

保隆科技 (603197.SH) 多赛道隐形冠军, 汽车电子和空气悬架业务多点开花

2022年07月30日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

邓健全 (分析师)

赵悦媛 (分析师)

支露静 (联系人)

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

zhilujing@kysec.cn

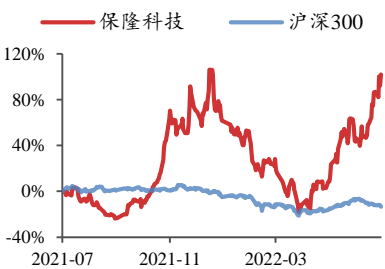
证书编号: S0790521040001

证书编号: S0790522070005

证书编号: S0790121070003

日期	2022/7/29
当前股价(元)	69.43
一年最高最低(元)	74.45/26.36
总市值(亿元)	144.24
流通市值(亿元)	140.15
总股本(亿股)	2.08
流通股本(亿股)	2.02
近3个月换手率(%)	200.45

股价走势图



数据来源: 聚源

● 国内 TPMS 龙头, ADAS 与传感器、空气悬架等新业务有望快速成长

公司以轮胎气门嘴业务起家, 逐步拓展至排气管件、胎压监测 (TPMS)、空气悬架、传感器、ADAS 等业务。公司传统业务气门嘴、排气管件、TPMS 等全球市场份额居前, 细分领域内持续做精做强, 并积极把握橡胶、汽车电子能力圈拓展新品类, ADAS 与传感器、空气悬架等新业务有望带来新的增长驱动。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 47.7/61.5/77.2 亿元, 2022-2024 年归母净利润 2.8/4.0/5.5 亿元, 对应 EPS 为 1.36/1.91/2.63 元, 当前股价 69.43 元/股, 对应 PE 为 51.1/36.3/26.4 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● TPMS 业务: 和 HUF 强强联合成立保富电子, 全球竞争力进一步提升

强制性安装政策助推国内前装市场 TPMS 渗透率提升, 并有望带动售后市场需求增长。2018 年公司与德国霍富合作设立保富电子, 借助霍富集团客户资源, 公司进入 BBA 等欧洲高端车企配套体系, 2020 年来拓展了 FCA、沃尔沃等新客户。客户开拓提速&规模效应降本有望助力公司全球市场竞争力进一步提升。

● ADAS 与传感器业务: 感知先行, 布局 ADAS 一体化方案

传感器领域, 公司从压力传感器切入, 近年来持续发力进行收购, 补全产品矩阵提升综合实力, 传感器产品品类以及客户范围得到进一步的拓展。基于传统业务基因与外部合作, 公司 ADAS 布局感知+控制+软件算法一体化方案, 外部合作公司业内实力领先, 后续业务拓展有看点。伴随募投项目产能的逐步释放, 公司传感器与 ADAS 业务高增可期。

● 空悬业务: 布局空悬核心构成部件, 斩获多家主机厂项目定点

空气悬架减震效果好, 并且迎合智能化升级, 为汽车悬架升级的重要方向。公司借助在橡胶&汽车电子领域的技术优势积累, 积极拓展空悬零部件品类, 陆续开拓了空气弹簧、减振器、ECAS 系统及传感器产品。公司空簧减振产品、储气罐等产品获得多家主机厂项目定点, 有望为公司带来业绩增量。

● 风险提示: 下游汽车销量不及预期、原材料价格上涨、募投项目进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,331	3,898	4,773	6,154	7,721
YOY(%)	0.3	17.0	31.5	37.5	24.6
净利润(百万元)	183	268	282	397	547
YOY(%)	6.3	46.5	5.2	40.7	37.9
毛利率(%)	31.9	27.4	29.2	29.4	29.8
净利率(%)	5.5	6.9	5.9	6.5	7.1
ROE(%)	9.6	11.9	11.5	13.9	16.0
EPS(摊薄/元)	0.88	1.29	1.36	1.91	2.63
P/E(倍)	78.8	53.8	51.1	36.3	26.4
P/B(倍)	12.5	6.6	5.9	5.1	4.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内 TPMS 龙头，业务范围持续拓展.....	4
1.1、国内 TPMS 龙头，围绕智能化&轻量化持续发力.....	4
1.2、多个细分赛道做精做强，新兴业务快速增长.....	6
1.3、保富电子海外业务并表带动营收增长，多重因素压制盈利释放.....	7
1.4、海外营收占比超 60%，欧洲/北美多地布局.....	9
2、TPMS 业务：和 HUF 联合成立保富电子，份额有望进一步提升.....	10
2.1、全球多地推出强制性安装政策，TPMS 前装市场渗透率提升.....	10
2.2、国内 TPMS 市场龙头，客户资源优质.....	11
2.3、联手 HUF 深化全球布局，客户开拓&规模效应有望增厚业绩.....	12
3、传感器与 ADAS 业务：收购&扩产加速业务规模扩张.....	13
3.1、汽车传感器市场方兴未艾，募投扩产蓄力成长.....	13
3.1.1、市场空间广阔，外资巨头全球市场占据主导地位.....	13
3.1.2、传感器业务规模加速扩张，募资扩产强化产能保障.....	14
3.2、迎智能化浪潮，ADAS 产品布局进入收获期.....	15
3.2.1、ADAS 业务布局三大产品线，毫米波雷达产品种类丰富.....	15
3.2.2、公司积极开展外部合作，加快 ADAS 领域布局.....	17
4、空悬业务：空簧产品性能领先，有望充分享受行业红利.....	18
5、盈利预测与投资评级.....	20
5.1、关键假设.....	20
5.2、盈利预测及估值.....	21
6、风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1：公司主营业务范围、制造产品品类持续拓展.....	4
图 2：公司产品矩阵丰富.....	4
图 3：2015-2021 年公司 TPMS 业务营收占比提升.....	5
图 4：2021 年公司 TPMS 业务营收占比为 34%.....	5
图 5：公司客户涵盖全球主流整车厂、一级供应商.....	5
图 6：公司把握能力圈，持续拓展新产品.....	6
图 7：2015 年公司气门嘴/尾管国内市场份额分别为 16%/38%.....	6
图 8：2018-2021 年公司新产品营收快速增长（亿元）.....	7
图 9：2021 年公司营收同比+17%.....	8
图 10：2021 年公司归母净利润同比+46%.....	8
图 11：2018-2020 年公司净利率有所下滑.....	8
图 12：2018-2020 年公司期间费用率水平有所提升.....	8
图 13：2014-2021 年公司研发支出持续增长.....	8
图 14：2017-2019 年公司研发人员数量有所增长.....	8
图 15：2021 年公司海外业务销售占比 62%.....	9
图 16：2017-2021 年公司海外业务毛利率高于国内.....	9
图 17：TPMS 系统主要由发射器、控制器、显示界面器三部分构成.....	10

图 18: 2019-2020 年国内 TPMS 前装市场渗透率大幅提升	11
图 19: 2017 年全球 TPMS 市场集中度较高	11
图 20: 2017 年中国 TPMS 市场, 保隆科技份额领先	11
图 21: 保隆科技持有保富电子 55% 股份	12
图 22: 2021 年公司 TPMS 发射器销量 3283 万支	13
图 23: 2021 年公司 TPMS 业务营收 13.3 亿元	13
图 24: 2019-2021 年保富电子营收稳步增长	13
图 25: 2021 年保富电子净利润实现扭亏	13
图 26: 预计 2025 年全球传感器市场规模 403 亿美元	14
图 27: 2020 年全球汽车传感器市场 CR5 超过 60%	14
图 28: 公司规划 2026 年传感器销量 2500 万只, 2021-2026 年 CAGR 为 23%	15
图 29: 毫米波雷达优势在于抗干扰能力强、测距范围长等	16
图 30: 公司空气悬架系统产品包括空气弹簧、减振器、储气罐、传感器和控制器等	19
表 1: 公司轻量化结构件产品应用液压成型技术, 配套多家车企及 Tier 1	7
表 2: 公司在海内外多地设有研发、生产、销售基地	9
表 3: 全球多地推出乘用车 TPMS 强制性安装政策	10
表 4: 保隆科技是国内 TPMS 市场龙头, 客户资源优质	11
表 5: 合资前保隆科技与德国霍富客户资源互补	12
表 6: 公司通过内生研发+外延收购, 不断拓展传感器产品品类及客户	15
表 7: 公司 ADAS 业务主要产品包括: 360 环视系统、视觉产品、雷达产品等	16
表 8: 公司毫米波雷达产品线丰富	17
表 9: 公司通过外部合作加快推进 ADAS 业务	17
表 10: 极氪 001、蔚来 ET7、理想 L9 等车型已配备空悬系统	18
表 11: 公司空气弹簧业务客户由商用车拓展至乘用车	19
表 12: 公司空气弹簧和储气罐产品获多家主机厂定点	19
表 13: 保隆科技营收预测 (亿元)	20
表 14: 可比上市公司估值 (PE/PEG)	21

1、国内 TPMS 龙头，业务范围持续拓展

1.1、国内 TPMS 龙头，围绕智能化&轻量化持续发力

公司是 TPMS（胎压监测系统）国内龙头，产品线向智能化、轻量化方向拓展。保隆科技成立于 1997 年，成立初期主要产品包括气门嘴、平衡块、排气管件等，后逐步扩展 TPMS、车用传感器、ADAS、空气悬架、轻量化底盘与车身结构件等智能化、轻量化产品。

图1：公司主营业务范围、制造产品品类持续拓展

传统业务		智能化业务	轻量化业务
公司成立	1997		
研制轮胎气门嘴	1998		
研制车轮平衡块	2000		
研制排气管件	2001		
		2002 研制TPMS	
收购美国气门嘴供应商DILL	2005	2009 研制汽车压力传感器	
		2012 研制光学传感器、空气弹簧	研制汽车结构件
		2013 研制视觉系统、毫米波雷达	
		2016 研制电控减震器	
		2018 研制ECAS电控空悬系统	与德国汽车液压成型专家沙士基达成立合资公司
		2020 量产双目视觉系统	

资料来源：公司官网、开源证券研究所

图2：公司产品矩阵丰富

成熟期	快速成长期	
	智能化产品	轻量化产品
 气门嘴（传统气门嘴、TPMS气门嘴） 供应OEM&AM市场	 TPMS 供应OEM&AM市场	 轻量化底盘与车身结构件 （副车架管件、悬架臂、扭力梁等）
 平衡块	 汽车传感器 （压力、光雨量、速度位置、电流等）	
 排气管件	 ADAS（视觉传感器、毫米波雷达）	
	 空气悬架系统 （空气弹簧、减振器、储气罐等）	

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司产品包括气门嘴、汽车金属零部件(含排气管件、轻量化结构件等)、TPMS、传感器、ADAS、空簧减振等, 2021年气门嘴、汽车金属零部件、TPMS等贡献主要营收。2015-2021年公司TPMS业务营收占比提升, 由16%增长至34%。2021年公司气门嘴、汽车金属零部件、TPMS、其他业务(含空气悬架、传感器、ADAS等)营收分别为6.9、11.7、13.3、7.1亿元, 营收占比分别为18%、30%、34%、18%。

图3: 2015-2021年公司TPMS业务营收占比提升

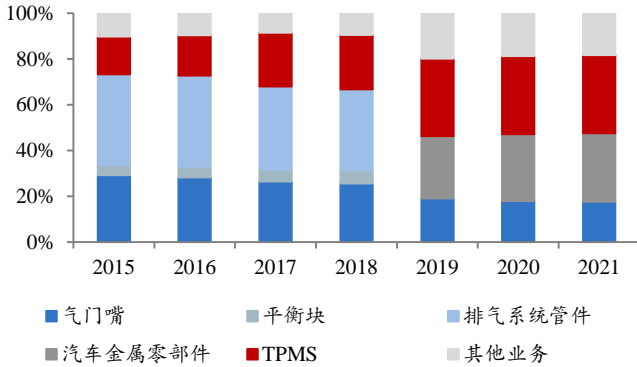
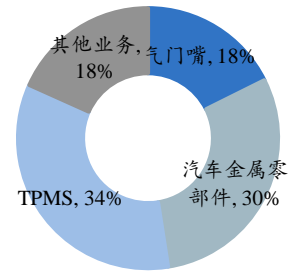


图4: 2021年公司TPMS业务营收占比为34%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 其他业务包含传感器、ADAS、空气悬架业务等)

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司客户资源丰富, 涵盖主流外资车企及自主品牌车企、全球知名一级供应商等。公司客户涵盖: (1) 外资车企: 大众、奥迪、丰田、福特、通用等; (2) 自主品牌车企: 上汽、东风、一汽、长安、长城、吉利、蔚来、小鹏、理想等; (3) Tier 1 供应商: 佛吉亚、天纳克、康奈可等; (4) 售后市场流通商等。

图5: 公司客户涵盖全球主流整车厂、一级供应商

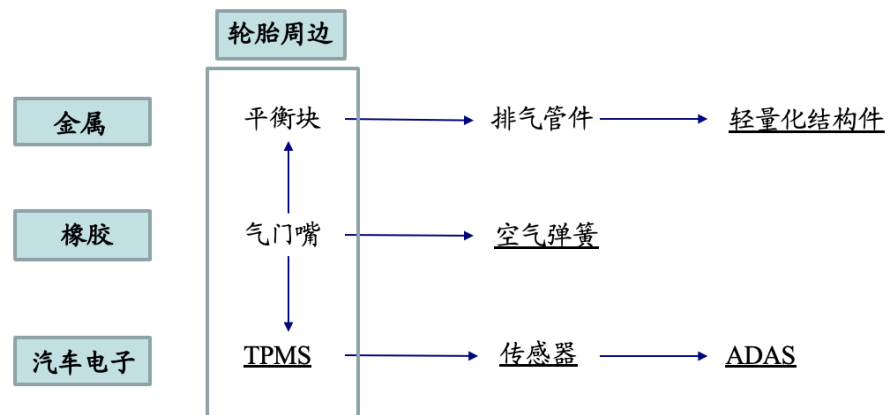


资料来源: 公司官网

1.2、多个细分赛道做精做强，新兴业务快速增长

公司以气门嘴业务起家，围绕轮胎部件产品范围拓展至平衡块、TPMS，随后借助原有 TPMS 传感器经验进入压力传感器等领域，布局传感器与 ADAS 业务；借助橡胶品制造经验开发空气弹簧，在能力圈基础上拓展新产品。

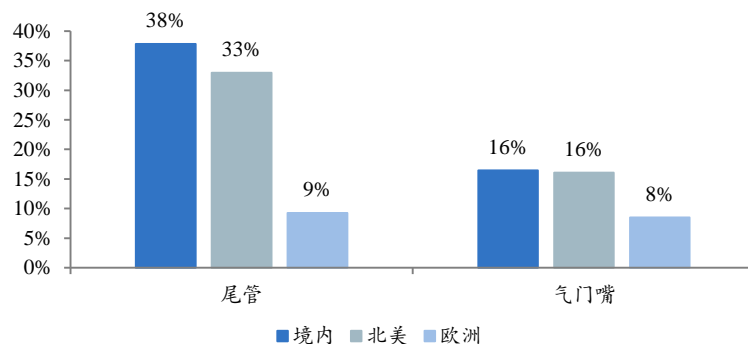
图6：公司把握能力圈，持续拓展新产品



资料来源：公司官网、开源证券研究所

传统业务：气门嘴、尾管、TPMS 等细分领域，公司全球份额领先。气门嘴、尾管、TPMS 等细分赛道天花板相对较低，公司通过不断开拓新的赛道，在细分赛道中做精做强、提升市场份额，获得业绩持续增长的驱动力。据公司招股书，2015 年公司气门嘴/尾管国内市场份额分别为 16%/38%。

图7：2015 年公司气门嘴/尾管国内市场份额分别为 16%/38%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

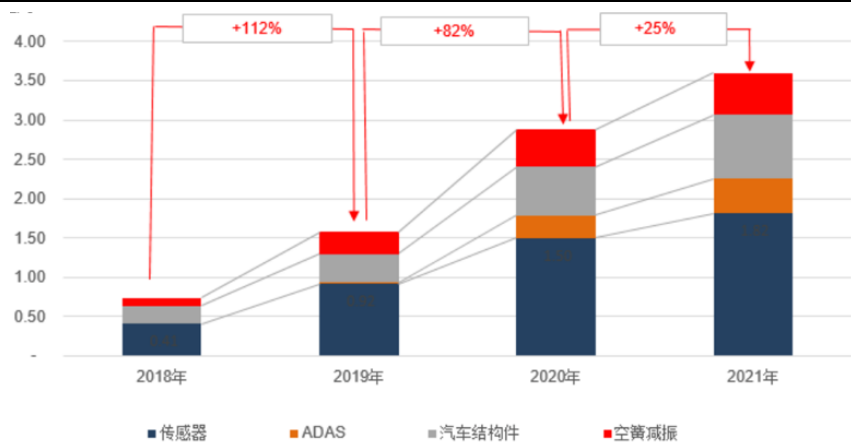
新兴业务：公司与德国沙士基达组建合资公司，液压成型汽车结构件业务有望迎来快速增长。2012 年，保隆科技开始液压成型汽车结构件的研发。2018 年，保隆科技与德国汽车液压成型专家——沙士基达液压成型 (SZHF) 组建合资公司。目前，公司液压成型汽车结构件已供货长城汽车、比亚迪、上海汇众等。

表1: 公司轻量化结构件产品应用液压成型技术, 配套多家车企及 Tier 1

定位	客户	配套产品
Tier 1	长城、东风柳汽、比亚迪等	前、后副车架管梁
Tier 2	底盘供应商汇众、海斯坦普、浦项奥斯特姆等	后桥管梁

资料来源: 公司公众号、开源证券研究所

新兴业务: ADAS、空簧减振等业务快速增长。公司战略性布局的新兴业务如空簧减振、传感器等迎来收获期。2018-2021 年公司传感器、ADAS、汽车结构件、空簧减振等业务营收快速增长, 2021 年合计营收超过 3.5 亿元, 同比增长 25%。

图8: 2018-2021 年公司新产品营收快速增长 (亿元)


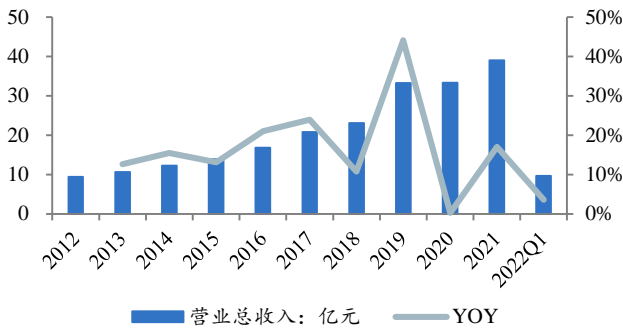
资料来源: 公司年报

1.3、保富电子海外业务并表带动营收增长, 多重因素压制盈利释放

2019 年保富电子海外 TPMS 业务并表带动公司营收再上一个台阶。2013-2017 年保隆科技业绩稳健增长, 营收由 10.6 亿元增长至 20.8 亿元 (CAGR 为 18.3%), 归母净利润由 0.31 亿元增长至 1.74 亿元 (CAGR 为 53.9%)。2019 年保隆科技和 HUF 集团合资成立保富电子, 保富电子海外业务并表后, 公司 TPMS 业务营收大幅增长, 带动公司整体业绩再上一个台阶。

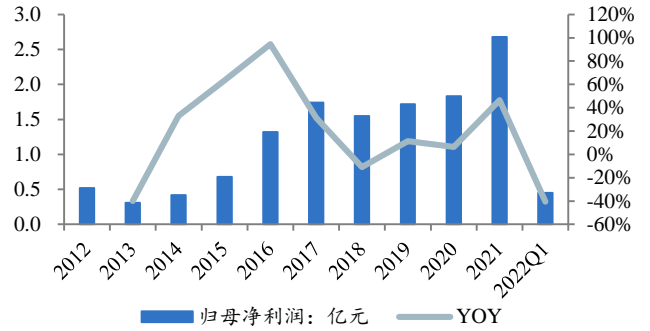
近年来, 海外收购以及原材料、海运费等多因素影响公司盈利。2017-2020 年保隆科技增收不增利, 净利率由 10.8% 下降至 4.0%, 主因是公司 2018 年开始多次海外收购 (收购 PEX、MMS 等) 导致期间费用率水平提升, 叠加保富电子海外业务盈利不佳拖累了盈利。2021 年公司归母净利润 2.68 亿元 (包含出售 SNT 的股权收益), 扣非净利润 1.58 亿元, 同比-15%。

图9：2021年公司营收同比+17%



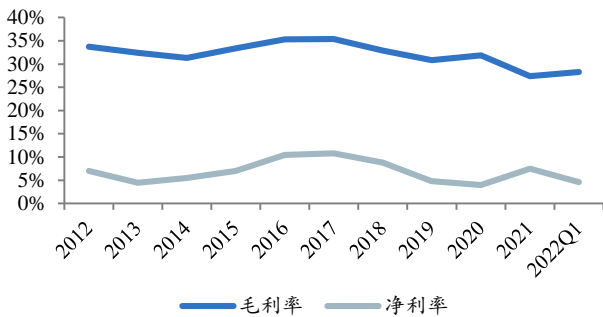
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2021年公司归母净利润同比+46%



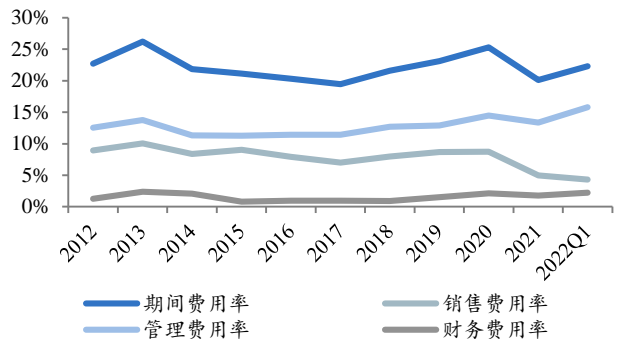
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2018-2020年公司净利率有所下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

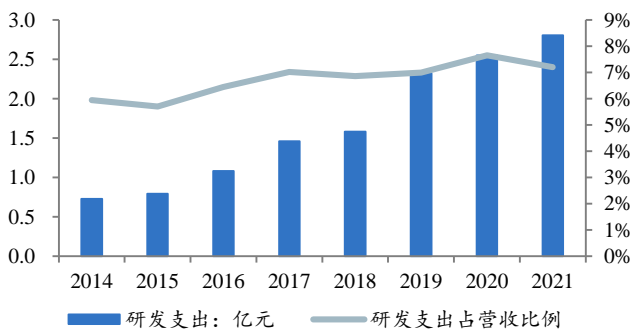
图12：2018-2020年公司期间费用率水平有所提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

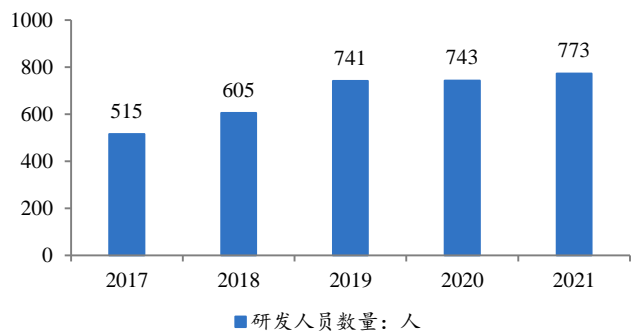
公司注重研发投入，研发支出占营收比例近年来维持在7%左右。2017-2021年公司研发支出占营收比例基本稳定在7%左右，研发支出由1.46亿元增长至2.81亿元，研发人员数量由515人增长至773人。公司在上海松江和安徽宁国分别建有院士工作站，组建的中心实验室（汽车电子实验室）通过了CNAS和通用汽车GP-10体系认证。

图13：2014-2021年公司研发支出持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：2017-2019年公司研发人员数量有所增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.4、海外营收占比超 60%，欧洲/北美多地布局

公司通过并购等加速海外市场布局。2005 年，公司收购美国气门嘴供应商 DILL 拓展北美市场业务。2018 年，公司收购汽车刹车磨损传感器、排气温度 (EGT) 传感器、霍尔传感器供应商 PEX。2019 年，公司和 HUF 集团合作成立保富电子，整合双方 TPMS 业务、进一步强化保隆科技 TPMS 业务的全球竞争力。

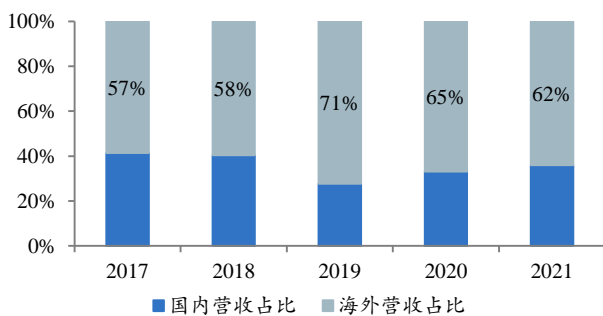
目前公司在海外拥有德国 TESONA、德国保富电子、奥地利 MMS 等研发中心，和匈牙利埃尔德、德国布雷腾、奥地利贝恩多夫、北美 DILL 等生产基地。2021 年公司海外业务销售占比为 62%，毛利率为 29.4%。

表2：公司在海内外多地设有研发、生产、销售基地

	研发	生产	销售
国内	上海汽车电子研发中心	上海工厂	上海松江
	湖北武汉电子研发中心	安徽宁国园区	湖北武汉
	安徽合肥轻量化研发中心 (在建)	安徽合肥园区	安徽合肥
欧洲	德国 TESONA	匈牙利埃尔德工厂	德国威乐
	德国保富电子	德国布雷腾工厂	德国保富电子
	奥地利 MMS 园区	奥地利贝恩多夫工厂	德国 PEX
	/	/	波兰隆威
	/	/	奥地利 MMS
北美	/	迪尔气体控制产品美国有限公司	霍富保隆北美销售公司

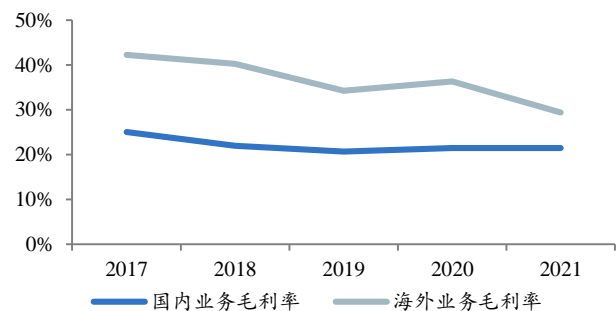
资料来源：公司官网、开源证券研究所

图15：2021 年公司海外业务销售占比 62%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：2017-2021 年公司海外业务毛利率高于国内



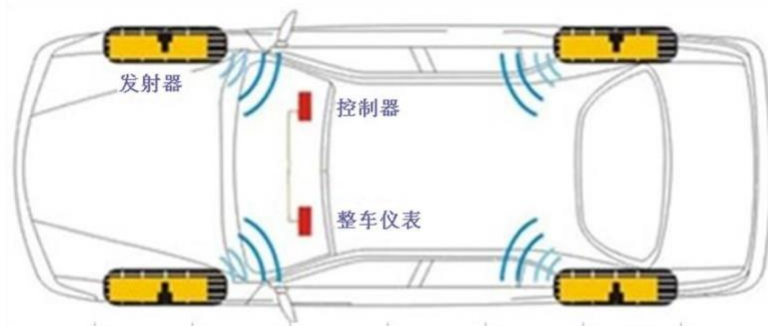
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、TPMS 业务：和 HUF 联合成立保富电子，份额有望进一步提升

TPMS（胎压监测系统）由发射器（通过气门嘴固定在轮胎内）、控制器（含天线）、显示界面器（通常集成在整车仪表中）三部分构成。TPMS 通过在每个车轮上安装包含有传感器芯片的发射器，实时监测轮胎的压力、温度等数据，并通过无线射频方式发射到控制器，并在整车仪表上显示数据变化并在数据异常时及时报警。

TPMS 应用市场可分为汽车配套市场（OEM）和售后市场（AM）。伴随多地 TPMS 强制性安装政策的推出，TPMS 前装市场渗透率逐步提升。TPMS 一般 5~6 年更换一次，售后市场空间广阔。

图17：TPMS 系统主要由发射器、控制器、显示界面器三部分构成



资料来源：公司招股书

2.1、全球多地推出强制性安装政策，TPMS 前装市场渗透率提升

由于 TPMS 可提升汽车安全性能，全球多地推出 TPMS 强制性安装政策。美国、欧洲等地区较早推出 TPMS 强制性安装政策。2017 年 10 月，中国大陆出台了《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》要求强制性安装 TPMS：（1）对于发动机中置且宽高比小于或等于 0.9 的乘用车，其新申请型式批准车型自 2020 年 1 月 1 日起开始实施；（2）对于其他 M1 类车辆（包含大部分私家车&部分面包车、商务车），其新申请型式批准车型自 2019 年 1 月 1 日起开始实施。

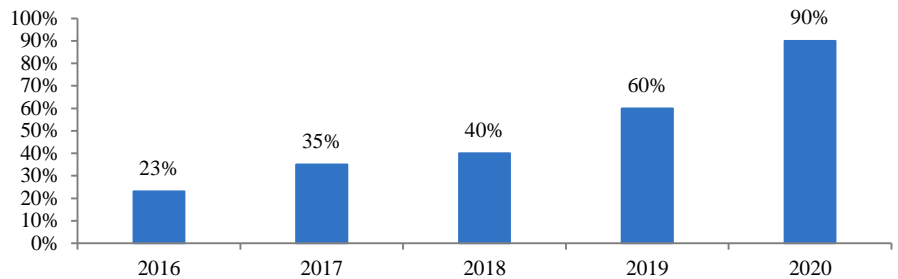
表3：全球多地推出乘用车 TPMS 强制性安装政策

地区	法规强制安装时间节点
美国	2007 年 9 月 1 日起全部轻型车强制安装 TPMS
欧洲	2014 年 11 月 1 日起新乘用车必须安装 TPMS
韩国	2014 年 6 月 30 日起所有乘用车需安装 TPMS
中国台湾	2015 年 7 月 1 日起所有 M1 和 N1 乘用车需安装 TPMS
中国大陆	（1）对于发动机中置且宽高比小于或等于 0.9 的乘用车，其新申请型式批准车型自 2020 年 1 月 1 日起开始实施，其已获得型式批准的车型自 2021 年 1 月 1 日起开始实施 （2）对于其他 M1 类车辆，其新申请型式批准车型自 2019 年 1 月 1 日起开始实施，其已获得型式批准的车型自 2020 年 1 月 1 日起开始实施

资料来源：《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》、产业信息网、开源证券研究所

政策助推 2019-2020 年国内 TPMS 前装市场渗透率大幅提升。伴随汽车保有量增加以及存量市场 TPMS 渗透率提升，TPMS 售后市场也有望迎来快速增长。

图18: 2019-2020 年国内 TPMS 前装市场渗透率大幅提升

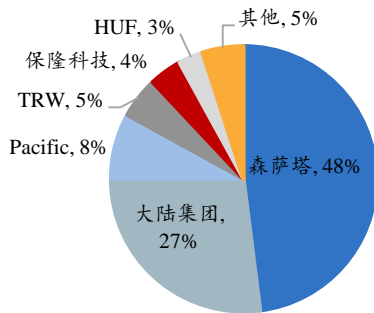


数据来源: 华经情报网、开源证券研究所

2.2、国内 TPMS 市场龙头，客户资源优质

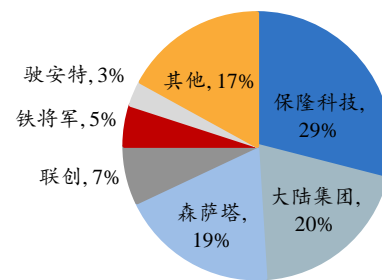
全球 TPMS 市场集中度较高, 国内市场保隆科技份额领先。据立鼎产业研究院, 2017 年全球 TPMS 市场外资占据主导地位, 森萨塔市场份额接近一半 (48%), 其次是大陆集团 (27%) 和太平洋工业 (8%)。2017 年国内 TPMS 市场保隆科技份额领先。2019 年保隆科技与 HUF 成立合资公司保富电子 (保隆科技持股 55%), 整合双方 TPMS 业务, 助力保隆科技 TPMS 全球竞争力提升。据公司投资者问答, 2020 年保隆科技 TPMS 业务全球市场占有率超过 15%, 成为全球第三大 TPMS 供应商。

图19: 2017 年全球 TPMS 市场集中度较高



数据来源: 立鼎产业研究院、开源证券研究所

图20: 2017 年中国 TPMS 市场, 保隆科技份额领先



数据来源: 立鼎产业研究院、开源证券研究所

表4: 保隆科技是国内 TPMS 市场龙头, 客户资源优质

TPMS 供应商	概况	TPMS 产能/销量	客户
Sensata	主要产品包括气门嘴、TPMS 等, TPMS 前装市场全球市场占有率较大	/	雪铁龙、雷诺、沃尔沃、凯迪拉克、雪佛兰、福特、奔驰、大众、宝马等
大陆	TPMS 全球市占率较大	/	标致、雪铁龙、大众、福特、奔驰、捷豹、路虎、沃尔沃、现代、起亚、马自达等
Pacific	主要产品包括气门嘴、TPMS 等, 主要供应日本 OEM 和 AM 市场	/	日本主要汽车厂商如丰田等

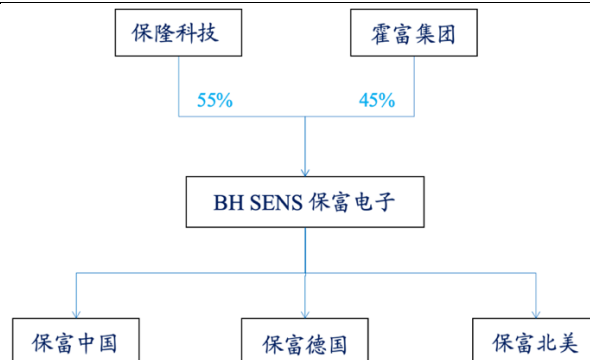
TPMS 供应商	概况	TPMS 产能/销量	客户
保隆科技	国内 TPMS 市场龙头；其他产品包括气门嘴、排气系统管件、汽车电子产品等；2002 年开始胎压监测产品开发。	2018 年 TPMS 发射器销售量 972 万只（2021 年加上保富海外的总销量 3283 万只）	通用、丰田、长安、东风、吉利、比亚迪、长城、一汽、上汽、广汽等（2019 年通过 HUF 进入 BBA、大众、保时捷、法拉利供应体系）
铁将军	产品包括防盗器、胎压监测产品、倒车雷达等；2007 年开始胎压监测产品开发。	/	广汽、海马汽车、东南汽车、北汽摩比斯（后装）、浙江元通（后装）、上海阑途（后装）、北京京东（后装）等
驶安特	胎压监测领域拥有十多年生产经验，为乘用车、商用车、摩托车、工程车等提供 TPMS 产品	/	长城、吉利等

资料来源：保隆科技公告、各公司官网、立鼎产业研究院、头豹研究院、开源证券研究所

2.3、联手 HUF 深化全球布局，客户开拓&规模效应有望增厚业绩

保隆科技联手 HUF 成立合资公司保富电子，TPMS 业务客户范围拓展至欧洲高端车企。保隆科技于 2018 年 7 月与德国霍富集团签署合作协议，拟成立合资公司保富电子，其中保隆科技持股 55%，霍富集团持股 45%。2019 年 1 月保富电子开始运营。保隆科技 TPMS 业务之前的客户主要是国内自主品牌车企以及北美 AM 市场流通商，借助 HUF 集团的客户优势公司 TPMS 客户拓展至 BBA 等欧洲高端车企。

图21：保隆科技持有保富电子 55%股份



资料来源：公司公告、开源证券研究所

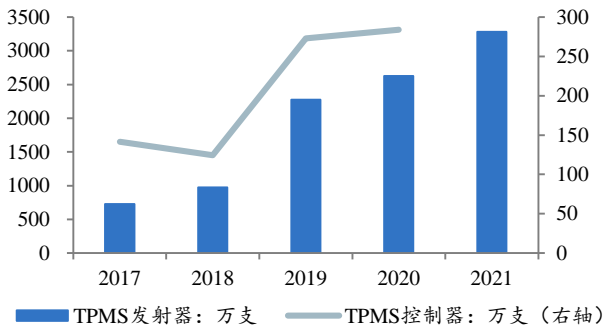
表5：合资前保隆科技与德国霍富客户资源互补

公司	合资前 TPMS 业务主要客户
保隆科技	上汽通用、长安、五菱、上汽、一汽、奇瑞、吉利等
德国霍富	奔驰、宝马、奥迪、大众、保时捷、宾利、法拉利等

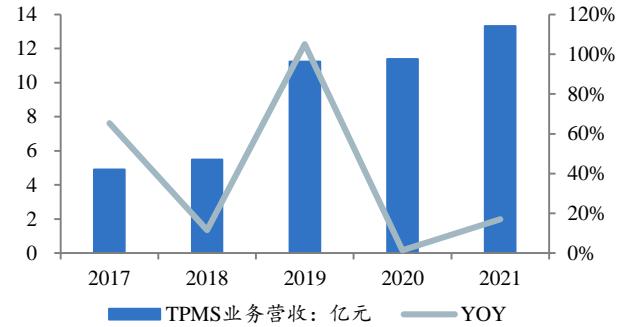
资料来源：公司公众号、开源证券研究所

优质客户拓展顺利，公司 TPMS 业务全球市场份额有望进一步提升。2018 年保隆科技 TPMS 发射器销量 972 万只，2019 年合资公司保富电子正式运营后 TPMS 发射器销量达到 2275 万只。2021 年公司 TPMS 发射器销量 3283 万支，实现 TPMS 业务营收 13.3 亿元。借助 HUF 集团的客户资源优势，公司加速市场开拓，2020 年以来陆续开拓了丰田、FCA、长城、沃尔沃等新客户，公司 TPMS 产品全球市场份额

有望进一步提升。

图22：2021年公司TPMS发射器销量3283万支


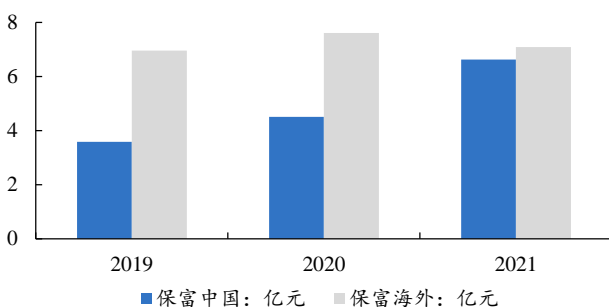
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2021年公司TPMS业务营收13.3亿元


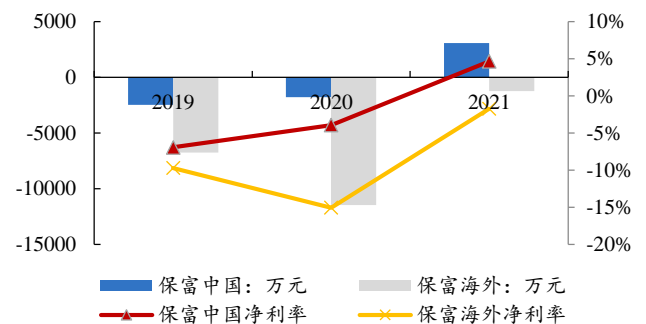
数据来源：公司公告、开源证券研究所

业务整合后公司TPMS业务规模进一步扩大，规模效应、协同效应便于后续降本推进。（1）规模化采购降本：保富电子海外业务整合进来之后，公司TPMS业务规模大幅增长，供应链整合有助于公司提高对于上游供应商议价能力。（2）生产协同降本：公司后续计划将保富全球的PCBA（集成了元器件的电路板）全部集中到上海生产，将德国原有的产线向成本更低的中国转移。

TPMS业务整合效果初显，保富电子经营逐步好转。TPMS业务整合持续推进，保富德国重组计划初见成效，2021年公司TPMS国内与海外业务盈利水平大幅提升，TPMS业务整体实现扭亏。

图24：2019-2021年保富电子营收稳步增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2021年保富电子净利润实现扭亏


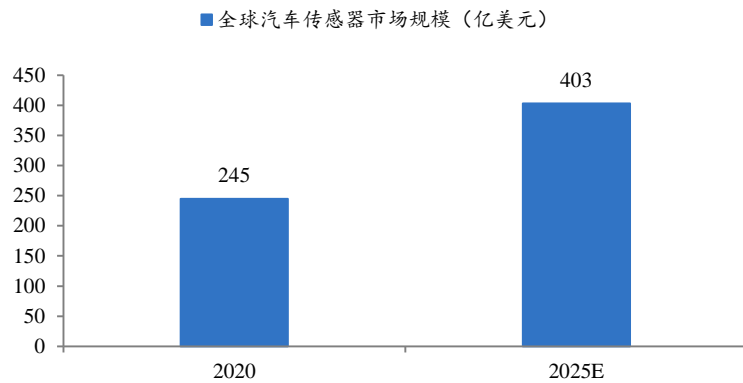
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、传感器与ADAS业务：收购&扩产加速业务规模扩张

3.1、汽车传感器市场方兴未艾，募投扩产蓄力成长

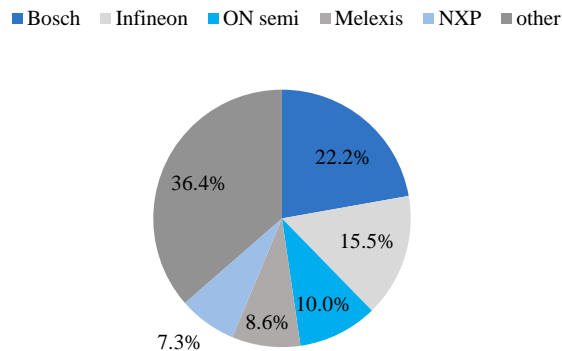
3.1.1、市场空间广阔，外资巨头全球市场占据主导地位

预计2025年全球汽车传感器市场规模403亿美元。据Statista数据，随着汽车安全法规的强制推行和汽车智能化的发展，全球汽车传感器市场规模预计由2020年的245亿美元增长至2025年的403亿美元，CAGR为11%。

图26：预计 2025 年全球传感器市场规模 403 亿美元


数据来源：Statista、开源证券研究所

全球汽车传感器市场外资厂商占据主导地位。据 Statista 数据，2020 年全球前五大汽车传感器供应商分别为 Bosch（博世）、Infineon（英飞凌）、ON semi（ON 半导体）、Melexis（迈来芯）和 NXP。前五大供应商合计占据全球汽车传感器市场超过 60% 的份额，其中汽车零部件巨头博世 2020 年全球市占率为 22%。

图27：2020 年全球汽车传感器市场 CR5 超过 60%


数据来源：Statista、开源证券研究所

3.1.2、传感器业务规模加速扩张，募资扩产强化产能保障

公司通过内生研发+外延收购，加速传感器品类拓展及客户开拓。公司从 2009 年开始布局汽车压力传感器。2017 年 10 月，公司收购速度类和位置类传感器供应商常州英孚。2018 年 8 月，公司收购刹车磨损传感器和变速箱位置传感器供应商德国 PEX，拓展欧洲主流整车厂客户。2022 年 2 月，公司公告拟收购速度位置类传感器供应商龙感科技 55.74% 股权。目前公司已有 20 多种传感器产品，包含：压力传感器、光雨量传感器、速度/位置传感器、电流传感器等。

公司传感器业务客户包括上海通用、长安马自达、东风日产等合资车企，上汽、

长安、奇瑞、一汽、东风、广汽、五菱、比亚迪等自主品牌车企。

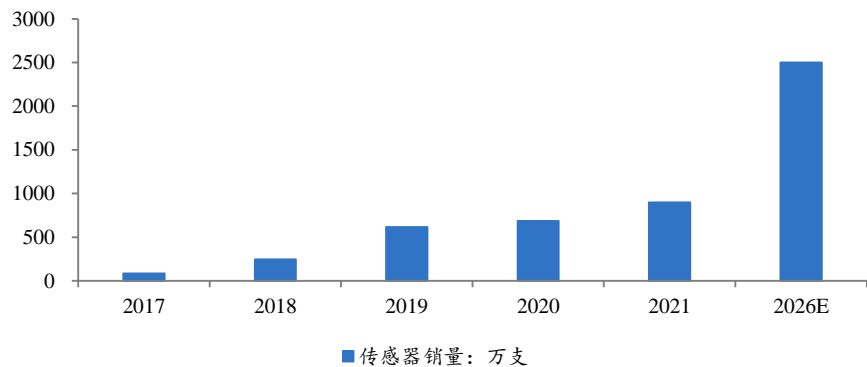
表6: 公司通过内生研发+外延收购, 不断拓展传感器产品品类及客户

时间	事件
2009年	成立文襄传感器公司; 开始研制汽车压力传感器
2012年	开始研制光学传感器
2017年	投资常州英孚(2020年纳入合并范围), 常州英孚主攻速度类和位置类传感器
2018年	收购德国 PEX, PEX 公司主要生产刹车磨损传感器、变速箱位置传感器; 通过 PEX 原有客户渠道, 公司传感器顺势进入欧洲主流整车厂
2020年	在匈牙利购买土地, 建立传感器欧洲生产基地, 主要面向欧洲车企
2021年	定增投资年产 2680 万只车用传感器的项目(包含压力传感器、轮速传感器、光雨量传感器、摄像头、毫米波雷达等)
2022年	拟以 1.7 亿元收购上海龙感科技 55.74% 的股权; 龙感科技: 主要产品是车用速度位置类传感器, 目前客户包括上通五菱、比亚迪、理想、上汽、广汽等; 优势产品——轮速传感器国内细分市场销量领先)

资料来源: 保隆科技公众号、保隆科技官网、保隆科技公告、开源证券研究所

公司定增募资, 加速传感器产能扩建。2021 年公司通过定增募集资金 9.18 亿元, 其中 6.48 亿元用于投入年产 2680 万支车用传感器项目, 建成专用于 MEMS 压力传感器、轮速传感器、光线及雨量传感器、视觉传感器、毫米波雷达等车用传感器的先进生产线。该项目于 2020 年开工, 预计建设期 4 年, 达产后可实现年产车用传感器 2680 万支, 足够支撑公司 2026 年 2500 万只的传感器销量规划。

图28: 公司规划 2026 年传感器销量 2500 万只, 2021-2026 年 CAGR 为 23%



数据来源: 公司公告、公司公众号、开源证券研究所

3.2、迎智能化浪潮, ADAS 产品布局进入收获期

3.2.1、ADAS 业务布局三大产品线, 毫米波雷达产品种类丰富

公司 ADAS 业务布局低速驾驶、视觉产品、雷达产品三大产品线。公司 2013 年开始进入 ADAS 领域, 布局低速驾驶/视觉产品/雷达产品三大产品线、涉及到硬件、软件算法、图像处理等技术。**低速驾驶产品线:** 主要包括 360 环视系统、APA 自动泊车辅助等, 通过高清摄像头、以太网摄像头、中控器等硬件以及 360 处理算法等

软件实现 360 度图像环摄。**视觉产品线：**通过单目摄像头、双目摄像头、高清摄像头、控制器等实现车辆行驶过程中的报警和控制，可实现功能包括 DMS 疲劳监测、交通信号灯/路标识别等。**雷达产品线：**公司布局的雷达产品包括角雷达、前向雷达、图像雷达等，可用于实现 FCW 前向碰撞预警、AEB 自动紧急制动等功能。据公司微信公众号，目前公司低速驾驶产品线和视觉产品线已获得东风、宝能、一汽、东风本田、江铃等整车厂定点。

表7：公司 ADAS 业务主要产品包括：360 环视系统、视觉产品、雷达产品等

	360 全景影像（低速驾驶产品线）	视觉产品线	雷达产品线
可实现功能	车身周围路况及障碍物观察 LDW 车道保持&车辆偏离报警 BSD 盲区监测 APA 自动泊车辅助	LDWS 车道偏移辅助系统 PAEB 行人自动紧急制动系统 DMS 疲劳监测系统 驾驶室内人脸识别/驾驶行为监测 DVS 动态视觉传感	FCW 前向碰撞预警 AEB 自动紧急制动 ACC 自适应巡航 HWA 高速公路辅助 LCA 变道辅助 BSD 盲区监测
系统配置	摄像头+AVM 系统（全景式监控影像系统，将摄像头信息经 360 算法软件处理合成）	双目摄像头、单目摄像头、高清摄像头、DVS（动态视觉）摄像头、控制器等	角雷达、前向雷达、前向高精度雷达、图像雷达等

资料来源：公司公众号、开源证券研究所

毫米波雷达性价比优势突出，国内前装市场搭载量快速增长。常用的自动驾驶感知端传感器包括摄像头、超声波雷达、毫米波雷达、激光雷达等。毫米波雷达优势在于：（1）抗干扰能力强；（2）测距范围长；（3）性价比优势突出。FCW、AEB 等多项辅助驾驶功能的渗透率提高带动毫米波雷达市场扩容，据高工智能汽车研究院数据，2021 年国内乘用车前装标配毫米波雷达 1360 万颗，同比+42.3%。

图29：毫米波雷达优势在于抗干扰能力强、测距范围长等

摄像头	超声波雷达	毫米波雷达	激光雷达
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 成本低 ➢ 单目摄像头无法准确测距 ➢ 易受光照及恶劣天气影响 ➢ 可对车辆、行人等进行分类 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 成本低 ➢ 测距范围3m以内 ➢ 测量精度低 ➢ 主动传感器，夜间性能好 ➢ 不允许进行很多物体分类 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 成本较低 ➢ 测距范围可达250m ➢ 测量精度低 ➢ 主动传感器，夜间性能好 ➢ 不允许进行很多物体分类 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 成本高（数百美元） ➢ 探测范围100~300m ➢ 测量精度高 ➢ 主动传感器，夜间性能好 ➢ 易受恶劣天气影响

资料来源：3D 视觉工坊、开源证券研究所

公司毫米波雷达产品线丰富。公司目前毫米波雷达产品布局了中距离雷达、角雷达、前向雷达、前向高精度雷达、毫米波图像雷达等，伴随探测距离的延伸，这些产品可实现的功能也进一步得到丰富。公司下一代毫米波图像雷达产品探测距离

可达 300m，分辨率较高精度雷达更高。

表8：公司毫米波雷达产品线丰富

毫米波雷达种类	中距离毫米波雷达	毫米波角雷达	毫米波前向雷达	毫米波前向高精度雷达	毫米波图像雷达
频率范围	24GHz/77GHz	77GHz	77GHz	77GHz	77GHz
安装位置	车后方左右两侧	前方/后方左右两侧	一般装在前保险杠上	一般装在前保险杠上	/
功能	盲区监测、变道辅助、后方交叉预警、开门预警	功能同中距离雷达一致	在中距离雷达基础上增加：前向碰撞预警	在前向雷达基础上增加：自适应巡航、自动紧急制动	较高精度雷达分辨率更高
探测距离	0.2-50m	0.2-100m	0.2-200m	0.2-250m	最大探测距离可达 300m

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2.2、公司积极开展外部合作，加快 ADAS 领域布局

公司积极开展 ADAS 领域合作项目。(1) 2020 年，保隆科技与领目科技合资成立保领公司，保隆科技持股 55%，双方主要合作开发视觉产品线的单目摄像头和低速自动驾驶产品线的 APA 自动泊车辅助系统；(2) 2021 年，保隆科技与楚航科技合资成立保航公司，保隆科技持股 60%，主要开发 77GHz 毫米波雷达；(3) 2021 年，保隆科技与黑芝麻科技公司合作，推动国产车规级芯片的应用。

表9：公司通过外部合作加快推进 ADAS 业务

时间	合作对象	合作对象简介	合作对象技术实力	合作开展
2020 年	领目科技	专注于高等级自动驾驶落地，提供包含系统，硬件，软件，算法等在内的全面解决方案，从事汽车域控制器的研发生产	2018 年底发布 L3+域控制器，核心研发团队硕博占比 60%，均毕业于早稻田、清华、上交等名校，且在 500 强外企有多年研发经历	合资成立保领公司，保隆科技持股 55%，开发单目摄像头、APA 自动泊车辅助系统、商用车 AEB 自动紧急制动
2021 年	楚航科技	由德国海归团队组建而成的科技公司，致力于研发、生产基于 77/79GHz 及高频率段毫米波雷达的高级辅助驾驶 (ADAS) 和自动驾驶系统	国产毫米波雷达领跑企业，77GHz 前向雷达获欧盟 CE 认证，车规级雷达目前已获得东风、长城、北汽、奇瑞等 16 家主机厂的 30 多款车型定点	合资成立保航公司，保隆科技持股 60%，开发 77GHz 毫米波雷达
2021 年	黑芝麻	行业领先的车规级自动驾驶 AI 计算芯片和平台研发企业，于 2016 年分别在硅谷和上海成立研发中心	核心团队均来自博世、OV、英伟达、微软、高通、华为、中兴等业内顶尖公司 华山二号 A1000 自动驾驶芯片 (对应 L2~L3 级别) 将于 2022 年量产上车	合作打造智能驾驶域控制器，推动国产车规级芯片的应用

资料来源：保隆科技公众号、盖世汽车、开源证券研究所

4、空悬业务：空簧产品性能领先，有望充分享受行业红利

空气悬架减震效果好，并且迎合汽车智能化升级的趋势，为汽车悬架升级的重要方向。空气悬架系统可根据路况的不同及距离传感器发出的信号，判断车身的高度变化，从而控制空气压缩机和排气阀门，调整气室降低或升高底盘离地间隙，以提升驾乘舒适性。部分新能源高端车型包括蔚来 ET7、极氪 001、岚图 FREE、理想 L9 等搭载了空气悬架系统。受益于新能源汽车高景气度，空悬系统有望迎来黄金发展期。

表10：极氪 001、蔚来 ET7、理想 L9 等车型已配备空悬系统

车型	续航里程	售价	空气悬架
极氪 001	526/606/712km	28.1-36 万元	选配/部分车型标配
红旗 H9	汽油/汽油+48V 轻混	30.98-53.98 万元	45.98 万元及以上车型标配
红旗 HS7	汽油/汽油+48V 轻混	27.58~46.33 万元	41.58 万元及以上车型标配
红旗 E-HS9	660/690km	58.98~77.98 万元	68.98 万元及以上车型标配
蔚来 ES6	420/610km	35.8-52.6 万元	从次低配 430km 性能版开始配备
蔚来 ES8	415/580km	46.8-62.6 万元	全系配备空气悬挂
蔚来 ET7	500~700km	45.8~53.6 万元	全系配备空气悬挂
蔚来 ES7	485~620km	46.8~54.8 万元	全系配备空气悬挂
岚图 FREE	增程版 860km/纯电动 505km	31.36-36.36 万元	从售价 33.36 万元的四驱增程式车型开始配备
理想 L9	增程式	45.98 万元	目前仅有 1 款车型，标配空气悬架
领克 09	汽油+48V 轻混	26.59~32.09 万元	32.09 万元车型可选配空气悬架
领克 09 新能源	插混	31.99~37.49 万元	37.49 万元车型可选配空气悬架
高合 HiPhiX	630km	57~80 万元	全系配备空气悬挂
北京 BJ90	汽油	99.8~128.8 万元	全系配备空气悬挂

资料来源：汽车之家、开源证券研究所

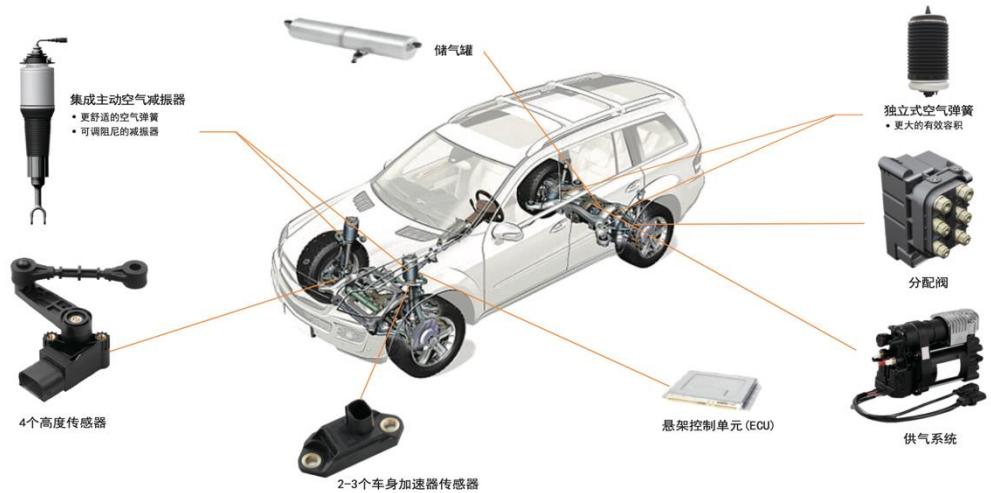
借力橡胶&汽车电子领域优势，公司空悬业务发展稳扎稳打。公司借助传统橡胶业务方面的技术积累，从空气弹簧切入空悬系统具备天然的优势。公司自 2012 年开始研制商用车空气弹簧，早期空气弹簧主要供应商用车客户如采埃孚、上海科曼、赛夫华兰德等，后期逐渐切入乘用车供应。此外，公司也陆续拓展了电控减震器、ECAS 电控系统等其他空悬系统部件的开发。2021 年底，公司合肥园区正式启用，乘用车空气弹簧减振器支柱总成量产下线。

表11: 公司空气弹簧业务客户由商用车拓展至乘用车

时间	事件
2012年	研制商用车空气弹簧
2012-2015年	以卡挂车、公交车等商用车的售后空气弹簧皮囊产品为主
2015年	开始为国内商用车主机厂驾驶室开发空气弹簧, 进入商用车 OEM 市场
2016年	开始研制电控减振器
2017年	开始开发乘用车空气弹簧
2018年	组建 ECAS 主动悬架系统的研发团队
2020年	拿到第一家乘用车主机厂 OEM 空气弹簧项目
2021年	公司合肥园区正式启用, 乘用车空气弹簧减振器支柱总成量产下线

资料来源: 公司公众号、开源证券研究所

图30: 公司空气悬架系统产品包括空气弹簧、减振器、储气罐、传感器和控制器等



资料来源: 公司官网

十年磨一剑, 公司“拳头产品”空气弹簧达到国际先进水平。借助原有橡胶制品领域长时间积累的优势, 公司所开发的空气弹簧产品性能优异, 已超过国际主流豪华车的试验标准。公司空气弹簧产品采用国际著名供应商的优质原胶和帘布材料, 自主开发业内领先的氯丁+天然胶混合配方, 实现了配方、混炼、压延、成型、硫化、装配全工艺链自主掌控。公司乘用车空气弹簧产品满足 80°C、65°C、-30°C 的交变环境温度下, 以不同频率、振幅、转向角度并叠加 16Hz 轮端振动, 进行 450 万次的疲劳试验要求, 该标准超过了国际主流豪华品牌最苛刻的试验标准。

公司空气弹簧、储气罐等产品获多家新能源汽车头部品牌主机厂定点, 有望贡献业绩增量。据公司公告, 公司空气悬架系统空气弹簧、储气罐等产品已获得多家新能源乘用车企定点。随着国内新能源乘用车客户的不断突破, 空悬业务有望持续为公司带来业绩增量。

表12: 公司空气弹簧和储气罐产品获多家主机厂定点

公告时间	客户	产品	预计量产时间	生命周期	生命周期总金额
2021/10/12	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	空气悬架系统前后空气弹簧	2023年3月	6年	1.72亿元
2021/12/18	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	空气悬架系统前后空气弹簧	2024年1月	6年	4.6亿元
2022/5/10	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	空气悬架系统储气罐	2023年上半年	5年	1.5亿元

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资评级

5.1、关键假设

公司业务包含传统业务（气门嘴、汽车金属零部件、TPMS 等）和新业务（传感器、ADAS、空气悬架等）。基于以下假设，我们对保隆科技 2022-2024 年业绩进行预测。

传统业务：（1）气门嘴为公司成熟业务，预计营收增速趋缓，预计 2022-2024 年营收分别为 7.3/7.7/8.2 亿元；（2）汽车金属零部件产品预计 2022-2024 年营收分别为 13.6/15.3/17.2 亿元；（3）TPMS 产品，公司 TPMS 业务具备客户资源与规模效应的优势，伴随客户开拓提速公司市占率有望进一步提升，预计 2022-2024 年营收分别为 14.5/16.2/18.1 亿元。

新业务：（1）空悬业务预计 2022-2024 年营收分别为 2.4/8.1/15.1 亿元；（2）传感器业务所收购龙感科技订单饱满，同时公司产品&客户拓展提速，预计 2022-2024 年营收分别为 4.0/6.8/9.2 亿元；（3）ADAS 业务预计 2022-2024 年营收分别为 1.4/2.6/4.4 亿元。

表13：保隆科技营收预测（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	33.3	39.0	47.7	61.5	77.2
YOY	0.3%	17.0%	22.4%	28.9%	25.4%
气门嘴营收	6.0	6.9	7.3	7.7	8.2
YOY	-5.2%	14.9%	5.8%	6.3%	6.4%
毛利率	49.7%	42.1%	42.3%	42.5%	43.0%
汽车金属零部件营收	9.7	11.6	13.6	15.3	17.2
YOY	7.2%	20.0%	16.6%	12.6%	12.2%
毛利率	38.5%	19.6%	23.0%	24.0%	25.0%
TPMS 营收	11.4	13.3	14.5	16.2	18.1
YOY	1.3%	16.8%	9.1%	11.9%	11.5%
毛利率	22.8%	25.5%	26.5%	27.0%	27.5%
空气悬架营收			2.39	8.11	15.11
YOY				240.0%	86.3%
毛利率			26.0%	27.5%	30.0%
传感器营收			3.96	6.78	9.16
YOY				71.2%	35.1%
毛利率			25.2%	26.0%	27.0%
ADAS 营收			1.44	2.59	4.41
YOY				80.0%	70.0%
毛利率			25.2%	28.0%	30.0%
其他	4.07	4.36	4.58	4.81	5.05
YOY	-24.2%	15.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	23.5%	32.9%	26.0%	26.0%	26.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、盈利预测及估值

公司传统业务气门嘴、排气管件、TPMS 全球行业份额居前，细分领域内持续做精做强，并积极把握橡胶、汽车电子能力圈拓展新品类，ADAS 与传感器、空气悬架等新业务有望带来持续增长驱动力。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 47.7/61.5/77.2 亿元，2022-2024 年归母净利润 2.8/4.0/5.5 亿元，对应 EPS 为 1.36/1.91/2.63 元/股，当前股价 69.43 元/股，对应 PE 为 51.1/36.3/26.4 倍，保隆科技 A 股 3 家可比公司 2021/2022/2023 年 PE 均值分别为 59.0/42.1/32.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表14：可比上市公司估值（PE/PEG）

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS			PE			PEG (2024E)
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
000887.SZ	中鼎股份	297.26	22.58	0.88	1.15	1.44	25.66	19.63	15.68	0.62
002920.SZ	德赛西威	1082.78	195.00	2.22	3.27	4.31	87.84	59.63	45.24	1.42
601689.SH	拓普集团	1013.00	91.92	1.45	1.96	2.62	63.39	46.90	35.08	1.04
可比公司平均 PE							58.96	42.06	32.00	
603197.SH	保隆科技	144.24	69.43	1.36	1.91	2.63	51.12	36.34	26.36	0.70

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2022/7/29，中鼎股份、德赛西威、拓普集团数据均来自开源证券研究所）

6、风险提示

下游汽车销量不及预期、原材料价格上涨、募投项目进展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2231	3226	4048	4637	5212
现金	512	1103	1616	1724	1807
应收票据及应收账款	872	822	1126	1336	1692
其他应收款	32	29	45	50	70
预付账款	28	24	39	43	60
存货	734	1069	1043	1306	1404
其他流动资产	53	178	178	178	178
非流动资产	1683	1924	2100	2372	2739
长期投资	20	21	22	23	23
固定资产	945	1144	1293	1526	1850
无形资产	103	125	130	136	143
其他非流动资产	615	634	656	687	723
资产总计	3913	5149	6148	7010	7951
流动负债	1656	1780	2046	2506	2867
短期借款	363	457	600	650	760
应付票据及应付账款	673	808	961	1313	1524
其他流动负债	620	515	485	543	583
非流动负债	885	918	1379	1365	1361
长期借款	542	850	733	658	594
其他非流动负债	343	68	647	707	767
负债合计	2541	2698	3425	3871	4228
少数股东权益	222	253	284	323	371
股本	165	208	208	208	208
资本公积	129	1000	1000	1000	1000
留存收益	862	1036	1326	1711	2249
归属母公司股东权益	1151	2199	2439	2815	3352
负债和股东权益	3913	5149	6148	7010	7951

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	229	131	332	529	558
净利润	132	292	314	436	595
折旧摊销	132	152	137	171	217
财务费用	70	69	51	35	41
投资损失	4	-89	4	5	6
营运资金变动	-122	-301	-156	-98	-277
其他经营现金流	12	9	-17	-21	-24
投资活动现金流	-303	-294	-300	-427	-566
资本支出	233	305	176	271	366
长期投资	-48	18	-1	-1	-1
其他投资现金流	-118	28	-126	-156	-200
筹资活动现金流	0	799	481	6	91
短期借款	120	94	143	50	110
长期借款	-44	308	-117	-75	-64
普通股增加	-1	43	0	0	0
资本公积增加	-37	871	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-516	456	31	45
现金净增加额	-84	620	513	108	83

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3331	3898	4773	6154	7721
营业成本	2269	2829	3379	4345	5420
营业税金及附加	16	23	26	35	43
营业费用	290	194	291	375	463
管理费用	227	240	310	400	471
研发费用	255	281	353	455	571
财务费用	70	69	51	35	41
资产减值损失	-11	-26	-24	-36	-42
其他收益	29	45	50	65	82
公允价值变动收益	1	16	18	22	25
投资净收益	-4	89	-4	-5	-6
资产处置收益	-0	-1	-1	-1	-1
营业利润	203	379	449	625	853
营业外收入	1	1	2	3	2
营业外支出	8	2	4	4	5
利润总额	197	378	448	623	850
所得税	64	87	134	187	255
净利润	132	292	314	436	595
少数股东损益	-51	23	31	39	48
归属母公司净利润	183	268	282	397	547
EBITDA	371	581	602	805	1077
EPS(元)	0.88	1.29	1.36	1.91	2.63

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	0.3	17.0	31.5	37.5	24.6
营业利润(%)	-21.5	86.7	18.4	39.1	36.4
归属于母公司净利润(%)	6.3	46.5	5.2	40.7	37.9
获利能力					
毛利率(%)	31.9	27.4	29.2	29.4	29.8
净利率(%)	5.5	6.9	5.9	6.5	7.1
ROE(%)	9.6	11.9	11.5	13.9	16.0
ROIC(%)	5.8	8.8	7.1	8.8	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	64.9	52.4	55.7	55.2	53.2
净负债比率(%)	79.9	19.3	19.5	15.5	14.7
流动比率	1.3	1.8	2.0	1.9	1.8
速动比率	0.9	1.1	1.4	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	3.9	4.6	4.9	5.0	5.1
应付账款周转率	3.4	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.29	1.36	1.91	2.63
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	0.63	1.60	2.54	2.68
每股净资产(最新摊薄)	5.54	10.58	11.74	13.55	16.13
估值比率					
P/E	78.8	53.8	51.1	36.3	26.4
P/B	12.5	6.6	5.9	5.1	4.3
EV/EBITDA	42.4	26.1	25.3	18.9	14.2

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

22 / 24

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R3（中风险），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C3、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C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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