

中鼎股份(000887.SZ)

非轮胎橡胶件龙头迎增量业务快速发展期

推荐(首次)

股价: 14.39元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.zhongdinggroup.com
大股东/持股	安徽中鼎控股(集团)股份有限公司 /40.46%
实际控制人	夏鼎湖,夏迎松
总股本(百万股)	1,316
流通A股(百万股)	1,314
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	189
流通A股市值(亿元)	189
每股净资产(元)	8.22
资产负债率(%)	44.9

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN002@pingan.com.cn

研究助理

王跟海 一般证券从业资格编号
S1060121070063
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



平安观点:

- 中鼎股份是我国非轮胎橡胶件龙头企业,全球排名约13位。公司深耕非轮胎橡胶件领域,2008年起通过多起海外并购掌握高端橡胶件技术,同时进入高端豪华品牌全球配套体系。结合本土工程师红利及海外先进橡胶件技术,中鼎的海外并购项目的本土落地成效显著。
- 底盘业务发展稳健。汽车密封行业属于高技术壁垒行业,可靠性要求极高,其中动态密封技术难度尤大,目前公司在电池冷却系统、电机密封、电池模具密封、电池电机减振降噪、电桥密封总成等板块处于国际领先水平。公司旗下全资子公司中鼎减震一直深耕于汽车减振系统,收购德国WEGU后,其核心产品硅胶动力吸振技术提供快捷高效的振动噪音解决方法,在橡胶减振降噪领域走在了全球同行业的前列。
- 增量业务订单饱满。2016年收购的AMK为全球空气悬架系统之核心部件——空气压缩机龙头企业,当前乘用车空气悬架正处于渗透率基数低,增长空间大的关键时期,造车新势力的示范效应及软硬解耦的采购新模式给空悬核心部件供应商带来广阔市场机遇,公司将立足空压机的龙头地位,积极拓展空气弹簧等其它空悬核心硬件,享受我国空悬从高端配置走向普罗大众的市场红利。收购四川望锦掌握高壁垒的球头铰链总成技术,底盘轻量化收入规模正处高速增长期。受益于新能源车温控要求远高于纯燃油车,公司的冷却管路产品单车价值提升明显,预计未来几年我国插混车渗透率快速提升将促使公司冷却管路业务高增长。
- 盈利预测与投资建议:中鼎股份长期深耕非轮胎橡胶件领域,同时较早进行国际化布局,具备丰富的国际化运营经验,通过并购收获高端橡胶件技术及优质客户,海外并购的本土落地成效显著。2020年公司海外业务见底复苏,加上近几年公司立足自身优势积极拓展增量业务,底盘轻量化及空气悬架赛道广阔,公司掌握核心环节的核心技术,看好未来增长空间。我们预计公司2022/2023/2024年净利润为11.3亿/13.8亿/16.5亿。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11548	12577	13750	15758	18003
YOY(%)	-1.3	8.9	9.3	14.6	14.2
净利润(百万元)	493	965	1133	1377	1654
YOY(%)	-18.2	96.0	17.4	21.5	20.1
毛利率(%)	22.7	22.5	23.5	23.6	24.1
净利率(%)	4.3	7.7	8.2	8.7	9.2
ROE(%)	5.5	10.4	10.2	11.5	12.7
EPS(摊薄/元)	0.37	0.73	0.86	1.05	1.26
P/E(倍)	38.5	19.6	16.7	13.8	11.5
P/B(倍)	2.2	2.1	1.7	1.6	1.5

- **风险提示：**1) 海外业务恢复程度不达预期；2) 新业务面临激烈竞争，导致盈利能力不达预期；3) 主要客户新品产量未达预期；4) 空悬系统渗透率不达预期，可能导致公司核心增量业务增速不达预期，将直接影响公司估值水平；5) 商誉减值风险，公司海外并购多家企业，累积的商誉较高，如果海外公司经营状况不佳将导致商誉存在减值风险。

正文目录

一、	非轮胎橡胶件龙头迎新发展机遇	5
二、	密封、降噪减震等底盘业务发展稳健	7
三、	把握核心环节、卡位电控空悬黄金赛道	8
四、	轻量化底盘系统在手订单充足	13
五、	冷却管路业务优势显著、高增长可期	14
六、	盈利预测与投资建议	16
七、	风险提示	17

图表目录

图表 1	中鼎股份海内外毛利润占比	单位：亿元	5
图表 2	中鼎股份海内外业务毛利率	单位：%	5
图表 3	中鼎股份主要业务构成	单位：亿元	6
图表 4	中鼎股份海外并购历程		6
图表 5	中鼎股份海外并购项目本土落地成效显著	单位：亿元	7
图表 6	中鼎股份前十大客户变迁		7
图表 7	中鼎股份密封系统		8
图表 8	中鼎股份降噪减震系统		8
图表 9	中鼎股份密封减振等底盘业务发展稳健	单位：亿元	8
图表 10	空气悬架优点		9
图表 11	空气悬架构成及工作链路		10
图表 12	空气悬架部件构成		10
图表 13	国外乘用车空气悬架系统供应商		10
图表 14	空气悬架系统单车价值远高于传统被动悬架		11
图表 15	中鼎股份 AMK 中国落地节奏		12
图表 16	中鼎股份空气悬架业务发展战略：技术迭代补强+产业布局补全		12
图表 17	空气悬架之空气弹簧构造		13
图表 18	中鼎股份轻量化底盘系统		14
图表 19	中鼎股份冷却管路产品		15
图表 20	冷却管路单车价值对比	单位：元	15
图表 21	冷却管路业务收入规模保持高增长	单位：亿元	16
图表 22	公司各项业务营业收入拆分预测	单位：亿元	17
图表 23	中鼎股份可比公司估值		17

一、非轮胎橡胶件龙头迎新发展机遇

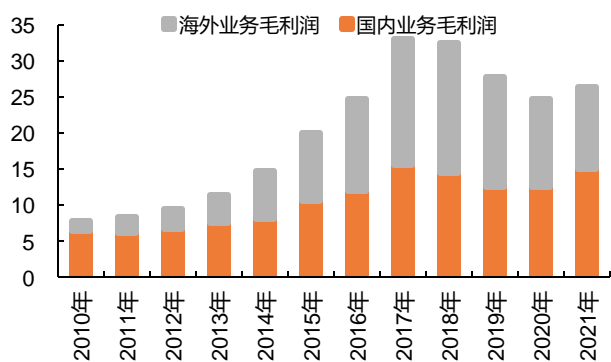
中鼎股份控股股东为中鼎集团 (40.46%)，中鼎集团创建于 1980 年,总部位于安徽宁国，中鼎集团由夏鼎湖、夏迎松父子持股 53.74%，中鼎集团工会持股 46.26%。2007 年收购飞彩股份，注入中鼎集团橡胶密封件业务。2008 年定增注入制动、减震、骨架、模具业务，实现集团优质橡胶件业务的整体上市。中鼎为我国非轮胎橡胶件龙头，位居全球非轮胎橡胶件第 13 名。

中鼎自 2003 年开始在海外建立物流中心，2008 开启海外并购之路，经历海外并购“全球并购”、“中国落地”、“海外管控”三个阶段，积累了丰富的国际化管理经验。2008 年开始收购美国 AB、MRP、BRP 公司，整合北美海外业务资源。2011 年收购美国 COOPER 公司，2012 年收购美国 ACUSHNET 公司及 Precix 公司，2014 年收购德国 KACO 公司，2015 年收购德国 WEGU 公司及法国 FM 公司，2016 年收购德国 AMK，2017 年收购德国 TFH 公司。海外并购走过几个阶段：1) 市场导向，为进行国际化配套就近设厂。2) 技术品牌导向，由此进入高端橡胶件配套，获得尖端技术与高端客户。3) 技术落地，本土开花结果，海外并购项目本土落地业务发展顺利。

受汽车行业低迷和全球疫情影响，过去几年海外业务处整合期，公司对海外企业进行人员缩减、费用控制、成本优化，处置海外不良资产 (完成 AMK 工业、Greenmotion 的出售剥离)，聚焦核心主业，提升企业竞争力，增加了海外业务恢复的速度及确定性。2020 年起海外业务谷底修复，当前公司的海外业务管理由区域化管理变更为五大事业部管理模式，由新高管团队担任五大事业部全球 CEO，强化中方管理团队对海外企业的管理，全面推进海外工厂的成本控制和精细化管理的提升，提升海外公司的盈利水平，同时发挥本土工程师红利优势，加快技术吸收和创新。

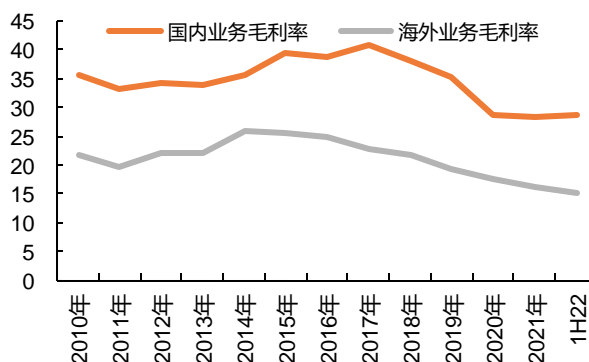
近年来中鼎顺应汽车轻量化、智能化发展趋势，在稳固其密封降噪减震等底盘业务的基础上积极拓展增量业务，轻量化底盘及空气悬架处于高增长赛道，相关订单呈现加速增长势头，2021 年底盘轻量化及空气悬架业务占比为 11.3%。

图表1 中鼎股份海内外毛利占比 单位：亿元



资料来源：中鼎股份，平安证券研究所

图表2 中鼎股份海内外业务毛利率 单位：%



资料来源：中鼎股份，平安证券研究所

图表3 中鼎股份主要业务构成

单位：亿元

	2018年	2019年	2020年	2021年	1H22
空气悬挂					
对应企业：AMK					
收入	15.1	10.6	7.8	6.3	3.0
毛利率	26.8%	16.9%	12.1%	16.8%	21.6%
轻量化总成					
收入			4.4	7.9	4.7
毛利率			23.27%	16.06%	13.66%
降噪减震橡胶业务					
代表企业：WEGU					
收入	28.6	27	22.2	27.6	14.9
毛利率	24.5%	20.7%	24.3%	20.0%	17.5%
冷却管路					
代表企业：TFH					
收入	28.7	29.9	30.3	33	17.8
毛利率	27.0%	22.2%	17.9%	25.6%	16.1%
密封系统					
代表企业：KACO					
收入	29.5	29.5	27.9	30.6	14.2
毛利率	25.1%	24.9%	26.9%	27.9%	26.3%
其它（吊耳等）					
收入	21.8	20	22.8	20.4	7.9
毛利率	34.9%	40.5%	26.7%	17.2%	32.6%

资料来源：wind，平安证券研究所

图表4 中鼎股份海外并购历程

并购时间	公司	国家	并购原因
2008年	US ABR	美国	·进入美国市场 ·增强汽车橡胶零组件生产能力
2009年	US MRP and BRP	美国	·持续拓展美国市场 ·提升在汽车、农业机械、工业机械及给水系统的产品竞争力
2011年	US COOPER	美国	·获取目标公司在高端油封产品上研发和模具设计优势 ·进入高端密封产品领域
2012年	US ACUSHNET / Precix	美国	·提升在航天、石油、天然气领域产品的技术能力和市场地位 ·进入高端密封产品领域
2014年	KACO GmbH + Co.KG (Germany KACO)	德国	·获取 KACO 在研发方面的强劲实力 ·进入新能源行业（电子汽车和混合动力汽车） ·进入高精度密封（油封）领域
2015年	Wegu Holding GmbH	德国	·获取抗震降噪技术的智能解决方案 ·进入高端品牌汽车的供应领域
2016年	Federal Mogul Systems	法国	·增强公司在密封技术解决方面的优势 ·进入法国市场，扩展欧洲市场

2016年	Green Motion	瑞士	·欧洲充电桩配置、运营与管理方面的市场领导者
2016年	AMK	德国	·欧洲电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统供应商
2017年	TFH	德国	·TFH是提供流体解决方案系统，是发动机和电池冷却，充气和进气应用的全系统提供商。市占率13%，排名第二，客户群包括所有主要的知名汽车制造商。

资料来源：中鼎股份，平安证券研究所

图表5 中鼎股份海外并购项目本土落地成效显著

单位：亿元

收入	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	1H22
无锡/安徽嘉科	2.62	4.72	5.18	4.97	5.46	6.18	2.72
安徽威固	0.29	0.82	1.10	1.08	1.38	2.11	1.11
安徽特思通				2.72	3.39	4.35	2.59
AMK 中国						0.28	0.37
净利润	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	1H22
无锡/安徽嘉科	0.29	0.55	0.65	0.60	0.90	1.15	0.49
安徽威固	0.05	0.13	0.18	0.16	0.21	0.25	0.11
安徽特思通				0.12	0.16	0.26	0.18
AMK 中国						0.00	-0.03

资料来源：wind，平安证券研究所

图表6 中鼎股份前十大客户变迁

客户	2012年	2018年	2019年	2020年	2021年	1H22
1	通用	通用	大众	大众	大众	大众
2	广汽	大众	通用	通用	通用	通用
3	长安	戴姆勒	宝马	宝马	宝马	福特
4	比亚迪	沃尔沃	戴姆勒	戴姆勒	沃尔沃	宝马
5	长城	福特	沃尔沃	福特	福特	戴姆勒
6	福特	宝马	福特	雷诺日产	长安	长安
7	奇瑞	雷诺日产	雷诺日产	沃尔沃	戴姆勒	比亚迪
8	雷诺日产	菲亚特	菲亚特	长安	雷诺日产	沃尔沃
9	江淮	捷豹路虎	捷豹路虎	长城	比亚迪	雷诺日产
10	现代	奥迪	奥迪	捷豹路虎	长城	标致雪铁龙
前十大收入占比		53.16%	55.81%	55.10%	54.02%	50.51%

资料来源：中鼎股份，平安证券研究所

二、密封、降噪减震等底盘业务发展稳健

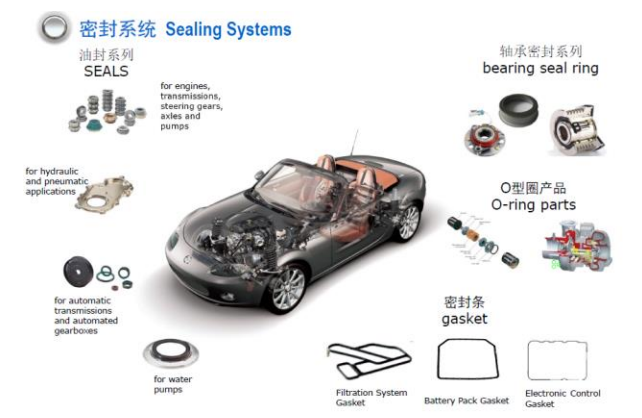
汽车密封行业属于高技术壁垒行业，可靠性要求极高，动态密封又是密封行业里面技术难度最大的，特别是新能源汽车电机高速油封，代表了全球密封行业最尖端的技术水平。公司积极布局新能源汽车领域，目前公司在电池冷却系统、电机密封、电池模具密封、电池电机减振降噪、电桥密封总成等等多个新能源板块处于国际领先水平。公司近年不断加大业务拓展速度，

尤其在美系车及自主品牌客户上有较大突破，行业市占率稳步提升。

旗下子公司德国 KACO、美国库伯、美国 ACUSHNET 拥有国际前三的密封系统技术。以 KACO 为代表的密封系统旗下企业积极推进新能源布局，已经成功开发配套高性能新能源电机密封。同时，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。

降噪减振底盘系统领域：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。在公司收购德国 WEGU 后，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，在橡胶减振降噪领域走在了全球同行业的前列。公司正积极整合 AMK 底盘控制系统、空气悬架、底盘减振系统，发展减振底盘系统总成技术，为新能源汽车降噪减振提供全方位底盘系统服务。

图表7 中鼎股份密封系统



资料来源：中鼎股份，平安证券研究所

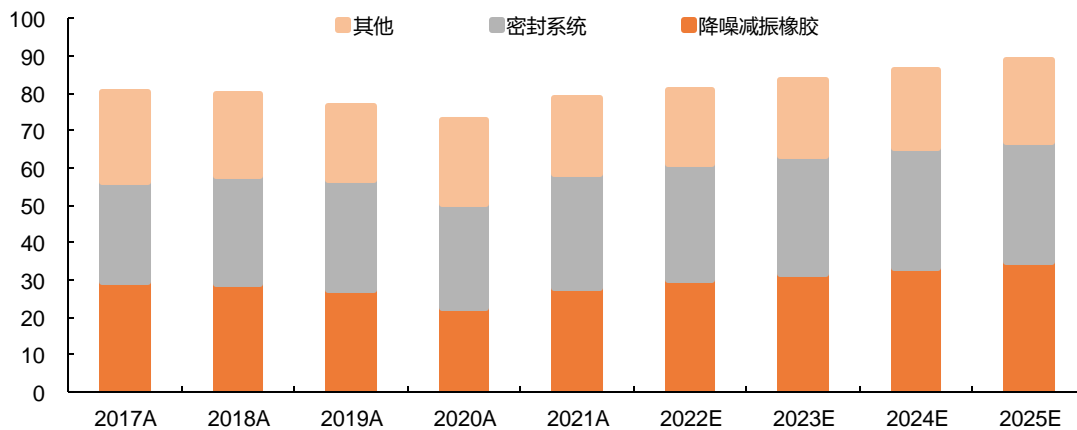
图表8 中鼎股份降噪减震系统



资料来源：中鼎股份，平安证券研究所

图表9 中鼎股份密封减振等底盘业务发展稳健

单位：亿元



资料来源：wind，平安证券研究所

三、把握核心环节、卡位电控空悬黄金赛道

空气悬架将传统悬架的螺旋弹簧换成了空气弹簧，空气弹簧内部充满空气，通过充放气使得其具备可压缩性。与传统钢制汽车悬挂系统相比较，空气悬挂具有很多优势，最重要的一点是弹簧的弹性系数能根据需要自动调节。根据路况的不同以及距

离传感器的信号，行车电脑会判断出车身高度变化，再控制空气压缩机和排气阀门，使弹簧自动压缩或伸长，从而改变底盘离地间隙，以增加高速车身稳定性或复杂路况的通过性。空气悬挂系统可使同一辆车兼具舒适性与操纵性能。空气悬架系统由空气压缩机、控制单元、多系统传感器、空气弹簧等构成。

电控空气悬架工作原理为传感器将收集到的车身状态信号（速度、加速度、路面冲击等）传给电控单元，电控单元根据一系列既定算法发出指令，驱动空气供给单元工作，空气压缩机吸入空气，且通过空气滤清器去除杂质，进行干燥处理后送入储气罐，再通过分配阀控制空气的速度与流量输送至车辆各轮边空气弹簧内，实现空气弹簧的伸缩和软硬度调节，进而实现主动减震调节。空气悬架系统的核心是空气压缩机与空气弹簧，除此外还包含若干传感器、ECU、储气罐等，空气弹簧一般与可变阻尼减振器搭配使用。

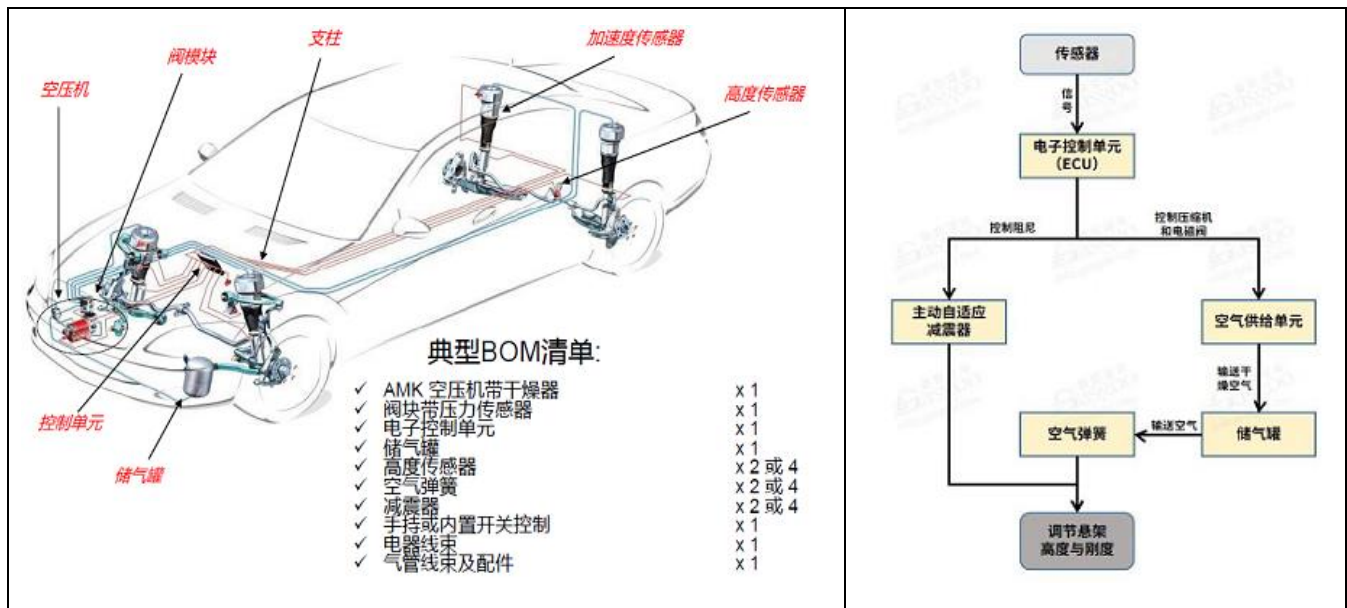
新能源车自重高于同级别燃油车，且对底盘系统的稳定性要求更高，有更强的空悬系统搭载诉求，加上造车新势力有打造品牌高端形象的需要，使得空气悬架这一配置于六七十万元以上的豪华车的配置下沉到了 30 万+ 车型，加速了空悬配置走向主流。过去空悬主要搭载于豪华车型，市场规模小，车企主要采购总成，由大陆、威巴克等提供整套产品，单价较高（1.2-1.5 万元）。后续主机厂倾向于选择软硬解耦的空悬采购模式，即自研空悬算法并集成于底盘域控制器，空悬硬件则拆分采购，这使得本土相关部件供应商迎来大规模产业化机遇。

图表10 空气悬架优点



资料来源：孔辉科技，平安证券研究所

图表11 空气悬架构成及工作链路



资料来源: AMK, 盖世汽车, 平安证券研究所

图表12 空气悬架部件构成



资料来源: 孔辉科技, 平安证券研究所

图表13 国外乘用车空气悬架系统供应商

供应商	主要部件		
大陆	空气悬架系统	空气供给单元	空气弹簧
威伯科		空气供给单元	电控单元
AMK		空气供给单元	
威巴克	空气悬架系统		空气弹簧
倍适登			空气弹簧减振器支柱 (空簧外购)
采埃孚-萨克斯			可调阻尼减振器
凡士通			空气弹簧

资料来源: 保隆科技, 平安证券研究所

图表 14 空气悬架系统单车价值远高于传统被动悬架

传统被动悬架系统	空气悬架系统	空悬系统国产部件单价
钢制螺旋弹簧	空气弹簧	单腔/双腔/三腔 2000-4000 元
连杆摆臂等部件	空气供给单元	空气压缩机 1300-1400 分配阀 350-400 元 储气罐 200-300 元
普通减振器	电控减振器	2500-3000 元
	ECU、传感器、算法等	ECU 400-500 元 传感器 50-100 元/只, 可能用 7 个左右
单车价值:		
单车价值: 1000-2000 元	国产供应商 8000-9000 元	国外供应商 1.2 万-1.5 万

资料来源: 保隆科技, 中鼎股份, 平安证券研究所

我国乘用车空悬市场空间估计

2022 年 6 月我国新能源车空悬渗透率约 2%，主要搭载的自主品牌车型有蔚来 ES8、ES6、EC6、ET7、理想 L9、高合 Hiphix、极氪 001、东风岚图 FREE。目前空悬已经下探至 30 万出头的乘用车（如极氪 001 选装空气悬架 2.8 万元，整车售价 32.7 万元），我们认为座舱的个性化舒适化是未来几年汽车品牌打磨的重点，舱内驾乘人员可以在舱内享受更丰富与舒适的体验，车不仅仅是达成物理移动的工具，而空气悬架可以过滤不同路面给座舱的干扰，提供更好的驾乘体验，是影响座舱体验的关键一环。

空气悬架采购模式走向软硬件解耦以及本土空气悬架规模的增长将有利于大幅降本，供需两端将双轮驱动促使空悬渗透率快速提升。我们预计 30 万+乘用车将有较高的空悬渗透率，且 20 万+车型也将逐步搭载空气悬架。当前 30 万+车型占全部乘用车比例近 10%，预计 2025 年 30 万+车型占比升至 15%，假设 30 万+乘用车空悬渗透率超 50%，20-30 万价格带车型占比升至 18.5%（2022 年占比约 15.5%），空悬渗透率约 30%，则 2025 年空悬市场规模应超 300 万台。

中鼎旗下全资子公司德国 AMK 为空气悬挂系统的高端供应商

AMK 空气压缩机全球市占率 60% 以上。AMK 1964 年进入驱动与控制技术领域，1998 年进入汽车部件领域，带有轮胎密封胶的空气压缩机问世。AMK 自进入空悬系统业务领域以来，不断提升产品总成技术，深耕行业二十多年，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。空气悬架的空气供给单元结构精密复杂，对可靠性、发热性、噪音控制、充气效率、体积等均有较高要求，AMK 在电机领域深耕多年，设计、机加工均自制，具备核心 Know-how，AMK 在空气供给单元领域的龙头优势地位突出。

国内空悬市场处于起步阶段，AMK 中国一直在加速推进完善中国乘用车市场空气悬架系统性能和成本最优化的供应链体系。2021 年年初 AMK 工业业务剥离，轻装上阵，围绕“国产化推进、技术迭代升级、产业补强补全”的战略目标稳健发展。AMK 中国在空气供给单元产品组装及生产线相继落地的同时，继续推动空气弹簧、储气罐等其他空悬硬件自产项目的落地，目前公司乘用车空气弹簧项目已完成样品生产。

目前 AMK 海外空悬业务发展稳定，2022 年是 AMK 中国落地元年，收入体量尚小，在手订单处放量期，已取得国内多家造车新势力及传统自主品牌龙头企业订单，截至 2022 年 12 月 AMK 中国已披露订单总产值达 73 亿元。经营层面，估计 2022 年前三季度 AMK 海外收入约 4 亿元，国内 AMK 收入额 8000 万，估计空压机合理净利率水平为 10-15%。

中鼎股份将立足于 AMK 空气压缩机这一空气悬架系统核心部件的全球龙头地位，加快推进空气弹簧落地，空气弹簧的核心壁垒在于囊皮制造，囊皮制造要求橡胶件保证足够的强度，其耐用性很大程度上决定了空气悬架的使用寿命，目前国内外空气弹簧的主要供应商多具有深厚的橡胶产品制造技术积累，中鼎在车用非轮胎橡胶件领域积累深厚，预计中鼎的空气弹簧业

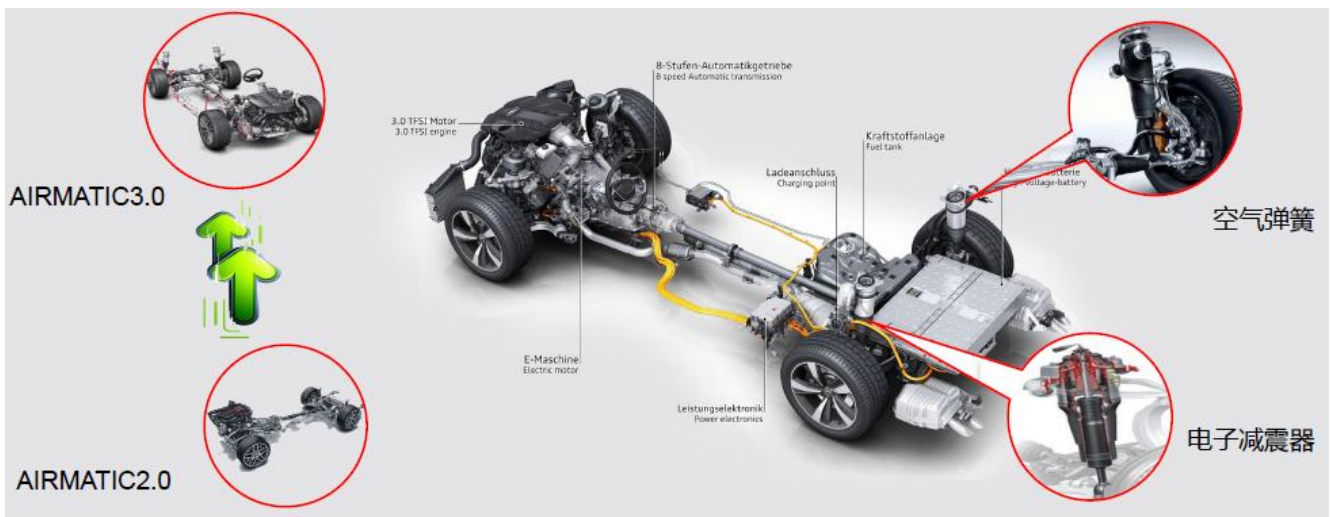
务即将获得突破并有望获得快速发展，通过与其现有优势业务空气供给单元打包销售，有望提供给主机厂更好的成本方案。当前 AMK 在国内空气压缩机领域鲜有竞争对手，AMK 将占据空气悬架之空气压缩机绝大部分份额，中期看 AMK 空气供给单元仍有望占据国内市场份额 70%左右，空气弹簧有望于 2024 年上量，目前空气弹簧从单腔走向双腔，单价有所提升，预计稳态下空气弹簧价值 2500 元，AMK 国内市场份额 30%（目前竞争对手为保隆科技、孔辉科技、拓普集团），据此测算，假设国内搭载空悬的乘用车达到 300 万台，则 AMK 中国的空气供给单元（不含储气罐）+空气弹簧收入体量有望达 58.2 亿，2021 年 AMK 中国销售额仅 1 亿出头，未来几年公司有望进入爆发式增长期。

图表15 中鼎股份 AMK 中国落地节奏



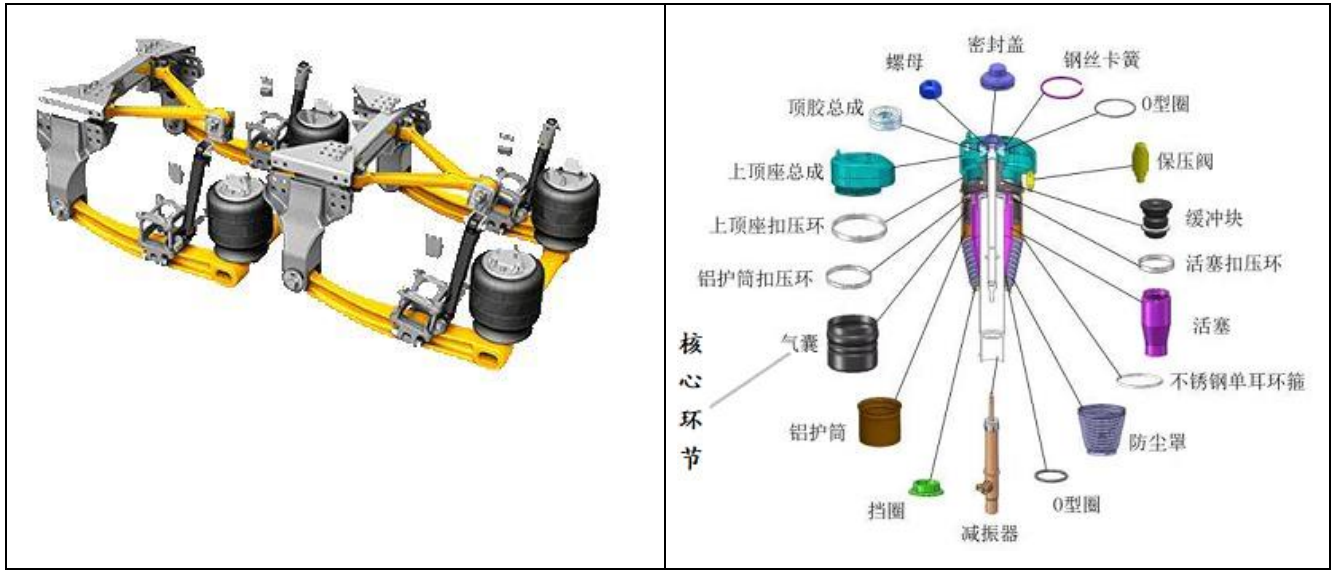
资料来源：中鼎股份，平安证券研究所

图表16 中鼎股份空气悬架业务发展战略：技术迭代补强+产业布局补全



资料来源：中鼎股份，平安证券研究所

图表17 空气悬架之空气弹簧构造



资料来源：保隆科技，平安证券研究所

四、轻量化底盘系统在手订单充足

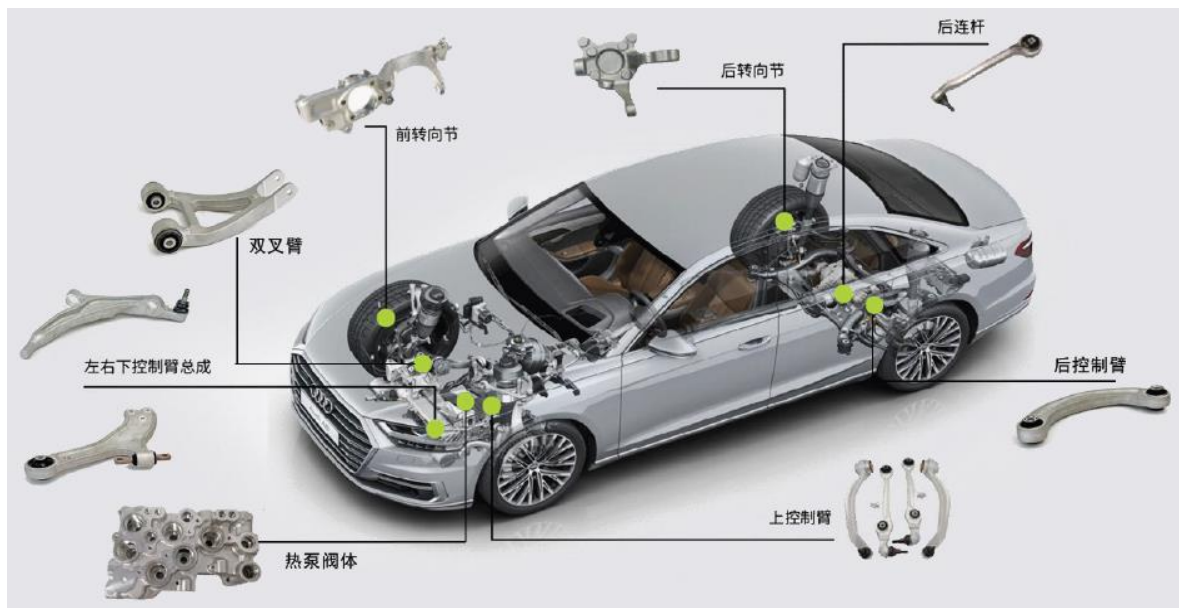
汽车金属件广泛应用于汽车底盘系统，包括转向系统、悬架系统、制动系统和行驶系统。汽车轻量化已经在汽车制造业中形成广泛的共识，底盘的轻量化对整车的性能起着举足轻重的作用，铝合金控制臂总成产品等轻量化底盘产品单车价值高，更是操作稳定性和舒适性的核心部件。

由于环保和节能的需要，汽车的轻量化已经成为世界汽车发展的潮流。对新能源电动汽车来说，减轻车身重量，实现汽车轻量化同样尤为重要，因为它关系着新能源汽车较主要的续航问题。实验证明，在加速性能方面，加速到 60 公里的时速，1.5 吨的车大概需要 10 秒；如果减重 25% 就可以减少到 8 秒。

底盘上多数零部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。一般认为，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。同时，进行簧下质量轻量化提升了簧上质量与簧下质量的比值，相当于运动员卸下了绑在腿上的沙袋，可以显著提高汽车加速、制动和转向时的响应速度和舒适性。

中鼎近年来大力发展底盘轻量化系统总成产品，锻铝控制臂总成项目已取得突破性进展。旗下子公司四川望锦，其核心技术为球头铰链总成产品，是底盘系统核心安全部件及性能部件，具备非常高的技术门槛。中鼎股份轻量化业务的首个客户为奔驰，此后进入订单获取高速增长期，收获造车新势力及长安、广汽、比亚迪等主机厂订单，公司底盘轻量化业务 2021 年及 2022 年半年度订单总产值约 137 亿元。2022 前三季度轻量化收入接近八个亿，预计 2025 年中鼎轻量化业务规模可达 25 亿左右，保守估计该业务稳态净利率为 5%。

图表18 中鼎股份轻量化底盘系统



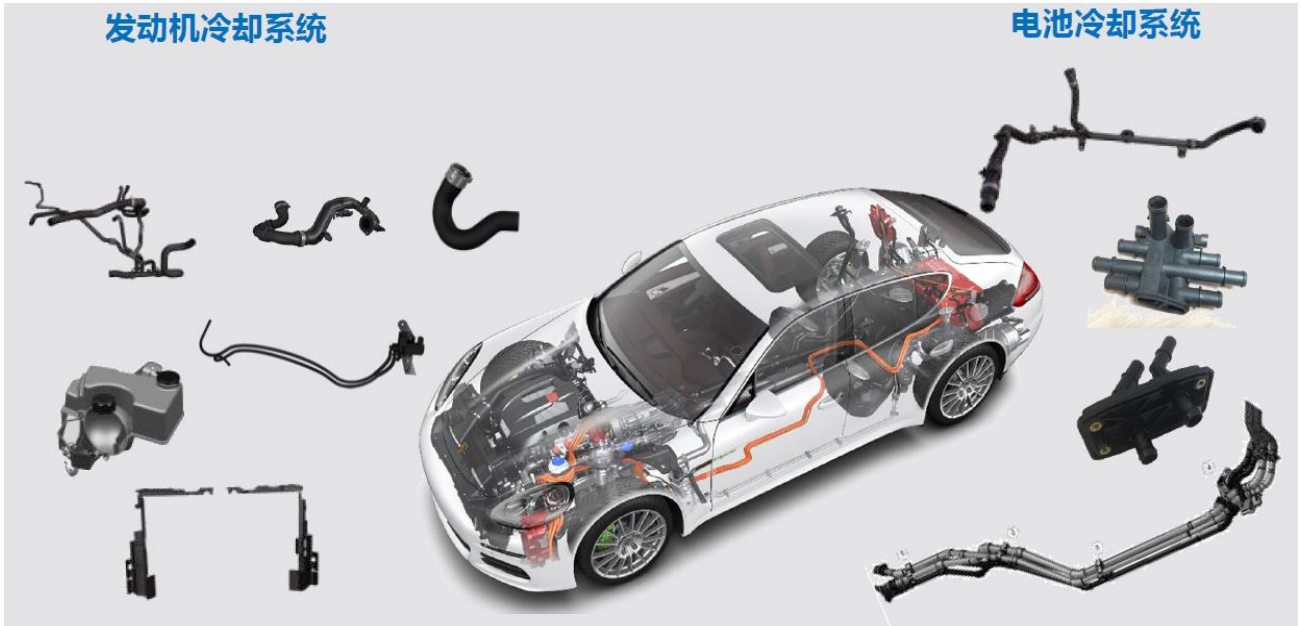
资料来源：中鼎股份，平安证券研究所

五、 冷却管路业务优势显著、高增长可期

公司旗下全资子公司中鼎胶管是国内自主品牌冷却系统领域领先的企业，2017 年并购的德国 TFH 是发动机及新能源汽车电池热管理管路总成产品优秀供应商，拥有自主专利的独家生产技术 creatube 工艺以及 TPV 软管和尼龙管的核心技术，与较传统内燃机管路相比，新技术的应用可以使产品重量轻，成本低，装配灵活，除此之外还可以保持良好的 NVH 和灵活性。公司在所处细分领域行业全球排名前二。公司大力推进新能源汽车热管理管路系统总成业务，客户包括宝马、沃尔沃、奥迪、大众、吉利、小鹏、理想、蔚来、广汽、长城、长安等汽车等。目前中鼎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。

新能源汽车电池模组对于温控的要求远高于传统汽车，中鼎的流体管路产品的单车价值从传统车上的三百元左右提升到新能源汽车单车价值近千元，增程式新能源汽车更高达一千五百元左右。伴随着新能源汽车的发展，流体管路系统的市场也在不断的迅速扩大。鉴于迅速增长的订单规模，我们预计到 2025 年中鼎冷却管路业务规模有望达到约 70 亿，2021-2025 复合增速达 20%，国内业务净利率有望达 10-12%。

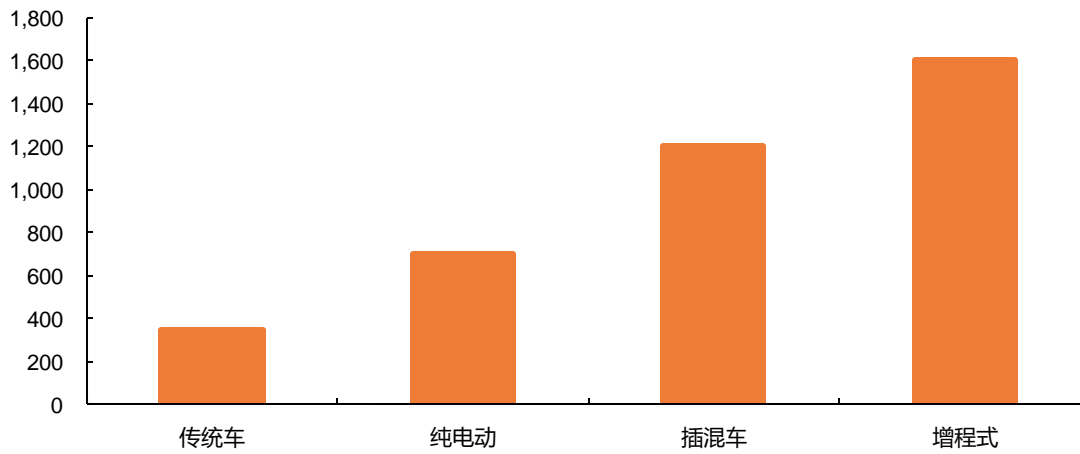
图表19 中鼎股份冷却管路产品



资料来源：中鼎股份，平安证券研究所

图表20 冷却管路单车价值对比

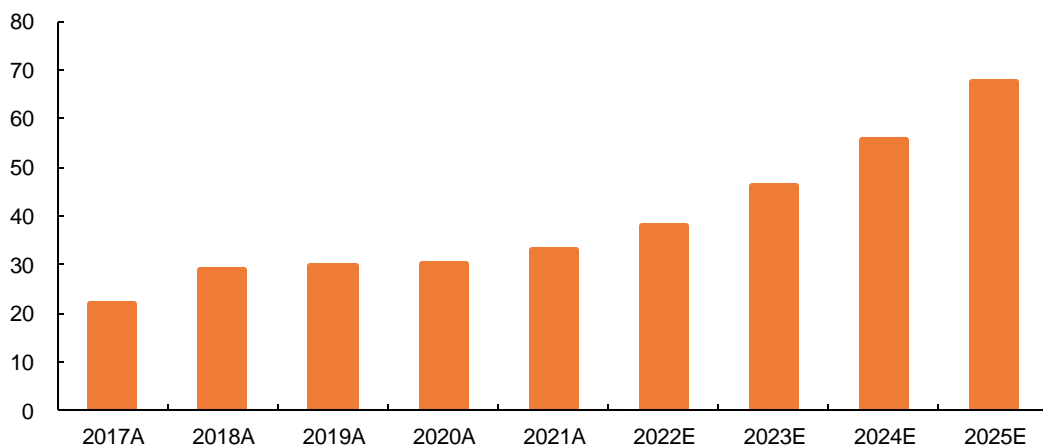
单位：元



资料来源：wind，平安证券研究所

图表21 冷却管路业务收入规模保持高增长

单位：亿元



资料来源：wind，平安证券研究所

六、盈利预测与投资建议

中鼎股份是我国非轮胎橡胶件龙头企业，全球排名约 13 位。公司深耕非轮胎橡胶件领域，2008 年起通过多起海外并购掌握高端橡胶件技术，同时进入高端豪华品牌全球配套体系。结合本土工程师红利及海外先进橡胶件技术，中鼎的海外并购项目的本土落地成效显著。

底盘业务发展稳健。汽车密封行业属于高技术壁垒行业，可靠性要求极高，其中动态密封技术难度尤大，目前公司在电池冷却系统、电机密封、电池模具密封、电池电机减振降噪、电桥密封总成等板块处于国际领先水平。公司旗下全资子公司中鼎减震一直深耕于汽车减振系统，收购德国 WEGU 后，其核心产品硅胶动力吸振技术提供快捷高效的振动噪音解决方法，在橡胶减振降噪领域走在了全球同行业的前列。

增量业务订单饱满。2016 年收购的 AMK 为全球空气悬架系统之核心部件——空气压缩机龙头企业，当前乘用车空气悬架正处于渗透率基数低，增长空间大的关键时期，造车新势力的示范效应及软硬解耦的采购新模式给空悬核心部件供应商带来广阔市场机遇，公司将立足空压机的龙头地位，积极拓展空气弹簧等其它空悬核心硬件，享受我国空悬从高端配置走向普罗大众的市场红利。收购四川望锦掌握高壁垒的球头铰链总成技术，底盘轻量化收入规模正处高速增长期。受益于新能源车温控要求远高于纯燃油车，公司的冷却管路产品单车价值提升明显，预计未来几年我国插混车渗透率快速提升将促使公司冷却管路业务高增长。

盈利预测与投资建议：中鼎股份长期深耕非轮胎橡胶件领域，同时较早进行国际化布局，具备丰富的国际化运营经验，通过并购收获高端橡胶件技术及优质客户，海外并购的本土落地成效显著。2020 年公司海外业务见底复苏，加上近几年公司立足自身优势积极拓展增量业务，底盘轻量化及空气悬架赛道广阔，公司掌握核心环节的核心技术，看好未来增长空间。我们预计公司 2022/2023/2024 年净利润为 11.3 亿/13.8 亿/16.5 亿。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

图表22 公司各项业务营业收入拆分预测 单位：亿元

业务分类	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
空气悬挂	6.3	7.5	11.0	16.0	35.0
轻量化总成	7.9	11.0	17.0	22.1	25.0
降噪减震橡胶	27.6	30.0	31.5	33.1	34.7
冷却系统	33.0	38.0	46.0	55.6	67.3
密封系统	30.6	31.0	31.5	32.0	32.5
其他业务	20.4	20.0	20.6	21.2	21.9
合计	125.8	137.5	157.6	180.0	216.4

资料来源：wind、平安证券研究所

图表23 中鼎股份可比公司估值

股票名称	股票代码	市值(亿元)		净利润(亿元)					P/E	
		2023-01-04	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中鼎股份	000887.SZ	189	9.7	11.3	13.8	16.5	19.6	16.7	13.8	11.5
拓普集团	601689.SH	630	10.2	17.4	24.8	33.3	62.0	36.2	25.4	18.9
保隆科技	603197.SH	98	2.7	2.1	3.6	5.0	36.6	47.6	27.4	19.6

资料来源：WIND、平安证券研究所

备注：拓普集团、保隆科技净利润为WIND一致预测值

七、风险提示

- 1) 海外业务恢复程度不达预期，盈利能力修复有限；
- 2) 新业务面临激烈竞争，导致盈利能力不达预期；
- 3) 主要客户新品产量未达预期，导致在手订单完成率不佳；
- 4) 空悬系统渗透率不达预期，可能导致公司核心增量业务增速不达预期，将直接影响公司估值水平；
- 5) 商誉减值风险，公司海外并购多家企业，累积的商誉较高，如果海外公司经营状况不佳将导致商誉存在减值风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9891	10629	12533	14734
现金	1658	1767	2464	3335
应收票据及应收账款	3610	4075	4671	5336
其他应收款	180	202	232	265
预付账款	65	96	110	126
存货	2501	2609	2987	3391
其他流动资产	1877	1879	2069	2281
非流动资产	8405	8108	7707	7232
长期投资	212	212	212	212
固定资产	4236	4133	3925	3613
无形资产	596	497	398	298
其他非流动资产	3360	3266	3172	3108
资产总计	18297	18737	20240	21965
流动负债	6094	4638	5299	6014
短期借款	1194	0	0	0
应付票据及应付账款	2411	2617	2996	3401
其他流动负债	2488	2021	2303	2613
非流动负债	2898	2898	2898	2898
长期借款	2328	2328	2328	2328
其他非流动负债	570	570	570	570
负债合计	8991	7535	8197	8912
少数股东权益	38	38	38	38
股本	1221	1316	1316	1316
资本公积	2318	3427	3427	3427
留存收益	5728	6420	7261	8272
归属母公司股东权益	9267	11164	12005	13015
负债和股东权益	18297	18737	20240	21965

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	810	1109	1813	2106
净利润	963	1133	1377	1654
折旧摊销	710	897	1001	1075
财务费用	127	110	129	151
投资损失	-271	-139	-150	-160
营运资金变动	-702	-891	-545	-615
其他经营现金流	-18	-2	1	1
投资活动现金流	63	-459	-451	-441
资本支出	869	600	600	600
长期投资	92	0	0	0
其他投资现金流	-898	-1059	-1051	-1041
筹资活动现金流	-1213	-541	-665	-794
短期借款	-352	-1194	0	0
长期借款	-1522	0	0	0
其他筹资现金流	661	653	-665	-794
现金净增加额	-388	109	697	870

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12577	13750	15758	18003
营业成本	9746	10513	12036	13664
税金及附加	95	104	119	136
营业费用	383	385	433	491
管理费用	823	899	945	1062
研发费用	582	653	745	846
财务费用	127	110	129	151
资产减值损失	-39	0	0	0
信用减值损失	-19	0	0	0
其他收益	59	60	70	80
公允价值变动收益	54	39	40	43
投资净收益	271	139	150	160
资产处置收益	16	0	0	0
营业利润	1162	1323	1610	1935
营业外收入	26	60	62	64
营业外支出	22	50	52	54
利润总额	1166	1333	1620	1945
所得税	203	200	243	292
净利润	963	1133	1377	1654
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	965	1133	1377	1654
EBITDA	2004	2341	2750	3172
EPS (元)	0.73	0.86	1.05	1.26

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	8.9	9.3	14.6	14.2
营业利润(%)	89.4	13.9	21.6	20.2
归属于母公司净利润(%)	96.0	17.4	21.5	20.1
获利能力				
毛利率(%)	22.5	23.5	23.6	24.1
净利率(%)	7.7	8.2	8.7	9.2
ROE(%)	10.4	10.2	11.5	12.7
ROIC(%)	7.9	10.2	11.7	13.7
偿债能力				
资产负债率(%)	49.1	40.2	40.5	40.6
净负债比率(%)	20.0	5.0	-1.1	-7.7
流动比率	1.6	2.3	2.4	2.4
速动比率	1.0	1.4	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.7	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	4.99	4.67	4.67	4.67
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.86	1.05	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.84	1.38	1.60
每股净资产(最新摊薄)	6.88	8.33	8.96	9.73
估值比率				
P/E	19.6	16.7	13.8	11.5
P/B	2.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.5	8.6	7.1	6.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033