

贝斯特 (300580.SZ)

涡轮增压器零部件龙头，切入新能源赛道前景可期

2021年12月06日

——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	2021/12/6
当前股价(元)	25.05
一年最高最低(元)	29.00/16.50
总市值(亿元)	50.10
流通市值(亿元)	46.72
总股本(亿股)	2.00
流通股本(亿股)	1.87
近3个月换手率(%)	118.27

● 涡轮增压器核心零部件龙头供应商，切入新能源赛道前景可期

公司深耕涡轮增压领域，近年来通过外延并购切入新能源车赛道，打开公司第二成长曲线。随着涡轮增压器行业渗透率不断提升，同时新能源汽车功能件产能逐步落地，公司营收有望迎来快速增长。我们预计2021-2023年公司营收为10.86、13.15、16.36亿元，归母净利润为2.15、2.88、3.87亿元，EPS为1.07、1.44、1.93元/股，对应当前股价PE为23.3、17.4、13.0倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 深耕涡轮增压器零部件领域，业绩维持稳定增长

公司深耕涡轮增压器零部件加工领域，主要产品包括叶轮、中间壳、精密轴承件、压气机壳等。汽车涡轮增压器零部件对于加工材料、加工精度及质量稳定有着较高要求，只有少数在设备、工艺和生产组织等方面有优势的企业才能生产，而公司依托在工装夹具领域的多年设计经验，工装夹具业务与精密加工业务相辅相成，形成协同发展的关系，铸造公司独特的竞争优势。公司引进世界领先的加工、检测设备，对产线进行自动化升级改造，产品精度和生产能力在国内外居于领先水平，客户覆盖全球涡轮增压器市场前五大制造商。

● 外延并购有序开展，新能源业务打开成长空间

伴随国内汽车市场电动化率的提高，公司积极探索布局新能源汽车相关业务，进入氢燃料电池、新能源汽车轻量化结构件领域。公司自主研发出燃料电池汽车的关键零部件，2018年成功交付客户盖瑞特，应用于日本本田clarity新能源汽车生产制造，之后陆续进入到博世中国、海德韦尔氢燃料电池零配件供应体系。2020年公司收购专营锌、铝、镁、铜等五金件的公司苏州赫贝斯，切入特斯拉供应体系，并通过控股子公司易通轻量化技术有限公司布局新能源汽车轻量化产品。

● **风险提示:** 汽车行业景气度不及预期；涡轮增压器渗透率不及预期；新能源汽车功能件产能建设进展不及预期。

股价走势图



数据来源: 聚源

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	802	931	1,086	1,315	1,636
YOY(%)	7.7	16.1	16.7	21.1	24.4
归母净利润(百万元)	168	177	215	288	387
YOY(%)	5.7	5.2	21.6	34.2	34.1
毛利率(%)	39.0	35.9	35.2	37.9	40.0
净利率(%)	20.9	19.0	19.8	21.9	23.6
ROE(%)	11.0	9.7	10.8	12.9	15.0
EPS(摊薄/元)	0.84	0.88	1.07	1.44	1.93
P/E(倍)	29.9	28.4	23.3	17.4	13.0
P/B(倍)	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、涡轮增压器零部件优质供应商，积极布局新能源业务.....	4
2、深耕涡轮增压器零部件领域，业绩维持稳定增长.....	6
2.1、涡轮增压器渗透率不断提升，零部件市场空间广阔.....	6
2.2、深耕涡轮增压器零部件领域多年，产能进一步扩张.....	9
3、工装夹具起家，积极布局新兴业务.....	12
3.1、推进智能装备及生产自动化项目，助力主业升级发展.....	12
3.2、前瞻性布局氢燃料电池核心零部件，发展新能源业务.....	14
3.3、收购兼并+合资控股，快速切入新兴领域.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	16
4.1、关键假设.....	16
4.2、盈利预测及估值.....	17
5、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

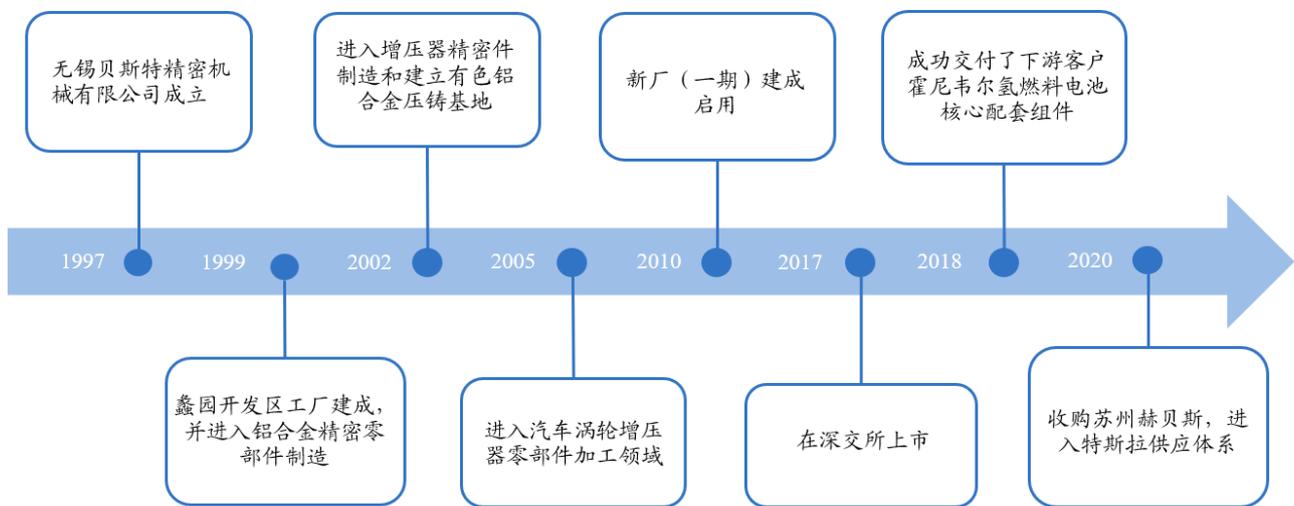
图 1：贝斯特陆续布局涡轮增压、新能源汽车相关零配件业务.....	4
图 2：2015-2020 年公司营收 CAGR 为 14.3%.....	5
图 3：2015-2020 年公司归母净利润 CAGR 为 13.4%.....	6
图 4：2011-2021H1 公司毛利率、净利率稳定高位.....	6
图 5：涡轮增压器依靠废气作为动力.....	6
图 6：涡轮增压器可提高发动机输出功率.....	6
图 7：我国汽车市场内燃机涡轮增压器渗透率有望不断提升.....	8
图 8：我国混动车型涡轮增压器渗透率有望不断提升.....	8
图 9：全球涡轮增压器市场呈现寡头垄断格局.....	9
图 10：国内涡轮增压器市场份额主要受外资品牌主导.....	9
图 11：2020 年 1-6 月公司前五大客户覆盖全球涡轮增压器市场著名供应商.....	10
图 12：2016-2020 年公司涡轮增压器零部件销售收入 CAGR 为 19.5%.....	10
图 13：相较于可比公司，2020 年公司毛利率最高.....	11
图 14：相较于可比公司，2020 年公司净利率最高.....	11
图 15：公司工装夹具业务向智能夹具升级.....	12
图 16：公司发展自动化生产线项目.....	13
图 17：公司拥有全自动去毛刺工作站.....	13
图 18：燃料电池车以氢燃料电池作为动力.....	14
图 19：公司产品应用于本田 Clarity 燃料电池动力总成.....	14
图 20：苏州赫贝斯承诺 2022 年净利润达到 450 万元.....	15
表 1：公司业务种类丰富.....	5
表 2：相较于机械增压器，涡轮增压器具备明显优势.....	7
表 3：涡轮增压器中涡轮壳和中间壳成本占比最高.....	7
表 4：全球热销品牌车型均含有涡轮增压车型.....	8
表 5：公司涡轮增压器零部件产品丰富.....	9
表 6：公司竞争对手包括国内和国外企业.....	10

表 7: 公司可比公司主要为科华控股、鑫湖股份和华培动力	11
表 8: 公司进一步扩大涡轮增压器零部件产能	12
表 9: 工装夹具竞争对手包括国内企业及国外企业	13
表 10: 燃料电池空压机要求具备无油化、轻量化等特点	14
表 11: 公司进一步扩大新能源汽车功能部件产能	16
表 12: 公司营收拆分及预测 (百万元)	17
表 13: 可比上市公司估值 (PE/PEG)	17

1、涡轮增压器零部件优质供应商，积极布局新能源业务

公司以工装夹具业务起家，延伸至涡轮增压器零部件领域，近年来积极布局新能源业务。无锡贝斯特精机股份有限公司成立于1997年，成立之初公司主营业务为工装夹具业务，主要为国内外主流机床厂商提供工装夹具以满足生产过程中精确定位的需求。2002年，公司正式进入增压器精密件制造领域，开发出汽车涡轮增压器相关零配件如叶轮、中间壳、精密轴承件等产品。2017年，贝斯特正式登陆深交所创业板。近年来公司积极探索布局新能源汽车相关业务，并成功切入氢燃料电池、新能源汽车轻量化结构件领域。

图1：贝斯特陆续布局涡轮增压、新能源汽车相关零配件业务



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司目前业务分为四大板块：汽车零部件、智能装备及工装、飞机机舱零部件及其他，2020年汽车零部件、智能装备及工装、飞机机舱零部件收入分别为7.71、1.06、0.13亿元，分别占总营收比例为82.8%、11.4%、1.4%。

汽车零部件：公司汽车零部件业务可分为涡轮增压器零部件、发动机零部件、新能源汽车零部件业务三大块。其中涡轮增压器零部件产品主要包括叶轮、中间壳、压气机壳以及精密轴承件等；发动机零部件包括发动机缸体、缸盖；新能源汽车零部件包括混动汽车用涡轮增压器零部件、氢燃料电池电动涡轮增压器壳体以及一些汽车轻量化部件如减震塔、充电器转换壳体等。涡轮增压器和发动机相关零部件对于加工精度、质量稳定性要求较高，公司引进世界领先的加工、检测设备，对产线进行自动化升级改造，产品精度和生产能力在国内外居于领先水平，并获得全球涡轮增压器龙头盖瑞特、博世马勒、博格华纳等的认可。

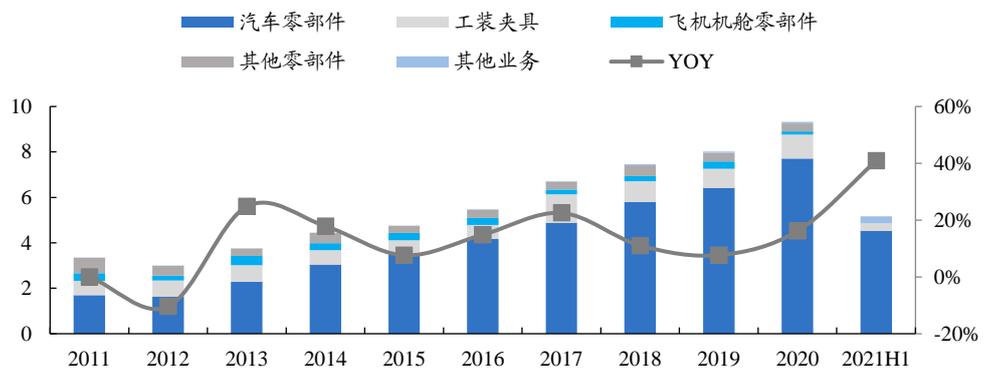
表1: 公司业务种类丰富

种类	产品	应用领域	主要客户
涡轮增压器零部件	叶轮	燃油汽车涡轮增压器	盖瑞特、康明斯、博世马勒、石播、博格华纳、皮尔博格
	中间壳		
	精密轴承件	可变截面涡轮增压器	
	齿轮轴		
	压气机壳		
精密零部件	缸体	燃油汽车发动机	
	缸盖		
新能源汽车零部件	氢燃料电动涡轮增压器壳体	燃料电池空气泵	博世中国、盖瑞特、海德韦尔、美达、北极星
	氢燃料叶轮		
飞机机舱零部件	充电转换器壳体、底盘支架、减震塔	新能源汽车	
其他零部件	座椅构件、连接件等内饰件	飞机机舱	BE 航空
	手柄、气缸、端盖	气动工具	英格索兰
	滤波器	通讯基站	RFS、菲斯达
	阀板	制冷压缩机	开利空调
常规夹具	发动机壳体夹具、变速箱壳体夹具、新能源汽车电机壳体夹具、新能源汽车托盘夹具	汽车、轮船、轨道交通、风力发电、通讯、上汽通用、潍柴、法士特	
智能夹具		制冷等产业	
智能装备及工装	飞机机身自动化钻铆系统	飞机翼面、机身自动化装配、制孔、涂胶、铣削及抽铆等服务领域	/
	生产自动化系统	两轴桁架机器人自动线、三轴桁架机器人自动线、倒挂关机器人自动线、自动化生产线的客户提供更全面的、一揽子去毛刺机器人解决方案	上汽通用

资料来源：公司公告、公司招股说明书、开源证券研究所

智能装备及工装：智能装备及工装业务产品主要包括工装夹具、飞机机身自动化钻铆系统、生产自动化系统等。工装夹具业务是公司自成立之初的主要业务，下游客户涵盖汽车、轮船、轨交、风力发电等产业。公司工装夹具业务积淀深厚，技术水平领先，成为国内外主流机床厂商首选合作对象，在细分行业具备领先优势。

飞机机舱零部件：公司飞机零部件产品主要有座椅构件、连接件等内饰件。

图2: 2015-2020 年公司营收 CAGR 为 14.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

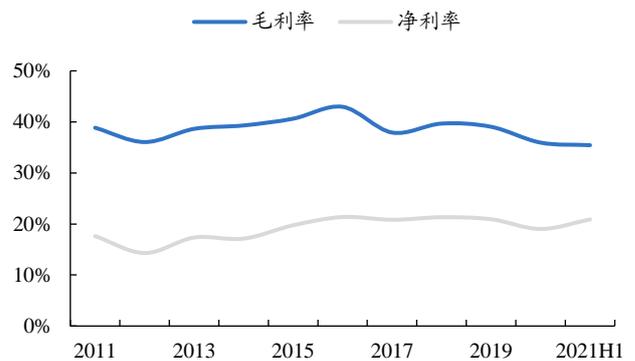
汽车零部件业务快速发展推动公司营收、净利润规模稳步增长，毛利润、净利润稳定高位。2015-2020 年营收 CAGR 为 14.3%，归母净利润 CAGR 为 13.4%。2020 年公司实现营业收入 9.31 亿元，同比增长 16.12%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比增长 5.24%。2021H1 公司实现营收 5.16 亿元，较 2020 年同期增长 40.87%；实现归母净利润 1.07 亿元，较 2020 年同期增长 69.45%。2011-2021H1 公司毛利率稳定维持在 35%以上，净利率维持 20%左右。

图3：2015-2020 公司归母净利润 CAGR 为 13.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2011-2021H1 公司毛利率、净利率稳定高位



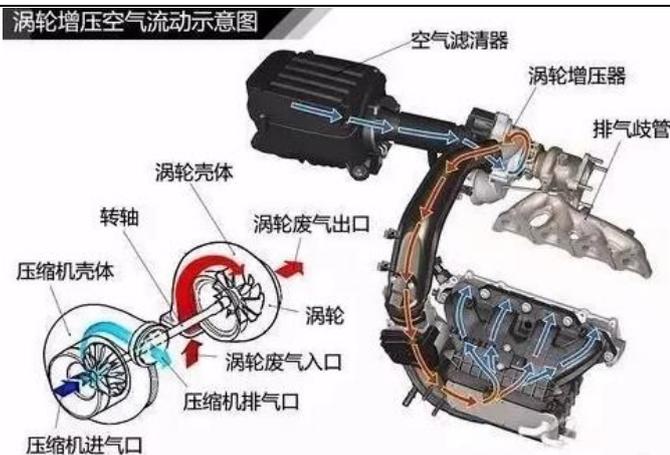
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、深耕涡轮增压器零部件领域，业绩维持稳定增长

2.1、涡轮增压器渗透率不断提升，零部件市场空间广阔

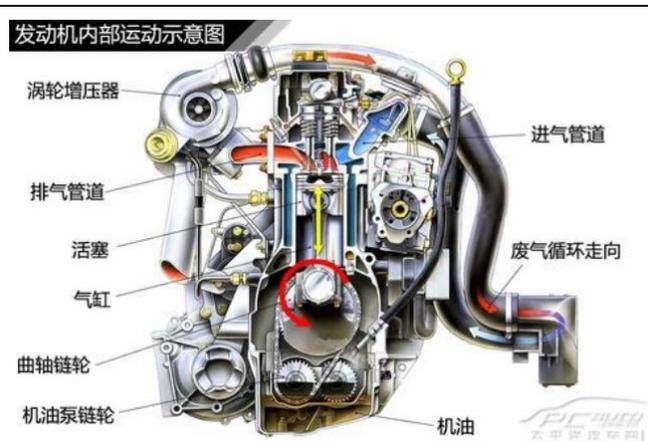
涡轮增压器是一种利用发动机工作产生的废气作为动力来源的空气压缩机。涡轮增压器主要由涡轮机和压缩机两部分组成，通过一根传动轴连接。涡轮的进气口与发动机排气歧管相连，排气口与排气管相连；压缩机的进气口与进气管相连，排气口则接在进气歧管上。通过利用发动机排出的废气惯性冲力来推动涡轮高速运转，从而带动同轴的压缩机高速转动，强制地将增压后的空气压送到气缸中。进入气缸的空气压力和密度增大，可以燃烧更多的燃料，相应增加燃料量和调整发动机转速，就可以增加发动机的输出功率。

图5：涡轮增压器依靠废气作为动力



资料来源：太平洋汽车网

图6：涡轮增压器可提高发动机输出功率



资料来源：太平洋汽车网

相较于机械增压器，涡轮增压器具备明显优势。按照工作原理不同，增压器可以分为涡轮增压器和机械增压器。机械增压器主要是通过曲轴的动力带动一个机械式空气压缩机旋转来压缩空气，机械增压的过程中会对发动机输出的动力造成一定程度的损耗。而涡轮增压器不消耗发动机额外功率，可以有效改善燃烧效率，油耗率可降低 10%左右，主要适用于高速运转场景，在市场中占据主导地位，普遍应用于各类内燃机。

表2: 相较于机械增压器，涡轮增压器具备明显优势

项目	机械增压器	涡轮增压器
能量	由发动机曲轴通过传动带或传动链驱动	利用废弃的功能和热能，通过叶轮转化为机械能，再由机械做功转换为气体的压力能
技术	压比	不超过 2.2
	增压器转速	低于 3 万转/分钟
	空气流量	受空间制约，应用流量小于 0.8kg/s
	增压器效率	压气机最高效率小于 65%
性能	优点	可在低速工况下产生较高增压效果，解决增压迟滞问题；较高的充气效率；对材料及制造工艺要求较低
	缺点	高速工况下，发动机高速无法匹配增压器；体积较大，传动结构复杂；存在大量间隙配合，易损坏；成本高，市场保有量低
应用领域	用于高端内燃机，大部分作为二级增压的低速匹配部分与涡轮增压器共存	占据市场主导地位，普遍用于各类型内燃机

资料来源：观研报告网、开源证券研究所

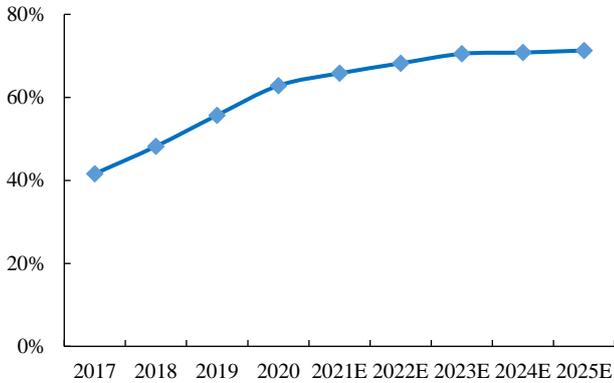
涡轮增压器一般由压气机壳、压气机叶轮、连接轴（机芯）、涡轮壳、涡轮等主要部件组成。根据头豹研究院数据显示，涡轮壳和中间壳在涡轮增压器中的成本占比较高，分别为 20-35%、7%-8%。涡轮壳和中间壳制造工艺精细，有 30-40 道工序，其中关键工序是精密铸造和机械加工，其配件行业标准较高。

表3: 涡轮增压器中涡轮壳和中间壳成本占比最高

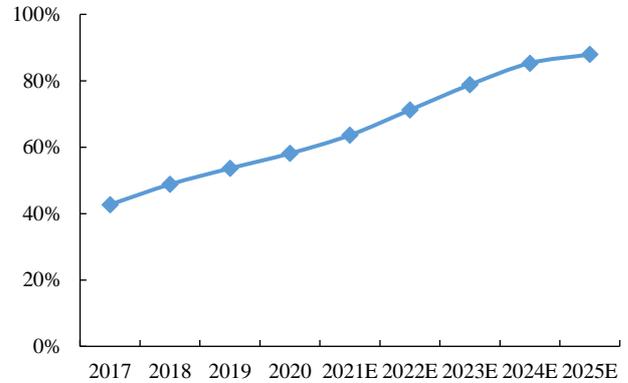
零部件	成本占比
涡轮壳	20%-35%
中间壳	7%-8%
涡叶轮	4%-6%
压缩机壳体	6%-7%
压缩机轮	3%-5%
连接压缩机轮与涡轮的轴	3%-4%

数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

我国汽车市场涡轮增压器渗透率不断提升。涡轮增压器可以应用于燃油车、新能源混动汽车、氢燃料电池车上，装有涡轮增压器的汽车具有燃油效率高、低排放的优势，同时受到我国“节能减排”政策的推动，未来涡轮增压器在汽车中的配置率将进一步提升。据盖世汽车研究院预测，到 2025 年，内燃机车型的涡轮增压器配备率将达到 71%左右，混动车型的涡轮增压器配备率则将达到 88%左右。

图7: 我国汽车市场内燃机涡轮增压器渗透率有望不断提升


数据来源: 盖世汽车、开源证券研究所

图8: 我国混动车型涡轮增压器渗透率有望不断提升


数据来源: 盖世汽车、开源证券研究所

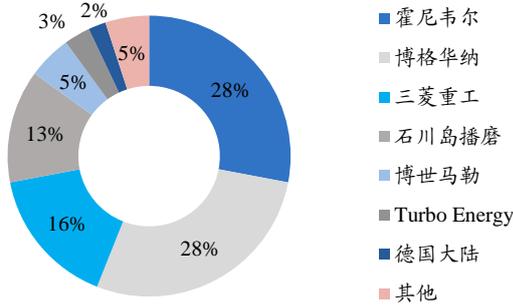
表4: 全球热销品牌车型均含有涡轮增压车型

品牌	车名	上市时间	含涡轮增压车型	平均油耗 (升/百公里)
丰田	卡罗拉	1966	1.2T	7.1-7.7
福特	F 系列皮卡	1948	3.5T	12.5-14.8
大众	高尔夫	1974	1.2T、1.4T	7.2-7.7
本田	思域	1972	1.0T、1.5T	6.8-7.8
宝马	3 系	1975	2.0T	8.3-9.5
雪佛兰	迈瑞宝	1964	1.5T	8.6-8.9
奔驰	C 级	1994	1.5T、2.0T	9.1-9.5
奥迪	A4	1998	2.0T	8.4
宝马	MiniHatch	1959	1.5T	-
斯柯达	明锐	1998	1.2T、1.4T	6.5

资料来源: 头豹研究院、开源证券研究所

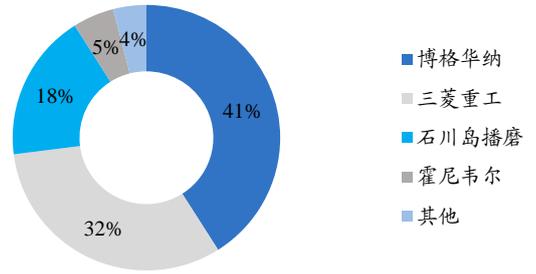
从竞争格局看,涡轮增压器市场呈现寡头垄断格局,并且主要受外资品牌主导。从全球市场看,年产量排名前五的涡轮增压器制造商占据了全球 90%以上的市场份额,分别为霍尼韦尔、博格华纳、三菱重工、石川岛播磨以及博世马勒。从国内市场看,由于国际涡轮增压器制造厂商为降低成本,纷纷在欧洲、亚太等地区建造生产基地,因此国际涡轮增压器制造商在国内车用涡轮增压器市场中同样占据主导地位。

图9: 全球涡轮增压器市场呈现寡头垄断格局



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图10: 国内涡轮增压器市场份额主要受外资品牌主导



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

2.2、深耕涡轮增压器零部件领域多年，产能进一步扩张

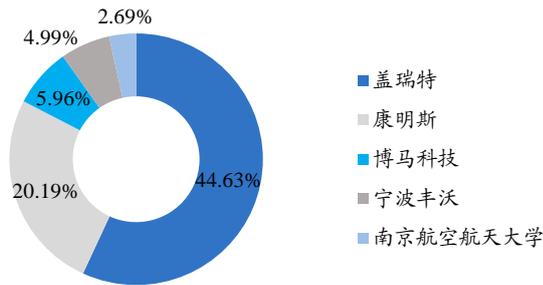
深耕涡轮增压器零部件加工领域，产品种类丰富。汽车涡轮增压器零部件对于加工材料、加工精度及质量稳定有着较高要求，只有少数在设备、工艺和生产组织等方面有优势的企业才能生产。公司自 2005 年进入汽车涡轮增压器零部件加工领域，在精密零部件加工领域形成了自身优势。目前涡轮增压器零部件是公司的主营业务，主要产品包括叶轮、中间壳、精密轴承件、齿轮轴、压气机壳。

表5: 公司涡轮增压器零部件产品丰富

产品	公司产品简介	产能	图片
叶轮	汽车涡轮增压器核心零部件，以生产工艺不同可划分为铸件叶轮和全加工叶轮。公司叶轮自动化生产单元引进了世界领先的加工设备、检测设备，产品精度和生产能力在国内外均处于领先地位	设计产能 600 万件	
中间壳	2012 年，公司黑色铸造厂实现投产，引进的东久水平造型线，具备了 9000 吨的年生产能力。公司研发制造的中间壳实现了从铸造到机械加工的一体化供应能力，同时结合自身的自动化设计和研发能力，自主创新组建中间壳自动化生产加工单元，更大程度保证了产品质量的稳定性。公司中间壳产品销往全球，获得了广大客户的一致好评和认可	年产能 600 万件	
精密轴承件	公司精密轴件自动化车间现拥有 45 台进口自动化集成的高精密符合车削中心和中心孔珩磨设备，主要生产涡轮增压器轴件和止推件，以及可变截面喷油环零部件。加工的材料涵盖铝、铜（含铅和无铅）、合金钢、不锈钢和镍基合金等特殊材料	年产能 1600 万件	
齿轮轴	公司利用高精度扇形齿轮成型磨齿技术、压力装配数字质量监控技术、新型成型磨削砂轮修整技术、不规则细长轴外圆切入磨削技术、马氏体不锈钢淬火后孔珩磨技术等核心技术，切实提高了生产效率，保证了产品精度	/	
压气机壳	压气机壳主要用于涡轮增压器壳体，是以铝合金为原材料，经铸造、精密加工等工序制成。公司凭借已积累多年的核心技术，通过业内领先的制芯、浇注、清洗、机加工、检测等设备实现生产单元和生产线的自动化升级	/	

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

客户覆盖全球涡轮增压器市场前五大制造商，销售收入稳步增长。目前，公司已成为世界著名涡轮增压器和汽车发动机相关企业盖瑞特（原霍尼韦尔）、康明斯、博马科技的全球供应商，博格华纳、皮尔博格、长春富奥石川岛、上海菱重、三菱重工、宁波丰沃的国内供应商。公司涡轮增压器零部件销售收入实现稳步增长，2016-2020 销售收入 CAGR 为 19.5%，2020 年涡轮增压器零部件实现销售收入 6.97 亿元。

图11: 2020 年 1-6 月公司前五大客户覆盖全球涡轮增压器市场著名供应商


数据来源：公司可转债募集说明书、开源证券研究所

图12: 2016-2020 年公司涡轮增压器零部件销售收入 CAGR 为 19.5%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

目前，公司叶轮产品竞争对手主要来自国外企业，中间壳产品竞争相对激烈，竞争对手来自国内与国外企业。公司涡轮增压器零部件产品主要包括叶轮、中间壳和精密轴承件。其中，叶轮产品竞争对手主要来自国外，包括 Turbotech、AIKOKU。中间壳竞争对手包括 STEWART、CIMOS、天津新伟祥、科华控股、鑫湖股份和华培动力。

表6: 公司竞争对手包括国内和国外企业

企业名称	公司简介	主要产品	主要客户
Turbotech Precision Products Ltd.	英国企业，主要为客户提供铝制压缩机叶轮、压缩机叶轮铸件毛坯、涡轮增压器叶轮、叶轮精密加工	叶轮	盖瑞特
AIKOKU Alpha Corporation	日本企业，主要为客户提供涡轮增压器压叶轮（全加工叶轮），成立于 1943 年 08 月 18 日	叶轮	盖瑞特、康明斯、博格华纳
STEWART Manufacturing LLC	美国企业，主要为客户提供汽车、柴油发动机、重型设备和发电产业等的高质量精密零部件加工的零件	中间壳	康明斯
CIMOS d.d. Automotive Industry	斯洛文尼亚企业，主要为客户提供涡轮增压器用中间壳（铸件+机加工）等零件	中间壳	盖瑞特
天津新伟祥	位于天津，成立于 1995 年，主要业务为生产引擎发动机涡轮增压器组件	中间壳	博格华纳、无锡石播、盖瑞特、康明斯、博世马勒
科华控股	位于江苏溧阳，主要业务为生产汽车增压器系列零部件，同时也为工程机械及液压机械公司提供零部件生产加工	中间壳、涡轮壳	霍尼韦尔、博格华纳、三菱重工、博世马勒、康明斯
鑫湖股份	位于江苏无锡，主营业务为涡轮增压器两大关键零部件：压气机壳和涡轮壳的研发、生产与销售	压气机壳、涡轮壳	霍尼韦尔、三菱重工、博格华纳
华培动力	致力于汽车零部件行业，主要从事涡轮增压器关键零部件的研发、生产及销售	放气阀组件、涡轮壳和中间壳	博格华纳、霍尼韦尔、三菱重工、博世马勒

企业名称	公司简介	主要产品	主要客户
DaidoMetal Co., Ltd	日本企业，成立于 1939 年 11 月，主要为客户提供涡轮增压器精密件	精密件	盖瑞特
大连中村精密部件工业有限公司	位于辽宁大连，成立于 1994 年，系日本独资企业，主要业务为生产各类汽车用精密件	精密件	/

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

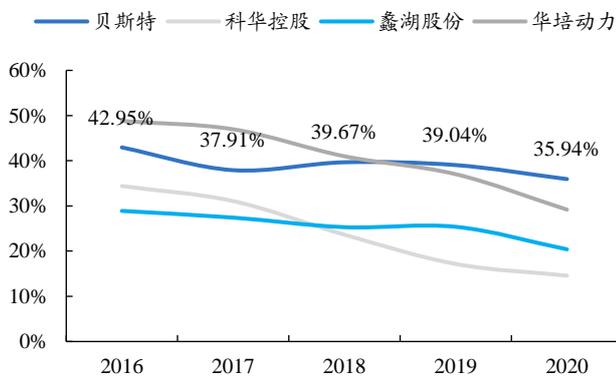
相较于可比公司，公司盈利能力较强。公司国内竞争对手主要包括科华控股、鑫湖股份和华培动力，2020 年科华控股、鑫湖股份和华培动力分别实现营业收入 16.22/10.79/6.38 亿元，实现归母净利润 0.21/0.46/0.59 亿元。公司盈利能力具备明显优势，2016-2020 年毛利率维持在 35%以上，净利率维持在 20%左右，2020 年公司毛利率及净利率均高于可比公司。

表7：公司可比公司主要为科华控股、鑫湖股份和华培动力

公司	成立时间	营收(亿元)	产能	产品结构
贝斯特	1997 年	9.31	叶轮 600 万件/中间壳 600 万件/精密轴承件 年产量 1600 万件	汽车零部件 (82.8%)、智能装备及工装 (11.37%)、飞机机舱零部件 (1.36%)、其他 (4.46%)
科华控股	2002 年	16.22	2020 年：总产能 1002 万件	中间壳及装配件 (31.65%)、涡轮壳及装配件 (65.21%)、其他机械零部件 (2.97%)
鑫湖股份	1994 年	10.79	2017 年：压气机壳 848 万件/涡轮壳 63 万件	压气机壳 (53.59%)、涡轮壳 (39.55%)、其他 (6.86%)
华培动力	2006 年	6.38	2017 年：涡轮壳和中间壳 63 万件	放气阀组件 (80.43%)、涡轮壳和中间壳 (8.23%)、其他 (5.74%)

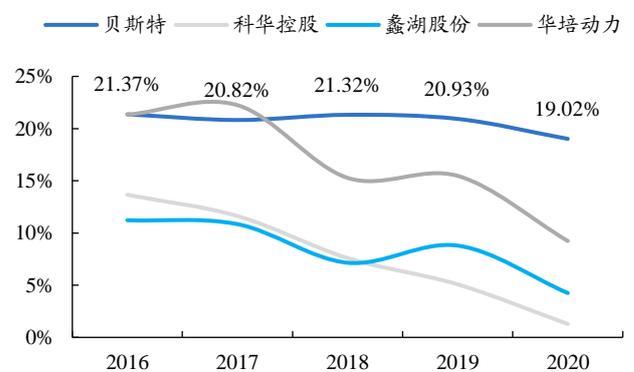
数据来源：各公司公告、各公司官网、开源证券研究所（注：产品结构及营业收入比重取自各上市公司披露的 2020 年年度报告）

图13：相较于可比公司，2020 年公司毛利率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：相较于可比公司，2020 年公司净利率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

产能扩张助力涡轮增压器零部件业绩释放。2019年5月，公司完成汽车精密零部件项目（一期）的建设，主要产品包括汽车涡轮增压器压气机壳、压气机叶轮、新能源汽车铝合金结构件等。2020年公司发行可转债，计划将募集资金5300万元投入年产700万件新能源汽车功能件项目及涡轮增压器零部件建设项目，其中包括560万件涡轮增压器核心零部件，即预计建成后年产260万件压气机壳、100万件全加工叶轮、200万件中间壳。

表8: 公司进一步扩大涡轮增压器零部件产能

类别	产品	新增产能 (万件)	销售单价 (元/件)		运营第一年	运营第二年	运营第三年	运营第四年
涡轮增压器零件	压气机 体	260	70	产量(万件)	50	100	180	260
				销售收入(亿元)	0.35	0.7	1.26	1.82
增压器零件	全加工 叶轮	100	35	产量(万件)	20	40	70	100
				销售收入(亿元)	0.07	0.14	0.245	0.35
零件	中间壳	200	70	产量(万件)	40	80	140	200
				销售收入(亿元)	0.28	0.56	0.98	1.4

数据来源：公司可转债募集说明书、开源证券研究所

3、工装夹具起家，积极布局新兴业务

3.1、推进智能装备及生产自动化项目，助力主业升级发展

工装夹具是机床上用以装夹工件的一种装置，是加工时用来迅速紧固工件，使机床、刀具、工件保持正确相对位置的工艺装置，其性能对加工质量和效率有举足轻重的影响。工装夹具连同机床、刀具，与被加工工件一起构成了完整的机械加工工艺系统。

工装夹具是公司创立之初的主要产品，公司自1997年开始从事摩托车制造领域工装夹具的研发、生产和销售，2001年开始进入汽车领域的工装夹具业务，目前公司工装夹具业务已经延伸至汽车、飞机等领域的自动化生产线制造领域。公司工装夹具产品包括发动机缸体夹具、发动机缸盖夹具、变速箱壳体夹具、转向节夹具、后桥夹具等。

图15: 公司工装夹具业务向智能夹具升级



发动机缸体夹具



发动机缸盖夹具



智能夹具

资料来源：公司官网、公司招股说明书

表9: 工装夹具竞争对手包括国内企业及国外企业

企业名称	公司简介	技术及研发水平
上海楚峰机电有限公司	位于上海，成立于 2003 年，是一家专业从事自动化加工线规划及专用工装夹具设计与制造的高科技民营企业，主营业务为工装夹具	生产各类专用工装设备，与国内多家机床生产及代理企业有着业务合作往来，主要产品是连杆夹具
保定向阳航空精密机械有限公司	位于河北保定，隶属于中国航空工业集团公司，成立于 1964 年，为国内精密组合工艺装备研制生产厂家，主营业务为工装夹具	中航工业集团下属企业，主要产品有工装夹具、精密平口钳、金属带锯床、电加工夹具、柔性智能制造系统等
Haff & Schneider GmbH & Co. OHG	德国企业，成立于 1956 年，主营业务为工装夹具	拥有 20 余年制作 3D 触摸式探针工艺、立式工装夹具专利等核心技术
松阪铁工所株式会社	日本企业，主营业务为工装夹具	制造配管机器、切轮、管道切割机、钢管支架等 100 余种产品

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

深耕工装夹具领域，发展智能装备业务及生产自动化系统项目。公司凭借在工装领域的多年设计经验，目前不仅为国内一线汽车整车厂、主机厂提供高端工装夹具，而且还向日本和德国等国际知名机床商提供工装夹具产品，是目前中国工装夹具产业中的主要供应商之一。

在智能装备业务上，公司自主研发了人工智能缺陷视觉识别分选工作站、数控双工位转台、全自动去毛刺工作站、具有感知和自适应功能的全自动智能夹具等产品，实现机械加工的自动、高效、智能化以及无人化、少人化生产方向。

在生产自动化系统方面，生产自动化系统是在工装夹具的基础上，组合机器人、机械手、传送带、检测站、图像识别与处理等子系统与加工设备而成。公司与上汽通用汽车有限公司签订“加工系统自动化改造合同”，为客户实现从手工线作业到自动化作业、从自动化生产再到智能化生产的转型升级提供了卓有成效的解决方案。

图16: 公司发展自动化生产线项目


资料来源：公司官网

图17: 公司拥有全自动去毛刺工作站


资料来源：公司官网

3.2、前瞻性布局氢燃料电池核心零部件，发展新能源业务

氢燃料电池车是以氢燃料电池产生的电能为电动机供电，以电动机做的功作为动力的汽车。适用于燃料电池的空压机需要满足绝对无油、低噪声、高可靠性、高效、小型化、工作范围宽、良好的动态响应能力、良好的热管理等诸多严苛要求。

公司前瞻性布局燃料电池核心零部件业务，产品主要包括氢燃料电动涡轮增压机壳体、氢燃料电动压缩机全铣叶轮。公司于2018年即已成功交付了下游客户霍尼韦尔氢燃料电池核心配套组件，应用于日本本田 clarity 新能源汽车的生产制造。2020年，公司通过压气机叶轮和壳体等的业务合作，已进入博世中国供应链体系，并直接切入博世氢燃料压缩机核心零部件业务。同时，公司还积极投入到与客户共同合作开发的的氢气压缩泵项目、电子冷却泵等节能减排项目，为后续快速大规模进入新能源产业链积累丰富制造经验和技術储备。目前，公司氢燃料电池汽车零部件下游客户包括盖瑞特、海德韦尔、博世中国等。

表10: 燃料电池空压机要求具备无油化、轻量化等特点

特性	具体情况
无油化	在燃料电池的使用中的空压机需要无油化，空压机如果使用润滑油，会导致电堆发生中毒，因此空压机需要采用水润滑轴承或空气轴承
小型化及轻量化	提高空压机的压缩能力，可以通过增加容积，或者增加轴承转速两种方式，小型化高转速是大势所趋
低噪音	乘坐车辆的舒适性需要低噪音，目前国内的很多车辆噪音较大和空压机密切相关，噪音源主要来自于空气与管道之间的摩擦以及空压机高机械转动的声音及转动的声音
成本可控	燃料电池受其功率密度和成本的限制，小型化和低成本有助于燃料电池汽车的产业化
控制系统	车辆对需要功率变化较大，空压机需要能够及时地做出响应，对空气流量进行控制

资料来源：北极星氢能网、开源证券研究所

图18: 燃料电池车以氢燃料电池作为动力



资料来源：爱卡汽车

图19: 公司产品应用于本田 Clarity 燃料电池动力总成



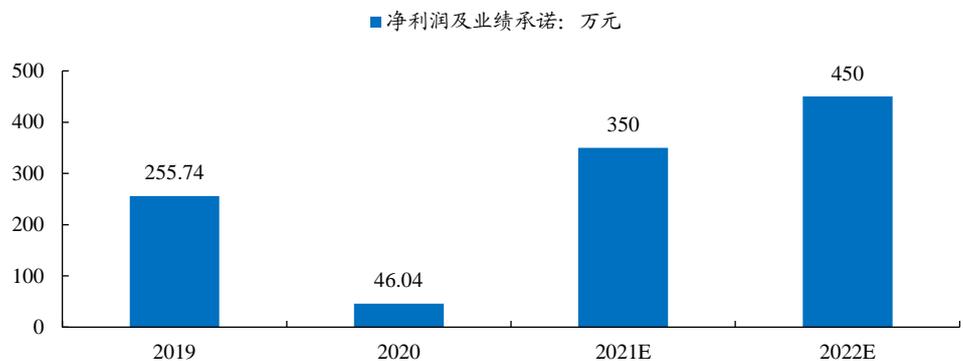
资料来源：汽车测试网

3.3、收购兼并+合资控股，快速切入新兴领域

收购苏州赫贝斯，切入特斯拉供应体系。2020年1月，公司正式完成对苏州赫贝斯实业有限公司51%股权的收购，公司充分依托赫贝斯的市场资源，推动公司进入特斯拉公司供应链，并于2020年2月份正式取得特斯拉供应商代码。苏州赫贝斯主要产品为锌、铝、镁、铜、不锈钢金属制品的五金件，在铝合金和压铸零部件具备优势，产品涵盖汽车安全扣件、汽车充电扣等，客户包括美国特斯拉公司、汽车零部件制造商日本 YAZAKI 公司、汽车安全系统制造商瑞典 AUTOLIV 公司、美国 BROOKS 仪器公司以及 EMI 等公司。

进一步强化铝合金压铸件领域优势。公司铝合金压铸产业创建于2003年，拥有卧式冷室压铸机10台，三坐标测量仪、光谱分析仪、X光无损探伤等检测设备，目前具备年产铝合金压铸件5000吨的生产能力，并具有强大的后加工能力。收购赫贝斯有望强化公司铝合金压铸件领域的铸造优势，进一步推动公司在新能源汽车产业链的延伸布局。

图20：苏州赫贝斯承诺2022年净利润达到450万元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

合资控股易通轻量化，切入新能源汽车领域。2020年1月，公司出资投资易通轻量化技术有限公司，快速布局新能源汽车车载充电模组等轻量化产品的研发、生产和销售，直接切入到电动车、插电混动等新领域，并在充电转换器壳体、底盘支架以及减震塔等轻量化结构件方面持续发力。目前，易通轻量化公司开拓了包括美达、北极星等下游客户，其产品最终销往PSA（标致雪铁龙集团）、DFM（东风汽车集团）和通用汽车等。

进一步扩张新能源汽车功能部件。2020年公司发行可转债，计划将募集资金5300万元投入年产700万件新能源汽车功能件项目及涡轮增压器零部件建设项目，其中包含140万件新能源汽车功能部件，即预计建成后年产60万件车载充电机组件、10万件直流变换器组件、60万件转向节及10万件氢燃料电池壳体。

表11: 公司进一步扩大新能源汽车功能部件产能

产品	新增产能 (万件)	销售单价 (元/件)		运营第一年	运营第二年	运营第三年	运营第四年
轻量化结构件—车载 充电机组件(包括主箱 体、盖板、接线盘等)	60	300	产量(万件)	10	20	40	60
			销售收入(亿元)	0.3	0.6	1.2	1.8
轻量化结构件—直流 变化器组件(包括主箱 体、进出水管)	10	150	产量(万件)	1	3	6	10
			销售收入(亿元)	0.02	0.05	0.09	0.15
转向节	60	120	产量(万件)	10	20	40	60
			销售收入(亿元)	0.12	0.24	0.48	0.72
氢燃料电池壳体	10	800	产量(万件)	1	3	6	10
			销售收入(亿元)	0.08	0.24	0.48	0.8

资料来源: 公司可转债募集说明书、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

汽车零部件: 公司是涡轮增压器核心零部件龙头供应商, 客户覆盖全球涡轮增压器市场前五大制造商。随着涡轮增压器在行业中渗透率不断提升, 涡轮增压器零部件市场空间广阔。同时公司通过外延并购切入新能源车赛道, 目前已进入特斯拉供应链, 打开公司第二成长曲线。2020年公司发行可转债布局新能源汽车功能件产能, 随着产能落地, 公司营收有望迎来快速增长。我们预计2021-2023年, 公司汽车零部件营收分别为9.05/11.09/14.00亿元, 毛利率分别为35.0%/37.9%/40.3%。

工装夹具: 工装夹具是公司创立之初的主要产品, 凭借在工装领域的多年设计经验, 目前不仅为国内一线汽车整车厂、主机厂提供高端工装夹具, 而且还向日本和德国等国际知名机床商提供工装夹具产品, 是目前中国工装夹具产业中的主要供应商之一。在工装夹具领域, 公司积极发展智能装备业务及生产自动化系统项目, 随着智能制造改革的不断推进, 公司有望充分受益。我们预计2021-2023年, 公司工装夹具营收分别为1.18/1.32/1.48亿元, 毛利率分别为38.0%/38.8%/39.3%。

表12: 公司营收拆分及预测 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
汽车零部件	642.28	771.03	904.73	1108.78	1399.94
YOY	10.8%	20.0%	17.3%	22.6%	26.3%
毛利率	40.6%	38.9%	35.0%	37.9%	40.3%
其他零部件	70.35	47.22	53.92	62.40	72.95
YOY	-0.4%	-32.9%	14.2%	15.7%	16.9%
毛利率	26.4%	22.5%	23.7%	25.1%	25.7%
工装夹具	83.67	105.87	118.50	132.12	147.97
YOY	-8.1%	26.5%	11.9%	11.5%	12.0%
毛利率	34.6%	16.8%	38.0%	38.8%	39.3%
其他业务	5.55	7.02	9.15	11.88	15.16
YOY	59.5%	26.5%	30.4%	29.8%	27.6%
毛利率	90.3%	92.0%	92.4%	92.6%	93.1%
营业收入	801.9	931.1	1086.3	1315.2	1636.0
YOY	7.7%	16.1%	16.7%	21.1%	24.4%
毛利率	39.0%	35.9%	35.2%	37.9%	40.0%

数据来源: Wind、公司年报、开源证券研究所

4.2、盈利预测及估值

综上,我们预计 2021-2023 年公司营收为 10.86、13.15、16.36 亿元,归母净利润为 2.15、2.88、3.87 亿元, EPS 为 1.07、1.44、1.93 元/股,对应当前股价 PE 为 23.3、17.4、13.0 倍。A 股 3 家可比公司 PE 均值 2021-2023 年分别为 28.9、20.4、16.0 倍。我们认为随着涡轮增压器市场渗透率的不断提升,公司主业有望实现稳定增长,同时新能源汽车功能件将为公司带来增长空间,首次覆盖给予“买入”评级。

表13: 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		PE			EPS			PEG
			元)	/股)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	(2023)
300258.SZ	精锻科技	未评级	69.42	14.41	31.41	22.64	17.38	0.46	0.64	0.83	0.58
600933.SH	爱柯迪	未评级	134.41	15.59	29.45	20.65	17.08	0.53	0.75	0.91	0.82
603809.SH	豪能股份	未评级	68.42	22.59	25.83	17.84	13.43	0.87	1.27	1.68	0.41
	平均				28.90	20.38	15.97				
300580.SZ	贝斯特	买入	50.10	25.05	23.33	17.38	12.95	1.07	1.44	1.93	0.38

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2021/12/06, 精锻科技、爱柯迪、豪能股份盈利预测数据来自 Wind 一致预期)

5、风险提示

汽车行业景气度不及预期; 涡轮增压器渗透率不及预期; 新能源汽车功能件产能建设进展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	794	1527	2073	2250	2701
现金	23	65	380	460	573
应收票据及应收账款	408	449	551	660	846
其他应收款	4	1	5	3	7
预付账款	5	5	7	7	10
存货	191	156	253	223	348
其他流动资产	163	851	877	897	917
非流动资产	1060	1163	1245	1370	1551
长期投资	32	31	35	40	45
固定资产	688	769	829	934	1091
无形资产	116	116	127	130	137
其他非流动资产	224	248	254	265	278
资产总计	1854	2690	3318	3620	4252
流动负债	293	319	833	947	1291
短期借款	14	0	344	435	648
应付票据及应付账款	221	244	305	333	433
其他流动负债	58	74	184	178	210
非流动负债	41	544	492	434	381
长期借款	0	436	366	301	243
其他非流动负债	41	108	126	132	138
负债合计	334	863	1325	1381	1672
少数股东权益	0	5	5	5	6
股本	200	200	200	200	200
资本公积	680	681	681	681	681
留存收益	637	780	947	1170	1467
归属母公司股东权益	1520	1823	1987	2234	2574
负债和股东权益	1854	2690	3318	3620	4252

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	176	273	179	336	322
净利润	168	177	215	289	387
折旧摊销	91	100	93	113	141
财务费用	-2	9	8	9	6
投资损失	-8	-10	-12	-13	-13
营运资金变动	-77	8	-125	-61	-198
其他经营现金流	4	-11	-1	-1	-1
投资活动现金流	-165	-787	-190	-244	-328
资本支出	195	137	77	120	176
长期投资	30	-641	-4	2	-5
其他投资现金流	60	-1291	-117	-123	-157
筹资活动现金流	-18	543	-18	-103	-95
短期借款	14	-14	0	0	0
长期借款	0	436	-70	-65	-59
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-32	121	52	-38	-36
现金净增加额	-6	28	-29	-11	-101

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	802	931	1086	1315	1636
营业成本	489	596	703	817	981
营业税金及附加	9	10	12	15	18
营业费用	18	16	16	20	25
管理费用	70	69	77	92	115
研发费用	40	46	47	59	75
财务费用	-2	9	8	9	6
资产减值损失	-2	-1	1	-1	-0
其他收益	11	12	11	12	12
公允价值变动收益	1	1	0	1	1
投资净收益	8	10	12	13	13
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	192	203	246	330	443
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	192	202	246	330	443
所得税	24	25	31	41	56
净利润	168	177	215	289	387
少数股东损益	0	0	0	0	1
归母净利润	168	177	215	288	387
EBITDA	283	330	357	465	610
EPS(元)	0.84	0.88	1.07	1.44	1.93

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	7.7	16.1	16.7	21.1	24.4
营业利润(%)	5.2	5.7	21.4	34.1	34.2
归属于母公司净利润(%)	5.7	5.2	21.6	34.2	34.1
获利能力					
毛利率(%)	39.0	35.9	35.2	37.9	40.0
净利率(%)	20.9	19.0	19.8	21.9	23.6
ROE(%)	11.0	9.7	10.8	12.9	15.0
ROIC(%)	10.7	8.5	7.9	9.6	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	18.0	32.1	39.9	38.1	39.3
净负债比率(%)	2.1	26.2	27.5	22.6	21.9
流动比率	2.7	4.8	2.5	2.4	2.1
速动比率	1.9	3.9	2.0	2.0	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	2.3	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.88	1.07	1.44	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	1.37	0.90	1.68	1.61
每股净资产(最新摊薄)	7.60	8.31	9.14	10.37	12.07
估值比率					
P/E	29.9	28.4	23.3	17.4	13.0
P/B	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	17.4	14.4	13.5	10.2	7.8

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

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