



非轮胎橡胶制品龙头，三大增量业务放量可期

投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 公司是国内非轮胎橡胶制品龙头企业，在空悬系统、NVH系统、冷却系统、密封系统等领域行业领先。(2) 传统业务稳定增长，海外并购项目国内落地成长。2023H1，KACO中国营业收入3.4亿元，净利润0.6亿元；安徽威固实现营收1.2亿元，同比增长8%，净利润0.2亿元，同比增长42%。(3) 增量业务：细分领域行业领先，业务放量可期。截至2023年6月，AMK中国已获订单总产值78.4亿元。2020年以来，TFH全球已公告订单生命周期总产值为61.0亿元。2021年以来，安徽望锦、四川望锦、成都望锦合计已公告订单生命周期总产值约144亿元。
- 公司是国内非轮胎橡胶制品龙头企业，在多个细分领域行业领先。**公司先后收购高精度密封公司德国KACO(2014)，高端底盘减震公司德国WEGU(2015)，空悬和机电电控公司德国AMK(2016)，发动机/新能源汽车电池冷却系统公司德国TFH(2017)。同时通过收购海外高端技术开拓国内市场，设立安徽嘉科、安徽威固、安徽特思通、安美科安徽等国内子公司，国内落地公司业绩近年来保持稳步提升。
- 传统业务：业绩稳定增长，海外并购项目国内落地成长。**(1) 密封产品丰富，抢占新能源密封先机。公司在电池包、电机密封等新能源板块处于国际领先水平，为沃尔沃、蔚来、上汽、广汽等新能源汽车平台配套。公司通过收购海外高端技术开拓国内市场，国内公司业绩近年来保持稳步提升，KACO中国(无锡嘉科、安徽嘉科)2023H1营业收入3.4亿元，净利润0.6亿元。(2) NVH模块不断壮大，国内外布局趋于完善。公司于2015年收购德国WEGU，2021年中鼎集团收购日本普利司通旗下减震业务公司开拓日本市场，完成了在中国、美国、欧洲、日本全球主要市场的业务布局。WEGU国产化进展顺利，业绩增长趋势良好。2023H1，安徽威固实现营收1.2亿元，同比增长8%，净利润0.2亿元，同比增长42%。
- 增量业务：细分领域行业领先，业务放量可期。**(1) 空悬模块：国内空气供给单元龙头，在手订单充足。国产化下空悬系统单车价值下降，应用车型不断下探，渗透率预计将快速提升。中鼎股份通过并购德国AMK确立国内龙头地位，2020年来国产化项目逐渐落地，截至2023年6月，AMK中国已获订单总产值约78.4亿元。(2) 冷却管路：主推新能源热管理管路，加速布局温控系统。伴随着新能源汽车的发展，流体管路系统的市场规模也在不断的迅速增长。公司通过并购TFH完成冷却系统管路总成升级并开拓海外市场，同时设立安徽特思通，实现TFH国产化落地运营。2020年以来，安徽特思通陆续成为国内多家头部主机厂批量供应商，TFH全球已公告订单生命周期总产值约61.0亿元。(3) 轻量化底盘：技术全球领先，总成产品业务持续推进。2019年，收购四川望锦公司，获得底盘系统核心安全部件球头铰链核心技术，目前公司持有四川望锦96.43%股份。2021年以来，安徽望锦、四川望锦、成都望锦陆续成为国内多家头部主机厂批量供应商，已公告订单总产值约144亿元。
- 盈利预测与投资建议。**随着公司各板块业务国内落地公司业绩稳步提升，业务订单持续放量量产，业绩保持快速增长。预计公司2023-2025年归母净利润分别

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：zslans@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

总股本(亿股)	13.16
流通A股(亿股)	13.14
52周内股价区间(元)	8.8-13.8
总市值(亿元)	151.26
总资产(亿元)	224.84
每股净资产(元)	8.95

相关研究

为 11.3/ 14.0/ 16.7 亿元，CAGR 为 20.1%。给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 19.26 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**市场竞争加剧、原材料价格波动、海外经营环境变化、增量业务项目落地不及预期等风险。



指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	148.52	172.53	198.68	227.99
增长率	18.09%	16.17%	15.16%	14.75%
归属母公司净利润 (亿元)	9.64	11.31	14.04	16.70
增长率	-0.10%	17.34%	24.08%	18.96%
每股收益 EPS (元)	0.73	0.86	1.07	1.27
净资产收益率 ROE	8.44%	8.99%	10.18%	10.97%
PE	16	13	11	9
PB	1.35	1.23	1.12	1.01

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 非轮胎橡胶制品龙头企业，通过并购整合业务布局优化	1
2 传统业务：业绩稳增长，海外并购项目国内落地成长	5
2.1 密封模块：海外收购成行业龙头，国内落地公司业绩稳步提升	5
2.2 NVH 模块：海外并购项目中国落地业绩增长趋势良好.....	8
3 增量业务：细分领域行业领先，业务放量可期	10
3.1 空悬模块：国内空气供给单元龙头，在手订单充足.....	10
3.2 冷却管路：主推新能源热管理管路，加速布局温控系统.....	16
3.3 轻量化底盘：技术全球领先，总成产品业务持续推进	20
4 财务分析	24
4.1 公司经营改善，盈利水平有所回升.....	24
4.2 总资产和存货周转率较高，货币资金充裕	26
5 盈利预测与估值	27
5.1 盈利预测.....	27
5.2 相对估值.....	29
6 风险提示	29

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司产品矩阵.....	2
图 3: 2008 年以来公司营业收入及增速.....	3
图 4: 2008 年以来公司归母净利润及增速.....	3
图 5: 2017-2023H1 公司按业务收入结构 (亿元).....	3
图 6: 2017-2023H1 公司按业务毛利率 (%).....	3
图 7: 2008-2023H1 公司业务按地区收入结构 (亿元).....	4
图 8: 2010-2023H1 公司业务按地区毛利率 (%).....	4
图 9: OEM 主机厂直接及间接配套客户结构.....	4
图 10: 新能源领域业务收入情况.....	4
图 11: 公司股权结构.....	5
图 12: 全球汽车橡胶密封件行业市场规模 (亿美元).....	6
图 13: 中国汽车橡胶密封件行业市场规模 (亿元).....	6
图 14: 中国汽车橡胶密封件市场规模预测 (亿元).....	6
图 15: 中鼎股份密封业务营收 (亿元) 和占比.....	7
图 16: 中鼎股份密封产品丰富.....	7
图 17: ACUSHNET 和 KACO 收益情况 (万元).....	8
图 18: KACO 中国营收和净利润情况 (万元).....	8
图 19: 中鼎股份底盘-橡胶业务营收 (亿元) 和占比.....	10
图 20: 中鼎减震营收及净利润情况.....	10
图 21: 德国 WEGU 营收变化情况.....	10
图 22: 安徽威固营收及净利润变化情况.....	10
图 23: 悬架的发展历史.....	11
图 24: AMK 全球分布.....	14
图 25: 中鼎股份空悬业务营收 (亿元) 和占比.....	14
图 26: 中鼎股份空悬业务毛利率.....	14
图 27: 2021-2022 年安徽安美科营收和净利润情况.....	15
图 28: AMK 部分空悬产品.....	16
图 29: 各材料管路结构.....	17
图 30: 中鼎股份热管路产品.....	19
图 31: 中鼎股份冷却系统业务营收 (亿元) 和占比.....	19
图 32: 安徽特思通营收及净利润情况.....	19
图 33: 中鼎流体营收及净利润变化情况.....	20
图 34: 控制臂及转向节结构图.....	21
图 35: 中鼎股份底盘-轻量化业务营收 (亿元) 和占比.....	23
图 36: 公司与可比公司毛利率.....	24
图 37: 公司与可比公司净利率.....	24
图 38: 公司与可比公司管理费用率.....	25
图 39: 公司与可比公司研发费用率.....	25

图 40: 公司与可比公司销售费用率.....	25
图 41: 公司与可比公司财务费用率.....	25
图 42: 公司与可比公司期间费用率.....	25
图 43: 公司与可比公司 ROA.....	26
图 44: 公司与可比公司 ROE (平均)	26
图 45: 公司与可比公司资产负债率.....	26
图 46: 公司与可比公司流动比率走势	26
图 47: 公司与可比公司总资产周转率 (次)	27
图 48: 公司与可比公司存货周转率 (次)	27
图 49: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)	27
图 50: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	27

表 目 录

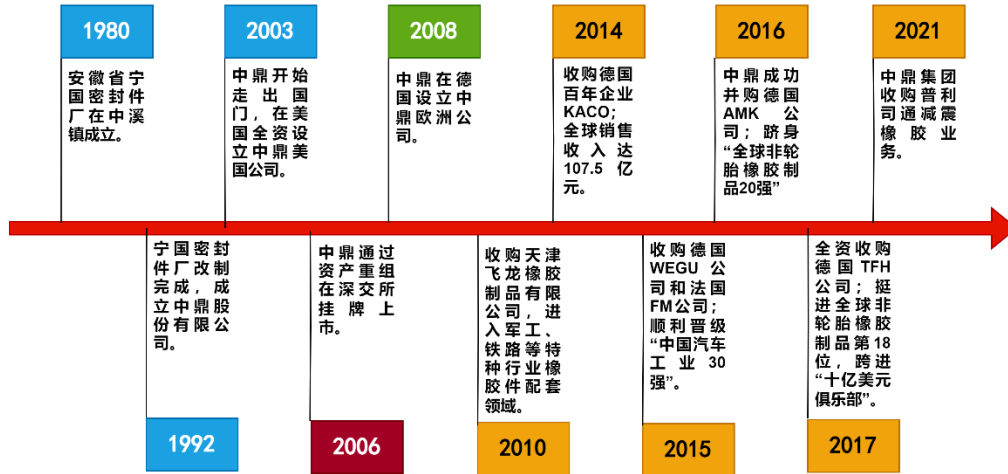
表 1: 汽车密封件主要类型及功能.....	5
表 2: 密封行业主要市场参与者	7
表 3: NVH 零部件行业主要市场参与者.....	9
表 4: 主流厂商部分车型的悬架配置.....	12
表 5: 国内乘用车空气悬架市场规模预测.....	13
表 6: 空悬项目定点订单	15
表 7: 流体管路系统的市场规模	18
表 8: 冷却管理项目定点订单	20
表 9: 某 B 级车汽车悬架系统钢铝零件对比.....	21
表 10: 部分轻量化底盘部件市场规模测算	22
表 11: 汽车底盘国内外主要厂商	22
表 12: 公司部分轻量化底盘项目	23
表 13: 分业务收入及毛利率.....	28
表 14: 可比公司估值 (截至 2024.4.12)	29
附表: 财务预测与估值	30

1 非轮胎橡胶制品龙头企业，通过并购整合业务布局优化

中鼎股份主营业务为密封件、特种橡胶制品的研发、生产、销售与服务。公司产品主要应用于汽车领域，同时广泛应用于工程机械、家电、船舶、化工、电力、铁路、航空航天等领域。自成立以来，公司积极借助内生式增长和外延式并购扩张发展主业，目前公司的产品主要应用于汽车的智能底盘空气悬挂系统、智能底盘橡胶、智能底盘轻量化系统、冷却系统、密封系统等领域。在非轮胎橡胶制品领域公司已经具备雄厚的技术开发和创新能力，能够满足各类主机厂同步开发战略需求，牢固确立了全球领先地位。《美国汽车新闻》(Automotive News) 发布的 2023 年全球汽车零部件供应商百强榜，中鼎集团已经连续 5 年上榜，位列本次榜单第 95 位。欧洲橡胶杂志 (ERJ) 发布的 2023 年度全球非轮胎橡胶制品 50 强排行榜，公司名列第 13 位 (国内第 1)。

公司发展历程：2006 年 11 月实施重大资产重组，2007 年 1 月 15 日，公司名称变更为安徽中鼎密封件股份有限公司，2008 年 3 月 6 日，公司股票撤销其他特别处理后简称变更为“中鼎股份”。2008 年，中鼎在德国设立中鼎欧洲公司，开启海外并购之路，先后收购德国 KACO、德国 WEGU、法国 FM、德国 AMK、德国 TFH、普利司通减震橡胶业务等。经历海外并购“全球并购”、“中国落地”、“海外管控”三个阶段，积累了丰富的国际化管理经验。现在公司已经步入海外管控阶段，公司按照五大事业部构建全球组织架构体系，进一步推进全球大协同战略，在更高层次实现全球战略协同、平台协同、技术协同、产品协同，从资本输出转向了产业输出、管理输出、文化输出。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

通过海外并购和扩张过程中对欧美先进技术的引进消化吸收，公司在智能底盘空气悬挂系统、智能底盘橡胶、智能底盘轻量化系统、冷却系统、密封系统五大领域确定了行业领先地位。

空气悬挂系统：使一辆汽车既有轿车的舒适性，又有了兼顾越野车的操纵性能。空气悬架系统包括空气压缩机、控制单元、多系统传感器、空气弹簧等等。2016 年，公司并购德国 AMK，迈入汽车空气悬挂系统、机电电控系统领域，也是公司进入汽车电子方向的起点。AMK 是空气悬挂系统和电机、电控系统的高端供应商，尤其是在空气悬挂系统领域，是行

业前三的领先者。自九十年代进入空悬系统业务领域以来，不断提升产品总成技术，深耕行业二十多年，为捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等世界顶级主机生产商配套。截至 2023 年 6 月，AMK 中国已获订单总产值 78.4 亿元。

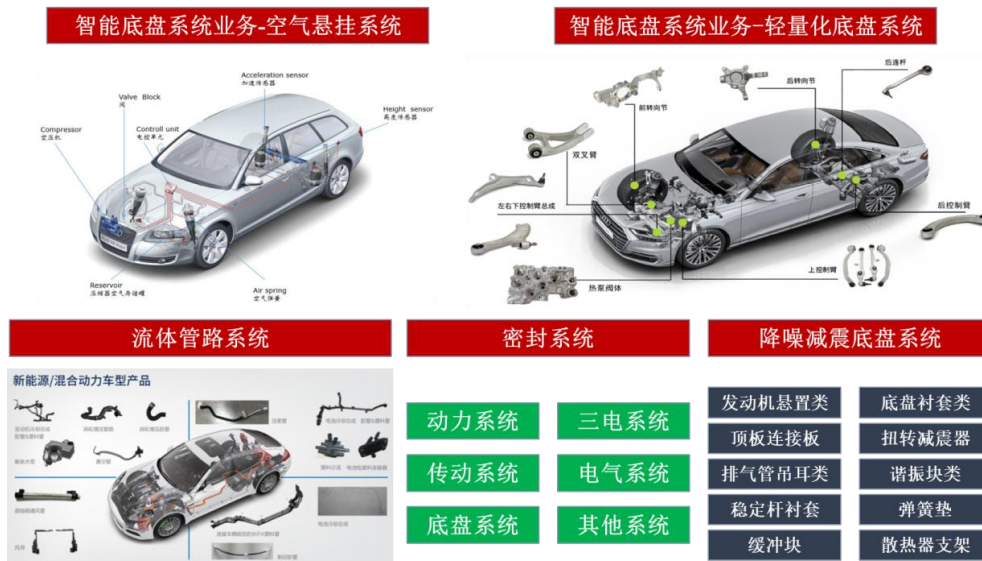
轻量化底盘系统：汽车金属件广泛应用于汽车底盘系统，包括转向系统、悬架系统、制动系统和行驶系统。近年来，公司大力发展底盘轻量化系统总成产品，锻铝控制臂总成项目已经取得突破性进展。同时旗下子公司四川望锦公司，其核心技术为球头铰链总成产品，是底盘系统核心安全部件及性能部件。随着公司在底盘轻量化系统总成产品业务的不断推进，已经取得奔驰、长安、广汽、比亚迪等多个传统主机厂订单，同时在新能源头部企业业务都取得突破性进展并获得相关订单。

流体管路系统：2017 年，公司并购德国 TFH 是发动机/新能源汽车电池冷却系统优秀供应商，拥有自主专利的独家生产技术 creatube 工艺以及 TPV 软管和尼龙管的核心技术，公司在所处细分领域行业全球排名前二。目前，全球 OEM 主机厂业务以德国 TFH 为主导，全球非主机厂业务以中鼎流体为主导，主机厂客户包括宝马、沃尔沃、奥迪、大众、吉利、小鹏和理想等。TFH 中国公司目前已经完成建立并开始拓展国内市场，未来有望拿到更多项目定点，尤其是新能源汽车项目定点。

密封系统：旗下子公司德国 KACO、美国 COOPER、美国 ACUSHNET 拥有国际前三的密封系统技术。KACO 为代表密封系统旗下企业积极推进新能源布局，已经开发配套成功高性能新能源电机密封。同时，公司目前已经开发批产新能源电池模组密封系统和电桥总成等产品，为沃尔沃、蔚来、上汽、广汽等新能源汽车平台配套。

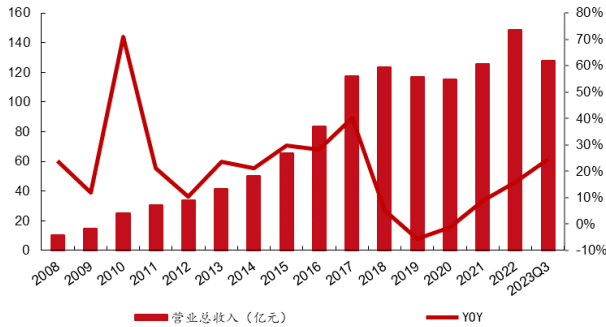
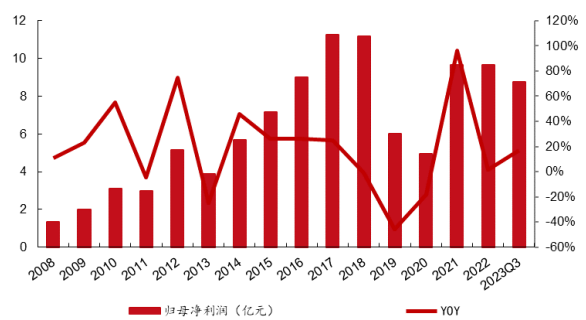
减振降噪底盘系统：公司旗下全资子公司中鼎减震一直深耕于汽车减振系统，在衬套类、顶端链接板类、发动机悬置类产品上拥有多项专利。在公司收购德国 WEGU 后，其核心产品硅胶动力吸振技术为汽车领域提供了快捷高效的振动噪音解决方法，在橡胶减振降噪领域走在了全球同行业的前列。

图 2：公司产品矩阵



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：2008-2022年，公司营收从10.3亿元增至148.5亿元，CAGR 21.0%，归母净利润从1.3亿元增至9.6亿元，CAGR 15.2%。2019-2023年，在行业低迷和外部环境的严重影响下，公司持续推进海外工厂的成本控制和精细化管理的提升，对海外企业进行费用优化及非核心业务剥离等一系列举措，国内外业务保持持续向好的成长态势，公司整体利润逐步提升。截止2023年6月，亚洲、欧洲、美洲三大区域生产占比分别为57.1%、32.4%、10.5%。

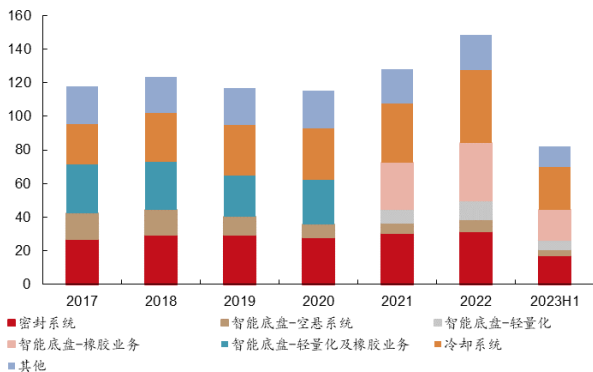
图 3：2008 年以来公司营业收入及增速

图 4：2008 年以来公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

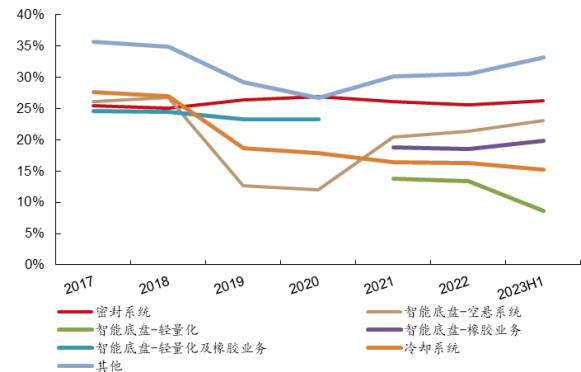
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：冷却系统占比最大，其次是智能底盘橡胶业务，密封业务排第三。公司主营产品分为密封系统、智能底盘-空悬系统、智能底盘-轻量化、智能底盘-橡胶业务、冷却系统及其他。在冷却系统领域，自2017年并购德国TFH以来，公司大力推进新能源汽车热管理管路系统总成业务，冷却业务营收占比由2017年的20.2%提升至2023H1的31.2%。2023H1，公司总营业收入81.9亿元，其中，密封系统、智能底盘-空悬系统、智能底盘-轻量化、智能底盘-橡胶业务、冷却系统业务收入分别17.5、3.6、5.6、17.5、25.6亿元，占比分别为21.3%、4.4%、6.8%、21.4%、31.2%。

毛利率方面，除其他业务外，密封系统毛利率最高，空悬系统毛利率自2020年以来逐年提升。2023H1，公司密封系统、智能底盘-空悬系统、智能底盘-轻量化、智能底盘-橡胶业务、冷却系统业务毛利率分别为26.3%、23.1%、8.6%、19.9%、15.3%。

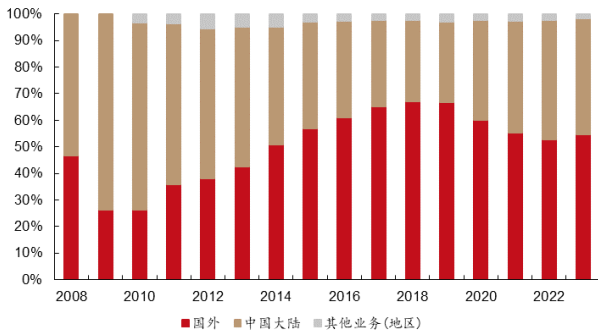
图 5：2017-2023H1 公司按业务收入结构 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理 (注：期间披露口径有所变更)

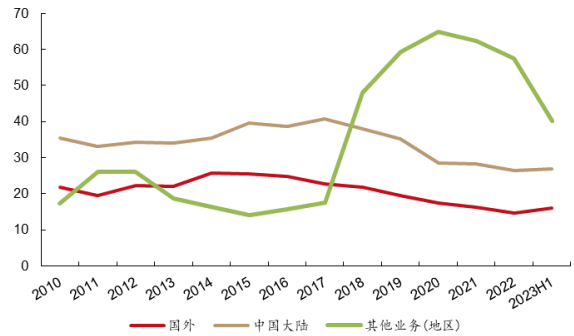
图 6：2017-2023H1 公司按业务毛利率 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理 (注：期间披露口径有所变更)

公司国内外收入占比趋于均衡。2014年之前，公司收入主要来自国内。2009-2019年，公司国外业务收入占比持续增长，2019年，公司国外和国内营收占比分别为67%和30%。2019年之后，公司国内收入占比有所提升，2023H1，公司国外和国内收入占比分别为55%和44%。毛利率方面，公司业务在中国大陆的毛利率较国外更高。2023H1，公司国外和国内业务毛利率分别为15.9%和27.0%。

图 7：2008-2023H1 公司业务按地区收入结构（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2010-2023H1 公司业务按地区毛利率（%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

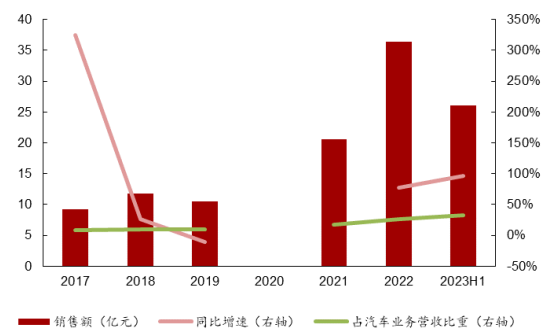
品牌优势凸显，产品销售向中高端车型发展。公司大客户包括大众、比亚迪、福特、通用、戴姆勒、宝马、理想、VOLVO、长安等。2023年上半年，公司前十大主机厂客户直接与间接总销售额42.6亿，占2023年上半年营业收入的52.1%，高端客户集中度较高。

新能源领域业务占比持续提升。公司积极布局新能源汽车领域，以智能底盘系统为核心，同时在热管理管路、电池包电机密封等多个新能源板块处于国际领先水平。2023年上半年，公司新能源领域业务实现收入26.0亿元，占2023年上半年汽车业务营业收入比例为33.0%，其中国内2023年上半年新能源领域业务收入为17.1亿元，占2023年上半年国内营业收入的46.1%。

图 9：OEM 主机厂直接及间接配套客户结构

年份	排名	客户名称	销售额 (亿元)	营收占比
2022	1	VW大众	73.56	49.53%
	2	BYD比亚迪		
	3	GM通用		
	4	Ford福特		
	5	Daimler戴姆勒		
	6	BMW宝马		
	7	VOLVO沃尔沃		
	8	RenaultNissan雷诺日产		
	9	Changan长安		
	10	PSA标致雪铁龙		
2023H1	1	VW大众	42.64	52.07%
	2	BYD比亚迪		
	3	Ford福特		
	4	GM通用		
	5	Daimler戴姆勒		
	6	BMW宝马		
	7	LI理想		
	8	VOLVO沃尔沃		
	9	Changan长安		
	10	RenaultNissan雷诺日产		

数据来源：公司公告，西南证券整理

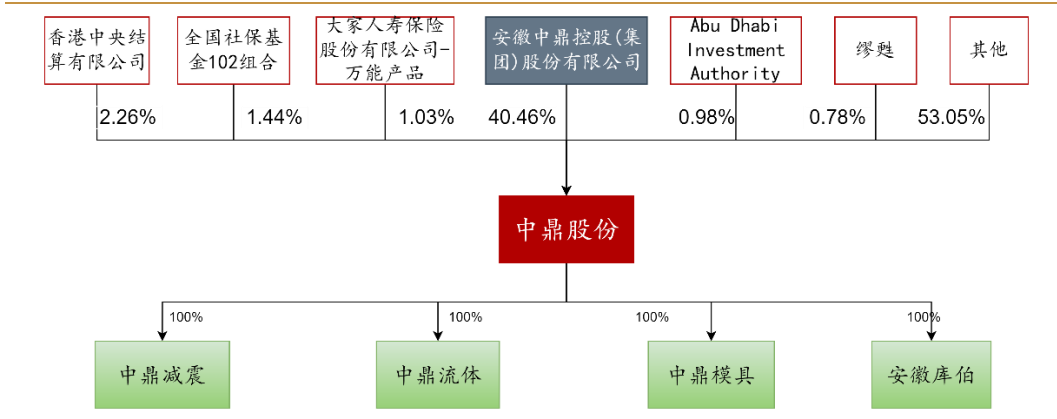
图 10：新能源领域业务收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2020年无披露）

公司股权结构：截至2023年9月30日，公司第一大股东为安徽中鼎控股（集团）股份有限公司直接持股比例为40.46%。公司拥有上百家参控股子公司。其中，中鼎减震是减

震橡胶业务经营主体，也是中鼎减震橡胶减震制品研发及生产基地迁扩建项目（一期）的实施主体，中鼎流体是汽车流体管路制品业务经营主体。

图 11：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：截至 2023 年 9 月 30 日）

2 传统业务：业绩稳增长，海外并购项目国内落地成长

2.1 密封模块：海外收购成行业龙头，国内落地公司业绩稳步提升

汽车密封产品广泛应用于汽车引擎、传动系统、制动系统等各系统，在汽车构造中发挥防渗漏、减震等关键作用。橡胶作为一种超弹性高分子材料，具有良好的耐油、耐高低温、弹性、气密性等显著特征，是汽车密封系统主要采用的材质。随着汽车工业的发展尤其是新能源汽车的迅速普及，汽车密封件结构的合理性，产品的安全性、多样性是当前汽车密封行业发展方向。

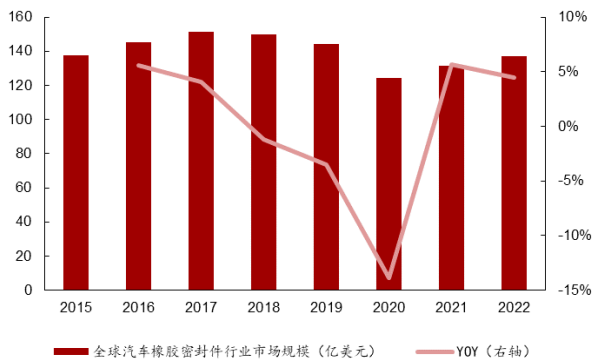
表 1：汽车密封件主要类型及功能

密封件主要类型	功能
油封	防止发动机、变速箱、车桥等中的介质泄露，保护轴承、齿轮等机械元件。
O 型圈	适合静态密封、动态密封等多种密封形式，可应用于旋转运动、轴向往复运动或组合运动（例如旋转往复组合运动）等多种运动方式，适合油、水、气或其他混合介质。
异形密封圈	截面或外形不规则的橡胶密封圈，适合静态密封，广泛用于汽车动力系统、制动系统等各个系统。
轴封	适用于高转速、高温、高压、润滑状况不佳的工况，主要用于汽车空调压缩机主轴的密封。
密封条	用于车内密封、减震及装饰。

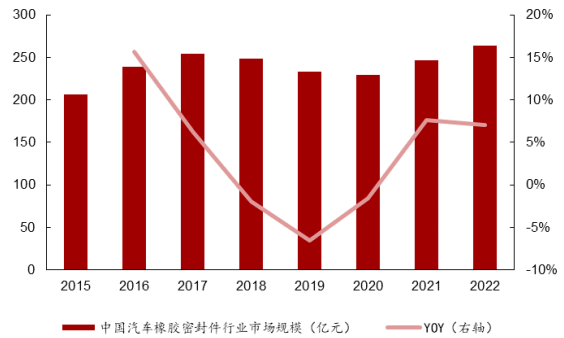
数据来源：智研咨询，西南证券整理

新能源汽车对密封系统提出更高要求。混动汽车、纯电动汽车和新型燃料汽车的发展，对高速油封、电池包、耐甲醇橡胶材料等产品产生了新的市场需求。三电系统是新能源汽车的核心装置。良好的密封系统可有效避免电池组内部电解液泄漏、气体泄露等问题，延长电池组的使用寿命；防止水、灰尘等污染物侵入控制器和电机影响其性能和寿命；充电接口需要充分的密封性能以解决电流泄漏、短路等问题，保障充电过程的安全和效率。

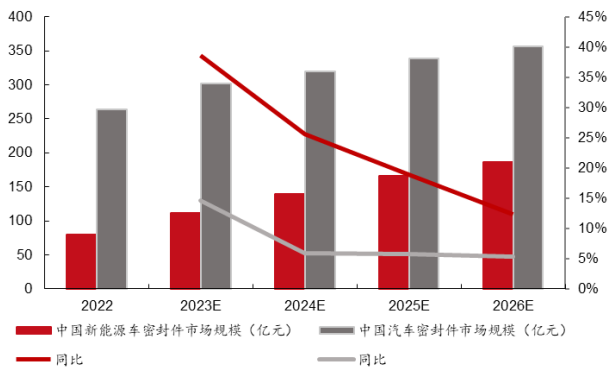
随着汽车行业的稳步发展以及汽车工业对橡胶密封制品制造技术的提高，相应市场扩容。汽车橡胶密封件市场需求与新车市场、替换市场及维保市场息息相关。据智研咨询统计，2022年，全球汽车橡胶密封件行业市场规模约为 137.2 亿美元，同比增长 4.7%，中国汽车橡胶密封件行业市场规模约为 263.8 亿元，同比增长 7.2%，其中新能源汽车市场规模为 80.1 亿元，占比达到 30.4%。燃油车/新能源车橡胶密封件单车价值分别为 1127/1138 元。新能源汽车渗透率的提高将为汽车橡胶密封市场提供广阔的发展空间。我们假设：1) 随着人们对汽车使用场景和质量需求的提高，密封件的结构设计升级等，橡胶密封件单车价值或逐步提升，同时由于新能源汽车对密封条件的要求更严格，其密封件单车价值增速更高，2024-2026 年燃油车和新能源车橡胶密封件单车价值量每年的增速分别为 1%/2%。2) 2024-2026 年，中国汽车产量每年增速为 3%，新能源车渗透率分别为 38%/43%/46%。基于上述假设测算，预计 2026 年我国汽车橡胶密封件市场规模 357 亿元，2024-2026 年 CAGR 为 5.7%，其中我国新能源汽车橡胶密封件市场规模 186 亿元，2024-2026 年 CAGR 18.8%。

图 12：全球汽车橡胶密封件行业市场规模（亿美元）


数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 13：中国汽车橡胶密封件行业市场规模（亿元）


数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 14：中国汽车橡胶密封件市场规模预测（亿元）


数据来源：中汽协，智研咨询，西南证券（23 年汽车产量为实际值，橡胶密封件单车价值量基于上述假设测算）

密封行业集中度高，头部企业占据绝对优势。中鼎股份是国内密封领域行业绝对的龙头，2022 年中鼎股份汽车密封系统业务营收 31.8 亿元，占企业整体营收 21.4%。国内密封行业上市公司盛帮股份，朗博科技等业务规模与中鼎股份相差较大。海外头部企业成立近百年，在汽车零部件多领域积累了深厚的技术和客户资源，占据领先优势，其中库伯标准控股密封

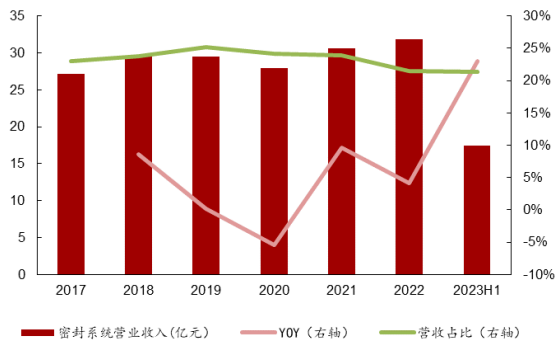
系统市场占有率位居全球首位，NOK Corporation 的油封产品日本市场份额为 70%，全球份额为 50%，其自 1960 年起与欧洲最大的油封制造商德国科德宝合作，并于 1992 年在我国合资成立恩福（中国）。

表 2：密封行业主要市场参与者

区域	公司	简介	业绩表现
国内	中鼎股份	公司在智能底盘空气悬挂系统、智能底盘橡胶、智能底盘轻量化系统、冷却系统、密封系统领域全球领先。2023 年“全球汽车零部件行业 100 强”（名列第 95 位）和“全球非轮胎橡胶制品行业 50 强”（名列第 13 位,国内第 1），2023 年中国智能电动汽车核心零部件 100 强。	2023Q1-Q3 营收 127.74 亿元，同比增长 24.52%，归母净利润 8.76 亿元，同比增长 16.7%。2023H1 密封系统业务营收 17.46 亿元，同比增长 22.98%，毛利润 4.59 亿元，同比增长 22.98%。
	盛帮股份	从事橡胶高分子材料制品研发、生产和销售，为汽车、电气、航空等领域客户提供高性能、定制化的密封绝缘产品。	2023Q1-Q3 营收 2.41 亿元，同比增长 11.63%，归母净利润 0.48 亿元，同比增长 28.29%。2023H1 汽车类密封产品营收约 0.72 亿元，毛利润约 0.27 亿元。
	朗博科技	主要产品有车用 O 型圈及垫圈、轮毂组件、油封、轴封等产品，是国内主要汽车空调压缩机轴用密封圈和 O 型圈供应商。	2023Q1-Q3 营收 1.36 亿元，同比增长 11.18%，归母净利润 0.11 亿元，同比增长 36.32%。
国外	库伯标准控股	密封燃油和制动器输送以及流体输送系统的全球领先制造商。公司产品主要用于全球汽车原始设备制造商（“OEM”）和替代市场生产的乘用车和轻型卡车。	2023Q1-Q3 营收 21.42 亿美元，同比增长 14.2%，毛利润 0.5 亿美元。
	NOK Corporation	总部位于日本的全球领先密封件制造商，拥有超过 60 年的制造经验。提供各种类型的密封件，涵盖了从汽车到工业机械的广泛应用。	2023 年 4-9 月营收 168.69 亿元，毛利润 2.33 亿元（按 2024 年 3 月 25 日人民币对日元汇率折算）。

数据来源：Marklines，公司公告，西南证券整理

中鼎股份密封产品丰富，抢占新能源密封先机。公司生产的密封产品主要包括 O 型圈、油封、密封垫片、组合垫圈、轴承密封、特种密封、PTFE 密封等。密封系统旗下企业以 KACO 为代表积极推进新能源布局开发配套成功高性能新能源电机密封，电机密封属于动密封，代表全球密封行业最尖端技术水平。公司目前已经开发批产新能源车电池模组密封系统和电桥总成等产品，在电池包电机密封等新能源板块处于国际领先水平。2023H1，中鼎股份密封业务营收为 17.5 亿元，同比增长 23.0%，占总营收的 21.3%。

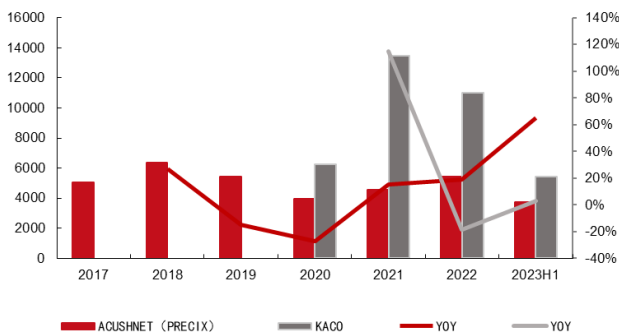
图 15：中鼎股份密封业务营收（亿元）和占比

图 16：中鼎股份密封产品丰富


数据来源：公司公告，西南证券整理

数据来源：公司公告，西南证券整理

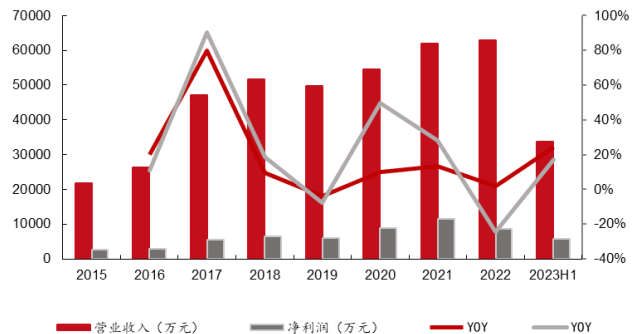
中鼎股份通过海外收购成为行业龙头，国内落地公司业绩稳步提升。中鼎股份制作密封件起家，2003年在海外建立物流中心，2008年开启海外并购。公司于2011年收购COOPER油封公司，为进军油封行业打下良好基础，于2012年收购全球知名高端密封件供应商美国ACUSHNET，并在2014年收购全球领先的高精度密封公司德国KACO，借此掌握了国际前三的密封系统技术，并拓展了优质客户，确立行业龙头地位。同时通过收购海外高端技术开拓国内市场，国内落地公司业绩近年来保持稳步提升，KACO中国（无锡嘉科、安徽嘉科）2023H1营业收入达到3.4亿元，同比增长24.3%，净利润达到0.6亿元，同比增长17.0%。

图 17: ACUSHNET 和 KACO 收益情况 (万元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18: KACO 中国营收和净利润情况 (万元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 NVH 模块：海外并购项目中国落地业绩增长趋势良好

NVH 指人们在驾驶汽车时能直观感知到的噪声 (Noise)、震动 (Vibration) 和声振粗糙度 (Harshness)，是一个衡量汽车制造质量的综合性指标。噪声 (Noise) 主要指驾乘人员听到的车内噪声；振动 (Vibration) 主要指驾乘人员感受到的来自于方向盘、地板和座椅的振动；声振粗糙度 (Harshness) 指噪声和振动的品质，描述人体对振动和噪声的主观感受。噪声和振动源往往难以消除，因此在汽车的开发过程中，工程人员往往通过设计优化 NVH 零部件来控制噪声和振动的传递路径，从而实现整车 NVH 目标的控制。

汽车 NVH 零部件领域壁垒较高，行业龙头先发优势极大。整车企业对汽车 NVH 零部件供应商的研发、工艺和批量生产等多方面能力有较高的要求，零件级同步研发一方面要求企业须具备较强的零件设计能力和完备的 CAE 分析验证等能力，另一方面还要求企业具备零件测试与验证能力和台架疲劳测试验证等能力。系统级同步研发则在零件级同步研发的基础上，要求企业具备系统设计能力、整车 NVH 测试验证分析能力以及整车道路测试验证分析等能力。企业一旦进入整车企业的配套体系，双方往往形成较为稳定的合作关系，企业获取后续订单的能力大大增强。

汽车 NVH 零部件行业集中度高。国内从事汽车橡胶减震产品生产的企业大多数服务于 AM 市场。AM 市场对供应商的配套能力、技术水平和成本等方面要求较低，因此数量较多，竞争激烈。在 OEM 市场，中鼎股份通过海外并购行业领先企业及持续加强减震器件的研发投入，份额遥遥领先。传统主业同为 NVH 产品的拓普集团近年来发展较快。中国中车于 2014 年收购彼时全球汽车减震领域排名第三的博戈公司，计划将亚太总部设置在无锡市锡山区，

继续扎根汽车 NVH 减振降噪及轻量化主航道。海外企业方面，天纳克的驾驶性能部门和原来辉门的汽车配件领域的主机配套部门组成天纳克性能解决方案运营部门，致力于降低噪音、振动和声振粗糙度的系统并提供先进悬架技术、驾驶控制、制动领域的解决方案。

表 3：NVH 零部件行业主要市场参与者

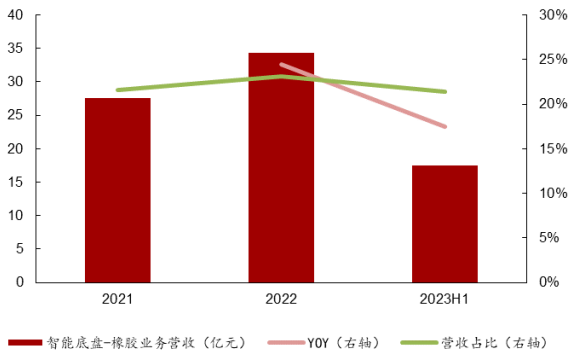
区域	公司	简介	亮点
国内	中鼎股份	智能底盘空气悬挂系统、智能底盘橡胶、智能底盘轻量化系统、冷却系统、密封系统等技术领域全球领先。	2023 年“全球汽车零部件行业 100 强”（名列第 95 位）和“全球非轮胎橡胶制品行业 50 强”（名列第 13 位，国内第 1）。2022 年公司减震业务营收 34.34 亿元。
	拓普集团	传统主业为 NVH 产品（减震及隔音内饰），业务现已拓展至八大板块（减震系统、内外饰系统、车身轻量化、底盘系统、热管理系统、空气悬架系统、智能驾驶系统、智能座舱部件）。	深入推进 tier0.5 级合作模式，该模式单车配套产品多，配套金额高。与华为、金康、比亚迪、吉利新能源、理想、蔚来、小鹏等车厂合作进展迅速，海外市场与 Rivian、Ford、Lucid 等知名品牌达成合作。
国外	天纳克	全球领先的汽车悬挂系统和排气系统设计者、制造商和销售商之一，为全球主要汽车品牌提供减震器和排气系统产品。	2021 年度全球汽车零部件供应商百强榜中排名第 15 名，2022 年汽车配套业务营收全球第 14 名。
	住友理工	成立于 1929 年，主要生产汽车用减震器和各种汽车用胶管，产品供货于丰田、本田、日产等日本汽车厂家并远销欧美。	汽车（交通工具）领域防振橡胶世界占有率曾占第一。

数据来源：公司公告，Marklines，西南证券整理

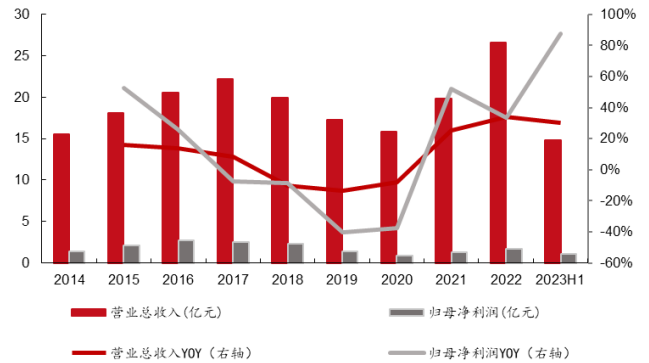
汽车智能化、电动化要求 NVH 零部件具有更高质量。目前汽车的车机功能越来越丰富，智能化属性不断加强，有关设备的使用寿命和汽车 NVH 性能息息相关。此外新能源汽车动力系统的结构相比传统燃油汽车有了很大改变，新能源汽车的底盘搭载核心的三电系统，对整车 NVH 更为敏感，通过减震器件来保护底盘可以降低三电系统的故障率。电动车搭载电池后质量增加，减震需要更高性能的 NVH 零部件。

NVH 模块不断壮大，海内外布局趋于完善。NVH 模块是中鼎股份五大核心战略业务板块之一，产业以减振、降噪及轻量化底盘系统为主。下辖中鼎减震、德国 WEGU、威固（安徽）、四川望锦、安徽望锦、中鼎精工及中鼎减震北美、中鼎减震巴西等国内外数十家公司。中鼎减震一直专注于汽车减振系统，在衬套类、顶端链接板类、发动机悬置类产品上拥有多项专利。公司为提升细分行业技术以及拓展海外市场，提前规划海外布局，于 2015 年收购了欧洲抗震降噪技术领跑者德国 WEGU 并进入宝马、奔驰等高端品牌汽车的供应领域，其核心产品硅胶动力吸振技术在橡胶减振降噪领域位居全球同行前列，2021 年控股股东中鼎集团收购日本普利司通股份有限公司旗下减震业务公司以开拓日本市场。至此中鼎股份 NVH 模块完成了在中国、美国、欧洲、日本全球主要市场的业务布局。

2023H1，中鼎股份底盘-橡胶业务营收为 17.5 亿元，同比增长 17.5%，占总营收的 21%。其中，中鼎减震作为主营子公司，实现营业收入 14.8 亿元，同比增长 30%，实现净利润 1.1 亿元，同比增长 88%。

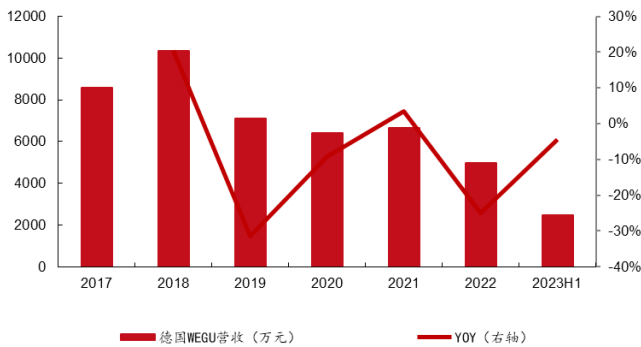
图 19：中鼎股份底盘-橡胶业务营收（亿元）和占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

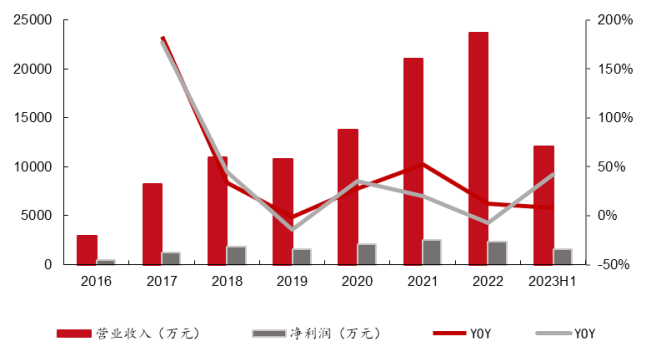
图 20：中鼎减震营收及净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

德国 WEGU 海外并购项目中国落地业绩增长趋势良好。公司积极推进海外企业并购业务的国内落地战略，业绩处于良好增长态势。2023H1，安徽威固实现营收 1.2 亿元，同比增长 8%，净利润 0.2 亿元，同比增长 42%。公司经历海外并购“全球并购”、“中国落地”、“海外管控”三个阶段，目前已经步入第三个海外管控阶段，公司将进一步推进全球大协同战略，在更高层次实现全球战略协同、平台协同、技术协同、产品协同，从资本输出转向了产业输出、管理输出、文化输出。

图 21：德国 WEGU 营收变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：安徽威固营收及净利润变化情况


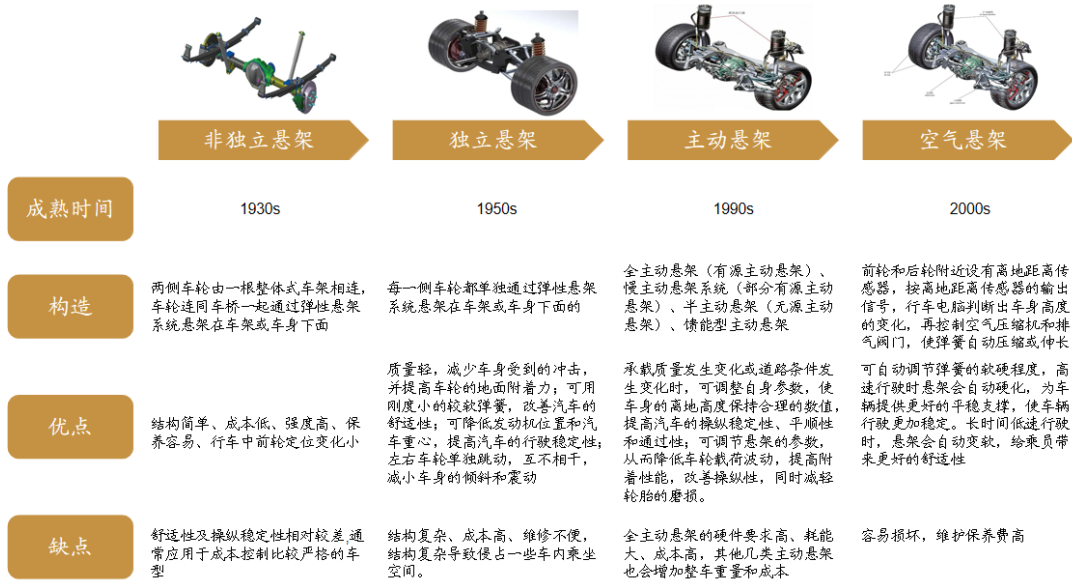
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 增量业务：细分领域行业领先，业务放量可期

3.1 空悬模块：国内空气供给单元龙头，在手订单充足

汽车悬架用于传递车身与车轮之间的力矩并减少非平整道路对车身的冲击、吸收由车轮运动产生的振动，保证汽车乘坐的舒适性及减小损耗。悬架从 1934 年第一个由螺旋弹簧组成的被动悬架开始，经历了非独立悬架、独立悬架、主动悬架到空气悬架等里程碑式迭代。空气悬架系统包括空气压缩机、空气弹簧、多系统传感器、蓄压器、控制单元等。

图 23：悬架的发展历史



数据来源：盖世汽车，西南证券整理

空气供给单元技术门槛高。空气供给单元由空气压缩机、气门阀与储气罐构成。空气压缩机是其核心部件，主要功能是压缩空气并向高压空气罐充气，再由空气阀组调节储气罐与空气弹簧的气压与气量。空气压缩机的开发是空气供给单元的核心技术难点。空气供给单元通常安装在前轴机舱或者后轴中央，需要与发动机、变速器、悬架连杆等部位共享空间，在功率足够的情况下要兼顾体积小和装载的便利性。此外空气悬架的非线性刚度曲线要通过不同的“气压+气腔体积”组合实现，因此空气压缩机不仅要持续提供高压空气，还需要对压缩空气进行干燥处理。

空气悬架有效提高商用车承载性能，法规进一步推动装备。商用车应具备强大的承载能力以满足商业运输的需求。在商用车上，空气悬架因采用空气弹簧替换钢制螺旋弹簧或者钢板簧作为弹性元件，相比钢板弹簧具有更大的上下行程，更加均匀的轴荷，并且自重比钢板弹簧更轻，提高了整车的承载能力与行驶稳定性。发达国家绝大多数的中型以上客车、轻型商务车都用了空气悬架系统，重卡除工程车之外的公路运输车几乎全部采用空气悬架。我国2018年起生效的GB7258《机动车运行安全技术条件》中则要求：“总质量大于等于12000kg的危险货物运输货车的后轴，所有危险货物运输半挂车，以及三轴栏板式、仓栅式半挂车应装备空气悬架。”商用车空悬市场需求较为可观。

乘用车空气悬架应用条件更为充分。乘用车通常搭载电控空气悬架（ECAS），减振结构相对复杂，包括空气弹簧、可变阻尼减振器、完整的空气供给系统（空气压缩机、储气罐、空气阀等）以及对应的车载ECU、传感器等。乘用车ECAS优势表现为车高、阻尼、刚度可调，可以针对不同道路情况和使用需求灵活改变悬架状态。还可以通过手动输入信号，使得车身高度在不同载重时保持恒定，或者单独调节前桥后桥高度以满足乘员和载货的需求。ECAS目前主要针对高端市场，随着空气悬架系统集成与轻量化技术的开发成本低廉化及愈发成熟的电控系统调节车身高度与减振器阻尼的效用增大化，将更大规模地推广应用。

新能源车对空气悬架需求增长。一方面，新能源车续航里程是重中之重，空气悬架能在一定程度上提升续航里程。空气悬架可以高效合理调整汽车底盘高度进而降低新能源车风阻。

蔚来 ET7 配备的主动式空气悬架能够在五种驾驶模式中调节车身高度,下降了 10mm 之后,能帮助车辆减少 0.7%风阻,增加 1.6km 续航。另一方面,新能源车装备大质量的动力电池,重量较高,如果使用螺旋弹簧悬架,钢丝直径会非常大,影响整车设计和驾乘舒适性,空气悬架可以有效平衡高承载和舒适度的要求。

国产化下空悬系统单车价值下降,应用车型不断下探,渗透率或将快速提高。我国整车厂使用的空气悬架曾长期从威巴克、大陆集团等外资厂商采购,价格高昂,单车价值量约 1.1-1.6 万元。随空气弹簧、空气供给单元等核心零部件相继国产化,空气悬架系统国产化方案成本逐渐降低至 0.8-1 万元。空悬成本降低的同时其应用车型价格也不断下探。2018 年前空气悬架主要搭载于豪华车型, BBA 群体中配备空气悬架的车型价位 60 万元起,近年崛起的国产造车新势力和传统主机厂的新能源品牌纷纷将空气悬架作为大卖点,空气悬架配置价格段不断下沉。2023 年底,奇瑞星纪元 ES 上市,售价为 22.58 万至 33.98 万元,全系标配空气悬架,创下新低。据盖世汽车研究院智能驾驶配置数据库最新统计数据显示,2023 年,国内标配空气悬架的新车销量约为 56.4 万辆,以乘联会披露的狭义乘用车零售销量计算,渗透率达 2.6%,搭载量同比增幅高达 137%。

我们假设: 1) 2024-2026 年,国内乘用车空悬渗透率分别为 4.5%/8%/12%。2) 随着国产方案的逐步量产和普及应用,单车空气悬架的价格将从 2022 年的 1.2 万元左右降至 2026 年的 0.8 万元左右。预计到 2026 年,我国空悬市场规模有望达到 227.8 亿元,未来三年 CAGR 为 54.3%。

表 4: 主流厂商部分车型的悬架配置

车型	厂商指导价 (万元)	上市年份
保时捷 Cayenne 2008 款 Cayenne GTS 4.8L	178.8	2008
路虎揽胜 2010 款 3.6 TDV8 HSE	149.8	2009
奥迪 A8 2011 款 A8L 3.0 TFSI quattro 舒适型(213kW)	92.8	2011
宝马 7 系 2013 款 730Li 领先型	93.35	2012
奔驰 S 级 2014 款 S320 L 商务型	93.8	2014
蔚来 ES8 2018 款 355KM 基准版 七座版	44.8	2017
宝马 5 系 2018 款 540Li 行政版	66.39	2017
奥迪 Q7 2018 款 45 TFSI 尊贵型	97.4	2017
途锐 2019 款 2.0T S1 锐翼版国 V	61.98	2018
宝马 5 系新能源 2019 款 530Le 豪华套装	49.69	2018
岚图 FREE 2021 款 四驱增程首发纪念版专属豪华套装	33.36	2021
蔚来 ET7 2022 款 75kWh	45.8	2021
小鹏 G9 2022 款 650 性能版 Pro	39.99	2022
理想 L8 2023 款 Pro	35.98	2022
极氪 001 2023 款 Y0U 版 100kWh	38.6	2023
智己 LS7 2023 款 77kWh Urban Fit Pro 后驱版	30.98	2023
岚图 FREE 2024 款 超长续航 智驾版	26.69	2023
星纪元 ES 2024 款 Air 标准续航版	22.58	2023
小鹏 X9 2024 款 610 长续航 Pro	35.98	2024

车型	厂商指导价 (万元)	上市年份
领克 09 新能源 2024 款 2.0TDEM-P ULTRA 六座	34.78	2024
理想 L8 2024 款 Pro	33.98	2024
极氪 001 2024 款 YOU 版 100kWh 四驱	32.9	2024
理想 L7 2024 款 Pro	31.98	2024
极氪 001 2024 款 ME 版 100kWh 四驱	29.9	2024

数据来源: 汽车之家, 爱卡汽车, 西南证券整理

表 5: 国内乘用车空气悬架市场规模预测

	2023	2024E	2025E	2026E
狭义乘用车零售销量 (万辆)	2171.5	2236.6	2303.7	2372.8
同比	5.7%	3.0%	3.0%	3.0%
空悬配套车型销量 (万辆)	56.4	100.6	184.3	284.7
同比	137.0%	78.5%	83.1%	54.5%
空悬渗透率	2.6%	4.5%	8.0%	12.0%
单车空悬价值(万元)	1.1	1.0	0.9	0.8
同比	-8.3%	-9.1%	-10.0%	-11.1%
空悬市场规模 (亿元)	62.0	100.6	165.9	227.8

数据来源: 盖世汽车, 乘联会, 西南证券

海外厂商处于领先地位, 国产厂商迎来发展良机。海外空悬系统供应商主要包括威巴克、大陆集团、AMK, 这些厂商对空气悬架的技术研究、产品开发时间较早, 积累深厚, 除了供应单个组件外还具备生产空气悬架总成的能力, 同时它们多为传统零部件供应商, 与整车厂合作关系时间久、绑定很深, 为宝马、奥迪、保时捷等高端车型稳定供货。空气弹簧市场中大陆集团、威巴克占有较大份额, 供气单元则主要由威伯科、AMK 和大陆集团提供。

随着零部件采购分拆化, 缺乏集成能力的国产厂商潜在机会增加, 新势力品牌热潮下, 国内空悬部件供应商受益更多, 中鼎股份收购全球空悬压缩机龙头企业 AMK、孔辉科技为东风岚图配套、保隆科技为蔚来配套、拓普集团获多个空悬配套定点。国产厂商的快速响应机制、规模化配套以及成本优势逐渐显现。

中鼎股份通过并购德国 AMK 确立国内龙头地位。2016 年 5 月, 中鼎股份以 1.3 亿欧元收购德国 AMK, 直接确立空气悬挂行业领先地位。AMK 自上世纪九十年代进入空悬系统业务领域以来, 不断提升产品总成技术, 深耕行业二十多年, 为捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等世界顶级主机生产商配套。AMK 拥有空气供给单元这一核心技术, 在国内该细分领域有显著优势。

图 24: AMK 全球分布

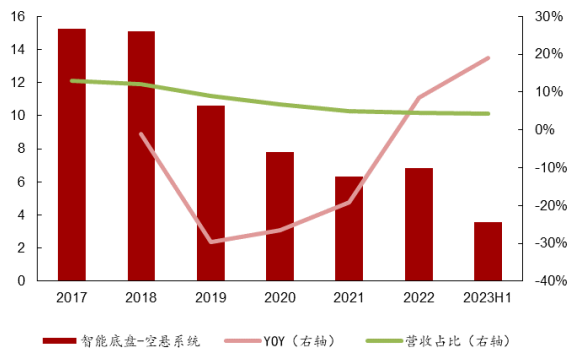


数据来源: AMK 安美科汽车技术, 西南证券整理

AMK 国产化落地顺利, 降本推进公司空悬业务快速增长。2018、2019 年公司先后在国内设立安徽、上海安美科子公司以降低产品成本并拓展空悬系统国产市场。形成安徽宣城为生产运营基地, 上海青浦为研发试验中心的全面布局。2020 年来国产化项目逐渐落地, 并取得蔚来、东风等主机厂商订单。2023H1, 中鼎股份底盘-空悬业务营收为 3.6 亿元, 同比增长 19.1%, 占总营收的 4.4%。

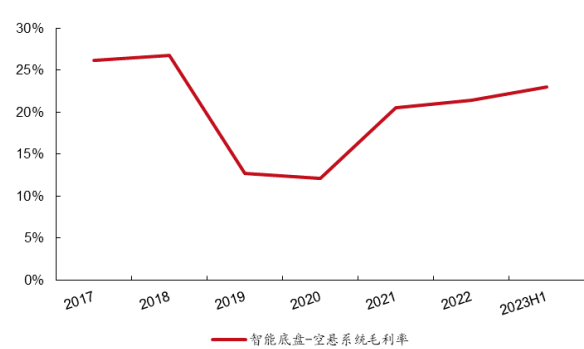
2021 年初, AMK 配合中鼎股份“国产化推进、技术迭代升级、产业补强补全”的战略目标, 出售子公司 AST100%股权, 剥离工业业务, 聚焦空气悬挂和机电电控系统业务, 业务集中成效明显, 中鼎股份空悬系统业务毛利率从 2020 年的 12.1% 提升至 2023H1 的 23.1%。凭借 AMK 的技术支持及在国内市场的率先布局, 公司有望在行业成长期抢占先发优势。

图 25: 中鼎股份空悬业务营收 (亿元) 和占比



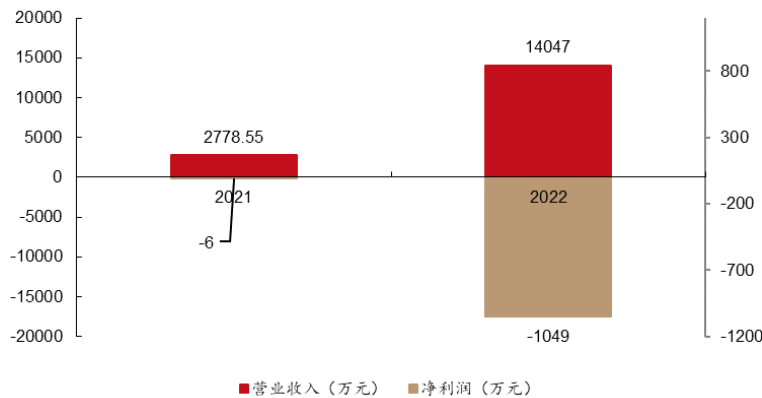
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26: 中鼎股份空悬业务毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司积极推进海外企业并购业务的国内落地战略, 安美科安徽处于放量增长期。2022 年, 安美科安徽实现营收 1.4 亿元, 同比增长 406%, 亏损 0.1 亿元。截至 2023 年 6 月, AMK 中国已获订单总产值为 78.4 亿元, 随着空气供给单元产品组装及生产线相继落地, 并持续推动空气弹簧、储气罐等其他硬件自产项目落地, 未来公司空悬业务制造整合能力将持续提升, 从而有望拿到更多项目定点, 实现业务放量增长。

图 27：2021-2022 年安徽安美科营收和净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

空气供给单元总成订单丰富，预期长期放量。空气悬架的空气供给单元结构精密复杂，技术门槛很高，在海外市场，AMK 声名远扬、行业领先，持续拓展欧洲客户，在国内中鼎股份凭借技术优势和国产化成本优势已取得多家新能源造车新势力及传统自主品牌龙头主机厂订单。公司受益于自主品牌高端化+整车厂降本需求+国产化落地，未来有望拿到更多新能源车定点。

表 6：空悬项目定点订单

定点时间 (年/月)	客户	产品	生命周期 (年)	生命周期金额
2018/3	捷豹路虎	MLA 平台空气悬挂系统产品		2.5-3 亿欧元
2020/11	欧洲某知名汽车公司	空气悬挂系统总成产品，该项目是以 ECU 中控系统为核心的空气悬挂全系统总成项目，项目单车价格为 4113 元	10	8.31 亿元
2022/5	欧洲某商用车新势力头部企业	空气悬挂系统总成产品的独家批量供应商	5	2.79 亿元
2022/8	欧洲某知名汽车制造商	空气悬挂系统总成产品的批量供应商	7	1.8 亿元
2020/8	蔚来汽车	空气悬挂系统核心部件小总成产品	/	1.31 亿元
2020/9	东风汽车	东风 H97 项目空气悬挂系统核心部件小总成产品		1.27 亿元
2021/2	东风汽车	岚图 H56 项目空气悬挂系统核心部件小总成产品	6	2.02 亿元
2021/6	国内某头部品牌主机厂	全新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	5	2.6 亿元
2021/7	国内某头部品牌主机厂	全新平台项目空气悬挂系统的储气罐部件产品	5	5800 万元
2021/8	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	全新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	4	2.95 亿元
2021/8	国内某轻型商用车头部企业	空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	5	3600 万元
2021/10	国内某头部新能源品牌主机厂	全新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	4	1.7 亿元
2021/12	国内某头部新能源品牌主机厂	全新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	5	4.7 亿元

定点时间 (年/月)	客户	产品	生命周期 (年)	生命周期金额
2022/2	国内某头部新能源品牌主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	4	1 亿元
2022/2	国内某自主品牌头部企业	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	5	3.4 亿元
2022/3	国内某头部自主品牌主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	5	2.44 亿元
2022/3	国内某头部自主品牌主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	5	5200 万元
2022/6	国内某自主品牌头部主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	5	4.9 亿元
2022/6	国内某头部新能源品牌主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	7	17.18 亿元
2022/7	国内某头部新能源品牌主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	7	7.67 亿元
2022/10	国内某头部新能源品牌主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	4	1.34 亿元
2022/10	国内某头部自主品牌主机厂	新平台项目三款车型空气悬挂系统供给单元总成产品	5	13 亿元
2022/12	国内某头部自主品牌主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	6	4.2 亿元
2023/9	国内某头部新能源品牌主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	5	6.13 亿元
2023/10	国内某头部新能源品牌主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	5	16.4 亿元
2024/1	国内某头部自主品牌主机厂	新平台项目空气悬挂系统的空气供给单元总成产品	5	3.4 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

加速空悬其他系统硬件总成产品研发。中鼎股份一直从事橡胶制品制造，有多年的技术积累与经验积累，同时 AMK 深耕行业二十多年，有一定的技术优势。目前空气弹簧产品已经生产完成，产线设备已落地，相关业务合作正在加速推进中。公司朝着空悬硬件总成供应商稳步发展。

图 28：AMK 部分空悬产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 冷却管路：主推新能源热管理管路，加速布局温控系统

汽车热管理系统由各种用于调节零部件工作温度和乘员舱环境温度的零部件构成。对汽车进行温控来保证零部件及乘员舱内处于适宜温度，提高汽车的乘坐舒适性、安全性。

传统燃油车热管理系统主要由乘员舱（空调）热管理系统、发动机冷却和变速箱冷却组成。乘员舱热管理包括制冷及制热，制热利用的是汽车发动机运转产生的余热，制冷的过程

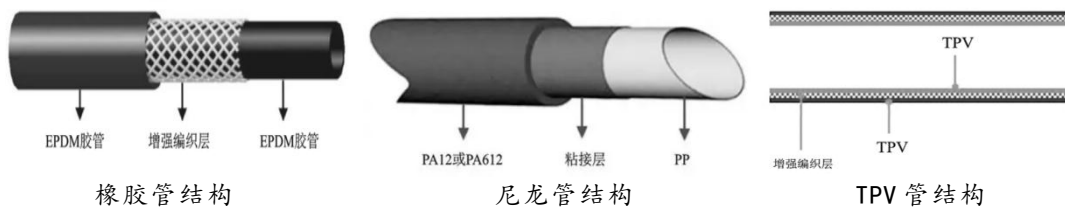
是“压缩机-冷凝器-膨胀阀-蒸发器”的反复循环。发动机冷却和变速箱冷却使热量散发到空气中防止其在高负荷运转状态下温度过高。

电车相比油车缺少发动机、变速箱而增加了电池、电机电控和有关电子器件。电车的乘员舱（空调）热管理在制冷方面与油车的方案类似，只是压缩机改由电池驱动，而在制热上由于缺少发动机，需要额外的制热功能，通常使用 PTC 或热泵方案；电池对工作温度要求更为严格，电池热管理是在电池温度较高时进行散热并在电池温度较低时进行预热、减小电池组内温度差。电机电控原件运转时产生的高温会削弱其寿命及稳定性，目前对电机和电控进行降温应用最广泛的是风冷、水冷和油冷。混动车热管理系统相当于燃油车和纯电车两套热管理系统的叠加。其发动机系统热管理与燃油车类似，三电系统热管理和纯电车类似。空调热管理系统根据动力系统工作状态通过 PTC 等制热模块发热或使用发动机余热。

新能源车管路需求更大，要求更高。传统燃油车热管理系统管路包括进水管、下水管和上水管分别连接相应的热管理系统零部件，管路结构设计较简单。纯电车型热管理系统各零部件通过三通阀、四通阀、换热板块实现热交换，管路结构通过设计以实现制热、余热利用以及制冷。PHEV 车型热管理系统管路设计是燃油车与纯电车的集成，管路更为复杂，单车价值量最高。与传统燃油汽车相比，新能源汽车需要更优秀的热管理系统集成度及温控管理，对管路总成的轻量化、耐高温、导热性及绝缘性提出更高要求。

尼龙和 TPV 应用比例将提高。传统的汽车流体管路材料大致分为橡胶管，塑料管(尼龙管)和 TPV(热塑性硫化橡胶)。燃油车前舱温度较高，普遍在 100° C 以上，软管以橡胶管路为主，塑料管路耐热性较差，容易受热融化，主要集中在燃油管路、蒸发管路等部分。新能源车由于没有发动机，电池温度一般在 100° C 以下，使用尼龙管路不会出现温度过高导致的安全性问题。同时尼龙材料在价格、重量、耐油性、耐热性等方面也有诸多优势，随着新能源市场的快速发展，应用比例将逐渐提高；热塑性弹性体 TPV 兼具橡胶和塑料的特性，随着技术的发展将在冷却管路上越发受到青睐。

图 29：各材料管路结构



数据来源：塑库网，西南证券整理

流体管路市场规模有望持续扩大。新能源汽车管路构成更复杂、整体标准更高，单车管路价值量显著提高，根据中鼎股份公告，公司传统燃油车流体管路产品的单车价值为三百元左右，新能源汽车单车价值近千元，增程式新能源汽车在一千五百元左右。伴随着新能源汽车的发展，流体管路系统的市场也在不断的迅速扩大。我们假设：1) 燃油车/纯电动车/插混车 2023 年的管路单车价值量分别为 300/900/1250 元，2024-2026 年各自的管路单车价值每年按 -1%/1%/2% 增长。2) 2024-2026 年，纯电动车的渗透率分别为 27%/31%/33%，插混车的渗透率分别为 11%/12%/13%。预计 2026 年国内流体管路市场规模 209.5 亿元，2024-2026 年 CAGR 为 9.9%。

表 7：流体管路系统的市场规模

	2023	2024E	2025E	2026E
汽车产量总计(万辆)	3,016.1	3,106.6	3,199.8	3,295.8
同比(%)	11.6	3.0	3.0	3.0
燃油车产量(万辆)	2,057.4	1,926.1	1,823.9	1,779.7
渗透率(%)	68.2	62.0	57.0	54.0
纯电动产量(万辆)	667.3	838.8	991.9	1,087.6
渗透率(%)	22.1	27.0	31.0	33.0
插混产量(万辆)	287.0	341.7	384.0	428.5
渗透率(%)	9.5	11.0	12.0	13.0
管路单车价值量(元)				
燃油车	300	297	294	291
同比(%)	-	-1	-1	-1
纯电动	900	909	918	927
同比(%)	-	1	1	1
插混	1250	1275	1301	1327
同比(%)	-	2	2	2
管路总价值(亿元)				
燃油车	61.7	57.2	53.6	51.8
纯电动	60.1	76.2	91.1	100.9
插混	35.9	43.6	49.9	56.8
管路市场空间(亿元)	157.7	177.0	194.6	209.5

数据来源：中汽协，公司公告，西南证券

行业集中度高，国产厂商进入发展黄金期。汽车热管理多为定制化产品，燃油车时代外资/合资供应商凭借先进技术及企业声誉和主要主机厂形成较为稳定的合作，根据重庆汽车工程学会，国际龙头日本电装、韩国翰昂、德国马勒、法国法雷奥合计占据全球汽车热管理系统市场超过 50% 的份额。日本电装是全球最大的汽车热管理系统供应商，韩国翰昂客户拓展至国内蔚来、小鹏等造车新势力。国产厂商配套经验不足，随着国内造车新势力声势逐渐壮大、新能源汽车产销齐飞，国产供应商迎来切入机会，国产供应商生产研发基地、决策机构均位于国内，与客户沟通便利高效，能更及时响应市场及客户需求，人工物流成本低，价格更具有竞争力。

并购 TFH 完成冷却系统管路总成升级并开拓海外市场。早在海外并购之前公司全资子公司中鼎胶管是国内自主品牌冷却系统领域领先的企业，2017 年公司以 1.7 亿欧元收购全球发动机及新能源汽车电池热管理管路龙头供应商 TFH100% 股权，实现冷却系统管路产品从部件到总成的升级。TFH 产品种类齐全，包括发动机冷却系统产品、新能源汽车电池冷却系列产品、空气充气管件系列产品、进气管件系列产品等。公司通过此次并购扩充产业链并在新能源汽车行业形成强竞争力，同时拓宽海外市场，使公司业务进一步多元化。

德国 TFH 拥有自主专利的独家生产技术自动一体成型胶管生产技术 creatube 工艺，较传统生产工艺成本更低，质量更稳定。汽车冷却管路需要与主机厂迅速反馈，因此整车厂确定供应商后一般不会轻易更换，因为行业竞争格局稳定，TFH 领先地位确立。

图 30：中鼎股份热管路产品

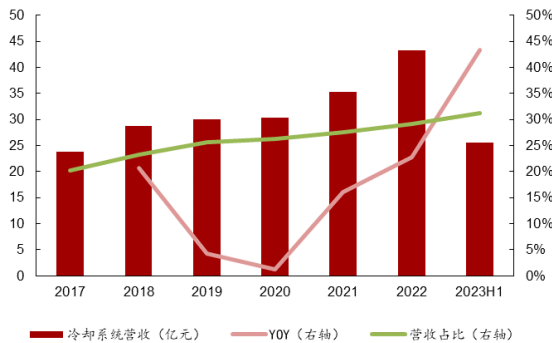


数据来源：公司官网，西南证券整理

冷却系统业务持续增长，获得多家定点。凭借 TFH 的品牌、技术、客户资源及质量，公司在国内冷却管路市场快速占据一席之地，在手订单充足。海外市场，公司 2022 年 8 月公告收到美国某头部新势力企业热管理管路总成产品订单，项目订单金额达 2.1 亿元。随着新能源车市场放量及配套管路单车价值量提升，营收有望持续提升。

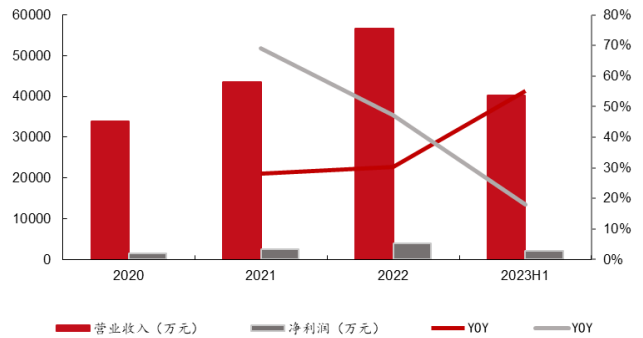
2023H1，中鼎股份冷却系统业务营收为 25.5 亿元，同比增长 43.3%，占总营收的 31.2%。其中，安徽特思通作为海外并购项目中国落地主体子公司，实现营业收入 4.0 亿元，同比增长 55%，实现净利润 0.2 亿元，同比增长 18%。

图 31：中鼎股份冷却系统业务营收（亿元）和占比



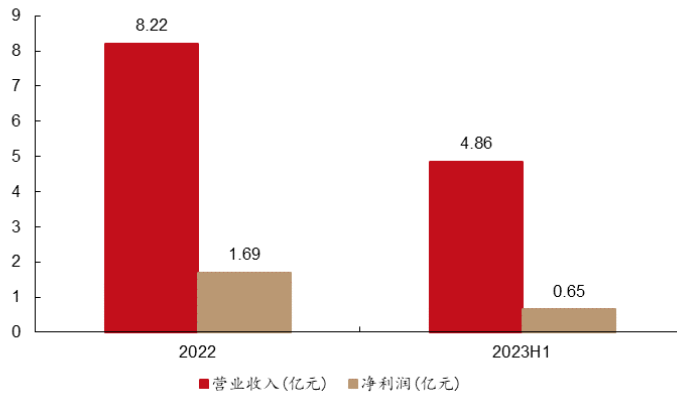
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：安徽特思通营收及净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

中鼎流体主导新能源温控系统总成和非主机厂业务。TFH 海外业务主要集中在美洲、欧洲。2019 年中鼎胶管产业剥离，中鼎胶管的业务包括技术开发、生产、销售等和 TFH 进行整合，将非主机厂业务并入中鼎流体。TFH 主导新能源冷却管路总成业务，并设立安徽特思通，实现 TFH 国产化落地运营，中鼎流体则主导新能源温控系统总成业务。2023H1，中鼎流体实现营收 4.9 亿元，净利润 0.7 亿元，分别同比增长 46.7%和 29.6%。

图 33：中鼎流体营收及净利润变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

TFH 国产化落地运营效果较好，订单储备充分。2020 年以来，安徽特思通陆续成为国内多家头部主机厂批量供应商，TFH 全球合计已公告订单全生命周期总金额约 61.0 亿元。另外，子公司中鼎流体也获得储能项目以及国内某头部自主品牌主机厂热管理管路总成产品订单，合计获得全生命周期订单金额约 12.2 亿元。

表 8：冷却管理项目定点订单

定点时间	客户	总金额 (亿元)	生命周期 (年)	项目
2020/7	吉利汽车	18.79	/	GHS2.0 平台项目汽车热管理系统新能源混动总成产
2020/9	理想汽车	6.64	/	X01 项目汽车热管理系统总成及中冷管总成产品
2021/4	国内某知名新能源龙头	1.85	5	B 级 SUV 纯电动汽车热管理系统管路总成批量供应商
2021/5	零跑科技	4.0	6	新能源汽车 C01 项目热管理管路总成产品
2021/7	理想汽车	11.24	4	X03 项目汽车热管理系统总成产品
2021/9	国内某头部新势力品牌主机	2.26	5	新能源汽车热管理管路总成产品
2021/11	国内某头部新能源品牌主机	1.68	5	全新平台项目热管理管路总成产品
2022/1	国内某头部新势力品牌主机	3.81	4.5	新平台项目热管理管路总成产品
2022/3	国内某头部新势力品牌主机	2.13	5	新平台项目热管理管路总成产品
2022/5	国内某头部新势力品牌主机	2.18	5	新平台项目热管理管路总成产品
2022/5	国内某头部新势力品牌主机	2.15	4	新平台项目热管理管路总成产品
2022/8	美国某头部新势力企业	2.08	5.5	新平台项目热管理管路总成产品
2022/11	国内某头部自主品牌主机厂	2.22	3	新平台项目热管理管路总成产品
2021/11	国内某头部新能源电池厂商	3.16	10	储能项目热管理管路总成产品
2022/12	国内某头部自主品牌主机厂	7.16	3	三款新车型热管理管路总成产品
2023/2	国内某头部自主品牌主机厂	1.84	5	储能项目热管理管路产品

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 轻量化底盘：技术全球领先，总成产品业务持续推进

轻量化通过降低整车重量，可全面降低能耗和提升续航。据《汽车轻量化与塑料复合材料的应用》介绍，若燃油车减重 10%，油耗将降低 6-8%。电动车质量比燃油车高，将消耗更大比例的能量用于负荷自重。此外，整车开发需针对噪声、振动与声振粗糙度等 NVH 问

题优化设计，铝合金轻量化材料零件较钢制零件降低汽车对减震消音部件的要求，从而缩短了因针对 NVH 问题的调试时间。

汽车轻量化的产业化途径包括材料应用、结构设计和制造工艺，应用轻量化材料实现减重的同时兼顾了汽车综合性能的稳定，是当前的主流技术方案。常用的轻量化材料包括高强度钢、铝合金、镁合金、钛合金等金属材料及碳纤维增强复合材料等非金属材料。大致路径是先重点发展超高强钢技术，再重点发展铝合金技术、实现铝合金零件的批量生产和产业化应用，远期重点发展镁合金和碳纤维复合材料技术并实现大范围应用。钢铁在车内应用超 50%，密度较高，为轻量化材料的主要替代对象。综合考虑性价比、技术工艺、性能表现等因素，铝合金在现阶段的可行性最高，是当前最成熟、应用广泛的方案。

表 9：某 B 级车汽车悬架系统钢铝零件对比

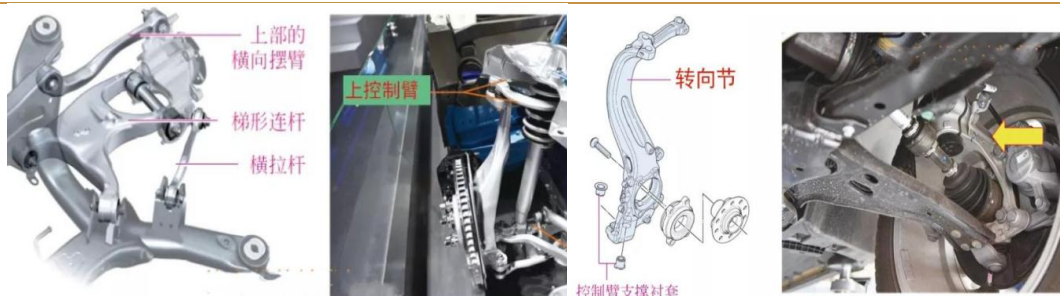
	前转向节	前下摆臂	后横臂	后下控制臂	后上控制臂	后转向节
钢制/kg	6.5	4.2	6.5	0.35	1.7	9.3
铝制/kg	3.1	3.2	3.2	0.31	1.5	4.5
单车减重/kg	6.8	2	6.6	0.08	0.4	9.6
减重率/%	52%	24%	51%	11%	12%	52%
成本上升/元	100	140	87	20	30	150
成型工艺	铸铝	锻铝	铸铝	锻铝	锻铝	铸铝

数据来源：立鼎产业研究，西南证券

政策指引单车减重目标，汽车用铝将有较大增量。根据中国汽车工程学会 2017 年编制的《节能与新能源汽车发展技术路线图 1.0》，我国 2025 年、2030 年单车重量分别较 2015 达到年减重 20%、35% 的目标，乘用车单车用铝量分别达到 250kg 和 350kg。路线 2.0 则细化了车型轻量化要求，指出 2025/2030/2035 年燃油乘用车轻量化系数降低 10%/18%/25%、纯电动乘用车轻量化系数降低 15%/25%/35%。

底盘轻量化性价比优势突出，支撑类零件轻量化是重点。底盘在传统汽车重量的占比达 27%，仅次于白车身和动力总成，底盘上多数零部件的质量属于簧下质量，相对而言车身（结构件、加强件和覆盖件）的质量属于簧上质量。一般认为，同等幅度簧下质量轻量化的效用是簧上质量轻量化的 5-15 倍。簧下质量减重性价比远高于簧上质量，对底盘零件进行减重可对整车的续航里程、加速、制动等产生更加积极的影响。底盘轻量化侧重于支撑类产品的铝合金替代钢材，从铝合金渗透看，底盘渗透率较低，其中壳体类铝合金压铸方案较为成熟且成本较低，而支撑类产品由于直接受力，轻量化渗透率低于壳体类，因此底盘轻量化更侧重于转向节、副车架、制动卡钳、控制臂、轮毂等支撑类产品。

图 34：控制臂及转向节结构图



数据来源：汽车维修技术网，西南证券整理

底盘部件用铝渗透叠加铝制件高单车价值，汽车底盘轻量化市场加速扩张。据中研网预测，到 2025 年铝合金汽车零部件市场渗透率将达到 26.6%。底盘部件渗透率增长趋势更为确定，控制臂、转向节等支撑类产品的铝制渗透率将极高。中鼎股份的轻量化底盘部件以控制臂和转向节为主，其单车价值量在 1500-1800 元左右，相比传统钢制底盘部件价值有较大提升。参考该单车价值数据，假设目前市场上的轻量化底盘控制臂、转向节平均单车价值为 1650 元，未来三年每年按 1% 提高，预计到 2026 年国内市场规模为 560.3 亿元，2024-2026 年 CAGR 为 4%。

表 10：部分轻量化底盘部件市场规模测算

	2023E	2024E	2025E	2026E
汽车产量（万辆）	3016.1	3106.6	3199.8	3295.8
同比	11.6%	3.0%	3.0%	3.0%
轻量化底盘控制臂、转向节 ASP（万元）	0.165	0.167	0.168	0.170
同比	-	1%	1%	1%
轻量化底盘控制臂、转向节市场规模（亿元）	497.66	517.71	538.58	560.28

数据来源：中汽协，公司公告，西南证券

轻量化成国产厂商突围点。全球底盘市场以采埃孚、麦格纳、圣让集团等外资零部件公司为主。国内厂商产品较为单一，竞争分散。轻量化趋势促使企业产品结构升级，拓普集团、伯特利、旭升股份的铝制底盘结构件业务处于行业领先地位，其中拓普集团是国内传统 NVH 减震降噪龙头，产品线丰富，更能推出模块化产品解决方案。

表 11：汽车底盘国内外主要厂商

区域	公司	产品	主要客户
国内	中鼎股份	锻铝控制臂、球头等	奔驰、长安、广汽、比亚迪等
	拓普集团	底盘锻铝控制臂、转向节、副车架等	特斯拉、沃尔沃、吉利、比亚迪等
	伯特利	转向节、铸铝叉臂等	通用、沃尔沃、吉利等
	旭升股份	车身、发动机壳体、底盘、电池组外壳等铝制品	特斯拉、北极星等
国外	采埃孚	悬挂接头、控制臂、拉杆和平衡杆等	宝马、标致、福特、通用、大众等
	麦格纳	白车身零部件、门环、车身外覆盖件、保险杠，底盘部分的副车架、扭力梁、控制臂等	奔驰、宝马、奥迪、大众、通用、福特等
	圣让集团	铸锻转向节、砂芯转向节和控制臂、轻质复合制动	奇瑞、捷豹、路虎、大众、福特等

数据来源：公司公告，marklines，西南证券整理

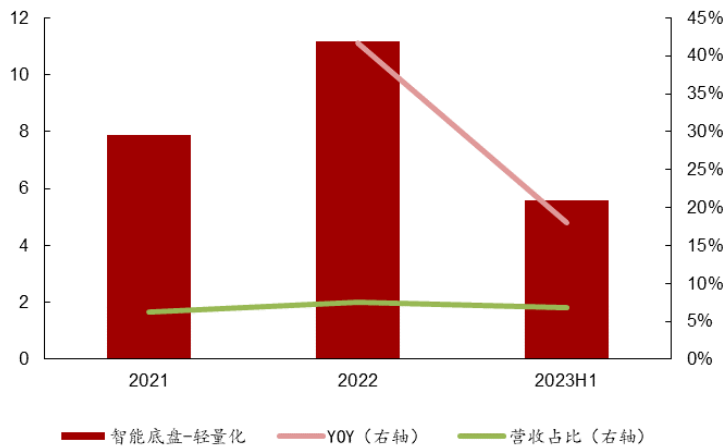
立足高端底盘优势，轻量化业务布局已久。2015 年，公司全资收购德国 WEGU，切入高端底盘减震领域，WEGU 公司生产部分轻量化产品包括挡泥板、引擎下盖等；2017 年上半年变更募集资金项目之一“汽车金属零部件制品装备自动化及产能提升项目”结合并购企业 ADG 的技术，建设汽车轻量化主要轻质材料镁合金压铸生产线，以适应现代制造中产品复杂化、精密化、轻量化趋势。

收购四川望锦获取球头铰链总成技术，轻量化底盘项目持续推进。2019 年，收购四川望锦公司 81% 股权，获得底盘系统核心安全部件球头铰链核心技术，目前持股 96.43%。四川望锦主营汽车底盘系统核心安全、性能部件研发、生产和销售，拥有机加、冲压、焊接、冷锻和总成装配五大工艺能力，以汽车球销研发生产为核心技术，其主要产品包括转向拉杆，连接杆、控制臂及球销等汽车球铰总成部件。2021 年 6 月设立子公司安徽中鼎轻量化，轻量化发展加速。在宁国中德小镇中鼎集团 NVH 园区租赁厂房，设置生产基地，专注轻量化

底盘产品的研发和生产，“汽车底盘锻铝件生产项目”专门生产乘用车控制臂、转向节等轻量化汽车底盘零部件产品。“汽车底盘部件生产项目”项目主要产品为外拉杆、内拉杆、主销类、铝制臂类、前束臂类、连接杆类等。

轻量化业务开始放量。公司目前主要生产的产品包括控制臂、摆臂、球头，单车价值约1500-1800元。其中球头铰链总成产品是智能底盘系统的核心安全部件，工艺要求较高，国内能够依靠球头工艺进入整车厂供应链的企业很少，需要长期的工艺积累及与客户磨合，技术壁垒非常高。公司在底盘轻量化系统总成产品业务的不断推进，已经取得奔驰、长安、广汽、比亚迪等多个传统主机厂订单，同时在新能源头部企业业务都取得突破性进展并获得相关订单。2023H1，中鼎股份底盘-轻量化业务营收为5.6亿元，同比增长18.0%，占总营收的6.8%。

图 35：中鼎股份底盘-轻量化业务营收（亿元）和占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

订单储备充分，营收增长在望。2021年以来，安徽望锦、四川望锦、成都望锦陆续成为国内多家头部主机厂批量供应商，已公告订单总金额约140亿元。随着新能源汽车市场的放量及对NVH零部件需求增加，公司订单变现预期较强。

表 12：公司部分轻量化底盘项目

定点时间	客户	总金额 (亿元)	生命周期 (年)	项目
2023年2月	国内某头部自主品牌主机厂	9.69	6	新平台项目底盘轻量化总成产品
2022年12月	国内某头部新能源品牌主机厂	18.87	5	新平台项目底盘轻量化总成产品
2022年10月	国内某头部新能源品牌主机厂	18.5	6	新平台项目底盘轻量化总成产品
2022年7月	国内某头部自主品牌主机厂	14.28	6	新平台项目底盘轻量化总成产品
2022年5月	国内某头部自主品牌主机厂	9.27	5	新平台项目底盘轻量化总成产品
2022年5月	国内某头部自主品牌主机厂	30.61	5	新平台项目底盘轻量化总成产品
2022年2月	国内某头部新能源品牌主机厂	11.79	5	新平台项目底盘轻量化总成产品

定点时间	客户	总金额 (亿元)	生命周期 (年)	项目
2022 年 1 月	国内某头部品牌主机厂	12.11	5	新能源平台项目底盘轻量化总成产品
2022 年 1 月	国内某头部新能源品牌主机厂	7.67	5	新平台项目底盘轻量化总成产品
2021 年 12 月	国内某头部新能源品牌主机厂	8.34	5	底盘轻量化总成产品
2021 年 7 月	比亚迪	2.82	4	新能源平台项目底盘轻量化总成产品

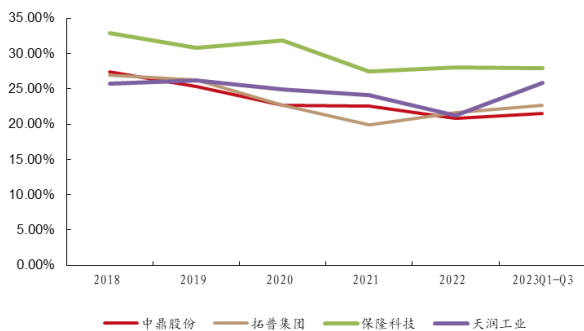
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 财务分析

4.1 公司经营改善，盈利水平有所回升

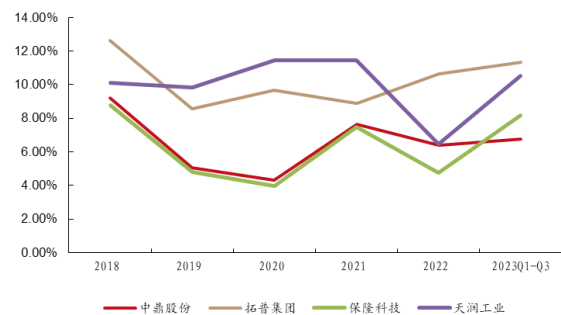
公司销售毛利率和净利率低于同行。纵向来看，2018-2022 年，受行业环境影响，公司毛利率和净利率呈现下降趋势。2023 前三季度，公司通过推进海外工厂的成本控制和精细化管理的提升，在行业低迷和外部环境的严重影响下，公司进一步对海外企业进行费用优化及非核心业务剥离等一系列举措，增加了海外业务恢复的速度及确定性；通过不断的管理提升，国内外业务保持持续向好的成长态势，毛利率和净利率有所回升。毛利率和净利率分别为 21.5% 和 6.8%。横向来看，保隆科技毛利率和拓普集团净利率明显高于中鼎股份。未来，在与海外企业多年磨合的基础上，加强海外企业的成本管控，推进业务整合和市场拓展，在维持传统业务稳增长的同时，持续推动空气悬挂系统、轻量化底盘系统、流体管路系统增量业务的落地成长，盈利水平具备提升空间。

图 36：公司与可比公司毛利率



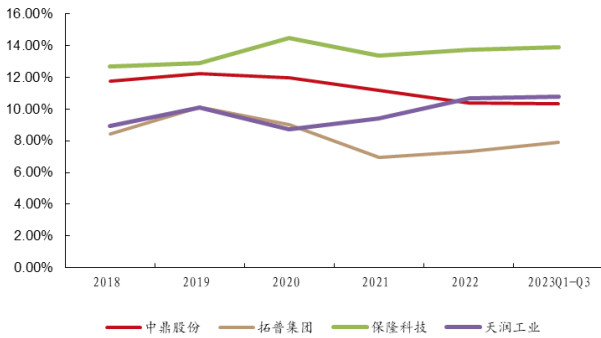
数据来源：Wind，西南证券整理

图 37：公司与可比公司净利率



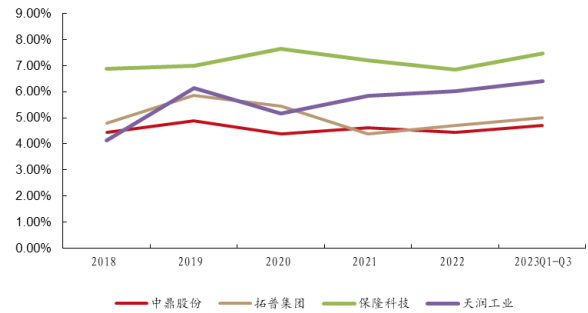
数据来源：Wind，西南证券整理

图 38: 公司与可比公司管理费用率



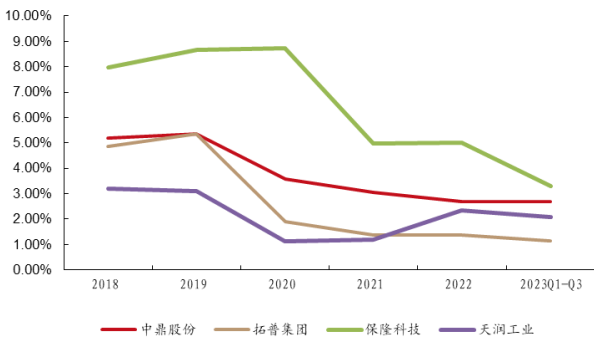
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 39: 公司与可比公司研发费用率



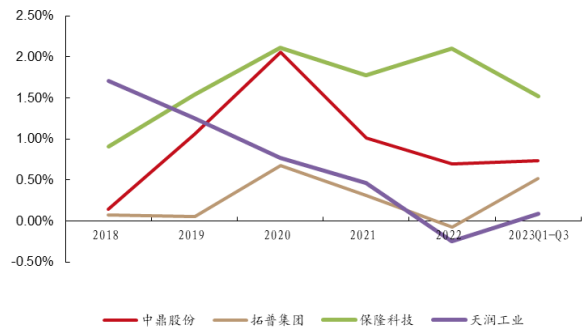
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 40: 公司与可比公司销售费用率



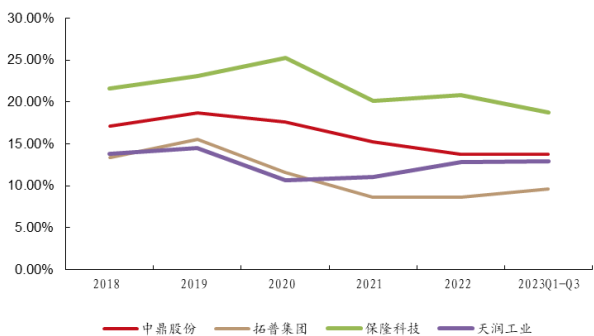
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 41: 公司与可比公司财务费用率



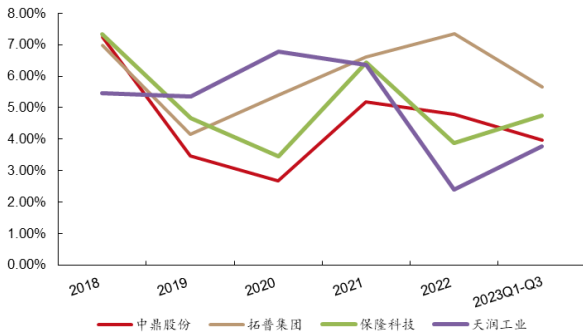
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 42: 公司与可比公司期间费用率

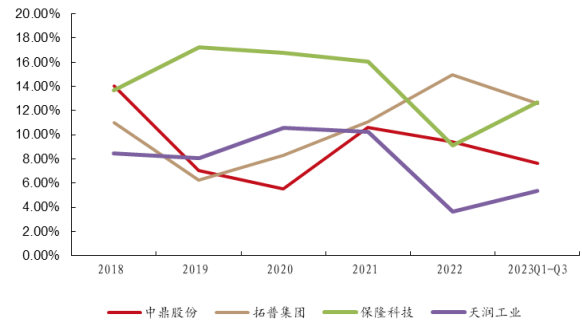


数据来源: Wind, 西南证券整理

目前, 公司 ROA/ROE 均处于行业中等水平。公司 ROA/ROE 与净利率走势基本一致, 最新 2023 年前三季度, 公司 ROA、ROE 分别为 4.0%、7.6%。

图 43：公司与可比公司 ROA


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 44：公司与可比公司 ROE (平均)


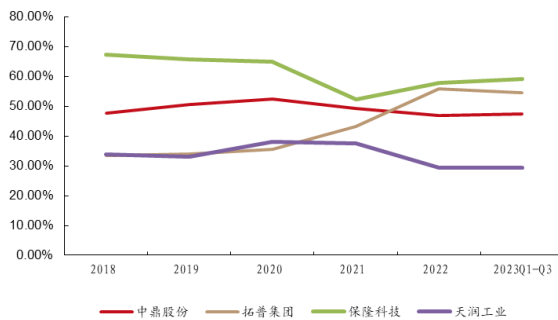
数据来源: Wind, 西南证券整理

4.2 总资产和存货周转率较高，货币资金充裕

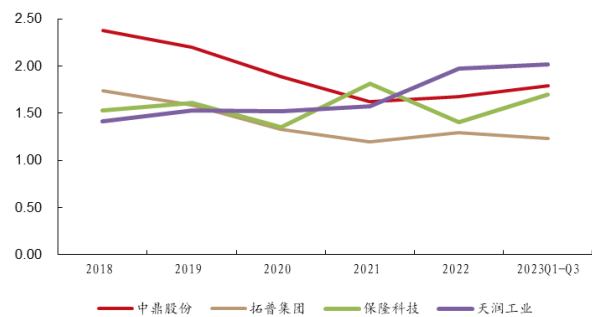
公司资产负债率和流动比率处于行业中等水平。最新 2023 年前三季度，公司资产负债率和流动比率分别为 47.4% 和 1.8。企业资产的变现能力强，短期偿债能力强。

总资产周转率和存货周转率处于行业中上水平。最新 2023 年前三季度，公司总资产周转率和存货周转率分别为 0.6 次和 2.8 次。公司存货周转率处于行业中上水平，说明公司存货周转速度较快，存货流动性强，变现能力较强。

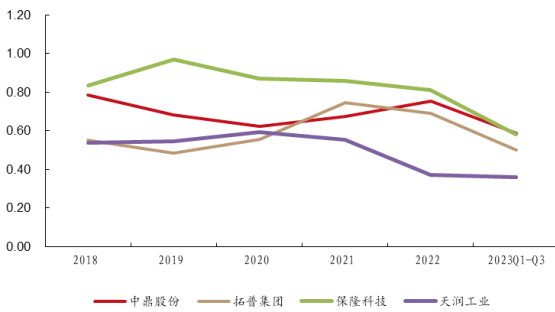
货币资金充裕，经营性现金流较好。公司货币资金和经营性现金流处于行业上游水平，最新 2023 年前三季度，公司货币资金和经营性现金流分别为 17.6 亿元、6.6 亿元。

图 45：公司与可比公司资产负债率


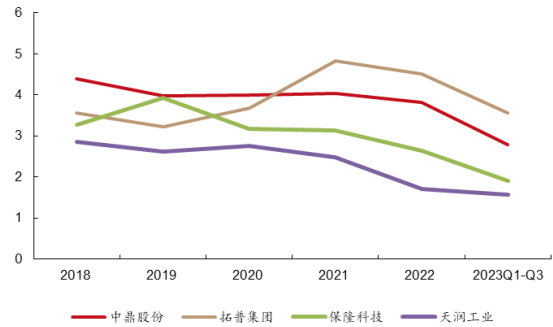
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 46：公司与可比公司流动比率走势


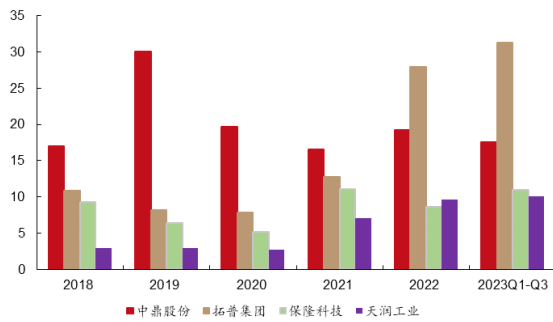
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 47: 公司与可比公司总资产周转率 (次)


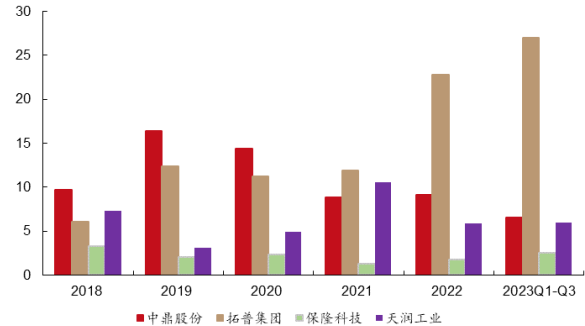
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 48: 公司与可比公司存货周转率 (次)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 49: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 50: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)


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:

(1) 密封业务: 公司通过海外收购成行业龙头, 国内落地公司业绩稳步提升。公司于 2011 年收购 COOPER 油封公司, 于 2012 年收购全球知名高端密封件供应商美国 ACUSHNET, 并在 2014 年收购全球领先的高精度密封公司德国 KACO, 借此掌握了国际前三的密封系统技术, 并拓展了优质客户, 确立行业龙头地位。同时通过收购海外高端技术开拓国内市场, 国内落地公司 KACO 中国 (无锡嘉科、安徽嘉科) 业绩近年来保持稳步提升。预计 2023-2025 年密封业务营收分别同比增长 20%/ 10%/ 10%, 毛利率分别为 26.5%/ 26.6%/ 26.8%。

(2) 降噪减震业务: NVH 模块是中鼎股份五大核心战略业务板块之一, 公司于 2015 年收购了欧洲抗震降噪技术领跑者德国 WEGU 并进入宝马、奔驰等高端品牌汽车的供应领域, 其核心产品硅胶动力吸振技术在橡胶减振降噪领域位居全球同行前列, 2021 年控股股东中鼎集团收购日本普利司通股份有限公司旗下减震业务公司以开拓日本市场。公司积极推

进海外企业并购业务的国内落地战略，业绩处于良好增长态势。预计 2023-2025 年营收分别同比增长 11%/ 10%/ 10%，毛利率分别 20.0%/ 20.5%/ 21.0%。

(3) 空悬业务：国内安徽安美科项目持续放量，海外 AMK 稳健增长，预计 2023-2025 年营收同比分别增长 22.0%/ 62.0%/ 21.3%，（2024 年 AMK 中国客户放量，增幅较大）毛利率分别 25.0%/ 24.0%/ 23.0%。

(4) 轻量化业务：国内安徽望锦产能利用率提升，预计 2023-2025 年营收同比分别增长 43.1%/ 18.8%/ 21.1%。随着业务规模扩大，毛利率持续向好，预计 2023-2025 年毛利率分别 9.0%/ 13.0%/ 16.0%。

(5) 冷却管路业务：凭借 TFH 的品牌、技术、客户资源及质量，公司在国内冷却管路市场快速占据一席之地，在手订单充足。随着新能源车市场放量及配套管路单车价值量提升，营收有望持续提升。预计中鼎流体、特思通国外、特思通国内 2023-2025 年合计营收同比分别增长 16.0%/ 19.3%/ 22.3%，毛利率分别 16.0%/ 16.3%/ 16.5%。

(6) 其他业务：预计 2023-2025 年营收均同比增长 3%，毛利率分别维持 33%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入如下表：

表 13：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
密封业务	收入	31.82	38.19	42.01	46.21
	增速	4.1%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	25.6%	26.5%	26.6%	26.8%
降噪减震业务	收入	34.34	38.12	41.93	46.12
	增速	24.47%	11.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	18.6%	20.0%	20.5%	21.0%
空悬业务	收入	6.85	8.35	13.53	16.42
	增速	8.5%	22.0%	62.0%	21.3%
	毛利率	21.4%	25.0%	24.0%	23.0%
轻量化业务	收入	11.18	16.00	19.00	23.00
	增速	41.70%	43.05%	18.75%	21.05%
	毛利率	13.45%	9.0%	13.0%	16.0%
冷却管路业务	收入	43.25	50.16	59.85	73.20
	增速	31.2%	16.0%	19.3%	22.3%
	毛利率	16.3%	16.0%	16.3%	16.5%
其他	收入	21.08	21.71	22.36	23.03
	增速	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	30.6%	33.0%	33.0%	33.0%
合计	收入	148.5	172.5	198.7	228.0
	增速	18.1%	16.2%	15.2%	14.8%
	毛利率	20.9%	21.1%	21.4%	21.6%

数据来源：公司公告，西南证券

随着公司传统业务稳健增长，国内落地公司业务稳步提升，相关业务订单持续放量量产，业绩保持快速增长。预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 172.5/ 198.7/ 228.0 亿元，增速分别为 16.2%/ 15.2%/ 14.8%，归母净利润分别为 11.3/ 14.0/ 16.7 亿元，增速分别为 17.3%/ 24.1%/ 19.0%。

5.2 相对估值

我们选取与公司主营业务相近的拓普集团、浙江仙通、川环科技、保隆科技、天润工业作为可比公司，2023-2025 年 5 家公司平均 PE 分别为 24/ 17/ 13 倍。考虑到公司海外并购项目中国落地业绩持续向好，传统密封、减震业务稳健发展，空悬、冷却管路、轻量化底盘三大增量业务放量可期，公司业绩有望快速增长。给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 19.26 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值（截至 2024.4.12）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601689.SH	拓普集团	639.53	55.00	1.54	1.89	2.59	3.48	35.71	29.04	21.23	15.80
603239.SH	浙江仙通	41.12	15.19	0.47	0.55	0.76	1.03	32.32	27.62	20.06	14.79
300547.SZ	川环科技	39.33	18.13	0.56	0.76	1.09	1.36	32.12	23.94	16.67	13.30
603197.SH	保隆科技	93.49	44.09	1.04	1.97	2.61	3.39	42.39	22.38	16.91	13.00
002283.SZ	天润工业	62.10	5.45	0.18	0.35	0.47	0.57	30.28	15.57	11.59	9.63
平均值								34.57	23.71	17.29	13.30
000887.SZ	中鼎股份	151.26	11.49	0.73	0.86	1.07	1.27	15.69	13.37	10.77	9.06

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

6 风险提示

1、市场竞争加剧风险：随着国内外新的竞争对手不断的加入，汽车橡胶零部件市场的竞争也不断加剧。如果在激烈的市场竞争中不能及时进行新产品开发，提升产品质量，提高产品市场竞争力，公司将面临产品市场份额下降的风险。

2、原材料价格波动风险：公司产品的主要原材料包括橡胶、炭黑、橡胶助剂、钢材及其他辅助原材料等，未来原材料价格的波动将给公司的盈利带来不确定性。

3、海外经营环境变化风险：2023H1，公司国外和国内收入占比分别为 55%和 44%，海外销售收入占公司收入的比例较高。海外不同国家的经济发展状况、经济政策环境、政治局势等均会对公司海外子公司的经营业绩造成直接影响，进而使公司面临一定的海外经营风险。

4、增量业务项目落地不及预期风险：公司在空悬系统、冷却管路、轻量化增量业务上近年来获取较多的项目订单，若订单不能正常放量，将影响公司营收规模和业绩。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	148.52	172.53	198.68	227.99	净利润	9.46	11.10	13.77	16.39
营业成本	117.53	136.07	156.06	178.78	折旧与摊销	6.95	5.73	5.95	6.19
营业税金及附加	0.92	1.21	1.36	1.54	财务费用	1.03	2.76	2.51	2.48
销售费用	3.99	5.61	5.96	6.61	资产减值损失	-0.96	-0.60	-0.65	-0.74
管理费用	8.82	19.04	21.83	24.59	经营营运资本变动	-4.03	-5.26	-8.56	-9.82
财务费用	1.03	2.76	2.51	2.48	其他	-3.34	-4.04	-3.75	-3.38
资产减值损失	-0.96	-0.60	-0.65	-0.74	经营活动现金流净额	9.10	9.69	9.28	11.12
投资收益	1.42	4.42	4.42	4.42	资本支出	-6.77	-7.00	-8.00	-9.00
公允价值变动损益	0.10	0.30	0.27	0.25	其他	-4.27	5.10	4.69	4.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11.03	-1.90	-3.31	-4.33
营业利润	11.21	13.17	16.31	19.38	短期借款	10.74	1.32	-1.55	0.99
其他非经营损益	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	长期借款	11.63	0.00	0.00	0.00
利润总额	11.10	13.06	16.20	19.28	股权融资	12.02	0.00	0.00	0.00
所得税	1.64	1.96	2.43	2.89	支付股利	-2.63	-1.63	-1.91	-2.37
净利润	9.46	11.10	13.77	16.39	其他	-27.76	-6.84	-2.51	-2.48
少数股东损益	-0.18	-0.21	-0.27	-0.32	筹资活动现金流净额	4.00	-7.15	-5.98	-3.87
归属母公司股东净利润	9.64	11.31	14.04	16.70	现金流量净额	2.34	0.64	-0.01	2.93
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19.24	19.88	19.87	22.80	成长能力				
应收和预付款项	42.10	48.61	55.74	64.14	销售收入增长率	18.09%	16.17%	15.16%	14.75%
存货	32.58	38.35	44.34	51.02	营业利润增长率	-3.55%	17.49%	23.88%	18.84%
其他流动资产	23.36	19.88	21.77	23.88	净利润增长率	-1.81%	17.34%	24.08%	18.96%
长期股权投资	2.75	2.75	2.75	2.75	EBITDA 增长率	-4.06%	12.89%	14.41%	13.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	49.02	51.56	54.88	58.96	毛利率	20.87%	21.13%	21.45%	21.58%
无形资产和开发支出	29.93	28.76	27.58	26.41	三费率	9.32%	15.89%	15.25%	14.78%
其他非流动资产	12.27	12.17	12.08	11.98	净利率	6.37%	6.43%	6.93%	7.19%
资产总计	211.24	221.95	239.01	261.94	ROE	8.44%	8.99%	10.18%	10.97%
短期借款	22.68	24.00	22.45	23.44	ROA	4.48%	5.00%	5.76%	6.26%
应付和预收款项	38.75	42.92	49.34	56.89	ROIC	8.06%	9.66%	10.59%	11.25%
长期借款	21.17	21.17	21.17	21.17	EBITDA/销售收入	12.91%	12.55%	12.47%	12.31%
其他负债	16.63	10.39	10.72	11.09	营运能力				
负债合计	99.22	98.47	103.67	112.59	总资产周转率	0.75	0.80	0.86	0.91
股本	13.16	13.16	13.16	13.16	固定资产周转率	3.62	3.97	4.53	5.14
资本公积	34.25	34.25	34.25	34.25	应收账款周转率	4.44	4.32	4.33	4.32
留存收益	66.25	75.93	88.06	102.39	存货周转率	3.81	3.61	3.60	3.60
归属母公司股东权益	111.68	123.35	135.47	149.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.86%	—	—	—
少数股东权益	0.34	0.13	-0.14	-0.45	资本结构				
股东权益合计	112.02	123.48	135.34	149.35	资产负债率	46.97%	44.37%	43.37%	42.98%
负债和股东权益合计	211.24	221.95	239.01	261.94	带息债务/总负债	44.19%	45.87%	42.07%	39.62%
					流动比率	1.68	1.83	1.91	1.94
					速动比率	1.21	1.28	1.31	1.33
					股利支付率	27.31%	14.40%	13.62%	14.21%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	19.18	21.65	24.77	28.06	每股收益	0.73	0.86	1.07	1.27
PE	15.69	13.37	10.77	9.06	每股净资产	8.48	9.37	10.29	11.38
PB	1.35	1.23	1.12	1.01	每股经营现金	0.69	0.74	0.70	0.84
PS	1.02	0.88	0.76	0.66	每股股利	0.20	0.12	0.15	0.18
EV/EBITDA	8.51	7.29	6.31	5.50					
股息率	1.74%	1.08%	1.26%	1.57%					

数据来源: Wind, 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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
上海	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	闾钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
北京	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	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
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn

杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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