

混动纯电双轮驱动，商用复苏触底反弹

——福达股份(603166.SH)首次覆盖报告

报告要点:

● 公司是汽车曲轴领先企业，优质客户引领转型混动乘用车

公司专注高端制造30年，曲轴行业国内领先，掌握先进的技术工艺与客户资源，并逐步转型乘用车领域，供货宝马、奔驰、沃尔沃、雷诺日产、上汽等领先乘用车企业。2020年起供货比亚迪混动产品，并伴随比亚迪成长，当前为比亚迪混动产品曲轴一供，份额占据绝大多数。同时开拓上汽通用、柳州赛克、东风乘用车、吉利汽车、理想汽车多家混动客户。受未来混动快速发展带动发展空间广阔。

● 汽车电驱动齿轮领域空间广阔，公司相关业务即将落地

随着新能源汽车快速发展，电驱动齿轮市场空间广阔，至2025年，包含纯电动和混动在内的电驱动齿轮市场空间有望达到136亿元，较2021年末相比年化增速60%。公司借助优质客户和多年高端制造经验，切入电驱动齿轮领域，2023年项目落地，显著增厚收入利润。

● 商用车与非道路触底反弹，公司主力业务复苏，业绩增长保障性高

2022年公司业务受商用车与非道路领域大幅下滑影响，出现收入与盈利水平双重下滑。受疫情缓解、经济复苏以及房地产、基建、物流边际改善影响，商用车与非道路业务启动触底反弹道路，2023年复苏确定性高。公司业务目前60%以上来自商用车与非道路领域，且在轴承、离合器、螺旋锥齿轮等领域具备技术工艺与客户资源核心竞争力，有望受益2023年商用车复苏。

● 投资建议与盈利预测

受包括混合动力与纯电在内的新能源汽车快速成长以及商用车复苏推动，预计2022-2024年，公司归属母公司净利润分别为0.61、1.96和2.70亿元，按最新股本测算，对应基本每股收益0.09、0.30和0.42元，按照最新股价测算，对应PE65.1、20.34和14.71倍。对标可比公司，给予公司2023年25倍PE，目标价7.5元，2023年市值49亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

新能源汽车行业发展不及预期；商用车及非道路复苏不及预期风险；上游成本超预期回升风险；电驱动齿轮业务发展不及预期风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1770.31	1814.61	1200.67	1803.01	2412.15
收入同比(%)	16.87	2.50	-33.83	50.17	33.78
归母净利润(百万元)	200.58	208.33	61.15	195.68	270.60
归母净利润同比(%)	50.47	3.86	-70.65	220.01	38.28
ROE(%)	8.86	7.90	2.57	7.78	10.47
每股收益(元)	0.31	0.32	0.09	0.30	0.42
市盈率(P/E)	19.85	19.11	65.10	20.34	14.71

资料来源: Wind, 国元证券研究所

增持|首次推荐

当前价/目标价: 6.16元/7.50元

目标期限: 6个月

基本数据

52周最高/最低价(元): 10.99/5.84

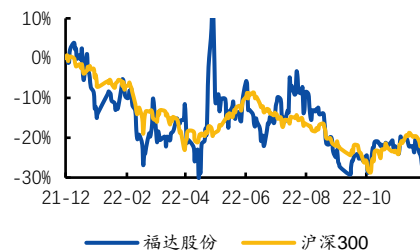
A股流通股(百万股): 646.21

A股总股本(百万股): 646.21

流通市值(百万元): 3980.65

总市值(百万元): 3980.65

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2023年汽车行业投资策略:把握熊彼特创新,决胜结构化市场》

报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-5109-7188

邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn

联系人 刘乐

电话 021-5109-7188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

目录

1. 发动机曲轴领先者，转型新能源乘用车市场	4
1.1 发动机曲轴一线企业，盈利能力持续领先	4
1.2 多年深耕高端制造，横向一体化拓展新能源乘用车市场	7
1.3 股权结构清晰，管理结构专业精益	10
2. 混动曲轴+纯电齿轮双驱动，新能源业务快速扩张	11
2.1 新能源市场潜力仍在，混动车持续快速增长	11
2.2 公司混动曲轴快速扩张，优质客户助推业务成长	14
2.3 新能源汽车高精密齿轮业务落地在即，新业务打造新成长空间	18
3. 商用车与非道路领域企稳，助推公司业绩回升	19
3.1 经济整体进入复苏期，商用车与非道路业务回升	19
3.2 公司商用车与非道路业务积累深厚、客户优质，受益行业复苏	21
4. 投资建议	21
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：福达股份主要产品	4
图 2：福达股份主要业务领域情况	4
图 3：营业收入产品下游领域划分（2022Q3）	5
图 4：福达股份按收入业务分布（2022Q3）	5
图 5：福达股份在主要领域的营收额（亿元）	5
图 6：福达股份锻造工艺流程	6
图 7：福达股份曲轴精加工工艺流程	6
图 8：主要可比公司曲轴毛利率情况	6
图 9：福达股份营业收入与增速（亿元）	7
图 10：福达股份归母净利与增速（亿元）	7
图 11：福达股份发展历程	8
图 12：德国 ALFING 淬火机床	8
图 13：福达阿尔芬大型曲轴	9
图 14：福达阿尔芬铣车复合中心	9
图 15：福达股份组织架构	10
图 16：新能源汽车发展逻辑斯蒂曲线示意图	11
图 17：新能源汽车使用意愿消费者调研	11
图 18：公司曲轴产品	14
图 19：曲轴结构拆分	14
图 20：曲轴行业主要壁垒	15
图 21：新能源汽车电驱动齿轮市场空间预测	18
图 22：重卡销量及增速（万辆）	20

图 23: 挖掘机销量及增速 (万台)	20
---------------------------	----

表 1: 福达股份主要客户情况.....	9
表 2: 主要新能源品牌未来发展规划	12
表 3: 主要新能源品牌混动和增城式发展规划.....	13
表 4: 公司主要生产设备及其价值 (2014Q2)	15
表 5: 曲轴企业固定资产中机械设备成本高、占比高(2014Q2).....	16
表 6: 中国曲轴市场主要竞争者 (2021)	17
表 7: 福达股份曲轴业务主要乘用车客户	17
表 8: 2021 年主要减速器齿轮生产商产能情况测算.....	19
表 9: 蓝牌新规下轻型货车技术要求变更细节	20
表 10: 曲轴业务量价及收入预测	22
表 11: 齿轮业务量价及收入预测	23
表 12: 离合器业务量价及收入预测	23
表 13: 公司盈利预测	24
表 14: 可比公司估值.....	24

1. 发动机曲轴领先者，转型新能源乘用车市场

1.1 发动机曲轴一线企业，盈利能力持续领先

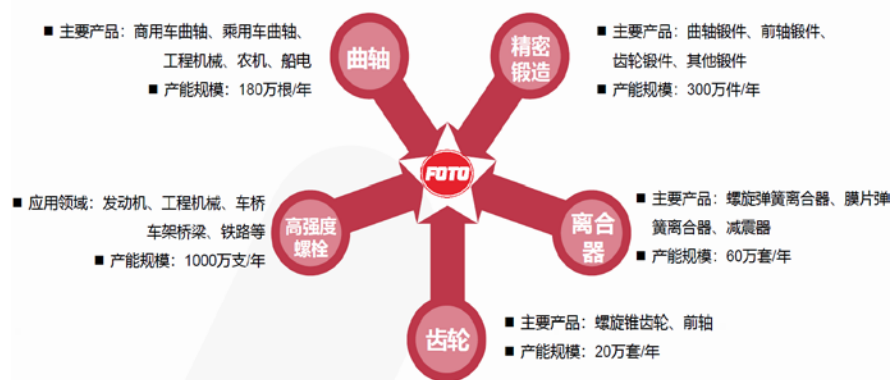
福达股份是发动机曲轴领域领先企业，业务覆盖离合器、齿轮等多领域。福达股份主要从事发动机曲轴，汽车离合器，螺旋锥齿轮，精密锻件和高强度螺栓的研发、生产与销售。产品覆盖汽车、工程机械、农机、船舶等多个领域。按营业收入分，截止 2022 年 3 季度乘用车领域占比 35.21%，商用车领域 38.56%，农机、工程机械、非道路领域占比 26.23%，已经形成乘/商用车为主，乘用车快速发展的行业布局态势。

图 1：福达股份主要产品



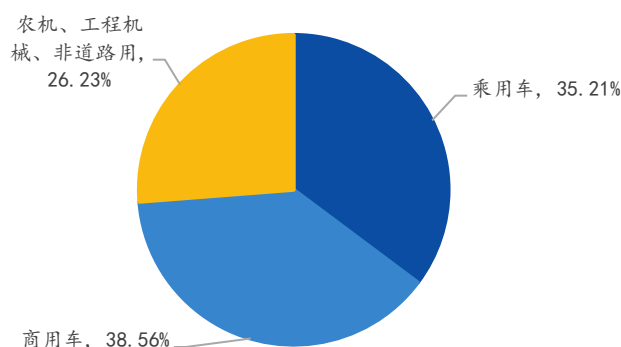
资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 2：福达股份主要业务领域情况



资料来源：福达股份投资者推介材料，国元证券研究所

图 3：营业收入产品下游领域划分（2022Q3）

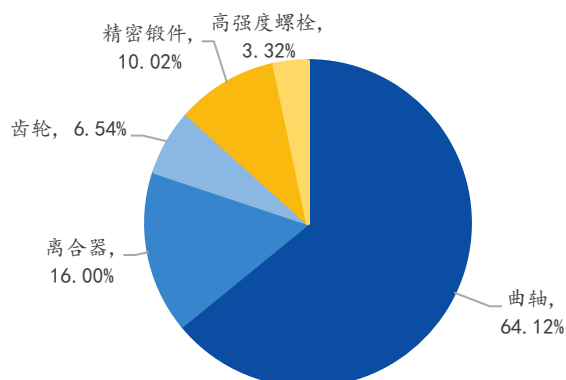


资料来源：福达股份投资者推介材料,国元证券研究所

公司业务以曲轴为主，截止 2022 年前三季度相关收入占公司总收入的 64.1%，占据绝对多数。此外，离合器、齿轮、曲轴毛坯以及螺栓分别占公司收入的 16%、6.5%、10.02%和 3.3%。曲轴方面，公司长期专注于发动机曲轴的研发和生产，配备先进生产装备来保障产品的加工精度和生产效率，同时积极布局混动曲轴业务，成为国内混动曲轴龙头企业，2018 年公司与德国 ALFING 共同出资设立桂林福达阿尔芬大型曲轴有限公司，主要进入船舶等大型曲轴领域。

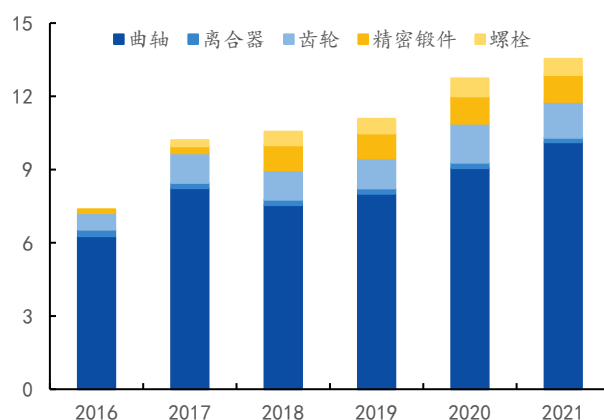
近年来，公司曲轴领域营收保持稳定增长趋势，2019 年-2021 年曲轴营收占比分别为 52.87%、51.19%和 55.76%。2022 年前三季度受商用车业务冲击影响，曲轴业务占比提升到 64%。曲轴毛坯件业务收入占比也快速提升到 10%左右，业务聚焦趋势显现。离合器方面，公司是国内最早开发膜片弹簧离合器的厂家之一，并积累了多项核心技术并拥有多项发明专利，配套为五菱柳机、玉柴股份、陕西重汽、东风康明斯等。齿轮方面，公司不断优化产品结构，持续加强轻型汽车齿轮和汽车前梁产品的开发力度。精密锻件方面，福达锻造公司已成为国内规模及装备水平领先的锻造中心，具有突出的锻钢曲轴毛坯、汽车零部件毛坯锻件及工程机械毛坯锻件的自产能力。

图 4：福达股份按收入业务分布（2022Q3）



资料来源：福达股份投资者推介材料，国元证券研究所

图 5：福达股份在主要领域的营收额（亿元）



资料来源：同花顺 ifind，国元证券研究所

曲轴业务覆盖全工艺环节，量本利整体领先行业。公司为国内曲轴行业领先企业，工艺技术优势明显，品牌知名度较高，具有明显的客户资源优势。截止 2021 年公司共有曲轴产能 150 万支/年，兼顾商用车和乘用车市场，当年曲轴业务收入 10.12 亿元，与商用车曲轴领域的天润工业，以及乘用车曲轴领域的浩物股份分居行业三强。

作为曲轴业务专业公司，公司曲轴业务覆盖从钢材到磨具、毛坯再到曲轴精加工的全部环节，控制全部工艺流程环节，大幅降低了物流、仓储等成本，且主要供应 OEM 前装市场，毛利率水平较高。从 2019-2021 年三年，公司曲轴业务毛利率分别达到 27.87%、28.25%和 31.78%。较主要竞争对手天润工业以及浩物股份曲轴业务的 25%左右毛利率和 23%左右毛利率明显为高。受主营业务较强盈利能力带动，以及多业务共同发力，过去几年公司收入、利润持续上升。

2022 年，受商用车市场显著下滑冲击，公司包含曲轴、离合器等在内的细分行业利润率均出现下滑。预计 2023 年随着商用车市场复苏，以及公司在混动乘用车等领域不断发力，公司产销量和盈利能力有望实现双提升。

图 6：福达股份锻造工艺流程

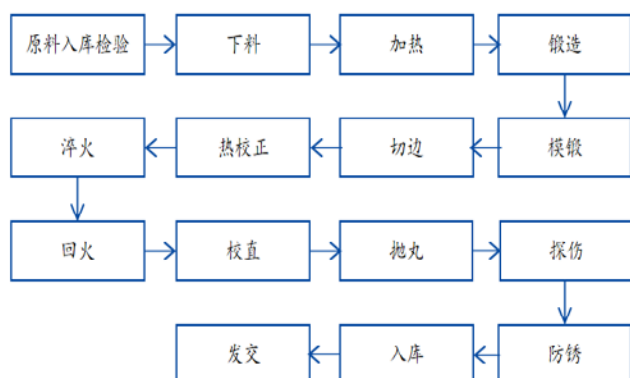
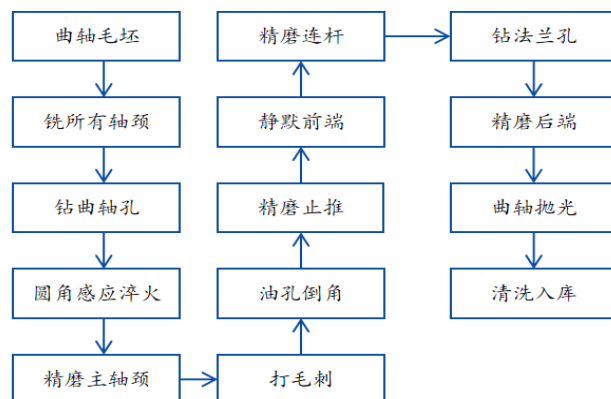


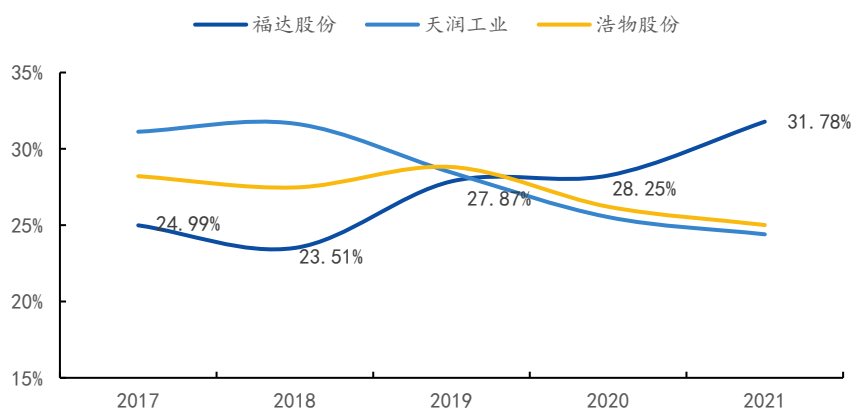
图 7：福达股份曲轴精加工工艺流程



资料来源：福达股份招股说明书，国元证券研究所

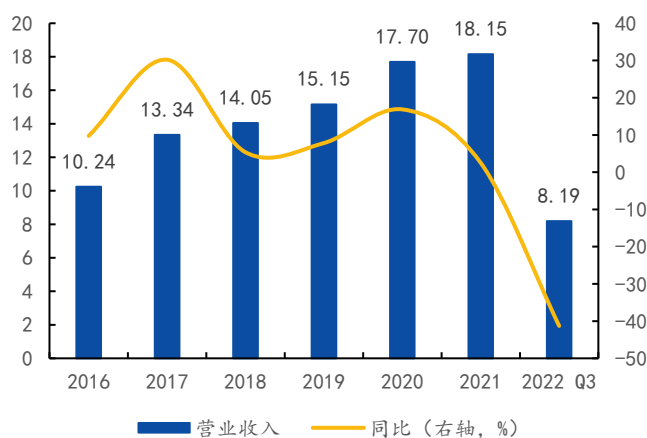
资料来源：福达股份招股说明书，国元证券研究所

图 8：主要可比公司曲轴毛利率情况



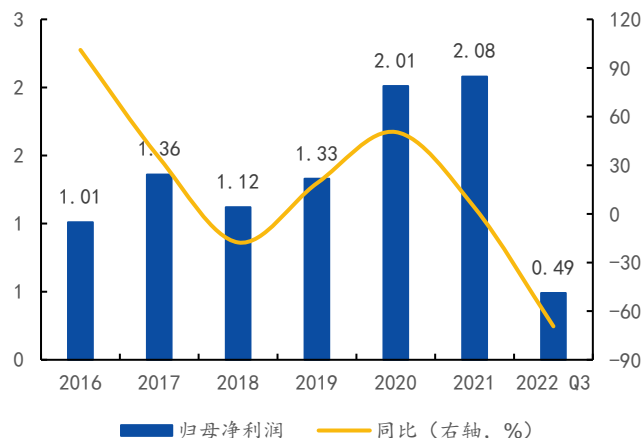
资料来源：wind，国元证券研究所

图 9：福达股份营业收入与增速（亿元）



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

图 10：福达股份归母净利润与增速（亿元）



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

1.2 多年深耕高端制造，横向一体化拓展新能源乘用车市场

30 年深耕高端制造业务，顺应时代转型新能源市场。公司前身桂林汽车零部件总厂由广西陆川机电、玉柴股份以及原机械工业部旗下中工机电于 1995 年 8 月共同设立，主营汽车、摩托车零部件及配件制造，兼营内燃机零部件制造。2000 年 12 月，桂林汽车零部件总厂改制为桂林福达汽车部件有限公司，开启发展快车道。其后 2002 年与清华大学合作建设成立清华—福达汽车系统技术开发研究院，推动汽车系统研发提升。2003 年之后先后成立桂林福达曲轴有限公司、襄阳福达东康曲轴有限公司、桂林福达齿轮有限公司、桂林福达重工锻造有限公司等子公司，逐步形成当前业务架构，并以就近供货的原则在主要商用车产地布局产能。

2008 年，公司改制成为桂林福达股份有限公司。2014 年 11 月，公司成功在上交所挂牌上市。2018 年 2 月，公司同全球曲轴领先企业，“百年老店”德国 ALFING 公司签订协议，成立合资公司福达阿尔芬，正式进军大型曲轴业务。2020 年同比达成合作关系，开始研发生产混动曲轴，布局混动领域。2022 年 5 月，为积极响应国家“碳达峰”、“碳中和”政策，公司新能源汽车电驱动系统齿轮制造(一期)项目开工，公司开始拓展纯电领域业务。2022 年 6 月，收到理想汽车项目定点意向书，成为其曲轴供应商。2022 年 10 月，成立新能源事业部，积极把握新能源汽车行业发展机遇，促进公司未来业务发展。2021 年，公司申报并获得受理的发明和实用新型专利 100 件，其中发明专利 45 件，已获得授权的专利 61 件。此外，公司还在 2021 年 8 月入选工信部第三批专精特新“小巨人”企业。

图 11：福达股份发展历程



资料来源：福达股份招股说明书，公司官网，福达股份投资者推介材料，国元证券研究所

工艺技术水平先进，客户资源丰富。高端制造领域工艺技术及装备水平直接决定产品质量及档次，公司拥有的生产设备在国内同行业中处于先进水平，且覆盖各产品研发、生产、试验及检测的全过程，为提高各产品加工精度、生产效率、保持产品的质量稳定性提供了保障。

曲轴方面，公司装备有国内先进的曲轴法兰孔、轴承孔专机、油孔柔性加工专机、数控车床、数控铣床、数控内铣机床、数控磨床、质量定心机床，引进了包括德国 ALFING 等在内的海外领先的淬火机床、数控磨床、插齿机、滚压机、抛光机、清洗机、动平衡机以及各类检测测量仪器等先进装备。公司近年来持续进行智能化改造，建成 4 条曲轴全自动生产线。经过多年的技术创新与工艺改进，公司拥有国内领先的圆角滚压、圆角淬火强化处理技术。

离合器方面，公司引进了具有国际一流水平的奥地利 AICHELIN 热处理生产线，组建了行业一流的离合器装配、检测生产线，目前已建成五条离合器自助装备、检测生产线。在螺旋锥齿轮和精密锻件方面同样积累了领先的设备渠道，形成了稳定的发展工艺。为产品质量和品牌奠定坚实的基础。

图 12：德国 ALFING 淬火机床



资料来源：中国热处理行业协会，国元证券研究所

借助较强的工艺技术水平和质量控制能力，公司积累了大量优质客户，涵盖国内主要发动机和整车厂商以及众多国际大型发动机和整车生产企业在国内设立的合资企业，经过多年的发展，公司与这些企业建立了长期稳定的合作关系。整车客户主要包括宝马、奔驰、沃尔沃、中国重汽、陕西重汽、吉利汽车、比亚迪汽车、北汽福田、江淮汽车、中国中车、东风商用车、东风汽车等乘、商用车领先企业。发动机客户主要包括东风康明斯、玉柴股份、东风商用车、玉柴联合动力、云内动力、五菱柳机等国内主要发动机企业。工程机械客户则覆盖了三一重工、柳工、徐工集团、中联重科等行业龙头。车桥客户主要有陕西汉德车桥、柳州方盛车桥、红岩车桥、柳工机械、舍弗勒等。客户资源丰富且资质较优。

表 1：福达股份主要客户情况

企业类型	主要客户
整车企业	比亚迪、理想、宝马、奔驰、沃尔沃、雷诺日产、上汽通用汽车、中国重汽、陕西重汽、吉利汽车、上汽乘用车、东风柳汽、北汽福田、江淮汽车、中国中车、东风商用车、东风汽车、济南重汽、上汽通用五菱、郑州宇通、郑州日产、安徽华菱等
发动机企业	东风康明斯、日本日野中国公司、日本洋马中国公司、MTU、上海日野、福田康明斯、康明斯工业动力、玉柴股份、东风商用车、玉柴联合动力、云内动力、五菱柳机、绵阳新晨动力等
工程机械企业	三一重工、柳工、徐工集团、中联重科等
车桥生产企业	陕西汉德车桥、柳州方盛车桥、红岩车桥、柳工机械、舍弗勒等

资料来源：公司 2021 年年报，国元证券研究所

合作德国 ALFING，彰显技术工艺水平。公司于 2018 年与德国 ALFING 共同出资设立桂林福达阿尔芬大型曲轴有限公司，主要业务为设计、开发、生产、销售大型曲轴，攻克高端制造卡脖子技术。目前已经实现玉柴船电、德国 MTU 和瓦锡兰产品的大批量供货，并正式成为大连中车的定点供应商，同时加快对康明斯船电业务、卡特彼勒、中船重工业务等新市场的开发进度，加快实现船电重工新业务的突破。2021 年公司加大了大型曲轴毛坯供应商的开发力度，建立起稳定的供货渠道。并且公司已通过了法国船级社（BV）、俄罗斯船级社（RS）、挪威船级社（DNVGL）以及劳氏船级社（LR）的认证，为公司全球化战略奠定了良好基础。未来将借助于与德国阿尔芬公司设立的合资公司为平台，逐步向船舶、核能发电、大型动力机械等高端装备制造制造业进行转型升级，努力形成新的利润增长点的同时，也体现了公司在曲轴核心业务领域较强的工艺技术水平。

图 13：福达阿尔芬大型曲轴



资料来源：福达阿尔芬官网，国元证券研究所

图 14：福达阿尔芬铣床复合中心



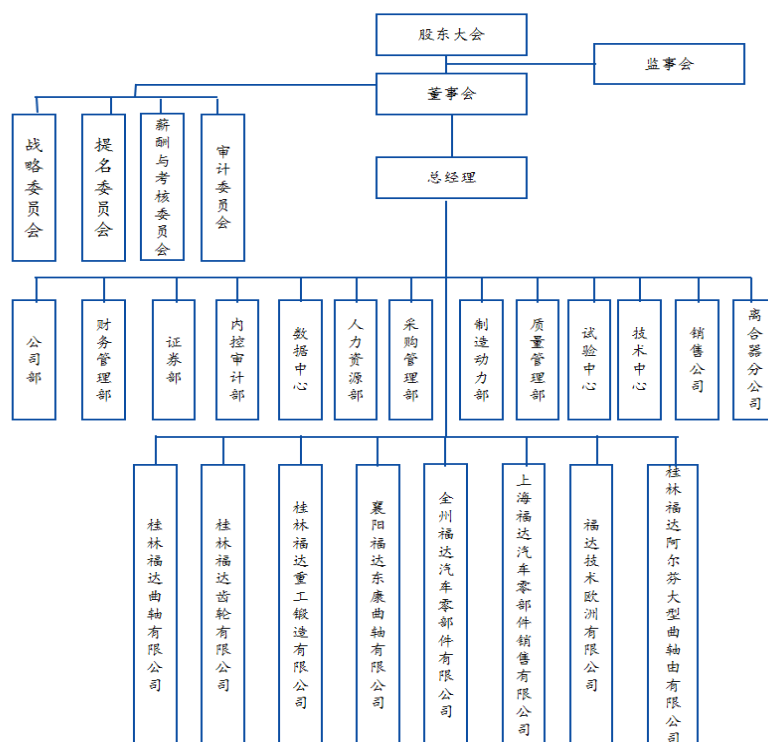
资料来源：福达阿尔芬官网，国元证券研究所

1.3 股权结构清晰，管理结构专业精益

公司股权结构清晰，实控人业务控制能力强。公司第一大股东为福达控股集团有限公司，持股比例 58.26%，公司实际控制人为黎福超先生，股权结构清晰集中，控制力强。截止 2022 年三季度，黎福超先生直接持有公司股份总数的 3.71%，同时还持有福达集团 99.00%的股权，实控人对公司有较强控制力，在公司快速发展期间，有利于公司业务高效落地。

管理结构专业化分工，主要管理层专业经验丰富。在业务管理组织方面公司及全资子公司采取专业化分工生产模式，由桂林曲轴公司、襄阳曲轴公司负责曲轴加工业务；桂林齿轮公司从事螺旋锥齿轮业务；离合器分公司从事离合器业务；精密锻件业务由福达锻造公司负责；全州部件公司从事高强度螺栓业务；福达阿尔芬公司从事船机曲轴等大型曲轴业务，极大提高了生产效率降低生产成本。同时公司不断推进数字化管理，提高管理效率，目前已经在桂林齿轮公司、福达锻造公司、曲轴智能化工厂实施 MES（制造执行系统），对生产流程全程监控，大幅提升了产品质量和生产效率。

图 15：福达股份组织架构



资料来源：公司官网,国元证券研究所

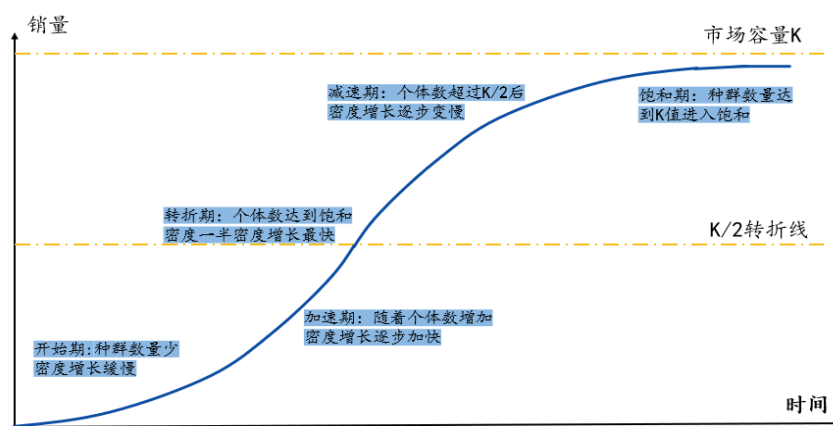
在专业化组织架构的基础上，公司主要管理人员制造业工作经验丰富，均在相应分管领域的行业内重点企业担任相应专业职位和管理职位，业务专业经验和市场经验丰富，有利于公司长期健康发展。

2. 混动曲轴+纯电齿轮双驱动，新能源业务快速扩张

2.1 新能源市场潜力仍在，混动车持续快速增长

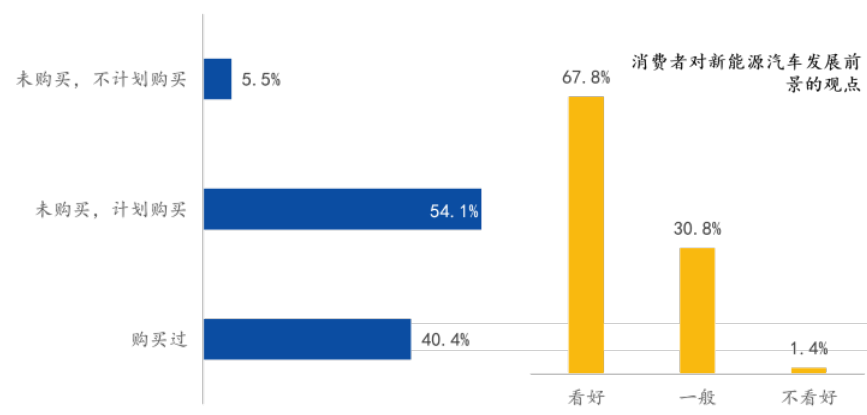
需求端增长潜力仍在，供给端条件逐步好转。需求端来看，新能源汽车行业处于成长期中前期，仍处于逻辑斯蒂曲线增速减慢转折点的前期，潜在增长率仍然保持较高水平。受行业本身所处产业生命周期阶段影响，加之近年来国内对“双碳”战略的推进和普及以及整体技术水平的提升，新能源汽车的市场认可度显著提高。根据艾媒咨询的调研显示，当前国内市场对新能源前景看好的受访者高达 7 成，新能源汽车需求端认可度仍然保持较高水平，潜在够买意愿仍然较高，国内新能源汽车销量增速虽有波动，但仍将保持中高速增长态势。

图 16：新能源汽车发展逻辑斯蒂曲线示意图



资料来源：国元证券研究所

图 17：新能源汽车使用意愿消费者调研



资料来源：艾媒咨询,国元证券研究所；样本量，N=1527；调研时间，2022

从供给端来看，虽然补贴退坡问题和电池价格压力短期仍然制约新能源汽车发展。但政策整体对新能源汽车仍呈支持态度。2022 年 12 月中央经济工作会议明确提出，继续支持新能源汽车发展。同时从中长期来看，行业成本压力缓解趋势明显。行业预测 2023 年上半年，碳酸锂供需紧张的情况仍将持续，但下半年开始供需关系缓解，碳酸锂价格将逐步下行，带动电池价格进入下行通道。随着电池价格下行，新能源车行业成本压力减小，预计新能源车将再次迎来上行周期。尤其当前处于行业竞争的关键窗口期，主要汽车企业战略层面纷纷加大新能源汽车投放力度，整体形成未来一段时间新能源汽车发展的有力支撑。根据乘联会预测，2023 年新能源乘用车销量将达到 840 万辆，同比增幅 30%以上。

表 2：主要新能源品牌未来发展规划

车企	发展计划
蔚来汽车	2022 年推出旗下第三个汽车品牌，主打 10 万-20 万元价格区间的中低端车型市场。到 2023 年 Q4，蔚来将达到收支平衡，2024 年 Q1 实现盈利
理想汽车	“大单品”策略，大举推进第二代增程平台的产品，三个月内一口气发布了 L9、L8、L7，进一步放大的规模优势
新势力	小鹏汽车 推出 G9，攻入更高的价格区间，将智能化、电动化和整车技术平台统一成平台化
	哪吒汽车 “增加产品续航里程+完善充电服务”两手抓。2025 年之前，要达到 50 万台销量（每年）的门槛
零跑汽车	“零跑 2.0 战略”：核心技术自研；2025 年前推 8 款新车，销量 80 万辆；构建产品型用户企业，以用户为中心，与用户共享共创。
比亚迪	2022 年 3 月停售燃油车，汽车业务专注 PHEV 和纯电动。2025 年，比亚迪新能源市场战略目标整体计划实现万亿营收规模。
上汽通用五菱	“两个百万，五个百亿”新能源战略规划：打造百万纯电新能源平台、百万混动新能源平台，以及电池、电驱、电控、商贸服务、机器人等五个百亿产业；到 2023 年，力争纯电新能源汽车销量达到 100 万辆。
传统车企	吉利汽车 吉利汽车五年规划：市场占有率位居中国品牌第一，成为自主品牌的领跑者；所有车型到 2025 年，销量达到 365 万辆；新能源领域，电动车占比要超过整个市场的 30%；极氪品牌销量达到 65 万辆，力争高端电动车市场占有率进入全球前三。
	广汽集团 “1615”战略，力争到“十四五”期末，挑战实现产销量达 350 万辆，新能源汽车产品占整车产销规模超 20%。
	奇瑞汽车 “瑶光 2025”，计划构建包含平台架构、三电、智能驾驶、智云平台、生态伙伴在内的 13 项核心技术。
	长安汽车 计划到 2025 年推出 30 余款全新产品，销量规模达到 400 万辆，其中自主品牌达 300 万辆，新能源汽车销量 105 万辆，占比达 35%；2030 年实现 550 万辆销量，自主品牌销量 450 万辆，新能源汽车 270 万辆，占比超 60%。

资料来源：搜狐汽车，盖世汽车，国元证券研究所

供需两端共同作用，混动车快速增长。对应迈入成长期，渗透率不断增长的新能源汽车来说，发展模式正由成长初期的差异化竞争阶段，进入差异化引领，大众化渗透阶段，其核心特点即是消费者对产品的需求除要有差异化特征外，还要综合考虑产品价格、使用成本及便利性等综合性能。PHEV 车辆在大众化渗透市场具有比较优势。而在供给端来看，补贴退坡和高电池成本，推动车企寻求退坡边际成本压力更小，电池成本压力更小的新能源产品，PHEV 首当其冲。从 2022 年销量看，1-11 月插电式混合动力销售 132.65 万辆，同比增长 155.43%，显著高于新能源乘用车整体的 104%。除此之外，受节能型汽车发展趋势带动，传统燃油车同样加快向 HEV 转型，混合动力市场发展前景仍然广阔。受混动市场快速发展带动，主流车企纷纷开启混合动力发展计划，支撑市场发展持续向好。

表 3：主要新能源品牌混动和增城式发展规划

车企	混动发展计划
新势力	理想汽车 公司在开发继承现有增程式电动汽车平台的 X 平台，计划 2023 年推出基于 X 平台打造的两款 SUV。
	哪吒汽车 哪吒汽车发布“浩智战略 2025”，推出浩智超算、浩智电驱、浩智增程三大技术品牌，并发布智能汽车中央超算平台、800 伏 SiC 高性能电驱系统和高效三合一增程器。
	岚图汽车 选择纯电动和增程式并举的技术路线。
传统车企	比亚迪 坚持纯电动和插电混动并行的技术路线，比亚迪将于 2024 年推出第五代 DM-i 系统。
	北京现代 北京现代正式启动“2025 向新计划”，通过产品转型、品牌向新等，目标在 2025 年实现燃油车全面混动化，未来 3-5 年内构建一款 MPV 车型、两款轿车、三款 SUV 车型的混动化产品矩阵，达成混动产品年产销 30 万辆规模。
	吉利汽车 未来三年，将推出 20 余款搭载雷神智擎混动的车型，实现混动主流细分市场销量第一。
	广汽集团 广汽传祺定下了“混动化+智能化”双核驱动的发展战略，广汽传祺以丰田 THS 与广汽 GMC 两套混动系统双轨前进，传祺 2025 年实现全系产品混动化。2023 年可投产自主品牌 PHEV 产品，同时计划 2025 年实现全系混动化。
	奇瑞汽车 将通过三个阶段技术创新，实现鲲鹏混合动力的热效率及节油率将大幅提升，热效率最高可达到 45%，节油率超过 95%，基于全新混合动力技术的 PHEV、HEV 也将全面应用于未来产品。
	长安汽车 打造蓝鲸 iDD 混合动力系统，2023 年长安品牌旗下的 CS 系列、UD 系列、欧尚品牌都将全面进行混动 iDD 产品的布局。
	长城汽车 自主研发的新能源汽车混动技术柠檬混动 DHT 系统，实现各级别车型全面覆盖，未来还将推出更多混动新能源车型，并且计划 2030 年正式停售燃油车。
	丰田汽车 到 2025 年，公司几乎所有产品都会提供传统混合动力和插电式混合动力版本，计划混动车型销量超过 50%，双擎车型累计销售 230 万台。同时未来丰田赛那和 Venza SUV 将仅提供混合动力系统。

资料来源：资料来源：财经网，东方财富网，汽车之家，车主之家，每日财经，网易汽车，ZAKER，国元证券研究所

2.2 公司混动曲轴快速扩张，优质客户助推业务成长

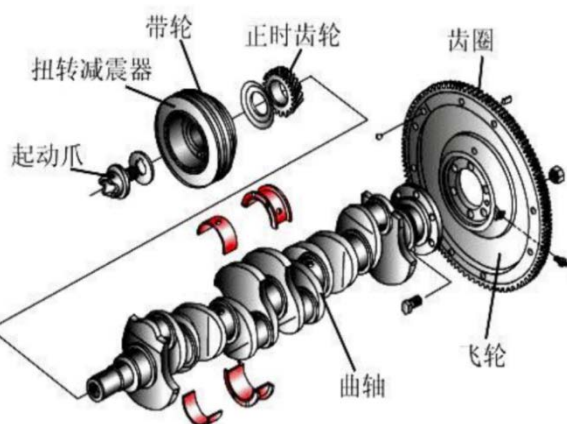
曲轴为发动机核心部件，行业壁垒较高。内燃机是汽车、工程机械、船舶及发电机组等的主要配套动力。曲轴是内燃机五大核心零部件（缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴）之一，对于内燃机的可靠性起着决定性作用。曲轴的作用是与连杆配合，将作用在活塞上的气体压力转变为旋转动力，通过飞轮传递给底盘机构，按照材质区别，曲轴分为锻钢曲轴和球墨铸铁曲轴，相对于球墨铸铁曲轴，锻钢曲轴具有较高的综合机械性能和更高的抗疲劳强度。为了获得更好的可靠性，汽车柴油发动机大都采用锻钢曲轴。

图 18：公司曲轴产品



资料来源：公司 2021 年年报，国元证券研究所

图 19：曲轴结构拆分



资料来源：华经情报网，国元证券研究所

由于处于发动机运动位置，曲轴在工作中要承受交变载荷所引起的弯曲和剪切应力，工况极其恶劣，对疲劳、耐磨和强度等性能指标都有非常高的要求，所以曲轴的材质以及毛坯加工技术、精度、表面粗糙度、热处理和表面强化、动平衡要求都是生产中的关键因素，任一环节质量得不到保证，都会影响曲轴寿命，进而影响车辆的安全，因此，对曲轴生产企业的制造技术及经验、产品研发能力，新技术开发与应用能力都有较高的要求；同时由于曲轴的生产工艺较为复杂，需要经过铸造或锻造、热处理、高精度机加工等几十道生产工序流程，对关键生产设备尤其是锻造、高精度机加工、检测等设备要求较高，大型曲轴生产企业的生产关键设备一般都采用进口设备，形成较高的行业技术壁垒和设备投资壁垒。

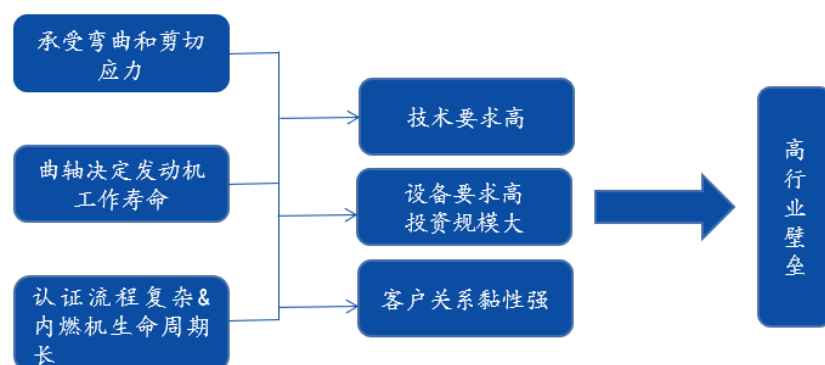
表 4：公司主要生产设备及其价值（2014Q2）

设备名称	单位	数量	原值（万元）	占固定资产比重
12500T 热模锻压力机	台	1	10,462.80	7.45%
14000T 热模锻压力机	台	1	11,090.06	7.89%
兰迪斯磨床	台	2	1,782.66	1.27%
2100 吨双曲柄切边校正压力机	台	1	1,270.78	0.90%
曲轴余热正火及调质处理生产线设备	台	1	1,224.99	0.87%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

基于曲轴的重要性，主机厂及内燃机厂在选择曲轴供应商时，非常重视厂商的产品质量、产能、供货的及时性、配套服务的完善性等，且会对供应商的生产工艺、曲轴成品、曲轴毛坯进行严格的检验和认证，有极其严格的评审流程和较长的认证周期，一般至少需要经过：（1）样件试制样件检测；（2）疲劳测试；（3）跑机试验；（4）小批量供货等几个主要步骤。而由于内燃机的生命周期较长，这就造成在内燃机的更换周期内，曲轴产品及供应商基本是固定不变的，一旦曲轴配套供应商通过检验认证取得配套资格后，合作关系将变得较为稳固。较长的认证获取周期与稳固的上下游关系共同形成较高的行业进入壁垒。

图 20：曲轴行业主要壁垒



资料来源：华经情报网，国元证券研究所

汽车行业电动智能化转型，曲轴第三方化趋势明显，公司受益行业格局优化。由于曲

轴在发动机中的重要作用，传统上整车厂和内燃机企业均有自身配套曲轴生产线。近年来，随着电动智能化加速渗透，汽车企业核心关键技术迅速由内燃机、变速箱、车桥等传统机械传动装置向电驱动系统和智能化系统转变。从整车厂角度看，曲轴等纯机械产品设备投入高，工艺技术要求高，与电动智能发展战略匹配度低，再投入乃至更新产线维持产能价值均较低。因此退出相关产能，委托第三方生产，转而将有限的资源投入到电动智能化竞争更符合主要整车企业战略方向。**这使得在电动智能化加速，但内燃机尚未完全退出的发展阶段，曲轴等传统部件呈现出市场格局优化的发展特征，龙头企业明显受益。**近年来，汽车龙头企业减产传统部件事件不断发生。2022 年大众中国宣布停产 MT 变速箱，国际零部件巨头 LEONI 受困疫情和俄乌冲突，出售线缆业务。宝马汽车则在 2019 年就将曲轴业务外委福达股份，相关项目即将在 2023 年落地，行业格局正在重塑之中。

表 5：曲轴企业固定资产中机械设备成本高、占比高(2014Q2)

固定资产类别	原值（万元）	占比
房屋及建筑物	33,277.69	17.79%
机械设备	152,010.92	81.26%
运输设备	1,207.55	0.65%
其他设备	573.35	0.31%
合计	187,069.51	100%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司曲轴领域地位稳固，以比亚迪为引领，迅速开拓混动市场。曲轴生产商分为主机厂自身供应和第三方供应两种类型。前者主要是各大汽车厂商和发动机公司，目前仍然占据市场主要份额，但受智能电动趋势带动，已呈现出外委第三方趋势。福达股份作为独立第三方曲轴生产企业，目前在曲轴行业的主要竞争对手包括天润工业、浩物股份等。其中天润工业主要开展商用车业务，聚焦于重卡曲轴，中重型发动机曲轴市场占有率为 60%、轻型发动机曲轴市场占有率为 30%，乘用车发动机曲轴板块的营收占全部营收比重不超过 5%，同时天润工业明确公告其未来对乘用车发动机曲轴板块不会加大产品研发投入，与福达股份重点开展乘用车业务的发展方向有战略级差异，未来竞争关系逐步减弱。浩物股份在乘用车发动机曲轴方面处于领先地位，曲轴销量占国内汽车总销量的 6.55%，但是公司提供传统内燃机曲轴产品，新能源领域仍在拓展当中，由于产线建造和客户粘性等问题，预计在短时间内难以迅速进入新能源曲轴领域。福达股份凭借领先的设备水平、技术工艺以及丰富的客户资源，曲轴领域行业地位稳固。

表 6：中国曲轴市场主要竞争者（2021）

公司	曲轴产能	主要客户
天润工业	230 万支	潍柴、康明斯、锡柴、上菲红、上柴、戴姆勒、国际康明斯、卡特彼勒等
辽宁五一八	80 万支	潍柴、重庆康明斯、上柴、玉柴、美国康明斯、德国曼公司
江苏松林	50 万支	重汽、潍柴、上柴、一拖、锡柴、东风等
浩物股份	240 万支	长安、吉利、广汽、江淮、比亚迪、奇瑞等
福达股份	150 万支	比亚迪、吉利、陕汽、东风、宝马、奔驰、沃尔沃等

资料来源：华经情报网，国元证券研究所

与主要竞争对手聚焦传统领域不同，福达股份新能源曲轴启动较早，进展迅速。公司在 2020 年同比亚迪达成合作关系，开始研发生产混动曲轴，当年实现了 472、476 曲轴的批量生产，2021 年随着比亚迪混动车销量上身，混动曲轴产品也开始大规模批量生产，2021 年累计供应其超过 30 万件曲轴产品。公司的曲轴产品供应涉及比亚迪大部分混动车型，包括 DM-i、唐 DM 等系列。2021 年前公司是比亚迪混动曲轴的独家供应商，随着比亚迪相关车型销量增长迅速，2021 年下半年开始引入其他供应商，与福达股份共同供应混动曲轴产品，但是公司的混动曲轴供货量仍占到全部供货量的 70% 以上。今年以来，比亚迪插混车型销量继续保持强劲增长趋势，1-9 月累计销量近 59.3 万辆，公司供应曲轴量为 37.7 万件。截止 2022 年 9 月，公司对比亚迪混动车型曲轴供应量已超 8 万件/月。公司在成为比亚迪混动曲轴的供应商后，又相继与长城、吉利、理想等公司进行新能源业务对接，目前已经成为上汽通用、柳州赛克、东风乘用车、吉利汽车的混动曲轴等产品的定点供应商，同时在 2022 年 6 月获得理想的项目定点意向书，成为理想混动曲轴供应商，客户开拓势头迅猛。

表 7：福达股份曲轴业务主要乘用车客户

项目	主要客户
传统车	宝马、奔驰、沃尔沃、雷诺日产、上汽乘用车、江淮汽车、东风柳汽、上汽通用五菱、郑州日产
混动车	比亚迪、上汽通用、柳州赛克、东风乘用车、吉利汽车、理想汽车

资料来源：公司 2022 年半年报，国元证券研究所

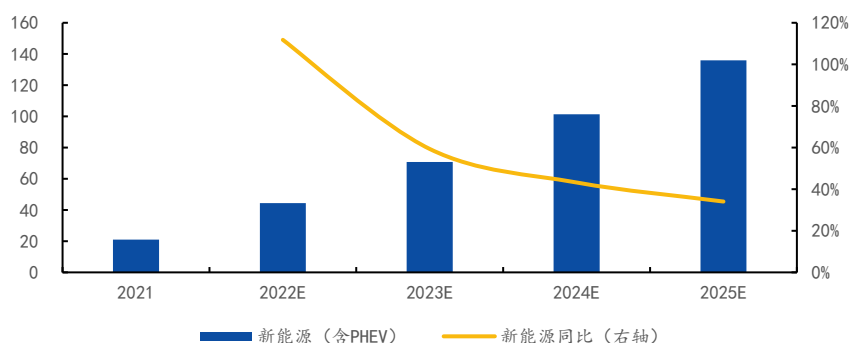
公司建立新产线，不断提高产能水平。截止 2022 年 11 月，公司的曲轴年产量 180 万根，其中乘用车曲轴年产量 130 万根，曲轴的产能利用率为 80%。近年来，公司来持续进行智能化改造，建成 4 条曲轴全自动生产线基本建成，同时伴随混动曲轴

的销量快速增长，2022 年公司为比亚迪和理想分别建立了两条专业生产线，预计年产能 40 万根，公司努力扩充产线，提高生产能力，随着混动车型快速增长以及曲轴第三方化趋势加强，公司的市占率预计进一步提升。

2.3 新能源汽车高精密齿轮业务落地在即，新业务打造新成长空间

新能源车高精密齿轮快速扩张，公司借助工艺技术优势开拓新发展空间。与曲轴属于发动机重要传动部件类似，高精密齿轮在燃油车时代是变速箱的核心部件。随着汽车新能源化发展，纯电动汽车取消发动机，电驱动系统的动力传动装置也由包含 10 多个齿轮的变速箱改为只有 3 个左右主齿轮的减速器。虽然齿轮数量明显减少，但由于电动汽车电机转速普遍达到 15000r/min 以上，较燃油发动机 5000-6000r/min 的最高转速大幅提高，对齿轮的高转速、高承载、啮合精度以及噪声的性能要求大幅提升。齿轮等级普遍由燃油车阶段的 6-7 级，提升到 4-5 级，壁垒明显提升，要求生产厂家必须在热处理、磨齿机等高价设备上加大投入。而与曲轴行业相似，纯机械属性的齿轮同样与汽车电动化、智能化、网联化发展趋势所要求的核心技术背道而驰。因此，面临齿轮工艺技术的升级，原本内部生产齿轮的整车厂逐步加大齿轮业务外委。另一面，齿轮行业除整车厂以外的主要下游客户——电驱动公司，如汇川技术、华为、日电产等往往是由电控领域发展而来，机械领域的齿轮技术本身缺乏积累，进一步加大了齿轮外包的需求。除此之外，为了进一步提升电动汽车效率，特斯拉、比亚迪、理想汽车、小鹏、蔚来等纷纷推出双电机版车型，带动电驱动齿轮用量增加一倍。新能源汽车的快速成长叠加双电机趋势以及齿轮行业第三方化格局，带动电驱动齿轮行业正在迎来快速增长期。预估到 2025 年国内新能源车齿轮市场价值有望达到 136 亿元，较 2021 年末相比年化增速 60%。

图 21：新能源汽车电驱动齿轮市场空间预测



资料来源：中汽协，wind，国元证券研究所

目前新能源汽车精密机加工齿轮领域主要第三方厂商包括双环传动，中马传动以及蓝黛科技等少数几家。其中双环传动为行业龙头，在 A00 级以上纯电动市场占比约 70%。中马传动和蓝黛科技份额较小。根据各公司披露信息，截止 2022 年底，双环

传动新能源电驱动齿轮年产能约为 400 万套/年，且有部分产能为海外产品准备；根据收入比例拆分中马传动和蓝黛科技含新能源减速器与传统变速箱齿轮产能合计约 150 万套/年，整体第三方新能源电驱动齿轮产能约五百万套左右，与 2023 年考虑到双电机后，新能源汽车行业 1000 万套以上的年需求量仍有较大差距。为具备高端制造能力的新进入者创造了广阔空间。

表 8：2021 年主要减速器齿轮生产商产能情况测算

生产商	齿轮收入（亿元）	产能情况（万套/年）
双环传动	16.40	400
蓝黛科技	3.8	93
中马传动	2.29	56

注：蓝黛科技和中马传动产能数为以双环传动产能为基础，按照 2021 收入加权测算数据

资料来源：资料来源：中马传动公司公告，双环传动公司公告，蓝黛科技公司公告，国元证券研究所，国元证券研究所

公司纯电齿轮项目预计 23 年上半年投产，增厚公司业绩。基于新能源汽车市场快速发展趋势以及较为显著的市场缺口，公司借助自身轴承及齿轮行业的工艺技术基础，横向拓宽进入新能源汽车电驱动齿轮领域，并于 2022 年 1 月投入建设新能源汽车电驱动系统齿轮制造(一期)项目，生产纯电汽车的核心零部件高精密齿轮总成。项目预计 2023 年 6 月正式投产，新能源电驱动系统高精密齿轮年产量预计为 60 万套，预计实现年销售收入 39300 万元，利润总额 6428 万元。新项目的投建，有助于进一步完善产业链布局，提升产品附加价值，扩大经营规模并提升在新能源车市场份额，增厚公司业绩。

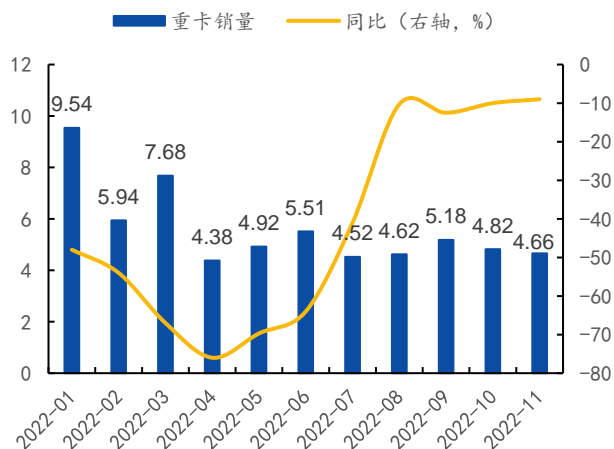
公司成立新能源事业部，大力推动新能源业务发展。为了更好支持公司开展新能源市场业务，2022 年 10 月福达股份正式成立新能源事业部，为公司未来在新能源市场前沿领域业务的发展进行探索和布局。管理上，事业部团队遴选行业精英人才及重点院校优秀毕业生组成，将采用全新的管理模式和工作机制，激励团队成员创造性地开展工作。新能源事业部的成立有助于公司未来更好的在新能源市场进行产品布局，进一步加快与其他新能源车企在在新能源汽车产品配套方面的合作，从而为公司未来在新能汽车配套领域业务发展赢得更大的空间。

3. 商用车与非道路领域企稳，助推公司业绩回升

3.1 经济整体进入复苏期，商用车与非道路业务回升

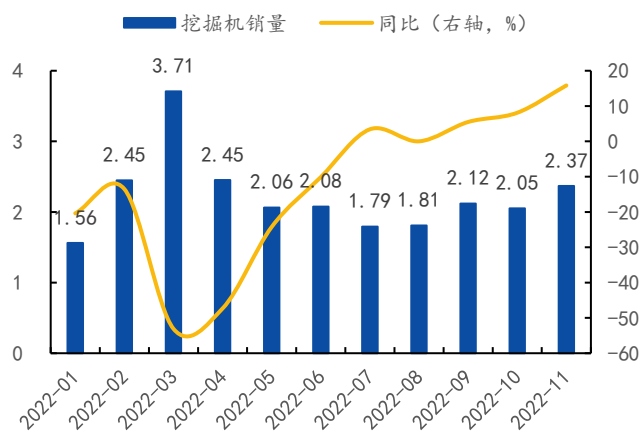
经济周期企稳回升，商用车与非道路触底反弹。2022 年，受前期政策透支以及疫情冲击，经济、物流、基建等不达预期影响，商用车与非道路工程机械等销量下行。轻、重卡，挖掘机等月度销量一度下滑 50% 以上。下半年以来，随着经济逐渐企稳以及房地产与基建边际改善，受周期的商用车与工程机械已经企稳回升。2022 年 11 月挖掘机销量已恢复至 2.37 万台，同比增长 15.83%；重卡月销 4.66 万台，同比下降 9%，跌幅明显收窄。

图 22：重卡销量及增速（万辆）



资料来源：第一商用车网，商用车总站，国元证券研究所

图 23：挖掘机销量及增速（万台）



资料来源：同花顺 ifind, 国元证券研究所

政策监管加严，商用车更新需求支撑行业复苏。除顺周期作用带动重卡和工程机械复苏外，商用车政策持续推动行业产品升级，替换需求支撑行业复苏。柴油货车方面，2022 年 11 月，生态环保部等 15 部门，联合发文《柴油货车污染治理攻坚行动方案》，计划到 2025 年，全国柴油货车排放检测合格率超过 90%，氮氧化物排放量下降 12%，新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过 40%，带动新车替换加速迭代。轻卡方面，2022 年 9 月 1 日，工信部、公安部《关于进一步加强轻型货车、小微型载客汽车生产和登记管理工作的通知》中关于“蓝牌轻卡”的政策实施，要求轻卡必须达到相应技术规范，才能上路权等较广泛的蓝牌，推动轻卡再起置换需求。虽然受疫情影响，当前城市物流运力受限，轻卡扩张不畅，销量仍然处于下行区间。但随着疫情逐步稳定，城市物流恢复，预计轻卡领域同样将开启复苏进程。

表 9：蓝牌新规下轻型货车技术要求变更细节

类别	分类	轻型货车技术要求	与旧规相比的差异
结构配置要求	范围	总质量 3.5 吨以下的轻型货车（含 3.5 吨以下）	范围扩大到总质量 3.5 吨以下车型
	轮胎	①轮胎不超过 7.00in（英制）或 195mm（公制） ②后轮采用单胎的，后轮胎不超过 265mm（公制）	增加后轮采用单胎的技术要求
	发动机	发动机（柴油）排量不超过 2.5L（冷藏车不超过 3.0L）	增加冷藏车排量限制到 3.0L
	货箱	货箱内宽不超过 2.1 米（自卸式货车不超过 1.8 米）	加严自卸车货箱内宽限制
补充要求	仓栅式货车	总质量 3.5 吨-4.5 吨仓栅式货车货箱应分层（货箱底板到仓栅顶部小于 1.5 米的除外）	增加货箱分层限制
	自卸式货车	①自卸车后轮应采用单胎 ②车辆总长度不超过 5 米	重新定义蓝牌自卸车。总质量不再限制 3.5 吨以下，但限制后单胎（包括 3.5 吨以下）

资料来源：工信部，国元证券研究所

3.2 公司商用车与非道路业务积累深厚、客户优质，受益行业复苏

公司商用车与非道路业务板块占比较高，积累深厚，显著受行业复苏。福达股份以商用车业务起家。截止 2022 年三季度，公司营业收入中按下游应用领域划分 38.56% 来自商用车，此外尚有 26.23% 工程机械、农机等非道路部件。商用车与非道路合战公司收入份额的 64.79%，为公司业务基盘。经过多年的发展，公司在产品方面不断优化生产工艺，提升产品质量，建立了稳定而优质的客户资源。在商用车整车方面公司客户主要包括中国重汽、陕西重汽、上汽红岩、北汽福田、江淮汽车、中国中车、东风商用车、郑州宇通等商用车龙头企业；工程机械客户覆盖三一重工、柳工、徐工集团、中联重科等行业龙头；发动机客户则包括康明斯、日野、日本洋马、MTU、玉柴、云内动力、五菱柳机、绵阳新晨动力等一系列发动机领先企业；商用车车桥客户主要有陕西汉德车桥、柳州方盛车桥、红岩车桥、柳工机械等。基本实现商用车产业链重点企业全覆盖。

正是由于商用车领域的重要地位，2022 年上半年前期投资和新冠疫情压力下，商用车市场的大幅下滑，对公司收入和毛利均造成显著下行影响。2023 年，随着商用车板块特别是重卡需求回暖，将带动公司营收和毛利显著改善，为公司业绩提升奠定坚实基础。

除原有基盘业务外，公司也在积极拓展商用车和非道路领域新得发展空间。商用车曲轴方面，在不断扩大三一道依茨、康明斯等国内外优质商用车客户市场的基础上，公司加大力度开拓新的战略客户，特别是对卡特彼勒、重庆/西安康明斯等公司产品开发实现业务的重大拓展。离合器业务方面，公司持续推动东风汽车、陕汽、福田戴姆勒等国产替代进口离合器产品的进程，尤其是福田戴姆勒汽车全系列离合器产品的替代应用。2022 年上半年，公司完成了福田戴姆勒 430 拉式离合器的开发和应用，8 月份开始批量装机。同时，还相继完成东风商用车大马力离合器、江淮重卡全系列离合器、郑州宇通 310 离合器等项目的开发，并实现批量生产。高强度螺栓业务方面，上半年已实现对陕重汽、广州华劲、中集螺栓产品的小批量供货，并成功开发徐工矿卡 U 型螺栓。未来业绩提升基础扎实。

4. 投资建议

结合未来几年新能源汽车持续快速发展态势，预计公司 2022-2024 年收入分别为 12.01\18.37\24.12 亿元，同比增长-33.83%\53.07%\33.78%，其中

- (1) 曲轴领域，综合考虑商用车 2022 年的大幅下滑，以及 2023 年的显著复苏，公司商用车曲轴偏领域，假设 2022-2024 年公司商用车曲轴销量增速分别为-55%\25%\15%，假设公司商用车曲轴均价 1200 元/根，对应 2022-2024 年商用车曲轴收入 2.69 亿\3.36 亿\3.86 亿元，同比增长-58.49%\25%\15%。考虑公司乘用车尤其是混动车辆曲轴的快速增长，在产能约束下，假设 2022-2024 公

司乘用车曲轴销量分别为 104 万\161.5 万\226.1 万根，随着混动曲轴数量增加，公司乘用车曲轴均价逐年下降，假设 2022-2024 年乘用车曲轴均价分别为 420\410\410 元，对应收入 4.37 亿\6.62 亿\9.27 亿元，同比增长 19.74%\51.59%\40%。以此为基础，公司 2022-2024 年曲轴业务收入分别为 7.05 亿\9.98 亿\13.13 亿元，增速分别为-30.12%\41.47%\31.59%。

表 10：曲轴业务量价及收入预测

主要项目	2021	2022E	2023E	2024E
曲轴（万元）	101162.41	70536.95	99786.19	131307.87
yoy	11.69%	-30.27%	41.47%	31.59%
销量（根）	1297351.00	1263807.95	1894759.94	2582723.93
yoy	17.06%	-2.59%	49.92%	36.31%
价格（元/根）	779.76	558.13	526.64	508.41
商用车曲轴（万元）	64705.37	26856.95	33571.19	38606.87
yoy		-58.49%	25.00%	15.00%
销量（根）	497351.00	223807.95	279759.94	321723.93
yoy		-55.00%	25.00%	15.00%
价格（元/根）	1301.00	1200.00	1200.00	1200.00
乘用车曲轴（万元）	36480.00	43680.00	66215.00	92701.00
yoy		19.74%	51.59%	40.00%
销量（根）	800000.00	1040000.00	1615000.00	2261000.00
yoy		30.00%	55.29%	40.00%
价格（元/根）	456.00	420.00	410.00	410.00

资料来源：公司 2021 年年报，国元证券研究所

(2) 齿轮领域，考虑到公司 2022 年主要为重型商用车螺旋锥齿轮，跟随商用车业务大幅下滑。从历史销量看公司螺旋锥齿轮表现出波动明显大于商用车领域的特征。假设 2022-2024 年公司螺旋锥齿轮销量分别增长-60%\35%\30%，单套价格根据历史规律与销量增速负相关，分别为 820\800\780 元，对应 2022-2024 年螺旋锥齿轮收入 0.60 亿\0.79 亿\0.92 亿元。2023 年以后公司新能源乘用车电驱动齿轮业务增厚业绩。假设产能实现 85%，对应 2023-2024 年销量 25.5 万套\51 万套，相应价格 655 元\600 元，对应收入 1.67 亿\3.06 亿元。以此为基础，2022-2024 年公司齿轮业务收入分别为 0.60 亿\2.46 亿\4.06 亿元，同比增长-59.38%\311.21%\65.12%。

表 11：齿轮业务量价及收入预测

主要项目	2021	2022E	2023E	2024E
螺旋锥齿轮（万元）	14711.00	5975.90	7870.69	9208.71
yoy	-8.33%	-59.38%	31.71%	17.00%
销量（套）	182192.00	72876.80	98383.68	118060.42
yoy	-16.51%	-60.00%	35.00%	20.00%
价格（元/套）	807.44	820.00	800.00	780.00
电驱动齿轮（万元）			16702.50	30600.00
yoy				83.21%
销量（套）			255000.00	510000.00
yoy				100.00%
价格（元/套）			655.00	600.00
齿轮整体（万元）	14711.00	5975.90	24573.19	40576.11
yoy	-0.08	-59.38%	311.21%	65.12%
销量（套）	182192.00	72876.80	353383.68	637898.78
yoy	-0.17	-60.00%	384.91%	80.51%
价格（元/套）	807.44	820.00	695.37	636.09

资料来源：公司 2021 年年报，国元证券研究所

(3) 离合器领域，相关业务主要为商用车离合器，跟随商用车周期变动。考虑到 2022 年商用车领域大幅下滑以及 2023 年以后的商用车复苏。同时从历史数据看，公司业务波动幅度小于商用车行业波动，且价格与销售增速成负相关。假设 2022-2024 年，公司离合器销量增速 -40%\17%\15%，单套价格 570\590\600 元，对应公司 2022-2024 年离合器业务收入分别为 1.94 亿\2.35 亿\2.74 亿元，同比增长 -41.59%\21.11%\16.95%。

表 12：离合器业务量价及收入预测

主要项目	2021	2022E	2023E	2024E
离合器收入（万元）	33178.39	19381.07	23471.50	27449.72
yoy	-16%	-42%	21%	17%
销量（套）	566698.00	340018.80	397822.00	457495.30
yoy	-11%	-40%	17%	15%
价格（元/套）	585.47	570	590	600

资料来源：公司 2021 年年报，国元证券研究所

综合考虑公司发展情况，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.61\1.96\2.70 亿元，同比增长 -70.65%\220.01%\38.28%，对应 PE65.10x\20.34x\14.71x。

表 13：公司盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1770.31	1814.61	1200.67	1803.01	2412.15
收入同比(%)	16.87	2.50	-33.83	50.17	33.78
归母净利润(百万元)	200.58	208.33	61.15	195.68	270.60
归母净利润同比(%)	50.47	3.86	-70.65	220.01	38.28
ROE(%)	8.86	7.90	2.57	7.78	10.47
每股收益(元)	0.31	0.32	0.09	0.30	0.42
市盈率(P/E)	19.85	19.11	65.10	20.34	14.71

资料来源：wind，国元证券研究所

公司属于汽车轴承行业领先企业，尤其率先开拓混动轴承发展方向，受益新能源汽车相关份额快速增长，叠加电驱动齿轮业务落地，具有明显的成长特性。具体分析公司的核心特征，在行业特征上，公司属于传统机械行业，在发展特征上公司属于传统零部件借助新能源汽车发展趋势开启转型，开启成长第二曲线的发展模式。基于此，我们使用可比公司法给予公司估值。

结合公司商用车核心机械部件转型混动/纯电动新能源乘用车行业特征及发展特征，分别选取商用车变速箱核心机械部件转型新能源乘用车电驱动齿轮的龙头企业双环传动以及商用车尾气后处理向混动乘用车尾气后处理以及新能源车马达铁芯转型的隆盛科技作为可比公司。取两家公司 2023 年预期 PE 水平平均值 23.29 倍，考虑到福达股份的龙头特征及转型初期的成长特征，给与公司适当溢价取 25 倍 PE，对应目标市值 49 亿元，较当前市值增幅空间 23.08%。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 14：可比公司估值

代码	名称	市值	归母净利润（百万元）				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002472.SZ	双环传动	20571.11	326.33	577.33	824.75	1055.05	63.04	35.63	24.94	19.50
300680.SZ	隆盛科技	5729.40	97.65	126.02	264.85	396.73	58.67	45.46	21.63	14.44
平均值			—				60.86	40.55	23.29	16.97

资料来源：wind，国元证券研究所，股价为 2022 年 12 月 25 日收盘价

5. 风险提示

新能源汽车行业发展不及预期风险

我们预期未来几年，国内新能源汽车行业仍将保持较高增速。比亚迪、吉利等自主品牌传统车企将加快新能源汽车发展步伐，受政策与上游成本挤压叠加差异化引领，大众化渗透趋势带动，混动车型将保持较快增长。若新能源汽车行业，尤其是混动产品发展不及预期，公司业绩提升同样将不及预期。

商用车及非道路复苏不及预期风险

鉴于 2023 年宏观经济复苏及房地产、物流等行业的边际转好趋势，叠加监管政策推动替换需求提升，我们预计商用车及非道路领域将在 2022 年大幅下滑的基础上触底反弹。但这一发展趋势仍然受多种因素影响。若商用车及非道路领域复苏不及预期，则公司业绩将弱于预期水平。

上游成本超预期回升风险

我们预期 2023 年公司上游钢价保持目前相对低水平。但影响钢价因素较多。存在未来几年钢价超预期上行的可能性，这将提升公司成本，带来公司业绩不及预期。

电驱动齿轮业务发展不及预期风险

公司电驱动齿轮业务将于 2023 年建设完成，正式落地，预计将显著增厚公司业绩。虽然电驱动齿轮行业发展较快，但行业内存在较强劲竞争对手，若竞争情况恶化，存在相关业绩不达预期的可能性。同时若受外部冲击影响，公司相关产能无法按时达产，也将影响业绩实现。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1420.57	1602.04	1289.31	1598.55	1856.42
现金	227.17	477.33	352.25	414.79	383.52
应收账款	500.39	404.69	318.39	463.25	599.28
其他应收款	1.46	6.42	4.65	4.95	8.16
预付账款	49.62	23.18	25.55	29.93	45.09
存货	407.60	371.59	351.92	407.35	507.86
其他流动资产	234.34	318.85	236.56	278.29	312.52
非流动资产	1969.07	2074.40	2161.54	2474.85	2436.88
长期投资	56.40	75.47	75.47	75.47	75.47
固定资产	1577.87	1595.83	1631.47	2030.68	2026.83
无形资产	88.57	110.47	128.20	145.71	163.33
其他非流动资产	246.22	292.63	326.39	222.98	171.24
资产总计	3389.64	3676.45	3450.85	4073.39	4293.30
流动负债	957.88	868.81	930.39	1417.64	1566.19
短期借款	487.11	394.63	559.61	942.96	934.27
应付账款	205.31	171.75	132.44	189.36	249.38
其他流动负债	265.46	302.43	238.34	285.32	382.54
非流动负债	166.94	169.82	144.60	141.51	143.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	166.94	169.82	144.60	141.51	143.06
负债合计	1124.82	1038.63	1074.99	1559.15	1709.24
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	592.02	646.21	646.21	646.21	646.21
资本公积	1039.91	1268.79	1268.79	1268.79	1268.79
留存收益	632.89	722.82	460.86	599.25	669.06
归属母公司股东权益	2264.82	2637.81	2375.86	2514.24	2584.05
负债和股东权益	3389.64	3676.45	3450.85	4073.39	4293.30

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	272.11	322.73	327.83	310.19	445.91
净利润	200.58	208.33	61.15	195.68	270.60
折旧摊销	165.98	171.28	175.18	216.53	259.81
财务费用	26.46	20.61	14.53	26.93	34.84
投资损失	2.86	2.55	2.70	2.62	2.66
营运资金变动	-133.08	-72.52	6.09	-137.94	-132.34
其他经营现金流	9.31	-7.51	68.17	6.37	10.33
投资活动现金流	-133.98	-241.35	-332.85	-532.83	-224.62
资本支出	148.98	225.09	308.00	508.00	200.00
长期投资	0.00	21.62	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	14.99	5.36	-24.85	-24.83	-24.62
筹资活动现金流	-98.50	56.40	-120.06	285.18	-252.56
短期借款	25.11	-92.47	164.97	383.35	-8.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-3.24	54.19	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-9.49	228.88	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-110.88	-134.20	-285.03	-98.17	-243.87
现金净增加额	39.69	137.97	-125.08	62.54	-31.27

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1770.31	1814.61	1200.67	1803.01	2412.15
营业成本	1351.47	1347.86	947.82	1355.54	1838.87
营业税金及附加	13.64	15.09	9.48	14.38	19.45
营业费用	43.69	53.37	32.42	45.08	60.30
管理费用	66.21	63.53	50.07	67.43	84.43
研发费用	89.36	101.73	101.73	101.73	101.73
财务费用	26.46	20.61	14.53	26.93	34.84
资产减值损失	-5.26	-6.64	-2.11	-3.34	-4.23
公允价值变动收益	-0.02	0.04	0.01	0.01	0.02
投资净收益	-2.86	-2.55	-2.70	-2.62	-2.66
营业利润	228.07	247.20	80.25	230.76	311.30
营业外收入	0.07	0.06	0.10	0.07	0.07
营业外支出	4.21	22.19	13.20	17.69	15.44
利润总额	223.92	225.08	67.15	213.13	295.93
所得税	23.34	16.75	6.00	17.45	25.33
净利润	200.58	208.33	61.15	195.68	270.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	200.58	208.33	61.15	195.68	270.60
EBITDA	420.50	439.09	269.96	474.21	605.96
EPS (元)	0.34	0.32	0.09	0.30	0.42

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	16.87	2.50	-33.83	50.17	33.78
营业利润(%)	59.25	8.39	-67.54	187.56	34.90
归属母公司净利润(%)	50.47	3.86	-70.65	220.01	38.28
获利能力					
毛利率(%)	23.66	25.72	21.06	24.82	23.77
净利率(%)	11.33	11.48	5.09	10.85	11.22
ROE(%)	8.86	7.90	2.57	7.78	10.47
ROIC(%)	9.70	10.78	3.52	8.17	10.62
偿债能力					
资产负债率(%)	33.18	28.25	31.15	38.28	39.81
净负债比率(%)	43.31	38.00	52.06	60.48	54.66
流动比率	1.48	1.84	1.39	1.13	1.19
速动比率	1.05	1.41	1.00	0.84	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.51	0.34	0.48	0.58
应收账款周转率	3.56	3.80	3.15	4.37	4.30
应付账款周转率	7.39	7.15	6.23	8.42	8.38
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.32	0.09	0.30	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.86	0.51	0.48	0.69
每股净资产(最新摊薄)	3.50	4.08	3.68	3.89	4.00
估值比率					
P/E	19.85	19.11	65.10	20.34	14.71
P/B	1.76	1.51	1.68	1.58	1.54
EV/EBITDA	8.93	8.55	13.91	7.92	6.20

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188