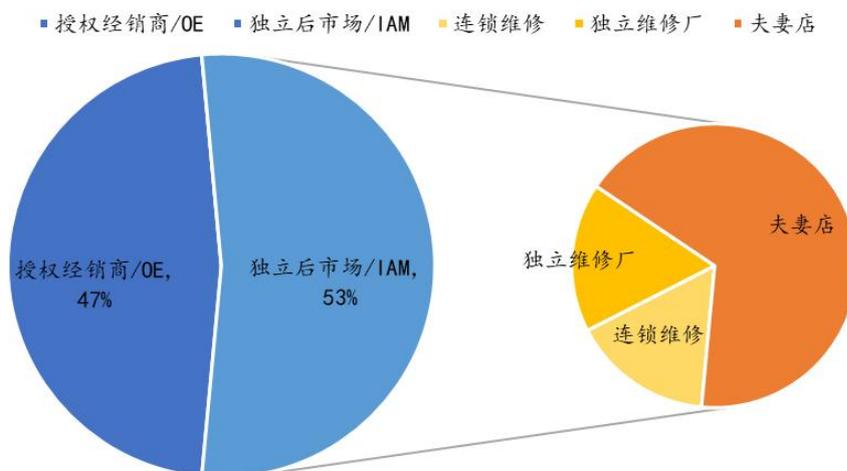
图 24：美国零售品牌商 CR4 占比



资料来源：Precedence research，华龙证券研究所 资料来源：德勤，华龙证券研究所

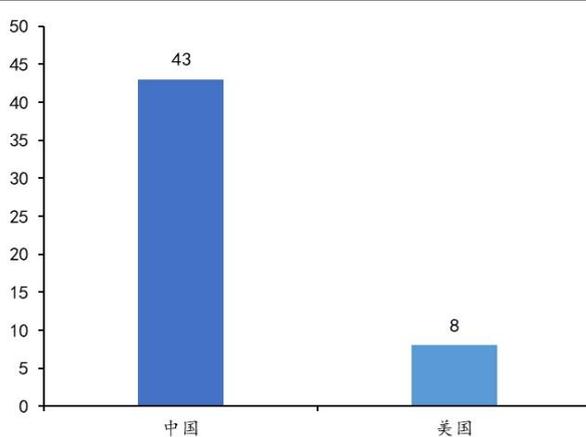
相比美国，中国市场成熟度更低，市场更加分散。2021 年，中国授权经销商/4S 渠道占后市场比重为 47%，IAM 市场份额仅为 53%，略超一半。其中，夫妻店等独立小店占比 67%，占据三分之二市场，独立维修厂占比 18%，拥有一定规模的连锁维修店占比 16%。2020 年，中国在册汽车维保企业家数达 43 万家，美国只有 8 万家，大量的中小独立门店使中国市场过于分散，单店规模和盈利水平难以提升，同年中国单店平均服务汽车书仅有 630 辆，相比之下美国单店服务汽车数为 3500 辆。

图 25: 中国后市场结构及市占率情况



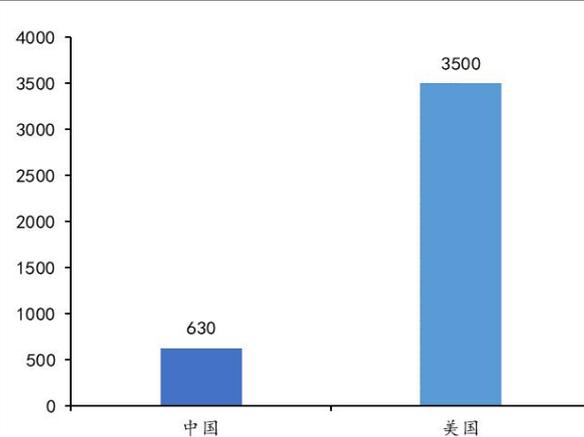
资料来源: 德勤, 华龙证券研究所

图 26: 中美在册维保企业家数 (万家)



资料来源: 德勤, 华龙证券研究所

图 27: 中美平均每店服务汽车数 (辆/店)



资料来源: 德勤, 华龙证券研究所

3 全球轴承市场规模 2030 年或翻倍, 汽车为第一大应用领域

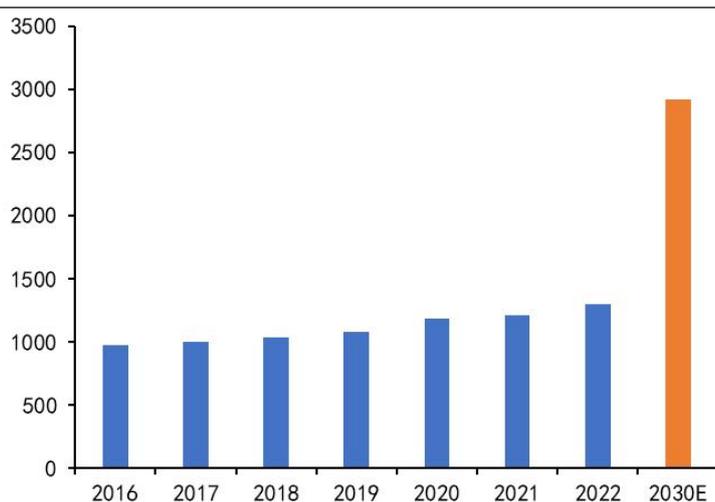
轴承零部件广泛应用, 过去数年来需求稳定增长, 2022 年全球市场规模达 1300 亿美元左右。据 Grand View Research, 2023-2030 年全球轴承市场规模 CAGR 或达 10.6%, 到 2030 年有望接近 3000 亿美元, 空间广阔。

从区域分布来看, 亚太地区是全球第一大轴承市场, 2022 年占比 56%, 其中我国市场规模占全球轴承市场

34%，为全球第一大单一市场，且仍在高速增长。

从行业分布来看，2022 年汽车零部件为第一大轴承需求领域，占比达 49.72%，若将汽车后市场 3.1% 的份额计算在内，整个汽车行业占全球轴承应用规模的 52.82%，超过一半。

图 28：全球轴承市场规模（亿美元）



资料来源：华经产业研究院，Grand View Research，华龙证券研究所

所

图 29：全球轴承市场区域分布 (%)

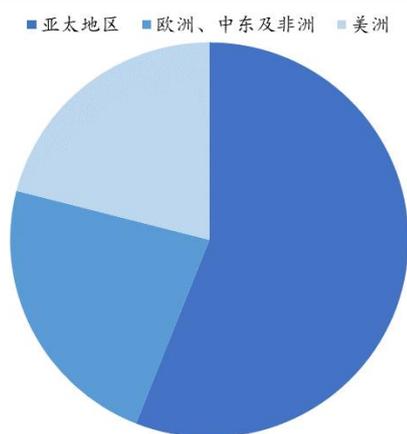
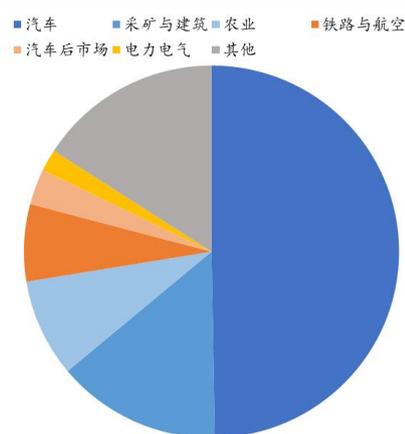


图 30：全球轴承市场行业分布 (%)

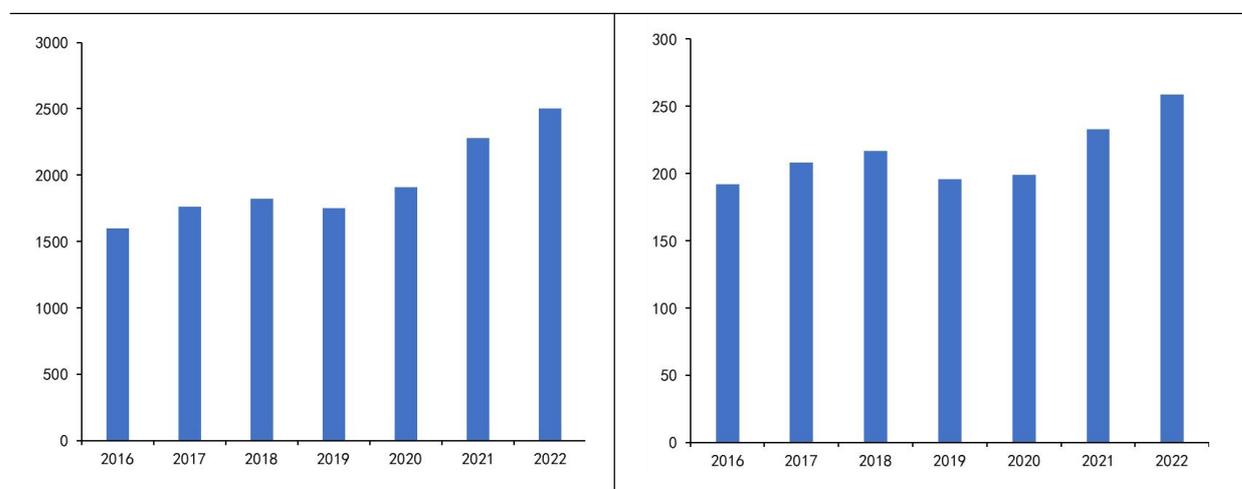


资料来源：华经产业研究院，Grand View Research，华龙证券研究所

中国是全球轴承生产大国。据中国轴承工业协会统计，2022 年我国轴承产量 259 亿套，较 2021 年 233 亿套增长 11.2%；2022 年我国轴承行业整体实现收入约 2500 亿元，较 2021 年 2278 亿元增长 9.7%。但同时，

我国轴承行业仍存在“大而不强”的问题。

图 31：中国轴承企业主营收入（亿元） 图 32：中国轴承产量变化（亿套）

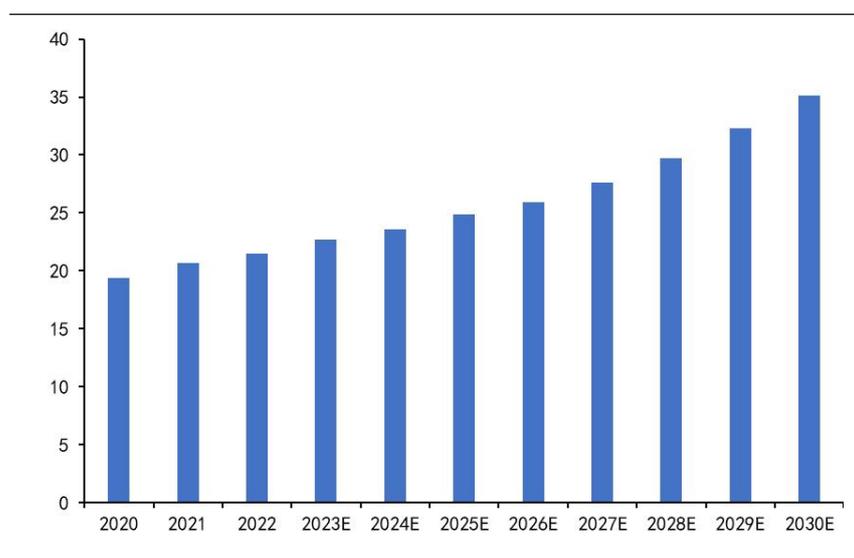


资料来源：华经产业研究院，华龙证券研究所 资料来源：华经产业研究院，华龙证券研究所

美洲、尤其是北美轴承市场规模占全球五分之一左右，汽车等主要轴承下游行业发达、市场成熟，轴承市场规模稳定增长。2021 年，北美轴承市场规模约 207 亿美元，Grand View Research 预计未来将保持接近两位数复合增长率，至 2030 年或有望突破 300 亿美元。

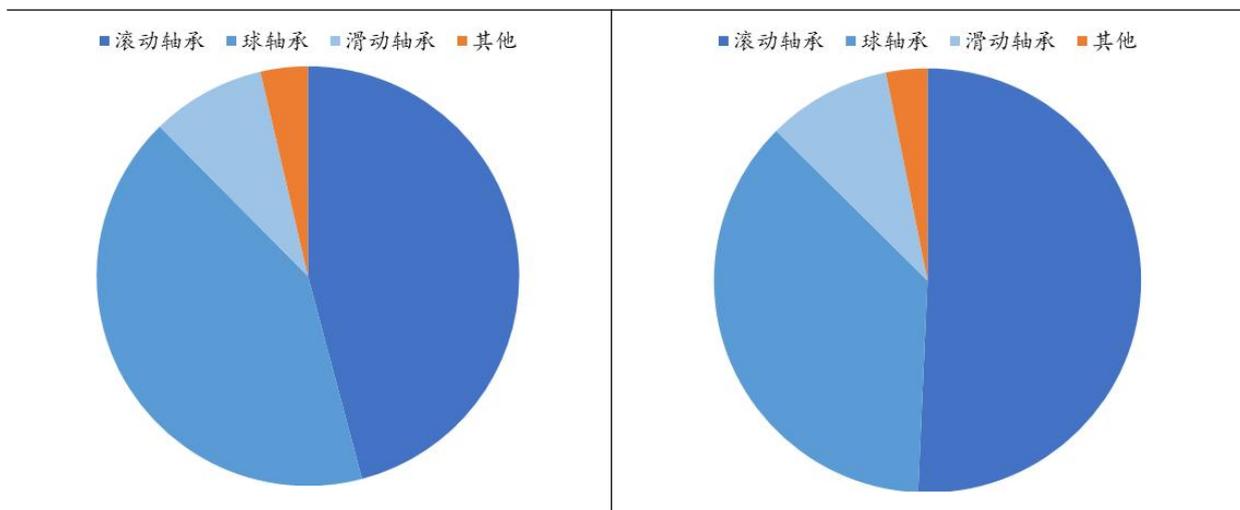
分类型来看，滚动轴承凭借其应用广泛、技术迭代更快的优势或维持更高增速。2021 年，北美轴承市场中滚动轴承占比接近一半，球轴承市场规模仅略低于滚动轴承，滑动轴承规模较小。到 2030 年，滚动轴承市场规模或超过总市场规模一半，进一步拉大与球轴承规模的差距，滑动轴承市场规模占比基本稳定。

图 33：北美轴承市场规模（十亿美元）



资料来源：Grand View Research，华龙证券研究所

图 34：2021 北美轴承分类市场规模(%) 图 35：2030 北美轴承分类市场规模(%)



资料来源：Grand View Research，华龙证券研究所

作为全球范围内最大的轴承应用行业，汽车行业 2019 年轴承市场规模 316.07 亿美元，其中，乘用车轴承占比最高，2019 年市场规模 188.01 亿美元。展望未来，一方面，新能源车淘汰了传动轴、差速器等传统部件，减少了汽车轴承使用量；但另一方面，汽车轻量化和智能化趋势对汽车轴承提出更高要求，汽车轴承应用与价值量有望保持增长。据 Allied Market Research 预测，到 2027 年，全球汽车轴承市场规模将达 484.16 亿美元，期间 CAGR 达 6.8%，其中乘用车轴承市场规模 2027 年将达 283.7 亿美元，期间 CAGR 为 6.6%。

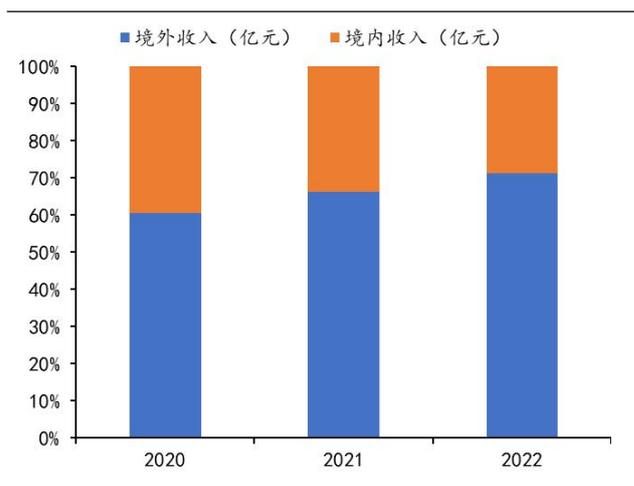
4 公司分析：市场聚焦、客户多元、产品升级，高盈利水平具备持续性

4.1 聚焦海外，美国市场快速增长贡献最大增量

公司以境外业务起家，发展至今境外收入占比超 70%。公司创立之初主要通过贸易商将产品销售到境外市场。经多年发展，公司海外市场持续增长，目前海外收入占比远高于国内市场。2020-2022 年期间，公司境外收入从 3.14 亿元增至 5.26 亿元，占比从 60.41%增至 71.13%。

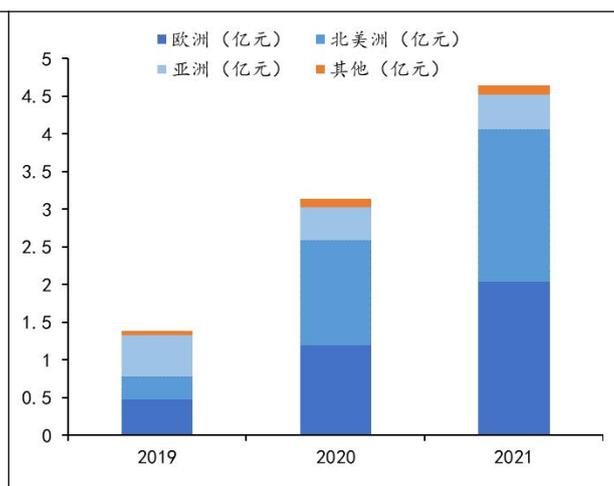
公司境外前三大市场分别为欧洲、北美、亚洲。北美市场增速最快，其销售金额由2019年3031.25万元增长至2021年2.02亿元，占比由21.85%提升至43.59%；欧洲市场稳定增长，销售金额占比由2019年34.8%提升至43.91%；亚洲市场2019年销售金额占比高达39.78%，为第一大市场，随着北美、欧洲增长，亚洲市场占比2021年下降至10.01%。

图 36：公司境内外收入对比



资料来源：招股说明书，华龙证券研究所

图 37：境外分地区销售金额变化



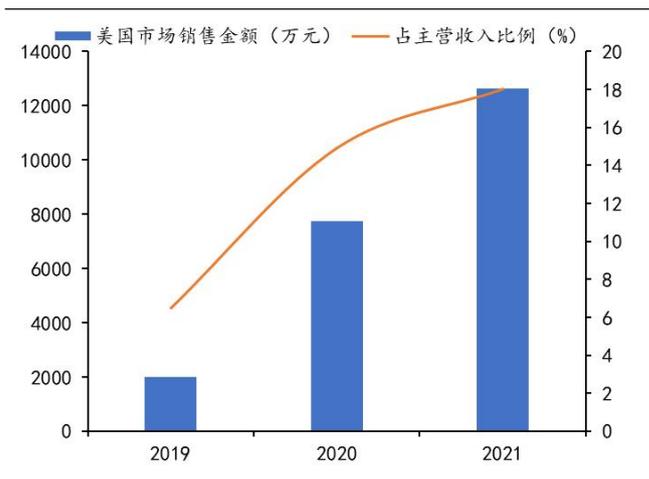
资料来源：招股说明书，华龙证券研究所

进一步细分来看，北美市场中销往美国市场的金额分别为1993.11万元、7749.27万元、1.26亿元，三年间CAGR达到85%，占主营业务收入比例分别为6.49%、14.93%、18.4%，占北美市场一半左右。

2019年起，美国发布多批加税清单，对我国出口产品征加25%关税，公司销往美国的产品全部被列入加税关税清单之中。期间，斯菱泰国生产基地逐步达产，由泰国销往美国市场的产品占比从2020年18.17%提升至74.38%。泰国基地生产产品无需缴纳额外加征关税，同时，由于公司产品认可度较高，除NAPA等少量客户采用DDP模式、关税由公司承担外，其他美国客户的关税均由客户自行承担。

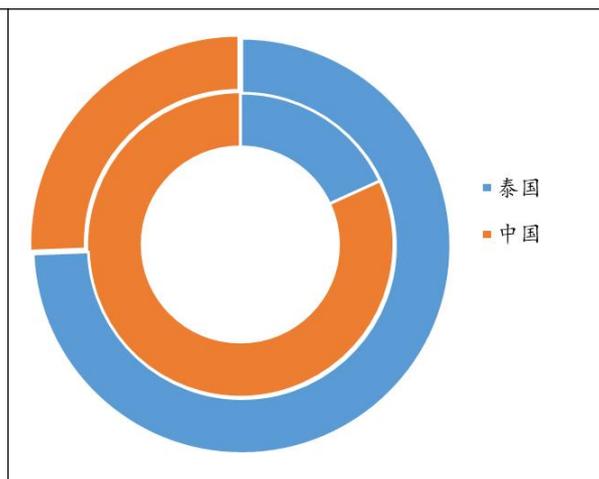
2023年11月，中美领导人在美国旧金山举行元首会晤，双方经贸领域合作有望回暖，美国征税清单或有放松，公司有望受益。此外，公司产品出口以FOB为主，无需承担运费，且由于产品质量获得认可、客户黏性较好，美国加征关税中相当部分经协商后由在美客户承担。随着中美经贸关系改善、关税政策放松，公司产品若被取消加征关税，可向客户进一步让利，客户黏性有望进一步提高，推动美国市场持续增长。

图 38: 美国市场销售金额变化



资料来源: 招股说明书, 华龙证券研究所

图 39: 美国市场销售金额原产地分布 (%)



资料来源: 招股说明书, 华龙证券研究所

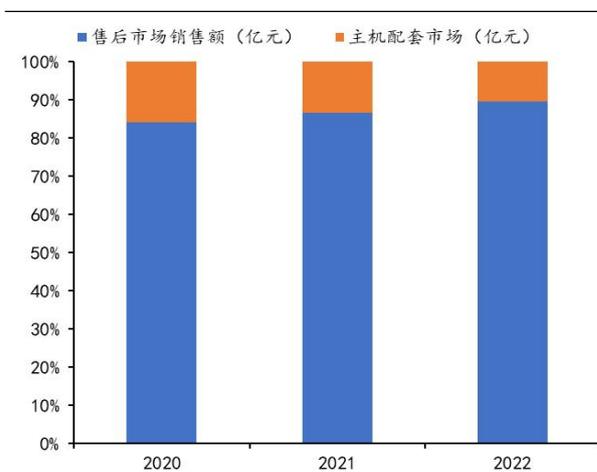
注: 内侧圈为 2020 年, 外侧圈为 2021 年

4.2 客户结构移向终端, 推动盈利水平持续提升

公司产品质量得到认可、客户黏性提高, 对贸易商依赖日益减轻, 客户结构逐步向后端终端客户偏移。

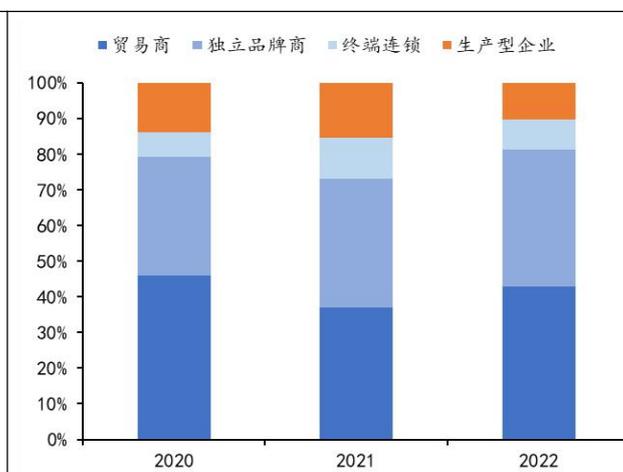
2020-2022 年, 公司售后市场销售额从 4.37 亿元增至 6.62 亿元, 占比从 84.25% 增至 89.63%。其中, 贸易商收入占比近 3 年来维持在 40% 上下, 整体仍为第一大客户类型。独立品牌商份额增长约 5pct, 占比由 2020 年 33.35% 提升至 2022 年 38.41%, 终端连锁份额小幅上升 1.3pct。一般而言, 独立品牌商、终端连锁等非贸易商客户由于中间环节少, 因而毛利率高于贸易商客户。

图 40: 公司售后、主机销售额对比



资料来源: 招股说明书, 华龙证券研究所

图 41: 公司收入端客户结构情况

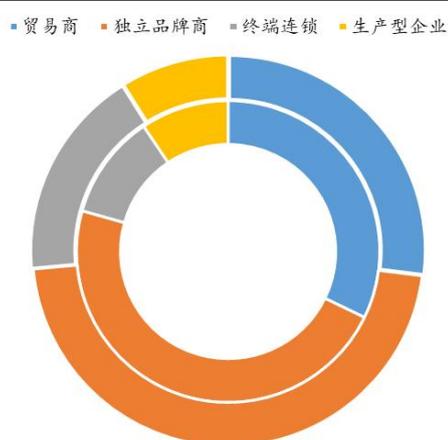


资料来源: 招股说明书, 华龙证券研究所

公司海外市场客户结构与整体客户结构变化大体一致。2019-2021年,公司海外市场占比大幅增加约20pct至66.29%,期间独立品牌商和终端连锁贡献最大增量,收入占比均增加10pct以上,2021年分别占比30.87%、11.61%,贸易商占比由10.77%增至17.89%,增加幅度不及独立品牌商和终端连锁。

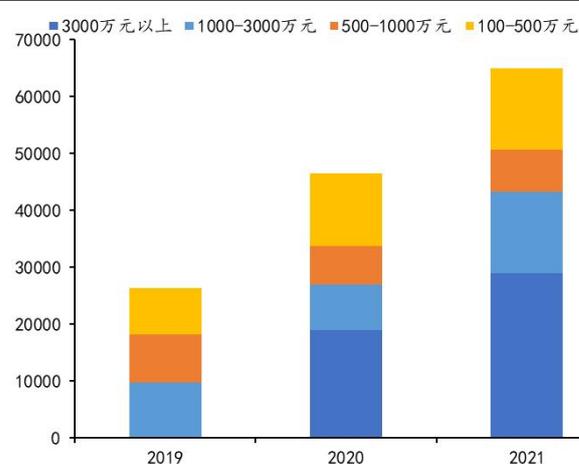
同时,公司大客户集中度也较高。2021年,公司贸易商和独立品牌商前5大客户集中度均超20%,终端连锁前2大客户集中度超10%。生产型企业整体收入占比不高,前5大客户集中度也达到10%以上。

图 42: 公司海外市场客户结构



资料来源: 招股说明书, 华龙证券研究所

图 43: 公司不同交易规模销售金额变化



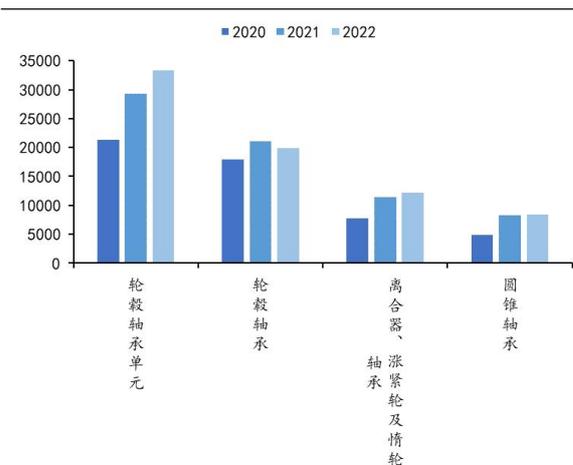
资料来源: 招股说明书, 华龙证券研究所

4.3 大力发展柔性生产, 满足多样化、集成化需求

针对下游需求主要来自售后市场这一特点,公司一方面适应行业发展趋势、提高产品集成度,另一方面提高柔性制造能力,满足产品多元化需求。

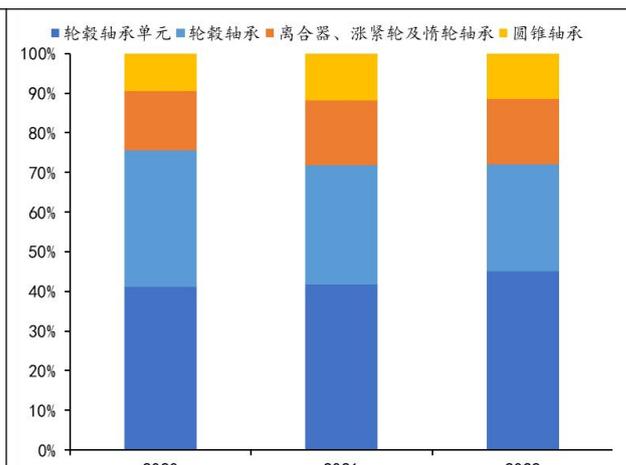
产品集成度指单件产品上所包含部件数量,包含部件数量越多、集成度越高,更能适应汽车制造业装配速度变快、客户个性化需求更高的发展趋势。近年来公司推动主要产品集成化程度提高。在主要产品轮毂轴承之上集合更多部件的轮毂轴承单元收入由2020年2.13亿元增至2022年3.33亿元,占收入比重由41.06%提升至45.05%,轮毂轴承收入占比由34.51%降至26.99%,其他两类产品占比则维持在15%、10%左右。

图 44：公司分产品收入变化（万元）



资料来源：招股说明书，华龙证券研究所

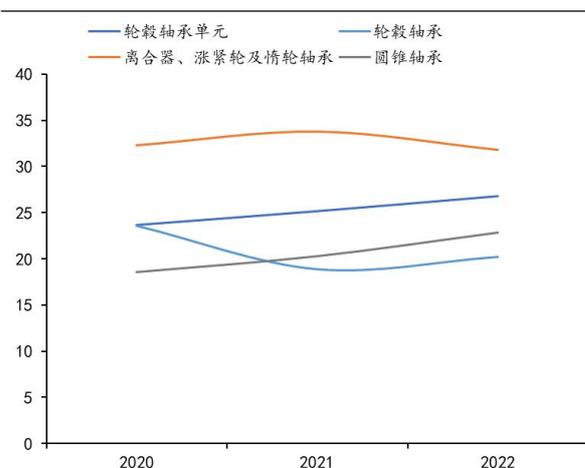
图 45：公司分产品收入占比变化（%）



资料来源：招股说明书，华龙证券研究所

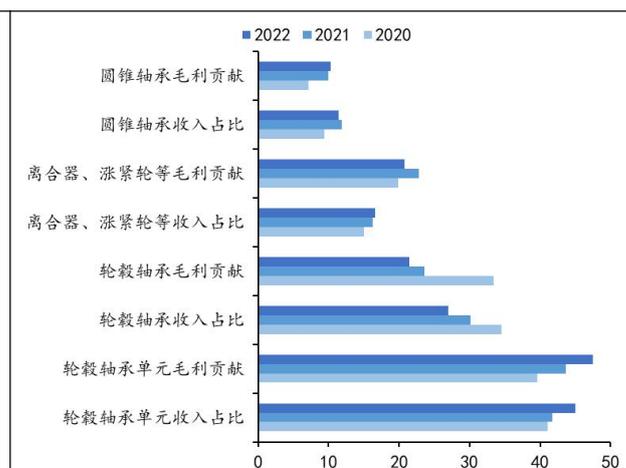
集合程度更高、生产一体化程度更高的产品毛利率更高。据公司招股说明书，公司毛利率最高的产品为离合器、涨紧轮及惰轮轴承，达 30% 以上，但收入占比较小。在轮毂轴承及轮毂轴承单元主营业务中，轮毂轴承单元毛利率随着规模效应显现而稳步上升，2022 年底为 26.77%；轮毂轴承毛利率在 20% 上下波动，2021 年因主要原材料钢材涨价较多、产品涨价难度较大，毛利率有所下滑。相应地，轮毂轴承单元的毛利贡献也由 2020 年 39.56% 增长至 2022 年 47.5%，为第一大利润来源，增长幅度高于同期收入占比增长幅度，轮毂轴承收入与毛利贡献均有所下滑，毛利下滑幅度更大。

图 46：公司分产品毛利率对比（%）



资料来源：招股说明书，华龙证券研究所

图 47：公司分产品毛利、收入占比（%）



资料来源：招股说明书，华龙证券研究所

4.4 成本加成策略下，优秀成本管控保障盈利能力提升

作为制造业企业，公司主要采取成本加成策略进行产品定价，原材料成本对公司影响较大。2020-2022年，在剔除外购零部件及包装费、运费、关税等费用后的成本构成中，直接材料占比始终超过60%，为最大成本分项。直接人工与制造费用占比分别在10%、20%上下波动，并呈下降趋势。

特种轴承钢是公司主营轴承产品的核心原材料，其中GCr15轴承钢采购占比达95%以上。2015年至今，直径50mm的GCr15轴承钢价格波动上升，截至2023年12月18日，GCr15轴承钢日均价收于5172元/吨。

图 48：公司生产成本构成（%）

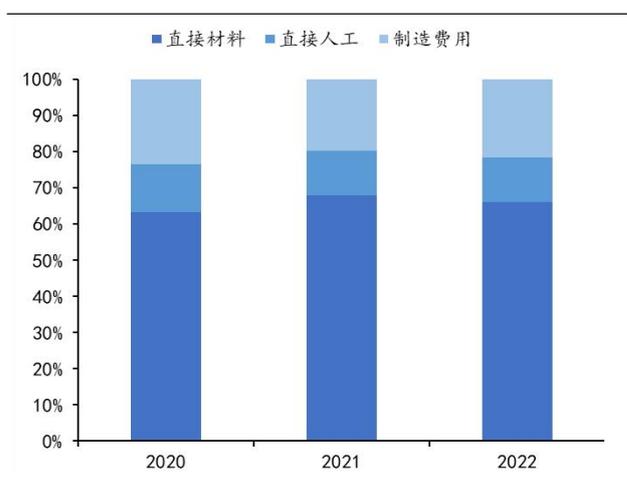
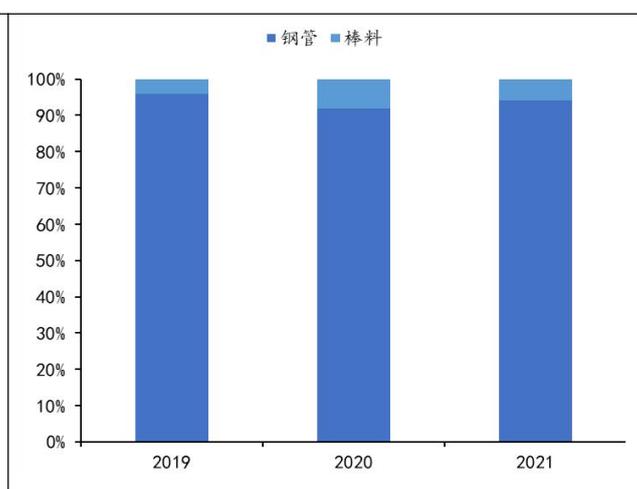


图 49：公司直接材料成本构成（%）



资料来源：招股说明书，华龙证券研究所

资料来源：招股说明书，华龙证券研究所

图 50：50mm 连铸 GCr15 轴承钢日均价变化（元/吨）

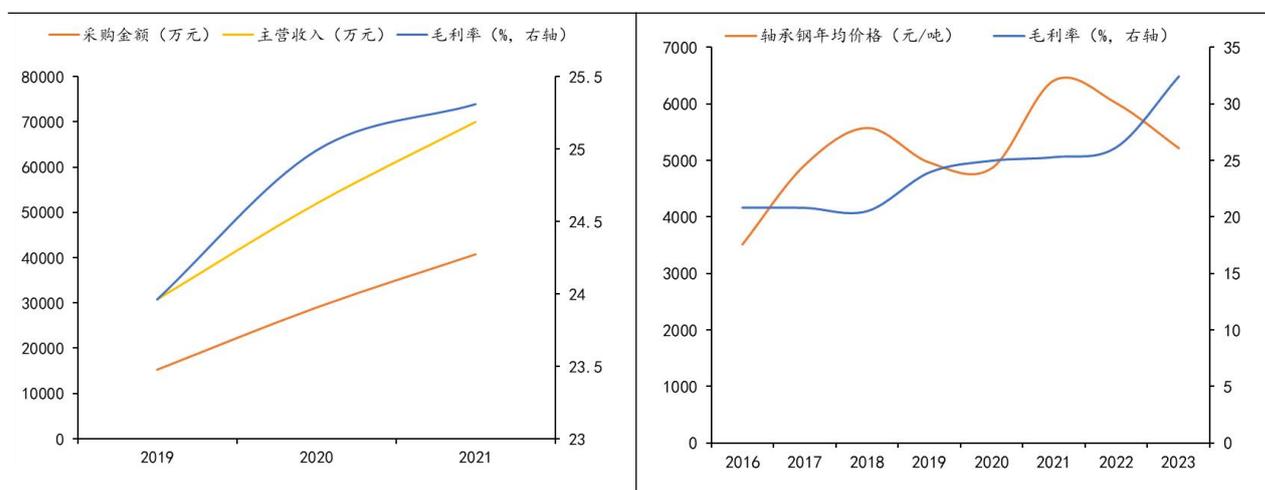


资料来源：钢联数据，华龙证券研究所

将公司披露的原材料采购金额与公司收入、毛利率变动进行对比，三项指标在 2019-2021 年均保持上升态势。其中，采购金额与公司毛利率变动幅度更为接近，显示公司原材料采购情况对毛利率影响更为直接。以更长视角来看，2016 年至今，轴承钢价格与公司毛利率整体均呈现波动上升态势，原材料价格的上涨并未拖累公司盈利水平，公司毛利率逆势连年上升，于 2023 年 3 季度首次超过 30%。这进一步印证我们前述分析，即：随着公司规模扩大、产品升级、客户多元化，其成本控制能力稳步提升，一定程度上减轻了原材料价格波动的影响，盈利水平持续增强且稳定在高水平。

图 51：公司原料采购与毛利率同步上升

图 52：公司毛利率逆势波动提高



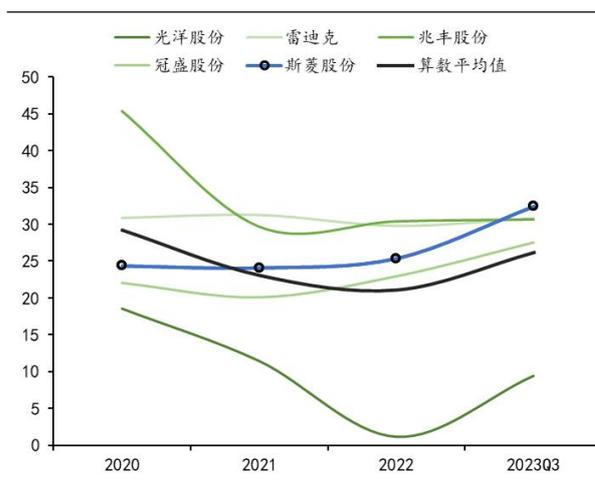
资料来源：Wind，钢联数据，华龙证券研究所

资料来源：Wind，钢联数据，华龙证券研究所

注：图 52 中，毛利率 2023 年数据截至三季度末，轴承钢均价数据截至 2023 年 12 月 18 日。

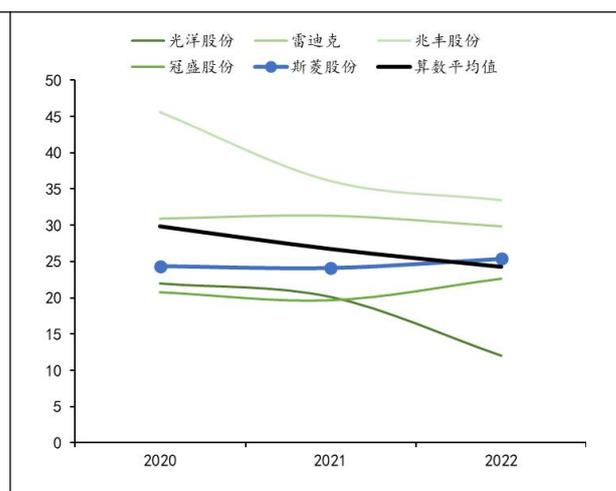
我们参考公司招股说明书选取行业可比公司，与公司毛利率水平进行对比，发现公司毛利率处于行业中上水平，并稳步提升。公司整体毛利率自 2021 年后高于可比公司平均毛利率并稳步上升，2023 年 3 季度毛利率处于行业领先地位，该领先地位或有季节波动因素，但整体看公司毛利率处于行业靠前位置。具体看轴承类产品，公司轴承类产品毛利率处于行业中间水准，2022 年首次超过可比公司平均值，根据整体毛利率推断，2023 年 3 季度轴承产品毛利率或进一步提高。

图 53: 可比公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华龙证券研究所

图 54: 可比公司轴承类产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华龙证券研究所

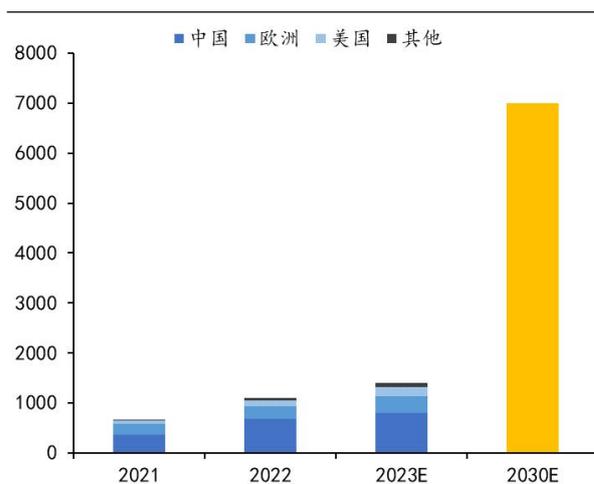
5 新能源车、人形机器人等新应用场景不断扩 展, 公司募投项目落地提供增长弹性

5.1 电动车渗透率提高有望带动轴承行业高端化、多元 化变革

新能源车渗透率快速提升, 短期或降低 OEM 市场汽车轴承用量, 长期看将推动轴承行业向高端化、专用化方向发展。据 IEA 数据, 2022 年全球的电动汽车销量首次突破 1000 万辆, 电动车保有量达到 2600 万辆, 2022 年全球电动车新车渗透率达到 14%, 较 2021 年 9% 有较大提升。

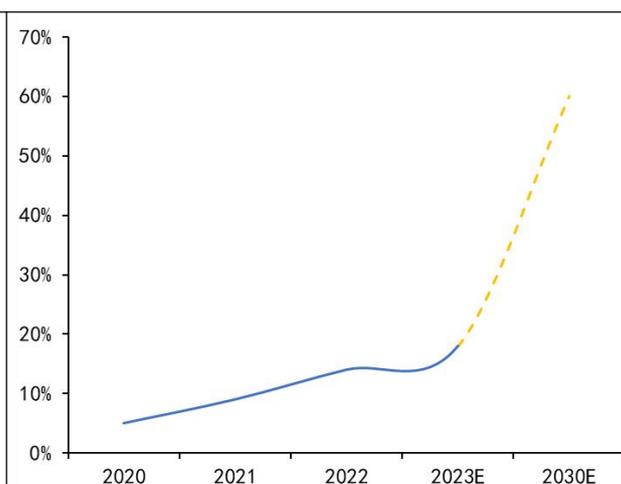
中国是全球最大新能源车市场, 2022 年新能源汽车产销量分别达到 705.8 万辆和 688.7 万辆, 同比分别增长 96.9% 和 93.4%, 销量占全球销量比重超过 60%。欧洲和美国是第二、第三大电动车市场, 2022 年销量分别为 248 万辆、106 万辆, 同比分别增长 15%、55%, 美国销量增速显著快于欧洲。据 IEA 预测, 2030 年全球电动车销量将超过 7000 万辆, 保有量将达到 3.8 亿量, 全球年度新车渗透率有望触及 60%。届时, 全球汽车当年总销量将达到 1.17 亿量, 相较 2022 年的 8105 万辆将大幅增加。

图 55: 全球电动车销量变化 (万辆)



资料来源: IEA, 华龙证券研究所

图 56: 全球电动车渗透率变化 (%)



资料来源: IEA, 华龙证券研究所

短期来看, 汽车电动化趋势对汽车轴承市场的影响比较复杂。一方面, 新能源车渗透率提升势必带动上游汽车零部件需求; 另一方面, 电动车上的轮内电机替代了传统燃油车上的变速箱、传动轴、轮轴等部件, 而这些部件原本装配了大量的各类汽车轴承, 单车汽车轴承使用量有明显减少。

但长期来看, 汽车轻量化和新能源车保有量增加对汽车轴承提出了更高要求, 需要满足更高、更多元需求。近年来, 为了提高能源效率、降低碳排放, 全球汽车厂商都在致力于为汽车减重, 汽车轴承是汽车轻量化的重要部分。随着更多新车型和 SUV 车型迭代, 汽车轴承也面临更高要求, 这一进程将推动轴承生产技术提高和价值量提高, 带动轴承展业不断增长。

当前, 公司轴承产品应用主要应用在传统动力汽车方向, 2019-2021 年连续 3 年产品金额占比超 98%, 新能源用产品占比极低。但从绝对金额来看, 应用在新能源车上的产品金额增长极快, 2020、2021 年变动幅度分别为 380.73%、206.76%, 2021 年收入金额为 1354.8 万元。据公司公告, 对于已经上市的部分新能源车型所需驱动系统轴承, 公司已经进行了储备开发, 目前已完成试样、进入小批量生产极端, 同时已成功开发出轻量化、高密封性、低摩阻轴承产品, 主要产品将不断渗透至新能源汽车高端售后市场及主机配套市场。未来, 随着新能源车保有量快速增长、逐渐进入维修养护后市场, 公司产品应用在新能源车上的比例势必将逐渐增加。

5.2 人形机器人或打开优势轴承企业新增长空间

人形机器人的快速迭代更新与广阔商用前景推动机器人零部件、AI、超级计算机以及新材料等众多相关方向持续取得进展。行星滚柱丝杠和谐波减速器是人形机器人零部件中用量较大、价值量较高的两种部件，市场空间大、国产替代前景高。

人形机器人关节和运动机构传动要求实现高精度运动控制，同时具备较大荷载值，行星滚柱丝杠凭借其高强度、低摩擦系数和较高荷载能力，能够匹配人形机器人关节部位要求。

减速器是机器人的核心部件之一，是连接动力源和执行机构的中间机构。精密减速器回程间隙小、精度较高、使用寿命长，其中谐波减速器主要应用于人形机器人。谐波减速器主要由刚轮、柔轮、波发生器三个基本构件组成，行星滚柱丝杠主要配件有丝杠、滚柱、螺母和保持架。两种部件的原材料均主要采用高级调质钢、滚动轴承钢等。研发能力较强、具备集成化生产优势的轴承企业在人形机器人零部件研发和量产方面具备天然优势，或可自然切入人形机器人供应链。

5.3 公司熟稔资本市场，募投项目进展顺利

公司拥有天然资本市场基因，成立以来通过数次资本市场运作不断做大做强做优，一方面加大研发投入提升产品力，另一方面通过一系列资本运作实现生产规模与经营质量的双重提升。2014年，公司完成股改，在发展早期即引入财通证券、中原证券等战略投资人；2017年、2019年分别收购优联轴承、开源轴承，产品品类得以扩展、生产规模大幅扩大；2018年、2020年分别以新昌钟毓和安吉繁欣为平台实施两次股权激励，激励员工50余人；2015年新三板挂牌，并于2023年登陆创业板。

公司首次公开发行共募集资金40630.89万元，主要用于年产629万套高端汽车轴承技改扩产项目、技术研发中心升级项目及补流。目前，募投项目进展顺利，达产后将增强公司在第三代轮毂单元、重卡轮毂单元、新能源汽车轮毂电机等方向的研究生产能力。

表 2：公司募投项目情况

项目名称	预计总投资额 (万元)	募集资金使用额 (万元)
年产 629 万套高端汽车轴承技术改造扩产项目	24761.95	24761.95
斯菱股份技术研发中心升级项目	3868.94	3868.94
补充流动资金	12000	12000
合计	40630.89	40630.89

资料来源：公司招股说明书，华龙证券研究所

6 盈利预测与投资评级

轮毂轴承单元：公司开发柔性生产线，提高产品集成化程度，过去 3 年轮毂轴承单元收入保持双位数增长。随着公司募投项目陆续投产，产能规模扩大，轮毂轴承单元作为最大收入来源增速或加快，对毛利贡献也将持续提高。预计 2023-2025 年收入增速分别为 15%、17%、20%，毛利率分别为 26.13%、25.5%、25.5%。

轮毂轴承：受宏观经济波动、公司产品集成化等多重因素影响，轮毂轴承产品过去 3 年收入呈现较大波动，未来公司产品集成度提升，外售轴承零件占比将缓速下降。预计 2023-2025 年收入增速分别为 -2%、-2%、-2%，毛利率分别为 20.21%、20.21%、21.03%。

离合器、涨紧轮及惰轮轴承：收入占比较小，是公司除轮毂轴承产品以外的主要产品，预计收入将稳定增长，但因产品种类较多、单品类价值量大，毛利率较高。预计 2023-2025 年收入增速分别为 7.5%、7.5%、7.5%，毛利率分别为 31.46%、31.14%、30.82%。

圆锥轴承：收入占比较小，增速波动较大，毛利率接近公司整体毛利率。预计 2023-2025 年收入增速分别为 5%、5%、5%，毛利率分别为 22.86%、22.86%、22.86%。

综上，预计公司 2023-2025 年收入分别为 8.09、8.86、9.86 亿元，实现归母净利润分别为 1.44、1.85、2.38 亿元，对应 PE 分别为 37.45、29.24、22.67 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

7 风险提示

全球新车销售下滑。车辆销量下滑将导致汽车零部件需求减少。

经济复苏不及预期拖累出行和车辆保养消费。宏观经济直接影响车主消费意愿与消费能力，若经济不景气，车主可能减少车辆维保次数，进而影响汽配后市场。

新能源车渗透率提升速度放缓。汽车电动化推动以轮毂电机为代表的轴承高端化趋势，若新能源车渗透率增速放缓，高端产品需求或不及预期。

公司募投项目进展不及预期。公司募投项目受多个实际因素影响，存在不确定性。

所引用数据来源可能存在错漏或偏差。本报告数据来源于公开或已购买数据库，若这些来源所发布数据出现错误，将可能对分析结果造成影响。

表：公司财务预测表

证券代码:	301550.SZ		股价:	38.61	投资评级:	增持	日期:	2024/1/19	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	24%	22%	22%	22%	EPS (元)	1.11	1.31	1.68	2.16
毛利率	26%	31%	32%	33%	BVPS	0.86	0.89	1.22	1.41
期间费率	10%	10%	10%	9%	估值				
销售净利率	16%	19%	20%	21%	P/E	44.04	37.45	29.24	22.67
成长能力					P/B	10.45	8.17	6.39	4.98
收入增长率	5%	0%	23%	21%	P/S	7.20	7.17	5.84	4.81
利润增长率	35%	18%	28%	29%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.79	0.77	0.69	0.72	营业收入	750	753	924	1122
应收账款周转率	4.80	4.37	4.00	4.34	营业成本	553	519	627	751
存货周转率	3.10	2.41	2.41	2.43	营业税金及附加	6	6	7	8
偿债能力					销售费用	11	8	10	10
资产负债率	46%	33%	37%	30%	管理费用	30	35	43	52
流动比	1.70	2.42	2.34	2.97	财务费用	-18	8	-18	-8
速动比	1.26	1.72	1.80	2.29	其他费用/(-收入)	33	32	35	34
					营业利润	125	161	209	272
					营业外净收支	8	8	8	8
					利润总额	133	170	217	280
					所得税费用	10	25	33	42
					净利润	123	144	185	238
					少数股东损益	0	0	0	0
					归属于母公司净利润	123	144	185	238
					润				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	371	371	647	815	经营活动现金流	235	64	235	52
应收款项	161	179	238	268	净利润	123	144	185	238
存货净额	179	215	260	309	少数股东权益	0	0	0	0
其他流动资产	0	9	9	9	折旧摊销	22	18	18	17
流动资产合计	716	642	716	773	公允价值变动	-4	0	0	0
固定资产	148	150	135	119	利息费用	-7	-5	-4	0
在建工程	17	0	0	0	投资活动现金流	6	7	7	0
无形资产及其他	69	183	488	676	资本支出	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
资产总计	950	975	1339	1568	其他	6	7	7	0
短期借款	65	0	0	0	筹资活动现金流	-53	-58	11	16
应付款项	335	292	465	443	债务融资	0	0	0	0
预收帐款	4	5	6	8	权益融资	0	0	0	0
其他流动负债	24	-293	-466	-450	其它	0	0	0	0
流动负债合计	429	5	5	0	现金净增加额	174	-1	277	167
长期借款及应付债券	0	0	0	0					
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	434	319	493	472					
股本	83	83	83	83					
股东权益	516	661	845	1083					
负债和股东权益总计	950	980	1338	1555					

资料来源: Wind, 华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明:

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。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价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

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及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应充分考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦F1层华龙证券
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000