

线控转向量产元年，盈利能力稳健修复

投资要点

- **推荐逻辑:** (1) 随着高级别自动驾驶渗透率提升，线控转向元年有望到来。22H1 公司获得业内首个大批量线控转向订单，23H1 再获 SBW 新订单。(2) 公司传统市场是北美市场，近年来亚太地区快速增长，23H1 亚太市场营收占比 26%，继续保持增长，新能源订单占比接近 100%。(3) 随着下半年通胀压力缓解，芯片价格持续回落(上半年-17%)，预计公司盈利能力将有所修复。
- **亚太地区加速增长，新能源占比不断提升。** 公司是全球汽车转向龙头企业，具备超 110 年工艺积累，北美市场是公司最主要的市场，22 年北美市场营收 22.47 亿美元，同比+14.4%，占比 58.5%，EPS 产品北美市占率 20%，排名第一；22 年亚太市场营收 9.65 亿美元，同比+18.8%，占比 25.1%，同比+1pp，较 20 年提升 4pp，较 19 年提升 7pp，增长迅速，23H1 北美市场营收占比 57%，亚太市场占比 26%，继续保持增长。23H1 共获订单 28 亿美元，其中电动车相关订单占比达 98% (包括纯电、插电混动、混动)，新能源占比不断提升。
- **汽车转向行业升级，线控转向量产元年。** 目前 EPS 存在从 C-EPS、P-EPS 到 DP-EPS、R-EPS 的升级过程，单车价值量提升 1-2 倍。随着 L3+ 自动驾驶渗透率提升，线控转向元年有望到来。22H1 公司获得与全球领先整车制造商订立的业内首个大批量生产 SBW 订单，是公司历史上全生命周期收入最大的合约之一；23H1 获得第二单来自全球头部主机厂的 SBW 订单，彰显公司先进的技术实力。预计到 25 年我国转向市场规模为 408 亿元，其中 EPS 规模为 350 亿元，线控转向为 58 亿元，23-25 年复合增速为 263%。
- **成本压力有望缓解，盈利能力触底反弹。** 19 年前公司毛利稳定在 15%+，由于疫情爆发，公司经营遭受严重影响，盈利能力大幅下滑；受商品通胀、运输及物流成本增加、材料采购价格增长，以及 22 年由于美国地区所得税开支增加，近年来公司净利润持续下滑。23 年以来，随着通胀压力有所缓解，原材料价格回落、物流成本下降，公司盈利能力有所修复。公司积极开拓国内供应链，盈利能力有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润 CAGR 为 54%，EPS 分别为 0.03/0.06/0.08 美元或 0.25/0.45/0.66 港元，对应动态 PE 分别为 14/7/5 倍。给予公司 24 年 15 倍 PE，目标价 6.76 港元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险；行业不景气风险；市场竞争加剧风险；汇率波动风险；北美罢工风险。

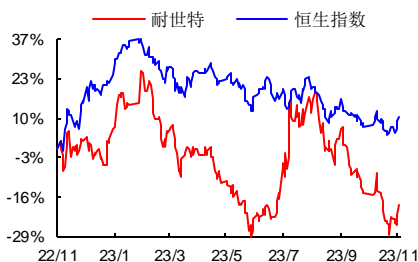
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万美元)	3839.70	4,345.75	4,966.58	5,608.92
增长率(%)	14.32	13.18	14.29	12.93
归属母公司净利润(百万美元)	58.01	80.75	144.69	212.65
增长率(%)	-51.02	39.19	79.19	46.97
每股收益EPS(美元)	0.02	0.03	0.06	0.08
净资产收益率ROE(%)	3.00	4.09	7.07	9.89
PE	28.35	13.95	7.79	5.30

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	3.5-6.21
3 个月平均成交量(百万)	7.25
流通股数(亿)	25.10
市值(亿)	99.89

相关研究

目 录

1 公司概况：全球汽车转向系统及动力传动系统龙头	1
2 行业分析	4
2.1 电动智能化已成趋势，转向及动力系统产品量价齐升.....	4
2.2 高阶智驾加速落地，线控转向未来已来.....	8
3 公司分析	12
3.1 亚太地区订单量加速增长，新产品持续投产.....	12
3.2 北美欧洲市场恢复，公司业绩触底反弹.....	14
3.3 加快技术创新，产能持续扩张.....	15
3.4 成本压力有望缓解，积极开拓国产供应链.....	17
4 财务分析	18
4.1 公司营收持续增长，净利润触底反弹.....	18
4.2 盈利能力有望修复，偿债能力彰显韧性.....	19
4.3 销售费用率小幅上升，财务费用逐年减少.....	20
5 盈利预测与估值	21
5.1 盈利预测.....	21
5.2 相对估值.....	21
6 风险提示	22

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	2
图 2: 公司主要股权结构 (截至 2023.6.30)	2
图 3: 公司营业收入及增速	3
图 4: 公司归母净利润及增速	3
图 5: 公司营业收入占比 (分地区)	4
图 6: 公司主营业务收入占比 (分产品)	4
图 7: 汽车转向系统的分类	4
图 8: 机械式转向系统	5
图 9: 液压助力转向系统	6
图 10: 电子液压助力转向系统	6
图 11: 电子助力转向系统	6
图 12: C-EPS、P-EPS、R-EPS、DP-EPS	7
图 13: 北美 EPS 市场格局 (2020)	8
图 14: 日本 EPS 市场格局 (2021)	8
图 15: 线控转向系统	8
图 16: 线控转向工作原理	9
图 17: 英菲尼迪 Q50 DAS 结构	11
图 18: 雷克萨斯 RZ450e SBW 结构	11
图 19: 公司各地区销售额占比	12
图 20: 按地区划分的订单量 (2022)	12
图 21: 公司各业务销售额占比	12
图 22: 按产品类别划分的订单量 (2022)	12
图 23: 北美市场营收 (百万美元) 及增速	14
图 24: 各区域市场营收占比	14
图 25: 北美市场汽车销量 (辆) 及增速	15
图 26: 欧洲市场汽车销量 (辆) 及增速	15
图 27: 美国新能源汽车渗透率	15
图 28: 美国各车型销量占比	15
图 29: 公司研发费用 (百万美元) 及占比 (%)	16
图 30: 公司订单量 (亿美元)	16
图 31: 公司全球布局	16
图 32: EPS 成本结构	17
图 33: 全球 MCU 市场格局 (2020)	17
图 34: 公司原材料占成本比重	17
图 35: 进口集成电路价格走势 (千美元/百万个)	17
图 36: 公司营业收入 (百万美元) 及增长率	18
图 37: 公司每半年营收 (百万美元) 及同比增长率	18
图 38: 公司归母净利润及增长率	18
图 39: 公司盈利能力 (%)	18

图 40: 可比公司毛利率比较 (%)	19
图 41: 可比公司净利率比较 (%)	19
图 42: 可比公司 ROE 比较.....	19
图 43: 可比公司总资产周转率比较.....	19
图 44: 可比公司资产负债率比较 (%)	20
图 45: 可比公司流动比率比较.....	20
图 46: 公司销售费用 (百万美元) 及销售费用率 (%)	20
图 47: 公司管理费用 (百万美元) 及管理费用率 (%)	20
图 48: 公司研发费用 (百万美元) 及研发费用率 (%)	20
图 49: 公司财务费用 (百万美元) 及财务费用率 (%)	20

表 目 录

表 1: 公司产品示意图	1
表 2: 公司主要股东持股情况 (截至 2023.6.30)	2
表 3: 公司高管.....	3
表 4: 线控转向相对于传统机械结构的优势	9
表 5: 线控转向相关法律法规.....	10
表 6: 供应商与整车厂线控转向布局情况.....	10
表 7: 我国汽车转向系统市场规模预测.....	11
表 8: 2022 年开始生产的项目.....	13
表 9: 分地区收入及毛利率	21
表 10: 可比公司估值 (截止 2023.11.6 收盘)	22
附: 财务报表.....	23

1 公司概况：全球汽车转向系统及动力传动系统龙头

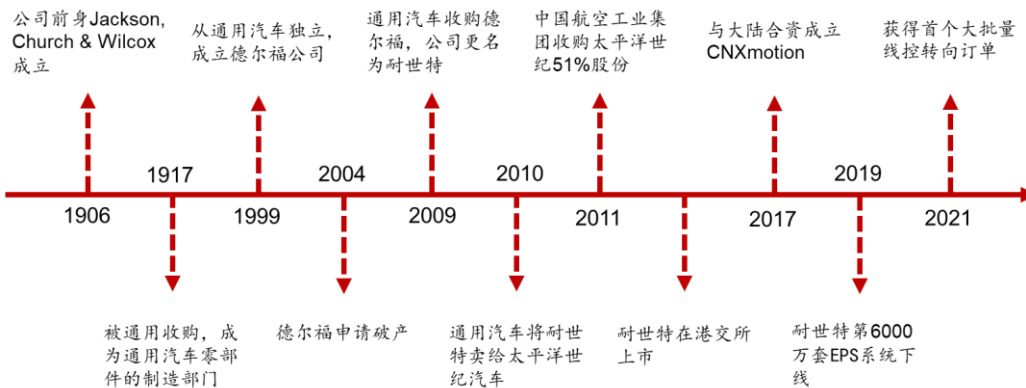
全球汽车转向及动力传动系统龙头。耐世特汽车系统集团有限公司 1906 年在美国成立，至今已在汽车转向和动力转动系统领域耕耘过百年，2013 年在香港挂牌上市。公司的产品覆盖全品类转向助力及传动系统，包括电动助力转向(EPS)、转向管柱及中间轴(CIS)、动力传动系统(DL)、液压助力转向(HPS)、线控转向 (SBW)、电驱动(eDrive)及软件解决方案。其中 DL 系统的功能是将动力从转向器输出传送至驱动轮，其产品包括前轮驱动半轴、中间传动轴、后轮驱动半轴以及传动轴等速万向节。公司业务分布全球，客户涵盖几乎所有主流车企，如宝马、比亚迪、长安汽车、福特汽车、通用汽车、雷诺日产三菱联盟(RNM)、上汽通用五菱、丰田汽车、大众等 60 余家客户，从区域来看，北美市场是公司的收入基石，亚洲和欧洲市场快速增长。

表 1：公司产品示意图

产品示意图		
		
磁助力转向器	管柱式电动助力转向系统	电动转向泵用轴
		
电动调节式转向管柱	改进型无抖动三销节	EPS 齿轮齿条转向装置

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司前身为 1906 年成立的 Jackson,Church & Wilcox，后面经过多次收购拆分合并，2009 年被通用汽车收购，命名为耐世特。2011 年，中国航空工业公司耗资 4.5 亿美元收购耐世特，成为控制股东。2013 年，耐世特成功在香港证券交易所上市，主营业务为汽车转向及动力传动系统。

图 1：公司发展历程


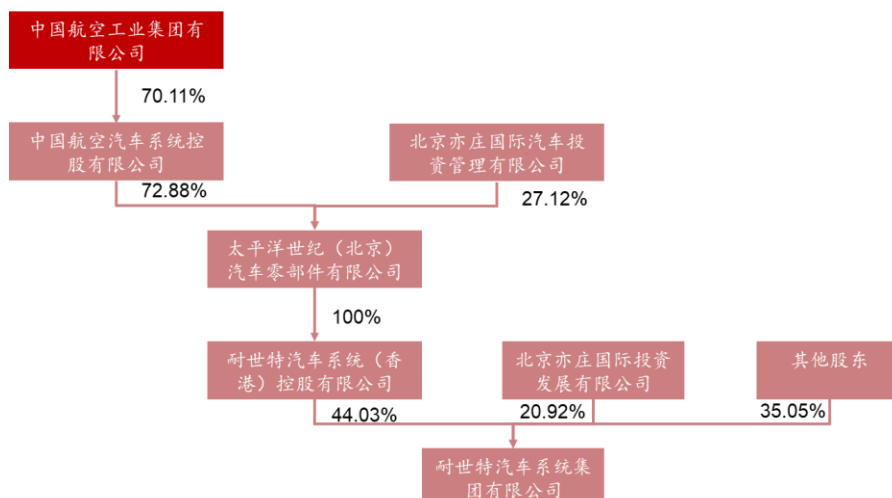
数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构集中，管理层以外籍为主。公司的实控人及最终受益人为中国航空工业集团有限公司，间接持有公司 22.5% 的股权，第二大股东为北京亦庄国际汽车投资管理有限公司，直接持股 20.92%，公司股权结构较为集中。管理层方面，雷自力先生担任公司首席执行官，MILAVEC, Robin Zane 先生担任公司总裁，BIERLEIN, Michael John 先生、BOYER, Herve Paul 先生担任公司高级副总裁，BOYER, Herve Paul 先生、BENSON, OT 先生、李军先生分别担任美国、欧洲中东非洲南美洲、亚太地区首席运营官。

表 2：公司主要股东持股情况（截至 2023.6.30）

重要股东名称	持 H 股数量(万股)	占 H 股比例
耐世特汽车系统（香港）控股有限公司	110,500.00	44.03%
北京亦庄国际汽车投资管理有限公司	52,500.00	20.92%
合计	163,000.00	64.95%

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司主要股权结构（截至 2023.6.30）


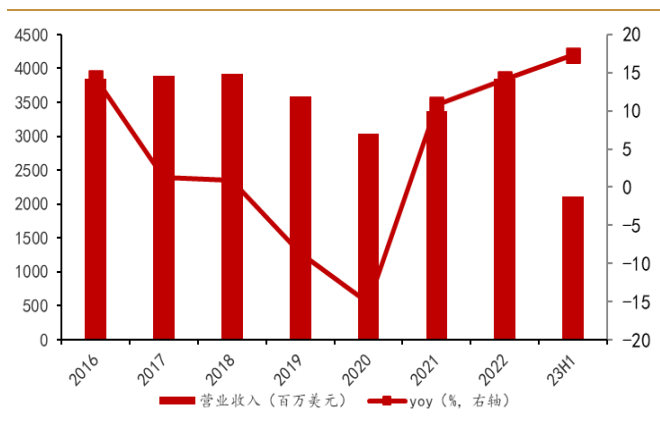
数据来源：公司官网，西南证券整理

表 3：公司高管

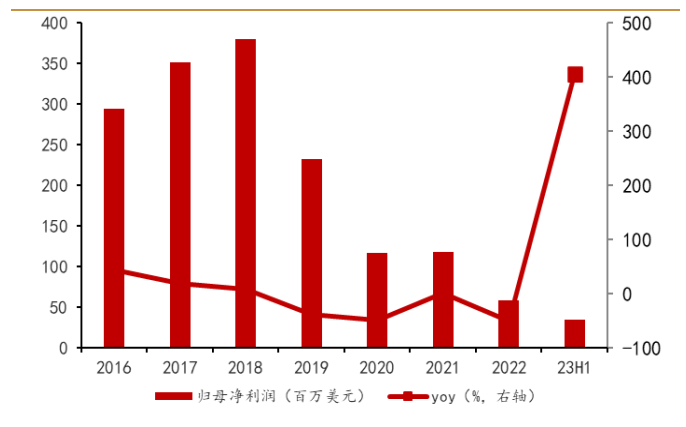
姓名	出生年份	职务	任职时间
雷自力	1971	执行董事、首席执行官、 董事会主席	2022年3月16日获委任为董事会主席，2022年6月21日由非执行董事调任为在执行董事，并获委任为首席执行官
MILAVEC, Robin Zane	1968	执行董事、总裁、首席技术官、 首席策略官	自2018年1月起至2019年7月担任全球工程副总裁，2020年6月30日获委任为执行董事，2021年8月17日获委任为总裁。
BIERLEIN, Michael John	1977	高级副总裁、全球首席财务官	2021年9月1日起获委任为高级副总裁、全球首席财务官，自2020年8月至2021年8月担任执行总监、北美分部首席财务官。
BOYER, Herve Paul	1971	高级副总裁、全球首席运营 官、分部总裁（北美）	2021年8月获委任为高级副总裁、全球首席运营官兼北美分部总裁。
ORSINI, Salvatore Dino	1970	全球首席供应链管理官	2021年3月17日获委任为副总裁、全球首席供应链管理官。
BENSON, OT	1975	分部总裁 (欧洲、中东、非洲及南美洲)	-
VILLARREAL, Abiel	-	分部总裁(墨西哥)	2023年4月1日获委任为副总裁、分部总裁（墨西哥）。
李军	1973	分部总裁（亚太）	2022年1月1日获委任为副总裁、分部总裁（亚太分部）。

数据来源：Wind, 西南证券整理

收入恢复增长，利润有所下滑。受疫情影响，公司19、20年营业收入均出现负增长，同比分别-8.65%/-15.2%。随着全球汽车行业有所恢复、公司产品结构不断优化、亚太等地区客户不断开拓，21-22年公司经营持续向好，营收CAGR为26.6%，其中22年营收38.4亿美元，同比+14.3%。净利润方面，19年以来持续下滑，主要原因包括：（1）宏观经济的不利因素导致通胀压力，使商品价格、物流、能源及其他投入成本上升，且并未完全被客户价格上涨所抵销；（2）美国业务22年相比21年的所得税开支增加；（3）汽车行业半导体芯片短缺导致交付周期延长以及成本增加等。今年上半年公司扭亏为盈，实现净利润3400万美元，盈利显著改善。

图 3：公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司归母净利润及增速


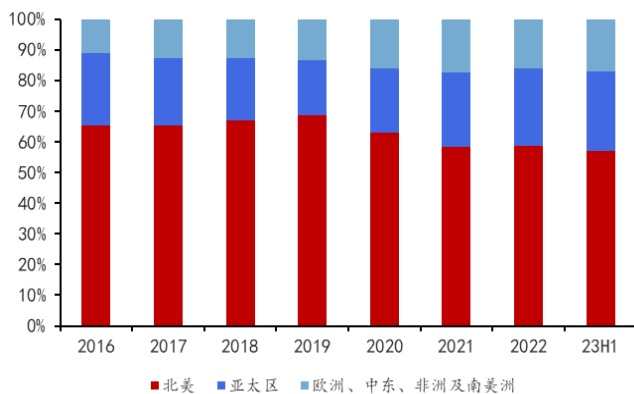
数据来源：公司公告，西南证券整理

从地区来看，北美市场为公司主要收入来源，22年占比58.5%，同比持平，营业收入22.47亿美元，同比+14.4%，主要由于需求环境改善，全年北美洲轻型汽车产量同比+9.3%，同时收到因原材料通胀的客户补偿同比增加0.3亿美元。亚太区22年占比25.1%，同比+1pp，

营业收入 9.65 亿美元，同比+18.8%，主要由于轻型汽车产量同比+7.4%，其中中国及印度分别+6.2%/+23.8%，就外币换算及客户商品补偿作出调整后，亚太区收入同比+24.5%，整车制造商客户产量同比+7.4%，跑赢市场 17.1pp。欧洲、中东、非洲及南美洲 22 年占比 16.1%，同比-1.3pp，营收 6.2 亿美元，同比+5.8%。今年上半年北美市场营收占比 57%，亚太市场占比 26%，继续保持增长。

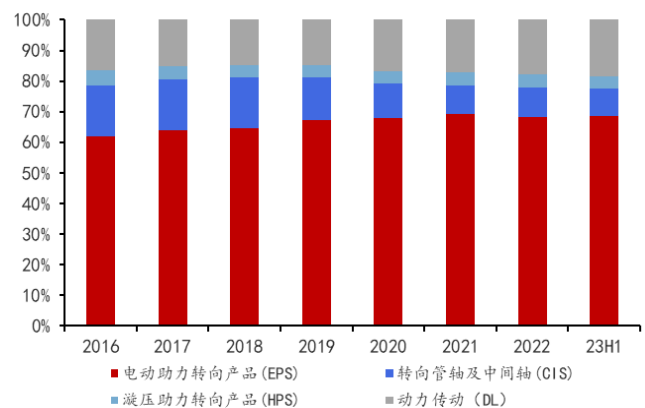
从产品来看，EPS 为主要产品，22 年 EPS 占比 68.2%，营收 26.18 亿美元，同比+12.6%；CIS 占比 9.6%，营收 3.7 亿美元，同比+16.3%；HPS 占比 4.3%，营收 1.66 亿美元，同比+21.3%；DL 占比 17.9%，营收 6.85 亿美元，同比+18.5%。23H1 各项业务占比保持基本稳定。

图 5：公司营业收入占比（分地区）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司主营业务收入占比（分产品）



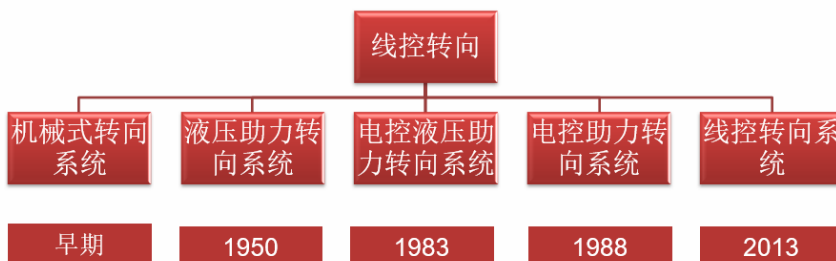
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析

2.1 电动智能化已成趋势，转向及动力系统产品量价齐升

汽车转向系统是汽车底盘系统的重要组成部分，转向系统经历了机械式-液压助力-电控液压助力-电动助力-线控助力的发展演进过程。

图 7：汽车转向系统的分类

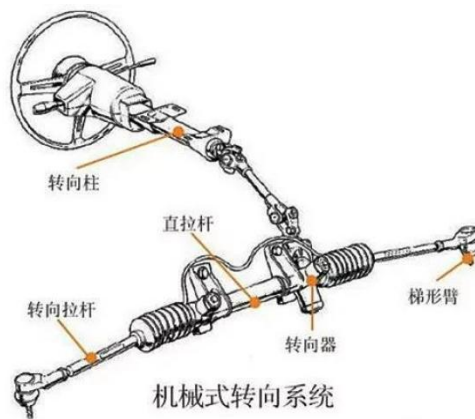


数据来源：亿度数据，西南证券整理

第一阶段：

机械式转向系统/MS (Manual Steering)：是最早的转向技术，采用齿轮齿条式转向结构，当转动方向盘时，转向齿轮会带动齿条左右移动从而实现转向。全靠驾驶员的手力转向，轮胎和地面的反作用力直接传递到方向盘上，在转动方向盘的时候很费劲，特别是原地打方向的时候，所以为了省力，方向盘的直径很大，这样转动时所用的力就会比较小。如果是在载重和自重很大的货车上，方向盘把握不稳有可能会造成手臂骨折，操作起来非常危险。结构简单，但操作费力、不安全。

图 8：机械式转向系统



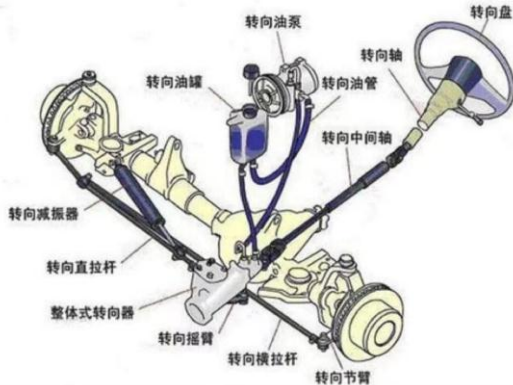
数据来源：易车，西南证券整理

第二阶段：液压助力转向

液压助力转向系统/HPS (Hydraulic Power Steering)：又叫机械式液压助力转向系统，搭载机械液压油泵，利用发动机的动力带动油泵给机械转向提供助力，这样操作方向盘更轻松了。但是在高速行驶时，由于方向盘反馈力量太小，容易出现“丢方向”的感觉，即用轻微的力就可转动方向盘。同时，由于使用了发动机动力作为油泵动力，会增加发动机的负载，所以用于行驶的动力会有损耗。机械部分由动力转向器、转向轴、转向摇臂、转向拉杆、转向节臂等组成，液压助力装置部分由液压泵、液压缸、液压控制阀、储油箱和管路等组成。HPS 在工作过程中为了保持压力，不论是否需要转向助力，系统总要处于工作状态，能耗较高，这也是耗资源的一个主要原因。

电子液压助力转向系统/EHPS (Electro Hydraulic Power Steering)：与 HPS 相比，用电子泵替代液压泵，即将油泵由机械驱动改为电机驱动，同时通过传感器监控车速，控制单元获取数据后通过控制转向控制阀的开启程度改变油液压力，从而实现根据车速调节转向助力力度，车速高时助力小、手感更好，车速低时，助力大、更省力，降低能耗，方向盘操作更稳定可靠，更人性化，解决了方向盘“丢方向”和发动机动力损失的问题。EHPS 是助力转向上的一个大的飞跃，但本质上还是属于液压助力转向系统，液压系统本身还是存在一些问题，比如转向助力的响应比较慢、噪音比较大；此外，液压助力系统总体给人的驾驶感受就是方向盘太重，而且手感调校是通过调节发动机转速和一些液压阀，在一些多种驾驶模式的车上，液压转向器的可调度是受到限制的。由于液压助力转向系统工作可靠、技术成熟，能提供大的转向助力，目前 HPS 和 EHPS 广泛应用于商用车。

图 9：液压助力转向系统



数据来源：易车，西南证券整理

图 10：电子液压助力转向系统



数据来源：易车，西南证券整理

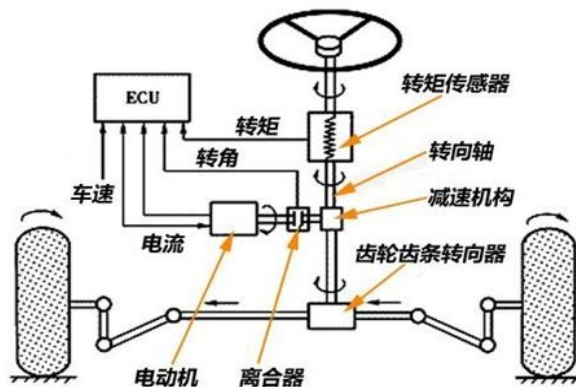
第三阶段：电子助力转向

电动助力转向系统/EPS (Electric Power Steering): 当角度传感器检测到驾驶员的转向意图时，把这个信号发给控制器，控制器会根据控制策略做出决策，来控制电机的工作，直接利用驱动电机带动转向轴实现助力转向，省去了液压助力系统，传递效率更高。EPS 在助力转向系统的发展史上是一次质的飞跃。

EPS 与 EHPS 相比优势明显：(1) 只在转向时电机才提供助力，可以显著降低燃油消耗，更环保节能。(2) 通过软件调整转向助力大小，回正性能好，能够实现比较好的转向手感，更安全可靠。(3) 结构紧凑，质量轻，生产线装配简单，易于维护保养。(4) 通过程序的设置容易与不同车型匹配，可以缩短生产和开发周期。

EPS 系统由电机直接提供转向助力，省去了液压转向系统所必需的油泵、软管、液压油、传送带等机械部件，具有能耗小，污染少，省空间等一系列优点。目前 EPS 已广泛装备于乘用车上并表现出明显的优越性，系统会根据扭矩、车速、转向角度、转向速度等多种信号进行综合控制以取得更优控制性能。驾驶员在操纵方向盘进行转向时，扭矩传感器检测到方向盘的转向以及扭矩的大小，将电压信号输送到电子控制单元，电子控制单元根据扭矩传感器检测到的扭矩电压信号、转动方向和车速信号等，向电动机控制器发出指令，使电动机输出相应大小和方向的转向助力转矩，从而产生辅助动力。

图 11：电子助力转向系统



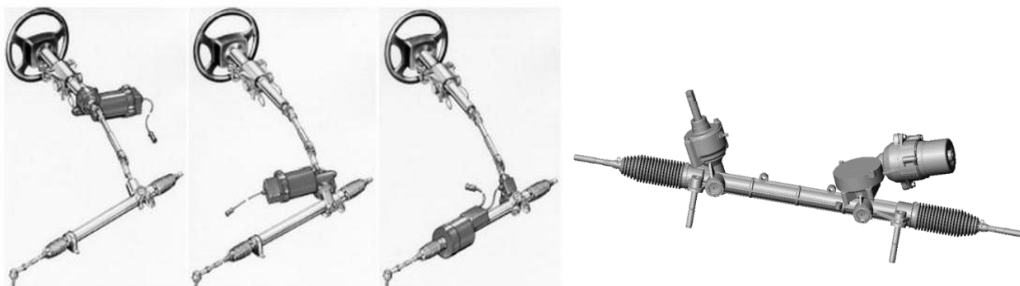
数据来源：易车，西南证券整理

EPS 高性能升级趋势明显。根据助力电机装配位置的不同，EPS 可以分为转向柱助力式 (C-EPS)、小齿轮助力式 (P-EPS)、齿条助力式 (R-EPS) 和双小齿轮助力式 (DP-EPS) 四种。减速机构与电机相连，对电机实现降速和增加扭矩的作用，其中 C-EPS、P-EPS、DP-EPS 的减速机构为蜗轮蜗杆，R-EPS 的减速机构为滚珠丝杠（循环球式）。

- **C-EPS (Column Electric Power Steering/管柱式 EPS):** 助力电机在方向盘底下的转向管柱上，通过直接给中间轴助力带动机械转向器的输入轴，再经过齿轮齿条传动完成转向。电机和减速机构布置在驾驶舱内，更易引起驾驶舱内产生噪声；由于整个中间轴和输入轴无法承受大扭矩，所以 C-EPS 无法实现大助力，一般应用于小型车上。单车价值较低。
- **P-EPS (Pinion Electric Power Steering/齿轮式 EPS):** 助力电机在齿轮齿条方向机的小齿轮上。
- **DP-EPS (Double Pinion Electric Power Steering/双齿轮式 EPS):** 在齿条的其他位置布置了一个小齿轮，助力电机和 P-EPS 的传递路线类似。助力端是通过电机带动蜗杆蜗轮进行减速（扭矩放大），蜗轮与齿轮相连，齿轮与中间齿条轴配合，实现助力。助力电机和减速机构布置在发动机舱，有利于降低驾驶舱噪音。
- **R-EPS (Rack Electric Power Steering/齿条助力式 EPS):** 助力电机和减速机构在转向齿条上，直接作用于转向齿条，因此可以提供更大的转向助力，助力效果也最为迅速准确，输出的齿条推力可以达到 16000N 以上，远大于 DP-EPS 最大推力 14500N；助力电机和减速机构布置在发动机舱，有利于降低驾驶舱噪音。单车价值较高。

电子助力转向的布置中，电机越靠近转向器，助力传动效率越高，因而传动效率 R-EPS > DP-EPS > P-EPS > C-EPS。传动效率越高，则代表性能表现越好，随着新能源汽车加速渗透以及智能化、高端化发展的快速发展，转向系统逐步向 R-EPS 和 DP-EPS 升级。R-EPS 和 DP-EPS 凭借助力效率更高、安装位置自由、安全性更高等优势，占比逐步提升。R-EPS 和 DP-EPS 的电机安装在位于汽车底盘的齿条上，不受电机大小约束且能提供更大动力，主要应用于强调操控性的中大型轿车/SUV/皮卡等车型及搭载电池后重量显著增加的新能源汽车中。但越接近于底盘对电机和控制器的耐热、防水等防护等级要求越高，成本越高。

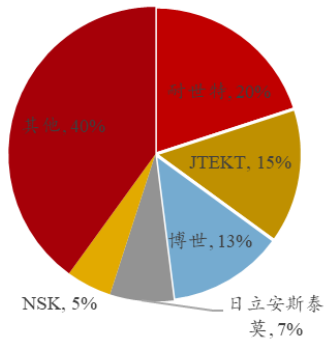
图 12: C-EPS、P-EPS、R-EPS、DP-EPS



数据来源：亿度数据，西南证券整理

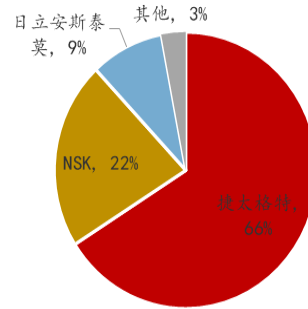
EPS 市场以外资为主，市场集中度较高。根据高工智能汽车研究院数据，2021 年国内市场乘用车（不含进出口）EPS 前装搭载率达 97.57%，已经成为主流技术路线，基本接近峰值。据 QYResearch 数据，2021 年全球 EPS 市场中，捷太格特、博世、耐世特三家厂商占据 59% 市场份额，市场较为集中。在北美市场，耐世特、捷太格特、博世居前三位，2020 年占比共接近 50%。

图 13：北美 EPS 市场格局（2020）



数据来源：Marklines，西南证券整理

图 14：日本 EPS 市场格局（2021）

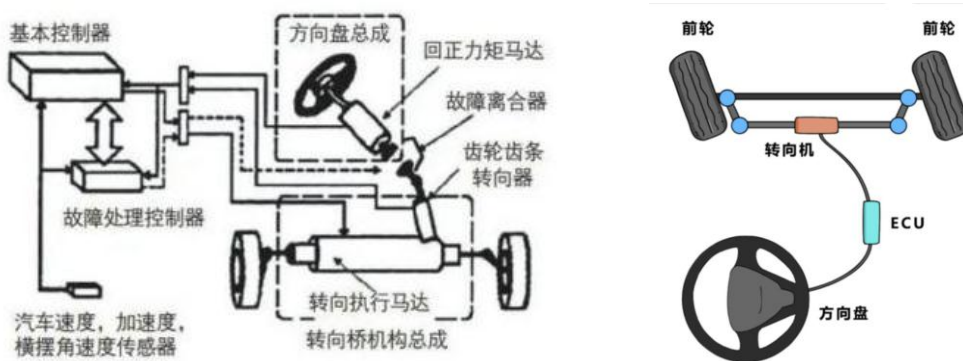


数据来源：Marklines，西南证券整理

2.2 高阶智驾加速落地，线控转向未来已来

线控转向/SBW（Steer by Wire）：与 EPS 相比，去除了方向盘与转向机构之间的机械连接即中间齿轮轴和齿条的传动部分，实现完全解耦，完全由电机驱动车轮转向，根据传感器接收驾驶员操作方向盘产生的扭矩和转向角数据，通过 ECU 与数据线将指令传输至转向拉杆的助力电机上。线控转向极大的推进了汽车的集成化、轻量化、网联化和智能化，安全性+算法优化是其核心难点，目前尚处于发展早期阶段。随着 L3 及以上智能驾驶的逐步渗透，线控转向有望爆发，2023 年或成为量产元年。

图 15：线控转向系统



数据来源：亿度数据，西南证券整理

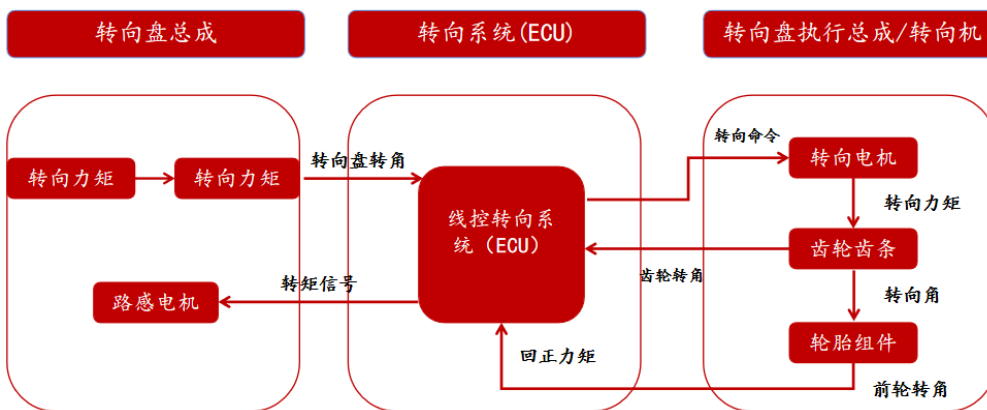
L0-L2 级自动驾驶以驾驶员和驾驶员系统为主，L3+ 自动驾驶需要线控转向系统。线控转向系统 (SBW) 彻底取消了方向盘与转向机构之间的机械连接，以线控驱动。转向动力完全来源由人手以外的力提供，即全转向系统。SBW 完全通过电信号传输指令，转向机构与驾驶员无直接物理力矩传输路径。配备 SBW 的车辆具有两种操控模式，一是自动驾驶模式，人手不干预方向盘，车辆转向按照电脑指令动作；二是手动操作模式，人手把握方向盘，车辆操控按照人手指令动作。相较于 EPS，线控转向系统取消了方向盘与车轮之间的机械连接，通过各种传感器获得方向盘的转角数据，然后 ECU 将其计算为具体的转向数据，结合车速及车辆行驶状态来对车轮转角进行控制。方向盘位置布置更加灵活，甚至可以折叠，满足 L4 级别自动驾驶需求。

表 4：线控转向相对于传统机械结构的优势

线控转向相对于传统机械结构的优势	
安全性	SBW 取消了方向盘与转向结构之间的机械连接，代之以电信号连接，完全避免了碰撞事故中转向柱等机械结构对驾驶员的伤害。
舒适性	一方面 ECU 智能调整汽车行驶状态并进行稳定性控制，使得车内人员更加平稳舒适，另一方面通过增加腿部活动空间、过滤无用信息、调节转向特性使得驾驶员更舒适
节能环保	取消机械结构降低了汽车重量，实现了轻量化
智能性	SBW 控制器与其他控制器交换并共享数据，综合提升车辆的操纵稳定性

数据来源：《汽车线控转向系统研究进展综述》，西南证券整理

图 16：线控转向工作原理



数据来源：汽车人，西南证券整理

法律法规趋于宽松，线控转向逐步量产。此前，法律法规的限制以及智能驾驶技术较为落后，线控转向的落地受到较大阻力。但随着行业标准的重新制定及规范、法律法规的逐步宽松、智能驾驶技术的发展更迭，线控转向具有广阔的发展空间。2022 年 1 月，中国正式实施 GB 17675-2021 转向标准，将不再限制全自动转向（如线控转向），允许转向系统方向盘和车轮物理解耦。此外，美国于 2022 年 3 月也通过《无人驾驶汽车乘客保护规定》，首次允许不配备方向盘的无人驾驶汽车在公开道路测试性能。

表 5：线控转向相关法律法规

时间	相关部门	相关规定	规定内容
2019.12	国务院	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035)》	支持研发线控转向系统等核心技术和产品
2021.2	全国汽车标准化技术委员会	GB 17675-2021 《汽车转向系统基本要求》	删除了不得装载全自动转向系统的要求，允许转向系统方向盘和车轮物理解耦
2021.12	中汽研	制定线控转向相关国家标准	宣布集度、蔚来、吉利正式成为线控转向技术发展和标准化研究联合牵头单位，将牵头线控转向相关国家标准的规定
2022.3	美国国家公路交通安全管理局	《无人驾驶汽车乘客保护规定》	不再要求自动驾驶汽车制造商为全自动汽车配备手动驾驶控制系统

数据来源：国务院、全国汽车标准化技术委员会、中汽研、美国国家公路交通安全管理局，西南证券整理

各大厂商布局纷纷布局线控转向。线控转向壁垒较高，本土企业蓄势待发。线控转向的转向力输出的方向和大小完全由算法控制，其基本控制器中需要用到 MCU 芯片，目前全球汽车电子 MCU 行业被少数欧美及日系企业垄断，头部企业占据较高市场份额，因此线控转向具有较高的行业壁垒。

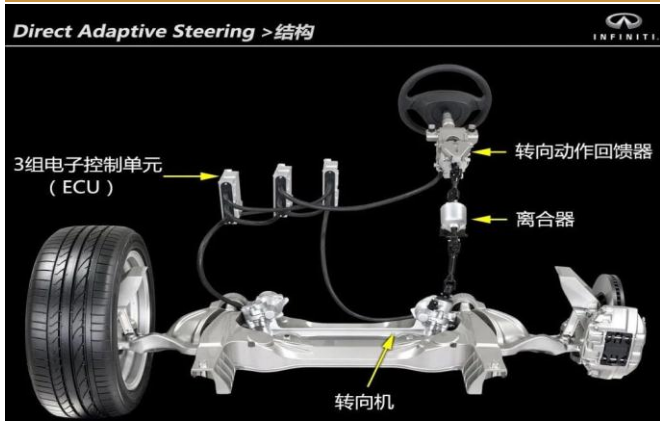
国外研发进展快，采埃孚、博世、耐世特、舍弗勒等均具备技术储备。在本土企业大举研发投入的背景下，具备 EPS 领先地位和技术沉淀的厂商有望在 SBW 技术上实现弯道超车，有助于提升车辆在轻量化、响应速度、座舱布局等方面的表现。2023 年为线控转向量产元年，供需两端全面打开。虽然海外相关供应商具有一定的先发优势，但是中国本土厂商如耐世特、拓普、浙江世宝等大力且持续研发投入，因此本土企业也具备较强的市场份额抢夺实力。需求端，丰田、特斯拉、吉利、蔚来、红旗等主机厂纷纷布局线控转向产品；供给端，Kayaba 已于 2013 年实现量产，舍弗勒、捷太格特、耐世特等主机厂均具有线控转向技术实力。

表 6：供应商与整车厂线控转向布局情况

企业名称	国别	时间	布局情况
KYB	日本	2013	英菲尼迪 Q50 车型首次搭载机械冗余的线控转向技术 DAS，但由于可靠性与路感反馈问题遭遇大规模召回。
耐世特	中国	2017	推出了 SBW 技术，并基于 SBW 推出了静默方向盘转向系统和按需转向系统，预计 2023 年量产。
博世	德国	2018	向客户展现线控转向系统 Demo，预计 2024 年量产。
捷太格特	日本	2018	展示了 SBW 演示机。
采埃孚	美国	2020.10	发布 AKC2.0 版本，线控转向的后轴转向系统提高了更长的电动汽车的灵活性。
舍弗勒	德国	2019	收购帕拉万公司获得 Space Drive 线控转向技术，2021 年量产特殊用途线控转向车辆。
湖北恒隆	中国	2021.6	收购瑞典 Sentient 公司 40% 股权，后者在线控领域拥有专利。
长城	中国	2021.6	推出咖啡智能 2.0，搭载电子机械线控转向系统是国内首个支持 L4+ 自动驾驶的线控转向技术，从电源到传感器、控制器、执行器均采用 3 重备份设计，预计 2023 年投入商业应用。
拿森	中国	2021.6	发布三款线控底盘新品，其中包括支持 L3-L4 级别自动驾驶的线控转向系统解决方案，具备 6 大冗余特征，以保证转向系统的正常运行。
丰田	日本	2022.6	首款搭载线控转向技术的车型 bZ4X 上市。
蔚来	中国	2022.10	与采埃孚签订合同，在线控转向产品等领域展开合作，蔚来成为国内第二家宣布采用线控转向技术量产上车的主机厂。
特斯拉	美国	2023.6	申请了一种新的线控转向系统专利，有望于 2023 年上市的 Cybertruck 纯电皮卡上搭载线控转向技术。

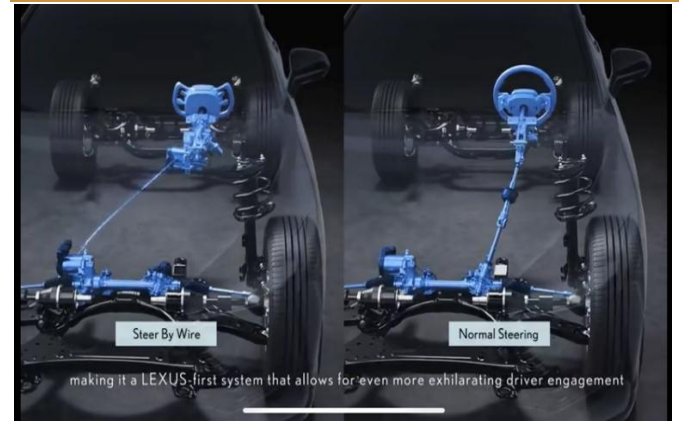
数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 17: 英菲尼迪 Q50 DAS 结构



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 18: 雷克萨斯 RZ450e SBW 结构



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

线控转向市场规模不断增长。目前线控转向尚处于发展早期阶段, 渗透率极低, 仅有少量车配备。随着国标的修订, 叠加未来 L3 及以上自动驾驶的普及, SBW 的需求量将伴随高级别自动驾驶的快速渗透而提升。假设: (1) 23-25 年乘用车年销量分别增长 3%; (2) EPS 产品单价每年降低 2%, 但产品结构持续迭代, 23-25 年 C-EPS、P-EPS、DP-EPS、R-EPS 占比分别为 40%/33%/26%、40%/41%/40%、15%/18%/22%、5%/8%/12%, 带来 EPS 平均单价提升; (3) 线控转向渗透率提升, 23-25 年分别为 0.1%/2%/5%, 单价年降 5%。预计到 2025 年我国转向市场规模为 408 亿元, 其中 EPS 规模为 350 亿元, 线控转向为 58 亿元, 复合增速为 592%。

表 7: 我国汽车转向系统市场规模预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内乘用车销量 (万辆)	2148.2	2356.3	2426.99	2499.8	2574.79
EPS 渗透率	97.57%	97.57%	99.90%	98.00%	95.00%
C-EPS 占比	49.00%	46.00%	40.00%	33.00%	26.00%
C-EPS 单价 (元)	1100	1078	1056.44	1035.31	1014.60
P-EPS 占比	37.00%	39.00%	40.00%	41.00%	40.00%
P-EPS 单价 (元)	1400	1372	1344.56	1317.669	1291.315
DP-EPS 占比	11.00%	12.00%	15.00%	18.00%	22.00%
DP-EPS 单价 (元)	2000	1960	1920.8	1882.38	1844.74
R-EPS 占比	2.00%	3.00%	5.00%	8.00%	12.00%
R-EPS 单价 (元)	2200	2156	2112.88	2070.62	2029.21
EPS 平均单价 (元)	1321	1330.84	1354.16	1386.38	1429.67
EPS 市场规模 (亿元)	276.88	305.97	328.33	339.63	349.70
线控转向渗透率			0.10%	2%	5%
线控转向单价 (元)			5000	4750	4512.5
线控转向市场规模 (亿元)			1.21	23.75	58.09
总计 (亿元)	276.88	305.97	329.54	363.38	407.80

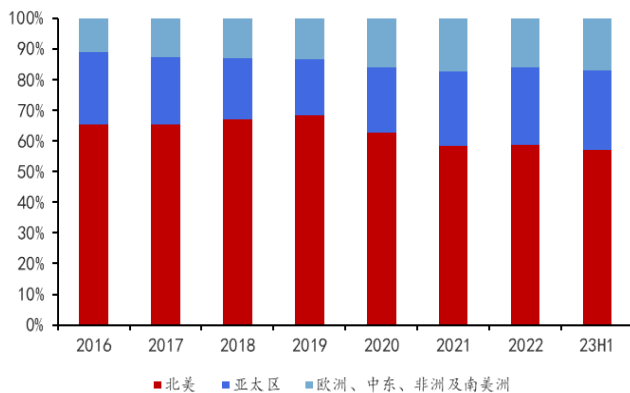
数据来源: 中汽协, 高工智能汽车, 西南证券整理

3 公司分析

3.1 亚太地区订单量加速增长，新产品持续投产

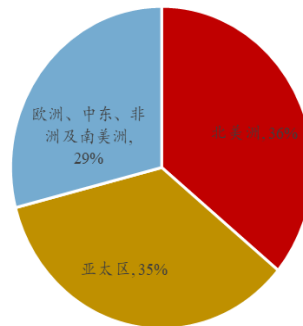
订单量持续增长，亚太地区快速提升。2022 年公司取得客户项目订单 63.89 亿美元，同比+8.3%，其中 73% 为新获取业务。22 年成功投产 42 个新客户项目，其中亚太区 33 个，欧洲、中东、非洲及南美洲 6 个，北美洲 3 个；亚太区 22 年营业收入 9.65 亿美元，同比+18.8%，占比 25.1%，同比+1pp，较 20 年提升 4pp，较 19 年提升 7pp，增长迅速，23H1 占比 26%，持续保持增长态势。随著中国市场转向电动车及其中部分中国本地整车制造商抱有全球扩张的期望，预计亚太地区客户将提供巨大的增长潜力。

图 19：公司各地区销售额占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

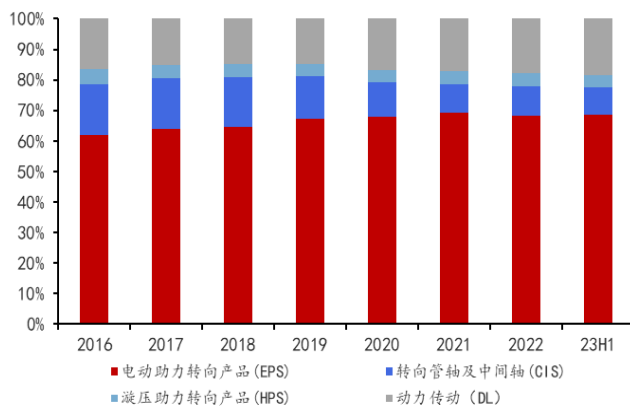
图 20：按地区划分的订单量 (2022)



数据来源：公司公告，西南证券整理

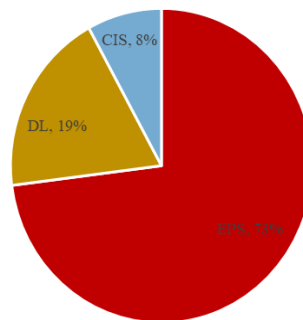
EPS 贡献核心收入，产业升级推动单车价值提升。23H1 公司转向业务营收 17.16 亿美元，同比+16.1%，占比 82%，其中 EPS/CIS/HPS 分别营收 14.43/1.88/0.86 亿美元，同比分别+17.6%/11.4%/3.1%；动力传动业务营收 3.85 亿美元，同比+23.2%，占比 18%。22 年订单中 73% 来自 EPS 产品线，全球生产超过 90 百万套 EPS 系统，23H1 订单中 89% 来自 EPS 产品线，彰显公司的 EPS 技术及全球市场领导地位。

图 21：公司各业务销售额占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：按产品类别划分的订单量 (2022)



数据来源：公司公告，西南证券整理

新能源占比提升。2022 年公司共有 42 个项目投产，其中 16 项为电动车平台项目，公司在所有地区和车辆分部均推出新的或增强的转向及动力传动产品应用方案。2022 年订单量中，83%为电动车相关订单（包括纯电、插电混动、混动），23H1 这个数字为 98%。

由于 REPS 能更好地支援更高的前轴转向复合及优化整车制造商的新中大型车辆及 BEV 的封装空间，CEPS 逐渐向 REPS 转变，EPS 行业正在升级，将有效带动公司单车价值量提升。到 23 年 4 月为止，公司已成功取得 9 名中国传统及 NEV 客户的 REPS 项目，将于未来两年投产，将进一步深化公司与现有整车制造商的伙伴关系，同时让公司透过提供行业领先技术，扩展新的本地客户。22 年上半年，公司与全球领先整车制造商订立业内首个大批量生产 SBW 的订单，是公司历史上最大的全生命周期收入合约之一；23H1 获得第二单来自全球头部主机厂的 SBW 订单，公司全球线控转向领先地位凸显。

表 8：2022 年开始生产的项目

区域	整车制造商	汽车品牌	公司产品
北美	福特	福特 F-150 Lightning	REPS*、管柱*
		福特 F-250/F-350 Super Duty	管柱
欧洲、中东、非洲及南美洲	宝马	宝马 7 系及 i7	中间轴
	RNM	雷诺 Express/Kangoo/NV250 EV	半轴*
		雷诺 HHA/HJD Capture/Duster 混合动力	半轴*
	Stellantis	菲亚特 Fastback	CEPS
		菲亚特 Cronos/Argo	CEPS
		Jeep Averger	PEPS*
亚太	比亚迪	比亚迪护卫舰 07	CEPS*
		比亚迪海鸥	CEPS*
	长安	长安 UNI-V	CEPS
		长安阿维塔 11	管柱
		长安奔奔/E-Star	CEPS*
	奇瑞	奇瑞瑞虎 8 Pro	eDrive
	福特	福特撼路者	REPS
	吉利	吉利 Smart 精灵#1	半轴*
		吉利星悦 L 混合动力车	半轴*
		领克 01	半轴
		领克 03	半轴
		吉利帝豪	半轴
		吉利博越混合动力	半轴
	通用汽车	凯迪拉克 Lyriq 锐歌	管柱*、半轴*
		别克昂扬	CEPS、半轴
		雪佛兰星迈罗	CEPS、半轴
长城汽车	长城酷狗	CEPS	
	长城坦克 500	管柱	
	长城闪电猫	CEPS*	
马鲁蒂铃木	马鲁蒂铃木 Alto	半轴	
RNM	日产奇骏 EV	半轴*	

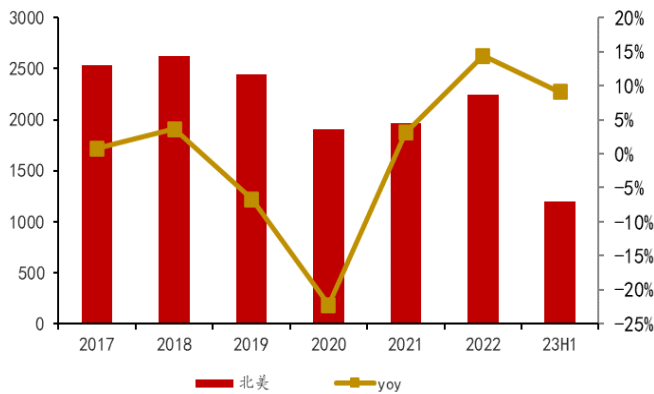
区域	整车制造商	汽车品牌	公司产品
		日产探路者	半轴
		英菲尼迪 QX60	半轴
		三菱欧蓝德	半轴
	上汽通用五菱	五菱佳辰	CEPS
		五菱星驰	CEPS
		雪佛兰爱唯欧/赛欧	CEPS
	Stellantis	雪铁龙 C3	CEPS
	小鹏汽车	小鹏 G9	管柱*
	大众汽车	大众捷达	半轴

数据来源：公司年报，西南证券整理，注：*电动车内容包括于客户项目中

3.2 北美欧洲市场恢复，公司业绩触底反弹

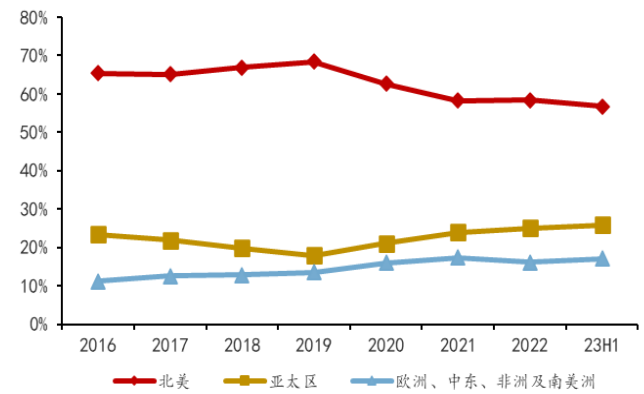
北美市场是公司最主要市场。公司深耕北美市场，经过近百年的市场开拓，深度绑定美国三大主机厂通用、福特、Stellantis，为公司营收的稳定提供重要保障。23H1 公司在北美市场营收 11.94 亿美元，同比+9.1%，营收占比 56.8%，较 2022 全年下降 1.6pp。2022 年，北美洲分部执行三个主要项目的投产，包括新获福特 F-150 Lightning 电动卡车的 R-EPS、福特 F-250/350 Super Duty 的转向管柱。2020 年公司在北美市场 EPS 市占率 20%，排名第一。22 年公司从北美客户取得三个全新 BEV 卡车平台及一个全新 SUV 平台的 R-EPS 订单，在北美卡车、SUV 市场的领导地位进一步巩固。

图 23：北美市场营收（百万美元）及增速



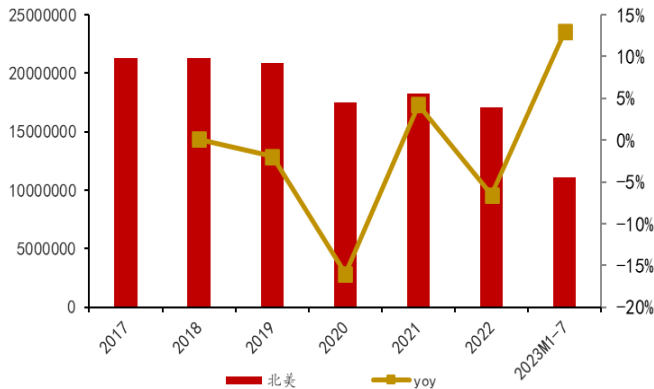
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：各区域市场营收占比

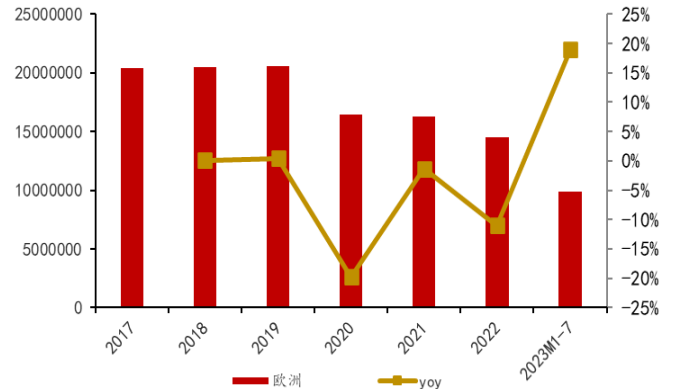


数据来源：公司公告，西南证券整理

北美及欧洲市场恢复，公司业绩有望触底反弹。受疫情、俄乌战争、原材料受限、通货膨胀加剧等多重因素影响，欧美车市 20 年以来出现大幅下跌，今年以来呈现较快恢复，根据 Marklines 统计，23M1-7 北美市场汽车共销售 1107.1 万辆，同比+13%，欧洲市场汽车销量 984.4 万辆，同比+19%，公司经营情况将不断恢复。此外，随着通货膨胀问题逐渐环境，大宗商品价格下降，公司盈利也有望触底反弹，23H1 公司实现归母净利润 3400 万美元，同比+405%，预计下半年将持续好转。

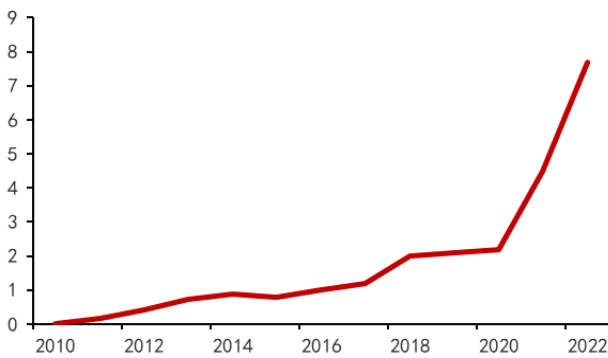
图 25: 北美市场汽车销量(辆)及增速


数据来源: Marklines, 西南证券整理

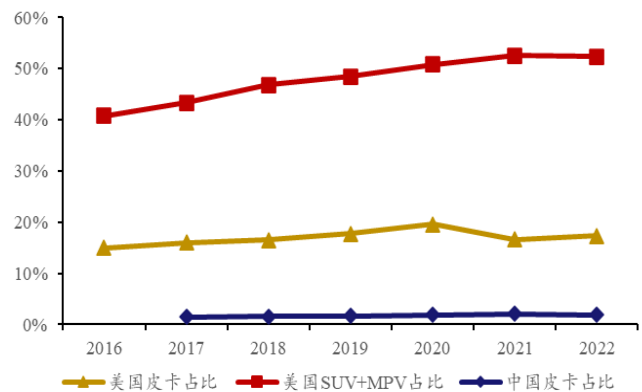
图 26: 欧洲市场汽车销量(辆)及增速


数据来源: Marklines, 西南证券整理

北美皮卡占比高, R-EPS 有望放量。皮卡作为美国乘用车市场主力车型之一,近年来市场渗透率稳步提高。R-EPS 是齿条式 EPS,电机一般经同步带,滚珠丝杠作用于齿条上,也有电机为齿条同轴电机,直接经过滚柱丝杠提供助力的形式。按力传递路线,依次缩短,适用于前轴载荷逐渐增大,远离驾驶员,手感更好,效率更高,适用于更高级的车型。R-EPS 直接驱动齿条,提供最大助力,适用于大型及较重的车辆,如 SUV、MPV、皮卡等。高输出 R-EPS 的负载能力可达到 2.4 万牛,因此非常满足皮卡电动化、智能化的要求及应用。美国市场该类车型销量占比持续提升,其中皮卡 22 年占比 17.3%,远高于国内, SUV+MPV 占比 52.4%,有继续扩大的趋势。

图 27: 美国新能源汽车渗透率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 28: 美国各车型销量占比


数据来源: Marklines, 西南证券整理

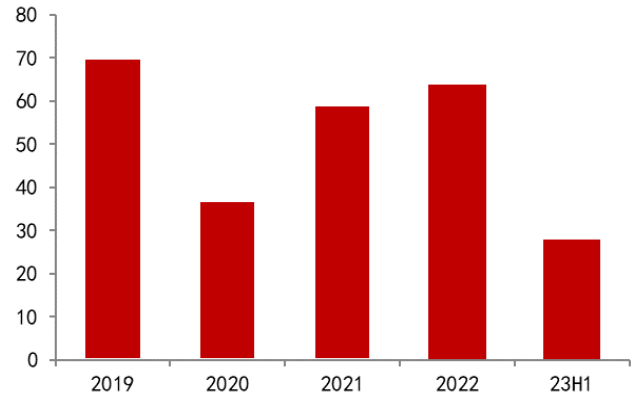
3.3 加快技术创新, 产能持续扩张

加快技术创新, 研发费用保持高位。公司以技术为先导, 凭借逾 110 年整车集成的专业知识及产品工艺的经验积累, 在汽车转向及动力传动系统领域始终保持领先地位, 注重研发和生产先进的转向及动力传动系统, 目前拥有 781 项与核心技术相关的专利申请及 1230 项已授权专利。2022 年, 公司 31% 已授权专利与软件即产品 (Software-as-a-Product)、SBW 及或 ADAS/AD 赋能技术有关。此外, 2022 年的专利申请中的 19% 与该等已确定的技术直

接相关。公司创新及现有的专利组合证明了其于运动控制技术领域的技术领先地位。公司订单量持续恢复，2022 年共获得 63.89 亿美元订单，同比+8.3%，逐渐恢复至 2019 年水平，23H1 获得 28 亿美元订单。

图 29：公司研发费用（百万美元）及占比（%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：公司订单量（亿美元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

持续拓展业务，加快开发产能。2022 年，公司扩充位于班加罗尔的印度软件中心 (ISC)，增加更多软件工程师职位，以满足整车制造商对先进转向软件解决方案日益增长的需求。公司持续优化全球生产布局及技术中心，以提高效率及客户与市场的响应能力。截止 22 年底全球布局包括 26 间制造厂房、3 间技术中心、1 间软件中心及 13 间客户服务中心。

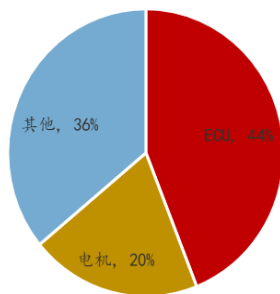
图 31：公司全球布局


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 成本压力有望缓解，积极开拓国产供应链

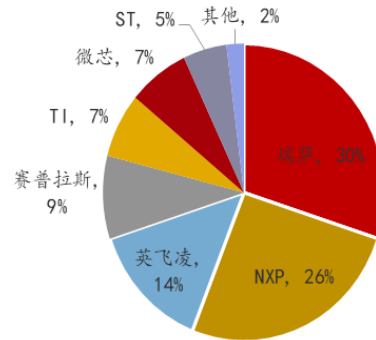
EPS 核心零部件以外资为主。EPS 主要由 ECU、电机、减速机构、中间轴等构成，其中 ECU (Electronic Control Unit, 电子控制器单元) 是 EPS 的核心部件，主要负责处理传感器输入的信号并控制执行器执行相关动作，占 EPS 成本比重最高，约 44%。MCU (Microcontroller Unit, 微控制单元) 为 ECU 核心部件，从全球来看，车规级 MCU 市场主要被国外大型芯片公司占据，2020 年瑞萨、NXP、英飞凌、赛普拉斯、TI 等 5 家厂商占据全球 86% 份额。

图 32: EPS 成本结构



数据来源: 头豹研究院, 西南证券整理

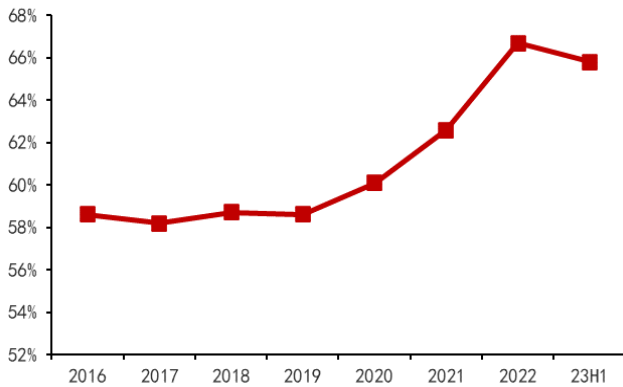
图 33: 全球 MCU 市场格局 (2020)



数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

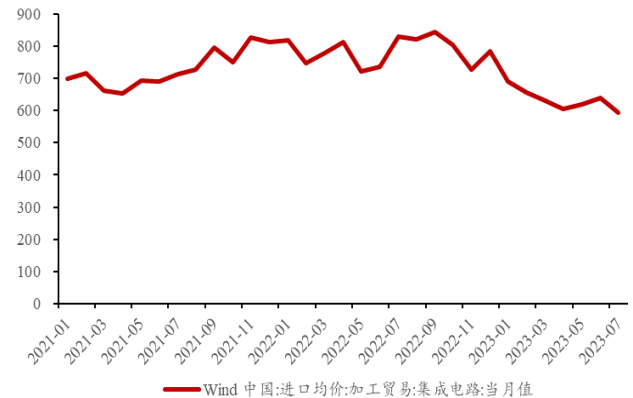
积极开拓国内供应链，成本压力有望缓解。20 年以来随着大宗商品、电子元器件、芯片等原材料价格持续上涨，公司原材料占成本比重逐年上升，由 19 年的 58.6% 上升至 22 年的 66.7%。随着通货膨胀缓解，供需格局转变，公司成本压力有望缓解。此外，公司积极开拓国内供应链，通过提高国产化率进一步降低成本压力，提升盈利水平。其中 EPS 电机主要由海外供应商占据如电产、电装、三菱等，国内厂商份额较低，近年来国内供应商逐渐实现技术突破，叠加产业链、性价比等优势，国产替代加速。22 年 10 月德昌股份宣布获得耐世特 (苏州) EPS 电机订单，首个项目已于 2023 年 5 月实现量产，公司盈利能力有望进一步提升。

图 34: 公司原材料占成本比重



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 35: 进口集成电路价格走势 (千美元/百万个)



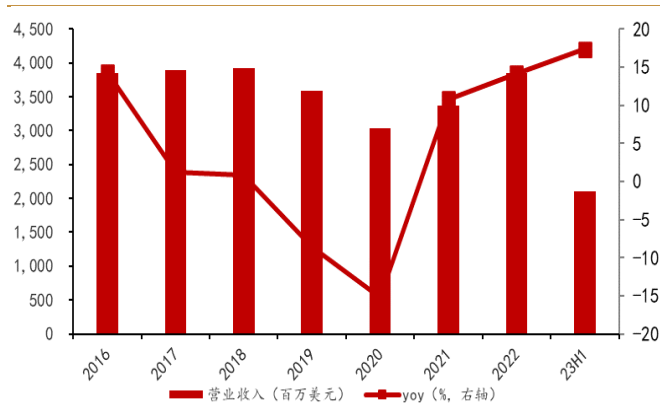
数据来源: Wind, 西南证券整理

4 财务分析

4.1 公司营收持续增长，净利润触底反弹

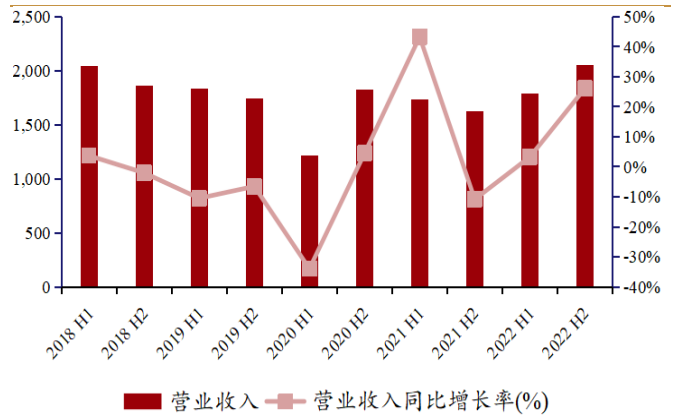
公司营收不断恢复，净利润触底反弹。受疫情影响，19、20 年全球汽车销量下滑，公司营业收入均出现负增长，同比分别-8.65%/-15.2%。随着全球汽车行业有所恢复、公司产品结构不断优化、亚太等地区客户不断开拓，20-22 年公司经营持续向好，营收 CAGR 为 26.6%，其中 22 年营收 38.4 亿美元，同比+14.3%。从盈利能力来看，19 年前公司毛利率稳定 15%+，净利率持续上行。19 年由于疫情爆发，公司经营遭受严重影响，盈利能力大幅下滑。受商品通胀、运输及物流成本增加及通胀压力导致材料采购价格净增长，以及 22 年由于美国地区所得税开支增加，公司净利润持续下滑。今年以来，随着通胀压力有所缓解，原材料价格回落、物流成本下降，公司盈利能力有所修复。

图 36：公司营业收入（百万美元）及增长率



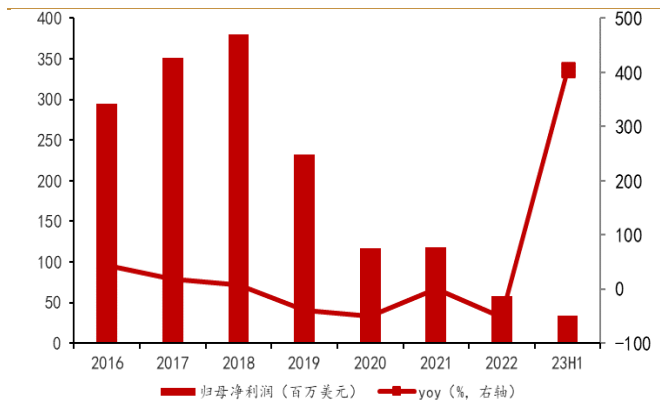
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 37：公司每半年营收（百万美元）及同比增长率



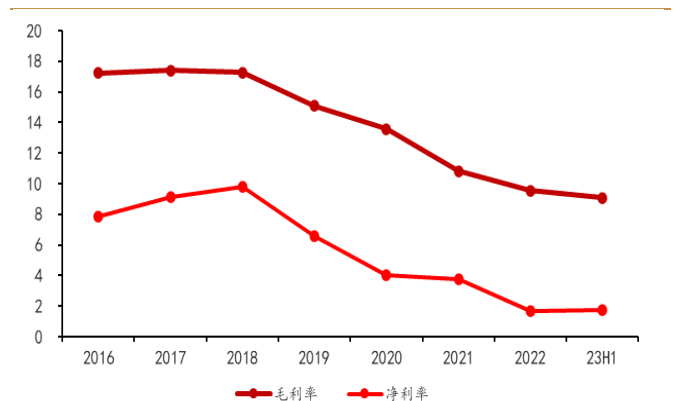
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 38：公司归母净利润及增长率



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 39：公司盈利能力 (%)

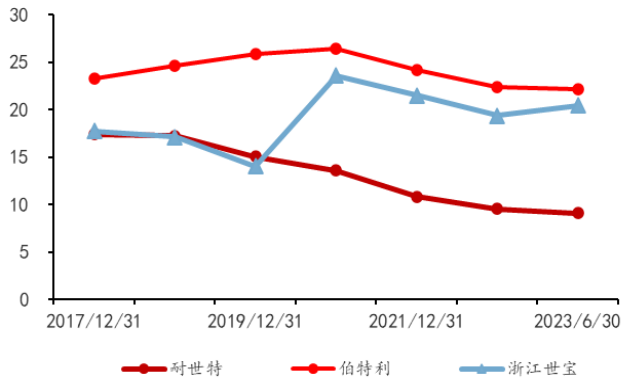


数据来源：Wind, 西南证券整理

4.2 盈利能力有望修复，偿债能力彰显韧性

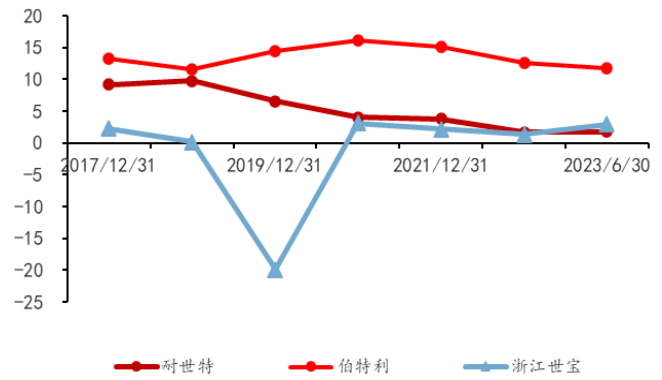
公司盈利能力处于行业中下游。2017年以来汽车行业整体下滑，收入利润受较大影响，导致 ROE 持续下滑，2020 年后 ROE 降幅收窄，22 年为 2.98%，随着利润上涨，公司 ROE 有望回升。公司 2019-2022 年总资产周转率平均为 1.06（次/年），处于行业上游，近年来有明显上升趋势。

图 40：可比公司毛利率比较（%）



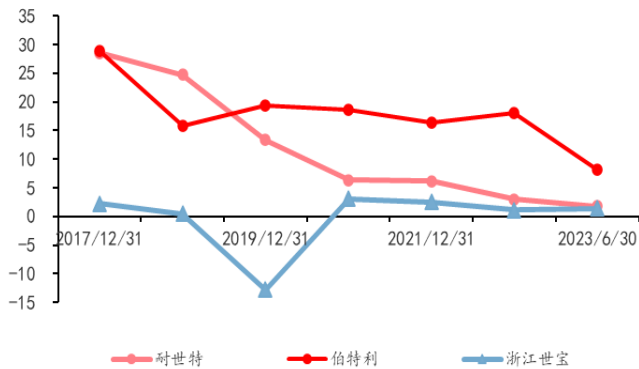
数据来源：Wind，西南证券整理

图 41：可比公司净利率比较（%）



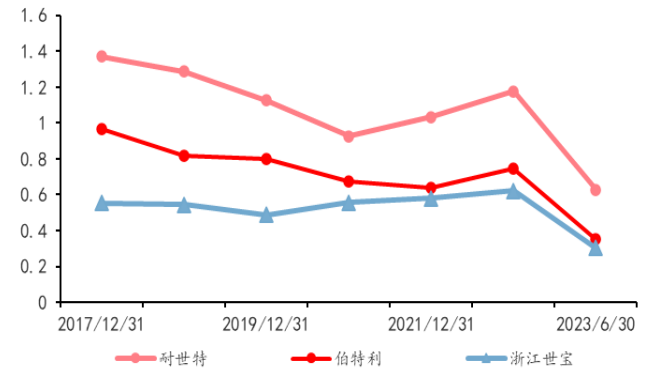
数据来源：Wind，西南证券整理

图 42：可比公司 ROE 比较



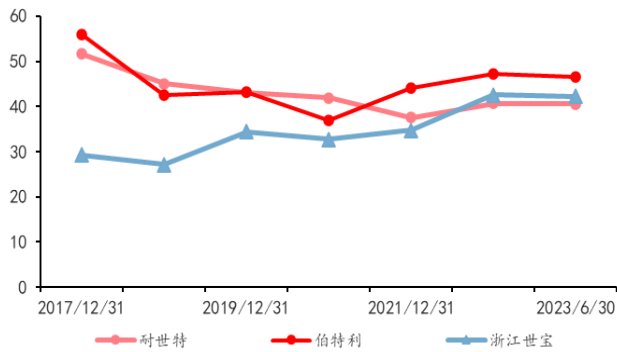
数据来源：Wind，西南证券整理

图 43：可比公司总资产周转率比较

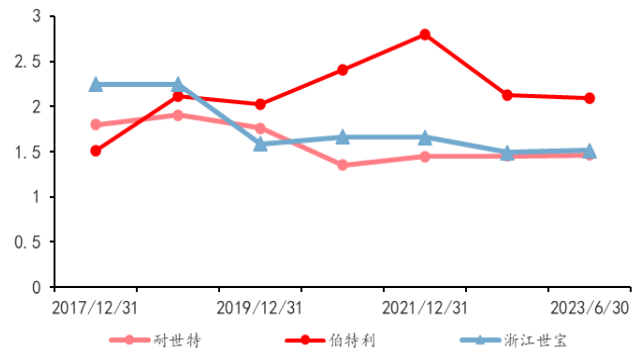


数据来源：Wind，西南证券整理

公司偿债能力处于行业领先水平。2022 年公司资产负债率为 40.72%，处于行业较低水平，流动比率上升至 1.45，长期偿债能力和短期偿债能力均有所增强，主要由于 22 年（1）公司营运资金改善，有多余现金付清结余；（2）公司汇兑储备有重大变动，借款减少程度高于总权益减少。

图 44: 可比公司资产负债率比较 (%)


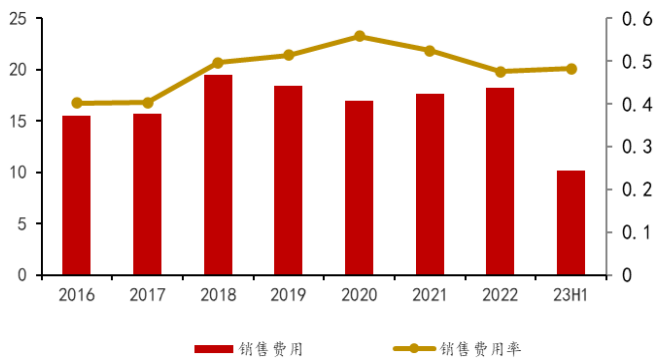
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 45: 可比公司流动比率比较


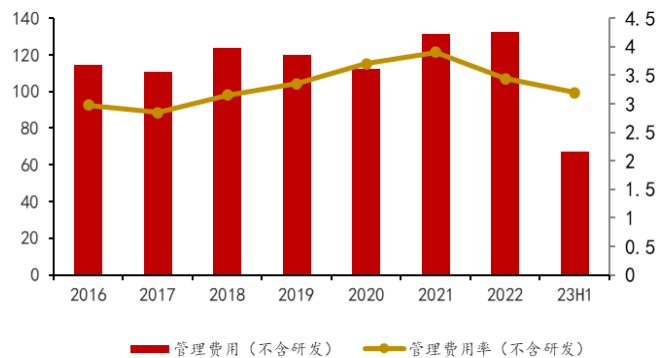
数据来源: Wind, 西南证券整理

4.3 销售费用率小幅上升, 财务费用逐年减少

23H1 公司销售/管理(不含研发)/研发/财务费用分别为 10.15/67.16/68.02/1.08 百万美元, 销售/管理(不含研发)/研发/财务费用率分别为 0.48%/3.19%/3.23%/0.05%。由于研发项目加大投入力度, 22 年研发费用恢复增长。管理费用率 22 年以来呈下降态势。财务费用率近年来逐渐下降, 主要由于票据贴现利息下降和汇兑损益减少, 公司财务风险较小。

图 46: 公司销售费用(百万美元)及销售费用率(%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 47: 公司管理费用(百万美元)及管理费用率(%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 48: 公司研发费用(百万美元)及研发费用率(%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 49: 公司财务费用(百万美元)及财务费用率(%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着全球汽车销量回暖，产品升级单价提升，预计 23-25 年北美、欧洲中东非洲南美销量分别增长 10%/9%/8%、15%/19%/9%，单价每年增长 1%、0%；

假设 2：亚太地区客户持续开拓，预计 23-25 年亚太销量分别增长 15%/16%/17%，单价分别增长 3%/4%/5%；

假设 3：随着通胀缓解、原材料价格下降，公司毛利率逐渐回升。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分地区收入成本如下表：

表 9：分地区收入及毛利率

单位：百万美元		2022	2023E	2024E	2025E
北美	收入	2247.07	2496.49	2748.39	2997.95
	增速	14.43%	11.10%	10.09%	9.08%
亚太	收入	1143.27	1143.27	1379.24	1694.39
	增速	18.45%	18.45%	20.64%	22.85%
欧洲、中东、非洲 及南美洲	收入	619.18	712.69	846.60	925.22
	增速	5.75%	15.10%	18.79%	9.29%
合计	收入	3845.62	4352.45	4974.23	5617.56
	增速	14.19%	13.18%	14.29%	12.93%
	毛利率	9.7%	9.88%	11.01%	11.91%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 43.5 亿美元(+13.2%)、49.7 亿美元(+14.3%) 和 56.2 亿美元 (+12.9%)，归母净利润分别为 80.8 百万美元 (+39.2%)、144.7 百万美元 (+79.2%)、212.7 百万美元 (+47%)，EPS 分别为 0.25/0.45/0.66 港元，对应动态 PE 分别为 14/8/5 倍。

5.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取伯特利、嵘泰股份、美利信三家上市公司作为可比公司，2023、2024 年平均估值分别为 31/22 倍。考虑到公司在转向领域的领导地位以及未来 3 年利润增速较高及市场流动性差异，给予公司 24 年 15 倍 PE，目标价 6.76 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值（截止 2023.11.6 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603596.SH	伯特利	75.84	1.71	2.13	2.87	3.74	53.52	37.08	27.56	21.13
605133.SH	嵘泰股份	28.45	0.84	1.07	1.59	2.17	39.07	27.47	18.57	13.58
301307.SZ	美利信	33.42	1.42	1.27	1.71	2.25	0.00	28.48	21.12	16.11
平均值							46.30	31.01	22.42	16.94

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

（1）原材料价格波动风险。原材料成本占公司总销售成本的大部分，受国际国内经济形势、国家宏观调控政策及市场供求变动等因素的影响，如果上游原材料短期内出现大幅上涨，公司产品价格未能及时调整，可能对公司经营业绩产生不利影响。

（2）行业不景气风险。公司的产品主要应用于汽车行业，若未来全球经济形势恶化，或者国家产业政策发生不利变化，则可能导致汽车行业产销量持续下滑，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。

（3）市场竞争加剧风险。随着汽车转向及动力传动系统行业不断发展，客户对产品技术水平和质量提出了更高要求，未来如果公司不能继续保持技术创新并及时响应市场和客户对先进技术和创新产品的需求，将对公司持续盈利能力和财务状况产生不利影响。

（4）汇率波动风险。公司业务遍布全球，其大部分收入及开支以美元以外的货币计值，公司面临汇率起伏导致材料购买与制成品销售价格波动带来的经济损失。

（5）北美罢工风险。公司客户结构中北美三大车企占比较高，若北美车企联合会罢工，对公司经营将产生不利风险。

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	利润表 (百万美元)	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
货币资金	245.94	607.44	937.64	1305.63	营业额	3839.70	4345.75	4966.58	5608.92
应收账款	803.17	856.34	978.67	1105.24	销售成本	3472.55	3916.42	4420.00	4941.06
预付款项、按金及其他应收款项	18.53	33.05	37.77	42.66	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	18.25	20.43	22.85	25.24
存货	293.69	352.79	398.15	445.09	管理费用	277.55	312.89	347.66	381.41
其他流动资产	130.76	129.77	148.31	167.49	财务费用	-5.00	0.92	-0.29	-1.51
流动资产总计	1492.10	1979.39	2500.54	3066.11	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	23.40	23.40	23.40	23.40	投资收益	0.63	0.00	0.00	0.00
固定资产	971.19	819.04	666.89	514.73	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	76.97	95.09	176.36	262.72
无形资产	787.29	656.08	524.86	393.65	其他非经营损益	14.97	7.53	7.53	7.53
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	91.95	102.62	183.88	270.25
其他非流动资产	61.30	61.30	61.30	61.30	所得税	26.43	15.39	27.58	40.54
非流动资产合计	1843.18	1559.81	1276.44	993.07	税后利润	65.51	87.22	156.30	229.71
资产总计	3335.28	3539.20	3776.98	4059.19	归属于非控制股东利润	7.50	6.48	11.61	17.06
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	58.01	80.75	144.69	212.65
应付账款	815.40	924.37	1043.23	1166.21	EBITDA	356.14	386.91	466.96	552.11
其他流动负债	211.04	259.54	295.24	332.13	NOPLAT	51.28	81.61	149.66	222.03
流动负债合计	1026.44	1183.91	1338.46	1498.34	EPS(元)	0.02	0.03	0.06	0.08
长期借款	49.84	49.84	49.84	49.84					
其他非流动负债	281.85	281.85	281.85	281.85	主要财务比率	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
非流动负债合计	331.69	331.69	331.69	331.69	成长能力				
负债合计	1358.13	1515.60	1670.15	1830.03	营收额增长率	14.32%	13.18%	14.29%	12.93%
股本	32.38	32.38	32.38	32.38	EBIT 增长率	-24.96%	19.08%	77.32%	46.38%
储备	1901.45	1901.45	1901.45	1901.45	EBITDA 增长率	-3.39%	8.64%	20.69%	18.23%
留存收益	0.00	39.97	111.60	216.87	税后利润增长率	-48.17%	33.14%	79.19%	46.97%
归属于母公司股东权益	1933.83	1973.80	2045.42	2150.69	盈利能力				
归属于非控制股东权益	43.33	49.80	61.41	78.46	毛利率	9.56%	9.88%	11.01%	11.91%
权益合计	1977.15	2023.60	2106.83	2229.15	净利率	1.71%	2.01%	3.15%	4.10%
负债和权益合计	3335.28	3539.20	3776.98	4059.19	ROE	3.00%	4.09%	7.07%	9.89%
					ROA	1.74%	2.28%	3.83%	5.24%
					ROIC	2.46%	4.03%	7.87%	12.94%
现金流量表 (百万美元)	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	估值倍数				
税后经营利润	54.40	80.83	149.90	223.31	P/E	173.92	124.95	69.73	47.45
折旧与摊销	269.19	283.37	283.37	283.37	P/S	2.63	2.32	2.03	1.80
财务费用	-5.00	0.92	-0.29	-1.51	P/B	5.22	5.11	4.93	4.69
其他经营资金	-24.83	31.68	-36.41	-37.70	股息率	0.00	0.00	0.01	0.01
经营性现金净流量	293.76	396.80	396.58	467.48	EV/EBIT	2.57	0.55	-1.09	-1.81
投资性现金净流量	-263.47	6.40	6.40	6.40	EV/EBITDA	0.63	0.15	-0.43	-0.88
筹资性现金净流量	-85.18	-41.70	-72.78	-105.88	EV/NOPLAT	4.35	0.70	-1.33	-2.19
现金流量净额	-54.90	361.50	330.20	368.00					

数据来源: ifind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
