风机大型化赋能，国产轴承迎黄金期

华泰研究 首次覆盖

2025 年 8 月 14 日 | 中国内地 电源设备

首次覆盖新强联给予“增持”评级，目标价 42.0 元，对应 2025 年 23x P/E。公司是风电轴承龙头，在偏变轴承平稳发展基础之上，主轴轴承 TRB 路线渗透及齿轮箱轴承国产化替代有望打开公司第二、第三成长曲线。相较市场观点，我们对电力市场化新时代下的风电装机增长更为乐观。

风电行业“十五五”迎结构性机遇，轴承环节乘国产化之风

全国电力市场化加速推进叠加“136”号文出台，我们看好新能源中风电进入电力市场后更稳健的资产回报率表现，由此带动新能源开发从光伏向风电的结构性倾斜。我们看好 2025/26/27 年国内风电装机 110/130/140GW，同比增长 26%/18%/8%；叠加 2024 年 10 月国内 12 家风电主机厂签署自律公约以来，以陆上风机为例中标价格已较最低点修复 20%以上，我们看好风电行业量、价、利修复的 beta 向上机遇。风机的稳定运行离不开各类轴承的支撑，我们测算每台风机一般需要 1~2 只主轴轴承、1 只偏航轴承、3 只变桨轴承、17~20 只齿轮箱轴承，合计对应每台风机的轴承价值量在百万元上下，整体国内市场规模约 120 亿元人民币。作为国产化进程相对靠后的零部件环节，我们看好轴承国产化后来居上，子环节 beta 与 alpha 共振。

TRB 主轴轴承、齿轮箱轴承轮番登场，绘制第二、第三成长曲线

我们估算 2025 年国内偏变轴承、TRB 主轴轴承、齿轮箱轴承市场规模分别 61.7、17.5、37.6 亿元，2025-27 年 CAGR 有望达到 17.3%、29.1%、3.7%。其中，我们估算公司在主业偏变轴承领域拥有超过 35%的市场份额，1H24 受风电行业价格竞争以及偏变轴承竞争加剧拖累，公司毛利率跌至上市以来最低点。3Q24 以来，随着高利润率 TRB 主轴轴承销售逐步放量，公司毛利率已重新进入上行通道，并在 1H25 基本回升至与 2021 年行业景气周期相当的水平。我们看好风机大型化持续推动主轴轴承领域 TRB 对 SRB 的替代，公司凭借在 TRB 主轴轴承工艺路线、产能准备、客户导入上的先发优势，有望在 2025-26 年实现 TRB 主轴轴承业务营收的成倍增长，我们看好公司逐步实现在 TRB 主轴轴承领域 40%的市场占有率，构成第二增长曲线。与此同时，公司齿轮箱轴承国产替代也进入关键期，随着 2022 年募投产能于 1H25 逐步投放，我们预计齿轮箱轴承的销售也有望逐步落地，远期基于产能储备公司有望实现约 20%的市场份额，构成公司第三增长曲线。

我们与市场观点不同之处

一方面，相比市场对电力市场化后新能源装机量的担忧，我们更看好风电新增装机空间，核心支撑在于风电出力同步率更低、与用电负荷曲线更匹配，电力市场环境中收益率更具保障。另一方面，得益于雅鲁藏布江下游水电工程对国内盾构机需求拉动（我们估算约拉动市场整体规模扩容 6~12%），公司作为盾构机轴承国产化领军企业，亦有可能受益于下游需求增长。

盈利预测与估值

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 6.96 亿元、8.42 亿元和 10.30 亿元，同比增速分别 965%、21%、22%，对应 EPS 为 1.83、2.21、2.70 元/股。我们基于截止 2025 年 8 月 13 日收盘国内、海外可比公司在 iFind、Visible Alpha 上的一致预测 2025 年平均 P/E 分别为 18x、25x，考虑公司受益于细分赛道技术路线升级和国产化率提升，带来业绩增长 alpha 机遇，我们综合国内外可比公司估值水平，按 2025 年 23xP/E 给予公司目标价 42.0 元，给予“增持”评级。

风险提示：原材料成本波动风险，产品价格波动风险，市场开发不及预期风险，测算数据不及预期风险。

投资评级(首评)：	增持
目标价(人民币)：	42.00

刘俊 研究员
SAC No. S0570523110003 karlliu@htsc.com
SFC No. AVM464 +(852) 3658 6000

苗雨菲 研究员
SAC No. S0570523120005 miaoyufei@htsc.com
SFC No. BTM578 +(86) 21 2897 2228

戚腾元 研究员
SAC No. S0570524080002 qitengyuan@htsc.com
SFC No. BVU938 +(86) 21 2897 2228

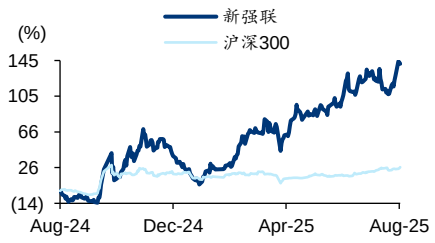
马梦辰，CFA 研究员
SAC No. S0570524100001 mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666 +(86) 21 2897 2228

李科毅* 联系人
SAC No. S0570125030018 likeyi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价 (人民币)	42.00
收盘价 (人民币 截至 8 月 13 日)	38.51
市值 (人民币百万)	14,669
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	322.00
52 周价格范围 (人民币)	13.86-38.94
BVPS (人民币)	15.56

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	2,946	4,236	5,076	5,993
+/-%	4.32	43.81	19.82	18.07
归属母公司净利润 (百万)	65.38	696.07	841.71	1,030
+/-%	(82.56)	964.69	20.92	22.40
EPS (最新摊薄)	0.17	1.83	2.21	2.70
ROE (%)	1.28	12.79	13.97	15.66
PE (倍)	224.37	21.07	17.43	14.24
PB (倍)	2.87	2.54	2.34	2.13
EV EBITDA (倍)	37.19	15.32	12.59	10.87
股息率 (%)	0.23	2.34	2.83	3.47

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,149	4,371	5,872	6,293	7,639
现金	867.91	536.21	771.11	923.98	1,091
应收账款	1,087	1,366	2,162	2,066	2,926
其他应收账款	17.56	20.45	6.88	58.61	18.71
预付账款	52.40	52.43	98.32	82.31	130.97
存货	979.30	836.61	1,403	1,243	1,851
其他流动资产	1,145	1,559	1,431	1,919	1,622
非流动资产	5,524	5,632	6,489	6,995	7,600
长期投资	138.18	0.00	22.32	22.32	22.32
固定投资	2,575	3,830	4,522	4,939	5,458
无形资产	359.64	347.18	402.36	459.63	509.26
其他非流动资产	2,452	1,455	1,543	1,574	1,611
资产总计	9,674	10,003	12,361	13,288	15,239
流动负债	2,655	2,324	4,112	4,654	6,088
短期借款	1,450	570.49	2,196	2,543	3,568
应付账款	327.10	391.38	494.79	552.15	671.95
其他流动负债	877.91	1,362	1,421	1,559	1,848
非流动负债	1,833	2,438	2,313	2,163	2,020
长期借款	658.23	865.85	740.89	590.79	447.09
其他非流动负债	1,174	1,573	1,573	1,573	1,573
负债合计	4,488	4,762	6,425	6,817	8,108
少数股东权益	103.25	129.52	160.27	197.44	242.94
股本	358.74	358.74	380.90	380.90	380.90
资本公积	2,695	2,695	2,695	2,695	2,695
留存公积	1,841	1,869	2,237	2,682	3,226
归属母公司股东权益	5,082	5,112	5,776	6,274	6,888
负债和股东权益	9,674	10,003	12,361	13,288	15,239

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	(79.02)	443.72	147.45	1,257	828.55
净利润	393.35	85.70	726.81	878.88	1,076
折旧摊销	181.88	287.78	295.64	352.26	403.13
财务费用	82.48	95.19	70.14	106.91	132.70
投资损失	0.06	(18.91)	(22.32)	0.00	0.00
营运资金变动	(785.82)	(193.09)	(989.93)	(157.67)	(870.39)
其他经营现金	49.02	187.04	67.11	76.55	87.38
投资活动现金	(990.66)	(603.00)	(1,131)	(858.68)	(1,008)
资本支出	(1,252)	(729.23)	(1,129)	(857.41)	(1,006)
长期投资	450.00	127.64	(22.32)	0.00	0.00
其他投资现金	(189.04)	(1.41)	20.14	(1.27)	(1.49)
筹资活动现金	965.91	113.39	1,218	(245.40)	345.95
短期借款	(206.67)	(879.97)	1,626	346.59	1,025
长期借款	635.30	207.62	(124.95)	(150.10)	(143.70)
普通股增加	29.03	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	837.89	0.12	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(329.65)	785.62	(282.17)	(441.89)	(535.81)
现金净增加额	(103.82)	(45.88)	234.90	152.86	166.99

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,824	2,946	4,236	5,076	5,993
营业成本	2,071	2,400	2,960	3,497	4,088
营业税金及附加	12.19	15.95	22.31	25.21	27.97
营业费用	15.65	12.15	17.47	19.41	21.13
管理费用	65.48	78.24	104.70	122.92	142.14
财务费用	82.48	95.19	70.14	106.91	132.70
资产减值损失	(17.61)	(22.94)	(30.88)	(34.46)	(37.69)
公允价值变动收益	66.05	(145.53)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.06)	18.91	22.32	0.00	0.00
营业利润	434.91	74.38	848.35	1,023	1,249
营业外收入	9.26	11.68	12.94	12.94	12.94
营业外支出	1.62	3.14	25.88	25.88	25.88
利润总额	442.55	82.93	835.42	1,010	1,236
所得税	49.20	(2.77)	108.60	131.33	160.74
净利润	393.35	85.70	726.81	878.88	1,076
少数股东损益	18.50	20.33	30.74	37.17	45.50
归属母公司净利润	374.84	65.38	696.07	841.71	1,030
EBITDA	701.73	463.33	1,197	1,465	1,767
EPS (人民币，基本)	1.12	0.18	1.83	2.21	2.70

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.41	4.32	43.81	19.82	18.07
营业利润	33.52	(82.90)	1,041	20.60	22.11
归属母公司净利润	18.58	(82.56)	964.69	20.92	22.40
获利能力 (%)					
毛利率	26.66	18.53	30.13	31.11	31.78
净利率	13.93	2.91	17.16	17.32	17.95
ROE	8.37	1.28	12.79	13.97	15.66
ROIC	7.78	2.66	9.17	10.63	11.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.39	47.61	51.98	51.30	53.20
净负债比率 (%)	46.90	52.36	64.52	60.00	64.64
流动比率	1.56	1.88	1.43	1.35	1.25
速动比率	1.11	1.38	1.00	1.01	0.88
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.30	0.38	0.40	0.42
应收账款周转率	2.71	2.40	2.40	2.40	2.40
应付账款周转率	6.63	6.68	6.68	6.68	6.68
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	0.17	1.83	2.21	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.21)	1.16	0.39	3.30	2.18
每股净资产(最新摊薄)	13.34	13.42	15.16	16.47	18.08
估值比率					
PE (倍)	39.13	224.37	21.07	17.43	14.24
PB (倍)	2.89	2.87	2.54	2.34	2.13
EV EBITDA (倍)	24.19	37.19	15.32	12.59	10.87

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

投资要点 **4**

风电轴承龙头迎行业修复，国产化领军者构筑公司优势 **7**

公司概况：风电轴承国产替代领军者，全产业链布局强化竞争力 7

Alpha 拐点：主轴轴承破局，TRB 引领国产替代 **9**

行业：风机量价齐升，大型化趋势进一步显现 9

风机大型化驱动主轴升级，TRB 主轴轴承迎来结构性机遇 11

新强联：提早布局 TRB 赛道，迎来业务增长黄金窗口 13

Beta 之基：偏航变桨轴承提供业绩确定性 **15**

第二曲线：厚积薄发，齿轮箱轴承业务从 0 到 1 ..... **17**

深耕盾构机领域，迎来市场机遇 **19**

盈利预测与估值 **20**

盈利预测 21

主轴轴承业务板块 21

偏变轴承业务板块 21

齿轮箱轴承业务板块 21

其他业务板块 21

期间费用假设 21

估值 22

风险提示 23

投资要点

首次覆盖新强联给予“增持”评级，目标价 42.0 元，对应 2025 年 23x P/E。公司作为风电轴承龙头，有望受益于风机大型化带来的 TRB 主轴轴承渗透率提升，以及齿轮箱国产化带来的齿轮箱轴承国产化，在偏变轴承主业平稳发展的基础之上打开第二、第三成长曲线。相较于市场观点，我们对电力市场化新时代中的风电装机增长更为乐观，此外关注公司盾构机业务弹性。

新强联 2005 年成立于中国五大轴承产业集群之一的洛阳，借助当地供应链和人才优势实现良好发展，主要从事大型回转支承产品，风力发电机偏航变桨轴承及主轴承产品的研发、制造、销售。风机的稳定运行依赖各种轴承提供支撑、旋转和载荷传递等关键作用。包括：1）主轴轴承，位于风力发电机的主轴系统，连接叶片与齿轮箱，起到承受叶片旋转载荷、传递叶片旋转动力的作用。2）偏航轴承，位于机舱与塔筒的连接部位，起到承受机舱载重、以及带动机舱旋转以正对风向的作用。3）变桨轴承，位于叶片与轮毂的链接部位，起到承受叶片载重，以及带动叶片改变迎风角度的作用。4）齿轮箱轴承，齿轮箱用于将叶片的低速旋转转化为发电机的高速旋转，其中轴承起到支撑齿轮箱的高速、低速、中枢轴的作用。**整体来看，每台风机需要用到 1~2 只主轴轴承，1 只偏航轴承，3 只变桨轴承，17.5~20 只齿轮箱轴承，我们估算上述轴承产品的合计单机价值量约 76~115 万元/台风机，基于 2024 年全国风机产出约 1.5 万台，对应风机轴承的市场总规模约 120 亿元左右。**

风电行业在全国电力市场化大背景下的结构性增长是支撑公司的业务发展基石。正如我们在《多维解决消纳问题，新能源迈入 2.0 时代》（2024.10.25）中提出的，风力发电同步率更低、发电曲线和用电负荷匹配度更高，使得风电电站若进入电力市场交易后相较于光伏电站的电价收益率更具备保障，这一趋势随着“136”号文的出台有所加速，我们预计从开发商端来看新能源开发形式或逐步从光伏向风电倾斜，风电在新能源增量中的占比结构性提升。量的层面，我们看好 2025/26/27 年陆风装机达到 100/115/120GW，海风装机达到 10/15/20GW，2025/26/27 年国内风电新增装机增速达到 26%/18%/8%，较 2024 年进一步加速，主要得益于去年至今风机新增招标量的高双位数同比增长对后续建设量的支撑。价的层面，自国内 12 家风电主机厂 2024 年 10 月签署《中国风电行业维护市场公平竞争环境自律公约》以来，国内陆上风机价格止跌回升，截止 2025 年 7 月最新陆上风机不含塔筒中标均价约 1587 元/kw，较 2024 年 9 月行业最低点 1285 元/kw 已累计反弹 20%以上；主机价格的止跌回升也利好于上游零部件价格竞争压力的减轻。考虑风机行业从招标到交付起码半年到一年的周期，我们看好风电行业需求节奏加速和报表端利润扩容在今年下半年到明年加速体现，风电板块迎来基本面上行周期。

公司所处的风电轴承环节是风电供应链上国产化率相对较低的环节，未来具备 alpha 看点。由于轴承对精度和可靠性要求远高于其他部件，国内风机轴承的国产化率相较于其他零部件环节起步更晚。其中，特别是主轴轴承和齿轮箱轴承，长期承受高频动态载荷；相对于偏航轴承和变桨轴承以承受静态或低频动态载荷为主，前者对轴承耐磨性、抗冲击性、高温稳定性、精度等性能的要求更高。但随着下游国产化意愿的提升和国内企业技术水平、设备产能、制造能力的突破，我们看好风电轴承国产化趋势以及新强联公司的业务机会：

1. **偏航和变桨轴承：**作为风机轴承中国产化较早的环节，在金风科技等下游企业的积极推动下已基本完成 100%国产化替代。我们按照 2024 年公司 18 亿元左右的偏变轴承收入体量，以及我们估算偏变轴承行业规模约 50 亿元人民币（具体详见正文章节），对应公司偏变轴承领域的市场份额约 37%。我们预计在风机装机量增长趋势下，行业 2025-27 年有望维持 17%的复合增速，基于公司较为稳定的市占率和盈利能力，构筑公司业绩的基本盘。

2. **主轴轴承：**风机大型化带来主轴轴承从单 SRB 结构到双 TRB 结构的升级，特别是 2021 年以来在 6-7MW 以上机型当中 TRB 主轴结构加速渗透。我们预计陆风 TRB 主轴渗透率 2025 年有望达到 45%，未来年均提升 10pct；海风 TRB 主轴渗透率 2025 年有望达到 90%并维持这一水平；TRB 主轴合计市场空间 2025 年有望达到 17.5 亿元，2025-27 年市场复合增速 29%。新强联早在 2018 年便启动了 TRB 主轴研发，公司采用的感应淬火工艺相较于同行的渗碳工艺，原料成本更低、生产周期更短。自 3Q24 以来公司逐渐实现 TRB 主轴收入确认，根据公司 2025 年 8 月 11 日投资者关系活动记录表，2025 年上半年公司产品结构优化，高附加值产品如 TRB 等订单大幅占比提升。我们看好 2025-26 年随着公司 TRB 主轴产能释放和下游客户批量订单的落地，主轴轴承业务加速增长，构筑公司的第二成长曲线。
3. **齿轮箱轴承：**国内齿轮箱轴承市场我们估算体量约 38 亿元（2025 年），主要应用于双馈式和半直驱式风机，直驱风机没有齿轮箱结构。考虑风机技术路线的变化趋势，我们预计齿轮箱轴承市场规模未来将维持稳定，2025-27 年复合增速预计 3.75%。相较于偏变轴承和主轴轴承，齿轮箱轴承国产化率更低，通过国产替代新强联有望实现第三曲线成长。公司 2022 年可转债募资的齿轮箱轴承产能已于 1H25 开始投产，根据此前可转债公告，该产能满产后预计可以支撑每年 2000 台风机的齿轮箱轴承供应，我们估算对应远期公司目标实现近 20%的市场份额。结合设备调试、员工磨合、客户验证进度，我们建议持续关注今年下半年到明年齿轮箱轴承业务的放量机会。

盈利预测层面，公司过去几年盈利持续下滑，我们认为今年是业绩转增的重要拐点之年。2021-2024 年，公司主业风电轴承以偏变轴承为主，过去几年随着偏变轴承基本完成国产替代，叠加风电行业价格竞争较为激烈，拖累上游亦进入激烈竞争状态，公司 2021-24 年虽然实现了 6%的收入端复合增长，但是毛利率年均下降 5 个百分点，叠加 2024 年受到公允价值变动亏损主要是持有权益法计价股票跌价，导致 2024 年公司净利润下跌 80%以上。从季度趋势来看，1Q24-2Q24 受到风电行业竞争加剧影响，公司单季度毛利率下滑至 19%、12%，为上市以来最低，但 3Q25 以来公司毛利率逐季度回升，1Q25-2Q25 已修复至 27%、30%，主要得益于主轴轴承等非标高毛利产品从去年三季度开始导入，包括供应链自制程度的提升。我们预计公司今年主轴轴承+齿轮箱轴承收入占比从 2024 年的不到 10%提升至接近 20%，2026、2027 年有望进一步提升至接近 30%、35%。而主轴轴承和齿轮箱轴承的毛利率我们估算可以达到 40%、30%，相较于偏变轴承的 20%更高，因此我们看好收入结构的改善带动公司整体毛利率从 2024 年的 17%提升至 2025 年预测的 28%，2026、2027 年我们预测毛利率有望进一步提升至 30%、33%。综上，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 6.96 亿元、8.42 亿元和 10.30 亿元，同比增速分别 965%、21%、22%，对应 EPS 为 1.83、2.21、2.70 元/股。

我们与市场观点的不同之处：当前市场一致对 2025-2027 国内风电新增装机量持相对保守的预期，而我们比市场更看好 2026 年的国内风电装机量。我们判断风电需求有望加速底，底层逻辑有三点：从风光储最优配比来看，提高风电占比有助于降低储能配置强度；风电项目受现货电价影响较小，若全面入市平均折价仅为 12%。因此我们认为未来的风电新增装机有望迎来量价齐升。

其次，被忽视的还有盾构机业务的中长期潜力。我们观察到，当前市场对公司“非风电业务”的关注度仍偏低，未能充分识别雅鲁藏布江下游水电工程对盾构机需求的拉动效应。新强联作为国内盾构机轴承国产化的领军企业，有望受益于下游需求增长，拓展风电业务之外的成长空间。

复盘来看，公司股价跟随风电行业、轴承国产化预期和实际业绩表现而波动，轴承国产化推动的业绩表现是公司股价表现的核心影响因素。我们看好随着主轴轴承以及齿轮箱轴承等高附加值产品的收入放量，叠加风机价格竞争趋缓带动偏变轴承盈利能力企稳，综合带动公司基本面在后续季度的表现。

图表1：新强联股价复盘

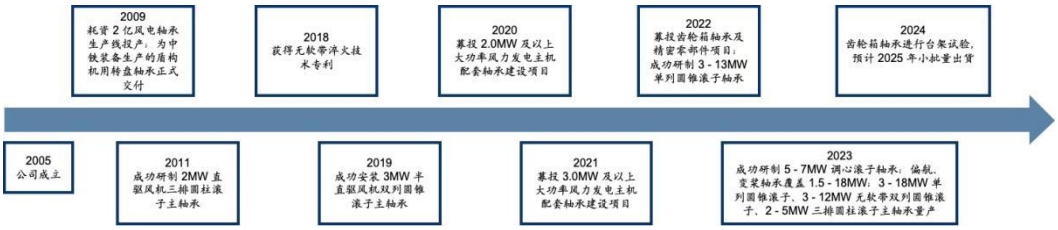
资料来源：iFind、公司公告、华泰研究

风电轴承龙头迎行业修复，国产化领军者构筑公司优势

公司概况：风电轴承国产替代领军者，全产业链布局强化竞争力

二十载专注风电轴承，全产业链布局奠定龙头地位。洛阳新强联自 2005 年成立以来，深耕大型回转支承及风电核心零部件领域，凭借持续技术创新与全产业链布局，逐步确立行业领先地位。2009 年，公司建成首条风电轴承生产线，成功研制外径达 6210mm 的三排式回转支承，并切入盾构机市场。2011 年实现 2MW 直驱式风电主轴轴承国产化，打破海外技术垄断。2013 年子公司圣久锻件投产，完善上游锻件供应链布局。2020 年，公司登陆深交所创业板（股票代码 300850），迈入资本化扩张阶段。此后产能持续升级，2021 年与明阳智能达成战略合作，推动新机型联合研发。2024 年，公司设立进出口业务平台，积极开拓海外市场，同时在江苏张家港建设海上风电装备制造基地，形成南北双生产格局。截至 2025 年，公司已具备覆盖偏航、变桨、主轴及齿轮箱等全系列风电轴承产品的完整产业链能力，可匹配 1.5MW 至 18MW 各类机组需求。

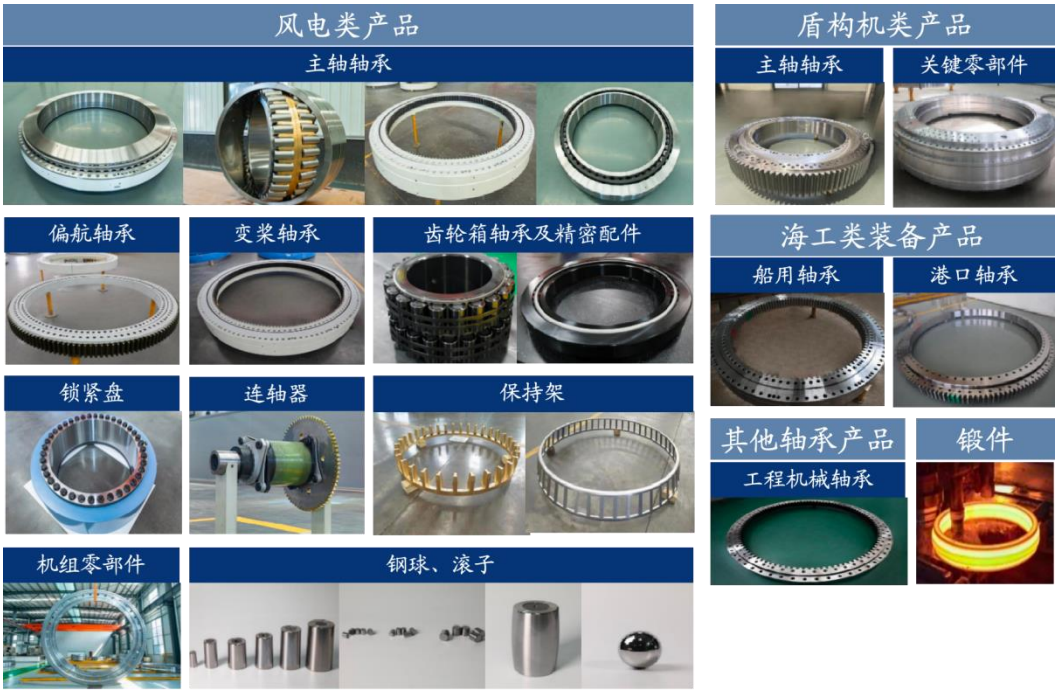
图表2：新强联技术发展历程图



资料来源：公司公告、华泰研究

新强联打造风电与高端装备核心部件业务矩阵。洛阳新强联业务涵盖风电及高端装备领域核心零部件制造，产品线包括风电主轴轴承、偏航轴承、变桨轴承，以及海工起重机回转支承、盾构机专用轴承及关键部件、齿轮箱轴承、风电锁紧盘、高速联轴器、回转支承滚动体、保持架和工业锻件等。其中，风电主轴及偏航轴承是公司营收的核心支柱，其余业务板块形成协同支撑，推动多元化布局与规模化发展。

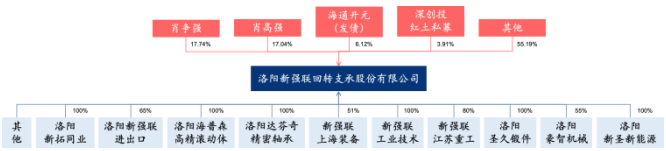
图表3：新强联业务体系图



资料来源：公司公告、华泰研究

股权稳固与战略前瞻并行，持续整合资源强化产业链闭环。公司由实控人肖争强、肖高强兄弟掌舵，合计持股 34.78%，治理结构稳定，管理层长期任职确保战略执行连贯。2021 至 2023 年，公司围绕风电核心零部件产业链展开多元化布局与资源整合：在上游锻件环节，2023 年斥资 10.07 亿元收购洛阳圣久锻件 53%股权，强化原材料自供能力；在齿轮箱轴承业务上，出资 1 亿元控股洛阳达芬奇精密轴承有限公司，规划 2025 年实现量产，补齐齿轮箱轴承生产短板；此外，通过收购洛阳豪智机械 55%及山东金帝精密 4.5%股权，进一步向高端精密机械延伸，逐步构建覆盖核心零部件全链条的产业布局。

图表4： 新强联公司股权结构图



资料来源：Wind、华泰研究

图表5： 新强联资产收购

时间	事项类别	交易金额（万元）	交易对象	交易标的
2023-10-26	收购购买	97,175.50	深创投制造业转型升级新材料基金(有限合伙),青岛驰虹投资管理中心(有限合伙),青岛乾道荣晖投资管理中心(有限合伙),范卫红	洛阳圣久锻件有限公司51.1450%股权
2023-01-10	收购购买	3,512.63	嘉兴慧璞股权投资合伙企业(有限合伙)	洛阳圣久锻件有限公司2.2901%股权
2021-12-22	收购购买	9,975.20	山东金帝精密机械科技股份有限公司	山东金帝精密机械科技股份有限公司4.5%股权
2021-12-20	收购购买	17,600.00	宋国智,闫龙翔,郭明建等	洛阳豪智机械有限公司55%股权

资料来源：Wind、华泰研究

新强联下游客户合作关系呈现高稳定性与战略深度。在风电领域，公司与明阳智能、远景能源、三一重能等头部企业构建长期纽带：截至 2020 年招股书统计，新强联与明阳智能合作 7 年，2022 年与其签订《战略合作框架协议》，聚焦新机型轴承联合研发；与远景能源、三一重能合作分别达 2 年、1 年，覆盖主流风电整机商。盾构机及海工装备领域，与中铁装备、振华重工等国企巨头合作超 4 年。海工装备轴承领域也与客户合作超 10 年，依托可靠业务力筑牢市场地位。

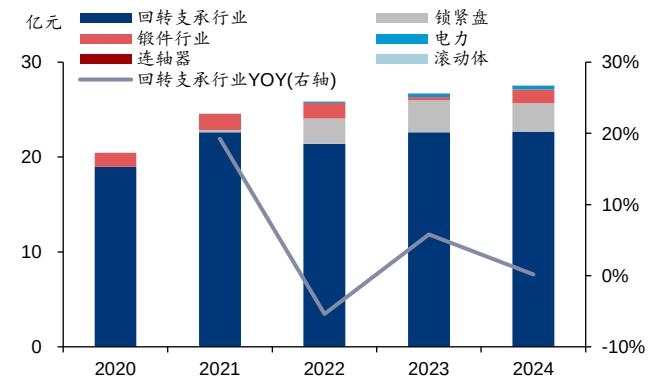
图表6： 新强联主要客户合作情况（合作年限统计截止 2020 年统计）

产品类别	客户名称	行业地位	合作时间
风电轴承	明阳智能	中国 2024 年风电新增装机第 3 名，累计装机第3名	7 年
风电轴承	远景能源	中国 2024 年风电新增装机第 2 名，累计装机第5名	2 年
风电轴承	湘电风能	中国 2018 年风电新增装机第 8 名，累计装机第 8 名	10 年
风电轴承	三一重能	中国 2018 年风电新增装机第 14 名，累计装机第15名	1年
盾构机轴承及关键零部件	中铁装备	专业从事盾构机生产的大型国有企业，市场占有率连续三年保持国内第一	12 年
盾构机轴承及关键零部件	中交天和	专业从事盾构机生产的大型国有企业，市场占有率排名靠前	4 年
盾构机轴承及关键零部件	铁建重工	专业从事盾构机生产的大型国有企业，市场占有率排名靠前	4年
海工装备轴承	振华重工	大型国有重型装备制造企业，港口机械占世界市场 82% 以上的份额	15 年
海工装备轴承	中船华南	隶属于中国船舶工业股份有限公司（600150.SH），世界 500 强企业中国船舶重工集团公司的重要成员单位	11 年
海工装备轴承	武船机械	隶属于中国船舶重工集团动力股份有限公司（600482.SH），世界 500 强企业中国船舶重工集团公司的重要成员单位	13年

资料来源：公司招股说明书、公司公告、华泰研究

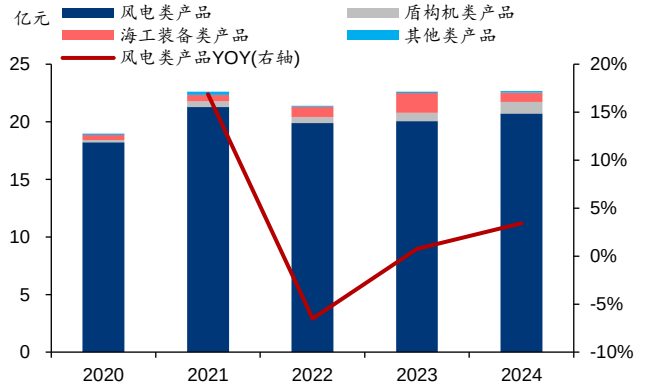
新强联营收结构稳定,多元业务拓展。回转支承作为核心业务，2024 年收入 22.66 亿元，占比 82%，占总营收比重比 2020 年下降 9%，反映公司多元化布局成效。其中，风电类业务为营收支柱，2024 年营收 20.73 亿元，占总营收 75% ，但占比从 2020 年 88.21%持续下滑。2021 年受益风电抢装潮余温，营收达 21.28 亿元，增速 16.87%；2022 年补贴退坡致装机不及预期，营收降至 19.90 亿元，下滑 6.51%；2022-2024 公司风电业务营业收入基本稳定在 20 亿元上下。

图表7： 公司主营业务收入按行业拆分



资料来源：ifind、华泰研究

图表8： 公司回转支承行业收入按业务拆分



资料来源：ifind、华泰研究

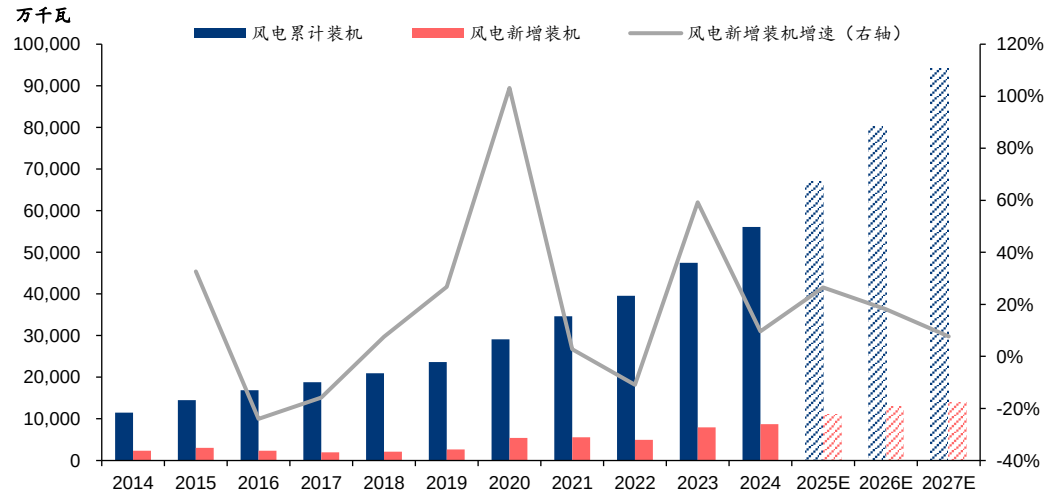
Alpha 拐点：主轴轴承破局，TRB 引领国产替代

我国风电政策呈现持续推进与升级趋势。从“十二五”到“十三五”规划，不断提升风电装机目标；《2022 年能源工作指导意见》推进海上风电发展，从近海向深远海拓展；“十四五”规划明确 2030 年风光总装机量目标；《扩大内需战略规划纲要》强调在沙漠等地加快建设大型风电基地，彰显政策助力风电规模扩大、布局优化、技术进阶。

行业：风机量价齐升，大型化趋势进一步显现

2024 年风电装机稳定增长，2025 年进入增长新周期。2024 年，全国（除港、澳、台地区外）新增装机 14388 台，容量 8699 万千瓦，同比增长 9.6%；其中，陆上风电新增装机容量 8137 万千瓦，占全部新增装机容量的 93.5%，海上风电新增装机容量 562 万千瓦，占全部新增装机容量的 6.5%。2025 年 1 月关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（136 号文）出台，电力市场化大趋势下风电有望展现出更强的系统友好性和并网优势。从电力系统友好性的角度来看，风光储配比优化可降低储能负担与度电成本，风电：光伏 8:2 的配比下可以达到最优；叠加风电出力曲线同步率更低，我们预计新能源全面入市后风电电价折让幅度或小于光伏。因此，随着全国电力现货市场的加速落地，我们看好新能源项目开发中风电占比的结构性提升（详见我们于 2024 年 10 月 25 日发布的《新型电力系统 成本篇：多维解决消纳问题，新能源迈入 2.0 时代》）。我们预计 2025/26/27 年国内陆、海风装机量有望达 100GW/115GW/120GW、10GW/15GW/20GW，新能源入市大背景下风电进入增长新周期。

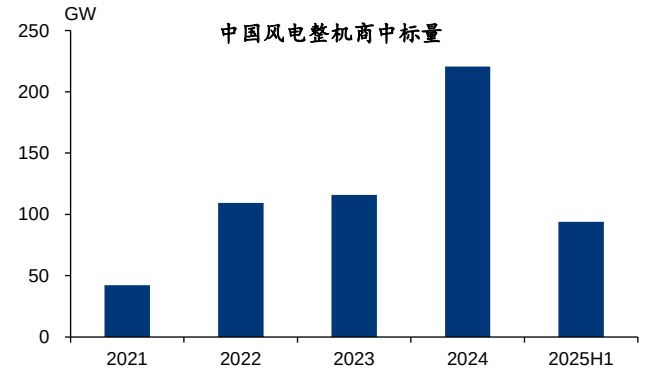
图表9：2014A – 2027E 年中国风电新增和累计装机容量



资料来源：CEWA、华泰研究

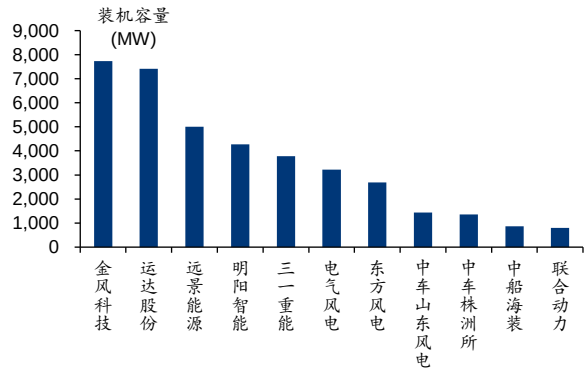
从中标数据来看，根据风芒能源统计，2024 年全年全国风机招标量达 220.6GW，同比增长 90.3%，进一步验证行业景气度大幅回升。进入 2025 年，尽管上半年招标节奏略有放缓，但仍实现 94GW 的高位招标，同比增长 32.7%，为 2025-26 年新增装机增长提供支撑。

图表10：2021-2025H1 中国风电整机中标量



资料来源：风电头条、风芒能源、华泰研究

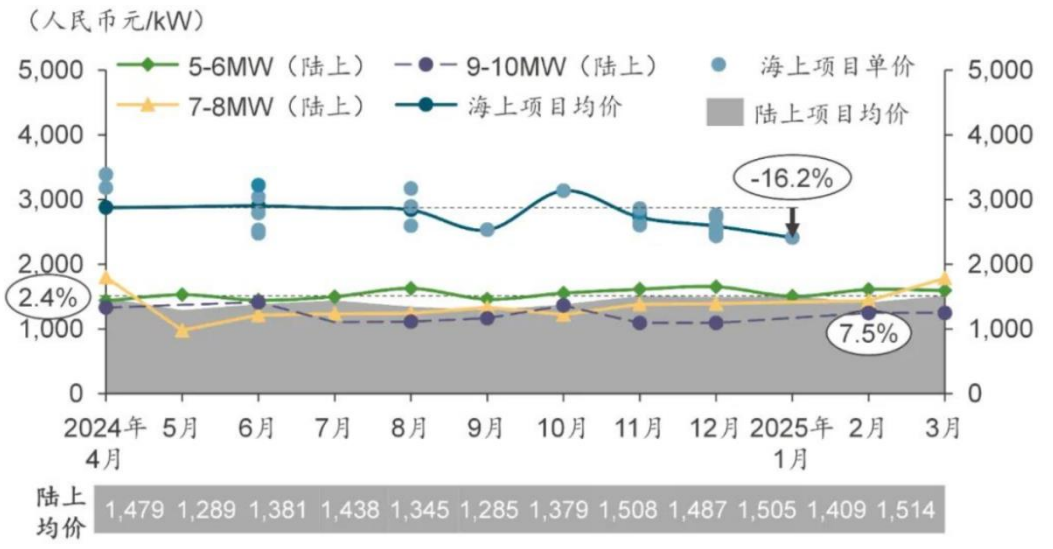
图表11：2025 一季度中国风电整机制造商中标情况



资料来源：北极星风力发电网、华泰研究

高集中度推动行业反内卷率先落地，价格触底回升趋势延续。2024 年 10 月，风机行业 12 家主机厂率先签署了《中国风电行业维护市场公平竞争环境自律公约》，约定合理利润分配比例，遏制“赔本抢标”现象，为行业有序竞争、出清低价无序产能创造基础。一方面，得益于风电整机厂更高的行业集中度（2024 年，中国风电市场活跃整机商共 13 家，新增装机容量 8699 万千瓦，前 5 家市场份额合计为 75%，前 10 家市场份额合计为 98.6%，金风科技、远景能源、明阳智能等行业龙头长期占据主导地位），风电行业自发的“反内卷”更好的发挥了成效；另一方面，过去部分风机企业的业绩依赖于电站建设转让业务，而“136”号文出台后新增风电电站的交易价格和盈利能力出现不确定性，使得风机厂商更加注重风机设备销售的利润，不再采取以价换量策略。综合上述因素，陆上风电机组月度加权平均价格于 2024 年 11 月开始出现拐点（除 2025 年 1 月因春节因素价格较低之外），2025 年一季度，陆上项目均价为 1,486.8 元/kW，环比继续抬升，其中 7-8MW 机型中标均价为 1,721.0 元/kW，环比增长 30.7%，主要由于 3 月中广核 30 万千瓦常规项目中标单价在 1,800.0 元/kW 及以上，拉高均价。

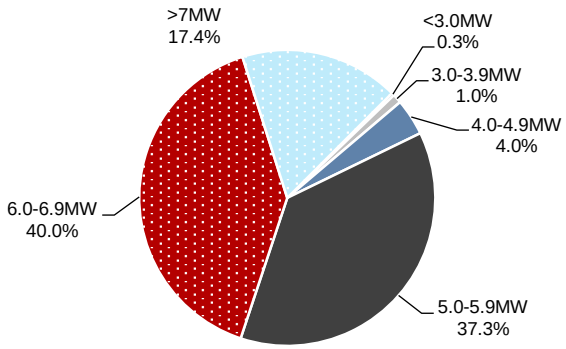
图表12：机型平台中标价分析（不含塔筒），2024 年 4 月至 2025 年 3 月



资料来源：锐轩咨询、风电财经眼、华泰研究

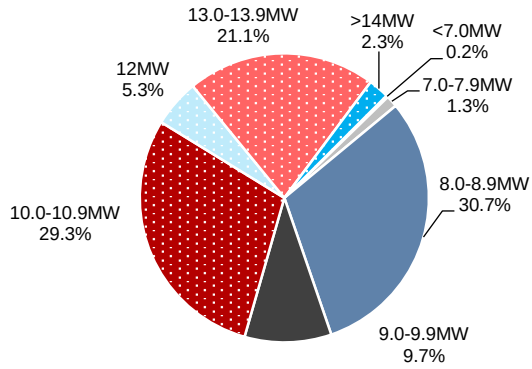
提效降本驱动下，风电机组大型化趋势明显。相比传统 3MW 及以下的机组，7MW 以上的机组在捕捉高空稳定风资源、提升单机发电量、压缩运维成本方面显现综合优势，有效降低了风电的度电成本。具备更高发电效率与更优单位成本的大型风机，成为整机企业技术迭代的主流方向。2024 年，5.0MW 以下机型在新增装机中占比已萎缩至 4.9%，同比大幅下滑 13 个百分点，表明小容量机组正快速退出主流市场；与此同时，5.0MW 及以上机型占比高达 95.1%，其中 7.0MW 以上机型合计占比提升 8.6 个百分点至 22.8%，10MW 级机型增速尤为显著。2024 年，全国新增装机的风电机组平均单机容量为 6.046MW，同比增长 8.1%，其中：陆上风电机组平均单机容量为 5.886MW，同比增长 9.6%，陆上风电 5.0MW 以下占比大幅下降，7.0MW 及以上占比显著提升，10MW 风电机组实现批量应用；海上风电机组平均单机容量为 9.981MW，同比增长 3.9%，9.0MW 及以下机型占比下滑 11.6 个百分点至 42%，10MW 及以上机型占比提升至 58%，10MW、13.6MW 等大功率机型成为主力，最大单机容量从 2023 年的 16.5MW 跃升至 18MW。

图表13：2024 年陆上不同单机容量风电机组新增装机容量占比



资料来源：CEWA、华泰研究

图表14：2024 年海上不同单机容量风电机组新增装机容量占比



资料来源：CEWA、华泰研究

风机大型化驱动主轴升级，TRB 主轴轴承迎来结构性机遇

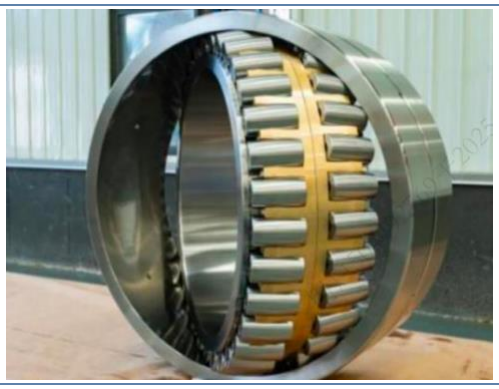
风机大型化带来主轴轴承从单 SRB 到双 TRB 的结构性替代。当机型突破 7MW 后，传统三点支撑结构的单 SRB 轴承因无法有效分散复杂载荷，导致齿轮箱轴承承受过高弯矩，可靠性显著下降。国内齿轮箱轴承厂商推出的三级行星 + 一级平行结构（3P1H）需搭配更稳定的支撑方案，双 TRB 轴承应运而生。该结构通过主轴串联两个圆锥滚子轴承，并以铸造外壳包裹，将风轮传递的弯矩转化为轴承与外壳的共同受力，使齿轮箱轴承仅承受纯扭矩，大幅提升运行稳定性。随着风电机组向大兆瓦化演进，4MW 以下保持单 SRB 稳定不变，5MW 处于结构尝试阶段，而 6MW 以上机型双 TRB 路线渗透率快速提升；海上风电单机容量基本超过 10MW，双 TRB 基本已成为标准配置。

图表15：风电主轴轴承技术路线对比

	调心滚子 SRB	单列圆锥滚子 TRB	双列圆锥滚子 DTRB	三排圆柱滚子 CRB
轴向承载能力	极强	强	极强	极强
径向承载能力	普通（可双向承载）	强（单向承载强）	极强（可双向承载）	极强（可双向承载）
刚性	/	强	极强	极强
调心性	极强	弱	弱	弱
高速速载能力	普通	普通	普通	/

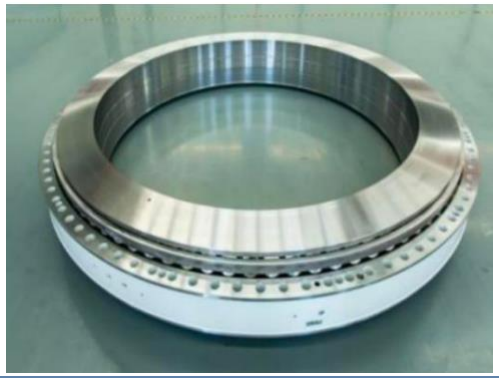
资料来源：CWEA，华泰研究

图表16：调心滚子轴承（SRB）示意图



资料来源：公司官网、华泰研究

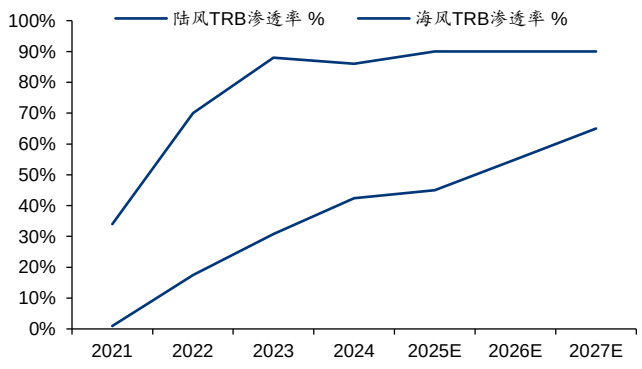
图表17：双列圆锥滚子轴承（DTRB）示意图



资料来源：公司官网、华泰研究

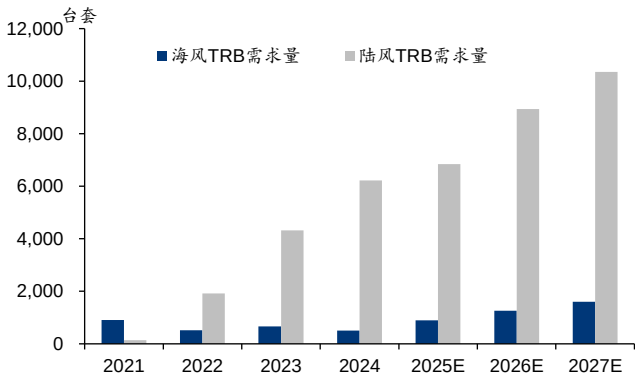
风机大型化趋势下 TRB 主轴轴承自 2021 年来快速渗透，看好陆风、海风 TRB 主轴轴承渗透率 2025 年突破 45%、90%。我们基于陆上风机、海上风机不同功率段机型占比，以及各机型 TRB 渗透率进行假设和预测，估算 TRB 主轴轴承的渗透率趋势。结论而言，从陆上风电来看，TRB 主轴轴承从 2021 年开始市场渗透，随着 5MW+陆上风机的占比从 2021 年 3.3%迅速飞跃至 2024 年的 94.7%（其中 6MW+占比 57.4%），我们假设 2025/26/27 年 TRB 主轴轴承在陆上风机的渗透率进一步提升至 45%/55%/65%。从海上风电来看，作为大兆瓦的先行者，2021 年 TRB 主轴轴承渗透率已 34%，至 2024 年随着 8MW 以下海上风机基本退出市场，我们估算 2024 年 TRB 主轴轴承渗透率已提升至 86%，我们假设 2025 年后 TRB 主轴轴承在海上风机的渗透率进一步提升并稳定在 90%。综合陆风和海风，我们估算 TRB 主轴轴承在风机中的渗透率亦从 2021 年的~6%提升至 2024 年的~44%，2025/26/27 年我们估算假设分别提升至 48%/58%/68%。

图表18：陆风、海风 TRB 渗透率预测



资料来源：CWEA、华泰研究预测

图表19：陆风、海风 TRB 需求量预测



资料来源：CWEA、华泰研究预测

综上，我们估算 TRB 主轴轴承市场空间 2025 年约 17.53 亿元，2025-27 年 CAGR 29.1%。其中，我们假设 2025 年陆风、海风新增装机（含出口）分别 105.5、10.1GW，2025-27 年 CAGR 9.5%、41.42%；考虑单机容量提升后，我们假设 2025 年陆风、海风新增装机台数分别 1.52、0.1 万台，2025-27 年 CAGR 2.36%、34.42%。其中，我们假设 2025 年陆风、海风 TRB 主轴渗透率分别 45%、90%，2025-27 年陆风主轴渗透率年均提升 10pct，海风有望维持在 90%的高位。价格方面，假设 2025 年陆风、海风主轴承市场以 TRB 方案为主流，其中部分机型采用双列圆锥滚子轴承（DTRB），部分机型采用双套单列 TRB 布置，单台整套主轴轴承价值量按混合均价测算分别为 21、38.63 万元，2025-27 年考虑风机大型化带来的价格年增为 3%（略慢于风机单机容量的增长，体现成本规模效应），最终我们测算得到 2025 年 TRB 主轴轴承市场总规模约为 17.53 亿元（其中陆风、海风分别 14.09、3.43 亿元），2025-27 年 CAGR 29.1%（其中陆风、海风分别 26.71%、38.45%）。

图表20：TRB 市场空间测算

		单位	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
风电新增装机	陆风新增总装机	GW	41.44	44.62	72.19	81.37	100.00	115.00	120.00
	陆风平均单机容量	MW/台	3.10	4.30	5.40	5.90	7.00	7.50	8.00
	陆风新增风机台数	台	13367.74	10377	13369	13792	14286	15333	15000
	海风新增总装机	GW	14.48	5.16	7.18	5.62	10.00	15.00	20.00
	海风平均单机容量	MW/台	5.60	7.40	9.60	10.00	10.50	11.00	11.50
	海风新增风机台数	台	2585.71	697	748	562	952	1364	1739
	出口陆风新增总装机	GW	3.27	2.12	3.65	5.12	5.50	6.00	6.50
	出口陆风平均单机容量	MW/台	4.01	3.72	5.47	5.80	6.00	6.50	7.00
	出口陆风新增风机台数	台	814.00	570	667	882	917	923	929
	出口海风新增总装机	GW	0.32	0.17	0.00	0.08	0.10	0.15	0.20
	出口海风平均单机容量	MW/台	4.50	4.13	0.34	3.55	2.86	3.75	4.44
	出口海风新增风机台数	台	72.00	40	4	22	35	40	45
	新增总装机	GW	59.51	52.07	83.02	92.18	115.60	136.15	146.70
	新增总台数	台	16839.46	11684	14787	15258	16190	17660	17713
TRB市场需求	陆风TRB渗透率	%	1%	17.48%	30.77%	42.43%	45.00%	55.00%	65.00%
	陆风TRB需求量	套	134.73	1913	4319	6226	6841	8941	10354
	海风TRB渗透率	%	34.38%	70%	88%	86%	90%	90%	90%
	海风TRB需求量	台套	913.69	516	662	502	889	1263	1606
	TRB总需求量	台套	1048	2430	4980	6728	7730	10204	11959
TRB市场规模	陆风TRB单价	万元/台套				20	21	21	22
	陆风TRB市场规模	百万元				1245	1409	1897	2263
	海风TRB单价	万元/台套				37.50	38.63	39.78	40.98
	海风TRB市场规模	百万元				188	343	503	658
	TRB市场规模	百万元				1433.54	1752.50	2399.68	2920.70

资料来源：CWEA，华泰研究预测

新强联：提早布局 TRB 赛道，迎来业务增长黄金窗口

我们看好 TRB 主轴轴承渗透率提升伴随其国产化率提升，带来国内厂商 alpha 机遇。全球风电主轴轴承市场长期由国际巨头主导，特别是大型 TRB 领域，瑞典 SKF、德国舍弗勒（Schaeffler）、美国 Timken、日本 NTN 等企业凭借全流程大直径轴承制造能力、寿命与可靠性设计积累以及严格的质量认证体系，在 5MW 及以上机组，尤其是海上风电高端机型市场占据绝对主导地位。但随着中国风电市场持续扩容、整机厂对降本与本地化交付需求提升，国产主轴品牌势将崛起。根据 CWEA，2018-2021 年，在技术进步和价格优势推动下，风机主轴逐步打破进口垄断，国产化率已从不到 10%提升至 32%+。我们估算截止 2024 年主轴国产化率或接近 60%，其中我们估计 SRB 主轴国产化率在 70%，陆上 TRB 主轴国产化率亦达到 60~70%，海上 TRB 主轴国产化率或仍在 10%的较低水平。从趋势上来看，在国内风电行业零部件厂商的技术迭代、成本优势，以及风电整机厂商提升运营效益和国际综合竞争力的意愿下，海上风电主轴轴承的国产化是必然发展趋势。

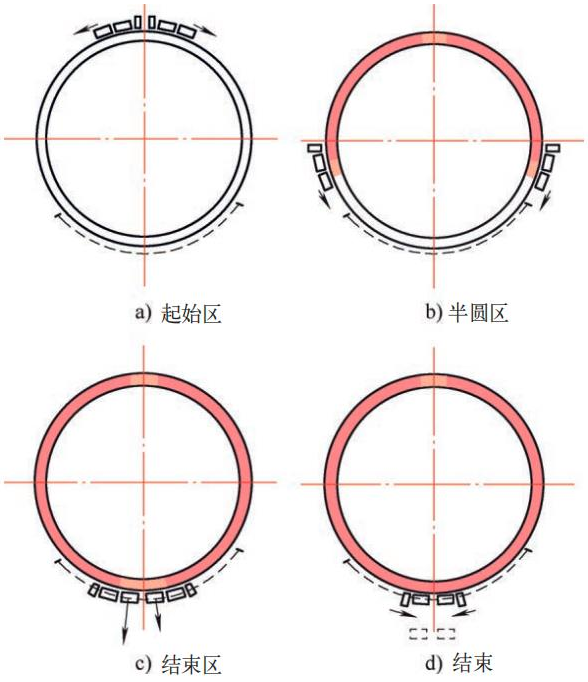
图表21：全球风机轴承厂商梳理（注：数据截至 2024 年末）

厂商名称	国家	产品特色	生产规模	出口收入占比
SCHAEFFLER AG	德国	主轴轴承、齿轮箱轴承：耐极端环境设计，寿命超 20 年	全球产能占比 18%	65%
SKF Group	瑞典	偏航与变桨轴承：集成智能监测系统	年产量超 50 万套	70%
NTN Corporation	日本	高精度圆锥滚子轴承：轻量化设计，适配 10MW + 大型风机	亚洲最大生产基地，年产能 40 万套	55%
Timken	美国	主轴与发电机轴承：耐腐、低涂层技术	北美市占率 25%	60%
瓦轴店轴承集团	中国	全系列风电轴承：国产化替代先锋，成本优势显著	年产 30 万套，国内市占率 12%	15%
洛轴 LYC	中国	海上风电专用轴承：突破 20MW 级技术瓶颈	年产量 25 万套，出口至 30 国	20%
新强联	中国	齿轮箱轴承：2025 年完成样机交付，瞄准高端市场	订单量同比增长 40%	10%
NSK	日本	低摩擦主轴轴承：适配重型直驱风机	全球产能 15 万套 / 年	50%
ThyssenKrupp AG	德国	模块化轴承系统：快速安装与维护解决方案	欧洲市占率 10%	45%
天马轴承	中国	低成本变桨轴承：中小型风机市场主导者	年产 20 万套	8%
JTET Corporation	日本	集成式发电机轴承：与丰田合作开发车 - 风电协同技术	年产量 18 万套	40%
京冶轴承	中国	定制化轴承：服务“一带一路”沿线国家风电项目	年产 15 万套	25%
Liebherr	德国	超大型海上风电轴承：单套承重超 1000 吨	欧洲高端市场占有率 20%	70%
大连冶金轴承	中国	经济型偏航轴承：主打性价比	年产 12 万套	10%
Rothe Erde	德国	回转支承轴承：适配漂浮式海上风机	全球独家供应商，塔式项目	80%
洛阳新强轴承	中国	主轴轴承国产化：突破材料热处理技术	年产 3 万套	5%
浙江天马轴承	中国	中小型风机轴承：快速交付能力	年产 10 万套	12%
德力佳（中国）轴承	中国	齿轮箱轴承：与南高齿战略合作	年产 7 万套	8%
IMO Group	德国	智能化轴承：内置传感器，实时监测磨损	欧洲创新市场份额 8%	65%
湘电动力	中国	发电机轴承：配套国内 70% 海上风电项目	年产 5 万套	3%

资料来源：公司官网、公司公告、掌上风电，华泰研究

新强联提前布局 TRB 主轴轴承，奠定先发优势。早在 2018 年，新强联便启动圆锥滚子轴承（TRB+TRB）结构研发，2019 年实现 3MW 机型实装验证。在此基础上，新强联不仅率先完成 TRB 技术路径验证，更通过无软带感应淬火技术占据制高点。在关键热处理环节，公司独家掌握无软带感应淬火工艺，相较国外主流渗碳法，具备加工效率高、材料成本低等优势，预计可降低约 30%制造成本。公司提前引进意大利萨伊 SAET 全数控设备，完成产线磨合并实现规模化布局。鉴于无软带淬火设备交付周期长、工艺调校难度高，行业短期难以快速复制。我们判断，新强联凭借技术+工艺双重壁垒，有望在未来大型化风机主轴轴承国产替代进程中保持领先，逐步成为国内 TRB 领域标准制定的核心厂商之一。

图表22：无软带感应淬火加热过程感应器位置



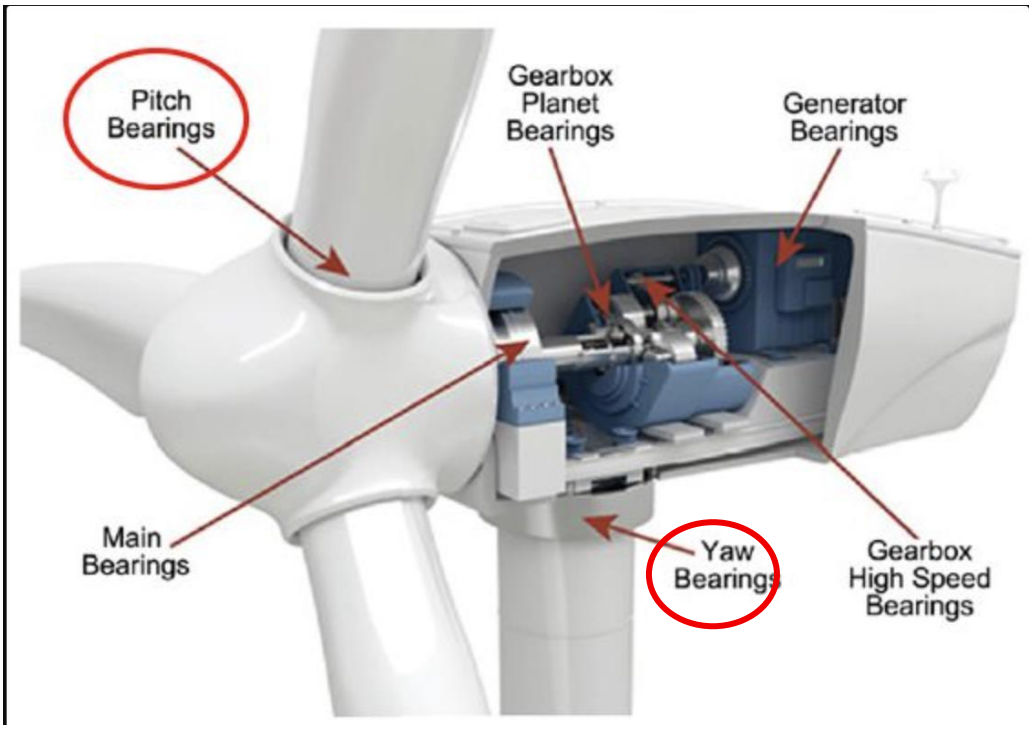
资料来源：《大型中碳钢回转支承的无软带感应淬火》，华泰研究

根据公司 2025 年 4 月 25 日投资者关系活动记录表，1Q25 主轴轴承收入达到 1.26 亿元，接近 2024 年主轴轴承全年收入（2.74 亿元）的 46%，体现出在 TRB 主轴轴承加速放量对公司主轴业务规模的提振。我们看好 TRB 主轴轴承国产替代对公司的业绩拉动有望进入兑现高峰期。

Beta 之基：偏航变桨轴承提供业绩确定性

偏航变桨系统是现代大型风电机组的核心执行组件之一。偏航系统通过偏航驱动装置带动齿圈及机舱旋转，使风轮始终调整至最佳迎风方向，从而提升风能捕获效率；变桨系统则通过对叶片角度的动态调节，控制风轮转速和输出功率，实现机组在不同风速下的最优运行状态。通常，一台风机配置 1 套偏航轴承和 3 套变桨轴承，是整机配套环节中数量最多的承载部件，整体需求规模与装机量高度正相关。

图表23：变桨轴承和偏航轴承示意图



资料来源：翔博科技，华泰研究

相比主轴轴承，偏航变桨轴承技术壁垒相对较低，目前国产化率接近 100%。偏变轴承主要采用单排或双排四点接触球转盘轴承，国内厂商在设计和加工方面成熟度较高，已基本实现对进口品牌的全面替代，因此行业竞争格局更为充分，毛利率整体低于主轴轴承。

风电装机持续扩容，我们估算 2025 年国内偏变轴承市场规模 61.73 亿元，2025-27 年 CAGR 17.29%。2025 年我们预计国内新增风电装机量（国内装机+出口装机）115.6GW，2025-27 年 CAGR 13%，对应新增风机台数为 1.62 万台，CAGR 为 4.6%；其中陆风新增装机容量为 105.5GW，2025-27 的 CAGR 为 10%，海风新增装机容量为 10.1GW，2025-2027 的 CAGR 为 62%；对应陆风/海风新增风电装机台数 1.52/0.1 万台，2025-27 年 CAGR 分别为 2.36%，34.42%。根据三一重能招股书披露的历史数据，2–6MW 机型回转支承单价区间约为 3.65–8.28 万元/台。参考该区间内价格随单机容量提升的变化规律，我们预计装机容量每提升 0.5MW，单价对应的复合年化增速约为 10.78%，并可类推至更大容量机型。基于此假设，2025 年陆上风机偏航变桨轴承单价估算分别为 9 万元/套，海上风机偏变轴承单价相应至 15 万元/套。我们按照每台风机配置 1 套偏航轴承、3 套变桨轴承，陆上风电偏变轴承均 36 万元/套、海上风电偏变轴承均 60 万元/套，综合计算得到 2025 年国内偏变轴承市场规模 61.73 亿元，2025-27 年 CAGR 17.29%；其中陆风偏变轴承市场规模 55.78 亿元，2025-27 年 CAGR 13.40%；海风偏变轴承市场规模 5.95 亿元，2025-27 年 CAGR 48.91%。

图表24：偏变轴承市场规模测算

			2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
风电行业量	陆风新增总装机	GW	41.44	44.62	72.19	81.37	100.00	115.00	120.00
	陆风平均单机容量	MW/台	3.10	4.30	5.40	5.90	7.00	7.50	8.00
	陆风新增风机台数	台	13367.74	10376.74	13368.52	13791.53	14285.71	15333.33	15000.00
	海风新增总装机	GW	14.48	5.16	7.18	5.62	10.00	15.00	20.00
	海风平均单机容量	MW/台	5.60	7.40	9.60	10.00	10.50	11.00	11.50
	海风新增风机台数	台	2586	697	748	562	952	1364	1739
	出口陆风新增总装机	GW	3.27	2.12	3.65	5.12	5.50	6.00	6.50
	出口陆风平均单机容量	MW/台	4.01	3.72	5.47	5.80	6.00	6.50	7.00
	出口陆风新增风机台数	台	814	570	667	882	917	923	929
	出口海风新增总装机	GW	0.32	0.17	0.00	0.08	0.10	0.15	0.20
	出口海风平均单机容量	MW/台	4.50	4.13	0.34	3.55	2.86	3.75	4.44
	出口海风新增风机台数	台	72.00	40.00	4.00	22.00	35.00	40.00	45.00
	新增总装机	GW	59.51	52.07	83.02	92.18	115.60	136.15	146.70
	新增总台数	台	16839	11684	14787	15258	16190	17660	17713
偏变行业量	风机偏航轴承配备量	个/台				1			
	陆风偏航轴承需求量	个	14182	10947	14036	14674	15202	16256	15929
	海风偏航轴承需求量	个	2658	737	752	584	987	1404	1784
	偏航轴承需求量	个	16839	11684	14787	15258	16190	17660	17713
	风机变桨轴承配备量	套/台				3			
	陆风变桨轴承需求量	个	42545	32840	42107	44021	45607	48769	47786
	海风变桨轴承需求量	个	7973	2212	2256	1752	2962	4211	5352
	变桨轴承需求量	个	50518	35052	44362	45773	48569	52980	53138
偏变市场规模	陆风偏变轴承均价	万元/套				8	9	10	11
	海风偏变轴承均价	万元/套				8	15	17	19
	陆风偏变轴承市场规模	百万元				4695.53	5577.80	6607.51	7172.18
	海风偏变轴承市场规模	百万元				186.88	595.45	937.73	1320.42
	偏变轴承市场总规模	百万元				4882.41	6173.26	7545.24	8492.60

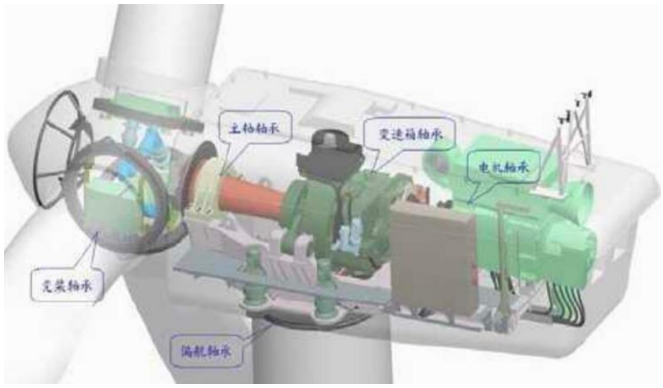
资料来源：CWEA、三一重能招股书、华泰研究预测

新强联无软带淬火技术叠加独立变桨技术先发布局，构筑企业差异化优势。国内偏航、变桨轴承市场竞争格局相对分散，主要厂商包括新强联、洛轴、瓦轴、天马等，按 2024 年我们估算市场规模 48.82 亿元和新强联 2024 年偏变轴承 18 亿元收入体量估算，公司市场份额约为 36.87%。新强联在大兆瓦机型和高端应用场景具备明显领先优势：一方面，公司掌握无软带感应淬火等关键热处理工艺，显著提升轴承耐磨性与疲劳寿命；另一方面，公司早在 2019 年便推出三排圆柱滚子独立变桨轴承产品，在应对风速波动、减缓叶片和塔筒受力冲击、降低维护成本及提升发电效率等方面明显优于传统方案。随后洛轴、成都天马等厂商也进入这一领域。随着独立变桨技术被越来越多整机厂采用，拥有先发技术和成熟量产能力的企业有望获得更大市场份额。

第二曲线：厚积薄发，齿轮箱轴承业务从 0 到 1

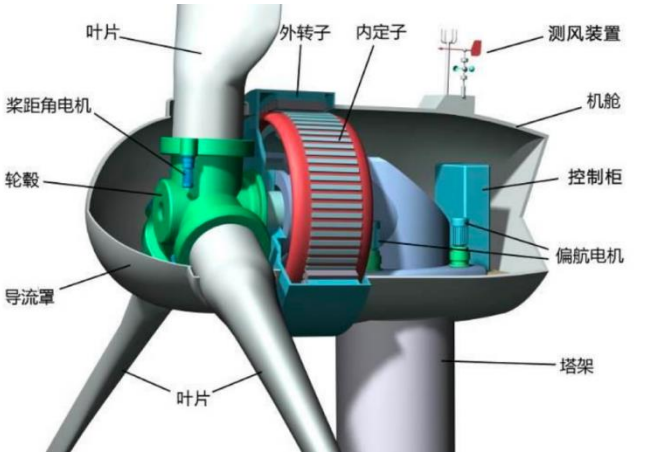
双馈与半直驱风机并行主导，驱动齿轮箱轴承市场稳定增长。当前风机传动方案主要分为双馈、半直驱与直驱三类。双馈型自上世纪 70 年代起成熟应用，依赖多级齿轮箱完成从低速叶轮至高速发电机的增速传递，方案成熟、成本相对可控，但齿轮级数多、长期运行磨损及故障概率较高，后期维护支出偏大。直驱型自 90 年代初兴起，取消齿轮箱、通过永磁同步发电机直接驱动，理论上可提升传动效率并减少机械故障，但整机体积及重量显著增加，稀土磁钢成本高、海上耐腐蚀性不足，整机投资成本高企，尚未实现全面普及。半直驱型于 90 年代末逐步发展，采用两级齿轮箱搭配多极发电机设计，在保留齿轮传动降本优势的同时降低齿轮级数和维护风险，且较直驱方案具备更优的重量和经济性平衡，成为大型化机组趋势下双馈方案的有力补充，共同支撑齿轮箱轴承市场的稳定扩容。

图表25：双馈式风力发电机示意图



资料来源：公司招股说明书、华泰研究

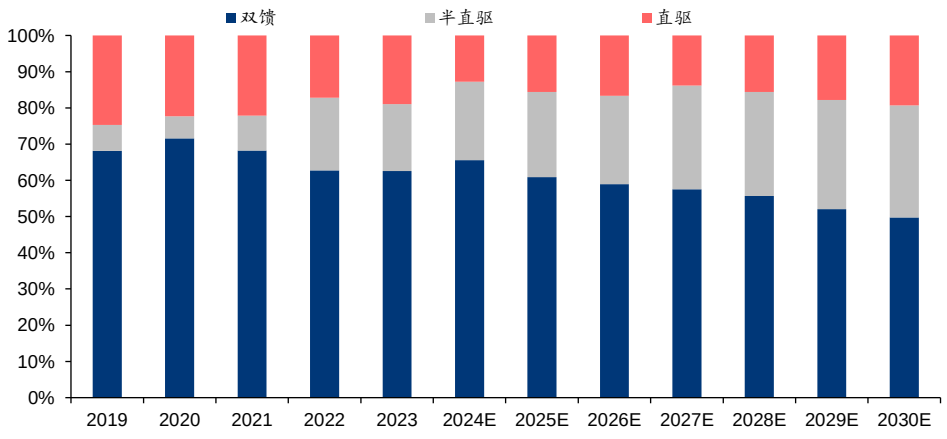
图表26：直驱式风力发电机示意图



资料来源：公司招股说明书、华泰研究

陆风平价背景下，陆上机型多采用双馈和半直驱技术路线，均需要齿轮箱结构。在陆上风电平价时代，国内机组技术路线以双馈及半直驱为主，两者均需配置齿轮箱结构。受制于陆上环境条件相对温和及直驱方案初始投资成本高企，直驱机型基本退出陆风主流市场。海上大兆瓦风机则更多采用直驱与半直驱，主要出于复杂海洋环境下对可靠性和维护成本的更高要求。多级齿轮箱的双馈方案在海上高功率机型中故障风险较高，渗透率受限，仅部分早期 6MW 机型采用。整体看，未来全球风机技术路线预计仍以双馈和半直驱为核心组合，直驱方案在部分海上超大功率机型保有一定市场份额。由于双馈及半直驱均依赖齿轮箱传动，齿轮箱及其配套轴承需求有望伴随全球风电装机持续扩容而保持稳健增长。

图表27：全球风电整机当前技术路线占比



资料来源：德力佳招股说明书、QY research，华泰研究预测

我们估算 2025 年全国齿轮箱轴承市场规模 37.64 亿元，2025-27 年 CAGR 3.75%，考虑国产化率提升后国内厂商具备 alpha 增长空间。2025 年我们预计国内新增风电装机量（国内装机+出口装机）115.6 GW，2025-27 年 CAGR 12.65%；其中陆风新增风电装机量 105.5 GW，2025-27 年的 CAGR 为 9.5%，海风新增风电装机量 10.1 GW，2025-27 年的 CAGR 为 41.42%；对应新增风电装机台数 1.62 万台，2025-27 年 CAGR 4.6%，其中陆风新增 1.52 万台，2025-27 年的 CAGR 为 2.36%，海风新增 0.18 万台，2025-27 年的 CAGR 为 34.42%。从技术路线分类来看，我们预计 2025 年双馈式风机渗透率 60%，2025-27 年年均下降 5pct；而半直驱式风机 2025 年渗透率 20%，2025-27 年年均提升 5pct；我们基于双馈式风机、半直驱式风机单台齿轮箱轴承用量分别 20、17.5 只/台，基于单只齿轮箱轴承价格 1.5 万元的假设，我们综合估算 2025 年全国齿轮箱轴承市场规模 37.64 亿元，2025-27 年 CAGR 3.75%

图表28：齿轮箱轴承需求测算

			2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
风电行业量	陆风新增总装机	GW	41.44	44.62	72.19	81.37	100.00	115.00	120.00
	陆风平均单机容量	MW/台	3.10	4.30	5.40	5.90	7.00	7.50	8.00
	陆风新增风机台数	台	13367.74	10376.74	13368.52	13791.53	14285.71	15333.33	15000.00
	海风新增总装机	GW	14.48	5.16	7.18	5.62	10.00	15.00	20.00
	海风平均单机容量	MW/台	5.60	7.40	9.60	10.00	10.50	11.00	11.50
	海风新增风机台数	台	2585.71	697.30	747.92	562.00	952.38	1363.64	1739.13
	出口陆风新增总装机	GW	3.27	2.12	3.65	5.12	5.50	6.00	6.50
	出口陆风平均单机容量	MW/台	4.01	3.72	5.47	5.80	6.00	6.50	7.00
	出口陆风新增风机台数	台	814.00	570.00	667.00	882.00	916.67	923.08	928.57
	出口海风新增总装机	GW	0.32	0.17	0.00	0.08	0.10	0.15	0.20
	出口海风平均单机容量	MW/台	4.50	4.13	0.34	3.55	2.86	3.75	4.44
	出口海风新增风机台数	台	72.00	40.00	4.00	22.00	35.00	40.00	45.00
	新增总装机	GW	59.51	52.07	83.02	92.18	115.60	136.15	146.70
	新增总台数	台	16839.46	11684.04	14787.44	15257.53	16189.76	17660.05	17712.70
齿轮箱轴承行业量	双馈式风机渗透率	%				68%	60%	55%	50%
	双馈式风机齿轮箱量	套				10375	9714	9713	8856
	双馈式风机齿轮箱轴承量	个				207502	194277	194261	177127
	半直驱式风机渗透率	%				10%	20%	25%	30%
	半直驱式风机齿轮箱量	套				1526	3238	4415	5314
	半直驱式风机齿轮箱轴承量	个				26701	56664	77263	92992
齿轮箱轴承国产市场规模	齿轮箱轴承国产化率	%					20%	25%	30%
	国产齿轮箱轴承产量	套					50188	67881	81036
	齿轮箱轴承单价	万元/个				2.00	1.50	1.50	1.50
	齿轮箱轴承市场规模	百万元					3764	4073	4052

资料来源：CWEA、德力佳招股书、观研报告网、华泰研究预测

新强联齿轮箱轴承项目作为公司第二增长曲线，目前正按计划稳步推进。与主轴轴承、偏变轴承相比，由于齿轮箱国产化较晚，其上游齿轮箱的轴承国产化率亦导入相对更慢，国产化机遇突出。公司于 2022 年通过可转债募资 8.65 亿元用于齿轮箱轴承及精密零部件项目，该项目总投资 11.13 亿元，新建 2 个生产车间，分齿轮箱轴承、齿轴件、齿轮等建设，打造国内领先的精密轴承生产线。预计达产后年产 5.8 万个零部件，对应配套 2000 台风电齿轮箱，达产后预计实现年产值 15.35 亿元。根据公司 2024 年年报披露，项目截止报告期投资进度完成 98.33%，齿轮箱轴承车间基建已完成，设备基础施工进入尾声，预计 2025 年 Q2 启动设备调试并进入试生产阶段。根据 2025 年 4 月 25 日公司投资者关系活动记录表，公司齿轮箱轴承出货已处于小批量状态，公司将实现齿轮箱轴承产品的业绩突破，齿轮箱轴承有望成为继主轴 TRB 轴承之后公司又一成长曲线。

深耕盾构机领域，迎来市场机遇

新强联自 2008 年起即布局盾构机主轴承国产化。中国已成为全球最大的盾构机市场，盾构机轴承作为盾构机关键核心部件，国产化进程加速势在必行。新强联公司自 2011 年起，自主设计制造了系列盾构机主轴承，积累了丰富的经验，2023 年公司参与制定了“滚动轴承—盾构机主轴承”国家机械行业标准；公司作为国内超大直径回转支承的龙头企业，承接“中科院战略性先导专项—超大直径盾构机主轴承”项目，由公司制造的直径Φ8.01 米盾构机主轴承，各项技术指标达到世界先进水平，部分技术指标达到世界领先水平，顺利通过专家团队评审和现场交付，标志着我国盾构机主轴承研制水平上了一个新台阶，结束了我国不能制造超大型盾构机主轴承的历史；2024 年 3 月，由公司自主研发设计、自供产品配套零部件（锻件、滚动体、保持架）的直径 14 米级超大型盾构机用主轴轴承研制成果获得河南省机械工程学会的科学技术成果鉴定证书，该盾构机主轴轴承各项技术性能指标不仅达到标准要求，还填补国内该领域空白，整体技术达到国际同类产品先进水平，实现进口替代，该盾构机主轴轴承的交付不仅是对公司自主研发和全产业链配套能力的综合考验，而且也实现了公司在超大型盾构机主轴承领域的重大突破；2024 年 12 月，公司通过精心编制加工工艺、严控加工流程和产品质量，生产主驱动盘、密封装置等关键零部件，成功实现助力中国出口海外最大直径 14 米级盾构机顺利始发，为中国高端制造工业的出海做出贡献。

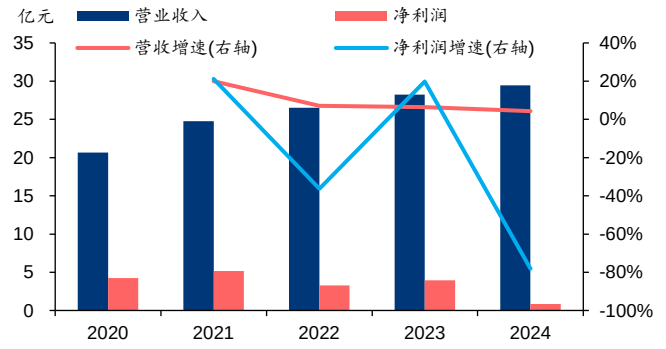
当前盾构机市场正在迎来扩容机遇，其核心驱动力之一是雅鲁藏布江下游水电工程。2025 年 7 月 19 日雅鲁藏布江下游水电工程项目（以下简称雅江下游项目）开工仪式举行。雅江下游项目预计装机容量>6000 万千瓦、年发电量约 3000 亿千瓦时，约为三峡工程的 3 倍（2250 万千瓦/882 亿千瓦时）；总投资约为三峡工程的 5 倍(1.2 万亿元 V.S. 2100 亿元)。该项目选址在雅鲁藏布江大峡谷大拐弯处，从大拐弯入口的派镇（海拔 2900 米）至背崩乡（海拔 860 米），50 公里内落差达 2000 多米，至巴昔卡处（海拔 155 米），相对落差达到 2700 多米。因此雅江水电站为引水式水电站，将水引入人工修建的引水道（如渠道、隧洞、管道），利用河流自然落差发电。雅江水电站工程需要建设 50 公里的引水隧洞，穿越 5 条区域性断裂带和 72 条次级断层，预计需采用技术难度较高的特殊盾构掘进机+钻爆法组合施工，且对于盾构掘进机整体需求较大。对标体量相近的川藏线工程，我们估算雅鲁藏布江下游水电工程合计对盾构机的采购需求约 100 亿元左右，结合项目工程进度我们假设上述采购分 2~4 年交付，对应拉动盾构机年需求约 25~50 亿元，相当于我国盾构机年市场规模（以 2024 年为例，根据中国工程机械工业协会，市场规模约 400 亿元）的 6~12%。*（以上内容详见 2025 年 7 月 21 日华泰机械组发布的《机械设备：雅江项目开工，何种机械设备受益？》，以及华泰能源转型组发布的《能源/电力设备与新能源：雅江工程启动，利好发输电设备龙头》）*

新强联的盾构机轴承类业务有望受益于该工程对下游驱动的拉动效应。当前，中国已成为全球盾构机第一大需求国，根据央视财经，全球市场份额高达 70%。我们看好雅鲁藏布江下游水电工程的实施不仅直接拉动盾构机及上游产业链需求，同时有望带动技术规范效应和产业链升级，强化了国内盾构机产业链的全球竞争力，新强联的盾构机轴承业务有望凭借早期布局和领先工艺优势，把握由需求外溢而带来的市场机遇，成为风电之外最具潜力的盈利空间。从收入端来看，2023、2024 年公司盾构机轴承业务收入同比增长 42.27%、34.44%至 0.73 亿元、0.99 亿元，占公司整体收入比重的 2.6%、3.3%。我们看好在下游需求增长叠加盾构机轴承国产化替代的机遇下，公司的盾构机轴承类业务有望维持较高的增速，我们预计公司盾构机轴承业务收入 2025-2027 年仍将维持 40%、45%、50%的高速增长。

盈利预测与估值

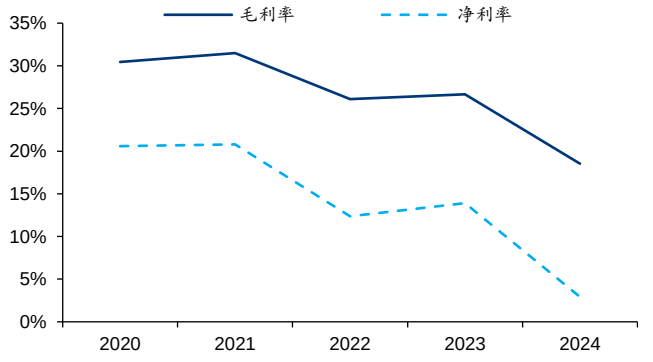
2020-2024 年，新强联业绩受行业周期拖累，2025Q1 显现反弹势头。2020-2021 年，得益于风电行业高景气，公司依托技术优势和稳定客户资源实现高速成长，营收和净利润分别保持约 20%的增速，毛利率、净利率稳定在 30%和 20%水平。2022-2023 年，行业竞争加剧叠加成本上行，风电业务价格持续承压，2022 年营收增速放缓至 7.13%。2024 年公司实现营收 29.46 亿元，同比增长 4.32%，但利润端受到价格战、业务结构波动及交易性金融资产公允价值变动等非经常性因素影响，归母净利润大幅下滑至 0.65 亿元，同比下降 82.56%，毛利率、净利率降至 18.53%、2.92%。进入 2025 年，伴随风电景气度回升及主轴轴承产能释放，公司业绩快速修复。1H25，公司实现营收 22.1 亿元，同比+108.98%；归母净利润 4.00 亿元，同比+496.6%；扣非归母净利润 3.35 亿元，同比+2200.56%，盈利修复趋势明确。

图表29： 公司营收、净利润及增速



资料来源：ifind、华泰研究

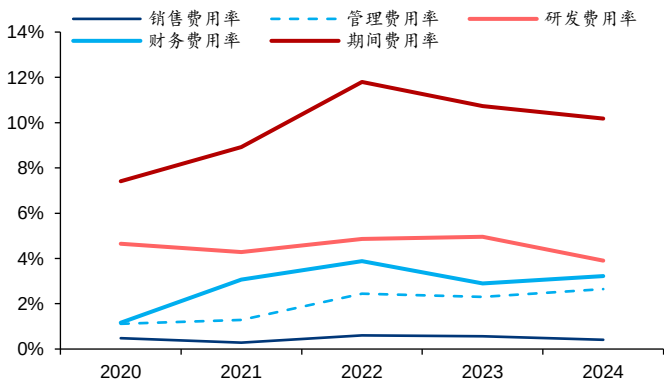
图表30： 公司毛利率与净利率



资料来源：ifind、华泰研究

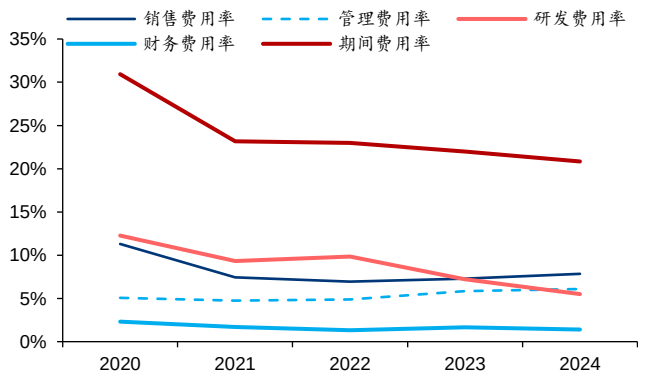
新强联费用率受研发投入与融资成本影响显著，未来降费空间逐步显现。费用率层面，新强联围绕风电轴承国产替代持续加码，2023 年研发费用率达 4.96%峰值，2024 年因行业利润寒冬微降至 3.90%。其研发聚焦 TRB 轴承、海上大兆瓦机型等核心技术，在无软带淬火、大兆瓦主轴轴承等领域形成差异化优势。公司 2022-2024 年年均财务费用率为 3.35%，显著高于瓦轴 B（同期为 1.69%）。2021-2024 年，新强联因产能扩张（齿轮箱轴承项目、圣久锻件整合）带来的融资活动，财务费用率攀升至 3.07%-3.88%，财务费用主要由可转债利息、借款利息等构成，为主要拖累项。

图表31： 新强联期间费用率及拆分



资料来源：ifind、华泰研究

图表32： 瓦轴 B 期间费用率及拆分



资料来源：ifind、华泰研究

盈利预测

主轴轴承业务板块

收入端：TRB 轴承主要服务于 7MW 以上大兆瓦风机主轴、独立变桨等环节。2024 年起，随着风机从单 SRB 向双 TRB 切换加速，我们假设公司 2025/2026/2027 年主轴轴承出货都对应风机台数合计 5000/5500/6000 台，其中 TRB 主轴风机出货占比 63%/78%/88%，SR 主轴风机出货占比 37%/22%/12%。价格层面，假设 TRB 主轴单价 2025/2026/2027 年 0.25/0.26/0.27 百万元/套，涨价由单台容量上涨推动，SRB 主轴单价我们假设维持在 0.09 百万元/套。综合上述假设，我们预计公司的 TRB 主轴 2025/2026/2027 年分别增长至 7.84/11.02/13.93 亿元；考虑产能挤压，SRB 主轴 2025/2026/2027 年收入下降至 1.68/1.10/0.67 亿元；对应公司主轴轴承业务 2025/2026/2027 年总收入分别 9.52/12.11/14.60 亿元。

成本端：根据公司 2024 年年报披露，回转支承行业的成本中料/工/费的成本占比为 60.25%/9.8%/29.95%，其中，原材料对价格波动对整体成本影响较大。我们假设原材料成本中 70%已锁价，30%随上游价格波动。主轴原材料轴承钢的价格指数从 2021 年的 6330.61 降到 2024 年为 4990.01 元/吨，我们假设 2025/2026/2027 轴承钢价格指数涨幅 1%/2%/3%，传导至成本端后。叠加高价 TRB 主轴渗透率的提升，综合导致 2025/2026/2027 年我们对公司主轴轴承毛利率预测分别 48.24%/50.24%/51.84%。

偏变轴承业务板块

收入端：2024 该板块受益于陆风、海风装机回暖及国产化率持续提升。由于独立变桨的需求平稳提升，我们预测变桨轴承以及偏航与风电配件的销量增速在 2025/2026/2027 年为 25%/12.5%/10%，基于销售单价维持稳定的假设，对应 2025/2026/2027 年我们预测公司变桨轴承业务收入分别 12.50/14.06/15.47 亿元，偏航轴承业务收入分别 10.00/11.25/12.37 亿元。

成本端：我们同样假设原材料成本中 70%已锁价，30%随上游价格波动，预计 2025/2026/2027 年轴承钢价格指数涨幅分别 1%/2%/3%，由于价格假设保持稳定，原材料成本上涨带动我们预测 2025/2026/2027 年变桨轴承毛利率预测 26.57%/26.32%/25.93%，偏航轴承毛利率预测 24.69%/24.43%/24.03%。

齿轮箱轴承业务板块

收入端：考虑到公司齿轮箱轴承产能已于 1H25 基本竣工，叠加客户端验证周期，我们假设 2025/2026/2027 年公司齿轮箱轴承出货量对应风机台数 250/1000/2000 台，我们假设每台风机对齿轮箱轴承需求量为 20 只/台，齿轮箱轴承单价为 1.5 万元/只，综上得到 2025/2026/2027 年公司齿轮箱轴承业务收入预测 0.75/3.0/6.0 亿元。

成本端：我们假设 2025/2026/2027 年公司齿轮箱零部件业务毛利率为 30%，主要参考公司 2022 年齿轮箱轴承定增项目披露数据。

其他业务板块

其他业务主要包括锁紧盘（2024 年营收占比 10%），联轴器，海工装备类（2024 年营收占比 3%）等，占公司收入比重较小。我们预计该部分业务将保持稳定增长。

期间费用假设

销售费用：公司 2022-2024 年销售费用率分别为 0.62%/0.55%/0.41%，考虑到公司客户认证后粘性较强，与多方下游龙头公司签订长期项目合作，我们预计 2025-2027 年销售费用率为 0.41%/0.38%/0.35%，对应销售费用 0.17/0.19/0.21 亿元。

管理费用：公司 2022-2024 年管理费用率分别为 2.44%/2.32%/2.66%，管理费用绝对额分别为 0.65/0.65/0.78 亿元，稳中有升。考虑到公司随业务放量会投入更多的管理成本，我们预计 2025-2027 年管理费用率 2.47%/2.42%/2.37%，对应管理费用 1.05/1.23/1.42 亿元。

研发费用：公司重视技术创新与产业布局，2022-2024 年研发费用率分别为 4.87%/4.95%/3.9%，研发强度保持在较高水平。考虑 2025 年是齿轮箱轴承放量元年，公司各项技术较为成熟，研发费用比率预计降低，2025-2027 年研发费用率维持在 3.9%，对应研发费用 1.65/1.98/2.34 亿元。

财务费用：公司 2022-2024 年财务费用分别 1.03/0.82/0.95 亿元，对于 2025-2027 年，基于有息负债和贷款利率我们假设利息支出为 0.76/1.15/1.43 亿元，基于货币资金和存款利率我们假设利息收入为 0.98/0.13/0.15 亿元，其他财务费用我们基于 0.09%的费用率假设为 0.04/0.04/0.05 亿元，综合上述假设对应 2025-2027 年公司财务费用分别 0.70/1.07/1.33 亿元。

图表33：新强联核心业务盈利预测（单位：百万元）

假设简表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	**2653.45**	**2823.63**	**2945.58**	**4235.95**	**5075.68**	**5992.98**
yoy	7.1%	6.4%	4.3%	43.8%	19.8%	18.1%
总毛利率	**27.5%**	**26.7%**	**18.5%**	**30.1%**	**31.1%**	**31.8%**
营业收入						
风电类产品	1989.64	2004.77	2073.18	3201.97	3742.80	4244.51
主轴轴承			270.00	951.97	1211.55	1460.14
偏变轴承			1800.00	2250.00	2531.25	2784.38
齿轮箱轴承			4.00	75.00	300.00	600.00
锁紧盘	268.48	335.06	300.39	330.43	330.43	330.43
其他	395.33	483.80	572.01	703.55	1002.45	1418.04
期间费用率	**11.8%**	**10.7%**	**10.2%**	**8.4%**	**8.8%**	**8.8%**
销售费用率	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用率	2.4%	2.3%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
研发费用率	4.9%	4.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
财务费用率	3.9%	2.9%	3.2%	1.7%	2.1%	2.2%
净利率	**12.4%**	**13.9%**	**2.9%**	**17.2%**	**17.3%**	**17.9%**
归母净利润	**316.10**	**374.84**	**65.38**	**696.07**	**841.71**	**1030.23**
yoy	-38.5%	18.6%	-82.6%	964.7%	20.9%	22.4%
EPS(摊薄)	**0.96**	**1.04**	**0.18**	**1.83**	**2.21**	**2.70**

资料来源：iFind，华泰研究预测

估值

综上所述，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 6.96 亿元、8.42 亿元和 10.30 亿元，同比增速分别 965%、21%、22%，对应 EPS 为 1.83、2.21、2.70 元/股。

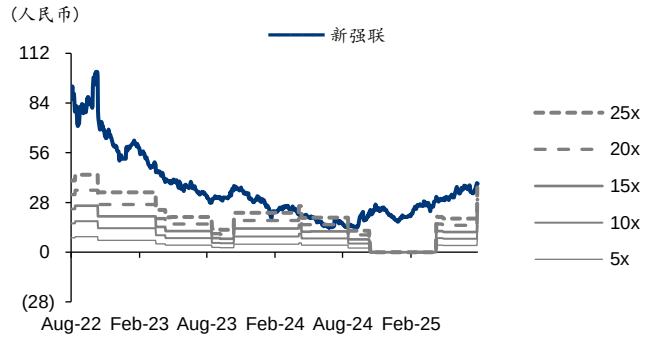
我们基于可比公司法对公司进行估值，上市公司中与公司业务结构相对更接近的包括国内风电零部件公司金雷股份、日月股份、广大特材等，以及海外风电轴承和齿轮箱公司 NSK、Schaeffler AG、SKF AB，截止 2025 年 8 月 13 日收盘 iFind、VisibleAlpha 一致预测可比公司估值 2025 年 18xP/E、17xP/E、18xP/E、33xP/E、21xP/E、22xP/E，平均 21xP/E。考虑公司所处赛道国产化率空间较大、成长性更强，我们给予一定的估值溢价，基于 2025 年 23xP/E，给予公司目标价 42.0 元，给予“增持”评级。

图表34：新强联可比公司估值表

公司	代码	货币	股价	EPS				P/E			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
新强联	300850 CH	RMB	38.5	0.18	1.31	1.63	1.97	214	29	24	20
国内可比公司平均								38	18	14	12
金雷股份	300443 CH	RMB	23.7	0.54	1.29	1.72	2.14	44	18	14	11
日月股份	603218 CH	RMB	13.2	0.61	0.80	0.90	1.02	22	17	15	13
广大特材	688186 CH	RMB	26.0	0.54	1.45	1.87	2.34	48	18	14	11
海外可比公司平均									25	13	10
NSK	6471 JP	JPY	759.2	20.58	23.23	40.53	60.94	33	33	19	12
Schaeffler AG	SHA DE	EUR	5.0	0.13	0.24	0.64	0.91	34	21	8	6
SKF	SKFB SE	SEKM	235.8	14.22	10.91	16.93	19.69	15	22	14	12

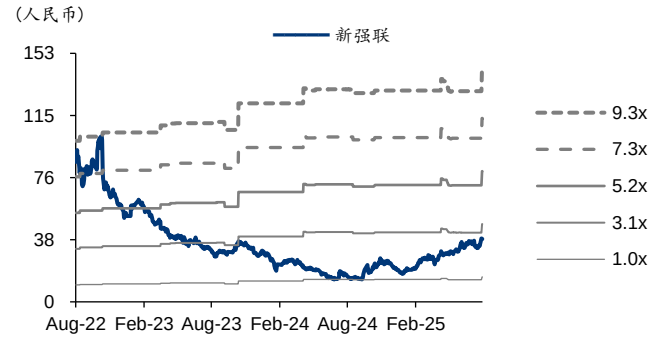
注：数据截止 2025 年 8 月 13 日收盘
资料来源：iFind，Visible Alpha，华泰研究

图表35：新强联 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表36：新强联 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

原材料成本波动风险：公司生产所需的主要原材料为连铸圆坯、钢锭和锻件，占生产成本的比重较高。原材料价格波动会给公司利润带来较大影响。公司目前通过与主要供应商签订长期合作协议、建立原材料库存预警机制等方式应对价格波动风险。如果未来原材料价格出现大幅波动，而公司应对措施或产品售价调整不及时，将对公司业绩产生不利影响。

产品价格波动风险：风电行业竞争激烈，下游客户的降本意愿强烈，导致降本压力向产业上游传导，公司通过自身产业链的降本优势缓解产品价格下降的压力，并不断研发新产品，提高产品高附加值和工艺水平，提升公司产品的竞争力和生产效率。未来公司将持续优化产业链协同，加大研发投入，若公司生产端降本能力不强，产品创新不能持续，产品出现同质化趋势或核心产品优势减弱，伴随着市场竞争的加剧，将面临对经营业绩及盈利空间产生不利影响。

市场开发不及预期风险：公司研发新产品，保持持续的产品更新迭代能力，如风电齿轮箱轴承等，因风电类轴承产品应用场景特殊，新产品的验证周期长，验证谨慎，客户开发周期较长。公司目前已组建专业的市场开发团队，积极与潜在客户沟通合作，通过引进高端行业人才，购置高端进口设备，调试优化工艺等，提高新产品的市场认可度。若公司产品通过客户验证的时间周期过长，则可能会失去占领市场的先机，同时对新产品业绩的释放进度产生不利影响。

测算数据不及预期风险：我们对公司业绩预测的测算建立在对国内风电市场需求规模、TRB主轴轴承渗透率及公司出货量、齿轮箱轴承国产化率及公司出货量等假设基础之上。若TRB主轴轴承渗透率不及预期、齿轮箱轴承国产化进度不及预期、或公司客户导入和出货量不及预期，则实际业绩预测与我们测算数据相比可能存在不及预期风险。

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、苗雨菲、戚腾元、马梦辰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 新强联（300850 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、苗雨菲、戚腾元、马梦辰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 新强联（300850 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司