

山子股份 (000981.SZ)

买入 (首次覆盖)
目标价: 2.85 元

全面转型新能源整车+高端制造，业务布局顺利业绩开始修复

核心投资亮点

山子科技股份有限公司于 2011 年在深交所上市（股票简称“山子股份”，股票代码 000981），下辖国内外百余家子公司，作为一家全球化的企业，山子高科积极布局新能源汽车& 半导体双产业链，打造整车制造、汽车高端零部件、半导体先进封装材料、出行服务等多产业互联互通的高端制造生态圈。2023 年前三季度，公司实现营收 42.45 亿元，同比增长 54.07%，业务规模开始大幅修复。

華升证券研究

陈思聪

nelsonchan@cfcg.com.hk

+852 31666842

- 整车进入量产阶段，新能源物流车布局全球市场，燃油车布局“一带一路”市场。**公司整车项目主要有两大核心看点：一是公司通过收购红星汽车获得 1/5/6/7 号资质，全牌照优势显著，当前公司 BOX1 城市新能源物流车已经进入量产阶段，并获得美团、德邦、极兔等物流行业龙头的订单，产品放量在即；成本优势突出，通过以租代售的模式，省购车费用、省新增运营成本、省维护费，极大的降低客户成本，从而快速占领市场。二是公司与哈尔滨经济技术开发区签署《“一带一路”整车产业项目合作协议》，获得哈尔滨政府专项产业扶持基金与本地的整车制造资源的支持，通过技术改造升级和产品导入，打造面向“一带一路”国家市场的整车制造项目，有望大幅增大公司营收规模及利润规模。
- 零部件业务重回高增，绑定优质客户实现共同成长。**公司零部件业务主要依托邦奇及 ARC 公司。邦奇的动力总成已实现和斯特兰蒂斯 (Stellantis) 及塔塔 (TATA) 的战略合作，未来业绩确定性高，其中公司 DT2 产品将供货斯特兰蒂斯数十款车型，预计 2025 年全面达产后订单不少于 120 万台/年，对应营收规模有望达 135 亿元；DT1 产品供货塔塔集团，合作关系稳定，未来 DT2 产品也有望进入塔塔集团供应链，进一步拓宽单客营收及利润空间；传统强项 CVT 业务也重回增长，除了与吉利的合作外，未来将瞄准“一带一路”国家市场发力；此外，公司 EV 产品实现了从减速器到 EDU 到电驱桥的完善的产品线覆盖，减速器通过邦奇与蔚来的合资子公司进行研发、生产、销售，已获得纬湃和上海电驱动的订单，EDU 产品和国外造车新势力 Mullen 和 Arrival 达成战略合作，电驱桥产品目前供应知道科技整车，实现内部协同。ARC 公司是全球混合式气体发生器的龙头企业，细分市场市占率约 98%，并与均胜、延锋在内的头部一级供应商达成协作，间接覆盖全球 99% 以上的汽车品牌，如配套通用、大众、保时捷、比亚迪、吉利在内的全球知名汽车整车厂；此外也陆续供货给赛力斯、蔚来、理想、零跑、合众、集度等造车新势力，业绩有望再创新高。
- 房地产业务剥离有望加速，全面转向新能源及高端制造驱动估值提升。**当前公司正通过筹划产权交易机构公开挂牌转让公司房地产业务相关股权和债权资产，交易完成后，公司将完全退出房地产开发业务，公司的资产、负债及业务结构有望得到大幅优化，大幅度增强整体的盈利水平及持续经营能力。公司也有望丢掉历史包袱，在新赛道加速前进，新业务带来的高增长及高确定性驱动下，公司的市场估值也有望提升。

估值分析：

采用 PE 估值法对公司进行估值，选取汽车制造商及汽车零部件企业进行比较，分别为长安汽车、江淮汽车、均胜电子、德赛西威，2024、2025 对应 PE 平均值为 33.47、22.77。公司是新晋的汽车整车制造企业，同时在汽车变速器领域及安全气囊气体发生器领域技术雄厚，有望享受新能源+国产替代+一带一路多重发展机遇，预计公司 2024/2025 年归母净利润 6/23 亿元。考虑到公司 2024 年整车业务处于快速放量阶段，盈利成长性高，综合整车放量初期的行业估值水平，给予公

司 2024 年 50 倍市盈率，对应 12 个月内目标价 2.85 元/股，相较当前市值有约 90% 增长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

股票代码	股票简称	股价 (元)	EPS				PE				
			2022 A	2023 E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
000625.SZ	长安汽车	14.41	0.79	1.07	0.97	1.21	15.66	13.46	14.9	11.89	
600418.SH	江淮汽车	14.20	-0.72	0.13	0.20	0.33	--	112.06	71.62	43.82	
600699.SH	均胜电子	16.23	0.29	0.71	0.98	1.31	48.76	23.36	16.94	12.42	
002920.SZ	德赛西威	116.48	2.13	2.75	3.83	5.07	49.41	42.35	30.42	22.96	
平均数							37.94	47.81	33.47	22.77	
000981.SZ	山子股份	1.50	-0.12	-0.15	0.06	0.23	-	-	26.32	6.52	

风险提示

新业务进展不及预期的风险、竞争加剧的风险、原有业务退出不及时的风险、汇率波动风险 & 地缘政治风险

目录

一、转型新能源及高端制造，营收开始修复	4
1.1 全面转型新能源及高端制造，打造整车+汽车零部件全产业链	4
1.2 营收大幅增长，财务逐渐好转	7
2 新能源景气带来发展机遇，整车及零部件均大有可为	9
2.1 新能源供需两旺，商用车领域潜在空间广阔	9
2.2 新能源汽车带来变速器市场新机遇	14
2.3 气体发生器：安全气囊核心零部件，国产替代市场空间大	16
3 全面转型新能源，整车下线+零部件重回增长打开未来增长极	20
3.1 切入整车制造，看准物流车及“一带一路”广阔市场	20
3.2 零部件业务把握核心大客户，重回增长轨道	22
4 投资亮点、盈利预测及估值	26
4.1 投资亮点	26
4.2 盈利预测	27
4.3 估值比较	28

一、转型新能源及高端制造，营收开始修复

1.1 全面转型新能源及高端制造，打造整车+汽车零部件全产业链

更名再出发，全面转向高端制造。山子高科科技股份有限公司于2011年在深交所上市，公司下辖国内外百余家子公司，作为一家全球化的企业，山子高科积极布局新能源汽车 & 半导体双产业链，打造新能源整车制造、汽车高端零部件、半导体先进封装材料、出行服务等多产业互联互通的高端制造生态圈。

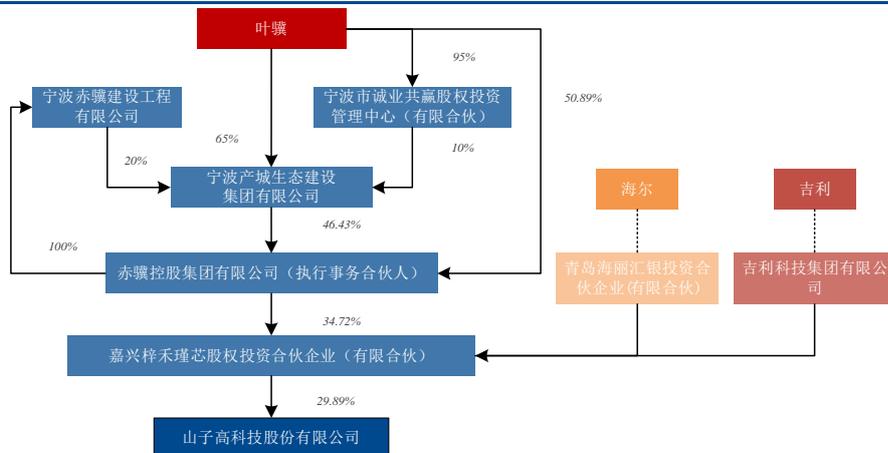
图：公司发展历程主要事件



数据来源：公司官网

股权结构清晰，产业背景雄厚。公司目前第一大股东为嘉兴梓禾瑾芯股权投资合伙企业（有限合伙），实际控制人为公司董事长叶骥先生。同时，包括吉利、海尔在内的产业公司也参与出资，是公司控股股东的LP，未来在产业协同上或为公司提供产业上的助力。

图：公司实际控制人持股结构



资料来源：iFinD 企业库

引入产业背景丰富的高管团队。公司从房地产全面转向新能源领域后，高管团队也随之大换血，新团队在新能源领域行业经验丰富，有助于拓宽公

司在新能源汽车领域的视野与创造力，同时借助团队丰富的行业人脉积累，提高公司综合竞争优势。

图：公司董事会及高管成员履历

姓名	职位	履历
叶骥先生	董事长兼总裁	男，1983年生，中国国籍，无境外居留权，博士在读。历任YEZ Trading创始人、宁波市产城生态建设集团有限公司总经理。现任宁波市产城生态建设集团有限公司董事长，赤骥控股集团有限公司法定代表人、执行董事，本公司董事长兼总裁，宁波康强电子股份有限公司董事长，浙江钛合控股有限公司董事等。
章玉明先生	董事兼副总裁	男，1971年生，中国国籍，无境外居留权，硕士学历，取得高级工程师、注册建造师、注册造价师等专业资质。历任宁波斯正咨询项目管理有限公司总经理、宁波市政工程前期办公室副主任、宁波城市基础设施建设开发公司副总经理、宁波市政工程建设监理有限公司总监、宁波市产城生态建设集团有限公司战略投资中心总经理。现任本公司董事兼副总裁，宁波市产城生态建设集团有限公司董事。
张颖先生	董事	男，1987年生，中国国籍，博士学历，无境外居留权，中国准精算师，曾任萧山农商银行客户经理、宁波财经学院教师、中国太保财险宁波分公司理赔风控经理、宁波市产城生态建设集团有限公司总裁办主任。现任本公司董事兼企业研究院总经理，宁波市产城生态建设集团有限公司监事。
倪海涛先生	董事	男，汉族，1986年10月出生，汉族，中国国籍，无境外居留权，本科学历。曾任复星集团星景生态环保科技(苏州)有限公司执行董事，杭州沃悦科技有限公司董事长，银泰健康执行董事，银泰文旅集团董事长。
徐芳女士	董事	女，1989年生，中国国籍，无境外居留权，硕士学位，注册会计师、取得会计初级、中级职称。2014年12月至2020年12月，任天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计项目经理；2020年12月至今，任吉利科技集团有限公司海外财务主管、合并报表主管、财务经理。
刘中锡先生	董事	男，1977年生，中国国籍，硕士学历，具备律师执业资格，历任中国民生银行股份有限公司地产金融事业部苏州分部副总监，杭州银行绍兴分行行长、党委书记。2016年10月至2018年1月任海尔集团财务有限责任公司总经理，2018年1月至2022年任海尔金融保理(重庆)有限公司总经理、执行董事。2017年12月至今任天津海立方舟投资管理有限公司法人代表、执行董事、总经理，同时兼任海尔集团(青岛)金盈控股有限公司董事、湖南潭州教育网络科技有限公司董事及本公司董事，我爱我家监事。
谈跃生先生	独立董事	男，1958年生，美国国籍。现任博格华纳全球副总裁兼中国区总裁，博格华纳全球战略委员会成员。谈跃生先生在担任中国区总裁同时曾兼任博格华纳传动集团副总裁、变速器事业部副总裁、博格华纳中国区董事总经理、博格华纳涡轮增压及排放系统中国区总经理等。谈跃生先生还担任博格华纳亚洲有限公司的董事，以及博格华纳在中国多家企业(含3家合资企业)的董事长和/或董事。谈跃生先生曾在美国联合技术公司和上海国际投资信托公司担任管理职务。谈跃生先生在美国明尼苏达圣托马斯大学获得MBA。他是美国西北大学凯洛格管理学院总裁班的毕业生，并曾进修于牛津大学、欧洲工商管理学院、斯坦福大学商学院。
杨央平先生	独立董事	男，1972年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，律师，历任浙江花园集团政法处处长助理，浙江信安律师事务所专职律师，上海锦天城律师事务所杭州分所专职律师，浙江海浩律师事务所专职律师、非诉法务部主任，浙江文杰律师事务所创始合伙人律师、主任，北京康达(杭州)律师事务所专职律师。现任北京炜衡(杭州)律师事务所创始高级合伙人、专职律师，兼任杭州壹网壹创科技股份有限公司及本公司独立董事。
陈珊女士	独立董事	女，1988年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，毕业于浙江万里学院财务管理专业，中国注册会计师。历任立信会计师事务所(特殊普通合伙)浙江分所项目经理，瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)浙江分所高级项目经

		理。现任杭州奥牛投资管理有限公司财务总监，任本公司独立董事，任杭州鸿世电器股份有限公司独立董事。
潘绍奇先生	副总裁	男，1980 年出生，本科学历，中国国籍，无境外居留权。曾在华为技术有限公司从事管理工作 10 年以上，曾任南京市雨润控股集团副总裁兼人力资源部总裁、北京松果出行 HRVP 职务等。现任公司副总裁兼首席人力资源官。
屠赛利女士	副总裁	女，1969 年出生，中国国籍，无境外居留权，硕士学位，高级经济师、工程师。第一届全国物业服务标准化技术委员会委员(住建部)，中国物业管理协会产业发展研究委员会委员，浙江省物业协会副会长，浙江省政采云平台专家，浙江省住房和城乡建设厅科学技术委员会城市住房与房地产专业委员会委员、宁波市政协委员，宁波市物业管理协会轮值会长(首轮轮值会长)，宁波市未来社区专家库专家，海曙区人大代表。现任宁波银亿物业管理有限公司董事长兼总经理。
孙毅先生	副总裁	男，1985 年出生，本科学历，中国国籍，无境外居留权。曾任职于中国银行宁波镇海分行、浙江正泰新能源开发有限公司资金管理副总监(主持工作)、宁波金田铜业(集团)股份有限公司集团副总监、资金部负责人。现任公司副总裁兼资金部总经理。
李广冬先生	副总裁	男，1981 年出生，硕士学历，国际注册采购经理，中国国籍，无境外居留权。曾任东风本田汽车有限公司采购工程师、北京奔驰-戴姆勒克莱斯勒汽车有限公司高级采购工程师、北京博格华纳汽车传动器有限公司采购经理、博格华纳驱动系统亚太采购总监。现任公司副总裁。
贺满昌先生	董事会秘书	男，1983 年出生，本科学历，中国国籍，无境外永久居留权。曾任永丰金证券上海代表处研究助理、永丰金资产管理公司基金经理助理、敏实集团有限公司投资者关系管理主管、本公司投资者关系经理、高端制造事业部运营经理、职工监事，现任本公司董事会秘书。
陆燕女士	财务总监	女，1986 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，取得中国注册会计师、中国税务师、中级会计师。曾任美康生物科技股份有限公司财务经理、中汇会计师事务所(特殊普通合伙)高级经理、浙江天平会计师事务所(特殊普通合伙)审计经理，本公司财务总监。

数据来源：公开信息

公司战略布局了新能源整车、半导体、高端制造及智慧服务四大领域，加速对原有房地产业务的剥离。其中：

新能源及整车业务：作为公司的主营业务，子公司知道新能源致力于打造“新能源城市物流车新物种”，公司 BOX1 新能源城市物流车已经正式量产，公司进入到整车制造量产的新阶段；同时，公司 12 月已与哈尔滨经济开发区签署整车产业项目合作协议，未来设备及基础设施改造有望快速开启，建设周期 8 个月，规划年均产能超过 12 万台。

高端零部件业务：依托公司拥有的多项优质资产，包括比利时邦奇集团及美国 ARC 集团，重点致力于混合动力和纯电动动力总成系统、汽车安全气囊气体发生器的开发、生产及销售等。其中邦奇集团业务包括传统油车的 CVT、混动的 DT1、DT2、纯电的 EV，其中 CVT 将重点面向一带一路市场拓展，而 DT1、DT2 已经分别于塔塔、斯特兰蒂斯达成战略合作；公司 EV 产品实现了从减速器到 EDU 到电驱桥的完善的产品线覆盖，减速器通过邦奇与蔚来的合资子公司进行研发、生产、销售，已获得纬湃和上海电驱动的订单，EDU 产品和国外造车新势力 Mullen 和 Arrival 达成战略合作，电驱桥产品目前供应知道科技整车，实现内部协同。

半导体业务：山子高科作为半导体封装材料细分领域龙头企业康强电子的第一大股东，同样作为浙江禾芯集成的联合创始人，禾芯集成将以中国大

陆顶尖的高端封测管理和技术团队为核心，打造中国大陆最先进的封测企业。

智慧服务板块：主营城市物业服务，其物业公司是浙江省首批、宁波市首家国家一级资质物业服务企业。公司目前项目管理区域覆盖全国六省十市，项目类型涵盖了政府机关、市政配套、高端综合物业类，并始终坚持高端物业的市场定位，重视品质管理和品牌建设，积极打造管理和服务精品。面向未来，将继续坚定不移地实施品牌化战略，坚持国际化质量管理标准和服务水平，做大规模，做强品牌，做精服务。

1.2 营收大幅增长，财务逐渐好转

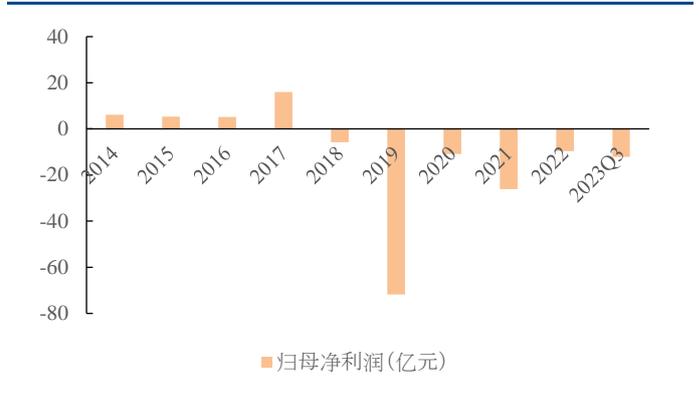
营收高增，利润跌幅收窄。2023年，受益于公司高端制造业务增长及传统房地产项目的交付结转收入增加，公司营业收入大幅增长，截至第三季度，公司实现营收42.45亿元，同比增长54.07%。净利润方面，由于上年同期完成部分以股抵债后产生债务重组受益10.27亿元，剔除这部分影响后，前三季度公司归母净利润跌幅有所收窄至-12.15亿元。

图：公司营收及增速



资料来源：iFind，公司年报

图：公司归母净利润

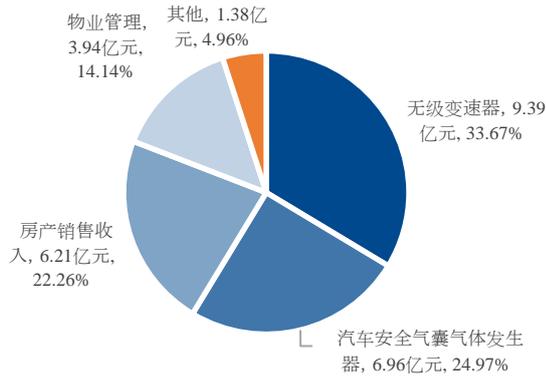


资料来源：iFind，公司年报

当前汽车零部件收入占比约6成，今年均实现大幅增长。分业务看，上半年公司无级变速器实现营收9.39亿元，同比大幅增长61.53%；安全气囊气体发生器实现营收6.96亿元，同比增长22.73%，得益于市场环境的好转及公司内部管理的发力，公司零部件均重回增长轨道。

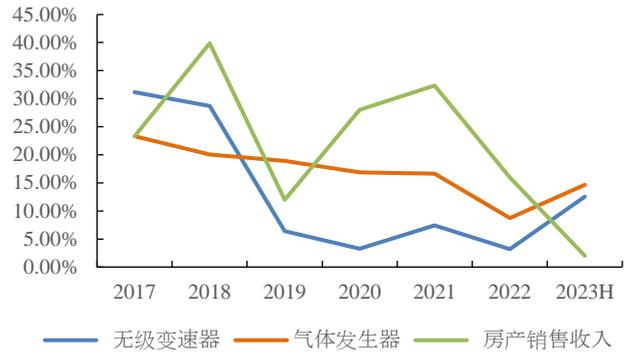
零部件毛利率回升态势显著。上半年，公司无级变速器、安全气囊气体发生器毛利率分别为12.57%、14.65%，对比2022年全年的3.19%、8.73%提升显著。毛利率的回升或主要得益于经营的改善及业务规模重新增长，未来或持续回升至合理水平。

图：公司分业务营收结构-2023H



资料来源：iFinD，公司年报

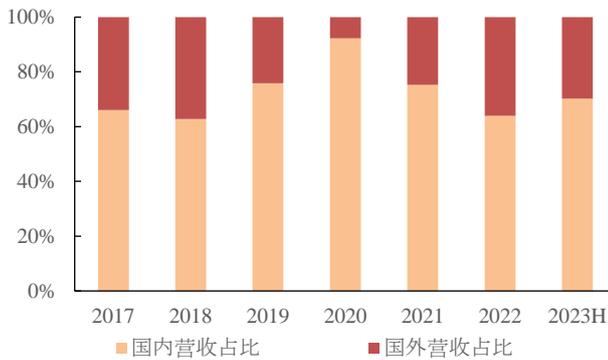
图：公司分业务毛利率



资料来源：iFinD，公司年报

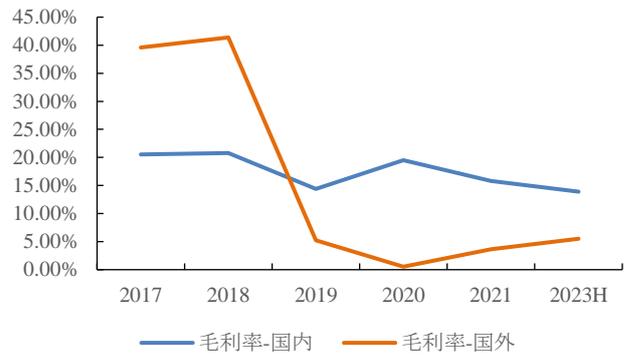
海外地区业务毛利率回升。上半年，公司国内地区营收占比 70.26%，海外地区营收占比 29.74%，基本保持平稳。海外业务毛利率自 2020 年以来保持连续上升，显示出海外地区业务正在复苏。

图：公司分地区营收结构



资料来源：iFinD，公司年报

图：公司分地区毛利率



资料来源：iFinD，公司年报，*2022 全年分地区毛利未披露

研发费用率持续增长。公司期间费用中，管理费用于 2021、2022 年保持较高水平，主要系公司经历破产重整带来的短期扰动，未来有望随着营收恢复增长以及团队精简（如房地产业务剥离后）持续改善。公司转型以来保持高研发投入，2020 年以来研发费用及比例持续增长，成为公司全面转型高端制造的坚实支撑。2023 年前三季度，公司研发投入金额 3.97 亿元，同比大幅增长 152.81%。

图：公司期间费用情况



资料来源：iFinD，公司年报

图：公司研发费用、增速及研发费用率



资料来源：iFinD，公司年报

盈利水平恢复，剥离房地产业务后资产负债表或将改善。伴随战略重心转向高端制造领域，公司整体毛利率得到改善，同时公司资产负债率保持平稳。未来在公司成功剥离房地产业务进度完成，房地产业务出表后，公司资产负债表有望得到进一步优化。

图：整体毛利率与净利率



资料来源：iFinD，公司年报

图：公司总资产及资产负债率



资料来源：iFinD，公司年报

2 新能源景气带来发展机遇，整车及零部件均大有可为

2.1 新能源供需两旺，商用车领域潜在空间广阔

2.1.1 我国新能源领军全球景气度高，欧洲市场受益碳中和渗透率持续提升

新能源汽车产销两旺，保持高速增长态势。2023年我国新能源汽车产量与销量规模持续增长，乘联会数据显示，11月新能源汽车产量100.6万辆，同比增长35.6%；实现销量102.6万辆，同比增长30.53%，呈现出供需两旺的态势，成长成为我国经济增长的重要引擎。同时，国内自主品牌为代表的汽车企业成长为当前销售的主要动力，推动产业不断升级。

图：新能源汽车当月产量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，iFinD

图：新能源汽车当月销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会，iFinD

混动车显著增长，贡献主要增量。横向对比来看，插电混动型是增长最快的类型，也是新能源汽车增量的主要贡献者，截至11月插电混动渗透率已经超过30%；单月来看，11月插电混动销量32.3万辆，同比增长88.89%。同时近两年插电混动一直保持高于纯电的速度增长，或将成为未来“主流”解决方案。相比于纯电动，插电混动汽车携带容量较小的动力电池之外，内燃机能有效解决补能速度、续航里程、低温启动、锂电低温续航打折的

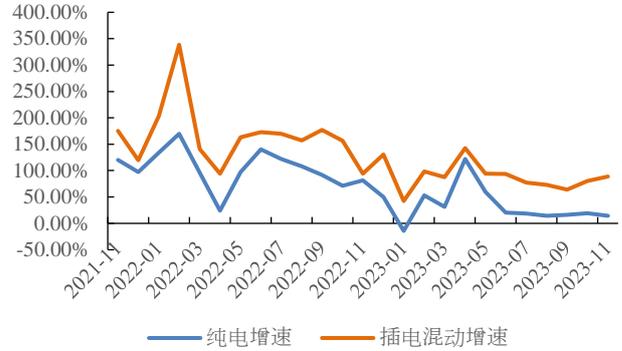
问题，同时对比油车又具有能耗方面的优势，叠加政策将混动车型列为低油耗车型，享受免征购置税的优惠，混动汽车竞争力进一步增强。目前传统油车企业也看到了混动的大趋势，布局力度持续加大。

图：新能源汽车销量结构



资料来源：中国汽车工业协会，iFind

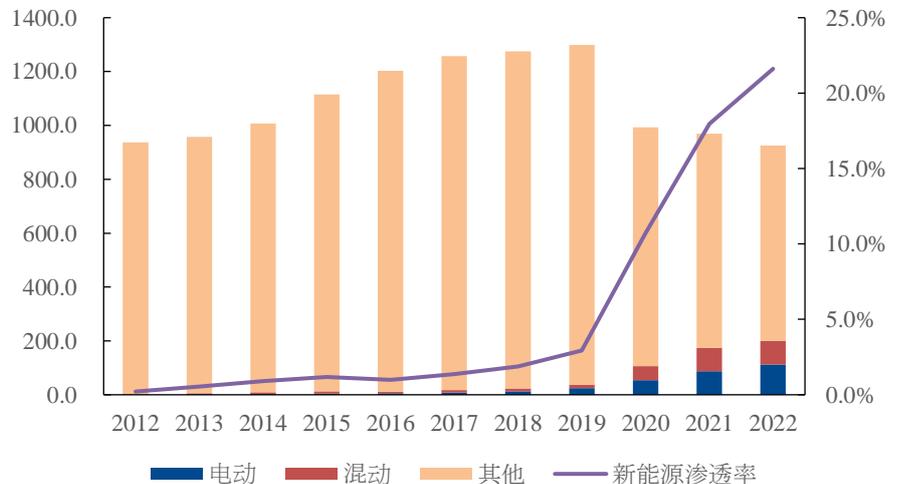
图：纯电及插电增速的同比



资料来源：中国汽车工业协会，iFind

欧洲新能源加速渗透，混动保持高速增长。2020年欧洲新一轮的碳排放政策实施，叠加疫情影响，欧洲汽车市场销量大幅下降，同时新能源汽车渗透率出现爆发式提升。未来2025年，欧洲的碳排放要求将会进一步提高，新能源汽车成为了实现2025年碳中和目标的重要手段。为鼓励新能源采购，欧洲各国政策层面已经采取了多项措施，包括对电动汽车行业的财政支持、对充电基础设施的公共投资或家用充电器的补贴、电动汽车的公共采购（如用于市政车队）、间接的消费者激励措施、优先使用公交专用道、免费或优先停车、进入低排放区、在公共车站免费充电、以及道路通行费豁免等。政策大力推动下，新能源渗透率有望加速持续提升。2022年数据显示，电动车销量112.67万辆，插电混动则达到87.30万辆，新能源渗透率达到21.61%。2023年以来，欧盟地区汽车复苏态势良好，欧洲汽车制造商协会（ACEA）数据显示，前10个月新车总销量增长16.7%，新能源汽车销量则大增36.3%，而混动汽车销量增速则为38.6%，为增长的主要动力。

图：欧洲27国汽车销量及新能源渗透率

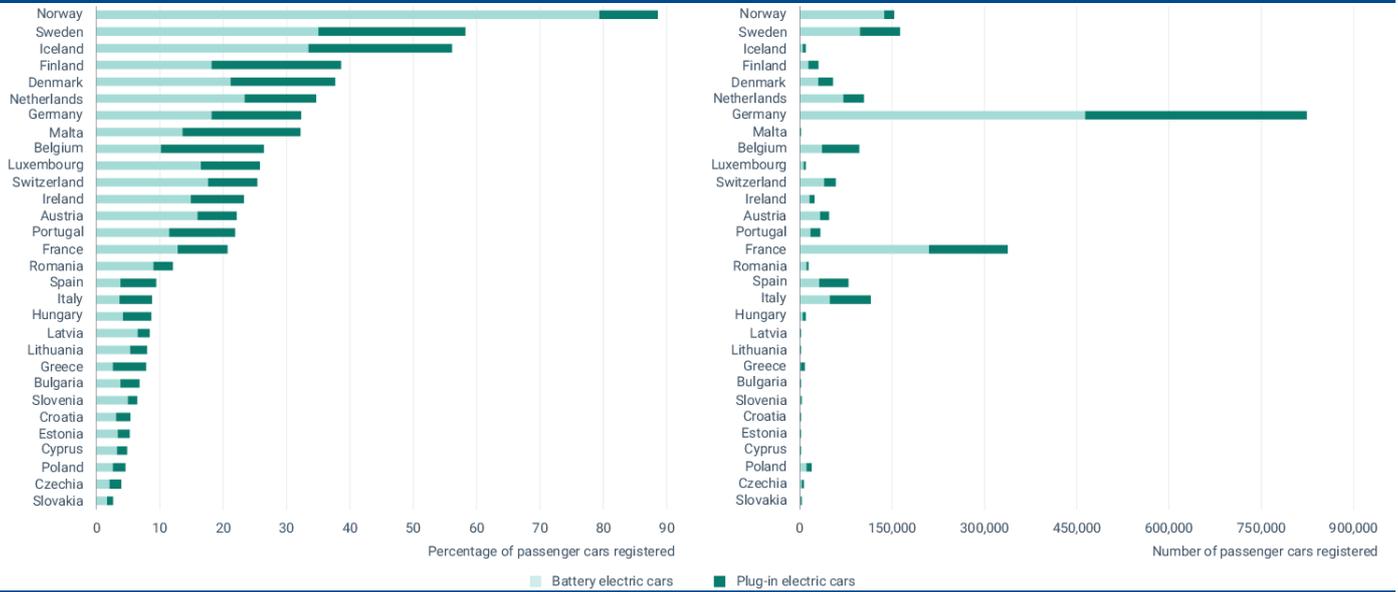


资料来源：European Environment Agency(EEA)

新能源渗透率提高，德国法国主要市场中混动占

比较高。欧洲主要国家当前新能源渗透率已经超过 20%，在挪威新增新能源车渗透率甚至达到 89%。从绝对值上看，德国与法国是欧洲的最主要的市场，混动占比均处于较高的水平。

图：2022 欧洲国家新能源乘用车渗透率及注册数量（浅绿为电动、深绿为插电混动）

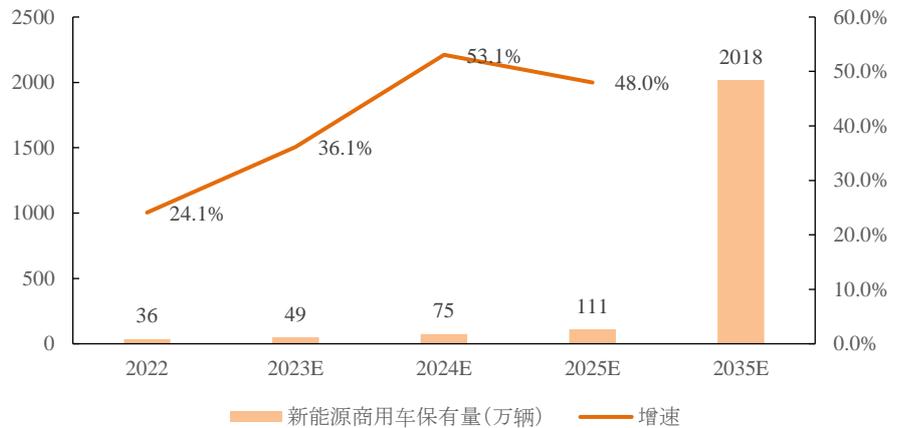


资料来源：European Environment Agency (EEA)

2.1.2 城市物流车渗透加速，增长空间巨大

商用车领域新能源车处于高速发展。艾瑞咨询数据显示，2022-2025 年，我国新能源商用车保有量将从 36 万辆发展到 111 万辆，复合增速达 45.55%。中汽数据研究远期增长预测至 2035 年，新能源商用车保有量将发展至 2018 万辆，其中氢能商用车保有量将达 100 万辆，换电商用车将达到 187 万辆，充电商用车占比最高，保有量将达到 1731 万辆。充电商用车主要应用于各类物流场景，其中城市物流是主要应用场景，此外城际物流、干线物流等公路货运场景占比也有望逐步提升。

图：新能源商用车保有量预测



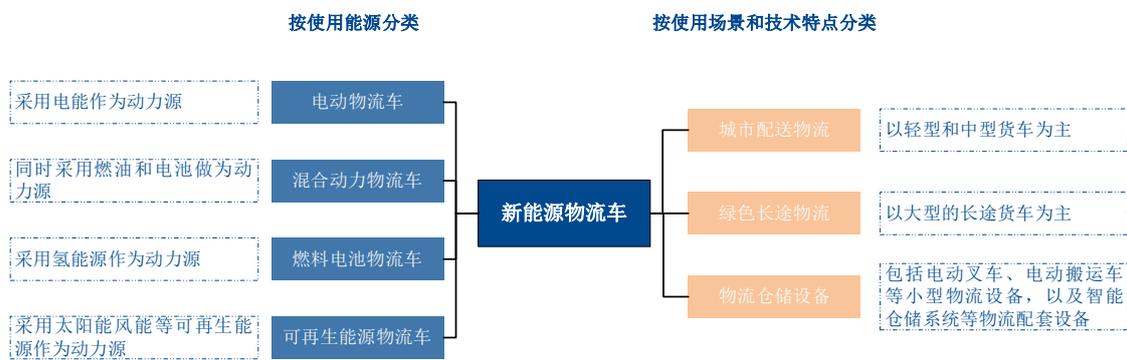
资料来源：艾瑞咨询，中汽数据有限公司终端零售数据，《中国交通零排放转型蓝皮书》

物流领域是渗透重点，城市物流车是核心应用场景。伴随物流货运领域节能减排的进程推进，新能源物流车发展进入到加速阶段。按照使用能源分

类，新能源物流车可以分为电物流车、混动物流车、燃料电池物流车以及可再生能源物流车；按照使用场景分类，可以分为大型长途用的物流车（主要是重卡，常采用氢燃料电池技术）、城市配送物流车（轻型和中型货车，适应城市内多场景运输需求，常采用电动、混动和氢燃料电池等技术）以及物流仓储设备（多用电动、混动技术，具备节能、环保的特点）。

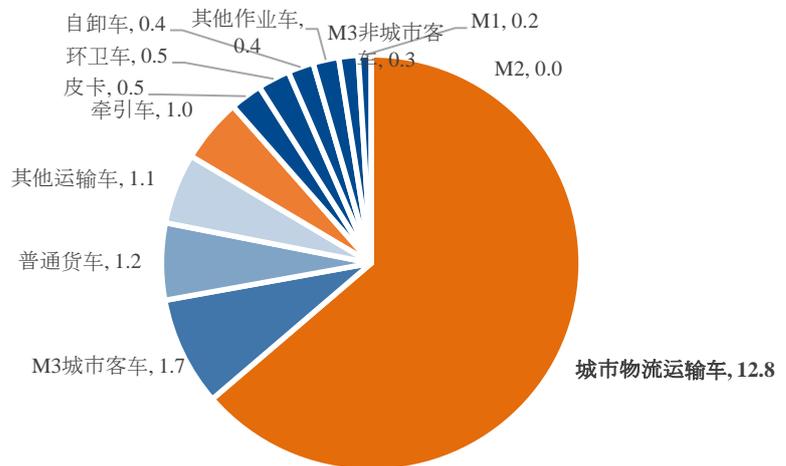
新能源商用车场景中，城市物流、牵引、自卸、环卫以及城市客车是当前新能源化的五大主要场景。而城市物流车由于城配搬家场景置换成电动车型后，车辆载货能力受影响不大，同时售后服务体系搭建较早等原因，叠加受众的政策敏感度最高，因而是当前电动化在商业化应用中渗透程度较高。2023年1-9月销售数据显示，城市物流运输车销量达12.8万辆，占全部场景约65%。

图：新能源物流车按能源及场景分类



资料来源：公开资料，头豹研究

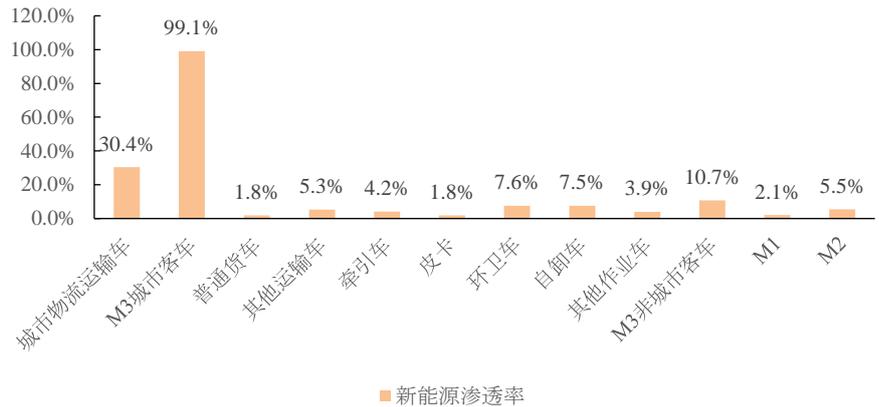
图：2023年1-9月新能源商用车按场景销量



资料来源：中汽数据有限公司终端零售数据，《中国交通零排放转型蓝皮书》

城市物流车新能源渗透率仍较低，长期成长空间足。从渗透率来看，当前新能源物流车渗透率达到30.4%，长期提升空间仍大。新增的物流车需求+存量物流车更替带来的市场空间非常可观。

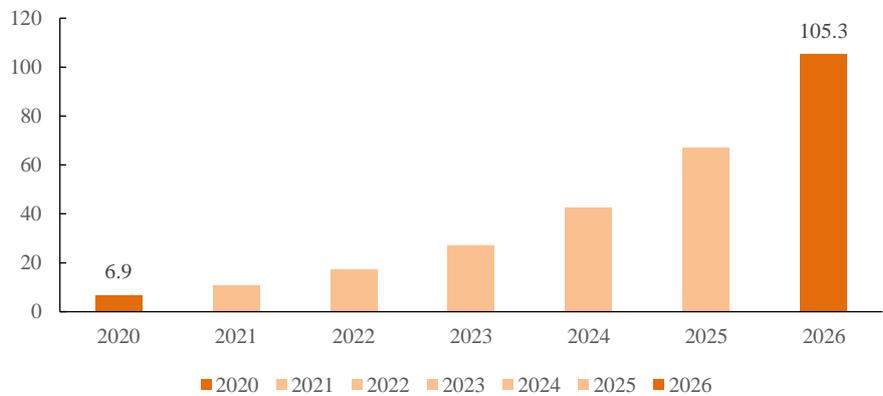
图：2022M1-9 商用车领域新能源按场景渗透率



资料来源：中汽数据有限公司终端零售数据，《中国交通零排放转型蓝皮书》

物流车销量增长迅猛，预计复合增速超 50%。新能源商用车市场信息联席会发布的数据显示，2022 年，新能源商用车销量 33.8 万辆，其中有 23.58 万辆为新能源物流车，若将客货两用的乘用车和中长途运输的物流重卡考虑在内，新能源物流车所占份额将超过 75%。沙利文预测我国新能源城配物流车销量将从 2020 年的 6.9 万辆增长至 2026 年的 105.3 万辆，年均复合增长率约为 57.6%，其中新能源渗透率将从 2020 年的 2.5% 迅速增长至 2026 年的 41.8%。

图：新能源城配物流车销量预测



资料来源：沙利文

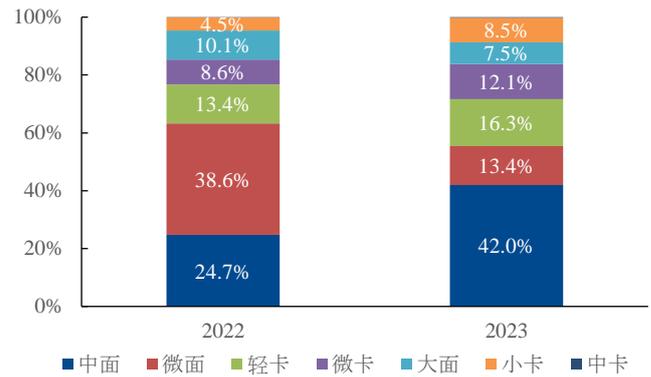
今年销量保持增长，中面车型比例大幅提升。2023 年实时数据显示，新能源物流车累计销量实现 21 万辆，同比增长 31.56%，且下半年整体增速水平更高，新能源物流车进入稳步放量阶段。从车型结构来看，中面比例持续提高，从 2022 年同期的 24.7% 提升至 42.0%，替代微面大势已定。

图：2023年新能源物流车销量持续增长（万辆）



资料来源：电车资源，上险数据

图：2023年新能源物流车车型结构（均统计1-11月）



资料来源：电车资源，上险数据

政策推动加速置换，未来增速确定性强。《中国交通零排放转型蓝皮书》显示，2018年，中国开启城市绿色货运配送示范工程创建工作，显著推动了新能源物流车的推广应用。目前共有三批77座城市参与绿色货运配送示范工程创建，2023年底将开展第四批城市示范。2021年，第二批24座绿色货运配送示范工程创建城市共新增新能源物流车1.85万辆，同比增长104%。今年工业和信息化部、交通运输部等八部门印发《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》，提出2023年至2025年，公共领域新增及更新车辆中新能源汽车比例显著提高，其中明确指出邮政快递、城市物流配送等领域新增及更新车辆中新能源车的占比力争达到80%，新能源物流车进入提速发展阶段。自上而下的推广有助于保证新能源物流车的渗透和替代，行业增长确定性强。

下沉市场仍需价廉质优的产品。当前同城物流平台同质化+市场供需不平衡，运力供大于求，收入的下降加上价格相对较高的物流车仍使得司机压力较大，因而更具价格优势的物流车有望在下沉市场中如县城、农村打通新能源物流车的最后一环，同时租赁运营或将成为未来新能源物流车的主流推广模式，相关产业有望逐渐发展成熟。

2.2 新能源汽车带来变速器市场新机遇

变速器是汽车动力系统最重要的组成之一，其主要作用是改变汽车的行驶速度和汽车驱动轮上的扭矩大小，并且实现倒挡和空挡。发动机的输出转速非常高，而最大功率及最大扭矩会在一定的转速区间出现，变速器在发动机和车轮之间产生不同的变速比，用以发挥出发动机的最佳性能。变速器不仅直接关系着汽车的操控性、经济性和驾乘人员的舒适性，同样对车辆的可靠性有着重要的影响。汽车变速器按操纵方式可以大致分为**手动变速器（MT）、自动变速器（AT）、手动/自动变速器（AMT）、无级变速器（CVT）和双离合变速器（DCT）**五大类。

表：各类变速器结构组成、适用车型及优缺点

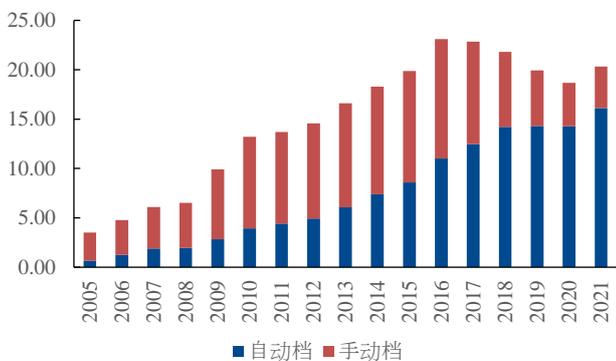
类型	手动变速器		自动变速器		
	MT	AMT	AT	DCT	CVT
结构组成	齿轮传动机构、换挡执行机构、同步器、壳体	单离合器、齿轮传动机构、换挡执行机构、电机或液压系统、电子控制系统、壳体	液力变矩器、行星齿轮机构、换挡元件、液压控制系统、电子控制系统、壳体	双离合器（干/湿）、齿轮传动机构、换挡元件、液压控制系统、电子控制系统、壳体	液力变矩器、齿轮传动机构、钢带或牵引链条、液压控制系统、电子控制系统、壳体

优点	结构简单、成本低、技术及国内产业链成熟	结构较简单、成本较低、扭矩范围广	技术成熟、换挡品质高、扭矩范围广	成本较低、油耗较低、直接换挡响应快、可借用现有 MT 技术与资源	无级变速、换挡品质最好、结构、成本较 AT 和 DCT 有优势
缺点	操作复杂、舒适性差	换挡动力中断、舒适性差、控制系统要求高	结构复杂、价格偏高、专利封锁	结构较复杂、扭矩范围受限千式散热性差、稳定性略差	结构复杂、控制系统要求高、扭矩范围受限
适用车型	低成本入门级车型；运动车型，追求驾驶乐趣	低成本乘用车、商用车	适用范围最广，各类车型均可使用	中小排量乘用车为主	小排量乘用车为主

资料来源：盖世汽车，公开资料整理

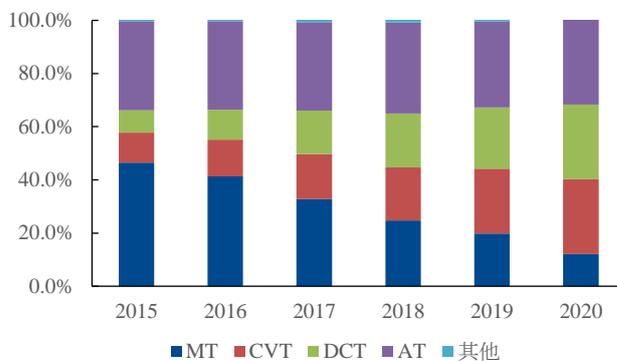
自动挡替代手动档催化无级变速器需求。2017年以来，随着自动挡汽车销量全面超越手动档，以及我国自主车企对 CVT 和 DCT 的推广，目前传统 MT 的份额持续降低。中汽协数据显示，2020年 CVT 市场份额达到 28.14%，已经成为乘用车的主要选择之一。

图：乘用车手动档和自动挡销量对比



资料来源：中国汽车工业年鉴

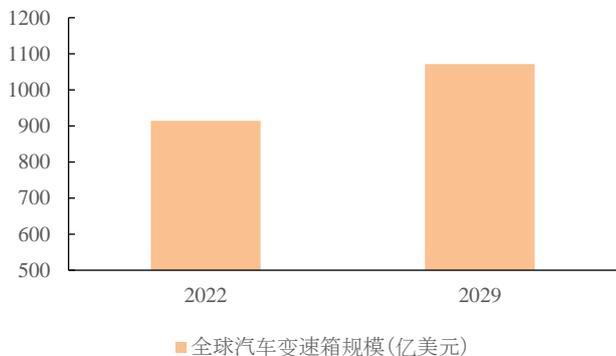
图：DCT、CVT 变速器市占率持续提升



资料来源：中汽协

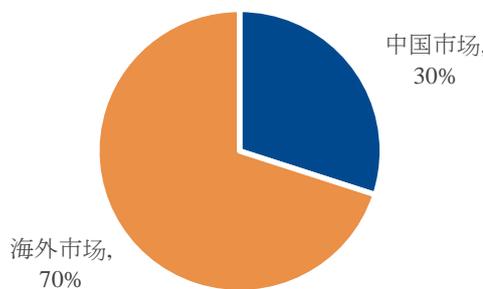
当前全球格局稳定，出口海外及国产替代空间大。据 GIR (Global Info Research) 调研，按收入计，2022 年全球汽车变速箱收入大约 914.3 亿美元，预计 2029 年达到 1071.9 亿美元，2023 至 2029 期间，年复合增长率 CAGR 为 2.3%，市场增速平稳。尚普咨询数据显示，国内汽车变速器市场规模约占全球 30% 左右。

图：全球汽车变速箱市场规模



资料来源：Global Info Research

图：汽车变速器中国及海外市场分布



资料来源：尚普咨询

市场公开资料显示，2022 年全球汽车变速器市场份额排名前五的企业是采埃孚 (ZF)、爱信精机 (Aisin)、格特拉克 (Getra)、博格华纳

(BorgWarner) 和加特可 (Jatco)，其中，采埃孚市场占比 18.7% 排名第一，爱信精机市场占比 16.2% 位列第二。全球变速器龙头企业在技术创新、产品品质、品牌形象等方面竞争优势强，同时与世界主要汽车企业设立了长期稳定的合作关系，竞争格局相对稳定。国内市场上，2022 年，爱信精机、采埃孚、上汽集团是我国汽车变速器市场份额排名前三的企业。其中，爱信精机市场占比 23.5%，采埃孚市场占比 12.8%。国内企业中上汽集团借助自主品牌和合资品牌的销售支撑，市场份额为 9.6%。

图：自动变速器主要玩家



资料来源：公开资料

新能源替代风潮下，纯电 EV 减速器、集成电驱系统、混动系统需求市场打开。对于新能源汽车而言，由于其动力系统与传统汽车有所不同，需要开发专门适合其特点的变速器，新产品市场潜力大。新能源汽车的混动和纯电两种类型变速器分别为 HVT 和 EVT，其中 HVT 主要是为了解决混合动力汽车的动力分配和协调问题，实现最佳的燃油经济性和动力性；EVT 主要是为了解决纯电动汽车的续航里程和加速性能问题，提高电池的利用效率和寿命。

电驱系统行业研发、资金、技术壁垒高，造车新势力有望催化新能源电驱系统第三方供应商。国内电驱厂商主要分为主机厂和独立第三方供应商，主机厂优势在于集成与定制化能力强，产品同步和匹配度高，但电驱系统行业涉及机械、电机、控制、信号采集及处理等多学科交叉，技术壁垒较高，同时研发初期高额的研发投入的资金壁垒高，目前拥有 in-house 的电驱供应能力的企业仅限于规模大、实力强的少数品牌，对于国内新势力来说，独立第三方供应商具有更强的研发创新能力与产品迭代和生产响应，有望成为当前更多品牌客户的选择，整车厂与第三方供应商长期共存的局面仍是大概率事件。

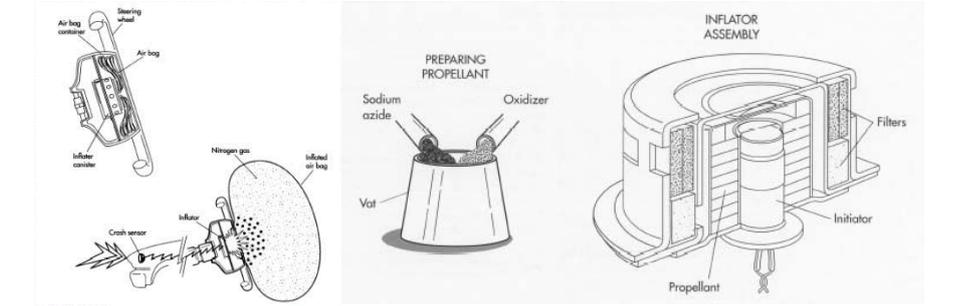
2.3 气体发生器：安全气囊核心零部件，国产替代市场空间大

安全气囊是被动安全系统的重要组成部分，主要分为传感器、控制器、气体发生装置和气袋四部分。当汽车在行驶过程中碰撞达到规定的强度，安全气囊里的气体发生器接到信号后引燃气体发生剂，产生大量气体，使气囊在极短的时间内形成弹性气垫，及时的保护人体头部和胸部，避免撞击带来的二次伤害。数据显示安全气囊在汽车被动安全性方面的作用非常明显，能够在汽车碰撞时大大减轻乘员受到的伤害，在单独使用可以减少 18% 的死亡率，而与安全带一起使用时进一步可以减少 47% 的死亡率。

安全气囊工作原理：车子受到相应撞击力量后，操纵设备向气体发生器传出点火指令或传感器直接操纵点火；点火后引发爆炸反应，安全气囊就在

一瞬间打气弹出来；在乘客的身子与车内部件撞击前适时到位，乘客与气囊触碰时，利用气囊上排气孔吸附撞击力量，实现保障乘客的目的。通常从触发到充气完成只需要约 25-35 毫秒的时间，气体就会立刻充满整个气囊。

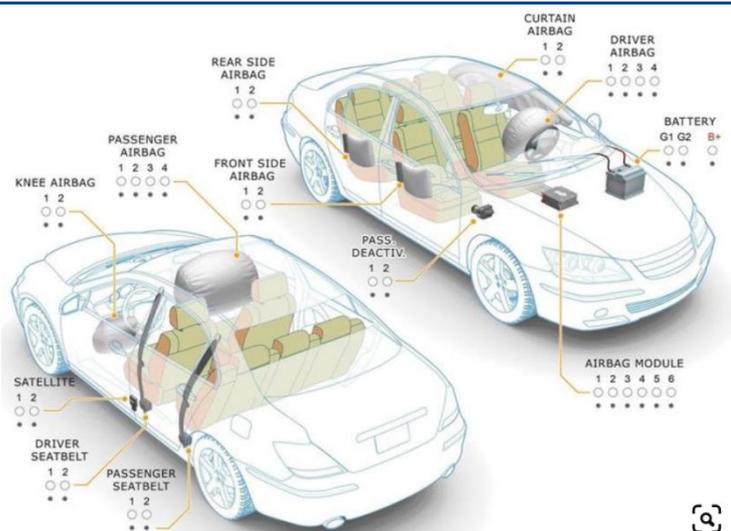
图：安全气囊工作原理以及气体发生器结构示意图



资料来源：公开资料

电动智能化背景下安全意识增强，安全气囊数量增多。安全气囊作为生命的最后一道防线，一般在乘用车的主、侧部都会安装，且一辆车配置的安全气囊的数量越多伤残率就越低，在相同的条件和情况下，配备了十个安全气囊的车辆，比只配备了四个安全气囊的，可以减少 40% 的伤残率。随着电动车及智能驾驶的普及，主机厂对车辆的安全性能、消费者对生命安全的重视程度逐渐提高，安全气囊的需求也由原本的主驾/副驾安全气囊，衍生出了价值量更高的侧安全气囊、帘幕安全气囊、膝部安全气囊等。单车配备安全气囊的个数从以前的 1 个到 4 个（分别是**驾驶席安全气囊、副驾驶安全气囊、前排侧气囊、侧气囊**），甚至到部分新车型使用高达 6 个安全气囊和 18 个气帘（当前大部分新能源车已经标配 6 个以上安全气囊），分别位于车内前排正副驾驶的位置，前后车门两侧各两个，18 个气帘分布在前后挡风玻璃处，侧面视窗的位置上。

图：安全气囊位置示意图

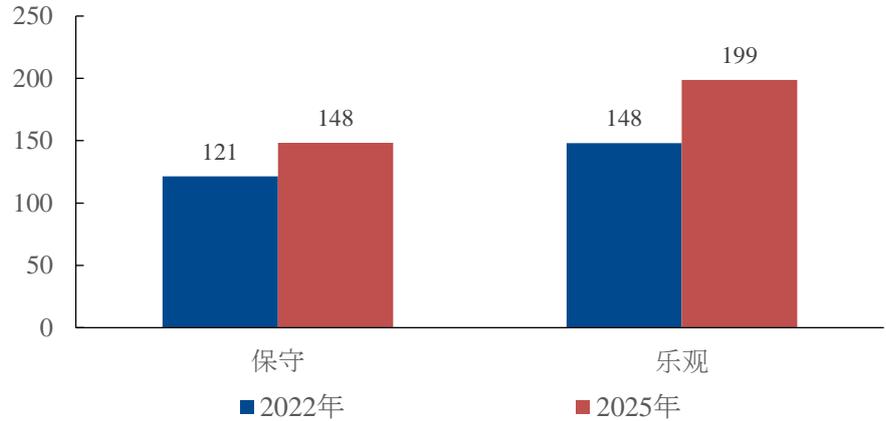


资料来源：公开资料

国内乘用车安全气囊市场规模。根据市场对国内乘用车安全气囊的市场规模预测，保守估计 2022 年规模约 121 亿元，至 2025 年增长至 148 亿元，

对应复合增速 6.8%；乐观估计 2022 年市场规模约 148 亿元，至 2025 年达到 199 亿元，对应复合增速 10.2%。

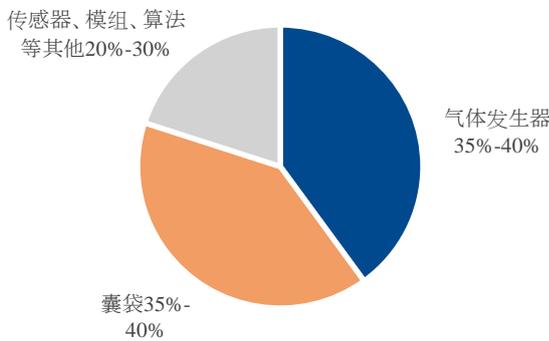
图：国内乘用车安全气囊市场规模预测（亿元）



资料来源：公开信息整理

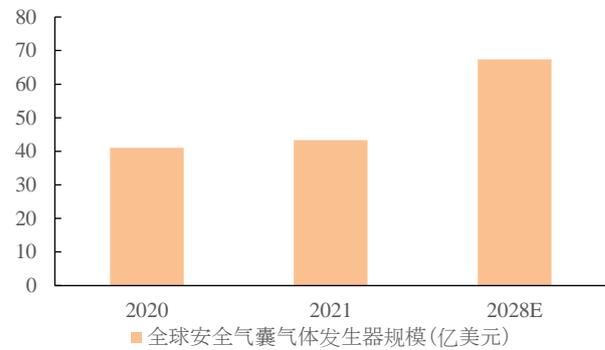
气体发生器是安全气囊成本核心部件之一，占比约 35%-40%。伴随汽车行业产销两旺带来的汽车销量提升以及单车安全气囊数量提升，有望享受加速发展。Fortune Business Insights 数据显示，2020 年全球汽车安全气囊气体发生器市场规模为 41.0 亿美元，预计市场规模将从 2021 年的 43.3 亿美元增长到 2028 年的 67.4 亿美元，预测期内的复合年增长率为 6.2%，长线增长空间广阔。

图：安全气囊成本结构中气体发生器占比



资料来源：公开资料整理

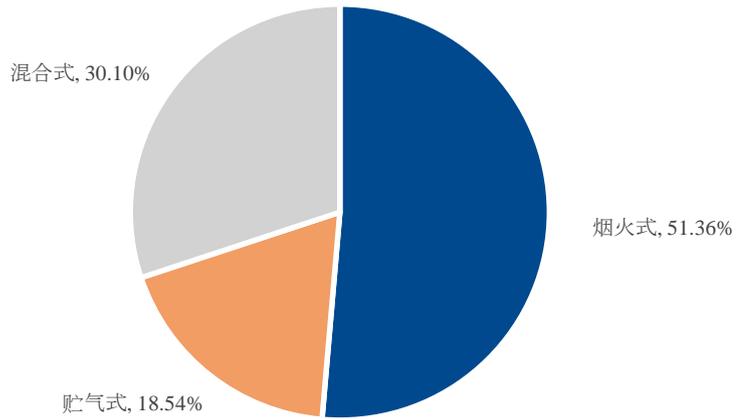
图：全球安全气囊气体发生器市场增长预测



资料来源：Fortune Business Insights

混合式气体发生器市占率约为 3 成，是当前增速最快的品类。按照产气机理分，气体发生器可以分为贮气瓶式气体发生器、烟火式气体发生器及混合式气体发生器三种。混合式气体发生器有效克服烟火式排气口温度高的缺点、安全性高，随着制造成本的持续降低，市场份额有望不断攀升。当前，混合式气体发生器仍处于低市场渗透 + 高速增长的状态，未来市场有望加速渗透，而公司旗下的 ARC 公司正是混合式气体发生器的领军企业。

图：气体发生器种类市场分布（2020年）



资料来源：Fortune Business Insights

表：气体发生器种类

	贮气瓶式气体发生器	烟火式气体发生器	混合式气体发生器
工作原理	将压缩气体储存在金属罐体内，工作时将气体放出充满气袋，起到保护乘员的作用	工作时将气体发生器内部的产气剂点燃，放出大量气体将气袋弹出并充满	在气体发生器内预先贮存产气药剂和高压惰性气体。工作时，产气药剂被点燃烧放出大量气体和热量，惰性气体被产生的热量加热后压力升高，和产生的气体一起充满气袋
优点	排出气体温度低	排气速度快，在很短的时间内可将气袋充满；产气剂为精心研制的固体，保证气体发生器在汽车的整个寿命周期内正常工作；制造成本低廉，便于批量化生产	有效克服了烟火式气体发生器排气口温度高的缺点，具有较好的性能
缺点	气体排放速度慢，气体发生器体积、重量大，不利于气囊模块小型化	设计成本较高，排出的气体温度较高，对气囊模块气袋要求较高	工艺复杂，制造成本高

资料来源：公司公告

安全气囊上游零部件自主品牌国产化率仍低，国产替代大有可为。上游零部件里，ECU、传感器等零部件主要市场份额目前仍由博世、大陆等外资企业占据，自主品牌占比较低。而气体发生器是航天科技技术转民用的高技术集成产品，产气药剂的配方、生产资质、气体发生器的结构设计都有极高的技术壁垒，尤其对于工艺复杂的混合式气体发生器。同时行业上下游供应关系稳定，验证周期长、客户壁垒高。国内也仅有山子股份等几家完全自主的品牌，仍有较大市场份额掌握在奥托立夫、均胜电子等外资或合资品牌手中，国产替代空间大。

表：气体发生器生产/采购情况

公司	气体发生器生产/采购情况
ARC	向气囊供应商出售
奥托立夫	自产自用，同时向丰田合成、日本富拉司特等气囊供应商出售
均胜电子	自产自用，部分外采

采埃孚天合	自产自用，同时向气囊供应商出售
大赛璐	向气囊供应商出售
日本化药	向气囊供应商出售
松原股份	向日本化药等供应商采购
湖北航鹏	部分自产自用，部分供应延锋
东方久乐	部分自产自用，部分向气囊供应商出售

资料来源：Marklines

3 全面转型新能源，整车下线+零部件重回增长打开未来增长极

3.1 切入整车制造，看准物流车及“一带一路”广阔市场

3.1.1 新能源物流车开始量产，正向研发+以租代售推向市场

收购红星汽车建立牌照壁垒，一步到位打造全产业链。红星汽车是国内最早一批国有造车企业之一，1960年成立于北京，1970年迁至邢台。红星汽车拥有完整的冲压、焊装、涂装、总装四大制造工艺，且拥有传统燃油（1/5/6字头）及新能源（纯电动）汽车（1/5/6/7字头）双生产资质，牌照壁垒强。2023年4月，红星汽车正式完成股权交割，公司旗下的知道科技受让邢台龙冈投资发展有限公司90%股权，间接持有红星汽车100%股权，成为红星汽车的新控股股东。

图：受让红星汽车股权签约仪式



资料来源：公司官网

图：新能源汽车资质对比

汽车品牌	获得路径	资质代码
蔚来	通过并购江淮汽车合肥工厂/滁州猎豹工厂股权获得新能源汽车生产资质	1/5/6/7
小鹏	通过并购广东福迪汽车有限公司股权获得新能源汽车生产资质	1/6/7
理想	通过并购重庆力帆汽车有限公司100%股权获得新能源汽车生产资质	6
哪吒	2017年发改委审批/2018年工信部审批获得新能源汽车生产资质	6/7
零跑	通过并购福建新福达汽车工业有限公司获得新能源汽车生产资质	1/5/6/7
祥云度	通过增资控股云度新能源汽车有限公司获得新能源汽车生产资质	6/7
知道科技	通过并购邢台龙冈投资发展有限公司获得新能源汽车生产资质	1/5/6/7

资料来源：公开资料整理

物流车进入量产阶段，为业绩带来增长确定性。2023年12月9日，在邢台市新能源物流车产业发展大会现场，公司旗下的红星汽车全新研发的新能源城市物流车BOX1正式量产下线。BOX1纯电物流车一改行业传统的“小面”造型，采用极为简洁的直线+折角造型的赛博机甲风设计，外形辨识度极高。此外，红星汽车将采取“厂家直租”的新运营方式，面向物流用户提供创新的新能源物流车运营解决方案。

红星汽车业务运营取得多项进展。红星汽车表示，公司携手河钢集团、吉速物流等多家合作伙伴，聚力布局邢台新能源物流车产业；与美团、德邦、极兔等多家国内城配物流企业及来自马来西亚GO AUTO汽车集团签署长期框架协议并交付首批BOX1量产车，赋能国内外客户提升运营效率和效益；与厦门建发集团、工商银行、建设银行、邢台银行、中国人保等金融机构

签署战略合作，保障 BOX1 的市场运营。

图：红星 BOX1 物流车实车图



资料来源：公开资料

正向研发而生，产品性价比优势显著。公司 BOX1 围绕新能源物流车核心需求，采用正向研发模式开发而成，形成了“多拉快跑、强大美好”的产品定位：“多拉”即小车型大空间，提升车的整体空间利用率；“快跑”是指公司在动力和提速方面着重研发，车的 5.5 米转弯半径能够应对城市车道场景；“强大美好”是指汽车具有更高的离地间隙、更大角度的离去角和纵向通过角，适应各种复杂路况，同时在遮阳防雨边帐、平板车、手机平板专用支架、尾门设计等细节方面均有专项的设计。同时由于其正向研发而生的属性，成本优势显著，公司产品定价显著低于竞争对手，有望在下沉市场中立足，大幅减轻司机的成本压力、增进社会效益。

创新采用以租代售的商业模式，实现与客户的互利共赢。新能源汽车平均电耗单价仅有油车油耗单价的 1/4 左右水平，按照每天里程 150-200 公里左右里程，全月 30 天送货天数下预算，电耗单价 0.2 元/公里计算，则公司的新能源物流车月均成本 900 元，传统燃油车在 3600 元左右，能否大幅降低客户成本。在市场推广模式上，公司计划采用以租代售的模式，客户无需支付初始费用，仅承担油电价差，即可享受车辆全生命周期管理服务，对公司而言也有助于大幅提升市场推广速度。

图：市面主流物流车对比

	远程星享 V6E	开瑞江豚	瑞驰 EC35	知道科技 BOX1
指导价 (万元)	13.18-15.48	13.38-16.28	12.88-14.38	成本低于 50%以上
类别	中面	中面	微面	中面
纯电续航里程 (km)	240-285	260-285	260-277	200-220
纯电机峰值功率 (kw)	60	60	60	60
车身结构	5 门 2 座货车	4 门 2 座货车	5 门 2/5 座货车	5 门 2/1 座货车
电池充电速度	快充 1.5 小时 慢充 12 小时	快充 0.5 小时 慢充 10 小时	快充 1 小时 慢充 8-10 小时	快充 50 分钟 慢充 12-14 小时

资料来源：公开资料整理

3.1.2 油车整车瞄准一带一路市场，满产后油车产能超过 12 万台

牵手哈尔滨银行打造面向“一带一路”国家市场的整车制造项目。未来整车出口业务将作为山子高科的重要发展战略，通过专属的出口基地建设，迅速打开国际市场，争取市场领先地位。2023 年 12 月 16 日，山子股份与哈尔滨经济技术开发区签署《一带一路》整车产业项目合作协议，利用哈尔滨本地的整车制造资源，通过技术改造升级和产品导入，打造面向“一带一路”国家市场的整车制造项目。本次签约意向合作 100 亿元，哈尔滨银行将重点支持包括汽车生产制造、汽车销售、充电基础设施建设等方面，

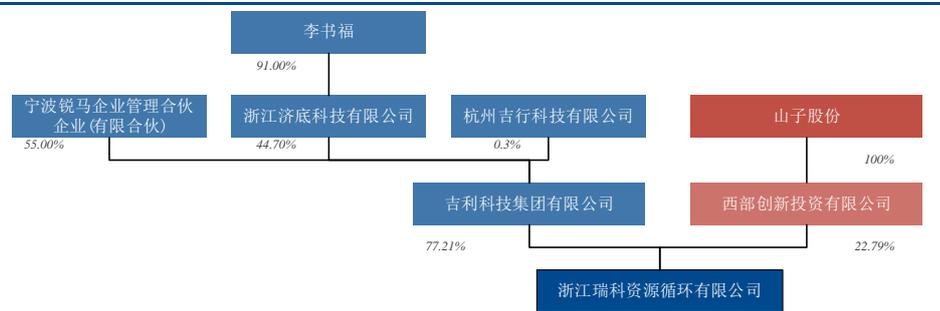
为山子高科提供跨境结算、供应链金融、贸易融资、融资租赁、零售金融等多维度的金融服务。

项目改造启动在即，24年有望投产，规划年均产能超过12万台。本项目总实施周期为10年，计划总投资28亿元人民币。哈尔滨经济开发区管理委员会将会在协议签订后，或获得哈尔滨的汽车生产基地后改造权限后1个月内启动设备及基础设施改造，改造周期为8个月，项目实施周期是2024-2033年共计10年（自2024年量产次月开始计算），项目达产后整车年均产能超过12万台。以油车25万 / 台的价格测算，12万台对应年均市场空间达300亿元。

3.1.3 成立瑞科资源，打造汽车全生命周期价值管理服务闭环

“双碳战略、ESG理念”引领，公司牵头成立浙江瑞科资源循环有限公司。瑞科资源提供基于保值营销模式的汽车全生命周期价值管理运营服务，深度参与“新车销售赋能—一次新车订阅运营—二手车再运营—车辆回收拆解—零部件再制造”五大阶段，全面提升汽车价值，形成价值链循环。公司则有望在五个环节提供价值的同时实现全环节的盈利。从社会效益角度出发，随着我国汽车保有量持续高速增长，瑞科资源扎根产业链有助于主机厂应对“减排、绿色”所带来的成本与盈利压力，为双碳目标的实现添砖加瓦。从股东结构来看，瑞科资源产业结构背景足，背靠汽车龙头企业吉利，在车辆回收拆解、资源循环利用领域能产生较强业务协同效应。

图：瑞科资源股权结构



资料来源：iFind 企业库

3.2 零部件业务把握核心大客户，重回增长轨道

3.2.1 邦奇：与斯特兰蒂斯(Stellantis)和塔塔(TATA)深度绑定，业绩放量在即

邦奇公司是全球极少数的独立变速箱生产商之一，总部位于比利时圣特雷登，邦奇在全球建立了完善的研发、制造和销售网络，有4个集研发、生产、销售于一体的中心：总部比利时圣特雷登（Sint-Truiden）、中国南京、印度浦那（Pune）、德国弗莱希托夫（Flechtingen），在法国克莱蒙费朗（Clermont-Ferrand）拥有一家研发与销售中心。此外在与斯特兰蒂斯的合作上，公司在荷兰埃因霍芬（Eindhoven）布局拥有一家研发中心，专注于斯特兰蒂斯的项目研发合作，在法国梅斯（Metz）、意大利米拉菲奥里（Mirafiori）拥有与斯特兰蒂斯的合资制造中心。在亚太地区，公司也在马来西亚雪兰莪州拥有一家销售中心，进一步充实公司面向东南亚地区的销售能力。公司邦奇的研发、生产、销售全球布局完善，能够为公

司全球销售尤其是在欧洲与斯特兰蒂斯的合作提供有力支持。

邦奇在变速器领域拥有超过 50 年的无级变速器 (CVT) 制造经验，已成功交付约 360 万台 CVT 变速箱。同时，邦奇致力于混合动力和纯电动动力总成系统的研发和制造，已形成包括**无级变速器 CVT、传统双离合变速器 DT1、混合动力双离合变速器 DT2、以及纯电动 EV 及其核心部件的全品类产品线**。其中：

1. CVT 是公司传统优势业务，世界第一台 CVT 即是由邦奇制造，公司 CVT 研发能力强、产品质量高，且具有优秀的性价比，赢得市场广泛赞誉。未来，除了公司已经公布的与吉利的合作外，公司未来将重点面向一带一路市场拓展业务；
2. DT1、DT2 已经分别与塔塔、斯特兰蒂斯达成战略合作，业绩逐步释放，根据当前合作协议执行情况判断，未来业绩成长确定性强；
3. 公司 EV 产品实现了从减速器到 EDU 到电驱桥的完善的产品线覆盖，减速器通过邦奇与蔚来的合资子公司进行研发、生产、销售，已获得纬湃和上海电驱动的订单，EDU 产品和国外造车新势力 Mullen 和 Arrival 达成战略合作，电驱桥产品目前供应知道科技整车，实现内部协同。

龙头客户合作方面，邦奇公司不断建立与斯特兰蒂斯集团、塔塔集团等全球知名汽车制造商的战略合作关系。截至目前已与斯特兰蒂斯集团成立了两家合资公司，并将建立年产超百万台的混合动力双离合变速器的生产规模，成为全球产销量最大的混合动力双离合变速器制造商。同时，邦奇公司还积极参与“一带一路”倡议，拓展业务布局，加深与新兴市场的合作关系，为全球整车厂和出行平台提供创新、经济、可持续的动力系统

1. **邦奇战略合作斯特兰蒂斯，成为其全系混动车型变速器全球独家供应商。**2023 年 4 月 27 日，叶骥董事长与斯特兰蒂斯集团 CEO Carlos Tavares 在法国正式会谈，邦奇成为 Stellantis 在全系混动车型的**独家供应商**，公司研发的 eDCT/DT2 将大规模批量生产。公司的 eDCT 产品相对于竞争对手的产品，具有更加突出的尺寸优势、价格优势、重量优势以及碳排放优势，同时模块适配 MHEV、PHEV 两类，在峰值功率及扭矩表现突出，综合实力强劲。

斯特兰蒂斯集团是全球前四大汽车集团，由 PSA 集团和菲亚特克莱斯勒集团 (FCA) 以 50:50 的股比合并而来，旗下品牌包括阿巴斯、阿尔法·罗密欧、克莱斯勒、雪铁龙、道奇、DS、菲亚特、菲亚特商用车、Jeep、蓝旗亚、玛莎拉蒂、欧宝、标致、RAM、沃克斯豪尔，集团销售收入超过 1000 亿欧元，员工数量超过 40 万人，市场预计 2024 年斯特兰蒂斯产量将达到 800 万辆的规模。

图：斯特兰蒂斯下属汽车品牌



资料来源：斯特兰蒂斯官网

纳入斯特兰蒂斯车型发布计划，2025 年对应销售额超 135 亿元。eDCT（DT2）项目由斯特兰蒂斯集团和邦奇在法国梅兹创建的合资公司 PPETA 发起，该合资公司拥有年产 60 万台 eDCT 的工厂，目前正在筹建新合资公司 PPETI，在意大利都灵建设年产 60 万台 eDCT 的工厂，以充分覆盖 2025 年的产能需求。未来，斯特兰蒂斯集团全球数十款混动车型均将逐步装配由邦奇生产的 DT2 变速器。DT2 项目 2023 年 4 月开始投产，目前配套量已达近十万台，根据斯特兰蒂斯集团预测，2025 年全面达产后 DT2 订单额不少于 120 万台/年，带动邦奇年销售额不少于 135 亿元，预计毛利超 30 亿元。DT2 项目正式量产，也意味着公司在新能源汽车动力传动系统领域的新突破，充分体现了行业内对邦奇混合动力系统产品技术、质量、生产管理及交付能力的认可，为公司持续拓展国内外新能源汽车市场奠定了坚实基础。

- DT1 战略合作塔塔集团，DT2 未来也有望供货。除斯特兰蒂斯外，公司还是塔塔集团的战略供应商，公司 DT1 产品在 TATA Altroz-DCA 车型及 Nexon 车型上得到应用，同时 2024-2025 年间 TATA 的 8 款新车型也确定将采用公司 DT1 产品，带动公司 DCT 业务快速增长。此外，邦奇已获 TATA 集团关于 DT2 产品的定点，未来不排除公司 DT2 产品供货 TATA 公司，进一步提升公司利润。

图：已使用 DT1 的两款 TATA 车型



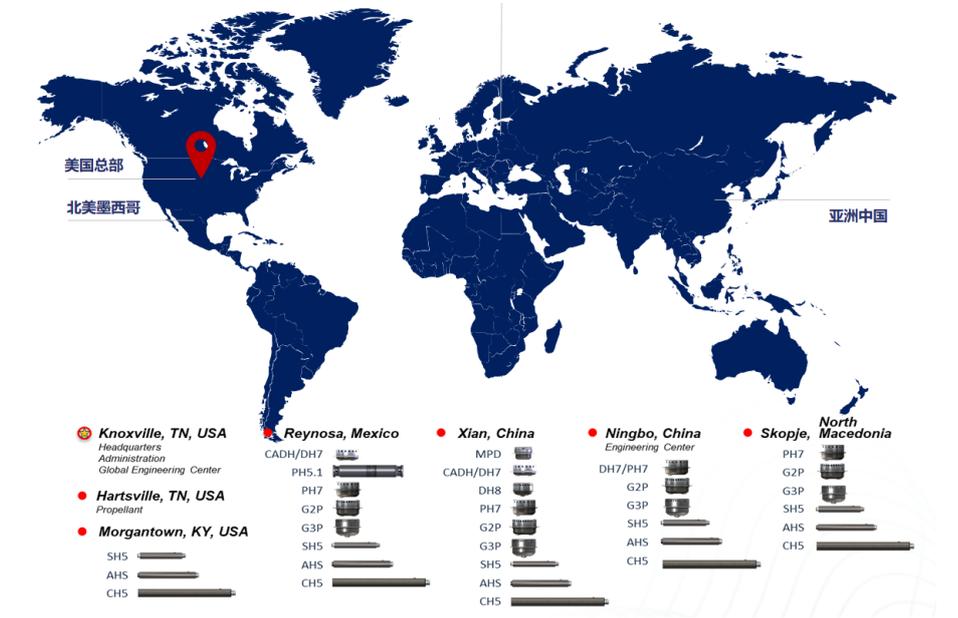
资料来源：TATA 公司官网

3.2.2 ARC：混合式气体发生器龙头，全面进入造车新势力产业链

ARC 公司是全球第二大独立安全气囊气体发生器生产商，拥有 70 余年设计

经验和技術積累，是安全氣囊氣體發生器的設計者和專業製造者。公司總部位於美國諾克斯維爾，全球設有 6 家製造工廠，分別位於美國、馬其頓和中國等地，目前正在積極籌建東南亞生產基地泰國工廠，已於 2023 年 10 月完成奠基儀式。

圖：公司 ARC 全球生產基地及產品分佈



資料來源：公司公告

ARC 混合式技術路線優勢突出、混合式市場市占率達 98%。ARC 採用的混合式氣體發生器技術路線在市場上獨樹一幟，其優勢包括產氣量大、雜質較少、溫度較低、安全性高，高度契合汽車行業自動化駕駛和電氣化發展趨勢。ARC 產品涵蓋了駕駛員氣囊、乘客人氣囊、側氣囊、氣帘氣囊以及膝部氣囊氣體發生器產品，通過現代摩比斯、延鋒、均勝、豐田合成、錦恒、Ashimori 等汽車零部件一級供應商，間接配套 99% 以上的汽車品牌，包括通用、大眾、保時捷、現代起亞、克萊斯勒、福特、豐田、吉利、奇瑞、比亞迪等全球知名整車廠。2022 年 ARC 與全球領先的中國頂尖汽車零部件配套供應商延鋒汽車建立戰略合作，共同在馬其頓建立合資公司。除升級優化現有成熟產品外，ARC 積極開發低成本輕量化的有競爭力的新產品，同時適度進軍烟火式發生器領域，填補產業型譜的空白，支持全球銷售增長，提升全球市場份額，實現可持續增長。市占率方面，ARC 是混合式氣體發生器市場的第一，市占率大約占混合式氣體發生器的 98%，綜合優勢十分突出。

图：ARC 通过一级供应商间接配套国际主流整车厂



资料来源：公司公告

供货造车新势力，国内渗透率有望提升。除传统汽车企业外，公司在造车新势力的订单获取也逐渐加强，综合公开资料，目前公司已经获得赛力斯、蔚来、理想、零跑、合众、集度的订单，公司有望享受乘国内新能源快速崛起的红利，实现共同成长。

4 投资亮点、盈利预测及估值

4.1 投资亮点

整车进入量产阶段，新能源物流车布局全球市场，燃油车布局“一带一路”市场。公司整车项目主要有两大核心看点：

一是公司通过收购红星汽车获得 1/5/6/7 号资质，全牌照优势显著，当前公司 BOX1 城市新能源物流车已经进入量产阶段，并获得美团、德邦、极兔等物流行业龙头的订单，产品放量在即；成本优势突出通过以租代售的模式，省购车费用、省新增运营成本、省维护费，极大的降低客户成本，从而快速占领市场。

二是公司与哈尔滨经济技术开发区签署《一带一路整车产业项目合作协议》，获得哈尔滨政府专项产业扶持基金与本地的整车制造资源的支持，通过技术改造升级和产品导入，打造面向“一带一路”国家市场的整车制造项目，有望大幅增大公司营收规模及利润规模。

零部件业务重回高增，绑定优质客户实现共同成

长。公司零部件业务主要依托邦奇及ARC两家优质的子公司。

邦奇的动力总成已实现和斯特兰蒂斯（Stellantis）及塔塔（TATA）的战略合作，未来业绩确定性高，其中公司DT2产品将供货斯特兰蒂斯数十款车型，预计2025年全面达产后订单不少于120万台/年，对应营收规模超135亿元；DT1产品供货塔塔集团，合作关系稳定，未来DT2产品也有望进入塔塔集团供应链，进一步拓宽单客营收及利润空间；传统强项CVT业务也重回增长，除了与吉利的合作外，未来将瞄准“一带一路”国家市场发力；公司EV产品实现了从减速器到EDU到电驱桥的完善的产品线覆盖，减速器通过邦奇与蔚来的合资子公司进行研发、生产、销售，已获得纬湃和上海电驱动的订单，EDU产品和国外造车新势力Mullen和Arrival达成战略合作，电驱桥产品目前供应知道科技整车，实现内部协同。

ARC公司是全球混合式气体发生器的龙头企业，细分市场市占率约98%，并与均胜、延锋在内的头部一级供应商达成协作，间接覆盖全球99%以上的汽车品牌，如配套通用、大众、保时捷、比亚迪、吉利在内的全球知名汽车整车厂；此外也陆续供货给赛力斯、蔚来、理想、零跑、合众、集度等造车新势力，业绩有望再创新高。

房地产业务剥离有望加速，全面转向新能源及高端制造驱动估值提升。当前公司正通过产权交易机构公开挂牌转让公司房地产业务相关股权和债权资产，交易完成后，公司将完全退出房地产业务，公司的资产、负债及业务结构有望得到大幅优化，大幅度增强整体的盈利水平及持续经营能力。公司也有望丢掉历史包袱，在新赛道加速前进，新业务带来的高增长及高确定性驱动下，公司的市场估值也有望提升。

4.2 盈利预测

根据预测，2024、2025年公司总营收（整车及零部件）分别为273.0、472.9亿元，对应毛利分别为38.5、82.0亿元。其中：

- 1) 整车业务得益于业务开始量产及整车的高单价特征有望成为公司业务体量增长最快的分支：公司哈尔滨项目有望于2024年顺利完成技改并开始投产，后将逐步推进订单并释放业绩，对应整车产品单价约25万元，我们预计2024、2025年对应营收87.5亿元、200亿元；红星知道物流车于年底量产，为部分合作客户试用供货，2024年开始产能爬坡放量和市场推广，预计2023、2024、2025年对应营收0.4、16.0、40.0亿元；
- 2) 公司零部件业务中邦奇看点多，DT2和斯特兰蒂斯合作放量，按照单价1.1万元左右计算，2023-2025年对应营收16.5、99.0、135.3亿元；CVT产品开发一带一路市场仍有长期成长空间，对应2023-2025年营收分别为20.4、25.5、30.6亿元；2024年EV产品若放量顺利将实现爆发式增长，对应2023-2025年营收2.0、18.0、27.0亿元；此外ARC业务处于稳步增长，对应2023-2025年营收为16.0、21.0、28.0亿元。

表：公司分部盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（亿元）	25.1	48.3	273.0	472.9
yoy		92.7%	465.0%	73.2%

毛利 (亿元)	1.5	6.2	38.5	82.0
yoy		312.8%	526.1%	112.8%
综合毛利率	5.9%	12.7%	14.1%	17.3%
1. 整车：“一带一路”燃油车			87.5	200.0
毛利 (亿元)			8.8	30.0
2. 整车：红星知道物流车		0.4	16.0	40.0
毛利 (亿元)		0.0	1.6	6.0
3. 零部件：邦奇				
3.1 DT2		8.8	99.0	135.3
毛利 (亿元)		0.9	17.8	31.1
3.2 DT1		0.7	6.0	12.0
毛利 (亿元)		0.1	0.7	1.4
3.3 CVT	12.7	20.4	25.5	30.6
毛利 (亿元)	0.4	2.6	3.6	4.6
3.4 EV		2.0	18.0	27.0
毛利 (亿元)		0.2	2.7	4.1
4. 零部件：ARC	12.3	16.0	21.0	28.0
毛利 (亿元)	1.1	2.5	3.4	4.8

资料来源：iFinD；*2022 公司邦奇业务包括 CVT 及 DT1，对应销量 14.26 万套、1.13 万套，由于无具体数据，此处均记在 CVT 中；

4.3 估值比较

采用 PE 估值法对公司进行估值，选取汽车制造商及汽车零部件企业进行比较，分别为长安汽车、江淮汽车、均胜电子、德赛西威，2024、2025 对应 PE 平均值为 33.47、22.77。公司是新晋的汽车整车制造企业，同时在汽车变速器领域及安全气囊气体发生器领域技术雄厚，有望享受新能源+国产替代+一带一路多重发展机遇，预计公司 2024/2025 年归母净利润 6/23 亿元。考虑到公司 2024 年整车业务处于快速放量阶段，盈利成长性高，综合整车放量初期的行业估值水平，给予公司 2024 年 50 倍市盈率，对应 12 个月内目标价 2.85 元/股，相较当前市值有约 90% 增长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表：公司估值比较

股票代码	股票简称	股价 (元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000625.SZ	长安汽车	14.41	0.79	1.07	0.97	1.21	15.66	13.46	14.9	11.89
600418.SH	江淮汽车	14.20	-0.72	0.13	0.20	0.33	--	112.06	71.62	43.82
600699.SH	均胜电子	16.23	0.29	0.71	0.98	1.31	48.76	23.36	16.94	12.42
002920.SZ	德赛西威	116.48	2.13	2.75	3.83	5.07	49.41	42.35	30.42	22.96
	平均数						37.94	47.81	33.47	22.77
000981.SZ	山子股份	1.50	-0.12	-0.15	0.06	0.23	-12.50	-10.00	26.32	6.52

资料来源：iFinD

華升證券研究

華升證券為中國首控集團有限公司（香港上市編號 01269.HK，下稱“首控集團”）旗下的全資附屬子公司。華升證券憑藉著母公司的資源和優勢，致力推動中國投資者和企業完善境外投資及融資渠道，及協助境外投資者參與中國資本市場。華升證券研究作為華升證券的研究部門，主要從事香港市場股票研究，並專注於覆蓋教育行業上市公司，團隊專注基本面研究，挖掘被低估的投資機會並為客戶提供多種研究產品。

分析師聲明

主要負責撰寫本報告全部或部分內容的分析師在此聲明：(i)本報告所表述的任何觀點均精準地反映了上述每位分析師個人對所評論的證券和發行人的看法；(ii)該分析師所得報酬的任何組成部分無論是在過去、現在及將來均不會直接或間接地與報告所表述的具體建議或觀點相關。

免責條款

本文純粹為提供數據而編寫，並未經過任何司法管轄區的任何監管機構審閱。本文所載數據可隨時更改，而無須事前另行通知。華升證券有限公司謹慎地編寫本文，然而華升證券及其關聯公司、其董事或僱員「相關方」並不就本文所載之聲明、數據、數據及內容的準確性、及時性和完整性做出任何明示或隱含之聲明或保證。本文亦不構成所涉及的任何買賣或交易之要約。閣下應進行獨立的評估及適當的研究，以對內容加以參考取舍。因此，如對任何因信賴或參考本文章內容所導致的損失，相關方將不會對您或任何第三方承擔任何及所有直接或間接因此產生的責任。

風險披露

金融產品價格可能會波動，任何個別金融產品的價格可升亦可跌，甚至在某些情況下可變成毫無價值。買賣金融產品存有潛在風險，所以未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。在法律許可的情況下，華升證券或關聯機構可能會持有報告中所提到公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務，因此，投資者應當考慮到華升證券及/或其相關人員或公司可能存在影響本報告觀點的潛在利益衝突。

本文所列載的商標、標識及服務商標乃本文所有內容的版權均屬於本公司擁有，閣下在未取得本公司書面同意前不得更改、複製、發放、刊登或下載，或用於商業或公眾用途。