

EGR 龙头启航 新能源引领增长

隆盛科技(300680)

报告概述

公司成立于 2004 年，是发动机废气再循环（EGR）行业龙头企业，2018 年全资收购无锡微研精密完成业务横向拓展，进军新能源汽车关键零部件领域。预计 2021 年公司步入业绩加速兑现期：1) EGR 受益国 VI 排放标准全面切换；2) 新能源汽车驱动电机马达铁芯量产放量。

分析判断

► 传统主业聚焦 EGR 国 VI 升级红利期

公司传统主业围绕 EGR 板块，聚焦 EGR 阀、冷却器、节气门三大核心产品。国 IV 阶段公司市占率一度维持在较高水平，但国 V 阶段受技术路线调整影响 EGR 业务短期承压，2021 年起伴随国 VI 排放标准全面切换，EGR 板块将迎来政策红利快速增长期：1) 轻卡：增量主要来源 3.5t 以上，公司基于原有客户资源、技术优势，市占率有望达 60%；2) 重卡：疫情、中美摩擦加速国产替代，公司凭借深厚技术积淀有望抢占部分市场，且单车配套价值重卡为轻卡 4 倍左右；3) 其他：非道路移动车辆第四阶段排放标准将于 2022 年 12 月 1 日起执行，有望于 2022Q4 起贡献增量；公司推行汽、柴并举战略，深入挖掘混合动力汽车 EGR 市场，中长期有望受益混动汽车渗透。综合测算，我们预计 EGR 板块 2021-2022 年营收分别 4.56、7.03 亿元，同比分别+104.7%、+54.1%，中期 2025 年则有望实现 12 亿元收入，2020-2025 年复合增速达 39.7%。

► 战略布局马达铁芯 持续受益汽车电动化趋势

2018 年公司收购微研精密，市场、技术、研发充分协同，成功将业务范围延展至新能源汽车驱动电机马达铁芯领域，目前已经正式成为某外资电动汽车及能源公司一级供应商，并通过联合汽车电子间接配套日产、大众 MEB、蔚来、广汽新能源等客户，以上马达铁芯配套项目预计均会在 2021 年实现量产，带来可观增量。综合测算，我们预计 2021-2022 年马达铁芯业务营收分别 3.50、8.00 亿元，同比分别+1,929.0%、+128.6%。

马达铁芯作为电机核心部件，工艺复杂、精度要求高，技术壁垒主要体现在精密级进冲压模具。我国马达铁芯级高端模具设计制造受限于起步较晚，能力较欧美日企业尚存差距。而微研精密依托日本微研精密技术支持及在模具开发和制造领域 20 年技术积累，在工艺精度上已可达 1 微米，比肩国际先进水平，相较国内竞争对手具备较强技术优势。中长期来看，我们认为公司将持续受益汽车电动化趋势下的行业高速增长及优质客户资源，且远期公司亦存向其他高端马达铁芯应用领域渗透机遇。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	38.40
最新收盘价：	26.05
股票代码：	300680
52 周最高价/最低价：	38.7/20.74
总市值(亿)	52.58
自由流通市值(亿)	35.80
自由流通股数(百万)	137.42



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

相关研究

1. 隆盛科技(300680) 2020 三季度报点评：业绩维持高增长 EGR 进入兑现期

2020.11.02

2. 隆盛科技(300680) 2020 三季度报预告点评：下游需求改善 业绩全面提升

2020.10.13

3. 隆盛科技(300680) 2020 中报点评：EGR 兑现在即 定增打开长期空间

2020.08.28

► 天然气喷射系统绑定博世 第三业绩增长点

天然气作为替代燃料相比汽油、柴油在经济性、环保性层面优势显著，同时天然气重卡也是政策鼓励的发展方向，预计 2025 年天然气重卡将占到整个商用车重卡市场的 25%，对应天然气喷射系统市场空间 7 亿元。公司自 2017 年 10 月起与博世共同开发“天然气喷射系统”项目，于 2019 年 10 月获博世供应商定点，承接从核心部件“大流量天然气喷嘴”的制造到天然气喷射系统总成配套业务，2020 年 10 月正式进入小批量生产阶段，顺应商用领域天然气作为替代燃料大趋势，2021 年天然气喷射系统将正式进入大批量生产阶段，预计全年将贡献 1 亿元左右营收。中期维度来看，假设 2025 年博世市占率 60%，则 2025 年天然气喷射系统将至少为公司带来 4 亿元以上营收，贡献第三业绩增长点。

投资建议

公司深耕 EGR 业务多年，EGR 阀、冷却器、节气门三大核心产品有望在国 VI 阶段快速放量，2021 年正式迎来政策红利期。此外，公司深入开展“汽柴、燃料替代、新能源”立体化战略，马达铁芯配套优质客户，持续受益汽车电动化趋势；天然气喷射系统绑定博世。我们调整盈利预测，预计 2021-2022 年营业收入由 9.59/13.56 亿元调整为 12.98/21.90 亿元，归母净利由 0.96/1.48 亿元调整为 1.31/2.59 亿元，新增 2023 年营收及归母净利预测 30.64/3.94 亿元，对应的 EPS 为 0.65/1.28/1.95 元，当前股价对应 PE 为 40/20/13 倍。参考参考可比公司及公司历史估值区间，给予 2022 年 30 倍 PE 估值，目标价由 30.90 元上调至 38.40 元，上调至“买入”评级。

风险提示

国 VI 阶段 EGR 产品市占率低于预期；国内商用车销量低于预期；全球及国内新能源汽车渗透低于预期；新能源业务拓展低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	407	578	1,298	2,190	3,064
YoY (%)	79.4%	42.2%	124.5%	68.7%	39.9%
归母净利润(百万元)	30	54	131	259	394
YoY (%)	684.9%	78.7%	144.1%	98.0%	51.9%
毛利率 (%)	28.5%	26.6%	24.3%	25.6%	26.3%
每股收益 (元)	0.15	0.27	0.65	1.28	1.95
ROE	5.5%	6.6%	12.9%	20.0%	23.0%
市盈率	175.05	97.97	40.14	20.28	13.34

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 以 EGR 业务起家 收购微研精密业务横向拓展.....	4
2. 传统主业聚焦 EGR 国 VI 升级红利期.....	6
3. 战略布局马达铁芯 持续受益汽车电动化趋势.....	9
4. 天然气喷射系统绑定博世 第三业绩增长点.....	11
5. 投资建议.....	12
6. 风险提示.....	14

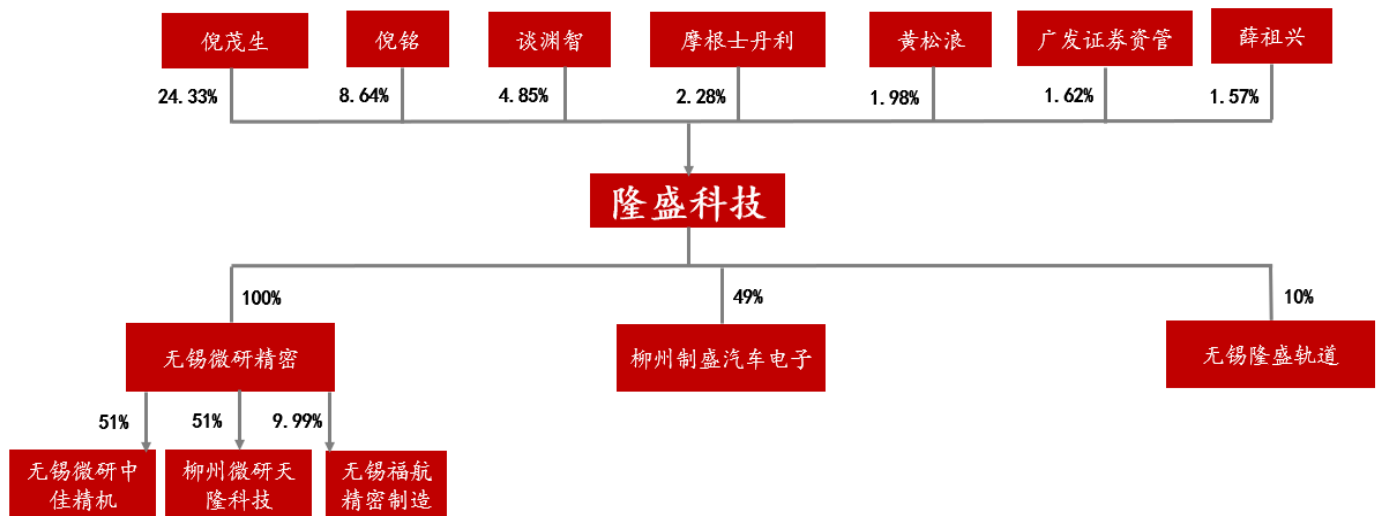
图表目录

图 1 公司股权结构.....	4
图 2 公司营业收入及同比（亿元；%）.....	5
图 3 公司归母净利润及同比（亿元；%）.....	5
图 4 2013-2020 年公司分业务营收（亿元）.....	5
图 5 2020 年公司营业收入构成（亿元；%）.....	5
图 6 公司 EGR 系统产品.....	6
图 7 全国范围内排放标准实施进度表.....	7
图 8 2008-2020 年我国轻卡销量及增速（万辆；%）.....	8
图 9 2008-2020 年我国重卡销量及增速（万辆；%）.....	8
图 10 马达铁芯图示.....	9
图 11 微研精密竞争优势分析.....	9
图 12 微研精密高精度模具.....	10
图 13 微研精密高精度汽车产品级进模.....	10
图 14 公司天然气喷射系统产品.....	11
表 1 国 VI 排放标准实施时间.....	7
表 2 可比公司估值.....	12
表 3 公司分业务预测.....	12

1. 以 EGR 业务起家 收购微研精密业务横向拓展

公司以 EGR 产品起家，收购微研精密完成业务横向拓展。公司前身隆盛有限成立于 2004 年，2017 年于创业板上市，早期主营业务为发动机废气再循环（EGR）系统产品的研发、生产与销售，系细分行业龙头。2018 年公司全资收购无锡微研精密，业务领域拓展到精密冲压模具、精密型腔模具、光电子器件、冲压件、塑料制品领域。公司实际控制人为倪茂生、倪铭父子，控股比例分别 24.33%、8.64%。

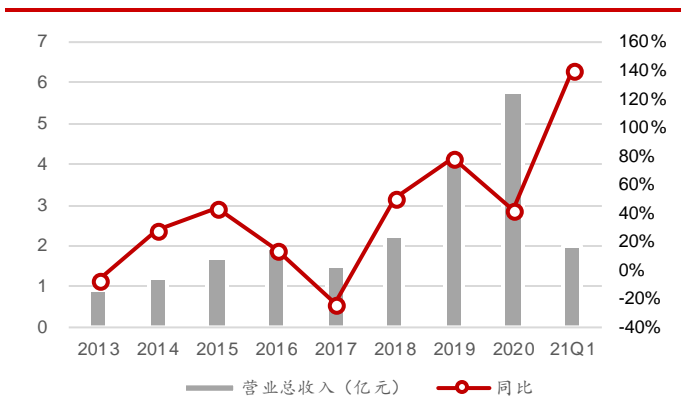
图 1 公司股权结构



资料来源：Wind，华西证券研究所

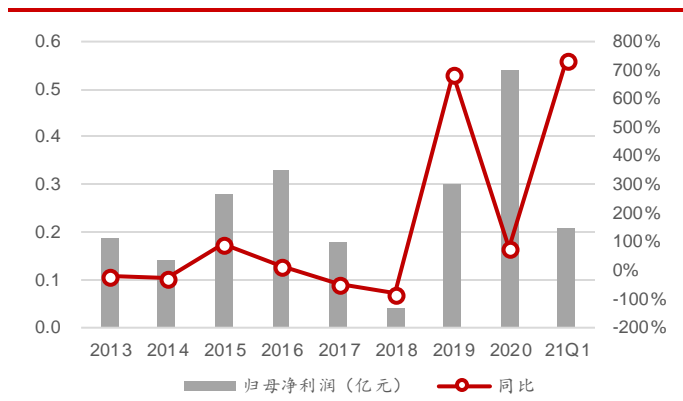
国 V 阶段短期承压，2021 年预计步入业绩加速兑现期。受国 V 轻型商用车尾气后处理技术路线调整影响（受限柴油机颗粒捕捉器（DPF）前期成本较高及技术不成熟，选择性催化还原器+柴油机氧化催化器（SCR+DOC）路线在国 V 实践中成为主流），2017-2018 年公司 EGR 业务短期受挫，2018 年 8 月全资收购微研精密部分弥补。2020 年伴随部分客户国 VI 产品量产及商用车市场高速增长，公司彻底摆脱国 V 排放法规带来的深度影响，EGR 业务加速放量。同时自 2020H2 起，公司新能源业务（新能源汽车驱动电机马达铁芯+重卡天然气喷射系统）配套量产亦开始贡献增量。2021Q1 公司实现营收 2.0 亿元，同比+140.1%；归母净利 0.21 亿元，同比+735.3%，同时据 2021 年半年度业绩预告，2021H1 归母净利预计 0.42-0.45 亿元，同比增长 181.1-201.4%，步入业绩加速兑现期。

图 2 公司营业收入及同比 (亿元; %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

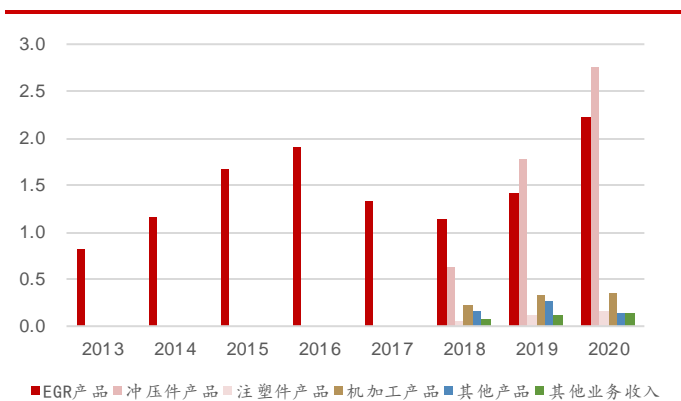
图 3 公司归母净利润及同比 (亿元; %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

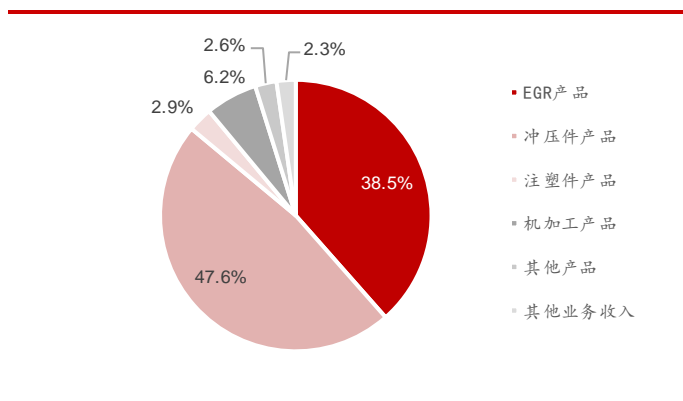
收购微研精密业务结构更趋均衡，新业务 2020H2 起贡献增量。分业务来看，2018 年公司收购微研精密前，EGR 业务为最主要营收来源，营收占比常年维持 95% 上下。2018 年 8 月微研精密并表，2019 年冲压件业务成为公司第一大营收，2020 年 EGR、冲压件业务营收占比分别 38.5%、47.6%。新业务方面，马达铁芯、天然气喷射系统 2020H2 开始小批量投产，2020 年分别贡献约 0.17、0.02 亿元收入。

图 4 2013-2020 年公司分业务营收 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2020 年公司营业收入构成 (亿元; %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 传统主业聚焦 EGR 国 VI 升级红利期

EGR 为发动机尾气后处理关键系统。EGR 技术处于发动机尾气后处理最上游环节，主要采取机内物理净化方式，通过将发动机废气重新引入气缸循环燃烧，直接在发动机内降低氮氧化物浓度，其主要工作原理是根据发动机的转速、负荷、温度、进气流量、排气流量等情况，传感器将相关参数转化成电信号传输给控制单元（ECU），ECU 控制执行器件 EGR 阀适时打开，排气中的部分废气经调配进入进气系统，并与新鲜混合气一起再次进入气缸参与燃烧，并降低燃烧温度。

构成上看，EGR 系统主要由 EGR 阀、传感器、EGR 冷却器、控制单元（ECU）等组成，其中 EGR 阀为系统最核心组件，其作用是对进入进气歧管的废气量进行控制，使一定量的废气流入进气歧管进行再循环。

图 6 公司 EGR 系统产品



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2021 年国 VI 排放标准全面切换。2018 年 7 月国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求大幅减少主要大气污染物排放总量，明显改善环境空气质量，大力淘汰老旧车辆，并在重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国 VI 排放标准。根据环保部、国家质检总局联合发布的《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》、《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，轻型、重型车国 VI 排放标准分别自 2020 年 7 月 1 日（后延期至 2021 年 1 月 1 日）、2019 年 7 月 1 日分车型、分阶段实施，2021 年 7 月 1 日全面切换。

图 7 全国范围内排放标准实施进度表

年份		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
轻型汽车	柴油车	国II			国III					国IV			国V		国VI		
	汽油车	国II			国III			国IV				国V		国VI			
	气体燃料车	国II			国III			国IV				国V		国VI			
重型汽车	柴油车	国II			国III					国IV	国V		国VI				
	汽油车	国II				国III		国IV									
	气体燃料车	国II			国III		国IV	国V				国VI					
摩托车	两轮和轻便摩托车	国II					国III							国IV			
	三轮摩托车	国II					国III							国IV			
	低速汽车	国II		国III						无此类车							
非道路移动机械	柴油发动机	无控制要求		国I		国II				国III			国IV				
	非手持式小型汽油发动机	无控制要求					国I		国II					国III			
	手持式小型汽油发动机	无控制要求					国I				国II			国III			
	汽油发动机	无控制要求					国I				国II			国III			
固定机械	柴油机	无控制要求															
	气体燃料	无控制要求															
船舶	1、2类	无控制要求													国I		
	3类	无控制要求													GD01		

资料来源：环保部，国家质检总局，华西证券研究所

表 1 国 VI 排放标准实施时间

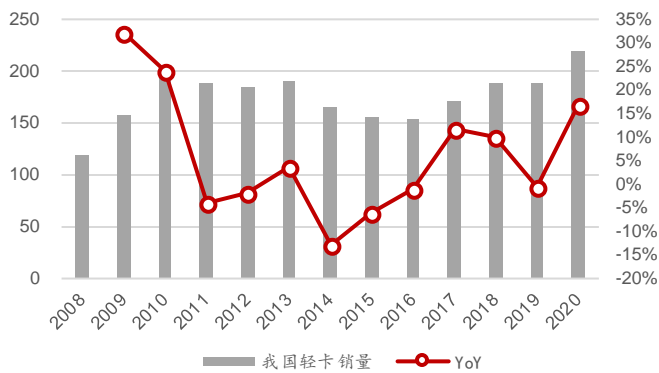
排放标准阶段	车辆类型		实施时间
国 VI a	轻型车辆	所有车辆	2021 年 1 月 1 日
	重型汽车	燃气汽车	2019 年 7 月 1 日
		城市车辆	2020 年 7 月 1 日
		所有车辆	2021 年 7 月 1 日
国 VI b	轻型车辆	所有车辆	2023 年 7 月 1 日
	重型汽车	燃气汽车	2021 年 7 月 1 日
		所有车辆	2023 年 7 月 1 日

资料来源：环保部，国家质检总局，华西证券研究所

EGR 板块迎来政策红利快速增长期。伴随国 VI 排放标准全面切换，公司 EGR 板块将迎来政策红利快速增长期：

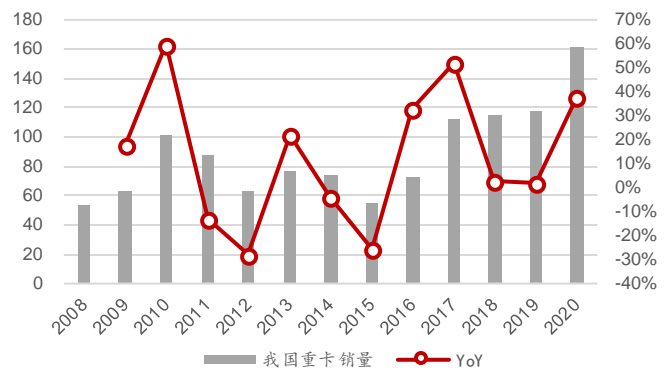
1) **轻卡：**增量主要来源 3.5t 以上。2021 年 7 月 1 日重型柴油车国 VI 排放标准全面实施，3.5t 以上轻卡尾气处理技术将由国 V 阶段 DOC+SCR 路线升级为 EGR+DOC+DPF+SCR，年均新增 EGR 需求百万套以上。而在轻型柴油车领域，公司具有极高的市场占有率，基于原有客户资源、技术优势，公司于 3.5t 以上轻卡市场 EGR 市占率有望达 60%。

图 8 2008-2020 年我国轻卡销量及增速（万辆；%）



资料来源：中国卡车网，华西证券研究所

图 9 2008-2020 年我国重卡销量及增速（万辆；%）



资料来源：第一商用车网，华西证券研究所

2) 重卡：疫情、中美摩擦加速国产替代。国 VI 阶段 EGR 亦将重回重卡主流，此前由于重卡发动机排放、性能要求较高且对价格不敏感，主机厂大多选用外资品牌，2020 年新冠疫情助推国产替代进程加速，公司凭借深厚技术积淀有望抢占部分市场；且从单车价值上来看，重卡为轻卡 4 倍左右。

3) 其他：非道路移动车辆第四阶段排放标准将于 2022 年 12 月 1 日起执行，公司同康明斯、云内动力、全柴动力等重点客户项目匹配现均已完成，有望于 2022Q4 起贡献增量；公司推行汽、柴并举战略，深入挖掘混合动力汽车 EGR 市场，目前已启动相应市场开拓计划，中长期有望受益混动汽车渗透。

综合测算，我们预计 EGR 板块 2021-2022 年营收分别 4.56、7.03 亿元，同比分别+104.7%、+54.1%。同时伴随新业务拓展稳步推进，预计 2025 年公司于重卡、非道路移动车辆市场有望分别取得 40%、20%市占率，叠加原有轻卡市场优势及乘用车 EGR 市场开拓，EGR 业务营收有望达到 12 亿元，2020-2025 年间复合增速达 39.7%。

3. 战略布局马达铁芯 持续受益汽车电动化趋势

收购微研精密，业务横向扩展至新能源汽车关键零部件领域。2018年8月公司正式完成对微研精密全资收购，微研精密始终专注于精密冲压模具、精密型腔模具、光电子器件、冲压件、塑料制品的生产与销售。此轮收购完成后，公司一方面将原有传统汽车产业链实现纵向延伸，另一方面母子子公司间优势互补，市场、技术、研发充分协同，成功将业务范围横向扩展至新能源汽车驱动电机马达铁芯领域。

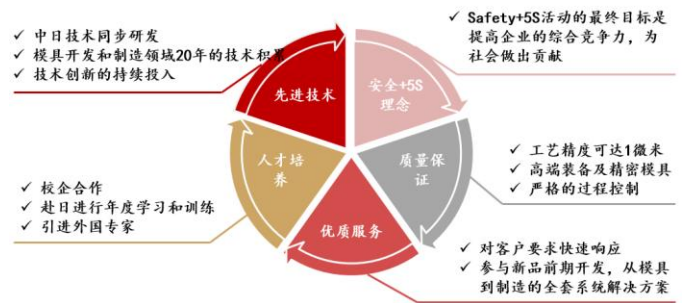
马达铁芯为电机核心部件，工艺复杂、精度要求高。马达铁芯作为电机核心部件，成本占比约30%，主要用于增加电感线圈磁通量，以实现电磁功率的最大转换，通常包含一个定子和一个转子，相应定转子由硅钢片冲压叠制而成。定转子冲片的材料质量、尺寸形位精度、毛刺处置既影响电机的电气性能，又影响电机的机械性能，因而具有较高的工艺及精度要求。且伴随电动汽车电机逐步向大功率方向发展，为有效降低涡流损耗，冲片薄片化趋势不断推进，又进一步提升设备及工艺要求。

图 10 马达铁芯图示



资料来源：百度百科，华西证券研究所

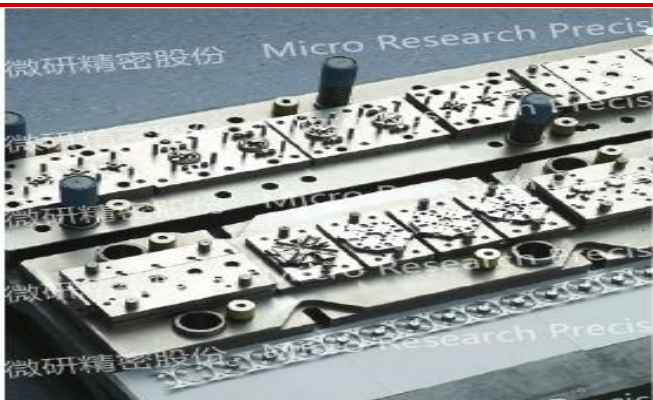
图 11 微研精密竞争优势分析



资料来源：微研精密官网，华西证券研究所

技术壁垒主要在精密级进冲压模具，微研精密技术储备充足。受限于发展起步较晚，我国模具设计制造能力相较欧美日等制造强国仍有较大差距，现阶段全球马达铁芯级模具高端市场参与者主要包括美国奥伯格、日本黑田精工、日本三井、意大利CORRADA（隶属Euro Group）等。微研精密依托日本微研精密技术支持及在模具开发和制造领域20年技术积累，在工艺精度上已可达1微米，比肩国际先进水平，相较国内竞争对手具备较强技术优势。

图 12 微研精密高精精密模具



资料来源：微研精密官网，华西证券研究所

图 13 微研精密高精精密汽车产品级进模



资料来源：微研精密官网，华西证券研究所

配套优质客户，马达铁芯 2021 年贡献可观增量。2020 年 12 月，公司披露同外资电动汽车及能源公司正式签订马达铁芯生产定价采购协议，同时公司亦将通过联合汽车电子间接配套日产、大众 MEB、蔚来、广汽新能源等客户，以上铁芯配套项目预计均会在 2021 年实现量产，带来可观增量，结合现有订单及公司产能，我们预计 2021-2022 年马达铁芯业务营收分别 3.50、8.00 亿元，同比分别+1,929.0%、+128.6%。

中长期来看，我们认为公司将持续受益汽车电动化趋势下的行业高速增长：

1) 空间：新能源代表未来汽车发展趋势，政策、供给驱动渗透率稳步提升，中性预计 2025 年中国及全球马达铁芯市场空间分别 51、127 亿元，测算逻辑如下：

① 假设 2021-2025 年中国及全球汽车销量复合增速为 3%，则 2025 年将分别达到 2,934、9,046 万辆；

② 假设 2025 年中国及全球新能源汽车渗透率分别 25%、20%，则 2025 年新能源汽车销量将分别达 734、1,809 万辆；

③ 假设 2025 年新能源汽车中双电机配置率 40%（2020 年 1-8 月双电机配置率 2.38%），则 2025 年中国及全球驱动电机需求量分别 1,027、2,533 万套；

④ 现阶段马达铁芯价值量约 400-800 元/套，后续伴随驱动电机逐步向大功率化发展，铁芯硅钢片趋于轻薄，且工艺上亦将由激光焊接逐步向粘胶工艺转变，带动铁芯价值量提升。

2) 客户：成功进入外资电动汽车公司、大众 MEB 配套产业链，一方面建立先发优势，配套优质客户；另一方面充分印证公司技术能力，为开拓其他优质客户提供有利背书；

3) 投入：公司高度重视马达铁芯业务，伴随 2020 年非公开定向增发项目推进，2021 年将实现年产 120 万套马达铁芯生产能力，未来将着力打造国内高端驱动电机铁芯智造基地，中长期有望形成 500 万套产能。且远期来看，公司亦存向其他高端马达铁芯应用领域渗透机遇。

4. 天然气喷射系统绑定博世 第三业绩增长点

深入绑定博世，天然气喷射系统 2021 年正式进入大批量生产阶段。2019 年博世决定将天然气业务总部从德国转移至中国，天然气业务已成为博世未来重点发展方向之一。公司为配合博世战略实施，自 2017 年 10 月起与博世共同开发“天然气喷射系统”项目，于 2019 年 10 月获博世供应商定点，承接从核心部件“大流量天然气喷嘴”的制造到天然气喷射系统总成配套业务，直接配套客户为博世，间接配套主机厂客户主要有潍柴、康明斯等。2020 年 10 月，公司天然气喷射系统项目正式进入小批量生产阶段，为东风康明斯等厂家开始供货，2020 年全年销量 0.21 万套，2021 年天然气喷射系统将正式进入大批量生产阶段，预计全年将贡献 1 亿元左右营收。

图 14 公司天然气喷射系统产品



资料来源：公司公告，华西证券研究所

天然气作为替代燃料相比汽油、柴油在经济性、环保性层面优势显著，同时天然气汽车也是政策鼓励的发展方向：

- 1) **经济性**：天然气价格长期低位运行，燃料成本低于汽油、柴油；
- 2) **环保性**：甲烷是含碳量最低的碳氢化合物，充分燃烧后只产生二氧化碳和水；
- 3) **政策鼓励**：国务院办公厅、国家发改委、国家能源局等多次发文，提高天然气在公共交通、货运物流、船舶燃料中的比重。

2025 年天然气重卡占比有望达 25%，构筑第三业绩增长点。考虑上述因素及天然气站渗透率增长，预计到 2025 年天然气重卡市场会占到整个商用车重卡市场的 25%（2020 年渗透率 8.8%），另有 25% 氢燃料电池重卡及 50% 传统重卡，对应天然气喷射系统市场空间 7 亿元。考虑博世在该领域优势地位，假设市占率可达 60%，则 2025 年天然气喷射系统将至少为公司带来 4 亿元以上营收。同时我们认为通过同博世的深入合作，亦将为公司未来在高端电磁阀领域拓展打下坚实基础，同时提升生产管理和质量控制水平。

5. 投资建议

公司深耕 EGR 业务多年，EGR 阀、冷却器、节气门三大核心产品有望在国 VI 阶段快速放量，2021 年正式迎来政策红利期。传统业务之外，公司深入开展“汽柴、燃料替代、新能源”立体化战略，马达铁芯配套优质客户，持续受益汽车电动化趋势；天然气喷射系统绑定博世。我们对主要产品做详细分拆，并做出如下预测：

1) EGR 产品：伴随国 VI 排放标准全面切换，公司 EGR 板块将迎来政策红利快速增长期。预计 2021-2023 年收入增速为 104.7%/54.1%/33.5%，毛利率为 23.0%/23.8%/23.3%；

2) 马达铁芯产品：配套优质客户，持续受益汽车电动化趋势。结合现有订单及公司产能，预计 2021 年营收 3.50 亿元，2022-2023 年收入增速为 128.6%/62.5%，2021-2023 毛利率为 22.0%/26.0%/28.0%；

3) 天然气喷射系统：深入绑定博世，2021 年正式进入大批量生产阶段。预计 2021 年营收 1.20 亿元，2022-2023 收入增速为 66.7%/25.0%，2021-2023 毛利率为 27.0%/27.0%/27.0%；

4) 微研精密：定位高端精密制造，客户优质。预计 2021-2023 年收入增速为 20.0%/35.0%/20.0%，毛利率为 26.0%/26.2%/26.2%。

调整盈利预测，预计 2021-2022 年营业收入由 9.59/13.56 亿元调整为 12.98/21.90 亿元，归母净利由 0.96/1.48 亿元调整为 1.31/2.59 亿元，新增 2023 年营收及归母净利预测 30.64/3.94 亿元，对应的 EPS 为 0.65/1.28/1.95 元，当前股价对应 PE 为 40/20/13 倍。参考可比公司及公司历史估值区间，给予 2022 年 30 倍 PE 估值，目标价由 30.90 元上调至 38.40 元，上调至“买入”评级。

表 2 可比公司估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	可比公司							
				EPS				PE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300680.SZ	隆盛科技	26.05	52.58	0.27	0.65	1.28	1.95	97.97	40.14	20.28	13.34
688021.SH	奥福环保	42.77	33.05	1.04	1.70	2.68	3.64	41.13	25.16	15.96	11.75
300816.SZ	艾可蓝	96.10	76.88	1.57	2.42	4.10	5.61	61.21	39.71	23.44	17.13
603906.SH	龙蟠科技	44.35	213.81	0.59	0.73	1.21	1.65	75.17	60.75	36.65	26.88
300953.SZ	震裕科技	119.30	111.04	1.87	2.64	4.22	6.08	63.80	45.19	28.27	19.62
平均值	—	—	—	—	—	—	—	67.85	42.19	24.92	17.74

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：收盘价截至 2021.08.05

表 3 公司分业务预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
合计					
收入(亿元)	4.07	5.78	12.98	21.90	30.64
收入增速(%)	79.30%	42.01%	124.57%	68.72%	39.91%
毛利率(%)	28.50%	26.64%	24.25%	25.60%	26.26%
分产品					
EGR 产品					
收入(亿元)	1.43	2.23	4.56	7.03	9.38

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

同比增速 (%)	25.44%	55.77%	104.71%	54.06%	33.45%
毛利率 (%)	25.32%	23.85%	23.00%	23.80%	23.30%
马达铁芯产品					
收入 (亿元)		0.17	3.50	8.00	13.00
同比增速 (%)			1928.99%	128.57%	62.50%
毛利率 (%)			22.00%	26.00%	28.00%
天然气喷射系统					
收入 (亿元)		0.02	1.20	2.00	2.50
同比增速 (%)			6457.38%	66.67%	25.00%
毛利率 (%)			27.00%	27.00%	27.00%
微研精密					
收入 (亿元)	1.79	2.75	3.30	4.46	5.35
同比增速 (%)	179.69%	53.63%	20.00%	35.00%	20.00%
毛利率 (%)	26.77%	26.21%	26.00%	26.21%	26.21%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

6. 风险提示

国 VI 阶段 EGR 产品市占率低于预期；国内商用车销量低于预期；全球及国内新能源汽车渗透低于预期；新能源业务拓展低于预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	578	1,298	2,190	3,064	净利润	54	132	262	398
YoY (%)	42.2%	124.5%	68.7%	39.9%	折旧和摊销	38	29	30	29
营业成本	424	983	1,629	2,259	营运资金变动	-61	-125	-163	-161
营业税金及附加	4	9	15	20	经营活动现金流	44	42	132	267
销售费用	15	32	53	70	资本开支	-115	-82	-100	-91
管理费用	38	75	123	169	投资	-10	0	0	0
财务费用	10	8	6	2	投资活动现金流	-251	-81	-98	-88
资产减值损失	-3	0	0	0	股权募资	230	58	0	0
投资收益	1	1	2	3	债务募资	278	-28	-16	-35
营业利润	61	147	292	445	筹资活动现金流	218	6	-24	-41
营业外收支	1	2	2	2	现金净流量	11	-32	10	139
利润总额	61	149	294	447					
所得税	7	16	32	49	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	54	132	262	398	成长能力				
归属于母公司净利润	54	131	259	394	营业收入增长率	42.2%	124.5%	68.7%	39.9%
YoY (%)	78.7%	144.1%	98.0%	51.9%	净利润增长率	78.7%	144.1%	98.0%	51.9%
每股收益	0.27	0.65	1.28	1.95	盈利能力				
					毛利率	26.6%	24.3%	25.6%	26.3%
					净利率	9.4%	10.2%	12.0%	13.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	3.9%	6.9%	10.1%	11.8%
货币资金	82	50	60	199	净资产收益率 ROE	6.6%	12.9%	20.0%	23.0%
预付款项	20	46	76	105	偿债能力				
存货	153	355	589	817	流动比率	1.56	1.55	1.58	1.71
其他流动资产	430	666	958	1,245	速动比率	1.17	0.99	0.95	1.04
流动资产合计	685	1,117	1,683	2,366	现金比率	0.19	0.07	0.06	0.14
长期股权投资	5	5	5	5	资产负债率	38.3%	44.4%	47.6%	47.0%
固定资产	328	410	508	599	经营效率				
无形资产	51	48	46	44	总资产周转率	0.42	0.68	0.85	0.92
非流动资产合计	706	785	882	970	每股指标 (元)				
资产合计	1,391	1,902	2,565	3,335	每股收益	0.27	0.65	1.28	1.95
短期借款	168	111	65	0	每股净资产	4.04	5.03	6.43	8.50
应付账款及票据	227	527	873	1,210	每股经营现金流	0.22	0.21	0.65	1.32
其他流动负债	43	82	129	175	每股股利	0.00	0.07	0.00	0.00
流动负债合计	438	720	1,067	1,385	估值分析				
长期借款	80	110	140	170	PE	97.97	40.14	20.28	13.34
其他长期负债	14	14	14	14	PB	7.72	5.18	4.05	3.06
非流动负债合计	94	124	154	184					
负债合计	532	844	1,221	1,569					
股本	144	202	202	202					
少数股东权益	42	44	46	50					
股东权益合计	859	1,058	1,344	1,767					
负债和股东权益合计	1,391	1,902	2,565	3,335					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。