

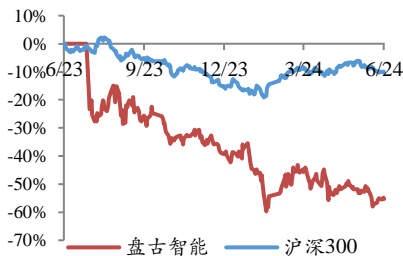
业绩稳步增长，新业务持续开拓

评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-24

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元） | 21.4 |
| 近12个月最高/最低（元） | 50.48/20.20 |
| 总股本（百万股） | 148.58 |
| 流通股本（百万股） | 36.58 |
| 流通股比例（%） | 24.62 |
| 总市值（亿元） | 31.80 |
| 流通市值（亿元） | 7.83 |

公司股价与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

《华安证券_公司研究_公司深度报告_集中润滑系统稳固，切入液压系统“滩头堡”》2023-11-15

主要观点：

● 2023年公司业绩表现符合预期，营收利润持续增长

2023年公司实现营业收入4.09亿元，同比增长19.19%；归母净利润1.11亿元，同比增长2.29%。2024年Q1，公司实现营业收入8,776.68万元，归母净利润2,907.31万元。

● 风电装机景气度回升带动公司传统润滑业务持续扩张

2023年公司润滑系统及配件贡献收入3.10亿元，同比增加3.09%，占比75.85%，其毛利率为48.28%；液压系统及配件收入0.69亿元，同比增长69.08%，占比17.10%，毛利率为29.74%。公司毛利率下降原因主要为受2023年整机价格下降影响，随着风电整机价格下降速度放缓、2024年风电装机已显现有望高增的态势下，2024年公司业绩有望持续增长。

● 业务创新驱动增长，国际市场布局加速

公司充分依托在风电类润滑系统领域积累的核心技术与经验，积极推进产品在其他业务领域的应用，在工程机械、工业机床、轨道交通、盾构机、起重机械等非风电领域均有收入实现，产品在新应用领域2023年已见成效，或将持续推动未来公司业绩增长。自主研发的液压变桨系统测试进度稳步推进，有望于2024年末完成测试，2025年量产，该产品技术先进、可靠性高，可对进口液压部件实现国产替代。

● 投资建议：成长可期，给予“买入”评级

预计2024年-2026年公司实现营收分别为5.3/7.36/10.15亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为1.13/1.67/2.46亿元，EPS分别为0.76/1.12/1.66元。按2024年6月21日的收盘价计算，对应的PE分别为28.21、19.04和12.92，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

液压系统市场不确定性；海外市场不确定性；研发和生产成本增加等。

● 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 409 | 530 | 736 | 1015 |
| 收入同比（%） | 19.2% | 29.6% | 38.7% | 38.0% |
| 归属母公司净利润 | 111 | 113 | 167 | 246 |
| 净利润同比（%） | 2.3% | 1.8% | 48.2% | 47.4% |
| 毛利率（%） | 44.4% | 42.3% | 40.1% | 40.6% |
| ROE（%） | 5.4% | 5.1% | 7.1% | 9.4% |
| 每股收益（元） | 0.87 | 0.76 | 1.12 | 1.66 |
| P/E | 35.40 | 28.21 | 19.04 | 12.92 |
| P/B | 2.21 | 1.45 | 1.35 | 1.22 |
| EV/EBITDA | 35.27 | 18.54 | 11.66 | 7.43 |

资料来源：ifind，华安证券研究所

正文目录

| | |
|----------------------------|---|
| 1 专注润滑与液压系统，营收与市场齐增长 | 4 |
| 2 业务创新驱动增长，国际市场布局加速 | 5 |
| 3 投资建议 | 6 |
| 4 风险提示 | 6 |
| 财务报表与盈利预测 | 7 |

图表目录

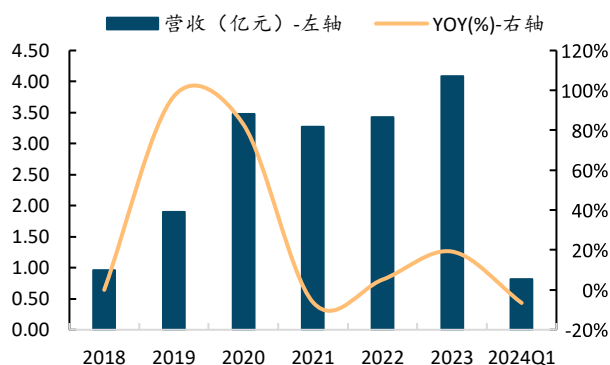
| | | |
|------|------------------------------|---|
| 图表 1 | 2018 年-2024Q1 年公司营收及增速 | 4 |
| 图表 2 | 2018 年-2024Q1 年公司扣非净利及增速 | 4 |
| 图表 3 | 2018 年-2023 年公司各业务营收情况 (百万元) | 5 |
| 图表 4 | 2018 年-2023 年公司国内外营业收入情况 | 5 |
| 图表 5 | 2018 年-2023 年公司各业务毛利率情况 | 5 |
| 图表 6 | 2018 年-2023 年公司毛利率和净利率趋势 | 5 |
| 图表 7 | 集中润滑系统应用领域 | 6 |
| 图表 8 | 液压系统及其部件 | 6 |

1 专注润滑与液压系统，营收与市场齐增长

公司专注于集中润滑系统和液压系统研发、生产及销售，致力于为风电设备、工程机械、工业机床等多个领域提供高效可靠的润滑与液压解决方案。2018 年公司开始进军液压系统市场。公司产品分为三类，**集中润滑系统**（递进式润滑系统和单线式润滑系统），主要应用于风电设备、工程机械、工业机床等；**液压系统**（液压制动系统、液压变桨系统和液压偏航系统），主要用于风电设备的变桨控制、刹车及偏航控制；**以及新产品如齿轮箱润滑系统和膜片联轴器**等。

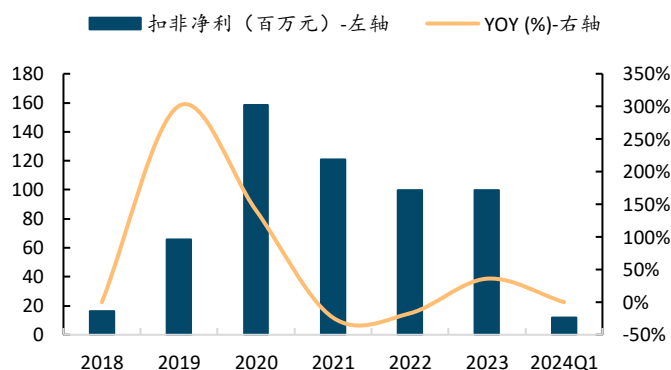
2023 年，公司实现了显著的营收增长，其营业收入为 4.09 亿元，较 2022 年增长了 19.19%；归属于上市公司股东的净利润 1.11 亿元，同比增长 2.29%。2024 年 Q1，公司实现营业收入 8,776.68 万元，归属于上市公司股东的净利润 2,907.31 万元，毛利率为 38%，较 2023 年同期的 44% 有所下降，主要由于市场价格压力和研发、销售人员扩充带来的成本增加，但公司通过优化生产流程和提升产品附加值，保持了较高的利润率。此外，公司内销市场稳步增长，收入 3.6 亿元，占总收入的 87.98%，同比增长 17.93%，保持了主要收入来源的地位；外销市场收入 0.5 亿元，占比 12.02%，同比增长 29.23%，外销显著增长体现了公司在国际市场拓展方面的成效，未来有望继续增加国际业务的占比。

图表 1 2018 年-2024Q1 年公司营收及增速



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 2 2018 年-2024Q1 年公司扣非净利及增速



资料来源：ifind，华安证券研究所

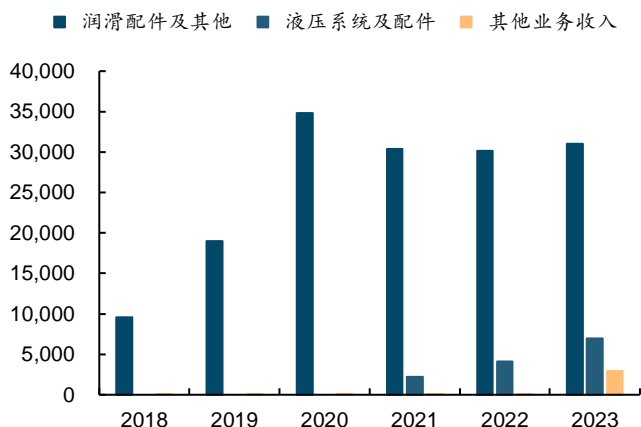
分业务来看，专用设备制造行业的营收为 3.80 亿元，占总营业收入的 92.95%，同比增长 17.21%，毛利率为 44.87%。其他业务 2023 年的营收为 0.29 亿元，占总营收的 7.05%，同比增长 53.34%。

分产品来看，润滑系统及配件是主要收入来源，贡献了 3.10 亿元，占比 75.85%，同比增长 9.63%，其毛利率为 48.28%，较上年下降 5.63pct；液压系统及配件收入 0.69 亿元，占比 17.10%，同比增长 69.08%，毛利率为 29.74%，同比增长 0.76pct。

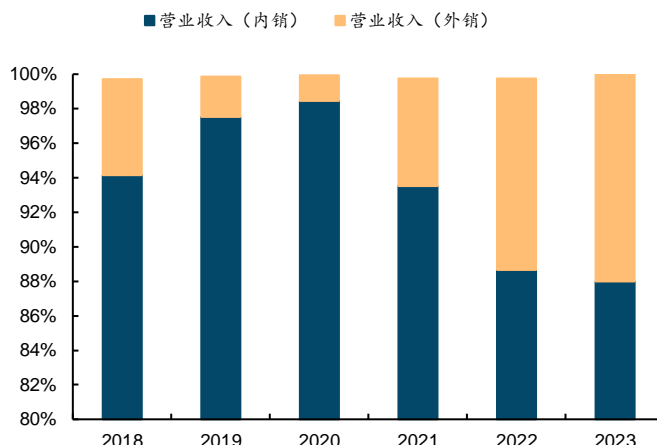
分区域来看，国内市场 2023 年的营收为 3.6 亿元，占总营收的 87.98%，同比增长 17.93%；毛利率为 43.00%。国际市场营收为 0.49 亿元，占总营收的 12.02%，同比增长 29.23%；毛利率为 54.43%。

图表 3 2018 年-2023 年公司各业务营收情况 (百万元)

图表 4 2018 年-2023 年公司国内外营业收入情况



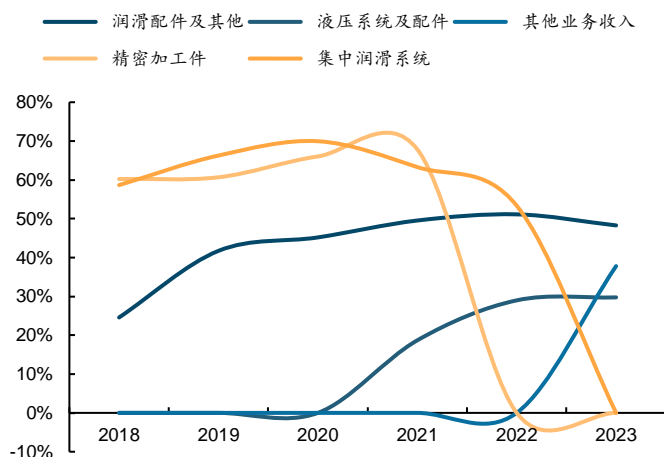
资料来源: ifind, 华安证券研究所



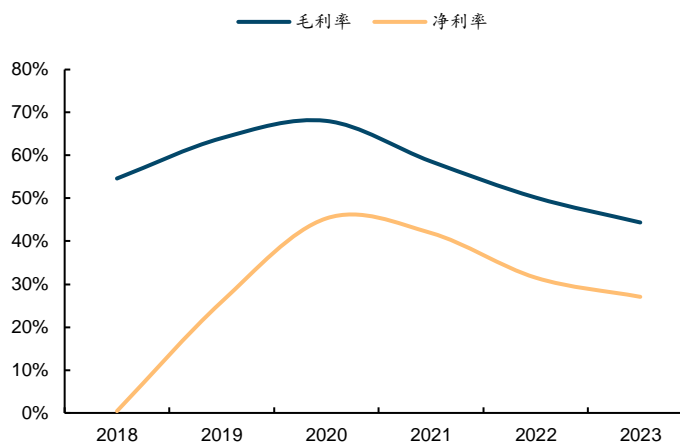
资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 5 2018 年-2023 年公司各业务毛利率情况

图表 6 2018 年-2023 年公司毛利率和净利率趋势



资料来源: ifind, 华安证券研究所



资料来源: ifind, 华安证券研究所

2 业务创新驱动增长, 国际市场布局加速

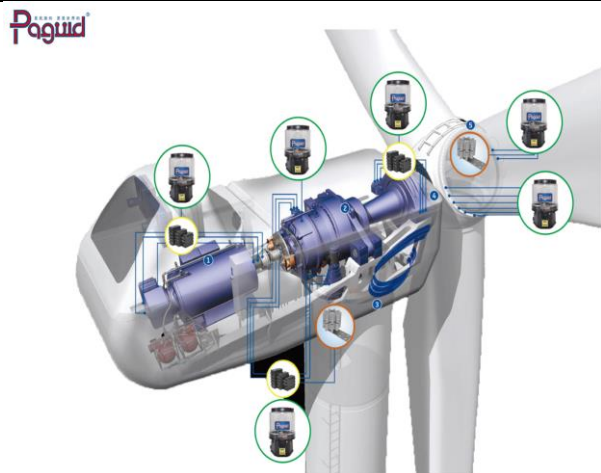
公司的两大主营业务集中润滑系统和液压系统有多年的研发制造优势, 已申请多项国家发明专利, 产品广泛应用于多个领域, 其中集中润滑系统在其结构设计、精密加工、产品检测等生产环节积累了丰富的制造经验和工艺技术优势, 具有稳定性高、可靠性强、密封性好、输出压力高等特点, 可对机械摩擦点位进行定点、定时、定量、定序的油脂润滑, 覆盖多个应用领域的机械润滑需求, 特别是在风力发电领域, 可以使机舱和轮毂中的关键部件获得峰值性能, 降低运维成本, 满足运营商对风力发电机更高发电效率的需求, 显著提高风机工作效率并延长使用寿命, 公司在此领域国内市场占有率超过 50%且连续多年位居第一, 在国内风电行业整体布局放缓的背景下, 发挥市场占有率优势。另外, 公司依靠在集中润滑系统的自主研发优势, 实现风电液压变桨系统的研发, 风电液压变桨系统已在金风科技完成了台架测试, 该产品皆由公司自主研发和制造, 测试通过后有望快速打破国内中高端液压部件长期依赖进口的局面, 实现高端液压系统进口替代, 形成公司新的业绩增长点。

除此之外, 公司持续推进主营产品优化升级及更新迭代的同时, 增加产品储备, 丰富产品结构, 实现技术突破, 成功推出齿轮箱润滑系统和膜片联轴器。未来, 公司也将依托自身在润滑及液压领域积累的丰富经验与技术沉淀, 持续开展多维度的研发创新, 优化产品布局,

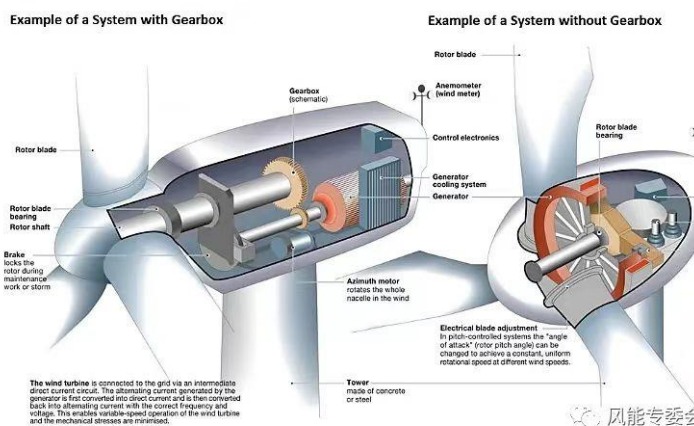
为未来发展蓄能。

图表 7 集中润滑系统应用领域

图表 8 液压系统及其部件



资料来源: ifind, 华安证券研究所



资料来源: 风能委员会 CWEA 公众号, 华安证券研究所

国外市场方面, 2023 年公司在风电领域的交付情况较为平稳, 生产计划根据客户订单灵活调整。润滑系统在海外市场的交付量达到近 4000 台, 占海外市场的三分之一。液压刹车系统在国内市场的市占率约为 50%, 预计三年内在海外市场的市占率将达到 30%。此外, 公司还获得了国际知名企业如维斯塔斯、西门子歌美飒和通用电气的认可, 保证了公司未来发展的稳定性和持续性, 今后公司也将继续强化国内市场的领先地位, 同时积极开拓国际市场, 增强全球市场的占有率和影响力。

3 投资建议: 成长可期, 给予“买入”评级

我们预计 2024 年-2026 年公司实现营收分别为 5.3/7.36/10.15 亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 1.13/1.67/2.46 亿元, EPS 分别为 0.76/1.12/1.66 元。按 2024 年 6 月 21 日的收盘价计算, 对应的 PE 分别为 28.21、19.04 和 12.92, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

4 风险提示:

液压系统市场不确定性: 公司液压制动系统虽然已经实现量产, 但液压变桨系统仍在测试阶段, 预计到 2024 年第二季度末才能完成金风科技的挂机测试, 液压偏航系统尚处于研发阶段。

海外市场不确定性: 公司积极拓展海外市场, 但国际市场的政治经济环境变化可能带来不确定性, 对公司业务产生影响。

研发和生产成本增加: 风电领域的市场竞争激烈, 新产品开发和生产基地扩建可能导致成本增加, 短期内对利润产生压力。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 1964 | 2051 | 2309 | 2673 | 营业收入 | 409 | 530 | 736 | 1015 |
| 现金 | 87 | 344 | 735 | 1038 | 营业成本 | 228 | 306 | 440 | 603 |
| 应收账款 | 289 | 357 | 492 | 692 | 营业税金及附加 | 3 | 4 | 5 | 7 |
| 其他应收款 | 1 | 1 | 0 | 0 | 销售费用 | 25 | 37 | 40 | 56 |
| 预付账款 | 6 | 12 | 18 | 21 | 管理费用 | 24 | 37 | 40 | 56 |
| 存货 | 84 | 113 | 162 | 222 | 财务费用 | -11 | -3 | -10 | -22 |
| 其他流动资产 | 1497 | 1224 | 902 | 701 | 资产减值损失 | -2 | -2 | -3 | -3 |
| 非流动资产 | 260 | 323 | 320 | 295 | 公允价值变动收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 固定资产 | 147 | 218 | 235 | 222 | 营业利润 | 126 | 127 | 187 | 276 |
| 无形资产 | 40 | 39 | 38 | 37 | 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动资产 | 73 | 67 | 47 | 37 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2224 | 2374 | 2628 | 2968 | 利润总额 | 127 | 127 | 188 | 276 |
| 流动负债 | 146 | 172 | 259 | 351 | 所得税 | 16 | 15 | 21 | 30 |
| 短期借款 | 1 | 2 | 1 | 0 | 净利润 | 111 | 113 | 167 | 246 |
| 应付账款 | 81 | 93 | 141 | 193 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 64 | 77 | 117 | 158 | 归属母公司净利润 | 111 | 113 | 167 | 246 |
| 非流动负债 | 8 | 8 | 8 | 8 | EBITDA | 127 | 153 | 210 | 288 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.87 | 0.76 | 1.12 | 1.66 |
| 其他非流动负债 | 8 | 8 | 8 | 8 | | | | | |
| 负债合计 | 154 | 180 | 266 | 359 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 149 | 149 | 149 | 149 | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 资本公积 | 1533 | 1544 | 1544 | 1544 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 387 | 501 | 669 | 916 | 营业收入 | 19.2% | 29.6% | 38.7% | 38.0% |
| 归属母公司股东权益 | 2069 | 2193 | 2361 | 2608 | 营业利润 | 5.6% | 0.4% | 47.6% | 47.6% |
| 负债和股东权益 | 2224 | 2374 | 2628 | 2968 | 归属于母公司净利润 | 2.3% | 1.8% | 48.2% | 47.4% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 44.4% | 42.3% | 40.1% | 40.6% |
| | | | | | 净利率 (%) | 27.1% | 27.1% | 21.3% | 22.7% |
| | | | | | ROE (%) | 5.4% | 5.1% | 7.1% | 9.4% |
| | | | | | ROIC (%) | 4.6% | 5.0% | 6.7% | 8.7% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 6.9% | 7.6% | 10.1% | 12.1% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 7.4% | 8.2% | 11.3% | 13.8% |
| | | | | | 流动比率 | 13.46 | 11.90 | 8.93 | 7.61 |
| | | | | | 速动比率 | 7.82 | 8.08 | 6.75 | 6.26 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.27 | 0.23 | 0.29 | 0.36 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 1.59 | 1.64 | 1.73 | 1.71 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 3.49 | 3.51 | 3.76 | 3.62 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.87 | 0.76 | 1.12 | 1.66 |
| | | | | | 每股经营现金流 (摊薄) | 0.20 | 1.57 | 1.46 | 1.40 |
| | | | | | 每股净资产 | 13.93 | 14.76 | 15.89 | 17.55 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 35.40 | 28.21 | 19.04 | 12.92 |
| | | | | | P/B | 2.21 | 1.45 | 1.35 | 1.22 |
| | | | | | EV/EBITDA | 35.27 | 18.54 | 11.66 | 7.43 |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与联系人简介

华安证券电力设备与新能源研究组:

张志邦: 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。