

投资主题

报告亮点

本报告从公司传统业务及新型业务两大方面，对公司利润增长的驱动因素进行了分析。1）传统业务方面：公司深耕汽车售后领域，以轮毂轴承单元为主要产品，并具备全球性优质客户资源，现已切入 NAPA、辉门、Optimal、SKF 等行业头部企业供应链。通过“高质量产品、高潜力市场、高品质客户”三位一体，夯实公司盈利基石。2）新型业务方面：公司先发布局机器人赛道，或带来新的利润增长点。公司布局谐波减速器、丝杠等机器人用相关产品，有望切入机器人赛道。

投资逻辑

不同于其他前装汽车零部件，公司着力于售后市场，受宏观环境影响很小，受益于汽车保有量及平均车龄的提升，公司有望穿越周期。公司募资主要用于年产 629 万套高端汽车轴承智能化建设项目，完成后公司产能提升，有望进一步增强市场竞争力。

公司先发布局机器人赛道。公司前瞻布局机器人相关产品，成立机器人零部件事业部，投资建设“机器人零部件智能化技术改造项目”，随着机器人的不断放量，相关产品有望成为公司业绩新增长点。

关键假设、估值与盈利预测

考虑公司年产 629 万套高端汽车轴承智能化建设项目及泰国工厂产线建成后，产品产销量有望进一步走高，且公司不断优化产品结构，汽车零部件产品矩阵+机器人相关产品发展有望助力公司多元化发展，参考可比公司估值，给予公司 2024 年 32x PE，对应目标价 59.2 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、汽车轴承“小巨人”企业，盈利能力保持高增	6
（一）深耕轮毂轴承领域 20 载，依托区位优势实现规模有序扩张	6
（二）“营收稳增+成本管控”双管齐下，公司盈利能力持续改善	8
（三）产品聚焦轮毂轴承售后市场，不断开拓主机市场	10
二、“产品+市场+客户”三位一体，夯实公司盈利基石	13
（一）产品：型号丰富，柔性生产，构筑优势壁垒	13
（二）市场：售后市场空间大、波动小、毛利率高，奠定公司产品需求基石	14
（三）客户：结构稳定、持续优化、国际化布局拓宽销售渠道	16
三、轮毂轴承拓份额，布局谐波、丝杠产品，切入人形机器人赛道	19
（一）轮毂轴承市场份额尚低，未来拓展空间大	19
（二）布局谐波减速器与丝杠，助力公司切入机器人赛道	20
四、盈利预测与相对估值	23
（一）关键假设与盈利预测	23
（二）相对估值与投资建议	24
五、风险提示	25

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司股权结构示意图	6
图表 3	主要管理层及核心技术人员介绍	7
图表 4	公司并购事件概况	8
图表 5	2019 年-2024Q1 营业总收入及增速（亿元）	8
图表 6	2019 年-2024Q1 公司归母净利润及增速（亿元）	8
图表 7	2018-2022 年公司分产品营收情况（亿元）	9
图表 8	2020-2022 年公司分市场营收结构	9
图表 9	2019 年-2024Q1 公司各项费用率变化	9
图表 10	2019 年-2024Q1 公司研发投入及费用率（亿元）	9
图表 11	2019 年-2024Q1 公司毛利及毛利率变化（亿元）	10
图表 12	2018 年-2023H1 公司分产品毛利率情况	10
图表 13	公司产品在汽车中的应用	10
图表 14	公司主要产品介绍	11
图表 15	公司募投项目一览	11
图表 16	公司及同行业可比公司产品型号数量一览	13
图表 17	公司核心技术一览	13
图表 18	公司销售模式	14
图表 19	2019-2023 年公司分地区营收情况（亿元）	15
图表 20	2022 年公司境外销售主要区域结构	15
图表 21	2018-2025 年中国汽车后市场规模（千亿元）	15
图表 22	2013-2023 年美国汽车平均车龄（年）	16
图表 23	2013-2022 年美国汽车行驶里程（万亿英里）	16
图表 24	2013-2022 年全球汽车保有量情况（亿辆）	16
图表 25	2016-2030 年全球轴承市场规模（亿美元）	16
图表 26	2020-2022 年公司客户结构营收情况	17
图表 27	2020-2022 年公司向美国市场销售按原产地划分情况	17
图表 28	公司主要客户类型及基本信息	18
图表 29	2019-2021 年全球主机配套市场需求量（百万套）及公司市占率	19
图表 30	2019-2021 年全球售后市场需求量（百万套）及公司市占率	19
图表 31	2018-2023 年全球汽车产量（百万辆）	20
图表 32	谐波减速器构成示意图	20
图表 33	谐波减速器运行原理示意图	20

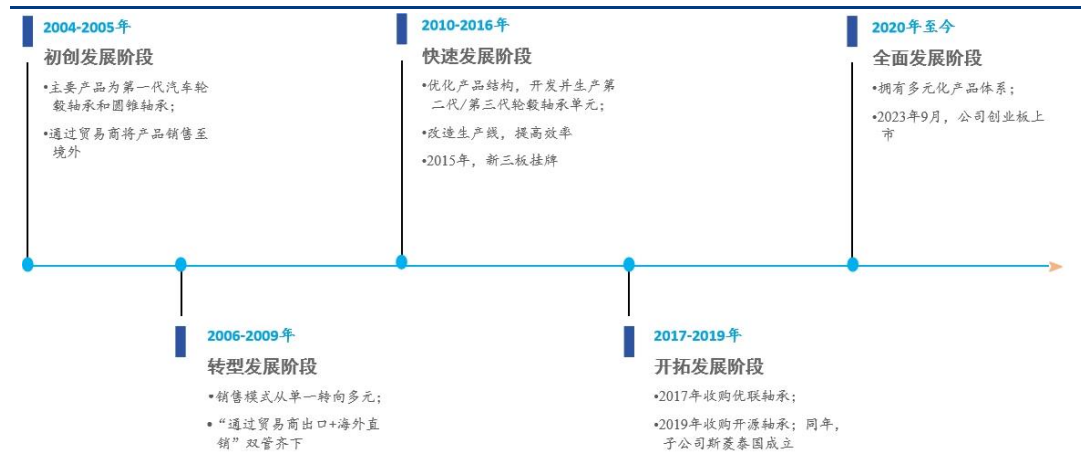
图表 34	主要丝杠类型及介绍	21
图表 35	机器人零部件智能化技术改造项目情况一览	21
图表 36	人形机器人中谐波减速器及丝杠市场规模测算	22
图表 37	人形机器人用谐波减速器市场规模（亿元）	22
图表 38	人形机器人用丝杠市场规模（亿元）	22
图表 39	斯菱股份业绩拆分（亿元）	23
图表 40	可比公司估值	24

一、汽车轴承“小巨人”企业，盈利能力保持高增

（一）深耕轮毂轴承领域 20 载，依托区位优势实现规模有序扩张

公司深耕汽车轴承领域，致力打造全球领先品牌。公司成立于 2004 年，是一家专业生产汽车轴承的汽车零部件制造企业，主营业务为汽车轴承的研发、制造和销售。2015 年，公司在新三板挂牌，首次进入资本市场；2019 年，公司收购开源轴承；同年子公司斯菱泰国成立，公司开发海外市场；2021 年，公司入选第三批国家专精特新“小巨人”企业。历经 20 年深耕，公司现已进入全面发展的新阶段，目前拥有制动、传动、动力、非汽车类多元化轴承产品体系，在全球售后市场领域具备较高的市场知名度与竞争力。

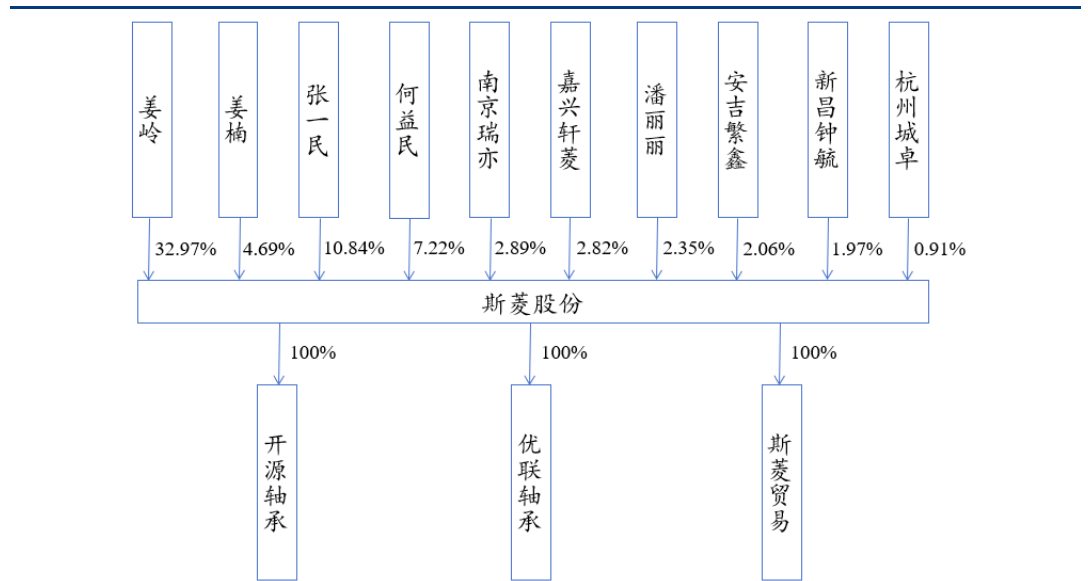
图表 1 公司发展历程



资料来源：斯菱股份招股说明书，华创证券

公司股权结构稳定。截止 24Q1，公司实际控制人姜岭、姜楠股份比例分别为 32.97%、4.69%，合计持有公司股份 4,143.10 万股股份。公司前十大股东合计持股数量为 7,559.50 万股股份，占股本总比例为 68.72%。其中，安吉繁鑫、新昌钟毓为员工持股平台，分别持有公司总股本的 2.06%、1.97%。

图表 2 公司股权结构示意图



资料来源：斯菱股份招股说明书，华创证券

注：股权结构更新时间为 2024 年 4 月

管理层技术背景深厚，引领公司技术创新。公司管理层结构稳定，平均任期时长达5年。董事长姜岭先生具备30余年的轴承制造经验，其余核心技术人员均具备10年以上从业经历。

图表 3 主要管理层及核心技术人员介绍

姓名	职位	履历
姜岭	董事长、总经理、核心技术人员	1990年8月至2000年9月，在浙江新昌轴承总厂工作；2000年10月至2004年12月，在新昌县三和轴承有限公司工作；2004年11月至2014年11月，任双菱轴承执行董事兼总经理；2010年1月至2015年12月，任浙江双菱伟业汽车零部件制造有限公司执行董事；2011年3月至今，任斯菱贸易执行董事兼总经理；2012年12月至2015年2月，任新昌县天力轴承有限公司执行董事兼总经理；2014年11月至今，任公司董事长兼总经理；2019年8月至2022年3月，任开源轴承执行董事兼总经理；2022年3月至今，任开源轴承执行董事。
刘丹	董事、副总经理、核心技术人员	2003年6月至2004年10月，任新昌县浙东轴承有限公司技术员；2004年10月至2014年11月，任开源轴承技术部经理；2014年11月至2022年3月，任开源轴承副总经理；2019年10月至今，任公司事业一部总经理、营销中心一部经理、斯菱泰国董事；2020年6月至今，任浙东贸易执行董事兼总经理；2021年1月至今，任公司董事、副总经理；2022年3月至今，任开源轴承总经理。
王健	董事、核心技术人员	1989年7月至1999年12月，任新昌县燃料总公司办公室主任；2003年1月至2003年12月，任上海万丰铝业有限公司生产总调；2005年1月至2010年9月，历任双菱轴承采购员、副总经理；2010年1月至2015年12月，任浙江双菱伟业汽车零部件制造有限公司总经理；2014年11月至2017年3月，任公司董事、副总经理；2017年3月至2017年12月，任杭州佳湖新材料有限公司生产总监；2018年1月至今，历任优联轴承生产总监、总经理；2021年1月至2024年1月，任公司副总经理。2024年1月至今，任公司董事。
李留勇	监事、核心技术人员	2005年7月至2012年4月，历任浙江新昌皮尔轴承有限公司进料检验工段长、质保部经理；2012年5月至2013年8月，任双菱轴承品质保障部部长；2013年8月至2014年10月，任双菱轴承总经理助理、品质保障部部长；2014年11月至2017年12月，任公司董事、总经理助理、品质保障部部长；2018年1月至2021年1月，任公司董事、研发中心主任；2021年1月至今，任公司监事、研发中心主任。
安娜	副总经理、董事会秘书	2005年10月至2008年3月，在中国联通有限公司杭州分公司工作；2008年3月至2009年2月，在山东全筑建筑装饰工程有限公司工作；2009年2月至今，历任双菱轴承、公司办公室文员、办公室主任、行政部经理、董事会秘书、副总经理；现任公司副总经理兼董事会秘书。

资料来源：斯菱股份招股说明书，华创证券

依托地理区位优势，公司规模实现有序扩张。公司坐落于“中国轴承之乡”——浙江省绍兴市新昌县，当地充分发挥汽车零部件制造产业集群效应，具备完善的上下游配套体系。依托良好的区位优势，公司得以快速了解行业动态，同时减少采购、运输等成本，助力公司规模实现有序扩张。2017年，公司收购位于嵊州市（距新昌县约13公里）的优联轴承，将其离合器、涨紧轮及惰轮轴承产品系列纳入产品体系，产业协同效应得以发挥，进一步提升了公司在离合器轴承方面的行业地位。2019年，公司收购位于新昌县的开源轴承，与其在客户渠道、技术及生产管理等方面充分达到互补。本次收购行为使公司产品结构进一步优化，完成了北美、欧洲、亚洲等境外主要售后市场销售渠道的全覆盖，综合竞争力得以提升。

图表 4 公司并购事件概况

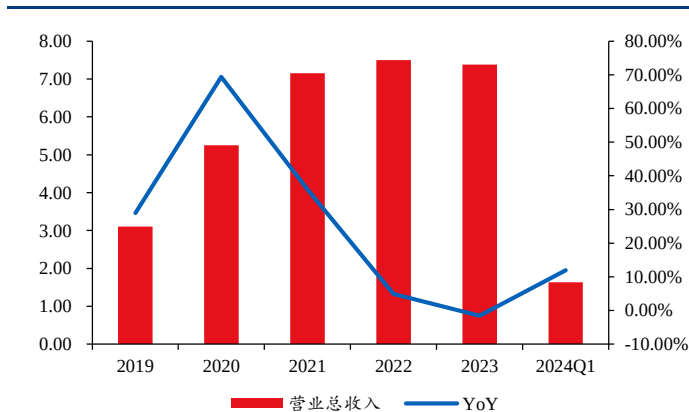
	优联轴承	开源轴承
成立日期	2005 年 6 月 29 日	2004 年 9 月 14 日
注册地	嵊州市三江街道三江工业园区新一路	浙江省新昌县城关镇省级高新技术园区
主要产品	离合器分离轴承、涨紧轮轴承及惰轮轴承	轮毂轴承单元及轮毂轴承
注册资本	1,080 万元	1,178 万元
收购时间	2017 年	2019 年
收购成果	公司将其离合器、涨紧轮及惰轮轴承产品系列纳入产品体系，2018 年该产品营收达 7,576.09 万元，占比跃升至 31.51%。2022 年该业务营收达 12,247.12 万元，年复合增长率达 12.8%。	优化公司产品结构，促使公司轮毂轴承单元产品销量迅速增加，2020 年该项业务营收同比大幅上升 249.81%，占总营收比例至今维持在 40.56%，为公司细分业务。同时公司借此拓展北美售后市场，提高辉门、NAPA 等优质大客户粘性，公司综合竞争力得以提升。

资料来源：斯菱股份招股说明书，华创证券

（二）“营收稳增长+成本管控”双管齐下，公司盈利能力持续改善

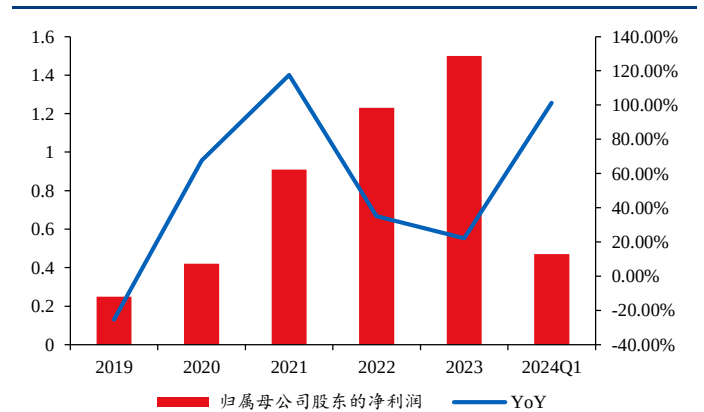
公司利润稳健增长。2021-2023 年公司营业收入分别为 7.15/7.50/7.38 亿元，同比变动 36.0%/4.9%/-1.5%，CAGR 为 1.06%，24Q1 收入 1.63 亿，同比增长 12%。2021-2023 年归母净利润分别为 0.91/1.23/1.50 亿元，同比增长率分别为 117.56%/35.15%/22.16%，CAGR 达 18.13%。24Q1 归母利润 0.47 亿，同比增长 101%。

图表 5 2019 年-2024Q1 营业总收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

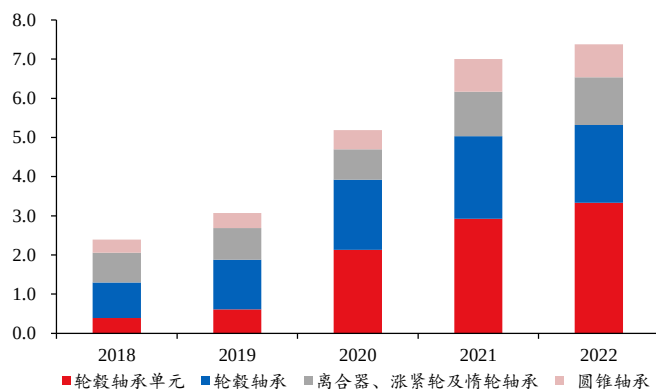
图表 6 2019 年-2024Q1 公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

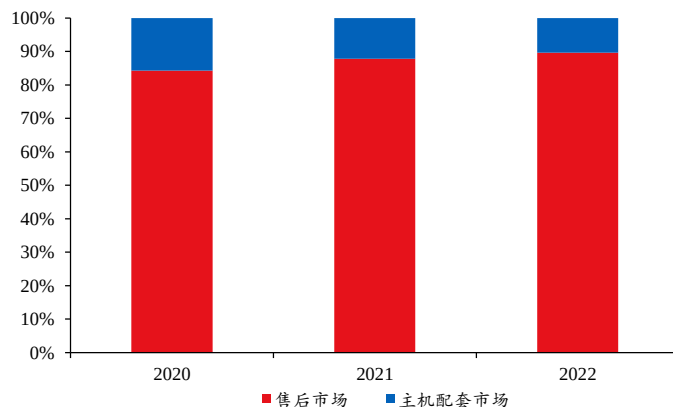
轮毂轴承单元贡献主要营收。公司产品可分为“轮毂轴承单元”、“轮毂轴承”、“离合器、涨紧轮及惰轮轴承”和“圆锥轴承”等 4 个系列，2023 年产品分类调整为按汽车应用场景分类，可分为制动系统类轴承、动力系统类轴承、传动系统类轴承和非汽车轴承四大类。2020 年以来公司轮毂轴承单元营收占比维持在 40%左右，待公司年产 629 万套高端汽车轴承智能化建设项目完成后，预计第三代轮毂单元年产能可新增 120 万套，有望进一步提升公司在轮毂轴承单元领域的市场竞争力。

图表 7 2018-2022 年公司分产品营收情况（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

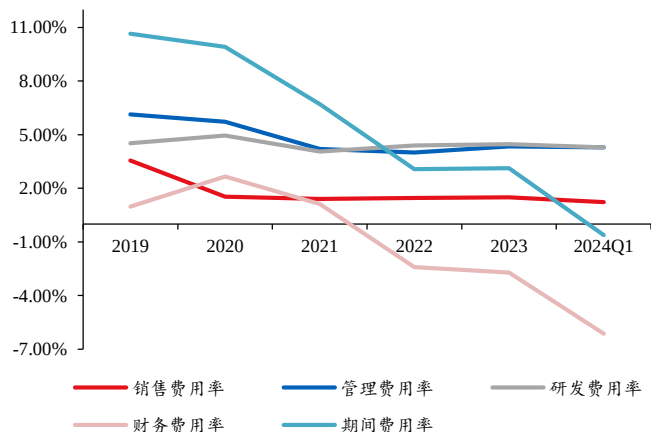
图表 8 2020-2022 年公司分市场营收结构



资料来源：Wind，华创证券

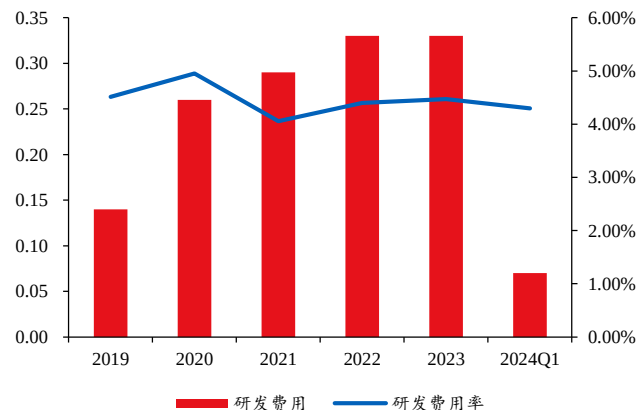
公司期间费用率整体呈下降趋势，研发投入持续加大。受益于较好的期间费用管控，2021-2023 年公司期间费用率分别为 6.71%/3.07%/3.12%，整体呈现下降趋势。由于公司境外业务占比较高，汇兑收益受人民币汇率波动影响较大，促使公司财务费用率降幅较大，2021-2023 年公司财务费用率分别为 1.12%/-2.40%/-2.71%。公司注重核心技术研发，持续加大研发投入，2021 年以来研发费用率整体呈现稳步增长趋势。截止 2023 年 9 月，公司在研 6 大项目中，《圆锥轴承碳氮共渗处理技术研发与应用》等 4 类项目已进入批量试制阶段。

图表 9 2019 年-2024Q1 公司各项费用率变化



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 2019 年-2024Q1 公司研发投入及费用率（亿元）



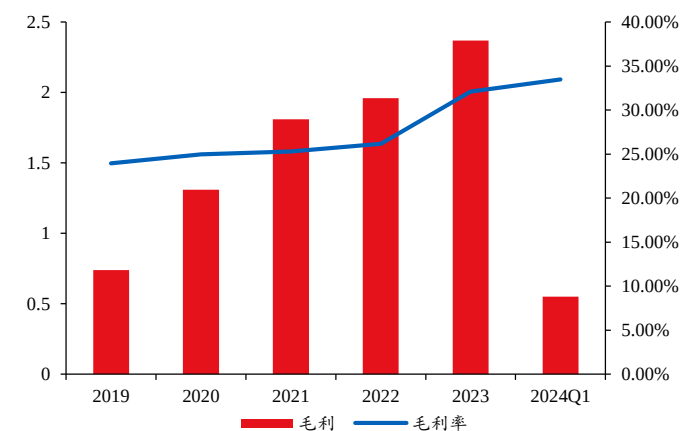
资料来源：Wind，华创证券

各产品毛利率呈上扬趋势。2018 以来公司毛利及毛利率稳步提升，2021-2023 年公司毛利率分别为 25.31%/26.19%/32.12%，毛利率稳步上升。其原因主要为：

- **需求端：**售后市场对产品的创新设计能力及反应速度要求更高，公司多元化产品结构能够有效满足客户需求；同时伴随公司客户结构的逐步优化，毛利率较高的产品销售比例增加，进而有效促进毛利率持续上升；
- **供给端：**公司具备一定的成本管控能力，产量持续增加背景下，规模效应显现促使毛利率走高；
- **分产品：**公司主要产品毛利率整体呈现上升趋势，其中离合器、涨紧轮及惰轮轴承最高，维持在 31% 左右，轮毂轴承单元毛利率优化效果最为明显，毛利率由 13.91%

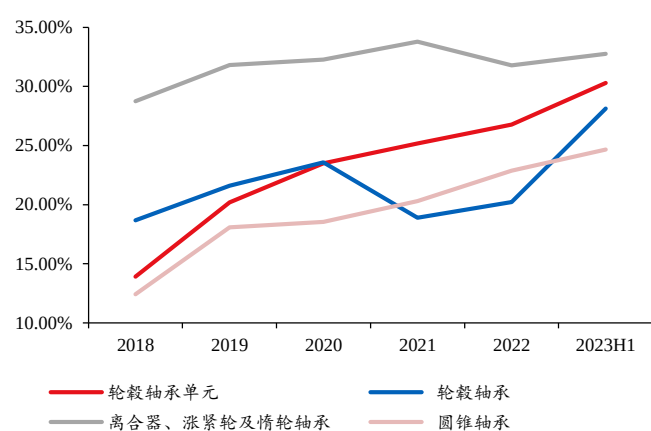
（2018 年）提升至 30.31%（2023H1）。

图表 11 2019 年-2024Q1 公司毛利及毛利率变化（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 2018 年-2023H1 公司分产品毛利率情况

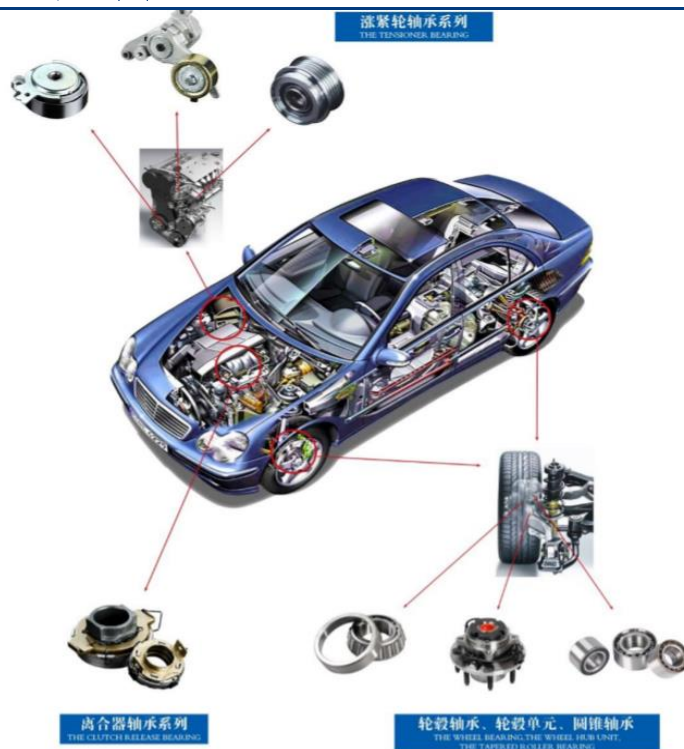


资料来源：Wind，斯菱股份投资者关系活动记录表，华创证券

（三）产品聚焦轮毂轴承售后市场，不断开拓主机市场

深度聚焦汽车售后市场，产品多为轮毂轴承。公司产品的销售去向多以汽车零部件售后市场为主，2020-2022 年销往售后市场的产品分别占 84.25%/87.80%/89.63%。公司产品主要应用于汽车轮毂及汽车传动系统，可分为制动系统类轴承、动力系统类轴承、传动系统类轴承和非汽车轴承 4 个系列。其中主营产品轮毂轴承单元已发展至第三代，产品集成度大幅提升，已实现产品轻量化与机电一体化。

图表 13 公司产品在汽车中的应用



资料来源：斯菱股份招股说明书

图表 14 公司主要产品介绍

产品类型	应用场景图示	产品细分	产品介绍
制动系统类		轮毂轴承	应用于汽车（卡车）制动系统，安装在汽车制动轮轴处，是用来承重和为轮毂的转动提供精确引导的核心零部件，也是关系到汽车行驶安全的重要零部件。
		轮毂轴承单元	
		重卡轴承	
传动系统类		圆锥轴承	单列圆锥轴承在工业领域，汽车领域均有广泛的应用，如减速机、齿轮箱等。
		驱动电机轴承	主要应用在新能源汽车的驱动电机中。
		离合器轴承	离合器分离轴承安装于离合器和变速器之间，其主要功能是通过轴承轴向移动，实现汽车发动机与传动系统之间的结合或断开，从而使汽车平稳起步、换挡、停车，并对汽车传动系统负载起保护作用。
动力系统类		涨紧轮轴承	涨紧轮轴承，广泛应用于汽车、输送机、起重设备等机器的发动机中。
		惰轮轴承	惰轮主要是辅助涨紧轮张紧皮带，改变皮带方向，增加皮带和带轮包容角，可增加皮带运行的稳定性和摩擦力。
		附件涨紧器	涨紧器广泛应用在汽车、工程机械的发动机中，用于保持皮带或链条传动系统中适当的张紧力的重要部件，主要用于避免皮带打滑或链条松动脱落，以及减轻链轮、链条的磨损。
		单向皮带轮	应用于汽车发电机上，单向传动，减低皮带偏摆和噪音，减少动力能耗，提升发电机和皮带寿命。
非汽车轴承		工程机械用轴承	主要用在工程机械的动力传动部位，以定制化的非标轴承为主，也包含有部分标准轴承。
		农机轴承和农机轴承单元	农机轴承广泛用于割草机、打捆机、收获机、脱粒机、播种机、旋耕机、施肥机等农业机械。依据集成的程度不同，分为农机轴承、带座外球面轴承和农机轴承单元。

资料来源：斯菱股份 2023 年年度报告，华创证券

募资打破生产瓶颈，扩大高端产品产能。公司 IPO 募集资金主要用于年产 629 万套高端汽车轴承技术改造扩产项目（2024 年项目名称变更为“年产 629 万套高端汽车轴承智能化建设项目”），该项目通过优化设备结构、提高设备稳定性，可全面提升公司的生产能力，进一步满足高端售后市场客户和主机配套市场客户需求。2020-2022 年，公司综合产能利用率分别为 84.13%/91.58%/82.88%，均已超过 80%，产能相对饱和，项目落地有望助力公司提升产能。项目总投资约为 35,611.95 万元（公司计划使用超募资金 10,850 万元增加投资金额），建成后预计年均可实现新增收入 45,477.32 万元，年均新增净利润 11,436.97 万元。

图表 15 公司募投项目一览

序号	募集资金投资项目	项目内容	预计总投资额（万元）	募集资金使用额（万元）
1	年产 629 万套高端汽车轴承智能化建设项目	项目建成后，预计可新增 629 万套高端汽车轴承的年生产能力，其中包括 120 万套第三代轮毂单元、60 万套智能重卡	35,611.95	35,611.95

		轮毂单元、230 万套轮毂轴承和 219 万套乘用车圆锥轴承。		
2	斯菱股份技术研发中心升级项目	拟开展“轴承单元性能提升”、“新能源汽车轮毂电机及系统开发”、“轮速传感器智能芯片的研发”、“智慧系统的开发与应用”等方向的课题。	3,868.94	3,868.94
3	补充流动资金	在满足“年产 629 万套高端汽车轴承技术改造扩产项目”和“斯菱股份技术研发中心升级项目”资金需求的同时，拟利用募集资金 12,000.00 万元补充流动资金。	12,000.00	12,000.00
合计			51480.89	51480.89
资料来源：斯菱股份招股说明书，公司公告，华创证券				

二、“产品+市场+客户”三位一体，夯实公司盈利基石

（一）产品：型号丰富，柔性生产，构筑优势壁垒

深耕汽车轴承领域，公司具备完善产品体系。经过 20 年积累沉淀，公司积累了丰富的研发生产经验，产品覆盖多种型号。截止 2024 年 4 月，公司已具备 5,700 余种产品型号，其中轮毂轴承型号 800 余种，轮毂轴承单元型号 2,900 余种，圆锥轴承型号 1,000 余种，离合器、涨紧轮及惰轮轴承型号 1,000 余种。公司年上新产品超 100 种，持续稳定的产品迭代有助于满足客户的多样化需求。

自主研发的柔性生产线更加契合售后市场订单。售后市场订单特点是小批量、多品种，显著区别于前装市场的少品种、大批量特点。为了提升公司响应速度、产品切换速度等，公司自主研发适合“小批量、多品种、快速反应”的柔性生产线，可根据产品订单数量的变化及时匹配生产能力，以提高设备配置效率。

图表 16 公司及同行业可比公司产品型号数量一览

产品类型	斯菱股份	兆丰股份	雷达克
轮毂轴承型号	800+	-	-
轮毂轴承单元型号	2,900+	-	-
圆锥轴承型号	1,000+	-	-
离合器、涨紧轮及惰轮轴承型号	1,000+	-	-
合计	5,700 +	5,000 +	10,000 + (日常生产中流转为 3,000+)
更新时间	2024 年 4 月	2023 年 12 月	2023 年 12 月

资料来源：斯菱股份官网，兆丰股份投资者关系活动记录表，雷达克 2023 年度报告，华创证券

公司在套圈成型磨削、专利密封件设计、加工中心多工位加工、轮毂单元端跳检测、铆合工艺等多个生产环节上都积累了丰富的技术成果，进一步为公司筑牢产品优势。公司高度重视研发创新，在汽车轴承研发和制造方面拥有多项核心技术，截止 2023 年末，公司获授权专利达 72 项，共计 52 项产品通过浙江省省级工业新产品（新技术）鉴定。

图表 17 公司核心技术一览

技术分类	核心技术名称	核心优势
轮毂轴承单元	法兰盘双滚道的轮毂轴承单元	提高装配精度
	内置开口止动环的轴承单元	提高锁紧效果
	轮毂单元壳式传感器安装压压膜	降低员工操作疲劳强度，提升产品品质
	集成性汽车轮毂轴承	解决现有汽车轮毂轴承单元中的双列圆锥滚子轴承的载荷能力欠佳，体积较大的问题
轮毂轴承	新型密封槽锁扣结构的汽车轮毂轴承	解决现有汽车轮毂轴承密封圈易产生轴向位移，密封效果不良的问题
	高效的轴承内沟道融脂装置	便于实现轴承沟道内的融脂作业，提高生产效率
	带锁扣环的轮毂轴承	实现内圈紧密连接
离合器分离轴承	内置碟形弹簧轴承的检测机	判断轴承是否合格并自动分类输出排列
	具备快速测试功能的轴承转速检测装置	结构简单、制造成本低、装夹轴承方便快捷、能快速进行轴承的转速测试等

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/125013214121011232>