

斯菱股份 (301550.SZ)

轴承业务稳健增长，布局机器人前景广阔

深耕汽车轴承后市场，公司深化全球布局。公司成立于2004年，主要产品为汽车轴承，2023年海外收入占比69%。公司产品主要应用于汽车制动系统、动力系统及传动系统，核心产品线涵盖轮毂轴承单元、圆锥轴承、离合器轴承等八大类精密部件。经过多年的业务积累、并购整合，公司已实现北美、欧洲、亚洲等境外主要售后市场销售渠道的全覆盖，主要客户包括辉门、NAPA、GMB、GATES等国际知名汽车零部件供应商，并在泰国扩大产能，有效规避关税风险。

研发能力强+产品型号覆盖全，扩张产能迎下游需求增长。轴承属于高精度产品，主要壁垒是企业需要满足客户对多种类的汽车轴承型号需求，并释放规模效应。2023年公司轴承销量2344万套，国内市占率约0.3%。轴承生产工序多、精度需求高，公司研发能力强，可以满足高端轴承需求。欧美等地区汽车保有量基数大且仍在上升，公司境外售后市场发展空间广阔。目前公司订单需求旺盛，产能布局有：1)新昌：投资建设年产629万套高端汽车轴承项目，预计将在2025年下半年逐步释放产能。2)泰国：目前产能利用70%-80%左右，其中2024年2月，泰国工厂二期项目建成投产；2024年4月，第三期投资启动。

布局谐波减速器等产品，前瞻布局享机器人产业红利。机器人行业量产在即，有望带动汽车供应链共振。公司新成立机器人事业部，基于轴承工艺拓展总成、谐波减速器、丝杠类产品，前瞻布局有望助力公司未来享受机器人产业快速增长带来的红利：1)谐波减速器：公司具备轴承精密制造能力，有望快速打通车端和机器人零部件工艺。目前，公司正积极推进谐波减速器及执行器模组量产工作；2)执行器模组：公司正与谐波减速器同步开发执行器模组；3)丝杠：汽车轴承与机器人丝杠在材料选择、加工工艺和装配技术上具备共同点，目前公司丝杠产品已处于研发阶段。

盈利预测：作为国内轴承第一梯队企业，公司深化全球布局，扩张产能迎下游旺盛需求，同时前瞻布局机器人领域，享受产业快速增长红利。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.9/2.2/2.5亿元，同比+29%/+13%/+17%，考虑到公司竞争优势明显，卡位高成长赛道，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：机器人产业量产进度不及预期；新业务拓展及产能投产不及预期；行业需求不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	750	738	780	896	1,068
增长率 yoy (%)	4.9	-1.5	5.7	14.9	19.2
归母净利润(百万元)	123	150	193	218	254
增长率 yoy (%)	35.2	22.2	29.1	12.8	16.6
EPS 最新摊薄(元/股)	1.11	1.36	1.76	1.98	2.31
净资产收益率(%)	23.7	9.4	10.8	10.9	11.3
P/E(倍)	95.8	78.5	60.8	53.9	46.2
P/B(倍)	22.8	7.4	6.5	5.9	5.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年03月25日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	汽车零部件
03月25日收盘价(元)	106.81
总市值(百万元)	11,749.10
总股本(百万股)	110.00
其中自由流通股(%)	61.10
30日日均成交量(百万股)	5.02

股价走势



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	728	1719	1881	2070	2298
现金	371	1214	1146	1268	1396
应收票据及应收账款	156	205	217	249	297
其他应收款	5	1	1	1	2
预付账款	0	0	2	2	2
存货	179	189	232	265	316
其他流动资产	17	110	284	284	285
非流动资产	223	255	338	418	523
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	148	156	208	261	321
无形资产	49	53	67	80	91
其他非流动资产	26	45	63	77	111
资产总计	950	1974	2220	2489	2821
流动负债	429	373	417	478	568
短期借款	65	3	0	0	0
应付票据及应付账款	335	334	384	440	523
其他流动负债	28	36	34	38	45
非流动负债	5	4	6	9	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	4	6	9	11
负债合计	434	377	424	487	579
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	83	110	110	110	110
资本公积	102	1003	1005	1005	1005
留存收益	333	482	673	879	1118
归属母公司股东权益	516	1597	1796	2002	2242
负债和股东权益	950	1974	2220	2489	2821

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	235	121	212	244	285
净利润	123	150	193	218	254
折旧摊销	24	23	22	32	41
财务费用	-13	-3	0	0	0
投资损失	3	0	0	0	-1
营运资金变动	91	-53	-3	-6	-9
其他经营现金流	7	5	0	0	0
投资活动现金流	-26	-140	-285	-112	-146
资本支出	-23	-45	-90	-112	-146
长期投资	0	0	-180	0	0
其他投资现金流	-3	-95	-15	0	1
筹资活动现金流	-53	866	-4	-10	-12
短期借款	-45	-62	-3	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	28	0	0	0
资本公积增加	2	901	2	0	0
其他筹资现金流	-10	0	-2	-10	-12
现金净增加额	174	854	-68	122	128

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	750	738	780	896	1068
营业成本	553	501	521	597	710
营业税金及附加	6	5	6	7	9
营业费用	11	11	8	9	12
管理费用	30	32	32	37	45
研发费用	33	33	36	42	51
财务费用	-18	-20	-30	-30	-30
资产减值损失	-4	-3	0	0	0
其他收益	8	5	8	9	11
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	133	174	215	242	282
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	133	174	215	242	282
所得税	10	24	21	24	28
净利润	123	150	193	218	254
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	123	150	193	218	254
EBITDA	180	216	207	245	293
EPS (元/股)	1.11	1.36	1.76	1.98	2.31

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	4.9	-1.5	5.7	14.9	19.2
营业利润(%)	27.8	30.8	23.5	12.8	16.6
归属母公司净利润(%)	35.2	22.2	29.1	12.8	16.6
获利能力					
毛利率(%)	26.2	32.1	33.2	33.4	33.5
净利率(%)	16.3	20.3	24.8	24.3	23.8
ROE(%)	23.7	9.4	10.8	10.9	11.3
ROIC(%)	25.0	10.4	9.3	9.5	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	45.7	19.1	19.1	19.6	20.5
净负债比率(%)	-58.9	-75.8	-63.7	-63.1	-61.9
流动比率	1.7	4.6	4.5	4.3	4.0
速动比率	1.3	4.1	3.9	3.8	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	4.4	4.1	3.7	3.8	3.9
应付账款周转率	3.1	2.9	2.8	2.8	2.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.11	1.36	1.76	1.98	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	2.13	1.10	1.93	2.21	2.60
每股净资产(最新摊薄)	4.69	14.52	16.33	18.20	20.38
估值比率					
P/E	95.8	78.5	60.8	53.9	46.2
P/B	22.8	7.4	6.5	5.9	5.2
EV/EBITDA	-1.7	18.0	51.2	42.9	35.3

资料 : Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年03月25日收盘价

内容目录

一、深耕汽车轴承后市场，全球化布局助力未来增长	4
1.1 深耕汽车轴承市场，开启全球化布局	4
1.2 营收快速增长，盈利能力稳健提高	5
二、轴承业务：行业规模稳健增长，公司位居中上水平	7
2.1 轴承属高精度产品，不断推进	7
2.2 完善的产品型号+强劲的研发能力，助力公司不断开拓海外后市场	11
三、机器人业务：行业量产在即，工艺延申赋能技术优势	14
3.1 行业量产曙光涌现，带动汽车产业链共振	14
3.1.1 丝杠：线性关节总成核心零部件，与汽车轴承生产工艺相似	16
3.1.2 减速器：旋转关节总成核心零部件，契合公司精密制造能力	18
3.2 成立机器人事业部，推动谐波减速器等量产	20
盈利预测与估值	21
风险提示	23

图表目录

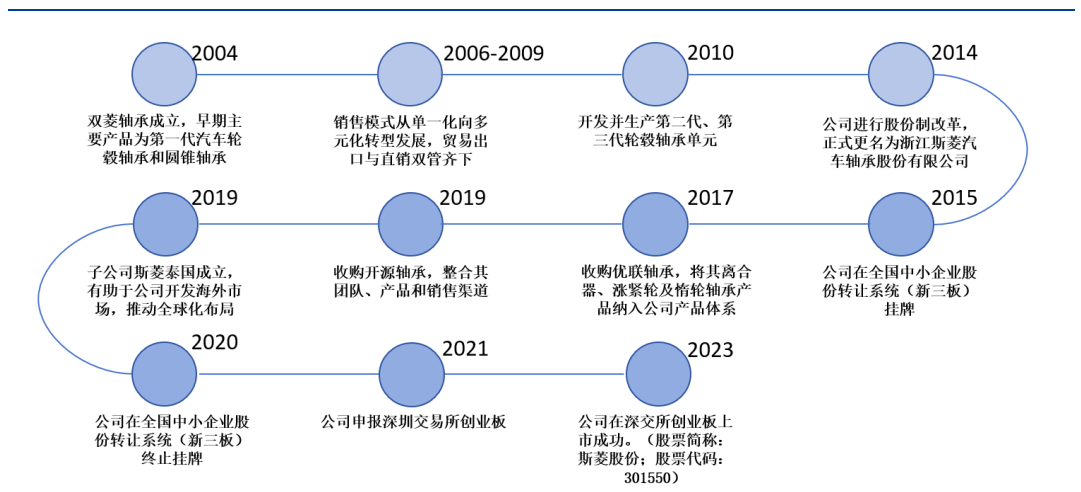
图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 主要产品应用现状	5
图表 3: 公司股权结构 (截至 2024Q3)	5
图表 4: 2020-2024Q1-3 公司营收 (亿元)	6
图表 5: 2023 年公司国内外收入对比	6
图表 6: 2020-2023 年公司毛利率	6
图表 7: 2020-2024Q1-3 年公司归母净利润 (亿元) 及同比增速	7
图表 8: 2020-2024Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率	7
图表 9: 轴承产业链	7
图表 10: 滑动轴承与滚动轴承的区别	8
图表 11: 滚动轴承的基本结构	9
图表 12: 2019-2024 年 1-11 月全球汽车销量情况	9
图表 13: 市场竞争格局特点	10
图表 14: 国内轴承行业主要竞争对手情况	10
图表 15: 国外轴承行业主要竞争对手情况	11
图表 16: 中国滚动轴承进出口贸易情况 (亿美元)	11
图表 17: 行业规模与公司营收 (亿元)	12
图表 18: 公司销量与按收入计算的市占率 (万套, %)	12
图表 19: 公司主要客户情况	12
图表 20: 公司主要竞争对手情况	13
图表 21: 2024 年汽车千人保有量前十名国家	13
图表 22: 公司研发投入、专利与业内可比公司对比	14
图表 23: 公司现有两大生产基地	14
图表 24: 机器人相关政策	15
图表 25: 人形机器人 BOM 成本占比 (以特斯拉人形机器人 Optimus 为例, 截至 2023 年)	16
图表 26: 滚珠丝杠结构	17
图表 27: 行星滚珠丝杠代表性企业	17
图表 28: 轴承生产工艺和汽车轴承单元示意图	18
图表 29: 减速器主要类型	19
图表 30: 谐波减速器行业竞争情况 (截至 2024H1)	20
图表 31: 公司生产的谐波减速器	21
图表 32: 公司生产的执行器模组	21
图表 33: 公司 2024 年 4 月公布的机器人零部件智能化技术改造项目概况	21
图表 34: 斯菱股份各业务收入及盈利能力核心假设 (亿元, %)	22
图表 35: 斯菱股份可比公司	23

一、深耕汽车轴承后市场，全球化布局助力未来增长

1.1 深耕汽车轴承市场，开启全球化布局

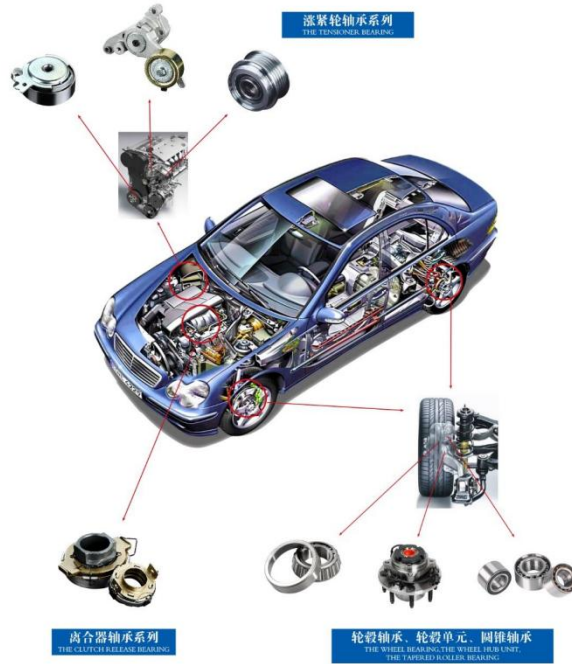
公司专注于汽车售后市场（AM）领域，主要产品为汽车轴承。公司产品主要应用于汽车制动系统、动力系统及传动系统，核心产品线涵盖轮毂轴承单元、圆锥轴承、离合器轴承等八大类精密部件。自2004年成立以来，公司持续突破技术边界，早期以第一代轮毂轴承及圆锥轴承切入市场；2006-2009年通过贸易出口与直销双轮驱动实现销售体系升级；2010年成功研发第二代、第三代轮毂轴承单元奠定技术领先地位；2017年战略性并购优联轴承实现离合器轴承产品线突破；2019年通过收购开源轴承完成渠道整合并设立泰国子公司开启全球化布局。

图表1：公司历史沿革



资料：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

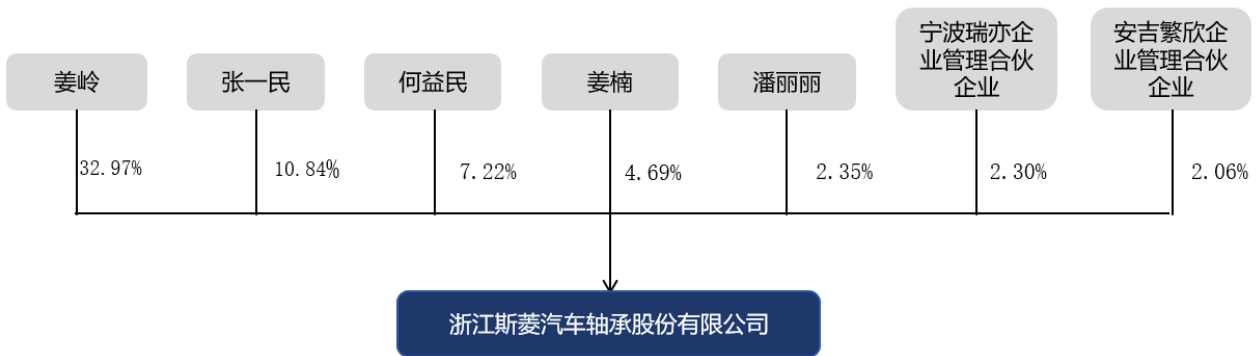
图表2: 主要产品应用现状



资料 : 公司年报, 国盛证券研究所

公司持股结构稳定而集中。公司董事长兼总经理姜岭持有公司 3,627.10 万股股份, 占公司股本总额的 32.97%, 为公司控股股东, 姜岭、姜岭之女姜楠为公司实际控制人。

图表3: 公司股权结构 (截至 2024Q3)



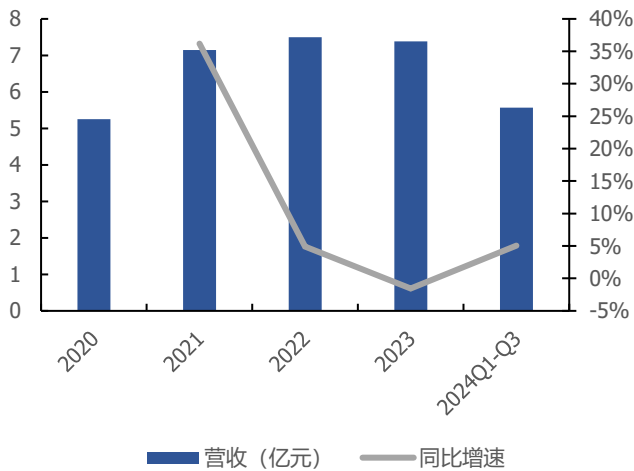
资料 : 公司季报, 国盛证券研究所

1.2 营收快速增长, 盈利能力稳健提高

汽车后市场需求增长, 带动收入增长。2020年-2023年, 公司营收由 5.3 亿元增长至 7.4 亿元, CAGR+12%, 主要系下游需求稳步增长。2024 年前三季度收入 5.6 亿元, 同比增长 5%。

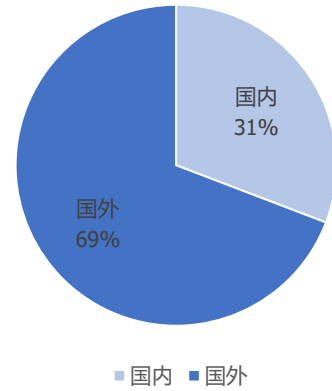
国内外营业收入方面, 2022-2023 年, 公司国内收入由 2.24 亿元增长至 2.27 亿元, 占比由 29.90% 提升为 30.81%, 主要系国内汽车后市场的需求增长; 国外收入由 5.26 亿元下降至 5.11 亿元, 占比由 70.10% 下降为 69.19%。

图表4: 2020-2024Q1-3 公司营收 (亿元)



资料 : 公司年报, 公司招股书, 国盛证券研究所

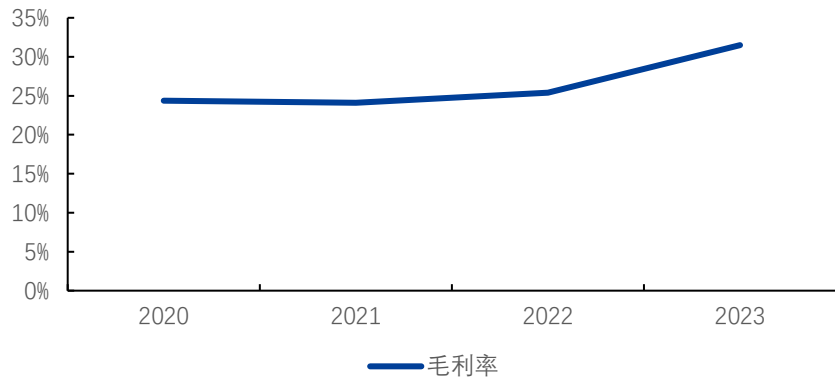
图表5: 2023 年公司国内外收入对比



资料 : 公司公告, 国盛证券研究所

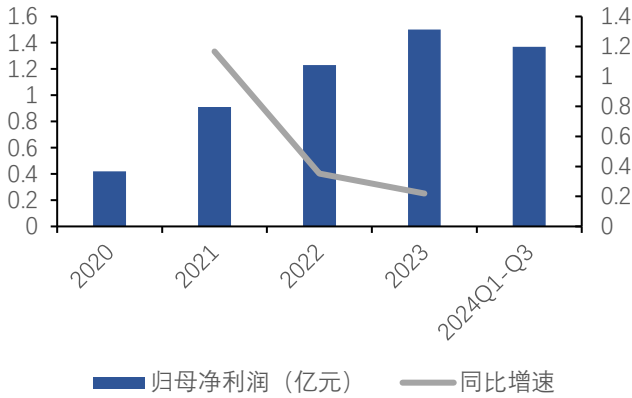
产品结构优化与海外市场拓展, 共同促进公司盈利能力提升。2020年至2023年, 公司毛利率从24.4%提升至31.5%, 归母净利润由0.4亿元增长至1.5亿元, CAGR+54%, 主要系公司产品结构的优化。同时, 公司扎根轮毂轴承海外售后市场, 85%产品销往汽配后市场, 市场拓展也推动了毛利率的提升。2024年前三季度, 公司归母净利润为1.4亿元, 同比增长28%。公司费用率基本保持稳定, 其中财务费用率受汇兑影响较大。

图表6: 2020-2023 年公司毛利率



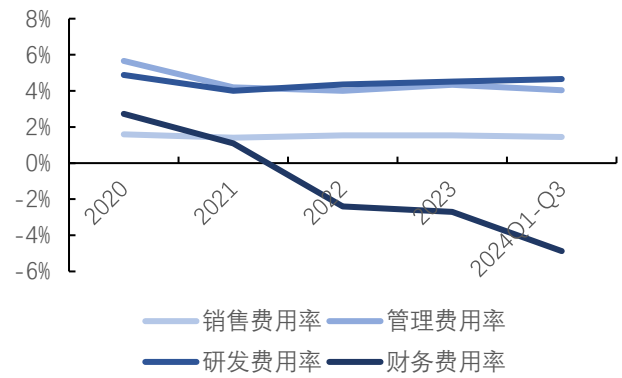
资料 : 公司年报, 公司招股书, 国盛证券研究所

图表7: 2020-2024Q1-3年公司归母净利润(亿元)及同比增速



资料 : 公司年报, 公司招股书, 国盛证券研究所

图表8: 2020-2024Q1-Q3公司销售/管理/研发/财务费用率



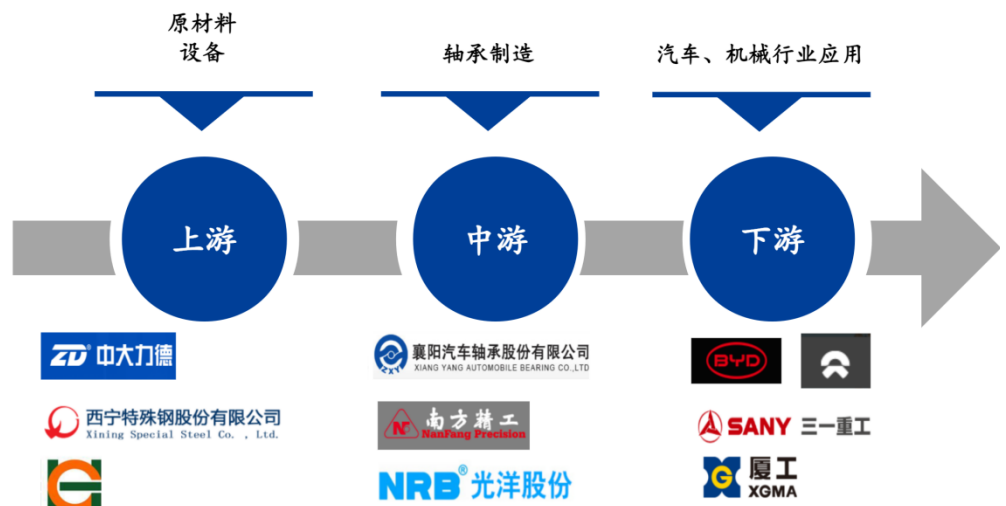
资料 : 公司年报, 公司招股书, 国盛证券研究所

二、轴承业务: 行业规模稳健增长, 公司位居中上水平

2.1 轴承属高精度产品, 不断推进

机械装备的“关节”，轴承属于高精度产品。轴承的主要功能是支撑机械旋转体，降低机械旋转体之间的摩擦系数，并保证机械旋转体的回转精度，被誉为机械装备的“关节”。轴承在机械产品中属于高精度产品。

图表9: 轴承产业链



资料 : 各公司官网, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

轴承一般分为滚动轴承和滑动轴承。

1) 滚动轴承通过滚动体承受旋转轴的运动，由于滚动轴承自身运动的特点，其摩擦力远小于滑动轴承，可减少消耗在摩擦阻力的功耗，因此节能效果显著。

2) 滑动轴承中没有滚动体，通过材料的滑动承受轴的运动。与滚动轴承相比，滑动轴承结构更为简单，所以不易损坏。此外，由于滑动轴承安装外径小于具有相同直径的滚动轴承，所以安装空间可以减小。

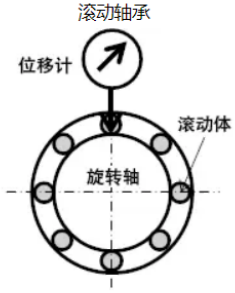
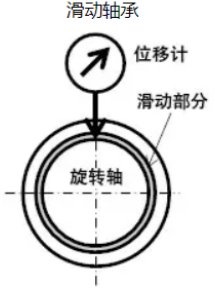
滚动轴承通常由外圈、内圈、滚动体和保持架组成。内外圈及滚动体的材料主要为轴承钢，此外陶瓷、塑料、石墨和碳纤维等非金属材料可作为轴承材料。其中：

1) 轴承的外圈和内圈：统称为轴承套圈，是有一个或几个滚道的环形零件。内圈是内侧的轴承圈，轴插入其中；外圈是位于外侧的轴承圈，插入轴承座（轴承座指的是在轴承插入过程中与外圈啮合的元件）。向心轴承套圈承受垂直于轴的载荷，而径向轴承中的套圈通常是为了用轴承的整个宽度来承受这些载荷。

2) 滚动体：分为球和滚子两种。球与轴承圈滚道进行点接触，滚动摩擦小，使得球轴承能够适应高速运行，但限制了其承载能力；滚子与轴承圈滚道进行线接触，摩擦较大，滚子轴承与同尺寸的球轴承相比可承受更重的载荷，但转速较低。

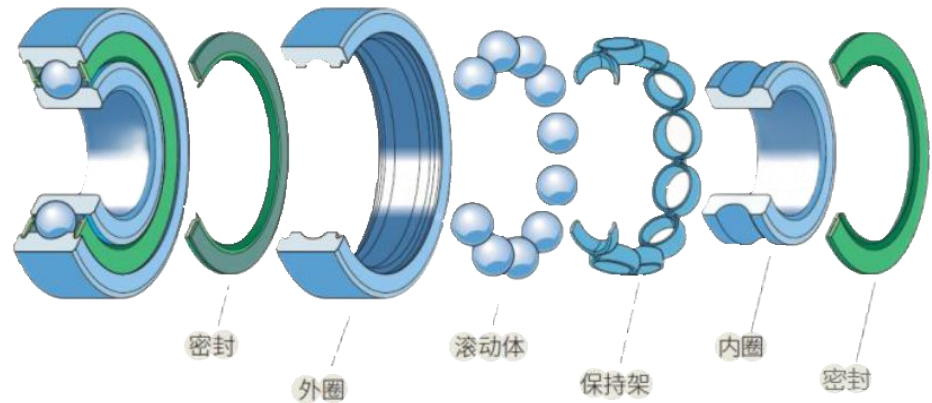
3) 保持架：具有分隔保持滚动体，使之避免相互摩擦、均匀分布载荷、改善滚动条件等作用，其材料包括钢板、黄铜、聚酰胺、玻璃纤维增强尼龙等。

图表10: 滑动轴承与滚动轴承的区别

	滚动轴承	滑动轴承
		
滚动体	滚珠 (球体)、滚子 (圆柱)	无
制造商兼容性	有	无
容许载荷	大	比同直径的轴承大
摩擦系数	0.0010~0.0015	0.07~0.15
安装外径	大	比同直径的轴承小

资料 : MISUMI, 国盛证券研究所

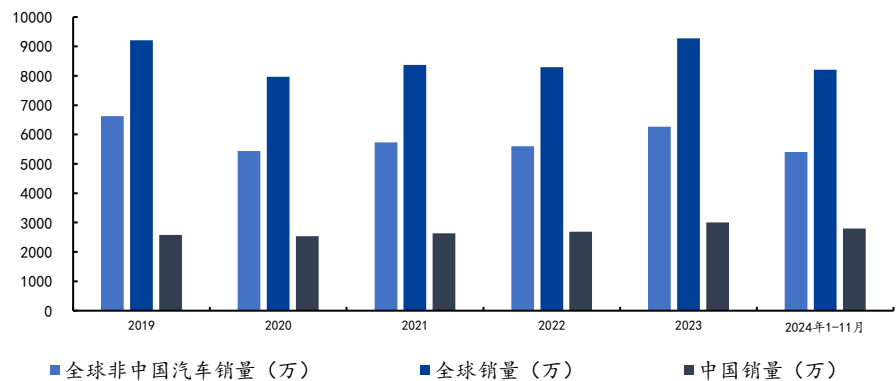
图表11: 滚动轴承的基本结构



资料 : Morbay, 国盛证券研究所

近年来汽车市场规模稳健增长将带来轴承需求增长。2020-2023年, 中国汽车销量从2531万辆增至3009万辆, CAGR+6%; 海外汽车销量则从5435万辆增至6263万辆, CAGR+5%; 据华经产业研究院数据, 2021年全球轴承市场规模已经达到1213亿美元, 2022年为1302亿美元。2022年亚太地区轴承市场规模约占全球轴承市场的56%, 其中我国的市场规模约占全球轴承市场的34%。

图表12: 2019-2024年1-11月全球汽车销量情况



资料 : OCIA, 新华财经, 国盛证券研究所

轴承行业的最主要壁垒包括技术壁垒、客户壁垒、规模壁垒。

- 1) 技术壁垒: 售后市场中汽车轴承制造商为了满足客户的多元化的采购需求, 需要尽可能地对市场上不同品牌、不同年份生产的汽车轴承型号进行全方位覆盖;
- 2) 客户壁垒: 我国汽车轴承行业集中度不高, 企业数量较多, 产品的市场竞争较为激烈, 汽车轴承制造商需要在与客户的长期合作中逐步积累信任;
- 3) 规模壁垒: 汽车轴承行业属于资金密集型行业, 需要不断增加对设备、产品开发和工艺改进等方面的投资, 推动产品与技术的更新换代。

图表13: 市场竞争格局特点

特性	具体特点
生产稳定性	生产周期合理、供货稳定
产品可靠性	有充分的技术储备, 产品品控严格、耐用寿命久
产品全面性	有充分的生产和技术资源, 能满足客户不同产品型号需求并快速达产
价格优势性	做好成本管理以获取更高的产品性价比
渠道覆盖性	加入汽车全球采购体系, 将潜在客户转化为实际客户

资料 : 公司招股书, 国盛证券研究所

轴承高端市场欧美日垄断, 国内市场定位中低端。目前, 世界轴承市场 70% 的份额被八大跨国轴承集团垄断 (瑞典: SKF, 日本: NSK、NTN、NMB、NACHI、JTEKT, 美国: TIMKEN, 德国: SCHAEFFLER), 尤其是高端市场。而中国市场在全球市场份额中 20%, 以中低端市场为主。

图表14: 国内轴承行业主要竞争对手情况

企业名称	简介
光洋股份	常州光洋轴承股份有限公司专注于汽车各类精密轴承、智能机器人轴承单元、同步器、行星排、精密锻件等高精度、高可靠性产品的研发、制造和销售。2021 年度, 光洋股份的轴承产量为 8,848.00 万件套。
雷迪克	杭州雷迪克节能科技股份有限公司是以研发、生产和销售汽车轴承为主营业务的高新技术企业。2021 年度, 雷迪克的轮毂轴承单元产量为 214.78 万套。
兆丰股份	浙江兆丰机电股份有限公司专业生产第一、二、三代汽车轮毂轴承单元及各类精密轴承。2021 年度, 兆丰股份的轮毂轴承单元产量为 457.31 万套, 离合器分离轴承产量为 16.31 万套。
冠盛股份	温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司主要从事汽车传动系统零部件的研发、生产和销售。2021 年度, 冠盛股份的轮毂轴承单元产量为 453.53 万只。
南方精工	江苏南方精工股份有限公司是一家专业设计、制造、销售滚针轴承、超越离合器的高新技术企业, 是国内滚针轴承和超越离合器产量最大的生产企业之一。2021 年度, 南方轴承的轴承产量为 21,828.84 万套。
襄阳轴承	襄阳汽车轴承股份有限公司主要从事轴承及其零部件的生产、科研、销售及相关业务。2021 年度, 襄阳轴承的轴承产量为 3,388 万套。
万向钱潮	万向钱潮股份有限公司是目前国内主要的独立汽车零部件专业生产基地之一, 专业生产底盘及悬架系统、汽车制动系统、汽车传动系统、汽车燃油排放系统、轮毂单元。

资料 : 公司招股书, 国盛证券研究所

图表15: 国外轴承行业主要竞争对手情况

企业名称	简介
瑞典 SKF	斯凯孚集团 (SKF) 成立于 1907 年, 总部设立于瑞典哥特堡, 是世界最大的滚动轴承制造公司之一, 主要生产各类轴承、密封件、轴承用特种钢, 占全球轴承产量的 20%。斯凯孚在中国的业务可分成工业业务及汽车业务, 业务范围覆盖了轴承及轴承单元、密封件、润滑系统、机电一体化。
德国 FAG	德国 FAG 成立于 1883 年, 是世界上第一家滚动轴承生产厂, 其高速、高精度主轴轴承, 极限转速高于其它品牌。
美国 TIMKEN	美国铁姆肯公司 (TIMKEN) 成立于 1895 年, 1922 年在纽约交易所上市, 是世界上最大的圆锥滚子轴承生产商和全球领先的优质轴承、合金钢及相关部件和配件制造商。
日本 NSK	日本精工株式会社 (NSK) 成立于 1916 年, 是日本国内第一家设计生产轴承的厂商, 其核心轴承产业日本排名第一, 世界排名第三。
日本 NTN	日本东洋精工株式会社 (NTN) 成立于 1918 年, 是世界综合性精密机械制造厂家之一, 主要从事轴承、等速万向节、精密机械等的生产以及销售业务。
日本 JTEKT	日本捷太格特株式会社 (JTEKT) 成立于 2006 年, 其前身 KOYO 成立于 1921 年, 为日本四大轴承生产集团之一, 具有世界顶级的生产及设备, 其生产数万种高精度、高品质的 KOYO 轴承系列产品。

资料 : 公司招股书, 国盛证券研究所

我国轴承市场对高端轴承的进口依赖程度较高。主要是由于我国正处于经济结构转型的关键时期, 对高端、精密的机械零部件需求较大。同时, 这一现状为我国轴承制造行业也提供了发展契机。国内轴承制造业企业抓住发展机遇, 积极开发新品种, 生产高质量、高性能的高端轴承, 提升产品质量和品牌知名度, 实现进口替代将成为国内轴承行业未来发展的主要趋势。

图表16: 中国滚动轴承进出口贸易情况 (亿美元)

类别	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
出口额	50.59	55.84	51.30	46.45	66.85	69.45
进口额	36.15	37.19	36.15	43.33	53.71	44.92
贸易顺差	14.44	18.65	15.15	3.12	13.14	24.53

资料 : 公司招股书, 国盛证券研究所

2.2 完善的产品型号+强劲的研发能力, 助力公司不断开拓海外后市场

经过多年的业务积累、并购整合, 公司已实现北美、欧洲、亚洲等境外主要售后市场销售渠道的全覆盖。同时, 凭借在质量、产品体系、研发、组织管理等方面的竞争优势,

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/668113106073007046>