

2023年04月28日

**买入（首次覆盖）**

报告原因：业绩点评

# 保隆科技（603197）：空气悬架新星，业绩弹性逐步释放

——公司简评报告

**证券分析师：**

黄涵虚 S063052206001

h hx@longone.com.cn

总股本(万股)	20,892
流通A股/B股(万股)	20759.56/0
资产负债率(%)	57.88%
市净率(倍)	3.57
净资产收益率(加权)	9.11%
12个月内最高/最低价	72.05/28.16

**投资要点**

- **事件：**公司发布2022年年报及2023年一季报，2022年实现营收47.78亿元，同比+22.58%，归母净利润2.14亿元，同比-20.22%；2023Q1实现营收11.87亿元，同比+22.95%，归母净利润0.93亿元，同比+109.58%。
- **空气悬架、传感器业务收入增长迅速。**2022年公司TPMS及配件和工具业务实现营收14.76亿元，同比+10.85%；汽车金属管件业务实现营收13.39亿元，同比+15.01%；气门嘴及配件业务实现营收7.16亿元，同比+4.04%；传感器业务实现营收3.66亿元，同比+101.38%；空气悬架业务实现营收3.80亿元，同比+368.39%。
- **毛利率整体平稳，2023Q1期间费用率同比改善。**2022年公司毛利率为28.00%，同比+0.59pct，其中气门嘴及配件、汽车金属管件、TPMS及配件和工具、传感器、空气悬架业务毛利率分别同比-3.88pct、+4.92pct、-0.01pct、+2.94pct、-10.84pct；2023Q1毛利率为28.24%，同比-0.04pct。期间费用方面，2022年期间费用率为20.85%，同比+0.73pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比+0.04pct、+0.72pct、-0.36pct、+0.33pct；2023Q1期间费用率为19.68%，同比-2.65pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-0.22pct、-1.56pct、+0.25pct、-1.11pct。
- **传统业务市场地位稳固，新业务有望持续贡献增量。**公司是气门嘴、平衡块、排气系统管件、TPMS等细分领域的全球领导者，并以智能化、轻量化为主要发展方向，持续投入智能底盘、智能驾驶、汽车传感器、轻量化汽车结构件等领域。目前公司空气悬架、传感器等业务已进入快速发展期。（1）空气悬架：2022年公司乘用车空气弹簧产品出货量超过4.6万台套，并获得多家车企的新项目定点。空气悬架在国内乘用车市场的渗透率仍处于较低水平，随着新能源汽车对底盘稳定性要求的提高，空气悬架有望延续快速提升趋势，公司在手订单充沛，业绩增量将持续释放。（2）传感器：公司作为国内领先的传感器供应商，已建立六大品类的产品体系，其中轮速、光雨量、电流传感器等产品优势或将进一步强化。
- **投资建议：**预计2023-2025年公司归母净利润4.03亿元、5.50亿元、7.01亿元，对应EPS为1.93元、2.63元、3.35元，按2023年4月28日收盘价计算，对应PE为23X、17X、13X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游客户汽车销售不及预期的风险；智能驾驶、轻量化结构件等业务开拓不及预期的风险等。

**盈利预测与估值简表**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	3331	3898	4778	6030	8050	10176
同比增速(%)	0%	17%	23%	26%	34%	26%
归母净利润(百万元)	183	268	214	403	550	701
同比增速(%)	6%	47%	-20%	88%	36%	27%
毛利率(%)	32%	27%	28%	29%	29%	29%
每股盈利(元)	0.88	1.28	1.02	1.93	2.63	3.35
ROE(%)	16%	12%	9%	14%	17%	18%
PE(倍)	50	34	43	23	17	13

资料来源：同花顺，东海证券研究所，截至2023年4月28日

## 正文目录

<b>1. 新业务放量，业绩增长提速</b> .....	<b>4</b>
<b>2. 智能化业务：空悬、传感器等有望持续贡献增量</b> .....	<b>6</b>
2.1. 空气悬架：在手订单充沛，“魔毯”技术实现差异化竞争.....	6
2.2. 智能感知：传感器产品矩阵丰富，ADAS 定点陆续突破.....	10
2.2.1. 传感器：国内领先的传感器供应商，打造细分领域行业龙头.....	10
2.2.2. ADAS：环视系统、域控制器、DMS 等定点不断落地.....	11
<b>3. 轻量化业务：多年深耕液压成形，有望受益汽车轻量化趋势</b> .....	<b>12</b>
<b>4. 投资建议</b> .....	<b>13</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>13</b>

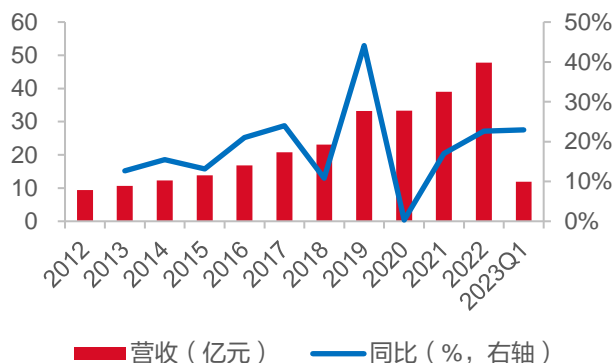
## 图表目录

图 1 2012-2023Q1 公司营业收入（亿元） .....	4
图 2 2012-2023Q1 公司归母净利润（亿元） .....	4
图 3 2012-2022 公司传统业务营收（亿元） .....	4
图 4 2021-2022 公司新业务营收（亿元） .....	4
图 5 2012-2023Q1 公司毛利率（%） .....	5
图 6 2014-2022 公司各项业务毛利率（%） .....	5
图 7 2012-2023Q1 公司期间费用率（%） .....	5
图 8 2012-2023Q1 公司各项期间费用率（%） .....	5
图 9 乘用车空气悬架构成 .....	6
图 10 理想魔毯空气悬架 .....	7
图 11 蔚来智能空气悬架 .....	7
图 12 空气悬架在乘用车市场的渗透率（%） .....	7
图 13 空气悬架在 30 万元以上乘用车市场的渗透率（%） .....	7
图 14 2022 年空气弹簧市场格局（%） .....	7
图 15 2022 年空气供给系统市场格局（%） .....	7
图 16 公司空气悬架相关产品 .....	8
图 17 双目路面预瞄系统 .....	9
图 18 公司传感器产品 .....	10
图 19 汽车轻量化结构件 .....	12
表 1 公司已公布的空气悬架相关定点项目 .....	9
表 2 公司传感器业务产能布局 .....	11
表 3 公司智能驾驶产品类型 .....	11
表 4 公司已公布的 ADAS 相关定点项目 .....	11
表 5 冲压件与液压件的重量对比 .....	12
附录：三大报表预测值 .....	14

## 1.新业务放量，业绩增长提速

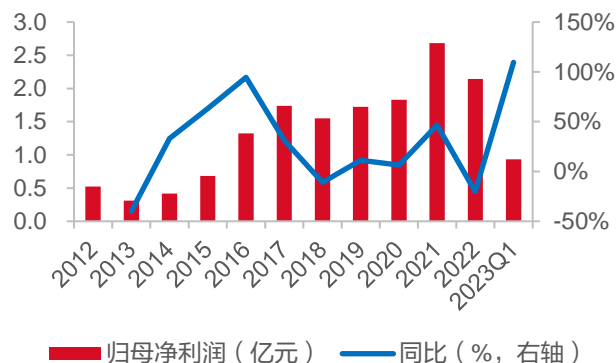
**2023Q1 业绩增长显著。**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。其中 2022 年公司实现营收 47.78 亿元，同比+22.58%，归母净利润 2.14 亿元，同比-20.22%，扣非净利润 0.83 亿元，同比-47.19%，原材料价格上涨、汇率损失 3773.41 万元、股权激励产生股份支付费用 2626.86 万元等因素导致公司全年业绩下滑，但单季度来看 2022Q4 公司收入、业绩均实现大幅增长。2023Q1 公司实现营收 11.87 亿元，同比+22.95%，归母净利润 0.93 亿元，同比+109.58%，扣非净利润 0.71 亿元，同比+99.69%。

图1 2012-2023Q1 公司营业收入（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

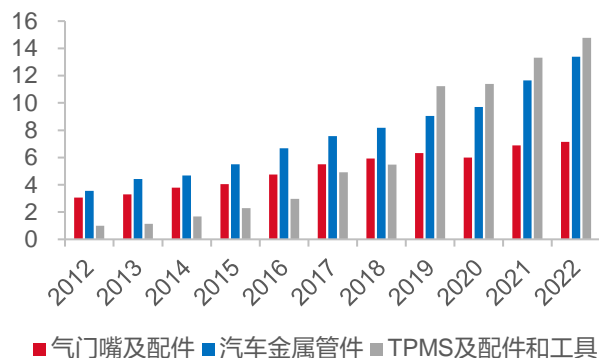
图2 2012-2023Q1 公司归母净利润（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

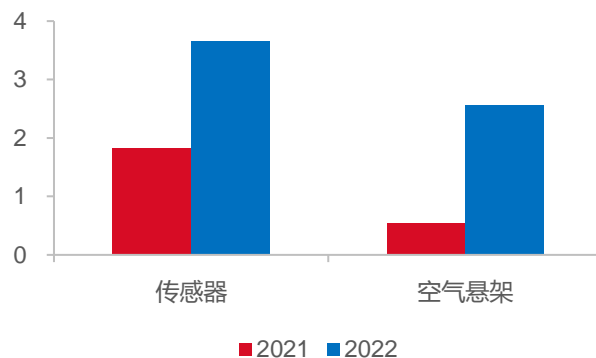
**传感器、空气悬架等新业务放量，传统业务稳步增长。**2022 年公司 TPMS 及配件和工具业务实现营收 14.76 亿元，同比+10.85%；汽车金属管件业务实现营收 13.39 亿元，同比+15.01%；气门嘴及配件业务实现营收 7.16 亿元，同比+4.04%；传感器业务实现营收 3.66 亿元，同比+101.38%；空气悬架业务实现营收 3.80 亿元，同比+368.39%。

图3 2012-2022 公司传统业务营收（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

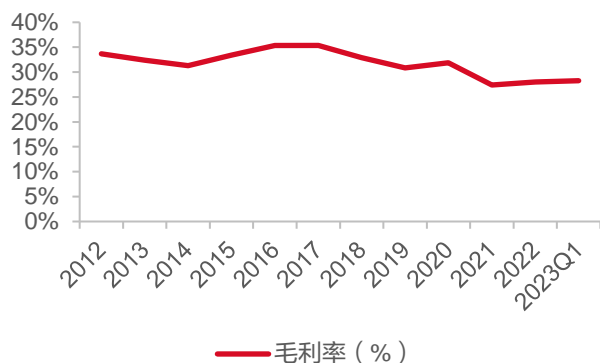
图4 2021-2022 公司新业务营收（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

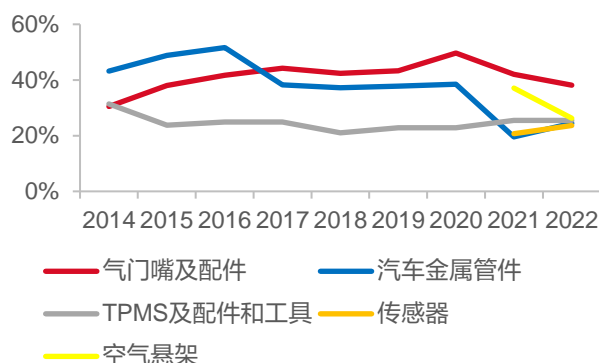
**综合毛利率平稳，汽车金属管件、传感器业务毛利率改善，气门嘴及配件、空气悬架业务毛利率同比下降。**2022 年公司毛利率为 28.00%，同比+0.59pct，其中气门嘴及配件业务毛利率 38.18%，同比-3.88pct；汽车金属管件业务毛利率 24.49%，同比+4.92pct；TPMS 及配件和工具业务毛利率 25.45%，同比-0.01pct；传感器业务毛利率 23.66%，同比+2.94pct；空气悬架业务毛利率 26.25%，同比-10.84pct。2023Q1 公司毛利率为 28.24%，同比-0.04pct。

图5 2012-2023Q1 公司毛利率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

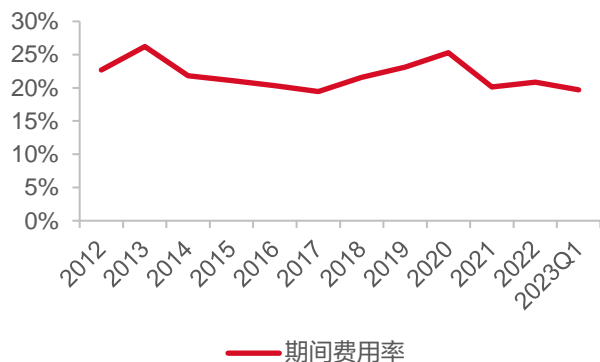
图6 2014-2022 公司各项业务毛利率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

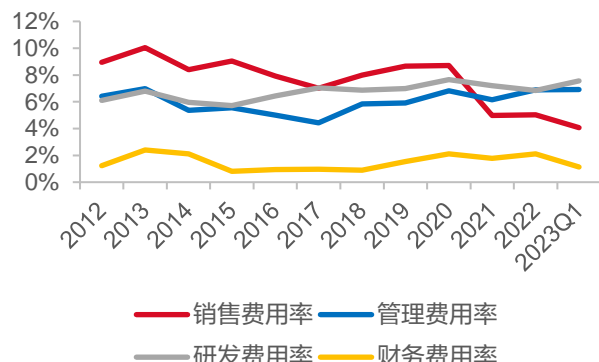
**期间费用率相对稳定。**2022 年公司期间费用率为 20.85%，同比+0.73pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 5.02%、6.88%、6.84%、2.11%，同比+0.04pct、+0.72pct、-0.36pct、+0.33pct。2023Q1 公司期间费用率为 19.68%，同比-2.65pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.07%、6.91%、7.56%、1.14%，同比-0.22pct、-1.56pct、+0.25pct、-1.11pct。

图7 2012-2023Q1 公司期间费用率 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图8 2012-2023Q1 公司各项期间费用率 (%)



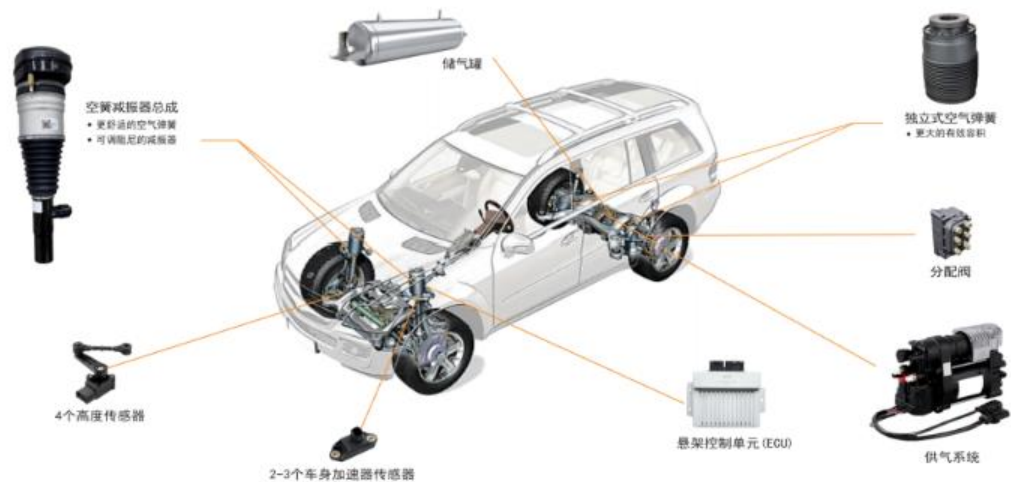
资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 2.智能化业务：空悬、传感器等有望持续贡献增量

### 2.1.空气悬架：在手订单充沛，“魔毯”技术实现差异化竞争

空气悬架可实现对悬架系统的阻尼、刚度及车身高度的调节，广泛用于豪华品牌车型。主动悬架系统包括空气悬架、液压悬架、电磁悬架等类型。其中空气悬架由空气弹簧、空气压缩机、电磁阀、ECU、储气罐、高度传感器、速度传感器等组成，可根据路况、驾驶状态等调整空气弹簧内部气压，并常与 CDC 配合，实现对悬架系统的阻尼、刚度以及车身高度的调节，使车辆具备更好的操控性能。上世纪六十年代前后，空气悬架在凯迪拉克、宝沃、奔驰等品牌的少数车型上得以应用，上世纪九十年代，随着路虎揽胜等车型开始配置空气悬架，空气悬架在高端市场逐步普及。豪华品牌中，已配置空气悬架的车型包括奔驰 E 级/GLE/S 级/GLS/EQS、宝马 5 系/X5/X6/X7/iX、奥迪 A6L/A8/Q7/Q8/S6/S7/S8/SQ5、沃尔沃 XC60/XC90/S90/V90、路虎揽胜/卫士、保时捷除 911 以外的所有车型，以及大众辉昂、林肯飞行家、雷克萨斯 LS、领克 09、红旗 H9 等车型。

图9 乘用车空气悬架构成



资料来源：公司网站，东海证券研究所

新能源汽车对底盘稳定性要求较高，空气悬架迎来高速发展期。近年来，新能源乘用车进入高速发展阶段，由于新能源汽车对底盘稳定性的要求远高于燃油车，空气悬架也逐步成为新能源汽车的主流配置，如特斯拉 Model S/X 均搭载空气悬架，国内的新势力也集中配置了空气悬架，使空气悬架的配置下探至 30 万元级别车型。（1）新势力：理想的第二代车型 L9/L8/L7、蔚来的 ES8/ES7/ES6/EC6/ET7、小鹏 G9、极氪 001/009、岚图 Free/梦想家/追光、高合 HiPhi X/Z 等均已配置空气悬架，空气悬架、CDC、域控制器相结合的配置成为新势力品牌的普遍选择。同时，蔚来 ES8、小鹏 G9 等部分车型已采用双腔空气悬架。（2）自主品牌：除领克、红旗的高端车型以外，空气悬架有望用于长城、比亚迪等品牌。长城 2022 年签约的智能核心部件无锡项目包括 110 万套空气悬架系统年产能；比亚迪近期发布的云辇技术中的云辇-A 智能空气车身控制系统同样为空气悬架，将用于腾势品牌的新车型腾势 N7。

空气悬架渗透率仍有广阔提升空间。按车型配置及销量估算（乘联会零售数据），2022 年空气悬架在国内乘用车市场的渗透率在 1%-2%之间；在 30 万元以上乘用车市场的渗透率接近 15%。随着部分配置空气悬架的新势力车型取得较好的销量表现，以及新车型的不断上市，空气悬架渗透率有望持续提升。

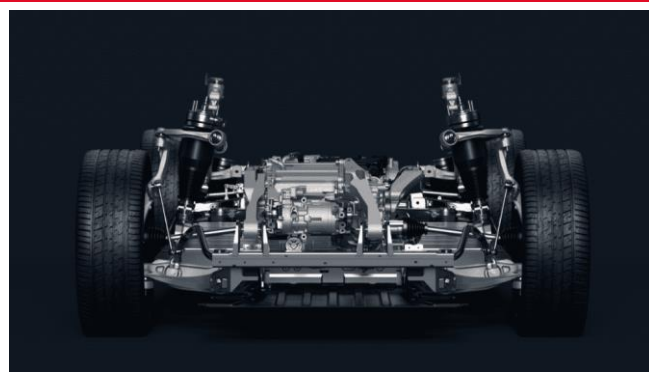


图10 理想魔毯空气悬架



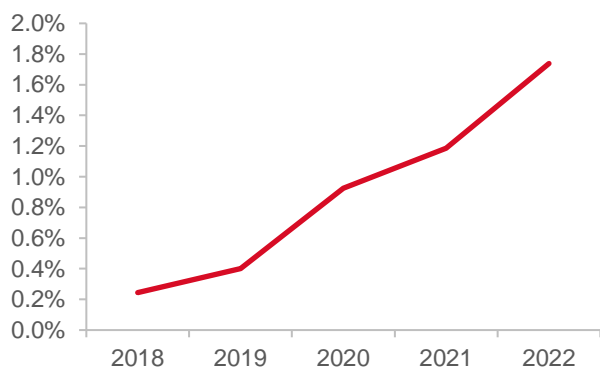
资料来源：理想汽车，东海证券研究所

图11 蔚来智能空气悬架



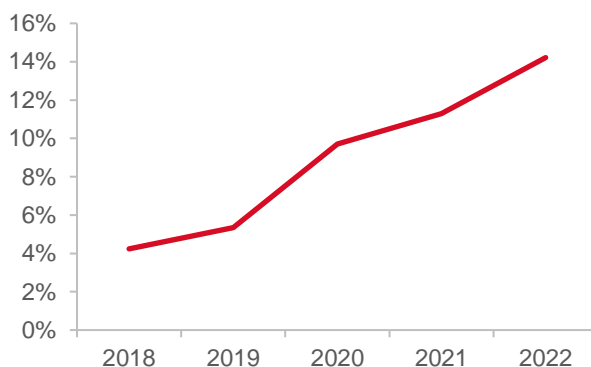
资料来源：蔚来汽车，东海证券研究所

图12 空气悬架在乘用车市场的渗透率 (%)



资料来源：乘联会、汽车之家，东海证券研究所

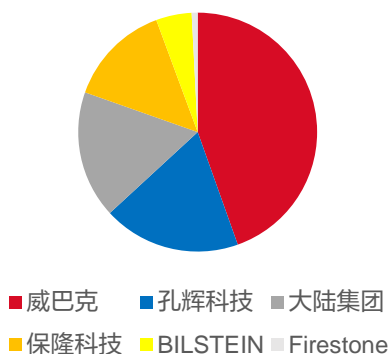
图13 空气悬架在30万元以上乘用车市场的渗透率 (%)



资料来源：乘联会、汽车之家，东海证券研究所

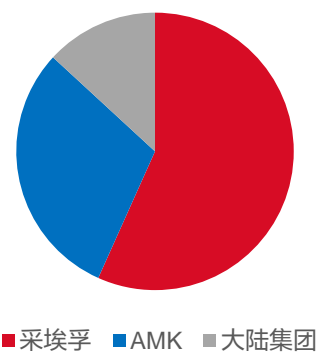
**国内厂商已逐步实现空气悬架的国产化。**空气悬架由大陆集团、威巴克等海外供应商占据主导地位，为豪华品牌配套空气悬架，同时也与国内的蔚来、领克、极氪、红旗、智己、小鹏等品牌合作。近年来公司、孔辉科技、拓普集团等国内厂商逐步实现空气悬架的国产化落地，据各公司公开数据，公司2021年末开始量产乘用车空气弹簧，2022年乘用车空气弹簧产品出货量超过4.6万台套；孔辉科技2021年年终开始量产空气悬架系统，为岚图Free/梦想家/追光配套空悬系统，为理想L9配套空簧总成，2022年交付约7万台；拓普集团2021年开始研发空气悬架系统，截至2022年12月新增7个正式定点项目，预计2023Q3陆续批量；中鼎在2016年收购的AMK以空气供给单元的配套为主。据高工智能汽车，2022年国内乘用车空气悬架系统市场威巴克、孔辉科技、大陆集团、公司的市场占有率分别为45%、19%、17%、14%。

图14 2022年空气弹簧市场格局 (%)



资料来源：高工智能汽车，东海证券研究所

图15 2022年空气供给系统市场格局 (%)



资料来源：高工智能汽车，东海证券研究所

**定位空气悬架系统方案的解决者，多类型零部件实现量产。**公司 2012 年进入空气悬架领域，2016 年启动空气弹簧减振器产品线的研发，2018 年开始研制 ECAS 并全面进入空气悬架系统领域，2021 年末公司乘用车空气弹簧实现量产，2022 年空悬控制器、空气供给单元、悬架高度传感器、加速度传感器、前向预瞄系统（魔毯）系列、双腔乘用车空气弹簧等研发成功。公司定位于空气悬架系统方案的解决者，包括独立式空气弹簧、车身加速度传感器、空气弹簧减振器总成、ECU、储气罐、悬架高度传感器等零部件均已实现量产，其中乘用车空气弹簧产品包括空簧减振腔总成、独立式空气弹簧，商用车空气弹簧产品包括膜式空气弹簧、囊式空气弹簧、袖式空气弹簧等。

**图16 公司空气悬架相关产品**



资料来源：公司网站，东海证券研究所

**产能建设不断推进。**2021 年 12 月，公司合肥园区投入使用，形成双园区的生产布局，其中宁国园区生产橡胶皮囊部件，合肥园区生产减震器总成。2022 年 6 月合肥园区的第二条产线投产，宁国园区储气罐产线量产。据 2022 年 12 月公司公告，未来 3-5 年公司将建设 10-15 条产线，每年为 100 万台车以上配套。

**在手订单充沛，业绩弹性有望持续释放。**据公司网站，截至 2022 年公司已获得 20 余个主机厂项目，空气弹簧减振器总成、空气供给单元、空悬控制器、空悬储气罐、悬挂高度传感器、车身加速度传感器等全类别产品均已获得国内头部汽车品牌的项目定点。今年公司先后取得国内某合资汽车品牌主机厂前后空气弹簧项目定点、欧洲某高端品牌主机厂储气罐项目定点，空气悬架业务在合资品牌和海外高端品牌获得突破。



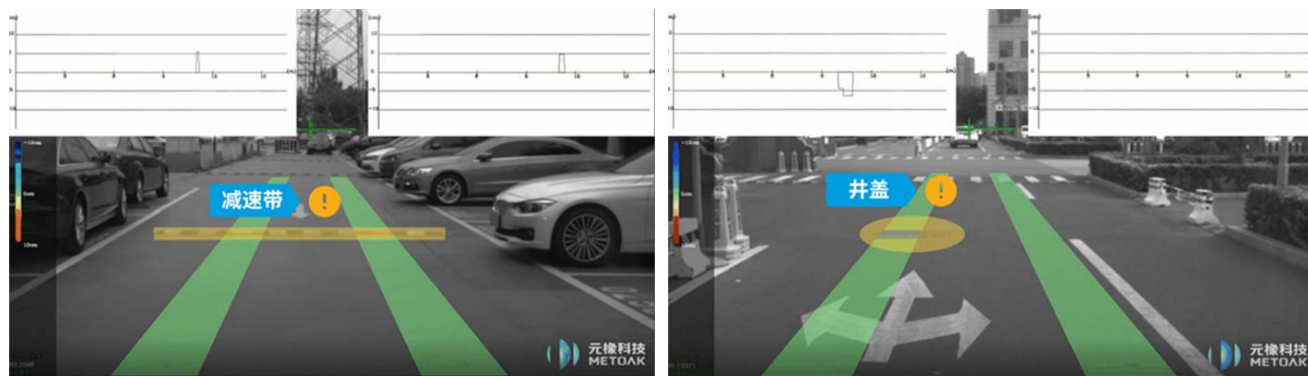
表1 公司已公布的空气悬架相关定点项目

公告时间	产品类型	配套客户	生命周期	总金额	预计量产时间
2023年2月	储气罐	欧洲某高端品牌主机厂	9年	2.3亿元	2025年上半年
2023年1月	前后空气弹簧	国内某合资汽车品牌主机厂	7年	2.4亿元	2025年上半年
2022年11月	前后双腔空气弹簧	国内某新能源汽车头部主机厂	7年	23亿元	2023年10月
2022年10月	空气供给单元	国内某头部自主品牌主机厂	5年	13亿元	2024年初
2022年5月	储气罐	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	5年	1.5亿元	2023年上半年
2021年12月	前后空气弹簧	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	6年	4.6亿元	2024年1月
2021年10月	前后空气弹簧	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	6年	1.72亿元	2023年3月

资料来源：公司公告，东海证券研究所

结合双目立体视觉系统，“魔毯”技术实现差异化竞争。2018年，公司开始与智能立体视觉芯片及解决方案提供商在双目立体视觉技术领域进行合作。2022年3月，公司与元橡科技成立合资公司橡隆科技（苏州）有限公司，积极推广魔毯与ADAS结合的一体机解决方案，结合保隆在空气悬架和CDC方面的既有优势，计划在合资公司成立的第二年实现魔毯与L2级ADAS一体机的量产项目落地，为整车OEM客户提供更具差异化的卖点、更加智能的双目立体视觉解决方案。2022年11月，公司收到某自主品牌车企2款升级车型的路面预瞄系统（魔毯）的定点通知书。公司的路面预瞄系统是通过双目立体视觉系统功能与主动悬架系统结合从而实现的“魔毯”垂向控制技术，能够在复杂的行驶工况下确保车辆的操控表现和减震效果，提升悬架系统的工作质量，让乘客总是处于平稳的乘坐环境之中。其核心构成双目立体视觉系统在ADAS功能上的表现同样卓越，可为车辆提供LDW、FCW、LKA、AEB、ACC、限高预警等十余项主动安全支持，合并路面预瞄功能，亦能提升整车智能化水平和系统性价比。

图17 双目路面预瞄系统



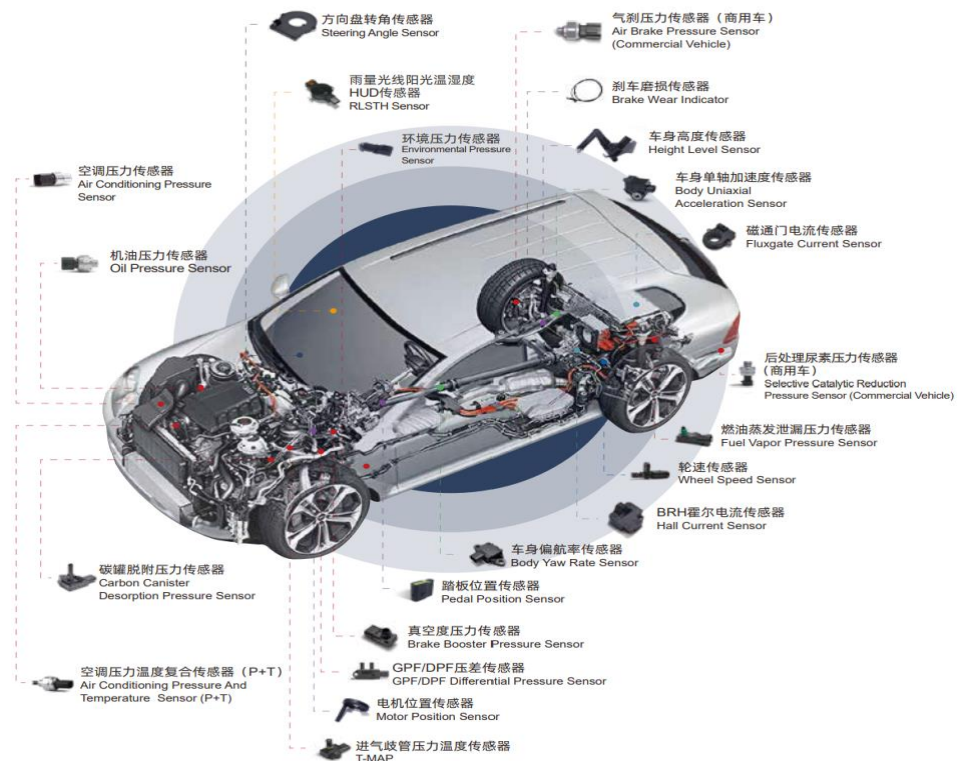
资料来源：元橡科技，东海证券研究所

## 2.2.智能感知：传感器产品矩阵丰富，ADAS 定点陆续突破

### 2.2.1.传感器：国内领先的传感器供应商，打造细分领域行业龙头

内生与外延发展并举，六大品类布局完善。2009 年公司开始布局汽车传感器，研发压力、光学等车规级传感器，之后先后收购常州英孚、PEX、TESONA、龙感科技等公司股权完善产品布局。(1) 常州英孚：2017 年公司投资常州英孚，布局主动式速度和位置类传感器、智能电池管理传感器、压力类传感器等产品。(2) PEX：2018 年公司收购 PEX 的 100% 股权，布局磨损传感器、温度传感器、霍尔传感器、特种电缆、BUSBAR 等产品，并取得 PEX 持有的传感器及智能加热系统设计工程开发公司 TESONA 的 51% 股权。(3) 龙感科技：2022 年公司收购龙感科技 55.74% 股权，布局方向盘转角传感器、电机位置传感器、座椅位置传感器、悬架高度传感器等车用速度位置类传感器。目前公司已形成汽车压力类、光学类、速度类、位置类、加速度类、电流类等 6 个品类、40 多种传感器产品，用于汽车电池系统、电力驱动系统、悬架系统、空调系统、热管理系统、底盘系统等，涉及品类平均单车价值量约为 1000 元。

图18 公司传感器产品



资料来源：公司网站，东海证券研究所

产品矩阵不断丰富，打造细分领域行业龙头。公司已成为国内领先的传感器供应商，轮速传感器、光线雨量传感器、电流传感器等已处于国内细分市场领先地位。2022 年，公司提出五年内实现年产销 1 亿只传感器的目标，在轮速、光雨量、电流传感器等领域建立更明确的优势。2022 年 12 月，公司发布磁通门电流传感器、电机位置传感器产品：(1) 高精度磁通门电流传感器：新能源汽车动力电池和三电管理系统的核心部件，可以缓解“里程焦虑”和“充电焦虑”，防止“过充过放”，保障新能源汽车安全运行。(2) 电机位置传感器：实现高效率、高精度、更平顺的扭矩与位置控制，以及高速电机转子位置高精度检测，是新能源汽车高速电机精确控制系统中不可缺少的核心部件，该传感器还广泛应用于线控制动、电动转向与电子离合等电控系统。

**投建匈牙利园区扩大全球布局。**公司传感器业务产能分布在上海松江、上海浦东、匈牙利埃尔德。公司在匈牙利投建传感器生产园区计划年末正式投产，规划年产能 500 万只刹车传感器和 700 万只其他类型传感器，将有效扩大公司传感器业务全球布局。

**表2 公司传感器业务产能布局**

生产基地	产品类型
上海松江	压力温度传感器、光学传感器、电流传感器、加速度传感器
上海浦东	位置传感器、速度传感器、角度传感器
匈牙利埃尔德	刹车磨损传感器

资料来源：公司网站，东海证券研究所

### 2.2.2.ADAS：环视系统、域控制器、DMS 等定点不断落地

**ADAS 产品覆盖车载视觉产品、车载毫米波雷达等。**2013 年公司开始研发基于视觉和毫米波雷达技术的汽车驾驶辅助系统，目前公司 ADAS 产品包括 360 环视系统、双目前视系统、驾驶员监测系统、车载毫米波雷达、立体视觉路面预瞄系统等。近几年来，公司先后与楚航科技、黑芝麻、领目科技等多家公司合作拓展智能驾驶业务。（1）领目科技：2020 年 10 月，公司与领目科技成立合资公司，2021 年双方合作的 PAEB 商用车制动项目实现量产，1V1R 单目视觉法规件、乘用车行泊一体域控制器均已获得定点。2022 年公司与领目科技达成最新合作，提升智能驾驶领域合作深度。（2）楚航科技：2021 年 3 月，公司与楚航科技签署合资合同，着力拓展 77GHZ 毫米波雷达业务。（3）黑芝麻：2021 年 4 月，公司与黑芝麻智能签署战略合作协议，致力于国产智能驾驶芯片技术与应用领域的专业合作。

**表3 公司智能驾驶产品类型**

分类	产品类型
摄像头	车外摄像头：全景影像摄像头、盲区检测摄像头；车内摄像头：疲劳驾驶摄像头、乘员检测摄像头、人脸识别摄像头、前视高清摄像头、单目摄像头、双目摄像头
雷达	前向毫米波雷达、后向毫米波雷达、前/后角毫米波雷达、舱内毫米波雷达、商用车侧向 BSD 毫米波雷达
域控制器	L2+ ADAS DCU 行泊一体域控制器、L2.9 AD DCU 行泊一体域控制器
超声波雷达	超声波雷达

资料来源：公司网站，东海证券研究所

**定点项目不断落地。**据公司公众号，2022 年公司域控制器产品获得乘用车 ADAS 域控制器及解决方案定点项目；率先研发出 800 万像素行泊一体机解决方案、“四级联 4D 成像雷达”样机。2023 年公司将发布智能驾驶 V-SEE™ 解决方案，并将重点投入 800 万像素智驾控制器、4D 成像雷达等产品研发。近期，公司环视系统及智能座舱 DMS 产品获得国内一家自主品牌新能源汽车品牌定点，预计生命周期 6 年，生命周期总金额 1.76 亿元，计划于 2023 年 9 月量产。

**表4 公司已公布的 ADAS 相关定点项目**

公告时间	产品类型	配套客户	生命周期	总金额	预计量产时间
2023 年 4 月	环视系统、智能座舱 DMS 产品	国内自主新能源汽车品牌	6 年	1.57 亿元	2023 年 9 月
2023 年 2 月	环视摄像头、控制器		5 年		2023 年 8 月
2022 年 11 月	行泊一体域控制器、超声波雷达	国内某新能源汽车品牌主机厂	6 年	7 亿元	2023 年 10 月
2022 年 9 月	300 万像素环视摄像系统	国内某自主品牌主机厂	6 年	6.45 亿元	2023 年
2022 年 9 月	360 环视系统	国内某自主品牌旗下电动车公司	8 年	1.7 亿元	2023 年
2022 年 2 月	360 高清环视摄像头	国内某自主品牌主机厂	5 年	1.46 亿元	2023 年 4 月

资料来源：公司公告、公司公众号，东海证券研究所



### 3.轻量化业务：多年深耕液压成形，有望受益汽车轻量化趋势

**液压成形技术较传统的冲压工艺可实现减重、降本。**液压成形技术通过内部加压液体介质和轴向加力补料把管坯材料压入到中空的模具型腔，使其贴合型腔内壁成形。与传统冲压焊接的产品相比，液压成形结构件的重量减轻 20%-30%，材料利用率提高 20%-40%。20 世纪 90 年代液压成形技术开始用于汽车制造业，2010 年以后开始用于副车架核心管件，如捷豹路虎 L550、凯迪拉克 ATS、丰田 RAV4 等。目前液压成形技术主要用于前副车架、后副车架、保险杠、梯形车架、牵引杆等底盘系统零部件，以及仪表盘支架、散热器支架、座椅框架、车顶侧梁、车体顶梁、车体侧围梁等车身系统零部件。

**表5 冲压件与液压件的重量对比**

	冲压件	液压件	减重效果
散热器支架	16.5kg	11.5kg	↓24%
轿车副车架	12kg	7-9kg	↓34%

资料来源：公司公众号，东海证券研究所

**多年深耕液压成形管件领域，有望受益汽车轻量化趋势。**公司 2010 年开始研制液压成形车身管件，2012 年首个底盘结构件项目（后副车架液压管件）量产，2017 年公司为哈弗 H2/H6/H7、比亚迪唐等配套的产品进入量产阶段，并获得东风柳汽、中恒天、沃尔沃等定点；2018 年公司与德国液压成形专家沙士基达成立合资公司保隆沙士基达，并获取全球性客户在华市场份额。目前公司已成为国内汽车液压成形汽车管件细分市场的主流配套企业，产品包括仪表盘支架、前副车架 U 型梁、后副车架下摆臂、后副车架横臂、后防撞梁、后副车架纵臂、后副车架前弯管、后副车架加强横管、扭力梁，下游客户包括宝马、大众、福特、凯迪拉克、沃尔沃、蔚来、小鹏、零跑、奇瑞、吉利、比亚迪等。2022 年公司轻量化单元获取来自头部自主品牌、头部新势力品牌、国际豪华车品牌的定点。

**图19 汽车轻量化结构件**



资料来源：公司网站，东海证券研究所

## 4.投资建议

预计 2023-2025 年公司归母净利润 4.03 亿元、5.50 亿元、7.01 亿元，对应 EPS 为 1.93 元、2.63 元、3.35 元，按 2023 年 4 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 23X、17X、13X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5.风险提示

**下游客户汽车销售不及预期的风险。**汽车行业竞争趋于激烈，市场竞争格局变化较快，部分车企存在销量不及预期的可能性。

**智能驾驶、轻量化结构件等业务开拓不及预期的风险。**公司智能驾驶业务处于较早期阶段，轻量化结构件领域竞争加剧，存在业务开拓不及预期的可能性。



## 附录：三大报表预测值

## 资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	858	603	805	1,018
应收票据及账款	1,310	1,557	2,079	2,628
预付账款	32	42	57	72
其他应收款	30	46	62	78
存货	1,530	1,637	2,182	2,756
其他流动资产	61	81	108	137
<b>流动资产总计</b>	<b>3,820</b>	<b>3,967</b>	<b>5,293</b>	<b>6,688</b>
长期股权投资	74	74	74	74
固定资产	1,393	1,448	1,635	1,938
在建工程	387	681	809	771
无形资产	201	209	250	275
长期待摊费用	2	1	-	-
其他非流动资产	738	788	785	783
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,795</b>	<b>3,201</b>	<b>3,554</b>	<b>3,840</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,615</b>	<b>7,168</b>	<b>8,847</b>	<b>10,528</b>
短期借款	813	725	1,283	1,725
应付票据及账款	1,256	1,353	1,804	2,278
其他流动负债	647	901	1,202	1,518
<b>流动负债合计</b>	<b>2,716</b>	<b>2,979</b>	<b>4,289</b>	<b>5,521</b>
长期借款	1,050	981	858	682
其他非流动负债	62	62	62	62
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,112</b>	<b>1,043</b>	<b>920</b>	<b>744</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,829</b>	<b>4,022</b>	<b>5,209</b>	<b>6,265</b>
股本	209	209	209	209
资本公积	1,067	1,067	1,067	1,067
留存收益	1,222	1,557	2,015	2,597
归属母公司权益	2,498	2,834	3,291	3,873
少数股东权益	288	313	347	389
<b>股东权益合计</b>	<b>2,787</b>	<b>3,146</b>	<b>3,638</b>	<b>4,263</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6,615</b>	<b>7,168</b>	<b>8,847</b>	<b>10,528</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	227	400	556	716
折旧与摊销	178	196	247	313
财务费用	101	80	86	100
其他经营资金	-335	-16	-335	-355
<b>经营性现金净流量</b>	<b>171</b>	<b>660</b>	<b>554</b>	<b>774</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-803</b>	<b>-609</b>	<b>-609</b>	<b>-609</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>334</b>	<b>-306</b>	<b>257</b>	<b>48</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-278</b>	<b>-255</b>	<b>202</b>	<b>213</b>

## 利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,778	6,030	8,050	10,176
营业成本	3,440	4,286	5,713	7,213
营业税金及附加	41	39	52	66
销售费用	240	295	394	499
管理费用	329	362	483	611
研发费用	327	398	531	672
财务费用	101	80	86	100
其他经营损益	-0	-	-	-
投资收益	-2	-	-	-
公允价值变动损益	5	-	-	-
营业利润	305	571	780	993
其他非经营损益	-2	-	-	-
利润总额	303	571	780	993
所得税	76	143	195	249
净利润	227	428	584	744
少数股东损益	13	25	34	43
归属母公司股东净利润	214	403	550	701
EBITDA	582	847	1,113	1,406
NPOLAT	301	488	648	818
EPS(元)	1.02	1.93	2.63	3.35

## 主要财务比率

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收益率	6%	9%	10%	10%
EBIT增长率	-10%	61%	33%	26%
EBITDA增长率	-3%	45%	31%	26%
净利润增长率	-20%	88%	36%	27%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	28%	29%	29%	29%
净利率	5%	7%	7%	7%
ROE	9%	14%	17%	18%
ROA	3%	6%	6%	7%
ROIC	11%	12%	14%	15%
<b>估值倍数</b>				
P/E	43	23	17	13
P/S	2	2	1	1
P/B	4	3	3	2
股息率	0%	1%	1%	1%
EV/EBIT	28	17	13	11
EV/EBITDA	20	13	10	8
EV/NOPLAT	41	25	18	14

资料来源：同花顺，东海证券研究所，截至 2023 年 4 月 28 日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师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,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089