

汽车弹簧“小巨人”，新能源汽车快速增长带来公司产品量价齐升

华纬科技(001380)

推荐 (首次)

核心观点:

- **受益自主品牌新能源汽车销量快速提升，小弹簧迎来大发展。**公司深耕弹簧行业 40 余年，实现车用弹簧国产替代。公司具备研发、客户资源等多项优势，研发方面，公司为技术驱动型企业，研发费用近三年不断增长，研发费用率保持在 4.5%左右。客户方面，乘用车客户覆盖大多数头部自主品牌新能源主机厂，商用车客户拓展至海外 Tier1。展望未来，公司将持续受益于自主新能源乘用车快速增长而增长。此外，公司弹簧产品应用领域已由汽车行业外延至轨道交通、工业机器人、农用机械等领域，持续积累业绩增长潜力。
- **新产品、新客户、新产能释放，公司持续壮大成长。**新产品：公司 2023 年稳定杆出货量预计相比 2022 年增长一倍以上，预计 2025 年完成 10 万套机器人等机械类弹簧配套。悬架弹簧等随着新能源汽车销量占比不断提升，带来产品结构的优化。2) 新客户：悬架弹簧产品现已成为长城、比亚迪、吉利等一流自主品牌供应商，未来将会不断拓展更多合资及外资新能源车型，受益新能源全球化浪潮。3) 新产能，公司 2025 年产能预计为 2022 年的 2.5 倍。
- **下游汽车弹簧市场发展向好，公司再迎向上机遇。**乘用车领域，螺旋弹簧是悬架弹簧的主流选择，自主替代空间广阔。新能源车带动空悬渗透率提升，搭载车型未来价格区间有望下降至 25 万元。自主品牌借新能源扶摇直上，公司市占率提升空间可期。商用车市场修复趋势明确，海外市场销量企稳，公司制动弹簧需求稳定。
- **投资建议：**我们预计 2023~2025 年营业收入分别为 12.82/17.76/23.13 亿元，同比增速分别为 44%/39%/30%，归母净利润分为 2.08/3.08/3.92 亿元，对应 EPS 分别为 1.61/2.39/3.04 元。给予公司 2024 年 25-30 倍 PE，对应目标价 59.75-71.70 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

表 1: 主要财务指标及预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	890.23	1282.00	1776.49	2312.94
收入增长率(%)	24.03	44.01	38.57	30.20
归母净利润(百万元)	112.69	207.84	307.78	391.91
利润增速(%)	82.07	84.43	48.09	27.33
摊薄 EPS(元)	0.87	1.61	2.39	3.04
PE	-	20.55	13.85	10.88

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

- **风险提示:** 1、汽车销量不及预期的风险; 2、原材料价格上涨的风险; 3、汽车促销引起的零部件降价的风险。

分析师

石金漫

☎: 010-80927689

✉: shijinman_yj@chinastock.com.cn

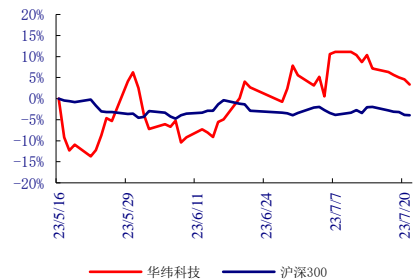
分析师登记编号: S0130522030002

市场数据

2023-07-21

A 股收盘价(元)	31.9
股票代码	001380
A 股一年内最高价/最低价(元)	34.30/26.64
上证指数	3,167.75
总股本/实际流通 A 股(万股)	12,888/3,157
流通 A 股市值(亿元)	10

相对沪深 300 表现图



相关研究

目 录

一、受益自主品牌新能源销量快速提升，小弹簧迎来大发展.....	5
(一) 深耕弹簧行业 40 余年，实现车用弹簧国产替代.....	5
(二) 紧跟新能源浪潮提升产品均价，技术研发能力出众.....	7
(三) 客户资源优质，深度绑定自主品牌.....	9
二、新产品、新客户、新产能释放，公司迎来快速发展.....	11
(一) 扩产进行中，2025 年产能扩充约 2.5 倍.....	11
(二) 重点布局新能源乘用车产品及新品类机器人等.....	12
三、下游汽车弹簧市场发展向好，公司再迎向上机遇.....	14
(一) 螺旋弹簧是悬架弹簧的主流选择，自主替代空间广阔.....	14
(二) 新能源市场大浪淘沙，公司具备优质下游客户优势.....	16
(三) 商用车市场景气度反转，公司制动弹簧销量支撑力强.....	17
四、财务分析.....	18
(一) 成本压力缓解推动盈利水平回升，管理费用率优化明显.....	18
(二) 公司规模稳步提升，经营情况保持良好水平.....	19
五、投资建议及估值.....	21
六、风险提示.....	22
附录：公司财务报表预测.....	23

插图目录

图 1: 公司发展历经 40 余年, 成长为汽车弹簧行业领军者	5
图 2: 公司股权结构稳定 (IPO 后公司股权架构)	6
图 3: 2022 年-2023 年 Q1 公司营收稳定增长	8
图 4: 2022 年-2023 年 Q1 公司归母净利润触底回升	8
图 5: 2022 年公司悬架弹簧收入显著提升 43.06%	8
图 6: 2022 年悬架弹簧业务占公司业务收入的 61.29%	8
图 7: 产品均价受益于新能源车业务的增长有所提升 (元/件)	9
图 8: 同级别燃油车整车质量较纯电动/插混车型较低 (KG/辆)	9
图 9: 2020-2022 年公司研发费用率保持高位	9
图 10: 公司客户覆盖自主品牌主机厂与全球 Tier1 供应商	10
图 11: 2022 年比亚迪跃升为公司第一大客户	10
图 12: 2022 年前五大境外客户贡献超过 90% 的境外收入	10
图 13: 公司位于弹簧制造业中游	14
图 14: 螺旋弹簧结构较为简单	14
图 15: 空气弹簧结构复杂, 造价高	14
图 16: 空悬搭载车型价格区间向下渗透 (车辆零售价格/万元)	15
图 17: 2023 年 1-5 月 30 万元以上车型占比 13.70%	15
图 18: 2023 年 1-5 月乘用车全市场 C 级车占比 13.47%	15
图 19: 2019 年以来自主品牌新能源市占率不断提升	16
图 20: 2022 年公司悬架弹簧市占率提升至 17.78%	16
图 21: 2022 年公司前五大客户中有三个自主乘用车品牌	16
图 22: 2023 年前五个月乘用车批发销量排名	16
图 23: 2023 年 1-5 月国内商用车市场进入修复态势	18
图 24: 公司制动弹簧销量与国内、欧洲、北美三大商用车市场紧密关联	18
图 25: 2019-2022 年公司各业务毛利贡献占比	18
图 26: 2022 年悬架与制动弹簧毛利率显著回升	18
图 27: 2022 年公司毛利率大幅高于竞争对手	19
图 28: 2022 年公司净利率大幅高于竞争对手	19
图 29: 2020 年以来公司销售费用率低位企稳	19
图 30: 2019 年以来公司管理费用率不断下滑	19
图 31: 公司总资产规模稳步扩张 (万元)	20
图 32: 公司资产负债率绝对值水平低 (万元)	20
图 33: 公司营运能力保持稳定	20
图 34: 公司经营活动现金流大幅回升 (万元)	21

表格目录

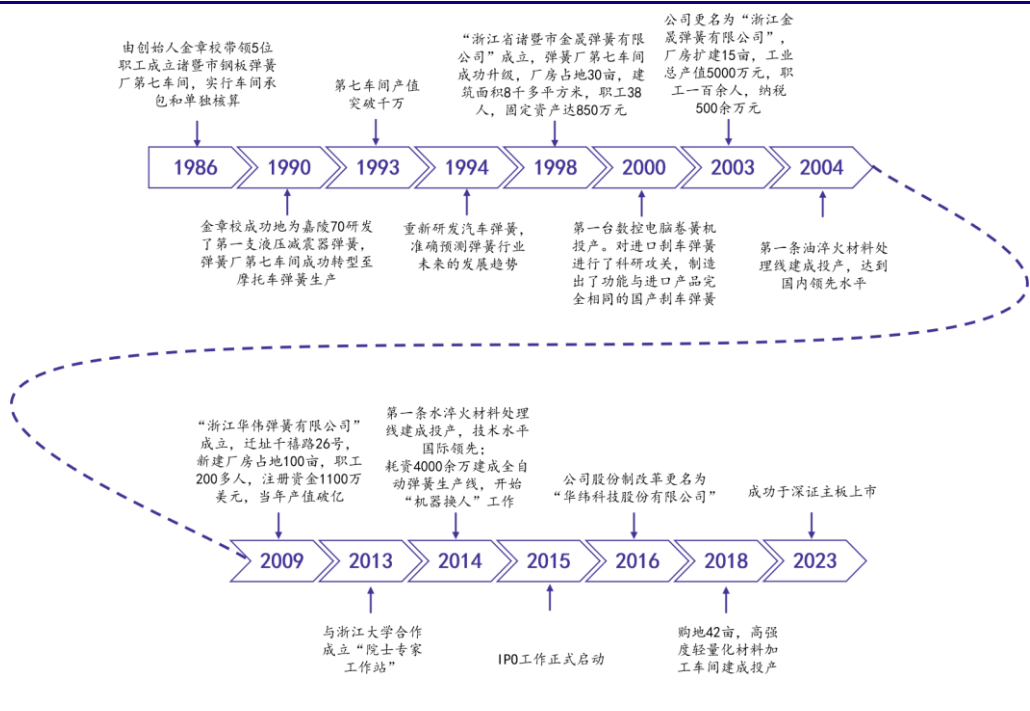
表 1: 主要财务指标及预测.....	1
表 2: 公司管理层经验丰富, 富有活力.....	6
表 3: 公司产品品类齐全.....	7
表 4: 公司有多个创新工艺处于研究与调试阶段.....	9
表 5: 公司境外客户主要为北美、欧洲的大型汽车零部件厂商.....	11
表 6: 公司 2020~2025E 各类产品出货量及收入分拆.....	12
表 7: 公司产能利用率近年来处于较高水平 (万只).....	12
表 8: 公司募投项目侧重悬架弹簧产品, 以满足乘用车客户需求.....	13
表 9: 自主品牌密集上市新车, 扩大公司销量增长空间.....	17
表 10: 分产品营收及毛利率预测 (2021~2025E).....	21
表 11: 主要财务指标及预测 (2022~2025E).....	22
表 12: 可比公司 PE 估值表 (截止 2023.7.14).....	22
表 13: 公司财务报表预测 (百万元).....	23

一、受益自主品牌新能源销量快速提升，小弹簧迎来大发展

(一) 深耕弹簧行业 40 余年，实现车用弹簧国产替代

国家级专精特新“小巨人”，引领车用弹簧进口替代。展望未来，公司将持续受益于自主新能源乘用车快速增长而增长，且下游应用领域不断拓展，持续增长可期。公司是全球车用弹簧龙头企业，深耕弹簧行业 40 余年，1994 年开始研发汽车弹簧，引领了汽车弹簧实现国产替代的进程。公司前身为诸暨市钢板弹簧厂第七车间，在成长为上市公司的过程中不断引领行业的技术进步，成功建成多类型技术的领先技术产线，工厂规模、职工数量、产值不断攀升。依托于杰出的技术实力和不断扩张的业务体量，公司弹簧产品应用领域已由汽车行业外延至轨道交通、工业机器人、农用机械等领域，持续积累业绩增长潜力。

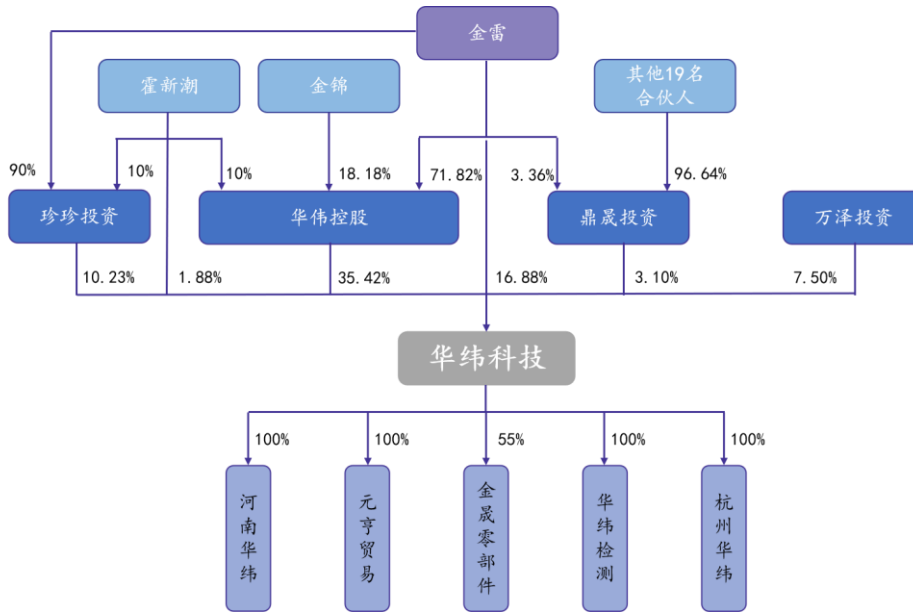
图 1: 公司发展历经 40 余年，成长为汽车弹簧行业领军者



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

实际控制人直接、间接持股比例 34.75%，公司股权结构稳定、集中，决策效率较高。公司实际控制人金雷，系创始人金章校的儿子，2023 年 5 月 16 日，公司 IPO 后，金雷直接持股比例为 16.88%，并通过珍珍投资、华伟控股、鼎晟投资间接持股 17.87%。另外，公司股东金锦、霍新潮与实际控制人金雷为亲属关系，公司高层决策机制顺畅，决策效率较高。

图 2: 公司股权结构稳定 (IPO 后公司股权架构)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

管理层经验丰富, 富有活力。公司管理层学历普遍在本科之上, 核心经营管理层与技术人员具有丰富的从业经验, 且公司管理层平均年龄较低, 富有活力, 有助于公司在中长期保持稳定的管理层结构, 推动公司持续创新, 继续担任汽车弹簧行业先锋。

表 2: 公司管理层经验丰富, 富有活力

姓名	职位	年龄	学历	性别	主要工作经历
金雷	董事长、总经理	35	硕士	男	高级经济师, 2009 年 8 月至 2016 年 12 月, 任浙江金晟弹簧有限公司执行董事、经理; 2016 年 12 月至今, 任华伟控股执行董事; 2016 年 11 月至今, 任鼎晟投资执行事务合伙人; 2017 年 11 月至今, 任珍珍投资执行事务合伙人; 2009 年 9 月至今, 任香港华纬董事; 2011 年 11 月至今, 任河南华纬执行董事兼经理; 2014 年 9 月至今, 历任金晟零部件董事长、董事、董事兼经理; 2021 年 7 月至今, 任杭州华纬执行董事、总经理; 2011 年 11 月至今, 任公司董事长、总经理。
霍新潮	董事、副总经理	52	大专	男	1989 年 9 月至 1998 年 12 月, 任诸暨市钢板弹簧厂卷簧工; 1998 年 12 月至 2009 年 3 月, 任浙江金晟弹簧有限公司销售经理; 2009 年 3 月至 2016 年 11 月, 任公司销售副总经理; 2016 年 2 月至 2017 年 1 月, 任华伟控股监事; 2009 年 9 月至今, 任香港华纬董事; 2014 年 9 月至今, 任金晟零部件董事; 2016 年 11 月至今, 任公司董事、副总经理。
方舟	副总经理	51	本科	男	1993 年 7 月至 1999 年 12 月, 任浙川减震器厂开发部经理; 1999 年 12 月至 2007 年 2 月, 任浙川县丹江减震器有限公司总工程师; 2007 年 2 月至 2009 年 7 月, 任浙江金晟弹簧有限公司副总经理; 2021 年 1 月至今, 任华纬检测执行董事、经理; 2009 年 7 月今, 任公司副总经理。
黄斌	副总经理	42	硕士	男	2003 年 6 月至 2005 年 3 月, 任浙江三花制冷集团有限公司质管员、副总经理秘书; 2005 年 3 月至 2008 年 3 月, 任博世电动工具(中国)有限公司物流主管; 2008 年 3 月至 2009 年 7 月, 任浙江金晟弹簧有限公司副总经理; 2016 年 3 月至今, 任金晟零部件监事; 2009 年 7 月至今, 任公司副总经理。
姚佰林	董事、董事会秘书	40	本科	男	2008 年 11 月至 2016 年 9 月, 历任中国邮政储蓄银行诸暨枫桥支行行长、诸暨牌头支行行长; 2009 年 2 月至今, 任绍兴柯桥泰斗纺织品有限公司监事; 2016 年 11 月至今, 任公司董事、董事会秘书。
童秀娣	财务总监	44	本科	女	2000 年 9 月至 2009 年 6 月, 历任浙江金晟弹簧有限公司会计、财务部经理; 2009 年 7 月至 2016 年 11 月, 任公司财务部经理; 2016 年 3 月至今, 任金晟零部件监事; 2016 年 11 月至今, 任公司财务总监。

寿新涛	核心技术人员	46	本科	男	2000年7月至2009年6月，任浙江金晟弹簧有限公司技术经理；2009年7月至今，任公司技术部经理。
郭平勇	核心技术人员	44	本科	男	2003年7月至2005年6月，任浙江华海机械集团有限公司技术员；2005年7月至2007年12月，任诸暨市康宇弹簧有限公司技术员；2008年2月至2009年6月，任浙江金晟弹簧有限公司技术部副经理；2009年7月至今，任公司技术部副经理。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

（二）紧跟新能源浪潮提升产品均价，技术研发能力出众

产品覆盖乘、商用车，品类齐全。公司产品包括悬架弹簧、制动弹簧、阀类弹簧、异形弹簧和稳定杆，可广泛用于乘用车和商用车中包含传动、制动、车身等在内的零部件系统中。公司兼具功能性弹簧与安全性弹簧研发生产能力，能够充分满足客户需求。

表 3: 公司产品品类齐全

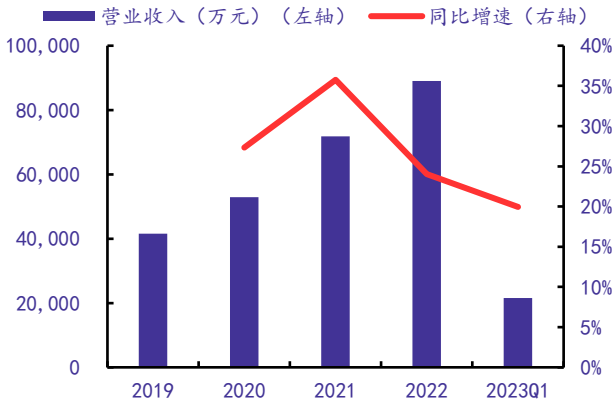
产品名称	产品图片	产品简介
悬架弹簧		悬架系统中的重要功能性零件，主要用于承受和传递载荷、吸收震动，保证车辆稳定性、乘员的舒适性。
制动弹簧		制动弹簧用于制动气室中，连接缸体与活塞或膜片，是推动主制动推杆产生制动的储能单元。制动气室通常使用在商用卡车上，其作用是将压缩空气的压力转换成机械能输出，为汽车提供制动力矩。
阀类弹簧		用于各种复原阀、电磁阀、安全阀、调压阀、节流阀等阀类，广泛应用于乘用车、商用车、轨道交通上。
异形弹簧		区别于传统形状的不规则弹簧，又称花式弹簧，有弯曲和大量复杂的角度设计，对设计、制造工艺、设备的要求比较高，广泛应用于汽车车身、汽车传动系统、汽车制动系统、机器人机械臂等。
稳定杆		又称防倾杆、横向稳定杆，主要防止车身在转弯时发生过大的横向侧倾，能够有效防止汽车横向倾翻，保持车身横向稳定。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

营业收入稳步增长，盈利水平反转向上。2022年，公司实现营业收入 8.90 亿元，同比增加 24.03%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比增加 77.40%，2023 年 Q1，公司实现营业收入

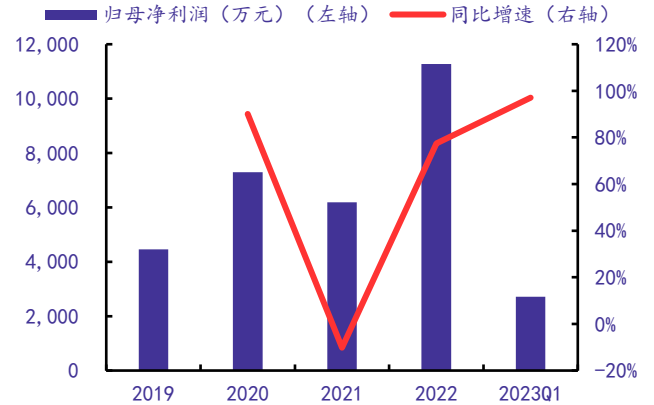
2.15 亿元，同比增加 19.95%；实现归母净利润 0.27 亿元，同比增加 97.07%，公司营收保持稳定增长，得益于下游自主品牌客户的市场份额增长，归母净利润增速显著快于营收，主要系原材料成本下行带来的毛利率提升，驱动公司盈利水平触底回升。

图 3：2022 年-2023 年 Q1 公司营收稳定增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

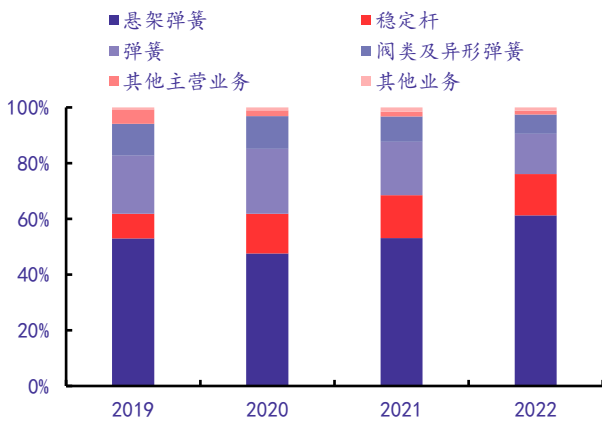
图 4：2022 年-2023 年 Q1 公司归母净利润触底回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

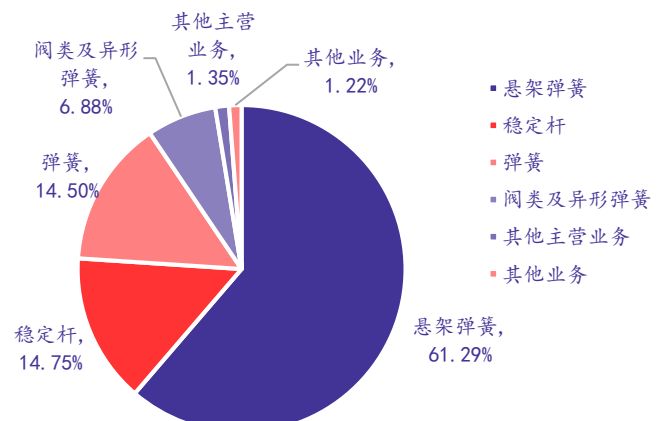
近几年公司受益于下游客户自主品牌新能源汽车销量提升而不断壮大。乘用车业务占比不断提升。悬架弹簧是公司业务中占比最大的产品，2022 年实现营收 5.46 亿元，同比+43.06%，占公司业务收入的 61.29%，同比+8.16pct，继续延续去年的增长态势。悬架弹簧主要应用于乘用车，公司近年来不断拓展乘用车主机厂客户，相关业务取得良好发展。另外，公司第二大业务稳定杆近年来收入也有所增长，2022 年实现营收 1.31 亿元，同比+19.15%，占公司业务收入的 14.75%，同样受益于乘用车客户的拓展。

图 5：2022 年公司悬架弹簧收入显著提升 43.06%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

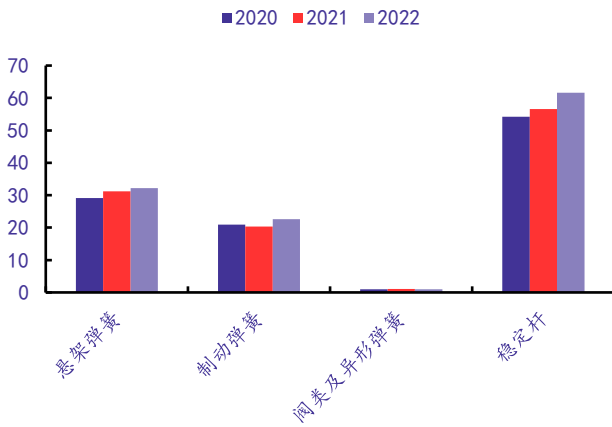
图 6：2022 年悬架弹簧业务占公司业务收入的 61.29%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

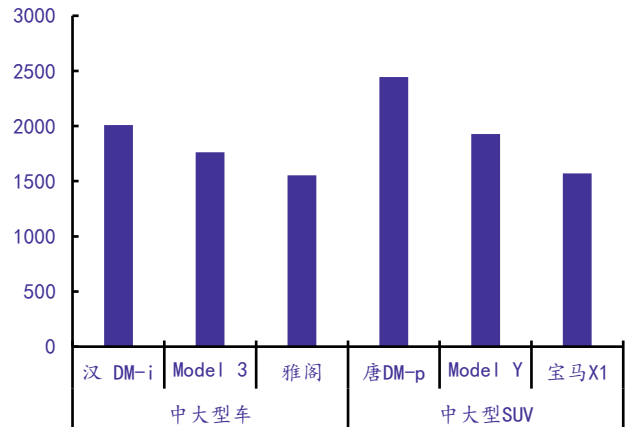
因新能源汽车自身重量较重，对弹簧性能品质提出较高要求，因此新能源车相比燃油车产品均价提升。2022 年公司悬架弹簧、制动弹簧、阀类及异形弹簧、稳定杆的销售均价分别为 32.20/22.56/0.95/61.60 元/件，同比分别+3.07%/+10.70%/-11.21%/+8.81%，悬架弹簧和稳定杆的单价提升来源于公司新能源车业务的增长，同级别下新能源车的车身较燃油车更重，例如中大型轿车汉 DM-i、Model 3 的较同级别的雅阁全车质量重 200-450kg，基于安全性的考虑，新能源车采用的悬架弹簧和稳定杆通常需要具备更好的性能水平，因而价值量有所增长。

图 7: 产品均价受益于新能源车业务的增长有所提升(元/件)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

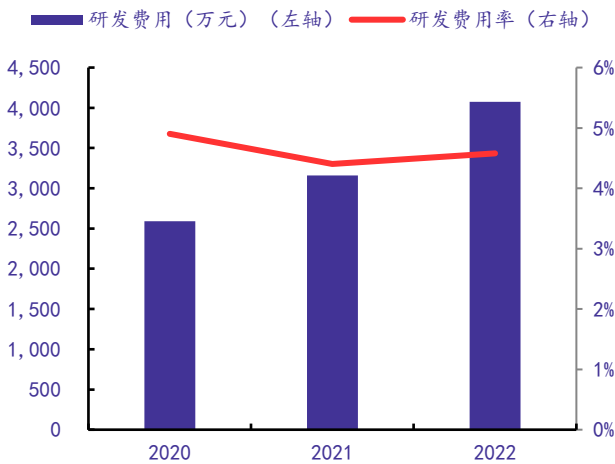
图 8: 同级别燃油车整车质量较纯电动/插电车型较低(KG/辆)



资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院整理

公司为技术驱动型企业, 研发费用近三年不断增长, 研发费用率保持在 4.5%左右。2022 年公司研发费用为 4074.43 万元, 同比+28.93%, 研发费用率为 4.58%, 同比+0.18pct, 公司自成立以来技术实力持续位于行业前列, 引领了中国汽车弹簧行业的技术进步, 因而对技术研发具有较高的重视程度, 保持了较大的研发投入力度。目前公司仍有多种创新的工艺处于研究和调试阶段, 预计公司将继续保持技术领先优势, 不断推进汽车弹簧的工艺改良与技术创新。

图 9: 2020-2022 年公司研发费用率保持高位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 4: 公司有多个创新工艺处于研究与调试阶段

项目名称	进展阶段
具有优异绕制和耐腐蚀性的高强度淬火钢丝的研发	方案研究
青铜合金材料弹簧工艺的研发	方案研究
感应热处理短轴生产线淬火工艺的研发	初步调试
一种热卷弹簧材料表面缺陷探伤修磨处理工艺的研发	方案研究
汽车电动尾门弹簧的研发	初步调试
一种贝氏体悬架弹簧的热处理工艺的研发	方案研究

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(三) 客户资源优质, 深度绑定自主品牌

乘用车客户覆盖大多数头部自主新能源主机厂, 商用车客户拓展至海外 Tier1。公司依靠多年的技术积累实现了国产汽车弹簧与国际领先水平的齐平, 伴随国内主机厂产业链自主可控诉求的提升, 公司产品不断进入自主品牌供应链, 目前已覆盖包括了吉利、长城、比亚迪、红旗、长安、北汽、上汽、奇瑞、江淮、小鹏汽车、蔚来汽车、领克汽车等在内的乘用车自主品牌和一汽东机工、瑞立集团、万都、万安科技、南阳浙减、法士特等 Tier1 供应商。同时, 公司产品质量得到国际客户认可, 进入采埃孚、瀚德、克诺尔、班迪克斯等海外知名 Tier1 供应商的全球供应链体系, 积累起良好的市场口碑。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

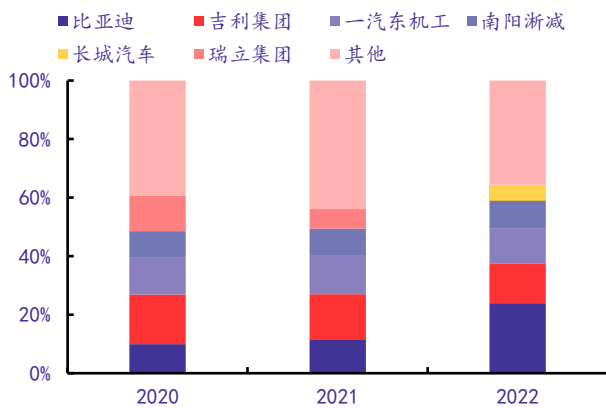
图 10: 公司客户覆盖自主品牌主机厂与全球 Tier1 供应商



资料来源: 公司官方公众号, 中国银河证券研究院

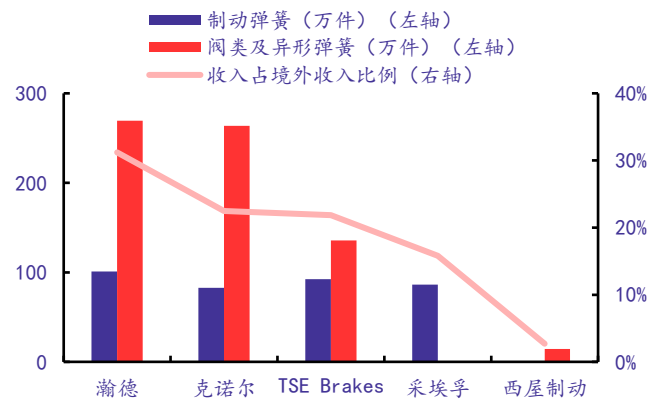
比亚迪跃升至第一大客户, 2022 年收入占比约 24%, 客户壁垒愈发明显。2022 年公司第一大客户由吉利集团变更为比亚迪, 主要系比亚迪销量高增所致。2022 年公司向比亚迪销售收入 2.13 亿元, 同比+161.17%, 占公司营业总收入的 23.93%, 同比+12.56pct。其中, 公司悬架弹簧产品向比亚迪销售 570.99 万件, 按照单车用 4 件计算, 份额接近 80%。境外客户方面, 2022 年公司前五大核心客户分别为瀚德、克诺尔、TSE Brakes、采埃孚、西屋制动, 合计收入占境外收入比重的 94.07%, 客户集中度较高。公司出口产品主要为商用车所用的制动弹簧、阀类及异形弹簧, 公司与境外客户保持了多年的合作关系, 客户黏性高。

图 11: 2022 年比亚迪跃升为公司第一大客户



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 12: 2022 年前五大境外客户贡献超过 90% 的境外收入



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

商用车全球化战略稳步推进, 乘用车蓄势待发。公司境外客户主要集中在北美、欧洲地区, 以大型汽车零部件厂商为主。公司产品具备生产工艺先进、采购价格相对较低等竞争优势, 得到海外客户认可, 加速走向全球市场。北美、欧洲地区是全球商用车市场核心区域, 其中美国商用车 2021 年生产 760.42 万辆, 占全球商用车总量的 32.93%, 是全球最大的商用车市场, 公司主要向境外客户提供商用车所用弹簧产品, 基于现有客户基础, 公司未来能够进一步拓展北美、欧洲地区的其他商用车客户, 并基于已经形成的良好市场声誉向北美、欧洲等地的头部

新能源乘用车主机厂探索未来合作机会，以此扩大商业版图。

表 5：公司境外客户主要为北美、欧洲的大型汽车零部件厂商

公司名称	客户类型	市场地位
采埃孚	汽车零部件企业	世界 500 强企业，根据其披露的数据，2020-2022 年的营业收入分别为 326.11 亿欧元、383.13 亿欧元和 438 亿欧元。
克诺尔	汽车零部件及轨道交通企业	美国纳斯达克上市公司，根据其年报披露的数据，2020-2022 年的营业收入分别为 61.57 亿欧元、67.06 亿欧元和 71.50 亿欧元。
翰德	汽车零部件企业	瑞典斯德哥尔摩证券交易所上市公司，根据其年报披露的数据，2020-2022 年 1-6 月的营业收入分别为 40.07 亿瑞典克朗、46.12 亿瑞典克朗和 27.06 亿瑞典克朗。
TSE Brakes	汽车零部件企业	纽约证券交易所上市公司伯克希尔哈撒韦旗下 MarmonHoldings,Inc.的下属子公司，根据其披露的年报数据，2020-2022 年 1-6 月 MarmonHoldings,Inc.营业收入分别为 76 亿美元、98 亿美元和 54 亿美元。
西屋制动	轨道交通企业	美国纳斯达克上市公司，根据其年报披露的数据，2020-2022 年的营业收入分别为 75.56 亿美元、78.2 亿美元和 83.62 亿美元。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

二、新产品、新客户、新产能释放，公司迎来快速发展

（一）扩产进行中，2025 年产能扩充约 2.5 倍

2020~2022 年，公司主要产品产能利用率均保持在 90%以上，扩产需求强烈。根据公司 IPO 募投项目规划，我们简单测算，按照现有规划，公司 2025 年产能预计为 2022 年的 2.5 倍。

- 1) 在新产品方面，公司 2023 年稳定杆出货量预计在 500 万台，相比 2022 年增长一倍以上，预计 2025 年完成 10 万套机器人等机械类弹簧配套。此外，公司悬架弹簧等随着新能源汽车销量占比不断提升，带来产品结构的优化。同类别同型号车中，非铝合金等新材料的车身的新能源汽车相比一般传统燃油车重量多 20%~30%，因此对弹簧的承重等带来更高的要求，对应单车弹簧价值量也提升 20%~30%。
- 2) 在新客户方面，悬架弹簧产品现已成为长城、比亚迪、吉利等一流自主品牌供应商，未来将会不断拓展更多合资及外资新能源车型，打开成长空间。制动弹簧方面，有望不断拓展更多海外商用车客户。此外，在机器人及工程机械等领域，公司不断拓展新的下游客户。
- 3) 在新产能方面，公司 IPO 募集 43,420 万元用于拟扩建 1050 万件悬架弹簧、350 万件制动弹簧和 7100 万件阀类及异形弹簧产能，项目达产后，较 2022 年，悬架弹簧、制动弹簧产能提升 56.68%，阀类及异形弹簧产能提升 88.75%，稳定杆产能提升 250%。此外还将扩建 900 万根新能源汽车稳定杆和 10 万套机器人及工程机械弹簧产能。

表 6: 公司 2020~2025E 各类产品出货量及收入分析

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
悬架弹簧	出货量 (万只)	834	1188	1678	2215	2702	3162
	平均单价 (元)	29.08	31.24	32.20	33.10	33.80	34.30
制动弹簧	出货量 (万只)	572	644	507	679	904	1084
	平均单价 (元)	20.88	20.38	22.56	22.63	23.12	23.40
阀类及异形弹簧	出货量 (万只)	5797	5745	6303	9013	11717	13358
	平均单价 (元)	0.95	1.07	0.95	1.00	1.00	1.00
稳定杆	出货量 (万只)	140	195	213	500	880	1380
	平均单价 (元)	54.19	56.61	61.6	61	61	61
机器人及工程机 械弹簧	出货量 (万套)						10
	平均单价 (元)						
四大类产品合计营收 (百万元)		492.9	674.2	845.8	1282	1776.2	2313.5

数据来源: 资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(二) 重点布局新能源乘用车产品及新品类机器人等

产能维持高利用率, 扩产需求旺盛。2020-2022 年, 公司主要产品悬架弹簧和制动弹簧产能利用率保持在 90%以上, 悬架弹簧产销率维持在 95%左右, 制动弹簧产销率接近 100%, 阀类及异形弹簧产能利用率与产销率同样维持在良好水平, 稳定杆产能利用率稳定提升, 客户需求不断扩张。综合来看, 公司产能利用率目前维持在高水平, 公司下游乘用车客户市场前景良好, 对公司产品需求有望继续提升, 公司产能面临较大的扩产需求。

表 7: 公司产能利用率近年来处于较高水平 (万只)

产品	项目	2020 年	2021 年	2022 年
悬架弹簧、制动 弹簧	产能	1560	2090	2470
	悬架弹簧产量	874.33	1236.52	1771.61
	制动弹簧产量	578.36	645.74	513.91
	合计产量	1452.69	1882.26	2285.53
	产能利用率	93.12%	90.06%	92.53%
	悬架弹簧销量	833.85	1187.59	1678.41
	制动弹簧销量	572.1	644.18	507.09
	悬架弹簧产销率	95.37%	96.04%	94.74%
	制动弹簧产销率	98.92%	99.76%	98.67%
	阀类及异形弹簧	产能	6800	7900
产量		6018.59	6655.15	7026.02
产能利用率		88.51%	84.24%	87.83%
销量		5797.12	5745.26	6302.93
产销率		96.32%	86.33%	89.71%
稳定杆	产能	360	360	360
	产量	139.6	209.79	216.43
	产能利用率	38.78%	58.28%	60.12%
	销量	139.58	194.67	213.14

产销率	99.99%	92.79%	98.48%
-----	--------	--------	--------

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

募投项目侧重乘用车产品，兼顾商用车及机器人。2023年5月11日，公司发布IPO招股说明书，募集43,420万元用于建设新增年产8000万只各类高性能弹簧及表面处理技改项目（20,000.00万元）、高精度新能源汽车悬架弹簧智能化生产线项目（18,520.00万元）和研发中心项目（4,900.00万元），拟扩建1050万件悬架弹簧、350万件制动弹簧和7100万件阀类及异形弹簧产能。2023年6月30日，公司发布公告称拟以IPO所募集的16,000万元加上自有资金9,000万元投入扩建900万根新能源汽车稳定杆和10万套机器人及工程机械弹簧产能。IPO项目达产后，较2022年，悬架弹簧、制动弹簧产能提升56.68%，阀类及异形弹簧产能提升88.75%，稳定杆产能提升250%。公司募投项目重点扩建了乘用车所用的悬架弹簧和稳定杆产品，以适配其下游乘用车客户未来有望继续增长的产品需求，同时兼顾商用车产品的潜在增长空间及新兴的机器人产品，以此更好的调整产品及业务结构，推动公司产能扩建与生产效率的同步提升。

表 8：公司募投项目侧重悬架弹簧产品，以满足乘用车客户需求

项目名称	拟投入募集资金(万元)	实施地点	扩建产能	项目 建设期	稳态营业收入 贡献(万元)	稳态净利润 贡献(万元)
新增年产8000万只各类高性能弹簧及表面处理技改项目	20,000.00	浙江省诸暨经济开发区	年产能：悬架弹簧550万件、制动弹簧350万、阀类及异形弹簧7,100万件	2年	32,469.33	5,670.27
高精度新能源汽车悬架弹簧智能化生产线项目	18,520.00	河南华纬现有厂区	年产能：悬架弹簧500万件	2年	16,500.00	2,018.89
研发中心项目	4,900.00	浙江省诸暨经济开发区	-	-	-	-
年产900万根新能源汽车稳定杆和年产10万套机器人及工程机械弹簧建设项目	25,000(超募资金16,000,自有资金9,000)	诸暨市陶朱街道千禧路	年产能：900万根新能源汽车稳定杆、10万套机器人及工程机械弹簧	项目一期计划于2023年8月底前启动建设，2024年3月底前竣工，2024年6月底前投产运营。项目二期计划于2024年6月底前启动建设，2025年6月底前竣工，2025年12月底前投产运营。	项目税后投资回收期6.51年(含建设期)，税后财务内部收益率20.44%。	-

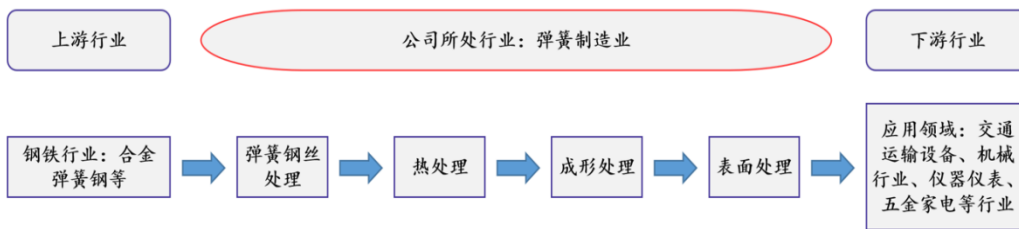
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

三、 下游汽车弹簧市场发展向好，公司再迎向上机遇

(一) 螺旋弹簧是悬架弹簧的主流选择，自主替代空间广阔

公司位于弹簧制造行业产业链中游。弹簧是一种利用弹性来工作的机械零件，具备减震、储能、控制、维持张力等多方面功能，广泛应用于交通运输设备、机械行业、仪器仪表、五金家电等行业。弹簧制造业上游主要为合金弹簧钢等原材料，中游包括钢丝处理、热处理、成形处理、表面处理等制造环节，下游主要为上述弹簧应用场景，公司位于产业链中游，从上游采购钢材后加工形成弹簧产品交付客户。

图 13: 公司位于弹簧制造业中游



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

弹簧种类繁多, 乘用车用悬架弹簧主要分为螺旋弹簧和空气弹簧。由于功能众多, 弹簧具有多个种类, 例如螺旋弹簧、蝶形弹簧、涡卷弹簧、板弹簧、空气弹簧、橡胶弹簧等, 适用于不同场景于车型。乘用车悬架主要采用螺旋弹簧和空气弹簧两种弹簧, 公司的悬架弹簧产品为螺旋弹簧。螺旋弹簧和空气弹簧的区别在于: 螺旋弹簧结构简单, 制造方便, 价值量较低, 空气弹簧结构较为复杂, 单车价值量在 3000 元左右, 但优势在于可以进行自动调节, 优化驾乘体验。

图 14: 螺旋弹簧结构较为简单



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

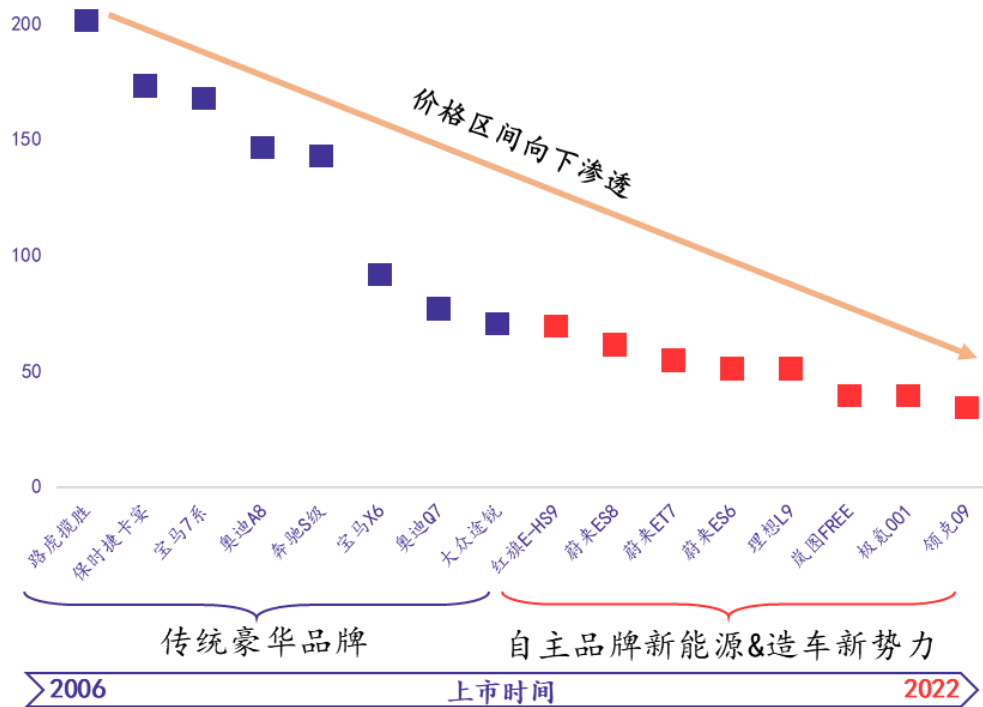
图 15: 空气弹簧结构复杂, 造价高



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

新能源车带动空悬渗透率提升, 搭载车型未来价格区间有望下降至 25 万元。过去空气悬架多搭载于 70 万元以上的豪华车型, 自主品牌为提升产品竞争力, 打造越级化驾乘体验, 逐渐将空气悬架搭载至 30-50 万元左右车型, 例如极氪 001、岚图 Free、理想 L9 等, 伴随保隆科技、中鼎股份、拓普集团等本土零部件厂商对空悬系统关键零部件的进一步国产化, 空悬系统价格有望继续下降, 搭载车型价格区间有望下探至 25 万元。

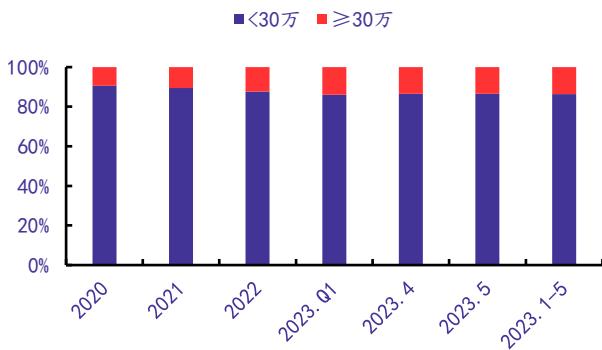
图 16: 空悬搭载车型价格区间向下渗透 (车辆零售价格/万元)



资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

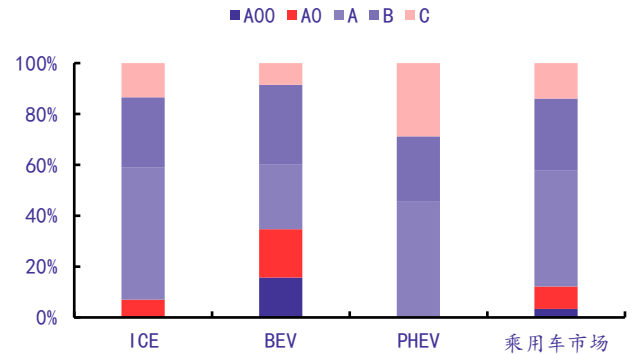
25 万元以下车型占据主流市场，螺旋弹簧仍是最主流的悬架弹簧选择。尽管搭载车型价格区间的下探为空悬渗透率的提升打开广阔空间，但市场份额最大的中低端车型受到成本限制，仍需使用螺旋弹簧作为悬架弹簧，螺旋弹簧的市场地位并未受到根本性的影响。据乘联会数据，2023 年 1-5 月，乘用车市场中 30 万元以上车型占比仅 13.70%，高端 C 级车市场份额为 18.63%，燃油车市场高端 C 级车市场份额为 13.47%，BEV+PHEV 由于其各自特性使得新能源市场的车型占比结构出现较大变化，但考虑到国内消费者的消费习惯及消费预期，我们判断国内消费者的消费能力与消费偏好并未发生根本性变化，伴随新能源渗透率的进一步提升，其市场结构也将继续向已经成熟的燃油车市场转变，因此我们认为市场中至少还将有 80% 的车型继续采用低成本的螺旋弹簧作为悬架弹簧。

图 17: 2023 年 1-5 月 30 万元以上车型占比 13.70%



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

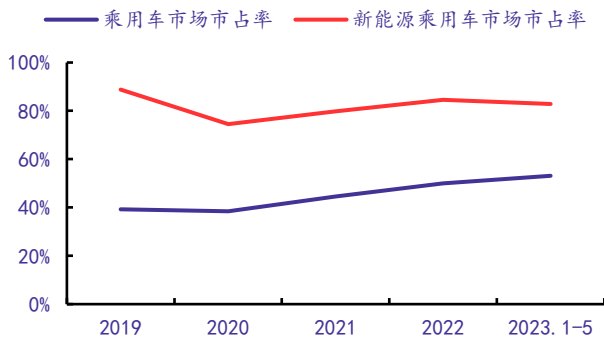
图 18: 2023 年 1-5 月乘用车全市场 C 级车占比 13.47%



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

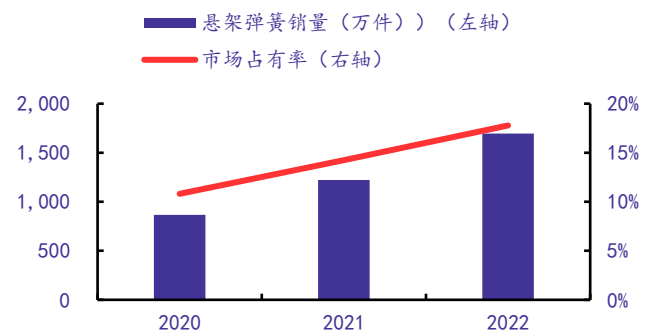
自主品牌借新能源扶摇直上，公司市占率提升空间广阔。公司乘用车客户覆盖比亚迪、吉利、长城、长安等自主品牌头部客户，未来成长有望受到自主品牌份额提升驱动。自2020年以来，自主品牌受益于新能源车市场的增长，在乘用车市场份额不断提升，2023年前五个月，自主品牌市占率突破50%至53.12%，同时，新能源车市场的扩张并未带来自主品牌市占率的显著下滑，2023年前五个月，自主品牌新能源车市场市占率仍超过80%，目前自主品牌已在新能源车领域形成稳定的竞争优势地位，领先于合资及传统豪华品牌，未来伴随新能源车渗透率的进一步上升，自主品牌的市场份额有望进一步提升，公司产品也将伴随自主品牌市场份额的提升迎来更大需求。据公司统计，2022年公司悬架弹簧市占率同比上升3.52pct至17.78%，相对自主品牌市占率而言仍处低位，公司产品质量已在头部自主品牌得到充分验证，随着后续良好示范效应的显现，我们预计公司产品市占率仍具备较为广阔的提升空间，未来潜力十足。

图 19: 2019 年以来自主品牌新能源市占率不断提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 2022 年公司悬架弹簧市占率提升至 17.78%

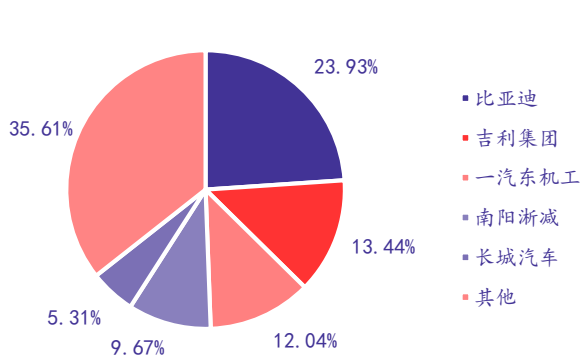


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(二) 新能源市场大浪淘沙，公司具备优质下游客户优势

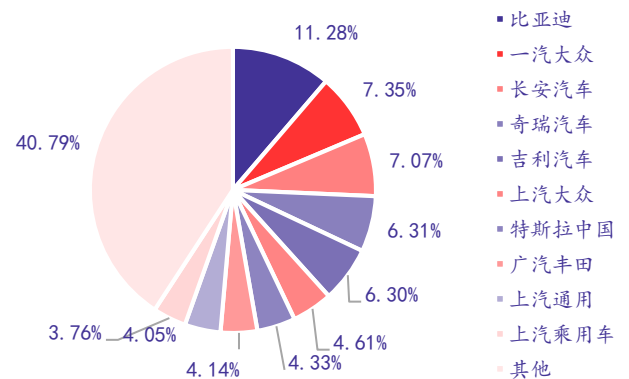
公司核心客户市场份额位居前列，市场竞争地位提升。2022年，公司前五大客户中比亚迪、吉利集团、长城汽车为乘用车客户，其中比亚迪、吉利在2023年前五个月的乘用车批发销量排行中分列第一和第五位，位居市场前列，另外，排名前十中的长安、奇瑞、上汽乘用车三大自主品牌同样为公司客户，自主品牌在市场竞争中逐渐脱颖而出。

图 21: 2022 年公司前五大客户中有三个自主乘用车品牌



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 22: 2023 年前五个月乘用车批发销量排名



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

自主品牌新车密集上市，扩容公司产品销量增长空间。2023年新能源车市场竞争加剧，自主品牌争相发布新款车型提升品牌竞争力，新能源车市场百花齐放，包括比亚迪王超系列冠

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

军版、腾势 N7、吉利银河 L7、极氪 X、长城蓝山、枭龙、坦克 Hi4-T、长安深蓝 S7、蔚来新款 ES6、ET7、理想 L7 等在内的车型接连上市，各主机厂规划了较为明确的未来销量指引，以具备市场竞争力的新款车型驱动销量向目标增长。公司与自主品牌具有深厚的合作基础，产品质量已经过市场验证，有望充分受益于新车上市带来的新能源车市场增量，产品销量获得更大的增长空间。

表 9: 自主品牌密集上市新车, 扩大公司销量增长空间

品牌	车型	上市时间	价格 (万元)	级别	动力类型	2025 年销量目标 (万辆)
比亚迪	腾势 N7	2023 年 7 月	30.18-37.98	中型 SUV	纯电	510
	秦 PLUS-冠军版	2023 年 2 月	9.98-17.68	紧凑型轿车	插电式混动/纯电	
	宋 PLUS-冠军版	2023 年 6 月	16.98-18.98	紧凑型 SUV	插电式混动/纯电	
	汉-冠军版	2023 年 5 月	18.98-29.98	中大型轿车	插电式混动/纯电	
	宋 Pro DM-i-冠军版	2023 年 5 月	13.58-15.98	紧凑型 SUV	插电式混动	
	海鸥	2023 年 4 月	7.38-8.98	小型车	纯电	
吉利	银河 L7	2023 年 5 月	13.87-17.37	紧凑型 SUV	插电式混动	365
	极氪 X	2023 年 4 月	18.98-22.98	紧凑型 SUV	纯电	
长城汽车	蓝山	2023 年 4 月	27.38-30.88	中大型 SUV	插电式混动	400
	枭龙	2023 年 5 月	13.98-15.68	紧凑型 SUV	插电式混动	
	枭龙 MAX	2023 年 5 月	15.98-17.98	中型 SUV	插电式混动	
	坦克 500Hi4-T	2023 年 6 月	33.50	中大型 SUV	插电式混动	
长安汽车	深蓝 S7	2023 年 6 月	14.99-20.29	中型 SUV	增程/纯电	350
蔚来	新款 ES6	2023 年 6 月	33.80-39.60	中型 SUV	纯电	130
	ET7	2023 年 4 月	42.80-50.60	中大型轿车	纯电	
理想	L7	2023 年 2 月	31.98-37.98	中大型 SUV	增程	160

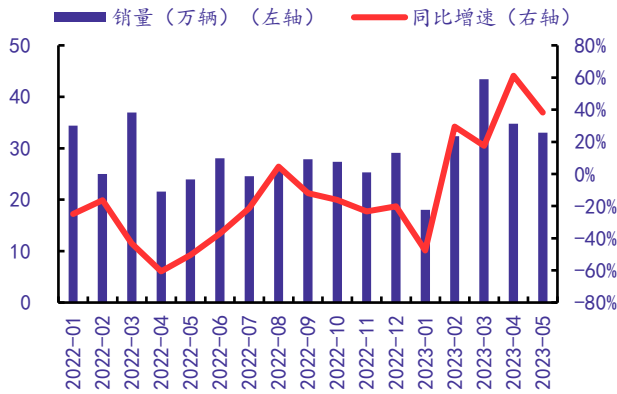
资料来源: 汽车之家, 各公司公告, 中国银河证券研究院整理

注: 比亚迪 2025 年销量为银河汽车组预估, 其余主机厂为公司在公开厂商发布的销量目标

(三) 商用车市场景气度反转, 公司制动弹簧销量支撑力强

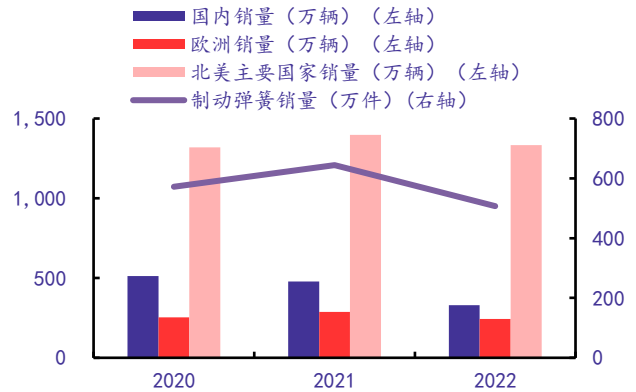
中国商用车市场修复趋势明确, 海外市场销量企稳, 公司制动弹簧下游需求稳定。公司主要向商用车客户销售制动弹簧产品, 其销量与国内、欧洲、北美的商用车市场紧密关联, 2021 年中国、欧洲、北美主要市场商用车销量分别为 477.99/286.64/1396.94 万辆, 同比分别-6.85%/+12.97%/+5.89%, 国内市场有所下滑, 海外市场增长强劲, 驱动公司制动弹簧销量同比上升 12.60%; 2022 年中国、欧洲、北美主要市场商用车销量分别为 329.92/244.26/1332.37 万辆, 同比分别-30.98%/14.78%/-4.62%, 三市场疲软表现造成公司制动弹簧销量同比下滑 21.28%。2023 年 1-5 月, 国内商用车销售 161.61 万辆, 同比+13.93%, 商用车市场修复趋势明确, 同时伴随海外市场经济企稳, 商用车销量得到良好支撑, 预计今年公司制动弹簧产品的下游需求稳定, 销量有望维稳。

图 23: 2023 年 1-5 月国内商用车市场进入修复态势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 24: 公司制动弹簧销量与国内、欧洲、北美三大商用车市场紧密关联



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院整理

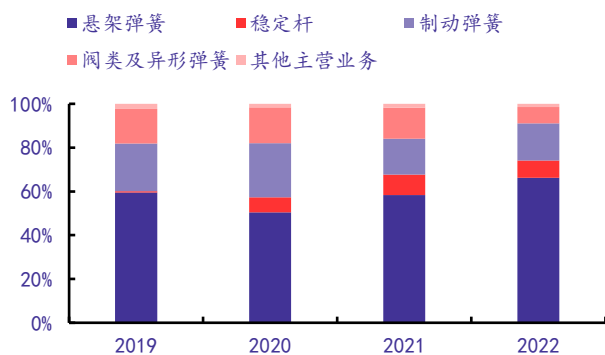
注: 北美主要国家选取美国、加拿大、墨西哥

四、 财务分析

(一) 成本压力缓解推动盈利水平回升, 管理费用率优化明显

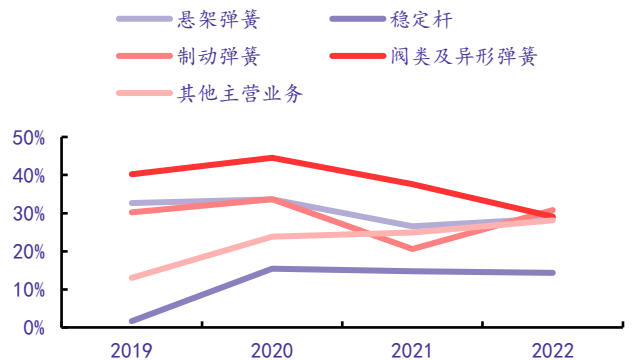
原材料成本下行, 公司毛利水平显著回升。2022 年, 公司主营业务实现毛利 2.36 亿元, 同比增加 35.92%, 毛利率为 26.50%, 同比增加 2.32pct, 毛利率回升明显。公司四大业务悬架弹簧/稳定杆/制动弹簧/阀类及异形弹簧分别实现毛利 1.56/0.19/0.40/0.18 亿元, 同比分别 +54.15%/+15.84%/+40.52%/-27.65, 各业务毛利率分别为 28.61%/14.35%/30.79%/29.09%, 同比分别 +2.06/-0.4/+10.2/-8.5pct, 悬架与制动弹簧的原材料盘条、圆钢的价格自 2022 年以来不断下行, 公司成本端压力大幅缓解, 稳定杆毛利率由于产能利用率仍处较低位, 毛利率水平暂时落后于其他主营业务。

图 25: 2019-2022 年公司各业务毛利贡献占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 26: 2022 年悬架与制动弹簧毛利率显著回升

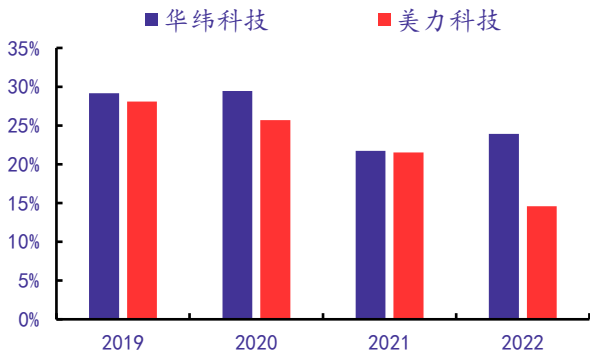


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

盈利水平显著高于同业竞争对手。毛利率方面, 2022 年公司综合毛利率为 23.91%, 同比增长 2.19pct, 综合毛利率低于主营业务毛利率的原因主要在于其他业务亏损所拖累。公司综合毛利率水平在 2022 年显著高于汽车弹簧行业竞争对手美力科技, 盈利能力方面优势明显; 净利率方面, 2022 年公司净利率为 12.62%, 同比增加 3.80pct, 增速快于毛利率, 主要系管理

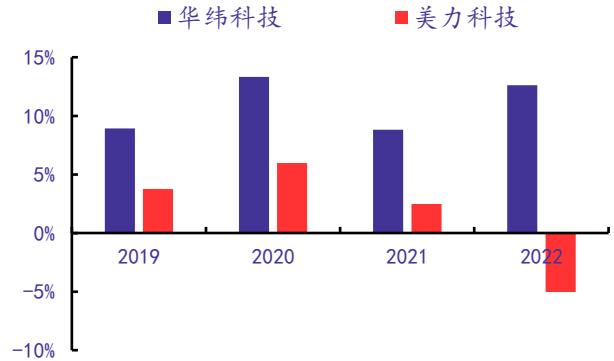
费用的大幅优化，净利率水平同样显著高于竞争对手美力科技。

图 27: 2022 年公司毛利率大幅高于竞争对手



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

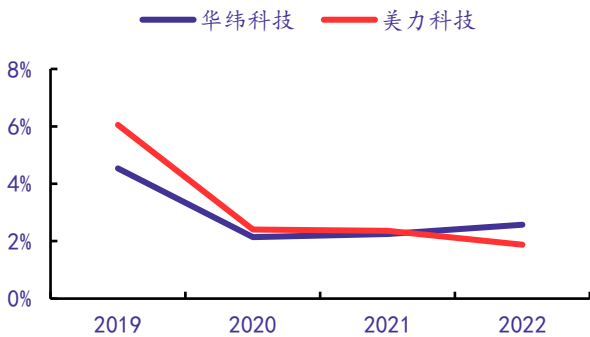
图 28: 2022 年公司净利率大幅高于竞争对手



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

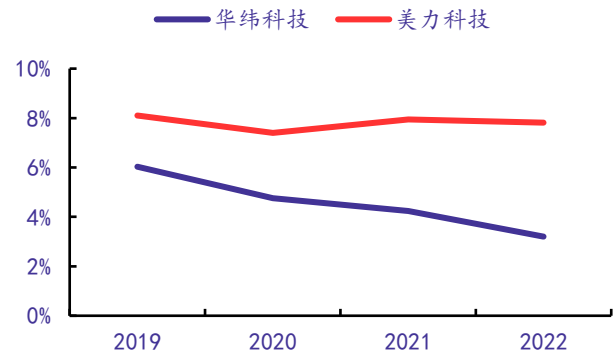
销售费用率低位企稳，管理费用率显著优化。销售费用方面，2020 年公司销售费用率大幅下降至 2.14%，随后两年继续保持低位运行水平，2022 年销售费用率为 2.58%，同比微增 0.33pct，略高于同业竞争对手美力科技；管理费用方面，自 2019 年以来，公司持续优化管理费用，2022 年公司管理费用率为 3.20%，同比下降 1.04pct，主要得益于管理结构的稳定与业务规模的扩张。

图 29: 2020 年以来公司销售费用率低位企稳



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 2019 年以来公司管理费用率不断下滑

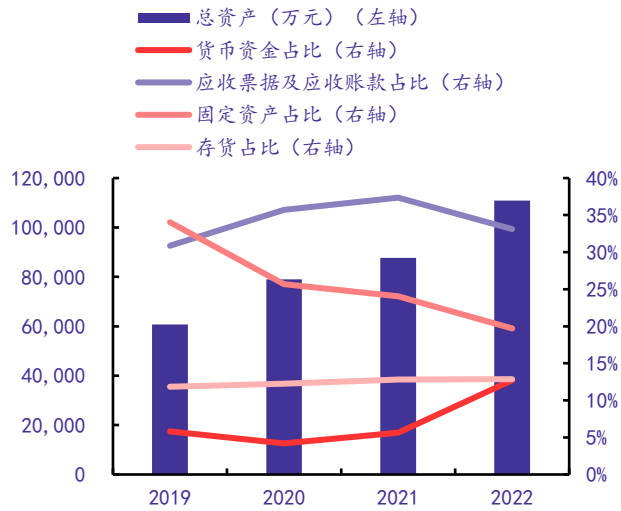


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 公司规模稳步提升，经营情况保持良好水平

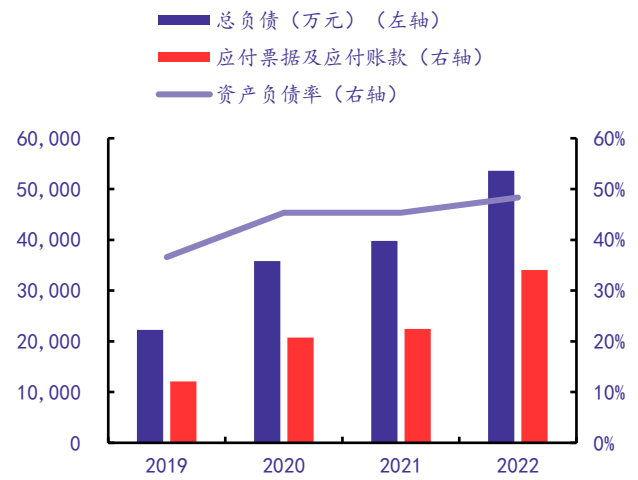
公司总资产规模稳步扩张，资产负债率水平健康。2019 年-2022 年，公司总资产分别为 6.07 亿元、7.91 亿元、8.77 亿元、11.08 亿元，逐年稳步提升。截止 2023 年 7 月 6 日收盘，公司总市值为 43.99 亿元，位居申万汽车行业分类的汽车-汽车零部件-底盘与发动机系统中的第 23 位，处于中游水平。从资产结构来看，2022 年公司固定资产、应收票据及应收账款、存货、货币资金占总资产比重分别为 19.72%、33.12%、12.86%、12.72%，库存水平健康，资金流动性显著提升；负债方面，2022 年公司负债合计 5.36 亿元，同比增长 34.75%，其中应付票据及应付账款占比高达 63.55%，公司市场信誉良好。2022 年公司资产负债率为 48.32%，同比增长 2.99pct，虽有所上升，但绝对值低于 50%，财务风险较小。

图 31: 公司总资产规模稳步扩张 (万元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

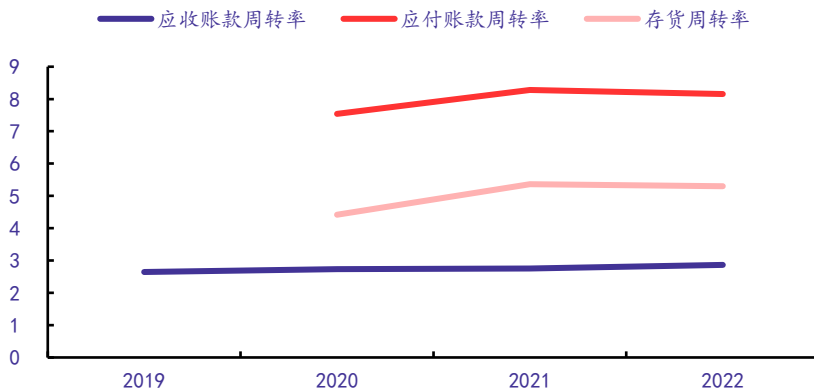
图 32: 公司资产负债率绝对值水平低 (万元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

营运能力维持稳定。2022 年, 公司应收账款、应付账款、存货周转率分别为 2.87、8.15、5.30, 与去年基本一致, 整体维持了较为稳定的营运能力。

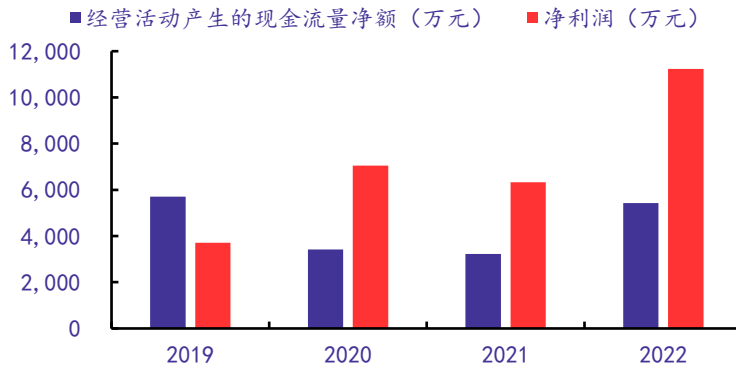
图 33: 公司营运能力保持稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

经营活动现金流大幅回升。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 5430.80 万元, 在连续两年下滑后大幅回升, 主要得益于公司业务规模的持续扩张和原材料成本的下行, 公司净利润显著高于经营活动产生的现金流量净额, 主要系公司在业务拓展中所形成的应收项目增长所致, 公司下游客户集中于头部主机厂和 Tier1 供应商, 客户市场声誉良好, 目前尚不存在显著的回款风险。

图 34: 公司经营活动现金流大幅回升 (万元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议及估值

公司是国内自主品牌乘用车的优质供应商,核心客户群稳定,下游需求旺盛,扩产进程顺利,伴随下游客户的产品销量继续提升,公司产品出货量有望继续增长,带动公司业务规模扩大,基于此我们预计 2023 年公司悬架弹簧/稳定杆/制动弹簧/阀类及异形弹簧营收分别为 8.10/2.59/1.41/0.72 亿元,同比分别增长 48.48%/97.04%/9.29%/17.33%。

表 10: 分产品营收及毛利率预测 (2021~2025E)

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计 (含非 主营业务)	营收 (百万)	717.78	890.23	1281.87	1776.55	2312.82
	YOY	35.76%	24.03%	35.29%	18.51%	11.88%
	毛利率	21.72%	23.91%	26.97%	27.30%	27.56%
悬架弹簧	营收 (百万)	381.42	545.65	810.20	1215.05	1673.37
	YOY	51.64%	43.06%	48.48%	49.97%	37.72%
	毛利率	26.55%	28.61%	30.00%	30.50%	30.00%
稳定杆	营收 (百万)	110.20	131.30	258.72	333.10	403.72
	YOY	45.71%	19.15%	97.04%	28.75%	21.20%
	毛利率	14.76%	14.35%	18.00%	20.00%	19.00%
制动弹簧	营收 (百万)	137.37	129.11	141.10	146.02	145.79
	YOY	11.47%	-6.01%	9.29%	3.48%	-0.16%
	毛利率	20.56%	30.79%	32.00%	32.50%	32.00%
阀类及异形 弹簧	营收 (百万)	65.50	61.24	71.85	82.20	89.94
	YOY	6.35%	-6.51%	17.33%	14.39%	9.42%
	毛利率	37.59%	29.09%	30.00%	30.30%	30.50%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

基于对公司各业务板块的收入测算,我们预计 2023~2025 年营业收入分别为 12.82 亿元、17.76 亿元、23.13 亿元,同比增速分别为 44.01%、38.57%、30.20%,归母净利润分为 2.08 亿元、3.08 亿元、3.92 亿元,对应 EPS 分别为 1.61 元、2.39 元、3.04 元。

表 11: 主要财务指标及预测 (2022~2025E)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	890.23	1282.00	1776.49	2312.94
收入增长率 (%)	24.03	44.01	38.57	30.20
归母净利润 (百万元)	112.69	207.84	307.78	391.91
利润增速 (%)	82.07	84.43	48.09	27.33
摊薄 EPS (元)	0.87	1.61	2.39	3.04
PE	-	20.55	13.85	10.88

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

选取拓普集团、新泉股份、旭升集团三家具备优质客户资源的汽车零部件厂商作为可比公司, 三家公司 2024 年平均 PE 为 23.80, 华纬科技 2024 年预估 PE 为 13.85, 低于可比公司均值。考虑到公司的核心客户群在新能源车渗透率不断提升的背景下所具备的销量增长潜力, 公司未来业绩有望继续保持较高速增长, 因此给予公司 2024 年 25-30 倍 PE, 对应目标价 59.75-71.70 元, 首次覆盖给予“推荐”评级。

表 12: 可比公司 PE 估值表 (截止 2023.7.14)

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE			EPS (摊薄)		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601689.SH	拓普集团	74.70	823.23	46.66	37.97	37.73	29.76	1.54	1.98	2.51
603179.SH	新泉股份	43.86	213.73	39.68	39.86	28.48	22.84	0.97	1.54	1.92
603305.SH	旭升集团	26.30	245.44	31.70	30.65	24.58	18.79	1.05	1.07	1.4
	平均	48.29	427.47	39.35	36.16	30.26	23.80	1.19	-	-
001380.SZ	华纬科技	33.09	42.65	33.94	-	20.55	13.85	0.87	1.61	2.39

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

六、 风险提示

1、汽车销量不及预期的风险。受到优惠政策补贴退出的影响, 车市销量短期承压, 在经济复苏形势不稳定的情况下, 汽车销量回暖进程可能受阻, 影响公司产品销量。

2、原材料价格上涨的风险。公司产品成本结构中原材料占比较大, 原材料价格的波动可能影响公司的盈利水平。

3、汽车促销引起的零部件降价的风险。汽车行业竞争程度加剧引发行业“价格战”, 为维持盈利水平, 车企可能将降价压力更多传导至上游零部件行业。

附录：公司财务报表预测

表 13: 公司财务报表预测 (百万元)

资产负债表					损益表				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	141	670	723	823	营业总收入	890	1,282	1,776	2,313
应收票据	37	56	82	98	%增长率	24.0%	44.0%	38.6%	30.2%
应收账款	331	527	691	876	营业成本	677	926	1,267	1,660
其他应收款	4	6	7	10	%销售收入	76.1%	72.2%	71.3%	71.8%
存货	143	210	278	357	毛利	213	356	509	653
其他流动资产	178	242	331	423	%销售收入	23.9%	27.8%	28.7%	28.2%
流动资产	832	1,711	2,113	2,587	税金及附加	5	6	9	12
长期股权投资	0	0	0	0	%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
固定资产	219	297	416	475	销售费用	23	33	44	56
在建工程	14	132	191	145	%销售收入	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%
无形资产	33	43	38	18	管理费用	29	42	57	72
商誉	0	0	0	0	%销售收入	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%
其他非流动资产	11	11	11	11	研发费用	41	64	89	116
非流动资产	276	483	656	650	%销售收入	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
资产总计	1,108	2,194	2,769	3,236	财务费用	-6	0	-5	-6
短期借款	41	41	41	41	%销售收入	-0.7%	0.0%	-0.3%	-0.3%
应付票据	250	266	460	479	息税前利润 (EBIT)	117	216	319	410
应付账款	90	126	178	215	%销售收入	13.2%	16.9%	18.0%	17.7%
其他应付款	0	1	1	1	其他收益	9	9	12	16
其他流动负债	101	110	131	149	投资收益	-1	-1	-2	-2
流动负债	483	544	811	886	净敞口套期收益	0	0	0	0
长期借款	33	33	33	33	公允价值变动收益	-1	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	信用减值损失	-2	3	4	4
长期应付款	0	0	0	0	资产减值损失	-5	6	6	6
其他长期负债	20	20	20	20	资产处置收益	0	-1	-2	-2
负债	536	597	864	939	营业利润	121	225	334	426
股本	97	129	129	129	%增长率	75.2%	86.1%	48.2%	27.4%
资本公积	120	903	903	903	营业外收支	1	1	1	1
其他综合收益	0	0	0	0	利润总额	122	226	335	427
归母所有者权益	563	1,587	1,895	2,287	%增长率	76.5%	85.3%	48.1%	27.3%
少数股东权益	9	10	10	11	所得税	10	18	27	34
所有者权益合计	573	1,597	1,905	2,298	所得税率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
负债股东权益合	1,108	2,194	2,769	3,236	合并报表的净利润	112	208	308	393
					少数股东损益	0	0	1	1
					归属于母公司的净利润	113	208	308	392
					净利率	12.7%	16.2%	17.3%	16.9%
比率分析					现金流量表				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					净利润	113	208	308	392
净资产收益率	20.0%	13.1%	16.2%	17.1%	少数股东损益	0	0	1	1
总资产收益率	10.2%	9.5%	11.1%	12.1%	非现金支出	39	64	87	107
投入资本收益率	15.4%	11.5%	14.5%	15.6%	非经营收益	0	3	4	5
成长能力					营运资金变动	-97	-279	-72	-290
营业总收入增长	24.0%	44.0%	38.6%	30.2%	经营活动现金净流量	54	-4	328	214
EBIT 增长率	67.1%	84.4%	47.8%	28.5%	资本开支	-15	-280	-271	-111
归母净利润增长	82.1%	84.4%	48.1%	27.3%	投资	14	0	0	0
总资产增长率	26.4%	97.9%	26.2%	16.9%	其他	-6	-1	-2	-2
资产管理能力					投资活动现金净流量	-8	-282	-272	-113
应收账款周转天	126	120	123	121	股权融资	0	816	0	0
存货周转天数	68	67	68	68	债权融资	32	0	0	0
应付账款周转天	44	42	43	43	其他	-24	-1	-1	-1
总资产周转天数	401	464	503	467	筹资活动现金净流量	7	814	-1	-1
偿债能力					现金净流量	56	529	54	99
资产负债率	48.3%	27.2%	31.2%	29.0%	期初现金	35	91	620	673
流动比率	1.7	3.1	2.6	2.9	期末现金	91	620	673	773
速动比率	1.3	2.6	2.2	2.4					
EBIT 利息保障倍	65.9	150.4	222.4	285.7					

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

分析师：石金漫，汽车行业首席分析师，香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、11上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn