

创元科技 (000551)

瓷绝缘子&精密轴承增量显著，洁净环保业务稳健发展

增持 (首次)

2024 年 12 月 25 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

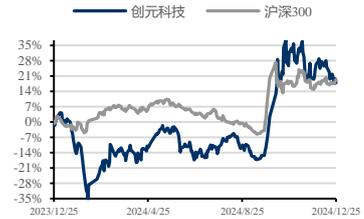
执业证书: S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4180	4323	4517	4912	5458
同比 (%)	13.10	3.42	4.47	8.77	11.11
归母净利润 (百万元)	163.93	155.30	200.60	228.03	262.52
同比 (%)	50.03	(5.27)	29.17	13.67	15.13
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.41	0.38	0.50	0.56	0.65
P/E (现价&最新摊薄)	29.57	31.21	24.16	21.26	18.46

投资要点

- **2024Q1-3 收入保持稳定增长，归母净利润同比高增 54%。**2024 年前三季度公司实现营业收入 33.56 亿元，同比增长 4.81%；归母净利润 2.12 亿元，同比增长 54.48%；扣非归母净利润 2.05 亿元，同比增长 63.20%。2024Q1-3 公司销售毛利率同比提升 1.74pct 至 23.25%，期间费用率同比下降 0.75pct 至 12.60%，销售净利率同比提升 2.64pct 至 9.71%。
- **2024H1 绝缘子及精密轴承业务拉动增长，洁净环保业务收入稳健。**分业务来看，洁净环保设备及工程、输变电高压绝缘子、精密轴承贡献主要收入。**1) 洁净环保设备及工程：**2024H1 营收同比下滑 0.01% 至 12.85 亿元，收入占比降至 56.88%，毛利率同比下滑 0.80pct 至 16.28%。**2) 输变电高压绝缘子：**2024H1 营收同增 17.73% 至 3.60 亿元，收入占比 15.91%，毛利率同增 4.56pct 至 31.48%。根据苏州电瓷（创元科技持股 86.42%）财务报告，2024H1 苏州电瓷营业收入 3.57 亿元，同比增长 18.20%，归母净利润 0.75 亿元，同比增长 78.15%，主要系国家对电网建设投资持续加强，公司按计划完成了多条国网特高压关键线路产品的交付与验收，国内营业收入同比上升；同时海外拓展成效显著。**3) 精密轴承：**2024H1 营收同增 17.91% 至 3.58 亿元，收入占比提至 15.86%，毛利率同比提升 1.25pct 至 38.05%。根据苏轴股份（创元科技持股 42.79%）财务报告，2024H1 苏轴股份归母净利润同增 33.99% 至 0.74 亿元，主要系公司坚持全球化布局，海外市场增量明显，且毛利率高于国内市场，持续打造差异化竞争优势，发力国内自主品牌业务，挖掘自主可控和国产替代业务，并稳健有序地拓展新业务，持续实施全面预算管理，加大推进降本增效与数字化管理提升等因素影响所致。
- **2024Q1-3 净利率&资产周转率提升带动加权平均 ROE 上行，资产负债率下降。**2024 年前三季度，公司加权平均净资产收益率同比上升 2.73pct 至 8.68%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2024 年前三季度公司销售净利率为 9.71%，同比上升 2.64pct，总资产周转率为 0.54（次），同比上升 0.03（次），权益乘数从 23 年前三季度的 2.74 下降至 24 年前三季度的 2.57。截至 2024Q3 末公司资产负债率为 43.65%，同比下降 4.64pct。
- **2024Q1-3 经营性现金流净额同比大增，净现比恢复。**2024 年前三季度，1) 公司经营现金流净额 2.54 亿元，同增 500.35%；2) 投资活动现金流净额 -0.39 亿元，同减 76.87%；3) 筹资活动现金流净额 -2.59 亿元，同减 110.45%。2016-2022 年净现比维持 1 以上，2023 年降至 0.81，2024Q1-3 净现比恢复至 0.78，同比大幅改善。
- **盈利预测与投资评级：**公司深耕洁净环保领域，总体表现稳健，期待下游行业需求修复；输变电高压绝缘子业务受益于国内外电网投资加强；精密轴承发力新赛道+海外增量显著。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 2.01/2.28/2.63 亿元，同比+29%/14%/15%，对应当前 PE 为 24/21/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.00
一年最低/最高价	6.41/15.18
市净率(倍)	1.92
流通 A 股市值(百万元)	4,816.03
总市值(百万元)	4,847.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.26
资产负债率(% ,LF)	43.65
总股本(百万股)	403.94
流通 A 股(百万股)	401.34

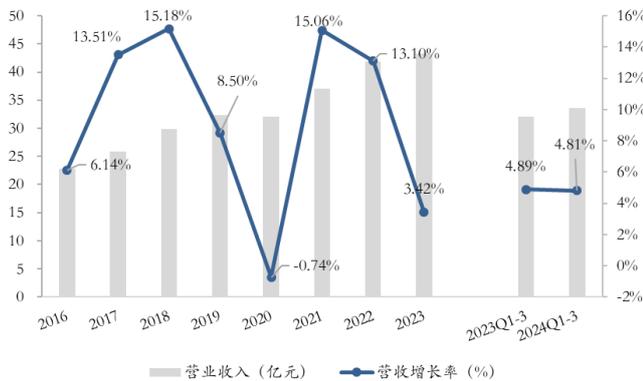
相关研究

- 《创元科技(000551): 深耕洁净环保&瓷绝缘子, 受益于下游新兴行业扩产&电网建设放量》
2023-10-08
- 《创元科技(000551): 国企改革中的高端环保设备企业》
2015-05-27

1. 2024Q1-3 归母同增 54%，绝缘子&精密轴承贡献增量

2024Q1-3 收入保持稳定增长，归母净利润同比高增 54%。2024 年前三季度公司实现营业收入 33.56 亿元，同比增长 4.81%；归母净利润 2.12 亿元，同比增长 54.48%；扣非归母净利润 2.05 亿元，同比增长 63.20%。2024Q1-3 公司销售毛利率同比提升 1.74pct 至 23.25%，期间费用率同比下降 0.75pct 至 12.60%，销售净利率同比提升 2.64pct 至 9.71%。

图1：2016-2023 年营业收入复合增速 10%



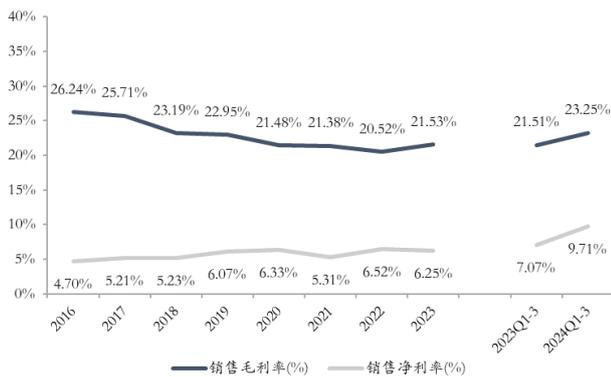
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2016-2023 年归母净利润复合增速 18%



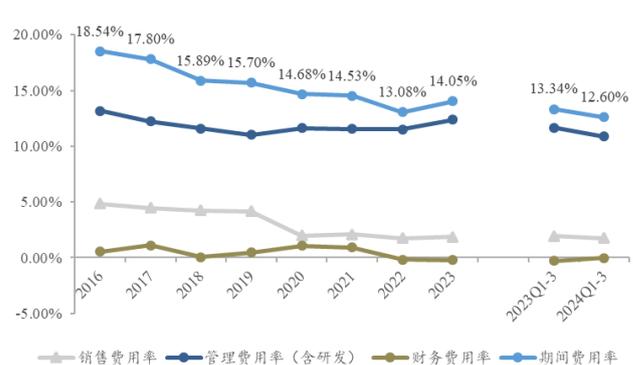
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2024Q1-3 销售毛利率同比提升 1.74pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2016-2023 年公司期间费用率总体下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024H1 绝缘子及精密轴承业务拉动增长，洁净环保业务收入稳健。分业务来看，洁净环保设备及工程、输变电高压绝缘子、精密轴承贡献主要收入。

1) 洁净环保设备及工程：贡献营收主力，2016-2023 年洁净环保设备及工程营业收

入复增 15%，收入占比从 2016 年 42.33% 逐步提升至 2023 年 60.22%。2024H1 洁净环保收入同比下滑 0.01% 至 12.85 亿元，收入占比降至 56.88%，毛利率同比下滑 0.80pct 至 16.28%。

2) 输变电高压绝缘子：2016-2023 年营业收入在 6~7 亿左右波动，2016-2023 年营业收入复合增速为 -0.4%，2024H1 输变电高压绝缘子收入同比增长 17.73% 至 3.60 亿元，收入占比 15.91%，毛利率同比提升 4.56pct 至 31.48%。根据苏州电瓷（创元科技持股 86.42%）财务报告，2024H1 苏州电瓷营业收入 3.57 亿元，同比增长 18.20%，归母净利润 0.75 亿元，同比增长 78.15%，主要系国家对电网建设投资持续加强，公司按计划完成了多条国网特高压关键线路产品的交付与验收，国内营业收入同比上升；同时海外拓展成效显著。

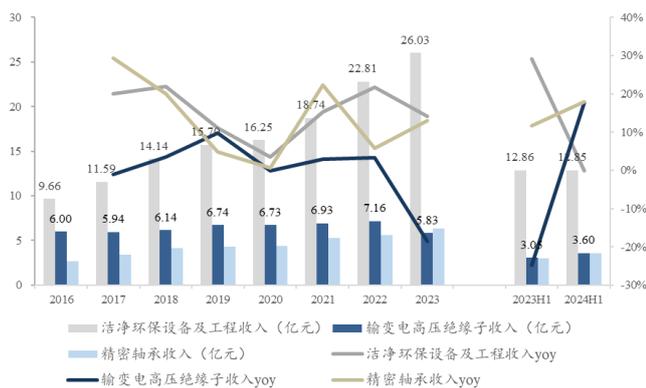
3) 精密轴承：2016-2023 年营业收入复合增速为 13%，2024H1 营业收入同比增长 17.91% 至 3.58 亿元，收入占比提至 15.86%，毛利率同比提升 1.25pct 至 38.05%。根据苏轴股份（创元科技持股 42.79%）财务报告，2024H1 苏轴股份归母净利润同增 33.99% 至 0.74 亿元，主要系公司坚持全球化布局，海外市场增量明显，且毛利率高于国内市场，持续打造差异化竞争优势，发力国内自主品牌业务，挖掘自主可控和国产替代业务，并稳健有序地拓展新业务，持续实施全面预算管理，加大推进降本增效与数字化管理提升等因素影响所致。

图5：2016-2024H1 公司分产品收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2024H1 绝缘子和精密轴承收入均同增 18%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2024H1 绝缘子及精密轴承毛利率同比提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 盈利能力提升，净现比修复

2024Q1-3 净利率&资产周转率提升带动加权平均 ROE 上行，资产负债率下降。

2024 年前三季度，公司加权平均净资产收益率同比上升 2.73pct 至 8.68%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2024 年前三季度公司销售净利率为 9.71%，同比上升 2.64pct，总资产周转率为 0.54（次），同比上升 0.03（次），权益乘数从 23 年前三季度的 2.74 下降至 24 年前三季度的 2.57。截至 2024Q3 末公司资产负债率为 43.65%，同比下降 4.64pct。

图8：2016-2024Q1-3 公司加权平均 ROE 呈上升趋势

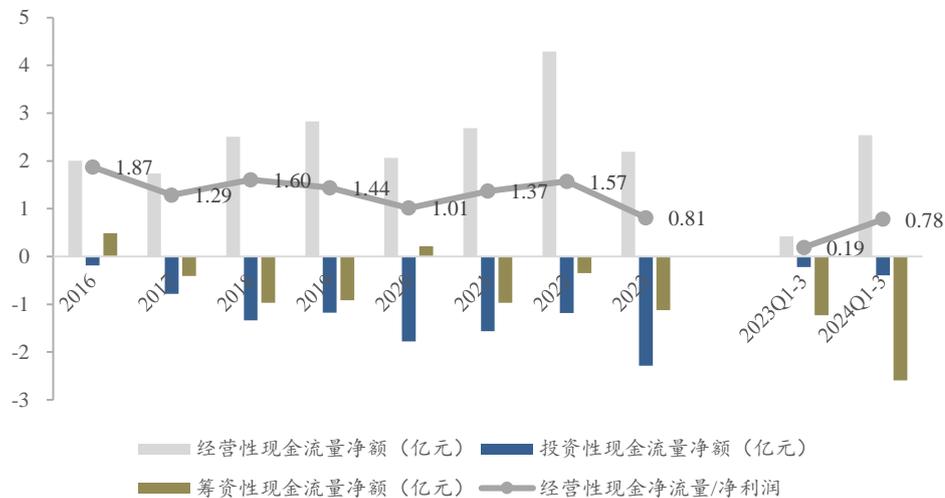


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024Q1-3 经营性现金流净额同比大增，净现比恢复。2024 年前三季度，1) 公司经营现金流净额 2.54 亿元，同比增加 500.35%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增加所致；2) 投资活动现金流净额-0.39 亿元，同比减少 76.87%；3) 筹资

活动现金流净额-2.59 亿元，同比减少 110.45%，主要系公司偿还金融机构借款所致。2024Q1-3 净现比恢复至 0.78，同比大幅改善。

图9：2024Q1-3 经营性现金流净额同增 500%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 深耕洁净环保&瓷绝缘子，精密轴承竞争力强劲

洁净环保空间广阔，新兴行业&自研产品贡献增长动能。公司洁净环保业务由全资子公司江苏苏净、控股子公司上海北分经营。**1) 半导体&新能源&大健康产业扩张，洁净室需求扩张：**洁净室下游应用领域主要包括电子半导体、食品医药等，2021 年电子半导体占比 54%为最大下游。新兴行业扩产带动洁净环保需求释放，我们测算 2022-2025 年全球/国内洁净室工程市场空间复增 4.1%/7.4%，2025 年全球/国内市场空间分别达 8167/2858 亿元。江苏苏净发力新能源、大健康 and 电子信息三大新兴领域。**2) 政策驱动环境监测行业发展，公司抢占超低排放改造先机：**上海北分与德国 DURAG 合作 20 余年，拥有其所有监测产品的销售代理权，为 DURAG 中国地区核心合作伙伴。同时，公司逐步提高自研产品占比。公司粉尘仪产品在国内五大电力系统占有一定的市场份额，并积极开拓非电市场。

瓷绝缘子受益于电网建设放量，苏州电瓷在 2023 年国网特高压招标中市占率第二。电网建设带动输变电高压绝缘子需求，国网“十四五”规划特高压投资 3800 亿元，较“十三五”期间增长 35.7%，特高压建设经 2022 年放缓后有望提速。2020-2022 年特高压瓷绝缘子渗透率 61.6%，技术壁垒高，格局相对稳定。苏州电瓷在 2023 年国网特高压瓷绝缘子招标中市占率第二，受益于特高压建设加速，国内订单及收入保持增长。海外拓展方面，公司 2023 年出访欧洲市场客户效果显著，2024 年初与欧洲市场主要客户签订供货框架协议；美国及加拿大市场主要电气设备厂家订单充足，对棒形绝缘子需求旺盛，带动销售增长；多个悬式 EPC 项目落地执行，形成销售。

控股国内滚针轴承龙头，下游应用广泛，国产替代&出海提速。苏州轴承是滚针轴承行业头部企业，深耕行业近 60 年，产品广泛应用于汽车的转向系统、制动系统、扭矩管理系统、新能源电驱系统、发动机、变速箱等重要总成，以及工业自动化、高端装备、机器人、工程机械、家用电器、电动工具、航空航天及国防工业等领域，下游多元应用驱动公司未来增长。公司坚持全球化布局，海外市场增量明显，且毛利率高于国内市场，持续打造差异化竞争优势，以科技创新为驱动加快发展新质生产力，发力国内自主品牌业务，挖掘自主可控和国产替代业务，并稳健有序地拓展新业务，持续实施全面预算管理，加大推进降本增效与数字化管理提升。经营规模稳中有进，经济效益显著提升。

4. 盈利预测与投资建议

公司深耕洁净环保领域，期待下游行业需求修复；输变电高压绝缘子业务受益于国内外电网投资加强；精密轴承发力新赛道+海外增量显著。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 2.01/2.28/2.63 亿元，同比+29%/14%/15%，对应当前 PE 为 24/21/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1) 下游需求不及预期：**公司产品下游应用广泛，产品需求和下游扩产节奏相关，若下游行业扩产节奏不及预期，可能导致公司订单量低于预期，对经营产生影响。
- 2) 行业竞争加剧风险：**目前洁净室设备市场竞争格局较为分散，如未来竞争对手产出技术指标更好的产品或公司技术无法进一步突破，同行业公司技术领先或产品价格变动将会影响行业格局。
- 3) 宏观经济波动风险：**公司产品应用广泛，下游行业与宏观经济形势关联度较高。如果宏观经济出现较大波动，恐造成下游行业不景气进而影响公司产品的市场需求，造成公司业绩下滑。

创元科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,027	4,529	5,204	6,005	营业总收入	4,323	4,517	4,912	5,458
货币资金及交易性金融资产	1,162	1,561	2,009	2,496	营业成本(含金融类)	3,393	3,529	3,815	4,203
经营性应收款项	1,276	1,316	1,414	1,551	税金及附加	35	37	40	44
存货	1,434	1,492	1,613	1,777	销售费用	81	84	91	102
合同资产	81	85	92	103	管理费用	298	298	322	358
其他流动资产	74	75	77	79	研发费用	237	235	255	284
非流动资产	2,138	2,117	2,082	2,043	财务费用	(9)	0	6	11
长期股权投资	52	38	23	8	加:其他收益	47	49	52	53
固定资产及使用权资产	936	941	943	940	投资净收益	30	31	34	35
在建工程	8	9	10	11	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	171	164	156	149	减值损失	(70)	(41)	(44)	(51)
商誉	51	31	21	11	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	295	375	426	496
其他非流动资产	916	931	927	922	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	6,165	6,645	7,286	8,048	利润总额	296	376	427	497
流动负债	2,624	2,757	2,969	3,234	减:所得税	26	30	34	40
短期借款及一年内到期的非流动负债	597	647	687	717	净利润	270	346	393	457
经营性应付款项	1,218	1,267	1,370	1,509	减:少数股东损益	115	145	165	195
合同负债	620	648	704	783	归属母公司净利润	155	201	228	263
其他流动负债	189	195	208	225	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.38	0.50	0.56	0.65
非流动负债	211	216	226	236	EBIT	272	376	433	508
长期借款	85	95	105	115	EBITDA	388	496	558	637
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.53	21.87	22.34	23.00
租赁负债	18	18	18	18	归母净利率(%)	3.59	4.44	4.64	4.81
其他非流动负债	109	103	103	103	收入增长率(%)	3.42	4.47	8.77	11.11
负债合计	2,835	2,973	3,195	3,470	归母净利润增长率(%)	(5.27)	29.17	13.67	15.13
归属母公司股东权益	2,338	2,535	2,789	3,081					
少数股东权益	992	1,137	1,302	1,497					
所有者权益合计	3,330	3,672	4,091	4,578					
负债和股东权益	6,165	6,645	7,286	8,048					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	219	459	490	539	每股净资产(元)	5.79	6.27	6.90	7.63
投资活动现金流	(229)	(56)	(55)	(53)	最新发行在外股份(百万股)	404	404	404	404
筹资活动现金流	(112)	(6)	13	1	ROIC(%)	6.26	8.17	8.54	9.05
现金净增加额	(114)	399	448	487	ROE-摊薄(%)	6.64	7.91	8.18	8.52
折旧和摊销	116	121	125	129	资产负债率(%)	45.99	44.74	43.85	43.11
资本开支	(74)	(93)	(103)	(103)	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.21	24.16	21.26	18.46
营运资本变动	(206)	(35)	(73)	(100)	P/B(现价)	2.07	1.91	1.74	1.57

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>