



Research and
Development Center

TPMS 主业稳健增长，空悬+智能化进入盈利兑现期

—保隆科技(603197)公司深度报告

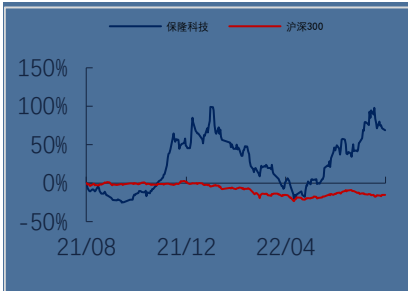
陆嘉敏
汽车行业首席分析师
S1500522060001
13816900611
lujiamin@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

保隆科技(603197)

 投资评级 **买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	61.97
52 周内股价波动区间(元)	70.69-26.16
最近一月涨跌幅(%)	12.39
总股本(亿股)	3.28
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	128.75

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

TPMS 主业稳健增长，空悬+智能化进入盈利兑现期

2022 年 08 月 22 日

报告内容摘要：

- ◆ **立足于气门嘴、平衡块、金属管件等传统汽车制造业务，向汽车智能化与轻量化方向发展。**保隆科技成立于 1997 年，2017 年在上海证券交易所上市。公司主要产品包括气门嘴、平衡块、空气弹簧等橡胶金属部件；排气系统管件、汽车结构件和 EGR 管件等汽车金属管件；汽车胎压监测系统、汽车传感器、基于摄像头和毫米波雷达等技术的汽车驾驶辅助系统等汽车电子产品。公司在海内外均有生产基地或研发、销售中心，拥有丰富的国际化运营经验和客户资源。公司上市以来，传统业务营收稳健增长，新兴业务（传感器、ADAS、空簧减震等）持续扩张，乘智能化、轻量化东风，未来业绩有望实现快速增长。
- ◆ **TPMS、气门嘴、排气管等传统业务龙头企业，业绩表现稳健。**1) 政策端推动 TPMS 渗透率逐渐升高，前/后装市场规模有望稳定增长，预计 2025 年，国内 TPMS 前装市场规模约为 43 亿元，全球后装市场将达 391 亿元；公司整合德国霍富成立保富电子，成为全球 TPMS 领域龙头企业，2021 年 OEM 市占率快速提升至 7.4%，研发、制造、销售协同效应也将逐步体现。2) 公司是气门嘴行业全球最大的生产厂家之一，我们测算公司在 OEM 市场的市占率维持在 20% 左右，在 AM 市场的市占率维持在 8% 左右。3) 公司金属管件业务稳步增长，是中国最大的排气系统管件 OEM 供应商之一，在研发、制造等方面具有强大实力，近期接连获得重量级项目定点，全生命周期金额约 4.4 亿元；联手液压成型技术专家，开拓轻量化成型整体解决方案。
- ◆ **空悬配置逐渐下探，研发、产能建设推动定点落地。**空气悬架区别于传统悬架，可实现智能主动调节，优势明显提升驾乘体验。随自主新能源高端化+需求推动，空悬配置逐渐下探。国内空悬市场处于起步阶段，市场空间广阔，预计 2025 年空悬市场空间为 265.6 亿元，CAGR 为 30.1%。公司于 2012 年进入空气悬架领域，具备丰富的空悬研发生产经验与产品布局；公司已成长为国内领先的空气悬架 OEM 供应商，截止 2022 年 8 月，公司空气弹簧减振器总成、空气弹簧、储气罐、空气悬架控制器（ECU）等产品已获得 30 余个主机厂项目；产能建设进展迅速，2022 年、2023 年底将实现配套 30、50 万台套的产能，未来快速增长可期。
- ◆ **智能化布局扩张，传感器、ADAS 静待开花。**1) 汽车传感器包含车身感知传感器和环境感知传感器两大类，MEMS 传感器发展迅速，环境感知传感器赋能智能驾驶，预计 2025 年国内汽车传感器市场规模将突破 400 亿元。公司主攻压力传感器领域，目前已有五大类 20 多种压力传感器，在其他领域，公司通过并购、出海扩大业务版图。公司传感器生产具有规模化、体系化优势，经验丰富贴近客户。2) ADAS 产品线丰富，可分为摄像头产品线、雷达产品线、域控制器产品线，布局 V-SEE™ 智能驾驶解决方案，致力于解决全场景全天候的智能驾驶安全问题。除自研外，公司推进了一系列投资、合资项目，与业内多家具有技术优势的企业开展合作。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司传统业务稳健增长，战略业务：1) 空气悬架研发与产能建设推动定点逐渐落地，2) 智能化：传感器、ADAS 领域布局不断扩张，为公司带来新的盈利增长点。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.00、5.09、6.59 亿元，对应 PE 分别为 42.88/25.27/19.53 倍。参考可比公司估值水平，给予公司 2023 年 40 倍目标 PE，对应市值 203.6 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**汽车销量不及预期风险、新业务发展不及预期、原材料价格波动和供应短缺的风险、新冠疫情反复风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,331	3,898	5,068	6,724	8,251
增长率 YoY %	0.3%	17.0%	30.0%	32.7%	22.7%
归属母公司净利润 (百万元)	183	268	300	509	659
增长率 YoY%	6.3%	46.5%	11.9%	69.7%	29.4%
毛利率%	28.2%	27.4%	27.0%	28.6%	28.9%
净资产收益率ROE%	15.9%	12.2%	12.2%	17.2%	18.2%
EPS(摊薄)(元)	0.88	1.29	1.45	2.45	3.17
市盈率 P/E(倍)	70.28	47.97	42.88	25.27	19.53
市净率 P/B(倍)	11.19	5.86	5.24	4.34	3.55

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年08月19日收盘价

目录

投资逻辑	6
1、 公司分析：TPMS 龙头，逐步迈向智能化、轻量化	7
1.1 成立 25 年历经多次创业，逐步转型智能化、轻量化	7
1.2 公司业绩稳健，战略业务将成为新的盈利增长点	9
1.3 生产研发全球化布局，客户资源丰富	11
2、 TPMS、气门嘴、排气管等传统业务龙头，业绩表现稳健	12
2.1 TPMS 助力汽车安全，政策推动市场规模稳定增长	12
2.2 AM 市场更新拉动气门嘴需求，公司市场份额稳居世界前列	16
2.3 排气系统管件业务平稳增长，液压成型技术领先开拓轻量化	17
3、 空悬配置逐渐下探，研发、产能建设推动定点落地	20
3.1 空气悬架可实现智能主动调节，优势明显提升驾乘体验	20
3.2 高端化电动化推动，空悬市场空间广阔	22
3.3 公司为国内领先的空悬供应商，研发经验丰富、产能建设迅速	24
4、 智能化布局扩张，传感器、ADAS 静待开花	26
4.1 苦练内功+并购出海，公司传感器业务快速增长	26
4.2 专注于 ADAS 领域感知层全栈开发，加速布局完整智能驾驶解决方案	29
5、 盈利预测、估值与投资评级	31
5.1 盈利预测及假设	31
5.2 估值与投资评级	32
6、 风险因素	33

表目录

表 1: 直接式和间接式 TPMS 对比	13
表 2: 世界各国及组织 TPMS 相关法规要求（部分）	13
表 3: 保隆科技汽车排气管件定点情况	18
表 4: 液压成型与传统冲压焊接对比	19
表 5: 空气悬架系统优点和技术难点	21
表 6: 搭载空气悬架部分车型信息	22
表 7: 国内外主要空气悬架企业及其产品进展	24
表 8: 保隆科技空气悬架系统产品定点情况（部分）	26
表 9: 汽车传感器分类与功能	27
表 10: 保隆科技汽车传感器产品及特点	28
表 11: ADAS 环境感知传感器介绍	29
表 12: 公司各业务收入及毛利率预测	32
表 13: 可比公司估值对比	33

图目录

图 1: 保隆科技发展历程	7
图 2: 保隆科技股权结构（截止 2022 年 7 月 28 日）	8
图 3: 保隆科技主要产品	8
图 4: 2017-2021 年保隆科技分业务营收占比	9
图 5: 保隆科技智能化、轻量化方向产品线布局	9
图 6: 2017-2021 年保隆科技营业总收入及同比增速（亿元，%）	9
图 7: 2017-2021 年保隆科技归母净利润及同比增速（亿元，%）	9
图 8: 2017-2021 年保隆科技销售毛利率、净利率（%）	10
图 9: 2017-2021 年保隆科技期间费用率（%）	10
图 10: 2017-2021 年保隆科技境内境外收入占比	10
图 11: 2017-2021 年保隆科技 OEM、AM 市场营收占比（%）	10
图 12: 2017-2021 年保隆科技研发费用、研发费用率（亿元，%）	11
图 13: 保隆科技新产品销售趋势图（亿元）	11
图 14: 保隆科技全球布局	11
图 15: 保隆科技主要客户	12
图 16: TPMS 在整车中的分布	12
图 17: TPMS 仪表显示效果	12
图 18: 国内 TPMS 前装市场规模（亿元）	14
图 19: 全球 TPMS 后装市场规模（亿元）	14
图 20: 2021 年国内 TPMS 供应商前装市场上险交付份额（%）	14
图 21: 2017-2021 年保隆科技 TPMS 产品分市场销量（万支）及全球 OEM 市占率（%）	14

图 22: 保富电子 TPMS 产品.....	15
图 23: 保隆科技 TPMS 主要客户.....	15
图 24: 2017-2021 年保隆科技 TPMS 业务营收 (亿元) 及同比增速 (%).....	15
图 25: 2017-2021 年保隆科技 TPMS 业务毛利率 (%).....	15
图 26: 保隆科技气门嘴产品.....	16
图 27: 2017-2021 年保隆科技气门嘴产品分市场销量 (万支) 及市占率 (%).....	16
图 28: 2017-2021 年保隆科技气门嘴业务营收 (亿元) 及同比增速 (%).....	17
图 29: 2017-2021 年保隆科技气门嘴业务毛利率 (%).....	17
图 30: 汽车排气系统组成示意图.....	17
图 31: 2017-2021 年公司排气系统管件分市场销量 (万支) 及全球 OEM 市占率 (%).....	17
图 32: 保隆科技排气系统管件主要产品.....	18
图 33: 保隆科技排气系统管件单元主要客户.....	18
图 34: 2017-2021 年保隆科技金属管件营收 (亿元) 及同比增速 (%).....	18
图 35: 2017-2021 年保隆科技金属管件业务毛利率 (%).....	18
图 36: 保隆科技轻量化结构件产品.....	19
图 37: 汽车悬架系统示意图.....	20
图 38: 悬架系统主要构成.....	20
图 39: 空气悬架系统示意图.....	21
图 40: 2025 年空悬市场空间测算 (亿元).....	23
图 41: 保隆科技空气悬架系统产品及量产情况.....	25
图 42: 保隆科技自动化空簧产线.....	26
图 43: 保隆科技空气悬架竞争优势.....	26
图 44: 2021 年中国汽车传感器细分市场占比 (%).....	27
图 45: 2017-2025 年中国汽车传感器市场规模 (亿元) 及同比增速 (%).....	27
图 46: 保隆科技智能化产品.....	30
图 47: 保隆科技 V-SEE™ 智能驾驶解决方案.....	31

投资逻辑

立足于气门嘴、平衡块、金属管件等传统汽车制造业务，向汽车智能化与轻量化方向发展。公司主要产品包括气门嘴、平衡块、智能空气悬架等橡胶金属部件；排气系统管件、汽车结构件和 EGR 管件等汽车金属管件；汽车胎压监测系统、汽车传感器、基于摄像头和毫米波雷达等技术的汽车驾驶辅助系统等汽车电子产品。公司在海内外均有生产基地或研发、销售中心，拥有丰富的国际化运营经验和客户资源。公司上市以来，传统业务营收稳健增长，新兴业务（传感器、ADAS、空簧减震等）持续扩张，乘智能化、轻量化东风，未来业绩有望实现快速增长。

TPMS、气门嘴、排气管等传统业务龙头企业，业绩表现稳健。1) 政策端推动 TPMS 渗透率逐渐升高，市场规模有望稳定增长，预计 2025 年，国内 TPMS 前装市场规模约为 43 亿元，全球后装市场将达 391 亿元；公司子公司保富电子为全球 TPMS 领域龙头企业，2021 年 OEM 市占率为 7.4%，研发、制造、销售协同效应也将逐步体现。2) 公司是气门嘴行业全球最大的生产厂家之一，我们测算公司在 OEM 市场的市占率维持在 20% 左右，在 AM 市场的市占率维持在 8% 左右，公司业绩将随新车销量、汽车保有量的提升稳定增加。3) 金属管件业务稳步增长，公司是中国最大的排气系统管件 OEM 供应商之一，在研发、制造等方面具有强大实力，近期接连获得重量级项目定点，全生命周期金额约 4.4 亿元。

空悬配置逐渐下探，研发、产能建设推动定点落地。随自主新能源高端化+需求推动，空悬配置逐渐下探。国内空悬市场仍处于起步阶段，未来空间广阔，预计 2025 年空悬市场空间为 265.6 亿元，CAGR 为 30.1%。公司于 2012 年进入空气悬架领域，具备丰富的空悬研发生产经验与产品布局，已成长为国内领先的空气悬架 OEM 供应商。截止 2022 年 8 月，公司空气弹簧减振器总成、空气弹簧、储气罐、空气悬架控制器（ECU）等产品已获得 30 余个主机厂项目；产能建设进展迅速，2022 年、2023 年底将实现配套 30、50 万台套的产能，未来业绩增长前景可期。

智能化布局扩张，传感器、ADAS 静待开花。1) 汽车传感器包含车身感知传感器和环境感知传感器两大类，MEMS 传感器发展迅速，环境感知传感器赋能智能驾驶，预计 2025 年国内汽车传感器市场规模将突破 400 亿元。公司主攻压力传感器领域，目前已有五大类 20 多种压力传感器，在其他领域，公司通过并购、出海扩大业务版图。2) 公司 ADAS 产品线丰富，可分为摄像头产品线、雷达产品线、域控制器产品线，布局 V-SEE™ 智能驾驶解决方案，致力于解决全场景全天候的智能驾驶安全问题。除自研外，公司推进了一系列投资、合资项目，与业内多家具有技术优势的企业开展合作。

1、公司分析：TPMS 龙头，逐步迈向智能化、轻量化

1.1 成立 25 年历经多次创业，逐步转型智能化、轻量化

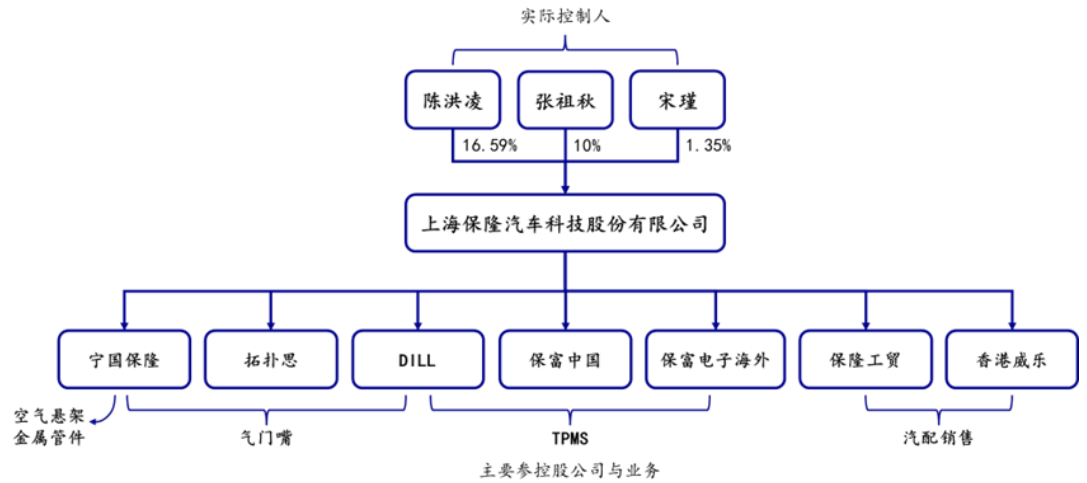
25 年 7 次创业，逐步迈向智能化、轻量化。上海保隆汽车科技股份有限公司（简称“保隆科技”）成立于 1997 年，2017 年在上海证券交易所上市（股票代码：603197），总部位于上海市松江区。公司立足于气门嘴、平衡块、金属管件等汽车制造业务，向汽车智能化与轻量化方向发展。公司成立 25 年来，历经 7 次创业，成立初期主要包括气门嘴、平衡块、排气系统管件等，后业务逐步拓展至 TPMS、车规级传感器、空气悬架、ADAS、轻量化底盘及汽车结构件等智能化、轻量化产品。公司在上海、安徽、湖北和欧美等地有生产基地或研发、销售中心，全球员工超过 4700 人。主要客户包括全球主要的整车企业、一级供应商以及独立售后市场流通商。

图 1：保隆科技发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

实控人任职时间长，管理团队经验丰富。公司实际控制人为陈洪凌，张祖秋，宋瑾，截至 2022 年 7 月 28 日，实控人持股比例分别为 16.59%、10%、1.35%，总计 27.94%。董事长陈洪凌、总经理张祖秋自 1997 年公司成立起在公司任职，具有丰富的管理经验。公司各业务均有多个参控股公司负责，有效地保障了全球范围内的生产、研发与销售。

图 2：保隆科技股权结构（截止 2022 年 7 月 28 日）


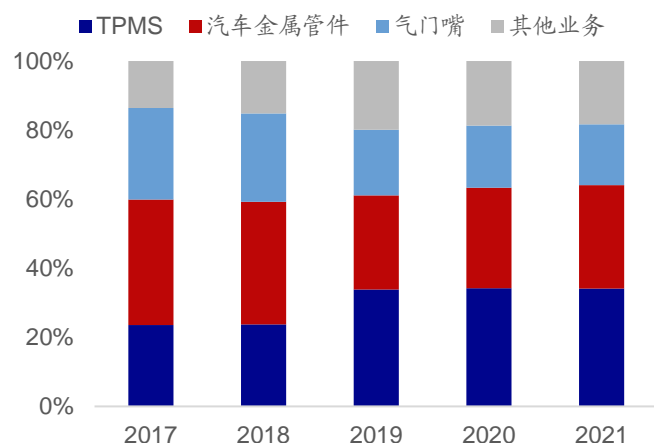
资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

公司业务架构清晰，下设四大业务单元。公司下设橡胶金属部件、汽车金属管件、汽车电子、汽车后市场与装备四大业务单元。其中**橡胶金属部件**产品主要有气门嘴、平衡块、智能空气悬架等橡胶金属部件；**汽车金属管件**主要产品为排气系统管件、汽车结构件和 EGR 管件等汽车金属管件；**汽车电子产品**为汽车胎压监测系统、汽车传感器、基于摄像头和毫米波雷达等技术的汽车驾驶辅助系统等汽车电子产品；**后市场与装备**主要聚焦于有更换需求的 AM 市场。

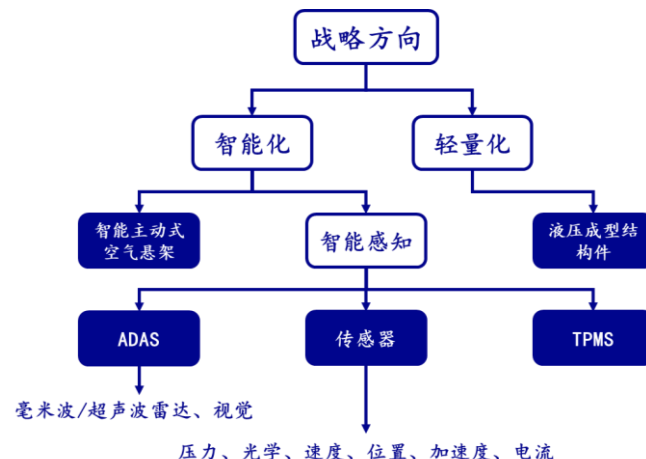
图 3：保隆科技主要产品


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

目前主要营收贡献来自于传统业务，智能化轻量化业务为公司战略布局方向。2021 年公司传统业务气门嘴/汽车金属管件/TPMS 业务营收占比分别为 17.7%/29.9%/34.2%，合计为 81.7%。公司战略业务主要为智能化和轻量化业务，包括传感器、ADAS 业务、液压成型结构件和智能空气悬架系统。

图 4：2017-2021 年保隆科技分业务营收占比


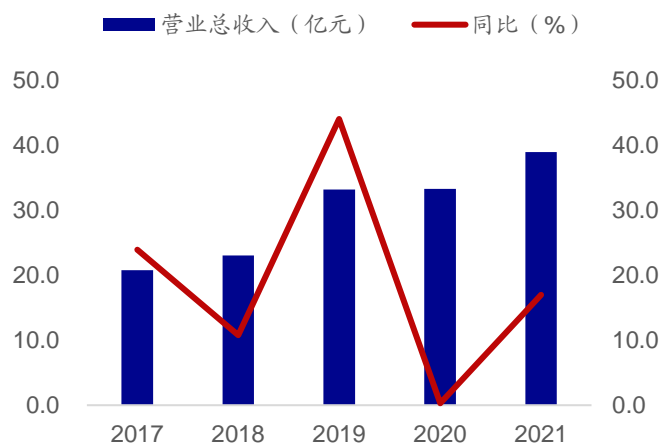
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：保隆科技智能化、轻量化方向产品线布局


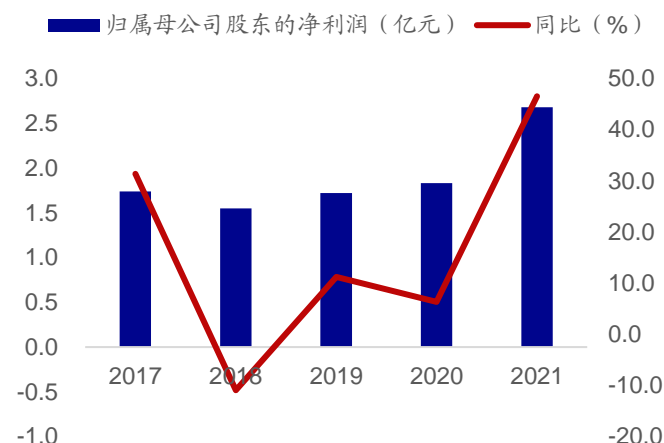
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.2 公司业绩稳健，战略业务将成为新的盈利增长点

公司业绩表现稳健，营收与归母净利润稳步增长。2017-2019 年，公司营收快速增长，2020 年尽管受新冠疫情影响，全球汽车零部件整体需求减少，叠加物流不畅和运力紧张，供应链也受到严重挑战。公司采取措施保证供应链交付、管控成本费用，2020 年营收与归母净利润仍实现小幅增长。2021 年，面临疫情反复、芯片供应紧张、原材料价格和运费持续高位等问题，公司有效管控供应链风险、提升运营效率，成熟业务进一步获取市场份额并保持良好的盈利能力，新兴业务快速成长，公司业绩呈现较大幅度增长。

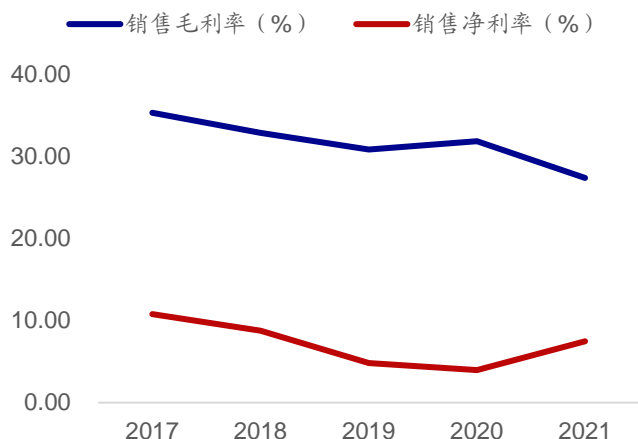
图 6：2017-2021 年保隆科技营业总收入及同比增速(亿元, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

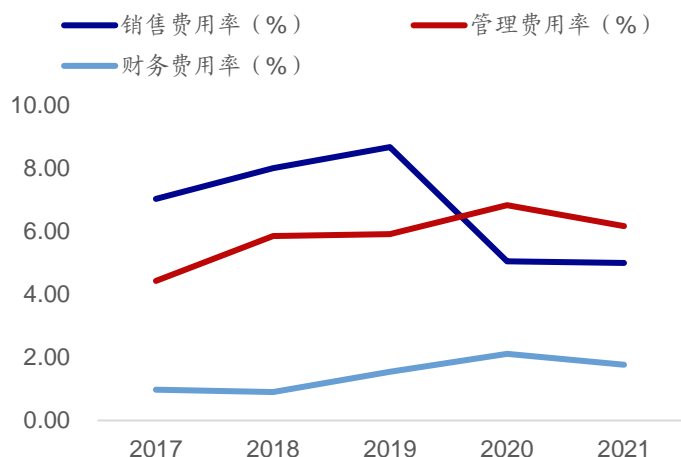
图 7：2017-2021 年保隆科技归母净利润及同比增速(亿元, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司毛利率、期间费用率表现较为稳定。2021 年公司销售毛利率为 27.41%，较 2020 年 -4.47pct，主要系不锈钢、铜、铝等主要原材料价格大幅上涨，导致生产成本上升；国际物流费用成倍上涨、美国业务增长等导致运费、清关税费等营业成本上升，若不考虑运费等支出从销售费用调整到营业成本的影响，2021 年产品毛利率为 33.11%，上年同期为 31.40%，同比+1.71pct，净利率也实现回升。2021 年，公司费用率保持稳定，销售/管理/财务费用率分别为 4.99%/6.16%/1.77%。

图 8：2017-2021 年保隆科技销售毛利率、净利率（%）


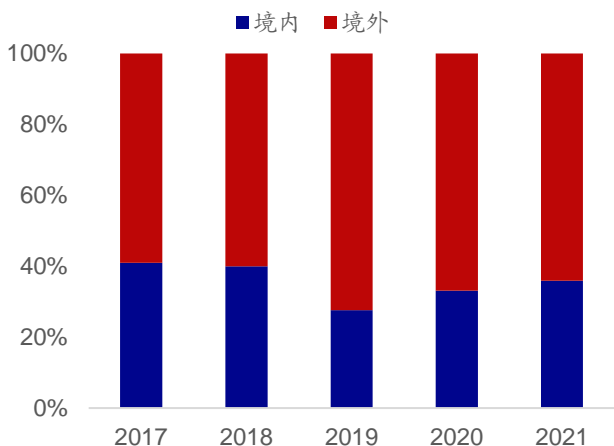
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：2017-2021 年保隆科技期间费用率（%）


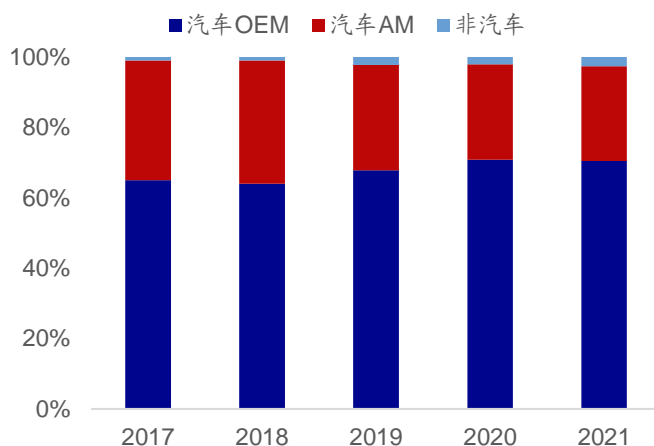
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司境外收入占比较高，近三年境内收入占比有所增长。2021 年，尽管受疫情反复、缺芯、国际物流效率低且费用奇高等影响，公司克服困难，积极开拓市场、管控产业链风险，主要产品线境内、外市场均实现较快增长。公司 2017 年以来境外收入占比稳定高于 55%，占比达到一半以上。但近三年境内收入占比有所提升，2019-2021 境内收入占比分别为 28%/33%/36%。

公司产品面向 OEM 和 AM 市场，以 OEM 市场为主。公司气门嘴和平衡块产品有更换需求，同时针对 OEM 和 AM 两个市场；公司排气系统管件集中在 OEM 市场，与汽车产销量关系较为紧密，随着新兴业务的增长，近年来 OEM 市场占比保持小幅提升。

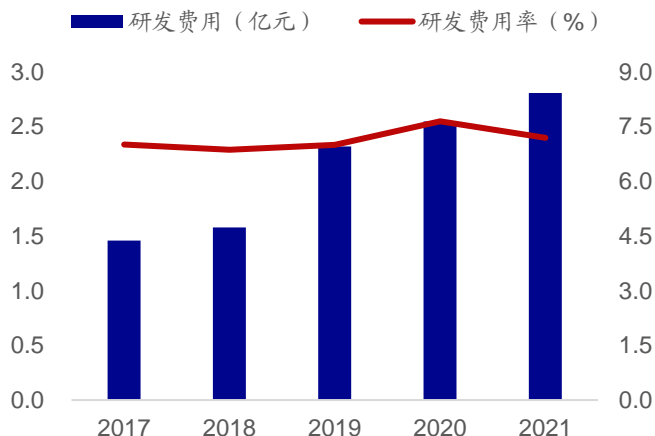
图 10：2017-2021 年保隆科技境内境外收入占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

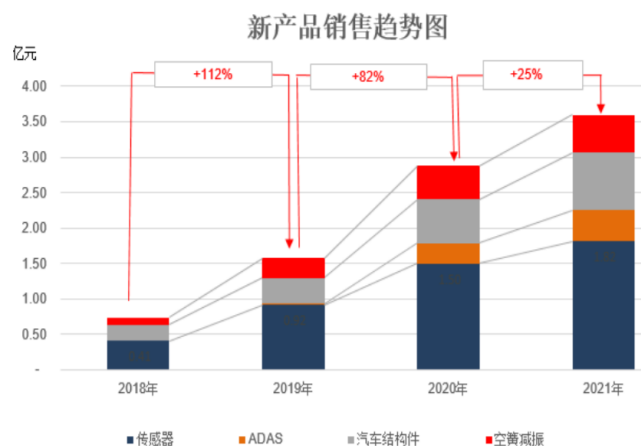
图 11：2017-2021 年保隆科技 OEM、AM 市场营收占比（%）


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

研发费用持续增长，战略业务将成为新的盈利增长点。公司主要产品技术水平处于行业领先水平，公司是上海市科技小巨人企业、上海市创新型企业、国家知识产权示范企业。近年来公司研发费用率稳定在 7% 左右，2021 年公司研发投入占营业收入达到 7.20%，截至 2021 年 12 月 31 日，公司及子公司共拥有境内外专利达 396 项。公司 2018-2021 年间新业务快速放量，2021 年新业务增速达到 25%，将成为公司新的盈利增长点。

图 12: 2017-2021 年保隆科技研发费用、研发费用率 (亿元, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 保隆科技新产品销售趋势图 (亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.3 生产研发全球化布局, 客户资源丰富

公司生产研发全球化布局, 具备全球供应与服务的能力。公司在海内外拥有多个生产园区、研发和销售中心, 国际化运营经验丰富。保隆科技在国内已形成上海总部兼研发中心和生产园区、武汉研发中心、宣城宁国研发中心兼生产园区、合肥区域总部兼研发中心和生产园区的发展格局。在海外, 保隆已拥有美国 DILL、德国 TESONA、德国保富电子、奥地利 MMS 四个子公司研发中心, 和匈牙利埃尔德、德国布雷腾、奥地利贝恩多夫、美国北卡州 OXFORD 四个生产园区。公司产品销往 80 多个国家和地区, 具备全球供应与服务的能力, 为公司更多产品获得全球市场占有率领先地位打下基础。

图 14: 保隆科技全球布局


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

客户资源丰富, 遍及中国、北美、欧洲、日韩等全球市场, 覆盖整车、Tier 1 以及售后市场客户。经过 20 多年的市场开拓, 公司客户已经覆盖全球多个市场, 包括自主品牌、美系、德系、日系、韩系等在内的整车客户, 全球范围内的大型一级供应商以及北美与欧洲知名的独立售后市场流通商等。公司丰富的客户资源一方面体现了公司主要产品在行业的市场地位, 另一方面有利于公司新产品的市场开拓。

图 15: 保隆科技主要客户



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

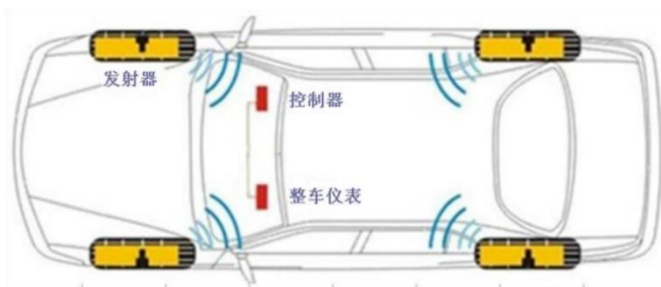
2、TPMS、气门嘴、排气管等传统业务龙头，业绩表现稳健

2.1 TPMS 助力汽车安全，政策推动市场规模稳定增长

2.1.1 TPMS 定位汽车安全产品，直接式具有技术优势

TPMS 定位汽车安全产品，兼具减少磨损、降低油耗的作用。TPMS (Tire Pressure Monitoring System) 全称轮胎压力监测系统，在行车或静止条件下，其可通过安装在每个车轮上的高灵敏度传感器实时监测轮胎的气压、温度等数据，并通过发射器将数据传递给控制器，从而在整车仪表上显示各种数据变化，并在轮胎气压变化时报警提醒，以保障行车安全。当轮胎气压不足时，轮胎与地面接触面积过大会导致轮胎寿命的减少以及油耗上升；当轮胎气压过足时，轮胎减震效果降低会导致悬架系统磨损增加。TPMS 的存在可以提醒驾驶员及时调整轮胎气压，兼具安全性与经济性。

图 16: TPMS 在整车中的分布



资料来源: 保隆科技招股说明书, 信达证券研发中心

图 17: TPMS 仪表显示效果



资料来源: 车主指南网, 信达证券研发中心

TPMS 主要有直接式胎压监测系统 (dTPMS) 和间接式胎压监测系统 (iTTPMS) 两种类型。dTPMS 通过装在轮胎内部的压力传感器直接测试轮胎的气压。其通过无线电发射器将气压信息发送到中央接受模块,从而显示轮胎气压,是“事前主动”型汽车安全保护系统。iTTPMS 通过轮胎间的转速差监测胎压,当轮胎内的气压下降,会导致轮胎的半径减小,转速就会变快, iTTPMS 没有胎压和温度数据显示,只有在出现异常时才会发出警报提示。对于广大车主来讲, dTPMS 弥补了 iTTPMS 的技术缺陷,使用体验更好,行车安全更有保障。

表 1: 直接式和间接式 TPMS 对比

	直接式 TPMS	间接式 TPMS
原理	利用安装在轮胎上的传感器直接测量轮胎内的气压	通过 ABS/ESC 系统传感器来比较轮胎转速差别,以检测胎压
成本	安装额外传感器, 成本高	利用已有传感器, 成本低
检测局限	全工况都可检测	静止、转弯、多只轮胎同时气压低、速度高于 100km/h 不能检测
实时气压、温度	静止或运行都可显示	不能
法规适用性	符合美国、欧盟、中国等各个国家、地区的法规要求	不满足气压偏离正常 25%的报警要求
应用厂商	国内几乎所有自主品牌, 美系, 日韩系等合资厂	一汽大众奥迪, 上海大众德系车斯柯达、朗逸、帕萨特等

资料来源: 产业信息网, 信达证券研发中心

2.1.2 政策推动渗透率逐步提高, 前/后装市场规模有望稳定增长

全球多地法规推动 TPMS 强制安装, 渗透率逐步提高。美国立法要求自 2007 年 9 月 1 日起, 所有出厂的轻型车必须安装 TPMS, TPMS 已成为美国轻型车的标准配置。欧盟也已立法规定从 2014 年 11 月 1 日起所有新乘用车必须安装 TPMS。2017 年 10 月, 我国颁布《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》, 规定 2019 年 1 月 1 日起, 中国市场所有新认证乘用车必须安装 TPMS; 2020 年 1 月 1 日起, 所有在产乘用车必须强制安装 TPMS。在亚洲其他地区, 如日本、韩国等已采取类似立法的程序。

表 2: 世界各国及组织 TPMS 相关法规要求 (部分)

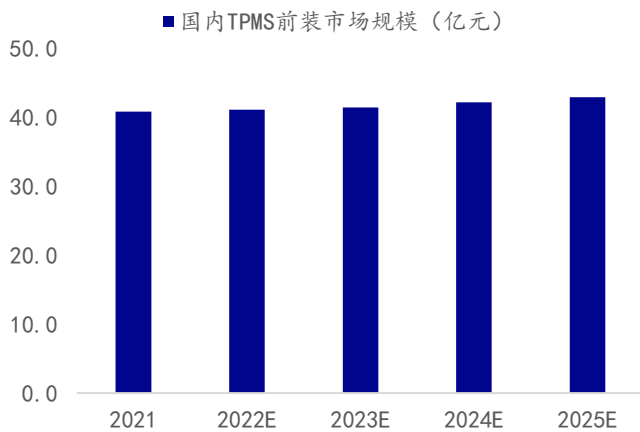
国家或组织	立法时间	相关法规标准
美国	2005.04	美国公路交通安全管理局于 2005 年 4 月发布 FMVSS138 《轮胎气压监测系统》, 要求在美国销售的最大设计总质量不超过 4536kg 的四轮乘用车和商用车 2005 年 10 月 5 日起渐进安装并自 2007 年 9 月开始全部安装轮胎气压监测系统
国际标准化组织 (ISO)	2006.03	国际标准化组织(ISO)于 2006 年 3 月制定了有关轮胎气压监测系统的国际标准 ISO21750:2006
欧盟	2009.07	欧盟在 2009 年 7 月立法规定, 自 2012 年 11 月 1 日之后, 对于未装配 TPMS 的乘用车新车型不予以认证, 2014 年 11 月 1 日以后, 对于未装配 TPMS 的乘用车不允许销售和注册
联合国	2010.08	联合国世界车辆法规协调论坛 (UN/WP29) 于 2010 年 8 月发布 UNR64 《关于装有临时备用总成、低压安全轮胎及/或低压安全系统和/或胎压监测系统车辆核准的统一规定》

中国 2017.10 2017年10月颁布《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》，规定2019年1月1日起，中国市场所有新认证乘用车必须安装TPMS；2020年1月1日起，所有在产乘用车必须强制安装TPMS

资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

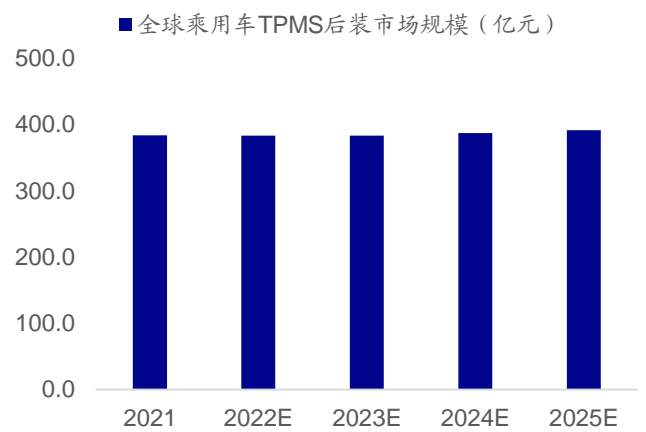
政策驱动前装市场，更新需求推动后装市场，规模稳步增长。随强制安装TPMS的政策落地，我们预计2022年开始国内TPMS前装市场渗透率将达100%，根据产业信息网数据，发射器单价约35元，控制器单价约50元，按照一台乘用车配备四台发射器、一台控制器计算，TPMS单车价值约为190元。由此我们测算出2021年国内TPMS前装市场规模约为41亿元，2025年市场规模约为43亿元。**后装市场主要来自于TPMS的存量更新**，按照TPMS使用寿命平均为6年计算，2025年全球TPMS后装市场规模将达391亿元，2025年后有望迎来存量更新的高峰。

图 18：国内 TPMS 前装市场规模（亿元）



资料来源：工信部，盖世汽车，产业信息网，信达证券研发中心

图 19：全球 TPMS 后装市场规模（亿元）

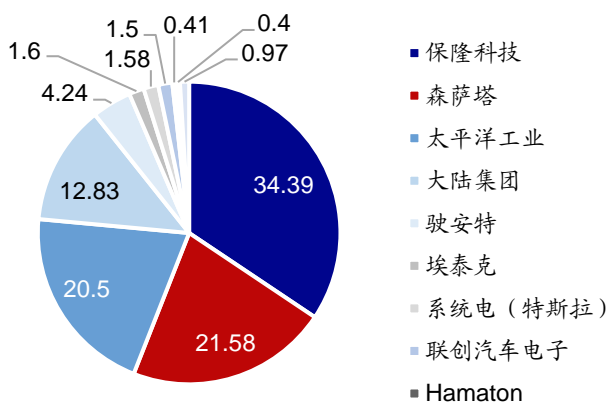


资料来源：公司官网，OICA，埃信华迈，证券之星，产业信息网，信达证券研发中心

2.1.3 公司为国内 TPMS 龙头，成立保富电子迎量利齐升

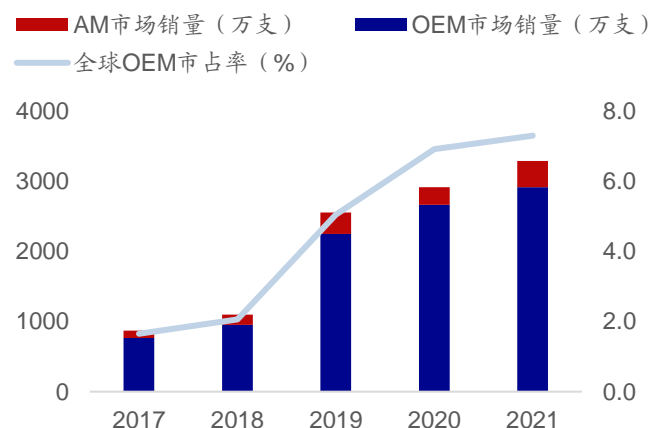
国内 TPMS 龙头，全球市占率稳步提升。高工智能汽车研究院数据显示，2021 年国内乘用车 TPMS 供应商前装市场上险交付前十份额排名中，保隆科技以 34.39% 占据榜首，整体市场份额高度集中。据我们测算。公司 TPMS 在全球 OEM 市场的市占率也快速提升，由 2017 年的 1.7% 提升到 2021 年的 7.3%。

图 20：2021 年国内 TPMS 供应商前装市场上险交付份额（%）



资料来源：高工智能汽车微信公众号，信达证券研发中心

图 21：2017-2021 年保隆科技 TPMS 产品分市场销量（万支）及全球 OEM 市占率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

联手 HUF 成立合资公司保富电子，实现资源互补。2019 年 1 月，保隆科技与德国霍富集团整合各自 TPMS 业务，按照 55: 45 的比例设立合资公司 BH SENS（简称“保富电子”），在中国、德国、美国三地投入运营，提供适用于乘用车、商用车和工程车的多种 TPMS 解决方案。通过合资，保隆成功进入高端客户阵营，霍富也打开了中国市场的大门。目前，保富电子的客户覆盖保时捷、法拉利、宝马、奔驰、奥迪、大众、欧宝、雷诺、通用、福特、马自达、吉利、长安、五菱、东风、上汽、一汽等传统整车企业，还包括了小鹏、理想、威马等造车新势力。

图 22: 保富电子 TPMS 产品



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

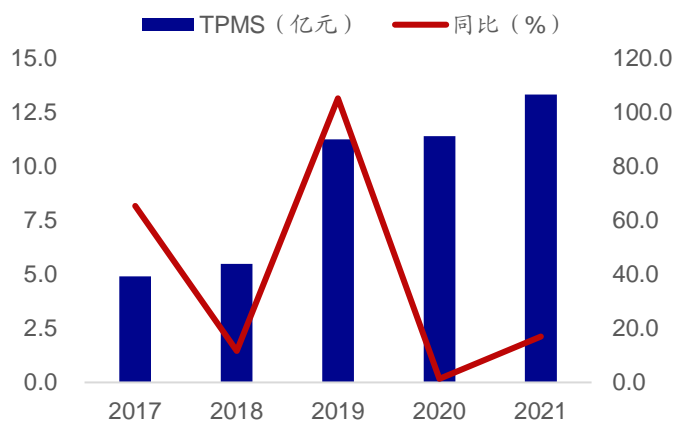
图 23: 保隆科技 TPMS 主要客户



资料来源: 保隆科技微信公众号, 信达证券研发中心

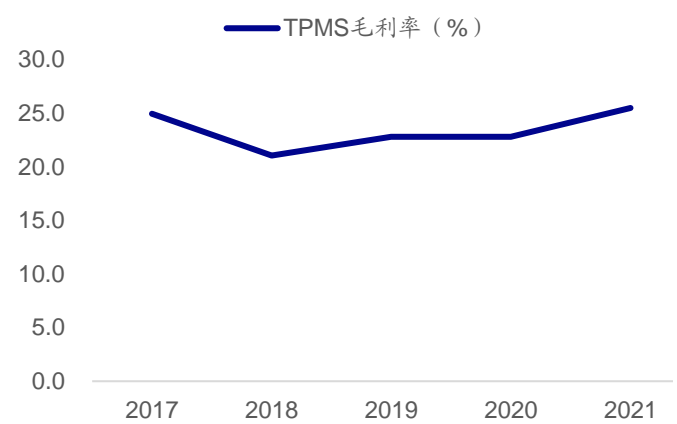
整合效果初显，迎量利齐升。两个公司主材如芯片、电池、晶振等电子元器件供应商高度重合，合并后实现采购价格下降，TPMS 发射器全球年产销量突破 3,000 万支，位列全球销量前列。**研发、制造、销售协同也将逐步体现：**1) 研发整合减少重复开发工作，通过整合、精简、互补，研发工作量下降，提升研发质量和效率；2) 制造协同实现生产向低成本地区转移，产品简化提高产品通用性，提升产品质量和产线的柔性；3) 销售协同通过合并、优化、精减，保障了服务的地域优势和专业优势，降低人力成本。**整合效果：****营收端：**公司 TPMS 营收在 2019 年成立保富电子后迎来大幅提升，突破 10 亿元；**盈利端：**在 2021 年上游原材料涨价的背景下，公司 TPMS 业务毛利率逆势增长，2021 年相比 2020 年提升 2.67 个百分点。

图 24: 2017-2021 年保隆科技 TPMS 业务营收 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 2017-2021 年保隆科技 TPMS 业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 AM 市场更新拉动气门嘴需求，公司市场份额稳居世界前列

气门嘴主要用于轮胎充放气、并维持轮胎充气后的密封，是汽车不可或缺的安全部件。轮胎气门嘴按照材质可分为橡胶气门嘴、金属气门嘴；按照安装方式可分为卡扣式气门嘴、压紧式气门嘴和黏接式气门嘴；按照轮胎类型可分为内胎气门嘴、无内胎气门嘴；按是否安装 TPMS 发射器，分为传统气门嘴和 TPMS 气门嘴。TPMS 气门嘴为安装 TPMS 传感器的气门嘴，TPMS 气门嘴起到支撑 TPMS 传感器的作用，两者共同组成 TPMS 发射器，同时还具备常规气门嘴的密封和充放气作用。TPMS 气门嘴属于新兴产品，技术难度大，毛利率较高，将呈现快速增长趋势。

气门嘴市场需求主要分为 OEM 市场和 AM 市场，其中 AM 市场为主要市场。OEM 市场需求量由汽车产量决定，AM 市场需求量由汽车保有量决定。气门嘴长期暴露在外，承受车轮高速运转容易损耗，并且作为重要的车轮安全零部件，汽车年检、更换轮胎时一般会更换气门嘴，气门嘴 AM 市场需求量远高于 OEM 市场。

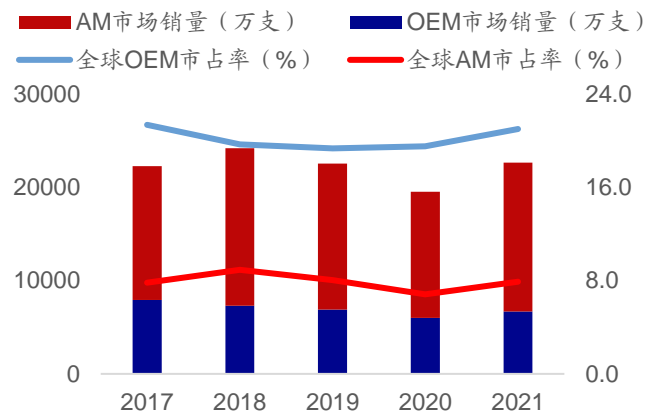
保隆科技是气门嘴细分行业全球最大的生产厂家之一。公司为乘用车及商用车提供金属气门嘴、橡胶气门嘴以及 TPMS 气门嘴。2017-2021 年，年均气门嘴销售量为 2.3 亿只左右，其中 AM 市场为主要组成部分，占气门嘴产品总销量的 7 成左右；据我们测算，公司在 OEM 市场的市占率维持在 20% 左右，在 AM 市场的市占率维持在 8%，公司气门嘴业务营收实现稳健增长，毛利率维持在 42% 左右。生产制造方面，公司导入多工位组合专机、全自动 CNC 加工中心和机械手等先进制造设备，优化复杂形状零件加工和高效率自动化生产，实现智能制造。公司气门嘴的主要客户包括大众、通用、丰田、福特、现代起亚、上汽、广汽、吉利、长城、奇瑞等国内外知名整车企业。

图 26: 保隆科技气门嘴产品

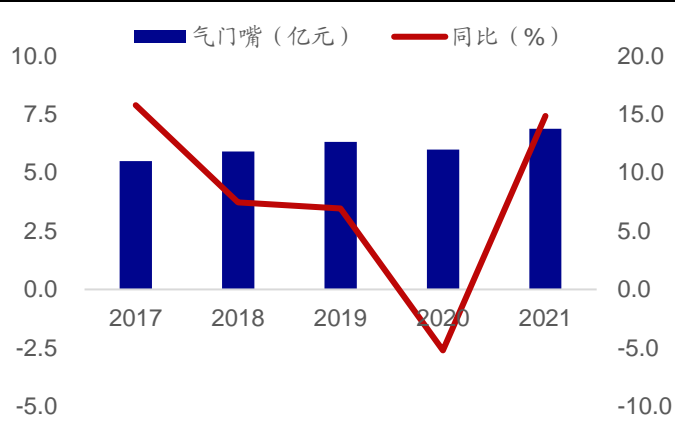


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

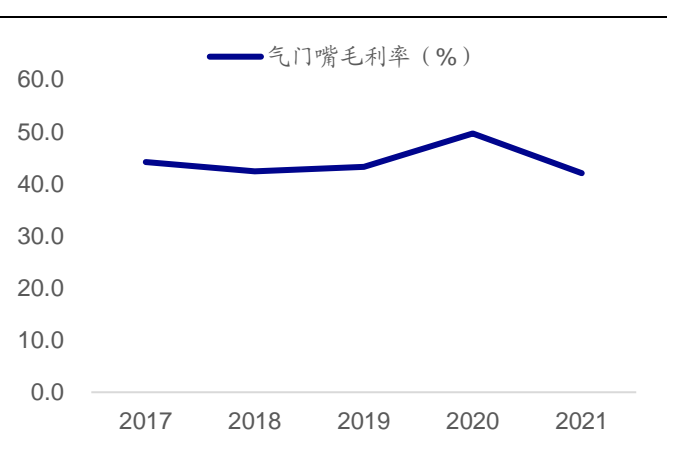
图 27: 2017-2021 年保隆科技气门嘴产品分市场销量（万支）及市占率（%）



资料来源: 公司公告, 爱卡汽车, 信达证券研发中心

图 28：2017-2021 年保隆科技气门嘴业务营收（亿元）及同比增速（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

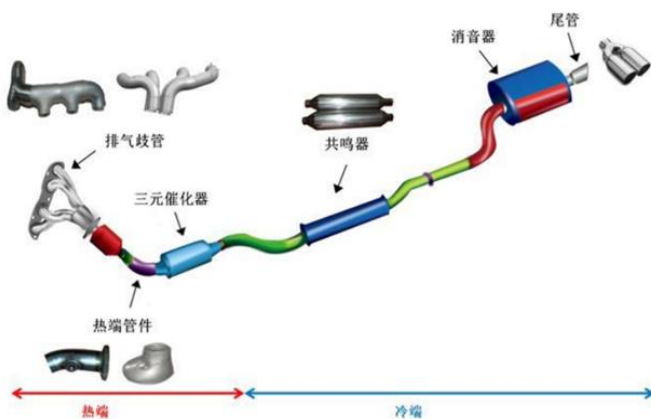
图 29：2017-2021 年保隆科技气门嘴业务毛利率（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

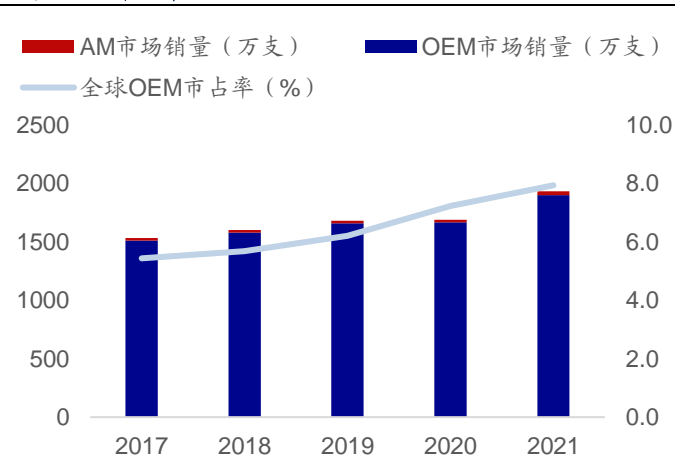
2.3 排气系统管件业务平稳增长，液压成型技术领先开拓轻量化

汽车排气系统是汽车重要的零部件，具有净化尾气、降噪、美观功能。汽车排气系统主要由 7 部分组成，按与发动机距离由近至远的顺序依次为排气歧管、热端连接管、挠性管、三元催化器、共鸣器、消音器及尾管。排气系统管件是排气系统中连接排气歧管、三元催化器、消音器、共鸣器的各种管件的总称，主要指各种热端连接管、弯管、挠性软连接管、尾管及装饰尾管等，排气系统管件是汽车排气系统的重要组成部分。

排气系统管件主要集中在 OEM 市场，公司销量表现稳定。排气系统管件耐用性强，其市场需求量与整车产量具有较强的相关性。单车搭载量方面，尾管主要为装饰作用，安装尾管的主要是乘用车，每台整车安装数量在 1-4 个不等。热端管连接排气歧管和三元催化器，依照排气系统的设计以及底盘悬挂的避让，每套汽车排气系统一般有 1-3 支热端管，平均为 2 支。2017-2021 年，公司排气系统管件销量稳中有升，据我们测算，产品在全球 OEM 市场的市占率从 2017 年的 5% 上升到 2021 年的 8%。

图 30：汽车排气系统组成示意图


资料来源：保隆科技招股说明书，信达证券研发中心

图 31：2017-2021 年公司排气系统管件分市场销量（万支）及全球 OEM 市占率（%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司从 2002 年开始研发汽车排气管件，已成为中国最大的排气系统管件 OEM 供应商之一。保隆金属管件单元逐步形成了排气尾管、后保尾管、排气热端管及轻量化结构件等在内的相关产品线布局，其中排气系统管件为主要产品。排气系统管件业务客户主要包括奥迪、兰博

基尼、捷豹路虎、通用汽车、长城汽车等全球主流车厂；同时包括各主流欧系、美系、日韩系及中国本土一级供应商，包括佛吉亚、天纳克、埃贝赫、康奈可、三五、世钟等排气系统一级供应商及麦格纳、延锋彼欧等外饰一级供应商，多次获得整车厂及 Tier 1 质量奖项。

图 32: 保隆科技排气系统管件主要产品



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

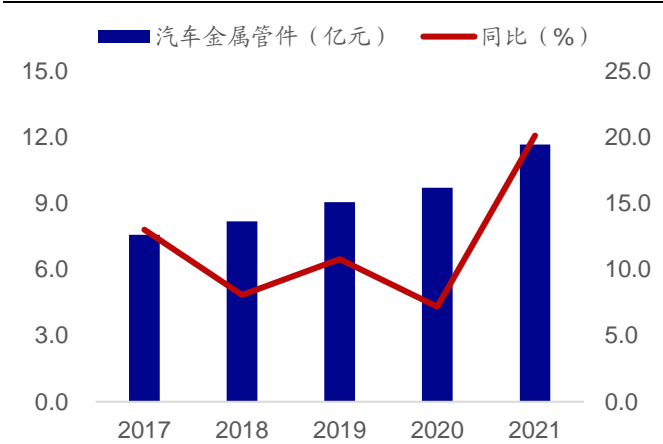
图 33: 保隆科技排气系统管件单元主要客户



资料来源: 保隆科技微信公众号, 信达证券研发中心

公司金属管件营收稳步增长，近期接连获得定点项目。近五年公司金属管件业务营收稳定增长，2021 年实现营收 11.65 亿元。2022 年 4-6 月，公司接连获得三个项目定点，包括两个汽车排气尾管项目定点，全生命周期金额共 4.4 亿元；一个汽车排气热端管项目定点，全生命周期金额 3 亿元。

图 34: 2017-2021 年保隆科技金属管件营收 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35: 2017-2021 年保隆科技金属管件业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 3: 保隆科技汽车排气管件定点情况

定点时间	客户	产品	生命周期总金额	量产时间
2022.04	北美某一级供应商	汽车排气尾管	3 亿/7 年	2023 年 8 月
2022.05	北美某一级供应商	汽车排气尾管	1.4 亿/4 年	2023 年 11 月
2022.06	北美某一级供应商	汽车排气热端管	3 亿/6 年	2023 年 8 月

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

保隆科技汽车排气系统管件业务居于全球细分市场前列，在研发、制造等方面具有强大实力。**1) 自研关键设备:** 公司热端管生产的关键设备均为自主研发，包括大吨位液压成型机、激光切割机等，公司正着力推动自动化升级，结合工业互联网推进智能制造。**2) 行业领先的液压成型技术:** 公司热端管采用液压成型工艺，实现闭环开发，建立产品全过程数字仿真分析技术，掌握了低压成型、内高压外低压成型、感应热处理、高精度端面加工控制、先进时效防错控制、复杂结构薄壁件弯管设计、开发激光切割稳定性控制等核心技术。**3) 拥有**

多项技术专利：在知识产权方面，公司拥有 46 项液压成型相关专利，涉及变径弯管、低压合模、感应淬火、同步冲孔等液压成型核心技术。

液压成型相比传统冲压焊接具有质量低、强度高、成本低的优势。液压成型技术是指依靠高压液体作为介质，代替刚性的凹模或凸模，使坯料在传力介质的压力作用下，贴合凸模或凹模成型的一种先进柔性制造工艺。该工艺技术 在铝合金等轻金属板材成型方面具有独特的技术优势，也可生产形状复杂的变截面管状产品。与传统冲压焊接技术相比，成型件质量更低、强度更高，模具数量更少，大大降低了生产与模具成本。

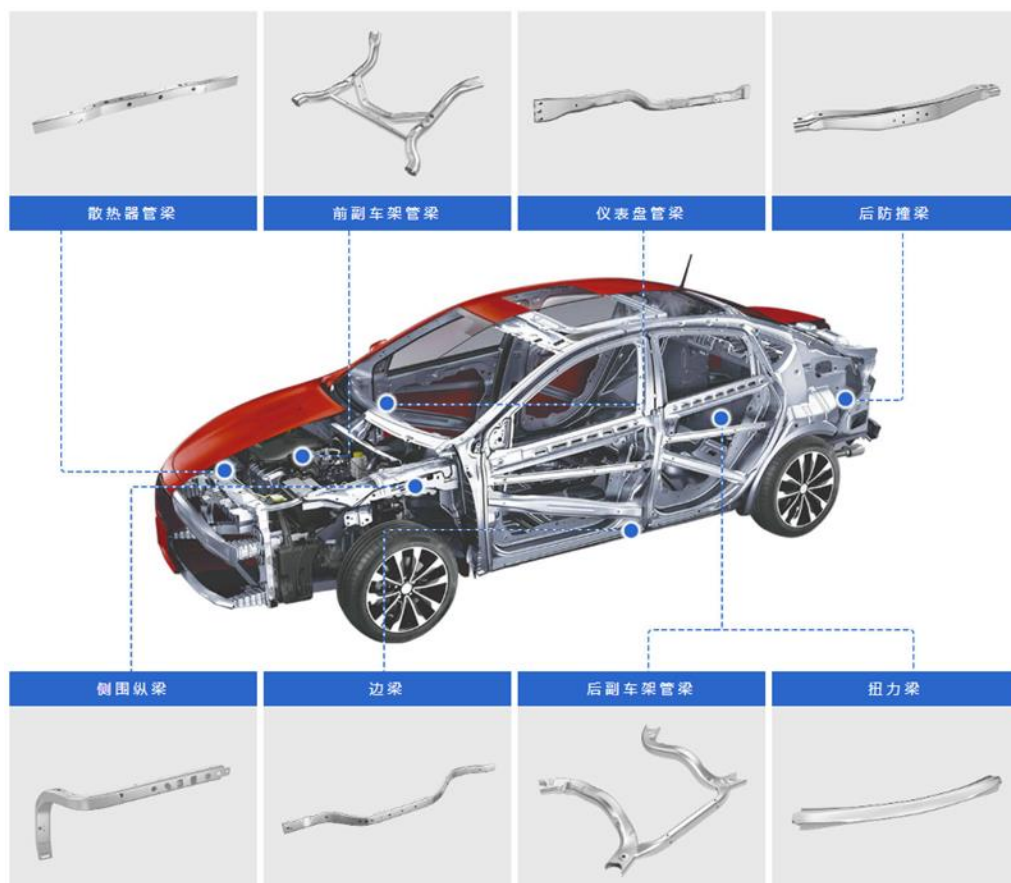
表 4：液压成型与传统冲压焊接对比

制造工艺	成型件质量	模具数量	成型件强度与刚度	生产成本	成型件精度
液压成型	较低，空心轴类零件可以减轻 40-50% 的质量	一套模具	较高	相比冲压件平均降低 15-20%，模具费用降低 20-30%	零件尺寸精度 IT10，成型件精度提高
冲压焊接	较高	多套模具	较低	较高	零件尺寸精度 IT14

资料来源：《管件液压成型技术简述》康万平等，信达证券研发中心

强强联手液压成型技术专家，加速轻量化业务进程。2018 年 8 月 29 日，保隆科技与德国汽车液压成型企业沙士基达签署合资协议，双方按照 51:49 的股权比例组建保隆沙士基达（安徽）液压成型有限公司，开拓汽车轻量化结构件业务。保隆科技汽车液压成型结构件团队于 2012 年组建完成，在设备、控制系统、模具设计到关键系统部件的自主研发方面均实现突破。联手 SZHF 有利于整合其全球性的销售、研发和制造资源，瞄准、开发宝马、奔驰和奥迪等国内知名合资车企业务，积极打造优势合作范例，为布局液压成型汽车结构件的全球化业务奠定基础。

图 36：保隆科技轻量化结构件产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

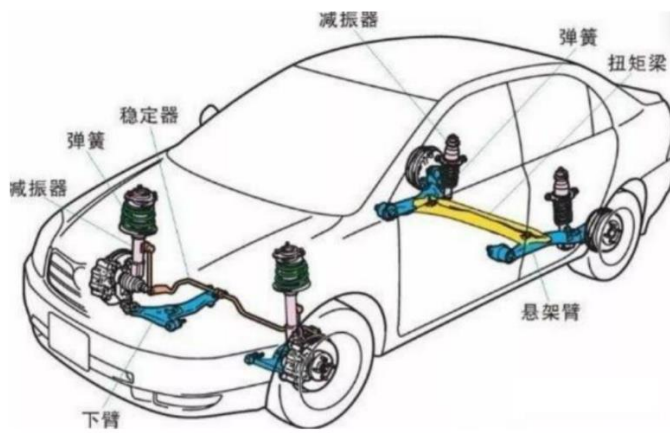
3、空悬配置逐渐下探，研发、产能建设推动定点落地

3.1 空气悬架可实现智能主动调节，优势明显提升驾乘体验

悬架负责承载并稳定汽车垂直方向受力，传统悬架系统主要由三大部分构成：1)弹性元件：如螺旋弹簧、钢板弹簧、空气弹簧等，支撑垂直方向载荷。2)减震器：产生阻尼的主要元件，迅速衰减震动，改善汽车行驶平顺性。3)导向机构：传递力和力矩，兼起导向作用。4)其他：部分悬架则还有缓冲块、横向稳定杆等部件。

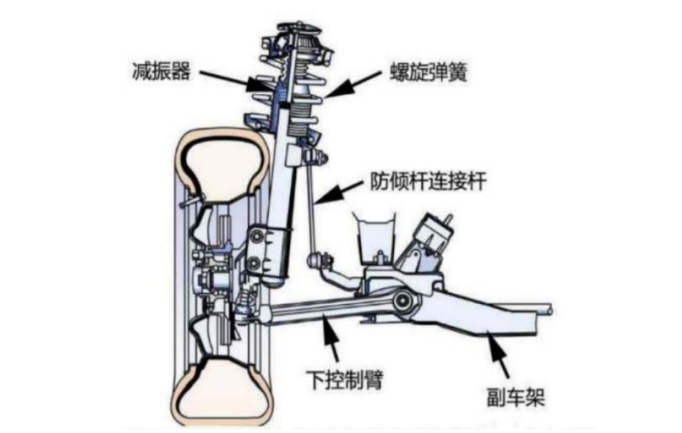
空气悬架与传统悬架的最大差异在于弹性及减震元件的升级，并新增电子控制系统及气泵等电动化部件，赋予悬架智能主动调节功能。目前市场主流空气悬架为空气弹簧+CDC型线控减震器组合。空气悬架系统主要构成为：①空气弹簧；②线控减震器；③空气供给单元(包括空气压缩机、分配阀、悬置等)；④控制器 ECU；⑤传感器(高度传感器、车身加速度传感器等)；⑥储气罐；⑦其他(空气管路等)。

图 37：汽车悬架系统示意图



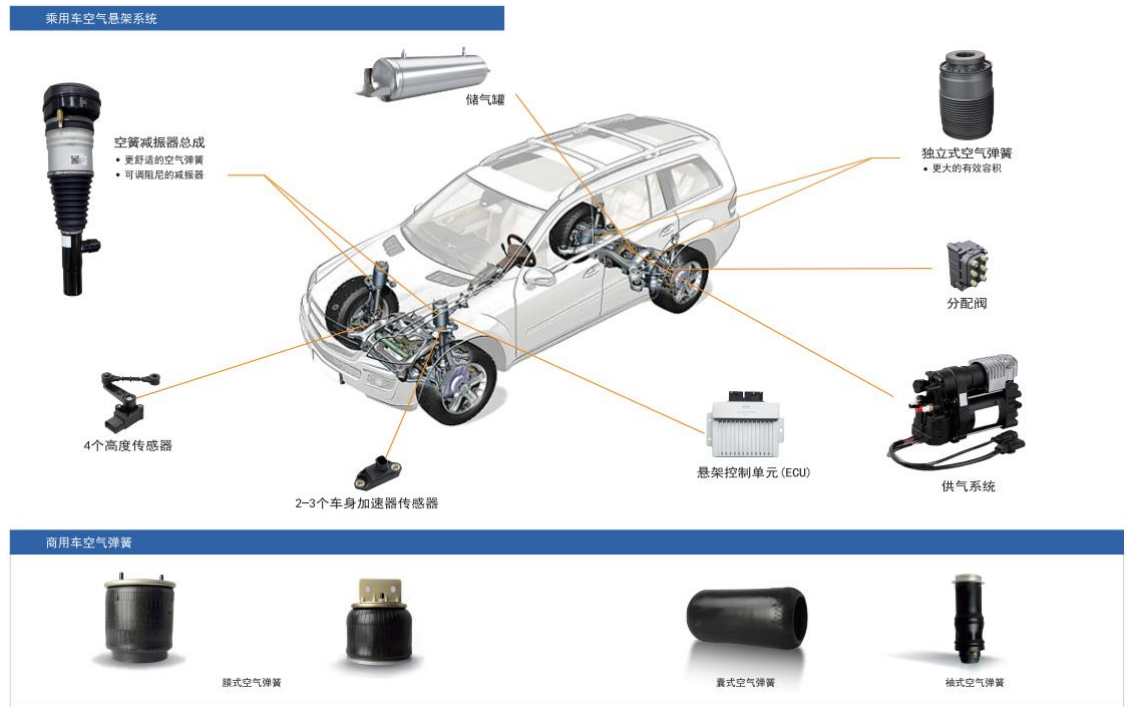
资料来源：汽车维修技术网，信达证券研发中心

图 38：悬架系统主要构成



资料来源：百奇网，信达证券研发中心

空气悬架通过空气调整悬架高度和刚度，其工作原理为：传感器将收集到的车身状态信号传给控制单元 ECU，控制单元依据算法发出指令，1) 驱动空气供给单元工作，吸入空气并通过空气滤清器去除杂质并干燥后送入储气罐，通过分配阀输送到各轮边空气弹簧，以调节悬架高度及刚度；2) 改变电磁阀开度，调节线控减震器内油流速度，以调节悬架阻尼。

图 39: 空气悬架系统示意图


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

空气悬架可以根据不同工况下改变弹簧刚度和减震器阻尼力, 满足平顺性和操纵稳定性的要求, 提升驾乘体验。主要优点有: **1) 刚度可调**, 可改善汽车转弯时出现的侧倾以及制动和加速等引起的车身点头和后坐等问题; **2) 维持高度**, 汽车载荷变化时, 能自动维持车身高度不变; **3) 有效避障**, 碰到障碍物时, 能瞬时提高底盘和车轮、越过障碍, 使汽车的通过性得到提高; **4) 抑制制动点头**, 可抑制制动时的点头, 充分利用车轮与地面的附着条件, 加速制动过程, 缩短制动距离; **5) 增强抗侧滑能力**, 使车轮与地面保持良好的接触, 提高车轮与地面的附着力, 增加汽车抵抗侧滑的能力。

表 5: 空气悬架系统优点和技术难点

优点	技术难点
刚度可调 可改善汽车转弯时出现的侧倾以及制动和加速等引起的车身点头和后座问题	系统可靠性技术 空气悬架结构比传统悬架复杂, 发生故障的几率以及事故危害性高于传统悬架, 需提高空气悬架整体的可靠性
维持高度 汽车荷载发生变化时, 能自动维持车身高度不变	空气防泄漏技术 降低空气泄露的几率, 减少空气泄露对汽车行车姿态的造成的影响, 并做好安全冗余备份
有效避障 遇到障碍物时, 可瞬间提高底盘和车轮越过障碍, 提高汽车通过性	恶劣路况适应性技术 提高空气悬架智能性, 减少恶劣天气以及不良路面对自动控制系统产生不良干扰
抑制制动点头 充分利用车轮与地面的附着条件, 加速制动过程, 缩短制动距离	减重节能技术 空气悬架相对传统悬架增加了电机、控制器、传感器、储气罐等配置, 重量和能耗有所提升, 为提高电动车续航里程, 需要降低空气悬架的重量和能耗
增强抗侧滑能力 使车轮和地面保持良好接触, 提高车轮和地面的附着力, 增加汽车抗侧滑能力	

资料来源: IND4 汽车人, 信达证券研发中心整理

3.2 高端化电动化推动，空悬市场空间广阔

自主品牌高端化，空悬配置逐渐下探。乘联会数据显示，2021年，我国新能源乘用车零售量为298.9万辆，同比增长169.1%，市场渗透率达到14.8%，而2020年该市场的渗透率仅为6.18%。在我国新能源汽车产业蓬勃发展规模的趋势下，自主品牌迎来了高端化“弯道超车”的机会，近年来，以蔚来、理想等为代表的造车新势力和以红旗、岚图、极氪为代表的传统自主车企纷纷向高端化发起冲击，引入空气悬架系统就是提升产品力的重要举措之一，此外，《2021年自主品牌汽车人群调研》结果显示，从购车因素角度来看，相比较传统自主品牌，智能科技和驾乘体验均是自主新势力品牌和自主高端品牌的主要卖点，空气悬架系统恰恰可以同时满足这两点需求。在搭载空气悬架的车型中，自主新能源品牌车型的售价与传统豪华品牌相比有明显降低。

空气悬架为新能源车悬架最优方案。同尺寸新能源汽车比燃油车质量增加约30%，弹簧与减震器的载荷显著增加，与传统悬架相比，空气悬架能够更好地满足车辆减震与舒适性的需求。

表 6: 搭载空气悬架部分车型信息

品牌	车型	售价	上市时间	标配/选配
奔驰	奔驰 GLE 2022 款	67.90-74.48 万	2022.03	标配
	奔驰 S 级	71.67-163.77 万	2021.11、2022.03	标配
宝马	宝马 7 系 2022 款	105.50-110.20 万	2022.07	标配
	宝马 X5 2022 款	77.50 万	2022.03	标配
	宝马 5 系 PHEV 2022 款	49.99-53.99 万	2021.1	标配
奥迪	奥迪 A8 2022 款	75.57-157.74 万	2021.09	标配
	奥迪 Q7 2022 款	68.56-73.02 万	2021.09	标配
	奥迪 A7L 2022 款	59.97-77.77 万	2022.01	标配
	奥迪 e-tron 2021 款	49.21-58.39 万	2021.04	标配
保时捷	Macan 2023 款	62.30-85.30 万	2022.04	62.30 万选配
特斯拉	Model X 2021 款	93.99-99.99 万	2021.01	标配
	Model S 2021 款	88.99-105.99 万	2021.01	标配
沃尔沃	沃尔沃 XC90 2022 款	65.19 万	2021.01	标配
	沃尔沃 V90 2022 款	55.69 万	2021.08	标配
雷克萨斯	雷克萨斯 LS 2021 款	87.79-117.99 万	2020.11	标配
林肯	飞行家 2022 款	60.38-76.38 万	2022.05	60.38 万选配 (20000)
路虎	发现 2023 款	64.00-83.00 万	2022.03、2022.05	标配
	揽胜星脉 2022 款	49.00-63.00 万	2021.12	49.00 万选配 (15600)
大众	途锐 2022 款	53.38-77.38 万	2022.07	标配
	辉昂 2021 款	35.00-38.90 万	2020.11	标配
蔚来	蔚来 ES6 2022 款	41.47-54.14 万	2022.06	标配
	蔚来 EC6 2022 款	42.47-54.14 万	2022.06	标配
	蔚来 ET7 2021 款	44.67-52.34 万	2021.01	标配
	蔚来 ES7 2022 款	45.67-53.79 万	2022.06	标配
	蔚来 ES8 2022 款	48.47-63.74 万	2022.06	标配
理想	理想 L9 2022 款	45.98 万	2022.06	标配

红旗	HS7 2022 款	41.58-45.98 万	2021.09	标配
	H9 2022 款	45.98-86.00 万	2021.11	标配
	E-HS9 2022 款 改款	50.98-77.98 万	2022.06	50.98 万选配 (30000)
极氪	ZEEKR 001 2022 款	29.90-38.60 万	2022.07	29.90 万选配
岚图	岚图 FREE 2021 款	33.36-37.36 万	2021.06	标配

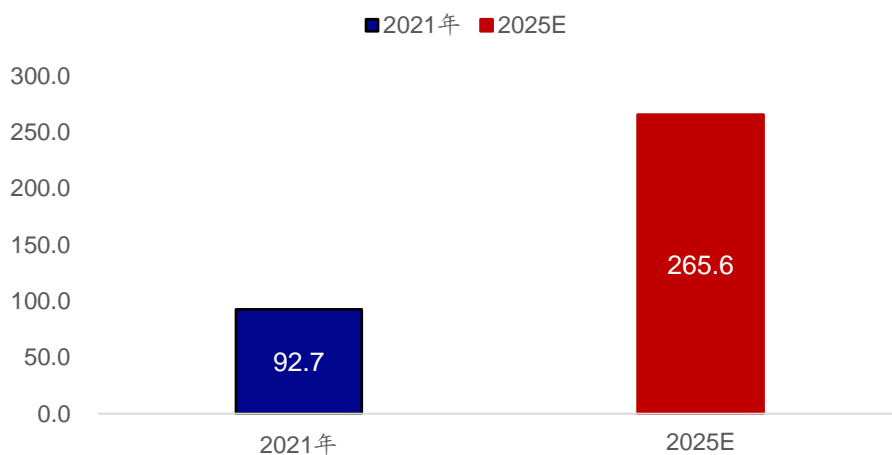
资料来源：懂车帝，信达证券研发中心

国内空悬市场处于起步阶段，市场空间广阔。根据华经产业研究院数据，2021 年乘用车中空悬渗透率为 3.32%，渗透率较低。且空悬多为国外厂商供货，国产化程度较低，故空悬单车价值量较高，约 1.3 万元左右。目前国内自主供应商已开始布局空悬系统部件，部分公司已经开始批量供货，国外厂商如大陆集团也开始在中国常熟建厂，国产化进程加速，空悬成本有望进一步下降。我们预测国产化后空悬价值量可达 8500 元。

车企陆续推出空悬配置车型，2022 年下半年预计上市的新车型有：小鹏 G9 定位为纯电动中大型 SUV，将配置智能空气悬架；高合 HiPhi Z 将配置 CDC 减震器+空气弹簧。

随着国内自主品牌高端车型推出，叠加空悬供应链国产化成本下降，搭载空悬的车型售价有望下降至 28 万元。同时相应价格带车型在消费升级的带动下，渗透率有望提升。以目前单车价值 1.3 万元，2021 年空悬渗透率 3.32%，测算得出 2021 年空悬市场空间为 92.7 亿元。我们假设到 2025 年乘用车销量为 2500 万辆，28 万元以上车型销量占比达到 25%，其中空悬车型占比 50%，空悬单车价值量下降至 8500 元，对应 2025 年空悬市场空间为 265.6 亿元，CAGR 为 30.1%。

图 40：2025 年空悬市场空间测算（亿元）



资料来源：佐思汽研，中汽协，盖世汽车等，信达证券研发中心

海外厂商占先发优势，国内厂商优势明显推动空悬国产化。空气悬架核心部件技术壁垒较高，且直接影响行车安全，主机厂对产品品质把握严格，此前主要以采购外资供应商的成熟产品为主。外资供应商主要有：大陆、威巴克、AMK 等。其中大陆集团的 CairS 空悬系统具备集成度高、尺寸小等优势；威巴克主要对接国内商用车空悬配套；AMK 在空悬压缩机技术上处于领先地位，同时具备供气系统集成能力。

近年悬架系统国产化提速，主要基于：1) 主机厂空悬装配意愿提升：①造车新势力等自主品牌寻求品牌突破；②消费升级态势下，配置空悬有望成为车型亮点，提高电动车型竞争；③电动汽车对底盘稳定性要求高。2) 零部件企业配套条件逐步成熟：①国内需求崛起，自主零部件公司占据区位优势，更容易获得主机厂订单，同步开发响应更快；②部分企业成功收购海外巨头，获得技术加成；③自研能力提升，量产经验积累。

国内供应商相较于国外厂商的竞争优势：1) **国内工程师以及供应链红利：**国外厂商开发接近极限，工程师数量及产能较难支撑与国内主机厂更多开发及配套，国内供应商扩产灵活；2) **快速响应：**国外供应商开发周期较长，无法满足国内主机厂压缩整车开发时间的要求，国内供应商响应速度更快；3) **成本优势：**产线自动化水平高，开发成本低，配套成本较低。

表 7: 国内外主要空气悬架企业及其产品进展

核心部件	空气供给单元				ECU	多系统传感器	空气弹簧	减震器
	空气压缩机	储气罐	阀组	空气管路				
全球赛道格局	AMK、威伯科两家垄断	非常单一	单一，RAPA 占九成	非常单一，只有 VOSS 可以做	参与者较多	大陆、斯沃博达等三家主导	大陆、威巴克两家垄断	国外厂商主导
国内企业进入情况	中鼎收购 AMK，获取技术和业务	保隆科技打破单一局面，获得两个定点	进入难度不大	目前无法进入	孔辉、恒润、科博达等有项目定点或产品	国内供应商暂未获定点	孔辉、保隆取得一些主机项目，打破垄断	参与者较多：定位高端的内资企业+小规模分散生产的中小民营企业

资料来源：观研报告网，信达证券研发中心

3.3 公司为国内领先的空悬供应商，研发经验丰富、产能建设迅速

公司于 2012 年进入空气悬架领域，具备丰富的空悬研发生产经验。公司于 2012 年启动空气悬架项目，2012-2018 年，主要进行商用车空气悬架的研发，形成了底盘、驾驶室、座椅商用车三大系列空簧，价格齐全，覆盖商用车全系列产品。2017 年，公司开始进军乘用车空气弹簧领域，2018 年，组建团队研发 ECU 和空气悬架系统集成，2020 年初，公司凭借研发积累和商用车空气弹簧研发生产经验，成功定点国内某新能源头部企业空气悬架，获得第一个乘用车原配主机厂的项目。目前，公司已实现量产的空气悬架系统产品包括**空气弹簧、加速度/高度传感器、空气弹簧减震器总成、空气悬架控制器（ECU）、储气罐**等。

图 41：保隆科技空气悬架系统产品及量产情况


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司空气弹簧与电控减振器拥有完善的工艺技术和测试手段。公司于 2012 年起开始研制空气弹簧，采用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，实现配方、混炼、压延、成型、硫化、装配全工艺链自主掌控，公司试验设备完善，袖式空气弹簧满足 80℃ 高温双动 100 万次、常温 1000 万次和 -35℃ 低温疲劳试验，满足国际知名客户最苛刻的试验标准，膜式弹簧满足 500 万次常温疲劳试验（国标为 300 万次）。

公司于 2016 年进入电控减振器领域，目前拥有涵盖 ADS 减振器、外置电磁阀 CDC 减振器和内置电磁阀 CDC 减振器系列产品的生产线，以及机器人焊接、全自动清洗、无尘装配车间等工序的自动化装配线。公司电控减振器要在不同电流、不同速度下进行测试，满足标准后下线。

公司已成长为国内领先的空气悬架 OEM 供应商，截止 2022 年 8 月已获得 30 余个主机厂项目。商用车领域，公司为国际领先的零部件供应商采埃孚-萨克斯、安道拓配套袖式空气弹簧，为国际著名挂车悬架供应商 SAF-Holland 供应挂车悬架空气弹簧。乘用车领域，截至 2022 年 8 月，空气弹簧减振器总成已获得 6 个车企的 11 个平台车型量产项目定点，已于 2021 年末在合肥园区量产；储气罐获得 9 个车厂的 19 个平台车型项目定点，并于 6 月在宁国园区量产；空气悬架控制器（ECU）成功研发，并获得 2 家车企定点，进一步完善了空气悬架系统的产品链。至此，公司空气弹簧减振器总成、储气罐、传感器、悬架控制器等产品均获得了量产项目定点，合作伙伴涵盖新势力、自主品牌和外资品牌，实现了从感知、控制、执行的完整产品方案，巩固了保隆科技在空悬领域的领先地位。

表 8: 保隆科技空气悬架系统产品定点情况 (部分)

定点时间	客户	产品	生命周期总金额	量产时间
2020	蔚来 ET7	空气弹簧减震器、空气弹簧		2021 年底
2021.10	国内头部新能源品牌车企全新平台	空气弹簧	1.72 亿	2023 年 3 月
2021.12	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	4.6 亿/6 年	2024 年 1 月
2022.05	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	空气悬架系统储气罐	1.5 亿/5 年	2023 年上半年
2022.07	某自主品牌整车企业	空气弹簧减震器总成	9 亿/6 年	2024 年 1 月
2022.07	2 家车企	空气悬架控制器 (ECU)		
2022.08	国内自主品牌车企	空气悬架系统储气罐	7500 万/5 年	2023 年 9、12 月
2022.08	某头部主机厂	空气弹簧减震器总成	5 亿/5 年	
2022.08	某头部主机厂	空气悬架系统储气罐	1 亿+/5 年	

资料来源: 财联社, 公司公告, 保隆科技微信公众号, 信达证券研发中心

产能建设进展迅速, 未来前景可期。2021 年 12 月, 保隆科技投入巨资打造的自动空气悬架柔性装配线投产, 该产线高效生产, 品质稳定, 可实现与 MES 系统数据互联, 产品全周期可追溯。2022 年 6 月, 第二条全自动空气悬架柔性装配线投产, 第三、第四条线预计在 2022 年第四季度投入使用。未来, 保隆科技计划在合肥工厂再建设 6-8 条相同标准的生产线, 为更多的项目筹备产能。2022 年底将具备配套 30 万台套的产能; 2023 年底将具备配套 50 万台套的产能。我们按照 2022 年国内乘用车销量 2300 万台测算, 空气悬架搭载量 26 万台, 整体渗透率 1.1%, 保隆配套比例将达到 **30%**; 按照 2023-2024 年国内乘用车销量 4700 万台测算, 空气悬架搭载量 203 万台, 整体渗透率约 4.3%, 保隆配套比例将达到 **40%**。

图 42: 保隆科技自动化空簧产线


资料来源: 保隆科技微信公众号, 信达证券研发中心

图 43: 保隆科技空气悬架竞争优势


资料来源: 保隆科技微信公众号, 信达证券研发中心

4、智能化布局扩张, 传感器、ADAS 静待开花

4.1 苦练内功+并购出海, 公司传感器业务快速增长

汽车传感器用于车身状态和环境信息的采集, 具有高适应性、稳定性、精确性的特点。汽车传感器主要由敏感元件、转换元件、变换电路和辅助电源组成。不同的传感器能够采集不

同的信息，如车身状态（压力、温湿度、速度、位置、电流、加速度等）以及环境信息（周围车辆、行人、交通状况等）。汽车传感器对车辆安全性、经济性、环保性有重要意义，具有适应性强、稳定性高、精确性高、轻量化和可批量化生产的特点。

汽车传感器分为**车身感知传感器**和**环境感知传感器**两大类。车身感知传感器通常分布于汽车的动力系统、传动系统、底盘系统、安全系统与车身舒适性系统，是获取车身信息的基础传感器。环境感知传感器主要用于采集汽车周围环境信息，助力汽车实现智能驾驶。

表 9: 汽车传感器分类与功能

类别	名称	功能
车身感知传感器	温度传感器	用于测量进气歧管、燃油、冷却液、尾气的温度
	压力传感器	用于测量进油箱、燃油喷射、制动液、轮胎的压力
	速度传感器	用于测量发动机曲轴、凸轮轴和车轮速度
	流量传感器	用于测量进入发动机的瞬态和稳态质量气流
	位置传感器	用于测量制动踏板、变速杆、可变气门、离合器的位置
环境感知传感器	视觉传感器	指车载摄像头，通过摄像头采集信息，并进行算法识别
	雷达传感器	包括超声波雷达、激光雷达和毫米波雷达
	定位传感器	指高精定位传感器，作用为实现车辆的精准定位

资料来源：亿渡数据，信达证券研发中心

MEMS 传感器发展迅速，环境感知传感器赋能智能驾驶。MEMS 传感器采用微电子和微机械技术加工技术制造而成，将微型机械结构、微型传感器、微型执行器、信号处理、控制电路以及接口、通信、电源模块集成于芯片上。它包括压力、热学、力学、化学、磁学、辐射、电学等七类，具备批量化生产、易于集成、智能化的特点，将更多地用于车身感知传感器。**智能驾驶的发展拉动了环境感知传感器的需求**，在政策和技术的推动下，自动驾驶系统渗透率有望持续上升，随着高级别智能驾驶辅助系统的发展，单车搭载传感器数量也越来越多。

国内汽车传感器市场规模快速增长，预计 2025 年将突破 400 亿元。随着智能驾驶技术的发展，2021 年环境感知传感器在国内汽车传感器市场中占比达 72%，其中毫米波雷达和摄像头占 28%和 23%。据亿渡数据显示，国内汽车传感器市场规模由 2017 年的 157.3 亿元增长至 2021 年的 263.9 亿元，预计 2025 年将达到 439.7 亿元，年复合增长率为 13.7%。

图 44: 2021 年中国汽车传感器细分市场占比 (%)

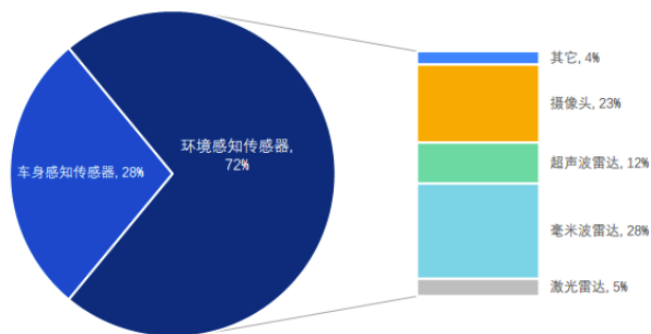
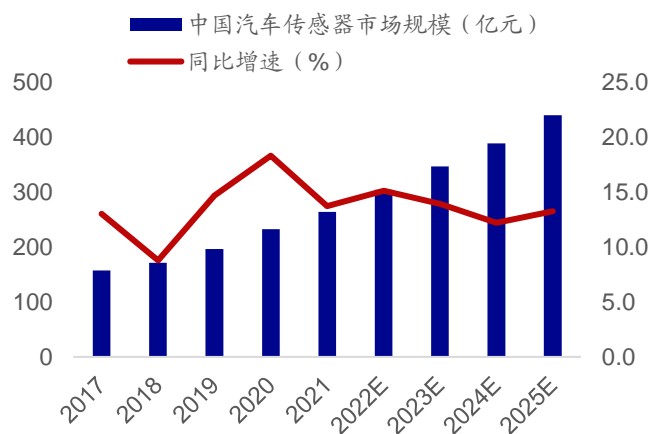


图 45: 2017-2025 年中国汽车传感器市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源：亿渡数据，信达证券研发中心

资料来源：亿渡数据，信达证券研发中心

公司传感器产品线包含压力类、光学类、速度/位置类、电流类、加速度/偏航率类传感器，具有种类齐全、安全可靠、持久耐用、工艺精致、应用广泛的特点。

表 10: 保隆科技汽车传感器产品及特点

产品类型	特点
压力类传感器	<p>国六标准: 多项车用传感器可满足国六</p> <p>MEMS 芯片技术: 自主开发的封装设计和封装工艺</p> <p>智能减排: 超高精度测量确保高度精益</p> <p>20 余种品类: 开发和生产 MEMS 压力传感器超过 20 个品类</p>
光学类传感器	<p>智能调节: 精准测量外界环境、智能控制功能使用</p> <p>舒适安全: 自动化设置解放驾驶员双手、保证视线无阻，给予额外视觉补偿</p> <p>节能环保: 可有效提高车内空调能耗利用</p>
速度/位置类传感器	<p>精度高、响应快: 高精度的速度与位置信号输出、信号响应迅速</p> <p>极致工艺: 焊接质量在线检测、线束视觉检测技术、产品单件精确溯源</p> <p>多重验证: 拥有 CNAS 认证自主测试能力、层层把关产品品质</p> <p>诊断大师: 部分产品具有故障诊断功能、可配置智能电子元件</p> <p>安全可靠: 满足功能安全 ASIL B(D)要求</p> <p>稳固的电气设计: 抗 EMC 和 EMI 干扰能力强</p>
电流类传感器	<p>告别“电车焦虑”: 稳定监测电流、实现高精度、零磁滞性</p> <p>安全可靠: 即时反应 workstatus、对测量系统端零干扰</p> <p>持久耐用: 高线性度、低损害率</p> <p>多重验证: 拥有 CNAS 认证自主测试能力、层层把关产品品质</p> <p>应用广泛: 电动汽车电池管理系统(BMS)、电动汽车电池系统配电箱(BDU)、电动汽车高压配电箱(PDU)、工业用锂电池能源管理设备和充电桩</p> <p>极致工艺: 焊接质量在线检测、加速度精度在线管控、产品单件精确追溯</p>
加速度/偏航类传感器	<p>精度高、响应快: 信号响应迅速、高精度的加速度信号实时传输</p> <p>极致工艺: 焊接质量在线检测、加速度精度在线管控、产品单件精确追溯</p> <p>多重验证: 拥有 CNAS 认证自主测试能力、层层把关产品品质</p> <p>潜心研发: PSI5 通讯协议的开发、实现产品的数据检测读取、满足客户指定的 PSI5 模式配置</p> <p>安全可靠: 满足功能安全 ASIL B(D)要求</p> <p>应用广泛: 安全气囊、主动悬架等智能控制系统</p>

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

苦练内功+并购出海，公司传感器业务加速布局。公司主攻压力传感器领域，目前已有五大类 20 多种压力传感器，包括进气压力传感器、温度传感器、空调压力传感器、真空压力传感器、光雨量传感器等；“国六”排放标准出台后，符合“国六”标准的车用传感器主要是碳罐脱附压力传感器、油箱蒸汽压力泄漏传感器以及颗粒捕捉器 GPF 压差传感器；公司同时也瞄准汽车电动化、智能化和新能源发展趋势，提前布局相关配套的车用传感器，包括研发用于新能源车的温度压力复合传感器、电池电流传感器、位置类传感器、悬架系统的加速度和高度传感器、氢气压力传感器和氢气泄漏传感器。

在其他领域，公司通过并购、出海扩大业务版图，2017 年 10 月，公司收购生产速度类和位置类传感器常州英孚；2018 年 8 月，公司收购生产刹车磨损传感器和变速箱位置传感器的德国 PEX，顺势进入欧洲主流汽车厂供应体系；2022 年，公司收购上海龙感汽车科技有限公司 55.74% 股权，将使公司在车用速度位置类传感器领域成为领先供应商。全球化布局

方面，2022年初，公司在匈牙利投资1500万欧元的传感器生产园区开建，该园区将作为汽车传感器业务的欧洲总部，主要面向欧洲的车企客户。

公司传感器生产具有规模化、体系化优势，经验丰富贴近客户。1) 生产规模化、体系化：基于MEMS技术开发传感器，同时做到微电子封装与标定；生产自动化程度高，能够早于同行提供“国六”排放标准全系列传感器。2) 经验与行业积累：2002年开始进行胎压监测系统的研发，步入传感器行业至今已近20年，在产线准备、体系建设各方面更成熟。3) 丰富的客户资源：公司研发的各类汽车零部件几乎覆盖了各大汽车厂、一级供应商，有利于传感器业务的拓展。

4.2 专注于ADAS领域感知层全栈开发，加速布局完整智能驾驶解决方案

先进驾驶辅助系统(Advanced Driver Assistant System)，简称ADAS，是利用安装于车上的各式各样的环境类传感器，在第一时间收集车内外的环境数据，进行静、动态物体的辨识、侦测与追踪等技术上的处理，从而能够让驾驶者在最快的时间察觉可能发生的危险，以引起注意和提高安全性的主动安全技术。

ADAS实现的基础是环境感知传感器层和相关软件，目前主流的环境感知传感器以摄像头和雷达为主，雷达包括毫米波雷达、激光雷达和超声波雷达，摄像头包括前视、侧视、后视和内置四种类型。

表 11: ADAS 环境感知传感器介绍

传感器类型	功能	优势	劣势	成本
超声波雷达	变道辅助、盲区检测、自动泊车等	穿透性强、测距方法简单、成本低、低距离测量优势较为明显	传播速度慢、无法跟上车距实时变化、方向性较差且易受天气影响	15-20 美元
毫米波雷达	自适应巡航控制、前向防撞报警、盲区监测、辅助停车、辅助变道、自动紧急制动阀、自动泊车等	天气适应性好	探测距离与精度较激光雷达较弱	150-300 美元
激光雷达	自适应巡航控制、前向防撞报警、盲区监测、辅助停车、自动紧急制动阀、自动泊车、导航及定位等	精度高、探测距离远	易受自然光或热辐射影响、价格昂贵	8000-80000 美元
摄像头	自适应巡航控制、前向防撞报警、盲区监测、自动紧急制动阀、自动泊车、辅助变道、驾驶员状态监控、交通标识识别、导航及定位等	精度高、距离远、直观方便、成本较低	受天气影响较大、算法及算力要求高	35-50 美元

资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

公司 ADAS 产品线丰富，可分为摄像头产品线、雷达产品线、域控制器产品线，加上胎压监测 TPMS 与空悬系统传感器，共同组成了公司智能化产品线。

摄像头产品包含高速和低速产品：1) 高速：提供前视系统及座舱系统解决方案及产品，拥有自主知识产权。前视包括单目、双目系统，覆盖 1M 到 8M 像素的图像感知。座舱包括 DMS、OMS 及 Face ID 等，实现监控、识别、报警及交互等多功能。2) 低速：定制开发基于座舱域、域控制器的环视和融合泊车的软件算法系统及多种像素(1M、2M、3M、8M)不同 FOV 的摄像头模组，同时支持独立的环视控制器和融合泊车控制器及 DVR 功能集成，支持白盒交付及平台定制。

雷达产品包括毫米波雷达和超声波雷达：1) 毫米波雷达：具备完善的开发流程体系和先进

自动化生产线，在软硬件、算法和天线设计等核心领域拥有自主知识产权。2) **超声波雷达**：可实现车辆周边近距离的障碍物位置探测及坐标检测，探测距离支持 3M、5M、7M；可实现泊车辅助预警（PAS）、自动泊车（含融合式自动泊车、遥控泊车等 APA）、侧后向盲点监测（BSD）、低速紧急制动（MTG）等 ADAS 功能。

域控制器：针对高等级自动驾驶应用，提供支持行泊一体域控制器产品系列，可适配多款主流（AI）SoC 芯片，算力覆盖 8~100+Tops，实现 HWA（高速驾驶辅助）/HWP（高速公路领航驾驶）、APA（自动泊车）/RPA（远程遥控泊车）/AVP（自动代客泊车）等功能。

图 46：保隆科技智能化产品



资料来源：高工智能汽车微信公众号，信达证券研发中心

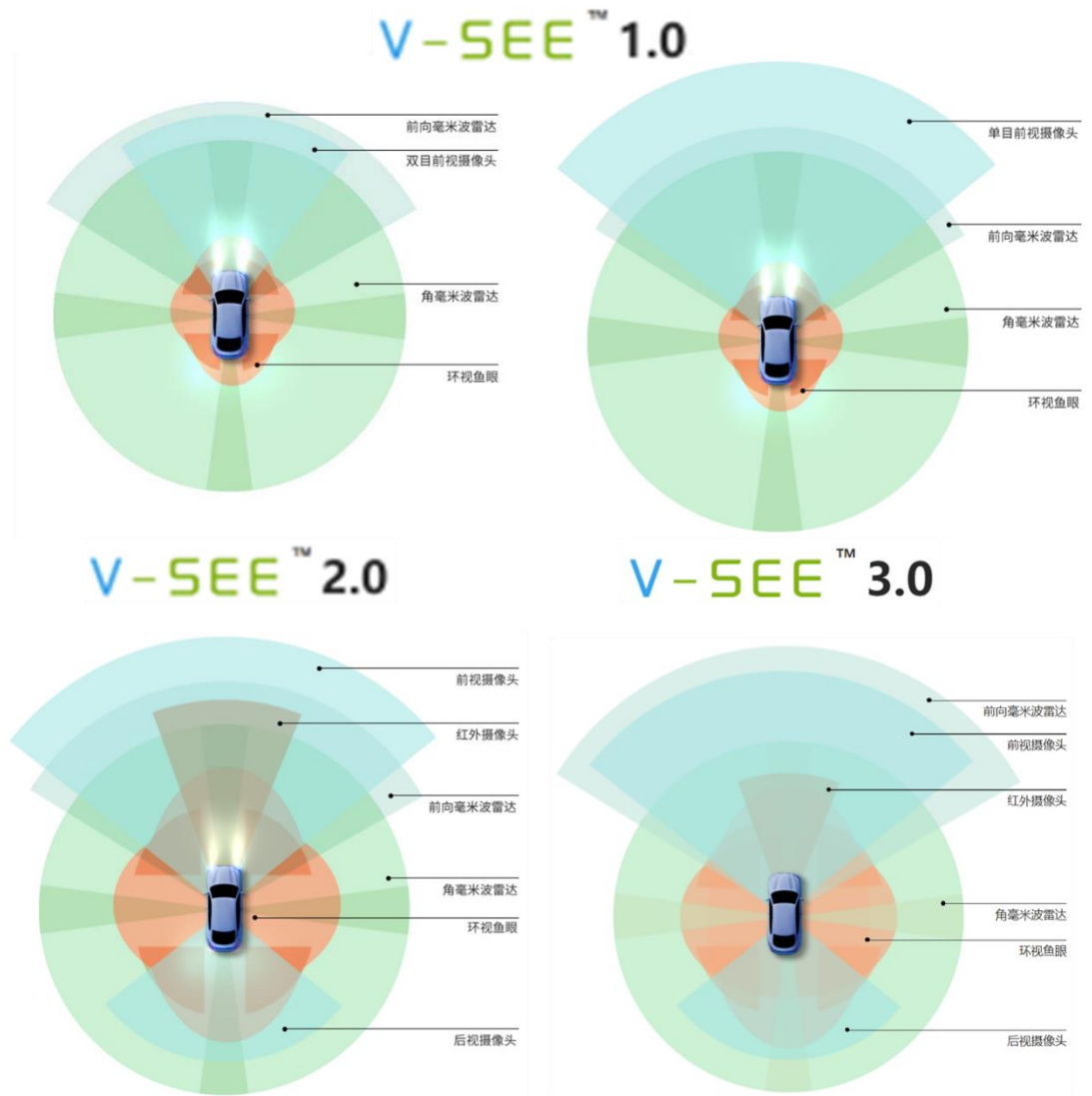
公司布局V-SEE™智能驾驶解决方案，致力于解决全场景全天候的智能驾驶安全问题。公司目前形成了V-SEE™1.0、2.0、3.0 智能驾驶解决方案，分别面向单车道、多车道、全天候全场景的智能驾驶安全问题：

V-SEE™1.0：致力于解决单车道的驾驶安全问题，提供 L2+智驾安全体验。通过前视广角智能摄像头，车辆探测到最远前方 300m 的目标，显著提升车辆的制动安全性，最高可升级至行泊一体方案及打灯变道功能。

V-SEE™2.0：致力于多车道的驾驶问题，提供主动变道、路网切换及记忆泊车等高阶智驾体验。通过前视双目智能摄像头，可精准探测路面坑洼、减速带，结合空气悬架自适应高度调节，提供完整的智能驾驶体验。

V-SEE™3.0：标配自研红外摄像头、4D 毫米波、双目广角前视和超级鱼眼环视，3.0 方案结合 V2X 可解决城区驾驶的复杂场景，如十字路口红绿灯通行、城市道路施工、电瓶车行人横穿等，以及恶劣天气下的智驾安全问题。

图 47: 保隆科技V-SEE™智能驾驶解决方案



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

除自研外, 公司推进了一系列投资、合资项目, 与业内多家具有技术优势的企业合作。2020年10月, 公司与领目科技成立合资公司, 双方合作的商用车紧急制动项目与乘用车行泊一体域控制器已取得量产或定点, 2022年5月, 公司对领目科技进行投资; 2021年3月, 与楚航科技合资成立保航公司, 开发77GHz毫米波雷达; 2021年4月, 与黑芝麻科技公司合作, 实现国产车规级芯片的应用; 2018年, 与元橡科技在双目立体视觉技术方面进行合作, 2022年合资成立武汉分公司; 2022年5月, 公司投资优达斯基, 双方出资成立保优汽车科技有限公司, 在智能驾驶领域展开深度合作, 共同拓展乘用车超声波雷达业务。2022年5月, 保隆科技公告非公开发行股票募集9.18亿元, 主要投入车用传感器, 其中包括视觉传感器和毫米波雷达等ADAS相关项目。

5、盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测及假设

公司各业务收入及毛利率预测假设如下:

(1) TPMS、气门嘴、排气管等传统业务表现稳健: TPMS 业务将随乘用车装配率的提升

持续增长，预计营收增长中枢在 25%；气门嘴、排气管等传统业务市场规模较为稳定，公司研发、制造能力全球领先，市占率稳居世界前列，营收有望维持小幅增长。

(2) 空悬配置下探，公司自身研发能力和产能建设将持续推动项目定点落地：国内空悬市场仍处于起步阶段，未来市场空间广阔。公司在空气悬架领域具备丰富的空悬研发生产经验与产品布局，截止 2022 年 8 月，公司空悬产品已获得 30 余个主机厂项目；产能建设进展迅速，2022 年、2023 年底将实现配套 30、50 万台套的产能，预计空悬业务营收有望实现快速增长，毛利率达 30%。

(3) 传感器、ADAS 静待开花：公司主攻压力传感器，“国六”排放标准出台后，公司具备全系列产品先发优势，在其他领域，公司通过并购、出海扩大业务版图。公司 ADAS 产品线丰富，包括摄像头产品线、雷达产品线、域控制器产品线，新布局智能驾驶解决方案。我们预计传感器、ADAS 营收有望实现快速增长。

(4) 其他业务：收入保持现有体量，毛利率稳定。

综上，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入为 50.7、67.2、82.5 亿元，对应增速分别为 30.0%、32.7%、22.7%，对应毛利率分别为 27.0%、28.6%、28.9%。

表 12: 公司各业务收入及毛利率预测

业务	项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
排气系统管件	收入(亿元)	9.7	11.6	12.4	13.4	14.2	15.1
	增速	7%	20%	7%	8%	6%	7%
	毛利率	38%	20%	21%	23%	24%	25%
气门嘴	收入(亿元)	6.0	6.9	7.4	8.0	8.6	9.1
	增速	-5%	15%	7%	8%	8%	5%
	毛利率	50%	42%	44%	45%	45%	45%
TPMS	收入(亿元)	11.4	13.3	15.7	18.6	22.1	27.7
	增速	1%	17%	18%	18%	19%	25%
	毛利率	23%	23%	24%	25%	25%	26%
ADAS	收入(亿元)	0.4	0.6	1.5	2.5	3.8	5.0
	增速	3700%	58%	150%	67%	52%	32%
	毛利率		25%	28%	30%	30%	30%
传感器	收入(亿元)	1.5	1.8	4.5	8.0	12.0	15.0
	增速	50%	17%	157%	78%	50%	25%
	毛利率		27%	30%	32%	32%	32%
空气悬架	收入(亿元)	0.4	0.8	4.3	11.0	15.0	20.0
	增速	43%	86%	438%	156%	36%	33%
	毛利率	0%	25%	28%	30%	30%	30%
总计	收入(亿元)	33.3	39.0	50.7	67.2	82.5	99.9
	增速	0%	17%	30%	33%	23%	21%
	毛利率	32%	27%	27%	29%	29%	29%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.00、5.09、6.59 亿元，对应 PE 分别为

42.88/25.27/19.53 倍。参考可比公司估值水平，给予公司 2023 年 40 倍目标 PE，对应市值 203.6 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值对比

证券代码	公司名称	收盘价 (2022/8/19)	EPS (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002920.SZ	德赛西威	158.40	1.51	2.14	2.95	3.88	94.34	74.11	53.73	40.81
603596.SH	伯特利	97.58	1.24	1.63	2.21	2.88	56.35	59.97	44.16	33.86
601689.SH	拓普集团	82.31	0.93	1.47	2.03	2.65	57.42	55.97	40.57	31.11
000887.SZ	中鼎股份	18.86	0.79	0.87	1.07	1.27	27.59	21.60	17.65	14.82
688326.SH	经纬恒润	183.44	1.62	1.73	2.58	3.56		105.97	71.16	51.59
						平均值	58.92	63.52	45.46	34.44

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 可比公司 EPS 预测采用 Wind 一致预期

6、风险因素

汽车销量不及预期风险、新业务发展不及预期、原材料价格波动和供应短缺的风险、新冠疫情反复风险。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,231	3,226	3,729	4,372	5,532
货币资金	512	1,103	755	776	1,042
应收票据	130	0	282	129	421
应收账款	742	822	1,291	1,453	1,949
预付账款	28	24	37	45	57
存货	734	1,069	1,194	1,784	1,839
其他	85	207	170	185	225
非流动资产	1,683	1,924	2,315	2,628	2,796
长期股权投资	20	21	23	24	25
固定资产(合计)	945	1,144	1,348	1,592	1,779
无形资产	103	125	136	153	167
其他	615	634	808	859	825
资产总计	3,913	5,149	6,043	7,000	8,328
流动负债	1,656	1,780	2,300	2,622	3,161
短期借款	363	457	507	537	537
应付票据	78	128	148	207	229
应付账款	595	679	1,048	1,155	1,562
其他	620	515	597	723	833
非流动负债	885	918	1,018	1,118	1,218
长期借款	542	850	950	1,050	1,150
其他	343	68	68	68	68
负债合计	2,541	2,698	3,318	3,740	4,379
少数股东权益	222	253	268	292	323
归属母公司股东权益	1,151	2,199	2,457	2,967	3,626
负债和股东权益	3,913	5,149	6,043	7,000	8,328

会计年度	单位:百万				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,331	3,898	5,068	6,724	8,251
同比(%)	0.3%	17.0%	30.0%	32.7%	22.7%
归属母公司净利润	183	268	300	509	659
同比(%)	6.3%	46.5%	11.9%	69.7%	29.4%
毛利率(%)	28.2%	27.4%	27.0%	28.6%	28.9%
ROE%	15.9%	12.2%	12.2%	17.2%	18.2%
EPS(摊薄)(元)	0.88	1.29	1.45	2.45	3.17
P/E	70.28	47.97	42.88	25.27	19.53
P/B	11.19	5.86	5.24	4.34	3.55
EV/EBITDA	13.23	25.12	21.24	14.58	11.18

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,331	3,898	5,068	6,724	8,251
营业成本	2,391	2,829	3,699	4,802	5,869
营业税金及附加	16	23	25	30	36
销售费用	169	194	248	316	380
管理费用	227	240	304	390	470
研发费用	255	281	355	457	545
财务费用	70	69	119	160	226
减值损失合计	-11	-26	-18	-15	-13
投资净收益	-4	89	51	67	83
其他	16	55	46	62	77
营业利润	203	379	397	682	873
营业外收支	-7	-1	-2	-3	-2
利润总额	197	378	395	679	871
所得税	64	87	79	146	180
净利润	132	292	316	533	690
少数股东损益	-51	23	16	24	31
归属母公司净利润	183	268	300	509	659
EBITDA	410	500	649	954	1,229
EPS(当年)(元)	1.12	1.40	1.45	2.45	3.17

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	229	131	127	382	537
净利润	132	292	316	533	690
折旧摊销	132	155	157	152	189
财务费用	54	66	81	89	94
投资损失	4	-89	-51	-67	-83
营运资金变动	-122	-301	-400	-348	-374
其它	28	9	25	23	20
投资活动现金流	-303	-294	-502	-403	-277
资本支出	-232	-303	-547	-467	-356
长期投资	-73	18	-7	-5	-5
其他	2	-9	52	69	85
筹资活动现金流	0	799	28	41	6
吸收投资	18	951	0	0	0
借款	784	1,114	150	130	100
支付利息或股息	-106	-146	-122	-89	-94
现金流净增加额	-84	620	-347	21	265

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

曹子杰，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiatie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。