



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# 零部件出海隐形冠军，拥抱新能源第二成 长曲线

—冠盛股份(605088)公司首次覆盖报告

2023年03月20日

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

## 证券研究报告

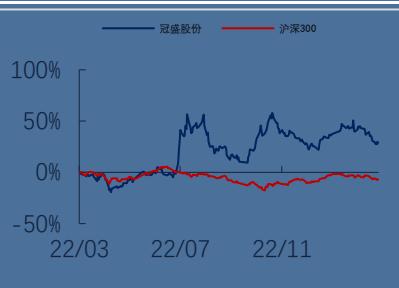
## 公司研究

## 公司首次覆盖报告

冠盛股份(605088)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 公司主要数据

收盘价(元) 17.72

52周内股价波动区间 21.65-11.04

(元)

最近一月涨跌幅(%) -8.28

总股本(亿股) 1.66

流通A股比例(%) 100.00

总市值(亿元) 29.38

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

# 冠盛股份：零部件出海隐形冠军，拥抱新能源第二成长曲线

2023年03月20日

## 报告内容摘要：

◆公司专注底盘系统零部件出口，核心产品市占率全球第一。公司主要产品为汽车底盘系统零部件：传动轴总成、轮毂轴承单元、等速万向节等。公司主营产品种类齐全，传动轴总成种类 5100 余种，轮毂单元 3130 余种，等速万向节 4100 余种，终端车型覆盖丰田、本田、马自达、尼桑、五十铃、铃木、三菱、宝马、奔驰、奥迪、雷诺、欧宝、绅宝、雪铁龙、福特、通用等全球主流车企。公司目前销售以出口为主，主销欧美售后市场，海外收入占比约 92%。

◆海外：售后业务稳步增长，23年业绩有催化。从行业层面看，全球汽车保有量与车龄稳步提升，汽车维修需求和零部件更换需求随之同步增长，带动汽车后市场规模和利润稳步提升。从公司层面看，汽车售后市场业务营收规模与渠道布局深度、广度关联度高，公司于 2021 年在墨西哥等发展中国家新布局销售渠道，2022 年布局进入收获期，相关费用支出放缓。在固定的仓储及渠道建设费用下，公司产品种类大幅扩充，规模效应得以进一步显现。同时，公司新拓悬架、减振器、转向系列等，进一步扩充产品线，近年新产品线营收复合增速有望超 30%，毛利率水平较传统产品更高。

◆国内：OE 市场积极开拓，已配套赛力斯，业绩双引擎触发在即。客户方面，公司凭借现有柔性生产能力高度适配新能源小批量、高响应速度需求的车型，目前已合作配套赛力斯等新势力客户，有望充分受益于赛力斯车型放量；产品方面，除传统优势产品，公司与国机精工共研驱动电机轴承，驱动电机轴承作为自动驾驶汽车底盘核心新增部件之一，是公司切入新能源汽车智能电动零部件的重要契机。驱动电机轴承目前外资垄断，国产替代降本及普及需求旺盛。同时，公司新发可转债募投项目建设前装智能工厂，后续前装市场产能有望逐步到位。我们认为随着公司核心客户放量，在研产品落地，其他新势力客户如小鹏、蔚来、理想、哪吒以及比亚迪等积极开拓有望见成效，随着产能建设落地，公司有望迎来业绩双引擎的增长阶段，前装业务比重有望持续上升。

◆盈利预测与投资评级：22年净利润中预计 OE 市场贡献约 5%，23年随着赛力斯销量提升，其他配套新势力客户开拓，OE 市场贡献有望继续上升。我们预计 22-24 年 AM 市场营收增速 23%、21%、20%，OE 市场增速 70%、70%、65%。我们预计公司 22-24 年营业收入为 32、39、47 亿元，同比增长 28.7%、21.3%、22.2%；22-24 年归母净利润为 2.3、3.0、3.8 亿元，同比增长 95.9%、31.8%、23.8%，对应 PE 13/10/8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险因素：海外售后市场增速不及预期、整车配套市场客户拓展不及预期、渠道开拓不及预期、公司新拓产品线营收增速不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,841	2,487	3,200	3,881	4,742
增长率 YoY %	-5.4%	35.1%	28.7%	21.3%	22.2%
归属母公司净利润(百万元)	92	117	230	303	375
增长率 YoY%	-22.7%	27.1%	95.9%	31.8%	23.8%
毛利率%	22.1%	20.2%	22.5%	23.0%	22.8%
净资产收益率ROE%	6.7%	7.9%	13.8%	15.4%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.71	1.39	1.83	2.26
市盈率 P/E(倍)	31.85	25.06	12.79	9.70	7.84
市净率 P/B(倍)	2.14	1.99	1.77	1.50	1.26

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年03月17日收盘价

1.1 公司历史沿革：成立多家海外子公司，股权架构集中.....	7
1.2 公司战略布局：售后及整车配套市场双轮驱动 .....	10
1.2.1 售后业务扩建海外渠道，新增产品线增速快.....	11
1.2.2 打入新势力供应链，投资智能工厂增加配套产能.....	11
2.1 立足底盘系统售后零部件出海，核心产品市占率全球领先.....	12
2.2 底盘系统零部件品类全覆盖，售后市场品牌力强 .....	13
2.2 生产、外采、检测能力齐备，供应商渠道稳定畅通.....	15
2.3 全球仓网系统，海外渠道拓展进入收获期 .....	16
2.4 合作京东物流，打通端到端数智化供应链管理 .....	17
3.1 售后市场规模大，竞争格局分散 .....	18
3.2 欧美汽车售后市场规模大，增长稳健 .....	18
3.2.1 北美四大连锁 .....	18
3.3 国内售后市场处于快速增长前夜，公司有望实现降维打击.....	19
4.1 整车配套初有成效，驱动电机轴承前瞻布局 .....	19
4.1.1 配套赛力斯 M5，不断开发潜在客户 .....	19
4.1.2 产线拓展，静待募投项目扩产 .....	20
4.2 布局新能源驱动电机轴承，高端轴承国产替代大有可为 .....	20
5.1 营收稳中向好，净利润高速增长 .....	22
5.2 毛利率水平总体平稳，22 年恢复并实现提升 .....	23
5.3 公司费用率稳中有降，看好公司盈利能力继续提升.....	24

## 表目录

表 1：冠盛股份高管简介.....	9
表 2：冠盛股份股权激励方案 .....	10
表 3：冠盛股份 2021 年股权激励计划授予情况.....	10
表 4：冠盛股份 2022 年可转债募投项目 .....	11
表 5：冠盛股份销售模式.....	13
表 6：公司六大产品线 .....	15
表 7：2020 年度美国四大汽配连锁 .....	18
表 8：冠盛股份盈利预测.....	25

## 图目录

图 1：冠盛股份主要产品.....	7
图 2：冠盛股份历史沿革 .....	8
图 3：冠盛股份海外子公司 .....	8
图 4：冠盛股份股权架构 .....	9
图 5：冠盛股份业务战略布局 .....	10
图 6：冠盛股份 OEM 市场战略突破客户 .....	12
图 7：冠盛股份与国机精工达成战略合作 .....	12
图 8：公司 2021 年度公司营收分布 .....	13
图 9：公司售后及前装业务营收占比 .....	13
图 10：售后市场供应链路 .....	13
图 11：自有品牌和贴牌收入占比（约） .....	14
图 12：GSP 品牌形象 .....	14
图 13：冠盛股份主要产品图示 .....	14
图 14：冠盛股份制造设备 .....	15
图 15：冠盛股份轮毂自动化生产线 .....	15
图 16：冠盛股份 2022 战略供应商大会 .....	16
图 17：公司仓储网络布局 .....	16
图 18：公司仓储网络布局 .....	16
图 19：冠盛股份全球业务均衡布局 .....	17
图 20：冠盛股份与京东合作智能供应链 .....	17
图 21：中国汽车保有市场年龄结构分析 .....	19
图 22：中国汽车后市场规模趋势 .....	19
图 23：赛力斯 M5.....	20
图 24：冠盛股份 OE 线驱动轴产品 .....	20
图 25：轮毂式驱动电机分解示意图 .....	21
图 26：国内 2016-2021 年新能源车驱动电机装机量及增长预测 .....	21

图 27: 2022 年高端轴承领域外资占垄断地位 .....	22
图 28: 公司历年收入&同比增速 .....	23
图 29: 公司历年归母净利润&同比增速 .....	23
图 30: 公司主要营业收入拆分 .....	23
图 31: 公司各业务营收占比 .....	23
图 32: 公司销售毛利率及净利率 .....	24
图 33: 公司分产品线毛利率 .....	24
图 34: 公司历年费用率 .....	24

## 投资聚焦

公司专注底盘系统零部件出口，核心产品市占率全球第一。公司主要产品为汽车底盘系统零部件：传动轴总成、轮毂轴承单元、等速万向节等。公司主营产品种类齐全，传动轴总成种类 5100 余种，轮毂单元 3130 余种，等速万向节 4100 余种，终端车型覆盖丰田、本田、马自达、尼桑、五十铃、铃木、三菱、宝马、奔驰、奥迪、雷诺、欧宝、绅宝、雪铁龙、福特、通用等全球主流车企。公司目前销售以出口为主，主销欧美售后市场，海外收入占比约 92%。

**海外：售后业务稳步增长，23 年业绩有催化。**从行业层面看，全球汽车保有量与车龄稳步提升，汽车维修需求和零部件更换需求随之同步增长，带动汽车后市场行业规模和利润稳步提升。从公司层面看，汽车售后市场业务营收规模与渠道布局深度、广度关联度高，公司于 2021 年在墨西哥等发展中国家新布局销售渠道，2022 年布局进入收获期，相关费用支出放缓。在固定的仓储及渠道建设费用下，公司产品种类大幅扩充，规模效应得以进一步显现。同时，公司新拓悬架、减振器、转向系列等，进一步扩充产品线，新产品线营收复合增速有望超 30%，毛利率水平较传统产品更高。

**国内：OE 市场积极开拓，已配套赛力斯，业绩双引擎触发在即。**客户方面，公司凭借现有柔性生产能力高度适配新能源小批量、高响应速度需求的车型，目前已合作配套赛力斯等新势力客户，有望充分受益于赛力斯车型放量；产品方面，除传统优势产品，公司与国机精工共研驱动电机轴承，驱动电机轴承作为自动驾驶汽车底盘核心新增部件之一，是公司切入新能源汽车智能电动零部件的重要契机。驱动电机轴承目前外资垄断，国产替代降本及普及需求旺盛。同时，公司新发可转债募投项目建设前装智能工厂，后续前装市场产能有望逐步到位。我们认为随着公司核心客户放量，在研产品落地，其他新势力客户如小鹏、蔚来、理想、哪吒以及比亚迪等积极开拓有望见成效，随着产能建设落地，公司有望迎来业绩双引擎的增长阶段，前装业务比重有望持续上升。

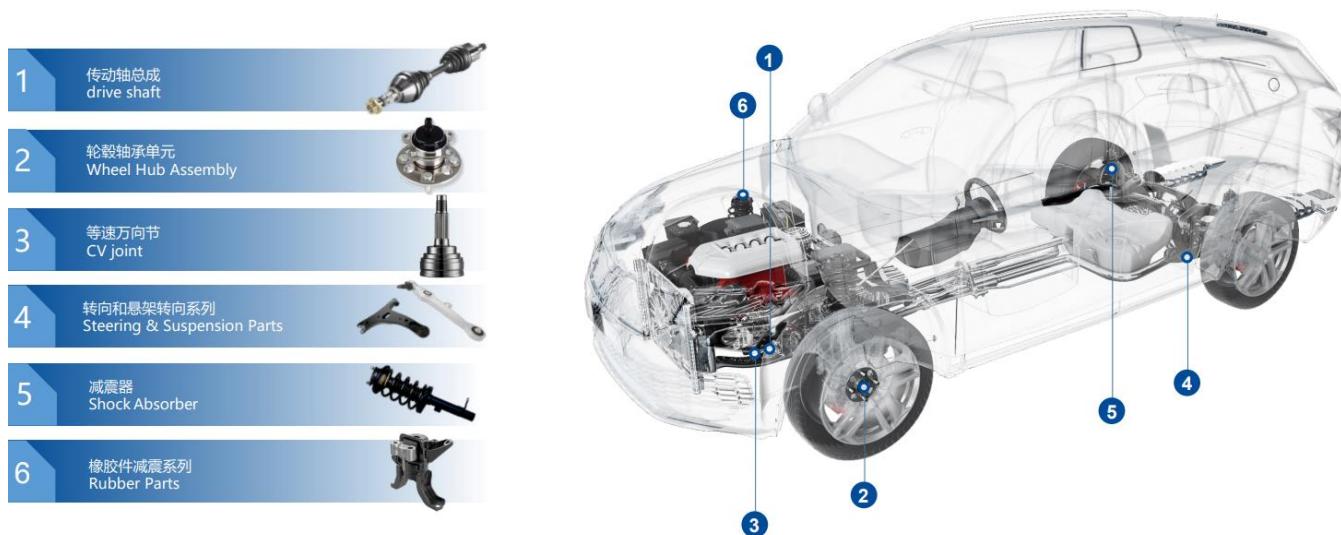
## 一、三十载底盘零部件制造历史，汽车后市场出口隐形冠军

冠盛汽车零部件制造有限公司成立于 1999 年，注册地址为浙江温州，公司前身为 1985 年创立的温州市东瓯电工器材厂。公司主要从事汽车底盘系统零部件传动轴总成、等速万向节、轮毂轴承单元等产品的研发、生产、制造和配套服务，主要销售形式为汽车后市场出口。汽车售后市场订单呈现“多品种、小批量”的特点，经过多年发展，公司在汽车零部件型号全方位覆盖、终端需求预测和 APS 排产、海外营销网络、仓储中心及分销团队建立等方面形成优势壁垒，与欧美多家大型经销商集团建立良好合作。

### 1.1 公司历史沿革：成立多家海外子公司，股权架构集中

专注汽车底盘系统零部件领域三十载，产品基本实现全球主流车型全覆盖。公司从 1985 年开始创业，是中国机械工业 500 强企业、国家汽车零部件出口基地企业，定位汽车底盘系统零部件全价值链综合服务商，产品包括等速万向节、传动轴总成、轮毂轴承单元、橡胶减震系列、转向和悬挂件、减振器系列等。公司营销网络分布在超过 120 个国家和地区，产品基本实现对全球主流车型全覆盖，包括丰田、本田、马自达、尼桑、五十铃、铃木、三菱、宝马、奔驰、奥迪、雷诺、欧宝、绅宝、雪铁龙、福特、通用等，拥有员工数量约 2300 人。

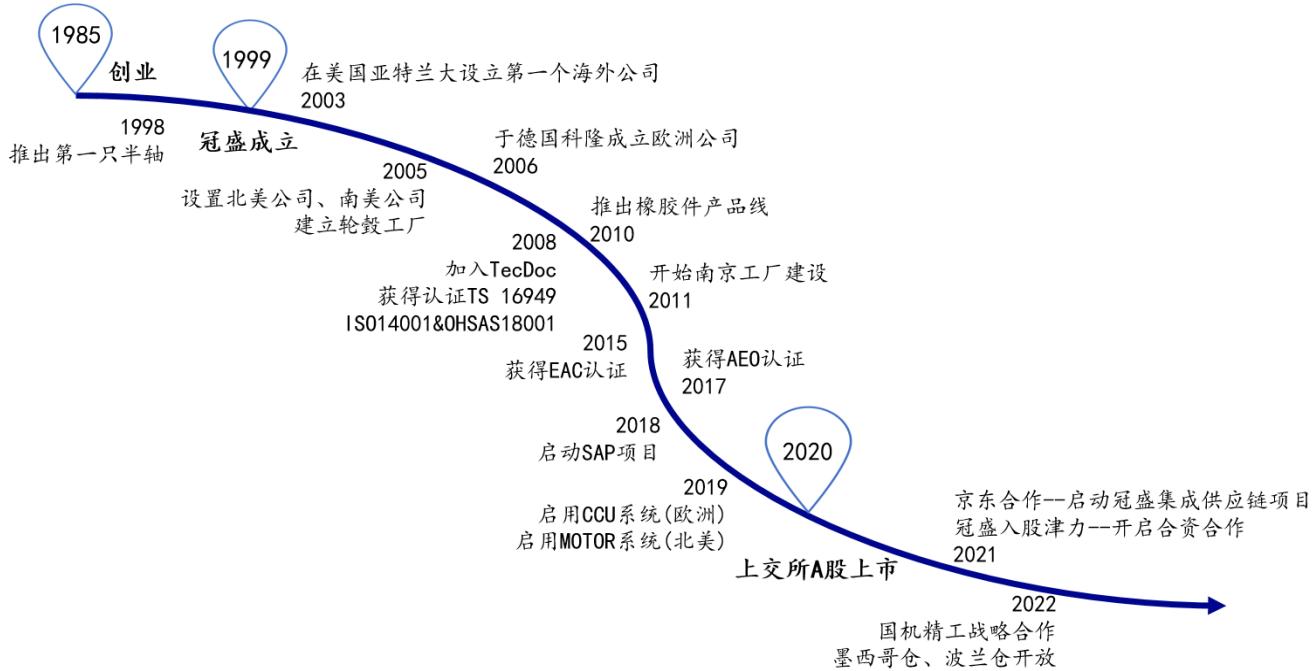
图 1：冠盛股份主要产品



资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

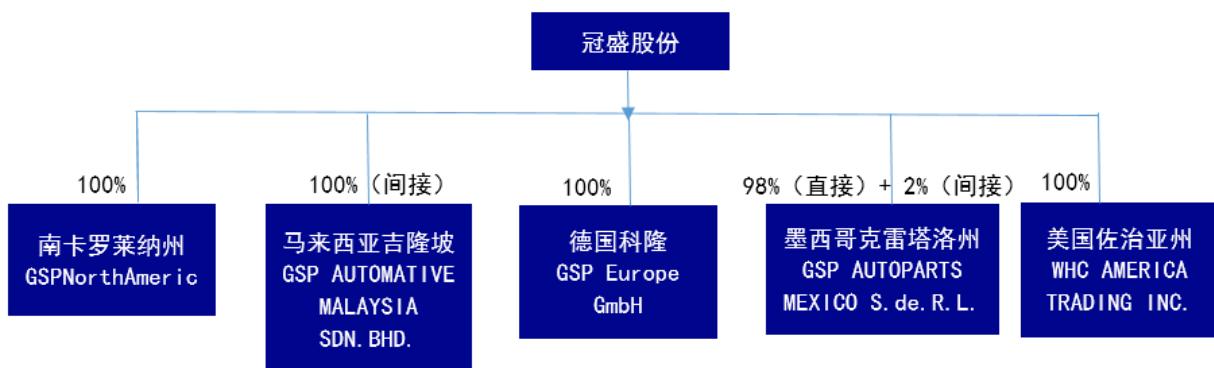
成立多家海外子公司，布局欧美及部分发展中国家。1999 年公司成立，秉承“全球销售网络+中国制造资源”的发展理念，公司在海外和国内多地成立数家控股子公司和分公司。2003 年，公司的第一家海外子公司美国 ADI 汽车零部件公司在美国亚特兰大成立，2005 年在美国南卡罗来纳州并购一家汽配厂并成立 GSP 北美有限责任公司。2006 年公司于德国科隆成立欧洲公司。2020 年 8 月 17 日公司在上海证券交易所上市。2022 年公司墨西哥、波兰仓储中心开放，正式启动发展中国家铺设渠道战略。

图 2：冠盛股份历史沿革



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

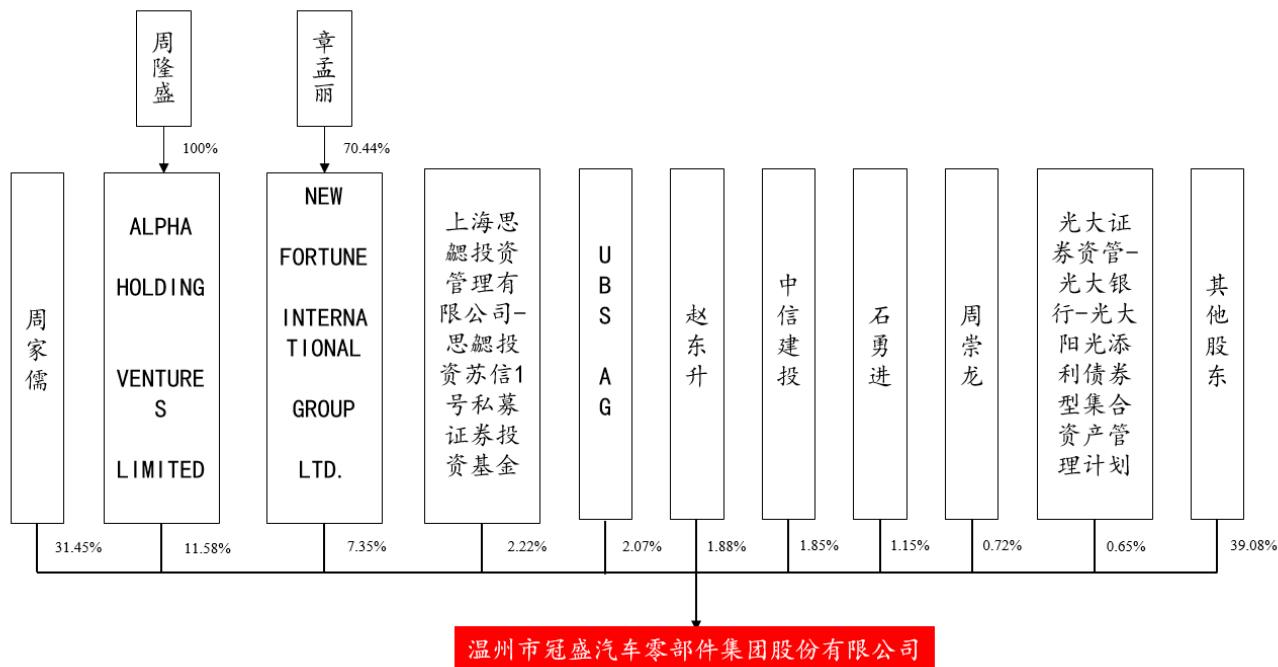
图 3：冠盛股份海外子公司



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

公司股权集中度较高，周氏家族合计持股超 48%。公司第一大股东周家儒自 1999 年公司创立起任公司董事长，兼任中国汽车流通协会售后零部件分会理事长，持股 31.45%。公司第二大股东 Alpha Holding Ventures Limited 为周家儒之子周隆盛全资投资的外国企业，占股 11.58%，周隆盛 2021 年开始担任公司总经理，兼任北美的子公司 GSP 北美分公司负责人。章孟丽通过 NEW FORTUNE INTERNATIONAL GROUP LTD.间接持股 5.20%。公司实控人周氏家族作为 20 余年来掌舵公司的核心，合计持有公司超过 48%的股权，较为集中的股权结构有利于公司发展战略制定和推行。

图 4：冠盛股份股权架构



资料来源：同花顺，信达证券研发中心

**公司核心高管团队资历深厚，多数任职超过 20 年。**公司的核心技术人员及高级管理人员资历深厚，多数在公司内任职 20-30 年，历任公司采购、计划、销售、财务等多部门工作，对行业动向、公司核心经营逻辑拥有深入的实践经验和行业理解，有利于为公司长期可持续发展提供有效助力。

表 1：冠盛股份高管简介

高管团队	简介	担任职位
周家儒	男，出生于 1953 年，中国国籍，拥有美国永久居留权，本科学历。1999 年至 2021 年 2 月任公司董事长、总经理，现任公司董事长，兼任温州大成邦企业管理咨询有限公司执行董事、温州惟精惟一企业管理有限公司监事。	董事长
Richard Zhou	男，1989 年 1 月出生，美国国籍，硕士研究生学历。曾任 GSP Latin America Inc. 总裁助理，GSP Parts, Inc. 总经理，现任公司副董事长、总经理、GSP North America Co.,Inc. 首席执行官。	总经理
周崇龙	男，出生于 1976 年，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2003 年至今，历任公司计划经理、采购总监，现任公司董事、副总经理。	副总经理
赵东升	男，出生于 1979 年，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2004 年加入公司，历任公司业务经理、销售总监，现任公司副总经理。	副总经理
黄正荣	女，出生于 1977 年，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2003 年加入公司，历任公司主办会计、财务总监助理、财务经理、财务总监、董事，现任公司董事会秘书兼财务总监。	董事会秘书兼财务总监

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**公司层面，2021 年推出员工股票期权激励计划。**公司对核心骨干人员实行股权激励计划，考核年度为 2021-2023 年，授予部分考核标准以 2020 年净利润为基数，净利润增长率分别不低于 10%、20%、30%，预留部分考核标准以 2020 年净利润为基数，2022-2023 年公司净利润增长率分别不低于 20%、30%。2021 年授予核心骨干人员 96 人次，授予股票数量共计 593.5 万股，授予价格 9.04 元/股，占授予时股本总额 3.71%。公司实行股权激励计划

有利于实现公司与员工协同发展，有利于稳固公司快速发展、长期战略实现的人才基础。

表 2：冠盛股份股权激励方案

对应考核年度		公司业绩考核标准
授予部分	2021 年	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 10%
	2022 年	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 20%
	2023 年	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 30%
对应考核年度		公司业绩考核标准
预留授予	2022 年	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%
	2023 年	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 30%

资料来源：上海证券交易所官网，信达证券研发中心

表 3：冠盛股份 2021 年股权激励计划授予情况

授予日	授予对象	人次	授予数量（万股）	授予价格（元/股）	占授予时股本总额比例
2021 年	公司核心骨干人员	96	593.5	9.04	3.71%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

部门层面实行阿米巴管理制度发挥员工能动性。公司内部实行阿米巴管理制度，将公司分割为许多个被称为阿米巴的小型组织，各业务单元以阿米巴领导为核心，制定各自全年业绩指标考核计划，月度阿米巴会议会将单位时间内产生的附加值和业绩情况进行考核分析，有利于充分激发员工主观能动性，提高经营效率，提高员工管理能力，储备长期发展的人才库。

## 1.2 公司战略布局：售后及整车配套市场双轮驱动

售后业务加速增长，整车配套业务 0-1 推进，两者协同共进。在新冠疫情、原材料价格大幅上涨的大环境下，公司立足传统产品传动轴总成、等速万向节、轮毂轴承单元等，基于在售后市场凭借全球营销网络+全球仓网基础设施+大数据预测和智慧排产的“全球智慧供应链体系”，确保原有主业稳定增长。2021 年，公司整车配套战略初见成效，开启业绩增长第二引擎，利用售后市场柔性化生产能力推进新能源 OEM 市场配套。公司售后市场业务与新能源 OEM 业务相互促进，以智能制造能力为驱动，利用柔性生产能力+新能源汽车技术布局，致力于成为售后市场基盘稳健，前装市场高速增长的全球汽车零部件行业骨干企业。

图 5：冠盛股份业务战略布局



资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

可转债募集资金投资 **OEM** 智能工厂及售后零部件检测中心，为公司双轮驱动战略贡献关键动力。2023 年 2 月，公司发布可转换债券上市公告书，募集资金不超过 6.02 亿元，拟将募集资金用于投资 **OEM** 智能工厂建设（投资总额 3.26 亿元）、汽车零部件检测实验中心（投资总额 1.63 亿元），前者匹配公司 **OEM** 整车配套工厂及产线，后者用于公司售后市场外采产品线的品控及检验。

表 4：冠盛股份 2022 年可转债募投项目

序号	项目名称	投资总额（亿元）	拟使用募集资金投资金额（亿元）
1	冠盛股份 <b>OEM</b> 智能工厂建设项目	3.26	2.91
2	汽车零部件检测实验中心	1.63	1.61
3	补充流动资金	1.50	1.50
	合计	6.39	6.02

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### 1.2.1 售后业务扩建海外渠道，新增产品线增速快

**AM** 出口领域隐形冠军，公司销售区域遍布全球。公司产品销售区域已遍布欧洲、北美洲、南美洲、亚洲、大洋洲和非洲六大洲，营销网络覆盖海外 120 多个国家和地区以及国内大部分省市区域。公司目前海外出口收入占比在 92% 以上，国内收入占比 8%。海外市场中，主销欧美等发展中国家和地区，公司主要客户包括美国大型经销商连锁 Autozone、Advanced Auto Parts，墨西哥 Suspension y Direccion S.A. de C.V.、巴西 Magneti Marelli Cofap Fabricadora de Peças Ltda、俄罗斯 LLC LN Distribution 等大型汽配经销商集团。

2021 年公司前五大客户营收占比 22.4%，公司通过加载产品线满足客户“一站式”采购的需求，提高客户粘性及品牌忠诚度，海外主要经销商客户营收规模持续增长。

### 1.2.2 打入新势力供应链，投资智能工厂增加配套产能

公司打入赛力斯新势力供应链，积极开拓新能源新客户。2021 年公司整车配套业务实现销售收入 0.51 亿元，同比增长 139.40%。公司 **OEM** 业务已经配套赛力斯 M5、威马等乘用车型及东风汽车旗下纯电动物流车等，公司正在积极拓展整车市场新客户，当前突破重点为新势力车企蔚来、小鹏、理想、埃安、零跑、哪吒，以及新能源头部车企比亚迪、吉利汽车的较小批量车型订单。新势力小批量订单一般需要单开产线，公司售后生产线具备的柔性生产能力与新能源车型小批量订单匹配度高，能在满足生产的同时获得较高的毛利率。

图 6：冠盛股份 OEM 市场战略突破客户



资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

**抢占线控底盘整车配套先机，合作国机精工开发驱动电机轴承。**新能源汽车智能底盘发展前景广阔，汽车底盘有望从传统形态向线控底盘、智能底盘依次演进。2022 年，公司与国机精工达成战略合作开发新能源汽车新一代电机轴承（新能源汽车电机高转速精密轴承）。驱动电机轴承是智能底盘核心零部件之一，目前外资占比高达 70.7%。合作开发有利于联合国机精工精密制造领域技术优势，发挥公司轴承产品制造基础，全球营销网络+全球仓网系统+大数据精准预测与智慧排产的供应链禀赋，推动高端轴承领域国产化降本，共同赋能新能源汽车市场，提高公司竞争力、增加盈利空间。

图 7：冠盛股份与国机精工达成战略合作



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

## 二、海外：后市场保持行业领先，产品线拓展促业绩高增

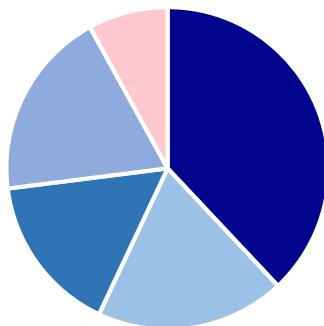
### 2.1 立足底盘系统售后零部件出海，核心产品市占率全球领先

售后业务占比大，主打欧美出口，传动轴总成、等速万向节市占率全球第一。根据进入整车的时间不同，汽车零部件市场可分为 OEM 市场和 AM 市场；OEM 市场为直接面向主机厂或整车的零部件配套，AM 市场则是汽车售后维修服务。公司 AM 业务营收占比 97%，主要销售形式是汽车后市场出口，其中海外营收占比约占 92%。2021 年，公司欧美市场营收占比 73%，亚非地区 19%，国内占比 8%。公司传动轴总成、等速万向节产品在全球售后市场市占率第

一，在40%以上。

图 8：公司 2021 年度公司营收分布

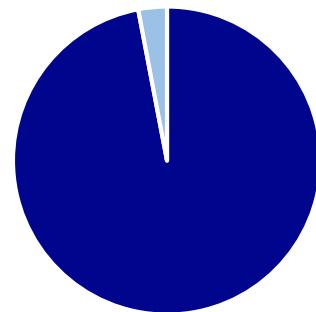
■ 欧洲 ■ 北美 ■ 南美 ■ 亚非 ■ 中国



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：公司售后及前装业务营收占比

■ 售后 ■ 整车配套



资料来源：信达证券研发中心

## 2.2 底盘系统零部件品类全覆盖，售后市场品牌力强

品牌商是汽车售后零部件出口价值量最高的环节，公司海外定位品牌商。典型的售后零部件出海路径为国内制造商→国内出口商→海外进口商→国家级总代→大小分销商，其中海外进口商拥有品牌，又被称为品牌商，是汽车售后零部件出口环节中价值量最高的一环。

图 10：售后市场供应链路



资料来源：信达证券研发中心

公司产品海外销售分为自有品牌及贴牌两种，自有品牌占比约 45%。前者被称为 OBM（贴冠盛 GSP 品牌销售给客户），后者被称为 ODM（将产品打上客户的商标后销售给客户）和两种。公司自有品牌销售占比约 40%，贴牌销售约 50%。

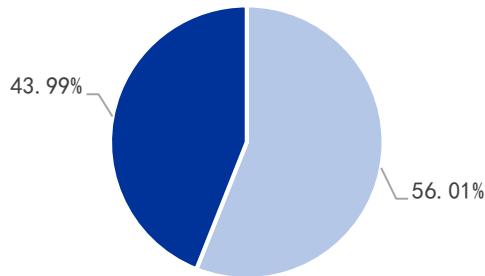
表 5：冠盛股份销售模式

市场类型	销售方式	销售模式	客户群体	特征
AM 市场	ODM	汽配连锁	汽配进口商	公司根据客户提出的规格和要求（主要包括车型、出厂年份和技术参数等信息），自行研发和生产产品，产品打上客户的品牌后销售给客户
	OBM	汽配分销商		公司根据客户提出的规格和要求（主要包括车型、出厂年份技术参数等信息），自行研发和生产产品，使用公司自己的商标“GSP”品牌或其他自有品牌，销售给客户
OEM 市场	直销	OEM	整车厂商	整车厂委托汽车零部件制造商按照整车厂要求加工生产的零部件，零部件主要用于组装

资料来源：公司年报，信达证券研发中心整理

图 11：自有品牌和贴牌收入占比（约）

■ 贴牌ODM ■ 自有品牌OBM (GSP品牌)



资料来源：信达证券研发中心

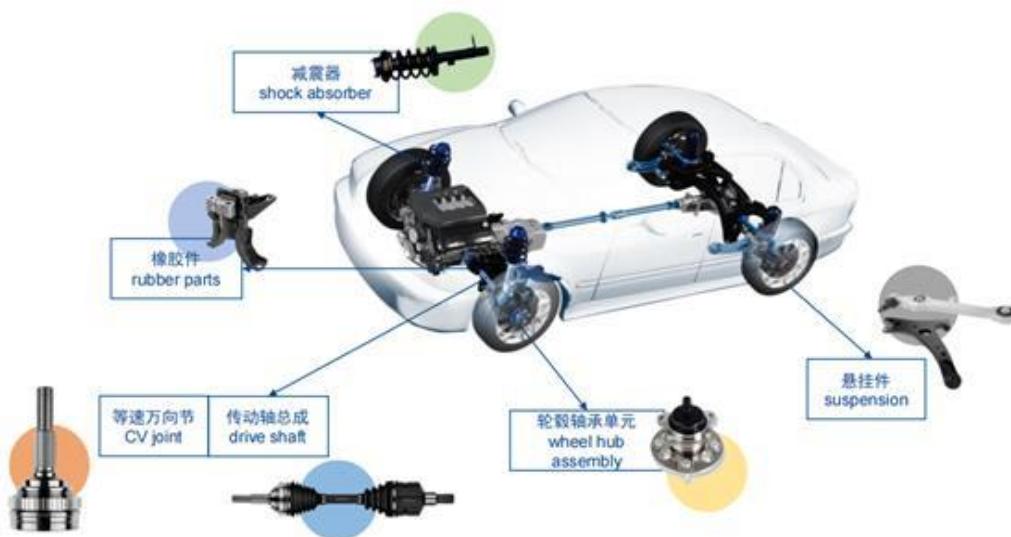
图 12：GSP 品牌形象



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司等速万向节、传动轴总成和轮毂轴承单元已对全球主流车型实现全覆盖。公司产品品类全，传动轴总成种类 5100 余种，轮毂单元 3130 余种，等速万向节 4100 余种，覆盖丰田、本田、马自达、尼桑、五十铃、铃木、三菱、宝马、奔驰、奥迪、雷诺、欧宝、绅宝、雪铁龙、福特、通用等全球主流车企。欧美地区平均车龄较高，传动轴总成、等速万向节和轮毂轴承单元等车辆易损件在交易机制、流通渠道方面均较为成熟，公司产品经过多年市场验证已具备较强的市场影响力和议价能力。

图 13：冠盛股份主要产品图示



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

协同供应降本增效，新拓展产品线毛利更高，复合增速超过 30%。公司是国内少数能够满足多产品、多型号、小批量的汽车传动系统零部件生产厂商之一，公司在自制产品传动轴总成、等速万向节、轮毂轴承单元基础上拓展底盘系统相关联的零部件产品，满足客户一站式采购需求。目前新拓产品线：橡胶减震系列、悬架转向系列和减振器系列，均为外采件。由于不涉及生产过程损耗，公司新拓展产品线毛利水平更高，近年复合增速超过 30%。目前公司自制产品占比超 70%，外采产品约 20-30%，未来公司 will 持续提高外采比例，拓展底盘系统件之外的零部件种类，完善 SKU，有望进一步提高配套利润率。

**表 6：公司六大产品线**

序号	自制/外采	主要产品	产品说明
1	自制	传动轴总成	两个万向节直接连接的用来传递扭矩和旋转运动的总成。对前置引擎后轮驱动的车来说是把变速器的转动传到主减速器的轴，可以由多节组成，节与节之间可以由万向节连接。
2	自制	等速万向节	将轴间有夹角或相互位置有变化的两转轴连接起来的零部件，安装于变速箱输出端和轮毂输入端。广泛运用于前置前驱和前置后驱的乘用车之中。
3	自制	轮毂轴承单元	连接汽车悬挂机构和车轮及制动器的传动部分，主要作用是在整车中起到支撑、传递动力和准确导向等功能。
4	外采	橡胶减震系列	汽车上被广泛应用于多个系统，包括发动机系统，车身及悬架系统，转向系统等，用于隔离震动和吸收冲击，为汽车在行驶过程中提供良好的减震、隔音和缓冲效果，确保在轴向，横向及回转方向均具有隔离振动的性能。
5	外采	悬架转向系列	汽车的车架与车桥之间的一切传力连接装置的总称，其作用是传递作用在车轮和车架之间的力和力矩，并且缓冲由不平路面传给车架或车身的冲击力，并减少由此引起的震动，以保证汽车能平顺地行驶。
6	外采	减振器系列	多应用于汽车悬架系统，主要功能是减少路况不佳造成的车辆震荡。根据结构可分为单筒减振器和双筒减振器；根据阻尼介质可分为油压式减振器、油气混合式减振器、油气分离式减振器和气压减振器。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2.2 生产、外采、检测能力齐备，供应商渠道稳定畅通

公司集生产制造和产品检验能力于一身，设备覆盖从生产制造、热处理、加工前后检测等核心能力。公司厂房总面积超过 40 万平方米，南京高淳智能制造工厂、温州两个小规模柔性生产工厂，嘉兴嘉善专门供北美的高端产品线的工厂、马来西亚工厂（轮毂轴承单元布局）。公司通过 IATF16949、ISO14001、ISO45001 等体系认证，确保高标准生产，已通过五十多家全球大型连锁店、工业型客户认证。公司积极推进自动化生产、在线检测、全程在线监控的智能化工厂，打造 CNAS 国家级实验室，与国内外第三方科研机构积极合作，形成了智能制造、产品检测（自制及外采外采产品）、提高生产效能方面具有突出优势。

**图 14：冠盛股份制造设备**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图 15：冠盛股份轮毂自动化生产线**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司外采产品活跃供应商 400 余家，用好中国制造资源优势，形成供应链闭环。公司新拓展产品线（橡胶减震系列、悬架转向系列和减振器系列）采用外购模式，采购对象为国内其

他零部件制造商，目前公司上游活跃供应商 400 余家。制造方面：公司做物料、原材料配方的优化、产品型号的开发、优化产线；品控方面：完成海外大型工业客户验货。需求数据方面：公司拥有终端销售数据，再反馈给供应商全球市场的情况，打造整个供应链的闭环。制造方面，将进一步优化 MES 生产管理系统，结合 APS 智能排产模型，从排产到计划下达进行数字化升级，为未来智能制造升级奠定基础，集中调配产能，形成供应链闭环。

图 16：冠盛股份 2022 战略供应商大会



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### 2.3 全球仓网系统，海外渠道拓展进入收获期

**全球仓储网络布局，本土服务能力强。**公司在目前已完成在发达国家的布局，美国东西部各有一个仓储中心；欧洲地区，汉堡建有仓储中心，波兰有流通加工中心。2021 年，公司在发展中国家迈出第一步，在墨西哥设立仓储中心，并设立本地运营团队。

图 17：公司仓储网络布局



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

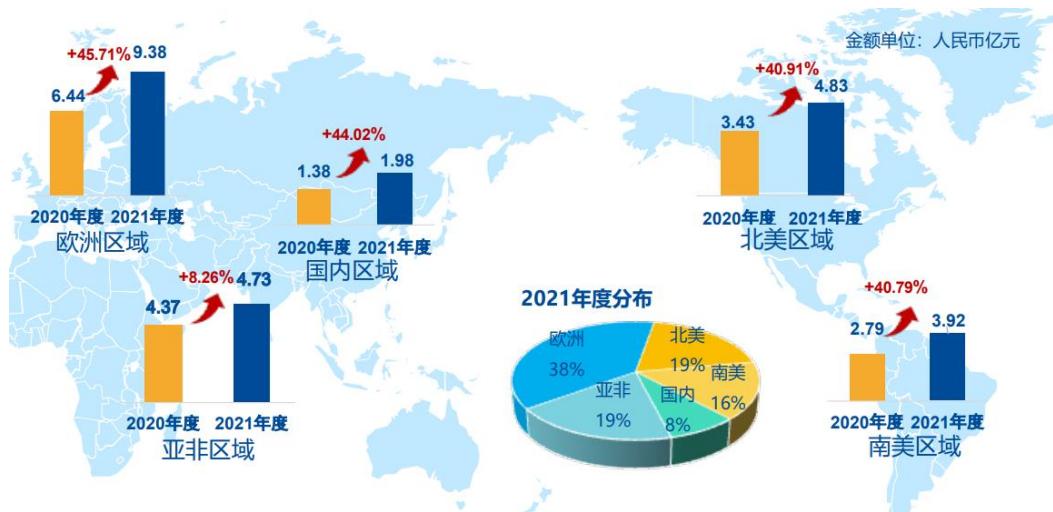
图 18：公司仓储网络布局



资料来源：信达证券研发中心

**客户结构均衡，抗风险能力强。**公司营销网络均衡覆盖海外 120 多个国家和地区，产品远销欧洲、北美洲、南美洲、亚洲、大洋洲和非洲六大洲，在美国、墨西哥、德国等多个国家地区有多支本土运营团队，战略建设目标是在全球汽车保有量最高的 20 个国家进行布点，布点后向周边地区辐射，涵盖全球 80% 以上的汽车保有量份额。

图 19：冠盛股份全球业务均衡布局



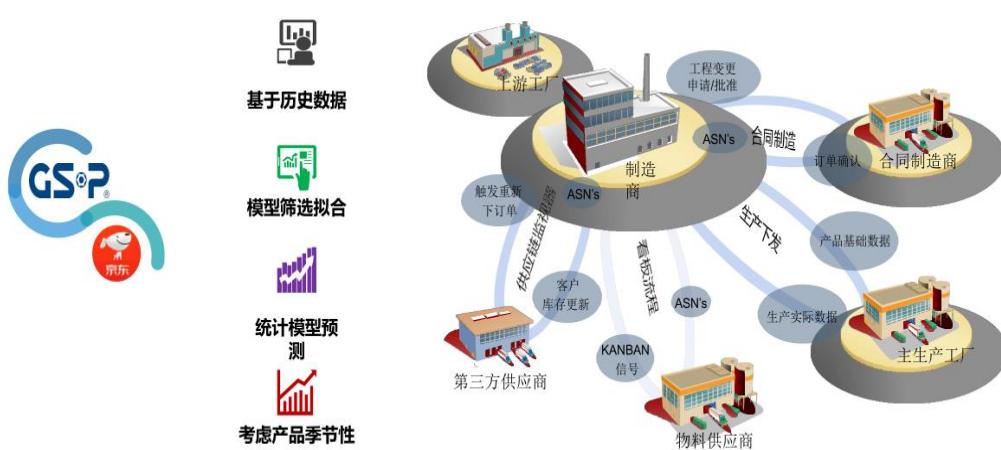
资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

**2022-2023 年公司发展中国家渠道步入收获期，优质盈利释放。**公司 2021 年在墨西哥等发展中国家的渠道布局已于 2022 年开始投入使用产生营收，公司新拓展产品线在存量渠道运行，渠道与仓储中心运营效率提高，规模效应显现；同时，22-23 年公司将会观察发展中国家渠道布局的收益兑现情况，同期海外渠道支出将放缓。综合来看，公司将于 22-23 年进入渠道布局收获阶段，迎来营收及净利润快速上升。

## 2.4 合作京东物流，打通端到端数智化供应链管理

**携手京东物流，打造端到端数智化能力。**公司最大的供应链中心，货物集散中心设在宁波港，基于京东在无人仓与物流方面深厚的积累，由京东全权运营管理。2021 年公司与京东达成战略合作，基于京慧系统大数据处理和 AI 智能手段精准预测下游客户端的需求和制造端的产排，大大提升库存管理能力，供应链效率。

图 20：冠盛股份与京东合作智能供应链



资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

### 三、汽车售后行业现状及展望

#### 3.1 售后市场规模大，竞争格局分散

汽车后市场规模大，需求稳中有升，供应格局分散。据 OICA（世界汽车组织）估算，2020 年全球汽车保有量为 14.91 亿台，随着全球汽车保有量与车龄稳步提升，汽车维修需求和零部件更换需求也同步增长，带动汽车后市场行业规模和利润稳步提升。汽车后市场由于目标客户比较分散，制造商直接对接流通环节（汽配零售店、汽车维修店、汽配连锁店），由于消费者的车型各异，车龄也不同，每个消费者的维修要求存在差异，市场格局较为分散。

#### 3.2 欧美汽车售后市场规模大，增长稳健

以美国为例，美国汽车保有量大且渗透率高，截至 2019 年底，美国汽车保有量约 2.8 亿辆，千人保有量约 850 辆，是全球主要经济体中汽车渗透率最高的国家。根据美国汽车售后配件供应商协会（Automotive Aftermarket Suppliers Association, AASA）统计，美国汽车售后维修服务市场总规模保持稳定的增长，从 2009 年的 2740 亿美元上升至 2019 年的 3,080 亿美元。

欧洲汽车后市场的发展阶段、特征等与美国市场较为类似，根据 ACEA（欧洲汽车制造商协会）统计，2019 年欧洲汽车保有量达到 3.42 亿辆，车龄平均已到达 11.5 年。随着欧洲汽车保有量的稳定增长、平均车龄的提高，欧洲汽车后市场未来将保持稳步增长。

欧美汽车后市场稳定增长的三个主要驱动因素包括：

- 1) 汽车保有量的增长；
- 2) 汽车总行驶里程的增加；
- 3) 平均车龄的增加导致每年维修保养需求增长。

##### 3.2.1 北美四大连锁

美国拥有四大汽配连锁，占据了行业约 30% 的份额，分别是 AutoZone、GPC (NAPA)、O'Reilly 与 Advance Auto Parts，其中 AutoZone 目前在全球拥有超过 6,400 家门店，其中美国门店约 5,800 家，墨西哥门店 600 家，还有少量门店位于巴西。GPC 是美国一家综合性零售企业，业务覆盖汽车零部件、工业配件，办公用品及电气和电子零件领域。O'Reilly 是美国市值最大、市场份额第三大的汽配零售公司，约占 6.7% 市场份额。Advance Auto Parts 是一家以汽车零部件为主营产品的大型零售商，提供原始设备制造商 (OEM) 和自有品牌汽车零件，配件，电池和维护项目，服务于 DIY 客户和维修厂 B 端客户。

表 7：2020 年度美国四大汽配连锁

美国全国型汽配商	门店数量	营业收入	净利润
AutoZone	6549 (全球)	126 亿美元	17.3 亿美元
NAPA	5862 (美国)	165.4 亿美元	-0.3 亿美元
O'Reilly	5616 (美国)	116.0 亿美元	17.5 亿美元
Advancce Auto Parts	4976 (全球)	101.1 亿美元	4.9 亿美元

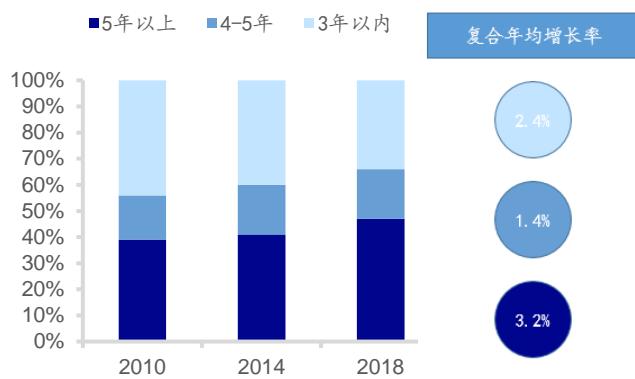
资料来源：信达证券研发中心整理

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

### 3.3 国内售后市场处于快速增长前夜，公司有望实现降维打击

国内售后市场处于快速增长前夜，政策支持下统一大市场有望逐步成型。1) 政策端：近年来政府各部门发布了一系列的政策法规以推动国内汽车后市场行业健康、快速地发展；同时，2) 供应端：国内汽车零部件生产供应链已日趋全面，制造成本低，就近供应能力强；3) 生产端：国内汽车车龄逐步提升，用车习惯逐步成熟，售后更换需求有望进一步向欧美靠近。截至 2022 年 3 月末，中国汽车保有量已达到 3.07 亿辆，售后市场潜力巨大。国内汽车售后领域有望形成统一市场并诞生“中国特色四大经销商连锁”。

图 21：中国汽车保有市场年龄结构分析



资料来源：《2020 中国汽车后市场白皮书》，信达证券研发中心

图 22：中国汽车后市场规模趋势



资料来源：《2020 中国汽车后市场白皮书》，信达证券研发中心

国内汽车售后市场尚未形成龙头，公司有望凭借售后出口经验及前瞻渠道布局形成降维打击。我们认为，售后市场关键决胜因素在于产品品类全、响应速度快、渠道布局全面及下沉，国内汽车零部件公司崛起路径可参考北美四大连锁中 O'reilly 发展路径，从品牌商开始不断拓品类并收购下游门店开启扩张。公司在国内已进行销售渠道前瞻布局（分销网点覆盖国内大部分省市区域）和供应链整合，有望迁移售后出口优势形成降维打击，凭借产品品类优势、响应优势、渠道布局先发优势在国内售后市场进入快速增长拐点后快速抢占市场。

## 四、国内：整车配套初有成效，驱动电机轴承前瞻布局

### 4.1 整车配套初有成效，驱动电机轴承前瞻布局

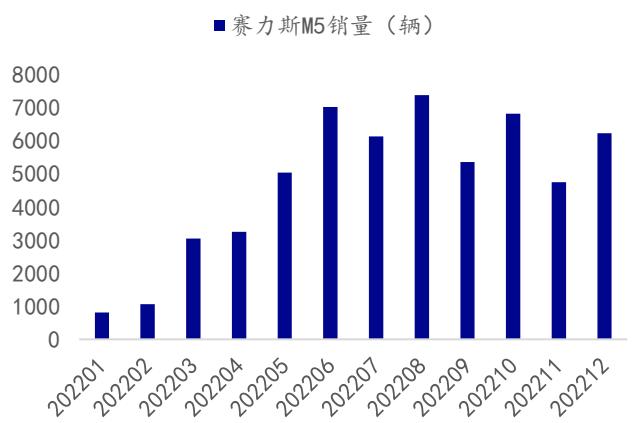
公司 2021 年整车配套初见成效，实现营业收入 0.51 亿元。1) 产线及产品矩阵复用：公司依托所打造出的一条柔性化生产线，将已有布局的产品线搬到新能源整车厂的配套中去；2) 对于新能源车出现的新的零部件需求进行提前布局：公司抓住新能源汽车替代传统燃油汽车的机遇。传统燃油汽车供应链封闭，新进入者难以切入；而随着新能源汽车行业造车新势力的崛起，公司可以通过与新势力合作切入供应链。此外，新能源部分零部件与传统燃油车存在差异，比如驱动电机轴承等，新技术也给了公司进入汽车供应链的机会。

#### 4.1.1 配套赛力斯 M5，不断开发潜在客户

前装配套赛力斯 M5、威马、东风物流车，供应传动轴总成。公司向赛力斯 M5 供应传动轴总成产品，产品标准化程度较高，已实现即时交付，传动轴总成产品单车价值量 500 元。据 Marklines，赛力斯 M5 车型 2022 年累计销量 56855 台。除赛力斯外，公司传动轴总成产

品配套威马新能源车型、东风汽车物流车等。其他新势力如小鹏、蔚来、理想、哪吒以及比亚迪等均在接洽当中，随着赛力斯放量、其他新势力客户开拓，公司有望迎来业绩双引擎的增长阶段。

图 23：赛力斯 M5



资料来源：Marklines, 信达证券研发中心

图 24：冠盛股份 OE 线驱动轴产品



资料来源：公司官网, 信达证券研发中心

#### 4.1.2 产线拓展，静待募投项目扩产

目前 OEM 与 AM 并线生产，静待募投项目智能工厂落地扩大 OEM 配套产能。通过柔性化管理，也能按订单实现多品种、小批量交付，也能高效地大批量制造，目前公司 OEM 配套生产在南京高淳智能制造工厂与售后产品并线生产，大概有 20 万方建筑面积的土地储备，目前已用大概 12 万方，可转债募投项目智能工厂（OEM 配套工厂）也会放在南京。可转债智能工厂建设周期在 24 个月左右，设备进场 6 个月，预计有望在 2025 年开始大规模出货。

### 4.2 布局新能源驱动电机轴承，高端轴承国产替代大有可为

轴承是“机械的关节”，驱动电机轴承作为高端轴承，技术壁垒高。轴承是承载轴的零部件，轴承用以引导轴的转动运动或移动运动，并承受由轴或轴上零件传递的载荷，是制造产业链中的关键机械零部件，并直接影响机械设备运转精度、性能和寿命 等，被称作“机械的关节”。驱动电机相当于传统车的发动机，将能源转化为驱动力，目前主流的驱动电机有集中式、轮边式和轮毂式三种形式。以轮毂式驱动电机为例，主要构成部分有：制动卡钳、制动碟、钟型密封圈、电容环、集成电力电子元件、单齿铸造定子、外置转子、轮毂轴承系统等，驱动电机轴承系统技术壁垒高。

图 25：轮毂式驱动电机分解示意图

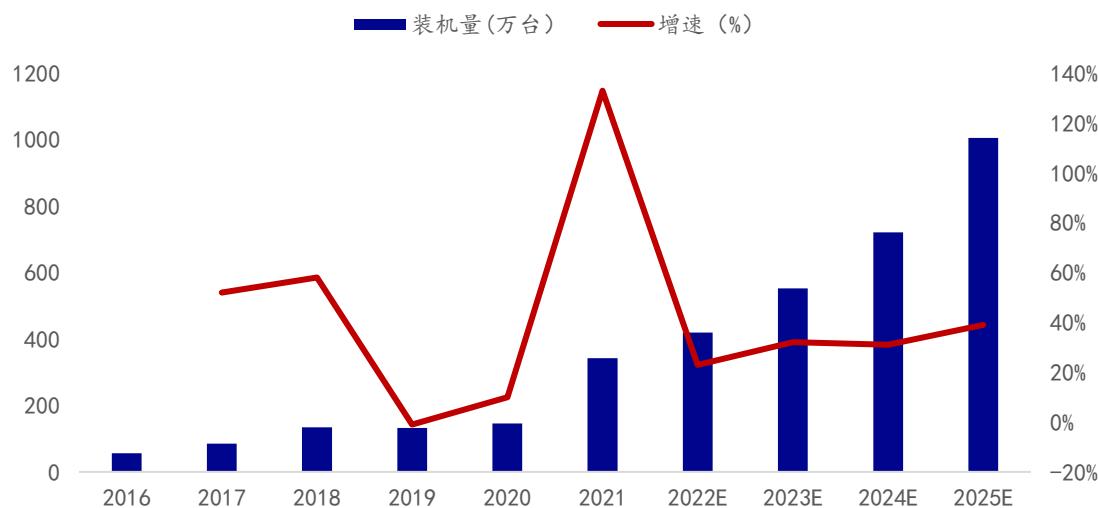


资料来源：Protean, 信达证券研发中心

- 1) **集中式驱动电机：**市场主流是集中式驱动电机+传统车桥。集中式驱动电机与传统车桥最为相似，在驱动车轮时候必须要通过过渡零部件，如减速器、传动轴等。
- 2) **轮边式驱动电机：**轮边式结构至少需要两台驱动电机，分别布置在车桥的两侧，通过侧减速器和轮边减速器实现减速增扭来驱动单个车轮。轮边驱动电机可以直接装在车轮边上，无需考虑太多的抗扭变形等因素，可以将底盘做得非常平坦，车身也可以更富有变化。
- 3) **轮毂式驱动电机：**轮毂电机就是将驱动电机、减速器等装在轮毂中，结构小巧，省去了差速器、半轴以及变数装置，提高传动效率。

**比亚迪引领配套，驱动电机市场增速快，带动驱动电机轴承市场扩容。**国内 2016-2021 年驱动电机装配率快速提升，以集中式驱动电机为主。2023 年 1 月 5 日，比亚迪正式发布可量产于仰望品牌上的易四方技术，将轮边电机技术正式带入乘用车的量产环节，我们认为以比亚迪为首的自主品牌有望引领新一轮的汽车技术变革，驱动电机应用将从集中式驱动电机扩展至轮边式驱动电机、轮毂式驱动电机等，市场装配率和配套价值量均有望迎来快速增长。

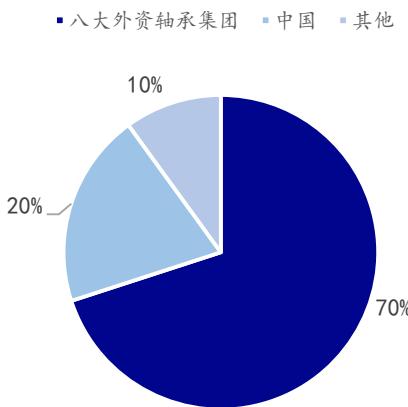
图 26：国内 2016-2021 年新能源车驱动电机装机量及增长预测



资料来源：观研报告网，信达证券研发中心

目前外资占垄断地位，公司有望以价格优势在驱动电机轴承领域实现国产化替代。驱动电机轴承（及其他高端轴承）目前主要被欧美日外资垄断，2020 年全球市场份额中，瑞典斯凯孚 SKF、德国舍弗勒（旗下有 INA、FAG）、日本 NSK、NTN、Minebea、Nachi、JTEKT (Koyo+Toyoda) 和美国 TIMKEN 八家跨国轴承生产商约占 70%，中国轴承企业的份额占比仅 20%，且主要集中在中低端产品。公司与国机精工合作生产驱动电机轴承，产品毛利有望达到 20%以上，预计终端价格将为外资产品的一半，国产替代潜力巨大。

图 27：2022 年高端轴承领域外资占垄断地位



资料来源：中国报告大厅，信达证券研发中心

## 五、公司业绩持续向好，看好盈利能力稳步提升

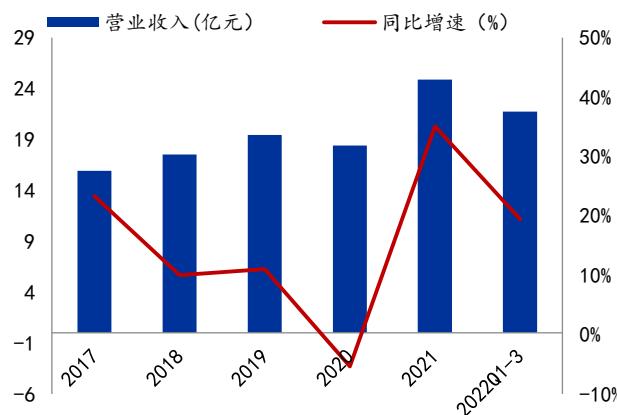
### 5.1 营收稳中向好，净利润高速增长

营业收入稳中向好，重回正增长。2020 年至 2022 前三季度公司营业收入分别为 18.4、24.9、21.7 亿元，同比增长-5%、+35%、19%。公司自成立以来营收复合增速 15%以上，近年来营收增速处于历史较好阶段。

业绩快速反弹，22 年净利润大幅增长。2020 年至 2022 年（业绩预告中枢）公司实现归母净利润 0.9、1.2、2.3 亿元，同比-23%、+27%、99%。2022 年公司业绩高速增长，**OE** 业务体量尚小，主要来自售后市场净利润端快速增长：1) 发展中国家新建渠道开始放量；2) 新产品线高增速高毛利；3) 钢材等原材料成本回落；4) 汇兑收益。

我们认为随着公司 **OE** 业务体量扩大，售后市场疫情对供应链囤货和运输的不利影响逐渐减弱，更多产品线有望在存量渠道放量，公司营收及利润有望迎来持续增长。

图 28：公司历年收入&amp;同比增速



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 29：公司历年归母净利润&amp;同比增速



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

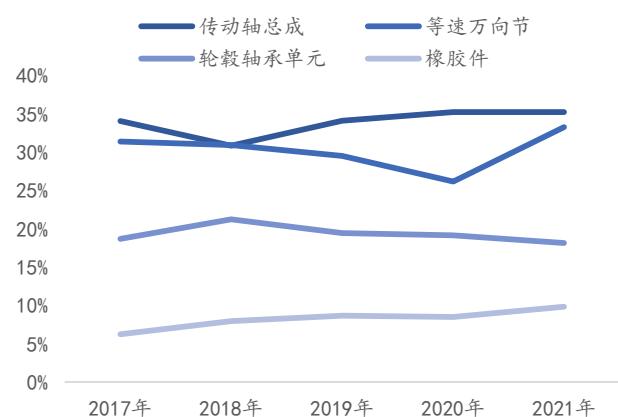
总成产品更受市场青睐，悬架减震、减振器等新产品线高速增长。分产品看，传动轴总成产品贡献最多营收，占比持续提升。等速万向节是传动轴总成的组成部分之一，出于安全性、便捷性和费用成本等方面的考虑，大部分消费者更愿意成套更换。橡胶件产品占比提升快速，2021 营收占比已近 10%。公司在 2021 年扩充产品线，新增悬架转向系列和减振器系列两大产品线，2021 年两条新产品线合计贡献营收占比 7.7%，其中减振器系列营收增速达 60.1%，悬架转向系列增速达 66.0%。

图 30：公司主要营业收入拆分 (万元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 31：公司各业务营收占比

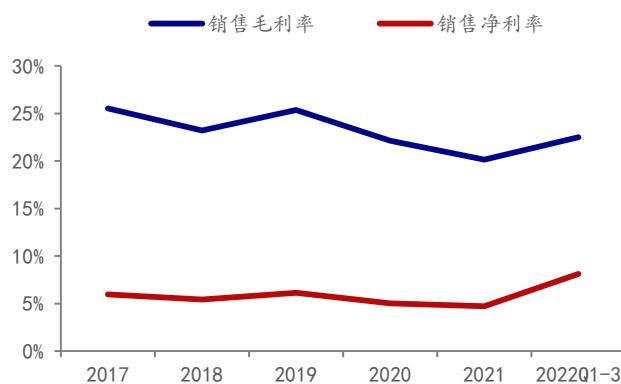


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

## 5.2 毛利率水平总体平稳，22 年恢复并实现提升

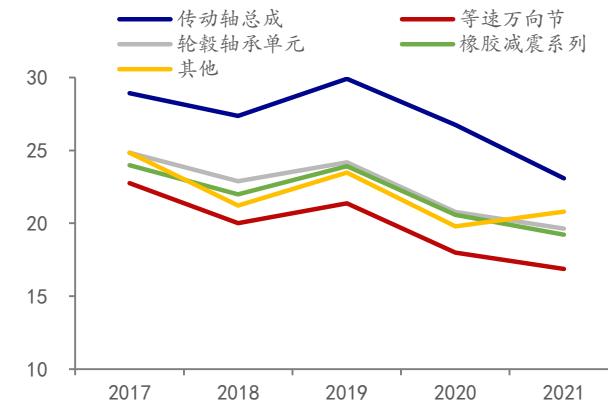
售后市场整体毛利率较高，22 年利润率恢复并实现提升。公司业务主体为售后市场配套业务，整体毛利率水平较高，在 20-25% 之间，净利率水平稳定，在 5% 左右。2021 年由于钢材价格上涨，公司在墨西哥等地渠道布局固定成本及半固定成本增加，公司毛利率略有下探；2022 年前三季度原材料价格企稳回落，公司渠道布局完成，新产品线贡献利润，毛利率升至 22.5% 左右，同比提升 2.4 pct；净利率升至 8.1%，同比提升 3.7pct。

图 32: 公司销售毛利率及净利率 (%)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 33: 公司分产品线毛利率 (%)



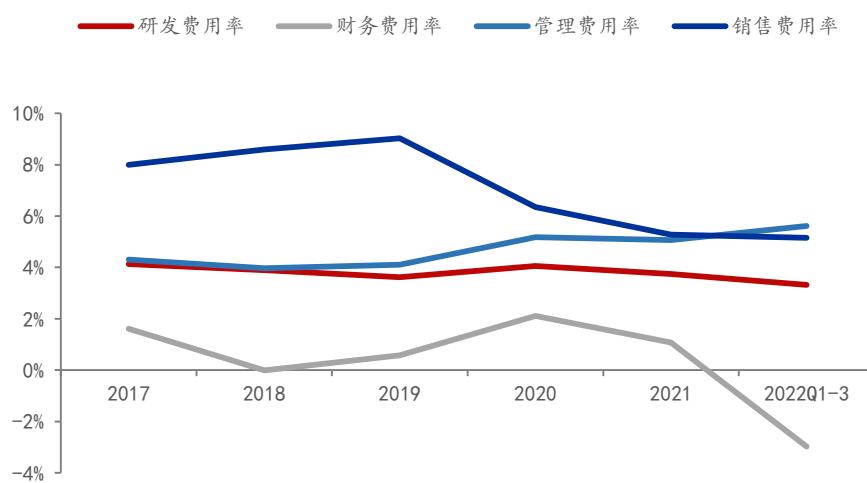
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

### 5.3 公司费用率稳中有降, 看好公司盈利能力继续提升

**销售费用**随着新产品品类加载有所摊薄。公司期间费用率稳中有降, 由于公司成本主要在渠道布局, 销售费用率随着销售规模提升有所摊薄, 而前期投入的这部分成本不会随着收入的增长同比例的增长, 我们看好公司盈利能力继续提升。

**22H1 暂停汇率套保, 形成汇兑收益。**公司 2022 年汇兑收益是由于在 22H1 人民币贬值趋势明确, 公司临时停止套保所得, 公司目前已重新恢复汇率套保, 坚持汇率中性原则, 汇率变动对公司净利润整体影响较小。

图 34: 公司历年费用率 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 六、盈利预测、估值

### 6.1 盈利预测

**核心假设:** 我们预计 2022-2024 年公司 1) 售后业务营收增速 23%、19%、20%, 毛利率 20.5%、21.0%、22.0%; 2) 整车配套业务增速 70%、70%、65%, 毛利率 18.0%、18.3%、

18.5%。

主要基于以下考虑：

- 1) 售后市场终端需求稳定，传统产品线增速继续保持 15%+。
- 2) 2022-2023 年公司渠道支出暂缓，促利润率上升，2024 年公司再次开始海外渠道铺设。
- 3) 近 2-3 年产品线加载将会完成，近 2-3 年 AM 新拓展产品线增速高于 30%，新拓展外采产品线利润率较传统产品高 1-2pct，达 21%-24%。
- 4) OEM 市场从零到一快速突破，21 年增速 139%，由于基数较小，22-24 年继续保持快速增长，规模效应下毛利率逐年提升。

我们预计公司 2022-2024 年营业收入 32、39、47 亿元，归母净利润 2.3、3.0、3.8 亿元，同比增长 96%、32%、24%，对应 PE 14/10/8 倍。

表 8：冠盛股份盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入(百万)	1,945.49	1,841.17	2,487.14	3200	3881	4742
增长率(%)	11.02%	-5.36%	35.09%	28.7%	21.3%	22.2%
归母净利润(百万)	119.4	92.24	117.25	230	303	375
增长率(%)	25.46%	-22.74%	27.11%	95.9%	31.8%	23.8%
PE	--	37	21	14	10	8

资料来源：wind，信达证券研发中心

我们考虑到未来三年公司归母净利润预计复合增速大于 20%，以及市场零部件出海标的稀缺性，我们认为公司估值有较大的成长空间。给予“买入评级”。

## 七、风险因素

- 1) **海外售后市场增速不及预期：**公司业务海外后市场占比高，但同时海外售后市场终端需求较难预测，公司主业售后市场增速较难准确预测，且受到海外经济波动、终端用户偏好等影响。
- 2) **公司整车配套市场客户拓展不及预期：**公司在前装市场整车配套方面仍处于起步阶段，主机厂客户粘性尚较低，且主机厂客户供应商壁垒较高。
- 3) **渠道开拓不及预期：**公司近年来于发展中国家新设销售渠道，且后续有望在发达国家进一步做深渠道，但海外渠道涉及仓储、人员、市场等多方面因素，公司渠道建设与实际回报或不及预期。
- 4) **新拓产品线营收增速不及预期：**公司近年来在传统业务线（轮毂轴承单元、等速万向节、传动轴总成）基础上新拓展了悬架转向、橡胶减振等产品线，未来有望进一步拓展底盘系统及其它汽车系统产品线，公司未来营收增速有赖于新拓产线放量。

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元	
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,853	2,069	2,768	2,913	3,866		营业总收入	1,841	2,487	3,200	3,881	4,742
货币资金	618	622	469	779	657		营业成本	1,434	1,986	2,480	2,988	3,661
应收票据	0	0	0	0	0		营业税金及附加	9	12	12	16	19
应收账款	363	439	708	681	1,019		销售费用	117	131	162	194	237
预付账款	14	36	95	84	103		管理费用	95	126	180	213	261
存货	429	620	861	616	1,195		研发费用	75	93	106	128	156
其他	429	352	636	754	893		财务费用	39	27	-2	1	-1
非流动资产	410	556	668	669	682		减值损失合计	-10	-11	-7	-10	-10
长期股权投资	0	2	2	2	2		投资净收益	4	31	0	4	5
固定资产(合计)	329	317	342	349	361		其他	36	-1	19	18	32
无形资产	37	52	52	57	66		营业利润	102	131	274	352	435
其他	44	185	272	261	253		营业外收支	1	2	2	0	1
资产总计	2,264	2,625	3,436	3,582	4,548		利润总额	104	134	276	352	436
流动负债	845	1,040	1,633	1,455	2,007		所得税	12	17	46	49	61
短期借款	40	0	113	113	113		净利润	92	117	230	303	375
应付票据	214	254	583	247	566		少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	486	590	642	769	940		归属母公司净利润	92	117	230	303	375
其他	105	195	295	327	389		EBITDA	168	184	339	421	503
非流动负债	45	106	142	162	202		EPS(当年)(元)	0.69	0.73	1.39	1.83	2.26
长期借款	4	0	0	0	0							
其他	42	106	142	162	202							
负债合计	891	1,146	1,775	1,617	2,209							
少数股东权益	0	0	0	0	0							
归属母公司股东权益	1,373	1,479	1,661	1,964	2,339							
负债和股东权益	2,264	2,625	3,436	3,582	4,548							
重要财务指标					单位:百万元							
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
营业收入	1,841	2,487	3,200	3,881	4,742							
同比(%)	-5.4%	35.1%	28.7%	21.3%	22.2%							
归属母公司净利润	92	117	230	303	375							
同比(%)	-22.7%	27.1%	95.9%	31.8%	23.8%							
毛利率(%)	22.1%	20.2%	22.5%	23.0%	22.8%							
ROE%	6.7%	7.9%	13.8%	15.4%	16.0%							
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.71	1.39	1.83	2.26							
P/E	31.85	25.06	12.79	9.70	7.84							
P/B	2.14	1.99	1.77	1.50	1.26							
EV/EBITDA	17.02	10.06	7.83	5.63	5.03							

## 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。

王欢，信达汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，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。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

## 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	hanqiu Yue@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	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@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	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	jiali@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	liyun@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准20%以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	<b>看涨：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 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。