

2022年05月04日

证券研究报告·公司研究报告

蓝黛科技 (002765) 汽车

买入 (维持)

当前价: 5.84 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

触控显示+动力传动双轮驱动，新品未来可期

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 触控显示+动力传动双主业发展，触控显示业务上一体化模组项目量产，向广达、仁宝、华勤、京东方、亚马逊等一线客户供货，车载显示上量，工控产品持续拓展，业务快速增长；2) 动力传动业务发力大客户，为吉利、丰田、小康等一线厂商供应零部件；基本完成经营困难客户的减值计提止损，新品类如平衡轴箱、新能源减速器、齿轴等逐步上量，拓展西门子、金康等大客户，未来发展可期；3) 基本面自20年起大幅改善，21年及22Q1业绩增长良好，预计未来三年利润复合增速为31%。
- **触控显示深耕优质客源前景向好，项目投产大幅拉动业绩。** 2019年收购台冠科技进军触控显示领域，2020年相关业务均翻倍增长，21年保持快速增长，贡献公司主要利润来源，形成动力传动+触控显示双主业协同发展模式。触控显示产品公司以平板电脑、笔电等消费电子终端为主，客户群体覆盖广达、仁宝、华勤、京东方等一线品牌企业。重庆基地项目产能量产并实现对亚马逊、京东方等客户的批量供货。此外，公司深耕汽车客户，车载显示业务已开始逐步上量；工控类产品着力发展大尺寸产品，提升产品市场空间，逐步完善触控模组、玻璃盖板和触控显示一体化模组的全产品线，受益于产能的逐步扩大、产品品类扩展和下游客户订单的增长，预计未来三年收入复合增速31%。
- **动力传动重梳战略，新能源浪潮下新产品迎来发展机遇。** 2019年公司重新梳理业务战略，逐步转向全国大客户战略，打造市场化产品能力。产品方面，已基本完成变速器及零部件等存量产品的减值计提。新能源汽车发展浪潮下，新品类如发动机平衡箱已处于规模上量初期，成为吉利、长城、上汽等整车厂平衡轴总成供应商；新能源汽车减速器、齿轴类核心零部件拓展顺利，客户覆盖日电产、吉利威睿、比亚迪等高端客户，与法雷奥西门子、金康新能源签订战略合作协议，部分新产品已进入样件21年试产阶段，若实现量产，未来突破可期。
- **定增发力新能源市场，股权激励彰显快速发展信心。** 公司22年初拟非公开发行股票募资不超过6亿元用于新能源汽车高精度传动齿轮及电机轴制造项目及车载、工控触控屏盖板玻璃扩产，若顺利投产将带来新的增长曲线。股权激励21年落地，业绩要求较高，将利于公司核心利益绑定，彰显公司未来发展信心。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.52元、0.65元、0.81元，对应PE为11倍、9倍和7倍。鉴于公司触控显示业务持续释放业绩，动力传动业务困境反转，新品迎来发展新机，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场拓展不及预期，产能扩产不及预期，商誉计提等风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3139.49	4000.31	4970.96	6067.10
增长率	30.30%	27.42%	24.26%	22.05%
归属母公司净利润(百万元)	210.05	300.18	378.98	473.23
增长率	3944.42%	42.91%	26.25%	24.87%
每股收益EPS(元)	0.36	0.52	0.65	0.81
净资产收益率ROE	11.57%	13.44%	14.90%	16.14%
PE	16	11	9	7
PB	1.67	1.48	1.30	1.13

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷

执业证号: S1250515090004

电话: 023-67610701

邮箱: wyting@swsc.com.cn

分析师: 杨浩

执业证号: S1250520070002

电话: 023-63726499

邮箱: yangh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.83
流通A股(亿股)	4.06
52周内股价区间(元)	5.32-10.57
总市值(亿元)	34.03
总资产(亿元)	43.73
每股净资产(元)	3.50

相关研究

1. 蓝黛科技 (002765): 双主业协同发展，业绩高速增长 (2022-03-24)
2. 蓝黛科技 (002765): 预计四季度同比扭亏，增长势头持续 (2022-01-25)
3. 蓝黛科技 (002765): 业绩符合预期，股权激励彰显发展信心 (2021-11-01)
4. 蓝黛科技 (002765): 电子业务高增长，汽车零部件触底回升 (2021-09-01)

目 录

1 触控显示和动力传动双主业协同发展	1
1.1 触控显示和动力传动业务双轮驱动	1
1.2 收购台冠布局触控业务，盈利持续改善	2
2 触控显示业务深耕优质客源前景向好，车载业务发力	5
2.1 收购台冠科技，进军触控显示领域	5
2.2 智能化浪潮推动触控产业前行，迎来发展新机	7
2.3 深耕优质客源，构建触显一体化格局	9
3 动力传动业务重梳战略，扩产及新品类带来新增机遇	14
3.1 公司传统业务以汽车零部件为主	14
3.2 变速器以大客户为重，稳住基本盘	16
3.3 发动机平衡箱成为新增长点	19
3.4 新能源零部件厚积薄发，未来可期	21
3.5 定增加码新能源汽车零部件和车载工控触控业务	22
4 股权激励彰显信心	23
5 盈利预测与估值	24
6 风险提示	25

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司 2021 年主营业务结构情况	2
图 3: 公司 2021 年主营业务毛利情况	2
图 4: 公司 2013 年以来营业收入及增速	3
图 5: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	3
图 6: 公司 2013 年以来利润率水平	4
图 7: 公司 2013 年以来费用率水平	4
图 8: 深圳台冠科技 2016 年以来营业收入及增速	7
图 9: 深圳台冠科技 2016 年以来扣非后净利润及增速	7
图 10: 全球触控模组销售收入趋势	7
图 11: 全球触控模组出货量及增速	7
图 12: 全球 PC 出货量	8
图 13: 全球平板电脑出货量	8
图 14: 全球汽车销量	8
图 15: 全球车载屏出货量	8
图 16: 台冠科技产品销售结构 (2021 年)	10
图 17: 台冠科技产品应用领域 (2021 年)	10
图 18: GF 结构	10
图 19: GG 结构和 OGS 结构	10
图 20: 玻璃盖板业务增长迅猛	11
图 21: 触控模组成本结构	11
图 22: 2021 年全球 PC 品牌市场份额	11
图 23: 2021 年全球平板电脑品牌市场份额	11
图 24: 公司与同业前五大客户销售占比 (2020 年)	12
图 25: 公司触控显示业务的主要下游客户	12
图 26: 公司研发投入情况	13
图 27: 公司与同业研发投入对比 (2020 年)	13
图 28: 珠三角制造业产业集群	13
图 29: 公司传统业务主要产品	14
图 30: 2009-2020 中国汽车内需	15
图 31: 公司传统汽车板块收入	15
图 32: 公司传统汽车业务毛利率	15
图 33: 重庆地区整车厂供应链	16
图 34: 四川地区整车厂供应链	16
图 35: 乘用车变速器分类	17
图 36: 中国变速箱型号占比 (2016 年)	17
图 37: 中国变速箱型号占比 (2020 年)	17
图 38: 2019-2020 中国汽车变速器	18
图 39: 发动机平衡轴结构	20

图 40：公司发动机平衡箱产品.....	20
图 41：中国乘用车发动机平衡箱供应主要厂家.....	20
图 42：新能源中间轴总成.....	22
图 43：公司发动机平衡箱产品.....	22
图 44：中国汽车产销数据.....	23
图 45：中国新能源汽车产销数据	23

表 目 录

表 1：2022Q1 公司前十大股东	2
表 2：公司产销数据.....	4
表 3：21 年底主要参控股子公司（单位：万元）	5
表 4：公司触控显示类产品展示	5
表 5：国内触控屏主要企业	9
表 6：重庆电子和汽车产业部分知名企业.....	13
表 7：国际自动变速器主要厂家	18
表 8：国内自动变速器主要厂家	18
表 9：战略合作协议&定点通知书	21
表 10：定增项目（单位：万元）	22
表 11：股权激励计划	24
表 12：分业务收入及毛利率	24
附表：财务预测与估值	26

1 触控显示和动力传动双主业协同发展

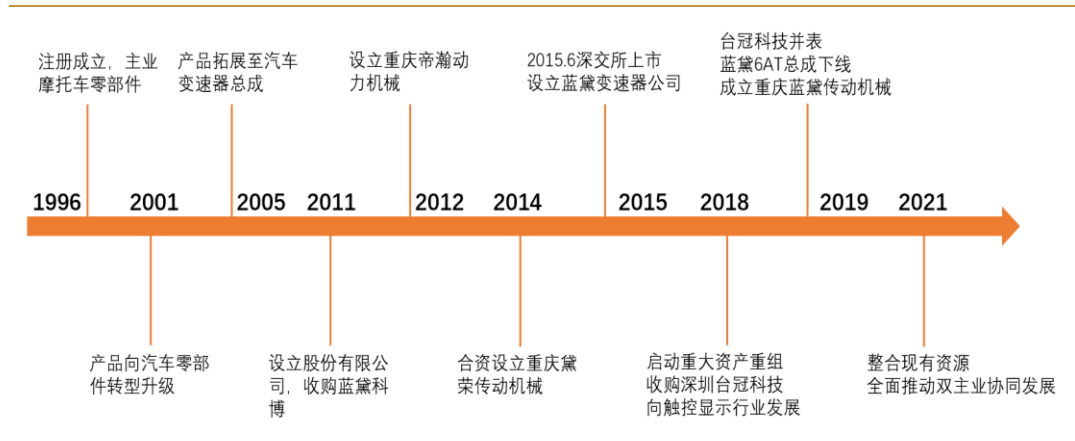
1.1 触控显示和动力传动业务双轮驱动

蓝黛科技成立于 1996 年 5 月。2015 年，公司在深圳中小板上市。2019 年，公司完成对台冠科技的收购，主营业务从动力传动单一业务转变成成为动力传动业务和触控显示业务双主业协同发展。

公司传统业务的动力传动业务主要包括动力传动总成、传动零部件及压铸产品，主要提供汽车手动变速器总成、自动变速器总成、汽车平衡箱、新能源减速器和汽车变速器/发动机齿轮及轴等零部件产品，主导产品涵盖乘用车、商用车、新能源汽车行业三大门类。公司是吉利汽车、奇瑞汽车、力帆股份、众泰汽车等企业动力传动部件供应商，部分产品出口到中东地区、印度，初步形成了内销外销同步发展的业务格局。在此基础上，公司向乘用车变速器总成领域延伸，在手动变速器总成已经在力帆股份、赛帕汽车、众泰汽车得到规模应用的基础上，进一步拓展自动变速器、混合动力变速器市场。

公司触控显示业务主要为触摸屏及触控显示一体化相关产品的研发、生产和销售，产品主要包括电容触摸屏、触控显示模组、盖板玻璃、触控感应器等，产品主要应用于平板电脑、笔记本电脑、工控终端、汽车电子、物联网智能设备等信息终端领域。台冠科技现已成为广达电脑、仁宝工业、京东方、华勤通讯、GIS 等企业的供应商，产品应用于国际知名品牌电子产品，如亚马逊、联想平板、宏基笔记本等。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构：目前公司第一大股东为朱堂福，持股比例为 28.54%，实际控制人朱堂福、及其一致行动人熊敏和朱俊翰合计持有公司 34.5% 的股权，其中总经理朱俊翰为创始人朱堂福、熊敏夫妇之子。

表 1：2022Q1 公司前十大股东

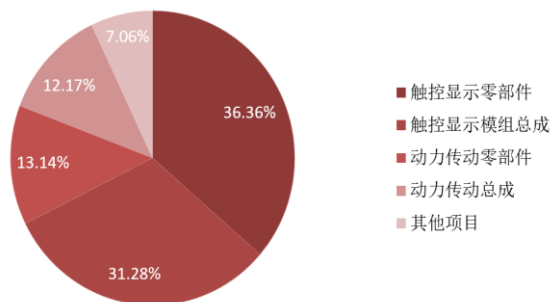
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	朱堂福	166,260,320	28.54
2	熊敏	29,265,600	5.02
3	杨军	29,130,800	5.00
4	北京中元帮管理咨询中心(有限合伙)	12,799,087	2.20
5	华安安华灵活配置混合型证券投资基金	8,771,500	1.51
6	侯立权	6,511,705	1.12
7	华安文体健康主题灵活配置混合型证券投资基金	6,134,100	1.05
8	朱俊翰	5,465,600	0.94
9	平阳县晟方股权投资有限公司	4,100,375	0.70
10	华安产业精选混合型证券投资基金	3,779,988	0.65
	合 计	272,219,075	46.73

数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 收购台冠布局触控业务，盈利持续改善

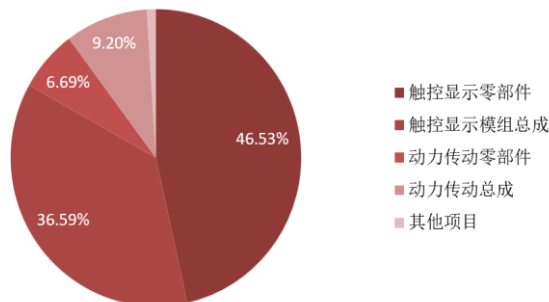
公司收入主要来自于触控显示业务，2021 年触控显示业务收入占比为 67.6%，其中触控显示零部件收入占比 36.4%，触控显示模组总成收入占比 31.3%，触控显示业务总共贡献了 83.1% 的毛利。动力传动零部件和动力传动总成业务收入占总收入的比例分别为 13.1% 和 12.2%，毛利贡献分别为 6.7% 和 9.2%。

图 2：公司 2021 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

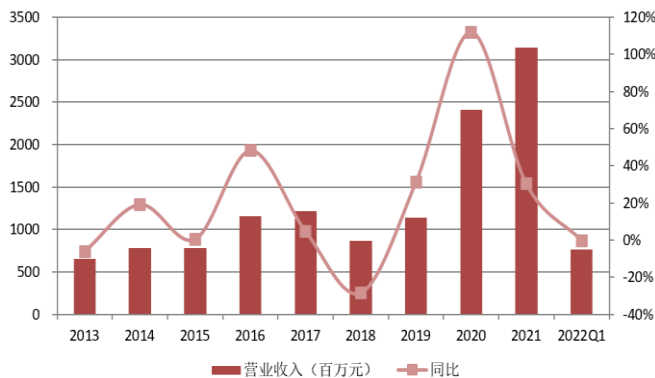
图 3：公司 2021 年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

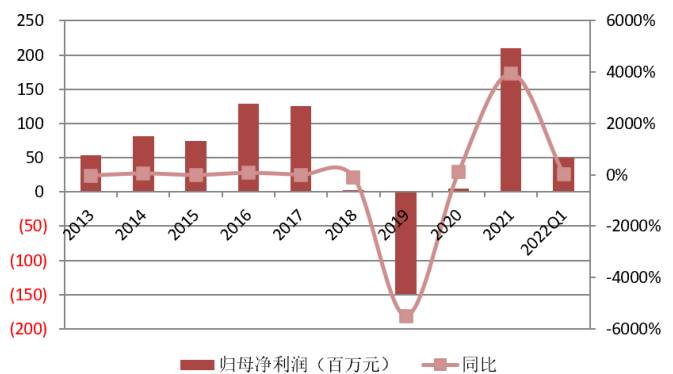
公司业绩状况：公司在 2019 年之前主营动力传动业务。由于国内汽车行业处于上行周期，相关订单持续向好，公司 2013-2017 年实现收入复合增速 16.7%，归母净利润复合增速达到 23.5%。2018 年国内车市景气度下滑，受下游销售需求低迷和汽车主机厂商价格战影响，降本压力传导至国内汽车零部件产业链，供应商的出货量和利润空间被挤压，公司 2018 年盈利能力大幅下滑。2019 年公司收购台冠科技落地，并于当年 6 月并表，实现触控显示业务与动力传动业务双主业发展。由于国内汽车市场持续下滑，原主要客户众泰汽车、力帆股份等经营困难，公司对其应收账款和存货等计提了坏账准备、存货跌价准备以及固定资产减值准备，导致动力传动业务自 IPO 以来首度亏损。此外，公司 2019 年整体毛利率仅为 8.8%，录得历史最低。

图 4：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2013 年以来归母净利润及增速



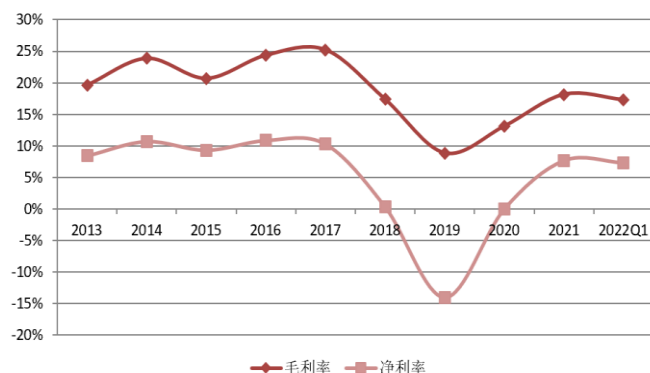
数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年，公司收购的深圳台冠科技经过一年多的整合后已开始步入正轨，同时重庆台冠产线投产并陆续进入量产阶段。疫情使全球线上办公、远程教育、居家运动人数大幅增加，导致对中大尺寸触控显示产品的需求增长迅速，公司订单量提升。2020 年下半年开始，国内车市迎来复苏，新能源汽车销售爆发，公司原主要客户力帆股份、众泰汽车、北汽等相关的资产减值准备已于 2020 年基本计提完毕，在上述多重利好推动下，公司 2020 年实现收入 24.1 亿元，同比增长 112%，利润实现扭亏为盈。

2021 年公司实现营业收入 31.4 亿元，同比增长 30.3%；归母净利润 2.1 亿元，同比增长 3944.4%；扣非后净利润 1.2 亿元，增幅 515.2%，盈利水平大幅增长，触控显示与动力传动业务均大幅增长，触控显示业务再创新高，盖板玻璃类产品供不应求，将继续扩展 3D 盖板及大尺寸盖板产品产能；重点发展的车载触摸屏系列产品，与多家国内知名车载屏供应企业合作，已实现量产销售；进一步推进大尺寸产品发展，扩张公司市场空间。动力传动业务实现营业收入 9.3 亿元，同比增长 60%，归母利润 2086 万元，实现扭亏。实现平衡轴总成产销大幅增长，重点布局的新能源减速器及新能源传动系统零部件已取得一定突破，客户已经覆盖日电产、吉利威睿、比亚迪等知名国际客户。公司毛利率水平及盈利能力也得到改善，2021 年公司综合毛利率 18.2%，较上年提升 5 个百分点，公司期间费用率为 10.1%，同比下降 2.6 个百分点，高附加值新品占比提升，加工成本降低等为公司经营效率显著提升奠定基础。

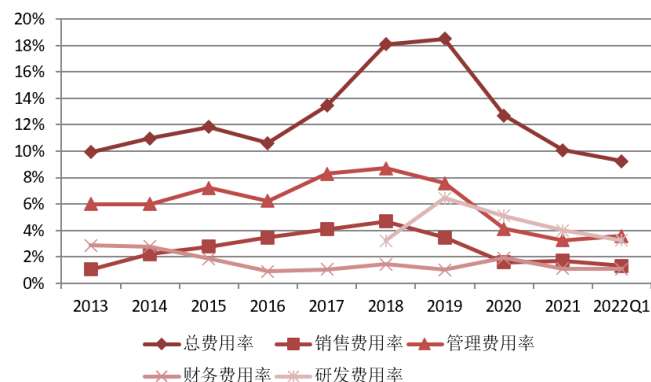
2022Q1 公司实现主营收入 7.7 亿元，同比下降 0.2%；归母净利润 5033 万元，同比上升 25.4%；扣非净利润 4615 万元，同比上升 54.9%；负债率 51.6%，投资收益 54 万元，财务费用 833 万元，毛利率 17.3%，同比上升 1.3%，净利润率 7.3%，同比上升 1.6%，费用率 9.2%，同比下降 0.7%。公司一季度收入持平，利润增长良好主要系产品结构调整，总成平衡箱、汽车零部件、盖板等高毛利产品放量拉动盈利水平以及费用管控良好等综合原因所致。

图 6：公司 2013 年以来利润率水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2013 年以来费用率水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产销数据：公司产销数据来看，21 年动力传动业务客户结构调整和产业结构调整成效显著，产品规模扩大+新品实现量产，使得动力传动总成（+152.4%）、动力传动零部件（+90%）产销量均实现较大幅度增长。触控显示业务方面，受消费电子、汽车电子需求增长等因素影响，市场需求旺盛，子公司重庆台冠增加产线后产能效果达到预期，规模化效应逐步凸显，实现触控显示模组总成和触控显示零部件产销量较大幅度增长。

表 2：公司产销数据

行业分类	项目	单位	2021 年	2020 年	同比增减
动力传动总成	销售量	台	649,719	257,452	152.37%
	生产量	台	667,709	264,727	152.23%
	库存量	台	48,634	30,644	58.71%
动力传动零部件	销售量	件	14,944,888	7,868,621	89.93%
	生产量	件	14,648,826	8,472,187	72.90%
	库存量	件	3,465,022	3,761,084	-7.87%
触控显示模组总成	销售量	件	4,233,150	2,540,894	66.60%
	生产量	件	4,277,949	2,983,939	43.37%
	库存量	件	492,021	447,222	10.02%
触控显示零部件	销售量	件	33,774,913	23,936,118	41.10%
	生产量	件	34,867,199	25,566,033	36.38%
	库存量	件	3,321,991	2,229,705	48.99%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司传统动力传动业务主要为上市公司及蓝黛传动机械、帝瀚动力、蓝黛自动化、蓝黛变速器等承做，触控显示业务主要由台冠科技、重庆台冠、香港台冠、惠州坚柔科技为主体运营。

表 3：21 年底主要参控股子公司（单位：万元）

序号	被参控股公司	参控股关系	持股比例(%)	营业收入	净利润	总资产
1	重庆蓝黛变速器有限公司	控股子公司	64.14	50,580.36	1,876.40	111,107.86
2	重庆蓝黛传动机械有限公司	全资子公司	100.00	54,694.19	750.61	62,241.69
3	重庆帝瀚动力机械有限公司	全资子公司	100.00	18,339.43	-2,590.79	27,686.16
4	重庆台冠科技有限公司	控股子公司	51.00	80,641.84	6,342.02	58,807.78
5	重庆蓝黛自动化科技有限公司	全资子公司	100.00	1,512.92	525.41	2,262.30
6	深圳市台冠科技有限公司	全资子公司	100.00	157,364.04	16,505.26	124,231.99
7	重庆北齿蓝黛汽车变速器有限公司	控股子公司	61.00			
8	惠州市坚柔科技有限公司	间接全资子公司				
9	重庆黛荣传动机械有限公司	联营企业				
10	台冠科技(香港)贸易有限公司	间接全资子公司				

数据来源: wind, 西南证券整理

2 触控显示业务深耕优质客源前景向好，车载业务发力

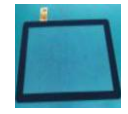
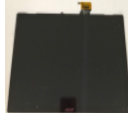
2.1 收购台冠科技，进军触控显示领域

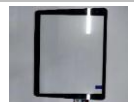
公司于 2019 年收购深圳台冠科技 89.7% 的股份, 加上本次交易前公司持有的 10% 股份, 公司合计持有台冠科技 99.7% 的股份, 成为台冠科技的控股方。本次收购价格总计约 7.2 亿元, 其中约 4.3 亿元对价由公司发行股份方式支付, 股票非公开发行价格为 7.20 元/股。台冠科技于 2019 年 6 月并表。2021 年公司通过收购少数股东持有台冠科技剩余股权而直接持有台冠科技 100% 股权。

台冠科技主要从事触控模组及触控显示一体化产品的研发、生产和销售, 产品主要应用于平板电脑、笔记本电脑、工控终端、汽车电子、物联网智能设备等领域。2021 年台冠科技、重庆台冠按照产品应用分为四大业务板块: 盖板玻璃、车载、工控和消费类产品。2021 年触控显示业务发展再创新高, 全年实现营业收入 22.1 亿元, 较上年增长 20.9%。

未来公司触控业务领域继续依托公司在各个领域的业务资源, 通过进一步整合, 提升公司综合能力, 为公司未来的发展奠定坚实的基础。

表 4：公司触控显示类产品展示

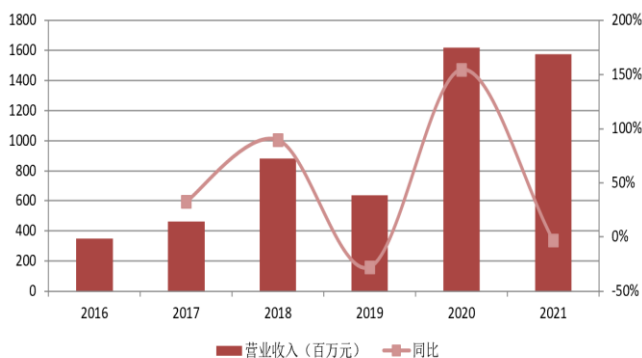
产品类别	特征描述	应用终端	产品展示
消费类电容屏及触显模组	GFF 结构, 与液晶显示模组全贴合; 超薄、透过率超过 90%	平板电脑	
	GG 结构, 透过率超 90%, 耐候性强	平板电脑, POS 机, 游戏机, 冰箱等智能家电	
	OGS 结构, 透过率超 90%, 超薄、屏与液晶显示模组全贴合	PC	

产品类别	特征描述	应用终端	产品展示
工控类电容屏及触显模组	大尺寸产品, GG 结构 (小部分 GFF), 透过率超 90%。尺寸分布从 21.5"~86"不等, 贴合工艺根据不同结构需求可选用OCA/SCA/OCR 等, 盖板根据产品定位可选用 AF 表面处理或 AR+AF 表面处理	教育平板, 跑步机等运动器材	
	GG 结构, 透过率超 90%, 显示触摸面积大, 坚固、耐候性好	餐馆点餐机, 自动售卖机, 影院点播机等	
	GG 结构, 与液晶显示模组全贴合, 透过率超 90%、显示触摸区域大, 坚固、耐候性好	教学平板	
	GFF 结构, 与液晶显示模组全贴合。透过率超 90%, 轻薄	对讲机	
车载类电容屏及触显模组	GG 结构, 透过率超过 90%, 耐候性强, 适用环境-40°C-95°C	汽车中控台	
玻璃盖板	康宁原材玻璃从 3 代~5 代, 全面强化处理, 表面丝印光学 IR 油墨, 玻璃透过率可以大于>92%。表面进行防指纹。抗菌 AM、增透 AR 技术处理, 抗炫 AG 处理。	高端平板、笔电、车载等终端	
	旭硝子/熊猫/彩虹等原材盖板, 全面强化处理, 表面丝印光学 IR 油墨, 玻璃透过率可大于>90%。表面进行防指纹技术处理, 增透 AR 处理, 抗炫 AG 处理。	笔记本电脑	
Sensor	Glass sensor, 0-32 寸, 透过率超过 90%	车载, 工控, 跑步机等	
	双 Film 结构, 透过率超过 90%, 触控效果良好	平板电脑	
电容笔	2 个开关, 1.2mm 笔尖, 真实手写体验, 精度<0.5mm	二合一电脑	

数据来源: 台冠科技, 西南证券整理

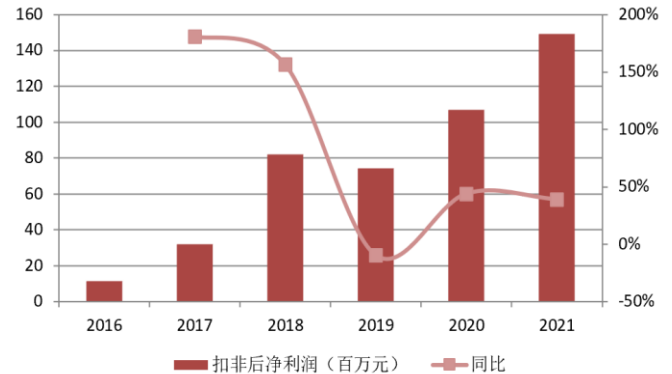
根据收购预案, 台冠科技承诺 2018-2021 年实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 7000 万元、8000 万元、9000 万元和 1 亿元。由于处于收购后的整合期, 台冠科技 2018-2021 年分别实现扣非后净利润 8187 万元、7420 万元、1.1 亿元和 1.49 亿元, 综合 2018-2021 年累计扣非后净利润为 4.1 亿元, 累计承诺完成率为 121.19%, 台冠科技 2018-2021 年实现的经营业绩已完成了业绩承诺。

图 8：深圳台冠科技 2016 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：深圳台冠科技 2016 年以来扣非后净利润及增速



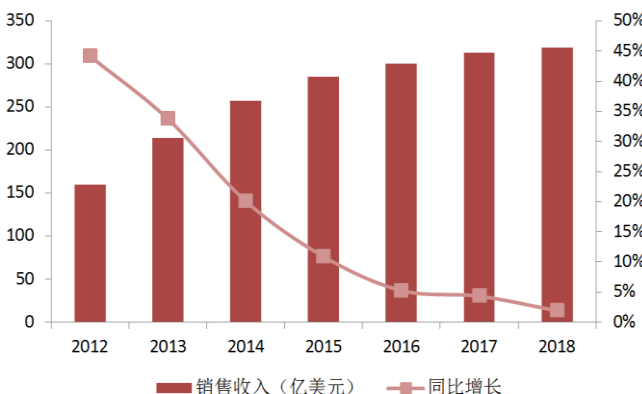
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 智能化浪潮推动触控产业前行，迎来发展新机

2.2.1 智能化浪潮推动触控产业前行

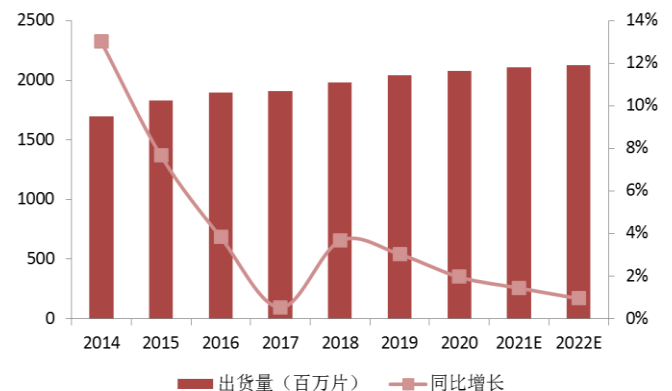
伴随着智能手机、平板电脑、智能手表、车载触控的迅猛发展，以及触控笔记本电脑发展的逐渐突破，全球触控模组市场规模不断增长。根据 Displaysearch 统计，全球触控模组销售收入从 2012 年 160 亿美元增长到 2018 年的 319 亿美元，年复合增速达到 9%。根据 IHS Market 统计，2019 年全球触控显示屏出货量突破 10 亿片，市场规模达到 350 亿美元。预计未来两年，每年全球触控模组产品出货量将稳定在 21 亿片左右。

图 10：全球触控模组销售收入趋势



数据来源：Displaysearch，西南证券整理

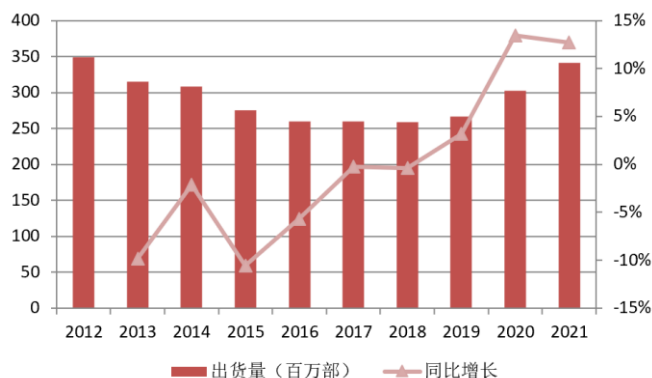
图 11：全球触控模组出货量及增速



数据来源：IHS Market，西南证券整理

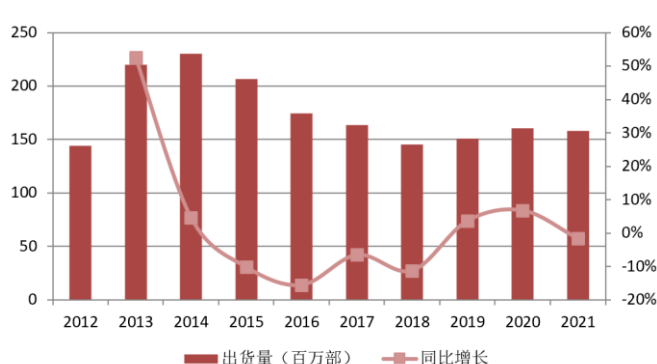
以智能手机、平板电脑、笔电等为代表的消费电子、车载显示、工控屏等是触控屏的主要下游应用市场。疫情以来，远程办公、居家娱乐的需求激增，成为了推动 2020 年以来平板电脑、笔电等 PC 市场增长的催化剂，2020 年全球 PC 出货量达到 3 亿部，同比增长 13.5%，其中平板电脑出货量达到了 1.6 亿部，同比增长 6.8%，一改多年以来的出货颓势。2021 年全球 PC 出货量达到 3.4 亿部，同比增长 12.7%，其中平板电脑出货量为 1.6 亿部，同比减少 1.6%，PC 市场继续强势，平板电脑市场有所回落。展望未来，Canalys 认为目前行业前景比历史水平更为强劲，市场会持续增长。

图 12：全球 PC 出货量



数据来源：Canalys，西南证券整理

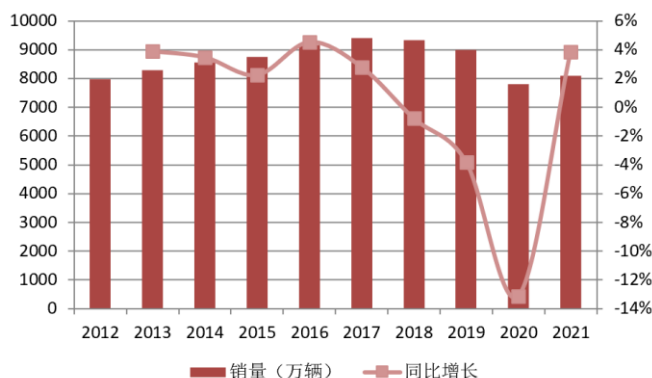
图 13：全球平板电脑出货量



数据来源：Canalys，西南证券整理

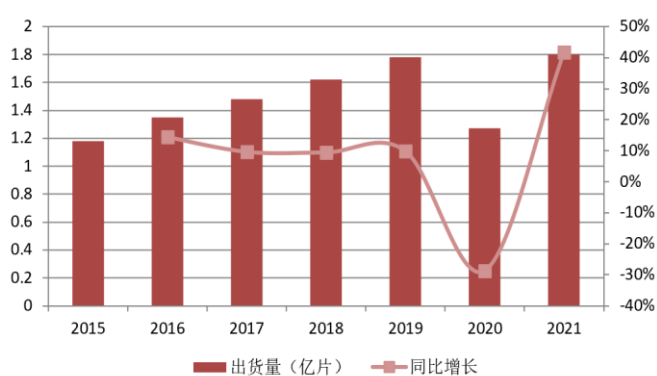
车载显示最早应用于仪表盘显示系统，随着导航可视化、车载智能交互和娱乐等人车交互的升级，中央控制显示系统市场逐渐成为重要的市场增长引擎。近年来，在汽车电动化、电子化、智能化的浪潮下，车载屏迎来量价齐升：价格方面，车载中控屏由传统的 7-8 寸升级到 10 寸以上，材料从 a-Si 升级到主流的 TFT-LCD，推动车载屏的单价提升；数量方面，随着抬头显示、后排车载娱乐显示系统等新的人车交互和消费升级的客观需要，车载显示的应用落地日渐增多，从传统的单屏增加到现在主流的双屏（中控屏+仪表屏）甚至多屏。2021 年全球车载显示屏出货量达 1.8 亿片，同比增长 41.73%，预计随着全球汽车市场销量增长，车载显示屏出货量将持续增长。

图 14：全球汽车销量



数据来源：乘联会，西南证券整理

图 15：全球车载屏出货量



数据来源：IHSMarkit，西南证券整理

2.2.2 触控产业竞争激烈，产业转移下大陆企业成长加快

触控产业经过多年发展，现已进入稳定成熟期。伴随着生产加工环节向中国大陆转移的趋势，触控屏的厂家主要集中在中国大陆、中国台湾地区和日韩。日韩企业技术领先，掌握高端技术产品 (In-cell/On-cell)；中国台湾企业拥有规模优势和代工业的客户积累，主攻中高端市场；中国大陆企业技术和规模成长加快，依托全球最成熟的手机供应链和相对低廉的成本，正在从中低端向高端市场渗透。而生产触控屏所需的上游原材料如玻璃基板、ITO 导电膜、光学胶等则主要分布在美国、日本等国家。

经过多年发展,中国大陆已具有多家生产触控屏的规模企业和上市公司,市场竞争激烈。未来触控屏行业内厂商有望进一步分化,向小型专业化和大型全面化两个方向发展,前者将继续巩固自己的专业产品市场,后者将继续扩大市场份额,完善产品线,为市场提供更全面的产品和服务。

表 5: 国内触控屏主要企业

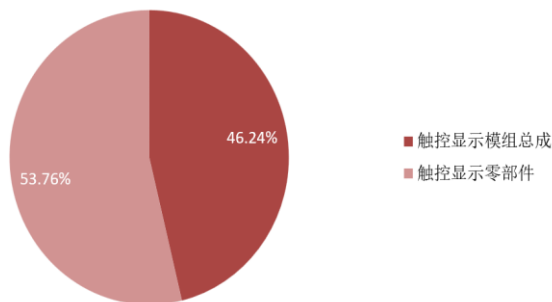
公司	主营业务	产品结构	核心技术或优势	主要应用领域
TPK	触显模组解决方案+精密光电模组贴合服务,触显模组收入占比 92%	7 寸以下到 16 寸以上,智能手机、笔电为主	透明玻璃投射电容技术,纳米银线触控技术	智能手机, PC 等
恒灏	仁宝集团子公司,从事触控显示器、触控屏、新型电压敏等敏感元器件	新型触控显示器模组,新型触控屏,新型电压敏等敏感元器件,以及专用模治具材料	电容投射式触控面板技术,依托仁宝客户资源	PC
欧菲光	触控显示类业务,光学产品类业务,生物识别类业务,汽车智能中控业务,ADAS 业务和车身电子业务	摄像模组,摄像镜头,触控模组,触控显示全贴合模组,指纹识别模组,智能汽车电子产品等	产业布局广泛,收入体量较大,拥有消费电子核心客户资源	智能手机、平板电脑、智能汽车、可穿戴电子产品
合力泰	消费电子触控屏为主	触控模组,液晶显示模组,电子纸模组,摄像头模组,指纹识别模组,无线充电模组核心零部件	产业布局较广	消费电子,汽车电子,通讯设备等
莱宝高科	中大尺寸一体化触控屏全贴合产品	电容式触控屏,以中大尺寸为主 ITO 导电玻璃、彩色滤光片等	中大尺寸 OGS/OGM 触控屏技术领先	PC, 汽车等
星星科技	玻璃防护屏、触控显示模组及精密结构件制造	电阻式/声波式/电容式触控屏,视窗防护屏	电阻屏、声波屏领先	消费电子, PC, 汽车等
信利光电	国内集成触控模组、电容式触控屏、指纹模组主要供应商之一	智能手机触控屏,指纹模组,汽车电子显示	电容式触控屏,集成触控技术	智能手机、平板电脑等
长信科技	主要从事 ITO 导电玻璃、触控显示一体化业务和 TFT 面板减薄业务	ITO 导电玻璃、触控显示一体化产品、TFT 面板减薄产品	ITO 导电玻璃,部分优质客户资源	智能手机、汽车等
蓝黛科技	主要从事电子显示和汽车传动业务,电子板块主要包括触控显示模组、触控模组、玻璃盖板、显示模组等业务	触控显示模组,触控模组,玻璃盖板,显示模组	触控模组及触控显示一体化布局	平板、笔电、车载、工控等

数据来源: wind, 西南证券整理

2.3 深耕优质客源, 构建触显一体化格局

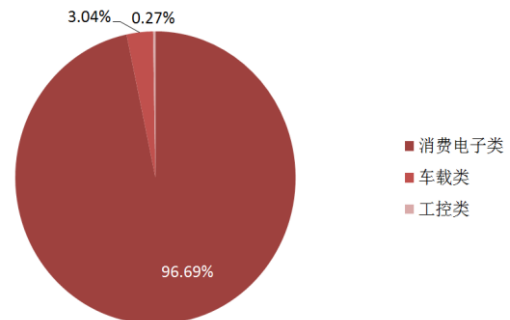
公司主营业务收入主要来源于触控显示模组。下游应用领域方面,公司产品出货以平板电脑、PC 等消费电子终端为主,车载类、工控类、大尺寸产品上量较为迅速,可广泛应用于通讯、家用电器、工业控制、仪器仪表、车载显示、手机、GPS 导航、及其他信息终端领域,触控显示以台冠科技为主体经营,现有子公司惠州坚柔科技有限公司,及重庆、苏州等办事处及驻台湾办公室。目前拥有亚马逊、谷歌、宏基、联想、广达等知名客户资源。

图 16：台冠科技产品销售结构（2021 年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

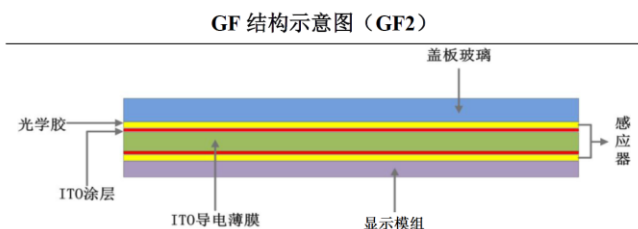
图 17：台冠科技产品应用领域（2021 年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

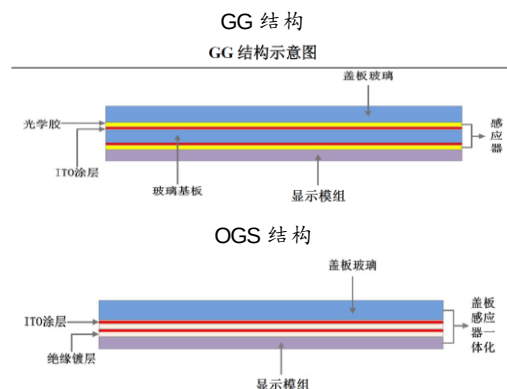
公司目前的主力产品为 GFF，此外少量生产 GG 和 OGS 产品。GFF 属于 GF 技术的分支，GF 结构采用薄膜作为导电载体，其厚度低于玻璃，因此 GF 结构的电容屏可以实现轻薄化。此外，由于薄膜的柔性特征，GF 的感应器制程和导电薄膜贴合可采用全自动化的卷绕生产线，产品尺寸不受黄光制程的约束，因此量产性较优。GG 结构厚度相对较厚，但成本比 GFF 低，在耐温、耐 UV 等性能指标上高于 GFF 结构，大部分车载显示选用的是 GG 结构。

图 18：GF 结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

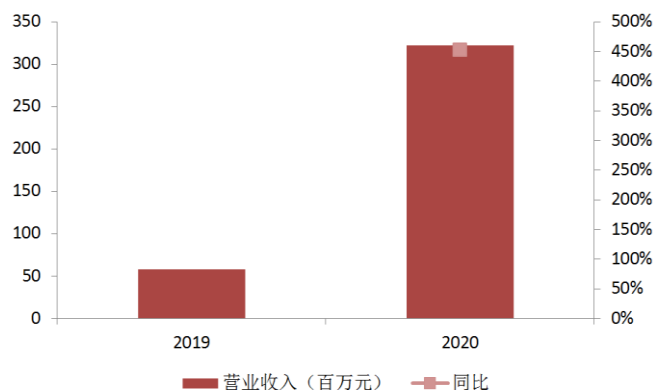
图 19：GG 结构和 OGS 结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

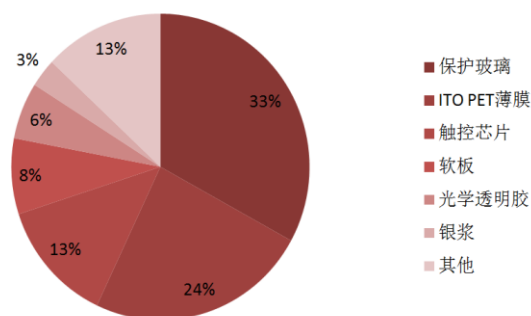
公司 2016 年下半年开始上线玻璃盖板生产线，2019 年公司投资建设的 CNC 玻璃盖板自动印刷生产线项目实现量产。随着产能大幅提升，公司的玻璃盖板在满足自身大部分的触控屏生产需求之外，也加速承接外部批量订单。公司玻璃盖板业务 2020 年实现收入 3.2 亿元，同比增长 4.5 倍，已成为公司第二大业务。从触控模组的成本结构来看，玻璃盖板成本占比较高。自产玻璃盖板在一定程度上能降低公司的触控模组成本，同时也为公司带来了新的业绩增长点。

图 20：玻璃盖板业务增长迅猛



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：触控模组成本结构



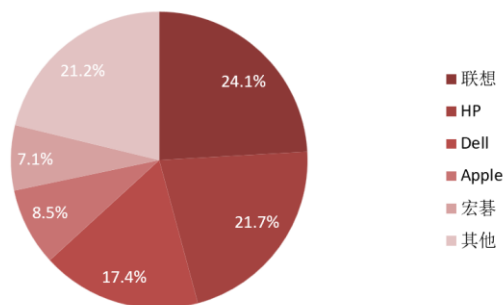
数据来源：搜狐，西南证券整理

2018年，公司着手建设了子公司重庆台冠“触控显示一体化模组生产基地项目”。项目总投资金额为21亿元，其中固定资产投资9.9亿元，股权投资7.1亿元（收购深圳台冠科技），流动资金投资4亿元。项目分两期实施，一期投资总额11亿元，二期投资总额10亿元。项目将建设15条显示模组生产线和5条触控显示一体化模组生产线，月产能达到3KK（以10寸规格计算）。

公司积极推进“触控显示一体化模组生产基地项目”一期建设，以加快推动触控显示业务在细分领域的发展，产品定位于满足中高端客户需求的能力。2020年，公司完成了人员编制、资源整合、项目导入、客户认证、质量体系审核等工作，并正式量产终端客户亚马逊平板电脑等触控显示模组产品、导入京东方笔记本电脑显示模组ODM/OEM项目、新增老化OEM项目、新增华阳集团等车载模组产品、顺利通过了华硕客户正式审核等。

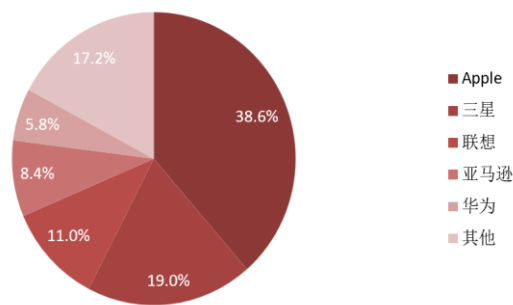
客户方面，公司一直将全球领先的电子产品ODM/OEM厂商作为重点开拓服务的对象，目前客户群体覆盖了京东方、富士康、广达电脑、仁宝工业、华勤通讯、康宁、华阳等一批行业内知名企业，最终应用于国际知名品牌电子产品，如联想、亚马逊、宏基等厂商。

图 22：2021 年全球 PC 品牌市场份额



数据来源：Canalys，西南证券整理

图 23：2021 年全球平板电脑品牌市场份额

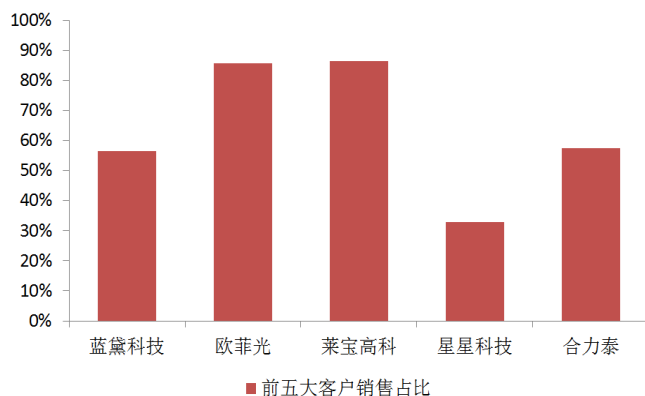


数据来源：Canalys，西南证券整理

2020 年公司前五大客户销售占比达到 56.6%，客户集中度较高。由于同业上市公司的产品具有一定的定制化特征，下游客户多为国际大型电子产品 OEM/ODM 企业，这些企业为品牌厂商进行代加工，在资产规模、研发能力、技术水平、交付能力、售后服务等方面有一定的门槛。因此，同行业上市公司的客户集中度亦呈现较高的水平。

公司的客户结构优质，均为国际大型电子产品代工厂，订单量较大。电子制造行业对供应商的考量主要在于其技术水平、交付能力和售后服务。作为行业追赶者，公司专注于深耕行业大客户，通过良好的研发工艺能力、及时的交付能力和优质的服务能力，已与这些企业签订了长期合作协议；通过大型客户的订单不断提升其技术研发和供应交付的专业化能力、打造行业知名度，然后以点带面，逐步向更广泛的客户群体和产品品类拓展，有望带来更强的业绩弹性。

图 24：公司与同业前五大客户销售占比（2020 年）



数据来源：wind，西南证券整理

图 25：公司触控显示业务的主要下游客户

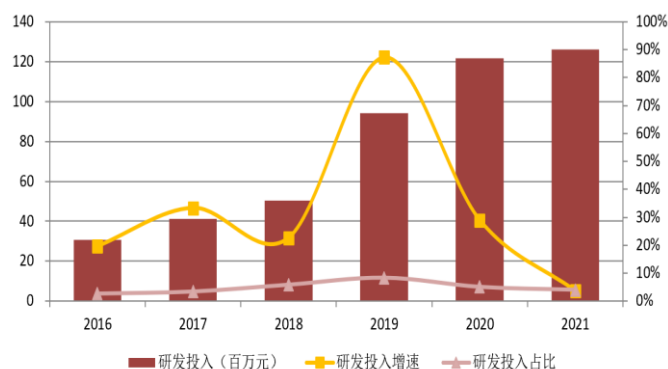


数据来源：公司公告，西南证券整理

研发方面，公司持续加大对触控显示、玻璃盖板、车载显示等产品技术的研发投入，打造完整的触控显示一体化全产业链布局。触控模组产品方面，公司加强与客户的合作开发，与国内外重点客户如亚马逊、谷歌等战略合作和资源整合，多款新项目产品已逐步实现量产；玻璃盖板产品方面，公司配合联想、康宁、京东方等客户需求，成功开发了数十款应用于平板电脑的玻璃防护盖板，针对车载、高清摄像等高端应用，投入 AR 玻璃镀膜开发以适应客户功能需求，有望提高产品价值量；车载显示方面，公司研发了 IML 触控产品、按键产品、触控一体化模组等产品，取得国内多家知名车厂认证；在大尺寸 OCA/OCR 的全贴合、曲面触控模组等技术方面，公司持续加大对先进工艺技术的研发投入。

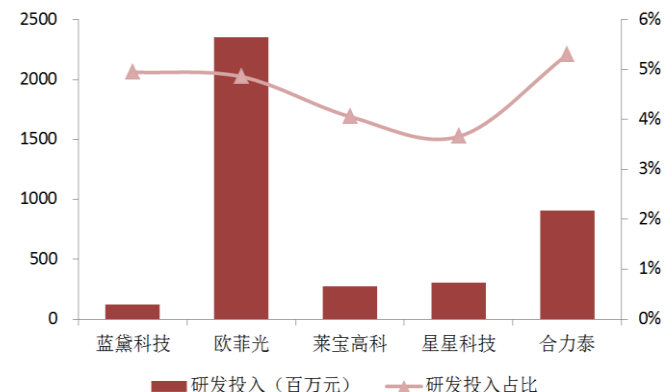
公司研发支出保持了较高速的增长态势，研发支出占收入比重逐年上升，收购台冠科技后，2020 年公司研发投入 1.2 亿元，占比 5.1%，同比增加 30.1%，2021 年研发投入 1.26 亿元，占比 4%，同比增长 2.7%。与同业对比，公司在研发支出占比方面处于上游水平，为公司在与一线企业的激烈竞争中提供了有力的后劲支撑。截止 21 年底，公司触控显示业务累计取得触控显示类有效授权专利 53 项（含发明专利 2 项、实用新型专利 7 项）、软件著作权 12 项。动力传动类业务方面有效授权专利 143 项（含发明专利 32 项），软件著作权 3 项，积累了良好技术优势。

图 26：公司研发投入情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 27：公司与同业研发投入对比（2020 年）



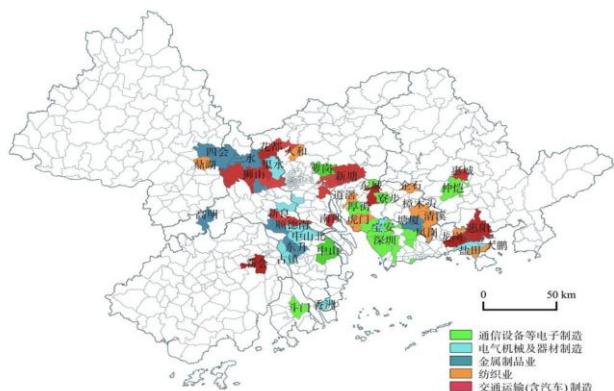
数据来源：wind，西南证券整理

公司在触控显示业务未来增长的驱动力主要在以下方面：

台冠科技由深圳搬迁至惠州数码工业园后，产能的逐步扩大及下游客户订单增长有望拉动业绩。台冠科技可利用惠州数码工业园生产基地的生产能力，充分发挥规模优势；利用珠江三角洲地理区域优势和产业集群效应，优化协作配套，持续研究并改进生产工艺，稳定产品良率，并精细化成本控制；台冠科技将在工控大屏幕、车载触控模组、玻璃盖板加工市场上扩展新的客户，积极拓展下游新的市场领域。

通过重庆台冠“触控显示一体化模组生产基地项目”的建设和投产，公司将切入中大尺寸显示模组领域，同时以显示模组为依托，利用公司深耕多年的汽车客户资源，紧抓汽车行业智能化机遇，通过与国内知名车载屏供应企业深度合作，开发高附加值的大屏/双连屏等车载触控产品，提升车载触控业务。公司将充分利用重庆地区的电子和汽车产业集群效应，优化协作配套，强化成本控制，拓展客户资源，实现显示模组及触控显示一体化模组的全产品生产模式和下游多元化市场的开拓。公司和深圳台冠科技、重庆台冠在市场渠道、研发合作、技术支持等方面形成协同效应，从而扩大业务范围，形成动力传动业务和触控显示业务双轮驱动发展，公司的综合竞争能力、持续盈利能力和发展潜力得到增强，有望成为行业黑马。

图 28：珠三角制造业产业集群



数据来源：百度，西南证券整理

表 6：重庆电子和汽车产业部分知名企业

产业领域	部分知名企业
电子	富士康，广达，仁宝，英业达，达方电子京东方，惠科，OPPO，康佳，莱宝，紫光，华润微，海力士，方正等
汽车	长安，力帆，小康，通用五菱，北京现代，上汽依维柯，北汽银翔，联合电子，中国汽车工程研究院等

数据来源：搜狐，西南证券整理

3 动力传动业务重梳战略，扩产及新品类带来新增机遇

3.1 公司传统业务以汽车零部件为主

2018 年以前，公司传统业务以汽车零部件业务为主，目前主要涉及三大类：动力传动总成、传动零部件以及汽配压铸件，其中动力传动总成包括：自动变速器、手动变速器、新能源变速器及总成、发动机平衡箱/平衡轴；传动零部件包括：AT CVT 同步器、齿轮、轴、电机轴等；汽配压铸件主要为：缸体缸盖、飞轮壳、冷却器盖等。

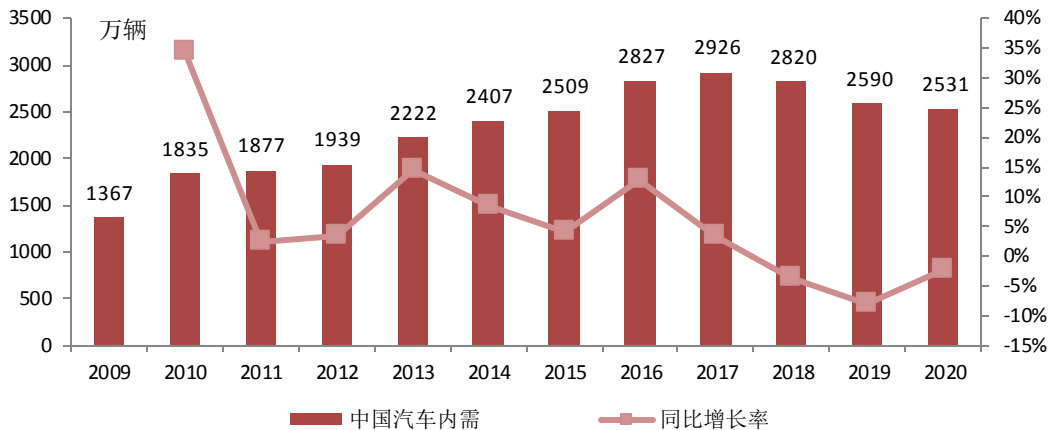
图 29：公司传统业务主要产品

产品	细分产品	产品类别	图例
动力传动总成	手动变速器总成	5MT、6MT	
	自动变速器总成	6AT	
	新能源变速器总成	减速器、电机+减速器总成、48V 动力总成	
	发动机平衡箱/平衡轴	平衡箱/平衡轴	
传动零部件	自动变速器、手动变速器、发动机零部件	变速箱齿轮、同步器、发动机齿轮、轴、电机轴	
汽配压铸产品	缸体缸盖	下壳体、缸体、飞轮壳、冷却器盖	

数据来源：Wind，西南证券整理

2018 年开始，中国汽车行业进入周期性调整期，主机厂竞争加剧，行业进入了量价齐跌的低迷时期，2018-2020 年行业总销量连续三年下滑。其中，二三线品牌调整尤为剧烈，如力帆汽车、众泰汽车、北汽银翔、东风小康等企业均遭遇经营困境。

图 30：2009-2020 中国汽车内需

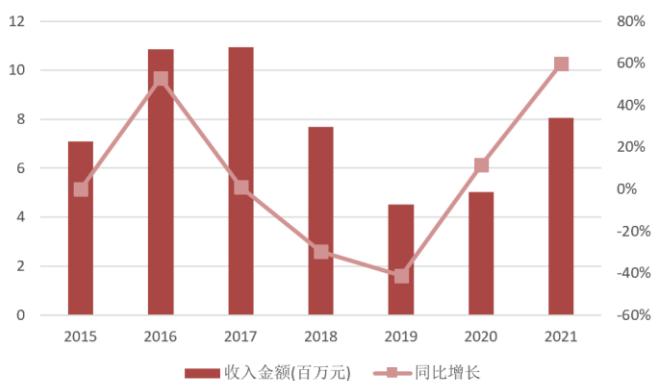


数据来源：乘联会，西南证券整理

此前公司国内客户包括：吉利汽车、奇瑞汽车、力帆汽车、众泰汽车、华泰汽车、北汽、川汽等，国外客户包括伊朗赛帕汽车、印度马恒达汽车等。由于公司客户主要以二三线主机厂为主，在汽车产业调整中，公司客户经营陷入困境，销量下滑较大，导致公司 17 年来的订单下滑较为严重，且公司产品主要以手动变速器及齿轴为主，产能难以即时调整，导致相关产品毛利率下滑严重。2016-2019 公司自动变速器整机仍处于投入期，无法贡献利润。2020 年随着年初疫情造成的影响逐渐缓解，汽车行业整体处于复苏状态，公司紧跟“中国制造 2025”步伐，将汽车零部件业务门类从乘用车扩大到乘用车、商用车、新能源汽车三大品类及工程机械类，汽车板块业务本年实现 5 亿元，同比增长 11.6%。

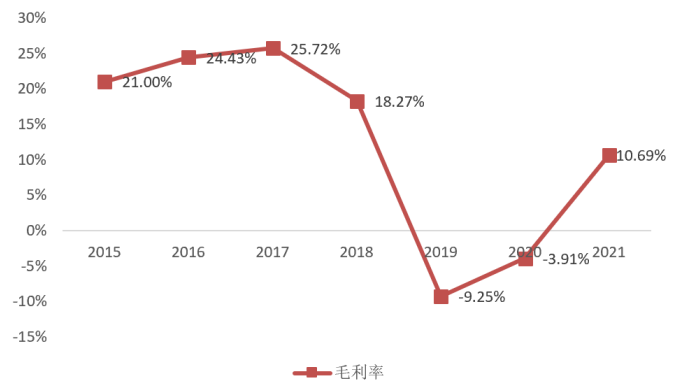
2021 年，汽车行业总体复苏，新能源汽车表现强势，随着公司客户结构调整和产品结构转型升级落地、高附加值新品占比提升，汽车板块业务经营业绩同比增幅明显，汽车板块业务全年实现营业收入 8 亿元，同比增长 59.8%，毛利率自 2019 年以来首次为正达到 10.7%，实现扭亏为盈，后续随着扩产规模扩大及新品类的落地，盈利水平恢复值得期待。

图 31：公司传统汽车板块收入



数据来源：Wind，西南证券整理

图 32：公司传统汽车业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

客户战略方面，2019 年之前公司主要以“就近原则”去攻克本地化的业务订单，但受限于客户资源，并没有形成良好的产品驱动的成长模式，因此公司产品矩阵仍然停留在变速器及其零部件为传统的传统领域；2020 年，“四三客户”战略落地，在原有基础上进一步引入了上汽集团、一汽集团、中国重汽等国内中高端客户；2021 年已基本实现国内一流自主品牌例如一汽、长城、吉利、广汽等品牌的全覆盖，重构营销体系，客户由服务国内自主品牌为主，逐渐转型为与国内一线自主品牌、独资、合资等代表产品发展方向性和引领性的客户合作。

图 33：重庆地区整车厂供应链



数据来源：搜狐汽车，西南证券整理

图 34：四川地区整车厂供应链



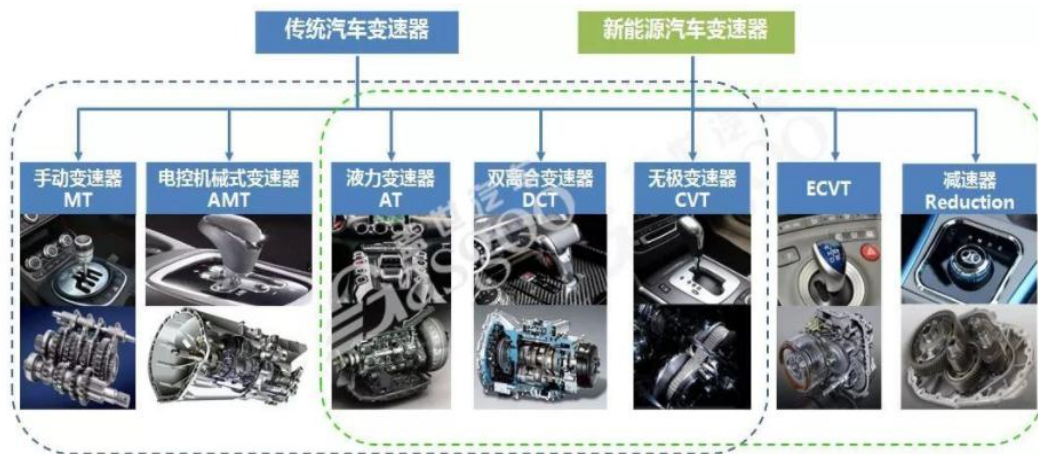
数据来源：搜狐汽车，西南证券整理

2019 年，管理层决定由汤海川（副总经理）全权接手公司传统汽车板块业务。公司重新梳理的传统汽车的战略方向，战略逐渐从过去的覆盖西部二三线客户基本需求转向了全国大客户战略，并确定了以研发导向，积极进行同步开发的策略，着重打造公司市场化的产品能力。目前，在变速器及零部件等存量产品上，公司已基本完成了减值计提的止损动作，新品类如发动机平衡轴处于规模上量的初期。公司明确了“四三客户”战略，作为公司市场拓展的方向。公司目前已服务的主机厂包括吉利汽车、长城汽车、丰田汽车、小康股份、邦奇、比亚迪等，此外还进一步引入了上汽集团、一汽集团、中国重汽等国内中高端客户。

3.2 变速器以大客户为重，稳住基本盘

传统车用自动变速器包括 AT、CVT、DCT、AMT 四大类，其中 AMT 在我国乘用车搭载比率较低，市场资源主要投向 AT、CVT、DCT 的研发。新能源车传动系统主要为电机+减速器+电控单元的二合一或者三合一系统，传统变速箱结构由减速器替代，结构相对简单，但新能源车时代对传动系统零部件企业的系统能力要求有所提高。

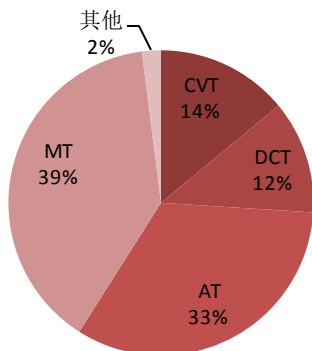
图 35：乘用车变速器分类



数据来源：盖世汽车，西南证券整理

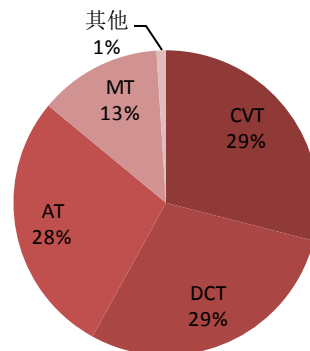
手动变速主要以 5MT、6MT 为主，结构相对简单，目前 MT 在乘用车的配置持续下降，在 A 级车以下还有一定存量配置的需求，未来在微小型商用车上可能出现 AMT 替代 MT 的升级路径。

图 36：中国变速箱型号占比（2016 年）



数据来源：汽车之家，西南证券整理

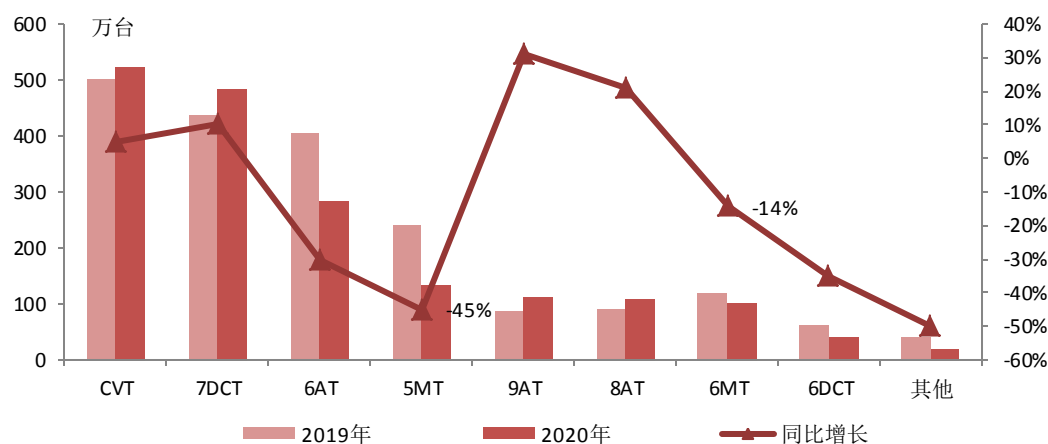
图 37：中国变速箱型号占比（2020 年）



数据来源：汽车之家，西南证券整理

2016 年以来，随着中国汽车工业的持续发展，汽车消费水平的不断提高，MT 的份额持续降低，MT 从 2016 年的 39% 份额降低至 2020 年 13%。其主要原因有三：一是汽车消费升级，MPV 需求替代微车需求，SUV 需求替代 MPV 需求较为明显，而升级换代车型主要以自动挡为主，提升了市场自动挡配置的占比。二是城市拥堵情况加剧，消费者对驾驶便捷性和平顺性有了更高的要求。三是随着 2018 年汽车行业周期性调整，整车价格带整体下移，使得自动挡车型有了更高的接受度。

图 38：2019-2020 中国汽车变速器



数据来源：汽车之家，西南证券整理

从目前的变速器配置情况来看，自动变速器 CVT、AT、DCT 处于三足鼎立之势。CVT 平顺性和经济性较好，在小排量中低扭矩的车型上较为适用。AT 结构较为复杂，配置成本较高，但市场上存在爱信、采埃孚等非常成熟的产品，仍然处于主导地位。DCT 经济性较好，结构开发难度相对较低，受到了国内主流品牌的青睐，例如长城汽车、吉利汽车等企业自研 DCT 近几年均已实现量产并获得了良好的平顺性评价。

表 7：国际自动变速器主要厂家

品牌	主要类型	配套整车厂
爱信	AT	丰田、大众、马自达、大宇、欧宝、菲亚特、雪铁龙、宝马、奥迪
采埃孚	AT	宝马、奥迪、保时捷、克莱斯勒、路虎等
Jatco	CVT/AT	日产、三菱、马自达、宝马、大众、路虎、捷豹、起亚、现代、大宇、长安福特、华晨等
邦奇	CVT	海马、吉利、江淮、比亚迪、长城、长安、北汽等
格特拉克	DCT	福特、雷诺、沃尔沃、宝马、观致等
岱摩斯	DCT	现代、起亚、双龙、通用等

数据来源：Wind，西南证券整理

国际自动变速器厂家品牌研发实力较强，产品成熟度较高，研发资源主要集中在国际厂中。AT 变速器技术主要集中在爱信、采埃孚、Jatco 三家企业手中，比较出名的经典产品有爱信 6AT、采埃孚 8AT。CVT 变速器核心厂家包括邦奇、Jatco，但核心部件钢带由德国博世垄断。DCT 变速器分为干式双离合和湿式双离合，干式双离合模块主要由舍弗勒、法雷奥生产，湿式双离合模块主要由博格华纳生产，DCT 的代表性厂家为格特拉克。

表 8：国内自动变速器主要厂家

品牌	主要类型	配套整车厂
浙江万里扬	CVT/AT	奇瑞、北汽、力帆
湖南江麓容大	CVT	小康、众泰、野马
盛瑞传动	AT	江铃、众泰、奇瑞凯翼、枭龙、华晨
双林股份	AT	众泰、海马等
重庆青山工业	AMT/DCT	长安、海马、江淮

品牌	主要类型	配套整车厂
重庆蓝黛传动	AMT/AT	东安动力、潍柴汽车、小康等

数据来源: Wind, 西南证券整理

国内自动变速器厂家发展较晚，与海外差距较大，存在发展空间。国内品牌主要分为两类，第一类为第三方变速器厂家比如浙江万里扬、重庆蓝黛传动、双林股份，第二类为自主品牌集团体系收购整合的变速器厂家，比如小康股份旗下的湖南容大，中国长安汽车集团旗下的重庆青山工业等，第三类为自主品牌主机厂自主研发，比如长城汽车、吉利汽车、比亚迪等均开发了自己的 DCT 产品。由于变速箱的性能涉及平顺性和燃油经济性，会较大影响驾驶体验，在整车安全性上关系重大，对整车厂品牌有决定性作用，除自主品牌主机厂自身体系下的变速箱产品能实现显著的规模化配置之外，国内其他变速箱产品存在客户拓展的难点。

产业链上深耕多年，负责人技术积淀深厚。2009 年与安东诺夫成立英福安变速器公司，其设计的 TX6 是一款适用于 220Nm 及以下发动机前驱横路车型六速自动变速器，虽因英福安外方股东破产致双方合作项目未能实施，但是公司自动变速器技术储备得到积累。公司副总汤海川曾任上汽技术中心产品设计、产品设计总监、执行总监等职，获得过“上海市标准化优秀技术成果”二等奖，上汽首批“专业技术带着人”，在上汽任职期间主导了 SC63 系列变速器、SH63 系列变速器等项目，技术积淀深厚。在汤海川带领的研发团队下，公司 6AT 变速器总成于 2017 年完成研发，2019 年实现量产，拓展了三大系列产品，匹配开发了 10 多款机型。2019 年之前公司围绕二三线整车品牌客户做 MT 和 MT 零部件的业务，力争成为 MT 和 AT 总成供应商。但在汽车行业调整期，客户面临亏损和倒闭的经营困境，公司变速器业务受到较大影响。

传统业务战略调整，新能源业务积极布局。2019 年汤海川接手公司传统汽车板块业务后做出了较大的战略调整。目前公司在变速器业务上策略调整为主攻优质变速器企业的零部件供应，定位成为一线整车客户的二级供应商。公司手动变速器总成和零部件主要针对微型商用车，客户优化为福田、跨越、柳机等，自动变速器方面公司以中东等海外市场为主，获取稳定的订单和利润来源。新能源汽车业务板块，公司策略调整为跟随大厂同步研发策略，新能源减速器已开拓法雷奥西门子、日电产、吉利等客户。此外，公司保持与其他新开发的新能源高端客户建立稳定的合作关系，目前已经具备了电机轴等关键部件开发能力。

计提过剩产能减值，轻装上阵。公司已基本完成对原来的 MT 的过剩产能进行了收缩和减值计提，减少对后续发展的拖累。初步判断，公司技术沉淀有望实现在微车客户上从 MT 向 AMT 总成升级，单车价值量有所提升。6AT 总成产品设计产能 3-5 万台，持续开拓海外客户，不拖累公司业绩成长。

3.3 发动机平衡箱成为新增长点

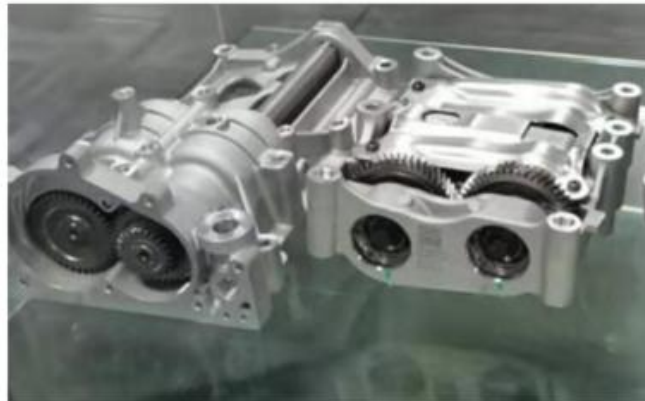
发动机平衡箱（平衡轴总成）主要用于 2.0 t 发动机，用于平衡发动机涡轮增压时的抖动抑制，有助于燃油车的 NVH 性能提升。

图 39：发动机平衡轴结构



数据来源：Wind，西南证券整理

图 40：公司发动机平衡箱产品



数据来源：Wind，西南证券整理

平衡轴减震效果佳，热效率高。发动机在运转过程中，由于活塞在气缸内做反复的高速直线运动，必然在活塞、活塞销和连杆上产生很大的惯性力。在连杆上配置的配重可以有效地平衡这些惯性力，但连杆上的配重只有一部分运动质量参与直线运动，另一部分参与旋转。除了上下止点位置外，各种惯性力不能被完全平衡，使发动机产生了振动。增加平衡轴是解决发动机振动的方法之一，平衡轴可分为单平衡轴和双平衡轴两种，单平衡轴结构简单，占用空间小，因而在单缸和小排量发动机中应用较为广泛。双平衡轴的结构较为复杂、成本高、占用发动机的空间又相对较大，因此一般在大排量汽车上较为常用。双平衡轴则采用的是链传动方式带动两根平衡轴转动，其中一根平衡轴与发动机的转速相同，可以消除发动机的一阶振动。另一根平衡轴的转速是发动机转速的 2 倍，可以消除发动机的二阶振动，从而达到更加理想的减震效果。

各大主机厂都在进行全新一代 2.0T 发动机的研制，重点提高热效率，降低油耗。2023 年陆续开始量产，在各主机厂新换代发动机的研发过程中，更加需要平衡轴总成系统减小震动。同时，平衡轴不但适用于传统汽油发动机，也应用在混合动力发动机上，混合动力技术将在未来很长一段时间内占据主要市场，可见平衡轴总成已经成为新一代高性能发动机上不可或缺的结构板块。

图 41：中国乘用车发动机平衡箱供应主要厂家



数据来源：汽车之家，西南证券整理

海外龙头为平衡轴主要供应商。目前国内平衡轴供应商主要为外企或合资，例如麦格纳、美桥、利纳马等，由于响应速度及材料成本等因素，外资供应商产品竞争力弱化，而由于平衡轴结构齿轴精度高，核心技术无法掌握，国内其他企业暂无法寻得满意的订单。

公司是国内唯一一家能够自主研发及制造平衡箱的民企，重点开拓合资和外资主机厂。在成功研发吉利 VEP4 平衡轴总成项目后，公司继续深耕于此技术板块，精研平衡轴总成 NVH 优化，不断完善生产加工工艺，开拓平衡轴总成前沿技术，2021 年，发动机平衡轴总成及零部件产品是公司今年重点推广并取得了良好市场效果的产品，发动机平衡轴总成全年销售突破 50 万台。目前已基本实现国内一流自主品牌例如一汽、长城、吉利、广汽等品牌的全覆盖，实现了产销量的大幅度增长。公司下一步重点是拓展合资和外资主机厂，包括但不限于通用、大众、福特、沃尔沃等知名企业，力争在平衡轴领域具有强大的竞争力和市场占有率。发动机平衡箱价值量在 500-1000 元，对公司产品供应价值量有较为显著的拉动，平衡箱产品的突破将为公司积累更加优质的客户资源，打开市场化的商务合作渠道，为公司 2-3 年的核心成长点。

3.4 新能源零部件厚积薄发，未来可期

公司长期深耕于汽车行业传动齿轮的研发与制造，齿轮制造方面积累扎实技术。公司联合参与申报有《复杂修形齿轮精密数控加工关键技术与装备》项目，获得 2018 年度“国家科学技术进步奖”二等奖。公司在高精度齿轮生产中的制造、热处理、测量、修型等方面优势显著，量产产品满足 4~8 级各类精度要求。在新能源汽车时代，电动车的转速接近 14000~18000 转/分，远远高于燃油车 3000~8000 转/分的区间，要求更高齿轮加工精度，目前国内稳定提供零件精度达到 4 级以上的传动企业较为稀缺。

公司为国内较少数能稳定量产 4 级精度齿轮的企业具有明显优势。现已成为日电产、吉利威睿、比亚迪、法雷奥、格雷博、金康汽车、汇川技术、卧龙电机以及知名国际客户等合作，2021 年公司与法雷奥西门子、金康新能源签订了战略合作协议，公司为上汽开发的 DHT 齿轮轴进行样件试制，公司与国内新能源汽车造车新势力蔚来的合作取得了实质性进展，上述客户产品分别进入样件、试产、小批或量产阶段，最终用户包括应用于吉利、上汽、比亚迪、蔚来、小鹏、金康汽车等整车厂。电动车传动系统业务定点函不断落地，公司新能源传动业务即将起飞。

表 9：战略合作协议&定点通知书

序号	时间	项目	内容
1	2021-10-29	与法雷奥西门子签署《战略合作协议》	就面向全球市场的新能源汽车电驱动系统和减速器总成及零部件领域开展合作达成战略共识
2	2021-11-22	与金康新能源签署《战略合作协议》	为在新能源汽车电驱动系统和减速器总成及零部件、仪表屏等产品领域建立战略合作关系达成战略共识
3	2021-12-29	子公司重庆蓝黛变速器有限公司、重庆蓝黛传动机械有限公司收到格雷博定点通知书	为其研发的新能源减速器总成、电机轴产品将应用于多个新能源汽车项目，产品生命周期内销售量约为 30 万套

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在新能源汽车电机轴方面也有重大突破。12月，公司还收到了格雷博供应商定点通知书，将为其开发新能源减速器总成、电机轴产品，产品生命周期内预计销售量约为30万套。资料显示，格雷博系新能源汽车电驱动总成系统解决方案供应商，由多位留美华人专家、国内知名上市公司、一线车企、国际知名投资机构共同出资组建。

图 42：新能源中间轴总成



数据来源：公司网站，西南证券整理

图 43：公司发动机平衡箱产品



数据来源：公司网站，西南证券整理

3.5 定增加码新能源汽车零部件和车载工控触控业务

2022年2月公司拟非公开发行股票募资不超过6亿元，其中拟募集3.73亿元用于新能源汽车高精密传动齿轮及电机轴制造项目，1.17亿元用于车载、工控触控屏盖板玻璃扩产。如定增项目顺利落地投产，或为公司带来新的增长曲线。

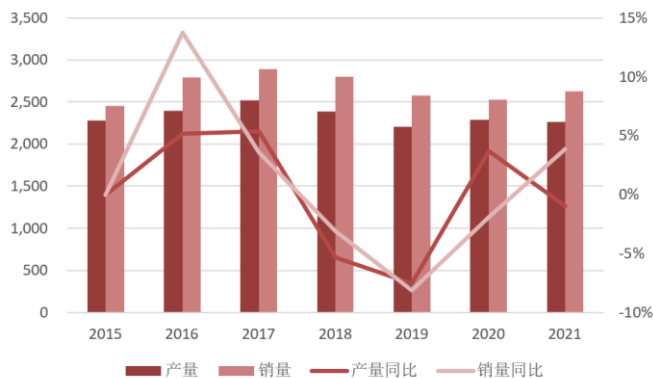
表 10：定增项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资金额	拟使用募集资金金额
1	新能源汽车高精密传动齿轮及电机轴制造项目	48,700.21	37,300.00
2	车载、工控触控屏盖板玻璃扩产项目	19,308.95	11,700.00
3	补充流动资金	11,000.00	11,000.00
合计		79,009.16	60,000.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

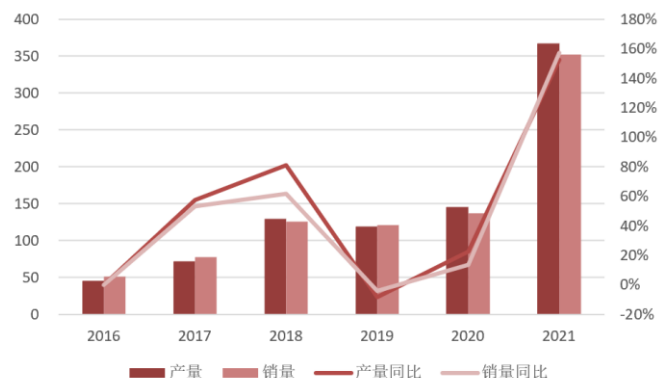
新能源汽车行业目前受到政策支持，享受高速发展行业红利。世界各国纷纷采取“减碳”措施，我国明确提出要加快调整优化产业结构、能源结构，力争在2030年前二氧化碳排放量达到峰值，2060年前实现碳中和。在此背景下，新能源汽车成为全球汽车产业主流发展方向，部分国家和地区甚至制定出燃油车的禁售时间和停产时间。2020年10月27日，中国汽车工程学会发布了《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，文件提出至2035年，新能源汽车市场占比超过50%，燃料电池汽车保有量达到100万辆，节能汽车全面实现混合动力化，汽车产业实现电动化转型的明确目标。行业进入高速增长期，众多传统车企和造车新势力涌入新能源汽车市场，新能源汽车零部件市场需求增长明显。

图 44：中国汽车产销数据



数据来源：wind，西南证券整理

图 45：中国新能源汽车产销数据



数据来源：wind，西南证券整理

定增优化产品，增加高附加值产品产能。新能源汽车对齿轮、电机轴等传动零部件的精度和加工质量具有更高的要求。新能源汽车作为汽车行业新的增长点，其齿轮转速要求是传统汽车的 2-3 倍，对齿轮精度和齿部啮合的要求更高，对传动零部件的精度提出更高要求。本次定增将引进国际国内领先的高速数控滚齿机、磨齿机、数控车床、真空淬火炉、上拉式立式内拉床等自动化加工设备和应用 MES 系统、ERP（Enterprise Resource Planning，即企业资源计划）系统等软件系统以打造智能制造车间。

盈利预期可观，符合产业发展趋势。据公司测算，项目建设期 18 个月，静态投资回收期（含建设期，税后）为 6.80 年，项目财务内部收益率（税后）达到 17.52%。完全投产后，预计每年新增销售收入约 8~12 亿元，新增净利润约 1 亿元以上。项目的建成投产将有效助力公司生产高品质的新能源汽车传动产品，优化公司汽车传动产品结构，高度自动化产线将大幅提升车间人均产值，助力公司进一步降本增效，打开新的业绩增长点及驱动力，满足批量新能源汽车高精密传动齿轮及电机轴的生产要求。

4 股权激励彰显信心

21 年公司发布《2021 年限制性股票激励计划》，拟向 76 名核心管理人员、核心技术及业务人员授予总计 805 万股限制性股票，占总股本的 1.4%。22 年初完成登记，首次授予的激励对象共计 76 人，包括公司核心管理人员、核心技术及业务人员；授予激励对象的限制性股票数量为 745 万股，约占公司股本总额的 1.3%，授予价格为 3.46 元/股。本次股权激励的主要业绩解锁条件为：2021-2023 年需实现归母净利润分别不低于 1.8 亿元、2.5 亿元、3.0 亿元，对应同比增速分别约为 2231.7%、38.9%、20.0%；同时，动力传动事业部净利润分别不低于 2000 万元、4000 万元、7000 万元，触控显示事业部净利润分别不低于 1.6 亿元、2.1 亿元、2.3 亿元。

股权激励计划有利于充分调动公司核心管理人员、核心技术及业务人员的积极性，绑定公司和员工利益，利于公司长远发展，彰显公司对未来的发展信心。公司目前产销率高，产品供不应求，新增产能投放后，预计将对公司业绩带来积极影响，新业务新产品有望带来曲线增长。

表 11：股权激励计划

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	满足下列两个条件之一：（一）考核当年净利润 1、2022 年公司净利润不低于 25,000 万元；2、2022 年公司动力传动事业部净利润不低于 4,000 万元；3、2022 年公司触控显示事业部净利润不低于 21,000 万元。（二）考核年度累计净利润 1、2021 年至 2022 年公司累计净利润不低于 43,000 万元；2、2021 年至 2022 年公司动力传动事业部累计净利润不低于 6,000 万元；3、2021 年至 2022 年公司触控显示事业部累计净利润不低于 37,000 万元。
第二个解除限售期	满足下列两个条件之一：（一）考核当年净利润 1、2023 年公司净利润不低于 30,000 万元；2、2023 年公司动力传动事业部净利润不低于 7,000 万元；3、2023 年公司触控显示事业部净利润不低于 23,000 万元。（二）考核年度累计净利润 1、2021 年至 2023 年公司累计净利润不低于 73,000 万元；2、2021 年至 2023 年公司动力传动事业部累计净利润不低于 13,000 万元；3、2021 年至 2023 年公司触控显示事业部累计净利润不低于 60,000 万元。

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：平板、笔电等下游市场持续高景气度带动相关订单需求提升，车载显示业务逐步上量，大尺寸工控产品持续开拓放量，同时重庆台冠产线按计划顺利扩产，产能逐步爬坡，预计公司触控显示相关订单维持 22%左右的年复合增长率，毛利率维持在 19%-20%之间；

假设 2：动力传动业务完成减值计提，新品类持续上量，毛利率逐步恢复到 15%左右。

假设 3：结合股权激励各事业部考核指标考虑各业务增长。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
触控显示模组总成	收入	981.9	1178.3	1437.5	1782.6
	增速	18.8%	20.0%	22.0%	24.0%
	毛利率	12.5%	16.5%	16.5%	17.5%
触控显示零部件	收入	1141.5	1392.6	1685.1	2022.1
	增速	21.6%	22.0%	21.0%	20.0%
	毛利率	19.7%	23.0%	23.0%	22.5%
动力传动总成	收入	382.0	649.5	941.7	1224.2
	增速	66.0%	70.0%	45.0%	30.0%
	毛利率	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%
传动零部件	收入	412.4	536.1	643.3	759.1
	增速	52.7%	30.0%	20.0%	18.0%
	毛利率	8.6%	8.0%	10.0%	12.0%
其他	收入	221.7	243.8	263.3	279.1
	增速		10.0%	8.0%	6.0%
	毛利率	19.9%	19.0%	18.0%	17.0%
合计	收入	3139.5	4000.3	4971.0	6067.1

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	30.3%	27.4%	24.3%	22.1%
	毛利率	18.2%	17.5%	17.7%	18.0%

数据来源：Wind，西南证券

鉴于公司触控显示业务持续释放业绩，动力传动业务迎来困境反转，公司基本面已显现拐点，预计未来三年归母净利润复合增速 31%，盈利能力将得到持续改善，对应 22-24 年的 PE 估值为 11 倍、9 倍和 7 倍，维持“买入”评级。

6 风险提示

市场拓展或不及预期风险，产能扩产或不及预期风险，战略调整进展或低于预期风险，原材料上涨风险，商誉减值风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3139.49	4000.31	4970.96	6067.10	净利润	241.53	317.65	403.17	506.13
营业成本	2569.56	3298.95	4093.22	4978.00	折旧与摊销	180.35	97.39	102.20	107.05
营业税金及附加	15.33	22.98	26.67	32.83	财务费用	35.06	42.02	49.99	55.15
销售费用	53.39	72.01	84.51	97.07	资产减值损失	-70.40	0.00	0.00	0.00
管理费用	101.76	196.01	248.55	315.49	经营营运资本变动	-309.40	-73.89	-163.71	-238.34
财务费用	35.06	42.02	49.99	55.15	其他	16.03	-28.46	-103.04	42.36
资产减值损失	-70.40	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	93.16	354.71	288.61	472.35
投资收益	10.31	5.54	6.19	6.66	资本支出	65.93	-144.00	-140.00	-110.00
公允价值变动损益	3.22	1.61	1.88	2.01	其他	-124.86	1.22	-0.65	0.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-58.93	-142.78	-140.65	-109.10
营业利润	263.08	375.48	476.10	597.22	短期借款	17.06	-134.83	147.52	-26.92
其他非经营损益	-1.75	-1.78	-1.78	-1.78	长期借款	85.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	261.33	373.70	474.32	595.44	股权融资	27.98	0.00	0.00	0.00
所得税	19.80	56.06	71.15	89.32	支付股利	0.00	-42.01	-60.04	-75.80
净利润	241.53	317.65	403.17	506.13	其他	-141.10	-124.98	-138.38	-150.92
少数股东损益	31.48	17.47	24.19	32.90	筹资活动现金流净额	-10.56	-301.82	-50.90	-253.63
归属母公司股东净利润	210.05	300.18	378.98	473.23	现金流量净额	16.85	-89.89	97.07	109.61
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	489.92	400.03	497.10	606.71	成长能力				
应收和预付款项	904.39	1246.53	1476.90	1823.03	销售收入增长率	30.30%	27.42%	24.26%	22.05%
存货	736.69	1000.70	1359.95	1603.31	营业利润增长率	1227.75%	42.73%	26.80%	25.44%
其他流动资产	187.59	49.91	57.93	66.98	净利润增长率	571255.49%	31.52%	26.92%	25.54%
长期股权投资	4.64	4.64	4.64	4.64	EBITDA 增长率	157.60%	7.61%	22.03%	20.87%
投资性房地产	4.79	4.79	4.79	4.79	获利能力				
固定资产和在建工程	1050.87	1103.68	1153.15	1178.95	毛利率	18.15%	17.53%	17.66%	17.95%
无形资产和开发支出	775.00	772.09	763.71	744.14	三费率	6.06%	7.75%	7.71%	7.71%
其他非流动资产	219.19	221.82	227.26	231.74	净利率	7.69%	7.94%	8.11%	8.34%
资产总计	4373.08	4804.20	5545.41	6264.28	ROE	11.57%	13.44%	14.90%	16.14%
短期借款	304.25	169.42	316.93	290.01	ROA	5.52%	6.61%	7.27%	8.08%
应付和预收款项	1104.69	1473.57	1796.93	2190.80	ROIC	13.56%	15.14%	16.30%	17.40%
长期借款	145.00	145.00	145.00	145.00	EBITDA/销售收入	15.24%	12.87%	12.64%	12.52%
其他负债	731.64	653.07	580.27	501.86	营运能力				
负债合计	2285.57	2441.06	2839.14	3127.68	总资产周转率	0.76	0.87	0.96	1.03
股本	582.63	582.63	582.63	582.63	固定资产周转率	3.04	3.95	4.80	5.70
资本公积	1065.38	1065.38	1065.38	1065.38	应收账款周转率	4.29	3.95	3.88	3.91
留存收益	418.56	676.73	995.68	1393.11	存货周转率	3.47	3.38	3.33	3.30
归属母公司股东权益	2040.80	2298.96	2617.91	3015.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.80%	—	—	—
少数股东权益	46.71	64.18	88.37	121.27	资本结构				
股东权益合计	2087.50	2363.14	2706.28	3136.61	资产负债率	52.26%	50.81%	51.20%	49.93%
负债和股东权益合计	4373.08	4804.20	5545.41	6264.28	带息债务/总负债	19.66%	12.88%	16.27%	13.91%
					流动比率	1.53	1.55	1.52	1.57
					速动比率	1.05	0.97	0.91	0.95
					股利支付率	0.00%	14.00%	15.84%	16.02%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	478.48	514.89	628.29	759.42	每股收益	0.36	0.52	0.65	0.81
PE	16.20	11.34	8.98	7.19	每股净资产	3.50	3.95	4.49	5.18
PB	1.67	1.48	1.30	1.13	每股经营现金	0.16	0.61	0.50	0.81
PS	1.08	0.85	0.68	0.56	每股股利	0.00	0.07	0.10	0.13
EV/EBITDA	6.66	6.08	5.05	3.99					
股息率	0.00%	1.23%	1.76%	2.23%					

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

行业评级

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
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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn