



投资评级：买入(首次)

兆丰股份(300695)

目标价:100.0 元

轮毂轴承引领者，切入 OEM 开启 2.0 时代

## 市场数据 2020-06-03

收盘价(元)	68.23
一年内最低/最高(元)	48.08/73.88
市盈率	19.2
市净率	2.37

## 基础数据

净资产收益率(%)	11.90
资产负债率(%)	15.5
总股本(亿股)	0.67

## 最近 12 月股价走势



## 联系信息

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
吴鹏	分析师
SAC 证书编号: S0160518110001	
wupeng@ctsec.com	
管正月	联系人
gzy@ctsec.com	021-68592396

## 相关报告

## ● 专注汽车轮毂轴承二十载，保持高质量发展

公司是国内汽车轮毂轴承领先供应商，专注生产第一、二、三代汽车轮毂轴承单元及各类精密轴承，汽车轮毂轴承单元收入占比 97%。公司主要面向海外售后市场，以北美市场为主，海外收入占比 64%。多年深耕，公司营业收入由 2012 年 2.8 亿元增长至 2019 年 5.6 亿元，复合增速 10.6%，净利润由 2012 年 0.4 亿元增长至 2019 年 2.1 亿元，复合增速 29.6%。与此同时，公司保持极强盈利能力，近年来毛利率高达 45%，净利率近 40%，保持高质量成长。

## ● 深耕售后市场，海外拓展结硕果

欧美是全球最成熟的汽车市场，汽车保有量大，且车龄较长，售后市场需求旺盛。国内售后依然以 4S 体系为主，独立售后体系仍处发展初期。因此公司专注深耕海外售后市场，以美国为主战场。二十载耕耘，公司产品通过贸易商和独立品牌制造商进入美国知名汽车零部件连锁商中的 AutoZone、NAPA、Advance 和 WJB，与辉门、斯凯孚、德尔福等国外知名零部件制造商建立良好合作。海外收入由 2012 年 1.7 亿元增长至 2019 年 3.6 亿元，复合增速 11.3%。当前海外轮毂轴承 AM 市场集中度仍然较低，公司产品凭借较高性价比将持续扩进市场份额，未来仍有望保持 10% 左右增速。

## ● 从 1.0 时代走向 2.0 时代，切入 OEM 打开巨大成长空间

公司 1.0 时代深耕 AM 市场取得高速增长，多年技术与经验积累使公司具备进入 OEM 市场的能力。公司自 2017 年开始铺向 OEM 市场，当前已成为汉德车桥、华菱汽车、东南汽车、华晨汽车等商用车及乘用车的供应商，进入北汽 B 点供应，获得比亚迪商用车定点，并与其他主流合资与自主整车厂积极接洽中。我们认为，2020 年有望成为公司 OEM 业务正式起步的元年，由此迈向 2.0 时代的高速成长期。未来在 AM+OEM 的双轮驱动下，公司汽车轮毂轴承单元市占率有望快速提升。

## ● 盈利预测与投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 为 3.57 元、4.00 元、4.45 元，对应 PE 为 19.1 倍、17.1 倍、15.3 倍。给予 2021 年 25 倍 PE，对应目标价 100 元，较当前股价仍有 47% 涨幅，首次覆盖，给予公司“买入评级”。

## ● 风险提示：全球汽车市场景气度不及预期；公司 AM 市场客户拓展不及预期；公司切入 OEM 市场不及预期；中美贸易摩擦升级。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	497	559	616	687	766
增长率	-18.3%	12.4%	10.2%	11.5%	11.5%
归属母公司股东净利润(百万)	196	214	238	267	296
增长率	-4.4%	9.3%	11.2%	12.1%	11.1%
每股收益(元)	2.94	3.21	3.57	4.00	4.45
市盈率(倍)	23.2	21.3	19.1	17.1	15.3

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

## 内容目录

1、兆丰股份：汽车轮毂轴承单元领先供应商.....	3
2、售后市场深布局，海外拓展结硕果.....	8
3、从 1.0 时代走向 2.0 时代，切入 OEM 志存高远.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	18
5、风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：公司主要产品.....	3
图 2：公司收入结构（2019 年）.....	3
图 3：公司历年营业收入及同比增速.....	4
图 4：公司历年归母净利润及同比增速.....	4
图 5：公司与同行毛利率情况比较.....	4
图 6：公司与同行净利率情况比较.....	4
图 7：公司与同行的 ROE 比较.....	5
图 8：公司费用率情况.....	5
图 9：公司经营性现金净流量/净利润.....	6
图 10：公司销售商品提供劳务收到的现金/营收.....	6
图 11：公司历年高分红.....	6
图 12：公司股权结构图.....	7
图 13：公司海外收入与同比增速.....	8
图 14：公司海外业务占比.....	8
图 15：公司产品在国外售后市场的销售渠道及流向.....	9
图 16：公司轮毂轴承三代产品.....	10
图 17：2013 年以来公司业绩仅在 2018 年出现微幅下滑.....	11
图 18：配套 AM 市场零部件企业的毛利率.....	11
图 19：零部件企业成长路径.....	15
图 20：公司业务结构（2019 年）.....	16
图 21：切入 OEM 配套可为公司带来巨大增量.....	17
表 1：公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2：公司各销售渠道客户.....	9
表 3：汽车轮毂轴承市场主要参与者.....	12
表 4：中国汽车轮毂轴承售后市场空间测算（2019 年）.....	13
表 5：中国汽车轮毂轴承 OEM 市场空间测算（2019 年）.....	16

## 1、兆丰股份：汽车轮毂轴承领先供应商

公司是国内汽车轮毂轴承单元领先供应商，专业生产第一、二、三代汽车轮毂轴承单元及各类精密轴承，产品型号多达 3300 余种，深耕海外售后市场二十余年。公司产品广泛应用于各类中高级轿车及商务用车、卡车，产品远销美国、加拿大、德国、意大利、韩国等三十多个国家和地区。

图1：公司主要产品

第一代汽车轮毂轴承单元



第二代汽车轮毂轴承单元



第三代汽车轮毂轴承单元



第四代汽车轮毂轴承单元



汽车轮毂单元与转向节总成



卡车轴承单元



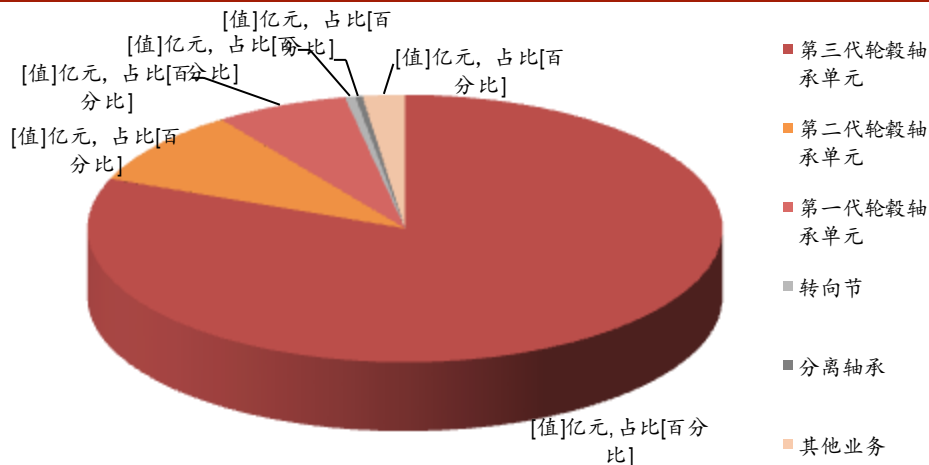
单列圆锥滚子轴承



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司主要收入来自汽车轮毂轴承单元业务，2019 年公司共实现收入 5.6 亿元，其中约 97% 的收入来自汽车轮毂轴承单元。

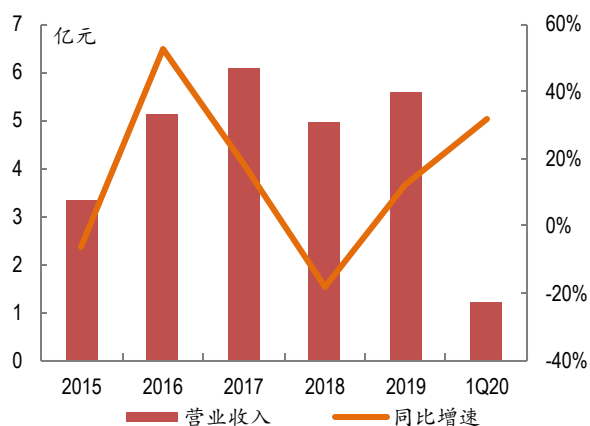
图2：公司收入结构（2019年）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

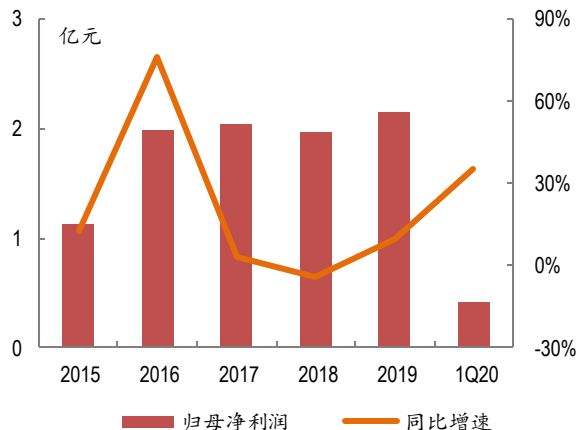
公司主营业务扎实，收入和利润常年保持稳定增长。由于公司产品主要面向海外后市场，海外汽车市场成熟稳定，汽车保有量高，公司收入和业绩均稳定增长，2015-2019 年公司营业收入复合增速 13.7%，归母净利润复合增速 17.4%。

图3：公司历年营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

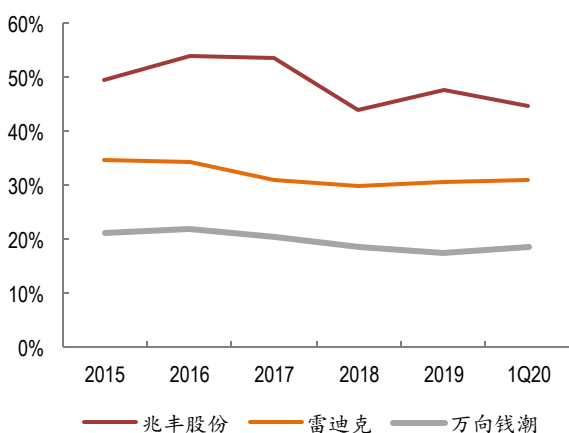
图4：公司历年归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

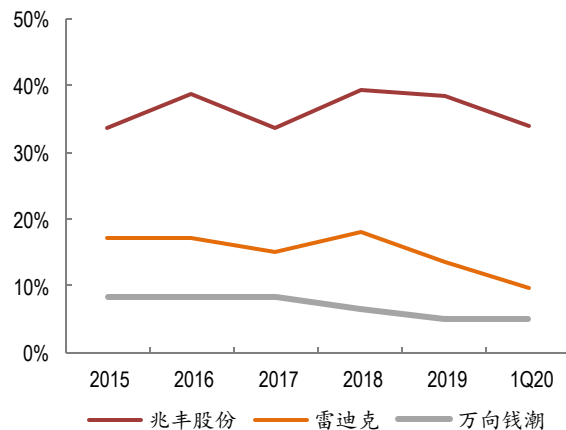
公司深耕售后市场，紧抓中高端客户，盈利能力好于同行。与竞争对手相比，兆丰盈利能力明显好于同行。公司毛利率水平一般在 45%左右，净利率近 40%，高于国内轴承龙头万向钱潮，原因是公司产品目前主要配套售后市场，万向主要配套 OEM 市场，汽车零部件售后产品的毛利率普遍高于 OEM。此外，公司盈利能力也高于专注售后市场的雷迪克，原因是公司产品集中在中高端客户，主动放弃了部分中低端市场。

图5：公司与同行毛利率情况比较



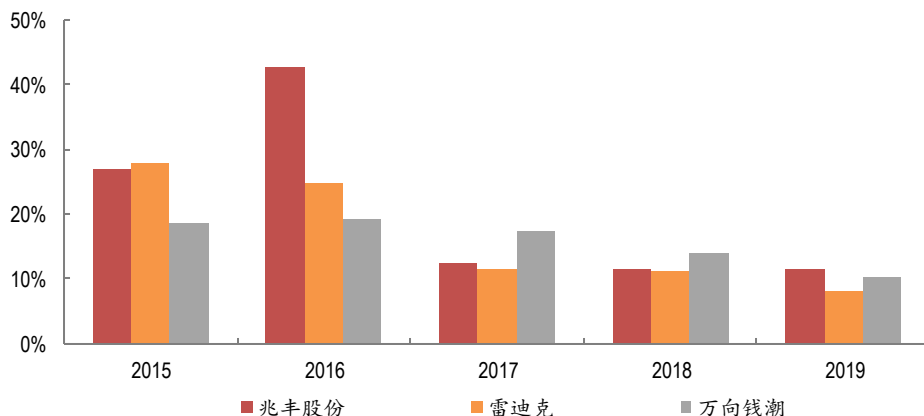
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图6：公司与同行净利率情况比较



数据来源：公司公告，财通证券研究所

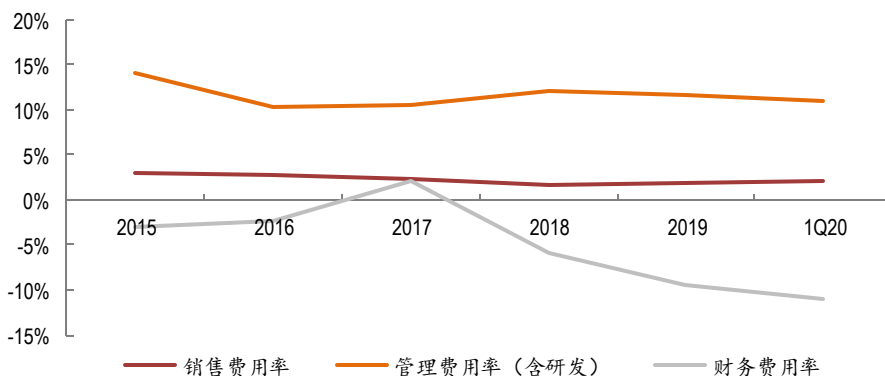
图7：公司与同行的ROE比较



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司费用率稳中有降，财务费用受结构性存款产生的利息收入影响波动较大。2019 年公司销售费用率为 1.9%，管理费用率 5.3%，研发费用率 5.7%，财务费用率-10.9%，主要原因为公司深耕售后市场，现金流强劲，货币资金充裕，无任何短期长期借款，利息收入较多。公司整体费用率较低，且保持平稳。

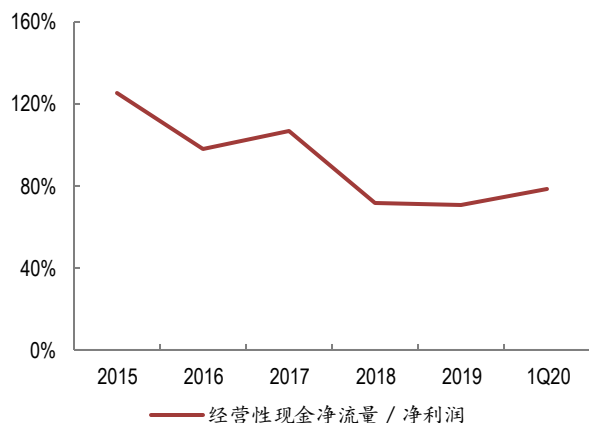
图8：公司费用率情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

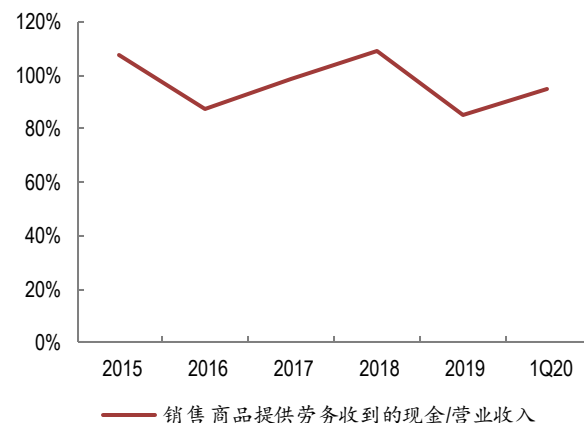
公司现金流表现十分强劲，每年经营性现金流净额占净利润的比例超过 70%，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入的比例超过 85%。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额 1.5 亿元，现金及现金等价物净增加额为 11.4 亿元。专注售后市场的零部件企业现金流明显优于专注 OEM 配套的零部件企业。

图9：公司经营性现金净流量/净利润



数据来源：wind，财通证券研究所

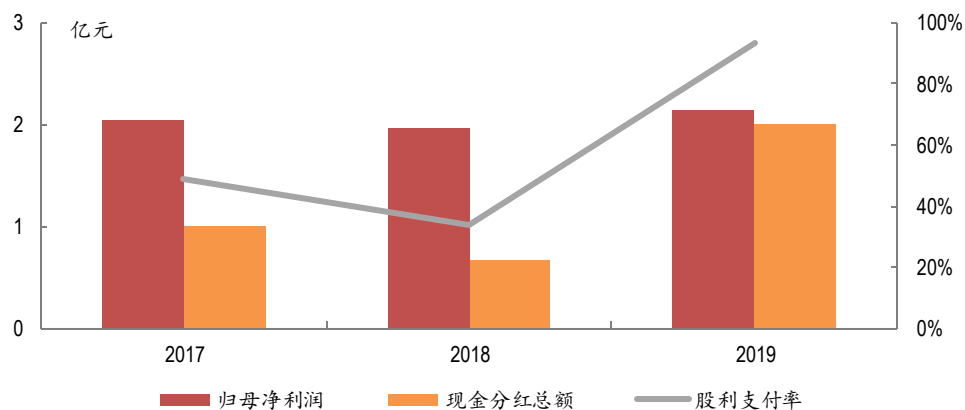
图10：公司销售商品提供劳务收到的现金/营收



数据来源：wind，财通证券研究所

**充沛的现金流保障公司常年高分红。**公司自上市以来每年均进行现金分红，每年分红率超过 30%。2019 年，公司计划向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 30 元（含税），合计派发现金红利 2.0 亿元（含税），股利支付率达 93.4%。

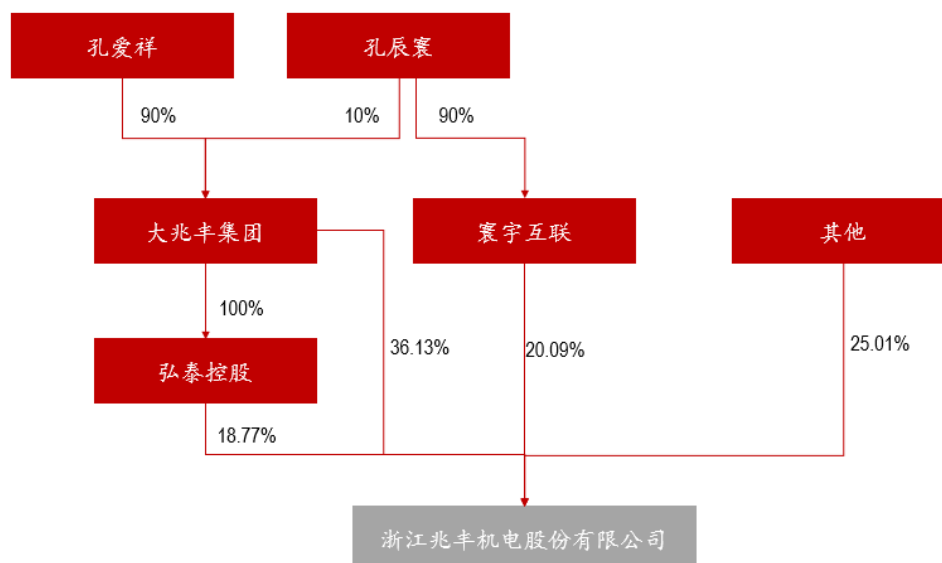
图11：公司历年高分红



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**公司股权集中，管理层控制力强。**公司实际控制人为孔爱祥、孔辰寰，二人为父子关系，在公司分别担任董事长、总经理兼董事职位。公司第一大股东为大兆丰集团，直接持有公司 36.1% 的股份，通过弘泰控股间接持有公司 18.8% 股份，大兆丰集团实际由孔爱祥、孔辰寰控制。公司实控人孔爱祥、孔辰寰通过大兆丰集团、弘泰控股以及寰宇互联合计间接控股公司 74.99% 股份，公司股权结构十分集中，管理层对公司控制力强。

图12：公司股权结构图

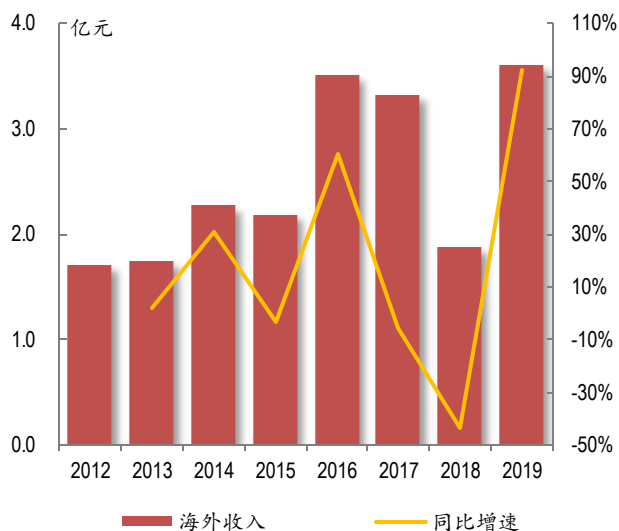


数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2、售后市场深布局，海外拓展结硕果

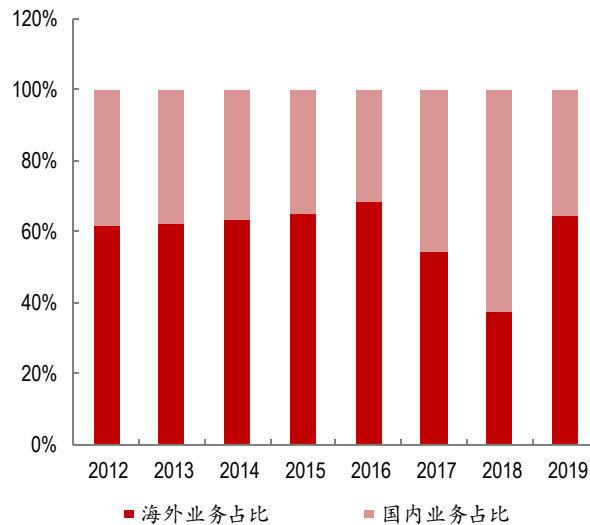
公司早期阶段以国内售后市场生产销售轮毂轴承单元为主，因前期客户中的国内贸易商将公司产品出口至美国市场并获得客户认可，公司便逐渐开展轮毂轴承单元的出口业务并积极开拓美国市场。由此，公司开始了海外 AM 市场深耕。2012 年至 2019 年，公司海外业务收入由 1.7 亿元增长至 3.6 亿元，年复合增速 11.3%；2012 年至 2017 年，海外业务占比持续基本维持 60% 以上，2018 年为异常年份，海外业务占比为 37.6%，2019 年海外业务占比恢复至 64.4% 的正常水平。

图 13：公司海外收入与同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 14：公司海外业务占比

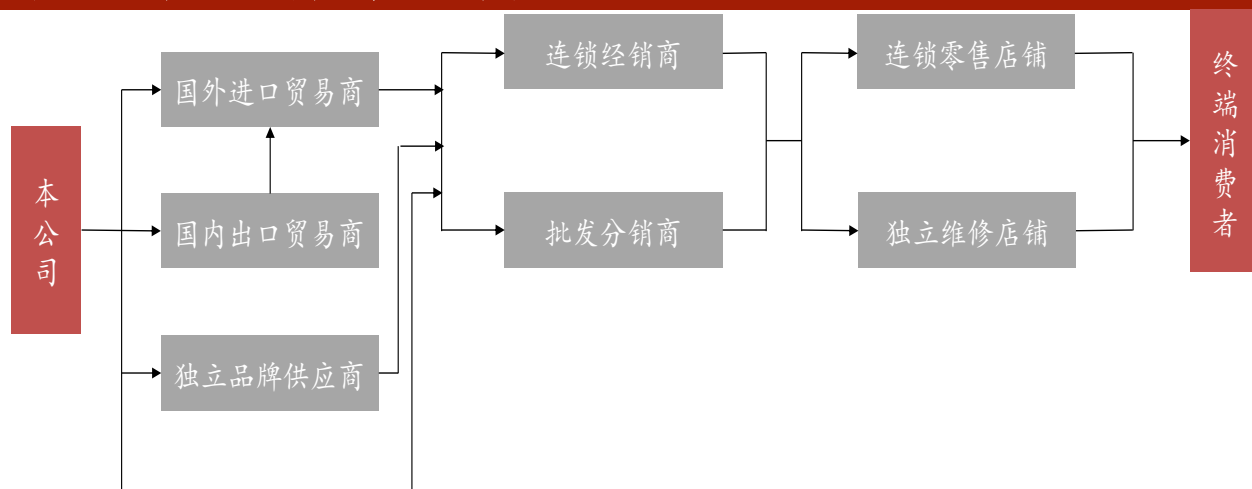


数据来源：公司公告，财通证券研究所

**2018 年海外收入占比变化较大主要为销售渠道调整影响。**公司产品主要面向国外用于汽车维修、改装的售后市场，销售渠道主要包括三类：1) 国外进口贸易商；2) 国内出口贸易商；3) 独立品牌制造商。2018 年，由于受到中美贸易摩擦以及反倾销的影响，公司阶段性调整销售渠道，较大比例销售给国内出口贸易商，2019 年又恢复至以自营出口（国外进口贸易商+独立品牌制造商）为主，因此海外收入占比在 2018 年发生较大变化。



图 15：公司产品在国外售后市场的销售渠道及流向



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**海外业务以北美为主。**公司海外市场以北美为主，同时覆盖加拿大、墨西哥、德国、英国、意大利、澳大利亚、日本、韩国、伊朗等多个地区国家。2019 年公司海外收入占比 64.4%，美国收入占比约 40%，美国市场为公司最大的单一市场。

**为什么坚持售后市场以欧美为主的打法？**公司一直以来坚持走出去，以欧美售后市场为主战场，原因包括：1) 售后对应汽车保有量，欧美是全世界最为成熟的汽车市场，汽车保有量大，且车龄普标较长，售后需求旺盛；2) 北美市场，地域面积大，车型复杂，因此发展了快修连锁为主的规模化、品牌化和网络化模式，因此大型汽车零部件的连锁经销商较多，具备孕育售后市场的天然土壤。3) 欧洲市场，单一国家国土面积较小，其独立售后体系以批发分销为主，批发商是流通的重要环节，他们在维修厂周围布点，利于售后市场发展。4) 中国市场，除商用车外，售后依然以 4S 体系为主，独立售后体系仍处发展初期。

**海外深耕二十载，客户拓展成绩优异。**公司产品通过贸易商和独立品牌制造商进入美国知名汽车零部件连锁商中的 AutoZone、NAPA、Advance 和 WJB，与辉门、斯凯孚、德尔福等国外知名零部件制造商建立良好合作。

表 2：公司各销售渠道客户

客户类别	主要直接销售客户	间接销售客户	主要终端客户	优势
国外进口贸易商	WJB	—	北美 Advance 等各大连锁	知悉当地市场特点，已与各大连锁商建立供货渠道，进入市场迅速
	MPA	—	北美各大连锁	
	MGM	—	美国 NAPA	
	Pilot	—	美国各大连锁	
	HUB	WJB、MPA、GMB 等	间接客户的终端销售客户	熟悉销售国的贸易政策，与各大贸易商、连锁商建立供货渠道

国内出口 贸易商	迈新	辉门	北美各大连锁	
	优必胜	-	伊朗标致汽车厂（主机厂配套）	知悉当地局势
独立品牌 制造商	辉门	-	国内各售后经销商、北美各大连锁	
	通用	-	国内各售后经销商、中东及拉美通用 4S 店	
	德尔福	-	国内各售后经销商、	
	FEBI	-	销售给欧洲地区客户	
	GMB	-	销售给北美、南美、东亚及东欧客户	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司产品齐全，覆盖车型广泛。截至 2019 年，公司已累计开发各类型号的汽车轮毂轴承单元超过 3800 余种，处于行业前列，且每年以 100 个型号以上的速度在新增，覆盖了世界上包括奔驰、宝马、奥迪、福特、通用、克莱斯勒、大众、本田、丰田、标致等在内的主要中高端乘用车、商用车的车系车型。

图 16：公司轮毂轴承三代产品



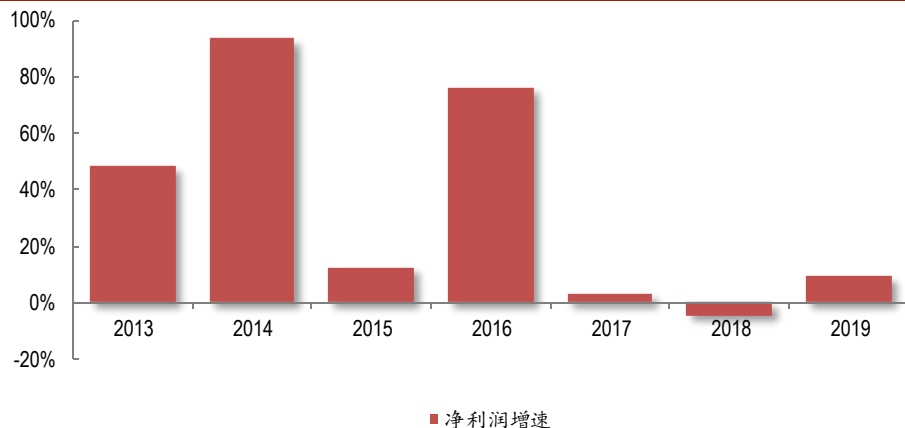
本公司第一、二、三代汽车轮毂轴承单元图示

数据来源：公司公告，财通证券研究所

#### 售后市场特点：

- **产品需求稳定。**售后市场需求来自汽车维修保养需求，具有刚性和重复性消费的特征，由于对应汽车保有量，较汽车销量更为稳定，因此受经济周期影响较小。正是出于这一原因，公司业绩稳定性较汽车行业更高，2013 年以来，公司净利润仅在 2018 年出现下滑（受贸易战影响）。

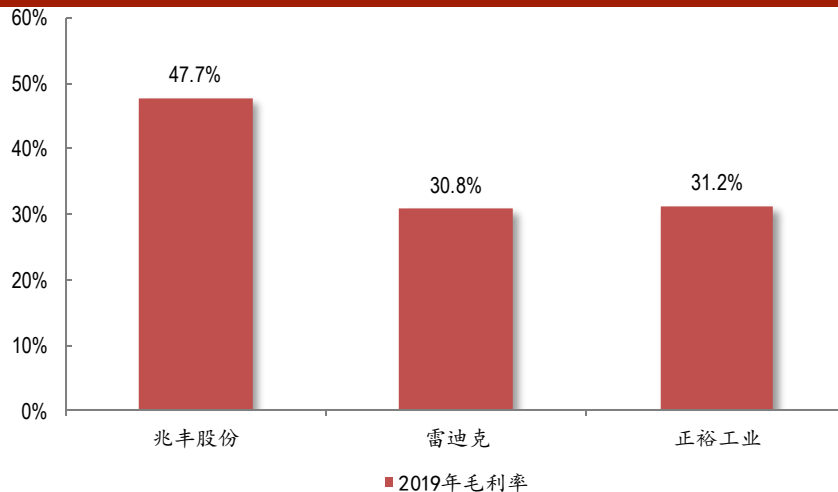
图 17：2013 年以来公司业绩仅在 2018 年出现小幅下滑



数据来源：公司公告，财通证券研究所

- **多品种，小批次。**由于在用车型繁多，叠加消费者时尚化和个性化消费导致各种形式的加装和改装日益普及，使得售后市场零部件需求呈现多品种、小批次特征。公司目前已累计开发各类型号的汽车轮毂轴承单元超过 3800 余种，目前公司有 3325 多个产品型号。售后市场多品种、小批次的特征，也是其利润率高于 OEM 市场的原因之一。

图 18：配套 AM 市场零部件企业的毛利率



数据来源：Wind，财通证券研究所

- **市场集中度低。**OEM 市场的商业模式为 2B，AM 市场为 2C，消费者可根据自己喜好、汽车受损程度以及需要维修的项目等不同情况选择不同维修方案和零部件。因此售后市场的产品并不等齐划一，不限于配套厂件，更大量的是非配套厂件，包括进口件、通用件等。这为不同类型的零部件制造商提供了生存空间，因此市场集中度较低。

### 汽车轮毂轴承市场格局

**全球格局：**在全球市场，国际先进的汽车轮毂轴承单元生产商主要包括：瑞典斯凯孚、美国 TIMKEN、德国 FAG、日本 NSK、JTEKT、NTN 等，占据绝大部分世界主流车系的 OEM 配套市场。在 AM 市场，由于地域差异、消费偏好差异，需求呈现多品种、小批量的形态，给了更多中小企业参与机会。在欧美发达国家的售后市场中，发展中国家的轮毂轴承企业凭借明显的成本优势，占据较大份额。

**国内格局：**在国内 OEM 市场，整车厂的汽车轮毂轴承单元主要由外商合资或独资企业提供，如瑞典斯凯孚在中国配套的合资车企包括：上海大众、一汽大众、东风神龙、上海通用、长安福特等；配套的自主品牌包括：长安、奇瑞、华晨等。近年来，国内已有少数自主品牌的轮毂轴承单元生产企业开始突破并切入 OEM 配套市场，如万向钱潮已成为大众、长安、奇瑞、比亚迪等整车厂的轮毂轴承单元供应商。在国内 AM 市场，4S 店体系配套原厂件仍是最为主流的配套模式，所以这种模式下国内 AM 市场格局基本跟随 OEM 市场格局。

表 3：汽车轮毂轴承市场主要参与者

竞争企业名称		竞争企业概况
国外竞争企业	瑞典斯凯孚	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 总部设立于瑞典哥特堡，是全球领先的滚动轴承和密封件供应商，具有全球行业领袖地位。</li> <li>● 斯凯孚通过同中国著名轴承企业合作，于 1994 年成立了斯凯孚汽车轴承有限公司，1998 年成立了大连斯凯孚瓦轴轴承有限公司，2001 年成立了斯凯孚（上海）轴承有限公司，扩大了在中国的业务。斯凯孚在中国的业务可分成两部分：工业业务及汽车业务；业务范围覆盖了瑞典斯凯孚五大技术平台，即：轴承及轴承单元、密封件、润滑系统、机电一体化和服务。</li> </ul>
	美国 TIMKEN	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 成立于 1899 年，总部所在地为美国俄亥俄州坎顿市。</li> <li>● 全球最大的圆锥滚子轴承制造商，第二大轴承制造商。TIMKEN 于 1996 年起在中国开展业务，目前已在中国烟台、无锡和苏州设立生产企业。</li> </ul>
	德国 FAG	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 成立于 1883 年，总部位于德国施魏因富特。2001 年起，FAG 成为德国舍弗勒集团的一部分。</li> <li>● 是世界上第一家滚动轴承生产厂，滚动轴承工业的先驱，其高速、高精度主轴轴承，极限转速高于其它品牌。</li> </ul>
	日本 NSK	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 成立于 1916 年，是日本国内第一家设计生产轴承的厂商。</li> <li>● 其产品涉及汽车、精密机械及部件、机电等领域，在精密加工方面具有技术优势。</li> </ul>
	日本 JTEKT	<ul style="list-style-type: none"> <li>● JTEKT 的前身，是 1921 年成立的光洋精工（Koyo）株式会社和 1941 年成立的丰田工机（TOYODA）株式会社。光洋精工（Koyo）株式会社和丰田工机（TOYODA）株式会社于 2006 年合并，创立全新的 JTEKT。</li> <li>● 是一家综合轴承产品制造商，汽车轴承是特别擅长的领域之一。</li> </ul>
	日本 NTN	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1918 年成立，总部位于日本大阪。</li> <li>● 世界综合性精密机械制造厂家之一；为日本汽车、工业轴承的主要制造商。</li> </ul>

国内竞争企业	万向钱潮	<ul style="list-style-type: none"> <li>创办于 1969 年，1994 年上市；为国内主要汽车零部件制造商，生产底盘及悬架系统、汽车制动系统、汽车传动系统、轮毂单元、轴承、精密件、工程机械零部件等汽车零部件。</li> <li>其子公司浙江万向精工有限公司为专业汽车轮毂轴承单元生产企业；主要面向配套市场，国内主要配套整车制造商包括上海大众、一汽大众等。</li> </ul>
	瓦房店轴承集团有限责任公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>始建于 1938 年，是中国轴承工业的发源地，是中国最大的轴承制造企业，在世界轴承行业排名第八位。</li> <li>在国内外拥有 8 大产品制造基地，共 23 家制造工厂，拥有国家级企业技术中心，国家轴承产品检测试验中心和中国轴承行业唯一的“国家大型轴承工程技术研究中心”等科研开发机构。</li> <li>大连光洋瓦轴汽车轴承有限公司成立于 1996 年 8 月，是由瓦房店轴承集团有限责任公司和 JTEKT 以及日本丰田通商株式会社三方合资组建的，专业化、自动化生产汽车轮毂轴承及轴承单元。</li> </ul>
	新火炬	<ul style="list-style-type: none"> <li>原襄樊星火轴承有限公司，创建于 1988 年，属双林股份（股票代码 300100）的全资子公司。</li> <li>主要生产和经营汽车轮毂轴承单元，目前产销量较大，为“国家汽车及零部件出口基地企业”。</li> </ul>

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 汽车轮毂轴承售后市场空间

AM 市场汽车轮毂轴承单元需求量=保有量（辆）×4（套/辆）×轮毂轴承单元使用率×年均维修率。

- **保有量：**据国家发改委数据，2019 年中国汽车保有量约 2.6 亿辆。其中：乘用车保有量约 2.1 亿辆，商用车保有量约 0.5 亿辆。
- **轮毂轴承单元使用率：**乘用车轮毂轴承单元使用率假设 100%；商用车轮毂轴承单元使用率，参照中小型商用车在商用车中所占比重，保守取 20%。
- **年均维修率：**乘用车轮毂轴承单元一般使用里程为 8-10 万公里，平均 5-6 年需更换一次，年均维修率保守确定为 16.7%；商用车汽车轮毂轴承单元使用里程一般为 8-10 万公里，平均 4-5 年需更换一次，年均维修率保守确定为 20%。
- **单车价值量：**公司乘用车轮毂轴承 AM 市场单价约 120 元，单车配 4 套，单车价值量约 480 元。公司商用车轮毂轴承 AM 市场单价约 900 元，单车配 4 套或 6 套，单车价值量约 3600 元。

表 4：中国汽车轮毂轴承售后市场空间测算（2019 年）

乘用车保有量（万辆）	商用车保有量（万辆）	轮毂轴承单元需求量（万套）	轮毂轴承单元市场空间（亿元）
21000	5000	14828	240

数据来源：财通证券研究所

根据以上测算，我们预计中国汽车轮毂轴承 AM 市场空间约 240 亿元。公司一直深耕的美国售后市场，由于美国汽车保有量与中国相当，基本都处于 2.6 亿辆水平，但美国汽车市场皮卡占比较大，较一般乘用车更耗费轮毂轴承，因此美国汽

车轮毂轴承售后市场空间较中国略大，预计在 300 亿元水平。公司 2019 年收入 5.6 亿元，据此测算市占率不到 1.9%，仍具较大提升空间。

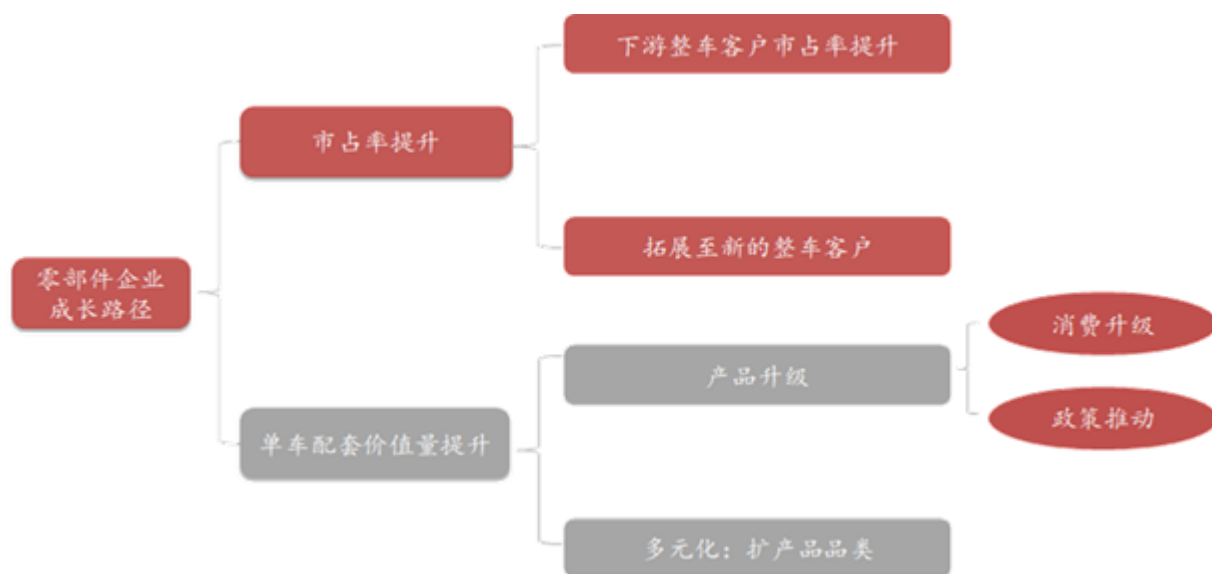
**欧美市场较为稳定，公司售后业务成长空间大。**公司售后业务主要扎根美国市场，美国市场平均车龄约 12 年，售后市场增长非常稳定。欧洲成熟市场情况与美国市场也较为相似。我们认为，公司凭借产品高性价比在欧美市场获得认可，有望以美国市场为基，拓展至全球其他售后市场，未来 5 年公司售后业务有望保持 10% 左右的增长速度，至 2025 年售后市场收入规模有望达到 10 亿元。



### 3、从 1.0 时代走向 2.0 时代，切入 OEM 志存高远

零部件企业成长主要沿两条路径：一是市占率提升，二是单车配套价值量提升，两条路径互为补充，相辅相成。国内零部件行业发展至今，已涌现出福耀玻璃、华域汽车等一批走向世界的零部件巨头，这些企业正是沿市占率扩大与单车价值量提升的路径不断发展壮大。因此零部件企业想要成长壮大，可沿着市占率提升和单车配套价值量提升的路径不断努力。

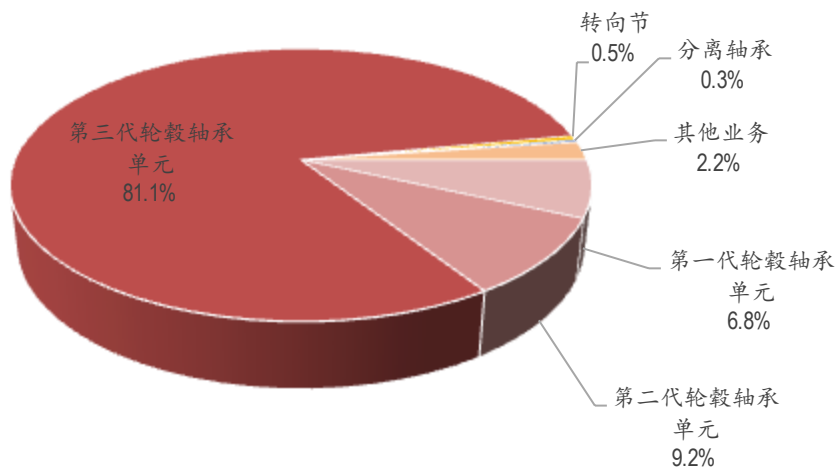
图 19：零部件企业成长路径



数据来源：财通证券研究所

专注单一产品领域，寻求市占率突破是公司明确的成长路径。公司多年来一直扎根汽车轮毂轴承单元这一产品领域，极致专注（2019 年汽车轮毂轴承单元的收入占比达 97.0%）。在深耕单一产品领域的背景下，公司通过在市场率提升的成长路径上不断努力，以期获得更大成长空间，成长思路非常清晰。具体来看，公司此前一直深耕海外售后市场，现在正着力突破国内 OEM 市场，有望实现市占率快速提升。这一成长思路与福耀玻璃颇为相似，福耀专注汽车玻璃这一产品领域，早期在海外市场主要做 AM 市场，后逐渐切入 OEM 配套，实现市占率显著提升，由此打开成长空间。

图 20：公司业务结构（2019 年）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

#### 汽车轮毂轴承单元国内 OEM 市场空间：

OEM 市场汽车轮毂轴承单元需求量=汽车产量（辆）× 4（套/辆）× 轮毂轴承单元使用率。

- **汽车产量：**据中汽协数据，2019 年中国汽车产量 2572.0 万辆。其中：乘用车产量 2136.0 万辆，商用车产量 436.0 万辆。
- **轮毂轴承单元使用率：**乘用车轮毂轴承单元使用率假设 100%；商用车轮毂轴承单元使用率，参照中小型商用车在商用车中所占比重，保守取 20%。
- **单车价值量：**目前市面上乘用车第三代轮毂轴承 OEM 单价约 100 元，单车配 4 套，单车价值量约 400 元；商用车轮毂轴承单价约 700 元，单车配 4 套或 6 套，单车价值量约 2800 元。

根据以上测算，我们预计中国汽车轮毂轴承 OEM 市场空间约 110 亿元。

表 5：中国汽车轮毂轴承 OEM 市场空间测算（2019 年）

乘用车产量（万辆）	商用车产量（万辆）	轮毂轴承单元需求量（万套）	轮毂轴承单元市场空间（亿元）
2136	436	8893	110

数据来源：财通证券研究所

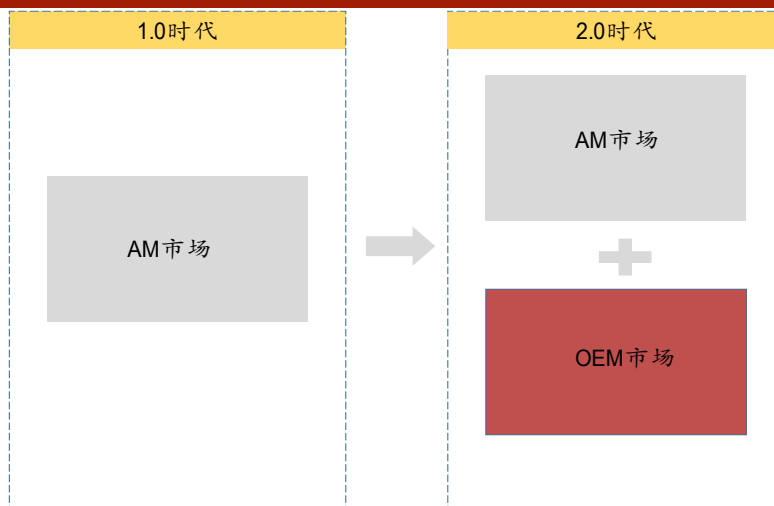
在 AM 市场磨炼多年，公司具备进入轮毂轴承 OEM 市场的能力。公司一直以来深耕欧美发达国家 AM 市场，为其提供高质量的汽车轮毂轴承单元，在产品开发上具有较强的技术优势和研发能力。公司已掌握核心技术，具备正向开发能力。多年汽车轮毂轴承 AM 市场累计的经验使公司具备进入 OEM 市场的能力。



**成立主机事业部，精准切入 OEM 市场。**国内汽车轮毂轴承 OEM 市场，主要参与者为外商合资或独资企业，而国内进入 OEM 配套的汽车轮毂轴承单元的企业较少，市场份额较低。由于汽车轮毂轴承 OEM 进入壁垒较高，审核周期较长，因此公司循序渐进，自 2017 年开始着手切入 OEM 配套，现已成立主机事业部，配备了相应的产品工程和应用工程团队，专攻切入 OEM 市场。

**切入 OEM 市场取得阶段性成果。**近年来，公司大力开拓主机市场，现已成为陕西汉德车桥、安徽华菱汽车、东南汽车、华晨汽车等商用车及乘用车的供应商，进入北汽 B 点供应，获得比亚迪商用车定点，并与其他主流合资与自主整车厂积极接洽中。我们认为，虽然当前公司仅小范围切入部分主机厂配套，但切入势头良好。经过二十载的积累，公司已掌握汽车轮毂轴承单元制造的核心技术，满足主机厂配套需求，且自 2017 年以来积极开拓 OEM 配套，多年积累，收获在即，2020 年有望成为公司 OEM 配套起步的元年。

图 21：切入 OEM 配套可为公司带来巨大增量



数据来源：财通证券研究所

**切入 OEM 市场打开巨大成长空间，公司进入 2.0 时代。**公司此前一直深耕 AM 市场，这一市场稳定性较高，利润率极高。这一阶段公司营收由 2012 年的 2.8 亿元增长至 2019 年的 5.6 亿元，年复合增速 10.6%，净利润由 2012 年的 0.4 亿元增长至 2019 年的 2.14 亿元，年复合增速 29.6%，毛利率高达 45%，净利率近 40%。可以说，1.0 时代公司快速成长，取得了骄人成绩。当前公司正值切入 OEM 市场的起点，迈向 2.0 时代，这一阶段公司将在原有 AM 市场保持稳健增长同时，获得 OEM 配套带来的全新增量。我们预计到 2025 年公司 AM 市场收入规模将保持 10% 左右增速跨过 10 亿元门槛，OEM 市场收入有望从无到有快速增长，先挑战 10 亿元门槛，再挑战 30 亿元门槛。在 AM+OEM 的双轮驱动下，公司将步入 2.0 时代的高速成长期。

#### 4、盈利预测与投资建议

预计公司 2020-2022 年营业收入分别同比增长 10.2%、11.5%、11.5%，归母净利润分别同比增长 11.2%、12.1%、11.1%，EPS 分别为 3.57 元、4.00 元、4.45 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 19.1 倍、17.1 倍、15.3 倍。公司汽车轮毂轴承单元售后市场业务增长稳定性高，盈利能力强，创造现金流能力强，历年维持高分红。公司以售后市场业务为基，近年来大力开拓 OEM 市场，2020 年有望成为公司 OEM 业务正式起步的元年，由此迈向 2.0 时代的高速成长期。我们认为，公司在 AM+OEM 的双轮驱动下，汽车轮毂轴承单元市占率有望快速提升，成长逻辑顺畅，给予 2021 年 25 倍 PE，对应目标价 100 元，较当前股价仍有 47% 上涨空间，首次覆盖，给予公司“买入评级”。

## 5、风险提示

- (1) 全球汽车市场景气度不及预期；
- (2) 公司 AM 市场客户拓展不及预期；
- (3) 公司切入 OEM 市场不及预期；
- (4) 中美贸易摩擦升级。

## 公司财务报表及指标预测

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	497	559	616	687	766	成长性					
减: 营业成本	278	293	324	361	402	营业收入增长率	-18.3%	12.4%	10.2%	11.5%	11.5%
营业税费	8	5	5	6	7	营业利润增长率	-7.8%	13.9%	9.3%	11.7%	10.9%
销售费用	9	11	12	13	15	净利润增长率	-4.4%	9.3%	11.2%	12.1%	11.1%
管理费用	28	31	65	73	81	EBITDA 增长率	-14.9%	10.0%	0.4%	13.5%	12.6%
财务费用	-30	-53	-56	-60	-64	EBIT 增长率	-17.8%	10.7%	-2.5%	12.6%	11.9%
资产减值损失	-1	-1	0	0	0	NOPLAT 增长率	-22.9%	3.2%	10.0%	12.7%	11.9%
加: 公允价值变动收益	-9	0	0	0	0	投资资本增长率	-77.5%	41.9%	1.2%	8.5%	5.3%
投资和汇兑收益	35	1	7	10	12	净资产增长率	5.9%	8.7%	6.3%	6.7%	7.0%
营业利润	220	250	273	305	338	利润率					
加: 营业外净收支	6	-1	4	5	6	毛利率	44.2%	47.7%	47.5%	47.5%	47.5%
利润总额	226	249	277	310	344	营业利润率	44.1%	44.7%	44.3%	44.4%	44.1%
减: 所得税	30	35	39	43	48	净利率	39.4%	38.3%	38.6%	38.8%	38.7%
净利润	196	214	238	267	296	EBITDA/营业收入	45.0%	44.1%	40.1%	40.9%	41.3%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	40.4%	39.8%	35.2%	35.6%	35.7%
货币资金	1,430	1,429	1,535	1,628	1,741	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	142	124	118	116	110
应收账款	194	284	291	316	344	流动营业资本周转天数	312	14	22	14	14
应收票据	-	-	0	0	0	流动资产周转天数	1,245	1,122	1,087	1,038	995
预付账款	1	1	1	1	1	应收账款周转天数	148	154	168	159	155
存货	57	80	81	87	92	存货周转天数	43	44	47	44	42
其他流动资产	4	8	9	11	14	总资产周转天数	1,444	1,360	1,344	1,293	1,246
可供出售金融资产	47	-	-	-	-	投资资本周转天数	475	188	201	189	181
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.4%	11.4%	11.9%	12.6%	13.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.8%	9.7%	10.0%	10.4%	10.8%
固定资产	194	190	212	229	239	ROIC	15.3%	70.4%	54.6%	60.8%	62.8%
在建工程	16	54	64	76	85	费用率					
无形资产	59	68	75	84	94	销售费用率	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	7	104	113	124	139	管理费用率	5.7%	5.5%	10.6%	10.6%	10.6%
资产总额	2,009	2,218	2,382	2,555	2,749	财务费用率	-6.0%	-9.4%	-9.1%	-8.8%	-8.4%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	1.4%	-2.0%	3.5%	3.8%	4.1%
应付账款	133	193	208	219	229	偿债能力					
应付票据	67	76	83	94	103	资产负债率	14.1%	15.5%	16.1%	16.3%	16.5%
其他流动负债	64	53	67	74	86	负债权益比	16.5%	18.3%	19.2%	19.5%	19.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	6.37	5.61	5.36	5.28	5.25
其他非流动负债	20	22	24	27	32	速动比率	6.16	5.36	5.13	5.05	5.03
负债总额	284	343	382	414	450	利息保障倍数	-6.75	-4.23	-3.88	-4.05	-4.25
少数股东权益	1	1	1	1	1	分红指标					
股本	67	67	67	67	67	DPS(元)	1.00	3.00	1.79	2.00	2.22
留存收益	1,657	1,807	1,926	2,060	2,208	分红比率	34.0%	93.4%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	1,725	1,875	1,994	2,127	2,275	股息收益率	1.5%	4.4%	2.6%	2.9%	3.2%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	196	214	238	267	296	EPS(元)	2.94	3.21	3.57	4.00	4.45
加: 折旧和摊销	23	24	30	36	42	BVPS(元)	25.85	28.10	29.89	31.89	34.11
资产减值准备	-1	5	7	8	9	PE(X)	23.2	21.3	19.1	17.1	15.3
公允价值变动损失	9	0	0	0	0	PB(X)	2.6	2.4	2.3	2.1	2.0
财务费用	-17	-22	-56	-60	-64	P/FCF	4.4	40.3	20.1	19.8	17.1
投资收益	-35	-1	-7	-10	-12	P/S	9.2	8.2	7.4	6.6	6.0
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	13.7	12.3	11.8	10.0	8.5
营运资金的变动	894	-180	20	-11	-15	CAGR(%)	10.8%	11.4%	5.1%	10.8%	11.4%
经营活动产生现金流量	141	152	232	229	256	PEG	2.1	1.9	3.7	1.6	1.3
投资活动产生现金流量	-320	1,053	-63	-63	-60	ROIC/WACC	1.5	6.7	5.2	5.8	6.0
融资活动产生现金流量	-99	-68	-63	-73	-84	REP	8.7	1.3	1.6	1.3	1.1

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。