

保隆科技 (603197. SH)

单三季度归母净利润同比增长 70%，公司与蔚来达成战略合作

买入

核心观点

2023 年单三季度归母净利润同比增长 70%。保隆科技 2023 年前三季度实现营收 42 亿元，同比+29%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比+195%；单季度看，23Q3 收入 15 亿元，同比+34%，环比+8%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比+195%，环比+70%。公司营收及业绩同比迅速增长原因主要为空气悬架、传感器等新业务快速成长，TPMS（胎压监测系统）等成熟业务进一步获取市场份额。

三季度归母净利率同比提升 5.56pct。23Q3 公司销售毛利率 28.15%，同比 -0.21pct，环比 +0.76pct，或受益于新业务规模效应显现及海外回暖带来产能利用率改善；公司持续降本增效，23Q3 归母净利率 10.07%，同比 +5.56pct，环比 +3.71pct。向后展望，Q4 传统车市旺季，客户车型销量增长叠加新业务车型量产爬坡，公司预计延续 Q3 成长趋势，空悬及传感器贡献主要增量。

传统业务持续发力，公司份额业内领先。1) TPMS 标配产品，公司 22 年 3808 万只发射器销量稳居高位。2) 气门嘴及平衡块市场需求平稳，公司是全球最大轮胎气门嘴企业之一，完成 TPMS 气门嘴前瞻布局。3) 金属管件核心从排气管转向新能源，推出液冷板等新产品，收入此消彼长。

保隆空气弹簧占据国内 13%市场份额，空悬市场规模 25 年有望至 240 亿元。公司复用气门嘴橡胶能力，12 年开始做皮囊，17 年切入乘用车空簧，自主掌控配方、混炼、压延、成型、硫化、装配全工艺链，覆盖空簧、电控减振器、控制系统、储气罐等全系统开发能力。22 年配套高端新能源乘用车空气弹簧超 4.6 万台套，市场份额 13%，已披露在手订单超 61 亿元。军备竞赛+国产化降本，25 年国内乘用车空悬有望交付 300 万台，市场规模 240 亿元。

保隆形成 6 类 40 种车身传感器布局，2023 年上半年收入超 2 亿元。公司自研+并购形成压力类、光学类、速度类、位置类、加速度类、电流类 6 个品类、40 多种产品布局，覆盖传感器平均单车价值量约 1000 元。

保隆切入环境传感器+域控，完善智驾感知、规划布局。公司智能驾驶业务布局毫米波雷达、摄像头、超声波雷达等，4D 毫米波雷达预计 24Q1 量产。与领目科技成立合资公司布局域控，行泊一体域控制器预计今年 9 月量产。

风险提示：中美贸易风险、TPMS 降价风险、智能驾驶业务不及预期的风险。

投资建议：TPMS 龙头企业，维持“买入”评级。公司是全球 TPMS 龙头企业，空悬、智能驾驶、传感器等业务发展迅速，在手订单充足，我们上调盈利预测，预计 23-25 年公司净利润 4.29/6.33/8.54 亿元（前次预测数值为 3.94/5.38/7.15 亿元），对应 PE 为 30/20/15 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,898	4,778	6,026	7,938	9,916
(+/-%)	17.0%	22.6%	26.1%	31.7%	24.9%
净利润(百万元)	268	214	429	633	854
(+/-%)	46.5%	-20.2%	100.2%	47.8%	34.9%
每股收益(元)	1.29	1.03	2.05	3.03	4.09
EBIT Margin	8.5%	8.4%	11.2%	12.1%	12.9%
净资产收益率(ROE)	12.2%	8.6%	16.5%	22.9%	28.7%
市盈率(PE)	47.6	60.0	30.0	20.3	15.0
EV/EBITDA	32.1	28.8	19.8	14.9	12.0
市净率(PB)	5.81	5.14	4.93	4.65	4.31

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

66.15 元

总市值/流通市值

14012/13823 百万元

52 周最高价/最低价

67.55/37.50 元

近 3 个月日均成交额

154.98 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《保隆科技 (603197.SH) -2023 年上半年营收同比增长 27%，股权激励彰显信心》——2023-09-01

《保隆科技 (603197.SH) -单二季度归母净利润增长 328%~439%，空悬产能快速扩建》——2023-07-18

《保隆科技 (603197.SH) -一季度净利润同比增长 110%，智能化新业务快速放量》——2023-05-04

《360 环视摄像头项目定点，看好公司 ADAS 业务成长性》——2022-03-02

2023年单三季度归母净利润同比增长70%。保隆科技2023年前三季度实现营收41.55亿元，同比+29%；实现归母净利润3.39亿元，同比+195%；单季度看，23Q3收入15.39亿元，同比+34%，环比+8%；实现归母净利润1.55亿元，同比+195%，环比+70%。公司营收及业绩同比迅速增长原因主要为空气悬架、传感器等新业务快速成长，TPMS等成熟业务进一步获取市场份额。

图1：保隆科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



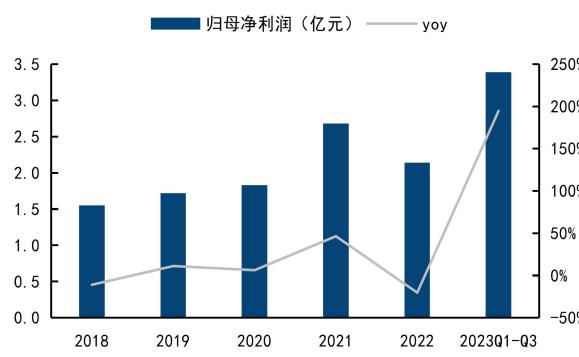
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：保隆科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



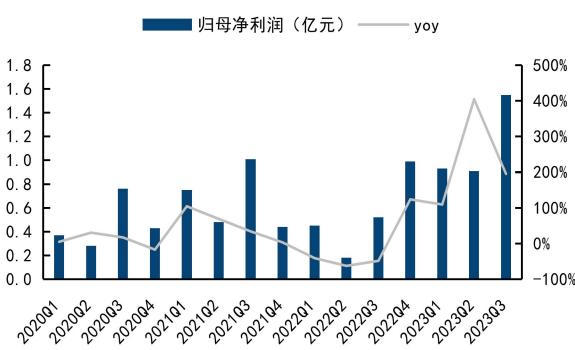
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：保隆科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



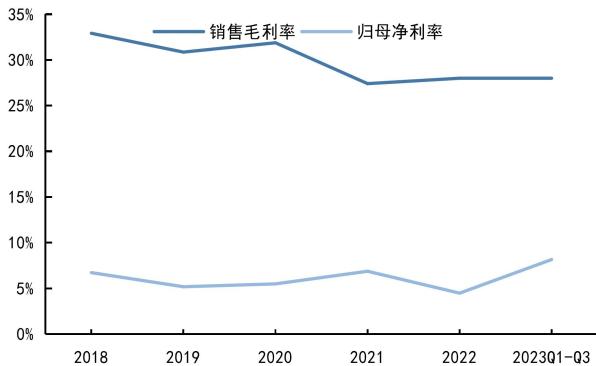
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：保隆科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

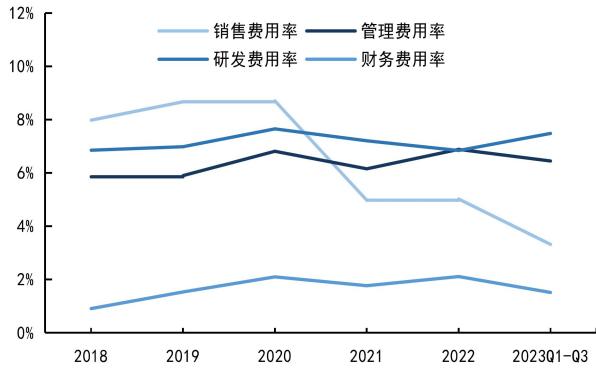
三季度归母净利率同比提升5.56pct。23Q3公司销售毛利率为28.15%，同比-0.21pct，环比+0.76pct。23Q3公司归母净利率为10.07%，同比+5.56pct，环比+3.71pct。归母净利率同环比大幅提升原因在于公司营业收入大幅增加及出售所持有部分参股公司股权。销售/管理/研发费用率分别2.08%/6.24%/7.47%，同比分别-2.6/-0.87/+0.19pct，环比分别-1.98/+0.01/+0.06pct，营收大幅增长，公司期间费用率显著下降。

图5: 保隆科技毛利率及净利率情况 (单位: %)


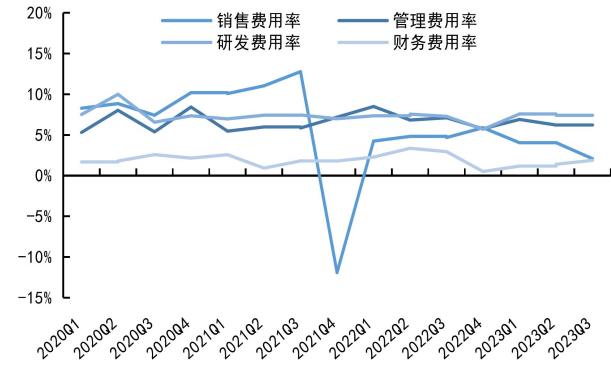
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 保隆科技单季毛利率及净利率情况 (单位: %)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 保隆科技四项费用率情况 (单位: %)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 保隆科技单季度四项费用率情况 (单位: %)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

和蔚来签订战略合作框架协议，关注传感器领域。10月30日，保隆公告与蔚来汽车签订《战略合作框架协议》，针对双方空气弹簧、储气罐、TPMS、轮速传感器，光雨量传感器产品展开全方位战略合作，在速度位置角度类传感器、电流传感器、加速度传感器、摄像头类产品和雷达产品等进行合作探讨，共同挖掘在车身及环境传感器维度加深合作的创新机会，进一步拓展保隆强势产品线客户布局。

保隆科技空悬已披露在手订单超61亿元，具备供应链集成空气悬架能力。保隆科技2017年进入乘用车空气弹簧领域，目前已实现配方、混炼、压延、成型、硫化、装配全工艺链自主掌控，通过长期的研发和生产实践，覆盖空气弹簧、电控减振器、控制系统、储气罐、悬架高度传感器、车身加速度传感器多个产品核心技术体系，具备全系统开发能力，与国内外成熟车企如大众、奥迪、保时捷、宝马、奔驰、丰田、上汽、东风、长安、一汽等，电动车龙头企业如比亚迪、蔚来、小鹏、理想、零跑、合众等，知名一级零部件供应商如佛吉亚、天纳克、博格华纳、马瑞利等建立长期、稳定供货关系。

表1：保隆科技空悬系统部分定点

公告日期	定点产品	配套详情	预计量产时间	生命周期总金额(亿元)	生命周期
2023年9月	空气悬架系统	国内某自主品牌主机厂全新平台项目	2025年上半年	4.7	5年
2023年9月	储气罐	自主品牌车企2个车型	2025年1月	2	5年
2023年5月	空气悬架系统储气罐	全球高端品牌车企	2025年6月	1.3	8年
2023年2月	空气悬架系统储气罐	欧洲某高端品牌主机厂全新全球平台项目	2025年上半年	2.3	9年
2023年1月	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某合资汽车品牌主机厂全新平台项目	2025年上半年	2.4	7年
2022年11月	空气悬架系统前后双腔空气弹簧	国内某新能源车头部品牌主机厂全新平台	2023年10月	23	7年
2022年10月	空气悬架系统空气供给单元	国内某头部自主品牌主机厂三个车型平台	2024年初	13	5年
2022年5月	空气悬架系统储气罐	国内某新能源车头部品牌主机厂全新平台	2023年上半年	1.5	5年
2021年12月	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某新能源车头部品牌主机厂另一全新平台项目新车型	2024年1月	4.6	6年
2021年10月	空气悬架系统前后空气弹簧	国内某新能源车头部品牌主机厂全新平台	2023年3月	1.72	6年
2021年8月	每车4个空气弹簧	国内新能源汽车龙头企业的平台化项目	2022年11月	超2.5亿元	-
2020年8月	前空气弹簧减振器支柱总成、后独立空气弹簧总成	蔚来ET7	2021年底	超2亿元	-

资料来源：公司公告，公司官微，国信证券经济研究所整理

空气悬架市场规模持续提升，公司业绩增长空间广阔。根据高工汽车数据，前装标配空气悬架新车均价从2021年的57.52万元下降至2022年的55.33万元。2022年中国乘用车市场搭载空悬配置数量为28.01万台，渗透率约为1%。预计随国内供应商加速量产、高阶自动驾驶进一步催化，2025年中国市场乘用车空悬系统年搭载交付规模有望冲刺300万台，假设单车价格8000元，对应市场规模约240亿元。公司空气悬架系统集中在高端新能源汽车市场，2022年配套出货的高端新能源乘用车空气弹簧产品超过4.6万台套，并获得多家车企的新项目定点。2023年在手项目量产落地，公司产品规模、营收、业绩同步增长。

表2：国内生产的配置智能悬架系统的车型

整车企业	车型	级别	上市时间	价格[万元]
蔚来	ES8	中大型 SUV	2017.12	44.8-54.8
	ES6	中型 SUV	2018.12	35.8-54.8
	EC6	中型 SUV	2020.07	36.8-53.6
	ET7	中大型轿车	2021.01	45.8-53.6
	ES7	中大型 SUV	2022.06	43.8-51.8
	EC7	中大型 SUV	2022.12	45.8-54.8
理想	L9	大型 SUV	2022.06	45.98
	L8	中大型 SUV	2022.09	33.98-39.98
	L7	中大型 SUV	2022.09	31.98-37.98
岚图	FREE	中大型 SUV	2021.06	33.36-37.36
	梦想家	中大型 MPV	2022.05	36.99-68.99
	追光	中大型轿车	2023.04	32.29-38.59
极氪	001	中大型轿车	2021.04	29.9-38.6
	009	中大型 MPV	2022.11	49.9-58.8
高合	HiPhi X	中大型 SUV	2020.09	62-80
	HiPhi Z	中大型轿车	2022.08	61-63
小鹏	G9	中大型 SUV	2022.09	30.99-46.99
腾势	N7	中型 SUV	2023.07	30.18-37.98
红旗	HS7	中大型 SUV	2019.07	34.98-45.98
	H9	中大型轿车	2020.08	30.98-53.98
北京	E-HS9	大型 SUV	2020.12	50.98-72.98
	BJ90	大型 SUV	2020.07	69.8-99.8
	09	中大型 SUV	2021.10	23.79-29.29
大众	辉昂	中大型轿车	2019.01	34.0-63.9
	V级	中大型 MPV	2020.09	47.80-62.98
奔驰	C级新能源	中型轿车	2022.08	29.73-40.56
	E级新能源	中大型轿车	2019.11	50.98
沃尔沃	XC60 新能源	中型 SUV	2020.01	52.79-60.59
	飞行家	中大型 SUV	2020.07	50.98-75.98

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

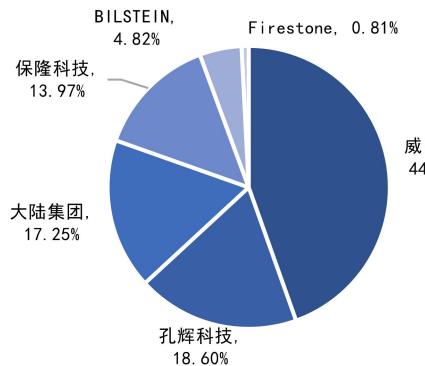
公司在手订单充足，2次扩产新增428万件空簧产能逐步释放。保隆科技空气悬架及其零部件业务已获理想、蔚来、比亚迪等多家国内外知名主机厂多款平台车型空气悬架系统项目定点，订单需求释放迅速，将于2026年进入高峰年份，预计当年出货空气弹簧控减振器总成及独立式空气弹簧316万支，储气罐等其他产品221万支。为满足在手订单需求，公司于2022年/2023年两次投建新产能以满足已有订单产能释放，预计2028年在建产能完全释放后实现484万支空气弹簧减振器总成及独立式空气弹簧/100万支空气供给单元(ASU)/104万支悬架控制器/270万只储气罐和432万支商用车空簧产能需求。至2026年规划产能预计覆盖89%的现有空气弹簧减振器总成及独立式空气弹簧、18%空气供给单元、6%悬架控制器及123%储气罐订单需求。

表3：保隆科技空悬系统部分定点

产品	项目	2023年上半年产能年化	2026年	2027年	2028年-
空气弹簧减振器总成及独立式空气弹簧	年新增150万只智能电控减振器项目	-	120	150	150
	本次募投项目	-	181	216	278
	定点需求合计	63.05	316.34	250.06	145.76
	覆盖比例	112.59%	88.61%	59.26%	30.12%
空气供给单元(ASU)	合计	56	357	422	484
	本次募投项目	-	25	50	100
	定点需求合计	-	4.5	4.5	4.5
	覆盖比例	-	18.00%	9.00%	4.50%
悬架控制器	合计	-	25	50	100
	本次募投项目	-	42	62	104
	定点需求合计	1.2	2.4	2.1	1.7
	覆盖比例	-	5.71%	3.39%	1.63%
储气罐	合计	-	42	62	104
	本次募投项目	-	170	190	270
	定点需求合计	13.11	214.32	208.91	177.25
	覆盖比例	327.75%	123.17%	107.69%	64.69%
商用车空簧	合计	4	174	194	274
	本次募投项目	-	115	151	312
	合计	120	235	271	432

资料来源：公司公告，公司官微，国信证券经济研究所整理

保隆科技复用气门嘴积累的橡胶能力，空气弹簧市占率13%。空气悬架核心构成包括空气弹簧、减振器、空气供给单元、ECU等硬件与控制系统软件。其中空气弹簧单车价值量在3000元左右，单车价值量较高，存在人才、橡胶技术、专利等多方面壁垒。①全球范围内空气弹簧相关人才并不多，中国对空气悬架的研究起步晚于国际，人才更为稀缺。②空气弹簧行业长期受国外供应商垄断，橡胶配方等诸多材料存在专利壁垒。③空气弹簧是易损耗部件，对耐久性、可靠性有非常高要求，成型工艺、装配工艺均存在难点。一方面，目前行业内很多公司尚未掌握开发验证标准，比如空气弹簧最关键的橡胶件皮囊就需要大量原材料及生产工艺的技术经验积累，橡胶离散度大，从配方开发、硫化工艺等需要更多排列组合和大批量的疲劳试验；另一方面，空气弹簧扣压工艺难度高，存在技术难点，保隆科技从2012年开始做皮囊，10年橡胶工艺经验+空簧压扣工艺花费千万元资金经历三年才取得技术突破。目前乘用车空簧市场几乎被大陆、威巴克两家垄断，国内只有孔辉科技（未上市）和保隆科技拿到部分乘用车项目。

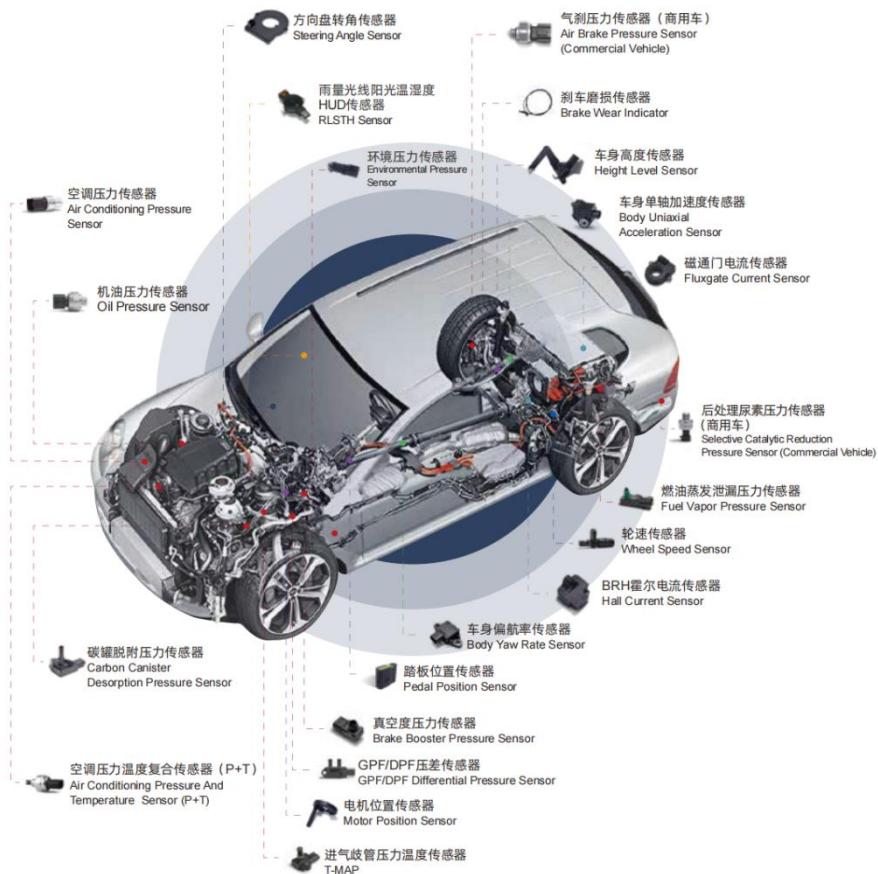
图9: 2022年中国乘用车空气弹簧竞争格局


资料来源：高工智能汽车，国信证券经济研究所整理

图10: 空气弹簧技术壁垒


资料来源：盖世汽车，国信证券经济研究所整理

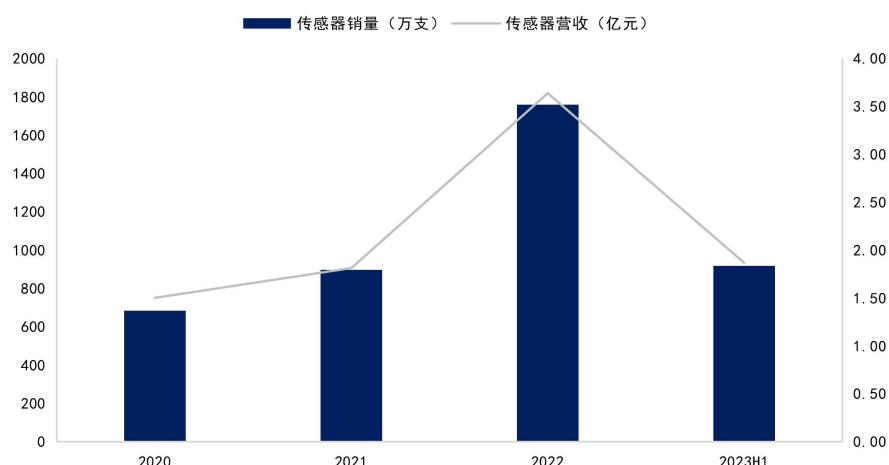
自研+并购，保隆形成 6 类 40 种传感器布局。保隆科技 2009 年开始研发压力传感器，2017 年收购主攻速度类和位置类传感器常州英孚；2018 年收购擅长刹车磨损传感器和变速箱位置传感器德国 PEX，2022 年收购上海龙感和常州英孚，增强速度位置类传感器能力。目前已形成汽车压力类、光学类、速度类、位置类、加速度类、电流类等 6 个品类、40 多种产品，覆盖传感器平均单车价值量约 1000 元。

图11: 保隆科技车身传感器产品布局


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

优质客户结构助力公司销量高增，2023年上半年收入同比增长49%。公司产品覆盖全面、技术成熟、质量可靠，拥有上海浦东、上海松江及匈牙利（2022年开始建设，拟2023年初启动运行）三个主要生产基地的全球化布局，陆续获得上海通用、长安马自达、东风日产及长安、奇瑞、一汽、东风、广汽、五菱、比亚迪等品牌定点。传感器销量快速增长，从2020年1.5亿元提升到2023年上半年1.8亿元，2023年上半年叠加配件收入超2亿元，同比增长48.75%。

图12：公司车身传感器出货量快速增长



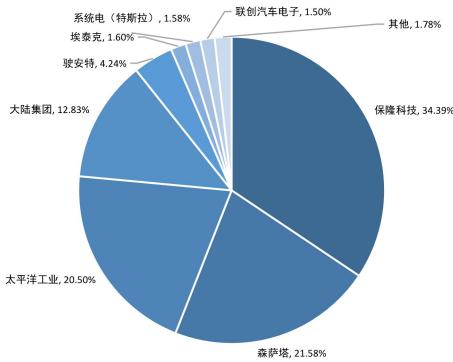
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

TPMS业务前装政策驱动，公司稳居国内份额第一。2017年发布的《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》强制要求2019年1月1日起中国市场所有新认证乘用车必须安装TPMS：自2020年1月1日起，所有生产的乘用车开始实施强制安装，据此我们假设中国乘用车前装TPMS自2019年开始渗透率为60%、90%、100%，2021年及之后渗透率维持100%不变，根据保隆科技披露数据计算TPMS发射器单价在40元左右，按照单车配备4个发射器，中国TPMS发射器业务市场规模有望在2023年达到39亿元，之后将伴随乘用车销量同步增长。

保隆科技TPMS项目从2006年正式实现量产，2009年被特斯拉确定为TPMS产品唯一定点供应商，并为2010款Roadster跑车提供配套。2019年1月，保隆科技与德国霍富合资公司保富电子正式运营，专业经营TPMS产品，合并当年保富中国生产TPMS发射器约1100万支，同比增长25%，公司业务飞速发展。至2022年末，公司TPMS业务收入14.76亿元，当年共销售TPMS发射器3808万只。

图13: 中国前装 TPMS 发射器市场份额


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图14: 2021 年中国前装 TPMS 市场竞争格局


资料来源：高工智能汽车，国信证券经济研究所整理

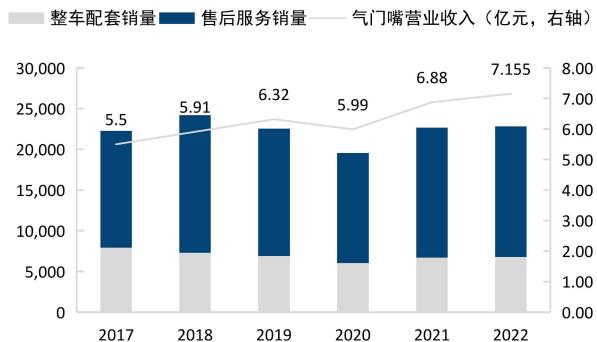
切入 ADAS 领域，公司增加传感器+域控完善布局。除车身传感器之外，公司从 2013 年切入智能驾驶产品，布局毫米波雷达、摄像头、超声波雷达等环境传感器，其 4D 毫米波雷达从 2021 年开始研发，目前已进入优化调试阶段，预计今年 8 月会对外开展客户推广，预计 2024 年第一季度实现量产。并且保隆科技布局域控制器产品，根据车东西消息，公司和黑芝麻合作，黑芝麻提供华山系列芯片，保隆作为 Tier1 将芯片整合在域控制器内，与其余传感器、算法等软硬件一起打包交付给车企，ADAS 行泊一体域控制器预计今年 9 月量产，进一步拓展业绩增量。

图15: 公司 ADAS 业务布局


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

气门嘴及平衡块市场需求平稳，公司行业地位领先。轮胎气门嘴是轮胎的核心零部件之一，作为轮胎充放气的阀门，对轮胎充气和防止胎内空气外泄至关重要。轮胎气门嘴主要分为卡扣式气门嘴（橡胶嘴为主）和压紧式气门嘴（金属嘴为主）。近几年来随着 TPMS 的广泛应用，TPMS 气门嘴逐渐在乘用车上使用，成为新的业务增长点。2022 年，公司轮胎气门嘴业务销量 2.3 亿只，气门嘴及配件营收 7.2 亿元，是全球最大的轮胎气门嘴企业之一，主要销往售后服务市场。

图16: 公司气门嘴销售情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

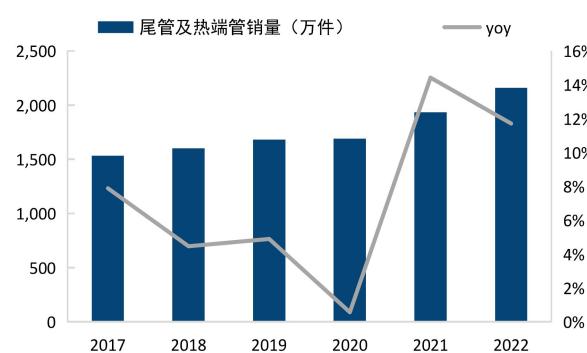
图17: 公司气门嘴部分客户



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

排气管件技术实力强悍，产品销量国内领先。排气管件主要包括排气尾管、后保尾管、热端管件及消音器等。公司自 2001 年开始研制排气系统管件，目前已经排气尾管、后保尾管、排气热端管产品量产，多年来针对多元化的非标产品逐步施行自动化生产方案减员增效，保持业内领先地位。公司重视轻量化发展方向，采用液压成型技术生产的热端管件具有质量轻、刚度好、尺寸精度好、内表面光滑的特点，能够减小排气阻力、降低零件数量、减少后续组装焊接量，真正实现汽车轻量化，在国际制造业是突破性应用。**排气管件整体销量至 2022 年的 2160 万支，是中国最大的排气系统管件 OEM 供应商之一。**

图18: 公司排气管件销售情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 公司排气管件部分客户



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

除占比较高的汽车排气管件业务外，公司汽车金属管件领域布局汽车车顶架、金属支架、ERG 管等产品，2018 年与德国汽车液压成型专家——沙士基达液压成型（简称 SZHF）签署合资协议，双方以 51:49 股权比例组建保隆沙士基达（安徽）液压成型有限公司，整合全球销售、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，布局液压成型汽车结构件全球化业务。截至 2022 年，公司汽车金属管件业务收入已提升至 13.39 亿元，是公司第二大收入来源。近两年公司获得多份北美一级供应商汽车排气管件及国内新能源车型副车架结构件产品定点，披露定点金额近 9 亿。

表4：保隆科技已披露汽车金属管件业务定点情况

公告日期	定点产品	配套详情	预计量产时间	生命周期总金额（亿元）	生命周期
2022年6月	汽车排气热端管	北美某一级供应商全新平台项目	2023年8月	3	6年
2022年5月	汽车排气尾管	北美某一级供应商全新平台项目	2023年11月	1.4	4年
2022年4月	汽车排气尾管	北美某一级供应商全新平台项目	2023年8月	3	7年
2021年12月	副车架中6根轻量化结构件产品	国内某全球化汽车零部件主机厂某EV车型	2022年10月	1.5	5年

资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

公司金属管件业务向轻量化转型。近年来新能源汽车产业快速发展，公司排气管件产品并不应用于纯电动车型，金属管件业务向轻量化转型，持续研发新产品，除副车架、控制臂、扭力梁等车身结构件外，公司今年9月28日发布全新产品液冷板，用于汽车及储能等领域，以流动液体冷却电池模组、控制电池温度。保隆建成自动化程度行业领先的全工序产线，年产能30万件，总体规划产能150万件，目标在新能源液冷板产品做到国内前三。

图20：公司液冷板产品



资料来源：公司官方视频号，国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持买入评级。公司全球TPMS龙头地位稳固，空悬业务、智能驾驶业务、传感器等业务发展迅速，营收快速增长。1)传统产品方面，公司TPMS项目持续起量，2022年末，公司TPMS业务收入14.76亿元，当年共销售TPMS发射器3808万只。2)新品方面，传感器、空气悬架新品快速放量，2022年已占公司总营收的8%、5%，同时匈牙利传感器生产园区、合肥园区、宁国园区的空气悬架产能释放，公司营收有望进一步增长。2023年5月，公司进一步发布可转债预案，拟新增空气弹簧减振器总成、独立式空气弹簧、空气供给单元和悬架控制器将分别实现141万、137万、100万和104万支产能；新增312万支商用车空气弹簧和150万支乘用车空气弹簧产能；新增270万支储气罐和278万支铝制件产能。

我们短期看好物流成本压力恢复带来的复苏、中长期看好公司TPMS+传感器+空悬+ADAS多样化产品布局能力持续带来业绩增量，公司定点快速放量，上调盈利预测，预计23/24/25年净利润4.29/6.33/8.54亿元（前次预测数值为3.94/5.38/7.15亿元），对应EPS为2.05/3.03/4.09元，给予2024年26-28倍PE，对公司合理估值区间79-85元，相较当下有19%-28%的估值空间，维持“买入”评级。

表5：可比公司估值表（2023/11/1）

代码	公司简称	投资评级	股价	总市值		EPS			PE	
				亿元		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E
601799.SH	星宇股份	买入	145.56	416	3.3	4.03	5.44	44	36	27
601689.SH	拓普集团	买入	65.10	717	1.54	2.18	3	42	30	22
603596.SH	伯特利	买入	75.20	326	1.7	2.09	2.92	44	36	26
000887.SZ	中鼎股份	未评级	12.76	168	0.73	0.88	1.08	17	15	12
002920.SZ	德赛西威	买入	126.95	705	2.13	2.85	3.87	60	45	33
					1.88	2.41	3.26	42	32	24
603197.SH	保隆科技	买入	66.15	140	1.03	2.05	3.03	65	32	22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：中鼎股份为Wind一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1103	858	1109	863	850	营业收入	3898	4778	6026	7938	9916
应收款项	851	1243	991	1305	1630	营业成本	2829	3440	4232	5514	6821
存货净额	1069	1530	1467	1918	2382	营业税金及附加	23	41	48	64	79
其他流动资产	198	189	306	403	503	销售费用	194	240	295	389	486
流动资产合计	3226	3820	3872	4489	5366	管理费用	240	329	382	500	613
固定资产	1265	1772	1900	2006	2092	研发费用	281	327	392	508	635
无形资产及其他	125	201	193	185	177	财务费用	69	101	72	70	77
投资性房地产	513	748	748	748	748	投资收益	89	(2)	1	3	3
长期股权投资	21	74	74	74	74	资产减值及公允价值变动	(10)	(29)	0	0	0
资产总计	5149	6615	6787	7501	8456	其他收入	(242)	(291)	(392)	(508)	(635)
短期借款及交易性金融负债	671	1071	1000	1000	1168	营业利润	379	305	607	896	1209
应付款项	808	1256	1298	1697	2107	营业外净收支	(1)	(2)	0	0	0
其他流动负债	302	389	479	627	778	利润总额	378	303	607	896	1209
流动负债合计	1780	2716	2776	3324	4053	所得税费用	87	76	152	224	302
长期借款及应付债券	850	1045	1045	1045	1045	少数股东损益	23	13	26	39	52
其他长期负债	68	67	65	64	62	归属于母公司净利润	268	214	429	633	854
长期负债合计	918	1112	1111	1109	1108	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2698	3829	3887	4433	5161	净利润	268	214	429	633	854
少数股东权益	253	288	295	304	317	资产减值准备	15	8	10	3	2
股东权益	2199	2498	2606	2764	2978	折旧摊销	152	177	170	200	220
负债和股东权益总计	5149	6615	6787	7501	8456	公允价值变动损失	10	29	0	0	0
						财务费用	69	101	72	70	77
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(620)	(537)	339	(314)	(327)
每股收益	1.29	1.03	2.05	3.03	4.09	其它	(5)	(5)	(4)	7	11
每股红利	0.70	0.77	1.54	2.27	3.07	经营活动现金流	(179)	(113)	944	528	760
每股净资产	10.58	11.96	12.48	13.23	14.26	资本开支	0	(645)	(300)	(300)	(300)
ROIC	6.45%	5.43%	10%	14%	17%	其它投资现金流	12	5	0	0	0
ROE	12.21%	8.57%	16%	23%	29%	投资活动现金流	12	(693)	(300)	(300)	(300)
毛利率	27%	28%	30%	31%	31%	权益性融资	(17)	37	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	11%	12%	13%	负债净变化	308	195	0	0	0
EBITDA Margin	12%	12%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(146)	(161)	(321)	(475)	(641)
收入增长	17%	23%	26%	32%	25%	其它融资现金流	451	455	(71)	0	168
净利润增长率	47%	-20%	100%	48%	35%	融资活动现金流	758	562	(393)	(475)	(473)
资产负债率	57%	62%	62%	63%	65%	现金净变动	591	(245)	251	(247)	(13)
股息率	1.1%	1.2%	2.5%	3.7%	5.0%	货币资金的期初余额	512	1103	858	1109	863
P/E	47.6	60.0	30.0	20.3	15.0	货币资金的期末余额	1103	858	1109	863	850
P/B	5.8	5.1	4.9	4.6	4.3	企业自由现金流	0	(705)	716	308	555
EV/EBITDA	32.1	28.8	19.8	14.9	12.0	权益自由现金流	0	(54)	591	255	665

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032