

# 中鼎股份 (000887)

## 智能底盘领域优质标的

### 买入 (首次)

2022年07月31日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 谭行悦

执业证书: S0600121070041

tanxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	12,577	14,286	16,192	19,314
同比	9%	14%	13%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	965	1,165	1,410	1,627
同比	96%	21%	21%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.73	0.89	1.07	1.24
P/E (现价&最新股本摊薄)	30.80	25.51	21.09	18.27

#### 投资要点

- 国内非轮胎橡胶件龙头企业, 全球收购扩展上下游产业链:** 公司以非轮胎橡胶制品为业务基石, 通过海外并购, 不断扩张产品品类。公司先后收购 KACO、WEGU、AMK、TFH 等海外企业, 掌握了球头铰链、空气供给单元等核心技术, 不断加速国内落地进程, 设立安徽嘉科、安徽威固、安徽特思通、安美科安徽等国内子公司, 形成了密封系统、热管理系统、轻量化业务和空气悬挂等多类产品布局, 业务协同效应明显。
- 两大底盘业务稳定增长。密封业务:** 公司成立伊始即从事密封业务, 通过海外收购确立密封行业领先地位。2011 年并购美国 COOPER, 2012 年并购美国 ACUSHNET, 进入高端密封件领域; 2014 年收购德国 KACO, 跻身高端油封、高性能新能源电机密封领域。公司积极布局新能源汽车密封产品, 单车配套价值量由传统燃油车的 600-900 元提升至 800-1000 元, 客户包括蔚来、上汽等头部新能源品牌。**减震橡胶业务:** 公司深耕汽车减振系统, 并于 2015 年收购德国 WEGU 强化橡胶减震技术, 其核心产品硅胶动力吸振技术为汽车领域提供了快捷高效的振动噪音解决方法, 国内子公司安徽威固的落地预期将为公司贡献更大营收。
- 三大增量业务蓄势待发。收购德国 TFH, 加速热管理布局。** 新能源电池模组对于温控要求高于传统汽车, 单车价值量提升至 1000-1600 元, 为燃油车的 3-5 倍; 国产落地公司安徽特思通开始贡献收入, 2021 年实现营收 4.35 亿元, 同比+28.1%。**立足高端底盘优势, 布局轻量化业务。** 2019 年收购四川望锦, 球头铰链总成具备高技术壁垒; 受益行业轻量化趋势+单车价值量提升+公司技术优势, 公司轻量化业务营收预期快速增长; **收购 AMK 掌握空气供给单元核心技术, 空悬业务有望快速放量。** AMK 空气供给单元技术优势明显, 配套沃尔沃、奔驰等高端客户。公司空气供给单元国内组装线已落地, 2021 年实现 0.28 亿营收; 并收购普利司通布局空簧业务, 提升空悬产品竞争力。受益自主品牌高端化+整车拆分供应及降本需求+国产化子公司落地, 空悬业务有望快速放量。
- 盈利预测与投资评级:** 1) 密封业务: 掌握动密封技术, 积极布局新能源, 单车价值量增长。2) 减震橡胶业务: 深耕汽车减振, 海外并购实现国产化落地, 增长稳定。3) 热管理+轻量化+空气悬挂受益新能源渗透率提升, 业务规模快速扩大。基于以上核心假设, 我们预测公司 2022-2024 年营收为 143/162/193 亿元, 同比分别+14%/+13%/+19%; 归母净利润为 11.7/14.1/16.3 亿元, 同比分别+21%/+21%/+15%, 对应 EPS 为 0.9/1.1/1.2 元, 对应 PE 为 26/21/18 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 乘用车产销量不及预期, 空气悬挂推广不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	22.58
一年最低/最高价	10.69/25.68
市净率(倍)	2.81
流通 A 股市值(百万元)	29,667.80
总市值(百万元)	29,726.34

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.02
资产负债率(% ,LF)	43.30
总股本(百万股)	1,316.49
流通 A 股(百万股)	1,313.90

#### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 中鼎股份：非轮胎橡胶件龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1. 密封业务起家，行业地位稳固 .....	5
1.2. 股权结构清晰，围绕汽车零部件广泛布局 .....	5
1.3. 高端客户集中度高，新能源客户逐步进入前十大客户 .....	6
1.4. 传统业务发展稳定，布局智能化底盘业务 .....	6
1.5. 营收与利润稳步上涨 .....	7
<b>2. 海外技术引进，国内国产化落地</b> .....	<b>8</b>
2.1. 全球并购：围绕相关产业链布局 .....	8
2.2. 国内落地：海外并购国内落地业绩放量 .....	9
<b>3. 底盘业务稳定</b> .....	<b>10</b>
3.1. 密封业务：海外收购确立领先地位，积极布局新能源产品 .....	10
3.2. 减震橡胶：深耕汽车减震，海外并购实现国产化落地 .....	12
<b>4. 三大增量业务蓄势待发</b> .....	<b>12</b>
4.1. 热管理系统 .....	13
4.1.1. 电动化助力热管理系统升级 .....	13
4.1.2. 收购海外龙头企业，加速拓展国内市场 .....	14
4.2. 智能底盘业务-轻量化底盘系统 .....	17
4.2.1. 政策推动+“里程焦虑”推动轻量化快速发展 .....	17
4.2.2. 中鼎立足高端底盘优势，加速布局轻量化业务 .....	19
4.3. 智能底盘业务-空气悬挂系统 .....	21
4.3.1. 空气悬架价格下探加速打开市场空间 .....	21
4.3.2. 收购 AMK 掌握空气供给单元核心技术，国产化落地顺利 .....	24
<b>5. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>26</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年第一季度末) .....	6
图 3: 公司前十大客户.....	6
图 4: 公司各项业务营收占比.....	7
图 5: 公司各项业务图示.....	7
图 6: 公司主营业务收入 (亿元) 及增速.....	7
图 7: 公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	7
图 8: 公司各业务毛利率.....	8
图 9: 公司历年费用率.....	8
图 10: KACO 国产化公司无锡&安徽嘉科营收 (亿元) .....	9
图 11: WEGU 中国落地公司 安徽威固营收 (亿元) .....	9
图 12: TFH 中国落地公司 安徽特思通营收 (亿元) .....	10
图 13: 海外公司中国落地后营收占比.....	10
图 14: 海内外营收占比.....	10
图 15: 公司密封产品.....	12
图 16: 密封业务营收 (亿元) & 毛利率 .....	12
图 17: 公司减震产品.....	12
图 18: 减震橡胶业务营收 (亿元) & 毛利率 .....	12
图 19: 传统燃油车热管理系统.....	13
图 20: 新能源汽车热管理系统.....	13
图 21: 国内乘用车热管理市场规模/亿元 .....	14
图 22: 中鼎热管路产品.....	15
图 23: 汽车热管理管路系统单车价值量 (元) .....	15
图 24: TFH 国产化落地进程.....	16
图 25: 热管理营业收入 (亿元) & 毛利率 .....	16
图 26: 底盘轻量化主要部件.....	18
图 27: 轻量化市场空间测算 (亿元) .....	19
图 28: 轻量化业务发展历程.....	20
图 29: 空气悬挂系统结构图.....	21
图 30: 空气悬挂工作原理图.....	21
图 31: 传统悬架.....	22
图 32: 奥迪主动空气悬挂剖面示意.....	22
图 33: 空气悬挂乘用车市场空间测算 (亿元) .....	24
图 34: AMK 空悬业务国产化发展历程 .....	24
图 35: 空气悬挂历年营收 (亿元) & 毛利率 .....	25
图 36: AMK 空气压缩机产品 .....	25
表 1: 收购公司.....	8
表 2: 密封市场竞争格局.....	11
表 3: 热管理管路国内外企业相关产品布局.....	14
表 4: 公司热管理定点.....	16

表 5: 《节能与新能源汽车技术路线 2.0》能耗总体目标.....	17
表 6: 轻量化行业竞争格局.....	18
表 7: 公司轻量化定点.....	20
表 8: 空气悬挂国内外竞争格局.....	22
表 9: 公司空悬业务定点.....	25
表 10: 中鼎股份业绩预测拆分.....	27
表 11: 可比公司估值 (截至 2022.07.31) .....	28

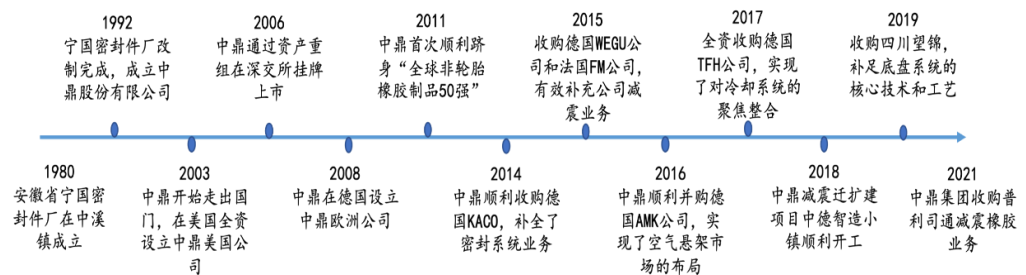
## 1. 中鼎股份：非轮胎橡胶件龙头

### 1.1. 密封业务起家，行业地位稳固

中鼎集团创建于1980年，总部位于宁国市。2006年11月中鼎通过资产重组在深交所挂牌上市。2007年1月15日，公司名称变更为安徽中鼎密封件股份有限公司，2008年3月6日，公司股票撤销其他特别处理后简称变更为“中鼎股份”。涉及机械基础件、汽车零部件、液压气动密封件、机械电子、精密模具、汽车工具等领域。

自2008年起，公司通过海外并购，业务不断扩张。目前拥有下属企业30余家，海外企业10余家，是以器机械基础件和汽车零部件为主导的跨国民营企业集团。其中，主导产品“鼎湖”牌橡胶密封件和特种橡胶制品，广泛应用于汽车、工程机械、石化、办公自动化、铁路、船舶等领域。

图1：公司发展历程

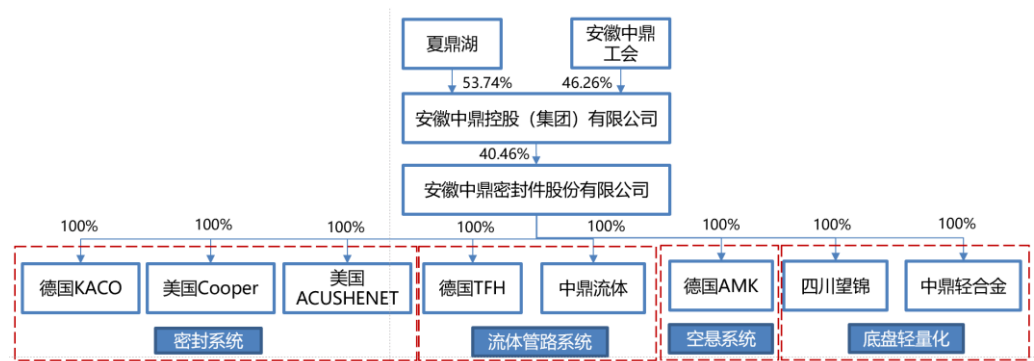


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.2. 股权结构清晰，围绕汽车零部件广泛布局

公司股权结构清晰，围绕汽车零部件广泛布局。截至2022年第一季度末，公司实际控制人夏鼎湖，直接持有安徽中鼎控股（集团）有限公司53.74%的股权。同时，中鼎控股持有中鼎股份40.46%的股权，是中鼎股份的第一大股东。公司通过收购细分领域龙头企业，围绕汽车零部件广泛布局。目前公司在流体管路系统、密封系统、空气悬挂系统、底盘轻量化系统均有业务布局。

图2：公司股权结构（截至 2022 年第一季度末）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 高端客户集中度高，新能源客户逐步进入前十大客户

高端客户集中度高，新能源客户逐步进入前十大客户。2021 年，前十大客户直接与间接总销售额 67.94 亿元，占当年营业收入的 55.02%。公司积极布局新能源汽车领域，以智能底盘系统为核心。2021 年新能源领域业务已经达到 20.61 亿销售额，占全年汽车业务营业收入比例为 17.28%。

图3：公司前十大客户

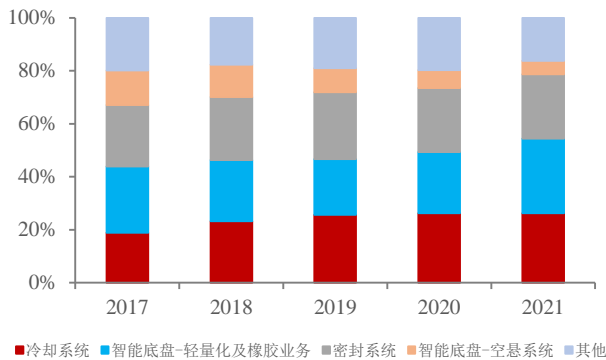


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.4. 传统业务发展稳定，布局智能化底盘业务

传统橡胶密封业务发展稳定，布局智能化底盘业务。公司围绕非轮胎橡胶产业相关产业链并购扩张，在巩固传统密封、减震橡胶业务基础上积极布局密封系统、流体管路系统、底盘轻量化系统、空气悬挂系统等四大业务板块。2021 年，流体管路系统营收占比 26.22%，密封系统占比 24.31%，底盘轻量化占比 28.21%，空气悬挂业务占比 5.02%。密封系统、减震橡胶业务发展稳定，热管路系统、轻量化业务国内逐渐放量。

图4：公司各项业务营收占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图5：公司各项业务图示



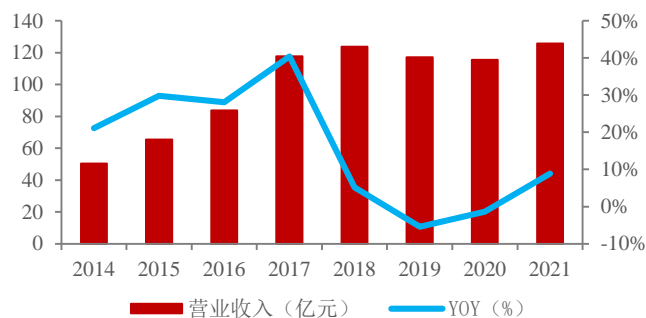
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.5. 营收与利润稳步上涨

**营收利润率稳步提升。**受益于公司的海外并购战略，2016、2017 年营业收入同比增长 28%、40%，2018 年达到营收高点 123.68 亿元；2018 年受汽车行业景气度下降以及新冠疫情冲击，2018-2020 年公司营收增速出现下滑；2021 年营收为 125.77 亿元，同比增加 8.91%。随着汽车行业回暖+新能源渗透率提升+技术引进+国内市场需求提升，拉动公司营收增长。

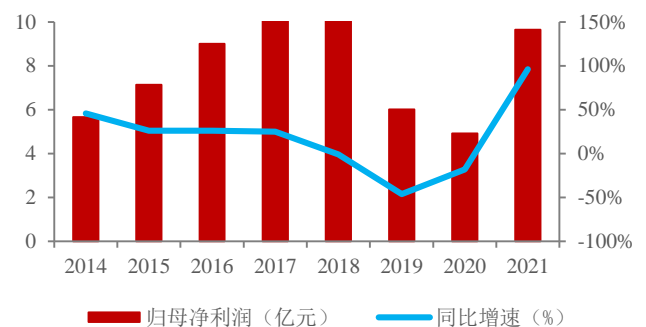
**净利润实现底部回升。**2018 年归母净利润为 11.16 亿元，2019-2020 年公司归母净利润下滑，2020 年因面临汽车行业不景气的困境以及全球新冠疫情的影响，归母净利润为 4.93 亿元，同比减少 18.18%。2021 年归母净利润为 9.65 亿元，同比增长 95.96%，净利润实现底部反转。

图6：公司主营业务收入（亿元）及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图7：公司归母净利润（亿元）及增速



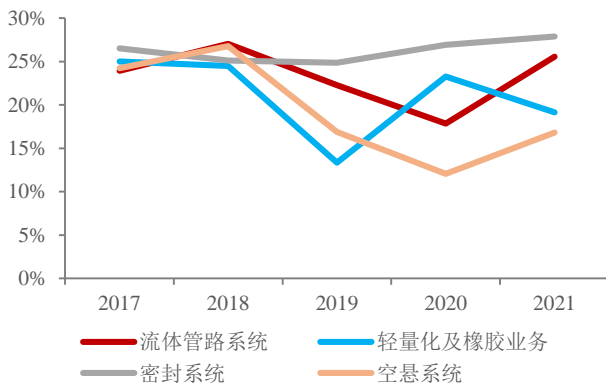
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年公司毛利率与销售净利率底部回转，毛利率为 22.51%，销售净利率为 7.66%，销售净利率同比提升 3.36pct。根据 2021 年年报，公司出售 AMK 公司工业电机业务，该业务近三年一直处于亏损状态，剥离后，公司聚焦于空气悬挂系统与转向电机电控系统，并以空气悬挂系统为公司核心发展目标，剥离后有效促进了利润率的恢复，空气悬挂业

务毛利率由明显提升，2021 年密封业务/流体管路业务/轻量化及橡胶业务/空悬业务毛利率分别为 27.91%/25.56%/19.14%/16.81%。

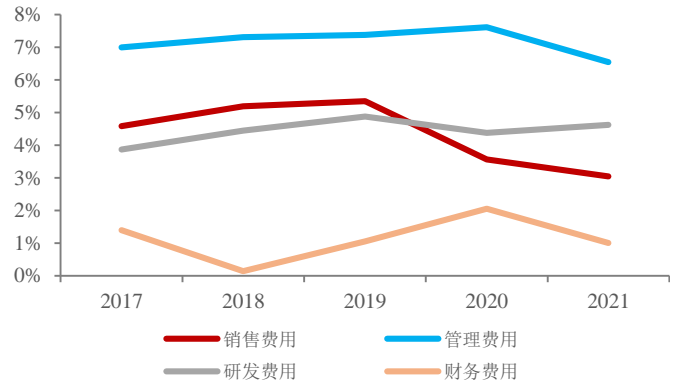
公司期间费用稳定，研发费用比例稳定。2021 年销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 3.05%、6.54%、1.01%、4.63%，同比分别-0.52pct、-1.08pct、-1.05pct、+0.25pct。

图8：公司各业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：公司历年费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 海外技术引进，国内国产化落地

### 2.1. 全球并购：围绕相关产业链布局

公司以非轮胎橡胶产业为基础，2008 年起围绕相关产业链并购整合。公司并购方向主要围绕两大方面。1) 橡胶密封业务：2008-2015 年，公司主要收购多家海外非轮胎橡胶龙头企业，收购公司包含美国 AB、德国 WEGU、美国 COOPER、美国 ACUSHNET、德国 KACO。2) 智能底盘业务：2016 年至今，公司主要围绕轻量化（四川望锦）以及空悬系统（AMK）进行布局，为公司智能化底盘业务的战略布局打下基础。

表1：收购公司

收购时间	并购公司	主营业务	营收贡献	国内落地公司	营收贡献
2008	AB	汽车减震等橡胶制品			
2011	COOPER	高端油封产品	2011 年前 9 月营收 497 万美元	安徽库珀	2021 年 4.85 亿元
2012	ACUSHNET	航空航天、石油、天然气、工程机械、汽车用高端密封件	2012 年前 9 月营收 3487 万美元		

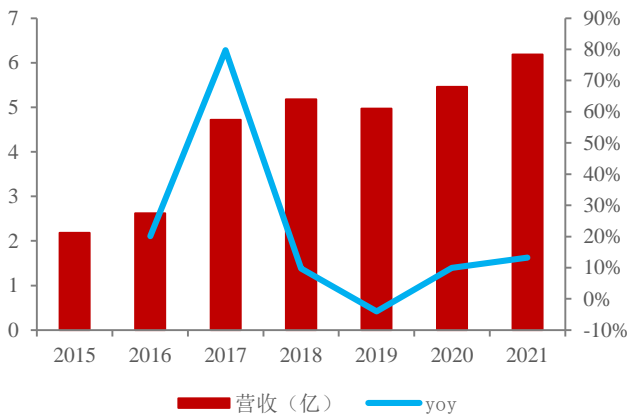
2014	KACO	汽车及机械工程行业高精度密封	2013 年营收 1.36 亿欧元	安徽嘉科 无锡嘉科	2021 年 6.18 亿元
2015	WEGU	硅胶减震业务&轻量化	2014 年营收 6.46 亿	安徽威固	2021 年 2.11 亿元
2016	AMK	空气悬挂和电机、电控系统	2015 年营收 1.98 亿欧元	安徽安美科	2021 年 0.28 亿元
2017	TFH	发动机和电池冷却系统 转向拉杆, 连接杆、前悬控制臂等 汽车球铰总成部件	2016 年前 9 月营收 13.45 亿	安徽特斯通	2021 年 4.35 亿元
2019	四川望锦				
2022	普利司通 (拟收购)	减震、空气弹簧			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 国内落地：海外并购国内落地业绩放量

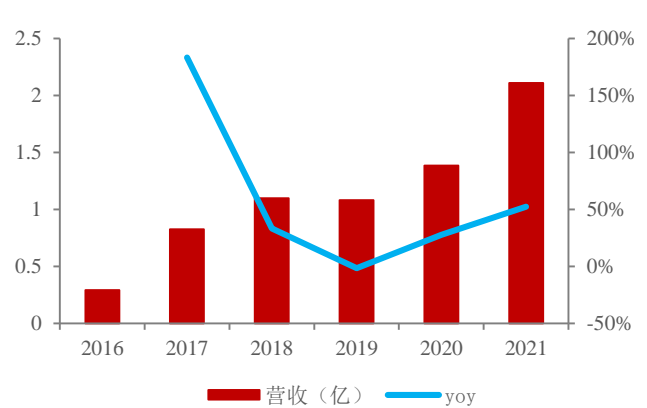
积极推进海外项目国内落地，业绩开始放量。1) 密封业务：2014 年收购 KACO，在安徽宁国设立安徽嘉科与原有子公司无锡嘉科协同发展，积极开发和生产密封系统产品。KACO 中国 21 年实现营收 6.18 亿元，同比+13.2%。2) 底盘减震业务：2015 年收购德国 WEGU，在中国设立安徽威固，2016 年开始贡献营收，营收稳步增长，2021 年实现营收 2.11 亿元，同比+52.5%。3) 热管理业务：2017 年收购 TFH，2018 年基本完成国内项目落地工作，2019 年安徽特斯通开始贡献营收，2021 年实现营收 4.35 亿元，同比+28.13%。4) 空悬业务：2016 年收购 AMK，进入空气悬挂市场，2018 年注册国内子公司安美科安徽，建设空悬生产基地，2021 年安美科安徽实现营收 0.28 亿元。

图10: KACO 国产化公司无锡&安徽嘉科营收 (亿元)



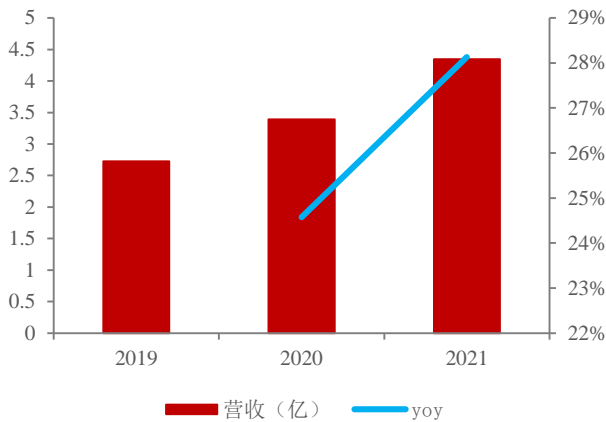
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11: WEGU 中国落地公司 安徽威固营收 (亿元)



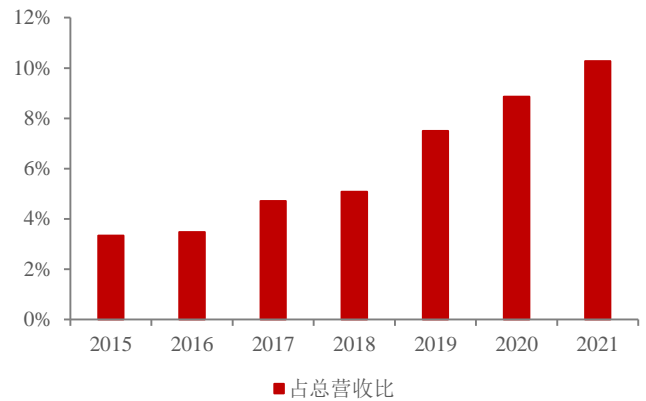
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12: TFH 中国落地公司 安徽特思通营收 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

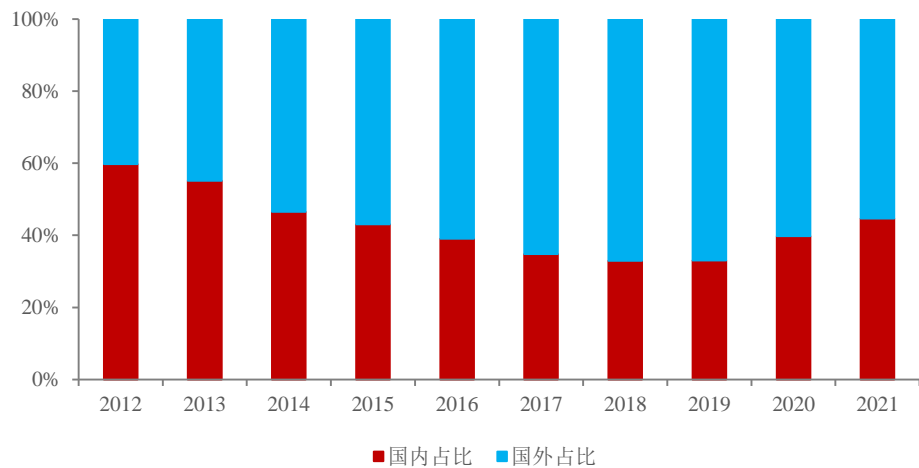
图13: 海外公司中国落地后营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2018年起, 国内落地子公司营收逐年增长显著, 2021年国内落地项目, 包括无锡嘉科&安徽嘉科、安徽威固、安徽特思通、安美科安徽共实现营收12.9亿元, 占总营收比从2016年的3.3%提升到2021年占比10.3%。伴随国产化落地公司稳步经营, 公司有望拿到更多国内定点。

图14: 海内外营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 底盘业务稳定

#### 3.1. 密封业务: 海外收购确立领先地位, 积极布局新能源产品

密封部件可分为静密封和动密封, 动密封是密封行业里面技术难度最大的, 动密封部件在工作时汽车零部件之间产生相对运动, 对技术要求较高, 特别是新能源汽车电机高速油封。动密封需要考虑设备的性质、温度、压力和相对速度等操作条件。

在新能源汽车领域，密封要求更加严格。在新能源汽车领域，三电（电机、电控、电池）系统应用广泛，要求更苛刻，包括电池组密封、电源缓冲垫、水冷板缓冲垫；电控类产品包括 BMS 密封垫、PDU 密封垫、ECU 密封垫。新能源车相较于燃油车增加了三电（电机、电控、电池）系统，并且对于运行环境的要求更为苛刻，因此对于密封产品的需求更为丰富。

中鼎以密封业务起家，通过海外收购确立密封行业领先地位。2011 年并购美国 COOPER，进入高端油封产品领域；2012 年并购美国 ACUSHNET，进入汽车用高端密封件领域；2014 年收购德国 KACO，跻身高端油封、高性能新能源电机密封领域。公司通过收购，率先布局高端油封、新能源电机电封领域，掌握国际前三的密封系统技术，确立了行业龙头地位。

表2：密封市场竞争格局

公司	国家	主要产品
中鼎股份	中国	O 型圈、密封垫片、油封、发动机水封、轴承密封、PTFE 密封、组合垫圈等
恩福	日本	乘用车发动机油封、气门油封、变速油封等
斯凯孚	瑞士	PTFE 油封、旋转油封、静密封制品等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

积极布局新能源汽车密封产品，单车价值量提升，拓展更多优质客户。在新能源车领域，三电（电池组密封、电机密封、电控密封）系统密封应用广泛，要求更为苛刻，密封不好会影响三电的稳定性和可靠性。以 KACO 为代表密封系统旗下企业积极推进新能源布局，已经开发配套成功高性能新能源电机密封。传统汽车密封产品单车价值量在 600-900 元之间，新能源汽车单车价值量在 800-1000 元之间。公司目前已经开发批产新能源电池模组密封系统和电桥总成等产品，为沃尔沃、蔚来、上汽、广汽等新能源汽车平台配套。

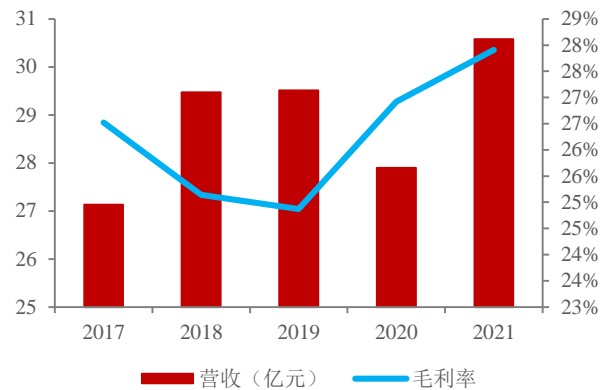
密封业务营收稳定增长。密封主要产品包括轴承密封、密封垫片、发动机水封、油封等。中鼎凭借较深厚的技术积累，以及新能源渗透率的提升，密封业务营收稳定增长。公司密封业务稳步增长，2021 年密封业务营收 30.58 亿元，同比增长 9.6%；毛利率稳步增长，2021 年毛利率为 27.91%。

图15: 公司密封产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图16: 密封业务营收(亿元) & 毛利率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

### 3.2. 减震橡胶: 深耕汽车减震, 海外并购实现国产化落地

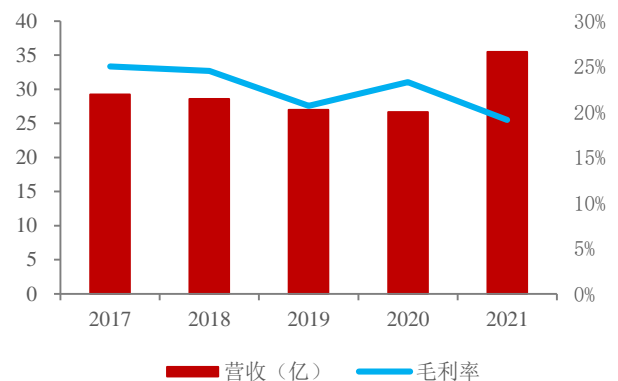
减震橡胶业务作为中鼎的底盘业务, 发展稳定。公司旗下全资子公司中鼎减震一直深耕于汽车减振系统, 在衬套类、顶端链接板类、发动机悬置类产品上拥有多项专利。2015年收购德国WEGU强化橡胶减震技术优势, 其核心产品硅胶动力吸振技术为汽车领域提供了快捷高效的振动噪音解决方法。国产化落地顺利, 贡献稳定营收。2016年设立安徽威固, 当年贡献营收0.29亿元, 2021年安徽威固贡献收2.11亿元, 同比+52.5%, 2016年到2021年CAGR为48.6%。

图17: 公司减震产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图18: 减震橡胶业务营收(亿元) & 毛利率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 4. 三大增量业务蓄势待发

三大增量业务带动公司发展, 成为公司核心成长驱动力。2021年公司整体营收增长8.9%, 三大增量业务(热管路、轻量化、空悬系统)同比增长11%, 成为公司主要成长

驱动力。公司对智能底盘系统核心战略布局（轻量化、空悬系统），推动公司业务向智能化迈进。

#### 4.1. 热管理系统

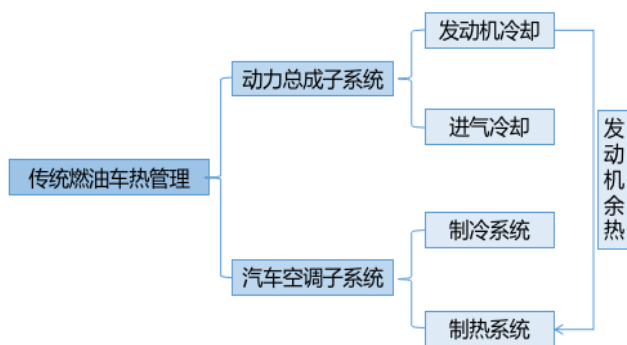
电动化助力热管理系统升级，新能源热管理系统市场空间广阔。电动化趋势带动热管理系统部件需求增长及性能要求提升。

##### 4.1.1. 电动化助力热管理系统升级

**新能源车冷却管路用量增加：**传统燃油汽车的热管理系统主要包含空调和发动机系统，新能源汽车增加了电池组、电机、电控单元的热管理，并且新能源汽车的热量交互更为频繁，管路更复杂，新能源汽车的管路长度是传统汽车的4倍。

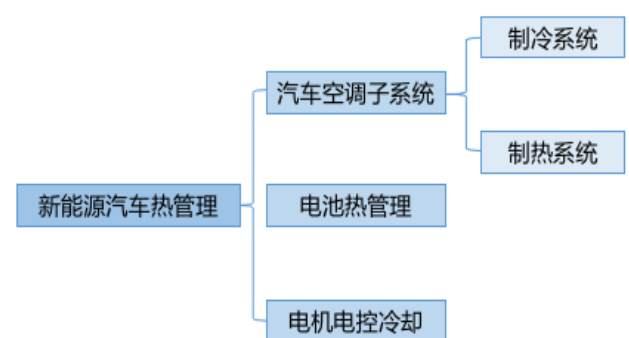
**新能源电池模组对于温控要求高于传统汽车：**相比于传统汽车热管理系统，新能源汽车热管理系统需要提高温控精准度与能源利用率以保障整车续航，对冷却管路部件性能要求更严格。动力电池高效工作温度区间较窄，热管理系统是维持电池性能和安全的关键。20-35℃是动力电池的高效工作温度区间，温度过低（<0℃）导致电池充放电功率性能下降，缩短续航里程；温度过高（>45℃）会产生电池“热失控”风险，威胁整车安全。

图19：传统燃油车热管理系统



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

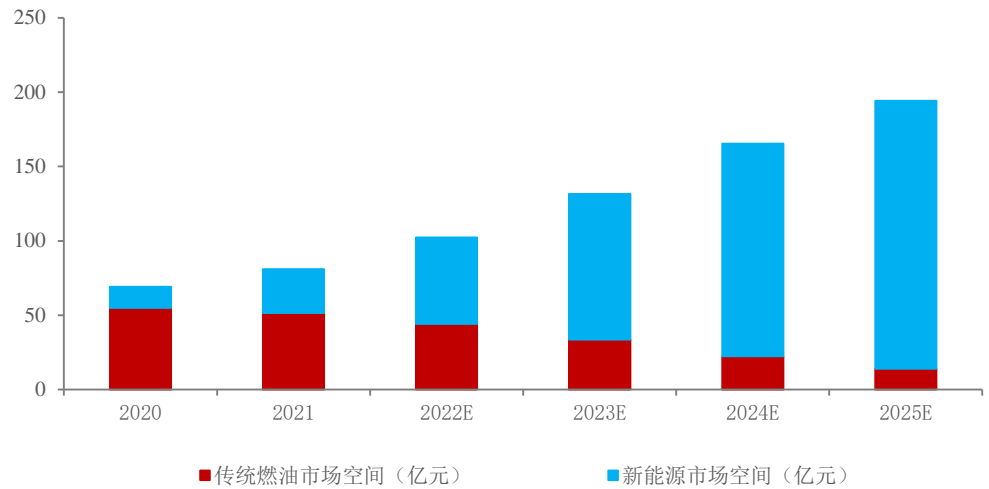
图20：新能源汽车热管理系统



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

2025 年国内乘用车热管理管路市场规模或超 190 亿元，其中新能源约 176 亿元。假设传统乘用车热管理管理系统单车价值量 300 元，新能源乘用车热管理系统单车价值量 1100 元，新能源渗透率或达到 60%，年销量超 1600 万辆，乘联会数据显示，新能源渗透率从 2020 年 1 月的 2.7% 提升到 2022 年 3 月份的 25%，渗透率月均增长约 1.3%，按该假设的销量规模和单车价值量测算得上述国内乘用车热管理系统市场规模。

图21: 国内乘用车热管理市场规模/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**海外企业布局完善, 国内自主供应商立足优势单品。**海外热管理市场由翰昂、法雷奥、电装、马勒垄断, 布局较为完善; 国内自主供应商立足自身优势单品, 努力实现系统集成供应能力, 中鼎股份收购的TFH是流体管路细分市场龙头, 全球排名第二, 仅次于大陆集团, 目前已经给宝马、沃尔沃、奥迪、大众、吉利、小鹏和理想等新能源汽车平台配套; 银轮股份; 三花领衔阀类产品; 银轮股份基于热交换器优势; 拓普依托 IBS 智能刹车系统研发能力, 进军热泵总成、电子膨胀阀、电子水阀等产品。

表3: 热管理管路国内外企业相关产品布局

	厂商	管路	Chiller	电子水泵	电动压缩机	热交换	电子膨胀阀	鼓风机	节温器	多通阀
海外	翰昂	√	√	√	√	√		√	√	√
	法雷奥	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	电装		√	√	√	√	√			
	马勒		√	√	√	√			√	
国内	中鼎股份	√								
	银轮股份		√	√		√		√		√
	三花智控			√			√			√
	拓普集团		√	√		√	√			

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

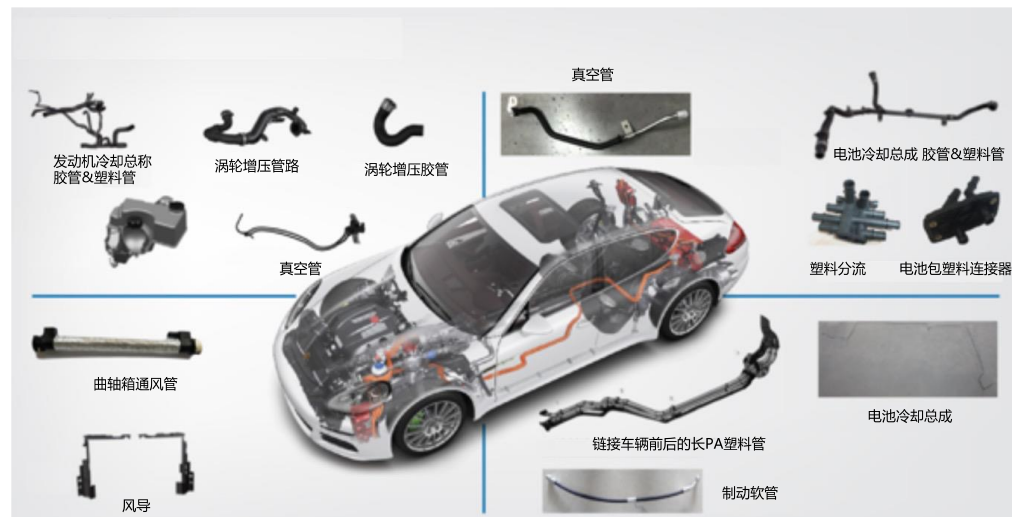
#### 4.1.2. 收购海外龙头企业, 加速拓展国内市场

**中鼎收购德国 TFH, 确立热管理管路行业领先地位。**公司于 2017 年收购全球发动机及新能源汽车电池热管理管路龙头供应商 TFH, 实现冷却系统管路产品从部件到

总成的升级。TFH 在汽车冷却管路总成市占率排名全球第二，仅次于大陆集团。

**技术储备丰厚，产品研发顺利。**TFH 拥有自动一体成型胶管生产技术 creatube，较传统生产工艺成本更低，质量更稳定。公司积极拓展尼龙管、TPV 等新材料在产品上的应用，TPV 较传统内燃机管路产品重量轻，成本低，装配灵活，且保持良好的 NVH 和灵活性，将会成为冷却管路单车配套价值提升的增长点。

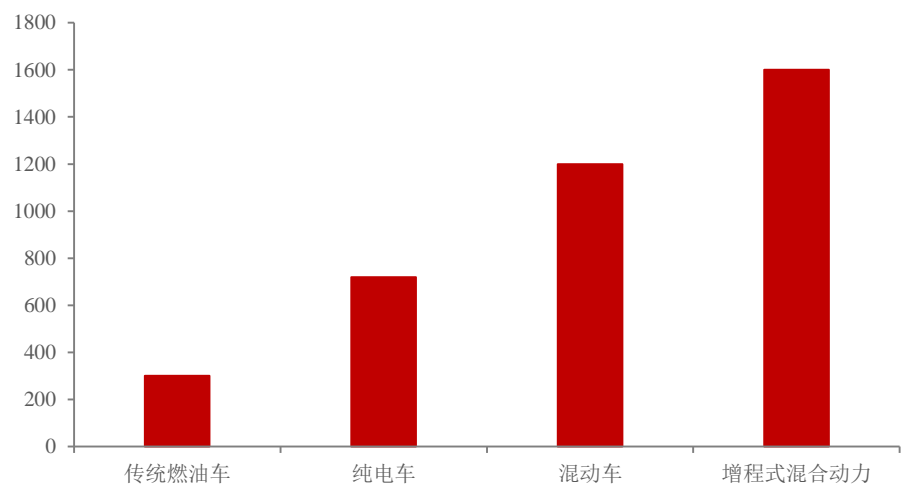
图22：中鼎热管路产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**新能源汽车冷却管路单车价值量提升到 1000-1500 元，较传统车大幅提升。**根据公司年报披露，公司传统燃油车冷却管路单车价值量约为 300 元，新能源车冷却管路单车价值量约为 1000-1600 元，是燃油车的 3-5 倍，其中纯电单车价值 700 元，混动单车价值 1200 元，增程式单车价值 1600 元。

图23：汽车热管理管路系统单车价值量（元）



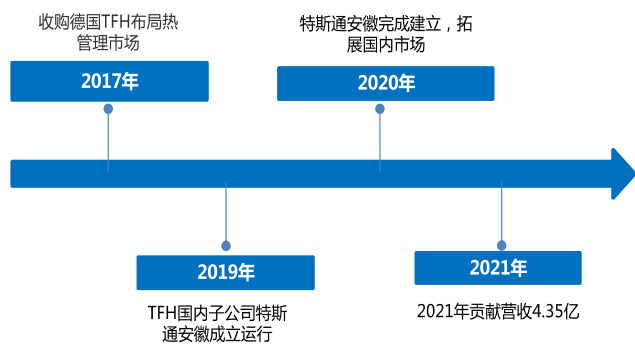
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**全球布局，国产化项目落地。**TFH 海外业务主要集中在美洲、欧洲。2019 年，公

司将子公司中鼎胶管与 TFH 整合，由 TFH 主导中鼎胶管全球冷却系统业务，并设立安徽特斯通，实现 TFH 国产化落地运营。2020 年，安徽特斯通开始贡献收入，实现营业收入 3.39 亿元，2021 年实现营业收入 4.35 亿元，同比+28.1%。

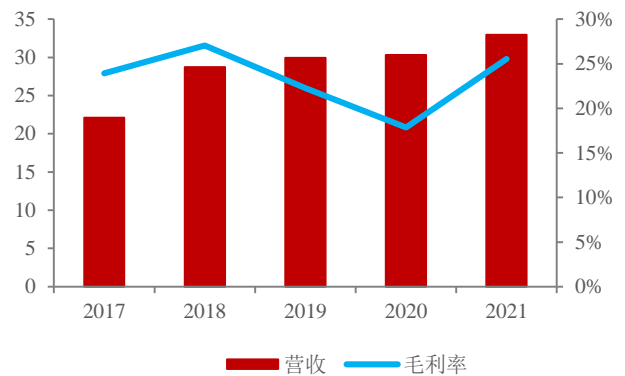
TFH 中国公司目前已经完成建立并开始拓展国内市场。新能源冷却管路总成业务的发展以德国 TFH 为主导，新能源温控系统总成业务的发展以中鼎流体为主导。公司冷却管路的营业收入近年持续增长，2021 年该业务收入为 32.97 亿，同比增长 8.71%，毛利率提升至 25.56%。目前已给宝马、沃尔沃、奥迪、大众、吉利、小鹏和理想等新能源汽车平台配套。

图24：TFH 国产化落地进程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：热管理营业收入（亿元）&毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

冷却系统业务持续增长，获得多家定点。2021 年，公司共获得 6 个新的供应商项目定点书，主要供应新能源汽车的电池热管理系统总成产品、以及储能项目的热管理系统产品，供应的客户包括零跑汽车、理想汽车以及其他国内新能源头部主机厂等。2020 年起至今，公司累计订单金额约为 57.71 亿元。

表4：公司热管理定点

时间	客户	订单总金额	生命周期	产品
2022.05	国内某头部新势力品牌主机厂	2.15 亿	4 年	热管理管路总成产品
2022.03	国内某头部新势力品牌主机厂	2.13 亿	5 年	热管理管路总成产品
2022.01	国内某头部新势力品牌主机厂	3.81 亿	4.5 年	新能源汽车热管理管路总成产品
2021.11	国内某头部新势力品牌主机厂	3.16 亿	10 年	新能源汽车热管理管路总成产品
2021.11	国内某头部新势力品牌主机厂	1.68 亿	5 年	新能源汽车热管理管路总成产品
2021.09	国内某头部新势力品牌主机厂	2.26 亿	5 年	新能源汽车热管理管路总成产品
2021.07	理想汽车	11.24 亿	4 年	新能源汽车热管理管路总成

				产品
2021.05	零跑汽车	4 亿	6 年	C01 热管理系统管路总成
2021.04	国内某知名新能源汽车龙头	1.85 亿	5 年	B 级 SUV 热管理系统管路总成
2020.09	理想汽车	6.64 亿	/	X01 汽车热管理系统总成及中冷管总成
2020.07	吉利汽车	18.79 亿	/	GHS2.0 汽车热管理系统新能源混动总成

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

随着公司将冷却管路总成业务发展重点从传统车切换至新能源车,公司凭借 TFH 的国产化落地技术优势、规模优势取得更多国内市场份额;伴随新能源渗透率的提升,新能源车管路数量的增加+新能源车对管路质量要求更加严格+热管理管路系统单车价值量大幅提升,热管路业务将成为公司未来增长点。

## 4.2. 智能底盘业务-轻量化底盘系统

### 4.2.1. 政策推动+“里程焦虑”推动轻量化快速发展

**政策推动节能减排不断提升,轻量化势在必行。**根据中国汽车工程学会主导修订的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》,主要围绕着节能汽车、纯电动与插电混动、氢燃料电池、智能网联、动力电池、轻量化、智能制造等多个分支。对于轻量化系数总体目标,要求 2025 年/2030 年/2035 年燃油乘用车轻量化系数分别降低 10%/18%/25%,纯电动乘用车轻量化系数分别降低 15%/25%/35%。

表5:《节能与新能源汽车技术路线 2.0》能耗总体目标

分类	2025 年	2030 年	2035 年
乘用车 (含新能源)	4.6L/100km	3.2L/100km	2.0L/100km
商用车 (较 2019 年)	货车油耗下降 8% 客 车油耗下降 10%	货车油耗下降 10% 客 车油耗下降 15%	货车油耗下降 15% 客 车油耗下降 20%
传统能源 乘用车	5.6L/100km	4.8L/100km	4.0L/100km
混动新车	占比 50%	占比 75%	占比 100%
新能源汽车	占总销量 20%	占总销量 40%	占总销量 50%

数据来源：中国汽车工程学会，东吴证券研究所绘制

**轻量化是节能减排的重要途径。**轻量化是燃油车和电动车节能减排的重要途径,可以降低汽车的整备质量,从而提高汽车的动力性,减少燃料消耗,降低排气污染、提升操作稳定性和加速性能。

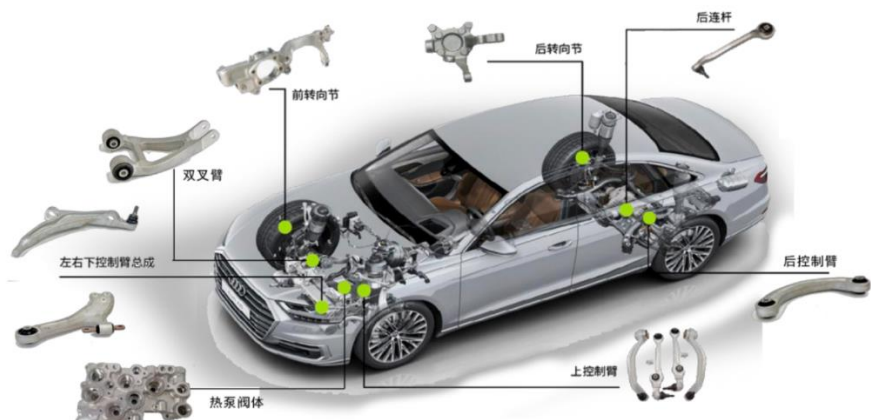
**燃油车:**轻量化系数降低将有利于整车油耗的降低。汽车整备质量每减少 100kg,每百公里油耗可降低 0.3—0.6L(二氧化碳排放可减少约 6-14 克/公里),以 5L/100km

为标准，可以降低油耗 6%-12%。

**新能源车：**新能源纯电动车重量每降低 10%，续航里程可增加 6%。由于新能源车增加了三电系统等增量零部件的原因(三电系统增重约 200-300kg)，同级别的新能源汽车整备质量要高于燃油车。2021 年 2 月，“中国汽车流通协会”发布文章《如何破解新能源车里程焦虑？》，提及根据协会对于新能源车车主用车体验的面访调研结果，用户购买时最关心的问题就是“电池续航能力”，占比达到 31.8%，里程焦虑成为消费者购买新能源车的核心关注内容。新能源汽车三电系统增加结合电动车续航里程问题，加大了新能源车对于轻量化的需求。

**底盘轻量化性价比较高。**轻量化目标零部件分为簧上零部件质量+簧下零部件质量，底盘上多数零件的质量属于簧下质量，相对而言，车身(结构件、加强件和覆盖件)的质量属于簧上质量，同等幅度簧下质量轻量化的效用是簧上质量轻量化的 5—15 倍。铸铁材料替换为铝合金材料，车身成本比底盘成本高。

图26：底盘轻量化主要部件



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**国内轻量化市场竞争格局分散，企业产品较为单一。**全球底盘市场主要被以采埃孚、布雷博、麦格纳为首的外资跨国零部件公司占据。国内在底盘使用普通钢材材料时，技术壁垒较低，市场格局较分散；轻量化趋势促使企业产品结构升级，目前国内企业中，拓普集团、伯特利的铝制轻量化业务处于行业领先地位，产品类型和客户较为广泛。随着底盘轻量化升级和政策推动，市场空间释放将有效促进各企业补足轻量化产品。

表6：轻量化行业竞争格局

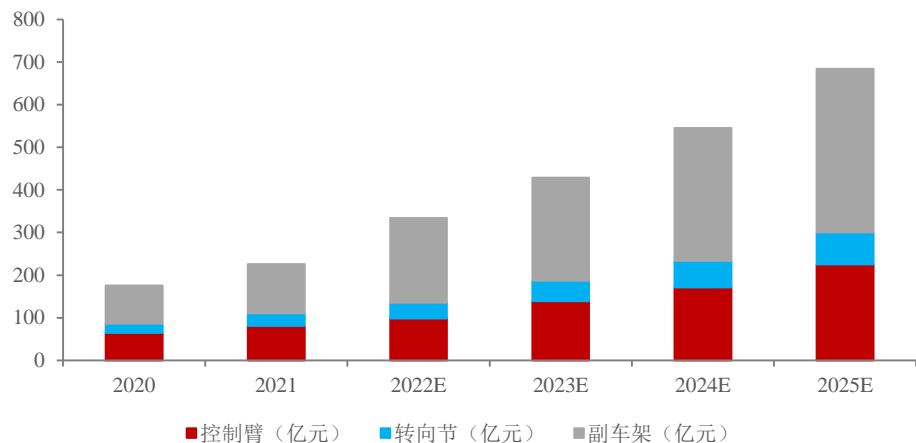
公司	轻量化产品	公司优势	主要客户
中鼎股份	控制臂、摆臂	核心技术为球头铰链总成产品，拥有全球领先的技术，技术壁垒较高	奔驰、长安、广汽、比亚迪等
文灿股份	车身结构件、发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统	公司是国内最早进入车身结构件领域的公司之一，生产经验丰富、工艺成熟度高、产品性能领先	大众、奔驰、宝马、特斯拉、蔚来、小鹏等

拓普集团	铝合金控制臂、大型车身结构件、转向节、轻量化底盘	轻量化全工艺+超级压铸机布局，轻量化底盘及一体化压铸业务成长可期	吉利、广汽、比亚迪、上汽大众、特斯拉、北汽、长城、蔚来、威马
伯特利	铸铝转向节、铸铝控制臂	主营低压铸铝转向节，配套通用等国际客户	通用、福特、沃尔沃、Stellantis、上汽通用、长安、领克、奇瑞、小鹏等
万安科技	副车架	深耕汽车底盘控制多年，副车架销量逐年稳步上涨	蔚来、小鹏、理想、福特汽车、沃尔沃、威马、华人运通、北汽新能源、合众、天际汽车、东风岚图、一汽丰田、江淮

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**铝合金轻量化产品价值量提升，单车价值量提升。**相比传统钢制底盘，新能源车铝制轻量化底盘单车价值量从 2000 元上涨至 3000-3500 元。其中控制臂单车价值量为 1000-1500 元，转向节单车价值为 500 元，副车架单车价值为 2000 元。随着单车价值量提升，2025 年轻量化底盘中控制臂市场空间有望达到 160 亿。

图27：轻量化市场空间测算（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

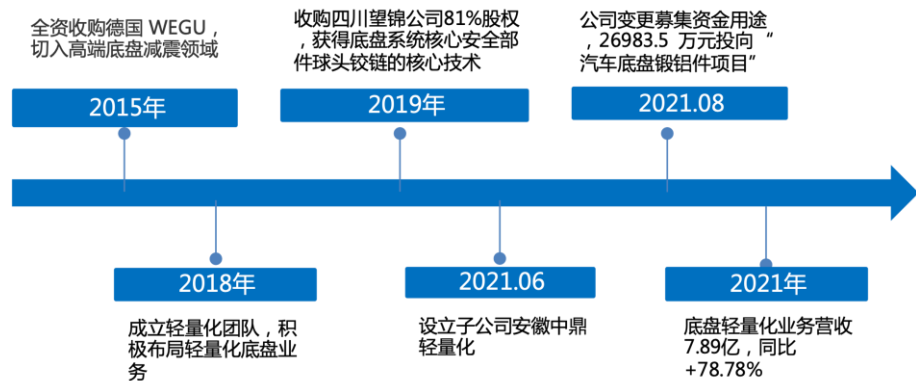
#### 4.2.2. 中鼎立足高端底盘优势，加速布局轻量化业务

**立足高端底盘优势，布局轻量化业务。**2015 年，公司全资收购德国 WEGU，切入高端底盘减震领域；2018 年成立轻量化团队，在巩固原有橡胶降噪减震业务的基础上，积极布局轻量化底盘业务。在原有 NVH 橡胶降噪减震业务的基础上，推出锻铝控制臂、球头铰链等先进的轻量化部件并积极布局轻量化底盘系统业务。

**收购四川望锦，球头铰链总成产品国内领先。**四川望锦助力公司强化轻量化底盘产品竞争力。2019 年，收购四川望锦公司 81% 股权，获得底盘系统核心安全部件球头铰链的核心技术，具备高技术壁垒。四川望锦主要从事汽车转向和悬挂系统零部件的制造，

以汽车球销研发生产为核心技术的投资方向，主营汽车转向拉杆、独立悬架摆臂、稳定杆、连接杆等总成，与上汽通用、长安、广汽多家车企建立合作关系。目前公司轻量化产品有：控制臂、摆臂、球头，单车价值 1000-1500 元。

图28：轻量化业务发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**设立轻量化子公司，轻量化发展加速。**2021 年 6 月设立子公司安徽中鼎轻量化，在安徽宣城中德小镇中鼎集团 NVH 园区租赁厂房，设置生产基地，专注轻量化底盘产品的研发和生产，目前二期同等体量工业园已经开始建设。2021 年 8 月，公司变更募集资金用途，26983.5 万元投向“汽车底盘锻铝件项目”，项目建设期为 24 个月，项目建成后可形成年产汽车零部件—控制臂+转向节 13400 吨。19379.6 万元投向汽车底盘部件生产，项目主要产品为外拉杆、内拉杆、主销类、铝制臂类、前束臂类、连接杆类等，项目建设期为 24 个月，项目建成后可形成年产汽车零部件 1055 万件。公司未来有望拓展转向节、副车架等底盘轻量化部件进一步提升单车价值量，实现底盘轻量化产品系统布局。

**轻量化订单充足，业绩增速明显。**公司目前已取得奔驰、长安、广汽、比亚迪等多个传统主机厂订单，2021 年起，陆续获得比亚迪等国内头部新能源主机厂底盘轻量化产品订单，目前累计订单达到 82.61 亿元。**受益于行业轻量化趋势+公司球头铰链总成技术+单车价值量的提升，公司轻量化业务营收增长明显。**2021 年，底盘轻量化业务营收 7.89 亿，同比+78.78%，毛利率为 16.06%。

表7：公司轻量化定点

时间	客户	订单总金额	生命周期	产品
2022.05	国内某头部自主品牌主机厂	9.27 亿	5 年	底盘轻量化总成
2022.05	国内某头部自主品牌主机厂	30.61 亿	5 年	底盘轻量化总成
2022.02	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	11.79 亿	5 年	底盘轻量化总成

2022.01	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	12.11 亿	5 年	底盘轻量化总成
2022.01	国内某头部新能源品牌主机厂	7.67 亿	5 年	底盘轻量化总成
2021.12	国内某头部新能源品牌主机厂	8.34 亿	5 年	底盘轻量化总成
2021.07	比亚迪	2.82 亿	4 年	底盘轻量化总成
2020.02	麦格纳	24.5 亿	/	纯电动卡车镁合金总成支架项目

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

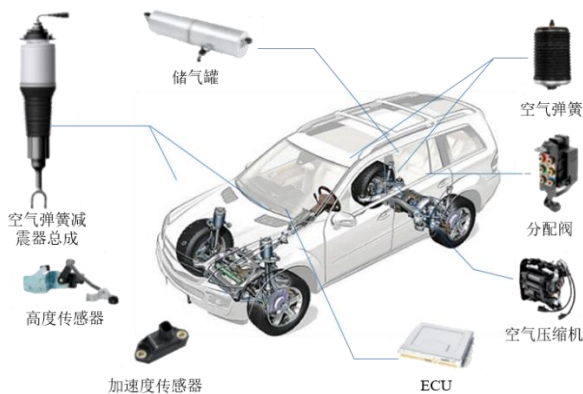
### 4.3. 智能底盘业务-空气悬挂系统

#### 4.3.1. 空气悬架价格下探加速打开市场空间

**悬挂系统是汽车关键部件之一。**悬挂系统决定汽车的稳定性、舒适性和安全性，是汽车的关键部位之一。汽车悬架系统是车架与车桥或车轮之间的传力连接，具备缓和由不平路面传给车架的冲击的作用，提高乘车舒适性，安全性和稳定性。

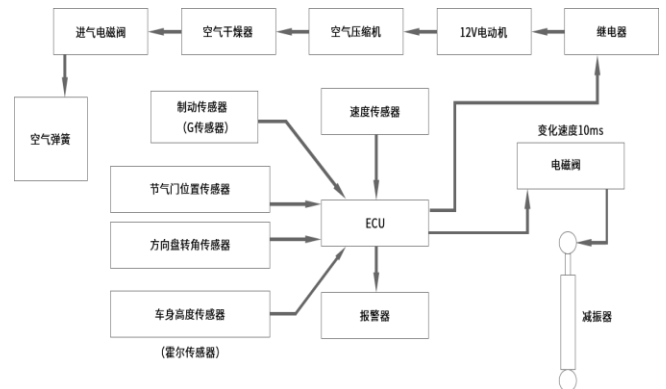
**空气悬架系统构成复杂，多部件协同实现参数调整功能。**空悬系统包括空气供给单元、电子控制单元、多系统传感器、空气弹簧、减振器等等。其中空气供给单元、空气弹簧、减振器是核心部件。空气供给单元：主要用于气体运输，其中主要包括空气压缩机、储气罐、分配阀等一系列部件。空气弹簧：通过在一个密封容器中充入压缩空气，利用气体的可压缩性来实现弹性作用，整体用于调节车身高度，确保不同载荷高度恒定。减振器：通过改变截面实现阻尼系数变化，根据行驶状态确定悬架软硬。

图29：空气悬挂系统结构图



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图30：空气悬挂工作原理图



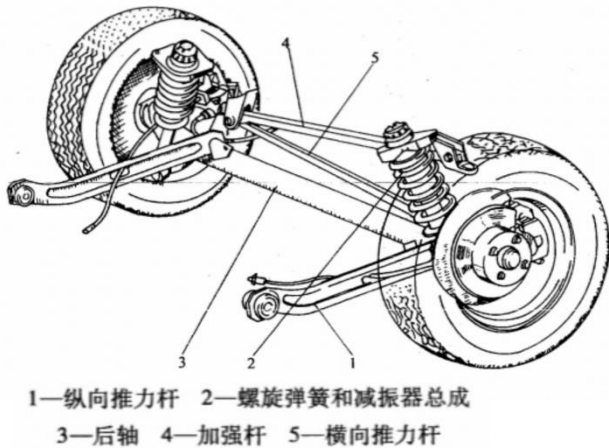
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**空气悬架与传统的钢制弹簧悬挂相比，空气悬挂较有优势。**传统悬架因采用了金属材料质的螺旋弹簧，由弹性元件、导向机构以及减震器等组成。由于螺旋弹簧利用了金属材料弹性变形的特点，金属刚性较大，遇到相同负荷时，空气弹簧的振动频率比金属弹

簧更低，能较好改善汽车的平稳性。

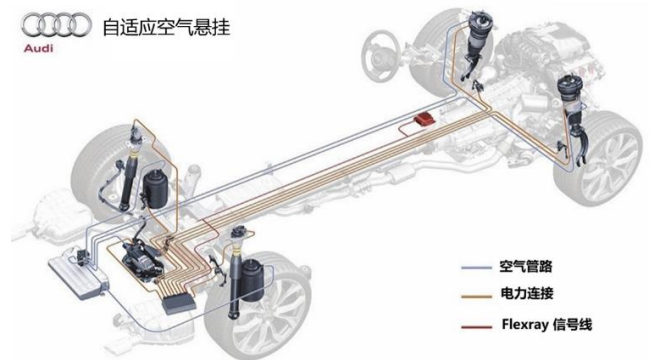
空悬可以降低风阻和有效减重，新能源车空气悬挂需求增加。1) 一辆汽车在高速行驶时，超过 60% 的功率都消耗在对抗风阻上，当时速超过 200km/h，对抗风阻的能量消耗要占到 85% 以上。空气悬挂可以通过降低底盘间隙，从而降低风阻和能耗。2) 相较于传统悬挂的金属件，空气悬挂系统能够有效减轻重量，从而提升续航里程。

图31：传统悬架



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图32：奥迪主动空气悬挂剖面示意



数据来源：奥迪官网，东吴证券研究所

市场竞争升级，需求+供给推动空悬加速发展。需求端：随着新能源车渗透率+质量提升，消费者对于里程增加的诉求；消费者需求提升带来的智能科技和驾乘体验的诉求；自主品牌高端化需求带来的空悬系统配置逐步增加的诉求。供给端：车企要求拆分供应，国内供应商逐步实现零件定点突破；国产化带来的成本逐步下探，带领空悬逐步从高端走向普及。

海外供应商技术积累丰富，占据先发优势。当前空气悬架市场中，大陆集团、威巴克、威伯科和 AMK(中鼎股份收购)等海外厂商较早占据主要份额。大陆、威巴克、威伯科在空气弹簧、减振器、空气供给单元和 ECU 等核心零部件方面均有涉及，具备集成供应能力。

主机厂推动软硬件解耦，国内供应商逐步实现零件定点突破。中鼎股份收购德国空气悬挂龙头企业 AMK 后，具备了空气供给单元的核心技术，目前在研空气弹簧；保隆科技以橡胶件和传感器为基础，目前已经实现空气弹簧、储气罐、各类传感器、ECU 等核心部件成功量产；天润工业专注于商用车空气悬挂 ECAS，具备空气弹簧和分配阀的生产开发能力。

表8：空气悬挂国内外竞争格局

公司	空气压缩机	空气弹簧	减振器	储气罐	ECU	传感器	客户
海外							
威伯科	√	√		√	√	√	特斯拉、中国重汽
威巴克	√	√		√	√	√	极氪、奔驰等商用

							车
	凡士通	✓	✓		✓	✓	商用车
	大陆集团	✓	✓		✓	✓	蔚来
	采埃孚萨克斯			✓			多家客户
国内	中鼎股份	✓			✓	✓	奥迪、沃尔沃、蔚来
	保隆科技		✓		✓	✓	蔚来、理想、比亚迪
	天润工业		✓				致力于商用车
	拓普集团		✓				/

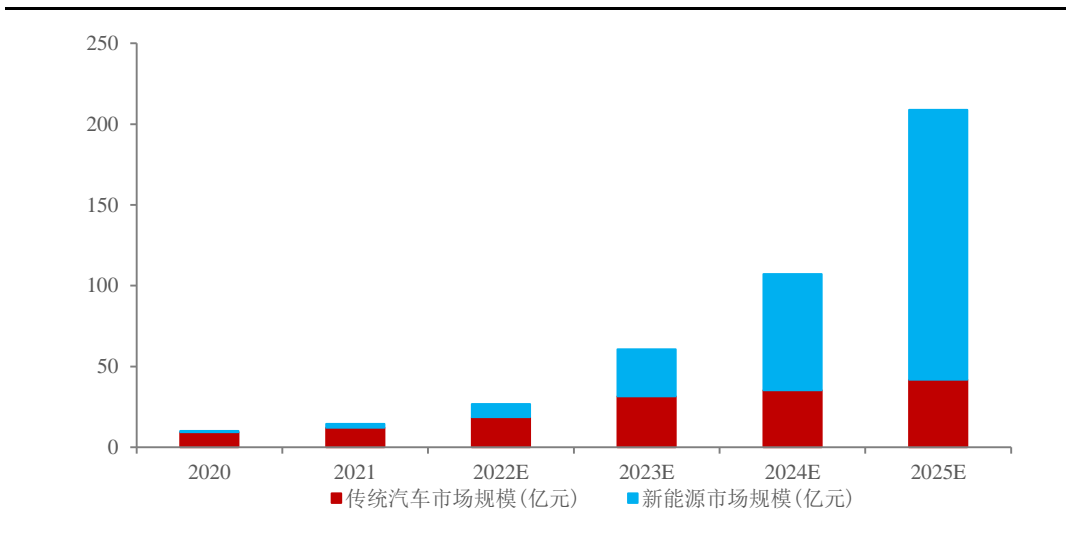
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**自主品牌高端化需求，国产化+车企拆分供应，价格区间不断下探。**此前，一直是海外供应商提供空悬方案（大陆、威巴克），价格昂贵，总成价格在 1-2 万。乘用车多配置在 70 万以上级别的豪华车型，例如宝马 7 系、奔驰 S 级等。高成本导致渗透率较低，乘用车市场具备广阔空间。随着国内自主品牌和造车新势力的驱动，功能化差异成为各大车企的卖点，空气悬挂需求大幅增加，原本豪华车配置的空悬系统望逐步下探至自主品牌的主流车型中。

**降本+量产为空悬普及创造条件，有望加速提升空悬渗透率。**中鼎收购德国 AMK，具备空气供给单元核心技术，国产化落地；保隆科技进入乘用车空气弹簧、储气罐、各类传感器、ECU 等核心部件量产阶段，国产化空悬系统凭借 8000 元价格吸引主机厂的注意。根据测算，截至 2021 年，全国空气悬挂渗透率约为 1.8%，除去进口车型之外的渗透率约为 0.7%，渗透率具备很大的提升空间。

**国内乘用车市场规模 2025 年有望达到 210 亿以上的市场空间。**综上所述，伴随新能源渗透率提升带来的减重需求和里程诉求，空气悬挂需求增加；国产化带来的成本持续下探，进一步加速推动了空气悬挂的普及过程；车企要求总成拆分供应，为国内的本土供应商的单点突破提供了机会。根据测算，假设空悬系统总成单车价值为 8000 元，乘用车空悬渗透率为 11.6%，国内搭载空悬系统的乘用车为 272 万辆，2025 年的乘用车空气悬挂市场空间有望达到 218 亿元，CAGR5 为 66.6%。

图33：空气悬挂乘用车市场空间测算（亿元）



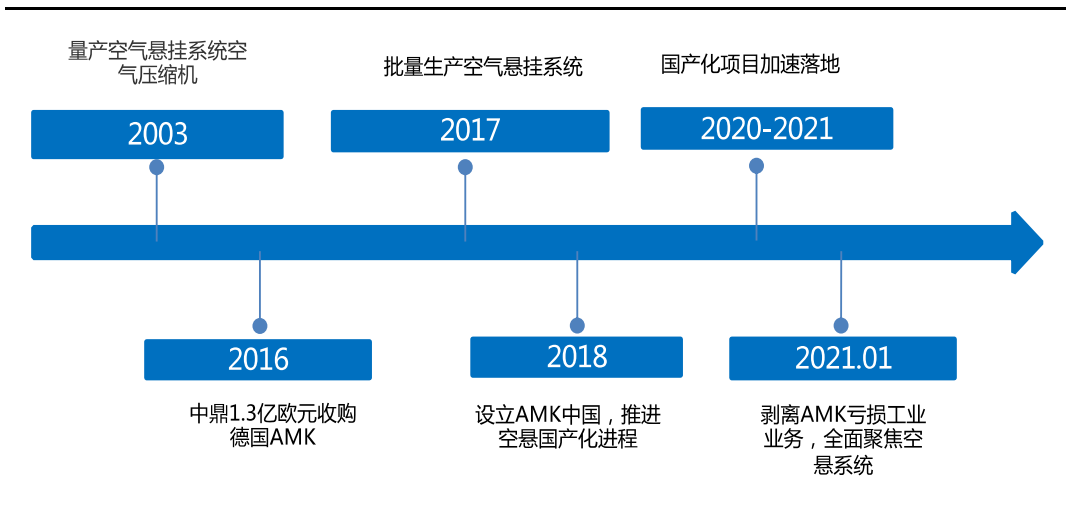
数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

4.3.2. 收购 AMK 掌握空气供给单元核心技术，国产化落地顺利

公司通过并购德国 AMK 确立国内龙头地位。2016 年 5 月，中鼎股份以 1.3 亿欧元收购德国 AMK，跻身空气悬挂行业的领先地位。AMK 是空气悬挂系统的高端供应商，行业前三领导者，为捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等世界顶级主机生产商配套。AMK 拥有空气悬挂的核心之一空气供给单元的技术，国内缺乏拥有空气供给单元量产能力的竞争对手，因此公司在这一细分领域有显著优势。

AMK 国产化落地顺利，降本推进公司空悬业务快速增长。为进一步降低汽车空悬系统产品成本、打开国内市场空间，2018 年 AMK 设立安徽安美科国内子公司，海外并购全面进入整合收获期，逐步发力中国市场。公司持续推进空悬国产化进程，2019 年上海安美科成立，目前已实现空气供给单元组装线落地，2021 年实现 0.28 亿营收。

图34：AMK 空悬业务国产化发展历程

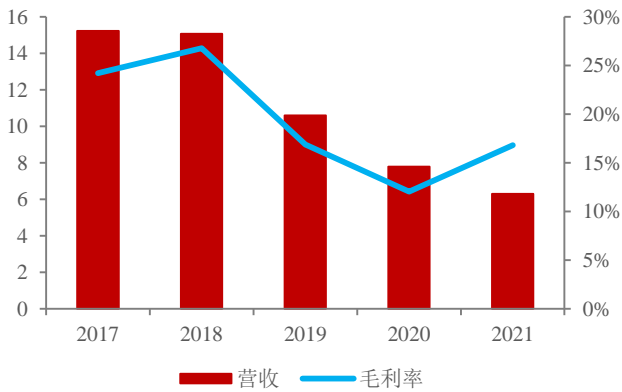


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

相较于国外企业有价格优势和本土优势。中国市场打开后，主机厂因为强烈降本需求，要求供应商拆分供应，给国内供应商单点突破的机会。AMK 空悬实现国产化后，价格远低于海外供应商的售价，空气供给单元单车价值量 1000-2000 元。在国内市场，中鼎凭借价格优势和技术优势吸引国内主机厂定点。在海外市场，凭借 AMK 的影响力和行业领导地位，依旧可以获得大量海外市场的空悬订单。

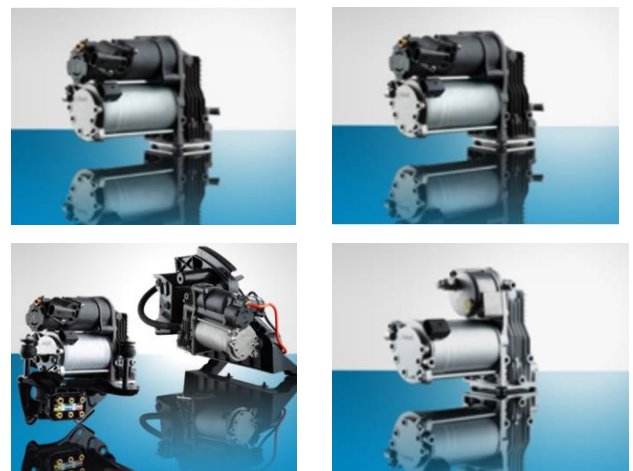
AMK 聚焦优质业务，加速推进空悬国产化进程。AMK 剥离工业事业部、聚焦空气悬挂系统主业。2021 年 1 月，中鼎股份以 4895 万欧元出售 AMK 旗下子公司 AST 100% 股权，优化 AMK 公司资源配置、聚焦于空气悬挂和转向电机电控系统业务。2021 年，公司空气悬架业务营收约 6.3 亿元，毛利率回升至 16.81%，同比+4.75pct。

图35：空气悬挂历年营收（亿元）&毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图36：AMK 空气压缩机产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

空悬业务订单充沛，放量在即。公司通过 AMK 加速推进完善空气悬架系统供应链体系，近一年来国内乘用车市场订单开始加速释放，空气悬挂项目累计订单达 58.03 亿，其国产化订单 49.72 亿元，客户覆盖国内头部车企/新能源造车新势力等。公司受益于自主品牌高端化+整车厂降本需求+公司国产化落地，未来有望拿到更多新能源车定点。

表9：公司空悬业务定点

时间	客户	订单总金额	生命周期	产品
2022.06	国内某头部新能源品牌主机厂	17.18 亿元	7 年	空气供给单元总成产品
2022.06	国内某自主品牌头部主机厂	4.9 亿元	5 年	空气供给单元总成产品
2022.03	国内某头部自主品牌主机厂	2.44 亿元	5 年	空气供给单元总成产品
2022.02	国内某自主品牌头部企业	3.4 亿元	5 年	空气供给单元总成产品
2022.02	国内某头部新能源	1 亿元	4 年	空气供给单元总成产品

	品牌主机厂			
2021.12	国内某头部新能源品牌主机厂	4.7 亿元	5 年	空气供给单元总成产品
2021.11	国内某头部新能源品牌主机厂	1.7 亿元	4 年	空气供给单元总成产品
2021.08	国内某头部新能源品牌主机厂	0.36 亿元	5 年	空气供给单元总成产品
2021.08	国内某轻型商用车头部企业	2.95 亿元	4 年	空气供给单元总成产品
2021.07	国内某头部品牌主机厂	0.58 亿元	4 年	储气罐部件
2021.06	国内某头部品牌主机厂	2.6 亿元	5 年	空气供给单元总成产品
2021.02	东风汽车岚图 H56	2.02 亿元	6 年	空气悬挂系统核心部件小总成产品（单车价值量 1687.41 元）
2020.12	欧洲某知名汽车制造商	8.31 亿元	10 年	空气悬挂全系统总成项目（单车价值量为 4113 元）
2020.09	东风汽车 H97	1.27 亿元	/	空气悬挂系统核心部件小总成产品
2020.08	蔚来汽车	1.31 亿元	/	空气悬挂系统核心部件小总成产品

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**并购普利司通橡胶业务，布局空气弹簧领域。**公司将持续开拓空悬产品，进一步提升公司空悬系统供应产品的价值量。根据公司公告 2021 年 12 月，公司控股股东中鼎集团拟以自有资金收购日本普利司通旗下减震业务 100% 股权，普利司通的空簧业务将助力中鼎空气弹簧业务的技术布局，提升公司空悬产品整体竞争力。

## 5. 盈利预测与投资评级

**传统底盘业务稳定增长：**1) 密封业务：积极布局新能源汽车密封产品，单车价值量提升，拓展更多优质客户。2) 减震橡胶业务：掌握硅胶动力吸振技术，国产化落地顺利，营收贡献稳定。**三大增量业务快速放量：**3) 热管理：技术储备丰厚+新能源车单车价值量提升+国内公司安徽特斯通落地成功，开始拓展中国市场热管理。4) 轻量化：随着行业轻量化趋势以及公司掌握球头铰链核心技术，业务规模高速增长。5) 空气悬架：在空气供给单元上占据领先优势，以及受益于自主品牌高端化+整车厂降本需求+公司国产化落地，业务快速放量。

基于以上核心假设，我们预测公司 2022-2024 年营收为 142.9/161.9/193.1 亿元，同比分别+13.6%/+13.3%/+19.3%；归母净利润为 11.7/14.1/16.3 亿元，同比分别+20.7%/+21.0%/+15.4%，对应 EPS 为 0.89/1.07/1.24 元，对应 PE 为 26/21/18 倍。

表10：中鼎股份业绩预测拆分

		2021A	2022E	2023E	2024E
总营收	营收/亿元	125.77	142.86	161.92	193.14
	Yoy	8.9%	13.6%	13.3%	19.3%
	综合毛利率	22.5%	22.5%	22.8%	22.7%
密封业务	营收/亿元	30.58	32.10	33.71	34.72
	Yoy	9.6%	5.0%	5.0%	3.0%
热管理业务	营收/亿元	32.97	41.08	49.96	61.13
	Yoy	8.7%	24.6%	21.6%	22.3%
轻量化业务	营收/亿元	7.89	11.00	15.50	20.15
	Yoy	78.8%	39.4%	40.9%	30.0%
减震橡胶业务	营收/亿元	27.59	28.97	30.42	31.94
	Yoy	24.1%	5.0%	5.0%	5.0%
空悬业务	营收/亿元	6.31	8.87	11.08	23.52
	Yoy	-19.1%	40.6%	24.9%	112.3%
其他业务	营收/亿元	20.43	20.84	21.26	21.68
销售费用率		3.05%	3.00%	2.80%	2.70%
管理费用率		6.54%	6.00%	5.80%	5.80%
研发费用率		4.63%	4.63%	4.54%	4.60%
归母净利润/亿元		9.7	11.7	14.1	16.3
Yoy		96.0%	20.7%	21.0%	15.4%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

我们选取拓普集团、保隆科技、天润工业三家企业作为公司的可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 41.4/30.0/22.2 倍。考虑到公司传统业务发展稳健，主要增量业务热管理、轻量化和空气悬挂具备技术优势、国产化落地顺利，业务规模扩张，业绩开始放量，并且受益于新能源单车价值量提升显著，公司营收及业绩有望快速增长，我们看好公司的长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：可比公司估值（截至 2022.07.31）

公司代码	公司简称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601689.SH	拓普集团*	1,013	17.0	23.6	33.6	59.8	42.9	30.2
002283.SZ	天润工业	81	5.4	7.2	9.4	14.9	11.2	8.6
603197.SH	保隆科技*	144	2.9	4.0	5.2	49.3	36.1	27.7
		平均 PE				41.4	30.0	22.2
000887.SZ	中鼎股份	297	11.7	14.1	16.3	25.5	21.1	18.3

数据来源：WIND，东吴证券研究所(注：\*为东吴证券覆盖，采用东吴证券预测数据，其余采用 wind 一致预期)

## 6. 风险提示

**乘用车产销量不及预期。**可能出现芯片短缺超预期、疫情影响超预期等情况，会影响公司下游配套主机厂的产销量，从而影响公司业绩。

**空气悬挂推广不及预期。**可能出现原材料价格上涨造成总成价格过高，或空气悬挂产能爬坡较慢，造成产品推广不及预期。

中鼎股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>9,891</b>	<b>15,539</b>	<b>18,565</b>	<b>22,501</b>	<b>营业总收入</b>	<b>12,577</b>	<b>14,286</b>	<b>16,192</b>	<b>19,314</b>
货币资金及交易性金融资产	2,238	4,076	5,548	6,977	营业成本(含金融类)	9,746	11,077	12,503	14,928
经营性应收款项	3,497	8,082	9,163	10,933	税金及附加	95	120	139	164
存货	2,501	1,781	2,187	2,823	销售费用	383	399	453	579
合同资产	179	186	202	241	管理费用	823	829	921	1,105
其他流动资产	1,477	1,415	1,466	1,526	研发费用	582	586	664	866
<b>非流动资产</b>	<b>8,405</b>	<b>8,015</b>	<b>7,555</b>	<b>7,026</b>	财务费用	127	180	154	136
长期股权投资	212	217	222	227	加:其他收益	59	106	115	135
固定资产及使用权资产	4,236	3,761	3,255	2,720	投资净收益	271	300	324	386
在建工程	385	535	685	835	公允价值变动	54	0	0	0
无形资产	596	526	416	266	减值损失	-59	-60	-60	-60
商誉	2,314	2,314	2,315	2,316	资产处置收益	16	14	16	13
长期待摊费用	60	60	60	60	<b>营业利润</b>	<b>1,162</b>	<b>1,456</b>	<b>1,753</b>	<b>2,009</b>
其他非流动资产	602	602	602	602	营业外净收支	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>18,297</b>	<b>23,555</b>	<b>26,121</b>	<b>29,527</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,166</b>	<b>1,456</b>	<b>1,753</b>	<b>2,009</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,094</b>	<b>10,126</b>	<b>11,222</b>	<b>12,940</b>	减:所得税	203	291	343	382
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,092	3,092	3,092	3,092	<b>净利润</b>	<b>963</b>	<b>1,165</b>	<b>1,410</b>	<b>1,627</b>
经营性应付款项	2,411	6,221	7,125	8,589	减:少数股东损益	-2	0	0	0
合同负债	31	25	28	34	<b>归属母公司净利润</b>	<b>965</b>	<b>1,165</b>	<b>1,410</b>	<b>1,627</b>
其他流动负债	559	788	977	1,226	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.89	1.07	1.24
非流动负债	2,898	2,958	3,018	3,078	EBIT	954	1,277	1,511	1,672
长期借款	953	973	993	1,013	EBITDA	1,755	2,502	2,817	3,057
应付债券	1,093	1,133	1,173	1,213	毛利率(%)	22.51	22.47	22.78	22.71
租赁负债	282	282	282	282	归母净利率(%)	7.67	8.16	8.71	8.42
其他非流动负债	570	570	570	570	收入增长率(%)	8.91	13.59	13.34	19.28
<b>负债合计</b>	<b>8,991</b>	<b>13,084</b>	<b>14,240</b>	<b>16,018</b>	归母净利润增长率(%)	95.96	20.71	20.99	15.40
归属母公司股东权益	9,267	10,433	11,843	13,470					
少数股东权益	38	38	38	38					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,305</b>	<b>10,471</b>	<b>11,881</b>	<b>13,509</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,297</b>	<b>23,555</b>	<b>26,121</b>	<b>29,527</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	882	2,504	2,126	2,039	每股净资产(元)	7.42	8.38	9.53	10.87
投资活动现金流	63	-521	-506	-457	最新发行在外股份(百万股)	1,316	1,316	1,316	1,316
筹资活动现金流	-1,213	-145	-149	-153	ROIC(%)	5.26	6.66	7.29	7.41
现金净增加额	-316	1,839	1,472	1,429	ROE-摊薄(%)	10.42	11.17	11.90	12.08
折旧和摊销	801	1,225	1,305	1,385	资产负债率(%)	49.14	55.55	54.51	54.25
资本开支	-749	-816	-825	-838	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.80	25.51	21.09	18.27
营运资本变动	-702	-128	-656	-1,036	P/B(现价)	3.04	2.69	2.37	2.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

