

同步器领先供应商, 新业务打开成长空间

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司是国内同步器部件领先供应商, 积极发力重卡 AMT 业务并绑定采埃孚, 2020 年我国重卡 AMT 渗透率仅 3%, 预计 2025 年渗透率有望达到 50%。2) 公司致力于成为差速器领域领先企业, 2025 年有望形成年产 500 万套差速器总成产能, 届时有望贡献 10+亿元收入。3) 2020 年起公司通过布局昊轸强、恒翼升、豪能空天、航天神坤切入市场空间广阔的航空航天领域, 21 年航空零部件业务收入同比增长 288.3%至 1.4 亿元, 随着新都航空产业园厂房投产, 航空零部件收入有望继续放量。
- **同步器主业稳健增长。** 公司同步器产品量升价稳, 2014-2020 年销量从 4851.8 万件增至 6965.5 万件, CAGR6.2%, 单价自 2017 年以来稳定在 15 元/件左右, 推动收入稳健增长。近两年, 公司大力发展 AMT 重卡业务并斩获采埃孚等大客户订单, 重卡 AMT 单车价值约 1000 元, 国内 AMT 重卡渗透率仅为 3%, 较欧美国家 80%的渗透率仍有较大提升空间, 公司 AMT 重卡业务有望跟随行业渗透率快速提升而放量, 从而助力公司同步器业务稳健增长。
- **差速器打造汽车零部件新增长点。** 公司积极开拓差速器业务, 拥有大众、吉利、长城、采埃孚等客户, 公司投资 10.6 亿的差速器总成生产基地项目 21 年已初步实现量产, 22 年随着产能的进一步释放有望贡献约 3 亿元收入, 2025 年产能预计完全投放并形成年产 500 万套差速器总成产能, 预计贡献 10+亿元收入。
- **积极拓展航空航天配套业务, 提升公司未来成长性。** 2024 年中国商业航天市场规模有望达 2.3 万亿元, 21-24 年 CAGR22.8%; 2026 年中国航空零部件市场规模有望达 600 亿美元, 20-26 年 CAGR19.1%。公司积极拓展航空航天业务, 航空业务方面, 子公司昊轸强实力雄厚, 拥有成飞多个重要项目订单, 19-21 年营收由 0.4 亿元增至 1.4 亿元, CAGR80.3%, 发展迅速; 航天业务方面, 公司除设立豪能空天外, 还参股航天神坤 34%股份, 其拥有中科宇航、星际荣耀等外部核心客户, 未来成长潜力大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增长率 36.3%。考虑到公司差速器业务进展顺利、航空航天业务发展迅速, 给予公司 2022 年 28 倍 PE, 对应目标价 19.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

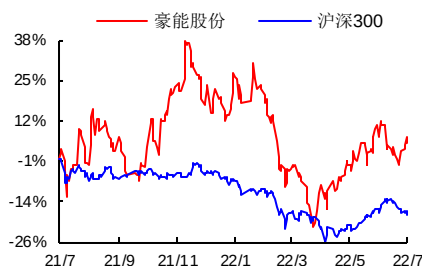
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1444.22	1893.02	2408.26	2961.75
增长率	23.35%	31.08%	27.22%	22.98%
归属母公司净利润(百万元)	199.59	276.53	378.22	504.85
增长率	12.90%	38.55%	36.77%	33.48%
每股收益EPS(元)	0.51	0.70	0.96	1.28
净资产收益率 ROE	11.08%	13.75%	16.46%	18.85%
PE	27	19	14	10
PB	2.65	2.38	2.08	1.79

数据来源: Wind, 西南证券; 注: 2021 年 EPS 的计算采用的股本为 22 年 5 月转增之后的股本

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@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)	3.94
流通 A 股(亿股)	3.86
52 周内股价区间(元)	12.54-23.18
总市值(亿元)	53.00
总资产(亿元)	41.28
每股净资产(元)	6.37

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 假设 22-24 年公司同步器系统零部件（同步器总成+结合齿）销量同比增长 7%/6%/5%，对应单价 15.4/15.6/15.8 元/件，毛利率分别为 34.0%/34.5%/35.0%。

假设 2: 假设 22-24 年公司 500 万套差速器总成项目的达产率分别为 25%/50%/75%并全部销售，对应销量分别 125/250/375 万套，对应单价分别为 220/217/214 元/套，同时假设随着产能利用率的提升，22-24 年的毛利率分别为 24%/27%/30%。

假设 3: 假设 21 年其他主营业务中差速器/离合器/其他业务分别占比 20%/50%/30%，假设 21 年离合器产销相等，22-24 年离合器销量分别增长 30%/25%/20%，对应单价分别为 82/81/80 元/件，对应毛利率分别 34.5%/35.0%/35.5%。

假设 4: 假设 22-24 年公司航空航天业务零部件销量同比增长 60%/55%/50%，对应航空航天零部件单价 140/141/142 元/件，毛利率分别为 54%/52%/50%。

我们区别于市场的观点

市场认为：公司主业同步器总成零部件业务的市场空间有限，未来成长的“天花板”明显。我们认为：1) DCT 渗透率有望提升叠加重卡 AMT 渗透率的持续提升使得同步器行业空间基本稳定；2) 公司的其他业务发展较快，差速器业务、航空航天业务均有望为公司带来不错的营收和利润增量；3) 公司的盈利能力改善确定性较高，一方面来自高毛利率的航空航天业务不断放量，另一方面来自汽零业务的产能利用率提升，规模效应显现。

股价上涨的催化因素

1) 行业与主要客户产销复苏推动公司业务增长超预期；2) 差速器业务客户订单拓展超预期；3) 航空航天配套业务市场拓展超预期。

估值和目标价格

我们选取了行业中与豪能股份业务较相近的精锻科技、双环传动、新坐标 3 家公司作比较，截止 7 月 21 日收盘，22-24 年 3 家公司的平均 PE 分别为 31/23/17 倍。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.8/3.8/5.0 亿元，EPS 分别为 0.70/0.96/1.28 元，未来三年归母净利润复合增长率为 36.3%。结合可比公司和行业估值，考虑到公司汽零新业务进展顺利、航空航天业务发展迅速，给予公司 2022 年 28 倍 PE，对应目标价 19.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

新业务拓展不及预期的风险；在建项目达产进度或不及预期的风险；疫情风险；芯片短缺风险；主要客户产销恢复低于预期的风险；原材料涨价超预期的风险；产品替代的风险；汇兑风险。

目 录

1 公司概况：国内同步器齿环龙头.....	1
2 行业分析：同步器前景仍好，差速器/航空航天空间广阔.....	4
2.1 DCT 渗透率有望持续提升，重卡 AMT 渗透有望加速.....	4
2.2 差速器市场空间大，国内竞争格局好.....	7
2.3 航空航天配套市场空间广阔.....	8
3 公司分析：“汽车+航空航天”双轮驱动，看点诸多.....	9
3.1 看点一：延伸汽零产品线，同步器主业稳健.....	9
3.2 看点二：重点拓展差速器，打造新成长曲线.....	13
3.3 看点三：聚焦两翼，航空航天业务发展迅速.....	16
3.4 看点四：结构均衡盈利改善，产能落地打开成长空间.....	18
4 财务分析.....	21
4.1 盈利能力改善.....	21
4.2 存货周转率较低，其他财务指标均较为健康.....	23
4.3 出口业务持续增长.....	24
5 盈利预测与估值.....	25
5.1 盈利预测.....	25
5.2 绝对估值.....	26
5.3 相对估值.....	27
6 风险提示.....	28

图 目 录

图 1: 公司主要发展历史	1
图 2: 公司业务分类	2
图 3: 公司各产品营收占比	2
图 4: 公司营收走势	3
图 5: 公司归母净利润及扣非后归母净利润走势	3
图 6: 公司股权结构	3
图 7: 汽车变速器用同步器主要构成	4
图 8: 同步器主要应用的变速器类型	4
图 9: 乘用车变速器类型的份额变化情况	5
图 10: 2015-2020 乘用车各类变速器终端销量占比	5
图 11: 我国 AMT 重卡销量与渗透率走势	6
图 12: 我国重卡销量走势	6
图 13: 差速器机构图	7
图 14: 市场上目前的部分四驱车型	7
图 15: 国际航空转包市场规模和我国航空转包市场规模	8
图 16: 我国航空零部件制造行业市场规模	8
图 17: 中国航天发射次数	9
图 18: 中国商业航天市场规模及预测	9
图 19: 公司的同步器齿环产品	10
图 20: 公司同步器齿环的分类及应用场景	10
图 21: 公司的同步器系统产品	10
图 22: 2014-2021 年公司研发费用快速增长	10
图 23: 公司同步器系列产品销量走势 (万件)	11
图 24: 公司同步器系列产品单价走势 (元)	11
图 25: 公司同步器系统营收走势	11
图 26: 其他主营业务收入走势	14
图 27: 其他主营业务收入占总营收比重走势	14
图 28: 公司差速器项目的投资预算持续增长 (亿元)	14
图 29: 公司在航空航天领域的布局	16
图 30: 航空零部件营收及占总营收比重	16
图 31: 昊轶强营收走势	17
图 32: 昊轶强净利润走势	17
图 33: 公司汽车同步器总成与结合齿业务营收走势	18
图 34: 公司营收构成	18
图 35: 公司毛利率在航空航天业务的带动下实现了同比正增长	19
图 36: 公司的折旧摊销占营收比例的走势与毛利率走势	19
图 37: 公司的资本开支走势	19
图 38: 公司的固定资产走势	19
图 39: 公司与可比公司毛利率走势	21
图 40: 公司与可比公司净利率走势	21

图 41: 公司各产品毛利率.....	21
图 42: 公司折旧与摊销走势.....	21
图 43: 公司与可比公司 ROE (平均) 走势.....	22
图 44: 公司与可比公司 ROA 走势.....	22
图 45: 公司与可比公司管理费用率走势.....	22
图 46: 公司与可比公司销售费用率走势.....	22
图 47: 公司与可比公司研发费用率走势.....	23
图 48: 公司与可比公司财务费用率走势.....	23
图 49: 公司与可比公司总资产周转率走势.....	23
图 50: 公司与可比公司存货周转率走势.....	23
图 51: 公司与可比公司资产负债率走势.....	24
图 52: 公司与可比公司流动比率走势.....	24
图 53: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)	24
图 54: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	24
图 55: 公司出口业务收入走势.....	25
图 56: 公司分地区业务结构.....	25

表 目 录

表 1: 豪能股份的主要产品	2
表 2: 各类变速器的优缺点比较	4
表 3: 我国重卡 AMT 同步器行业空间测算	6
表 4: 公司主要竞争对手简要情况	6
表 5: 我国乘用车差速器行业空间测算	7
表 6: 业务包含汽车差速器的 A 股上市公司	8
表 7: “十四五”期间我国通用航空相关发展目标	9
表 8: 公司在同步器系统上的订单	12
表 9: 公司差速器一期投资项目效益测算 (万元)	15
表 10: 公司“双离合变速器 (DCT) 用离合器支撑及主转毂生产线建设技改项目”的产能利用情况	15
表 11: 公司在差速器等新业务上的订单	15
表 12: 公司航空航天业务主要厂房建设项目情况	18
表 13: 公司主要产能建设项目	20
表 14: 分业务收入及毛利率	25
表 15: 绝对估值假设条件	27
表 16: FCFF 估值结果	27
表 17: FCFF 估值敏感性分析	27
表 18: 可比公司估值	28
附表: 财务预测与估值	29

1 公司概况：国内同步器齿环龙头

豪能股份成立于 2006 年，2017 年 11 月在上交所上市，公司主要从事汽车传动系统相关零部件产品的研发、生产和销售以及航空航天零部件的高端精密制造。

豪能股份是在收购泸州长江机械有限公司的基础上发展起来的，长江机械由 1964 年成立的泸州农机修配厂改制设立，2004 年-2008 年 1 月公司控股股东向朝东陆续收购长江机械 97.48% 股权，同时 2006 年向朝东成立豪能有限，2008 年 3 月豪能有限改制为豪能股份并于 2008 年 4 月-11 月陆续收购长江机械 100% 股权，长江机械成为公司的全资子公司。在长江机械的基础上，公司以同步器齿环为起点，扩充了其他传动系统产品，公司的汽车产品包括同步器、离合器和差速器三大系统，此外还涉及轨道交通传动系统。2020 年开始，公司陆续收购昊轶强、投资设立恒翼升、投资设立豪能空天、摘牌航天神坤切入航空航天高端制造领域。目前，公司形成了“汽车+航空航天”双主业布局的格局。

图 1：公司主要发展历史

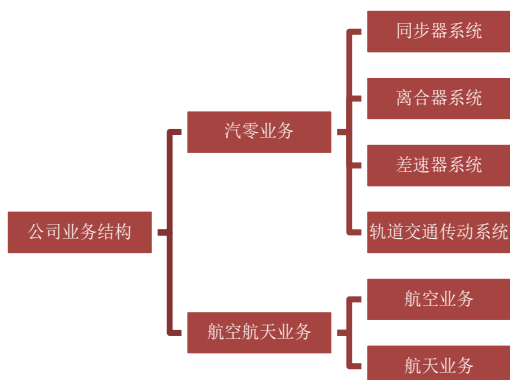
1964年	• 长江机械厂成立
1983年	• 开发汽车同步器齿环，是中国最早的同步环生产厂家
1999年8月	• 泸州长江机械有限公司由长江机械厂改制设立
2004年	• 长江机械资产重组，向朝东收购73.75%股权
2006年9月	• 豪能有限成立
2004年12月-2008年1月	• 向朝东陆续收购长江机械23.73%股权
2008年3月	• 豪能有限整体变更为股份公司
2008年4月	• 豪能股份收购向朝东持有的长江机械97.48%股份
2008年11月	• 豪能股份收购长江机械剩余2.52%股权
2012年9月	• 投资设立重庆豪能，持股51%
2016年1月	• 合资设立豪能贺尔碧格，持股51%
2017年11月	• 豪能股份在上交所上市
2019年9月	• 全资设立泸州豪能
2020年	• 收购昊轶强68.875%的股份，切入航空高端装备制造领域 • 投资设立恒翼升，持股100%
2021年	• 收购昊轶强剩余股份 • 投资设立豪能空天，持股80% • 公开摘牌航天神坤，持股34%

数据来源：公司公告，西南证券整理

汽车零部件主导，航空航天业务迅速发展。公司业务分为汽车零部件业务和航空航天业务两部分，目前汽车零部件业务为公司主导业务，2021 年汽车零部件业务占总营收 88.8%，汽车零部件业务以同步器为主导，同步器总成/结合齿（属于同步器系统）/其他主营业务（主要包括差速器、离合器等）分别占总营收 57.5%/19.7%/11.7%。2020 年公司进军航空航天领域，2021 年航空航天业务占总营收比重已同比提升 6.5pp 至 9.6%。

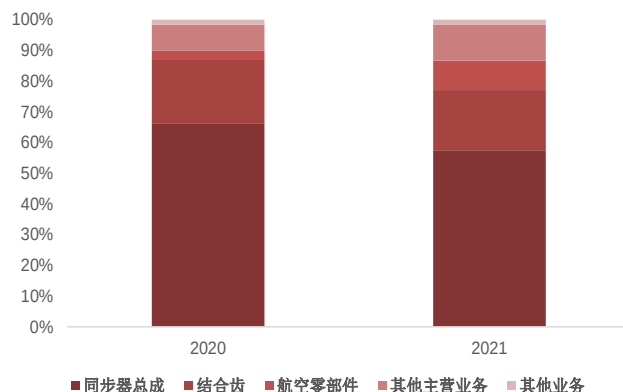
分产品来看，**汽车零部件方面**，传统业务同步器系统产品具备较强的市场竞争力，占公司汽车零部件的主导地位，包括同步器齿环（铜质同步环、冲压钢环、精锻钢环、中间环）、齿套、齿毂、结合齿等。新业务离合器和差速器系统产品是公司汽车零部件发展方向，离合器系统主要产品为双离合变速器（DCT）用支撑及主转毂，差速器系统主要产品为行星齿轮、半轴齿轮、差速器壳体等。此外，轨道交通系统也是近年公司新开发的业务，主要产品是高铁齿轮箱用迷宫密封环。**航空航天业务方面**，航空业务目前涉及各型军用及民用飞机（ARJ21、C919、波音、空客等）的结构件、标准件、试验件、钣金件及工装模具等多个产品；航天业务目前涉及航天高端特种阀门、管路及连接件等产品。

图 2：公司业务分类



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司各产品营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

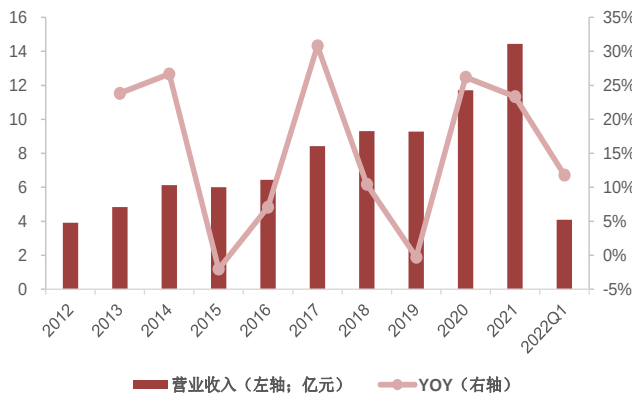
表 1：豪能股份的主要产品

产品类别	主要产品分类	主要工艺	配套客户
同步器系统	铜质齿环-铜螺纹	锻造、机加	大连大众
	铜质齿环-光面	锻造、机加	大连大众
	铜质齿环-铜螺纹	锻造	一汽-大众
	铜质齿环-单铜螺纹	锻造	格特拉克
	铜质齿环-喷钨	锻造	采埃孚
	钢质齿环-粘碳	冲压	柳州上汽
	齿毂	锻坯、机加	长安汽车、天津大众等
	齿套	锻坯、机加	长安汽车、天津大众等
	结合齿	锻坯、制齿	天津大众、大连大众、一汽-大众、格特拉克等
离合器系统	双离合变速器（DCT）用支撑及主转毂	-	吉利汽车、欧洲奔驰、宝马和雷诺等
差速器系统	行星齿轮、半轴齿轮、差速器壳体等	-	一汽、大众、吉利、东风、格特拉克等
轨道交通系统	高铁齿轮箱用迷宫密封环	-	采埃孚
航空航天业务	飞机机头、机身、机翼、尾段等各部位相关零部件	-	成飞、成飞民机等
	航天高端特种阀门、管路及连接件等	-	中科宇航、星际荣耀、中国航天科技集团等

数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

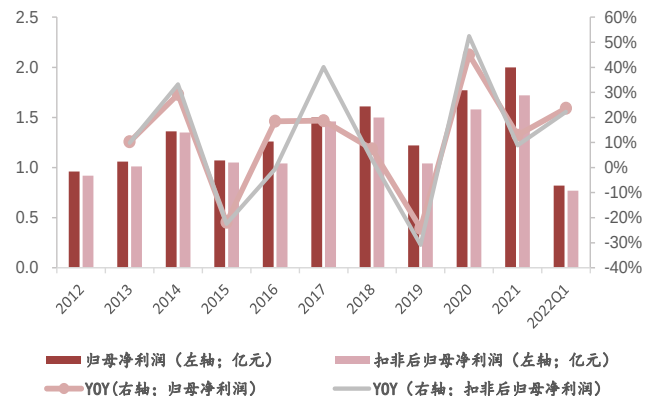
营收盈利总体稳健。2012-2021 年公司营收 CAGR 为 15.6%，其中 2013-2014、2017-2018、2020-2021 年公司营收实现两位数的较快增长，主要是齿毂、齿套、结合齿以及航空航天等新业务带动。2019 年在下游汽车行业需求低迷的情况下公司营收同比基本持平，主要归因于：一是出口业务收入大幅增长 78.7%，营收占比由 2017 年的 1.5% 提升至 2019 年的 9.3%；二是结合齿业务同比增长 46.1%；三是大众等优质客户的部分产品供货比例大幅上升；四是公司部分新项目在报告期内实现量产，弥补了部分老项目销量下跌的影响。2022Q1 受益于汽车行业产销增长以及新业务发力，公司营收同比增长 11.8%。归母净利润方面，2012-2021 年 CAGR 为 8.5%，其中 2017-2019 年增速低于营收，主要受折旧摊销增加导致毛利率降低影响，2019 年期间费用增长导致归母净利润降幅进一步扩大，2021 年归母净利润增速低于收入，主要是期间费用增长过快所致；2022Q1 公司归母净利润同比增长 23.6%，主要在于高利润率的航空航天业务快速增长带动。

图 4：公司营收走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

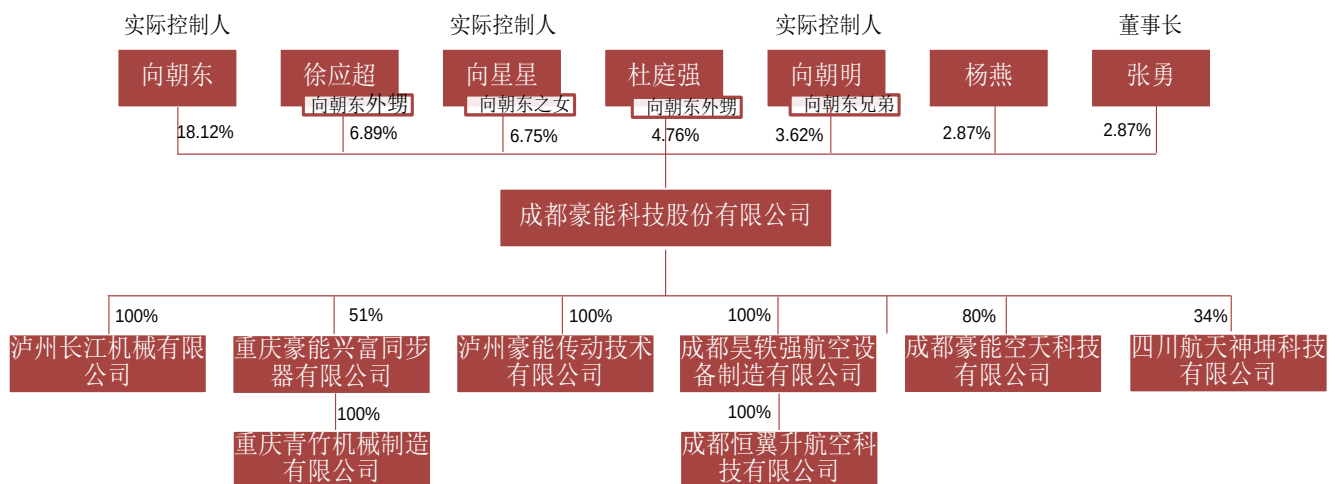
图 5：公司归母净利润及扣非后归母净利润走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构清晰，控股股东行业经验丰富。公司的实际控制人和大股东为向朝东，向朝东具有多年从事汽车制造行业的经验，曾任豪能股份董事长、长安机器制造厂部门负责人、重庆跨越（集团）股份有限公司常务副总经理、重庆长安跨越车辆有限公司常务副总经理等职，当前其与一致行动人（向星星与向朝明）合计持股 28.49%。

图 6：公司股权结构



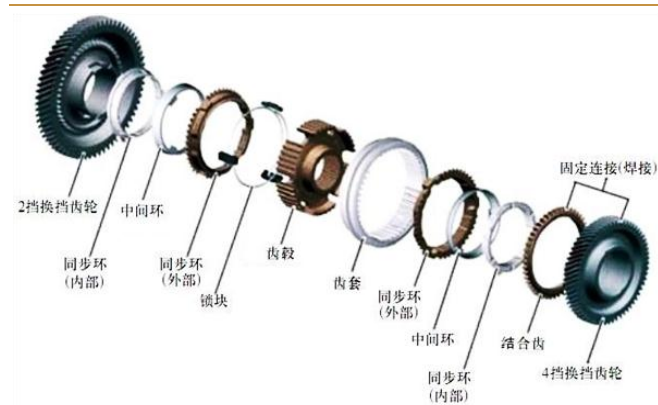
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：同步器前景仍好，差速器/航空航天空间广阔

2.1 DCT 渗透率有望持续提升，重卡 AMT 渗透有望加速

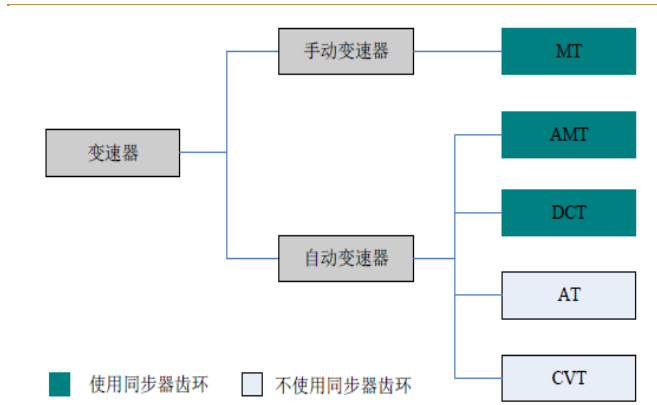
汽车同步器是汽车变速器的关键组成部分，同步器由齿环（包括同步环、中间环等）、结合齿、齿毂、齿套、换挡齿轮等构成。汽车同步器系统产品主要应用于 MT、AMT 和 DCT 变速器。我们认为，尽管当前电动车渗透率明显提升，但在未来相当长一段时间里，电动车与燃油车将共存，根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，到 2035 年，普混与新能源汽车销量各占 50%。因此，公司同步器产品未来仍有不错的市场空间。

图 7：汽车变速器用同步器主要构成



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 8：同步器主要应用的变速器类型



数据来源：招股说明书，西南证券整理

汽车变速器主要分为两大类五小类。当前的汽车变速器，按操纵方式分类，可以分为手动变速器（MT）和自动变速器两大类，其中自动变速器又分为 AT（液力自动变速器）、AMT（机械自动变速器）、CVT（机械无级自动变速器，一般也称为无级变速器）、DCT（双离合自动变速器）四种。

表 2：各类变速器的优缺点比较

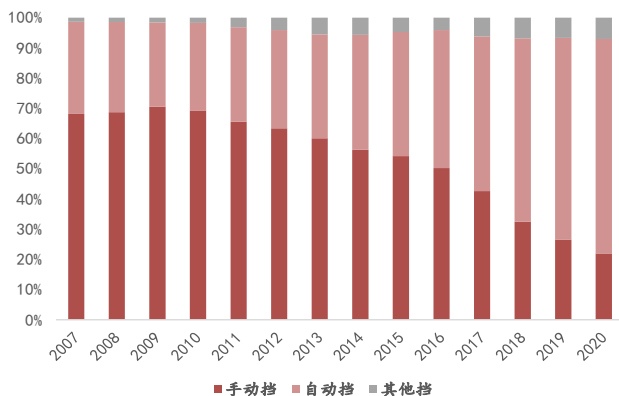
	手动变速器	自动变速器			
类型	MT	AMT	AT	DCT	CVT
结构组成	齿轮传动机构、换挡执行机构、同步器、壳体	单离合器、齿轮传动机构、换挡执行机构、电机或液压系统、电子控制系统、壳体	液力变矩器、行星齿轮机构、换挡元件、液压控制系统、电子控制系统、壳体	双离合器（干/湿）、齿轮传动机构、换挡元件、液压控制系统、电子控制系统、壳体	液力变矩器、齿轮传动机构、钢带或牵引链条、液压控制系统、电子控制系统、壳体
优点	结构简单、成本低、技术及国内产业链成熟	结构较简单、成本较低、扭矩范围广	技术成熟、换挡品质高、扭矩范围广	成本较低、油耗较低、直接换挡响应快、可借用现有 MT 技术与资源	无极变速、换挡品质最好、结构、成本较 AT 和 DCT 有优势
缺点	操作复杂、舒适性差	换挡动力中断、舒适性差、控制系统要求高	结构复杂、价格偏高、专利封锁	结构较复杂、扭矩范围受限、干式散热性差、稳定性略差	结构复杂、控制系统要求高、扭矩范围受限
适用车型	低成本入门级车型；运动车型，追求驾驶乐趣	低成本乘用车、商用车	适用范围最广，各类车型均可使用	中小排量乘用车为主	小排量乘用车为主

数据来源：盖世汽车，西南证券整理

不同品牌乘用车有各自适用的变速器类型。从各系品牌乘用车的变速器使用上看，一般而言，美系乘用车由于大排量、高油耗等特点，变速器以 AT 为主（占比超过 70%），其次是油耗较低的 DCT；日系乘用车具备小排量、低油耗等特点，变速器以 CVT 和 AT 为主；欧系乘用车变速器以 AT 和 DCT 为主，AT 主要应用在高端市场，DCT 在大众为首的欧洲车企的推动下保持较快发展；我国自主品牌自动变速器近年发展迅速，根据 TMC 组委会数据，2017 年 MT 车型仍占据主流，随着自主车企对 DCT 和 CVT 的大力发展，目前 MT 的占比已下降到较低水平。

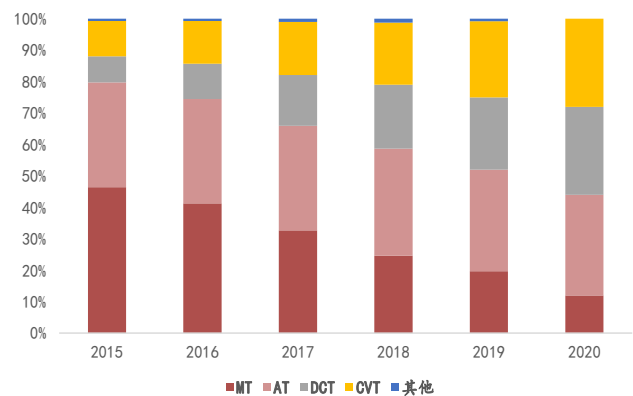
DCT 市场份额持续提升。根据中国汽车工业年鉴数据，乘用车自动变速器的国内市场份额已在 2017 年超过手动变速器，2020 年乘用车自动变速器的市场份额已经达到 71.0%。在乘用车自动变速器中，AT 占据主要份额，DCT 占比持续提升，根据华经产业研究院数据，2015-2020 年 AT 渗透率持续维持在 1/3 左右，DCT 渗透率从 8.3% 快速增至 28%。从发展趋势看，我们认为国内市场 DCT 在欧系、自主品牌的推动下将继续保持增长，对应市场份额有望稳步提升。

图 9：乘用车变速器类型的份额变化情况



数据来源：中国汽车工业年鉴，西南证券整理

图 10：2015-2020 乘用车各类变速器终端销量占比

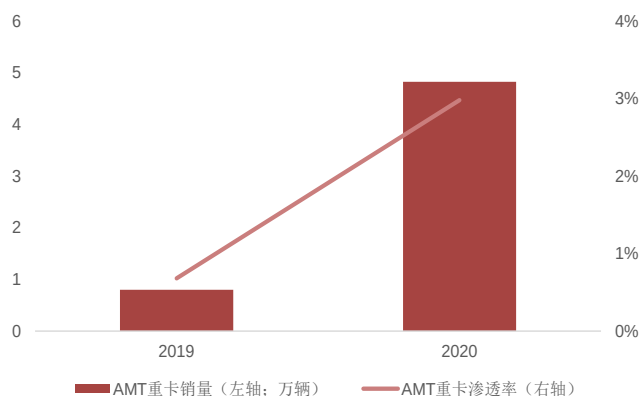


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

重卡 AMT 渗透有望加速。卡车之家的数据显示，2020 年国内 AMT 重卡销量同比增长 562% 至约 4.8 万台，但目前国内 AMT 重卡的渗透率仅为 3%，较欧美国家 80% 的渗透率仍有较大的差距。根据北航交通科学与工程学院教授徐向阳预测 2025 年 AMT 重卡市场占有率将达到 50%，2030 年将达到 90%，重卡 AMT 市场的空间巨大。我们认为，重卡 AMT 的爆发具有一定的确定性：1) 技术趋于成熟，国内中国重汽、法士特等企业于 2010 年前后开始 AMT 技术研发，10 多年的研发积累使得技术逐渐成熟，驾驶平顺性能和节油性能明显提升；2) 外资 AMT 变速箱国产化后成本大幅下降；3) 相比 MT，重卡 AMT 兼具操作便捷性、安全性，并且油耗更低、动力更强；4) 排放标准趋于严格的背景下，AMT 是大势所趋。

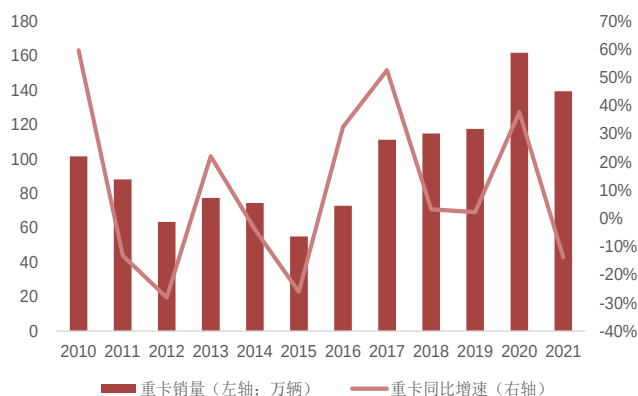
2025 年重卡 AMT 同步器市场规模有望超 5 亿元。1) 假设 21 年重卡 AMT 同步器的单车价值为 1010 元，每年下降 10 元；2) 考虑到我国重卡 AMT 技术的成熟、成本的降低，以及年轻一代重卡司机对驾驶便捷性、平顺性、动力的追求，我国重卡 AMT 渗透率有望不断向欧美靠近，假设 20-25 年重卡 AMT 渗透率匀速增长到 50%；3) 假设 22 年重卡销量同比下降 35%，23 年基于稳增长背景下恢复式增长的逻辑销量同比增长 22%，24-25 年销量每年增长 5%/3%。则测算出 2021 年我 AMT 重卡同步器市场规模 1.7 亿元，2025 年达 5.7 亿元，年复合增速达 35%。

图 11：我国 AMT 重卡销量与渗透率走势



数据来源：卡车之家，西南证券整理

图 12：我国重卡销量走势



数据来源：中汽协，西南证券整理

表 3：我国重卡 AMT 同步器行业空间测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
我国重卡销量 (万辆)	162	139	90	110	115	118
重卡销量 YOY	37.70%	-13.80%	-35%	22%	5%	3%
AMT 重卡同步器单车价值 (元)	1020	1010	1000	990	980	970
AMT 重卡渗透率	3%	12%	22%	31%	41%	50%
AMT 重卡同步器市场规模 (亿元)	0.5	1.7	2.0	3.4	4.6	5.7

数据来源：中汽协，西南证券

综上分析，我们认为在 DCT 渗透率有望稳步提升、AMT 重卡渗透有望加速的背景下，公司同步器业务的市场前景仍较好。

同步器行业拥有一定壁垒，公司是国内该行业优质上市公司。同步器行业主要有两方面的壁垒：1) 同步器齿环是同步器的关键零部件之一，也是汽车变速器中的关键零部件之一，其性能的优劣直接决定了同步器以及变速器的性能，因而齿环的耐冲击、耐磨性、摩擦系数、加工精度等要求很高，这些构成了进入行业的技术壁垒；2) 汽车零部件厂商要进入汽车制造商及其一级供应商的供应体系需要经过严格的认证及较长的认证周期，这构成了进入行业的认证壁垒。公司是国内同步器行业的优质上市公司，主要竞争对手有贺尔碧格、欧瑞康、武汉协和齿环等。

表 4：公司主要竞争对手简要情况

公司名称	主要客户
贺尔碧格传动技术 (常州) 有限公司	奇瑞、捷豹、路虎、一汽-大众
武汉协和齿环有限公司	一汽-大众
代傲同步技术制造 (无锡) 有限公司	一汽-大众 (大众、奥迪、斯柯达)、一汽海马、长城
常州光洋轴承股份有限公司	东风乘用车
欧瑞康传动系统 (苏州) 有限公司	一汽-大众 (大众)
浙江迅达汽车部件有限公司	上汽通用五菱

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 差速器市场空间大，国内竞争格局好

差速器是汽车必备零部件。在汽车转弯时，左右轮转速会不一致，差速器正是用于调节汽车左右轮的转速的必不可少的零部件，无论燃油车还是新能源车均会使用差速器，前驱或后驱车通常会使用 1 套差速器总成，而四驱车则会使用 3 套差速器总成，所以差速器的市场空间很大。

图 13：差速器机构图



数据来源：汽车维修技术网，西南证券整理

图 14：市场上目前的部分四驱车型



数据来源：太平洋汽车，西南证券整理

测算我国乘用车差速器总成行业规模约 48 亿元，2025 年有望超 53 亿元。假设每台乘用车使用一套差速器，2021 年每套差速器总成平均价格 223 元，则测算出 2021 年我国乘用车差速器总成规模约 48 亿元，按乘用车销量 22 年同比增长 8%、之后每年同比增长 3%、每套差速器总成价格每年下降 3 元测算，则 2025 年我国乘用车差速器总成规模有望超 53 亿元。但实际上四驱车也拥有一定的市场，大众、丰田都有不少 4 驱的车型，而每台四驱车使用 3 套差速器，所以市场空间预计更大。

表 5：我国乘用车差速器行业空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
我国乘用车销量（万辆）	2148	2320	2390	2461	2535
我国乘用车销量增速	6.46%	8%	3%	3%	3%
差速器总成单车价值量（元）	223	220	217	214	211
我国差速器总成规模（亿元）	47.9	51.0	51.9	52.7	53.5

数据来源：中汽协，西南证券

国产性价比优势高，国内竞争格局好。公司在差速器的外资竞争对手主要有日本的武藏精密、大冈、法国的利纳马、德国的德西福格、韩国的韩松。外资在技术上有先发优势、在客户上也有深厚的积累，但是目前技术方面国产品牌已经逐渐把差距缩小，客户方面，由于新能源汽车的发展，传统主机厂以及新势力都有大量的新需求，并且国产品牌价格优势明显，使得国产品牌也能够不断获取客户。国内公司来看，目前 A 股上市公司中涉及差速器业务的公司仅 10 家，已形成千万级以上收入的公司目前仅豪能股份、精锻科技、科华控股，竞争格局较为松散；差速器总成领域，仅豪能股份和精锻科技已经规模化，并且在积极的产能布局。

表 6：业务包含汽车变速器的 A 股上市公司

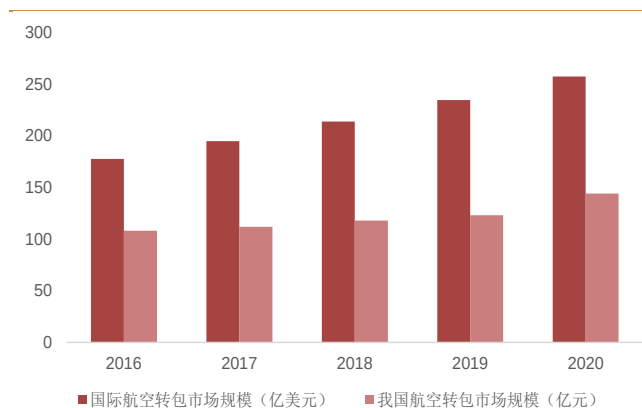
公司名称	变速器业务概况	产能规划
豪能股份	- 正有序推进投资 10.6 亿元的汽车变速器总成生产基地项目，变速器行星齿轮、半轴齿轮生产线已初具规模 - 拥有一汽、大众、吉利、东风、采埃孚等客户	公司计划 2025 年/2030 年分别形成年产 500 万套/1000 万套变速器总成产能，22 年预计产生 3.1 亿元收入。
精锻科技	- 公司主营业务包括变速器锥齿轮，新能源变速器总成等产销量位居行业前列 - 拥有沃尔沃、博格华纳、全球知名电动车大客户、日系知名品牌、国内知名技术公司及造车新势力等客户	年产 150 万套变速器总成项目即将投产，180 万套新能源汽车电驱传动部件总成产能建设正有序开展。
科华控股	变速器壳产品已经逐步形成量产规模，2021 年实现营业收入 2027.51 万元	-
派生科技	全资子公司肇庆鸿特和台山鸿特主要产品包括变速器等传统汽车零部件铝合金压铸件	-
富奥股份	参股的采埃孚富奥底盘技术（长春）有限公司主营业务包含变速器壳体	-
天润工业	完成了变速器壳体新产品的开发	-
光洋股份	天海基地有研发制造变速器	-
远东传动	主要研发项目包括变速器	-
双环传动	公司将积极开展变速器总成的研发与生产	-
襄阳轴承	正在研究乘用车变速器用轴承新产品技术	-

数据来源：各公司 2021 年年报，西南证券整理

2.3 航空航天配套市场空间广阔

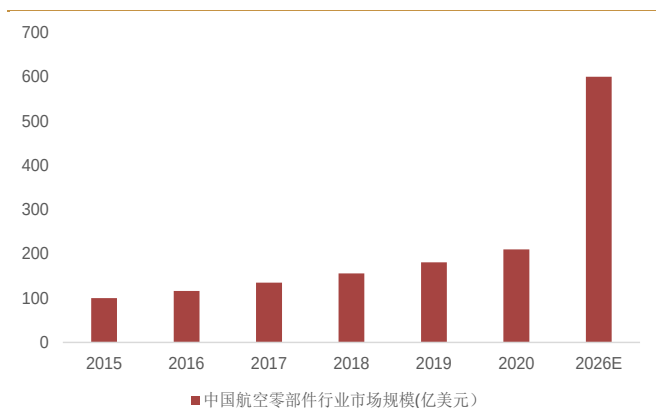
航空零部件转包市场持续扩容，我国相关市场稳步发展。根据 Grand View Research 数据，2016-2020 年国际航空转包市场规模从 177.7 亿美元增至 257.4 亿美元，CAGR9.7%。同期，根据工信部数据，2016-2020 年我国航空转包市场规模从 103 亿元增至 144 亿元，CAGR8.7%。在我国经济实力不断增强、国防工业投入不断提高、支持政策不断出台的背景下，我国航空产业有望继续发展壮大。根据前瞻研究院预测，2026 年中国航空零部件制造行业市场规模将达到 600 亿美元，2020-2026 年 CAGR19.1%。

图 15：国际航空转包市场规模和我国航空转包市场规模



数据来源：Grand View Research，工信部，西南证券整理

图 16：我国航空零部件制造行业市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，Oxford economics MBS，西南证券整理

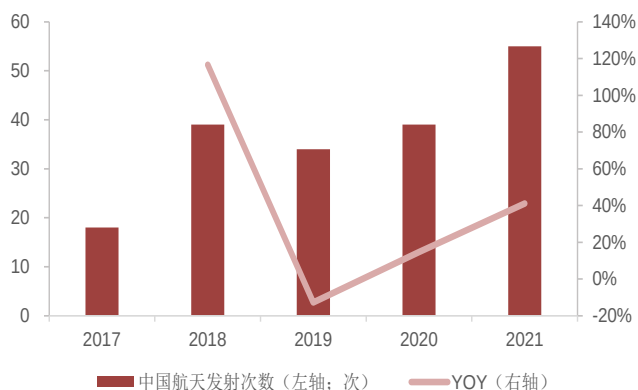
表 7：“十四五”期间我国通用航空相关发展目标

目标	具体内容
建设现代化基础设施体系	建设现代化综合交通运输体系，加快建设世界级港口群和机场群，稳步建设支线机场、通用机场和货运机场，积极发展通用航空。构建多层次、一体化综合交通枢纽体系，优化枢纽场站布局、促进集约综合开发，完善集疏运系统，发展旅客联程运输和货物多式联运，推广全程“一站式”、“一单制”服务。
促进国防实力和经济实力同步提升	加强海洋、空天、网络空间、生物、新能源、人工智能、量子科技等领域统筹发展，加大经济建设项目贯彻国防要求力度，推进武器装备市场准入、空中交通管理等改革。
培育先进制造业集群	聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，增强要素保障能力，培育壮大产业发展新动能。

数据来源：《“十四五”规划和2035 远景目标纲要》，前瞻研究院，西南证券整理

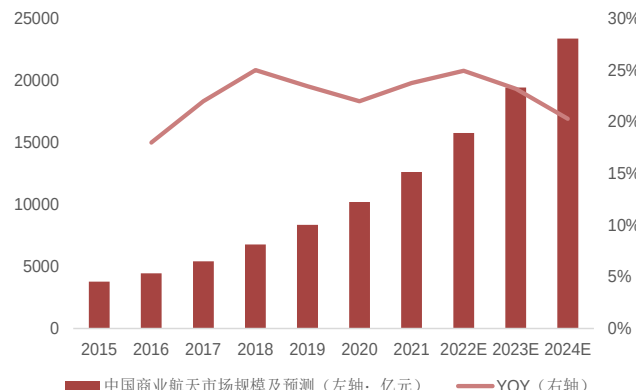
商业卫星需求或爆发式增长，商业航天市场空间广阔。2021 年中国航天发射次数达到 55 次，在全球发射榜中已坐上第一的宝座，随着政策密集出台，航天立法加快，商业航天发展正有序推进。根据中研普华的数据，预测未来 5-10 年中国的商业小卫星发射需求大于 4000 颗，商业卫星制造的需求或呈现爆发式增长，将有力带动我国航天业务规模持续增长。根据艾媒咨询预测，2024 年我国商业航天市场规模有望达到 2.3 万亿元，2021-2024 年 CAGR22.8%。

图 17：中国航天发射次数



数据来源：中国航天科技集团，西南证券整理

图 18：中国商业航天市场规模及预测



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

3 公司分析：“汽车+航空航天”双轮驱动，看点诸多

3.1 看点一：延伸汽零产品线，同步器主业稳健

3.1.1 立足同步器齿环，延伸同步器总成全产品线

公司业务起步于同步器齿环，齿环品种齐全。1983 年长江机械开发出同步器齿环材料生产技术和齿环的成型技术，是中国最早的同步器齿环生产厂家，此后先后成为一汽集团、长安集团、唐山爱信、一汽-大众、格特拉克等厂商的供应商。2008 年公司在收购长江机械后即以长江机械为基础发展同步器齿环业务，现有的同步器齿环种类齐全，包括不同工艺和表面纹理的铜环、锻造钢环、冲压钢环、中间环，应用领域既包括乘用车手动变速器、DCT 变速器，也包括商用车的变速器。

图 19：公司的同步器齿环产品

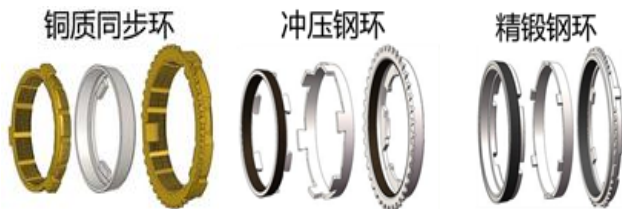
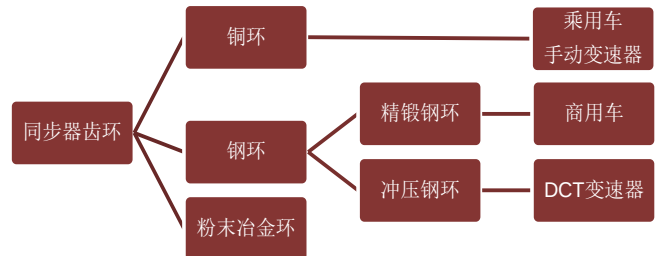


图 20：公司同步器齿环的分类及应用场景

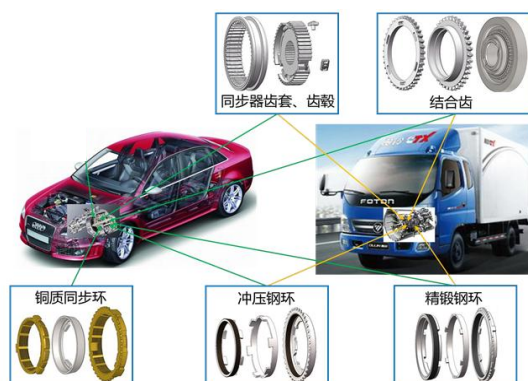


数据来源：招股说明书，西南证券整理

数据来源：招股说明书，西南证券整理

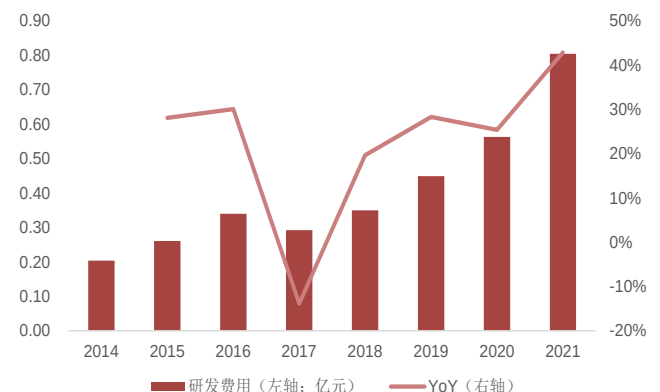
立足同步器齿环，打造同步器总成全产业链。在同步器齿环的基础上，公司加大研发力度，从 2012 年起扩充了齿毂、齿套、结合齿等同步器总成其他零部件产品，产品种类不断丰富。公司在同步器系统产品上的开拓是基于在同步器齿环上积累的深厚经验，作为中国最早的同步器齿环生产厂家，公司具备了成熟的模具设计制造、材料配比、铸造挤压、精锻、冲压、高精度切削加工、热处理、喷钼等生产工艺，目前公司已具备同步器总成全产业链、全产品线供应能力。

图 21：公司的同步器系统产品



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 22：2014-2021 年公司研发费用快速增长



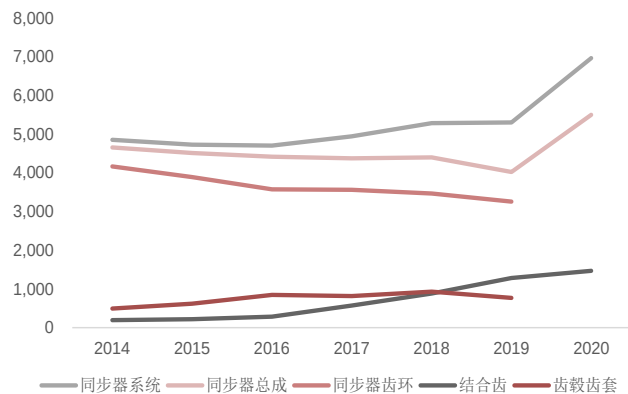
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.2 量升价稳，营收持续增长

产品线扩充助力同步器产品整体销量持续增长。2014-2019 年，公司同步器齿环的销量持续下滑，其中 1) 2015-2016 年下滑主要在于应用于乘用车的铜环的需求由于乘用车手动变速器市场份额下降以及冲压钢环的一定替代作用而出现了下降，另外，主要应用于商用车的精锻钢环由于 2015 年商用车市场低迷而需求下滑；2) 2018-2019 年的下滑，主要由于 AT 和 CVT 变速箱的市场份额提升以及 2018 年下半年开始汽车行业销量下滑，导致铜环等产品需求下降。而得益于公司扩充同步器总成的产品线，在齿毂齿套尤其是结合齿的助力下，公司同步器系统零部件（包括齿环、齿毂齿套、结合齿）的销量仅在 2016 年出现微幅下滑（同比-0.5%），2014-2020 年的其他年份均持续增长，CAGR6.2%，其中 2020 年的增速达 31.3%，主要系产能投放、订单增加。

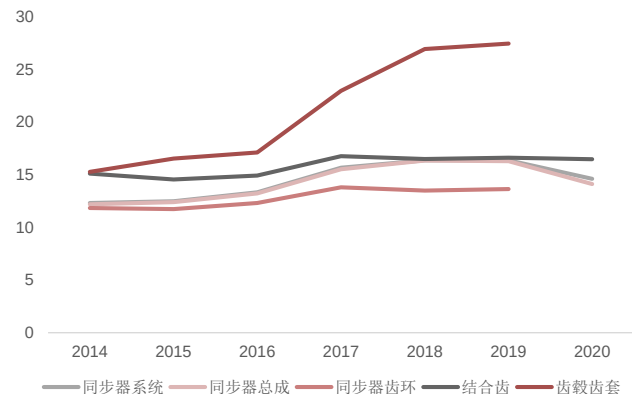
单价较为稳定。2014-2017 年，同步器齿环、齿毂齿套、结合齿的单价均稳步提升，带动同步器系统零部件（包括齿环、齿毂齿套、结合齿）的单价从 12.3 增至 15.7 元；2017 年来，同步器系统零部件（包括齿环、齿毂齿套、结合齿）的单价基本稳定在 15 元左右，2020 年单价为 14.6 元。

图 23：公司同步器系列产品销量走势（万件）



数据来源：wind，西南证券整理；注：同步器总成包括齿环、齿毂齿套；同步器系统包括齿环、齿毂齿套和结合齿；2021 年公司未披露细分的销量

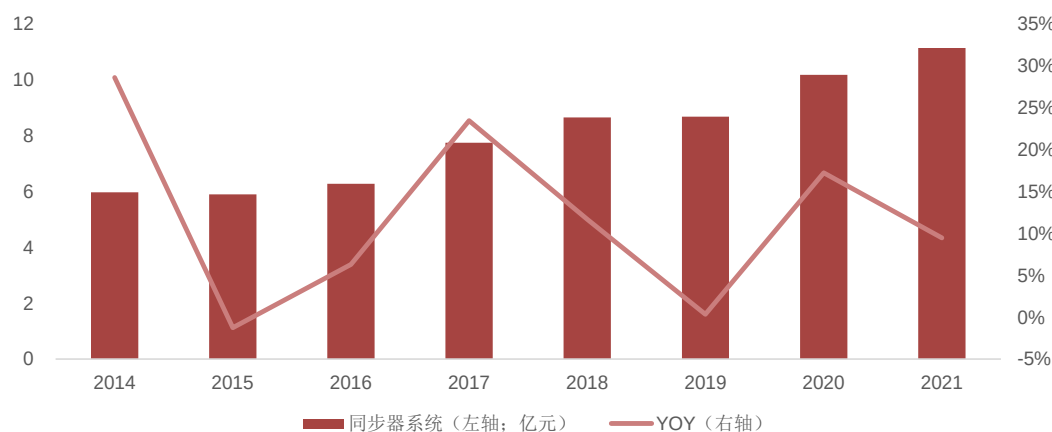
图 24：公司同步器系列产品单价走势（元）



数据来源：wind，西南证券整理；注：同步器总成包括齿环、齿毂齿套；同步器系统包括齿环、齿毂齿套和结合齿；单价计算方式为营收/销量；2021 年公司未披露细分的销量

营收持续增长。在销量持续增长，单价较为稳定的情况下，公司同步器系统零部件（包括齿环、齿毂齿套、结合齿）的营收持续增长，2014-2021 年从 6.0 亿元增至 11.1 亿元，CAGR9.3%，远超同期我国汽车销量的增速（CAGR1.6%）和乘用车销量的增速（CAGR1.2%）。

图 25：公司同步器系统营收走势



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：同步器系统收入包括齿环、齿毂齿套和结合齿的收入

3.1.3 不断斩获新订单，AMT 有望助力营收持续增长

实力强劲，深受客户认可。公司是同步器领域龙头，无论是在乘用车还是商用车方面，公司均拥有强劲的实力，拥有明显的竞争优势，公司在该领域已经实现了从模具设计制造、原材料熔炼制造、管材挤制、精密锻造、高精度机械加工、热处理到总成装配等的全产业链布局，深获客户认可，曾获“一汽大众 30 年风雨同舟奖”、“采埃孚福田卓越质量奖”、“法士特优秀供应商”、“重汽优秀供应商”等多项荣誉。

乘用车：量价齐升，收入有望保持稳健增长。量方面，作为国内同步器领域龙头，凭借强劲的实力，公司在同步器领域仍然不断斩获新订单，2020 年以来，公司获得大众、麦格纳、上汽、一汽、吉利、长安、长城等客户的订单，较好的对冲了燃油车市场的下滑；价方面，公司同步器业务不断从零件向总成转型，单车的价值量也在持续提升。因此，在传统车市场规模在不断缩小的背景下，我们认为公司传统乘用车同步器业务收入能基本保持稳健增长。

商用车：国内海外齐发力，AMT 同步器业务有望放量。商用车领域，公司与法士特、采埃孚、重汽、上汽等客户在同步器领域广泛合作，多个项目正在有序推进。国内方面，公司已获得采埃孚新订单，为采埃孚重卡 AMT 项目独家配套同步器和行星机构等零件，预计全年配套 8-9 万辆车；同时，公司参与了法士特、重汽等重卡 AMT 相关项目的研发，并成功获得订单。海外方面，公司积极拓展海外重卡 AMT 市场，部分产品直接出口德国采埃孚总部，并将配套欧洲奔驰、达夫、曼、斯堪尼亚等整车厂。产能方面，公司投资 1.5 亿元的重卡 AMT 项目已逐步形成量产能力，将能够及时的满足未来订单的增长，若国内重卡 AMT 市场爆发，公司将极大的受益。

总体来看，我们认为，公司传统车乘用车同步器业务在量价齐升的背景下收入有望保持稳健增长，同时公司在重卡 AMT 业务的布局则有望为传统同步器业务增长加码。

表 8：公司在同步器系统上的订单

产品类别	时间	客户	细分产品	项目	进展及其他
同步器	2017 年	重庆青山	/	MF618A01 、 MF622C01 、 MF620C31	进入量产供货
		唐山爱信	/	F625G、R626B	进入量产供货
	2019 年	麦格纳动力总成系统	锻造件、同步器系统和驻车系统	DCT300、DCT302、DCT400、HDT300、HDT302、HDT400 等项目	签署战略合作协议，协议周期为 5 年
		法士特、上汽、采埃孚等	/	法士特 5D/6D、上汽 6D、采埃孚 Traxon/5S320E、上汽 B16 等项目	正在有序推进
	2020 年	大众	锻造齿轮坯件	/	获得订单，供货量将达到 435 万件/年
		大众、麦格纳、上汽、一汽、吉利、长安、长城等客户	/	/	获得订单
		采埃孚	同步器和行星结构等零件	AMT 变速箱 Traxon 项目	部分产品已直接出口德国采埃孚总部，并配套欧洲奔驰、达夫、曼、斯堪尼亚等整车厂

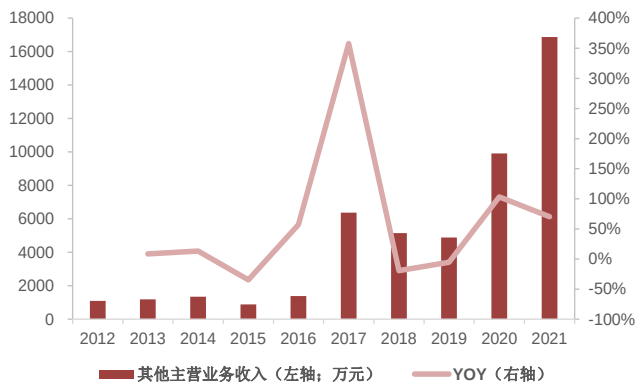
产品类别	时间	客户	细分产品	项目	进展及其他
齿环	2018 年	唐山爱信	同步环	F616 项目	进入量产供货
		大连大众	同步环	DQ200 项目	进入量产供货
		大连大众	双离合变速器中间环	DQ200 项目	定点, 计划 7 月中旬交样 (2018 年半年报)
		格特拉克	内环、中间环	DCT300 项目	定点并成功交样 (2018 年半年报)
齿毂齿套	2018 年	天津大众	齿毂、齿套	DQ400E 项目	进入量产供货
		江西格特拉克、福特 (亚太)	同步器齿套	MX65 项目	进入量产供货
		捷孚	同步器齿毂、齿套	eDCT350 项目	进入量产供货
		一汽	同步器齿毂、齿套	DCT270 项目	进入量产供货
		东风格特拉克	同步器齿套	DCT200 项目	进入量产供货
	2020 年	福特巴西工厂	同步器齿套	MX65 同步器齿套项目	已进入福特全球采购体系
结合齿	2017 年	天津大众	结合齿	DL382、DQ380 项目	进入量产供货
		大连大众	结合齿	DQ200 项目	进入量产供货
		格特拉克	结合齿	7DCT330 项目	进入量产供货
	2018 年	天津大众	结合齿	DQ400E 项目	进入量产供货
	2019 年	格特拉克 (江西)	三倒档结合齿圈、四档齿圈、五六档结合齿圈和二轴爬行档结合齿圈	MT88 项目	签订《单独供货合同》, 计划供货量为 4,021,928 件。
		麦格纳 (欧洲)	结合齿	DCT300、DCT400 和 HDT400 项目	收到提名信, DCT300 项目结合齿已量产。预计带来销售收入 7.68 亿元。
未披露	2018 年	格特拉克	/	N720 项目	进入量产供货
		上汽变速器	/	DCT360 项目	进入量产供货
		安徽星瑞	/	6T450、MF20B、MF70B 项目	进入量产供货
		上汽变速器	/	SH15M6D、SC22M6 系列	进入量产供货
	2021 年	一汽、麦格纳、大众、吉利、长城等客户	/	/	获得订单
		法士特、重汽等	/	/	部分项目已经量产

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 看点二: 重点拓展变速器, 打造新成长曲线

公司在以同步器产品为重心的基础上, 凭借在同步器系统积累的丰富经验, 加大了对变速器、离合器及其他新产品的研发投入, 进一步丰富自身产品线, 优化产品结构。目前, 公司在新业务上的体量已初具规模 (2021 年其他主营业务收入为 1.7 亿元, 占总营收 11.7%), 并且公司的客户资源优质, 在新业务上持续斩获新订单, 未来具备不错的发展潜力。

图 26：其他主营业务收入走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：其他主营业务收入占总营收比重走势

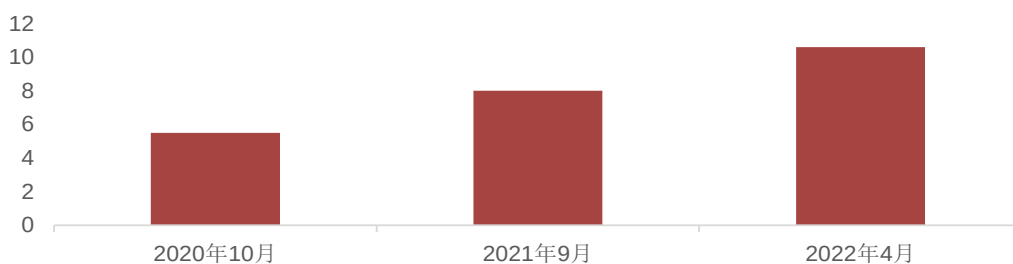


数据来源：公司公告，西南证券整理

差速器系统获取多个订单，是公司未来重要增长点。差速器系统产品是公司目前重点布局的产品系列，主要产品为行星齿轮、半轴齿轮、差速器壳体和差速器总成等。2018 年公司研发多年的差速器系统产品获突破，正式进入差速器系统领域，此后陆续获得大众、麦格纳、威睿电动、一汽轿车、吉利、东风鼎新科技、长城等客户的差速器零件或总成订单。我们认为，差速器系统是公司未来非常重要的增长点，原因在于：

- 1) **公司差速器竞争能力较强。**差速器拥有广阔的市场空间，并且国内竞争格局较为友好，而公司一直以来重视差速器系统的研发，目前已具备自主设计、同步开发和生产制造的能力，并完全自主设计了 EDS 差速器总成且独家配套新能源汽车极氪 001，具备较强竞争能力。
- 2) **储备项目丰富。**2021 年公司 206 个研发项目中有 40 个差速器系统项目，占比 19.4%，公司 500 个研发产品中 87 个差速器系统产品，占比 17.4%，为未来创收、提高市场占有率打下了良好的基础。
- 3) **持续增加投资，差速器业务雄心勃勃。**最早 2020 年 10 月公司差速器项目投资预算不超 5.5 亿元，最新公司可转债预案显示投资预算已经增至 10.6 亿元，一方面反映了市场的火热、公司潜在订单的饱满，另一方面彰显了公司致力于成为国内差速器领域领先企业的决心。短期看，目前泸州豪能正有序推进汽车差速器总成生产基地项目，差速器行星齿轮、半轴齿轮生产线已初具规模，丹麦 DISA 铸造线即将安装完毕，22 年差速器收入有望放量。中长期来看，公司计划 2025 年/2030 年分别形成年产 500 万套/1000 万套差速器总成产能，25 年有望实现年收入 10+亿元，30 年有望实现年收入 20+亿元，将为公司的营收增长做出重要贡献。

图 28：公司差速器项目的投资预算持续增长（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 9：公司差速器一期投资项目效益测算（万元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入	30,725.13	68,712.80	88,427.18	107,668.02
营业成本	24,898.67	50,395.58	63,595.51	76,437.70
营业税金附加、其他税金及各费用	4,278.82	6,014.13	7,368.20	8,035.40
利润总额	1,547.64	12,303.09	17,463.47	23,194.92
减：所得税费用	232.15	1,845.46	2,619.52	3,479.24
净利润	1,315.50	10,457.62	14,843.95	19,715.68

数据来源：公司公告之《公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复》，西南证券整理

差速器外，公司积极拓展离合器系统、轨道交通系统等业务，也有望为公司的发展贡献一定增量。

- **离合器产能已投产，收入有望放量。**2017 年公司 IPO 时的募投项目之一“双离合变速器（DCT）用离合器支撑及主转毂生产线建设技改项目”已在 2021 年 4 月通过验收并开始摊销，根据招股说明书，该项目可新增双离合变速器（DCT）用离合器支撑年产 110 万件、主转毂年产 110 万件，预计每年可实现年度营业收入 1.8 亿元、净利约 4130 万元。21 年该项目产能利用率仅 48.0%，还有较大提升空间，根据公司与麦格纳签署的部分供货协议，部分型号双离合变速器（DCT）用离合器支撑及主转毂产品需求在接下来两年有望实现翻倍，进一步有效提升该项目产能利用率。

表 10：公司“双离合变速器（DCT）用离合器支撑及主转毂生产线建设技改项目”的产能利用情况

时间	产能	产量	产能利用率	备注
2019 年	220	55.96	25.44%	2019 年 4 月本项目结项
2020 年	220	100.98	45.90%	-
2021 年	220	105.63	48.01%	2021 年 4 月通过验收并开始摊销

数据来源：公司公告，西南证券整理

- **轨道交通系统已获台湾地铁项目订单。**公司的轨道交通系统产品主要由母公司生产销售，主要产品是迷宫密封环，2018 年实现批量生产，可用于高铁齿轮箱、商用车缓速器、石油钻采、化工及核工业领域。公司的轨道交通产品主要通过采埃孚直接配套国内高铁，2019 年获得采埃孚台湾地铁项目订单，若后续能继续打开国内高铁市场，将具备不错的发展空间，为公司贡献新的增量。

表 11：公司在差速器等新业务上的订单

产品类别	时间	客户	细分产品	项目	进展及其他
差速器系统	2018 年	大众	行星齿轮、半轴齿轮	MQ250 和 DQ381 项目	取得订单
	2019 年	格特拉克（江西）	行星齿轮、半轴齿轮	B6+项目	收到单独供货合同。规划的年需求量约 11 万套。
		吉利全资子公司威睿电动	差速器总成	威睿电动 EDS 项目	收到供应商定点通知。预计带来销售收入 4.68 亿元。
		大众	差速器零件	大众 MQ250/DQ381/DL382/DQ500/DQ501 项目	取得订单

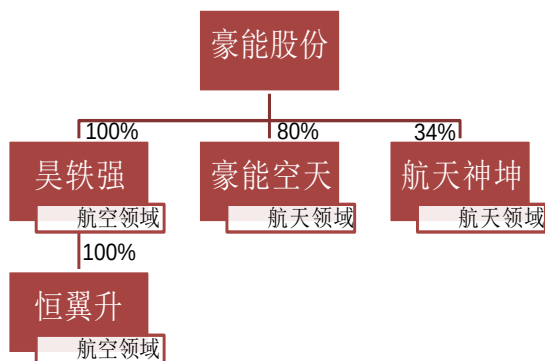
产品类别	时间	客户	细分产品	项目	进展及其他
		一汽轿车	差速器总成	DHT400 项目	取得订单
	2020 年	一汽、大众、吉利、东风鼎新科技等	差速器行星半轴齿轮、壳体和总成	-	取得订单
	2021 年	大众、吉利、长城等	差速器行星半轴齿轮、壳体和总成	-	大众、东风、吉利等多个差速器项目实现量产，其中公司完全自主设计的 EDS 差速器总成独家配套新能源汽车极氪 001。
离合器系统	2019 年	麦格纳（欧洲）	主转毂零件	DCT300 和 DCT400 项目	收到提名信，DCT300 项目主转毂已量产。预计带来销售收入 4.46 亿元。
	2020 年	麦格纳（欧洲）	主转毂零件	HDT400 项目	收到提名信
轨道交通	2019 年	采埃孚	/	台湾地铁项目	取得订单

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 看点三：聚焦两翼，航空航天业务发展迅速

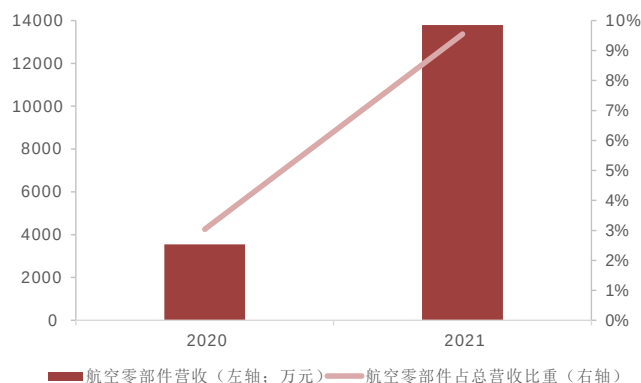
快速切入航空航天，业务发展迅速。2020 年公司通过收购昊轶强 68.88% 的股份快速切入市场空间大、盈利水平高的航空高端装备制造领域，并投资设立恒翼升，2021 年公司收购昊轶强剩余股权，投资设立豪能空天，同时参与航天神坤增资扩股项目，持有其 34% 股权，从而将业务扩展到航天火箭核心单机级产业链。目前公司在航空航天业务领域已布局昊轶强、恒翼升、豪能空天和航天神坤四家公司，成功构建了聚焦于航空航天方向的两翼发展格局。依靠公司积极布局，2020 年航空零部件业务首次实现营收 0.4 亿元，2021 年收入升至 1.4 亿元，同比增长 288.3%，占总营收比重同比增长 6.5pp 至 9.6%。

图 29：公司在航空航天领域的布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：航空零部件营收及占总营收比重



数据来源：wind，西南证券整理

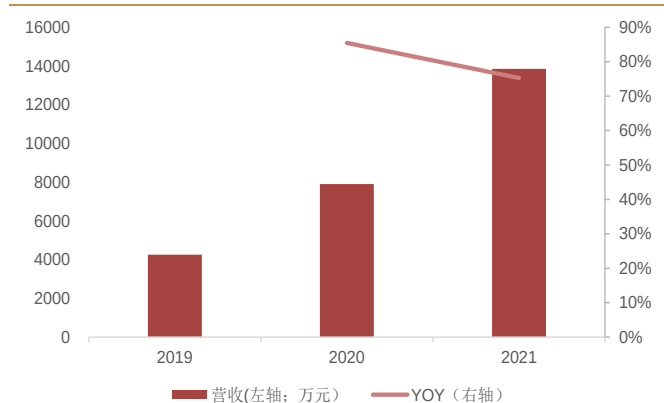
昊轶强实力雄厚，营收利润增长迅速。昊轶强是公司航空高端装备制造业务的核心资产，其实力雄厚，拥有成飞与成飞民机多个重要项目订单，涉及各型军用及民用飞机（ARJ21、C919、波音、空客等）的结构件、标准件、试验件、钣金件及工装模具等多个产品，此外业务也涉及飞机外场加改装技术服务，昊轶强在加工质量、交货周期、服务响应速度等方面均得到客户的高度认可，2019-2021 年连续 3 年荣获成飞“优秀供应商”荣誉，且 2021 年度

同时获成飞民机“优秀供应商”荣誉。2019-2021 年昊轶强营收由 0.4 亿元增至 1.4 亿元，CAGR80.3%，净利润由 1524.6 万元增至 5646.6 万元，CAGR92.4%。

航空项目建设稳步开展。目前，公司在成都经开区为昊轶强提供的厂房已实现量产；同时，昊轶强对其原有厂房、设备进行升级改造，大幅提升了生产效率和产能；新都航空产业园航空零部件研发制造项目第一期航空零部件精密制造厂房正在进行产线建设，将于 2022 年形成产能。未来，随着第二期航空钣金加工厂房项目的逐渐落地，以及飞机加改装业务的进一步拓展，航空零部件业务占公司营业收入和利润的比例有望进一步上升。

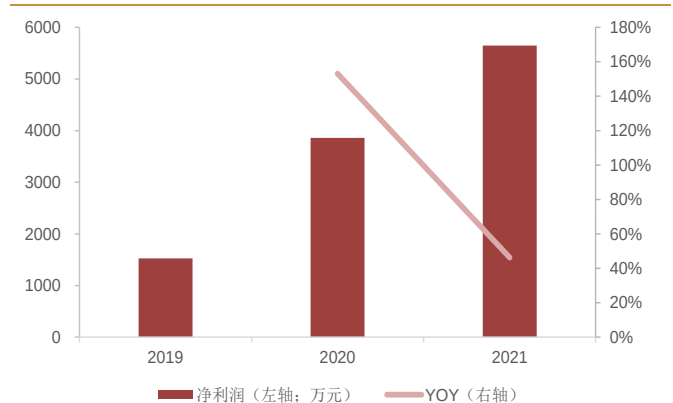
调整业绩承诺彰显公司信心。公司最初收购昊轶强股权时，昊轶强 20-22 年的业绩承诺（扣非后净利润）分别是 3000/4000/5000 万元。2020 年昊轶强扣非净利润为 3827 万元，超过承诺 27.6%。2021 年公司收购昊轶强剩余股权时，昊轶强调高了业绩承诺，21-23 年的业绩承诺（扣非后净利润）分别是 4500/5000/6000 万元，不仅提高了 21 年的业绩承诺，还新增了 23 年 6000 万扣非净利润的承诺，彰显了管理层对航空业务长期发展的信心。

图 31：昊轶强营收走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：昊轶强净利润走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

航天业务有序推进。目前公司航天业务主要依托豪能空天和航天神坤两个平台开展，这两家公司均为公司 2021 年底布局，航天神坤已于 2022 年 2 月完成工商变更登记，公司正式成为其第二大股东，持股 34%，意味着公司成功将产业链拓展到航天火箭核心单机级产业链。

- **豪能空天部分项目已处于试验阶段。**豪能空天为公司在 2021 年底出资设立，持股 80%，主要负责特种阀门、管路及管路附件、压力容器、航天器零配件、发动机零配件等的制造与销售。目前豪能空天与部分商业航天头部企业已建立密切关系，部分项目已处于试验阶段，最早有望 22 年底为公司贡献收入。
- **航天神坤隶属于中国航天科技，客户资源丰富。**航天神坤隶属于中国航天科技集团，是四川航天工业集团创新发展平台、改革实践平台、资本运作平台、原创技术转换地和商业航天定点承制配套企业，对四川航天工业集团的发展具有重要战略意义。航天神坤聚焦发展航天制造、智能装备双主业，培育遥感卫星应用业务，形成“2+1”业务体系，产品逐渐向火箭结构件、航天零部件、智能装备、火工品成套设备聚焦，培育了中科宇航、星际荣耀等外部核心客户，同时也配套中国航天科技集团内部各单位。

表 12：公司航空航天业务主要厂房建设项目情况

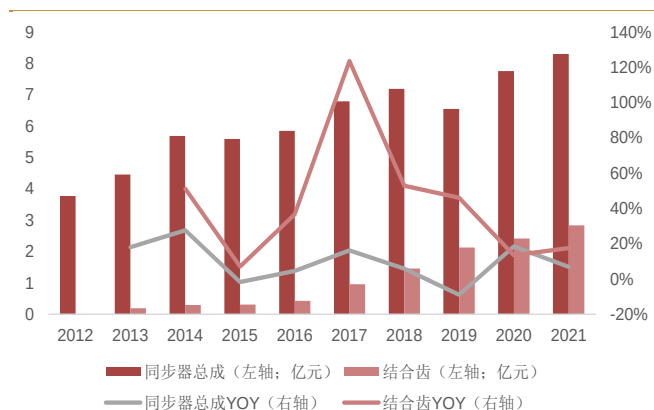
所属业务	具体情况
航空	公司在成都经开区为昊轶强提供的厂房已实现量产
航空	新都航空产业园航空零部件研发制造项目第一期航空零部件精密制造厂房正在进行产线建设，将于 2022 年形成产能
航天	豪能空天厂房基础设施已经开工建设，预计 2022 年三季度开始逐步形成产能

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 看点四：结构均衡盈利改善，产能落地打开成长空间

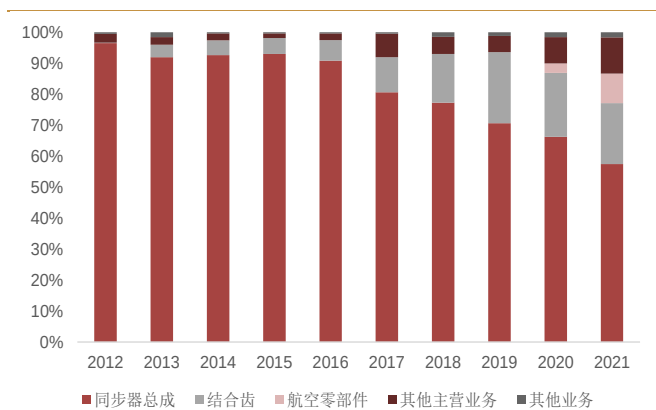
公司的业务结构更加均衡。随着公司结合齿、差速器、离合器以及航空航天业务的放量，公司同步器总成（包括同步器齿环、齿毂、齿套）收入占比也持续降低，由 2012 年的 96.5% 降至 2021 年的 57.5%，同步器系统收入占比（包括同步器齿环、齿毂、齿套和结合齿）由 2012 年的 96.7% 降低至 2021 年的 77.2%，并且结构所有优化，结合齿收入占比由 0.2% 提升至 19.7%，其他主营业务（差速器、离合器等）收入占比由 2.8% 提升至 11.7%；2020 年公司新增航空零部件业务，2020 年年收入占比 3.0%，2021 年提升至 9.6%。

图 33：公司汽车同步器总成与结合齿业务营收走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：公司营收构成



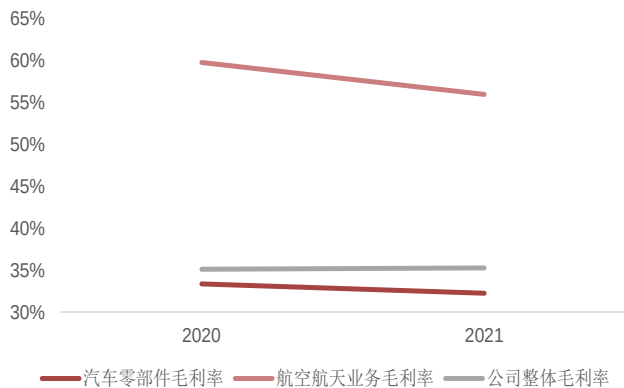
数据来源：公司公告，西南证券整理

我们认为，公司盈利能力未来有望持续改善。

原因一：航空航天业务快速增长改善公司整体盈利能力。2020/2021 年公司航空航天业务毛利率为 59.7%/55.9%，较同期汽车零部件毛利率高 26.4/23.7pp。我们认为，随着未来公司航空航天业务开拓顺利，收入持续快速增长，占比持续提升，公司盈利能力有望持续改善。

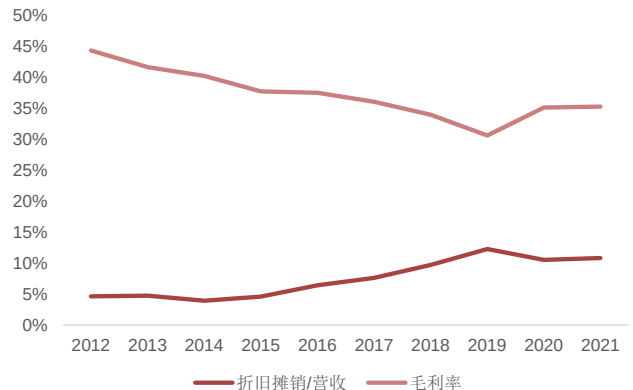
原因二：收入快速增长，折旧摊销占比下降，盈利能力提升。资本开支主要通过折旧摊销影响公司业务利润率，公司的折旧摊销占营收的比重此前随着资本开支增长而较快提升，2012-2019 年由 4.7% 提升至 12.3%；近两年随着收入快速增长，折旧摊销占营收的比重已有所下降，2021 年折旧摊销占营收的比重为 10.8%，较 2019 年下降了 1.4pp。随着未来公司“汽车+航空航天”双主业快速增长、产能利用率持续提升，相应的折旧摊销占比有望逐步走低，公司盈利能力有望持续改善。

图 35：公司毛利率在航空航天业务的带动下实现了同比正增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

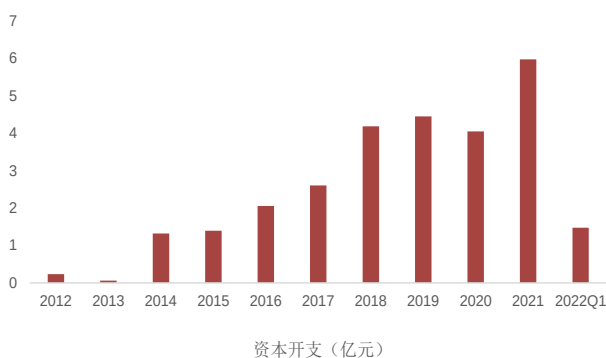
图 36：公司的折旧摊销占营收比例的走势与毛利率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

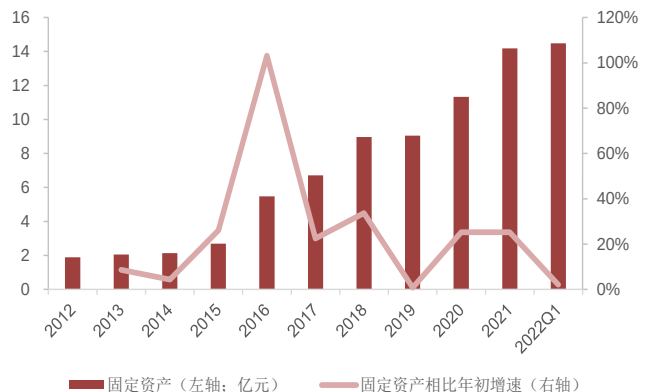
近年来公司资本开支迅速增长。2012-2021 年公司资本开支 CAGR 达到 43.1%，2016 年开始公司的年度资本开支维持在 2 亿元以上，其中，2020/2021 年分别达到 4.0/6.0 亿元，同比变动-9.1%/47.6%。相应的，公司固定资产和折旧与摊销逐年增长，固定资产从 2012 年的 1.9 亿元提升至 2021 年的 14.2 亿元，CAGR 达 25.1%，折旧与摊销（见图 43）从 2012 年的 0.2 亿元提升至 2021 年的 1.6 亿元，CAGR 达 27.0%，主要原因是 2014 年开始公司多个产能建设项目陆续开建。

图 37：公司的资本开支走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：公司的固定资产走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司持续投建新项目，打开未来成长空间。2014 年开始公司的新产能建设项目陆续开建，导致公司资本开支迅速增长。近几年公司项目陆续落地，截至 2021 年底，募投的三个项目以及汽车同步器系统智能生产基地项目均已结项并已实现部分效益。目前公司在建项目主要为汽车同步器系统智能生产基地项目、航空零部件研发制造基地第一期项目与汽车差速器总成生产基地项目，在建项目合计投资总额约 16.6 亿元，其中汽车同步器系统智能生产基地项目进度已达 95%且已累计转入固定资产 4.2 亿元。随着这些项目陆续投产，公司产品品类增多，“汽车+航空航天”双主业布局持续推进，中长期成长空间打开。

表 13：公司主要产能建设项目

项目名称	投资总额 (亿元)	项目开始时间	项目进度	实施主体	详情
成都冲压生产线技改项目	/	2014 年	2015 年 11 月投产	母公司	/
泸州长江机械有限公司整体搬迁项目 (IPO 募投项目)	5.00	2014 年	2019 年 4 月结项	长江机械	搬迁后产能：铜环 3600 万件/年，精锻钢环 310 万件/年，结合齿 2150 万件/年。
双离合变速器 (DCT) 用离合器支撑及主转毂生产线建设技改项目 (IPO 募投项目)	3.20	/	2019 年 4 月结项	长江机械	新增双离合变速器 (DCT) 用离合器支撑 110 万件/年，主转毂 110 万件/年。
年产 1000 万件汽车同步器生产线建设项目	2.10	2016 年	2019 年完工	重庆豪能	/
汽车同步器冲压中间环生产线二期技术改造项目 (IPO 募投项目)	0.77	/	2018 年 12 月结项	母公司	新增汽车同步器冲压中间环 1000 万件/年。
汽车同步器系统智能生产基地项目	5.00	2019 年	2021 年年报披露工程进度 95%	泸州豪能	年产值不低于 10 亿元，21 年泸州豪能汽车同步器系统智能生产基地部分产线已安装调试完毕，模具中心、检验中心、技术中心等建设均按计划有序推进。
航空零部件研发制造基地项目	2.00 (两期合计)	2020 年	2021 年年报披露第一期工程进度 43.79%	昊轶强	第一期计划投资 1 亿元，项目主要产品为航空零部件；第二期将根据第一期项目运营情况，经昊轶强董事会讨论通过和股东大会批准后实施，二期项目预计投资 1 亿元，项目主要产品为航空钣金件等。
汽车变速器总成生产基地项目	10.6	2021 年	2021 年年报披露工程进度 44%	泸州豪能	用于年产 500 万套的汽车变速器总成生产基地建设项目一期工程，目前泸州豪能正有序推进该项目的建设，变速器行星齿轮、半轴齿轮生产线已初具规模。

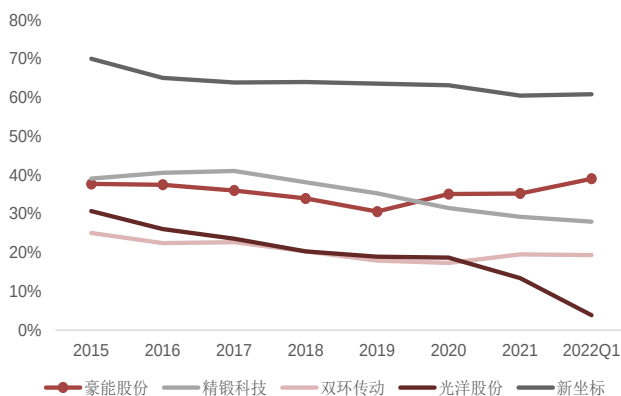
数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

4 财务分析

4.1 盈利能力改善

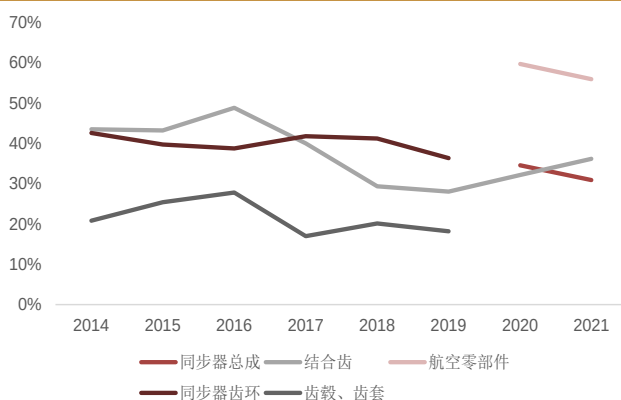
2020 年以来公司盈利能力显著改善。2012-2019 年，公司的毛利率逐年下滑，主要是行业景气度下滑、公司的折旧摊销增加影响了制造费用，以及毛利率较低的齿毂齿套业务营收占比提升等多方面因素叠加；净利率有所波动但也呈下滑态势，主要受毛利率下滑以及期间费用波动影响。2020 年公司毛利率和净利率呈上升趋势，2020 年公司毛利率/净利率分别提升 4.5pp/2.8pp 至 35.1%/16.5%。最新 22Q1 在原材料价格大幅上涨、行业盈利能力大幅承压的背景下，公司的毛利率/净利率分别变化 -0.8pp/+1.6pp 至 39.1%/21.0%，显著优于行业，我们认为可能是新产品放量、募投项目落地量产等原因。随着项目逐步落地、公司汽零业务方面的资本开支预计将下降，同时叠加原材料价格高位回落、结合齿产品的放量、航空航天业务的放量，我们认为公司的盈利能力有望逐步改善。与同行业可比公司相比，公司的盈利能力自 2020 年超越精锻科技以来一直居于行业中上游。

图 39：公司与可比公司毛利率走势



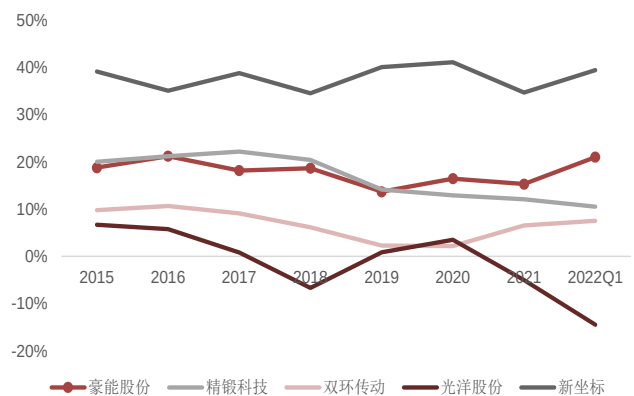
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：公司各产品毛利率



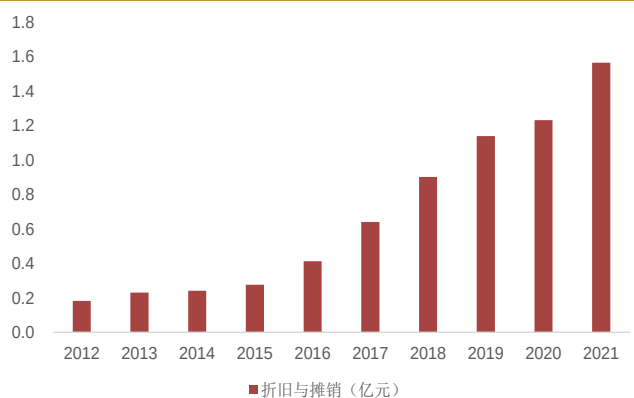
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：公司与可比公司净利率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

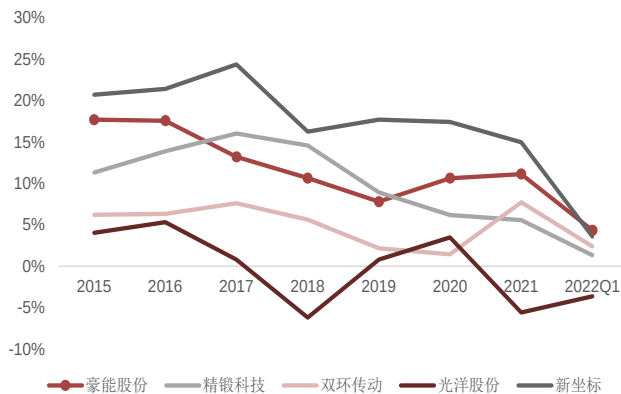
图 42：公司折旧与摊销走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

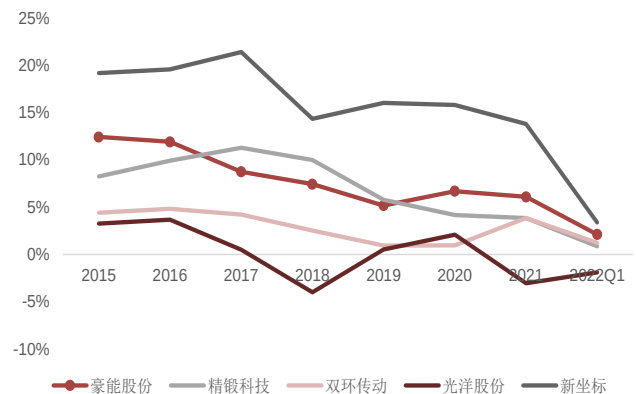
2019 年及之前, 主要受净利率及资产周转率波动下滑影响, 公司的 ROE 和 ROA 呈现下滑的态势。2020 年以来, 因净利率改善, 公司 ROE/ROA 也呈上升趋势, 2021 年公司 ROE/ROA 分别为 11.1%/6.1%, 分别同比变化+0.5pp/-0.6pp, 较 2019 年提升 3.3pp/0.9pp。与可比公司对比来看, 2020 年以来公司 ROE/ROA 均处于可比公司中上游。

图 43: 公司与可比公司 ROE (平均) 走势



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

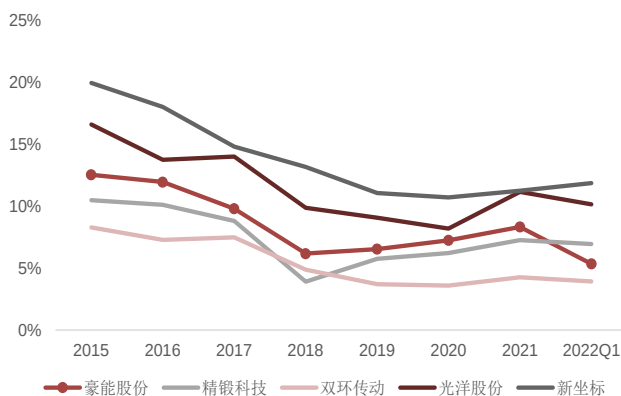
图 44: 公司与可比公司 ROA 走势



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

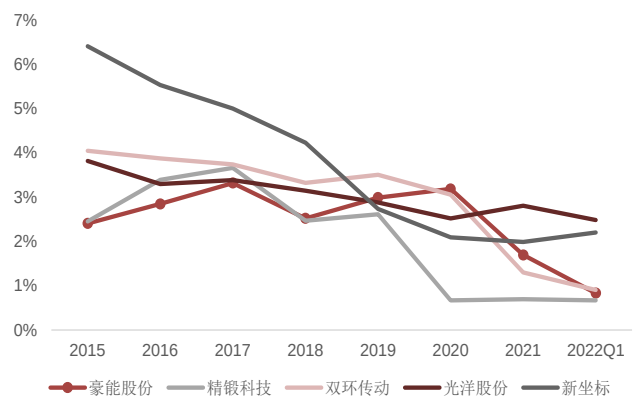
费用率方面, 最新 22Q1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 5.3%/0.8%/5.1%/2.7%。与可比公司相比, 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率均为行业正常水平, 2021 年以来公司财务费用率有所上升, 2020 年及之前大部分时间处于行业较低水平, 最新 22Q1 处于行业较高水平, 我们认为可能是因为开拓差速器业务和航空航天新业务导致公司银行借款及租赁负债增加所致。

图 45: 公司与可比公司管理费用率走势



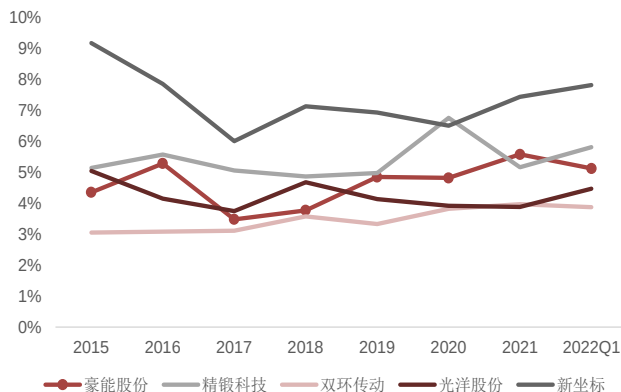
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 46: 公司与可比公司销售费用率走势



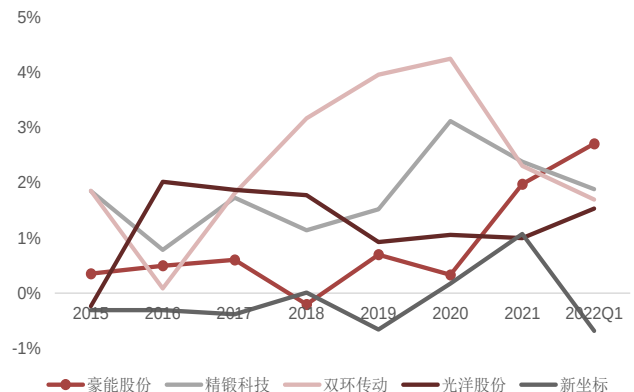
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 47：公司与可比公司研发费用率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：公司与可比公司财务费用率走势

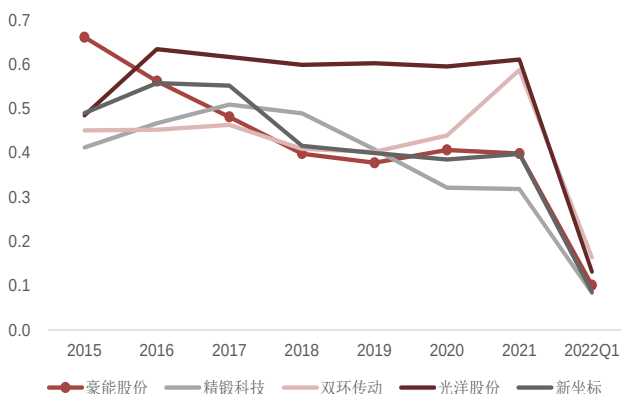


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 存货周转率较低，其他财务指标均较为健康

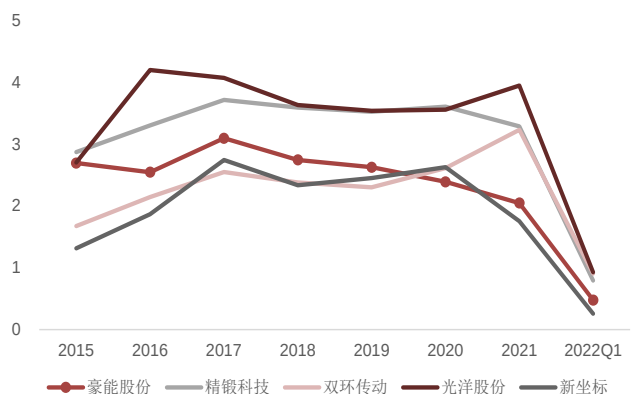
2018 年以来，公司总资产周转率较为稳定，保持在 0.4 左右，位于行业正常水平；自 2017 年以来，公司存货周转率持续走低，2021 年公司存货周转率约为 2.0，处于行业中下游水平。

图 49：公司与可比公司总资产周转率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

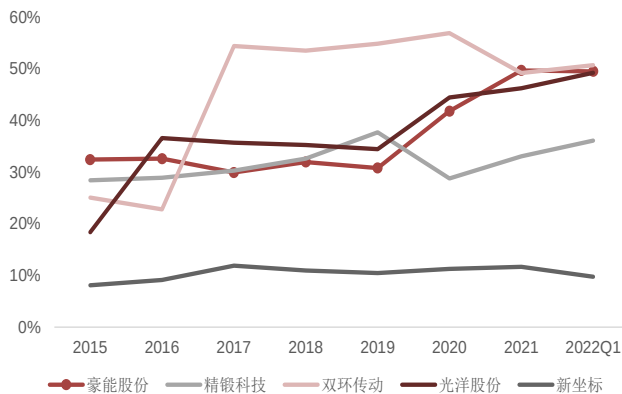
图 50：公司与可比公司存货周转率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

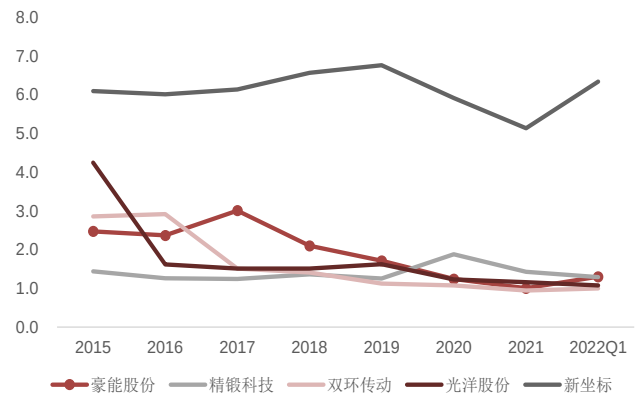
最新 22Q1 公司资产负债率/流动比率为 49.5%/1.3，处于正常水平，公司经营风格较为稳健，偿债能力较好。其他财务指标方面，公司的货币现金相对较少，22Q1 为 2.2 亿元，低于可比公司，主要是因为大力投资扩展差速器、航空航天等新业务导致存在一定资金压力，不过公司 5 亿元可转债发行后将有效的缓解资金压力；22Q1 公司经营性现金流净额为-0.3 亿元，低于其他可比公司，主要是 22Q1 公司收到与经营活动相关的政府补助减少，支付的各项税费大幅增加。整体看，公司的财务指标均较为健康，为未来业务的正常开展提供了有效保证。

图 51：公司与可比公司资产负债率走势



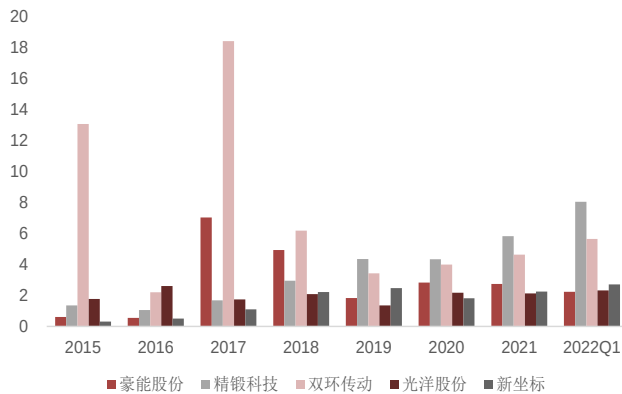
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 52：公司与可比公司流动比率走势



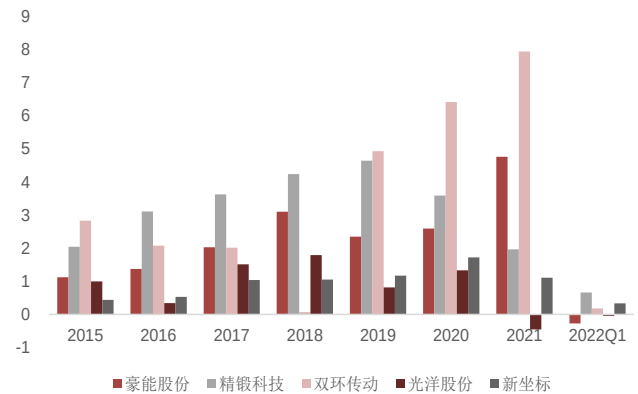
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 53：公司与可比公司货币现金情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 54：公司与可比公司经营性现金流净额情况（亿元）

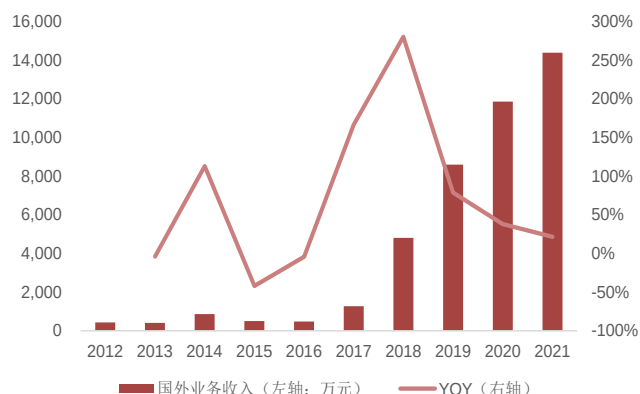


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3 出口业务持续增长

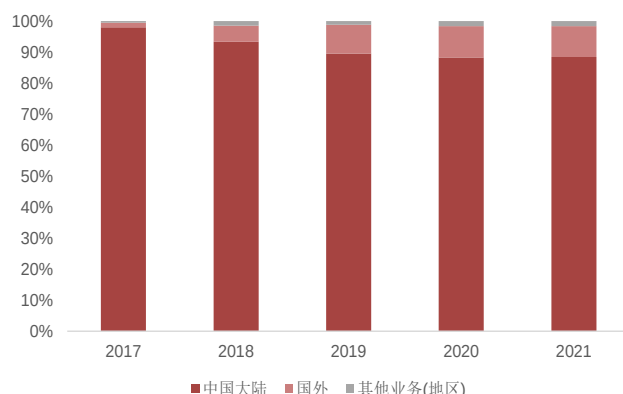
2012-2021 年公司出口业务收入由 421.3 万元增至 1.4 亿元，CAGR48.0%，出口业务占营收的比重由 1%左右增至 10%左右，最新 2021 年出口业务营收占比为 10.0%。2017 年以来公司出口业务的高增主要得益于公司麦格纳、采埃孚等订单的增加，经过多年的发展，公司目前已经充分具备国际化发展优势，我们认为在麦格纳、采埃孚的背书下，公司的出口业务有望持续增长。

图 55：公司出口业务收入走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 56：公司分地区业务结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：同步器业务方面，考虑到公司作为同步器龙头市场份额稳中有升，能够一定程度上对冲掉传统车市场下滑，同时公司 AMT 重卡业务拓展顺利、增速较快，我们认为公司同比器系统产品销量有望保持个位数的稳健增长，因为 AMT 单价更高，有望带动平均价格稳中有升以及盈利能力提升，预计 22-24 年公司同步器系统零部件（同步器总成+结合齿）销量同比增长 7%/6%/5%，对应单价 15.4/15.6/15.8 元/件，毛利率分别为 34.0%/34.5%/35.0%。

假设 2：假设 22-24 年公司 500 万套差速器总成项目的达产率分别为 25%/50%/75%并全部销售，对应销量分别 125/250/375 万套，对应单价分别为 220/217/214 元/套，同时假设随着产能利用率的提升，22-24 年的毛利率分别为 24%/27%/30%。

假设 3：假设 21 年其他主营业务中差速器/离合器/其他业务分别占比 20%/50%/30%，假设 21 年离合器产销相等，22-24 年离合器销量分别增长 30%/25%/20%，对应单价分别为 82/81/80 元/件，对应毛利率分别 34.5%/35.0%/35.5%。

假设 4：考虑到公司积极开拓航空航天业务且目前基数较小，预计 22-24 年公司航空航天业务零部件销量同比增长 60%/55%/50%，对应航空航天零部件单价 140/141/142 元/件，毛利率分别为 54%/52%/50%。

表 14：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
同步器系统 (同步器总成+结合齿)	收入	1113.76	1201.69	1290.33	1372.22
	增速	9.46%	7.89%	7.38%	6.35%
	成本	754.55	793.11	845.17	891.94
	毛利率	32.25%	34.00%	34.50%	35.00%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
其他主营业务	收入	168.70	443.27	742.77	1,034.64
	增速	70.13%	162.76%	67.57%	39.29%
	成本	114.45	318.38	525.59	711.15
	毛利率	32.16%	28.17%	29.24%	31.27%
差速器	收入	33.74	275.00	542.50	802.50
	增速	-	715.06%	97.27%	47.93%
	成本	26.39	209.00	396.03	561.75
	毛利率	21.79%	24.00%	27.00%	30.00%
离合器	收入	84.35	112.60	139.04	164.78
	增速	-	33.49%	23.48%	18.52%
	成本	55.67	73.75	90.37	106.28
	毛利率	34.00%	34.50%	35.00%	35.50%
其他主营业务 (除差速器、离合器)	收入	50.61	55.67	61.24	67.36
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	32.39	35.63	39.19	43.11
	毛利率	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%
航空航天零部件	收入	137.93	221.85	346.32	523.17
	增速	288.32%	60.84%	56.11%	51.06%
	成本	60.79	102.05	166.24	261.58
	毛利率	55.93%	54.00%	52.00%	50.00%
其他业务	收入	23.83	26.21	28.83	31.72
	成本	5.19	2.62	2.88	3.17
合计	收入	1,444.22	1893.02	2408.26	2961.75
	增速	23.35%	31.08%	27.22%	22.98%
	成本	934.98	1216.17	1539.88	1867.84
	毛利率	35.26%	35.76%	36.06%	36.93%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 18.9/24.1/29.6 亿元，归母净利润分别为 2.8/3.8/5.0 亿元，EPS 分别为 0.70/0.96/1.28 亿元，对应 PE 分别为 19、14 和 10 倍。

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无风险利率：10 年期国债到期收益率；
- 2) β 系数：公司上市以来相对于上证指数的 β 作为公司的无杠杆 β 系数近似值；
- 3) 有效税率：15%。

表 15：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	3
永续期增长率	3.00%
无风险利率 R_f	2.84%
市场组合报酬率 R_m	10.91%
有效税率 T_x	15.00%
过渡期增长率	8%
β 系数	1.20
债务资本成本 K_d	6.07%
债务资本比重 W_d	6.23%
股权资本成本 K_e	13.09%
无杠杆成本	12.52%
WACC	12.59%

数据来源：西南证券

表 16：FCFF 估值结果

FCFE 估值	现金流折现值（百万元）
股票价值	7860.81
总股本	393.75
每股价值	19.96

数据来源：西南证券

表 17：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	11.09%	11.59%	12.09%	12.59%	13.09%	13.59%	14.09%
1.5%	21.10	20.05	19.09	18.23	17.44	16.71	16.04
2.0%	21.86	20.71	19.68	18.75	17.90	17.13	16.42
2.5%	22.70	21.45	20.33	19.33	18.42	17.59	16.83
3.0%	23.65	22.28	21.06	19.96	18.98	18.09	17.28
3.5%	24.72	23.20	21.86	20.67	19.60	18.64	17.77
4.0%	25.94	24.25	22.77	21.46	20.29	19.25	18.31
4.5%	27.35	25.45	23.79	22.34	21.07	19.93	18.91

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 19.96 元。

5.3 相对估值

我们选取了行业中与豪能股份业务较相近的精锻科技、双环传动、新坐标 3 家公司作比较，截止 7 月 21 日收盘，22-24 年 3 家公司的平均 PE 分别为 31/23/17 倍。考虑到汽车行业复苏强劲、公司差速器快速拓展、公司航空航天业务发展迅速，给予公司 2022 年 28 倍 PE，对应目标价 19.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300258.SZ	精锻科技	12.84	0.36	0.45	0.60	0.81	36.01	28.53	21.40	15.85
002472.SZ	双环传动	33.77	0.42	0.68	0.97	1.31	80.48	49.67	34.68	25.84
603040.SH	新坐标	18.97	1.05	1.37	1.60	1.87	18.06	13.87	11.83	10.14
平均值							44.85	30.69	22.64	17.28
603809.SH	豪能股份	13.46	0.51	0.70	0.96	1.28	26.55	19.17	14.01	10.50

数据来源: Wind (可比公司股价截止 2022 年 7 月 21 日收盘价), 西南证券整理; 注: 精锻科技 EPS 来自西南证券预测, 双环传动、新坐标 EPS 来自 Wind 一致预期; 豪能股份 2021 年的 EPS 的计算采用的股本为 22 年 5 月转增之后的股本

6 风险提示

1) 新业务拓展不及预期的风险。航空航天业务是公司未来经营发展的重要看点, 若航空航天业务拓展速度放缓, 将影响公司经营业绩的增速以及盈利能力的改善。公司 2025/2030 规划形成的 500/1000 万套变速器总成产能有望分别给公司带来 10+/20+亿收入, 若变速器业务拓展不及预期, 会极大的改变市场对公司未来收入的预期。

2) 在建项目达产进度或不及预期的风险。公司目前在建项目主要有汽车变速器总成生产基地建设项目一期工程、航空零部件研发制造项目, 存在达产进度不及预期的风险。

3) 疫情风险。公司出货受终端整车出货影响, 而整车产业链较长, 零部件厂商众多, 若疫情散发导致一个或多个零部件供应商因管控而停产或者减产, 那么汽车行业整体增速将受到影响, 从而对公司经营业绩。

4) 芯片短缺风险。整车用芯片种类多, 缺一不可, 若全球因疫情或自然灾害等原因导致某类车规级芯片供应受到影响, 那么汽车行业整体增速将受到影响, 从而对公司经营业绩。

5) 主要客户产销恢复低于预期的风险。上汽变速器和长安汽车是公司重要客户, 占公司营收比重较高, 若上汽和长安汽车产销恢复不及预期, 将对公司影响较大。

6) 原材料涨价超预期的风险。公司产品主要采购的原材料为铜块、电解铜、铜齿圈、圆钢、钢齿圈等, 若铜、钢等原材料大幅上涨, 则公司存在利润被侵蚀的风险。

7) 产品替代的风险。公司生产的汽车同步器系统产品主要应用于 MT、AMT 和 DCT 变速器, 如果 AT、CVT 市场份额提升将对公司业务规模的扩张造成不利影响, 同时, 新能源汽车行业的发展也会对传统汽车产生一定的替代效应。

8) 汇兑风险。公司海外业务占比持续提升, 2021 年公司海外业务收入占比为 10.0%, 故公司存在因汇率波动导致的汇兑损失增加从而侵蚀利润的风险。

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	1444.22	1893.02	2408.26	2961.75	净利润	221.20	306.47	419.17	559.51
营业成本	934.98	1216.17	1539.87	1867.84	折旧与摊销	150.90	230.85	252.08	252.08
营业税金及附加	18.69	24.50	31.16	38.33	财务费用	28.53	30.99	19.52	7.90
销售费用	24.49	45.60	55.41	66.22	资产减值损失	-6.62	-7.00	-7.00	-7.00
管理费用	120.25	242.31	301.03	361.33	经营营运资本变动	-89.29	63.82	-75.79	-121.52
财务费用	28.53	30.99	19.52	7.90	其他	171.64	-4.24	1.06	0.22
资产减值损失	-6.62	-7.00	-7.00	-7.00	经营活动现金流净额	476.35	620.89	609.04	691.19
投资收益	6.97	6.97	6.97	6.97	资本支出	-381.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-447.37	6.97	6.97	6.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-828.73	6.97	6.97	6.97
营业利润	250.71	347.44	475.23	634.09	短期借款	202.71	-551.69	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.17	-0.32	-0.46	-0.37	长期借款	138.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	250.54	347.12	474.77	633.73	股权融资	-57.08	0.00	0.00	0.00
所得税	29.34	40.65	55.60	74.22	支付股利	-64.90	-73.27	-101.52	-138.85
净利润	221.20	306.47	419.17	559.51	其他	117.81	-68.63	-19.52	-7.90
少数股东损益	21.61	29.94	40.95	54.66	筹资活动现金流净额	336.86	-693.60	-121.04	-146.76
归属母公司股东净利润	199.59	276.53	378.22	504.85	现金流量净额	-15.56	-65.74	494.97	551.40
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	274.03	208.29	703.26	1254.66	成长能力				
应收和预付款项	452.83	632.88	797.84	974.97	销售收入增长率	23.35%	31.08%	27.22%	22.98%
存货	512.97	626.09	819.56	993.90	营业利润增长率	12.96%	38.58%	36.78%	33.43%
其他流动资产	181.94	62.88	79.99	98.38	净利润增长率	14.71%	38.55%	36.77%	33.48%
长期股权投资	88.22	88.22	88.22	88.22	EBITDA 增长率	23.22%	41.65%	22.58%	19.72%
投资性房地产	1.20	1.20	1.20	1.20	获利能力				
固定资产和在建工程	1890.29	1680.65	1449.79	1218.92	毛利率	35.26%	35.76%	36.06%	36.93%
无形资产和开发支出	410.44	390.27	370.10	349.92	三费率	12.00%	16.85%	15.61%	14.70%
其他非流动资产	155.71	154.67	153.63	152.59	净利率	15.32%	16.19%	17.41%	18.89%
资产总计	3967.62	3845.14	4463.59	5132.77	ROE	11.08%	13.75%	16.46%	18.85%
短期借款	551.69	0.00	0.00	0.00	ROA	5.58%	7.97%	9.39%	10.90%
应付和预收款项	423.53	583.79	737.81	892.64	ROIC	10.59%	13.67%	19.34%	26.25%
长期借款	259.44	259.44	259.44	259.44	EBITDA/销售收入	29.78%	32.19%	31.01%	30.19%
其他负债	736.56	772.33	919.11	1012.80	营运能力				
负债合计	1971.23	1615.56	1916.36	2164.88	总资产周转率	0.40	0.48	0.58	0.62
股本	302.89	393.75	393.75	393.75	固定资产周转率	1.13	1.22	1.54	2.22
资本公积	384.11	293.24	293.24	293.24	应收账款周转率	4.16	4.40	4.24	4.21
留存收益	1197.69	1400.95	1677.65	2043.64	存货周转率	2.00	2.09	2.10	2.03
归属母公司股东权益	1845.36	2048.61	2325.31	2691.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.50%	—	—	—
少数股东权益	151.03	180.97	221.91	276.57	资本结构				
股东权益合计	1996.39	2229.58	2547.23	2967.88	资产负债率	49.68%	42.02%	42.93%	42.18%
负债和股东权益合计	3967.62	3845.14	4463.59	5132.77	带息债务/总负债	41.15%	16.06%	13.54%	11.98%
					流动比率	1.00	1.44	1.77	2.07
					速动比率	0.64	0.85	1.16	1.45
					股利支付率	32.52%	26.50%	26.84%	27.50%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	430.14	609.28	746.83	894.07	每股收益	0.51	0.70	0.96	1.28
PE	26.55	19.17	14.01	10.50	每股净资产	5.07	5.66	6.47	7.54
PB	2.65	2.38	2.08	1.79	每股经营现金	1.21	1.58	1.55	1.76
PS	3.67	2.80	2.20	1.79	每股股利	0.16	0.19	0.26	0.35
EV/EBITDA	10.67	8.68	6.42	4.74					
股息率	1.22%	1.38%	1.92%	2.62%					

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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@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