

➤ **全球领先的智能制造系统服务商。**公司前身创建于1993年，2021年重组收购美国Paslin，主业转型工业自动化系统集成，整体剥离房地产业务后，全面聚焦智能制造。公司聚焦汽车焊装自动化生产线，并不断拓展非汽车行业自动化项目。目前客户包含多家汽车领域国际知名整车厂和零部件一级供应商，以及非汽车领域国际知名零售企业等仓储自动化客户，具有较高的客户壁垒。公司2022年86%营收来自北美市场；在美国底特律、长春、上海、成都、墨西哥萨尔提略等地设有制造基地和研发中心；核心团队产业经验丰富，技术人员占比高。

➤ **通胀削减法案补贴政策下的美国新能源车市场：**1) 拜登政府的通胀削减法案于22年8月通过，针对新能源汽车领域提供了重要的财政激励措施，通过提供税收优惠，加速美国电动汽车采纳。2) 预计**2024-2026年美国新能源汽车销量CAGR达到42%，2026年渗透率需要达到25%**。3) 美国新能源汽车市场的渗透率从2020年的2.2%到2023年增长至9.1%。**主要是车企产能低、充电桩等基础设施不普遍导致市场渗透率增长缓慢。**截止2022年底，美国新能源汽车充电桩共计12.8万个，美国计划投资50亿完善充电设施，目标于2026年完成建设50万台充电桩；同时当前福特、通用等汽车厂商均在推行扩产计划，其中福特的俄亥俄工厂预计2025年可投入使用，长期看上述因素有望改善。

➤ **焊接技术领先，新能源汽车装备市场竞争力强，拓展非汽车业务，业绩可期。**1) 汽车制造业是工业自动化集成最大应用领域之一，公司深耕工业机器人系统集成行业，汽车结构件焊接、机器人连接、新能源汽车白车身焊接等技术水平全球领先。2) 公司先后为特斯拉和瑞维安完成各自首条电动汽车产线的设计及建造，并与福特、通用、丰田等战略客户在新能源汽车焊装制造方面积极开展合作。3) 公司积极将其汽车制造领域的专业知识和技术应用于仓储物流、新能源、环保设备等非汽车产业，推出包括自动化立体仓库和智能物料搬运系统在内的一系列创新自动化解决方案。4) 公司2023年前三季度归母净利润1.19亿元，同比增速为+216.16%；2023年公布股票激励计划，绑定高管及核心骨干，**根据业绩考核目标，2023-2026公司净利润应不低于2.1/2.5/3.0/3.6亿元。**

➤ **投资建议：**考虑到美国新能源汽车行业持续景气，结合拜登政府执政目标及Marklines预测，预计2024-2026年美国新能源汽车销量CAGR为42%。此外公司正在积极拓展智能物流等业务，以及加快与中国车企的合作。因此预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.11/2.82/3.60亿元，对应PE为15/11/9倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**美国新能源车补贴政策的持续性；美国政府的贸易政策；新业务拓展不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,119	2,211	2,963	3,704
增长率(%)	-21.3	97.6	34.0	25.0
归属母公司股东净利润(百万元)	143	211	282	360
增长率(%)	8.4	47.7	33.8	27.9
每股收益(元)	0.31	0.45	0.61	0.78
PE	22	15	11	9
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年2月7日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

6.63元



分析师 李哲

执业证书: S0100521110006

邮箱: lizhe_yj@mszq.com

相关研究

- 一周解一惑系列: 美国去库接近尾声, 叉车有望受益制造业回流-2023/12/04
- 一周解一惑系列: 北美工程机械需求或将走弱-2023/08/28

目录

1 派斯林：全球领先的智能制造系统服务商	3
1.1 重组收购 Paslin，主营工业自动化系统集成业务	3
1.2 聚焦智能制造：汽车+非汽车业务双驱动，客户壁垒高	4
1.3 核心团队从业经验丰富，国内国外协同布局	6
1.4 盈利能力不断改善，在手订单充足	9
2 派斯林市场空间：受益美国新能源车持续增长	11
2.1 近年美国新能源汽车政策	11
2.2 美国新能源汽车行业情况	13
2.3 墨西哥汽车产业发展	20
3 工业自动化集成应用广阔，公司未来可期	22
3.1 深耕工业机器人系统集成，北美汽车焊装线领先企业	22
3.2 顺应汽车电动化趋势，前瞻布局新能源汽车行业	24
3.3 积极拓展非汽车业务，打造公司新的盈利增长点	26
4 盈利预测与投资建议	28
4.1 业务拆分与盈利预测	28
4.2 估值分析	29
4.3 投资建议	30
5 风险提示	31
插图目录	33
表格目录	33

1 派斯林：全球领先的智能制造系统服务商

1.1 重组收购 Paslin，主营工业自动化系统集成业务

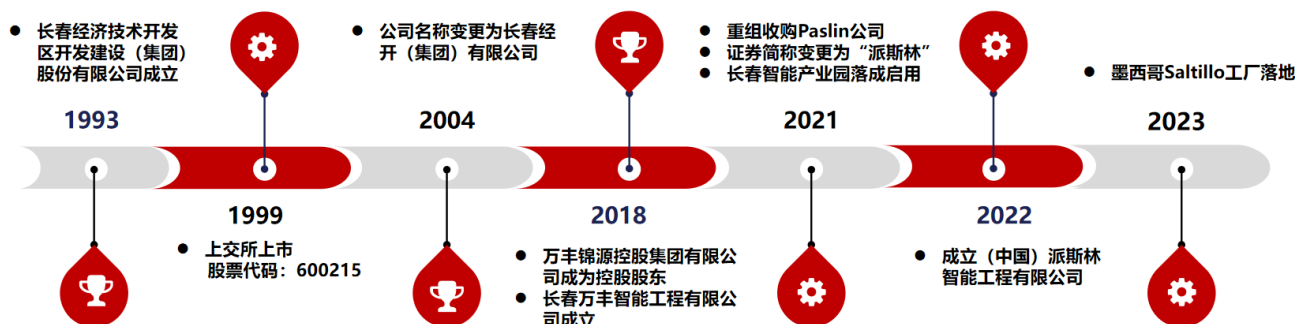
派斯林数字科技股份有限公司主营工业自动化系统集成业务，作为全球领先的智能制造服务商，至今已走过三十余年历程，是一家具有国际影响力的上市公司。公司深耕北美市场，辐射全球，目前公司在美国底特律、长春、上海、成都、墨西哥萨尔提略等地设有制造基地和研发中心，拥有底特律大区最大的机加工中心，通过中、美、墨协同，提升国际化水平，建立全球供应链体系，布局全球市场网络。

公司前身长春经济技术开发区建设（集团）股份有限公司创建于 1993 年，1999 年于上交所挂牌上市（股票代码：600215），2010 年 12 月收购吉林省六合房地产开发有限公司，主营房地产开发及物业管理业务。

公司紧跟时代发展步伐，遵循数字化、智能化战略方向，逐步布局智能制造领域，实现产业转型。2018 年 3 月万丰锦源成为公司控股股东，同年 5 月成立长春万丰智能工程有限公司；2021 年 9 月重组收购了具有 80 多年经验积累和技术沉淀的智能制造解决方案服务商美国 Paslin 公司，主营业务转型为工业自动化系统集成，同年长春智能产业园落成启用，公司名称变更为派斯林数字科技股份有限公司，证券简称变更为“派斯林”；2022 年 7 月成立（中国）派斯林智能工程有限公司；2023 年 5 月墨西哥 Saltillo 工厂落地，为北美市场订单新增制造产能。

据派斯林 2023 年三季报披露：2023 年三季度公司完成房地产相关业务下属子公司的股权交割；整体剥离房地产业务，全面专注智能制造。

图1：公司发展历程图



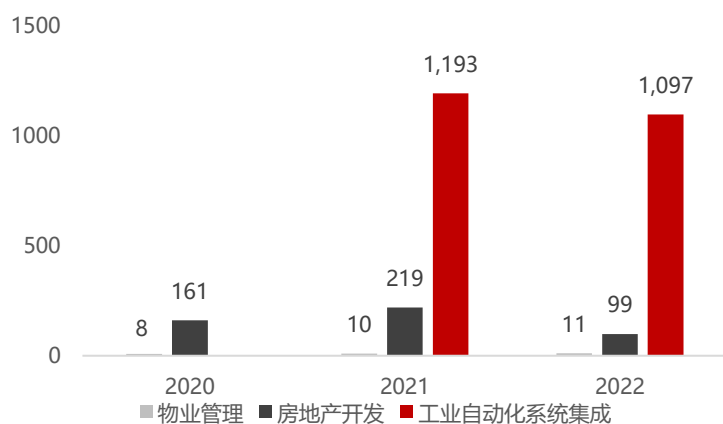
资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 聚焦智能制造：汽车+非汽车业务双驱动，客户壁垒高

公司主营工业自动化系统集成业务，自动化系统集成业务主要集中在汽车领域，并不断拓展非汽车行业自动化市场项目。公司主要从事工业自动化生产线的设计、研发、制造及工程实施，专注为汽车制造、智能仓储、工程机械、轨道交通及其他工业领域提供交钥匙级别的工业智能制造解决方案；拥有领先的装备设计和研发能力，全球化工程实施能力，为客户提供全套的数字工厂、云计算、AI 专家系统等工业 4.0 智能解决方案；在机器人连接技术领域、在新能源汽车白车身焊接领域全球领先。

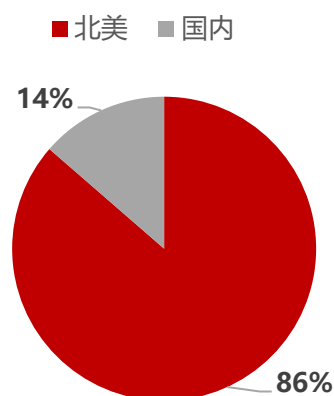
2021 年 9 月，长春经开(600215)完成重大资产重组，收购了 America Wanfeng Corporation (以下简称“美国万丰”) 100%股权，并通过美国万丰间接持有最终标的 The Paslin Company (以下简称“Paslin”) 及其子公司全部生产经营主体 100%股权，顺利切入智能制造领域。收购完成后，公司 2021 年营业收入较 2020 年大幅增长。据 2022 年年报显示，公司超 80%营收来自北美市场。

图2：2020-2022 年营业收入分行业情况 (单位：百万元)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图3：2022 年营业收入分地区构成 (%)



资料来源：公司 2022 年年报，民生证券研究院

Paslin 是北美汽车焊装线领先企业，位于美国密歇根州底特律市，始创于 1937 年，在工业机器人系统集成领域深耕 80 余年。Paslin 在系统设计、机械设计、控制设计、机器人模拟仿真等关键生产环节，项目经验丰富，技术积累深厚，是北美汽车领域具备领先地位的智能化连接技术解决方案供应商。在北美汽车焊装自动化系统集成市场细分领域与 KUKA、柯马等知名国际汽车自动化巨头位于第一梯队。

此外，为优化产业结构，公司充分运用在工艺技术、项目管理、品牌、人才等方面的优势，不断将业务领域扩展至非汽车产业，为诸如零售、仓储、物流等客户提供自动化立体仓库、智能物料搬运系统、智能传送分拣系统、智能仓储管理系统等自动化解决方案，进一步实现产业布局与客户结构的优化升级。

当前公司产品主要应用于新能源汽车焊装自动化产线、车身加工焊装自动化生产线、汽车结构件焊装自动化生产线、智能仓储自动化生产线、装配式建筑自动化生产线、数字工厂解决方案和服务等。

表1：派斯林工业自动化系统集成业务主要应用

具体产线	相关内容	生产线示意图
新能源汽车焊装自动化生产线	<ol style="list-style-type: none"> 1、主要为客户提供新能源汽车白车身、动力电池、底盘等关键零部件总成的自动化焊接生产线，并掌握高强度钢、轻量化车身如铝镁合金、镀锌板等金属材料的焊接工艺。 2、与福特、通用、丰田、特斯拉、瑞维安、麦格纳等核心客户在新能源汽车焊装制造方面积极开展合作，在北美新能源汽车装备市场具备较强的先发优势。 	
车身加工焊装自动化生产线	<ol style="list-style-type: none"> 1、主要包含汽车发动机舱、侧围、地板及车顶顶盖等焊装分总成线及最后合装主焊生产线。 2、根据不同厂商、不同车型在焊接工艺、技术标准、经济指标等方面的差异化要求，对车身加工焊装自动化产线进行全模块化设计。 3、为客户提供系统整体解决方案，以达到机器人、夹具、工装等装备部件的自主柔性切换。 	
结构件焊装自动化生产线	<ol style="list-style-type: none"> 1、主要用于汽车车架、发动机架、传动轴与排气系统等底盘部件的焊装。公司掌握汽车底盘、车架类焊接工艺的关键技术并积累了丰富的项目案例，通过对焊接变形特征进行了大量数据统计已基本掌握其变形规律，并通过对结构件焊接变形结果的有效预测以有效降低焊接变形。 2、基于焊接变形反馈控制技术，公司通过多机协调机器人系统来平衡和弥补焊接变形，进一步保障结构件焊接作业的精准、稳定。 	
智能仓储自动化生产线	<ol style="list-style-type: none"> 1、基于在汽车制造领域的技术和项目经验积累，公司积极推进工业自动化相关技术向非汽车产业的转化及渗透。 2、采用一流的集成化物流理念设计，及先进的控制、总线、通讯和信息技术应用，为零售、仓储、物流等客户等提供自动化立体仓库、智能物料搬运系统、智能传送分拣系统、智能仓储管理系统等。 	
装配式建筑自动化生产线	<p>公司研发的立体运行线可满足生产多种预制部件的需求，通过领先的机械及电气设计能力、在线视觉智能引导定位与监测技术，实现从原材料输入到最终产品完成的一系列加工工艺，满足客户装配式建筑模块的数据化、标准化需求，实现包含全屋部件自动生产设计装配产线。</p>	
数字化运营系统及技术服务	<ol style="list-style-type: none"> 1、通过开发基于云计算、大数据、人工智能等新技术的焊接专家判断系统，开发基于MES、数字孪生、虚拟调试等技术为客户提供数字化运营专家系统，帮助客户实现数字化转型，为客户实现工业 4.0 和黑灯工厂提供全套的解决方案和技术规划。 2、致力为不同规模的客户提高生产效率及生产柔性、简化生产流程、改善产品质量，助其走向互联、协作的未来工厂 	

资料来源：派斯林 2023 年半年报，公司官网，民生证券研究院

凭借长期技术沉淀、品牌信誉积累、较高的客户粘性，Paslin 构筑了坚实的品

牌及客户壁垒，公司主要为全球主机厂、一级供应商以及非汽车客户提供智能制造集成方案。

汽车行业：主要服务于国际知名汽车整车厂商和汽车零部件一级供应商，包括通用汽车、福特汽车、本田汽车、丰田汽车、特斯拉、瑞维安、麦格纳、蒙塔萨、塔奥、玛汀瑞亚等。**非汽车行业：**服务于国际知名零售企业，为客户提供高效、智能、柔性、定制化的仓储自动化解决方案。

图4：派斯林下游代表性客户商标图



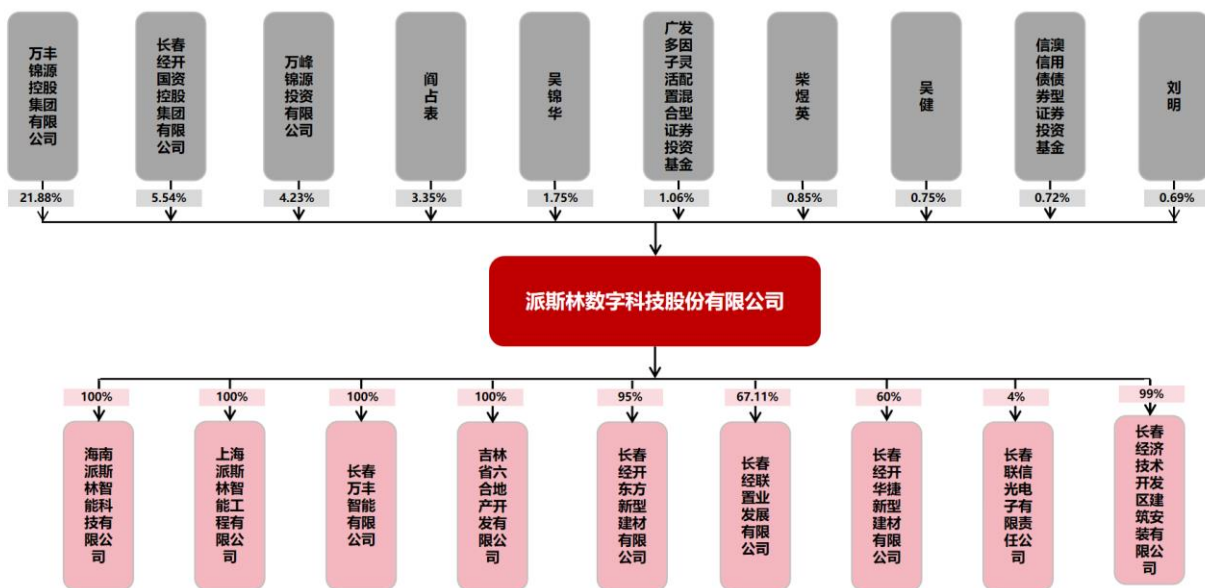
资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.3 核心团队从业经验丰富，国内国外协同布局

1.3.1 公司股权稳定，股票激励计划绑定核心团队

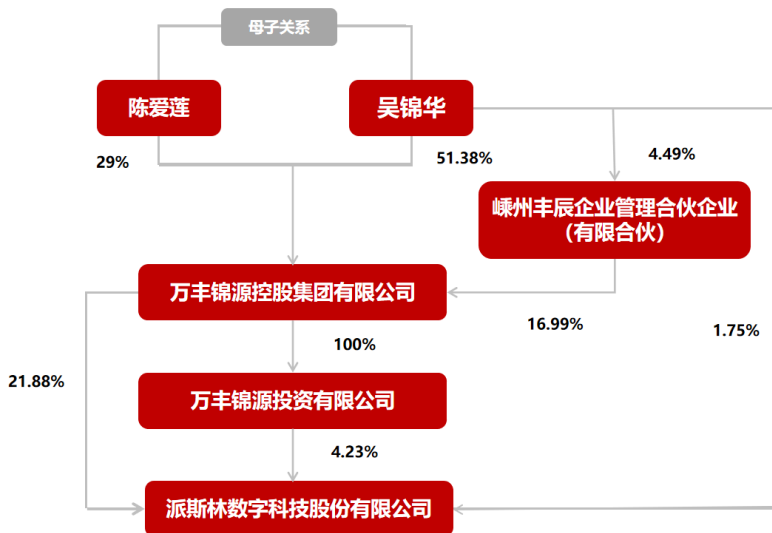
派斯林数字科技有限公司股权结构较为稳定且集中。据公司 2023 年三季度报显示：截至 2023 年 9 月 30 日，前十大股东合计持有公司 40.82% 的股份。公司控股股东及其一致行动人为万丰锦源、锦源投资、吴锦华，共计持股 27.86%；实际控制人为陈爱莲、吴锦华；公司在中国、美国、墨西哥均设有全资子公司。

图5：派斯林股权结构



资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

图6：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司 2022 年年报，民生证券研究院

2023 年 7 月公司发布新一轮股票激励计划。目的是建立、健全公司长效激励约束机制，进一步调动公司人员的积极性和创造性，提升团队凝聚力和企业核心竞争力，助力公司发展战略和经营目标的实现。该激励计划在 2023 年-2026 年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的解除限售条件之一。激励对象共 34 人。包括 5 名公司董事、高级管理人员及 29 名核心骨干；授予限制性股票的数量为 815 万股，授予价格为每股 4.38 元。

表2：限制性股票激励计划——业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2023 年净利润不低于 2.1 亿元;
第二个解除限售期	2024 年净利润不低于 2.5 亿元, 或 2023 年-2024 年累计净利润不低于 4.6 亿元;
第三个解除限售期	2025 年净利润不低于 3.0 亿元, 或 2023 年-2025 年累计净利润不低于 7.6 亿元;
第四个解除限售期	2026 年净利润不低于 3.6 亿元, 或 2023 年-2026 年累计净利润不低于 11.2 亿元。

资料来源：公司公告（派斯林 2023 年限制性股票激励计划），民生证券研究院

1.3.2 核心团队从业经验丰富，国内国外协同布局

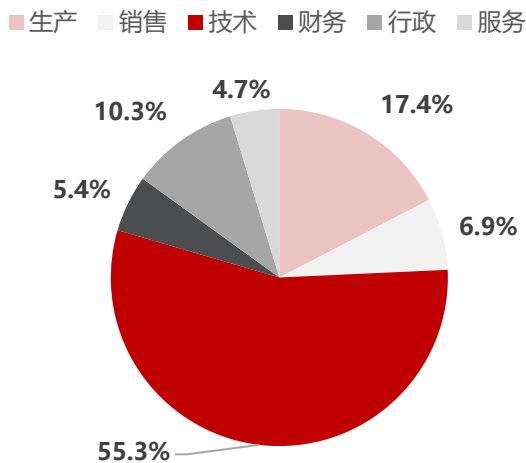
公司核心团队从业经验丰富，技术人员占比高。派斯林核心管理团队均是汽车行业和自动化行业领域的专家型或专业型人才，拥有着 20 年以上从业经验。公司拥有 200 多名经验丰富的行业内工程设计人员、机器人编程人员、模拟仿真人员、电气控制设计人员，具有丰富的汽车主机厂制造经验，综合素质高，技能强。此外，公司储备了 300 余名长期稳定的技术人员，可有效应对市场订单的波动，为客户提供专业化的服务。

2021 年收购完成后，美国万丰成为公司的全资下属公司。美国万丰及其子公司仍将保持经营实体存续，并由其原管理团队进行管理。

公司正加大力度推进国内团队建设。据 2022 年年报显示：已搭建百余人规模的骨干团队，不断引进国际化智能制造行业优秀人才，增强国内团队在技术、研发及市场营销等方面的实力；**国内已签约多个汽车制造工业自动化研发设计项目，并成功进入一汽等国内客户供应商体系**，快速拓展国内汽车制造市场；**目前国内采购体系已经初步搭建完成**，并与上百家汽车产业链供应商建立了合作伙伴关系，建立了国际物流渠道，有效降低进出口业务成本。

公司积极推进国际业务协同，产业布局全球化。在中国上海、长春、成都，美国底特律，墨西哥萨尔提略均设有生产基地及研发中心；**通过中、美、墨协同，构建全球化业务模式，并积极拓展欧洲市场；利用比较优势，全面提升公司盈利能力。**其中美国团队提供品牌、市场、技术、制造能力，中国团队提供供应链、技术、市场，墨西哥团队提供市场及制造能力。

图7：派斯林员工构成（截至 2022.12.31）



资料来源：公司 2022 年年报，民生证券研究院

图8：派斯林生产基地及研发中心分布

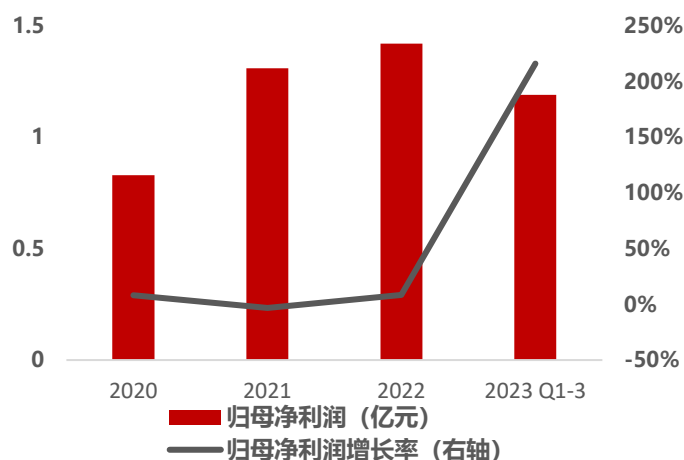


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.4 盈利能力不断改善，在手订单充足

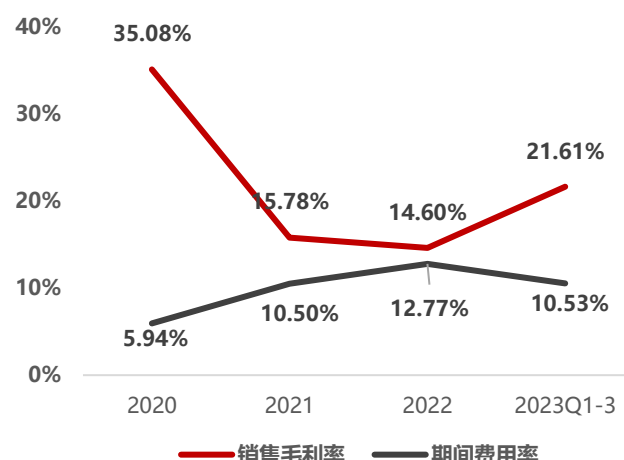
盈利能力逐步改善，实现净利率稳步提升。2020 年-2023 年 Q1-3，公司营业收入分别为 1.69/14.21/11.18/14.76 亿元；归母净利润分别为 0.83/1.31/1.42/1.19 亿元，归母净利润增速为 +8.18%/-3.20%/+8.43%/+216.16%。公司利润从 2022 年开始有所提升，2023 年前三季度则呈现快速增长态势。净利润增长系：1) 公司甄选优质项目（高毛利，回款好）；2) 中、美、墨生产基地利用比较优势，相互协同；3) 规模效应使得毛利率上升。

图9：2020 年-2023Q1-3 归母净利润率及归母净利润增长率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：2020-2023Q1-3 派斯林销售毛利率及期间费用率 (%)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

在手订单充足，不断拓展市场空间。随着全球汽车产业发展及制造业工业自动

化需求的提升，公司不断巩固北美市场、拓展中国市场、进军欧洲市场，以逐步实现全球化业务布局。据 2023 三季报披露：目前在国内市场销售订单及中标项目金额已超 2 亿元，市场空间不断扩增；公司积极推进在欧洲市场的产业布局，并已成功开拓部分项目；2023 年前三季度，公司实现销售订单的持续增长，在手订单充足。

2023 年 3 月 28 日，公司披露了《关于签订日常经营重大合同的进展公告》（公告编号：临 2023-016），Paslin 收到 Magna 的正式采购订单，Magna 向 Paslin 采购电动汽车制造工业自动化生产线产品，订单总金额约 45,526.50 万元。目前该合同正在正常执行中。

当前，**公司已完成房地产业务剥离股权交割，未来主营业务全面聚焦工业自动化系统集成业务。**通过剥离非主业资产回收资金，进一步保障公司智能制造主业的健康、可持续发展。此外，为满足快速增长的市场订单需求，公司着力提升整体制造产能，目前墨西哥工厂建设已完工，将有效保障项目的生产交付。

图11：派斯林在手或潜在订单客户



资料来源：公司公告总结，民生证券研究院

2 派斯林市场空间：受益美国新能源车持续增长

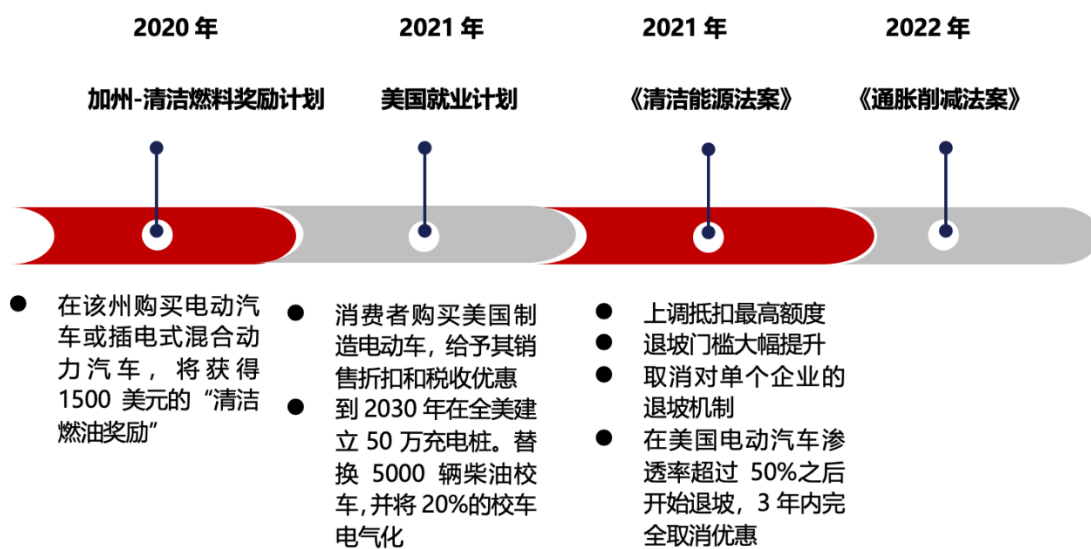
2.1 近年美国新能源汽车政策

2.1.1 新能源汽车补贴政策

联邦政府通过税收抵免计划鼓励人们购买新能源汽车，特别是电动汽车（EVs）。购车者可以在联邦所得税申报时获得一定金额的税收减免。减免金额取决于购车者所购买的新能源汽车的电池容量。抵免的目的是降低电动汽车的购车成本，促进其在市场上的推广。

除了联邦层面的抵免外，一些州也实施了各种激励措施，例如减免车辆注册费、提供购车补贴、免税等，以鼓励居民购买新能源汽车。这些政策因州而异，包括各种形式的经济激励和便利。

图12：美国近年新能源汽车补贴项目



资料来源：联邦政府官网，美国国内税务局官网，国研网，民生证券研究院

表3：《通胀削减法案》新能源汽车补贴政策具体内容

	车型	内容
税收抵免政策 变动	新车	最高抵免额度仍为 7500 美元。 对于满足某些关键要求的车辆，抵免额度修改为 3,750 美元； 对于满足某些电池组件要求的车辆，抵免额度修改为 3,750 美元。 取消单一车企 20 万辆补贴上限。
	二手车	抵免额度为售价 30%，最高 4000 美元。 仅适用于售价不超过 25000 美元的车辆。
	商用车	抵免额度为车辆成本的 15%。 重量小于 14000 磅的车辆抵免额度不超过 75000 美元。 其余车辆 40000 美元。 电池容量不低于 15 千瓦时。
	新车	首批 3750 美元抵免：汽车电池中所含关键矿物材料的价值量必须有一定比例是在美国或与美国有自由贸易协定的国家提取或加工，或者必须在北美回收。2024 年 1 月 1 日前，该比例为 40%；平均每年上升 10%；2026 年以后比例为 80%。 第二批 3750 美元抵免：电池组件价值的一定比例在北美制造或组装。2024 年 1 月 1 日前，比例为 50%；每年平均上升 10%；2028 年后，比例为 100%。
税收抵免限制 条件	新车及二手车	车辆最终组装必须在美国本土或与美国签署自由贸易协定的国家。 电池的原材料占比 40%以上必须来自北美。
	所有车型	合格车辆的最终组装必须在北美进行。 超过 80,000 美元的货车、SUV 和皮卡车或 MSRP 超过 55,000 美元的“任何其他车辆”，不允许抵免。 购车人调整后总收入 (AGI) 超过 300,000 美元的已婚纳税人、AGI 超过 225,000 美元的户主纳税人，以及 AGI 超过 150,000 美元的其他纳税人都没有资格获得清洁车辆的税收抵免。 2032 年 12 月 31 日之后投产的任何车辆均不允许抵免。

资料来源：《通胀削减法案》2022，民生证券研究院

《通货膨胀削减法案》(IRA)引发了全球电动汽车公司争相扩大在美国的制造业务。在 2022 年 8 月至 2023 年 3 月期间，主要的电动汽车和电池制造商宣布在北美电动汽车供应链上累计投资 520 亿美元，其中 50%用于电池制造，约 20%用于电池组件和电动汽车制造。总体而言，包括对未来电池和电动汽车生产在美国投资的初步承诺在内，这些公司的公告总计约为 750 亿至 1080 亿美元。例如，特斯拉计划将其位于柏林的锂离子电池超级工厂迁至德克萨斯州，与中国的 CATL 合作，并在墨西哥生产下一代电动汽车。继 IRA 之后，宝马正在寻求扩大其南卡罗来纳州工厂的电动汽车生产。大众汽车选择加拿大作为其在欧洲以外的第一家电池工厂，该工厂将于 2027 年开始运营，并在南卡罗来纳州的工厂投资 20 亿美元。虽然这些投资有望在未来几年带来高增长，但其影响可能要到 2024 年工厂投产后才能完全显现出来。在短期内，IRA 限制了购买激励措施的资格要求，因为车辆需要在北美生产才能有资格获得补贴。然而，自 2022 年 8 月以来，电动汽车的销售

一直保持强劲，2023 年的前几个月也不例外:2023 年第一季度，电动汽车销量与 2022 年同期相比增长了 60%，这可能是由于 2023 年 1 月取消了对制造商的补贴上限，这意味着市场领导者的车型现在可以从购买激励中受益。从长期来看，有资格获得补贴的车型名单将会扩大。

2.1.2 美国政府态度

特朗普执政期间能源政策的目标是追求美国能源独立和促进经济与就业，核心措施是发展化石能源。主张依赖传统能源，实现能源净出口，并大幅减少对新能源的投入。2020 年 4 月，特朗普政府宣布采用新的排放标准，要求汽车制造商到 2026 年每年提高 1.5% 的燃油效率，而不是之前由奥巴马提出的 5%。在更早，特朗普政府甚至提议取消针对电动车的联邦税收优惠政策来为美国政府节省开支。

2021 年，为扩大美国电动汽车市场规模，拜登政府推出“就业计划”，其中有 1740 亿美元为电动汽车扶持计划资金，包括 1000 亿美元的消费者电动汽车退税、150 亿美元电动汽车基建、200 亿美元电动汽车校车拨款、250 亿美元电动汽车公交拨款以及 140 亿美元其他电动汽车税收优惠等。

2024 年美国大选，特朗普声称如当选，他将在第二个任期内寻求彻底改革美国的气候和能源政策，以“最大限度地提高化石燃料产量”并废除拜登政府气候和清洁能源相关的法案。特朗普竞选团队的官员称 IRA 减税措施的成本似乎被严重低估了，将寻求削减大量开支。如果特朗普当选，美国新能源汽车市场可能会发生较大变化。

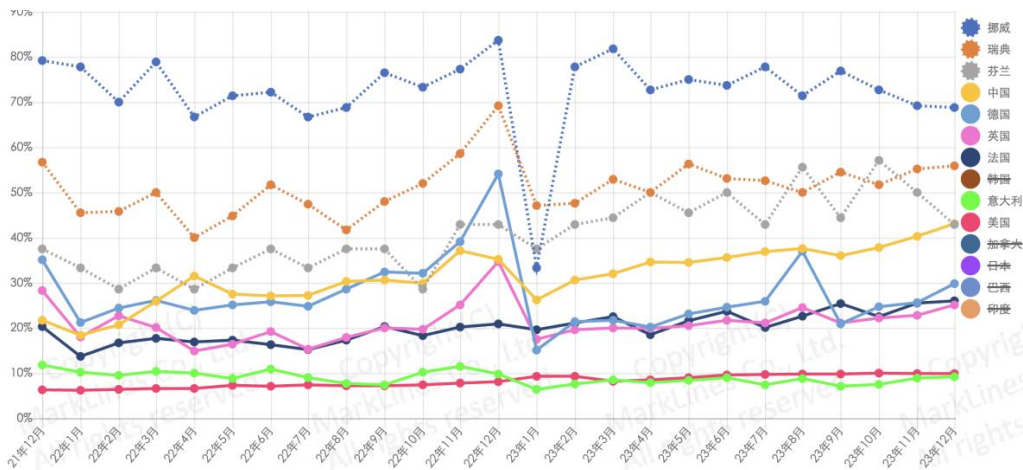
2.2 美国新能源汽车行业情况

2.2.1 全球新能源汽车动向

1) 中欧美新能源汽车渗透率分析

全球范围内，新能源汽车市场渗透率的增长反映了对于可持续交通解决方案需求的全球性增长。从 2021 年至 2023 年的数据分析表明，中国、美国以及欧洲的挪威、瑞典和芬兰在新能源汽车的推广和接受上取得了显著进展。

图13：中欧美新能源汽车市场份额占比率



资料来源：全球汽车产业平台，民生证券研究院

自 2021 年至 2023 年，中国新能源汽车市场渗透率的变化轨迹呈现出显著的增长趋势，尽管在这一期间内经历了一系列波动。2021 年 12 月，该市场渗透率录得 21.7%，随后在 2022 年初经历了短暂的下滑，至 18.4%，这一波动可能源于季节性购车波动和政策调整的影响。不过，市场很快便展现出复苏的势头，2022 年上半年的市场渗透率迅速攀升至 25.9%，并在随后几个月中维持在 27% 左右的相对稳定水平。进入 2022 年下半年，市场份额占比再次呈现出上升趋势，尤其在秋季期间，达到了 30% 以上的水平。这一时期的增长，不仅反映了市场对新能源汽车增长的适应性，也突显了政府在推广新能源汽车方面的决心和消费者对于绿色出行选择的积极响应。值得注意的是，到了 2023 年，市场渗透率的增长速度显著加快，特别是在 2023 年 12 月，渗透率达到了一个新的高点，为 43.1%，表明新能源汽车已在中国汽车市场中占据了显著的份额。

中国市场在这一期间表现出强劲的增长势头，新能源汽车市场渗透率从 2021 年 12 月的 21.7% 增长至 2023 年 12 月的 43.1%，几乎翻倍。这一显著的增长证明了中国在推动新能源汽车发展方面的政策效力和市场潜力。中国政府的政策扶持、制造商的技术革新以及消费者的高接受度共同推动了这一趋势。

美国市场保持缓慢的稳步增长。从 2021 年 12 月的 6.3% 起步，新能源汽车市场份额占比在短短两年内增长至 2023 年 12 月的 9.9%，尽管增长率不及某些市场，但这一趋势仍清晰地表明了美国消费者对新能源汽车日益增长的兴趣和接受度。

在 2022 年初，新能源汽车市场份额占比略有波动，从 6.2% 微升至 6.6%，这种波动可能受到季节性因素和市场调整的影响。进入 2022 年中期，市场份额占比

稳定在 7%左右,这一时期市场份额的相对平稳可能反映了消费者购买行为的正常化和市场对新能源汽车供应链的适应。

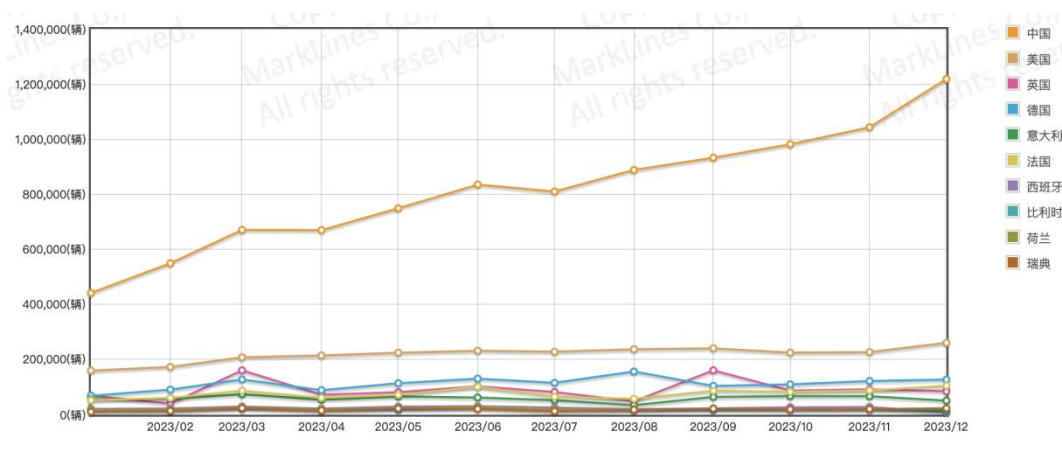
2022 年下半年至 2023 年,新能源汽车市场份额占比显著上升,特别是在 2023 年初突破了 9%的大关,并在年中达到了最高点 9.8%。这一增长在 2023 年持续保持,尽管年末略有回落,但整体而言,市场份额占比保持在近 10%的水平,这突显了新能源汽车在美国汽车市场中的逐渐壮大。反映了新能源汽车在美国消费者中的逐渐普及。政府政策的支持、制造商的响应以及消费者对环境可持续性关注的增加,为新能源汽车市场的持续增长提供了动力。

欧洲市场特别是挪威、瑞典和芬兰显示了新能源汽车接受度极高的情况。**挪威一直是新能源汽车渗透率的全球领导者**,其渗透率在 2021 年 12 月至 2023 年 12 月期间的数据高达 79.2%。**瑞典作为另一个新能源汽车市场的强劲参与者,其渗透率也显示了积极的增长态势**。在 2021 年 12 月时,渗透率为 56.7%,并在 2023 年 12 月达到了 55.9%。期间,渗透率有所波动,但一直保持在 40%以上。**芬兰的情况虽然在绝对数值上低于挪威和瑞典,但其增长态势同样值得关注**。从 2021 年 12 月的 37.5%开始,到 2023 年 12 月,芬兰的市场渗透率有所起伏,但也达到了 42.9%。

综合中、欧、美的数据,可以看出新能源汽车市场在全球范围内正以不同的速度和模式发展。虽然各国在增长速度、市场条件和政策环境上存在差异,但整体趋势表明,新能源汽车正在成为全球汽车市场中不可忽视的一部分。在技术进步、成本降低和政策推动的共同作用下,预计新能源汽车将在全球范围内继续扩大其市场份额,为实现可持续交通的目标作出重要贡献。

2) 新能源汽车销量分析

图14: 中欧美新能源汽车销售成绩



资料来源: 全球汽车产业平台, 民生证券研究院

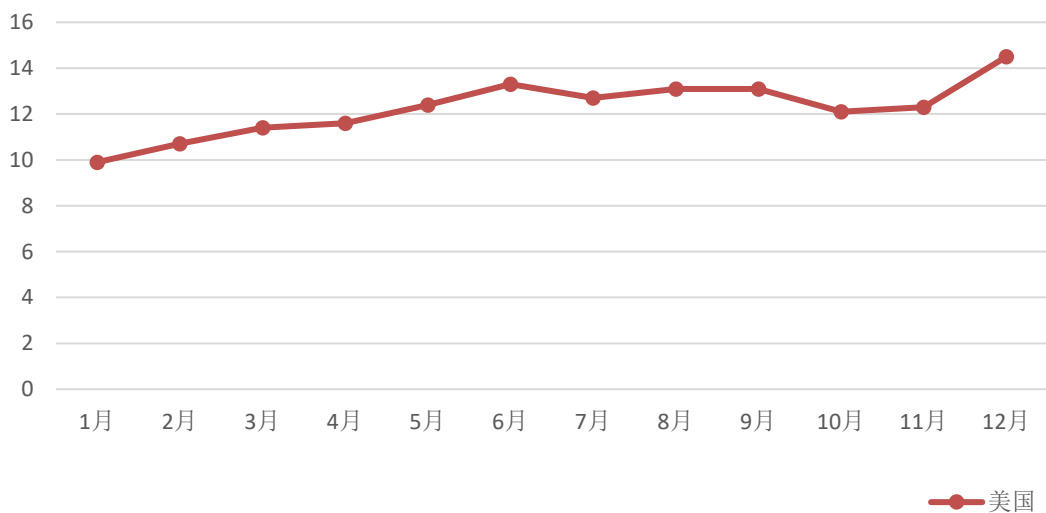
中国市场的新能源汽车销量在过去两年中表现出了显著的增长势头。**2023 年, 这一增长势头得到了进一步加强, 据 Marklines 数据显示, 2023 年中国新能源**

汽车全年销量达到 793.8 万辆。这种增长可以归因于国家对新能源汽车行业的大力扶持,包括税收优惠、购车补贴以及对建设更多充电桩和相关基础设施的投资。此外,公众对环保的增加意识以及新能源汽车技术的快速进步,也是推动销量增长的重要因素。

欧洲市场的增长同样显著。参考 Marklines 部分欧洲典型国家数据,2023 年德国新能源汽车销量为 69.9 万辆,挪威为 11.5 万辆,芬兰为 4.7 万辆,尽管增长率低于中国市场,欧洲市场的销量增长仍然表明了新能源汽车在该地区的接受度不断提高。欧洲多国政府的环境政策和对新能源汽车采取的激励措施,比如减免购车税、提供购车补贴以及建设更加广泛的充电网络,这些因素均助推了新能源汽车的销售。

根据统计,美国新能源 (BEV / PHV / FCV) 的销售量在 2023 年 1 月至 12 月的总销量达到了 147.1 万辆。2023 年美国的销量从低谷一月的 9.9 万辆稳步增长至年底的 14.5 万辆。这一增长虽然不显著,但反映了新能源汽车在美国市场中的稳固地位和持续增长的消费者接受度。

图15: 2023 年美国新能源 (BEV / PHV / FCV) 汽车销售量 (万辆)

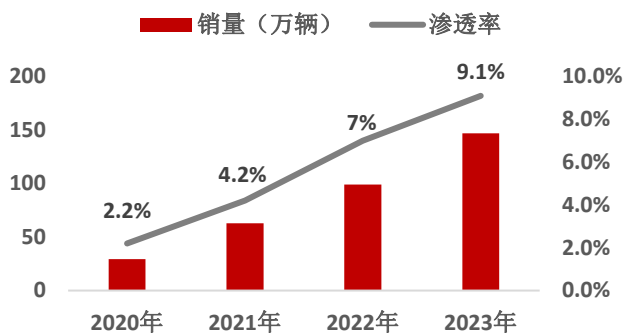


资料来源: Marklines, 民生证券研究院

2.2.2 美国新能源汽车渗透率

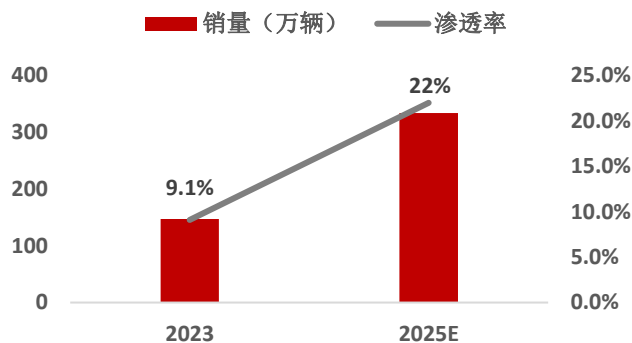
美国新能源汽车市场的渗透率在逐渐增长，但整体仍然相对较低。

图16：2020年至2023年美国新能源汽车销量及渗透率



资料来源：国际能源署，Marklines，新浪财经，民生证券研究院

图17：IEA对美国2025年渗透率及销量预测



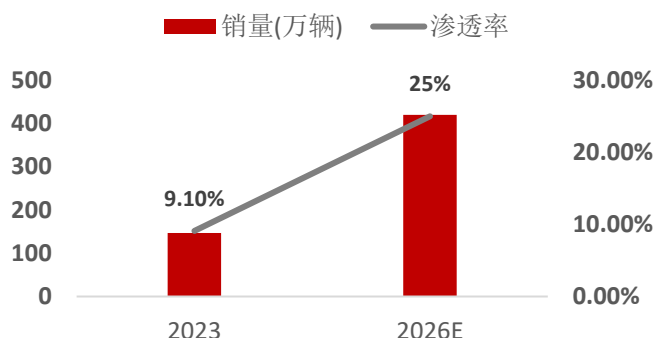
资料来源：国际能源署，民生证券研究院

2021年8月，美国总统拜登签署行政令：到2030年，美国电动车的销量要占乘用车总销量的50%。在2020年10月，拜登竞选团队发布的《清洁能源革命和环境计划》中提到，到2026年新能源汽车渗透率要达到25%。

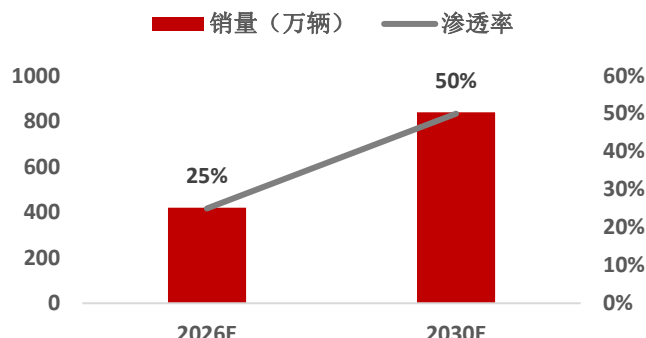
据GlobalData统计数据，2023年美国汽车销量为约为1612万辆，新能源汽车销量为147.1万辆，渗透率约为9.1%。到2026年美国汽车销量约为1680万辆，若按拜登政府目标25%的渗透率计算，届时美国新能源汽车约为420万辆，**2024-2026年新能源汽车销量CAGR 42%**。

假设2026到2030年美国汽车总销量不变，若拜登政府2030年渗透率50%的目标实现，则2030年美国新能源汽车销量约为840万辆。另外，根据国际能源署的预测，2025年美国新能源汽车销量约为334万辆，2030年销量约为796万辆，与拜登政府的目标要求相比略低。

而据国际能源署预测数据显示，2025年美国新能源汽车渗透率为22%。结合2023年数据，**美国新能源车销量2024-2025 CAGR 56%**。

图18: 《清洁能源革命和环境计划》渗透率及销量预测


资料来源: Marklines, 汽车人, 民生证券研究院

图19: 2030年美国新能源车销量及渗透率预测


资料来源: 国际能源署, 民生证券研究院

可能存在一些对销售产生负面影响的不确定因素。例如 2023 年 9 月的 UAW 罢工, 通用汽车、福特和 Stelantis 旗下各一家工厂率先发起了罢工。由此很难准确预测对销量产生的影响。与此同时, 底特律三巨头的库存水平在一段时间内一直处于行业最高水平, 库存天数超过行业 39 天的平均水平。如果长时间停产, 库存可能会大幅减少, 可能会再次发生某些车型难以入手的情况。

GlobalData 认为市场仍处于积极增长阶段, 但面对经济疲软的逆风形势, 尤其是上半年, 预计增速将受到抑制。尽管如此, 随着通胀放缓和利率开始下降, 应该会有足够的动力来推动销量增长。

美国近年渗透率增长原因大致可归为如下几类。

1.政策推动: 美国政府大力推动 1.75 万亿美元的《重建美好未来》法案, 该法案将目前最高 7500 美元的单车补贴提升至最高 12500 美元, 同时取消了车企 20 万辆的补贴上限。联邦与部分州还推出了税收抵免政策。这些政策的实施大大提高了消费者购买新能源汽车的积极性。

2.销量增长: 2022 年, 美国新能源汽车销量达到 99.2 万辆, 同比增长近 52%, 全年新能源车渗透率为 6.9%, 较 2021 年提升 2.7 个百分点。

3.车型供给丰富: 2022 年是美国新能源汽车市场周期大年, 叠加国内及各州政策补贴, 进一步催化和引爆美国新能源车市场。

尽管新能源汽车的销量和渗透率都在增长, 但其增速在 2022-2023 年之间有所放缓。

据芝能汽车分析, 美国电动汽车产业, 没有电动汽车产业链的成本控制能力, 也没有电气基础设施的供给和铺设能力, 所以难以实现高速增长。此外, 市场饱和度的提高, 以及消费者对新能源汽车的需求变化也是可能因素。

结合美国政策支持与主要相关生产商扩产计划, 美国以下两点现存问题可能

得到改善甚至解决。这可能促进美国新能源汽车渗透率加速增长,使得拜登政府设立的 2026 与 2030 年目标实现。

1.当前产能相较于需求较为紧张,难以支撑美国新能源汽车市场高速发展。在皮卡盛行的北美市场,不少品牌和车型均参与了对纯电动皮卡市场的争夺。2023 年美国最畅销车型前三均为皮卡,且福特 F-Series 皮卡一年销量超过 75 万辆,连续 42 年领跑美国汽车行业最畅销的车型。以福特公司为例,福特 F-150 于 2021 年发布纯电版车型 F-150 Lightning。早在 2019 年,福特就发布了关于 F-150 纯电版车型的视频。不过由于各种原因, F-150 Lightning 在 2022 年 4 月底才正式实现了量产,5 月底实现了首台车型的交付。虽然成功实现了量产并交付,但福特当下还面对相当大的“压力”。一方面,因为 F-150 Lightning 目前的订单量已经超过了 20 万辆,但生产车辆的福特荣格皮卡工厂电动汽车中心当下的年产能仅为 4 万辆左右。所以福特也针对工厂开始了扩建,计划在 2023 年将年产能提升至 15 万辆。但即便是提升产能,面对 F-150 Lightning 超 20 万辆的订单,福特也很难在短时间内消化。另一方面,受到当下全球缺芯以及疫情反复的影响,车辆的生产 and 工厂的扩建可能随时都会被按下暂停键。

图20: 福特首款纯电动皮卡 F-150 Lightning



资料来源:凤凰网,民生证券研究院

图21: 美国 2023 年十大畅销车

2023年美国十大畅销车 (数据来源: Motor Intelligence 整理: 盖世汽车)			
排名	车型	销量(辆)	同比变化
1	福特F-Series	750,789	14.8%
2	雪佛兰索罗德	543,780	5.9%
3	Ram皮卡	444,926	-5.0%
4	丰田RAV4	434,943	8.8%
5	特斯拉Model Y	394,497	56.5%
6	本田CR-V	361,457	51.8%
7	GMC Sierra	295,737	22.4%
8	丰田凯美瑞	290,649	-1.5%
9	日产Rogue	271,458	45.6%
10	Jeep大切诺基	244,594	9.3%

资料来源:盖世汽车资讯,民生证券研究院

2.美国的公共充电桩市场发展比较缓慢、公共充电设施配套不完善,这也可能对拜登政府提出的 2026 年达到 25%渗透率的目标产生阻碍。根据国际能源署的数据显示,2022 年美国共有公共充电桩 12.8 万个。而截止 2022 年底,中国共有公共充电桩 176 万个,车桩比为 2.5: 1。为此,美国投资 50 亿美元推行国家电动汽车基础设施 (NEVI) 方程式计划,该计划将为各州提供专项资金,以战略性地部署电动汽车充电基础设施并建立互连网络。

从 2019 年第四季度到 2023 年第一季度,公共和私人电动汽车 (EV) 充电端口的数量几乎翻了一番。自 2019 年以来,公共充电每个季度都经历了增长,2023 年第一季度,公共充电口约占所有充电口的 88%。据集邦咨询表示,美国目标 2026

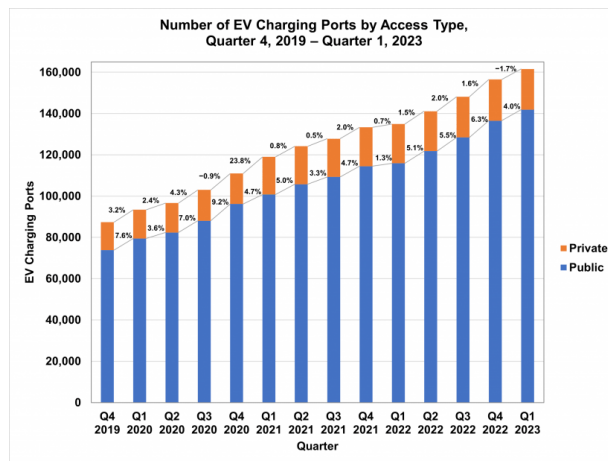
年完成建设 50 万台充电桩，若 2026 年美国新能源汽车销量约为 420 万辆，车桩比约为 8:1，充电设施配套完善有助于拜登政府设立的目标实现。

图22：特斯拉超级充电站



资料来源：观察者网，民生证券研究院

图23：近四年美国公共与私人充电桩情况



资料来源：美国能源部官网，民生证券研究院

根据美国汽车研究智库机构 Atlas Public Policy 的统计数据，截止 2023 年，美国已宣布的与电动汽车有关的工厂项目投资总额已超过 1280 亿美元，产能预计提升超 1000 万台。

表4：汽车厂商北美建厂计划

厂商	建厂计划	车型
大众	<ul style="list-style-type: none"> 投资 8 亿美金扩建其美国田纳西州 Chattanooga 工厂 计划投资 2 亿美元，在南卡罗来纳州生产 Scout SUV 和电动皮卡 	ID.4
宝马	<ul style="list-style-type: none"> 投资 17 亿美元在南卡罗来纳州生产电动汽车 在南卡罗来纳州伍德拉夫附近投资 7 亿美元建造新的高压电池组装厂 	BMW i3
现代	<ul style="list-style-type: none"> 2023 年上半年开建佐治亚州电动汽车工厂 	IONIQ 5、EV6
通用	<ul style="list-style-type: none"> 奥瑞恩 (Orion) 装配厂投资 40 亿美元向电动卡车生产过渡 俄亥俄州的托莱多 (Toledo) 工厂投资 7.6 亿美元 	雪佛兰 Silverado 皮卡的电动版、雪佛兰开拓者
福特	<ul style="list-style-type: none"> 密歇根州投资 20 亿美元，提升福特电动汽车中心产能 俄亥俄州组装工厂投资 15 亿美元，在 2025 年左右开始组装电动商用车 	Mustang Mach-E、F-150 Lightning、E-Transit
日产	<ul style="list-style-type: none"> 耗费 5 亿美元改造密西西比州坎顿汽车组装工厂，用来生产纯电动汽车 	日产聆风
本田	<ul style="list-style-type: none"> 计划对位于美国俄亥俄州的 3 座工厂合计投资 7 亿美元 	Honda e

资料来源：各车企官网，民生证券研究院

2.3 墨西哥汽车产业发展

墨西哥是世界第七大汽车生产国和第五大汽车零部件生产国，汽车制造业是该国重要产业之一。墨西哥汽车工业协会数据显示，汽车行业产值占墨西哥国内生

产总值的 3.8%和制造业产值的 20.5%。当前，墨西哥正在大力推动汽车行业转型，希望到 2030 年将一半的汽车生产转变为电动汽车。

表5：墨西哥建厂优势

具体优势	
政策优势	2020 年《美墨加三国协议》规定规定在美国、墨西哥或加拿大生产至少 75%部件的汽车或卡车可以零关税出售。 墨西哥是世界贸易组织 (WTO) 成员，拥有覆盖 50 个国家的 13 个自由贸易协定 (FTA)，包括跨太平洋伙伴关系协定 (CPTPP)
劳动力优势	墨西哥人口规模庞大、人口结构年轻，劳动力充足且低廉
资源优势	墨西哥有丰富的锂资源，根据美国地质调查局估计，墨西哥以 170 万吨的锂资源储量排名全球第十
产业优势	截止 2023 年，在墨西哥运营的共有 14 个品牌的 22 家汽车制造工厂，另外还有 10 家发动机生产工厂和 7 家变速器生产工厂

资料来源：OFweek，中国国际贸易促进委员会，人民网，民生证券研究院

大众、通用、福特、奥迪、宝马等国际知名汽车厂商均在墨西哥开展相关业务，墨西哥正成为汽车投资的热土。为满足快速增长的市场订单的生产交付需求，提升制造产能，派斯林墨西哥工厂于 2023 年 10 月投产，服务于车企客户的扩产。同时，派斯林积极布局中美墨市场，已在中国、美国、墨西哥设有制造基地及研发中心。

图24：墨西哥汽车 OEM 厂商地图



资料来源：Tetakawi，民生证券研究院

3 工业自动化集成应用广阔，公司未来可期

3.1 深耕工业机器人系统集成，北美汽车焊装线领先企业

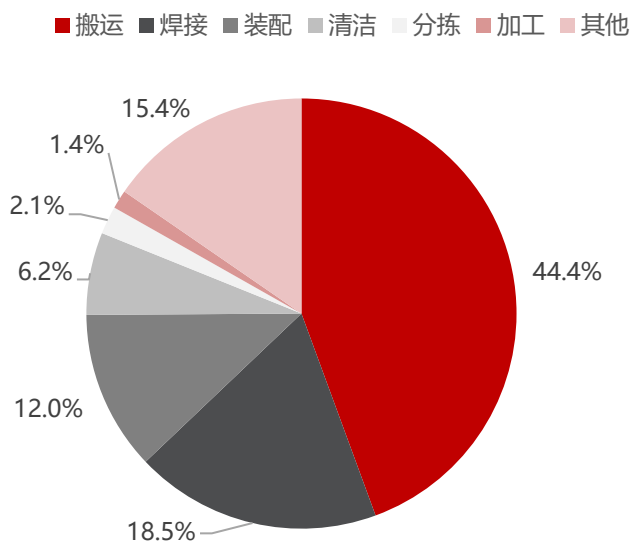
3.1.1 汽车制造业是工业自动化集成最大的应用领域之一

工业自动化系统集成位于工业机器人产业链下游，是根据工业生产的不同应用场景和需求，对工业生产设备和部件如工业机器人、控制器、传感器等进行针对性地开发和集成，达到工业生产流程的自动化，主要用于实现焊接、装配、搬运、分拣、加工等工艺或功能，以代替人工提高效率和产品一致性、降低成本、确保安全等。其下游应用领域较为广泛，主要包括汽车制造、仓储物流、工业机械、3C 电子、航空航天、军工、食品饮料、医药等，具有综合技术水平、项目经验、自主创新能力要求高等特点，是智能制造产业的重要组成部分。

根据国际机器人联合会 (IFR) 相关数据显示：从应用分类来看，2021 年全球搬运/焊接/装配/清洁/分拣/加工/其他不同类型的机器人占比分别为 44.4%/18.5%/12.0%/6.2%/2.1%/1.4%/15.4%，焊接机器人是除搬运机器人之外占比最大的工业机器人类型。

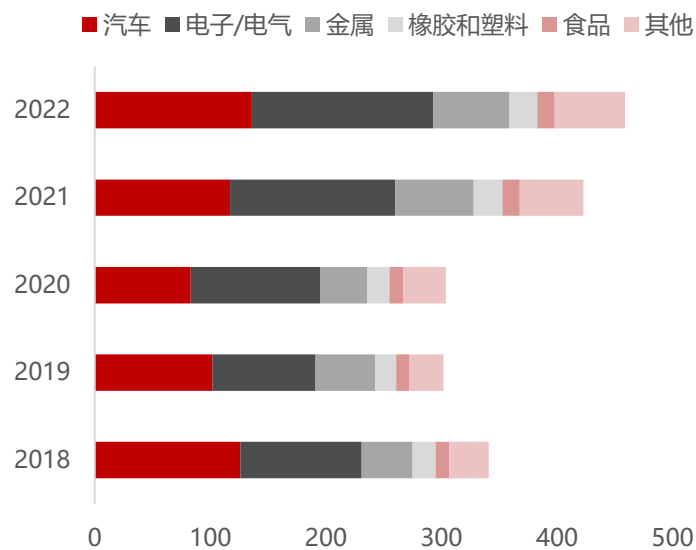
汽车行业是工业机器人重要的下游应用领域之一。据 IFR 的统计数据显示：汽车行业工业机器人 2018-2022 年全球销量分别为 12.6/10.2/8.3/11.7/13.6 万台，5 年平均销量占工业机器人总量的 31.06%，在所有应用行业中排名第二，仅次于电子/电气行业。

图25：2021 年全球不同应用工业机器人装机占比 (%)



资料来源：国际机器人联合会 (IFR)，中商情报网，民生证券研究院

图26：2018-2022 年全球不同下游应用行业工业机器人安装量 (千台)



资料来源：国际机器人联合会 (IFR)，iFinD，民生证券研究院

3.1.2 派斯林：焊接技术领先，业务营运效率高

汽车制造工艺主要分为冲压、焊接、涂装、总装四大工艺环节。焊装工艺作为汽车制造工艺的重要环节，主要由焊接机器人组成的自动化产线完成；汽车焊接技术正向着自动化、柔性化、量化的方向发展。

派斯林在工业机器人系统集成领域深耕 80 余年，汽车焊接技术领先。公司主要从事智能化连接技术解决方案的设计、研发、生产和销售。在北美市场细分焊接技术领域中，Paslin 与 KUKA、柯马等知名国际汽车自动化巨头位于第一梯队；在汽车结构件弧焊领域的技术水平处于领先地位，市场份额位居前列；其在新能源汽车白车身焊接领域亦具备较强的竞争优势，曾参与或负责北美头部新能源车企柔性全车身加工自动化焊装生产线等具备较大影响力的标志性项目。

公司汽车焊装产线项目经验丰富，业务营运效率高。在车身加工焊装自动化产线、车身加工焊装自动化产线等焊装应用领域拥有众多实战经验。

公司采用“订单式生产”的业务模式，针对客户的每个项目订单实施项目管理。Paslin 建立了 RASCI (Responsible, Accountable, Support, Consult, Informed) 4.0 流程控制体系，对汽车焊装工业机器人生产线系统集成业务的全套业务流程实施全面有效管控，该体系将 Paslin 全套业务流程分为 7 大环节，涵盖项目招投标、客户销售、机械设计、电气控制、软件工程、供应链管理、生产制造、系统集成、系统试运行及调试、现场工作管理以及项目完工等业务运行的方方面面，对各业务主要节点的推进条件和决策要求进行了明确规定。

依托于严格执行的项目流程控制体系和丰富的项目实施经验，Paslin 已经构建成熟、高效的全流程精细化管控能力，使其能够独立实施大型、复杂的自动化生产线系统集成项目，并在按时保质交付产品的前提下，有效控制成本和资源损耗，提升项目运营效率。

表6：派斯林参与的汽车焊装生产线典型案例

项目名称	建造时间	项目特征	项目图片
客户 C: 全车身加工焊装自动化生产线	2012 年	1、全铝合金、纯电动车型产线；2、集成 MIG 焊接、电阻点焊、自动铆接、自动穿孔、自动封装站点的白车身多连接系统整线；3、包含 12 个部件总成、14 个主线工作站以及离线自动化电池底盘建造平台；4、工业机器人技术应用于 MIG 焊接、工件物料搬运、机器视觉引导等模块。	
客户 I: 白车身加工自动化工装线	2019 年	1、包含 3 个部件总成、1 条北斗 (Hokuto) 传输线；2、合计运用 98 台机器人、16 套几何焊接夹具、2 个视觉引导平台、2 套 7 站式北斗传输系统；3、可用于组建 6 种车型，其中雪佛兰、通用汽车、凯迪拉克 3 款车型还同时具备长短轴距需求；4、在最小的工况空间内构建机器人生产作业能力。	
客户 A: 全车身加工焊装自动化生产线	2020 年	1、针对客户需求设计的兼 R1 卡车 (pick-up truck) 车型和 R1 SUV 车型的全车身项目；2、首次针对电动车身采用 Skate Board 车体结构以承载电池组，整条线集成了点焊、弧焊、激光焊、铆接等多种技术。	
客户 H: LMV (轻型多功能车) 部件总成	2014 年	1、7 条柔性化总成线体可实现 10 种换装变形； 2、采用电阻点焊、MIG 焊接、自动铆接、胶粘剂、拉弧式电弧螺柱焊等连接工艺。	
客户 G: JL 卡车车架总成	2017 年	1、1 条柔性化总成线体可实现 14 种换装变形； 2、总成线体包括车头模组、车前导轨、车尾模组、车尾导轨等主线与部件总成； 3、可用于多款卡车车架的组装生产。	
客户 H4: P375 福特 Ranger 车架总成	2018 年	1、总成线体由车头模组、车前导轨、车尾模组、车尾导轨和主线系统构成； 2、机架可在车头车尾模组与主线之间转移运输。	
客户 B: 内外车身侧围总成	2017 年	1、总成线体由部件模组与主线系统构成； 2、主线包括北斗 (Hokuto) 传输系统、小原 (Obara) 螺母焊机、双工装旋转台、搬运车、台座式焊机、自动化密封及焊接端头 (双终端执行器)	

资料来源：派斯林公告，《长春经开重大资产购买暨关联交易报告书（草案）修订稿》，民生证券研究院

3.2 顺应汽车电动化趋势，前瞻布局新能源汽车行业

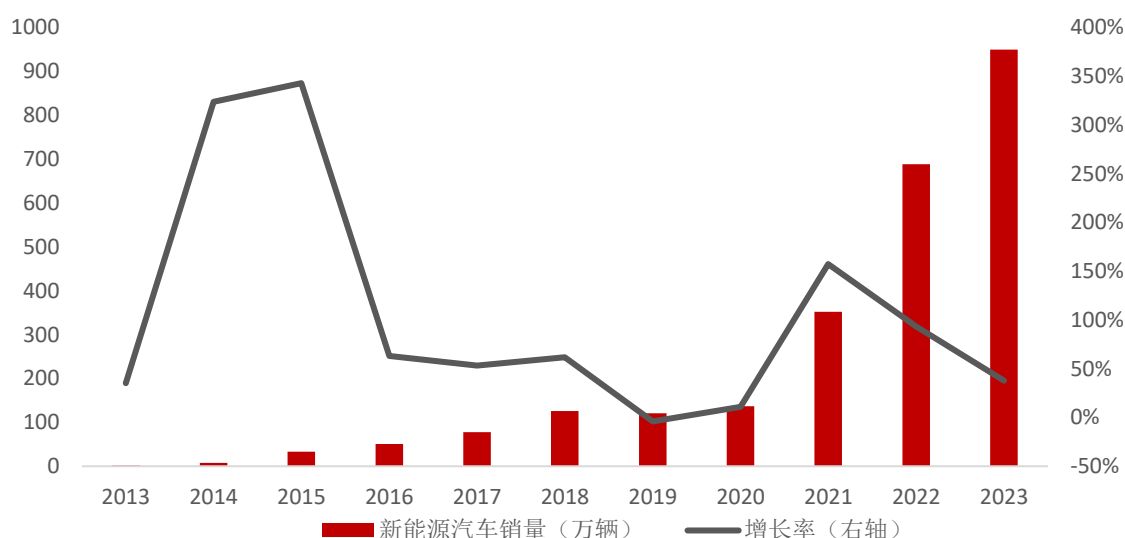
汽车制造向新能源的转型是汽车工业自动化系统集成市场的核心驱动因素。随着“碳中和”的理念逐步深入人心，全球汽车新能源产业的发展将是大势所趋。

全球多国纷纷从战略规划、科技创新、推广应用等方面推动新能源汽车产业发展，超过 20 个国家制定了电动化目标或实施燃油车禁令，欧盟、英国、韩国等 8 个国家和地区已宣布了净零排放承诺，美国则发布《通货膨胀降低法案》，为电动汽车购买者提供高达 7500 美元的税收抵免。

众多传统汽车厂商如福特、大众、比亚迪等纷纷发布了新能源转型战略，并不断发布新能源车型；新能源造车新势力如特斯拉、“蔚、小、理”等主机厂产品销量不断突破，华为、小米等厂商亦纷纷加入造车大军，对传统汽车制造厂商造成不小的竞争压力、倒逼其向新能源汽车转型。

据中国汽车工业协会数据，2023 年国内新能源汽车销量为 949.5 万辆，同比增长 37.9%。

图27：2013-2023 我国新能源汽车销量及增长率



资料来源：中国汽车工业协会，前瞻产业研究院，民生证券研究院

Paslin 在多年前已开始布局新能源汽车产业，依托于自身在汽车领域的先发优势和技术经验，进一步拓展自身的新能源汽车车身自动化焊装业务。**先后为特斯拉和瑞维安完成了其首条电动汽车产线的设计及建造**，并与福特、通用、丰田等战略客户在新能源汽车焊装制造方面积极开展合作。**目前公司在手汽车产业工业自动化订单客户基本全为新能源汽车相关客户。**

新能源汽车与传统汽车在整体车身结构存在较大差异，尤其是电动车车身，需要在电池底盘上架构、排列电池组，且由于行驶路面复杂多变，电池底盘受力非常复杂，其密封性、刚性、重量、尺寸等要求非常高。因此，电动车白车身自动化焊装项目的复杂程度要高于采用传统整体冲压工艺的白车身点焊自动化集成线，其技术要求和集成思路实际上更偏向于 Paslin 的传统强项车架焊接领域，**公司在北**

美新能源汽车装备市场具备较强的竞争优势。

3.3 积极拓展非汽车业务，打造公司新的盈利增长点

公司基于在汽车制造领域的技术和项目经验积累，积极推进工业自动化相关技术向非汽车产业的拓展。除了汽车市场外，公司逐渐向仓储物流、新能源、环保设备、高端装备等领域加快渗透。通过采用一流的集成化物流理念设计，为零售、仓储物流等客户提供自动化立体仓库、智能物料搬运系统、智能传送分拣系统、智能仓储管理系统等，进一步实现产业布局与客户结构的优化升级。

表7：仓储物流生产线

具体业务	相关内容	示意图
自动化立体库	主要由货架、堆垛机、入（出）库工作站、调度控制系统以及管理系统组成。利用自动化存储设备同计算机管理系统的协作来实现立体仓库的高层合理化，存取自动化，以及操作简便化。	
智能物料搬运	根据客户多样化场景提供多种智能料箱搬运解决方案，充分利用仓库立体空间并保持了高效率箱式拣选，同时满足了高存储、高效率、高灵活性和高性价比。	
智能输送分拣	提供由先进控件和软件指导的全面线型和循环输送分拣系统，优化仓库作业并提高供应链可视化程度。	
智能管理系统	系统支持货物从生产下线至物流到货、入库、存储、拣货、复核、出库、盘点、移库、库位管理等全过程的物流仓储作业需求。该系统全程记录操作，实现库存管理的透明度，并开放接口以支持 MES/WCS 各软件对接。	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

仓库自动化在降低成本、提高效率方面起着积极作用。随着物料搬运设备和机器人的技术进步，未来全球仓库自动化市场规模将进一步扩大。2023年半年度报告期内，公司非汽车领域的订单和收入有所增长，与某国际仓储自动化行业战略客户的合作进一步深入，签订了新一期合作协议，并持续获得项目订单，有效为公司业绩带来增量。

为满足快速增长的市场订单的生产交付需求，公司在底特律及墨西哥新建工厂，提升制造产能。其中底特律新工厂已经投入启用，为公司智能仓储自动化产线定制工厂，有效增加非汽车制造业务制造产能。此外，墨西哥工厂建设正在积极推进，将为北美市场订单新增制造产能。

4 盈利预测与投资建议

4.1 业务拆分与盈利预测

1) **工业自动化系统集成业务**：公司主营工业自动化系统集成业务，主要包括于新能源汽车焊装自动化产线、车身加工焊装自动化生产线、汽车结构件焊装自动化生产线、智能仓储自动化生产线、装配式建筑自动化生产线、数字工厂解决方案和服务。

全球汽车电动化趋势下，政策与市场双赋能，美国新能源车渗透率有望持续提升。公司具备新能源汽车焊接领先技术及大型项目经验，在手订单充足。此外，公司积极拓展非汽车业务，持续获得多个项目订单，带来业绩新增长点。

Canalys 预计 2023 年，在购车，信贷以及基础设施补贴的刺激下，北美新能源汽车销量达到 180 万辆；其中据 GlobalData 统计，2023 年美国 147.1 万辆，美国占据北美新能源汽车市场绝大份额。派斯林 2022 年年报显示，目前公司披露的核心客户均为汽车和汽车零部件客户，包括通用汽车、福特汽车、本田汽车、丰田汽车、特斯拉、瑞维安、麦格纳、蒙塔萨、塔奥、玛汀瑞亚等；在手汽车产业工业自动化订单客户基本全为新能源汽车相关客户。

根据拜登竞选团队 2020 年发布的《清洁能源革命和环境计划》中提到，2026 年美国新能源汽车渗透率计划达到 25%（2023 年为 9.1%），则预计 2024-2026 年美国新能源汽车渗透率 CAGR 为 42%；而根据国际能源署预测数据 CAGR 为 56%。考虑公司主要与车企扩产挂钩，是领先指标，我们预计 2023-2026 年公司工业自动化系统集成业务增速分别为 110%/40%/25%/15%（**隐含 2023-2025 年 CAGR 43%**）；据公司股票激励计划给出的 2023-2026 净利润目标，结合收入增速及其他费用不变假设进行推算，预计 2023-2026 毛利率分别为 22%/22%/22%/22%。

2) **房地产开发、物业管理业务**：据公司 2023 年三季报显示，公司已整体剥离该业务，预计 2024 年及以后不存在该领域的收入。

表8：业务拆分与收入预测（百万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,421	1,114	2,211	2,963	3,704	4,259
YoY		-21%	98%	34%	25%	15%
工业自动化集成业务	1,192	1,008	2,116	2,963	3,704	4,259
YoY		-15%	110%	40%	25%	15%
毛利率	12%	13%	22%	22%	22%	22%
房地产开发业务	219	98	88	-	-	-
YoY		-55%	-10%	-	-	-
毛利率	35%	26%	35%	-	-	-
物业管理业务	10	7	6	-	-	-
YoY		-26%	-20%	-	-	-
毛利率	23%	-5%	15%	-	-	-

资料来源：派斯林年报，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

考虑到制造业的波动性，我们选择使用相对估值法。公司主营工业自动化集成业务，我们选择可比标的为自动化领域相关上市公司：巨一科技、豪森智能、埃斯顿。其中巨一科技主营业务是提供智能装备和新能源汽车核心部件整体解决方案，主要产品为动力电池/电芯智能装备和装测生产线、汽车动力总成智能装备和装测生产线、汽车车身智能连接装备和生产线等；豪森智能主营业务是智能生产线的规划、研发、设计、装配、调试集成、销售、服务和交钥匙工程，主要产品为白车身焊装智能生产线、缓速器装配线等；埃斯顿专注于高端智能机械装备及其核心控制和功能部件研发、生产和销售，主要产品包括自动化核心部件及运动控制系统、工业机器人及智能制造系统。

行业可比公司 2023-2025 年的平均估值约在 30/16/11 倍；公司的估值分别为 15/11/9 倍。未来美国新能源汽车渗透率提升，将持续利好公司未来工业自动化集成业务；此外，公司还积极拓展非汽车业务。我们认为公司估值仍具备一定的提升空间。

表9：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688162.SH	巨一科技	17.24	0.59	1.65	2.51	29	10	7
688529.SH	豪森智能	17.00	1.51	2.18	2.97	14	10	7
002747.SZ	埃斯顿	13.93	0.30	0.48	0.72	47	29	19
	平均					30	16	11
600215.SH	派斯林	6.63	0.45	0.61	0.77	15	11	9

资料来源：iFind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 iFind 机构一致预测，股价时间为 2024 年 2 月 7 日

4.3 投资建议

派斯林为北美焊装线领先企业,在新能源汽车装备市场具备竞争优势。此外,公司推动工业自动化业务应用向非汽车产业渗透,持续拓展布局智能仓储、工程机械、建筑装配、大消费等行业,看好公司长期发展。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 22.11/29.63/37.04 亿元,同比增长 97.6%/34.0%/25.0%,归母净利润分别为 2.11/2.82/3.60 亿元,同比增长 47.7%/33.8%/27.9%,当前股价(2024 年 2 月 7 日收盘价)为 6.63 元,对应 PE 分别为 15/11/9x。首次覆盖,给予“推荐”评级。

表10: 派斯林盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,119	2,211	2,963	3,704
增长率(%)	-21.3	97.6	34.0	25.0
归属母公司股东净利润(百万元)	143	211	282	360
增长率(%)	8.4	47.7	33.8	27.9
每股收益(元)	0.31	0.45	0.61	0.78
PE	22	15	11	9
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源:wind,民生证券研究院预测;(注:股价为2024年2月7日收盘价)

5 风险提示

1) 美国新能源车补贴政策的持续性: 派斯林主要下游为新能源汽车行业, 而美国的新能源汽车销量增速与美国政府对新能源车的持续补贴优惠有关。若相关政策将来无法持续, 可能会导致美国新能源车整体增速有所下滑。

2) 美国政府的贸易政策: 派斯林是中国上市公司收购的美国资产, 主要业务及员工均在北美地区, 但若后期美国贸易政策对国内控股公司也施加关税, 会对公司的利润率有所影响。

3) 新业务拓展不及预期: 公司下游目前主要为新能源车企业, 同时主要集中在北美地区。公司的产品具备一定的延展性, 正在积极拓展智能物流等业务, 以及加快与中国车企的合作。如果新业务拓展不及预期, 公司的收入可能会过于集中在北美新能源车行业, 受单一行业影响较大。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,119	2,211	2,963	3,704
营业成本	955	1,713	2,311	2,889
营业税金及附加	13	11	15	19
销售费用	17	18	25	31
管理费用	100	155	210	263
研发费用	3	15	21	26
EBIT	26	298	382	477
财务费用	23	6	9	0
资产减值损失	-4	-13	0	0
投资收益	162	0	0	0
营业利润	165	278	372	476
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	166	278	372	476
所得税	23	68	91	116
净利润	143	211	282	360
归属于母公司净利润	143	211	282	360
EBITDA	55	304	388	484

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	43	60	363	682
应收账款及票据	272	537	720	900
预付款项	24	37	49	62
存货	941	359	485	606
其他流动资产	446	852	1,139	1,421
流动资产合计	1,726	1,846	2,757	3,672
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	356	356	356	356
无形资产	37	37	37	37
非流动资产合计	1,860	2,560	2,260	1,960
资产合计	3,586	4,406	5,017	5,632
短期借款	0	100	50	0
应付账款及票据	245	445	601	751
其他流动负债	1,409	1,543	1,849	2,145
流动负债合计	1,654	2,089	2,500	2,896
长期借款	34	165	115	15
其他长期负债	274	290	290	290
非流动负债合计	308	456	406	306
负债合计	1,962	2,544	2,905	3,201
股本	465	467	467	467
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,624	1,862	2,112	2,430
负债和股东权益合计	3,586	4,406	5,017	5,632

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-21.31	97.62	34.03	25.00
EBIT 增长率	-66.77	1035.00	28.06	25.00
净利润增长率	8.43	47.70	33.80	27.95
盈利能力 (%)				
毛利率	14.60	22.50	22.00	22.00
净利率	12.74	9.52	9.51	9.73
总资产收益率 ROA	3.98	4.78	5.61	6.40
净资产收益率 ROE	8.78	11.31	13.34	14.83
偿债能力				
流动比率	1.04	0.88	1.10	1.27
速动比率	0.20	0.30	0.44	0.56
现金比率	0.03	0.03	0.15	0.24
资产负债率 (%)	54.72	57.74	57.90	56.85
经营效率				
应收账款周转天数	88.74	88.74	88.74	88.74
存货周转天数	359.43	76.57	76.57	76.57
总资产周转率	0.32	0.55	0.63	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.45	0.61	0.78
每股净资产	3.49	4.00	4.54	5.23
每股经营现金流	0.23	-0.40	0.33	0.48
每股股利	0.00	0.07	0.09	0.12
估值分析				
PE	22	15	11	9
PB	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	72.16	13.00	10.19	8.18
股息收益率 (%)	0.00	1.03	1.37	1.75

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	143	211	282	360
折旧和摊销	29	7	7	7
营运资金变动	106	-415	-147	-149
经营活动现金流	109	-188	152	223
资本开支	-43	-41	-7	-7
投资	0	0	300	300
投资活动现金流	129	216	293	293
股权募资	0	2	0	0
债务募资	-191	-32	-100	-150
筹资活动现金流	-244	-11	-141	-197
现金净流量	-14	17	304	319

插图目录

图 1: 公司发展历程图.....	3
图 2: 2020-2022 年营业收入分行业情况 (单位: 百万元)	4
图 3: 2022 年营业收入分地区构成 (%)	4
图 4: 派斯林下游代表性客户商标图.....	6
图 5: 派斯林股权结构.....	7
图 6: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系.....	7
图 7: 派斯林员工构成 (截至 2022.12.31)	9
图 8: 派斯林生产基地及研发中心分布.....	9
图 9: 2020 年-2023Q1-3 归母净利率及归母净利润增长率.....	9
图 10: 2020-2023Q1-3 派斯林销售毛利率及期间费用率 (%)	9
图 11: 派斯林在手或潜在订单客户	10
图 12: 美国近年新能源汽车补贴项目	11
图 13: 中欧美新能源汽车市场份额占比率.....	14
图 14: 中欧美新能源汽车销售成绩	15
图 15: 2023 年美国新能源 (BEV / PHV / FCV) 汽车销售量 (万辆)	16
图 16: 2020 年至 2023 年美国新能源汽车销量及渗透率.....	17
图 17: IEA 对美国 2025 年渗透率及销量预测.....	17
图 18: 《清洁能源革命和环境计划》渗透率及销量预测.....	18
图 19: 2030 年美国新能源车销量及渗透率预测.....	18
图 20: 福特首款纯电动皮卡 F-150 Lightning	19
图 21: 美国 2023 年十大畅销车	19
图 22: 特斯拉超级充电站.....	20
图 23: 近四年美国公共与私人充电桩情况.....	20
图 24: 墨西哥汽车 OEM 厂商地图.....	21
图 25: 2021 年全球不同应用工业机器人装机占比 (%)	22
图 26: 2018-2022 年全球不同下游应用行业工业机器人安装量 (千台)	22
图 27: 2013-2023 我国新能源汽车销量及增长率.....	25

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 派斯林工业自动化系统集成业务主要应用.....	5
表 2: 限制性股票激励计划——业绩考核目标.....	8
表 3: 《通胀削减法案》新能源汽车补贴政策具体内容	12
表 4: 汽车厂商北美建厂计划	20
表 5: 墨西哥建厂优势.....	21
表 6: 派斯林参与的汽车焊装生产线典型案例	24
表 7: 仓储物流生产线.....	26
表 8: 业务拆分与收入预测 (百万元)	29
表 9: 可比公司 PE 数据对比.....	29
表 10: 派斯林盈利预测与财务指标	30
公司财务报表数据预测汇总.....	32

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026