

邦德股份 (838171.BJ)

2023年04月21日

汽车冷凝器细分龙头，多年工艺的精进积累构筑产效壁垒及成本优势
——北交所首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

万泉（联系人）

wanxiao@kysec.cn

证书编号：S0790122090009

日期	2023/4/20
当前股价(元)	8.25
一年最高最低(元)	17.20/6.26
总市值(亿元)	9.81
流通市值(亿元)	2.45
总股本(亿股)	1.19
流通股本(亿股)	0.30
近3个月换手率(%)	92.94

北交所研究团队

● 出口汽车冷凝器的专精特新企业，2022年归母净利润7796万元(+114%)

邦德股份是一家专注于热交换器相关产品的“专精特新”中小企业，产品包括平行流式冷凝器（占比90%以上）、平行流式油冷器等，涵盖两千余类产品型号，应用于汽车冷却系统等热交换领域。公司主攻车后ODM市场，外销占比近90%，销售区域集中在北美洲和欧洲地区，客户包括汽车配件分销商、零售店、大型连锁店等。2022年实现营收3.38亿元(+46.11%)，归母净利润创历史新高，达7796万元(+114%)。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.88/1.10/1.36亿元，对应EPS分别为0.74/0.93/1.15元/股，对应当前股价PE分别为11.8/9.4/7.6倍，可比公司PE(2023E)均值32.2X，首次覆盖给予“买入”评级。

● 深耕单品累积精进工艺，募投扩产旨在推升冷凝器车后市场份额

技术工艺：截至2022年拥有实用新型专利38项，研发费用率4.03%。在满足关键性能指标、安装尺寸前提下，通过优化产品结构及生产工序，形成了成本优势。**市场地位：**与美国Keystone、荷兰NRF、美国PRP等全球汽车大型零部件分销商合作年限较久，对其销售均占同类采购额50%以上。2021年公司冷凝器全球市占率预估在7.59%至11.39%之间。**募投项目：**根据募资净额调整后计划1.16亿元用于热交换器数字化生产项目（一期）。预计新增冷凝器、油冷器产能分别118万台/年、22万台/年。随募投项目达产，公司冷凝器在全球市占率有望提升。

● 汽车产业稳步复苏，冷凝器碰撞件受益全球汽车保有量逐年递增趋势

冷凝器等热交换器品类属于碰撞件，下游包括整车厂生产需求和车后市场替换需求。邦德股份主攻车后市场，市场容量与汽车保有量密切相关。美国汽车保有量从2013年2.56亿辆升至2022年2.83亿辆；我国由2013年1.4亿辆升至2022年3.19亿辆，于2020年超越美国。在全球汽车保有量逐年递增趋势下，预计2017-2030年北美、欧洲、亚洲车后市场CAGR分别为1.8%、1.3%、6.84%。**竞争格局：**2021年电装、翰昂、马勒、法雷奥四大巨头全球汽车热交换器合计市占率超70%；中国换热器行业集中度较低，邦德股份暂无对标A股可比公司。

● 风险提示：原材料价格上涨的风险、汇率变动的风险、市场竞争风险

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	231	338	401	487	583
YOY(%)	49.0	46.1	18.6	21.5	19.7
归母净利润(百万元)	36	78	88	110	136
YOY(%)	-11.8	114.2	12.6	25.8	23.4
毛利率(%)	31.0	34.3	35.0	35.2	35.5
净利率(%)	15.7	23.1	21.9	22.7	23.4
ROE(%)	15.1	17.6	17.3	18.5	18.9
EPS(摊薄/元)	0.37	0.71	0.74	0.93	1.15
P/E(倍)	28.4	13.3	11.8	9.4	7.6
P/B(倍)	4.3	2.3	2.0	1.7	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、深耕单品累积精进工艺，募投扩产旨在推升车后市场份额.....	4
1.1、技术：模具开发能力助力新型号快速落地，优化工艺筑造成本壁垒.....	4
1.2、地位：2021年冷凝器全球市占率约10%，主要客户采购占比超50%.....	7
1.3、募投：截至2021年产能173.48万台，募投项目拟扩产140万台/年.....	9
2、出口汽车冷凝器的专精特新企业，2022年利润增长114%.....	11
2.1、业务：汽车冷凝器收入占比超90%，产品采取主动降价加固壁垒.....	11
2.2、模式：客户主要为欧美大型汽车零部件分销商，以ODM模式销售.....	14
2.3、财务：2022年实现营收3.38亿元（+46.11%）、归母净利润创新高.....	16
3、汽车产业稳复苏，冷凝器碰撞件属性受益保有量递增趋势.....	18
3.1、空间：2019-2021年我国换热器行业市场规模CAGR达10.5%.....	20
3.2、敏感性：铝原材料价格及美元汇率影响冷凝器出口企业盈利水平.....	21
3.3、下游：新冠疫情影响削弱，全球汽车产业预期稳步复苏.....	22
3.4、格局：中国换热器行业起步晚，邦德股份产品单一，无上市可比.....	25
3.5、趋势：轻量紧凑设计+自动智能制造，碰撞件属性派生车后市场需求.....	27
4、盈利预测与投资建议.....	29
5、风险提示.....	29
附：财务预测摘要.....	30

图表目录

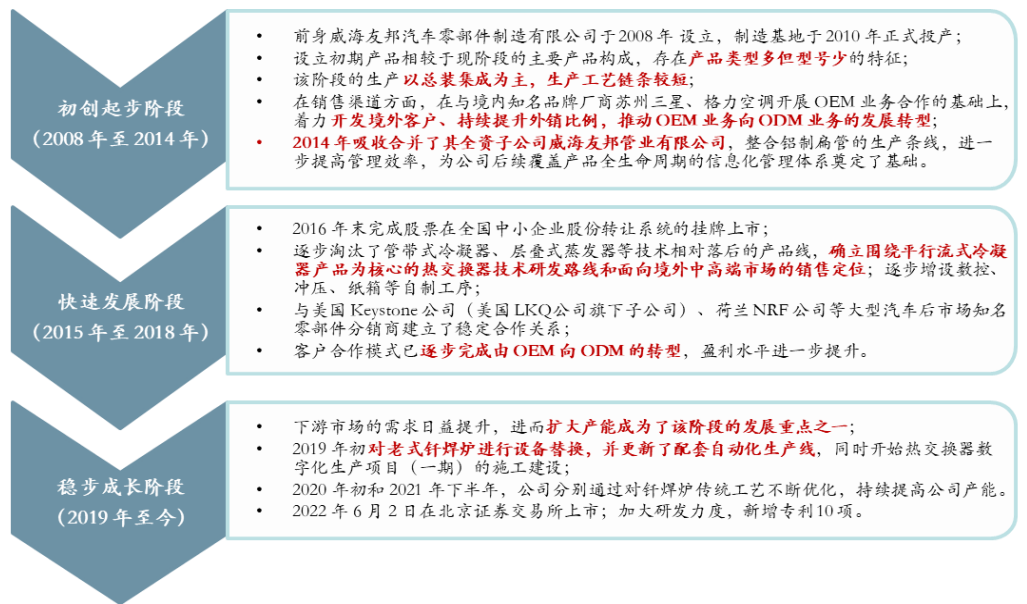
图1：2015-2018年完成OEM向ODM转型，2019年至今扩大产能为发展重点.....	4
图2：2022年公司研发费用率为4.03%.....	4
图3：截至2022年12月31日，拥有实用新型专利38项.....	4
图4：公司所设计生产的冷凝器产品并非对原厂件的简单仿制.....	6
图5：公司已具备较为全面的定制化模具及工装夹具.....	7
图6：公司高度重视加工技术研发和生产线改造.....	7
图7：公司销售的冷凝器、油冷器产品均占主要客户采购总额的50%以上.....	8
图8：公司主要产品冷凝器的寿命可以达到8-10年.....	9
图9：吴国良通过直接及间接方式合计控制邦德股份74.77%的股份，为实控人.....	11
图10：冷凝器是通过结构设计调整其热交换性能的产品.....	12
图11：公司平行流式冷凝器采用铝及铝合金为主材.....	12
图12：油冷器是一种加速机油散热使其保持较低温度的装置.....	12
图13：公司具备较高精度的集流管开槽工艺，控制误差在0.05mm以内.....	13
图14：冷凝器是主营业务，创收占比超90%.....	13
图15：2021年公司冷凝器产销率为98%.....	14
图16：2021年公司油冷器产销率为103.51%.....	14
图17：公司主动降低美国市场销售占比（万元）.....	14
图18：境内销售毛利率与境外销售毛利率差异不大.....	14
图19：2022年实现营收3.38亿元（+46.11%）.....	16
图20：2022年冷凝器创收32233.14万元（单位：万元）.....	16
图21：2022年综合毛利率回升至34.35%.....	16
图22：冷凝器毛利率受美元兑人民币汇率波动等影响.....	16

图 23: 2022 年公司期间费用率为 7.14%.....	17
图 24: 2022 年公司净利率为 23.08%.....	17
图 25: 2022 年归母净利润达 7796.19 万元 (+114.15%)	17
图 26: 作为热管理系统的关键部件之一, 热交换器在每辆汽车上属于必需品.....	18
图 27: 平行流式冷凝器是目前市场上主流的冷凝器结构.....	19
图 28: 机油冷却器根据原理不同主要分为风冷式和水冷式两大类.....	20
图 29: 预计 2023 年全球热交换器市场规模超过 700 亿美元.....	20
图 30: 预计 2022 年我国换热器行业市场规模约为 1779 亿元.....	21
图 31: 在汽车、工程机械等机械行业中应用的换热器约占 8%的行业份额.....	21
图 32: 2022 年初至 2022 年 7 月铝价回落趋稳 (元/吨)	22
图 33: 2022 年 4 月至 11 月美元兑人民币汇率持续拉升, 随后呈现波动下降态势.....	22
图 34: 预计 2023 年全球汽车产量将增至 9276 万辆, 同比增长 7.4%.....	23
图 35: 2021 年中国汽车产量占世界总产量的 32.5%	23
图 36: 预计 2030 年亚洲汽车后市场规模将达到 4,300 亿欧元 (单位: 亿欧元)	24
图 37: 中国汽车保有量于 2020 年首次超越美国.....	24
图 38: 2022 年中国汽车维修及保养服务规模 8476 亿元.....	24
图 39: 4S 门店的销售渠道在中国汽车后市场中的市场份额约达 60%, 而独立售后市场份额仅占 35%	25
图 40: 电装、翰昂、马勒、法雷奥在 2021 年全球汽车热交换器市场份额超过 70%。.....	26
图 41: 21 世纪后我国换热器行业在技术水平上迎来较快发展.....	26
图 42: A 股市场无与公司在主营产品、销售市场相似度均高的上市公司.....	27
图 43: 国家近年来对于汽车消费、轻量化相关出台诸多积极政策.....	27
图 44: 实现产品全生命周期信息化管理是热交换器制造行业的必然趋势.....	28
图 45: 汽车热交换器行业壁垒有产品开发、模具开发及设备改造和工艺技术壁垒.....	28
表 1: 公司的产品开发速度已能够达到“每日新增一个产品型号”(2021 年数据)	5
表 2: 换热性能、耐用性及轻量化是平行流式结构冷凝器的关键性能指标.....	5
表 3: 公司目前的研发项目有 6 项, 其中 2 项成功验收.....	7
表 4: 公司平行流式冷凝器和平行流式油冷器通过分销商出口至北美、欧洲、韩国、澳洲、南亚及全球各地.....	7
表 5: 本次公开发发行募集资金净额为人民币 1.24 亿元.....	9
表 6: 截至 2021 年公司产能达 173.48 万台, 产能利用率近 100%	10
表 7: 产品覆盖汽车领域及家用电器领域	11
表 8: 2021 年公司 ODM 模式下创收占比较高, 达 98.71%.....	15
表 9: 2020-2022 年, 公司前两大客户均为荷兰 NRF 公司、美国 LKQ 公司.....	15
表 10: 汽车上使用的热交换器品种包括空调冷凝器、机油冷却器等.....	18
表 11: 可比公司盈利预测与估值 (亿元、元/股)	29

1、深耕单品累积精进工艺，募投扩产旨在推升车后市场份额

威海邦德散热系统股份有限公司成立于 2008 年，2016 年改制股份公司。创始人吴国良先生曾于 2004 年在上海松江高科技园区投资创建上海邦德汽车零部件制造有限公司，致力于热管理产品的研发与生产，积累了丰富的经验。公司聚焦微通道热交换器研发、生产、销售，拥有先进的数字化生产线及信息化管理工具，是目前全球汽车后市场热交换器领域领先制造企业之一。2022 年被认定为山东省“专精特新”中小企业。

图1：2015-2018 年完成 OEM 向 ODM 转型，2019 年至今扩大产能为发展重点

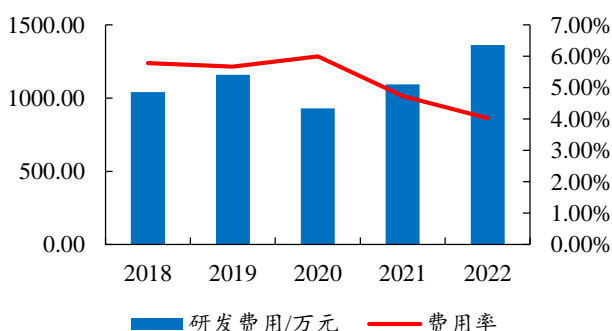


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.1、技术：模具开发能力助力新型号快速落地，优化工艺筑造成本壁垒

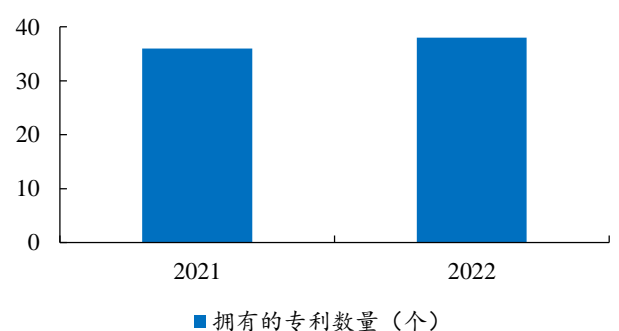
拥有专利 38 项，2022 年研发费用同比增长 24.53%。2022 年公司投入研发费用 1361.50 万元，同比增长 24.53%，研发费用率达 4.03%。公司加大研发力度，2022 年新增专利 10 项，包括一种全铝质微通道平行流式汽车冷凝器、一种新型高强度翅片、一种新型过冷式储液器等。截至 2022 年 12 月 31 日，拥有实用新型专利 38 项，产品均已通过 ISO9001 质量管理体系认证和 IATF 16949 质量体系认证。

图2：2022 年公司研发费用率为 4.03%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截至 2022 年 12 月 31 日，拥有实用新型专利 38 项



数据来源：公司 2022 年年报、开源证券研究所

产品开发速度已能够达到“每日新增一个产品型号”。由于汽车市场上新速度较快，为确保新开发产品与车型上市同步化、持续维持公司在产品型号储备上的竞争优势，公司培养了一批经验丰富的研发人员，并建立了贯穿销售、研发、制造生产全流程的一体化研发体系。在各部门辅助研发人员的协同下，公司研发部门能够及时、准确地获悉市场需求和客户偏好，快速开发出精准匹配于公司生产工艺的产品设计图纸，且产品设计具有较高的工艺实现性。2021年公司独立开发适配于不同车型的产品型号共计226项，其中冷凝器200项；对原有型号重新设计并进行优化替代的产品型号共计120项，其中冷凝器118项。

表1：公司的产品开发速度已能够达到“每日新增一个产品型号”（2021年数据）

产品开发类型	冷凝器/项	油冷器/项	其他零部件/项
新开发型号	200	10	16
优化替代型号	118	2	-
合计	318	12	16

数据来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

业内企业在平行流式结构的框架下进行创新优化。汽车冷凝器结构经过近百年的发展历史，已发展至第三代结构，即平行流式结构。该类结构较管片式和管带式相比，在传导系数、体积、重量、空气侧阻力、制冷器侧阻力等方面均占据了很大优势，是目前市场上主流的结构。含公司在内的汽车冷凝器制造企业均是在平行流式结构的框架下，进行技术创新和工艺优化。

表2：换热性能、耐用性及轻量化是平行流式结构冷凝器的关键性能指标

技术特点	影响的产品性能	技术描述
冷凝器扁管的微通道设计优化	换热性能	扁管内部存在微通道结构，微通道的尺寸、数量均会影响管道内冷却液的流速、流向等，进而影响整个芯体的换热性能。其具体构造需结构目标换热量、翅片结构、工艺实现成本等因素共同考虑，以达到最优结构
冷凝器翅片设计优化	换热性能	翅片是冷凝器的散热重要结构，由弯折的铝箔构成，翅片设计的波距、波高，以及翅片上的百叶窗分布、开窗角度等均会影响整个芯体的换热性能。其具体构造需结构目标换热量、扁管结构、工艺实现成本等因素共同考虑，以达到最优结构
外部防腐蚀工艺	耐用性	由于冷凝器布置在车头部，在汽车驾驶的过程中，容易接触到尘土、泥浆、沙石的飞溅，酸性物质容易对换热器产生腐蚀并影响冷凝器的扁管气密性或直接造成腐蚀损坏，从而影响冷却效果。行业常见的防腐工艺包括镀锌、喷漆等
抗压能力测试	耐用性	由于进入冷凝器槽口的气态制冷剂处于高温、高压的状态，会对承载气态制冷剂的扁管产生强压，同时冷凝器在使用过程中还承受车辆行驶的周期性振动，若扁管通道的抗压能力不达标，容易导致制冷剂的泄露问题
产品材质	轻量化	为迎合汽车轻量化技术的发展和节能降耗的要求，铝及铝合金已成为目前应用较为成熟的轻量化金属材料

资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

在满足产品关键性能指标、安装尺寸的前提下，优化产品结构及生产工序以形

成成本优势。公司长年大规模生产冷凝器，在该领域的工艺水平、技术标准、生产设计经验等较 OEM 厂商拥有一定的比较优势，所设计生产的冷凝器与原厂件相比在整体外观结构、材料选用、扁管规格及数量、翅片波高波距厚度、翅片开窗角度、焊接特征等核心结构、外观方面存在较大不同，甚至换热量等核心性能都有一定提高，在满足产品关键性能指标、安装尺寸的前提下，公司的产品设计一方面符合现有生产设备、工艺实现路径等生产体系的要求，另一方面通过产品结构优化，降低生产工序或工步、减少材料耗用量，不仅满足了质量和性能要求，而且提高了生产效率，同时具备较为明显的成本优势。

图4：公司所设计生产的冷凝器产品并非对原厂件的简单仿制

比对项目	某型号冷凝器的原厂件举例	公司的对应型号冷凝器产品举例
翅片参数	波高5.9mm，波距3.5mm	波高5.4mm，波距3.4mm
	厚度0.07-0.1mm	厚度0.07mm
扁管参数	厚度为1.3mm，孔数10个	厚度1.4mm，孔数11个
冲压边板端部结构	端部折弯或插入集流管	梯形冲压边板或圆弧翻边冲压边板带有倒钩和压筋
集流管参数及加工工艺	一般为两个冲压片组装为集流管或截面为其它形状的圆铝管	圆形铝管截面为圆形
	大部分为带复合层的铝板冲压加工	带复合层铝板经高频焊接为截面为圆形的铝管
进出口压板	压板外形结构较复杂，压板零部件加工工序多	压板外形结构简化，减少压板零部件加工工序，更利于产品焊接
储液器参数	一体式结构	分体式结构
带销支架	一般为“浇铸支架”或塑料支架	冲压堵帽和铝销钉铆压的组件结构
边板处支架参数	一般设计为冲压支架组件与边板使用螺栓固定	设计为使用型材与边板钎焊焊接的结构

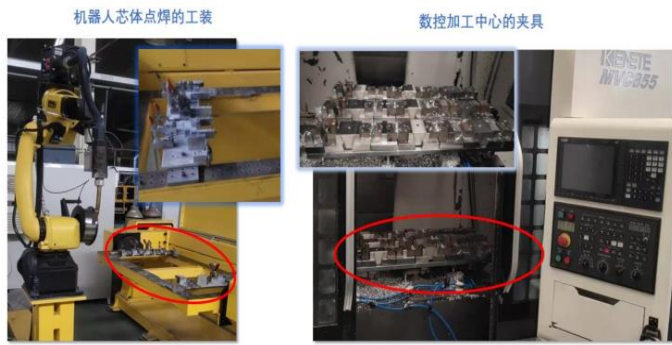
资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

汽车冷凝器等汽车零部件是基础技术原理相对成熟的产品，在广义技术创新层面，生产制造企业进行创新升级主要体现在具体产品型号设计创新、生产过程的工艺技术和加工设备等创新，并以专利技术和非专利技术（技术秘密）形式存在。

(1) 模具及工装夹具的自主开发创新：已具备较为全面的定制化模具及工装夹具，储备数量达到上万件，基本能够适配于大部分的产品型号生产；配合产品设计端的图纸结构调整，以及创新性的通用化工装夹具开发，能够在较大限度内提升储备模具及工装夹具的利用率、体现相关储备的规模优势，进一步缩短产品开发至批产的周期，实现新型号产品的快速落地与供应，是市场竞争力的重要体现。

(2) 加工技术优化和生产线改造创新：主要产品的生产大工序约 30 余道、小工序近百道，生产环节较长，且不同型号的产品所采用工艺流程在小工序或工步上略有差异。基于产品的生产特点，公司一直以来高度重视加工技术研发和生产线改造，旨在通过技术研发投入使传统生产工艺、设备得到优化改良，以理论和实践相结合的方式不断提升生产效率、生产能力，降低生产周转损耗和生产成本。

图5：公司已具备较为全面的定制化模具及工装夹具



资料来源：公司第一轮问询函回复

图6：公司高度重视加工技术研发和生产线改造



资料来源：公司第一轮问询函回复

4项在研项目精进工艺。公司目前的研发项目有6项，其中2项成功验收，包括过冷式储液器结构优化项目、自动数控弯管机管路折弯项目，另外还有4项在研项目，旨在提高产品质量及生产效率。

表3：公司目前的研发项目有6项，其中2项成功验收

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展
过冷式储液器结构优化项目	通过优化过冷式储液器结构,可将壳体壁厚减薄至1.2-1.5mm,取消壳体外部“筋”状结构改为铆压支架结构,将端体与中堵帽改为分体结构,整合过冷式储液器壳体物料。	已成功验收
自动数控弯管机管路折弯项目	开发设计自动数控弯管机设备,可以实现往复送料和折弯,操作时只需要输入折弯坐标和完成上料工步,就可以实现管路自动折弯。	已成功验收
集流管内切隔板槽项目	开发设计内侧隔板结构和隔板槽冲压模具,实现全自动集液管加工生产工艺。	已完成80%
自动氩弧焊机焊接项目	增加焊接稳定性,提高焊接效率,降低对工人的劳动强度和技能要求。	已完成70%
微通道喷锌扁管轻量化项目	在保证扁管的耐压强度和芯体本体强度的前提下,对扁管壁厚进行减薄,减少材料成本,提高生产效率。	已完成40%
管路组件自动高频焊焊接项目	使用高频焊接工艺焊接管路组件,相比较火焰焊接工艺,具有受热均匀、外观良好、生产效率高等优势,对人员的操作技能要求低,从而达到提升产品品质,提高生产效率的目的。	已完成20%

资料来源：公司2022年年报、开源证券研究所

1.2、地位：2021年冷凝器全球市占率约10%，主要客户采购占比超50%

主要客户基本为大型汽车零部件分销商，合作年限较长。公司生产的平行流式冷凝器和平行流式油冷器分别应用于汽车领域的空调系统和变速箱换热系统，通过直接客户美国Keystone公司（美国LKQ公司旗下子公司）、荷兰NRF公司、美国PRP公司、美国OSC公司等全球汽车大型零部件分销商出口至北美、欧洲、韩国、澳洲、南亚及全球各地，最终应用于DS、GMC、Jeep、Mini、Ram、Smart、宝马、奥迪、特斯拉、现代等主要畅销车型；公司所生产的以集流管为代表的热交换器零部件主要销往格力电器、三星集团等国内外知名厂商。

表4：公司平行流式冷凝器和平行流式油冷器通过分销商出口至北美、欧洲、韩国、澳洲、南亚及全球各地

客户名称	基本情况介绍	合作历史	建立合作渠道
美国Ranshu公司	成立于1980年，是国际领先的汽车后市场零部件供应商OMEGA集团下属子公司	2010	客户推荐

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

客户名称	基本情况介绍	合作历史	建立合作渠道
	司，主营汽车压缩机的销售，并在积极拓展冷凝器销售领域		
美国 OSC 公司	成立于 1988 年，知名汽车零部件分销商，于 2021 年 3 月被美国 Motorworks 公司收购，并通过美国 Motorworks 公司与公司继续开展业务合作。OSC 业务团队与美国汽车修配龙头企业 AUTOZONE 之间已建立稳定的合作关系	2013	客户推荐
美国 Motorworks 公司	成立于 1995 年，是大型的全球汽车零部件及重机部件的分销商和制造企业，产品覆盖 50H.P. 至超 10,000H.P. 的全发动机产品线，为客户提供一站式的发动机零部件服务	2013	客户推荐
美国 PRP 公司	成立于 1999 年，主营业务系向客户提供汽车售后市场零部件及相关维修服务，目前在美国及加拿大已有 36 家门店，产品质量及服务广受业内人士好评	2014	客户推荐
美国 CSF 公司	成立于 1978 年，是一家大型汽车冷却系统的分销商，在南加州和弗吉尼亚州切萨皮克拥有两个配送中心，以最高效的方式为整个北美地区提供服务	2014	客户推荐
美国 Keystone 公司	成立于 1947 年，是美国 LKQ 公司旗下的重要子公司之一。其母公司美国 LKQ 公司是全球领先的汽车零部件及配件分销商，纳斯达克上市公司代码：LKQ，2020 年度实现营业收入 758.80 亿元，净利润 41.66 亿元	2015	参与展会
荷兰 NRF 公司	成立于 1927 年，是一家生产、销售冷却系统的大型制造商，在全球拥有 8 个工厂、19 个仓储，在轮船冷却系统领域具备领军地位	2015	参与展会
美国 Reach 公司	成立于 1999 年，知名冷却系统产品分销商，产品线覆盖 95% 以上的热门轿车、轻皮卡车型，并与美国汽车修配龙头企业 AUTOZONE（股票代码：AZO.NYSE）之间已建立稳定的合作关系	2020	客户推荐
美国 APDI 公司	成立于 2007 年，是一家深耕北美汽车售后市场的零部件分销商，拥有员工 2,000 余人，其母公司英瑞集团（股票代码：1592.TW）在中国台湾股票市场挂牌交易	2020	客户推荐

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

客户采购占比高，前沿信息获知助力维持技术先进性。公司系其主要客户冷凝器品类的核心供应商，对主要客户销售的冷凝器、油冷器产品均占主要客户该品类年度采购总额的 50% 以上，可见与主要客户合作关系的紧密。通过持续稳定地为优质客户提供服务，公司可以优先获知行业新产品、新技术标准等前沿信息，优化提升技术优势，保持在汽车热交换器领域的技术先进性。

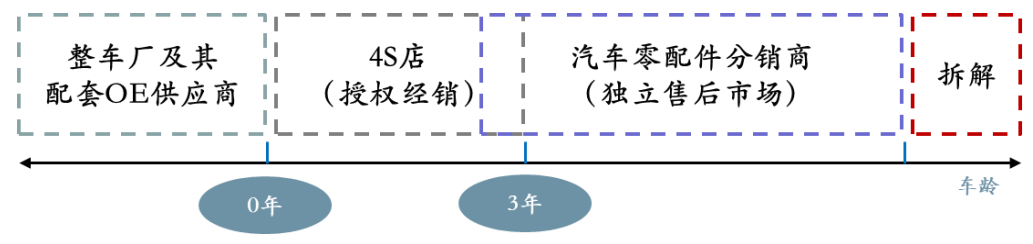
图7：公司销售的冷凝器、油冷器产品均占主要客户采购总额的 50% 以上

序号	主要客户名称	向公司采购的产品类型	向公司采购的冷凝器占其冷凝器年度采购总量的比例	向公司采购的油冷器占其油冷器年度采购总量的比例
1	美国CSF公司	冷凝器、油冷器	80%-90%	80%-90%
3	美国Reach公司	冷凝器	90%	-
4	美国PRP公司	冷凝器、油冷器	86%	51%
7	香港UC公司	冷凝器	100%	-
8	美国Cryomoax公司	冷凝器	100%	-
9	美国PBI公司	冷凝器、油冷器	商业秘密不公开	商业秘密不公开
10	美国SPI公司	冷凝器	80%	-
11	美国LKQ公司	冷凝器、油冷器	商业秘密不公开	商业秘密不公开
12	美国OSC公司（美国Motorworks公司）	冷凝器	55%	-
13	美国Ranshu公司	冷凝器、油冷器	80%	90%
14	荷兰NRF公司	冷凝器、油冷器	核心供应商之一，具体数据未公开	核心供应商之一，具体数据未公开
15	香港Dometic公司	冷凝器	99%	-
16	上海威可特汽车热交换器制造有限公司	冷凝器	60-70%	-

资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

冷凝器属于碰撞件，更换周期与交通事故碰撞率相关。冷凝器位于汽车的最前端，任何汽车头部的碰撞都有一定可能导致冷凝器的气密性遭到破坏或发生变形，进而对其制冷效果造成影响而需要更换，因此冷凝器属于汽车零部件中的“碰撞件”。在无外部环境干扰的情况下，公司主要产品冷凝器的寿命可以达到8-10年，但通常情况下，汽车驾驶者在8年以上不发生任何碰撞的概率较低，因此冷凝器一般会在达到其使用寿命之前就发生更换的需要，更换的频率与交通事故碰撞率密切相关。冷凝器事故更换率行业经验值为汽车保有量的1%-1.5%，其中美国市场相对较低约为1.2%。

图8：公司主要产品冷凝器的寿命可以达到8-10年



资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

在全球范围内，2021年全球汽车保有量约为14.29亿辆；按照1%-1.5%的冷凝器事故更换率行业经验值计算，全球的冷凝器年需求量约在1,429万台至2,144万台之间。按照公司2021年度冷凝器总销量162.72万台计算，产品在全球的市场占有率预估在7.59%至11.39%之间。

1.3、募投：截至2021年产能173.48万台，募投项目拟扩产140万台/年

公司本次公开发行股票募集资金总额为人民币1.42亿元，扣除发行费用后的募集资金净额为人民币1.24亿元。调整后计划投入1.16亿元用于热交换器数字化生产项目（一期）、743万元用于研发中心建设项目。截至2022年12月31日，公司已向上述募投项目分别投入0.69亿元、9万元。

表5：本次公开发行募集资金净额为人民币1.24亿元

序号	募集资金用途	调整后募集资金计划投资总额/元	2022年投入募集资金金额/元	累计投入募资金额/元
1	热交换器数字化生产项目（一期）	116,411,700.00	68,778,132.24	68,778,132.24
2	研发中心建设项目	7,429,973.34	94,716.00	94,716.00
合计	-	123,841,673.34	68,872,848.24	68,872,848.24

数据来源：Wind、开源证券研究所

本次项目新增产能合计140万台/年，其中新增冷凝器产能118万台/年、油冷器产能22万台/年。本次项目顺利实施后，将与现有工厂同时覆盖全系列产品型号的生产，公司将根据实际情况合理分配各厂区的的生产任务；未来公司仍保持冷凝器为主的收入结构，但油冷器销售收入占比预计有所上升。

截至2021年公司产能达173.48万台，产能利用率近100%。公司的业务规模逐步扩大，产能需求快速增长。为应对日益凸显的产能瓶颈问题，2020年初，公司通过优化生产工艺的方式，将产品入炉方式由双排进入改为三排进入，公司生产能力由120.95万台提升至155.93万台；2021年9月，公司通过工装夹具创新和设备参数调试实现钎焊炉产能提升工艺，使2021年全年生产能力提升至173.48万台。

表6: 截至 2021 年公司产能达 173.48 万台, 产能利用率近 100%

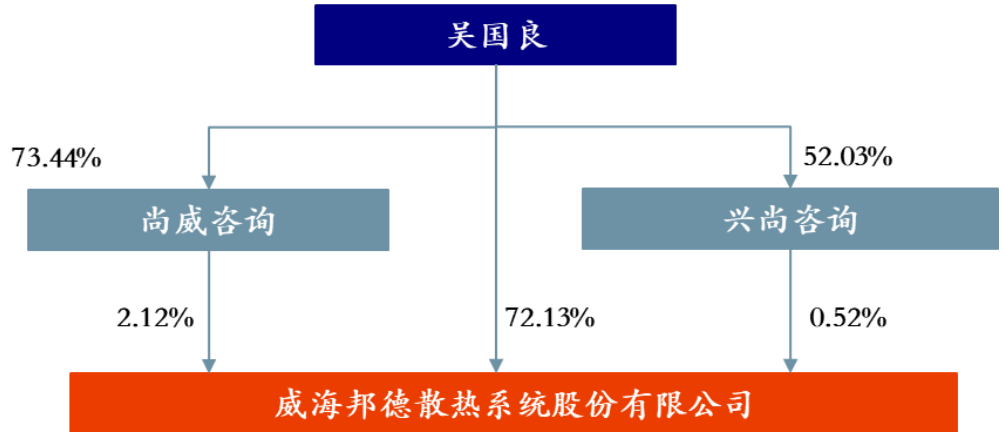
年度	产量 (万台)	产能 (万台)	产能利用率
2019 年度	122.8	120.95	101.54%
2020 年度	113.15	155.93	72.57%
2021 年度	168.78	173.48	97.29%

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

2、出口汽车冷凝器的专精特新企业，2022 年利润增长 114%

董事长吴国良为实际控制人。截至 2022 年 12 月 31 日，吴国良直接持有 85,778,900 股公司股份，占总股本的 72.13%；通过威海尚威商务咨询有限公司控制公司 2.12% 股份；通过威海兴尚商务咨询有限公司控制公司 0.52% 股份，合计控制公司 74.77% 的股份。此外，吴国良担任公司董事长兼总经理，实际控制公司的生产经营决策，因此吴国良为公司的控股股东、实际控制人。

图9：吴国良通过直接及间接方式合计控制邦德股份 74.77% 的股份，为实控人



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2.1、业务：汽车冷凝器收入占比超 90%，产品采取主动降价加固壁垒

公司是一家专注于热交换器相关产品研发、生产及销售的高新技术企业，主要产品包括平行流式冷凝器、平行流式油冷器等系列，涵盖两千余类产品型号，广泛应用于汽车冷却系统等热交换领域。

表7：产品覆盖汽车领域及家用电器领域

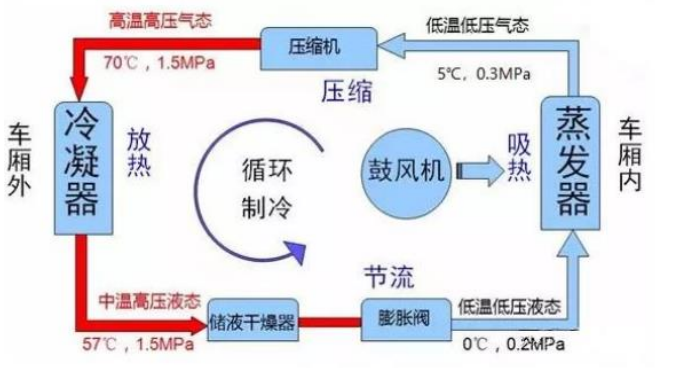
应用领域	总成名称	系统名称	公司产品名称
汽车领域	汽车电子电器	空调系统	平行流式冷凝器
		变速箱	平行流式油冷器
家用电器领域	家用空调	家用空调冷却系统	集流管及其组件

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

➤ 平行流式冷凝器

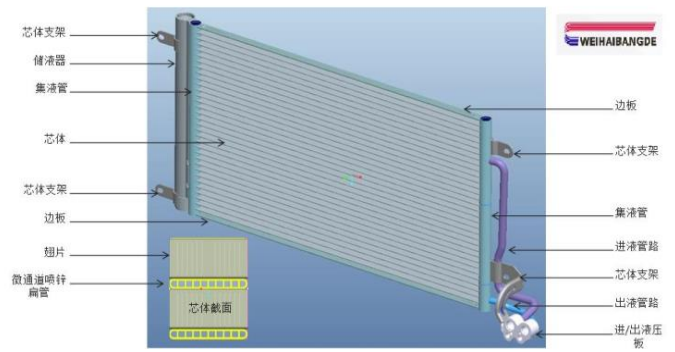
公司拥有 2,000 多个型号的平行流式冷凝器，基本覆盖全球主要畅销车型，是公司目前的主要产品，该产品系列且均通过气密性能检测，具备较好的密闭性和耐压性能。汽车冷凝器是汽车空调系统的核心组件之一，凡是配备空调系统的车辆（包括新能源汽车）均需要冷凝器，汽车冷凝器的结构设计需求特征明显。基于冷凝器的物理工作原理，冷凝器是一种通过结构设计调整其热交换性能的产品。公司生产的平行流式冷凝器采用铝及铝合金为主材，微通道扁管通过表面喷锌工艺显著增加产品抗腐蚀性及使用寿命。公司不断通过减薄扁管厚度、增加扁管内肋片、改变翅片形状及开口角度等结构设计优化和产品工艺改良，有效增加翅片散热面积、减少风阻，实现冷凝器内制冷剂温度及流量的均匀分配，大幅提高了气侧和液侧的热交换效率。

图10：冷凝器是通过结构设计调整其热交换性能的产品



资料来源：公司招股书

图11：公司平行流式冷凝器采用铝及铝合金为主材

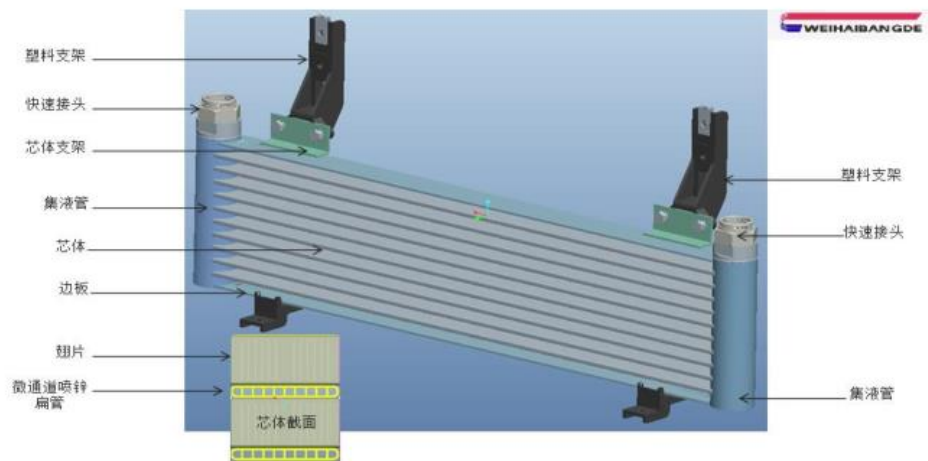


资料来源：公司招股书

➢ 平行流式油冷器

公司生产的平行式油冷器属于板翅式的风冷式油冷器，采用空气作为介质和油进行热交换，具有不局限使用环境且环保的特点。油冷器是一种加速机油散热使其保持较低温度的装置，通常安装在发动机散热器的下水室内或变速箱壳外侧，以减少其热负荷、提高运转性能；根据热交换的介质不同主要分为风冷式油冷器和水冷式油冷器，其中，风冷式油冷器根据结构和工作原理的不同又分为板翅式和管片式。公司生产的油冷器主要由铝合金构成，主体材料经过焊接或装配后，通过具备导热性能的机油在其内部循环，与周围的冷空气进行高效热量交换，进而达到稳定变速箱温度、维持其正常运转的目的。油冷器是公司本次募集资金投资项目“热交换器数字化生产项目（一期）”的主要产品之一。

图12：油冷器是一种加速机油散热使其保持较低温度的装置



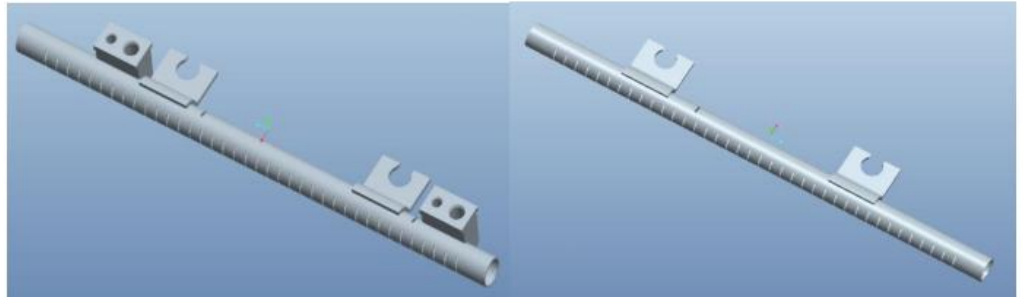
资料来源：公司招股书

➢ 其他零部件产品（集流管及其组件）

公司对外销售的其他零部件产品以集流管及其组件为代表。集流管是一种制冷系统的通用组件，公司生产的集流管及其组件既能作为主要产品冷凝器、油冷器等的一部分，也能够单独对外销售。公司对外直接销售的集流管及集流管组件主要用于家用空调制冷领域，其工作原理系：空调中的氟经过压缩机压缩后产生高温高压的液化气体，通过冷凝器散热冷凝后变为低温高压的液体，最终进入集流管集流，从而达到进一步提高热交换效率及降低管阻压力的效果。公司具备较高精度的集流管开槽工艺，控制误差在0.05mm以内，能够准确匹配与其相接的扁管装置，满足客

户的装配需求。

图13：公司具备较高精度的集流管开槽工艺，控制误差在 0.05mm 以内

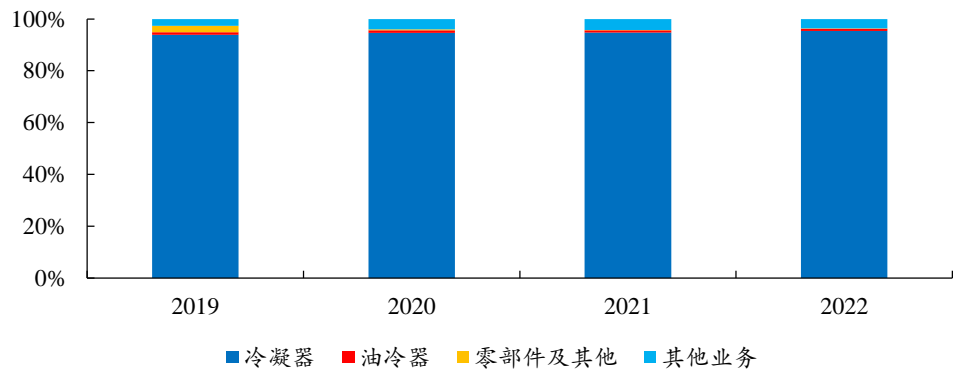


资料来源：公司招股书

➤ 收入结构

产品的收入结构相对稳定，**冷凝器创收占比超 90%**。公司主营业务收入按照产品类别可分为冷凝器、油冷器、零部件及其他，其中冷凝器的收入占主营业务收入的比重超过 90%，构成主要收入来源，其余产品占主营业务收入比例相对较低。2019 年以来，零部件及其他收入大幅减少，一方面系原下游主要客户三星电子调整产品结构导致订单减少，另一方面公司综合考虑冷凝器下游订单需求上涨、集流管组件毛利率相对较低、总产能有限等因素主动减少该类产品的产量所致。

图14：冷凝器是主营业务，创收占比超 90%

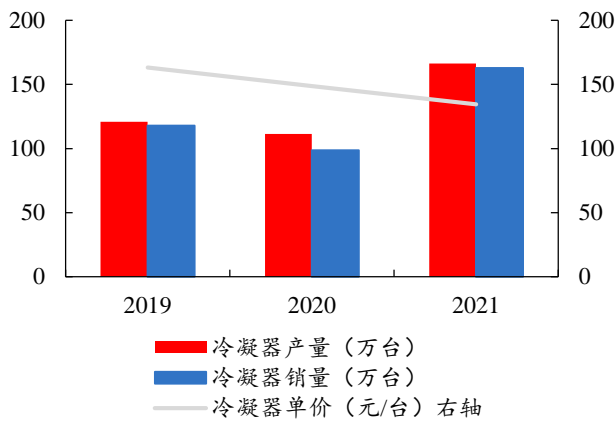


数据来源：Wind、开源证券研究所

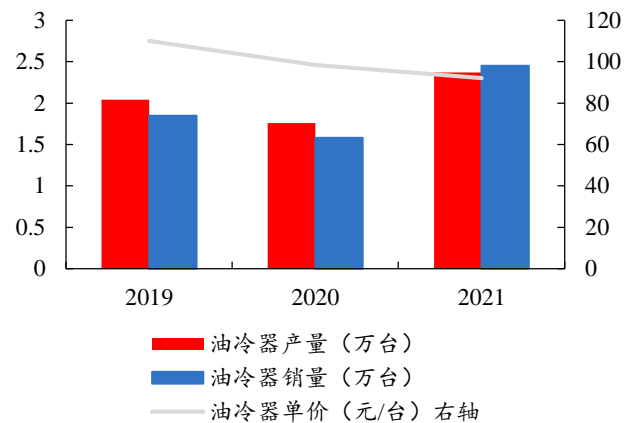
➤ 量价分析

2021 年产销率处于较高水平。2019 年-2021 年期间，公司冷凝器产品的产销率分别为 97.59%、88.65%和 97.78%，其中 2020 年度，受新冠疫情影响，境外出口业务出现海运集装箱紧张、物流周期延长的情形，公司产品交货时间延长，产销率有所降低；油冷器产品的产销率分别为 90.80%、89.40%和 103.51%。

采取了主动降价措施。2019 年-2021 年期间，公司冷凝器产品单价分别为 163.12 元/台、148.64 元/台、134.55 元/台，油冷器产品单价分别为 110.05 元/台、98.4 元/台、92.05 元/台，公司主要产品的销售单价逐年下降主要系受中美贸易关税调整、汇率波动等宏观经济因素及内部生产工艺改进和结构优化带来成本下降等综合影响，同时公司针对前述情况采取了主动降价措施所致。

图15: 2021年公司冷凝器产销率为98%


数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

图16: 2021年公司油冷器产销率为103.51%


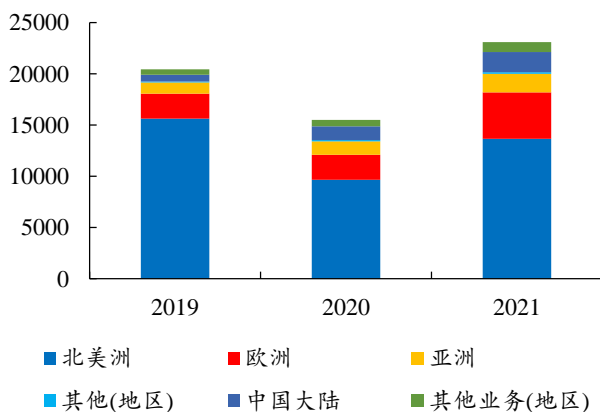
数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

2.2、模式: 客户主要为欧美大型汽车零部件分销商, 以 ODM 模式销售

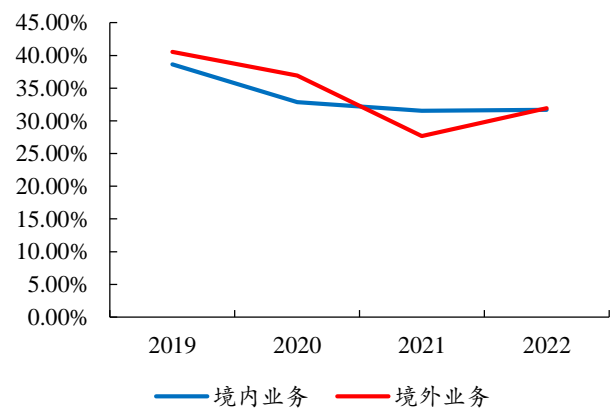
采购模式: 主要采购的原材料包括铝箔、铝杆、铝管、铝型材等。基于公司产品定制化特点及行业经营惯例, 公司通常根据客户订单及生产经营总计划采用持续分批量的形式向供应商采购。长期以来, 公司建立了较为完善的供应链体系。

生产模式: “以销定产”为主、策略性备货为辅。公司的产品生产周期在两到三周时间, 涉及到常规工序三十余道, 具体工序的工作量以每日为单位计划排单, 以匹配公司“多型号、小批量、定制化”的产品生产特点。

销售模式: 直销模式, 外销占比近 90%, 海外销售区域主要集中在北美洲(美国、加拿大等)和欧洲地区。2019年至2022年, 公司外销收入占总营收比例分别为 94.09%、87.30%、87.26%、87.07%。值得注意的是, 公司内外销区域结构变化较大, 基于中美贸易摩擦的大背景下, 公司主动降低美国市场销售占比, 近 4 年间北美市场收入占总营收比例从 2019 年最高的 76.42% 下降至 2021 年的 59.16%, 而欧洲市场、亚洲市场从 2019 年最低的 11.84%、5.38% 分别提高至 2021 年的 19.58%、7.82%。2022 年出口毛利率为 31.93%, 内销毛利率为 31.67%, 总体来看较 2021 年水平有所回升, 境内销售毛利率与境外销售毛利率差异不大。

图17: 公司主动降低美国市场销售占比(万元)


数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

图18: 境内销售毛利率与境外销售毛利率差异不大


数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

公司主攻汽车售后市场，下游客户类型主要包括汽车配件分销商、零售店、大型连锁店、终端品牌商等；根据下游客户的需求特征，采用以 ODM 为主、OBM 和 OEM 为辅的多层次客户合作模式。在 ODM 模式下，公司充分发挥技术研发优势，自主优化产品设计，形成核心竞争优势，同时，每个月会推出新型产品供客户选择，增强客户粘性。公司的集流管及其组件类产品主要采用 OEM 合作模式进行销售，面向格力电器、三星等国内外知名家用电器品牌商。公司的自有品牌产品销售 (OBM) 还处于推广阶段，主要销往国内汽车零配件集散市场。

表8：2021 年公司 ODM 模式下创收占比较高，达 98.71%

汽车后市场类型	合作模式	模式说明	客户类型	销售产品类型	2021 年主营业务收入占比
独立售后市场	ODM	公司和境内外客户之间的主要合作模式	汽配零部件分销商、大型连锁店、零售店等	冷凝器、油冷器及其他零部件	98.71%
	OBM	销售自主研发、生产且具有自主品牌的产品	汽车零配件集散市场	冷凝器	0.98%
授权经销市场	OEM	根据客户提供的设计图纸及订单进行生产销售	终端品牌商	集流管及其组件，部分冷凝器	0.31%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2020-2022 年，公司前两大客户均为荷兰 NRF 公司、美国 LKQ 公司，两者合计销售收入占比由 2020 年的 30.6% 降至 2022 年的 24.55%，客户集中度适中。

表9：2020-2022 年，公司前两大客户均为荷兰 NRF 公司、美国 LKQ 公司

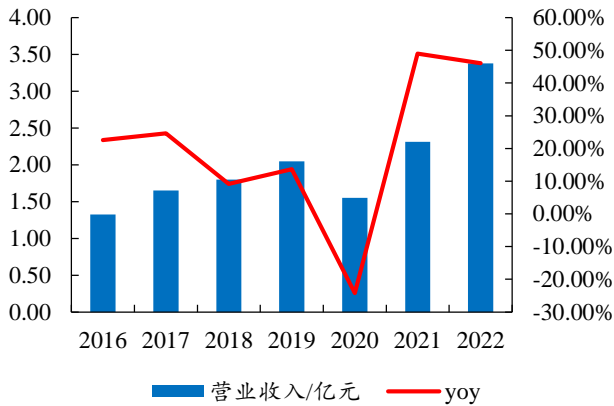
年度	序号	客户名称	主要销售内容	销售金额 (万元)	占当期营业收入比例
2022 年度	1	荷兰 NRF 公司	-	4,131.35	12.69%
	2	美国 LKQ 公司	-	3,861.91	11.86%
	3	IMPAC Industries LLC	-	3,200.64	9.83%
	4	美国 Ranshu 公司	-	2,364.72	7.26%
	5	美国 Reach 公司	-	1,974.89	6.06%
	5	上海威可特汽车热交换器制造有限公司	-	225.52	0.69%
	合计			15,759.03	48.39%
2021 年度	1	荷兰 NRF 公司	冷凝器、油冷器	3,724.88	16.11%
	2	美国 LKQ 公司	冷凝器、油冷器	2,992.42	12.94%
	3	美国 Ranshu 公司	冷凝器	2,146.43	9.28%
	4	美国 Motorworks 公司	冷凝器	1,844.31	7.98%
	5	上海威可特汽车热交换器制造有限公司	冷凝器	374.67	1.62%
		美国 Reach 公司	冷凝器	1,012.32	4.38%
合计			12,095.03	52.32%	
2020 年度	1	美国 LKQ 公司	冷凝器	2,970.76	19.15%
	2	荷兰 NRF 公司	冷凝器、油冷器	1,775.17	11.45%
	3	美国 OSC 公司	冷凝器	1,154.03	7.44%
	4	美国 Reach 公司	冷凝器	826.01	5.33%
		上海威可特汽车热交换器制造有限公司	冷凝器	304.61	1.96%
	5	美国 APDI 公司	冷凝器	789.23	5.09%
合计			7,819.81	50.42%	

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2022 年前五大客户销售内容未披露

2.3、财务：2022 年实现营收 3.38 亿元 (+46.11%)、归母净利润创新高

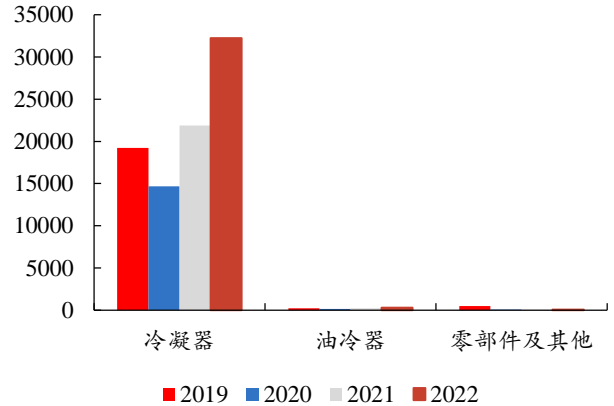
规模整体呈现上升趋势，2022 年实现营收 3.38 亿元 (+46.11%)。2020 年收入有所下滑一方面系部分主要客户破产导致订单暂时性减少，另一方面受新冠肺炎疫情蔓延、美国加征关税等因素影响导致客户需求减少所致。2021 年随着新冠肺炎疫情对境外客户影响逐渐消退，客户需求量逐步回升。2022 年营收 3.38 亿元(+46.11%)，主要因为船运公司舱位紧张情况得以缓解，保障了国外订单的发货需求。

图19：2022 年实现营收 3.38 亿元 (+46.11%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

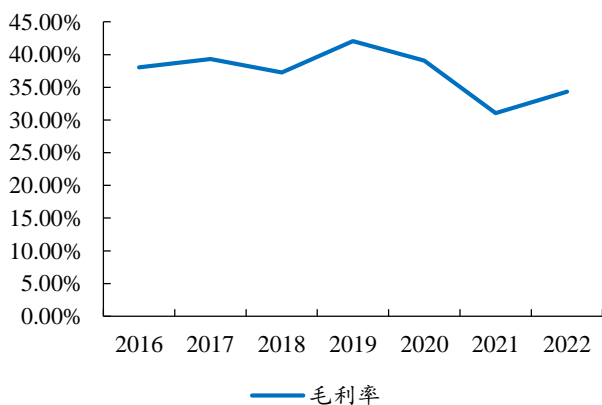
图20：2022 年冷凝器创收 32233.14 万元 (单位：万元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

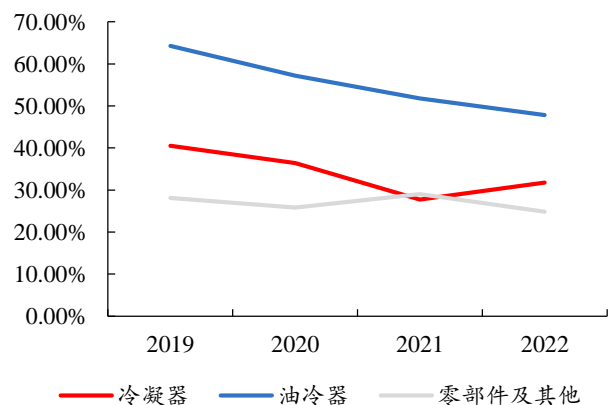
2022 年综合毛利率有所回升。2019 年至 2022 年，公司毛利率分别为 42.04%、39.07%、31.05%、34.35%。其中冷凝器产品收入占比在 90%以上，故整体毛利率与冷凝器毛利率值及变动趋势基本保持一致。公司采用目标利润率管理的定价模式，与主要境外客户针对主要产品每年协商定价一次，不同客户目标利润率根据客户所在区域、合作历史以及公司竞争策略等因素存在一定差异。鉴于该定价模式，冷凝器产品毛利率受到当期美元兑人民币汇率波动、对美国产品出口加征关税、产品成本变化等因素影响。此外，公司冷凝器产品细分规格型号较多，具体型号的冷凝器产品销售数量占比变化会导致冷凝器平均售价、平均成本同步变动。

图21：2022 年综合毛利率回升至 34.35%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：冷凝器毛利率受美元兑人民币汇率波动等影响

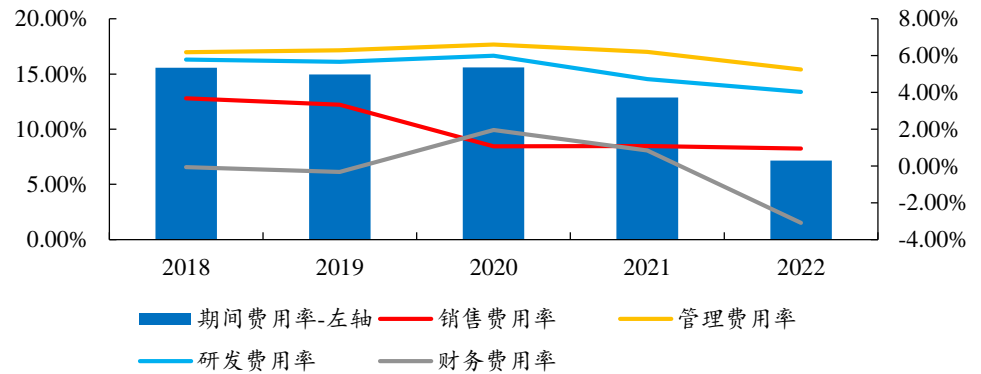


数据来源：Wind、开源证券研究所

销售费用率低佐证较高市场地位。2018 年至 2022 年，公司期间费用率分别为 15.57%、14.97%、15.61%、12.87%、7.14%，其中管理费用率和研发费用率近年来波动较小，均维持在 5%左右，而销售费用率自 2018 年的 3.68%降至 2022 年的 0.95%，

下降较多,是公司市场地位逐年提高的体现。2022年财务费用较2021年减少1,238.69万元,降幅635.91%,主要原因一是人民币兑美元汇率上升产生汇兑收益971.55万元;二是2022年利息收入128.23万元。

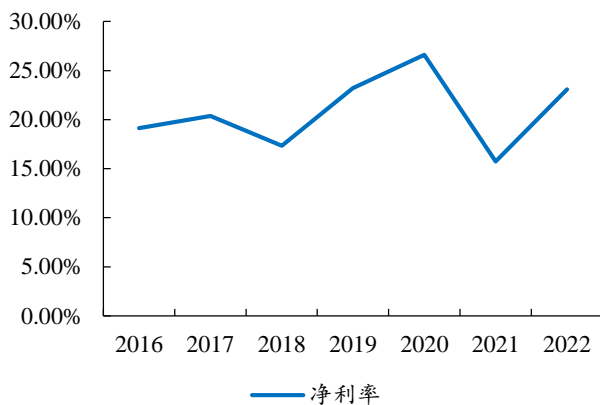
图23: 2022年公司期间费用率为7.14%



数据来源: Wind、开源证券研究所

归母净利润创历史新高。2020年、2021年、2022年公司净利率分别为26.62%、15.75%、23.08%，主要受到毛利率、期间费用率等多方面影响。2022年公司归母净利润达7796.19万元(+114.15%)，创历史新高。

图24: 2022年公司净利率为23.08%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 2022年归母净利润达7796.19万元(+114.15%)



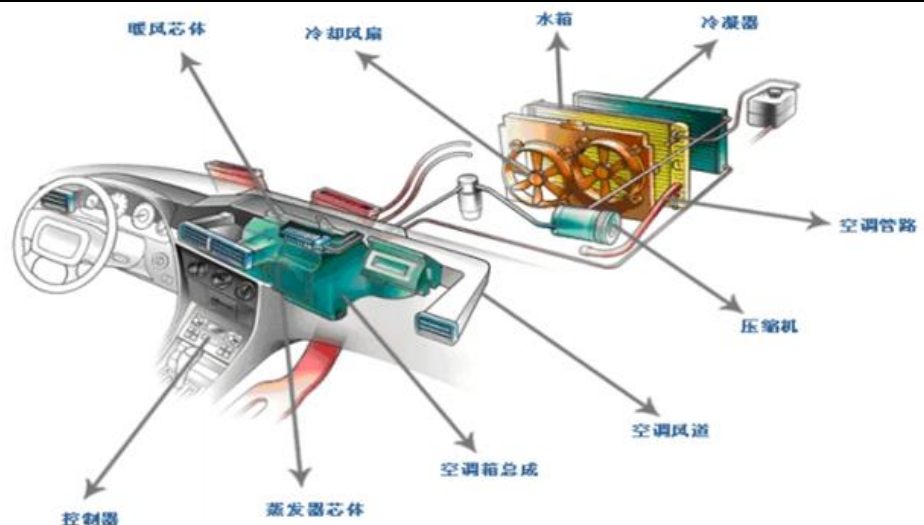
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、汽车产业稳复苏，冷凝器碰撞件属性受益保有量递增趋势

汽车热管理系统在汽车中主要用于对发动机、燃料、机油、润滑油等装置的冷却和对发动机舱及驾驶室的温度控制，系统由多个部件和传热流体组成，部件包括换热器、节温器、传感器、风扇、冷却液泵、压缩机、执行器、冷却水套和各种管道；传热流体包括空气、废气、冷却液、机油、润滑油等。

汽车热交换器（换热器）是一种将热量从热流体传递到冷流体的设备，在汽车的各运行系统中广泛运用。作为热管理系统的关键部件之一，热交换器在每辆汽车上属于必需品，具体来看，绝大部分轿车和客车都会安装空调装置；满足欧II排放法规的增压柴油机或采用自动变速箱的汽车都装有一件机油冷却器；重型载重车、大型客车、部分中轻型客车和载重车中，为了排放达标都要安装中冷器。

图26：作为热管理系统的关键部件之一，热交换器在每辆汽车上属于必需品



资料来源：公司招股书

汽车上使用的热交换器品种较多，有空调冷凝器、机油冷却器、散热器（俗称水箱）、中冷器、蒸发器、暖风散热器、尾气再循环系统冷却器、液压油冷却器等，在汽车上分别属于空调系统、发动机、变速箱、车身和液压系统。

表10：汽车上使用热交换器品种包括空调冷凝器、机油冷却器等

总成名称	归属系统名称	热交换器名称	类别	应用范围
发动机	润滑系统	机油冷却器	板翅式	10L 以下柴油机
			圆盘式	部分汽油机
			管壳式	10L 以上柴油机
	冷却系统	散热器（水箱）	管带式	每辆汽车都安装（风冷发动机除外）
			片式	
	进气系统	中冷器	空/空管带式	增压中冷发动机
		封条式		
EGR 系统	EGR 冷却器	管片式		
自动变速器	机油冷却器	不锈钢水冷式	欧III 排放以上的柴油机	
		水冷机油散热器	轿车	

			风冷机油散热器	部分中型载重车上
车身	空调系统	冷凝器	平行流式	安装空调的汽车设备
	暖风系统	暖风散热器	管带式 蜂窝式	大部分汽车
液压系统	液压油冷却器		风冷管片式	部分重型车、特种车辆或工程机械上
			蛇管式	
			板翅式	
			封条式	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所 注：标红产品为公司业务覆盖范围

由于热交换器品种多样，故我们聚焦于冷凝器和油冷器这两类邦德股份的主要产品进行探讨。

➤ 冷凝器的分类

冷凝器集成于整车的前端模块，它属于空调系统组成的一部分，冷凝器通过把制冷剂的能量传递给周边环境，使高温、高压的制冷剂蒸汽变为高温、高压的制冷剂液体。冷凝器可分为管片式、管带式和平行流式，三类结构的冷凝器相较而言，平行流式冷凝器从传导系数、体积、重量、空气侧阻力、制冷剂侧阻力等方面均占据了较大优势，是目前市场上主流的冷凝器结构。

图27：平行流式冷凝器是目前市场上主流的冷凝器结构

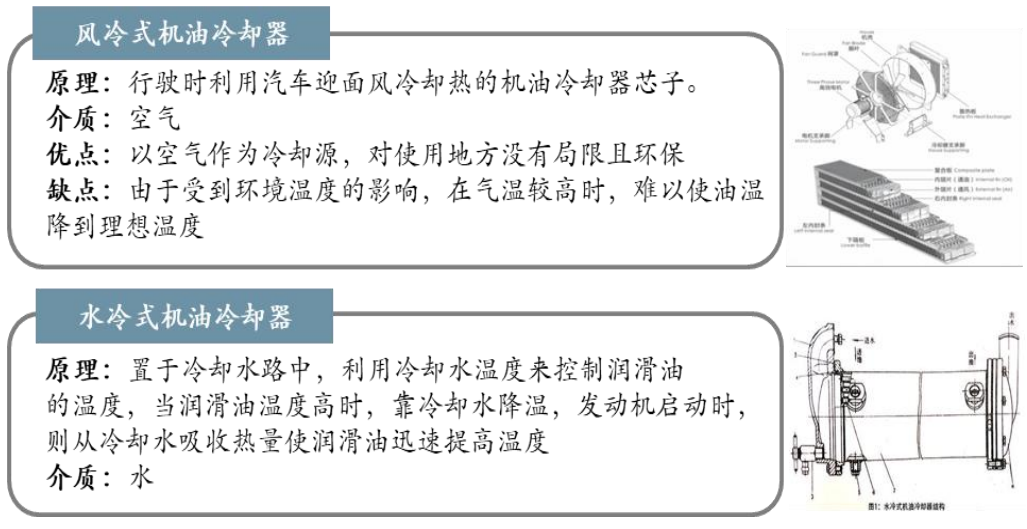


资料来源：公司招股书、汽车空调之家、开源证券研究所

➤ 油冷器的分类

油冷器，又称为机油冷却器。机油冷却器的作用是冷却机油或润滑油，以保持油温在正常工作范围之内。由于发动机运转时，机油粘度随温度升高而变稀，降低了润滑能力，在大功率的强化发动机上，由于热负荷大，必须装用机油冷却器。现有的机油冷却器根据原理不同主要分为风冷式和水冷式两大类。

图28：机油冷却器根据原理不同主要分为风冷式和水冷式两大类

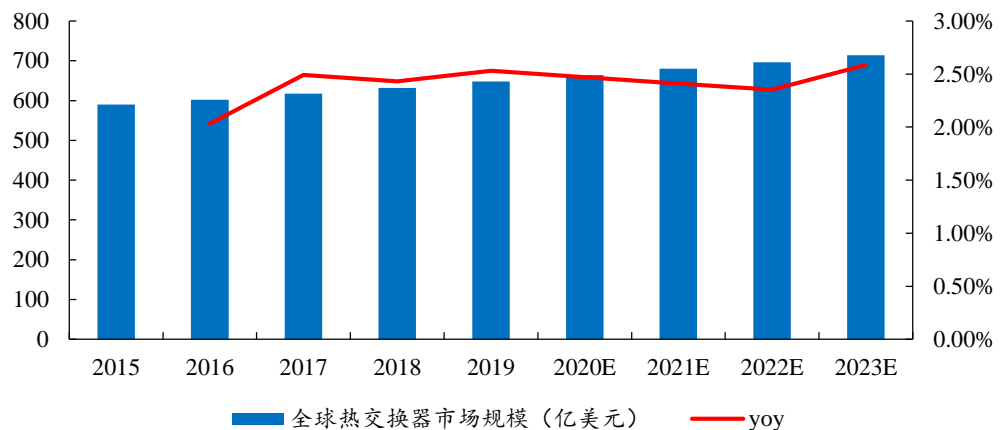


资料来源：公司招股书、贺力克流体官网、星光动力集团官网、开源证券研究所

3.1、空间：2019-2021年我国换热器行业市场规模 CAGR 达 10.5%

热交换器的应用较为广泛，是许多工业产品的关键部件。根据华经情报网的数据，2015 至 2019 年，全球热交换器市场规模逐步增长，由 590 亿美元增长至 648 亿美元，4 年 CAGR 达 2.37%。2020 年全球热交换器市场规模约为 664 亿美元，同比增长 2.47%，预计到 2023 年超过 700 亿美元。

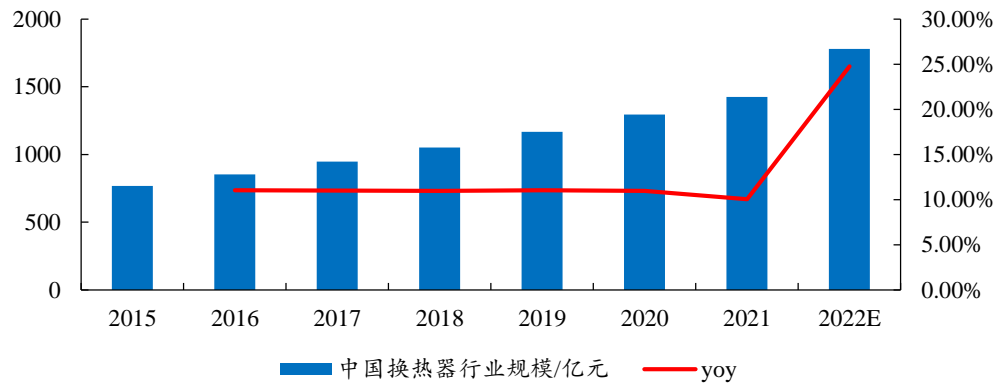
图29：预计 2023 年全球热交换器市场规模超过 700 亿美元



数据来源：华经情报网、开源证券研究所

随着现代工业的迅速发展，以能源为中心的环境、生态等问题日益加剧，世界各国更加注重了节能新途径的研发。强化传热技术的应用不但能节约能源、保护环境，而且能大大节约投资成本。换热器由于在化工、石油、动力和原子能等工业部门的广泛应用，其市场规模不断扩大。我国换热器行业市场规模由 2019 年的 1168 亿元增至 2021 年的 1426 亿元，CAGR 达 10.5%，预计 2022 年我国换热器行业市场规模约为 1779 亿元。

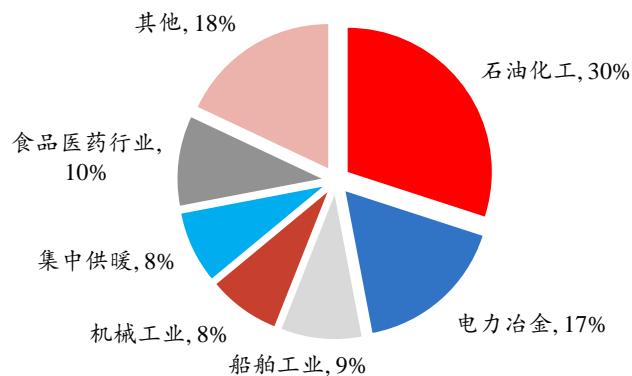
图30：预计 2022 年我国换热器行业市场规模约为 1779 亿元



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

中国换热器产业主要集中于石油化工、电力冶金、船舶、机械工业、集中供暖等领域。根据前瞻研究院数据显示，**石油化工行业是换热器最主要的应用领域，约占换热器 30% 的市场份额**；电力冶金行业所需的换热器约占换热器市场 17% 的份额；船舶行业约占换热器行业 9% 的市场份额；**机械行业在汽车、工程机械、农业机械中大量需求机油冷却器、中冷器等换热器，约占换热器行业 8% 的市场份额。**

图31：在汽车、工程机械等机械行业中应用的换热器约占 8% 的行业份额



数据来源：前瞻研究院、开源证券研究所

3.2、敏感性：铝原材料价格及美元汇率影响冷凝器出口企业盈利水平

➢ 原材料价格上涨的风险

公司主要原材料为铝杆、铝箔、铝型材及铝管等铝制材料，主要原材料的定价方式为长江有色金属网公示的 A00 铝价加上合理的加工费用。根据国家统计局数据统计，2019 年初至 2022 年初，A00 铝日均价呈现波动上升趋势，2022 年初至 2022 年 7 月铝价回落后趋稳，至 2023 年 4 月，国内铝锭市场价均价处于 18,690.00 元/吨。**当 A00 铝价在高位时，公司采购的铝杆、铝箔及铝型材等主要原材料采购价格随之上涨，将导致公司生产成本增加；当 A00 铝价呈下降趋势，公司生产成本将反之降低。故铝原材料的波动性是影响公司盈利能力的主要因素之一。**

图32：2022年初至2022年7月铝价回落后趋稳（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 汇率变动的风险

由于公司出口销售主要以美元结算，近年来美元兑人民币汇率呈现波动性，进而对公司经营业绩造成一定影响。2022年4月至11月，美元对人民币持续拉升，随后至今呈现波动下降态势。在人民币升值且其他因素保持不变的情况下，公司出口产品价格换算为人民币后价格将下降，进而减少公司外销产品销售收入；反之，出口产品美元价格换算为人民币销售价格后将升高，公司对应的销售收入以人民币结算时将有所提升。

图33：2022年4月至11月美元兑人民币汇率持续拉升，随后呈现波动下降态势


数据来源：中国人民银行、Wind、开源证券研究所

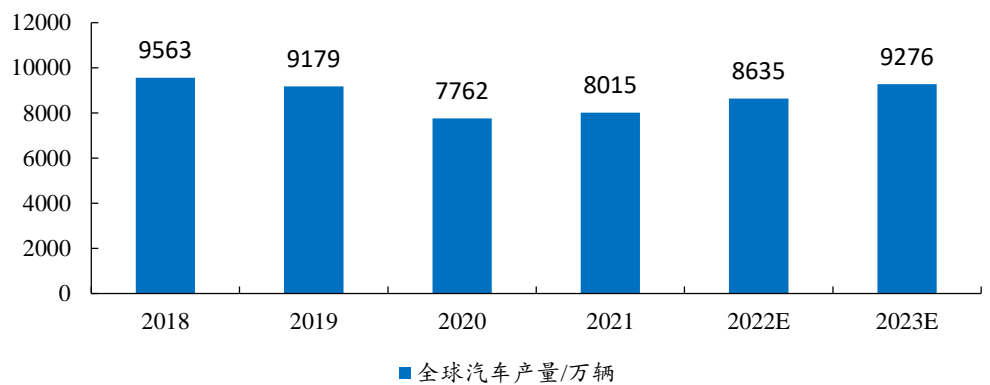
3.3、下游：新冠疫情影响削弱，全球汽车产业预期稳步复苏

汽车工业市场包括汽车前市场和汽车后市场。汽车前市场是为汽车制造企业整车装配供应汽车零部件及配件的市场；而汽车后市场是指汽车销售以后，围绕汽车售后使用环节中各种后继需要和服务而产生的一系列交易活动的总称。

➤ 前市场

新冠疫情影响削弱，全球汽车产业预期稳步复苏。由于贸易紧张局势加剧、全球债务增加、发达国家货币政策调整的不确定性以及全球经济增速放缓等因素的影响，2019年全球汽车产量为9,179万辆，相较2018年下降4.10%；2020年受新冠疫情影响，全球汽车产量为7,762万辆，相较2019年下降15%。2021年随着新冠肺炎疫情在全球范围内影响减弱，居民生产生活用车需求增加，因此产量出现小幅增长。2021年全球汽车产量约为8015万辆，同比增长3%。预计2023年全球汽车产量将增至9276万辆，同比增长7.4%。

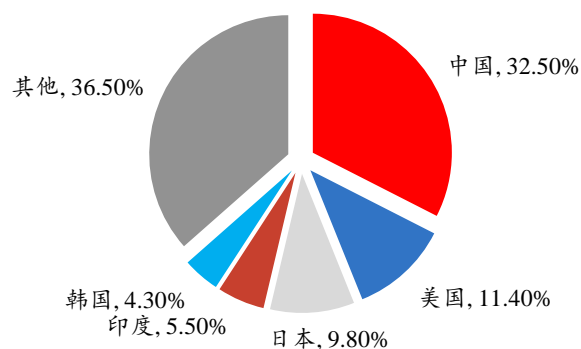
图34：预计2023年全球汽车产量将增至9276万辆，同比增长7.4%



数据来源：OICA、开源证券研究所

从全球汽车产量区域来看，全球汽车制造业格局逐步向多极化发展，汽车生产中心已逐步从北美、西欧、日本等发达国家转移到以中国、巴西、印度为代表的发展中国家，以中国为代表的亚太地区已成为全球最重要的汽车生产区域。根据OICA数据显示，2021年中国汽车产量占世界总产量的32.5%，美国产量占比为11.4%，全球排名第二，日本、印度和韩国的比重分别为9.8%、5.5%、4.3%，位列第3-5名。

图35：2021年中国汽车产量占世界总产量的32.5%



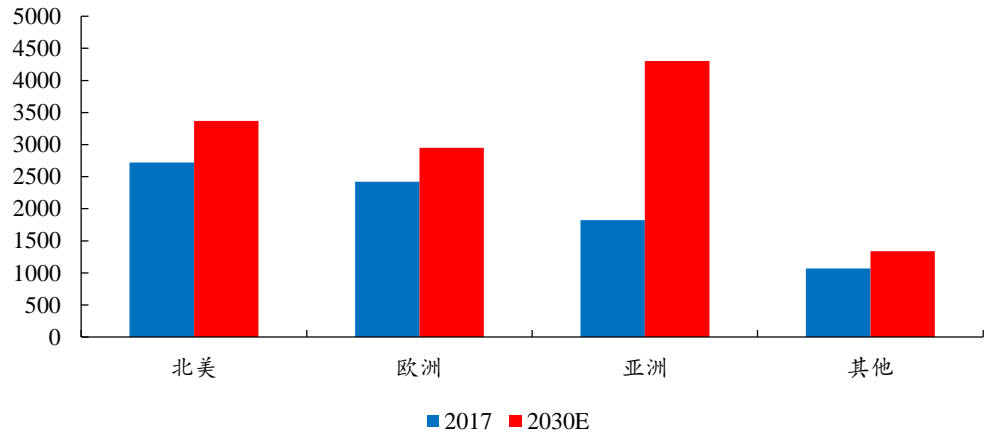
数据来源：OICA、开源证券研究所

➤ 后市场

邦德股份主攻汽车售后市场，汽车后市场的终端客户是已拥有汽车的消费者，

其市场容量与汽车保有量密切相关。从全球汽车后市场规模来看，美国、欧洲等主要发达国家的汽车后市场已经非常成熟，发展较为稳定；相较而言，中国的汽车后市场具有起步晚、增速高、车龄平均偏小的特点。根据麦肯锡数据显示，2017年北美、欧洲、亚洲汽车后市场规模分别为2,720亿欧元、2,420亿欧元、1,820亿欧元，未来新兴市场的成长率将会超过成熟市场，预计2017-2030年北美、欧洲、亚洲汽车后市场的复合增长率为1.8%、1.3%、6.84%，预计2030年亚洲汽车后市场规模将会达到4,300亿欧元。

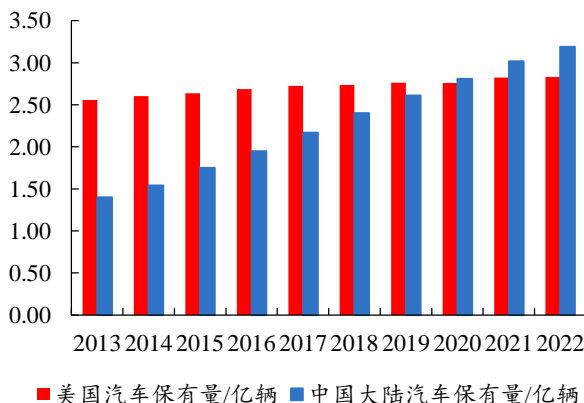
图36：预计2030年亚洲汽车后市场规模会达到4,300亿欧元（单位：亿欧元）



数据来源：麦肯锡、开源证券研究所

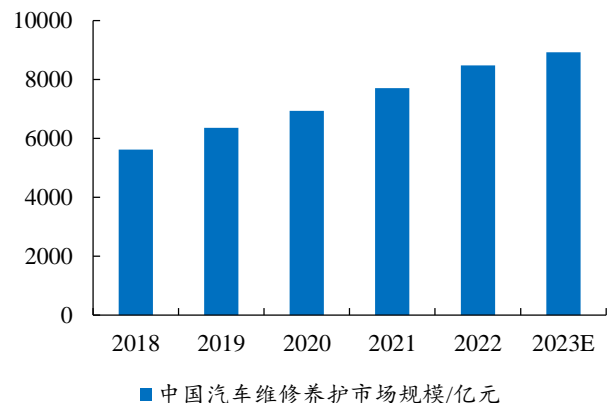
美国汽车总保有量从2013年的2.56亿辆上升至2022年的2.83亿辆，我国汽车保有量由2013年的1.4亿辆升至2022年的3.19亿辆，其中2020年首次超越美国。尽管我国汽车后市场还存在服务和流程标准化程度低、流通环节冗长、市场高度分散等问题，但未来随着汽车保有量以及平均车龄的提升，中国汽车维修及保养服务市场规模有望持续增长，2022年达8476亿元，同比增长9.9%，预计2023年达8920亿元。与主要发达国家相比，我国汽车人均保有量仍然较低，尤其是在三、四线城市和中西部地区，我国仍处于汽车消费的发展期。随着国内新型工业化和城镇化进程的加快发展，居民消费不断升级，未来我国汽车后市场仍具有一定的增长空间。

图37：中国汽车保有量于2020年首次超越美国



数据来源：美国交通运输部、中国公安部、开源证券研究所

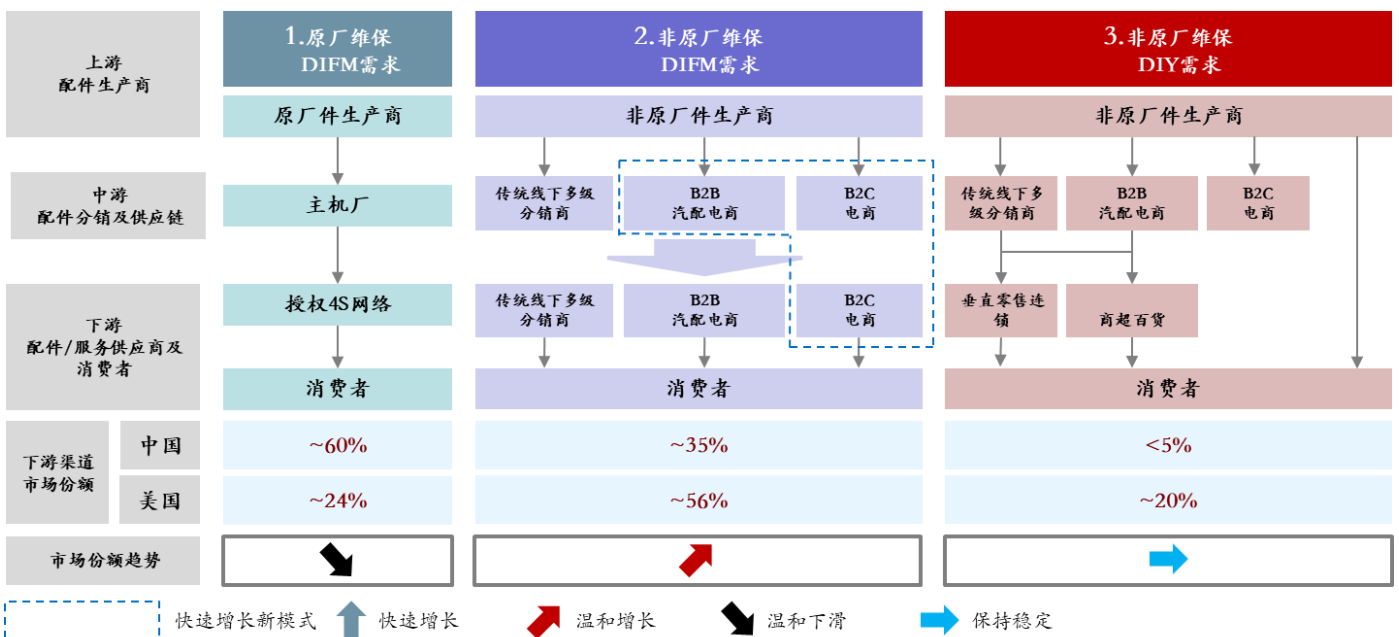
图38：2022年中国汽车维修及保养服务规模8476亿元



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

海内外车后市场结构存在差异，中国非原厂维保渠道占车后市场份额有望提升。在欧美地区等成熟的汽车后市场中，已形成区域范围的大型连锁汽配超市、连锁汽车服务店售后网络，汽车后市场秩序较为稳定。根据德勤研究报告显示，美国非原厂维保渠道占有美国汽车后市场的份额比例可以达到70%以上，而4S门店渠道的份额约为24%，不足前者的二分之一。相较而言，中国维保市场由于发展历史短，独立售后市场的企业集中度低、多以零散门店或汽车贸易市场为主，未形成非原厂件的知名连锁汽车售后品牌和区域销售网络。因而4S门店的销售渠道在中国汽车后市场中的市场份额约达60%，而独立售后市场份额仅占35%。随着中国汽车保有量和车龄的稳定提高、中国汽车消费者和售后市场的不断成熟，非原厂维保渠道占汽车后市场的份额有望持续上升。

图39：4S门店的销售渠道在中国汽车后市场中的市场份额约达60%，而独立售后市场份额仅占35%



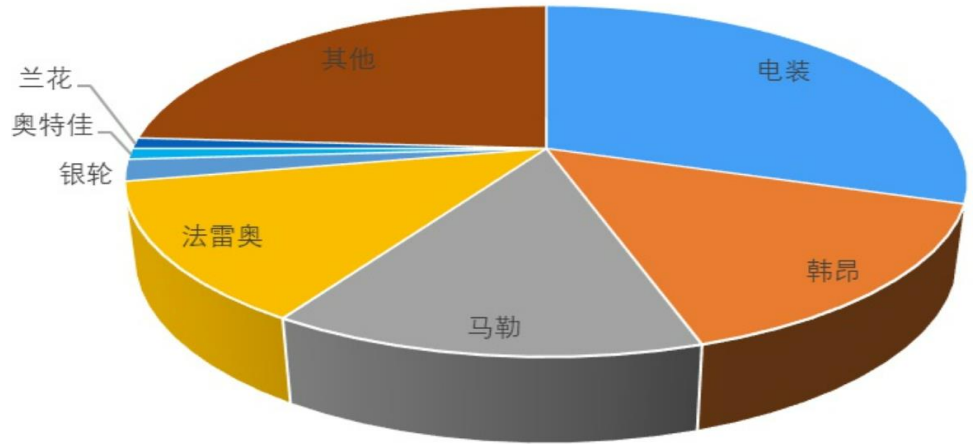
注释：DIFM=Do It For Me，即配件由服务提供商完成服务作为消费结束点
DIY=Do It Yourself，即配件由消费者自行安装作为消费结束点

资料来源：德勤咨询《2020 中国汽车后市场白皮书》、开源证券研究所

3.4、格局：中国换热器行业起步晚，邦德股份产品单一，无上市可比

四大外资巨头占据全球70%市场份额。全球汽车热交换器市场主要以日本电装 (Denso)、德国马勒 (MAHLE)、法国法雷奥 (Valeo)、韩国翰昂 (Hanon)、德国贝洱 (Behr)、日本康奈克 (CalsonicKansei)、美国德尔福 (Delphi) 等自有品牌公司为主，其产品主要以散热器和乘用车空调为主，占据汽车热交换器市场的绝大部分份额。根据普华有策数据，电装、翰昂、马勒、法雷奥四大巨头在2021年全球汽车热交换器市场份额超过70%。

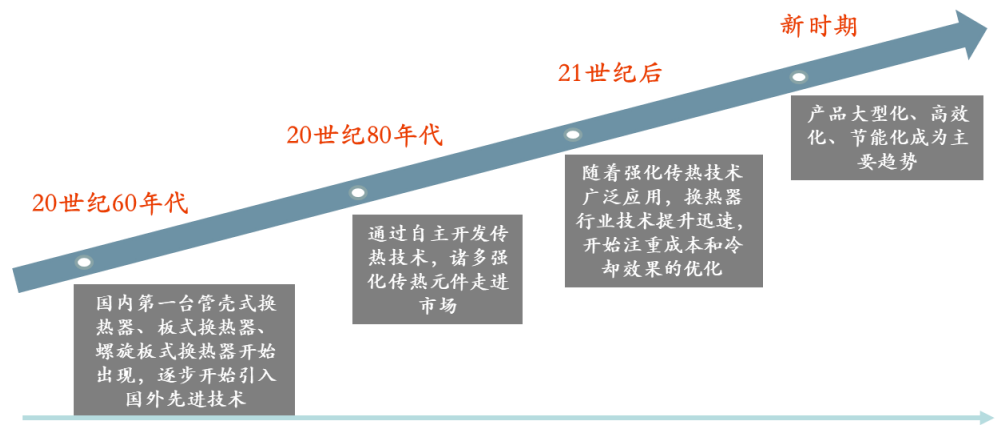
图40：电装、翰昂、马勒、法雷奥在 2021 年全球汽车热交换器市场份额超过 70%。



数据来源：普华有策

中国换热器行业起步较晚。行业市场集中度较低，企业数量众多，但规模较小，行业内具有规模优势的企业相对较少。20 世纪 60 年代，国内国产第一台管壳式换热器、第一台板式换热器、第一台螺旋板式换热器才出现。20 世纪 80 年代后，我国出现了自主开发传热技术的新趋势，大量的强化传热元件被推向市场，国内传热技术高潮时期的代表产品有折流杆换热器、新结构高效换热器、高效重沸器、高效冷凝器、双壳程换热器、板壳式换热器、表面蒸发式空冷器等一批优良的高效换热器。21 世纪后，大量强化传热技术得以应用，换热器行业在技术水平上迎来较快发展；同时，中国汽车市场发展、人均汽车保有量的增加有望进一步带动换热器等汽车零部件的售后市场规模增速。

图41：21 世纪后我国换热器行业在技术水平上迎来较快发展








资料来源：公司招股书、开源证券研究所

在业内可比公司中，A 股市场无与公司在主营产品、销售市场相似度较高的上市公司。从产品的类别来看，**腾龙股份**主要产品为汽车空调管路、热交换系统连接硬管和热交换系统附件；**银轮股份**主要产品为汽车热管理及尾气处理产品；**松芝股份**主要产品为汽车、轨道交通及冷链物流等领域热管理相关产品（空调、冷凝器、空调箱总成）；**东箭科技**主要产品为车侧承载装饰系统产品、车辆前后防护系统产品、车载互联智能机电系统产品等；公司主要产品为平行流式冷凝器和平行流式油冷器，产品种类相对单一。**销售模式来看，公司与东箭科技均属于汽车后装市场，主要为**

ODM 模式；腾龙股份、银轮股份、松芝股份属于汽车前装市场，主要为 OEM 模式。

图42：A 股市场无与公司在主营产品、销售市场相似度均高的上市公司

	成立时间	主营业务	市场地位
	2005 年	汽车空调管路、热交换系统连接硬管和热交换系统附件	是中国乘用车热交换系统管路行业的领先者，为国内外汽车热交换系统管路产品的重要供应商之一
	1999 年	各种热管理和尾气后处理产品	国内汽车热管理行业的龙头企业，是最大的商用及工程机械热管理供应商之一。
	1998 年	车辆空调制造商	中国大中型客车空调行业的龙头
	2003 年	车侧承载装饰系统产品、车辆前后防护系统产品、车载互联智能机电系统产品、车顶装载系统产品及车辆其他系统产品	国家高新技术企业、行业标准编撰单位、中国汽车产业出口百强企业、中国大型的汽车后市场产品制造企业
	2004 年	热交换器中的冷凝器、油冷器	目前全球汽车冷凝器最大的制造企业之一

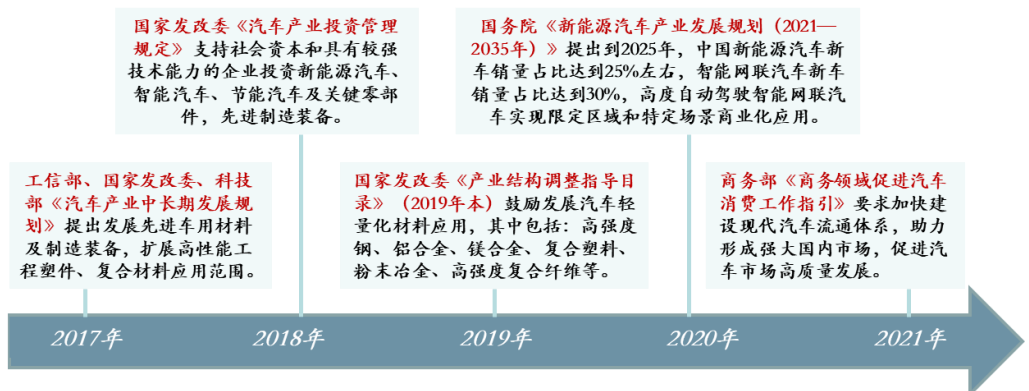
资料来源：各公司官网、各公司招股书、开源证券研究所

3.5、趋势：轻量紧凑设计+自动智能制造，碰撞件属性派生车后市场需求

➤ 产品结构紧凑化、整体轻量化和性能高效化

轻量化一直是汽车行业及其零部件制造行业的主旋律。巴斯夫公司统计结果表明，汽车每减重 100kg，每百公里油耗可降低 0.3~0.6L、二氧化碳排放可减少 5g/km。相较于汽车的动力系统和传动系统的技术改革，轻量化是降低能耗、减少排放的最为有效的措施之一。随着国家政策和法规对汽车环保的呼声越来越高以及汽车设计的轻量化、多功能化发展，汽车的输出功率不断增加，留给热交换器的安装空间越来越小；未来热交换器势必需要保证其基本的使用性能要求和其成本控制要求的前提下，从结构、材料、工艺等方面，应用新设计、新材料、新技术来实现对汽车整体的减重，向结构紧凑化、整体轻量化和性能高效化方向发展。

图43：国家近年来对于汽车消费、轻量化相关出台诸多积极政策



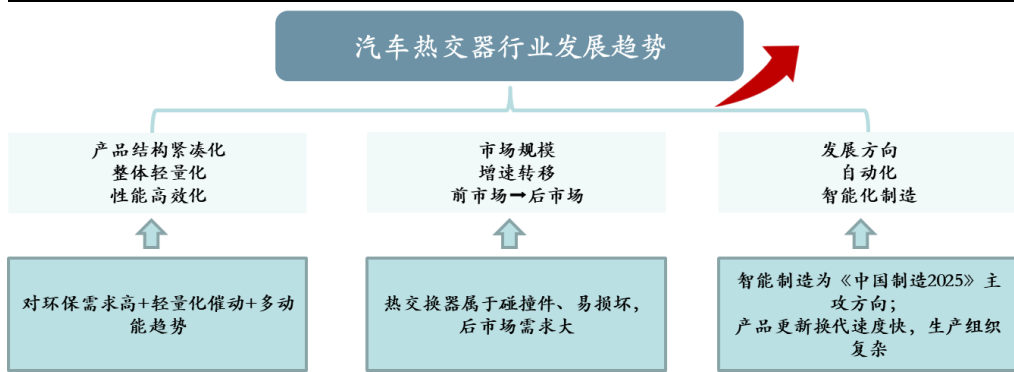
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

热交换器作为汽车常用零部件，尤其是位于汽车最前端的冷凝器等品类，属于碰撞件，在汽车日常使用或交通事故中极其容易损坏，因而其下游需求不仅包括整车出厂时生产需求，在汽车后市场也存在较大的需求量。随着汽车保有量的不断增长，汽车后市场已成为汽车工业的黄金产业，整体盈利性预期表现好于汽车前市场。

➤ 行业向自动化、智能化制造方向发展

随着目前美国、德国、英国、日本等国家制造业正不断地加快向数字化、智能化时代发展，智能制造对制造业竞争力的影响也越来越大，我国也将智能制造作为《中国制造 2025》的主攻方向，其规划中指出智能制造是未来制造业发展的重大趋势和核心内容。热交换器作为汽车散热系统的核心组件，与车型的迭代速度匹配。汽车后市场的产品具有更新换代速度快、批量小、个性化定制等特点，其生产组织相对复杂、质量控制较高，生产过程中的细微问题必须被迅速感知、及时处理。因此，实现设计过程、制造过程和执行决策机制的产品全生命周期信息化管理是热交换器制造行业的必然趋势。

图44：实现产品全生命周期信息化管理是热交换器制造行业的必然趋势



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

➤ 行业壁垒

汽车热交换器经过近百年的发展历史，产品具有种类、型号繁多、更新迭代快的特点，对每种适配车型几乎都需要进行独立的设计开发，因此对于核心技术的研发能力、新产品的设计能力、生产工艺的管控能力等，都属于业内企业需要不断积累沉淀才能构筑的护城墙。总结而言，汽车热交换器行业的主要壁垒有产品开发壁垒、模具开发及设备改造壁垒和工艺技术壁垒。

图45：汽车热交换器行业壁垒有产品开发、模具开发及设备改造和工艺技术壁垒



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

邦德股份是汽车冷凝器全球龙头企业，已通过与海外诸多大型汽车零部件分销商的紧密合作，占据了较高的市场份额，享有一定市场知名度。此外，公司近年来不断精进工艺，持续降本增效，不断加强工艺以加固产品质量、产品设计速度及产品成本的壁垒。随着未来募投项目的逐步达产，公司冷凝器在全球的市场份额有望继续提升，从而促进业绩增长，建议关注。

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.88/1.10/1.36 亿元，对应 EPS 分别为 0.74/0.93/1.15 元/股，对应当前股价 PE 分别为 11.8/9.4/7.6 倍，可比公司 PE(2023E) 均值 32.2X，首次覆盖给予“买入”评级。

表11：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）

公司名称	股票代码	最新收盘价	最新总市值	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
腾龙股份	603158	7.05	34.60	0.41	0.54	0.68	17.17	13.16	10.39
银轮股份	002126	14.20	112.48	0.8	1.03	1.27	16.5	12.8	10.4
东箭科技	300978	11.90	50.30	0.19	0.3	0.59	62.88	39.3	20.28
均值				0.47	0.62	0.85	32.18	21.75	13.69
邦德股份	838171	8.43	10.03	0.74	0.93	1.15	11.8	9.4	7.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2023.4.17，银轮股份、邦德股份盈利预测来源于开源证券研究所，其余可比公司均来自 Wind 一致预测）

5、风险提示

原材料价格上涨的风险、汇率变动的风险、市场竞争风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	134	284	321	370	480
现金	27	154	164	177	242
应收票据及应收账款	39	68	83	104	129
其他应收款	2	4	4	6	6
预付账款	4	2	4	2	5
存货	61	55	66	81	98
其他流动资产	2	0	0	0	0
非流动资产	172	225	263	312	341
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	74	160	193	232	249
无形资产	41	40	50	62	75
其他非流动资产	58	26	20	18	18
资产总计	307	509	584	682	821
流动负债	56	55	67	76	93
短期借款	15	0	0	0	0
应付票据及应付账款	35	45	59	67	83
其他流动负债	6	10	8	9	9
非流动负债	9	11	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	11	9	9	9
负债合计	66	66	77	85	102
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	99	119	119	119	119
资本公积	56	160	160	160	160
留存收益	86	164	226	303	399
归属母公司股东权益	241	443	507	598	719
负债和股东权益	307	509	584	682	821

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	19	63	82	98	126
净利润	36	78	88	110	136
折旧摊销	8	9	13	16	19
财务费用	2	-10	-0	-0	-0
投资损失	-1	-0	-1	-1	-0
营运资金变动	-27	-25	-14	-25	-25
其他经营现金流	0	12	-4	-3	-3
投资活动现金流	-32	-52	-49	-65	-48
资本支出	56	52	51	65	48
长期投资	23	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	2	1	0
筹资活动现金流	-15	114	-23	-20	-14
短期借款	15	-15	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	20	0	0	0
资本公积增加	0	104	0	0	0
其他筹资现金流	-30	5	-23	-20	-14
现金净增加额	-29	127	9	14	64

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	231	338	401	487	583
营业成本	159	222	260	316	376
营业税金及附加	2	3	4	4	5
营业费用	3	3	4	4	5
管理费用	14	18	22	24	27
研发费用	11	14	17	20	24
财务费用	2	-10	-0	-0	-0
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1	2	4	5	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	41	90	101	127	157
营业外收入	0	0	0	0	1
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	41	89	101	127	156
所得税	5	12	13	16	20
净利润	36	78	88	110	136
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	36	78	88	110	136
EBITDA	49	94	109	138	169
EPS(元)	0.31	0.66	0.74	0.93	1.15

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	49.0	46.1	18.6	21.5	19.7
营业利润(%)	-13.8	119.8	11.8	25.8	23.7
归属于母公司净利润(%)	-11.8	114.2	12.6	25.8	23.4
获利能力					
毛利率(%)	31.0	34.3	35.0	35.2	35.5
净利率(%)	15.7	23.1	21.9	22.7	23.4
ROE(%)	15.1	17.6	17.3	18.5	18.9
ROIC(%)	15.3	25.0	23.8	24.8	27.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.4	13.0	13.1	12.4	12.4
净负债比率(%)	-1.2	-32.8	-30.4	-28.1	-32.3
流动比率	2.4	5.1	4.8	4.9	5.2
速动比率	1.2	4.1	3.7	3.8	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	7.5	6.0	5.3	5.2	5.0
应付账款周转率	4.8	5.5	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.71	0.74	0.93	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.53	0.69	0.82	1.06
每股净资产(最新摊薄)	2.03	3.73	4.26	5.03	6.05
估值比率					
P/E	28.4	13.3	11.8	9.4	7.6
P/B	4.3	2.3	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	21.1	9.5	8.1	6.3	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn