

驿力科技 (836860)
商用车行业的冷却系统领域龙头，增速迟缓
基本数据

2018年10月22日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	1800
流通股本(万股)	450
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	2.71
PB(倍)	

财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	157.51	204.76	255.95	281.54
净利润(百万元)	11.77	16.48	21.42	22.49
毛利率	43.33%	42.15%	43.22%	39.21%
净利率	7.47%	8.05%	8.36%	7.98%
ROE	26.64%	29.38%	25.45%	20.31%
EPS(元)	0.65	0.92	1.19	1.25

投资评级：中性(首次)
公司简介：

驿力科技自2008年成立以来，一直致力于商用车冷却系统领域节能减排技术的开发与应用，作为国内该领域的引领者，公司开创了国内商用车冷却系统的智能化时代。

公司在与国内知名整车制造厂商的合作过程中，积累了大量的成功案例与行业经验，成为行业的领先者。随着新能源车辆的快速发展，公司冷却系统已经成为纯电动、混合动力、氢燃料电池等新能源车辆的标准配置，公司已经成为新能源车辆行业的重要一员。

公司拥有研发及工程技术人员50余名(占比约25%)，与国内多家知名科研机构(院校)建立了长期研发合作关系。公司下游客户包括比亚迪，宇通客车，金龙客车等商用车企业。

公司竞争优势：

- 1 客户资源优势
- 2 人才优势
- 3 研发与技术优势
- 4 产品优势

盈利预测：

预测公司2018—2020年收入分别为2.04亿元，2.55亿元和2.81亿元，每股收益分别为0.92元，1.19元，1.25元。综合估值情况我们评级为中性。

风险提示：

客户相对集中的风险;规模较小，资金不足的风险。

研究员：翟博

zhaibo@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析.....	3
公司简介.....	4
公司主要产品及商业模式.....	4
公司投资亮点.....	6
投资逻辑与估值.....	8
风险点.....	8

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	4
图表 2：公司主要农产品.....	5
图表 3：汽车热交换行业概况	5
图表 4：公司部分客户	6

■ 风险分析：

● 公司实际控制人及管理团队方面

经整理公开资料未发现这方面风险。

● 行业与公司经营

1 市场竞争加剧的风险

目前我国汽车热交换器行业生产企业已有 500 余家,各大汽车集团内部都建有相应的换热器生产企业,竞争相对激烈。同时,近几年来,我国汽车市场高速发展,吸引了国外知名换热器生产企业大举进入,外资企业凭借资金、技术上的优势,进一步抢占国内市场份额。如果公司在激烈的市场竞争中不能及时全面地提高核心竞争力,将面临产品市场份额下降的风险。

2 经营规模较小,抗风险能力差

公司资产规模、收入规模等相对较小,仍属于中小企业,与大型热交换器制造商相比,公司的抗风险能力仍相对较弱。如未来行业增长变缓,公司的风险会相对变大。

3 核心技术人员流失的风险

汽车冷却系统的核心竞争力在于人才与技术。行业的快速发展需要相关人才不断吸收消化前沿知识并加以利用。如果企业的技术人员大量流失或技术不能得到及时更新,将削弱企业的竞争力,从而对企业持续经营发展产生较大影响。

4 公司主要客户相对集中的风

公司 2017 年前五名客户的营业收入占比为 64.53%,相比于 2016 年的 57.16%,略有上升,仍保持高位。如果公司与主要客户之间的合作关系发生变化,将会对公司经营产生不利影响。

■ 公司简介：

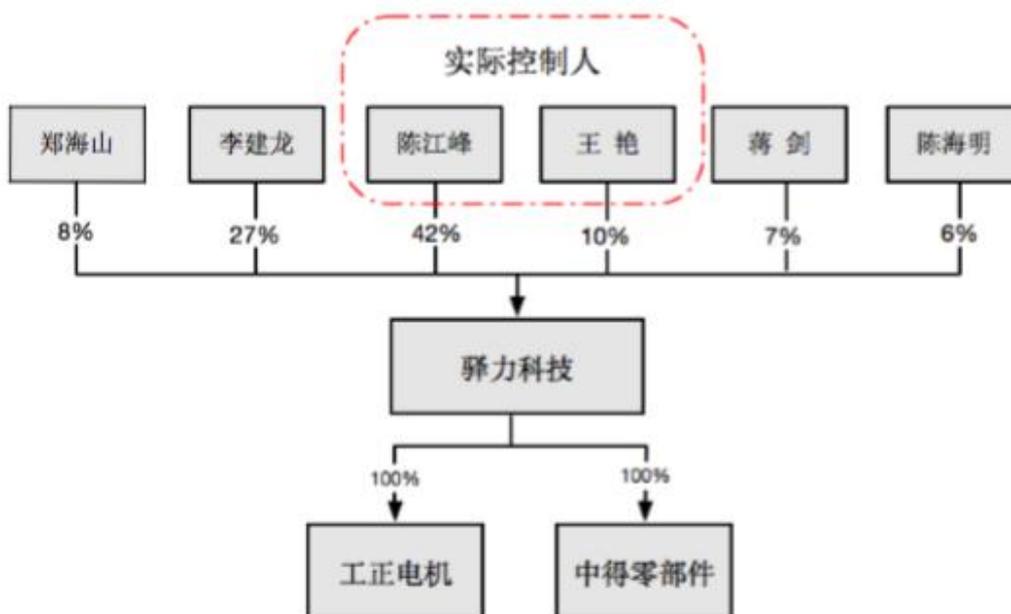
公司自 2008 年成立以来，致力于商用车冷却系统领域节能减排技术的开发与应用，作为国内该领域的引领者，公司开创了国内商用车冷却系统的智能化时代。

驿力科技专注于商用车领域的节能减排技术研发与应用，潜心研发并取得多项技术成果，拥有国家专利近百项，并积累了丰富的设计制造经验。几年来，先后获得全国各相关行业组织管理机构授予的多项荣誉称号、奖励：2011 年荣获“国家高新技术企业”、“江苏省民营科技企业”资质，产品获江苏省科技厅“高新技术产品”认定；2012 年 ATS 系统列入国家发改委《国家重点节能技术推广目录》、通过国家科委《科学技术成果鉴定》；2013 年 ATS 系统列入国家交通部《重点推广节能减排技术》、荣获“企业技术中心”认证。

公司拥有研发及工程技术人员 50 余名（占比约 25%），与国内多家知名科研机构（院校）建立了长期研发合作关系。核心产品之一“商用车智能冷却系统”（简称 ATS，已成为行业的统称），系驿力科技企业原创。驿力 ATS 开创了冷却系统智能化时代，“驿力科技”因此成为商用车电子风扇智能散热行业新技术的引领者。

经过多年不懈的努力，公司陆续开发出变速电动水泵、电控节温器、智能电动变频空调、智能车厢暖风系统、驱动电机专用冷却油、动力电池冷却系统及其它多项实用技术，并整合成一套专业的“智冷大管家”热交换解决方案。“驿力科技”产品及技术成果可广泛应用于各类商用车及工程机械车等。其中 ATS 系统已批量应用于近 300 家客户，市场占有率逾 70%，并迅速向新能源市场拓展。我们坚信 ATS 智能冷却技术终将在包括卡车、工程车、农用机械、发电机组等领域得到日益广泛的应用并取代传统冷却技术。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告

公司 2006 年 4 月挂牌新三板，公司实际控制人陈江峰，王艳夫妇，截至报告期两人共

持有公司 52%的股权，陈江峰任公司董事长，王艳任公司董事。公司自挂牌以来没有成交。

■ 公司主要业务及商业模式：

● 公司主要产品

公司核心产品发动机智能冷却系统，在此基础上，为实现核心零部件国产化、自主化，公司围绕该系统研发了配套产品，包括冷却风机、智能冷却控制单元等。

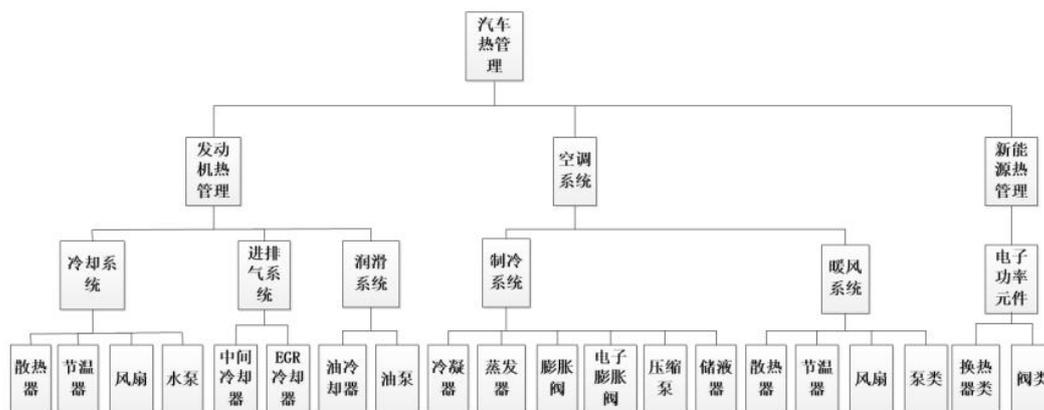
图表 2：公司主要产品



资料来源：公司官网

公司核心产品发动机智能冷却系统（ATS）系模块化定制产品，根据不同车型以及客户需求，系统内所含模块有所不同，通常情况下，一套最完整的 ATS 系统，包括散热器、中冷器、水泵、风机、ECU 及线束六大部件。其中散热器、中冷器和水泵系外购品，也属于系统中的可选配置，风机、ECU 及线束为该系统的必选配置。随着公司业务拓展，为更好服务下游客户，提升 ATS 系统性能指标及保修期，公司自 2013 年开始研发无刷风机，并逐步用于自研的 ATS 系统中，ECU 及线束系公司自主研发，通过组装等工序完成。

图表 3：汽车热交换行业概况



资料来源：公司公告

公司生产采用以销定产的模式，生产部负责人根据销售订单确定生产任务，并组织生产。报告期内，公司主要产品为动力系统的智能冷却系统模块化定制产品，根据不同车型以及

客户需求，通常，一套完整的机电一体化的 ATS 冷却系统，包括“五电三器”（电传、电控、电机、电泵、电缆、散热器、中冷器、油冷器）等部件。电机等关键自研部件已批量应用，组装生产周期为 2-3 天。公司委托外协加工的组件包括核心部件电控 ECU 中的 PCBA 板焊接加工贴片。电缆已经实现全部自主生产

■ 公司投资亮点：

● 客户资源优势

公司在国内的客户遍布全国 20 多个省份直辖市，主要涉及公交系统、汽车制造等企业，其中包括宇通客车、金龙汽车、中通客车、亚星客车、申沃客车、南京中北、安凯客车、北京公共交通、苏州公交等。鉴于本行业的特点，公司一旦与客户建立关系，获得主机厂正式认可，其客户资源就相对稳定，不易流失。目前公司已拥有的广泛客户资源是公司持续稳定发展的可靠保障。

图表 4：公司部分客户



资料来源：公司官网

● 人才优势

以总经理蒋剑牵头组建的核心技术团队，在公司多年经营中，以成熟、默契的风格深耕行业技术开发，在为各大客车厂及公交系统的服务过程中获得了技术和经验的提升；以陈海明先生为核心的销售团队以开放、拓展的心态积极开拓客户市场，为公司进一步做大做强赢得了更好的发展空间。

● 产品优势

公司主导产品，尤其是其核心部件 ECU，涉及 PWM 控制技术、PID 控制算法、风扇无级变速“模糊”控制技术等多项电子控制技术，上述主要技术对应的基本原理，包括数学理论体系虽然是通用的，但是公司将其应用在发动机智能冷却系统领域，均从零开始自主研发，每项核心技术的实际应用运行优参数、个性化编制和配置都是近些年公司根据发动机冷却系

统实际运行状态进行调试、测试和分析得出的结果，这是一个长期积累的过程。公司在产品上的竞争优势在于多年来行业内深厚沉淀，可灵活应用上述技术，实现比国内同类产品更强大的智能冷却温控能力及散热能力，从而使冷却系统具有节油效率更高、产品更耐高温、寿命更长等特点。

■ 投资逻辑与估值:

● 公司在行业地位

公司主导产品发动机智能冷却系统，涉及 50 余项国家专利。2012 年，该产品分别荣获高新技术产品认定证书和中国机械工业科学技术奖三等奖，同年 12 月，产品涉及的核心技术——发动机冷却系统优化节能技术入选国家发展和改革委员会《国家重点节能技术推广目录》。

公司在多年经营发展过程中，赢得了良好的口碑，积累了丰富的行业经验，荣获大量资质荣誉证书。在行业有一定竞争力,但与 A 股上市公司银轮股份，三花智控，以及部分外资企业，差距还是巨大，为行业第三梯队公司。

综上所述可见公司处于行业第三梯队，近几年发展迟缓，规模偏小，研发实力相对同行较弱，经过综合考虑我们给予公司中性评级。

■ 风险点:

- 1 应收账款回收的风险
- 2 公司治理风险
- 3 客户集中的风险

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

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它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: zhaibo@wtneeq.com

