

汽车智能装备生产线领先企业，新能源订单爆发

投资要点

- 推荐逻辑:** 1. 公司是我国汽车智能装配领域领先企业，在燃油车发动机智能装配线和变速箱智能装配线领域已形成可与国际巨头竞争的领先优势；2. 公司紧跟市场需求，拓展新能源领域业务，在混合动力变速箱智能装配线领域迅速做大规模，同时发力动力电池、氢燃料电池等领域，公司目前是国内仅有的具有扁线三合一电机智能装配技术并实现订单落地执行的企业；3. 公司在手订单充足，为后续业绩释放提供动力。截至 2021H1，公司项目金额在 500 万元以上的在手订单合计金额超过 25.6 亿元，其中新能源汽车领域项目订单金额超过 10.4 亿元，未来公司新能源项目收入占比有望进一步提升。
- 公司是我国汽车装配领域领先企业:** 公司立足于国内领先的智能化装配技术和工艺，为客户提供自动化、柔性化、信息化、智能化的产品和高品质的本地服务，积累了良好的口碑，获得了国内外一流客户的认可。公司紧跟市场需求，把握新能源汽车的机遇，切入新能源领域，不断丰富产品线，形成先发优势，快速做大规模。截止 2021H1，公司已为北京奔驰、华晨宝马、上汽通用、特斯拉、加拿大巴拉德等客户交付超过 140 条大型成套产线项目。
- 传统燃油汽车装配业务预计维持稳健增长:** 传统燃油汽车市场占有率目前依然在 90% 以上，随着排放标准等要求的不断提升，各大整车厂商和动力总成厂商要不断对现有产品进行改造提升或者推出新产品以满足市场的更高需求。公司在传统燃油汽车装配业务领域深耕多年，汽油、柴油机发动机装配业务、各类变速箱装配业务实现全覆盖，多项装备技术为国内国际首创，客户多为海内外知名企业，处于行业领先地位。
- 新能源领域订单快速释放，带动业绩高增长:** 新能源汽车发展前景广阔，产销量逐年递增，预计 2025 年后新能源汽车新车销售量有望达到新车总销量的 20% 左右。公司技术优势显著，在混合动力变速箱业务 2020 年新签订单金额 1.32 亿元，客户多为一线汽车厂商；在驱动电机生产线业务中，掌握关键技术，是国内极少数能够制作扁线三合一电机并投入生产的企业，2020 年新签订单金额 3.09 亿元，同比大幅增长；截至 2021H1，公司新能源汽车领域项目订单金额超过 10.4 亿元，上半年新签订单金额超过 3.2 亿元，占新签订单总金额的比例达 50.6%。同时公司将氢燃料电池生产线作为战略产品进行研发，未来若氢能源应用普及，也将成为新的业绩爆发点。
- 盈利预测与投资建议:** 公司是汽车智能装配领域国内领先企业，受益于新能源产线订单爆发，我们看好公司未来发展前景，预计公司 2021 年至 2023 年的归母净利润分别为 0.9 亿元、1.1 亿元和 1.4 亿元，同比增速分别为 9.3%、23.4% 和 24.1%，对应的 EPS 分别为 0.7、0.87 和 1.07 元，对应当前股价 PE 分别为 49、40 和 32 倍。给予公司 2021 年 60X 目标 PE，目标价 42 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 订单增长或不及预期、新厂建设或不及预期、新能源汽车销售或不及预期、研发或不及预期等。

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.28
流通 A 股(亿股)	0.30
52 周内股价区间(元)	22.09-78.91
总市值(亿元)	43.80
总资产(亿元)	27.43
每股净资产(元)	8.16

相关研究

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1036.54	1186.16	1386.61	1622.44
增长率	-1.37%	14.43%	16.90%	17.01%
归属母公司净利润 (百万元)	82.17	89.85	110.84	137.58
增长率	140.92%	9.34%	23.37%	24.12%
每股收益 EPS (元)	0.64	0.70	0.87	1.07
净资产收益率 ROE	7.98%	8.18%	9.34%	10.58%
PE	53	49	40	32
PB	4.19	3.92	3.62	3.30

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：汽车智能装配领域国内领军企业	1
1.1 公司是汽车智能装配领域的黑马	1
1.2 产品：定位高端、自主研发、非标定制、贴身服务	2
1.3 财务状况：经营稳健，业绩有望加速释放	4
2 下游市场广阔+智能化升级+新能源产业链后来居上+政策扶持，助力行业加速发展	6
2.1 汽车市场空间广阔，需求升级，带动智能装备行业发展	8
2.2 新能源汽车带动我国汽车产业弯道超车	9
3 二十年专注汽车智能装配领域，从跟随者到领跑者	12
3.1 燃油车装备领域：传统优势业务，预计维持稳健增长	13
3.2 新能源汽车装备领域：订单快速释放，带动业绩增长	15
4 盈利预测与估值	17
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 豪森股份公司概况	1
图 2: 豪森股份股权结构	2
图 3: 豪森股份主要产品情况	3
图 4: 豪森股份营收及同比增速情况	4
图 5: 豪森股份净利润及同比增速情况	4
图 6: 豪森股份毛利率情况	5
图 7: 豪森股份费用支出情况 (百万元)	5
图 8: 公司收入拆分情况 (亿元)	6
图 9: 豪森股份分业务毛利率情况 (%)	6
图 10: 我国汽车销量与发达国家对比情况 (万辆)	8
图 11: 2019 年千人汽车保有量、人均 GDP 对比情况	8
图 12: 我国历年汽车产量、GDP 与城镇居民人均可支配收入	9
图 13: 我国汽车消费市场结构, 乘用车销量呈增长趋势	9
图 14: 中国新能源汽车年销量情况	10
图 15: 2021 年 1-6 月中国新能源汽车销售类型分布	10
图 16: 中国燃油汽车销量及占比	13
图 17: 我国公路货运量情况	14
图 18: 豪森股份与天永智能营收对比 (亿元)	15
图 19: 混合动力变速箱的线体结构	16
图 20: 豪森股份 2020 年新能源领域分业务新签订单结构 (万元)	17

表 目 录

表 1: 公司主要产品的产能及其利用率	4
表 2: 智能制造业相关支持政策	6
表 3: 氢能相关支持政策	11
表 4: 分业务收入及毛利率	18
表 5: 可比公司估值	18
附表: 财务预测与估值	20

1 公司概况：汽车智能装配领域国内领军企业

公司 2002 年成立于大连市，主要从事智能生产线的规划、研发、设计、装配、调试集成、销售、服务和交钥匙工程等。公司从成立开始就专注于汽车智能装配领域，随着我国汽车产业发展逐渐成长。在传统燃油车领域，公司经过多年积累，在汽车发动机智能装配线和变速箱智能装配线领域形成领先优势，并在此基础上，进军新能源汽车智能装备生产线领域。基于在变速箱装备领域的技术和市场优势，公司从混合动力变速箱智能装配线业务切入，迅速做大規模，同时发力动力锂电池和氢燃料电池智能生产线等领域，并根据市场导向，不断进行产品升级，成为行业领跑者，公司目前是国内仅有的具有扁线三合一电机智能装配技术并实现订单落地执行的企业。

1.1 公司是汽车智能装配领域的黑马

公司 2002 年成立以来即专注于高端汽车智能装备制造业，2004 年，开始承接发动机整线装配线项目，此后在动力总成装配线领域多年打磨。在 2016 年，公司开始涉足新能源汽车智能装备生产线领域。在 2019 年，公司变更为股份有限公司，变更前进行过 2 次增资，注册资本从 17 年初的 1115.8 万元增加至 8200 万元，变更后进行过 4 次增资，股本增加至 9600 万元。公司于同年 10 月整体变更为股份公司，并于 2020 年成功登录科创板。

图 1：豪森股份公司概况

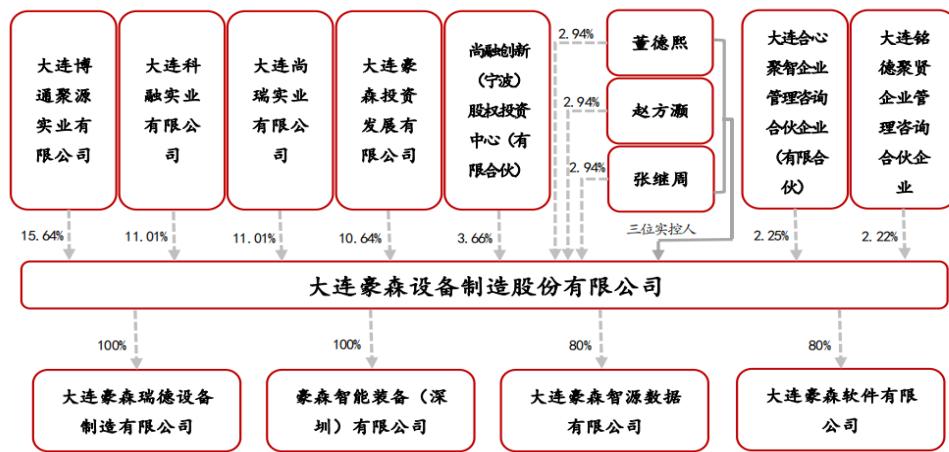


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司持续开拓国内外优质客户，开发优势业务，组织架构不断完善。公司拥有 2 家全资子公司豪森瑞德、豪森智能，2 家境内控股子公司豪森软件、豪森智源及境外控股子公司美国豪森、印度豪森、德国豪森。

豪森瑞德主要从事汽车动力总成装配线的设计和制造，豪森智能主要从事锂电池智能生产线的智能自动化装备的研发；豪森软件主要从事生命周期管理软件（PLM）、施工过程管理及运维（BIM）软件和快速设计解决方案的开发、销售和软件服务；豪森智源聚焦于 MES 系统的研发、生产和销售；美国豪森、印度豪森和德国豪森是豪森股份主营业务在境外市场的拓展。公司持续开拓国内、国际业务，同时在软件领域加大投入，做精产品，一方面为自身智能装配线产品提升附加值，一方面可以创造销售收入，创造业绩新的增长点。

图 2：豪森股份股权结构



数据来源: Wind, 西南证券整理

1.2 产品：定位高端、自主研发、非标定制、贴身服务

我国的汽车工业发展相对较晚，公司从成立开始就直面国际巨头的竞争，在发动机和变速箱装配领域逐步积累客户资源。公司立足于国内领先的智能化装配技术和工艺，为客户提供自动化、柔性化、信息化、智能化的产品和高品质的本地服务，积累了良好的口碑，获得了国内外一流客户的认可。同时，公司紧跟市场需求，把握新能源汽车的机遇，切入新能源领域，不断丰富产品线，形成先发优势，快速做大规模。截止 2021H1，公司已为北京奔驰、华晨宝马、上汽通用、特斯拉、加拿大巴拉德等客户交付超过 140 条大型成套产线项目。

目前公司主要产品及客户情况如下：

- **产品一：发动机智能装配线：**公司对汽油机、柴油机及船用柴油机装配线业务实现了全覆盖。公司在 2004 年起即涉足该领域，起步较早，积累了深厚的技术优势，目前处于国内领先地位。下游客户有上汽通用、华晨宝马、康明斯等，为超过 20 家客户完成总计超过 50 条发动机智能装配线的整线项目。
- **产品二：变速箱智能装配线：**公司在手动变速箱、AT 变速箱、DCT 变速箱、CVT 变速箱、混动变速箱等各种变速箱领域实现技术全覆盖。公司进入该领域较早，积累了深厚的技术优势，同样在国内处于领先地位。该业务下游客户有上汽通用、华晨宝马、长安福特、上汽集团等，为超过 10 家客户完成超过 30 条变速箱智能装配线整线项目。
- **产品三：混合动力变速箱智能装配线：**公司依托在传统变速箱智能装配线领域的技术和市场优势，迅速打开混动变速箱装配领域的市场，获得了上汽通用、长安福特、盛瑞传动、吉利汽车等客户的订单，且订单仍在快速增长。
- **产品四：新能源汽车驱动电机智能生产线：**公司在该领域重点研究开发目前市场需求最大的扁线电机工艺装备生产线，同时，公司也在积极拓展传统圆线驱动电机工

艺装备领域。公司是全球极少数完成扁线三合一电机研发组装并获得订单的公司，该业务下游客户有上汽通用、沃尔沃、长安福特、上海龙芯等企业。

- 产品五：动力锂电池智能生产线：包括动力锂电池模组/PACK 智能装配线和动力锂电池芯智能生产线两部分，公司已经实现了在圆柱电池、方形电池和软包电池的相关业务全覆盖，陆续承接了特斯拉、上汽通用、一汽大众、孚能科技等客户的动力锂电池模组/PACK 智能装配线订单。动力锂电池芯智能生产线方面，公司也在积极开拓市场。
- 产品六：氢燃料电池智能生产线：氢燃料电池在我国发展较晚，目前国内客户处于小规模试制阶段，公司将其作为战略产品，未来有望成为业绩新增长点。在国内，获得了捷氢科技、新源动力和潍柴动力等氢燃料电池前沿企业的认可。在国外，取得了世界领先的氢燃料电池技术公司加拿大巴拉德动力系统有限公司的订单。
- 产品七：白车身焊装智能生产线：公司在这一领域技术全面，能为客户提供白车身焊装智能生产线的全类型服务。

图 3：豪森股份主要产品情况

产品类别	细分类别	产品图片	产品简介
燃油汽车智能装备生产线	发动机智能装配线		将发动机中的缸体、缸盖、曲轴、活塞连杆等几百种零部件按工艺流程顺序装配制造的作业流水线
	白车身焊装智能生产线		将几百个钢质或铝质的冲压件如机舱、地板、侧围、门盖等按工艺流程顺序完成车身冲压零件连接的作业流水线
	变速箱智能装配线		将变速箱的壳体、传动模块、油路控制模块等上百种零部件按照工艺流程顺序装配制造的作业流水线
新能源汽车智能装备生产线	混动变速箱智能装配线		混动变速箱比燃油车变速箱体机构更复杂，装配工艺技术要求更高
	驱动电机智能生产线		将驱动电机中的定子、转子、减速箱等上百种零部件按工艺流程顺序装配制造的作业流水线
	动力锂电池智能生产线（动力锂电池模组/PACK 智能装配线和动力锂电池芯智能生产线）		前者将锂电池产品中的电芯、BMS等材料组装成PACK模组和电池包的智能装配，后者是电池芯生产各环节对应的智能机械设备流水线
	氢燃料电池智能生产线		将氢燃料电池中的气体扩散层、质子交换膜、膜电极等一定的工艺生产以及将燃料电池电堆、燃料电池系统、氢系统按照工艺流程顺序装配制造的作业流水线

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司产能供不应求，产、销量持续增长。2020 年新冠疫情对公司业务开展形成了一定影响，但项目收入金额超过 500 万的智能生产线项目产量仍然达到 23 个，同比增长 15%，产能利用率 111%。

表 1：公司主要产品的产能及其利用率

		2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年	2017 年
智能生产线项目	定额工时(1)	438,576	916,160	821,872	704,128
	实际工时 (1)	486,959	1,097,063	953,367	796,095
	产能利用率	111.03%	119.75%	116.00%	113.06%
	产量 (个)	16	20	15	11
	销量 (个)	16	20	15	11
	产销率	100%	100%	100%	100%

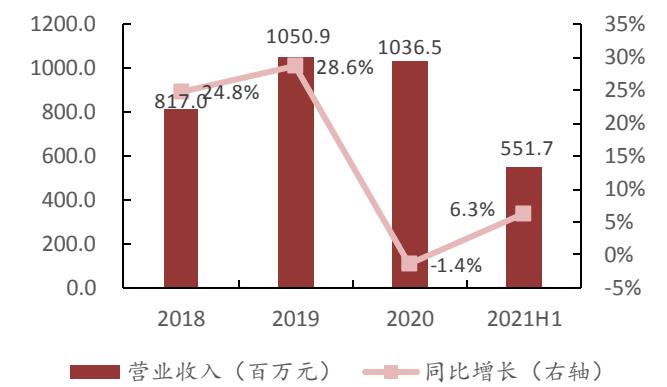
数据来源：公司招股书，西南证券整理

1.3 财务状况：经营稳健，业绩有望加速释放

业绩总体稳健增长，受项目结算周期影响季度性波动较大。2017 至 2020 年，公司收入年复合增速为 16.6%，归母净利润年复合增速为 72.4%，毛利率总体呈上升趋势，2020 年毛利率为 27.2%。2020 年，全球新冠疫情对公司经营、项目交付产生了一定影响，公司营业收入 10.4 亿元，同比下降 1.4%，归母净利润 0.8 亿元，同比增长 140.9%，主要系公司 2020 年收到的与经营相关的政府补助增加，同时较上年同期非经常性损益中股份支付费用大幅度减少所致。

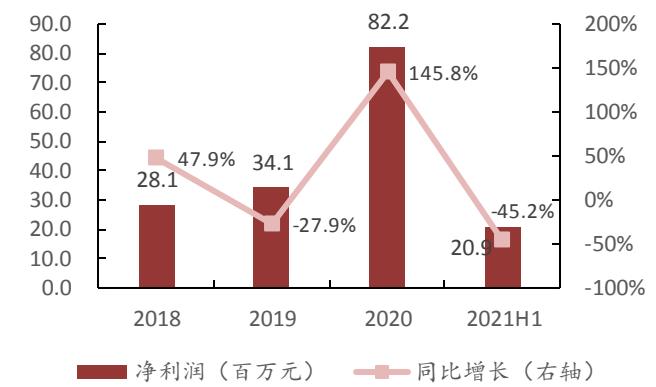
2021H1，公司实现营业收入 5.5 亿元，同比增长 6.31%，实现归母净利润 2088.4 万元，较上年同期减少 45.2%。受订单结算周期影响，公司上半年收入小幅增长；公司利润规模较小，波动性更大，上半年受研发费用增加，公司销售商品回款放缓导致当期应收账款坏账计提增加，及项目制造成本上涨导致毛利率下滑的因素影响，有一定程度下滑。

图 4：豪森股份营收及同比增速情况

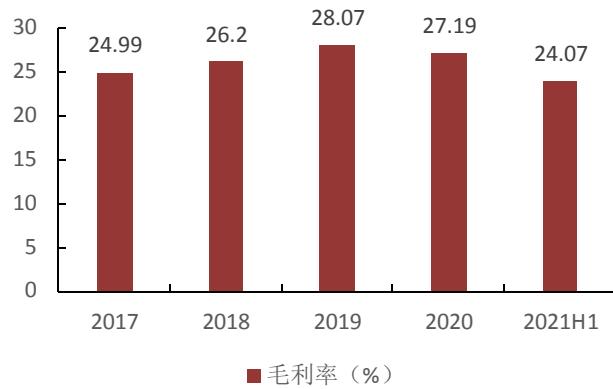


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：豪森股份净利润及同比增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：豪森股份毛利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司在手订单充足，为后续业绩释放提供动力。截至 2021H1，公司项目金额在 500 万元以上的在手订单合计金额超过 25.6 亿元，其中新能源汽车领域项目订单金额超过 10.4 亿元；上半年，公司项目金额在 500 万元以上的新增订单合计金额将近 6.3 亿元，其中新能源汽车领域项目金额约 3.2 亿元。占新承接订单的比例为 50.64%。未来公司新能源项目收入占比有望进一步提升。

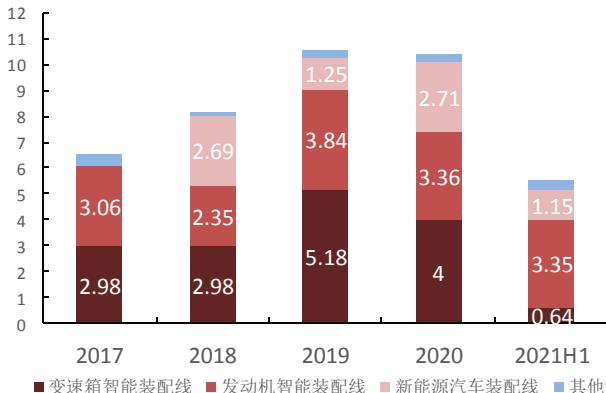
公司在手订单充足，产能供不应求，下半年募投产能到位后，产能天花板打开，且考虑到新能源订单执行周期缩短，公司业绩有望加速释放。

从收入结构看，传统燃油车变速箱智能装配线和发动机智能装配线目前仍是公司主要收入来源，新能源业务占比有望继续快速提升。2017 年至 2020 年，公司主营业务收入分别为 6.4 亿元、8.0 亿元、10.4 亿元和 10.1 亿元，其中变速箱智能装配线业务分别占主营业务收入的 47%、37%、50% 和 40%，发动机智能装配线业务分别占主营业务收入的 48%、28%、37% 和 33%，两项业务占总营收比例共计为 95%、75%、87% 和 73%，这两个业务目前仍是公司主要收入来源。公司目前正在持续拓展新能源汽车领域的相关业务，2020 年新能源领域业务收入占总收入的 27%，考虑到新能源订单快速释放，预计未来比重会快速提升。

从各业务毛利来看，2020 年变速箱智能装配线的毛利占 36% 左右，发动机智能装配线毛利占 30% 左右，新能源领域相关业务总计占毛利 30%，在新能源领域内部，具体业务条线的毛利占比近几年波动较大，主要由于项目期限的长短不一，收入确认期的不一致性所致。2019 年混合动力变速箱智能装配线已完成项目毛利占新能源业务毛利的 72%，2020 年动力电池智能生产线已完成项目的毛利占新能源业务毛利的 97.6%。因公司单项目体量较大，执行期限较长，确认时点不一，毛利率有所波动，总体来看，毛利率总体呈上升趋势，新能源订单毛利率相对较高。

图 7：豪森股份费用支出情况 (百万元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8：公司收入拆分情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9：豪森股份分业务毛利率情况 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

在新能源汽车领域，公司的混合动力变速箱智能装配线业务已轻车熟路，驱动电机智能生产线技术优势正在凸显。公司大力发展驱动电机智能生产线业务，是目前全球极少数的能够制造扁线三合一电机并且投入生产的企业，该项业务 2020 年新增订单金额超过 3 亿元，同比 2019 年实现大幅增长；混合动力变速箱智能装配线业务表现仍旧不俗，新增订单金额超过 1.3 亿元。公司目前也在积极开发动力电池智能生产线业务，2020 年新增订单金额 6577 万元；氢燃料电池智能生产线方面，公司已经有国内领先的技术储备，因下游受成本限制尚未放量，公司 2020 年新增订单金额较小，未来若随着氢能相关应用的增加和制氢成本的下降，该项目业绩有望迎来爆发式增长。

2 下游市场广阔+智能化升级+新能源产业链后来居上+政策扶持，助力行业加速发展

我国的装备制造业起步晚但发展迅速，近年来不断取得突破，总体规模日益扩大，总产值已跃居世界第一。装备制造业是一个高度全球化的行业，我国装备制造业在全球价值链中仍处于较低端的环节，发达国家的大型跨国企业在一些专业领域仍处于相对垄断地位，我国自主创新企业有巨大的发展空间；另外，随着新技术、新产品、新模式的涌现，制造业也迎来了一些新的变革，给新兴国家带来了弯道超车的机会及“后发优势”。2015 年 5 月国务院印发制造强国战略行动纲领《中国制造 2025》，明确提出了中国要走智能化、自动化的制造业之路，智能制造得到国家政策大力扶持。

表 2：智能制造业相关政策

发布时间	发布部门	政策文件名称	相关内容
2015.05	国务院	《中国制造 2025》	以信息技术与制造技术深度融合的数字化网络化智能化制造为主线，加快机械、航空、船舶、汽车、轻工、纺织、食品、电子等行业生产设备的智能化改造，提高精准制造、敏捷制造能力。
2016.11	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	加快推动新一代信息技术与制造技术的深度融合，探索发展贯穿全过程和产品全生命周期的智能制造系统，构建完善智能制造产业体系。
2016.12	工信部	《智能制造发展规划(2016-2020 年)》	面向《中国制造 2025》十大重点领域，推进智能制造关键技术装备、核心支撑软件、工业互联网等系统集成应用，以系统解决方案供应商、装备制造商与用户联合的模式，集成开发一批重大成套装备，推进工程应用和产业化。

发布时间	发布部门	政策文件名称	相关内容
2017.11	工信部	《高端智能再制造行动计划(2018-2020)》	加快发展高端再制造、智能再制造，进一步提升机电产品再制造技术管理水平和产业发展质量，推动形成绿色发展方式，实现绿色增长。
2018.08	工信部、国家标准化管委会	《国家智能制造标准体系建设指南(2018)》	到2018年，基本覆盖基础共性标准和关键技术标准。到2019年，全面覆盖基础共性标准和关键技术标准，逐步建立起较为完善的智能制造标准体系。建设智能制造标准试验验证平台，提升公共服务能力，提高标准应用水平和国际化水平。
2019.11	国家发改委、工信部等	《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	到2025年，形成一批创新活跃、效益显著、质量卓越、带动效应突出的深度融合企业、平台和示范区，企业生产性服务投入逐步提高，产业生态不断完善，两业融合成为推动制造业高质量发展的重要支撑。
2020.08	工信部、科技部等	《国家新一代人工智能标准体系建设指南》	到2023年，初步建立人工智能标准体系，重点研制数据、算法、系统、服务等重点急需标准，并率先在制造、交通、金融、安防等重点行业和领域进行推进。建设人工智能标准实验验证平台，提供公共服务能力。
2021.03	第十三届人民代表大会	《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》	推动集成电路、机器人、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床等产业创新发展。聚焦新一代信息技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，形成产业体系新支撑。
2021.04	工信部	《“十四五”智能制造发展规划》(征求意见稿)	加强关键核心技术攻关、加速系统集成技术突破、加快创新网络建设、开展智能制造示范工厂建设、加快行业数字化网络化发展、促进区域制造业数字化转型、大力发展战略性新兴产业、着力发展工业软件产品、着力打造系统解决方案、完善信息基础设施等。
2021.07	工信部、国家标准化管委会	《国家智能制造标准体系建设指南(2021)》(征求意见稿)	加快制定人机协作系统、工艺装备、检验检测装备等智能装备标准，智能工厂设计、集成优化等智能工厂标准，供应链协同、供应链评估等智慧供应链标准，网络协同制造等智能服务标准，数字孪生、人工智能应用等智能赋能技术标准，工业网络融合等工业网络标准，支撑智能制造业进一步发展。

数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

汽车制造业是国民经济的重要组成部分，我国汽车工业持续发展，近年来外资、合资车企及零部件厂商纷纷在国内建厂，我国自主品牌的制造技术也快速提升，生产线的自动化和柔性化水平已经与第一梯队车厂相当，但是也存在自主开发能力弱，关键制造装备仍以合资或进口为主等问题。随着居民可支配收入与消费水平的提升，下游需求的多样化，我国汽车市场仍在蓬勃发展，大规模个性化定制是当下发展的潮流，销售模式也有望从既定的产销模式升级为客户需求驱动的模式。

在汽车智能装备制造领域，目前我国在各环节都有企业从事相关技术开发和产品制造，基本已形成了一条比较完整的产业链，在其中一些细分领域，国内智能装备制造逐渐实现突破，打破国外顶级智能装备制造的垄断地位，已经具备国际竞争力。随着我国汽车智能装备制造的进一步发展，进口替代逐渐显现，海外出口规模也在逐渐增加。

汽车行业下游需求升级对智能化要求提升，新能源产业链优先发力，叠加政策对智能制造的大力扶持，都利好汽车智能装配行业的发展。

2.1 汽车市场空间广阔，需求升级，带动智能装备行业发展

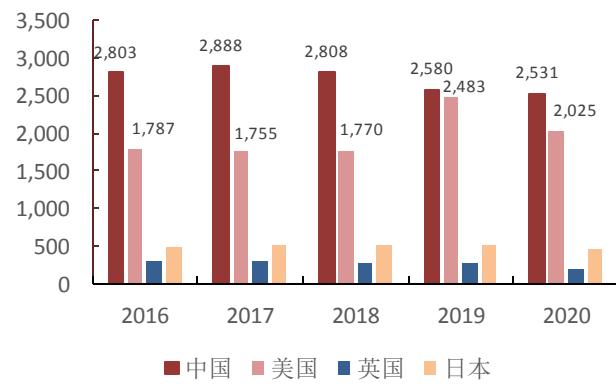
我国汽车制造业下游市场广阔，为智能装备制造业提供巨大的发展空间。2020年，我国汽车产量2522.5万辆，销量2531.1万辆，年产销量连续12年世界第一。根据我国公安部数据，截至2021年3月，我国机动车保有量达到3.78亿辆，驾驶人达4.25亿人，今年一季度新注册登记机动车966万辆，创同期历史新高。中国机动车保有量、驾驶人总量及增量，稳居世界第一，我国汽车保有量达2.87亿，已经超过美国，成为汽车保有量第一的国家。

我国汽车渗透率仍有很大提升空间。根据我国一季度汽车保有量计算，我国千人汽车保有量接近200辆，美国为837辆，德国、英国、法国和日本也都超过500辆，与发达国家相比，我国千人汽车保有量仍很低，有很大的提升空间。

城市化率提升，居民可支配收入提高带动汽车消费需求释放。2021年5月国务院发布的第七次人口普查数据显示，我国居住城镇人口数量超过9亿人，占全国人口的63.89%，与2010年全国第六次人口普查数据相比，城镇人口比例上升了约14个百分点；随着城市建设加快，我国城镇化水平有望继续提升，根据社科院《中国农村发展报告2020》，预计2025年我国人口城镇化率将达到65.5%。

随着经济增加，我国居民可支配收入也稳步上升，2020年我国城镇居民人均可支配收入中位数达到40834元，同比增长3.5%，农村居民人均可支配收入17131元，同比提升6.9%。在城市家庭资产配置结构中，汽车占有比较大的比例，汽车消费需求随着城市化水平的提高将进一步增加。截至2021年3月，我国汽车保有量超过100万辆的城市有72个，比去年同期增加了5个，近年来人口聚集越来越多的城市如北京，汽车保有量超过600万辆，成都和重庆汽车保有量均超过500万辆，上海，苏州和郑州也已超过400万辆。根据中国汽车流通协会发布的《保有量百万量级城市乘用车消费地理》报告，预计到2021年底中国汽车保有量百万量级城市将超过80个。在我国消费升级的趋势和当前扩大内需提振经济的背景下，居民可支配收入提升和城镇化率提升有望持续带动汽车消费释放。广阔、稳健的汽车市场是汽车装备行业发展的原动力。

图10：我国汽车销量与发达国家对比情况（万辆）

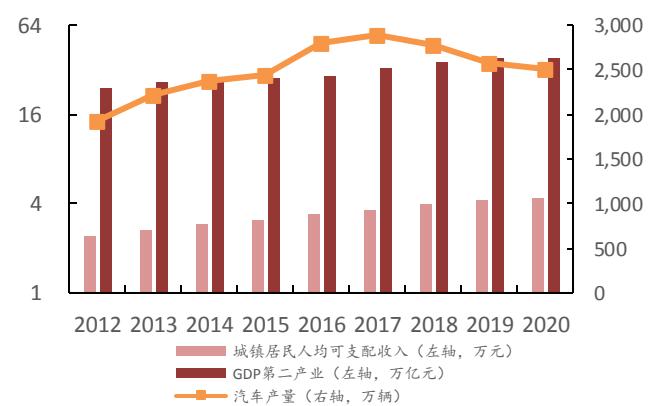


数据来源：Wind，西南证券整理

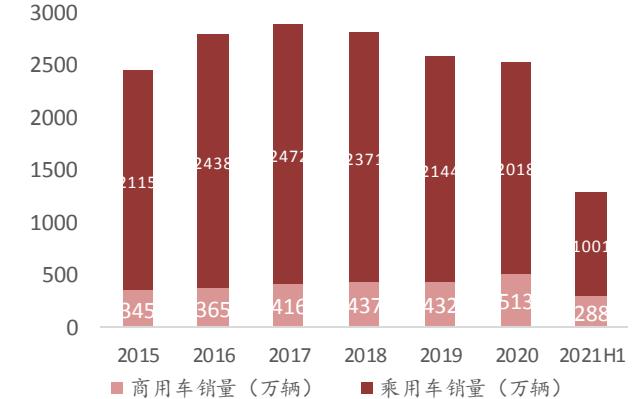
图11：2019年千人汽车保有量、人均GDP对比情况



数据来源：世界银行，西南证券整理

图 12：我国历年汽车产量、GDP 与城镇居民人均可支配收入


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13：我国汽车消费市场结构，乘用车销量呈增长趋势


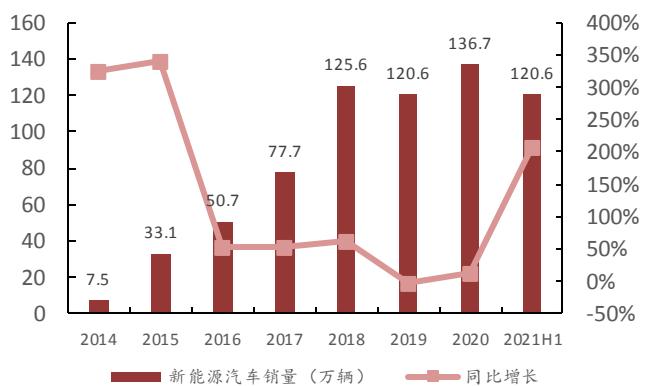
数据来源: Wind, 西南证券整理

结构性变化带动需求升级。乘用车方面，2020年我国乘用车销量2017.8万辆，占汽车总销量约80%。我国乘用车销量近几年虽有所下滑，但销量仍然超过两千万，2020年乘用车销量下降6%，降幅比2019年收窄3.6个百分点，豪车品牌增长势头强劲，整体乘用车品牌市场呈现出向头部集中的趋势。从区域市场看，目前四、五线城市仍有较大的首次购车的消费者的销售空间，二、三线城市紧跟一线城市步伐，更多向增购、换购用户主导的市场转变，预计增、换购消费有望占乘用车销量的一半。增换购的消费者更加注重产品品质、功能、性能、个性化，这也带动了消费需求的升级。另外新能源车技术快速迭代，车联网、自动驾驶功能提升，也给消费者更多的选择。商用车方面，制造业专业分工的加深和互联网经济发展持续带动商用车放量，2020年商用车产销523.1万辆和513.3万辆，同比2019年有较大幅度增长，分别为20.0%和18.7%，未来低碳环保需求也有望给商用车市场带来更多变化。基于以上变化，未来汽车制造业会向小批量、定制化发展，对汽车装备生产线的柔性化、智能化提出更高要求。

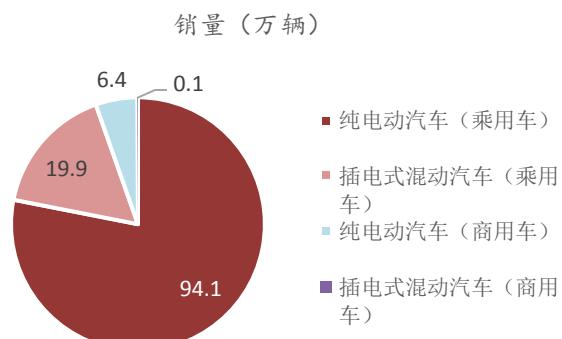
2.2 新能源汽车带动我国汽车产业弯道超车

近年来，新能源汽车越来越受消费者的青睐。根据中汽协公布的数据显示，从2014年至2020年，我国新能源汽车销量从7.5万辆上升至136.7万辆，实现了飞跃式增长。2020年，新能源汽车产销量分别为136.6万辆和136.7万辆，同比分别增长7.5%和10.9%，其中，纯电动汽车产销占比均在80%以上。2021年1-7月，新能源汽车产销分别达到150.4万辆和147.8万辆，同比增长均为2倍，渗透率提升至10%。单从7月看，虽然汽车总体销量因为高基数和商用车排放法规切换影响同比有明显下滑，但是新能源车仍然维持高景气，7月新能源车产销分别达到28.4万辆和27.1万辆，环比分别增长14.3%和5.8%，同比分别增长1.7倍和1.6倍，创历史新高。

根据公安部的数据，截至6月底，全国新能源汽车保有量达603万辆，占汽车总量的2.06%。其中，纯电动汽车保有量493万辆，占新能源汽车总量的81.7%。上半年新注册登记新能源汽车110.3万辆，与去年同期相比增加77.4万辆，增长234.9%；与2019年上半年相比增加47.3万辆，增长74.9%，创历史新高。新能源汽车新注册登记量占汽车新注册登记量的7.8%。

图 14：中国新能源汽车年销量情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15：2021年1-6月中国新能源汽车销售类型分布


数据来源: Wind, 西南证券整理

从政策上看，新能源汽车绿色、环保、节能，符合我国可持续发展观与“碳中和”新理念，国内政策扶持力度较大。我国“十四五”规划和2035年远景目标纲把新能源汽车列为“构筑产业体系新支柱”的战略性新兴产业之一。近年来，国家和地方持续出台多种政策刺激新能源汽车消费，比如对新能源汽车实行购置补贴，免征车辆购置税，发放新能源牌照等，加大公共领域用车电动化推广力度，扩建充电桩、充电站等基础设施。

2019年，工信部发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》提出我国新能源汽车渗透率到2025年将达25%；2020年11月，国务院办公厅印发的《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》提出未来愿景：到2025年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右，到2035年纯电动汽车成为新销售车辆的主流。政策引导下，新能源车渗透率有望快速提升。

从产品层面看，经过多年对新能源汽车产业的培育，电池、电机等技术逐渐成熟，产品性价比提升，性能提升，品牌、车型增加，叠加自动驾驶、车联网功能的升级，消费者对新能源车接受度越来越高。行业成长逻辑已经从补贴逻辑变为产品逻辑，新能源车行业已经进入了新一轮的高景气周期。虽然2021年部分城市新能源车购置补贴力度有所减弱，但销量仍维持高增长，验证了产品带来行业高景气的逻辑。

从国内市场看，目前新能源汽车销售主要集中在一二线城市，中小城市及农村因为配套不完善，厂商渠道未覆盖等原因对新能源汽车认知度、接受度相对低。当前政府也正在积极协助开拓下沉市场，3月，工业和信息化部、农业农村部、商务部、国家能源局综合司四部门印发新能源汽车下乡活动通知，时间从3月一直持续到12月，参与企业有比亚迪、长城、奇瑞、长安、吉利等18家企业。同时也鼓励各地方政府出台支持政策鼓励新能源汽车消费。未来下沉市场有望为国产新能源汽车带来巨大增量。

从海外市场看，随着新能源汽车产能逐步释放，国外市场正在逐渐打开，出口规模呈现逐年上升趋势。中汽协数据显示，2020年，新能源汽车出口量延续了2019年的高增长态势，出口近7万辆，同比增长高达89.4%，占汽车出口总量的7%，比上年提升了3.4个百分点。其中，纯电动车型出口4.4万辆，同比增长94.3%；插电式混合动力车型出口2.6万辆，同比增长81.8%。2021年1-6月新能源汽车出口8.8万辆，同比增长298.1%，占汽车出口总量的10.6%，7月继续延续涨势，新能源车出口增长贡献度达到31.5%。随着RCEP中欧投资协定相关互惠协议和措施的推进和进一步落实，我国与东盟、欧盟进出口贸易将会继续增

长，我国自主品牌出口也尚待发力，空间巨大。

氢能是巨大的潜力市场。氢能作为清洁能源，也是“碳中和”重点发力的领域之一。受制于制氢设备高成本，目前氢能源动力汽车目前仍处于小规模试制阶段，主要应用在商用领域。2019年氢能的相关表述首次出现在政府工作报告中，2020年9月国家财政部、发改委等五部门联合发布《关于氢能燃料电池汽车示范应用推广的通知》，2021年氢能产业也被写入新的五年规划中，各地也相继出台了氢能源汽车支持政策。国际氢能委员会发布的《氢能源未来发展趋势调研报告》预计，到2030年，全球燃料电池乘用车将达到1000万辆至1500万辆，到2050年氢能源需求量将是目前的10倍。我国作为制氢大国以及氢能可应用场景大国，氢燃料汽车相关产业有巨大的发展潜力，市场爆发时，上游有望率先受益。

表3：氢能相关支持政策

时间	名称	相关内容
2011	节能与新能源汽车产业发展规划 (2011-2020)	布局高效天然气制氢、化工、冶金副产氢气，高压容器储氢，氢加注设备和加氢站技术等
2012	节能与新能源汽车产业发展规划 (2012-2020)	到2015年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销率达到50万辆；到2020年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车产能达到200万辆、累计产销超过500万辆，燃料电池汽车、车用氢能源产业与国际发展同步。大幅提升技术水平，新能源汽车、动力电池及关键零部件技术整体上达到国际先进水平，形成一批具有较强竞争力的节能与新能源汽车企业。
2014	关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知	对符合条件的城市或城市群根据推广数量分年度安排充电设施奖励资金，对复合国家技术标准且日后加氢能力不少于200公斤的新建燃料电池汽车加氢站每个站奖励400万元。
2015	关于16-20年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知	补助对象为消费者，2017—2020年除燃料电池汽车外其他车型补助标准适当退坡，其中：2017—2018年补助标准在2016年基础上下降20%，2019—2020年补助标准在2016年基础上下降40%。
2016	能源技术革命创新行动计划 (2016-2030)	提出“氢能与燃料电池技术创新、先进储能技术创新”为重点任务之一，提出再先进燃料电池、燃料电池分布式发电、氢的制取储运及加氢站等方面开展研究。
2017	能源发展“十三五”规划	能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在41亿吨以内，全社会用电量预期为6.9-7.2万亿千瓦时。集中攻关新型高效电池储能、氢能和燃料电池。加大资金和扶持力度，重点在大规模储能、制氢等领域，建设一批创新示范工程，推动先进产能建设。
2018	关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	燃料电池汽车补贴力度保持不变，燃料电池乘用车按燃料电池系统的稳定功率进行补贴，燃料电池客车和专用车采用定额补贴方式。
2019	绿色产业指导目录(2019版)、2019年新能源汽车标准化工作要点	鼓励发展氢能利用设施建设和运营，燃料电池装备以及在新能源汽车和船舶上的应用。完成燃料电池电动汽车安全标的技术审核、定型试验规程标准的技术审查。
2020.03	关于加快建设绿色生产和消费法规政策体系的意见	到2025年，绿色生产和消费相关的法规、标准、政策进一步健全，激励约束到位的制度框架基本建立，绿色生产和消费方式再重点领域、重点行业、重点环节全面推行，我国绿色发展水平实现总体提升。研究制定氢能、海洋能等新能源发展的标准规划和支持政策(2021年完成)
2020.04	关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	将当前对燃料电池汽车的购置补贴，调整为选择有基础、有积极性、有特色的城市或区域，重点围绕关键零部件的技术攻关和产业化应用开展示范，中央财政将采取“以奖代补”方式对示范城市给予奖励。
2020.04	中华人民共和国新能源法(征求意见稿)	优先发展可再生能源、支持开发利用尤其的新型燃料和工业原料、氢能纳入能源范畴
2020.06	2020年能源工作指导意见	从改革创新和推动新技术产业化发展角度推动氢能产业发展

时间	名称	相关内容
2020.09	关于开展燃料电池汽车示范应用的通知	对燃料电池汽车的购置补贴政策调整为燃料电池汽车示范应用支持政策，对复合条件的城市群开展燃料电池汽车关键核心技术产业化攻关和示范应用给予奖励，形成布局合理、各有侧重、协同推进的燃料电池汽车发展新模式。
2020.10	新能源汽车产业发展规划 (2021-2035)	加强燃料电池系统技术攻关，突破氢燃料电池汽车车应用支撑技术瓶颈，力争 15 年内，燃料电池汽车实现商业化应用，氢燃料供给体系建设稳步推进，有效促进节能减排水平。
2020.12	新时代的中国能源发展	加速发展绿氢制取，储运和应用等氢能产业链技术装备，促进氢能燃料电池技术链、氢燃料电池产业链发展。
2021.02	加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见	因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电；加强新能源汽车充换电、加氢等配套基础设施建设。
2021.03	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	在氢能与储能等前沿科技和产业变革领域，实施未来产业孵化与加速计划，谋划布局一批未来产业。在科教资源优势突出、残页基础雄厚的地区，布局一批国家未来产业技术研究院，加强前沿技术多路径探索、交叉融合和颠覆性技术供给。打造未来技术应用场景，加速形成若干未来产业。
2021.08	北京市氢能产业发展实施方案 (2021-2025 年)	2025 年前，具备氢能产业规模化推广基础，产业体系、配套基础设施相对完善，培育 10-15 家具有国际影响力产业链龙头企业；建成 3 至 4 家国际一流的产业研发创新平台，京津冀区域累计实现氢能产业链产业规模 1000 亿元以上。

数据来源：中国政府网，科技部，交通运输部，工信部，发改委，搜狐网，西南证券整理

3 二十年专注汽车智能装配领域，从跟随者到领跑者

公司随我国汽车工业起步，在燃油车智能装配领域进行自主研发，用国际一流车厂的标准打磨产品，逐渐积累项目经验，在燃油车领域达到国际一流的水平；公司紧跟市场趋势开发新能源产品，在锂电和氢能上均有布局，目前技术已领先行业，真正实现了从跟随者到领跑者的蜕变。与竞争者相比，公司有以下优势：

技术优势：公司经过近 20 年的发展，在工艺装备技术水平和研发成果方面不断积累，形成了智能柔性装配单元技术、在线测量测试技术、多机型机器人柔性拧紧技术、EOL 测试台架、多仓串联式热压整形及 HIPOT 测试技术、动力锂电池导热棉保护膜自动分离技术、氢燃料电池电堆自动堆叠技术等多项核心技术，软件方面，公司不断优化生产执行管理系统 MES、生产运营管理 MDM、产品全生命周期解决方案 Aras PLM、施工过程管理及运维解决方案 BIM 等，设计软硬件一体化综合解决方案，为公司产品赋能。

人才优势：公司所处智能型自动化装配系统需要具有机械、电子、控制、工业软件、传感器、人工智能等跨领域多学科知识综合和集成运用的能力，而我国高等院校缺乏具体的专业设置，人才的培养主要依靠企业在项目中培养。公司一直重视人才队伍的培养和建设，不断引进高端人才，形成不断扩大的优秀研发团队与深厚的人才储备。经过多年项目经验积累及人才自主培养和引进，截止 2021H1，公司拥有研发设计人员合计 657 人，占员工总人数的 43.5%，为公司持续技术研发提供了支持。

项目管理和标准执行方面的优势：公司积累了百余项目经验，拥有 15 万余平米的生产作业面积，并且配备了龙门式加工中心、五轴联动加工中心、卧式加工中心、立式躺铣加工中心以及德国和蔡司美国法柔三坐标检测设备合计超过百余台套，可同时满足多条大型成套产线项目的同步实施，确保项目顺利交付，在生产资源和管理体系上形成了很强的竞争优势；

公司在执行欧系、美系的客户订单时，也对欧、美等国际技术标准和产品工艺有了全面的认识和掌握，并打磨出完备的内部标准，形成了关键的软实力。

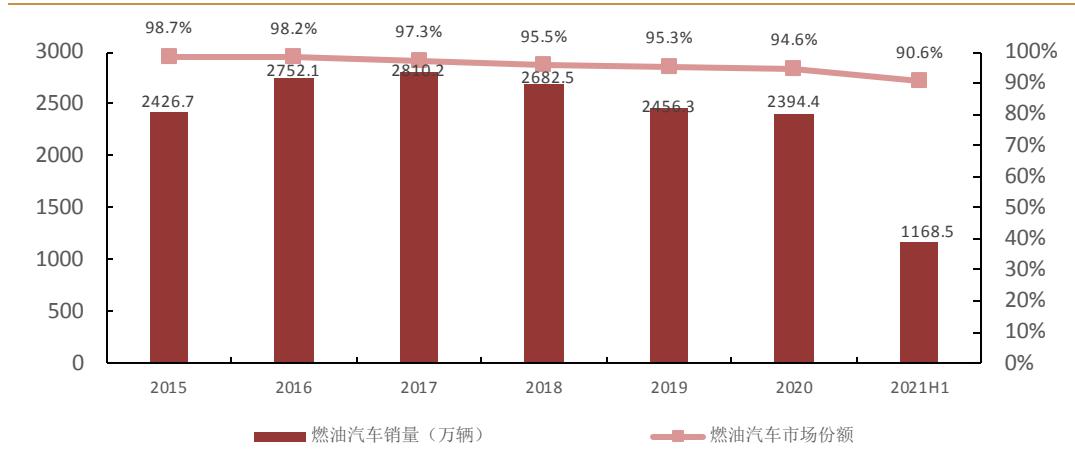
客户优势。公司自设立以来，实施并交付的大型成套智能生产线项目超过 140 余条，积累良好的客户群体，并与客户保持长久稳固的合作关系，公司客户涵盖汽车行业大多数的主流汽车主机厂及知名汽车动力部件供应商，包括上汽通用、采埃孚、北京奔驰、长安福特、特斯拉、华晨宝马、标致雪铁龙、康明斯、格特拉克、卡特彼勒、上汽集团、一汽大众、盛瑞传动、长城汽车、吉利汽车、潍柴动力等。

3.1 燃油车装备领域：传统优势业务，预计维持稳健增长

在当前持续推进“碳中和”的背景下，传统燃油车市场受到了一定的冲击，行业增速有所放缓。但是我国作为汽车消费大国，传统燃油汽车占比大，更新需求叠加国产替代趋势带动，上游仍有稳健增量。

2018~2020 年间，我国汽车年产量分别为 2781 万辆、2572 万辆和 2523 万辆和 2531 万辆。我国汽车年销量分别为 2808 万辆、2577 万辆和 2531 万辆，其中，燃油汽车销量分别为 2683 万辆、2456 万辆和 2394 万辆，传统燃油车市场占有率为 95.5%、95.3% 和 94.6%，传统燃油汽车仍是汽车市场主力。

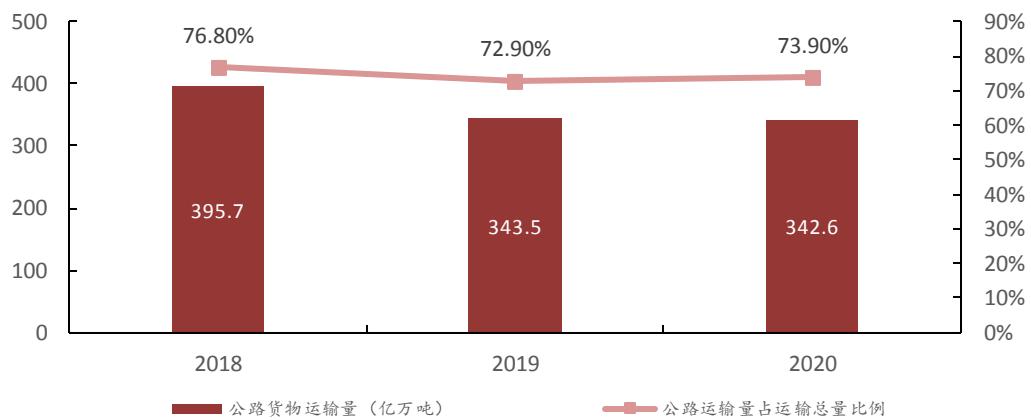
图 16：中国燃油汽车销量及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

传统的燃油汽车经历了长时间的发展，制车技术成熟，车型更加丰富，安全性、耐用性到配套设施都更加完善，未来相当长一段时间里燃油车仍然会是市场主力。

随着排放标准等要求的不断提升，各大整车厂商和动力总成厂商要不断对现有产品进行改造提升或者推出新产品以满足市场的更高需求。乘用车领域，竞争加剧，下游客户对车型的性价比、智能化、个性化、节能等要求提高，车厂在装配线中的投资及柔性化改造带动装配市场维持稳定增量；在商用车领域，由于我国公路货运需求旺盛，物流行业发展产生增量需求，国六的实施，加之新能源汽车技术目前无法满足商用车对续航里程及应对复杂路况等需求，从中短期来看商用车在传统燃油领域市场需求仍会快速增长。因此，随着经济的提升和国产化的进一步深化，燃油汽车智能装配业务体量仍会稳中有增。

图 17：我国公路货运量情况


数据来源：Wind，西南证券整理

从技术上看，在发动机领域，乘用车所用发动机从原直接动力输出源来驱动汽车行驶，逐渐变成间接动力输出源，使用发动机运转所产生电能来驱动汽车行驶，这样一来，发动机将从原追求大扭矩、快速动力响应，向着追求高燃烧效率、高稳定性转变，给发动机智能装配业务带来技术升级的需求；在变速箱领域，整车厂商对变速箱的需求由主流的 6 速提升至 8、9 速，带动更新换代需求；为了规避可能存在的超载问题，商用车购买者通常会追求更大排量：主流发动机排量从原来的 10-11 升提升到了现在的 15-16 升；配套燃油商用车现在也存在从手动挡向自动挡发展的趋势，变速箱从 MT 向 AMT 转变。

公司拥有多项先进技术。公司经过多年技术研发积累与创新，实现了对汽油、柴油发动机装配业务的全覆盖，对 MT、AT、CVT、DCT 以及混动变速箱装配业务的全覆盖，还建立了对应的工艺方案库，用来指导后续项目的工艺方案规划，多项装配技术为国内或国际首创。

巩固发展发动机和变速箱装配技术优势。公司持续对发动机、变速箱装配线进行了智能化、自动化升级，着力提升该领域的核心竞争力。公司通过数据孪生、虚拟调试、预防性的维护等提升产线智能化水平，通过对工艺装备结构、控制原理的优化，和对产线进行轻量化设计，成功的提升了产线的自动化率和生产效率。

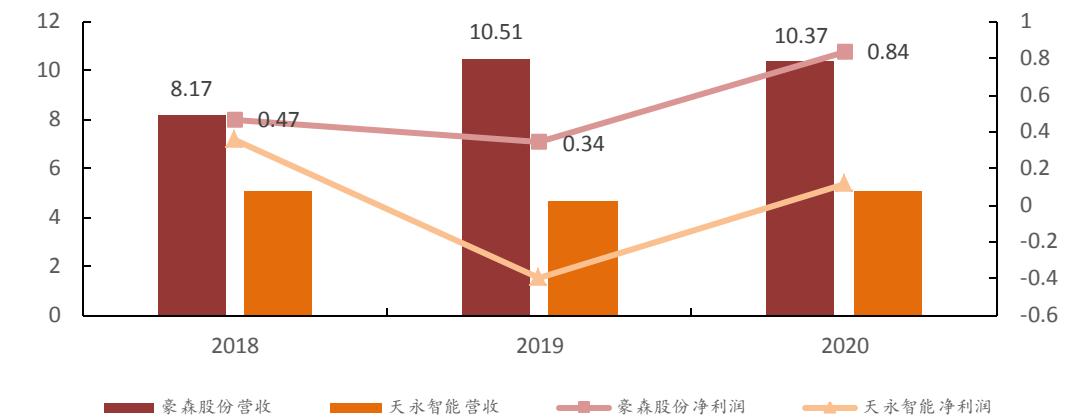
抢占海内外市场。公司在动力总成装配线领域深耕多年，当前处于领先地位，在国内外均具备强有力的竞争优势，对接客户多为海内外知名企业，公司持续发掘市场新机会，拓展海内外业务，寻找新客户。

汽车发动机智能装配线和变速箱智能装配线业务中，公司的竞争者主要是国际大型工业企业蒂森克虏伯、柯马、平田和 ABB，在国内竞争者为天永智能。国外大型工业企业业务广泛、规模较大并且具有一定的先发优势，在我国主要对接高端品牌市场，而公司是国内少数可以和这些国际大型企业在高端品牌市场进行竞争的企业，技术水平接近，有一定的价格优势，本地服务优势显著，进口替代效应显现，公司市场份额逐步扩大。

在国内，公司的主要竞争对手是天永智能。从经营规模上看，天永智能近三年收入分别为 5.1、4.7 和 5.1 亿元，净利润分别为 0.4、-0.4 和 0.1 亿元，公司近三年收入分别为 8.2、10.5 和 10.4 亿元，净利润分别为 0.5、0.3 和 0.8 亿元，公司经营规模大于天永智能。从在手订单上看，2019 年末天永智能在手订单金额 7.3 亿，公司 2019、2020 年末在手订单分别为 23.2、24.0 亿元，要高于天永智能；从客户结构上看，天永智能 2019 年前五大客户为哈

尔滨东安汽车发动机制造有限公司、上海柴油机股份有限公司、江西腾勒动力有限公司、青岛姜山新能源汽车零部件产业基地建设有限公司和江淮汽车。豪森股份 2019 年前五大客户为上汽通用东岳、采埃孚、上汽通用、长城汽车和盛瑞传动等。公司历年主营业务收入中，合资或外资客户收入占比相对较高，单一项目的金额更大，公司获取国内市场高端客户订单的能力更强。

图 18：豪森股份与天永智能营收对比（亿元）



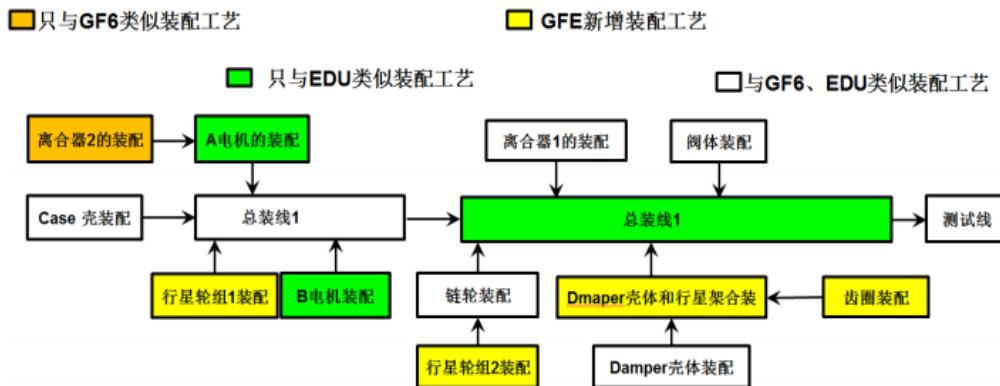
数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 新能源汽车装备领域：订单快速释放，带动业绩增长

新能源汽车装备制造随下游发展而崛起。新能源汽车特有的核心零部件主要包括动力电池、燃料电池、混合动力变速箱和驱动电机等，随着新能源汽车产销量的进一步增加，新能源智能装配及装备生产将是公司业绩的主要增长点。2020 年公司项目金额 500 万元以上新签订单合计 11.94 亿元，其中新能源汽车领域新签订单金额为 5.1 亿元，约占总订单金额的 43%。截至 2021 年 6 月 30 日公司项目金额在 500 万元以上的新增订单合计金额为 6.3 亿元，其中新能源汽车领域项目新签订单金额为 3.2 亿元，占新承接订单比例为 50.6%，未来这一比例预计将提高。

发挥技术优势在新能源汽车崛起的浪潮中后来居上。公司进入新能源领域的时间仅五年左右，但公司已逐步在新能源领域获得了一定的市场份额。公司先从混合动力变速箱业务发力，逐步打开新能源领域市场。混合动力变速箱在传统燃油汽车变速箱基础上发展而来，是混合动力汽车的核心部件之一，公司结合传统变速箱智能装配线领域的技术经验，成功开拓了混合动力变速箱装配业务。混合动力变速箱智能装配线兼具传统燃油车变速箱智能装配线以及驱动电机智能生产线的结构和工艺，线体结构更复杂，工艺流程更全。2016 年起陆续获得了上汽通用、长安福特、盛瑞传动、吉利汽车等知名客户混合动力变速箱智能装配线的订单。2020 年混合动力变速箱智能装配线项目金额在 500 万元以上的新增订单金额为 1.3 亿元。

图 19：混合动力变速箱的线体结构



数据来源: Wind, 西南证券整理

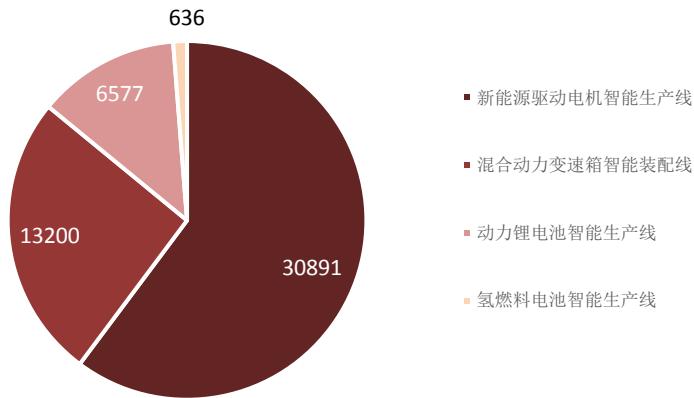
驱动电机智能生产线领域一枝独秀。公司投入了大量的资源进行驱动电机智能生产线的技术研发，掌握了驱动电机定子/转子/三合一合装工艺装备的关键技术，是国内极少数能够制作扁线三合一电机并投入生产的企业。2020 年公司在该生产线项目金额在 500 万元以上的新增订单金额为 3.1 亿元，同比上年实现大幅度增长。目前已经获得了上汽通用、长春一汽、上海龙芯、沃尔沃等知名客户订单。

动力锂电池智能生产线。公司在动力锂电池模组组/PACK 智能装配线领域也取得重大突破，实现了圆柱电池、方形电池和软包电池装配业务领域的全覆盖，先后获得特斯拉、上汽通用、一汽大众、孚能科技等国内外知名客户的订单，2020 年新增订单金额 6577 万元。

氢燃料电池智能生产线未来发展空间广阔。理论上讲，氢能源是终极清洁能源，锂电池汽车虽然相比燃油汽车污染小，但仍然会产生碳污染，因此氢能源是最有望实现“碳中和”目标的清洁能源，不少国家、企业和学者认为氢能源是新能源汽车的终极解决方案。氢能源汽车具有能量转换效率高、噪音小、续航里程长、燃料加注用时短、无需充电、良好的环境相容性等特点。根据国际能源署预测，到 2030 年，可再生电力生产氢气的成本可能会下降 30%，而我国燃料电池乘用车到 2030 年预计将突破一千万辆，因此氢燃料电池汽车有着极大的发展潜力。尤其是在中国这样的氢应用场景大国，一旦制氢成本高的问题以及配套基础设施匮乏等问题得到解决，氢能源汽车产业将会飞速发展，此时优先布局的企业必将具有极大的先发优势，迎来业绩爆发增长点。

公司是最早涉足氢燃料电池制造领域的厂商之一，在关键技术和产线规划能力上均处于行业领先水平。目前在国内已经受到捷氢科技、新源动力和潍柴动力、氢蓝时代等氢燃料电池先行企业的认可。而在国外，已经得到全球领先的氢燃料电池技术公司加拿大巴拉德动力系统有限公司的订单。

图 20：豪森股份 2020 年新能源领域分业务新签订单结构（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

在新能源汽车装备制造领域，具有竞争力的公司有先导智能、赢合科技和大族激光等。与这些公司相比，公司新能源领域起步较晚，相关业务规模较小，但公司凭借丰富的技术经验积累以及强大的研发能力，在新能源汽车领域逐渐获得市场份额，客户已有特斯拉、孚能科技这样的国内外知名厂商的订单。同时，公司正在加大对新能源汽车装配及制造领域的研发及营销投入，适应市场需求。近年来汽车品牌头部集聚效应显现，公司致力于开拓行业头部客户，注重附加价值，利用核心技术优势巩固市场地位，逐渐提高公司的同业竞争力。

展望 2021 年，中国汽车工业协会认为，这一年我国汽车行业将实现恢复性正增长，汽车销量有望超过 2600 万辆，同比增长 4%，其中，新能源汽车有望达到 180 万辆，同比增长 40%，1-7 月已经实现接近 150 万销量，预计全年销量将超预期。按照国家规划的发展愿景，2025 年新能源汽车销量有望突破 500 万。同时，随着海外疫情的逐渐好转，新能源汽车的出口以及上游企业海外订单也会逐渐增加。因此，未来几年公司有望在驱动电机智能生产线业务领域实现突破性增长，而混合动力变速箱装配线业务以及锂电池智能生产线业务也会随着公司的市场竞争力的提高获得进一步增长。

4 盈利预测与估值

对于未来公司成长，我们做出如下假设：

(1) 传统燃油车领域，公司订单稳中有升，假设 2021-2023 年公司订单执行额增速维持在 10%，毛利率维持在 25%；

(2) 新能源车领域，公司订单高速增长，2022 年公司新厂房建成后，订单执行能力更强，且随着订单执行期限缩短，毛利率呈现上升趋势，假设 2021-2023 年订单执行额增速分别为 20%、30% 和 30%，毛利率分别为 32%、33% 和 34%；

(3) 其他主营业务主要是软件业务，公司加大软件销售业务的营销投入，且随规模提升毛利率有所上升，假设 2021-2023 年其他主营业务订单增速分别为 100%、50% 和 30%，毛利率分别为 50%、51% 和 52%。

基于以上假设，我们对公司未来三年收入预测如下：

表 4：分业务收入及毛利率

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
营业收入	1036.5	1186.2	1386.6	1622.4
<code>yoY</code>	-1.4%	14.4%	16.9%	17.0%
毛利率	27.19%	27.8%	28.6%	29.4%
传统燃油汽车				
收入	742.68	816.9	898.6	988.5
<code>yoY</code>	-18.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
新能源汽车				
收入	271.31	325.6	423.2	550.2
<code>yoY</code>	117.0%	20.0%	30.0%	30.0%
毛利率	31.5%	32.0%	33.0%	34.0%
其他主营业务				
收入	21.04	42.1	63.1	82.1
<code>yoY</code>	105.3%	100.0%	50.0%	30.0%
毛利率	49.7%	50.0%	51.0%	52.0%
其他业务				
收入	1.51	1.6	1.6	1.7
<code>yoY</code>	-5.6%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%

数据来源: Wind, 西南证券

公司是汽车智能装配领域国内领先企业，受益于新能源产线订单爆发，我们看好公司未来发展前景，预计公司 2021 年至 2023 年的归母净利润分别为 0.9 亿元、1.1 亿元和 1.4 亿元，同比增速分别为 9.3%、23.4% 和 24.1%，对应的 EPS 分别为 0.7、0.87 和 1.07 元，对应当前股价 PE 分别为 49、40 和 32 倍。

我们选取天永智能、先导智能、赢合科技作为公司可比公司，参考可比公司估值，考虑到公司目前营收规模与可比公司相比仍较低，给予公司 2021 年 60X 目标 PE，目标价 42 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)						
			2021/8/23	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
平均值								115.12	68.67	45.23	33.83		
中位值								95.22	68.67	45.23	33.83		
603895.SH	天永智能	17.96	0.11	-	-	-	163.27	-	-	-	-		
300450.SZ	先导智能	75.65	0.87	0.95	1.44	1.89	86.87	79.88	52.44	40.12			
300457.SZ	赢合科技	30.47	0.32	0.53	0.80	1.11	95.22	57.45	38.03	27.53			

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

订单增长或不及预期、新厂建设或不及预期、新能源汽车销售或不及预期、研发或不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1036.54	1186.16	1386.61	1622.44	净利润	83.58	91.85	113.84	141.58
营业成本	754.68	856.50	989.88	1145.35	折旧与摊销	24.78	34.89	38.82	42.81
营业税金及附加	5.35	7.41	8.16	9.74	财务费用	31.99	32.57	45.88	52.29
销售费用	25.37	33.21	38.83	45.43	资产减值损失	-2.29	-1.00	0.00	0.00
管理费用	84.04	157.76	180.26	215.78	经营营运资本变动	-196.62	-674.95	-204.50	-212.03
财务费用	31.99	32.57	45.88	52.29	其他	162.96	0.70	-0.40	-0.50
资产减值损失	-2.29	-1.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	104.40	-515.94	-6.36	24.15
投资收益	0.21	0.30	0.40	0.50	资本支出	-122.34	-100.00	-100.00	-80.00
公允价值变动损益	1.01	0.00	0.00	0.00	其他	-290.84	2.30	0.40	0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-413.19	-97.70	-99.60	-79.50
营业利润	90.90	100.01	124.01	154.34	短期借款	-67.49	536.93	189.86	153.40
其他非经营损益	0.44	0.37	0.41	0.39	长期借款	20.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	91.34	100.38	124.42	154.73	股权融资	596.60	0.00	0.00	0.00
所得税	7.77	8.53	10.58	13.15	支付股利	0.00	-16.43	-17.97	-22.17
净利润	83.58	91.85	113.84	141.58	其他	-163.35	-63.55	-45.88	-52.29
少数股东损益	1.40	2.00	3.00	4.00	筹资活动现金流量净额	386.14	456.94	126.01	78.94
归属母公司股东净利润	82.17	89.85	110.84	137.58	现金流量净额	77.84	-156.70	20.05	23.58
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	275.31	118.62	138.66	162.24	成长能力				
应收和预付款项	175.05	205.03	237.45	278.17	销售收入增长率	-1.37%	14.43%	16.90%	17.01%
存货	1232.23	1398.48	1616.27	1870.12	营业利润增长率	100.15%	10.02%	24.00%	24.46%
其他流动资产	472.42	383.79	400.15	419.39	净利润增长率	145.77%	9.89%	23.95%	24.37%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	57.08%	13.41%	24.62%	19.52%
投资性房地产	6.60	6.60	6.60	6.60	获利能力				
固定资产和在建工程	400.65	478.12	551.66	601.22	毛利率	27.19%	27.79%	28.61%	29.41%
无形资产和开发支出	109.33	96.98	84.62	72.26	三费率	13.64%	18.85%	19.11%	19.32%
其他非流动资产	44.99	42.99	42.99	42.99	净利润率	8.06%	7.74%	8.21%	8.73%
资产总计	2716.59	2730.61	3078.41	3452.99	ROE	7.98%	8.18%	9.34%	10.58%
短期借款	464.72	1001.65	1191.50	1344.90	ROA	3.08%	3.36%	3.70%	4.10%
应付和预收款项	445.24	538.43	599.18	699.42	ROIC	11.58%	8.31%	7.85%	8.36%
长期借款	50.38	50.38	50.38	50.38	EBITDA/销售收入	14.25%	14.12%	15.05%	15.37%
其他负债	708.51	17.09	18.41	19.95	营运能力				
负债合计	1668.85	1607.54	1859.47	2114.64	总资产周转率	0.42	0.44	0.48	0.50
股本	128.00	128.00	128.00	128.00	固定资产周转率	3.03	3.25	3.24	3.33
资本公积	832.59	832.59	832.59	832.59	应收账款周转率	5.78	8.16	8.24	8.24
留存收益	84.40	157.81	250.68	366.09	存货周转率	0.63	0.65	0.66	0.66
归属母公司股东权益	1045.07	1118.40	1211.27	1326.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.01%	—	—	—
少数股东权益	2.67	4.67	7.67	11.67	资本结构				
股东权益合计	1047.74	1123.07	1218.94	1338.35	资产负债率	61.43%	58.87%	60.40%	61.24%
负债和股东权益合计	2716.59	2730.61	3078.41	3452.99	带息债务/总负债	30.87%	65.44%	66.79%	65.98%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	1.34	1.36	1.33	1.33
EBITDA	147.67	167.47	208.70	249.44	速动比率	0.57	0.46	0.43	0.42
PE	53.30	48.75	39.52	31.84	股利支付率	0.00%	18.29%	16.21%	16.11%
PB	4.19	3.92	3.62	3.30	每股指标				
PS	4.23	3.69	3.16	2.70	每股收益	0.64	0.70	0.87	1.07
EV/EBITDA	29.11	29.64	24.60	21.10	每股净资产	8.16	8.74	9.46	10.36
股息率	0.00%	0.38%	0.41%	0.51%	每股经营现金	0.82	-4.03	-0.05	0.19
					每股股利	0.00	0.13	0.14	0.17

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn