

## 阿尔特 (300825.SZ)

2021年09月04日

## 国内独立汽车设计龙头，零部件业务步入增长新阶段

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

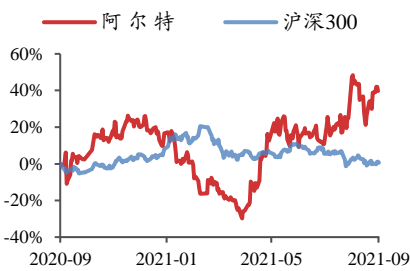
邓健全 (分析师)

dengjianquan@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

|            |             |
|------------|-------------|
| 日期         | 2021/9/3    |
| 当前股价(元)    | 32.72       |
| 一年最高最低(元)  | 36.79/16.39 |
| 总市值(亿元)    | 100.01      |
| 流通市值(亿元)   | 80.16       |
| 总股本(亿股)    | 3.06        |
| 流通股本(亿股)   | 2.45        |
| 近3个月换手率(%) | 250.18      |

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### ● 国内领先独立汽车设计公司，核心零部件业务由培育期转向贡献期

公司是国内首家 A 股上市的独立汽车设计公司，开创了国内整车研发“交钥匙”服务和发动机/动力总成研发制造的先河。整车研发制造业务覆盖全产业链，具备研发、客户、平台等优势。公司积极布局新能源动力总成相关技术，核心零部件业务在手订单充裕，产能进一步扩张，已步入增长新阶段。我们预计 2021-2023 年公司营收为 13.81、20.90、31.86 亿元，归母净利润为 2.56、3.68、5.02 亿元，EPS 为 0.84、1.20、1.64 元/股，对应当前股价 PE 为 39.0、27.2、19.9 倍。我们认为受益于电动化浪潮，公司新能源汽车整车设计业务将实现快速增长，核心零部件将为公司带来全新的增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 具备全产业链设计能力，客户资源优质

公司是国内极少数业务模块能够覆盖整车开发全产业链的独立开发企业，提供商品企划到样车实验一体化服务。公司整车研发服务广受客户认可，国内前十大汽车集团中有八家为公司客户，并与日产、大众、奔驰、现代和本田等外资品牌均有项目合作或战略协同，同时积极拓展与造车新势力客户的合作。目前，公司已成功研发超过 200 款车型，包括从轿车（A00 级到 C 级）、SUV、MPV 到商用车的多种车型。

### ● 核心零部件业务加速落地，有望迎来快速增长期

公司自主研发传统动力总成 V6 发动机，于 2020 年为北汽 BJ80 进行批量配套，2020 年已经完成千台配套，2021 年将持续增加配套数量。同时，公司积极布局新能源动力总成相关技术，已掌握 BEV/REEV 减速器、耦合器、增程器及集成式电驱动等技术。公司一直是广汽本田、东风本田电动车减速器的供应商，2020 年来持续获得宝能汽车、上汽通用五菱等知名公司订单。同时，公司持续扩大产能建设，未来随着产能落地，核心零部件业务将迎来快速增长。

● **风险提示:** 新能源汽车行业发展不及预期；零部件业务产能落地不及预期；新客户拓展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 885   | 821   | 1,381 | 2,090 | 3,186 |
| YOY(%)     | 11.4  | -7.3  | 68.2  | 51.4  | 52.4  |
| 归母净利润(百万元) | 130   | 111   | 256   | 368   | 502   |
| YOY(%)     | 6.2   | -14.9 | 130.9 | 43.5  | 36.6  |
| 毛利率(%)     | 33.1  | 33.7  | 35.6  | 34.1  | 32.5  |
| 净利率(%)     | 14.7  | 13.5  | 18.6  | 17.6  | 15.8  |
| ROE(%)     | 10.6  | 5.8   | 12.1  | 16.5  | 21.4  |
| EPS(摊薄/元)  | 0.43  | 0.36  | 0.84  | 1.20  | 1.64  |
| P/E(倍)     | 76.7  | 90.2  | 39.0  | 27.2  | 19.9  |
| P/B(倍)     | 10.5  | 6.8   | 5.8   | 5.6   | 5.0   |

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1、国内独立汽车设计龙头，零部件业务步入贡献期.....         | 4  |
| 1.1、整车开发业务模块覆盖广，新能源车设计业务占比逐年提升.....  | 4  |
| 1.2、高强度研发投入+股权激励计划，巩固公司核心竞争力.....    | 5  |
| 2、具备全产业链设计能力，行业地位稳固.....             | 8  |
| 2.1、受益于汽车电动化浪潮，国内独立汽车设计公司有望充分受益..... | 8  |
| 2.2、业务覆盖汽车设计研发全产业链，客户资源优质.....       | 11 |
| 2.3、掌握多项新能源关键技术，汽车研发设计业务订单饱满.....    | 13 |
| 3、核心零部件业务加速落地，有望迎来快速增长期.....         | 15 |
| 3.1、自主开发传统动力总成 V6，将持续增加配套数量.....     | 15 |
| 3.2、加快布局新能源动力总成，在手订单充裕.....          | 15 |
| 4、前瞻性布局汽车智能化技术，助力公司强化先发优势.....       | 17 |
| 5、盈利预测与投资建议.....                     | 19 |
| 5.1、关键假设.....                        | 19 |
| 5.2、盈利预测及估值.....                     | 20 |
| 6、风险提示.....                          | 20 |
| 附：财务预测摘要.....                        | 21 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1： 公司是国内首家 A 股上市的独立汽车设计公司.....                   | 4  |
| 图 2： 公司具备整车设计全产业链能力.....                           | 4  |
| 图 3： 2021H1 公司营收同比增长 82.47%，归母净利润同比增长 179.17%..... | 5  |
| 图 4： 新能源汽车设计营收占比逐步提升.....                          | 5  |
| 图 5： 2014-2020 年公司三费率呈下降趋势.....                    | 5  |
| 图 6： 公司实际控制人为宣武奇、刘剑夫妇.....                         | 6  |
| 图 7： 公司多年来持续保持高额研发投入.....                          | 7  |
| 图 8： 公司客户包括国内外知名汽车整车生产企业.....                      | 7  |
| 图 9： 新兴汽车生产企业不断涌入市场.....                           | 8  |
| 图 10： 2015-2020 年上市新车型（包含改款）种类 CAGR 为 8.67%.....   | 9  |
| 图 11： 相较于可比公司，公司营收规模优势显著.....                      | 11 |
| 图 12： 相较于可比公司，公司保持高强度研发投入.....                     | 11 |
| 图 13： 造型设计包含汽车内外饰造型构思等.....                        | 12 |
| 图 14： 工程可行性分析通过制作典型位置断面进行分析.....                   | 12 |
| 图 15： PHEV 混合动力系统包括发动机及电机.....                     | 13 |
| 图 16： 汽车平台可以使企业派生产品重新设计的投入最小化.....                 | 17 |
| 图 17： 未来汽车电子电气架构趋势是 ECU 从分布到集中.....                | 18 |
| 表 1： 公司实际控制人具有技术背景.....                            | 6  |
| 表 2： 公司分别于 2011、2015、2020 年实施股权激励.....             | 8  |
| 表 3： 国内独立汽车设计公司优势明显.....                           | 9  |
| 表 4： 国内独立汽车设计公司主要包括龙创设计、长城华冠、奥杰股份、阿尔特.....         | 10 |
| 表 5： 公司整车研发服务包括 8 个业务模块.....                       | 11 |
| 表 6： 公司成功设计案例众多.....                               | 12 |

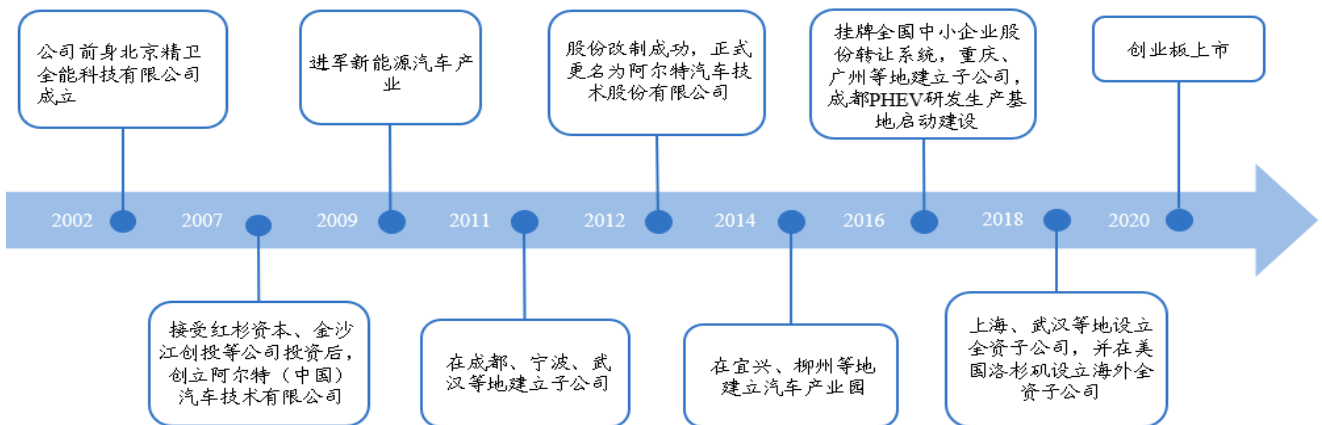
|  |    |
|--|----|
| 表 7: PHEV 具备动力性、经济性.....                     | 13 |
| 表 8: 公司具备 PHEV 车型开发和研制能力.....                | 14 |
| 表 9: 公司掌握多项新能源汽车设计开发关键技术.....                | 14 |
| 表 10: 公司研发设计业务在手订单饱满.....                    | 14 |
| 表 11: 公司传统动力总成研发技术积淀深厚.....                  | 15 |
| 表 12: 自主开发 V6 发动机具有大功率、大扭矩、高可靠、低油耗等技术特点..... | 15 |
| 表 13: 掌握 BEV/REEV 减速器、耦合器、增程器开发能力.....       | 16 |
| 表 14: 公司零部件销售业务在手订单饱满.....                   | 16 |
| 表 15: 公司进一步扩充动力总成产能.....                     | 17 |
| 表 16: 先进性产业化研发项目助力布局汽车智能化.....               | 18 |
| 表 17: 公司营收拆分及预测 (亿元).....                    | 20 |
| 表 18: 可比上市公司估值 (PE/PEG).....                 | 20 |

## 1、国内独立汽车设计龙头，零部件业务步入贡献期

### 1.1、整车开发业务模块覆盖广，新能源车设计业务占比逐年提升

公司是我国首家 A 股上市的独立汽车设计公司，龙头地位显著。阿尔特创立于 2002 年，2012 年变更为股份有限公司，2020 年在创业板成功上市。公司主要从事整车全产业链的研发服务，为汽车生产企业提供新能源车整车研发和燃油车整车研发服务。在整车设计研发的基础上，2015 年公司业务往产业链上下游延伸，拓展了汽车改装业务和零部件业务。

图1：公司是国内首家 A 股上市的独立汽车设计公司



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司主营业务包括整车研发业务及核心零部件制造。公司具备全车设计全产业链能力，是国内极少数业务模块能够覆盖整车开发全产业链的独立开发企业。公司整车设计业务流程是依据行业内通用的全球整车开发流程（GVDP），目前公司已成功设计超过 200 款整车车型，服务客户超 60 家。公司核心零部件业务包括混合动力系统、V6 发动机、插电式混合动力耦合器、纯电动车减速器、整车控制器等单体或动力总成的研发、生产及销售。

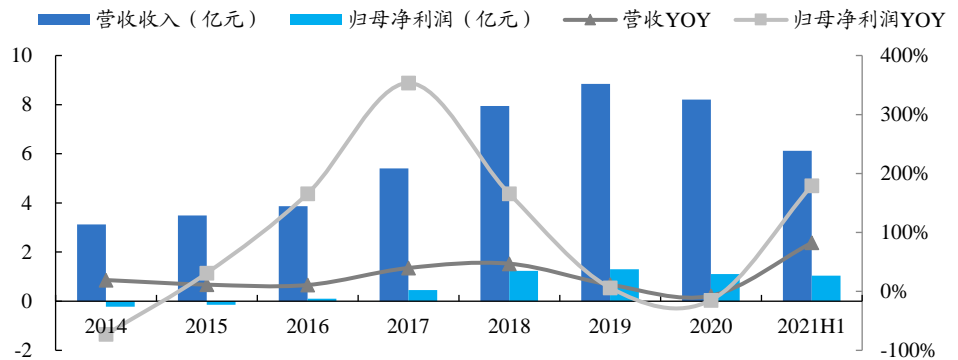
图2：公司具备整车设计全产业链能力



资料来源：公司招股说明书

2014-2020 年公司营收及归母净利润整体保持增长趋势，2021H1 业绩表现亮眼。2014-2020 年公司营收由 3.13 亿元增长至 8.21 亿元，CAGR 为 17.44%，其中 2020 年营收及归母净利润同比增速下滑主要系疫情导致公司及上下游产业链复工复产延后。2021H1 公司业绩有所回升，营收及归母净利润均实现高增长，2021H1 实现营收 6.12 亿元，同比增长为 82.47%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 179.17%。

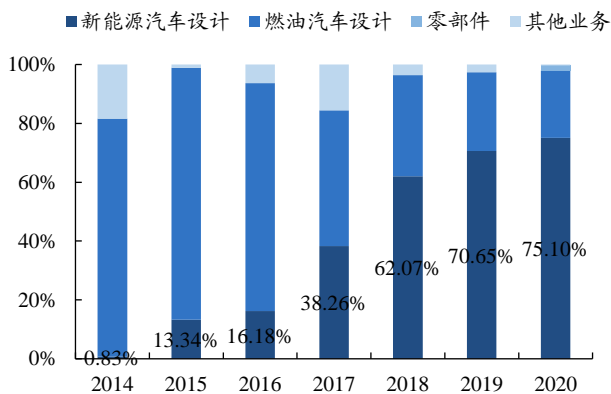
图3：2021H1 公司营收同比增长 82.47%，归母净利润同比增长 179.17%



数据来源：Wind、开源证券研究所

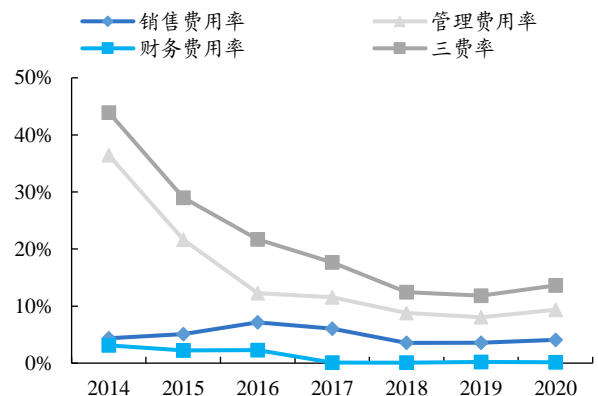
分业务来看，公司新能源车设计营收占比逐年提升，2020 年营收占比为 75.10%。2014-2020 年新能源车设计营收由 0.03 亿元增长至 6.26 亿元。2020 年公司新能源车设计、燃油车设计、零部件业务营收占比分别为 75.10%、22.83%、1.69%。管理能力持续优化，2014-2020 年公司三费率整体保持下降趋势，由 2014 年的 43.93% 下降至 2020 年的 13.61%。

图4：新能源汽车设计营收占比逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

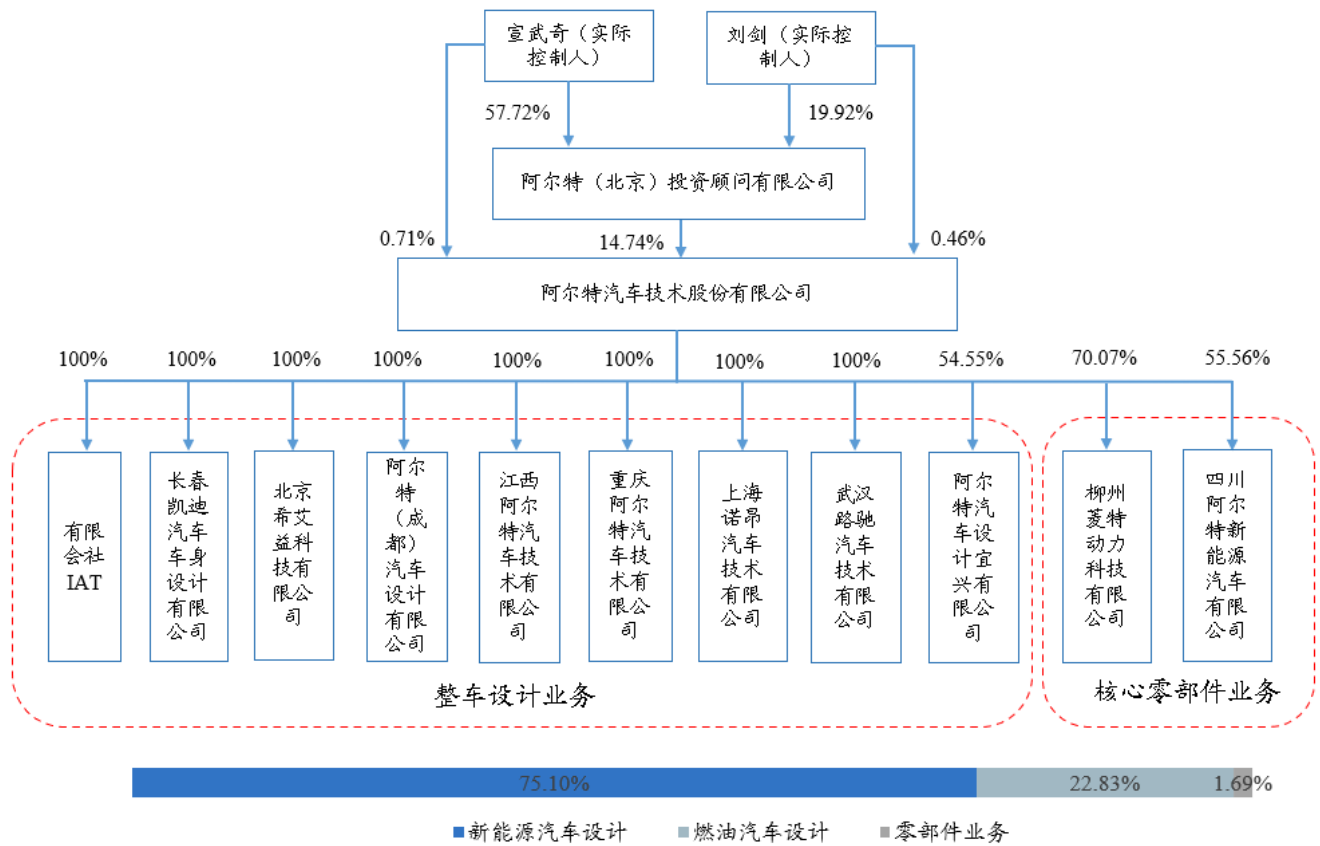
图5：2014-2020 年公司三费率呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、高强度研发投入+股权激励计划，巩固公司核心竞争力

股权结构较为分散。公司实际控制人为宣武奇先生、刘剑女士，二人为夫妻关系。截至 2020 年末，宣武奇和刘剑合计持有公司 15.91% 的股权。公司旗下子公司较多，共有 14 家控股子公司和 8 家参股公司，主要分布在日本、美国及长春、北京、江西等国内各地。

**图6: 公司实际控制人为宣武奇、刘剑夫妇**


资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

**技术背景雄厚，多年来重视技术创新，技术实力不断增强。**公司实际控制人宣武奇先生获清华大学工学学士学位、日本九州大学工学博士学位，1987年-1992年曾在一汽集团工作，担任一汽集团工程师，1998-2002年任职三菱汽车公司开发本部主任。

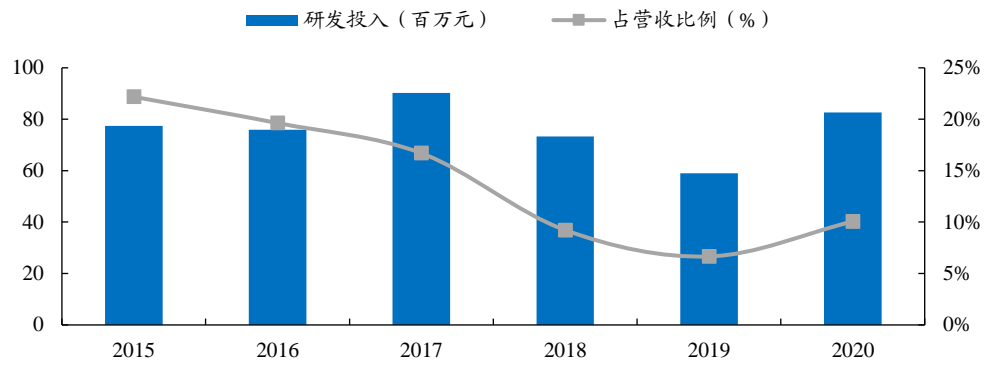
公司作为国家首批高新技术企业，多年来保持高强度创新投入，2020年公司研发投入0.83亿元，同比增长40.16%，研发投入占营收比例达10.06%。截至2020年末，公司拥有682项专利及23项著作权，目前已掌握造型创意设计、电源系统开发、电动汽车整车控制器开发技术、SE同步工程技术等关键领域核心技术。

**表1: 公司实际控制人具有技术背景**

| 姓名  | 时间        | 经历                   |
|-----|-----------|----------------------|
| 宣武奇 | 1987      | 毕业于清华大学汽车工程系，获工学学士学位 |
|     | 1987-1992 | 任一汽集团工程师             |
|     | 1998      | 获日本九州大学工学博士学位        |
|     | 1998-2002 | 任日本三菱汽车公司开发本部主任      |
| 刘剑  | 1987      | 毕业于哈尔滨理工大学自动化专业      |
|     | 1987-1992 | 任一汽集团变速箱分厂动力科动力员     |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所




图7: 公司多年来持续保持高额研发投入



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

**客户资源优质，覆盖国内外知名汽车生产企业。**公司客户群体涵盖国际主流品牌、合资品牌、国内主流品牌及造车新势力等。同时，客户具有较高的粘性，公司已与客户保持长期的合作关系，与北汽、东风合作 13 年，与一汽、广汽合作 12 年，与长安合作 10 年，与东风日产合作 9 年。近年来公司先后获得一汽集团、北汽集团、江铃汽车等汽车生产企业颁发的优秀供应商等奖项。

图8: 公司客户包括国内外知名汽车整车生产企业

|                          |  |
|--------------------------|--|
| <p><b>国际汽车整车生产企业</b></p> |   |
| <p><b>国内汽车整车生产企业</b></p> |  |
| <p><b>新兴汽车生产企业</b></p>   |  |

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**推行股权激励计划，充分调动员工积极性。**公司分别于 2011 年、2015 年、2020 年实施股权激励。2011 年公司向 7 个员工持股平台转让股权，激励数量占激励时阿尔特有限注册资本总额的 7.73%，2015 年共向被激励对象发行 2038 万股，占激励后发行人总股本的 11.73%。2020 年公司合计激励 520 万股，占激励后发行人总股本的 1.7%。

表2: 公司分别于 2011、2015、2020 年实施股权激励

| 增资方                        | 任职情况               | 获授限制性股票数量 (万股) | 占授予限制性股票总量的比例 | 占总股本比例 |
|----------------------------|--------------------|----------------|---------------|--------|
| <b>2011 年股权激励</b>          |                    |                |               |        |
| 弘润昊远等                      | 员工持股平台             | -              | 100%          | 7.73%  |
| <b>2015 年股权激励</b>          |                    |                |               |        |
| 张立强                        | 董事、总经理、财务负责人       | 748            | 36.70%        | 4.31%  |
| 陈群一                        | 曾任设计总监、造型研究院院长，已离职 | 200            | 9.81%         | 1.15%  |
| 林玲                         | 副总经理、董事会秘书         | 845            | 41.46%        | 4.86%  |
| 易传海                        | 工程研究二院院长           | 105            | 5.15%         | 0.60%  |
| 刘刚                         | 市场营销部及企划部负责人       | 140            | 6.87%         | 0.81%  |
| 合计                         |                    | 2038           | 100.00%       | 11.73% |
| <b>2020 年股权激励</b>          |                    |                |               |        |
| 中层管理人员、核心技术 (业务) 骨干 (90 人) |                    | 412            | 81.15%        | 1.38%  |
| 核心技术 (业务) 骨干 (117 人)       |                    | 98             | 18.85%        | 0.32%  |
| 合计                         |                    | 520            | 100.00%       | 1.70%  |

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、具备全产业链设计能力，行业地位稳固

### 2.1、受益于汽车电动化浪潮，国内独立汽车设计公司有望充分受益

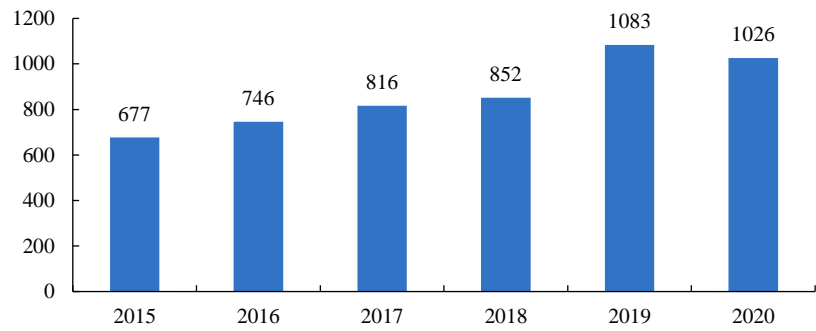
**新品牌涌入市场、新车型加速推出，汽车设计市场空间广阔。**受益于汽车电动化浪潮，近年来我国新能源汽车市场迅猛发展，新兴汽车生产企业不断涌入行业，传统车企也纷纷加大对新能源汽车的开发投入，进行电动化转型以提升竞争力。同时，随着消费者时尚意识和消费水平的不断提高，对汽车多样性需求显著提升，对汽车产品需求的类型及风格定位呈现多元化趋势。在需求量持续增加，需求呈现多元化的驱动下，各类汽车生产企业持续推出新款车型产品，对整车设计的需求大幅提升。据太平洋汽车数据显示，2015-2020 年国内上市新车数量不断增多，2020 年上市新款或改款车型共 1026 种。

图9: 新兴汽车生产企业不断涌入市场



资料来源: 汽车之家、开源证券研究所



**图10: 2015-2020年上市新车型(包含改款)种类 CAGR为8.67%**


数据来源: 太平洋汽车、开源证券研究所

**第三方独立汽车设计公司优势明显。**目前汽车设计行业主要有三种模式: 依附于汽车生产企业的模式、依附于汽车零部件生产企业的模式和独立设计模式。依附于汽车生产企业的研发机构具备成熟的整车开发流程, 但主要依靠汽车生产企业的研发投入, 市场化程度不高; 依附于汽车零部件生产企业的研发机构主要侧重于汽车零部件的设计开发, 缺少整车设计经验; **独立汽车设计公司相对于依附于汽车生产企业的研发设计机构及依附于汽车零部件生产企业的研发设计机构, 具备更加丰富的整车设计经验、覆盖面广、性价比更高。**

**国内独立汽车设计公司有望胜出。**国外独立汽车设计公司主要包括爱达克中国、麦格纳中国等, 相对于国外独立汽车设计公司, 国内独立汽车设计公司设计费用相对较低, 设计性价比更高, 对汽车产品的理解与本国汽车生产企业和消费者较为一致, 本土化能力较强。

**表3: 国内独立汽车设计公司优势明显**

| 类别                  | 代表性企业                                | 业务特点  |   |
|---------------------|--------------------------------------|-------|---|
| 依附于汽车生产企业的研发设计机构    | 泛亚技术中心、上汽集团、一汽集团、东风集团、长安集团等          | 技术能力  | 具备成熟的整车开发流程、完善的产品技术标准以及丰富的经验  |
|                     |                                      | 设计费用  | 依靠所属汽车生产企业的研发投入   |
|                     |                                      | 市场化程度 | 市场化程度不高, 主要服务于所属汽车生产企业, 常与独立汽车设计公司共同合作进行新车型的开发  |
|                     |                                      | 本土化能力 | 对本国文化和消费者心理的理解能力较强, 本土化能力较强   |
| 依附于汽车零部件生产企业的研发设计机构 | 延锋汽车、佛吉亚中国等                          | 技术能力  | 设计方案在生产工艺方面比较成熟、设计验证手段多样等。但涉及业务模块不完整, 局限于汽车零部件的设计开发, 缺少整车设计经验   |
|                     |                                      | 设计费用  | 知名的零部件供应商设计费用较高   |
|                     |                                      | 市场化程度 | 市场化程度较高, 积极参与整车设计中汽车零部件设计业务的竞争,   |
|                     |                                      | 本土化能力 | 在技术方面本土化能力较强, 但由于业务局限性, 吸收本土化元素进行造型设计的能力不强  |
| 国内外独立汽车设计公司         | 爱达克中国、麦格纳中国、阿尔特、长城华冠、龙创设计、奥杰股份、同捷科技等 | 技术能力  | 开发车型数量众多, 积累了丰富的整车设计和项目管理经验, 形成了丰富的数据库资源; 因设计开发的自主性、独立性较强, 能更好地从产品本身和整车角度制定技术方案, 方案质量更优, 可以便捷的结合国际先进汽车资源, 引入先进技术, 招揽国际汽车人才, 从而可以迅速的提高我国汽车研发技术水平 |
|                     |                                      | 设计费用  | 国外独立汽车设计公司设计费用较为昂贵, 国内的自主品牌汽车生产企业一般无法承受如此高昂的价格; 国内独立汽车设计公司设计费   |

用相对较低，设计性价比更高

|       |   |
|-------|---|
| 市场化程度 | 独立汽车设计公司的机制更灵活，响应速度更快，为客户服务意识较强，市场化程度较高，客户覆盖所有汽车生产企业  |
| 本土化能力 | 国外独立汽车设计与国内汽车生产企业及消费者对汽车产品需求和理解存在一定偏差，其设计的车型不一定能够满足中国市场的消费需求；而国内独立汽车设计公司对汽车产品的理解与本国汽车生产企业和消费者较为一致，本土化能力较强 |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

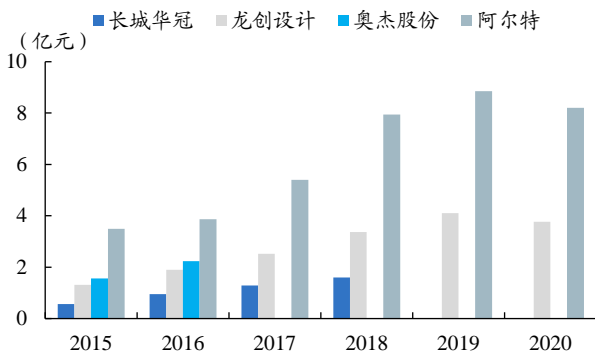
公司是国内首家 A 股上市的独立汽车设计公司，是国内率先开展整车研发“交钥匙”服务和发动机/动力总成研发制造的企业。国内独立汽车设计公司主要包括龙创设计、长城华冠、奥杰股份、阿尔特。

**表4：国内独立汽车设计公司主要包括龙创设计、长城华冠、奥杰股份、阿尔特**

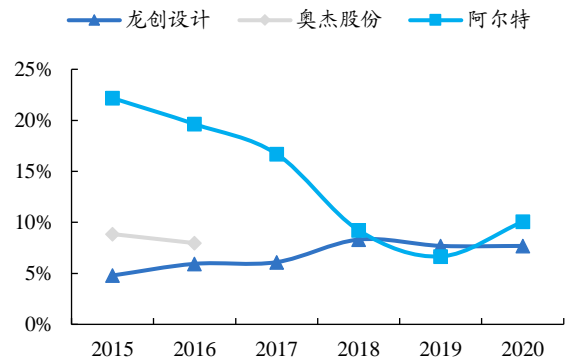
| 公司名称 | 公司简介  | 主营业务  | 客户类型                                      | 主要客户                    |
|------|---|---|---|-------------------------|
| 龙创设计 | 成立于 2003 年，在整车集成、整车造型设计、工程开发、设计验证等汽车全流程研发方面都有较强实力 | 为中国各大汽车生产企业长期提供整车研发、咨询服务  | 大多为国内外知名主机厂，新能源车客户包括传统国内自主品牌及新兴互联网新能源汽车品牌 | 江铃、长安、长城、丰田、比亚迪等        |
| 长城华冠 | 成立于 2003 年，主要从事汽车整车设计开发                           | 在汽车整车制造方面，提供整套汽车设计开发解决方案，核心业务包括传统整车及电动汽车的开发和设计、车型换代升级及汽车试制试验；在新能源汽车核心零部件方面，提供可充电储能系统（RESS）、电池管理系统（BMS）及整车控制系统（VCU）的研发、生产、销售 | 传统汽车和新能源汽车企业                              | 江铃、北方易初、吉利等             |
| 奥杰股份 | 成立于 2005 年，是一家以汽车技术为核心，三维多元化发展为一体的综合型汽车技术公司       | 主要从事汽车设计及咨询服务。公司主营业务为汽车商品企划、整车设计开发、全铝轻量化产品以及自主新能源车型整体方案   | 汽车整车厂、客车生产企业、物流车生产企业等                     |                         |
| 阿尔特  | 成立于 2002 年，主要从事整车全产业链的研发服务，以及核心零部件的制造             | 在整车设计制造方面，主要为汽车生产企业提供新能源车整车研发和燃油车整车研发；在核心零部件方面，主要包括混合动力系统、V6 发动机、插电式混合动力耦合器、纯电动车减速器、整车控制器等单体或动力总成的研发、生产及销售                  | 国际知名汽车生产企业、国内大型汽车生产企业和国内合资生产企业            | 一汽集团、蔚来、帝亚一维、北汽集团、江铃汽车等 |

资料来源：公司招股说明书、各公司官网、开源证券研究所

相较于国内独立汽车设计公司，公司具备业务模块覆盖面广、客户资源优质、营收规模更大、研发投入强度更高的优势。2019/2020 年龙创设计营收分别为 4.1/3.8 亿元，资产规模分别为 4.4/5.6 亿元，2019/2020 年公司营收规模为 8.9/8.2 亿元，资产规模分别为 15.9/21.1 亿元。2020 年龙创设计研发支出占营收比例为 7.69%，公司研发投入占比为 10.06%。

**图11: 相较于可比公司, 公司营收规模优势显著**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图12: 相较于可比公司, 公司保持高强度研发投入**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、业务覆盖汽车设计研发全产业链, 客户资源优质

整车研发业务包括燃油车整车研发和新能源车整车研发, 业务覆盖汽车设计全产业链。公司燃油汽车整车研发业务内容包括商品企划、造型创意、工程可行性分析、结构设计、性能开发、SE 同步工程、样车试制及管理、样车试验及管理八个业务模块。新能源汽车整车研发业务内容除包含上述八大业务模块外, 还包括新能源车整车开发、电控系统设计开发、电驱动系统开发、电源系统开发以及电子电气架构开发、SOA 架构开发、新能源汽车平台开发等。

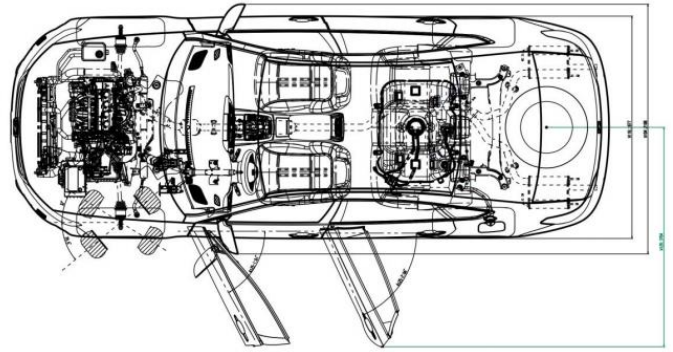
**表5: 公司整车研发服务包括 8 个业务模块**

| 序号 | 业务      | 主要内容  |
|----|---------|---|
| 1  | 商品企划    | 指导客户对产品的设计、开发、采购、生产、销售等环节进行规划和管理, 主要输出成果为商品企划报告书                                |
| 2  | 造型设计    | 包括汽车内外饰造型构思、概念草图设计、效果图设计、小比例外观模型制作、全比例外观模型制作、数字模型生成                             |
| 3  | 工程可行性分析 | 根据造型效果图或初版 CAS, 制作系统设计构想, 提供造型限制条件, 并通过制作典型位置断面进行工程可行性分析                        |
| 4  | 结构设计    | 涵盖总体设计、车身设计、开闭件设计、装饰件设计、底盘设计、电子电气设计、电源系统设计、电控系统设计、动力总成设计 9 个模块                  |
| 5  | 性能开发    | 包括法律法规符合性、人机安全性、动力性、经济性、可靠耐久、操稳平顺、NVH、精致性等                                      |
| 6  | SE 同步工程 | 基于数字模型对产品同步展开的制造可行性分析, 具体包括冲压、焊装、涂装、总装、尺寸工程                                     |
| 7  | 样车试制及管理 | 采用简易模具或者快速成型的方法, 将新开发零件的三维数字模型转化为实物零件, 并装配若干台工程样车, 用于进行装配验证和性能验证, 一般会通过 2~3 轮验证 |
| 8  | 样车试验及管理 | 按照预定程序 and 操作规范对汽车整车或零部件、材料等进行的实物验证, 用以判明汽车的技术特性、可靠性、耐久性和环境适应性等性能达标状态           |

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**图13: 造型设计包含汽车内外饰造型构思等**


资料来源: 公司招股说明书

**图14: 工程可行性分析通过制作典型位置断面进行分析**


资料来源: 公司招股说明书

**成功设计案例众多, 并积极开拓新客户。**公司已成功研发超过 200 款车型, 包括从轿车 (A00 级到 C 级)、SUV、MPV 到商用车的多种车型。公司参与设计的车型中已成功上市的包括理想 ONE、一汽红旗 H5、大众蔚领、北汽绅宝 X65、吉利 GS 等。公司积极拓展与造车新势力客户的合作, 包括蔚来、理想、小鹏、天际等。此外, 公司还与滴滴、美团等知名互联网公司合作, 开发专用新能源车型。

**表6: 公司成功设计案例众多**

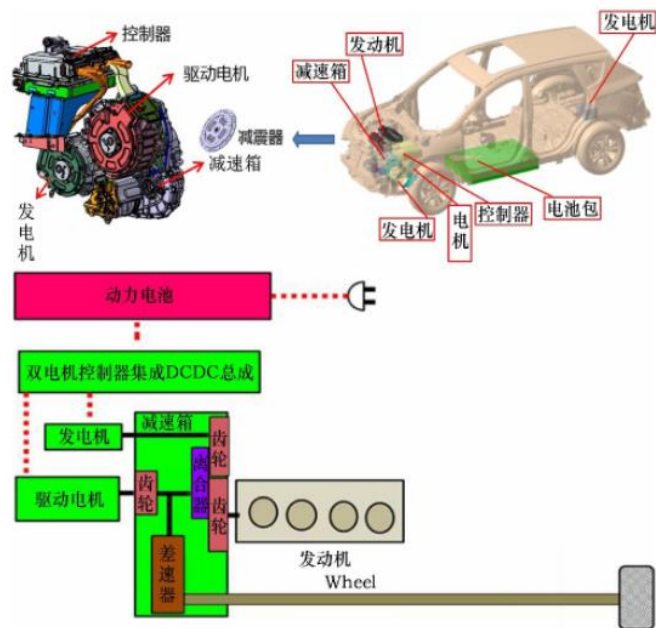
| 类型            | 合作汽车生产企业 | 主要代表性成功设计案例             |
|---------------|----------|-------------------------|
| 燃油汽车<br>整车设计  | 一汽集团     | 大众迈腾加长、一汽奔腾 B70、奔腾 T77  |
|               | 东风汽车     | 东风风神 AX5、启辰 T70         |
|               | 北汽集团     | E 系列、绅宝 X35、BJ80        |
|               | 长安集团     | 天语 SX4 (改款)、天语 尚悦 (改款)  |
|               | 吉利集团     | 吉利帝豪 GS                 |
|               | 江铃汽车     | 凯锐 800                  |
|               | 众泰汽车     | 众泰 T600、众泰 Z700、汉腾 X7   |
|               | 猎豹汽车     | 猎豹 CS10、猎豹 CS9、猎豹迈途     |
| 新能源汽车<br>整车设计 | 海马汽车     | 海马 丘比特                  |
|               | 北汽新能源    | 北汽 EV150、LITE           |
|               | 智车优行     | 智车 奇点                   |
|               | 凌云汽车     | 凌云智能                    |
|               | 汉能汽车     | 汉能 Solar                |
| 其他            | 小鹏汽车     | 小鹏汽车 G3                 |
|               | 车和家      | 理想 ONE                  |
|               | 北汽集团     | 北汽绅宝 X35 定制版、昌河 Q35 定制版 |
|               | 猎豹汽车     | 猎豹 CS10 电商定制版           |

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

### 2.3、掌握多项新能源关键技术，汽车研发设计业务订单饱满

插电式混合动力（PHEV）车型动力系统技术复杂度较高，可解决纯电动车续航短的问题，具有较大发展空间。PHEV 是一种基于混合动力汽车改进的车型，不仅具备混合动力汽车所有的优点，并且能使纯电驱动下的续航里程大大提高，使车辆系统的油耗更小。PHEV 车型动力系统需要在掌握纯电动力系统技术和燃油动力系统技术的基础上将二者耦合形成 PHEV 系统，技术复杂度更高。在纯电动车大面积推广面临充电难的市场背景下，PHEV 可以促进充电等配套市场的发展，又可以解决纯电动车的续航短的问题，具有较大发展空间。

图15: PHEV 混合动力系统包括发动机及电机



资料来源:《某 PHEV 车型动力总成的设计开发》许永红等、开源证券研究所

表7: PHEV 具备动力性、经济性

| 性能维度 | PHEV 整车性能 | 电机匹配              | 发动机匹配  |
|------|-----------|-------------------|--------|
| 动力性  | 最高速度      | EV 最高车速           | 整车最高速度 |
|      | 最大爬坡度     | 整车爬坡度             | -      |
|      | 加速时间      | 混合驱动加速时间 (电机+发动机) |        |
| 经济性  | EV 续驶里程   | EV 驱动续驶里程         |        |
|      | 油耗        | 混合驱动油耗 (电机+发动机)   |        |

资料来源:《某 PHEV 车型动力总成的设计开发》许永红等、开源证券研究所

公司具备插电式混合动力（PHEV）车型的开发和设计能力，并加大布局增程式混合动力系统研发和制造业务。公司自 2015 年开始从事 PHEV 车型的开发和研制工作，目前公司的 PHEV 技术在多家汽车整车生产企业的样车上得到应用，先后为长丰猎豹、东风汽车、柳机动力开发了 PHEV 样车。2020 年 7 月，公司子公司有限公司 IAT 与日本 BST 公司成立合资公司，2021 年 3 月该合资公司在成都设立成都倍力特，主要开展增程式混合动力系统的研发、制造及销售业务。日本 BST 公司核心技术团队在增程式混合和插电式混动系统积淀多年，公司与其合作将推动公司在新能源汽车领域的综合竞争力进一步提升。

**表8: 公司具备 PHEV 车型开发和研制能力**

| 时间      | 进展                                    |
|---------|---------------------------------------|
| 2015    | 开始从事插电式混合动力 (PHEV) 车型的开发和研制工作         |
| 2016.06 | 第一台 PHEV 功能样车装配完成                     |
| 2016.12 | 第二批 (2 台) 优化功能样车完成                    |
| 2017.03 | 完成 PHEV 动力系统冬季低温环境下的低温冷启动和低温环境动力总成的标定 |
| 2020.12 | 先后为长丰猎豹、东风汽车、柳机动力开发了 PHEV 样车          |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**掌握多项新能源关键技术, 包括三电系统领域开发技术、燃料电池技术及混合动力系统开发能力等。**公司是国内较早开展新能源整车设计的企业, 在新能源汽车设计开发领域积淀深厚。在三电系统领域, 公司具备整车控制器 (VCU) 软硬件开发能力、电池包与整车匹配能力、驱动电机的整车集成能力等, 目前已为国内外多家知名车企进行了三电系统的开发; 在燃料电池技术方面, 公司掌握金属储氢、关键零部件的选型、系统的搭载匹配等技术; 在混合动力系统研发领域, 公司具备发动机、电控系统、耦合器的设计、开发和制造能力。

**表9: 公司掌握多项新能源汽车设计开发关键技术**

| 领域         | 技术   |
|------------|--|
| 三电系统领域     | 具备整车控制器 (VCU) 软硬件的开发能力, 拥有先进的在环测试台架, 可对软硬件进行全方位测试验证; 具备电池包与整车的匹配、优化设计、性能仿真分析的能力, 具备 BMS (Battery Management System) 的开发能力; 具备驱动电机的选型计算、性能参数的匹配优化、整车集成能力, 已为国内外多家知名车企进行了三电系统的开发 |
| 燃料电池技术     | 掌握金属储氢、关键零部件的选型、系统的搭载匹配、动力性经济性性的计算优化、系统及整车的热管理分析等技术, 可为客户提供燃料电池汽车的设计开发服务   |
| 混合动力系统研发领域 | 已拥有完整的混合动力总成产业化团队, 具备发动机设计、开发、制造; 动力耦合器设计、开发、制造; 电控系统的设计开发能力   |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**新能源汽车设计研发业务订单饱满。**根据公司年报, 公司整车设计公司存量的设计研发订单总额近 24 亿元, 89% 为新能源汽车的设计研发业务。其中, 2021 年以来新获得的设计研发订单总额 18.56 亿元, 主要订单包括与客户 N 签署的 5.6 亿元合同、与南宁产投汽车签署的 3.37 亿元合同、与某国际品牌汽车制造公司签署的 4.21 亿元合同等。

**表10: 公司研发设计业务在手订单饱满**

| 业务类型 | 客户名称        | 服务内容             | 项目金额/周期产量 | 项目进展           |
|------|-------------|------------------|-----------|----------------|
| 设计研发 | 客户 N        | 新能源汽车整车研发服务      | 5.6 亿元    | 设计研发阶段         |
|      | 南宁产投汽车      | 新能源汽车相关零部件设计研发项目 | 3.37 亿元   | 2021 年 3 月签署合同 |
|      | 某国际品牌汽车制造公司 | 新能源车车型开发相关工作     | 4.21 亿元   | 2021 年 3 月签署合同 |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、核心零部件业务加速落地，有望迎来快速增长期

#### 3.1、自主开发传统动力总成 V6，将持续增加配套数量


国内少数拥有自主知识产权的 V6 发动机，已完成批量配套。控股子公司柳州菱特所研发生产的全铝 V6 发动机，实现了整机轻量化，具有大功率、大扭矩、高可靠、低油耗等技术特点。目前公司已为多家汽车整车生产企业成功完成了搭载试验，并于 2020 年 7 月正式为北汽旗下越野车品牌北汽 BJ80 进行批量配套，2020 年已经完成千台配套，2021 年将持续增加配套数量。

表11：公司传统动力总成研发技术积淀深厚

| 产品名称          | 开发时间      | 说明   |
|---------------|-----------|--|
| 474Q-B 发动机    | 2008-2011 | 被评为《汽车与运动》杂志主办的昆仑润滑油杯“中国心”2011 年度十佳发动机   |
| 1.0L、1.2L 发动机 | 2009-2018 | 已在海马汽车部分车型上进行了搭载，该车型以其低油耗高性能的表现，享受到当时汽车节能惠民补贴政策  |
| 3.0L V6 发动机   | 2013-2018 | 2014 年完成试制并成功点火。目前，该发动机已完成性能开发工作并实现性能达标，且顺利通过了 450 小时台架标准耐久考核。为了适应市场需求，公司还为 V6 发动机平台扩展开发了天然气机型，使 V6 发动机平台成为国内面向中高端乘用车和商用车市场的动力选择之一 |
| 3.7L V6 发动机   | 2013-2018 | 样机研制工作已基本完成，下一步将开展性能开发工作   |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表12：自主开发 V6 发动机具有大功率、大扭矩、高可靠、低油耗等技术特点

| 种类     | 优势  | 用途   | 图片  |
|--------|---|--|---|
| V6 发动机 | 全铝发动机，整机轻量化   | 道路交通工具市场，包括国内大中型高端越野车市场、中巴市场、增程式卡车市场，和非道路交通工具市场，包括船用、发电机组等 |  |
|        | BOSCH 控制系统，12 孔喷油器多点电喷，4VVT 可变气门正时，控制精确，燃油经济性优秀                 |  |   |
|        | 双涡轮增压，动力强劲  |  |   |
|        | V 型布置，NVH 良好  |  |   |
|        | 满足国 6b-WLTC 排放要求  |  |   |
|        | 严苛的可靠性试验验证，累计超 3000 小时，单台 1000 小时的发动机台架耐久考核，累计 100 万公里高强度路试耐久考核 |  |   |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

#### 3.2、加快布局新能源动力总成，在手订单充裕

积极布局新能源动力总成相关技术，已掌握纯电动汽车（BEV）/增程式电动汽车（REEV）减速器、耦合器、增程器及集成式电驱动等技术。公司控股子公司四川新能源已掌握新能源动力系统的多项关键技术，可提供新能源动力系统设计、开发、匹配等全套解决方案和产品生产制造。公司自主开发的减速器、耦合器、增程器具备体积小、轻量化、能耗低等优势，耦合器中的自主研发的电磁离合器系统已达国内行业领先水平。

**表13: 掌握 BEV/REEV 减速器、耦合器、增程器开发能力**

| 种类  | 优势                      | 用途         | 图片  |
|-----|-------------------------|------------|---|
| 耦合器 | 采用混联结构，体积小、结构紧凑、成本低     | 用于制造混合动力汽车 |  |
|     | 采用自主研发的电磁式离合器，结构简洁，易布置  |            |   |
|     | 运转噪音低、传动效率高、轻量化设计       |            |   |
|     | 可带驻车系统                  |            |   |
|     | 适用范围广                   |            |   |
| 减速器 | 结构紧凑、成本低                | 用于制造纯电动汽车  |  |
|     | 运转噪音低、传动效率高、轻量化设计       |            |   |
|     | 可带驻车系统                  |            |   |
|     | 适用范围广                   |            |   |
| 增程器 | 齿轮采用平行轴结构形式，结构可靠        | 用于制造混合动力汽车 |  |
|     | 采用多窗口形式，散热面积大，能耗低，功率效率高 |            |   |
|     | 传动平稳、噪音低                |            |   |
|     | 集成度高，体积小                |            |   |
|     | 可带驻车系统                  |            |   |
|     | 适用范围广                   |            |   |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**零部件业务在手订单饱满。**根据公司公告，公司零部件销售业务订单预计总收入规模有望在 35 亿-65 亿元区间。公司控股子公司四川阿尔特新能源多年来一直是广汽本田、东风本田电动车减速器的供应商，2020 年来持续获得宝能汽车、上汽通用五菱等知名公司订单，为宝能汽车批量供应 EDU+双电机控制器总成，为上汽通用五菱批量供应 DHT 变速箱总成。

**表14: 公司零部件销售业务在手订单饱满**

| 业务类型    | 客户名称   | 服务内容       | 项目金额/周期产量                    | 项目进展             |
|---------|--------|------------|------------------------------|------------------|
| 核心零部件制造 | 上汽通用五菱 | DHT 变速箱    | 预计搭载多款车型，其中一款车型预计项目总额 5-6 亿元 | 搭载试验已完成，在做细化设计阶段 |
|         | 东风本田   | 减速器        | 视车型销量而定                      | 已进入量产阶段          |
|         | 广汽本田   | 减速器        | 视车型销量而定                      | 已进入量产阶段          |
|         | 宝能汽车   | EDU+双电机控制器 | 20-30 万台                     | 搭载实验已完成，在做细化设计阶段 |
|         | 德国大陆   | 纯电动减速器     | 已达成样件定点，正在推进量产定点，相关需求量尚未最终确定 | A 轮样件阶段          |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**产能扩张助力核心零部件业务发展。**2021 年 6 月，公司募投阿尔特成都新能源动力系统及零部件生产基地建设项目及柳州菱特一期工程年产 5 万台 V6 发动机技改项目以扩充产能。该项目预计新增产能包括 BEV/REEV 动力总成 10 万台减速器、5 万台增程器、6 万台集成式电驱动和 PHEV 动力总成 9 万台耦合器。柳州菱特一期工程年产 5 万台 V6 发动机技改项目将于 2022 年建成投产。



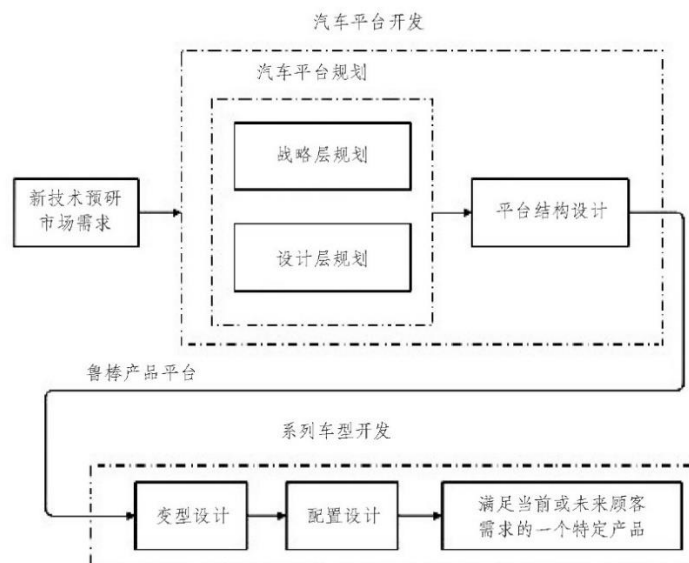
**表15: 公司进一步扩充动力总成产能**

| 项目名称                     | 项目概况                          | 新增产能   | 投产时间   | 项目投资总额 | 拟使用募集资金 |     |
|--------------------------|-------------------------------|--------|--------|--------|---------|-----|
| 阿尔特成都新能源动力系统及零部件生产基地建设项目 | 减速器                           | 10万台   | 2022   | 2.2亿元  | 0.5亿元   |     |
|                          | BEV/REEV 动力总成                 | 增程器    |        |        |         | 5万台 |
|                          |                               | 集成式电驱动 |        |        |         | 6万台 |
| 柳州菱特一期工程年产5万台V6发动机技改项目   | PHEV 动力总成                     | 耦合器    | 9万台    | 2022   | 1.1亿元   |     |
|                          | 在现有产能5万台的产能下, 实现发动机生产质量和效率的提高 |        | 0.96亿元 |        |         |     |

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4、前瞻性布局汽车智能化技术，助力公司强化先发优势

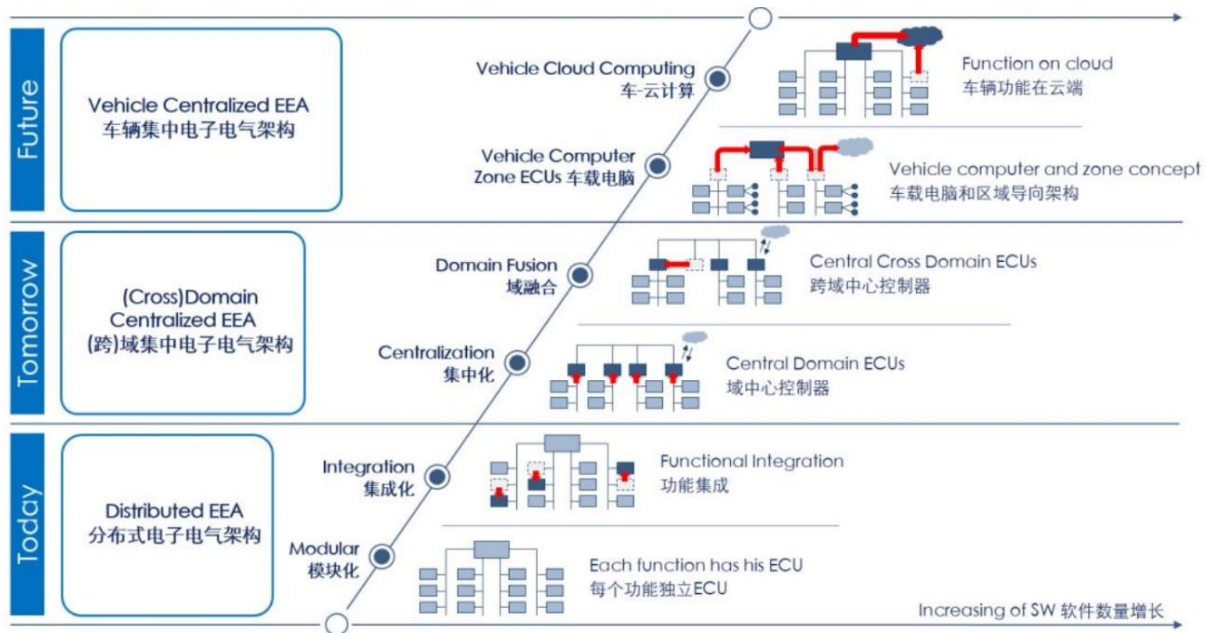
公司是国内极少数具有整车研发平台开发能力的独立开发企业，已成为多个汽车生产企业开发平台首选供应商。汽车平台是车型开发过程中确定的一个基准，以它为基准可以扩展一系列车型。相对于车型开发，新能源汽车平台开发难度更大，对车企的产品战略规划能力和开发供应商的工程设计能力具有较高的要求。目前国内仅有少数车企拥有新能源汽车开发专用平台。公司多年来深耕汽车整车设计领域，积累了汽车研发的丰富经验，并从多年前开始积累平台开发相关技术，是业内极少数具有整车研发平台开发能力的独立开发企业，目前已成为多个汽车生产企业汽车开发平台首选供应商，协助或主导了多个汽车生产企业的整车研发平台打造。公司自主开发的多级别平台，能够满足A0到C级轿车的开发需求，可实现10余款车的同步开发。

**图16: 汽车平台可以使企业派生产品重新设计的投入最小化**


资料来源: 《乘用车平台模块化开发方法论的研究》赵峰、开源证券研究所

积极布局汽车智能化研发能力，电子电气架构开发技术处于国内前三。电子电气架构技术是整车开发中的顶层设计，随着汽车的功能越来越复杂，整车上的电子控制单元（ECU）也越来越多。如今汽车智能化变革不断推进，电子电气架构逐渐从传统的分布式架构进化为集中式架构。目前，公司已具备传统分布式功能架构开发能力、SOA 架构开发设计能力、核心电控开发能力、电子电气架构的全流程开发能力，公司的电子电气架构能力处于国内前三。

图17：未来汽车电子电气架构趋势是 ECU 从分布到集中



资料来源：电子发烧友

募集资金 6.43 亿助力布局汽车智能化产业项目。2021 年 6 月，公司拟使用 6.43 亿元募投资金投入先进性产业化研发项目，其中模块化平台开发包含城市物流车纯电动平台、适用于多级别乘用车的超级平台；电子电气架构包括域控制器硬件以及底层软件、新一代整车电子电气架构。

表16：先进性产业化研发项目助力布局汽车智能化

| 项目名称       | 研究方向   | 研究具体内容 | 研发目标  |
|------------|--|--------|---|
| 城市物流车纯电动平台 | 在针对特定场景开发出一种模块化的、可扩展的、轻量化性能优良的纯电平台技术   | 支线配送   | 服务半径 150~300 公里，微卡或者轻卡承担                        |
|            |  | 短驳配送   | 服务半径 50~150 公里车辆                                |
| 模块化平台开发    | 在研究跨级别多平台的模块化开发，通过合理的模块化设计，可适应多种动力总成，多个级别的不同车型，能够在当前激烈竞争以及消费者需求多变的背景下，研发先进的平台架构，提供多矩阵产品，满足客户的个性化需求 | 动力多样性  | 平台可实现传统动力车型、EV 车型、PHEV 车型、REV 车型、FCV 车型的兼容设计    |
|            |  | 车辆多样性  | 平台可实现 A0、A、B、C、D 各级别 Sedan、SUV、CROSS、MPV 车型兼容设计 |
|            |  | 高通用化率  | 平台车型的零部件通用化率达到较高水平                              |

|              |  |    |   |
|--------------|--|----|---|
| 域控制器硬件以及底层软件 | 项目紧贴未来“软件定义车辆”的发展趋势，采用全新的电子电气架构和多项关键技术，研发满足未来电子电气架构的大型域控制器产品                       | 硬件 | 实现具备高算力处理器芯片及多路车规级以太网通道                     |
|              |  | 软件 | 搭载以 Linux 系统为基础的实时操作系统和 Adaptive AutoSAR 平台 |
| 电子电气架构研发项目   | 项目紧贴电子电气架构的发展趋势，兼顾高级别自动驾驶对电子电气架构的冗余要求，采用面向服务的控制架构和多项关键技术，研发一套可以满足高级别自动驾驶的平台化电子电气架构 | 开放 | SOA 面向服务的架构、高带宽支持大数据交互、支持第三方应用              |
|              |  | 灵活 | 软件复用度高、软硬分离                                 |
|              |  | 兼容 | 平台化 EE 架构、支持多车型裁剪、满足多种动力总成                  |
|              |  | 安全 | 抵御外部攻击、安全冗余程度高、高可靠性                         |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

**新能源汽车整车设计：**公司不断加大新能源汽车开发关键技术投入，已掌握三电系统领域开发技术、燃料电池技术及混合动力系统开发能力等。2021 年设立子公司成都倍力特开展混合动力系统的研发和制造，推动公司在新能源汽车领域的综合竞争力进一步提升。公司在手订单充足，同时积极拓展与造车新势力客户的合作，业绩有望实现快速增长。我们预计 2021-2023 年公司新能源汽车整车设计营收分别为 10.78、15.06、20.53 亿元，营收增速为 74.9%、39.6%、36.3%，毛利率分别为 38.5%、39.1%、39.4%。

**燃油汽车整车设计：**公司整车设计业务覆盖全产业链，可以为客户提供商品企划到样车实验一体化服务。国内前十大汽车集团中有八家为公司客户，并与日产、大众、奔驰、现代和本田等外资品牌均有项目合作或战略协同。我们预计 2021-2023 年公司燃油汽车整车设计营收分别为 2.03、2.28、3.12 亿元，营收增速为 8.2%、12.6%、36.5%，毛利率分别为 32.5%、32.7%、33.7%。

**高端零部件：**公司积极布局新能源动力总成相关技术，减速器配套广汽本田、东风本田电动车，2020 年来持续获得宝能汽车、上汽通用五菱等知名公司订单。公司扩大产能建设，未来随着订单和产能落地，核心零部件业务预计将迎来快速增长。我们预计 2021-2023 年公司高端零部件业务营收分别为 0.96、3.52、8.16 亿元，毛利率分别为 10.1%、13.3%、14.5%。

**表17: 公司营收拆分及预测 (亿元)**

|                | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 新能源汽车整车设计 (亿元) | 6.26   | 6.17   | 10.78  | 15.06  | 20.53  |
| YOY            | 26.8%  | -1.4%  | 74.9%  | 39.6%  | 36.3%  |
| 毛利率            | 33.6%  | 34.9%  | 38.5%  | 39.1%  | 39.4%  |
| 燃油汽车整车设计 (亿元)  | 2.36   | 1.87   | 2.03   | 2.28   | 3.12   |
| YOY            | -13.4% | -20.7% | 8.2%   | 12.6%  | 36.5%  |
| 毛利率            | 33.5%  | 31.3%  | 32.5%  | 32.7%  | 33.7%  |
| 高端零部件业务 (亿元)   |        | 0.14   | 0.96   | 3.52   | 8.16   |
| YOY            |        |        | 589.0% | 267.0% | 132.0% |
| 毛利率            |        | 4.0%   | 10.1%  | 13.3%  | 14.5%  |
| 其他业务 (亿元)      | 0.23   | 0.03   | 0.04   | 0.05   | 0.06   |
| YOY            | -17.5% | -86.9% | 21.0%  | 23.0%  | 23.6%  |
| 毛利率            | 17.5%  | 60.1%  | 38.8%  | 49.4%  | 44.1%  |
| 营业收入 (亿元)      | 8.9    | 8.2    | 13.8   | 20.9   | 31.9   |
| YOY            | 11.4%  | -7.3%  | 68.2%  | 51.4%  | 52.4%  |
| 毛利率            | 33.1%  | 33.7%  | 35.6%  | 34.1%  | 32.5%  |

数据来源: Wind、公司年报、开源证券研究所

## 5.2、盈利预测及估值

综上,我们预计 2021-2023 年公司营收为 13.81、20.90、31.86 亿元,归母净利润为 2.56、3.68、5.02 亿元, EPS 为 0.84、1.20、1.64 元/股,对应当前股价 PE 为 39.0、27.2、19.9 倍。A 股 3 家可比公司 PE 均值 2021-2023 年分别为 40.7、30.6、24.8 倍。我们认为受益于电动化浪潮,公司新能源汽车整车设计业务将实现快速增长,核心零部件将为公司带来全新的增长空间,首次覆盖给予“买入”评级。

**表18: 可比上市公司估值 (PE/PEG)**

| 证券代码      | 股票简称 | 评级  | 总市值(亿 收盘价(元<br>元) /股) |       | PE    |       |       | EPS   |       |       | PEG    |
|-----------|------|-----|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
|           |      |     |                       |       | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | (2023) |
| 601965.SH | 中国汽研 | 未评级 | 168.35                | 17.01 | 25.30 | 21.08 | 18.01 | 0.67  | 0.81  | 0.94  | 1.06   |
| 601633.SH | 长城汽车 | 未评级 | 4641.50               | 61.60 | 64.03 | 46.56 | 37.01 | 0.96  | 1.32  | 1.66  | 1.43   |
| 601689.SH | 拓普集团 | 买入  | 393.65                | 35.72 | 32.77 | 24.30 | 19.52 | 1.09  | 1.47  | 1.83  | 0.84   |
|           | 平均   |     |                       |       | 40.70 | 30.65 | 24.85 |       |       |       |        |
| 300825.SZ | 阿尔特  | 买入  | 100.01                | 32.72 | 39.05 | 27.21 | 19.92 | 0.84  | 1.20  | 1.64  | 0.54   |

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2021/9/3, 中国汽研、长城汽车盈利预测数据来自 Wind 一致预期, 拓普集团盈利预测数据来自开源汽车团队)

## 6、风险提示

新能源汽车行业发展不及预期; 零部件业务产能落地不及预期; 新客户拓展不及预期。

**附：财务预测摘要**

| 资产负债表(百万元)       | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 1178  | 1458  | 2155  | 2586  | 3675  |
| 现金               | 380   | 140   | 1161  | 1069  | 1572  |
| 应收票据及应收账款        | 225   | 189   | 424   | 505   | 911   |
| 其他应收款            | 20    | 23    | 39    | 62    | 92    |
| 预付账款             | 13    | 9     | 31    | 25    | 61    |
| 存货               | 331   | 304   | 204   | 584   | 646   |
| 其他流动资产           | 209   | 793   | 296   | 341   | 392   |
| <b>非流动资产</b>     | 410   | 648   | 674   | 836   | 1082  |
| 长期投资             | 146   | 61    | 44    | 20    | -5    |
| 固定资产             | 87    | 176   | 281   | 411   | 615   |
| 无形资产             | 40    | 191   | 199   | 211   | 222   |
| 其他非流动资产          | 136   | 220   | 151   | 195   | 251   |
| <b>资产总计</b>      | 1588  | 2106  | 2829  | 3422  | 4756  |
| <b>流动负债</b>      | 377   | 353   | 844   | 1396  | 2564  |
| 短期借款             | 0     | 26    | 9     | 782   | 1225  |
| 应付票据及应付账款        | 157   | 110   | 239   | 297   | 492   |
| 其他流动负债           | 220   | 217   | 597   | 317   | 848   |
| <b>非流动负债</b>     | 85    | 51    | 49    | 74    | 97    |
| 长期借款             | 64    | 21    | 33    | 55    | 77    |
| 其他非流动负债          | 20    | 30    | 16    | 18    | 21    |
| <b>负债合计</b>      | 462   | 404   | 894   | 1470  | 2662  |
| 少数股东权益           | 175   | 230   | 208   | 163   | 109   |
| 股本               | 229   | 306   | 306   | 306   | 306   |
| 资本公积             | 479   | 816   | 816   | 816   | 816   |
| 留存收益             | 246   | 356   | 590   | 913   | 1361  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 952   | 1472  | 1728  | 1790  | 1986  |
| 负债和股东权益          | 1588  | 2106  | 2829  | 3422  | 4756  |

| 现金流量表(百万元)     | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 60    | 61    | 675   | -332  | 726   |
| 净利润            | 120   | 99    | 234   | 323   | 447   |
| 折旧摊销           | 18    | 24    | 83    | 65    | 84    |
| 财务费用           | 2     | 1     | -8    | -0    | 25    |
| 投资损失           | -17   | 24    | -1    | -1    | -2    |
| 营运资金变动         | -79   | -91   | 339   | -716  | 175   |
| 其他经营现金流        | 18    | 3     | 28    | -2    | -3    |
| <b>投资活动现金流</b> | 35    | -702  | 413   | -260  | -368  |
| 资本支出           | 85    | 124   | 115   | 175   | 261   |
| 长期投资           | 146   | -563  | 17    | 27    | 25    |
| 其他投资现金流        | 266   | -1140 | 545   | -57   | -81   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -8    | 401   | -66   | -271  | -294  |
| 短期借款           | 0     | 26    | -18   | 3     | 4     |
| 长期借款           | 5     | -44   | 12    | 22    | 21    |
| 普通股增加          | 0     | 76    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 338   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -13   | 4     | -61   | -296  | -319  |
| <b>现金净增加额</b>  | 88    | -240  | 1021  | -862  | 64    |

| 利润表(百万元)     | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>  | 885   | 821   | 1381  | 2090  | 3186  |
| 营业成本         | 592   | 545   | 888   | 1378  | 2151  |
| 营业税金及附加      | 2     | 2     | 3     | 4     | 6     |
| 营业费用         | 32    | 34    | 55    | 79    | 108   |
| 管理费用         | 71    | 77    | 123   | 183   | 266   |
| 研发费用         | 59    | 32    | 59    | 84    | 127   |
| 财务费用         | 2     | 1     | -8    | -0    | 25    |
| 资产减值损失       | 0     | -3    | -2    | -3    | -7    |
| 其他收益         | 11    | 17    | 7     | 8     | 9     |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益        | 17    | -24   | 1     | 1     | 2     |
| 资产处置收益       | 0     | -1    | 3     | 0     | 1     |
| <b>营业利润</b>  | 140   | 121   | 272   | 376   | 520   |
| 营业外收入        | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 营业外支出        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>  | 139   | 122   | 272   | 376   | 520   |
| 所得税          | 20    | 22    | 38    | 53    | 73    |
| <b>净利润</b>   | 120   | 99    | 234   | 323   | 447   |
| 少数股东损益       | -11   | -12   | -22   | -44   | -55   |
| <b>归母净利润</b> | 130   | 111   | 256   | 368   | 502   |
| EBITDA       | 150   | 144   | 337   | 425   | 610   |
| EPS(元)       | 0.43  | 0.36  | 0.84  | 1.20  | 1.64  |

| 主要财务比率         | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 11.4  | -7.3  | 68.2  | 51.4  | 52.4  |
| 营业利润(%)        | 20.9  | -13.1 | 123.7 | 38.4  | 38.5  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 6.2   | -14.9 | 130.9 | 43.5  | 36.6  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 33.1  | 33.7  | 35.6  | 34.1  | 32.5  |
| 净利率(%)         | 14.7  | 13.5  | 18.6  | 17.6  | 15.8  |
| ROE(%)         | 10.6  | 5.8   | 12.1  | 16.5  | 21.4  |
| ROIC(%)        | 11.0  | 6.1   | 12.2  | 11.7  | 13.6  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 29.1  | 19.2  | 31.6  | 42.9  | 56.0  |
| 净负债比率(%)       | -26.3 | -0.1  | -57.1 | -10.7 | -11.2 |
| 流动比率           | 3.1   | 4.1   | 2.6   | 1.9   | 1.4   |
| 速动比率           | 2.1   | 3.1   | 2.1   | 1.3   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.6   | 0.4   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| 应收账款周转率        | 4.2   | 4.0   | 4.5   | 4.5   | 4.5   |
| 应付账款周转率        | 6.1   | 4.1   | 5.1   | 5.1   | 5.5   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.43  | 0.36  | 0.84  | 1.20  | 1.64  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.20  | 0.20  | 2.21  | -1.08 | 2.37  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.11  | 4.81  | 5.65  | 5.86  | 6.50  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 76.7  | 90.2  | 39.0  | 27.2  | 19.9  |
| P/B            | 10.5  | 6.8   | 5.8   | 5.6   | 5.0   |
| EV/EBITDA      | 64.7  | 66.0  | 26.5  | 22.9  | 15.8  |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                     |
|------|------------------|------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；      |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；     |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。       |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；          |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；       |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。          |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

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他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn