

湘油泵 (603319)

证券研究报告

2024年04月25日

电子油泵系重要新趋势，公司深度布局核心客户

国内发动机润滑冷却泵龙头，积极推动新能源化转型

公司是国内发动机润滑冷却泵领域的龙头企业之一，拥有电子油泵、电子水泵、可变排量泵等国内领先、国际先进的核心技术，实现汽车泵类产品全产业链覆盖。据公司23年业绩快报披露的数据，2023年公司实现营业收入194,090.09万元，同比增长19.48%；归属于上市公司股东的净利润22,574.52万元，同比增长33.11%。公司近六年持续加大研发投入，积极拓宽新能源市场，新能源业务增长亮眼。

可变排量泵业务持续增长，与混动龙头比亚迪合作关系稳固

变排量泵技术节省能耗优势突出，可大幅提升发动机工作效率，是混动汽车动力系统的核心部件之一。公司变排量泵技术上达到国内领先，国际先进水平，已经切入多个海内外众多客户，与混动领域龙头比亚迪进行合作，有望使可变排量泵产品销量持续增长。比亚迪已凭借DM-i超级混动技术，实现2023年全年新能源汽车累计销量超302万辆，稳居全球新能源汽车销量第一。看好可变排量泵技术在混动蓝海的增值空间，未来有望长效赋能公司成长。

电子油泵需求高速增长，驱动公司未来长远发展

电驱“三合一”背景下，电子油泵以高效能、集成化、高性价比的优势，逐渐成为纯电车行业主流热管理选择。公司研制的电动机预供油泵、减速器电子泵等电子油泵产品已实现量产，并收获长安汽车阿维塔系列、东风、一汽、上汽等国内知名客户。公司电子油泵产品具有关键零部件自制、冷却-润滑双功能集成、高效率等优势，并上马扩产项目抢占市场份额，在电驱三合一风口之下，电子油泵未来需求有望持续攀升，将成为公司业绩新的增长点。

盈利预测与投资建议：公司在新能源领域业务快速扩张+估值从较低的传统燃油车切换至更强的新能源领域的双重逻辑下有望迎来戴维斯双击。公司与比亚迪等龙头车企的合作也有望为公司打开混动市场空间，与阿维塔等纯电车品牌绑定将进一步打开公司电子泵业务增长新曲线。我们预测23/24/25年公司归母净利润分别为2.26/2.57/3.10亿元，给予湘油泵2024年23X PE，目标价格28.52元，维持“买入”评级。

风险提示：技术应用进度不及预期；市场竞争加剧；新能源汽车行业复苏不及预期；原辅材料价格波动风险；可转债募项目建不及预期；23年业绩快报是初步测算结果，具体财务数据以公司披露年报为准。

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,621.53 | 1,624.40 | 1,940.90 | 2,503.77 | 2,991.50 |
| 增长率(%) | 15.08 | 0.18 | 19.48 | 29.00 | 19.48 |
| EBITDA(百万元) | 399.23 | 399.68 | 380.59 | 410.17 | 465.10 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 190.75 | 169.59 | 225.74 | 257.17 | 310.42 |
| 增长率(%) | 14.35 | (11.10) | 33.11 | 13.92 | 20.71 |
| EPS(元/股) | 0.92 | 0.82 | 1.08 | 1.24 | 1.49 |
| 市盈率(P/E) | 18.75 | 21.09 | 15.84 | 13.91 | 11.52 |
| 市净率(P/B) | 2.47 | 2.29 | 2.10 | 1.90 | 1.70 |
| 市销率(P/S) | 2.21 | 2.20 | 1.84 | 1.43 | 1.20 |
| EV/EBITDA | 10.75 | 8.30 | 9.03 | 8.69 | 6.63 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 汽车/汽车零部件 |
| 6个月评级 | 买入(维持评级) |
| 当前价格 | 17.19元 |
| 目标价格 | 28.52元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 208.07 |
| 流通A股股本(百万股) | 206.98 |
| A股总市值(百万元) | 3,576.66 |
| 流通A股市值(百万元) | 3,557.93 |
| 每股净资产(元) | 7.98 |
| 资产负债率(%) | 42.60 |
| 一年内最高/最低(元) | 20.90/10.80 |

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com
分析师

邵将 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110005
shaojiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《湘油泵-公司点评:Q2扣非同比预计实现174.31%增长，新能源业务扩张有望戴维斯双击》2023-07-22
- 《湘油泵-年报点评报告:Q1盈利能力持续修复，混动市场快速发展有望打开公司成长空间》2023-05-01
- 《湘油泵-季报点评:单季度业绩实现反转，混动市场提供充足增长动能》2022-10-27

内容目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 国内发动机润滑冷却泵领域龙头，大力推动新能源业务发展..... | 4 |
| 1.1. 公司泵类核心技术国内领先，股权结构整体稳定 | 4 |
| 1.2. 与比亚迪深合作促营收强增长，原材料回落稳定利润..... | 4 |
| 1.3. 重视研发创新，打造核心优势 | 6 |
| 2. 可变排量泵业务持续增长，绑定混动龙头比亚迪..... | 7 |
| 2.1. 节能化目标下，可变排量泵成为主流发展方向 | 8 |
| 2.2. 可变排量泵技术领先，公司业绩稳步提升..... | 9 |
| 2.3. 绑定比亚迪，客户持续升级 | 10 |
| 2.4. 混动赛道成为新蓝海，可变排量泵需求向好 | 12 |
| 3. 纯电车未来发展趋势明显，电子油泵量价齐升..... | 12 |
| 3.1. 新能源汽车热管理革命，油是未来方向 | 13 |
| 3.2. 战略结盟比亚迪，联手阿维塔打开 CHN 行业合作新模式..... | 13 |
| 3.3. 展望“全电时代”，电驱“三合一”迎来风口 | 16 |
| 3.4. 扩产项目上马，核心零部件自产替代加速..... | 16 |
| 4. 盈利预测及投资建议..... | 18 |
| 5. 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：公司营收利润情况 亿元（左） 百分比（右） | 5 |
| 图 2：公司产品收入结构..... | 5 |
| 图 3：公司销售毛利率和净利率情况（%） | 6 |
| 图 4：公司费用情况（亿元） | 6 |
| 图 5：公司各产品毛利率情况..... | 6 |
| 图 6：2022 年公司人员结构情况（人） | 7 |
| 图 7：2022 年公司人员结构情况（人） | 7 |
| 图 8：研发费用占营业收入比例（亿元）（%） | 7 |
| 图 9：海内外众多客户 | 8 |
| 图 10：现有汽油机技术路线分析 | 9 |
| 图 11：定排量泵 | 9 |
| 图 12：可变排量泵..... | 9 |
| 图 13：公司部分变排量泵产品..... | 10 |
| 图 14：比亚迪 DM-i 混动系统拆解..... | 10 |
| 图 15：比亚迪骁云发动机热效率提升技术路线 | 11 |
| 图 16：2023 年比亚迪全年出口销量 | 12 |
| 图 17：热管理系统..... | 13 |
| 图 18：比亚迪海洋网系列纯电车型梳理..... | 14 |
| 图 19：2023 年全年比亚迪 BEV 纯电车、PHEV 插电式混动汽车逐月销量 | 14 |

| | |
|--|----|
| 图 20: 阿维塔 12 未来智能豪华轿车 | 15 |
| 图 21: 新能源汽车电驱动系统集成方案技术路径 | 16 |
| 图 22: 比亚迪“八合一”电驱总成 | 16 |
| 图 23: 电子油泵内部结构 | 17 |
| 图 24: 公司 2023 年增产项目 | 18 |
| | |
| 表 1: 公司十大股东（截至 2023 年三季度） | 4 |
| 表 2: 电子水泵与电子油泵性能对比 | 13 |
| 表 3: 阿维塔 12、Model Y 和蔚来 ES6 对比 | 15 |
| 表 4: 公司电子泵类项目情况 | 17 |
| 表 5: wind 可比一致预期情况（截止 2024 年 4 月 24 日） | 18 |

1. 国内发动机润滑冷却泵领域龙头，大力推动新能源业务发展

1.1. 公司泵类核心技术国内领先，股权结构整体稳定

湘油泵主营发动机关键零部件泵类产品的研发、制造和销售，可变排量泵等核心产品达到国际先进水平。1) 电子油泵，HEV 和 BEV 汽车电驱动器的润滑冷却泵，获得比亚迪海豹系列汽车定点；2) 电子水泵，电子水泵通过无刷电机带动叶轮旋转，使液体的压力得以提升，从而推动水、冷却液等液体进行循环，为三电系统持续可靠提供冷却液；3) 可变排量泵，电脑主动控制油泵排量的机油泵。公司具备世界顶尖同类企业的同步研发能力，打造国内自主品牌。公司产品广泛应用于燃油车、新能源车、发电机组、船舶动力及工程机械，产品体系覆盖动力系统、传动系统、热管理系统、电驱系统及电控系统的重要零部件。

旗下子公司实力较强，汽车泵类产品全产业链覆盖。公司持 51% 股权的东兴昌科技，产品涵盖各品类直流无刷电机，配套于汽车电机、EPS、激光雷达等，已实现对应新能源汽车的配套供货。公司全资子公司东创智能，主要提供自动化制造装备及相关信息与技术服务，为公司在智能装备领域提供良好的业务发展和效益增长。公司全资子公司腾智机电，主要生产真空泵、双联泵等产品，除此之外，衡山齿轮生产齿轮和减速机，嘉力机械生产铝压铸件。

公司近年持股比例较稳定，优秀企业家打造创新型企业。截至 2023 年三季度，许仲秋持股占比 19.61%，许文慧持股占比 7.75%，两人为一致行动人，合计持股占比 27.36%，系公司实际控制人，除此之外全国社保基金 604 组合持股 2.85%。许仲秋先生是业界资深人物，是湖南机油泵股份有限公司董事长，曾任中国内燃机工业协会冷却水泵机油泵分会理事长，现任中国内燃机工业协会副会长，是第十三届全国人民代表大会代表，先后被评为湖南省优秀中青年专家，湖南省优秀经营者，湖南省劳动模范。

表 1: 公司十大股东 (截至 2023 年三季度)

| 排名 | 股东名称 | 持股数量(股) | 占总股本比例 (%) |
|----|----------------------|----------|------------|
| 1 | 许仲秋 | 40803236 | 19.61 |
| 2 | 许文慧 | 16132536 | 7.75 |
| 3 | 全国社保基金 604 组合 | 5926633 | 2.85 |
| 4 | 招商基金--稳健绝对收益单一资产管理计划 | 4188220 | 2.01 |
| 5 | 袁春华 | 3405869 | 1.64 |
| 6 | 王雄 | 3164705 | 1.52 |
| 7 | 周勇 | 2647844 | 1.27 |
| 8 | 王静 | 2149675 | 1.03 |
| 9 | 田赣生 | 1796790 | 0.86 |
| 10 | 罗大志 | 1713142 | 0.82 |
| | 合计 | 81928650 | 39.36 |

资料来源: Wind、天风证券研究所

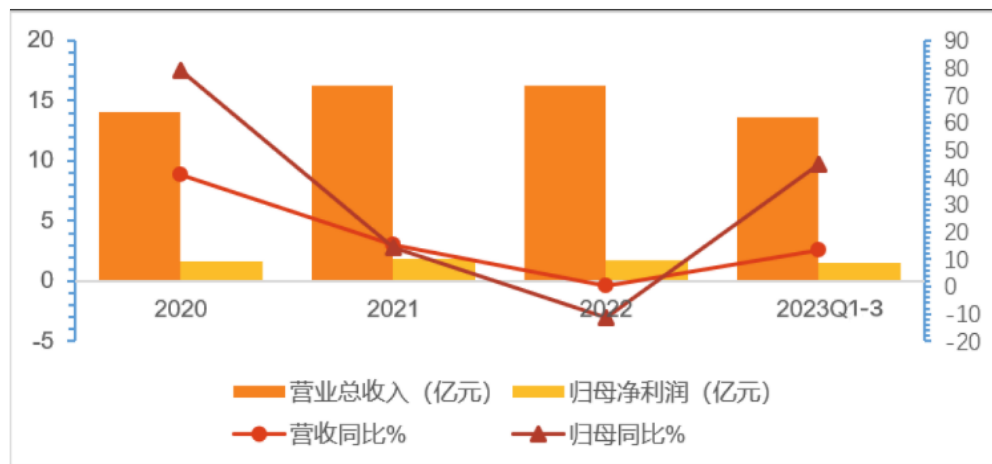
1.2. 与比亚迪深度合作促营收强增长，原材料回落稳定利润

公司业绩增长可观，较去年同期增长较大。公司 2022 年营收 16.24 亿，同比增长 0.15%，根据业绩快报公布的数据，2023 年营收 19.41 亿，同比增长 19.48%，归母净利润同比增长 33.11%。2023 年公司业绩回暖，且业绩超预期，系公司新能源业务加大资源投放、倾斜资源加强电子泵类技术产品研发、混动泵类业务大幅增长的结果。

比亚迪新能源业务持续放量带动公司营收，商用车市场回暖利好。公司目前已与混动龙头比亚迪建立合作，按季度计算，2023 年比亚迪成功超越特斯拉，一举拿下中国汽车年度销冠和全球新能源汽车销冠。公司凭借其变速箱油泵等产品成为比亚迪等国内外主要主机厂

的供应商，新能源汽车放量带动公司营收的强增长趋势，加之 2023 年国内商用车市场月销量同比“10 连涨”，公司具备保持快速增长的潜力。

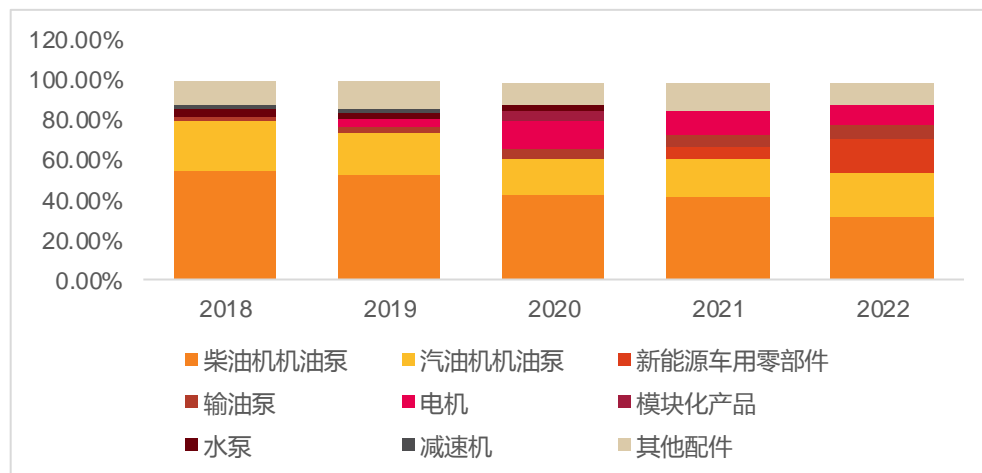
图 1：公司营收利润情况 亿元（左） 百分比（右）



资料来源：Wind、天风证券研究所

大力布局新能源，产品结构转型适应市场趋势。柴油机机油泵和汽油机油泵的营收占比从 18 年的 79.39% 逐步下降到 22 年的 53.37%。电机、输油泵等其他业务的营收自 20 年占比整体增加，系公司从较低的传统燃油车切换至更强的新能源领域，向新能源业务积极布局的结果。公司近年来坚持“电动化、新能源化”的战略目标，积极拓宽新能源市场，子公司深圳东兴昌的电机产品已在电动汽车新势力头部品牌车型中获得量产。

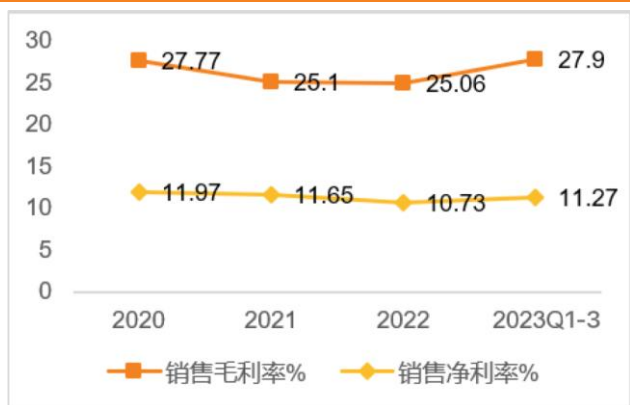
图 2：公司产品收入结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

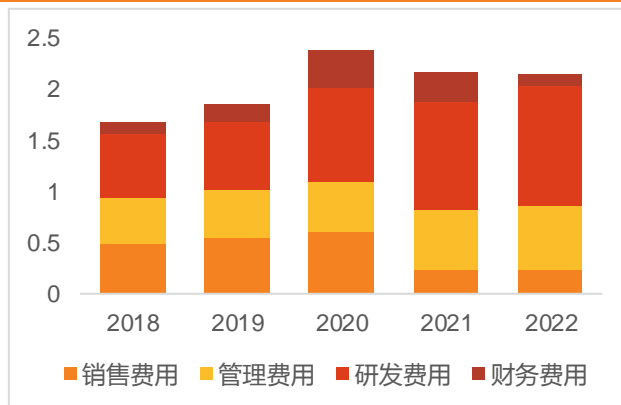
原材料价格回落推动利润恢复，研发持续投入适应公司转型。2023 年前三季度，公司销售净利率为 11.27%，单季净利润同比增长 16.17 个百分点，这与原材料价格回落有关。公司采购的主要原材料包括齿轮、内外转子、铝锭、生铁、钢材、铝材压铸毛坯等，受益于原辅材料价格回落，采购成本下降，产品毛利率同比提升，销售净利润同比提升。近年来公司逐年加大研发费用，核心零部件已实现大批量生产，产能不断扩张。技术研发方面，公司 22 年投入研发费用 1.18 亿元，同比增加 11.68%，研发费用率达 7.24%。

图 3：公司销售毛利率和净利率情况（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

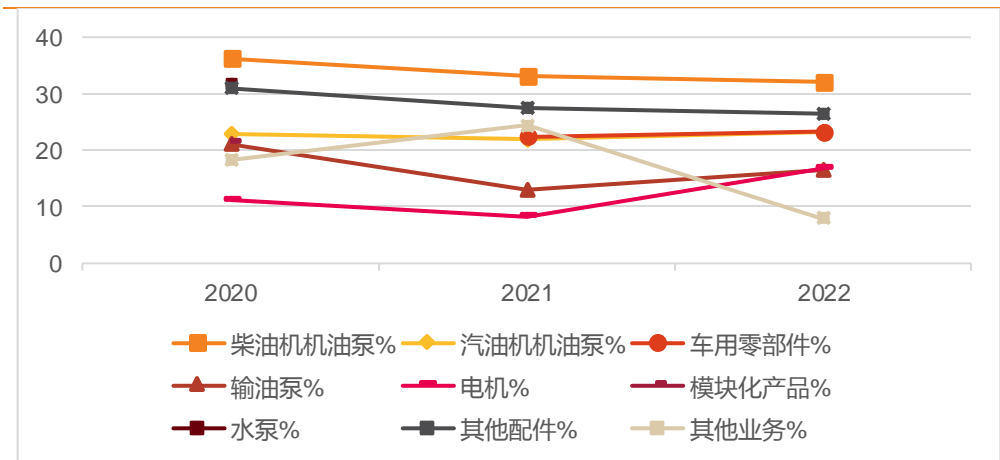
图 4：公司费用情况（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

新能源零部件毛利稳步上升，电机、输油泵业务毛利回转。公司 2021 年开始布局新能源业务，顺应混动车起量之势，毛利率稳步增长。2022 年电机业务毛利率 16.79%，同比增长 8.56 个百分点，输油泵业务毛利率 16.48%，同比增长 3.47 个百分点。电机业务毛利率飞速增长系公司优化产品结构、不断自主研发创新的结果，子公司的激光雷达电机产品，目前已在电动汽车新势力品牌中获得量产。公司在电子油泵与可变排量泵等产品应用大批量新锐技术，其中电子泵类产品涵盖电子水泵及电子油泵两大品类，目前公司已积累优质客户资源。

图 5：公司各产品毛利率情况

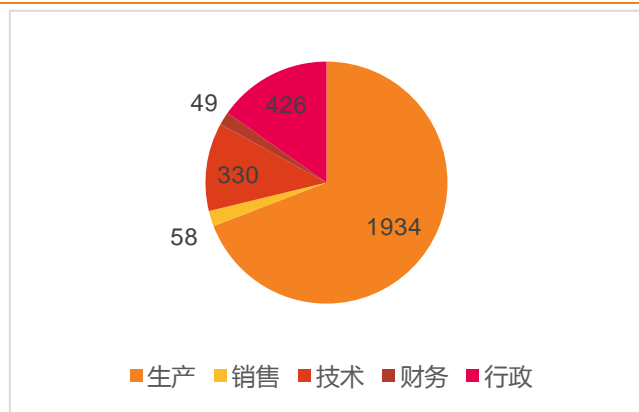


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 重视研发创新，打造核心优势

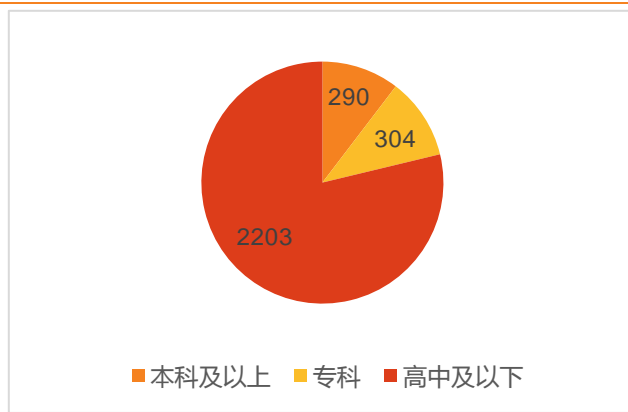
技术领先优势构筑公司核心壁垒，新技术新产品研发持续迭代升级。2022 年公司年报显示，本科及以上学历员工人数占 10%，公司团队共有技术人员 330 人，占总人数的 11.8%。公司依托公司技术中心、长沙研究院等核心科研平台，联合相关科研院所，持续加大新技术新产品开发力度，截至 22 年，公司拥有各类专利 304 项。

图 6：2022 年公司人员结构情况（人）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

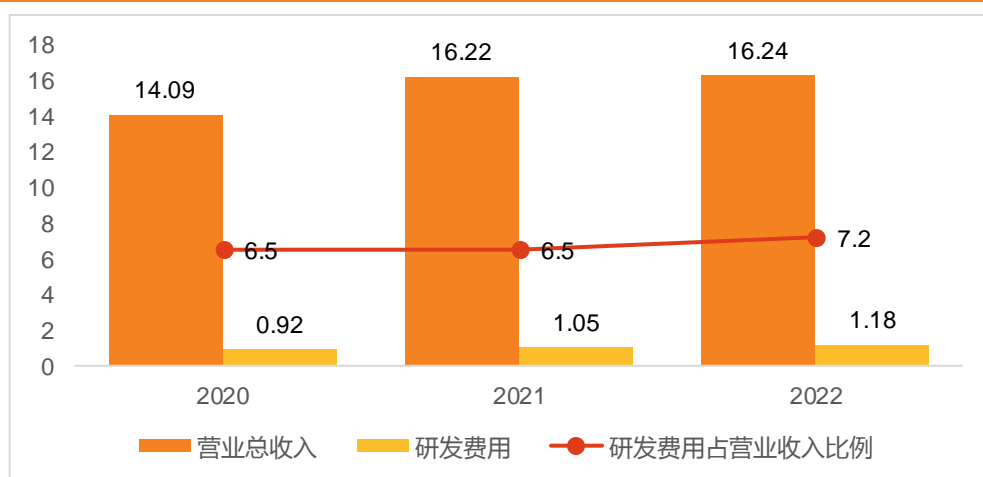
图 7：2022 年公司人员结构情况（人）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

新能源产品研发力度加强，电子油泵技术打造核心优势。2022 年，公司研发费用 1.18 亿元，同比增加 11.68%，研发费用率达 7.24%。公司深化各类产品在新能源汽车领域的应用，在技术研发的助推之下，已建立覆盖燃油动力、混合动力、纯电动动力、氢燃料动力的产品矩阵，打造出电子油泵、变排量泵技术的公司核心优势。

图 8：研发费用占营业收入比例（亿元）（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 可变排量泵业务持续增长，绑定混动龙头比亚迪

公司可变排量泵技术上达到国内领先，国际先进水平，已经切入多个海内外众多客户。公司积极开发国内领先的可变排量泵，实现泵类产品“节能化”战略目标。其自主研发的二级变排量叶片式机油泵性能优异，循环节油预期可达 1%-3%、且具有耐高温高速、响应速度快的优势，可显著提升发动机性能。公司通过与上海内燃机研究所、中国一汽技术中心、奥地利 AVL 公司、德国 TPA 公司等机构保持常年的新产品开发合作，已拥有可变排量泵相关专利 120 余项，公司在可变排量泵技术上以国内领先的水准达到国际先进水平。

图 9：海内外众多客户



资料来源：公司官网、天风证券研究所

混动车型渗透率稳健提升，公司的可变排量泵产品有望销量持续增长。公司海内外众多客户包括广汽集团、三一集团、中国一汽、福田汽车、山东临工、中国重汽、长城汽车、雷沃动力、江铃汽车、中国一拖、长安汽车、奇瑞汽车、吉利控股集团、潍柴动力、玉柴机器。国内客户中，公司凭借其电子泵产品已成为混动龙头企业比亚迪的合作供应商，并于 2022 年下半年，成为理想汽车增程式新能源车型的全可变排量机油泵供应商；国外客户中，公司机油泵产品已顺利切入美国福特等国际知名企业全球供应链。

2.1. 节能化目标下，可变排量泵成为主流发展方向

可变排量泵技术原理：可变排量泵技术由发动机电脑主动控制发动机机油泵排量，借由发动机传感器数据获取，当检测到汽车怠速、发动机转速负荷最小时，发动机需要的机油供应量较少，发动机电脑通电控制电磁阀，发出回位弹簧，使得转子与定子的偏心度增大，缩小输油通道，将机油泵的排量变小，减小发动机运转阻力，并节省燃油；而当检测到转速和负荷的上升，发动机电脑在判定需要大排量时，就将电磁阀断电，收回回位弹簧，使得转子与定子的偏心度减小，扩宽输油通道，机油泵也就重新变回大排量，充分满足发动机润滑需求。

为适应低碳化和混动化的发展，变排量泵成为传统汽油机技术升级的方向。目前传统的定排量泵机械装置固定、无法满足节能减排，而变排量机油泵能根据油道内压力，通过反馈系统和调节系统提高机油压力，再将机油压送到发动机各零部件表面，提供持续充足润滑，以满足高效化、节能化需求。我们认为这意味着可变排量泵有望成为国内外主流整车厂下一代汽车发动机润滑系统的升级主要选择。

图 10：现有汽油机技术路线分析

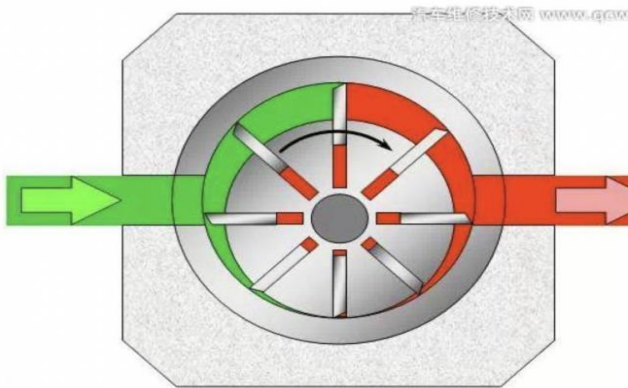
| 序号 | 主要技术路线 | 燃烧系统 | | | 配气系统 | | 增压系统 | 热管理系统 | 润滑系统 | NVH系统 |
|----|------------|--------------------|--------|-------------|---------------------------|--------------------|---------|---------|--------|-------|
| | | 喷射形式 | 喷射压力 | 循环 | 进排气可变气门正时 | 增压形式 | 智能热管理系统 | 可变排量机油泵 | 双平衡轴系统 | |
| 1 | 广汽三代4B20J1 | 高速喷射系统 | 350bar | 米勒循环 | 进排气可变正时 | 双涡单涡轮增压器 | 有 | 有 | 有 | |
| 2 | 奇瑞SQR4U20C | 鱼肚形进气道、masi燃烧室 | 350bar | 米勒循环 | CVT可变气门技术 | 双涡增压 | 有 | 有 | 有 | |
| 3 | 长安4N20 | 高速喷射技术 | 350bar | 米勒循环 | DVVT气门可变正时系统 | 单涡量涡轮增压器 | 有 | 有 | 有 | |
| 4 | 长城3M4N20 | 中置涡轮增压系统 | 350bar | 米勒循环 | 进排气DVVT可变气门正时 | 双涡量涡轮增压器 | 有 | 有 | 有 | |
| 5 | 吉利4G20TDB | 中置涡轮增压 | 200bar | — | DVVT气门可变正时 | 低惯量涡轮增压 | 有 | 有 | 有 | |
| 6 | 红旗4GC20TD | 高压直喷燃烧技术 | 350bar | 米勒循环 | 进排气DVVT | 双涡量涡轮增压器 | 有 | 有 | 有 | |
| 7 | 奥迪EA688 | 直喷和进气歧管的双喷射系统 | 350bar | 米勒循环 | 气门正时和OAS气门升降机构 | 水冷涡轮增压技术 | 有 | 有 | 有 | |
| 8 | 宝马B48B20G | 中置涡轮增压技术 | 350bar | 米勒循环 | 进排气可变正时系统 | 双涡增压器 | 有 | 有 | 有 | |
| 9 | 奔驰M264 | GDI直喷+PF气道喷射的双喷射系统 | 350bar | 阿特金森循环+米勒循环 | CAMTRONIC可变气门升降和压电式喷油器 | 转子轴承涡轮增压器+双涡量涡轮增压器 | 有 | 有 | — | |
| 10 | 丰田D-4ST | 缸内直喷+进气歧管喷射 | 300bar | 阿特金森循环+米勒循环 | VVT-i智能广角可变气门正时进气系统 | 双涡增压器 | 有 | 有 | — | |
| 11 | 本田K20C3 | 缸内直喷涡轮增压系统 | 300bar | 阿特金森循环 | VTEC可变气门升降可变系统和进排气可变正时的系统 | 单涡量涡轮增压器 | 有 | 固定排量机油泵 | 有 | |

资料来源：产品安全与召回公众号、《产品安全与召回》杂志 2023 年第 4 期、天风证券研究所

传统定排量泵机械装置呆板，成为制约发动机工作效率的关键因素。油泵依靠转子与定子的偏心设置达到泵油作用，随着转子的顺时针旋转，左侧腔室两个叶片间的空间逐渐加大，形成真空吸油；右侧腔室两个叶片间的空间逐渐减小，形成压力出油。定排量泵的转子与定子的偏心角度固定，每次输送的油量相同，无法随发动机需求而调整，造成油耗浪费与机器损耗：1）在发动机怠速或低功率运转时，发动机转速低从而导致机油排量小，容易造成润滑不足；2）在发动机高功率运转时，发动机转速较高从而机油排量大，会造成油量浪费。

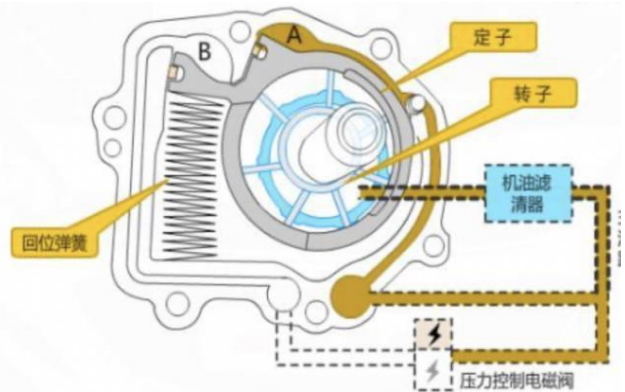
可变排量泵能耗优势凸显，助力发动机效率大幅提升。可变排量泵利用回位弹簧调节偏心角度，可按发动机实际需求定制输油量，采用可变排量机油泵一般能降低乘用车发动机 1%~2% 的燃油消耗，实现高效节油、性价比高。同时追赶汽车电气化转型潮流，变排量泵可深度融入整车电子控制系统，借由传感器实时获取发动机工作情况，在 ECU 处理分析下执行最佳润滑油量输出决策，使得发动机处于最佳的工作状态。

图 11：定排量泵



资料来源：汽车维修技术网、天风证券研究所

图 12：可变排量泵



资料来源：汽车维修技术网、天风证券研究所

2.2. 可变排量泵技术领先，公司业绩稳步提升

公司作为国内掌握可变排量泵技术的厂商，其重要合作厂商比亚迪占据全国插电混动车市场超 50% 的份额。在混动和增程式车型领域，公司掌握可变排量泵核心技术，于 2018 年投资近 3 亿元新建汽车智能变排量机油泵智能数字化生产线等，紧跟可变排量泵技术发展步伐，目前产品部分技术参数已经优于欧洲老牌竞争对手产品。

“国产替代+自主品牌”打开可变排量泵增量利润空间。公司早于 2016 年就已实现可变排量泵的批量生产，率先打破国外公司在变排量泵领域的技术垄断，成为国内主流整车厂的可变排量汽油机油泵的重要供应商。据贝哲斯咨询对可变排量泵行业市场数据的统计显示，2022 年全球与中国可变排量泵市场容量分别为 313.42 亿元与 94.62 亿元。预计全球可变排量泵市场规模在预测期将以 4.48% 的 CAGR 增长并预估在 2028 年达 407.58 亿元。2023 年上半年公司主营业务中，汽油机油泵收入 1.87 亿元，同比增长 26.65%，占营业收入的 21.42%，可变排量泵仍有较大增量空间，有望成为公司重要利润支柱之一。

图 13：公司部分变排量泵产品

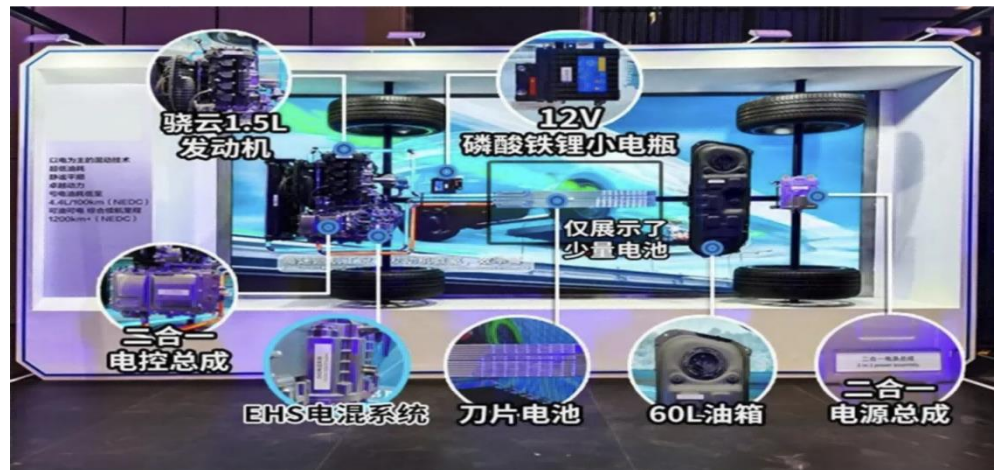


资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.3. 绑定比亚迪，客户持续升级

公司作为比亚迪的战略合作伙伴，有望使可变排量泵产品销量持续增长。公司与混动龙头企业深入合作，重塑行业竞争生态。比亚迪的 DM-i 超级混动技术实现超高效率和超低油耗，是比亚迪插混车型售价低、油耗低、噪声低、动力强的核心因素，核心优势使其产品力领先，在插混市场占据一定领先优势。

图 14：比亚迪 DM-i 混动系统拆解

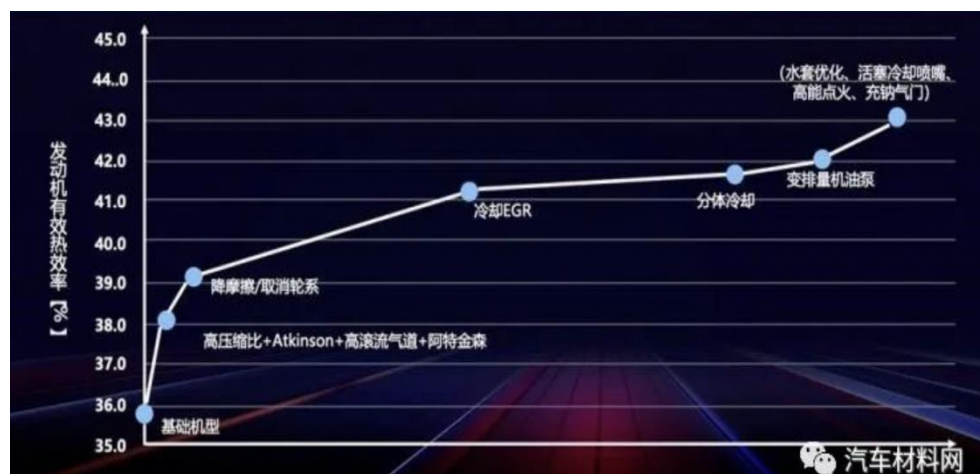


资料来源：无锡胜鼎网、驱动视界、天风证券研究所

比亚迪 DM-i 混动系统的最大优势在于其自主研发的发动机控制系统——骁云发动机。具有以下优势：1) 高压比，技术亮点在于其涡轮增压器采用了可变截面的设计，使得增压器能在更宽的转速范围内进行增压，即可保证在低转速工况下的增压效果，也不影响高

转速工况下的排气压力；2) 热效率高达 43.04%，发动机利用阿特金森循环，提高混合气体能量的利用效率，减少排气损失；3) 高效 EGR，废气再循环使用，减少废气损失。而可变排量泵正是降低发动机摩擦损失，保证发动机高效持久运行的重要部件。

图 15：比亚迪骁云发动机热效率提升技术路线



资料来源：汽车材料网公众号、天风证券研究所

比亚迪作为插电混动龙头，可拉动公司变排量泵产品需求增长。在刚刚过去的 2023 年，销量快速增长，迎来了 300 万辆销量目标的达成。2024 年 1 月 1 日，比亚迪发布产销快报显示，2023 年 12 月新能源汽车销量 34.1 万辆；2023 年累计销量 302.44 万辆，同比增长 62.3%。其中，新能源乘用车全年销量 3,012,906 辆，同比增长 62.21%。公司已与混动车领域龙头企业比亚迪建立深度合作，有望使可变排量泵产品销量持续增长。比亚迪董事长王传福在 2023 年财报投资人沟通会上宣称，预计 2024 年的销量在 2023 年的基础上至少增加 20%以上，这会进一步拓宽公司变排量泵产品的增长领域。

出口保持上升趋势，打开增长新支点。比亚迪 2023 年 12 月出口超过 3.6 万辆，当年累计出口超 24 万辆；2024，比亚迪将继续采取“群狼战术”助力出口销量的增长。比亚迪同时加大渠道建设，以拓展市场。2023 年，比亚迪子品牌方程豹将覆盖 80 余个城市，开设超过 150 家直营门店，基本实现一线和新一线城市全覆盖。

持续加码海外市场，加大生产布局力度。2023 年 12 月 22 日，比亚迪宣布将在匈牙利赛格德市建设一个新能源汽车整车生产基地，这也是中国汽车公司在欧洲建设的第一座乘用车整车工厂。另外比亚迪确立了在日本市场的发展计划；多家日本经销商透露，比亚迪的目标是到 2025 年在日本每年销售 3 万辆电动汽车。

图 16：2023 年比亚迪全年出口销量



资料来源：新浪财经、财联社、天风证券研究所

2.4. 混动赛道成为新蓝海，可变排量泵需求向好

混动汽车成为传统燃油汽车向纯电动汽车转型发展中的阶段性解决方案。插电混动的技术门槛较低、纯电汽车补贴减少、电池成本上升等，都成为混动汽车迅猛发展的重要因素。据中汽协数据显示，2022 年国内插电式混动汽车销量高达 151.8 万辆，同比增长 150%；2023 年 1-11 月，国内插电式混动汽车销量达 243.9 万辆，同比增长 83.5%，占新能源汽车销量超过 25%；预测 2024 年中国新能源汽车销量将达到 1150 万辆，混动汽车比例有望进一步提高。全球混合动力汽车的市场规模在 2022 年~2026 年间，预测将成长到 7,228 亿 2,000 万美元，在预测期间内预计将以年复合成长率 26.37% 的成长。

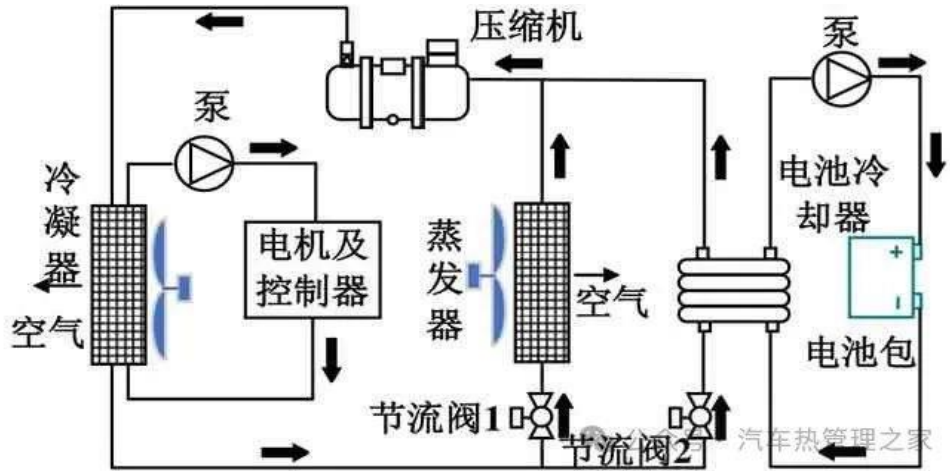
3. 纯电车未来发展趋势明显，电子油泵量价齐升

近年随着多变的地缘政治以及局部地区冲突的影响,国际油价一直居高不下。国家油耗法规的逐步严谨，引导整个汽车行业把降低发动机燃油耗和提高热效率设定为首要目标。我们认为通过电子油泵代替传统的二级可变排量机油泵可有效减少发动机摩擦损失和油耗，同时对提高发动机的热效率有明显的作用。

公司加大电子油泵的开发应用力度，与比亚迪、长安汽车合作，产品覆盖全档次纯电车型。凭借油泵领域的深厚技术积累与机-电-智能一体化的技术平台布局，公司研制的电动机预供油泵、减速器电子泵等电子油泵产品具有关键零部件自制、冷却-润滑双功能集成、高效率的优势，为纯电动车的三电系统提供流量持续可调的可靠冷却供应，广泛适配于全域车型的电驱系统。公司电子泵产品已拥有比亚迪、长安汽车、一汽、上汽等国内主流品牌整车厂作为客户，有望供应比亚迪海洋网系列并核心供应长安阿维塔系列等纯电车型。

纯电动车型始终是未来新能源汽车的重要发展方向，电子油泵产品有望实现量价齐升。充电设施的完善、电池技术的改进、电驱能力的提升，推动纯电汽车性能加速赶超传统燃油车型及混动车型、特别是电驱“三合一”集成化发展，对汽车热管理提出更高散热要求。油泵相比水泵，因具有散热性能更强、润滑-散热集成等优势，成为纯电汽车热管理系统的重要新选择，深受新能源车企欢迎，有望实现产量与价格双增长。

图 17：热管理系统



资料来源：汽车热管理之家公众号、天风证券研究所

3.1. 新能源汽车热管理革命，油是未来方向

新能源汽车热管理需求提升，油的优势更为突出。续航能力与电池寿命是新能源车运行的关键因素，由此对轻量化和温度控制提出了更高要求。油相比水，具有以下优势：1) 散热效率更高，油冷直接接触电机内部组件，深入到转子、定子绕组内部，进行冷却散热，可显著提升功率密度；2) 散热效率更高，水是导电介质，无法直接接触定子绕组等电子部件，冷却液与定子热源间的电阻较大，水冷电子在大功率工况下不能很好地抑制电机温度上升；而油具有绝缘特性好、介电常数高、凝固点低和沸点高等优势，可以直接与电机热源接触散热，热阻小、冷却面积更大，保证电机高功率工作时的降温，是电机高速化、小型化发展的冷却介质的良好选择。

表 2：电子水泵与电子油泵性能对比

| 性能 | 电子水泵 | 电子油泵 |
|------|--|---|
| 应用对象 | 车载充电机、电机逆变器、DCDC 转换器、电池包、水冷电机 | 油冷电机 |
| 优势 | · 简化冷却回路，成本较低 | · 直接冷却转子，冷却速度快 |
| 劣势 | · 电机定转子产生的热量间传递至水路，传热速率慢，因此限制了电机高转速和高负载 | · 仅电机适合油冷，逆变器油冷效率比水冷低；需要增加单独油路及水油换热器实现散热，成本较高 · 油的粘度大，同样流量需求下油泵的功率更高，耗能多 |
| 应用场景 | · 转速 16000rpm 以下的电驱冷却回路 · 高压功率电子的冷却回路 · 水热 PTC 加热回路 · 热泵关联的水路 | · 转速 16000rpm 以上的电机冷却回路 · 带两级减速的纯电动车电机和变速箱冷却回路 · 混动变速箱和电机的集成冷却 |

资料来源：电子工程专辑网、一览众咨询、天风证券研究所

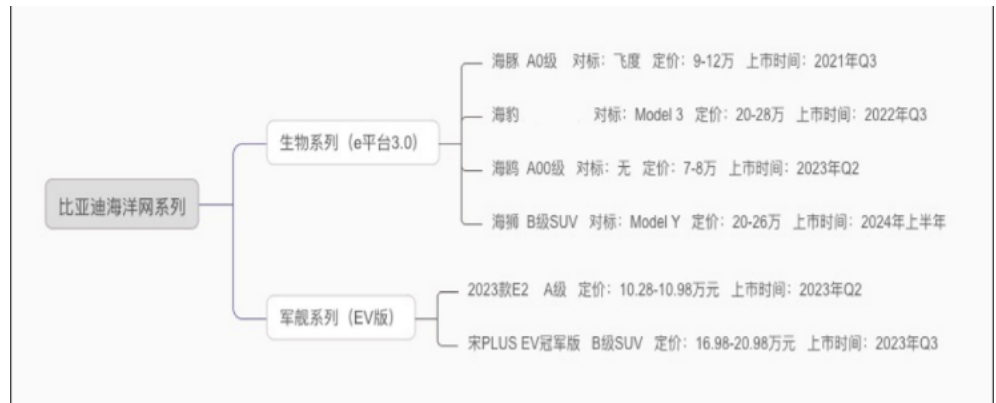
新能源汽车热管理系统价值量提升，油的性能比逐渐提高。新能源汽车的电动冷却液泵额定功率为 50W，单车所需水泵 2-5 个（产品单价在 250-300 元）左右；一般情况单车驱配置 1 个电子油泵，其产品单价略高于水泵，但整体泵类价格更低，且性能更突出，油泵的性价比优势不断凸显。

3.2. 战略结盟比亚迪，联手阿维塔打开 CHN 行业合作新模式

公司为比亚迪纯电动车配套电子油泵产品，有望供应比亚迪海洋网系列。比亚迪海洋生物系列主要瞄向中低端市场，以 e 平台 3.0 打造的纯电动动力，主打新颜值、线圈新高效率、新智能、新体验等卖点，成为比亚迪品牌的中坚力量；现已实现 7 到 28 万元区间、A00

级到 B+ 级的产品覆盖，获得广大消费者的一致认可。比亚迪海洋网系列 2022 年度累计销量达 703621 辆，海洋网“宋”车型 2023 年累计销售 427071 辆，仅 12 月销量就高达 50725 辆，一款车型甚至比一些新势力品牌的全年销量都要高。海洋网的“海豚”车型，2023 年累计销量为 367419 辆，“海鸥”的销量为 280217 辆，值得关注的是，海鸥车型是 23 年 4 月份刚上市的新车型，也是比亚迪最便宜的车型之一，仅 12 月份销量就高达 5 万多辆，2024 年有望成为比亚迪品牌内部销量冠军。

图 18：比亚迪海洋网系列纯电车型梳理



资料来源：新浪财经、大家车观察公众号等、天风证券研究所

海洋网系列成为比亚迪新能源车型增长主力，成长空间广大。比亚迪于 2022 年 3 月停止了燃油汽车的整车生产，专注于纯电动和插电式混合动力汽车业务，全面加速“油转电”进程，2024 年 1 月的产销快报显示，比亚迪已实现 300 万辆新能源汽车的年销售任务。在 2023 年第四季度，比亚迪在全球销售了超过 50 万辆纯电动汽车，首次超过其竞争对手特斯拉。

图 19：2023 年全年比亚迪 BEV 纯电车、PHEV 插电式混动汽车逐月销量

| 比亚迪乘用车及分动力总成2023年全年销量 (单位: 辆) | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|-----------|---------|---------|-----------|---------|---------|--------|-----------|---------|---------|--------|
| 时间 | 销量 | 同比 | 环比 | BEV | 同比 | 环比 | 占比 | PHEV | 同比 | 环比 | 占比 |
| 2023.01 | 150,164 | 61.60% | -35.99% | 71,338 | 53.79% | -36.27% | 47.51% | 78,826 | 69.37% | -35.74% | 52.49% |
| 2023.02 | 191,664 | 119.11% | 27.64% | 90,639 | 109.94% | 27.06% | 47.29% | 101,025 | 128.05% | 28.16% | 52.71% |
| 2023.03 | 206,089 | 97.52% | 7.53% | 102,670 | 91.32% | 13.27% | 49.82% | 103,419 | 104.09% | 2.37% | 50.18% |
| 2023.04 | 209,467 | 98.59% | 1.64% | 104,364 | 81.81% | 1.65% | 49.82% | 105,103 | 118.64% | 1.63% | 50.18% |
| 2023.05 | 239,092 | 109.39% | 14.14% | 119,603 | 124.19% | 14.60% | 50.02% | 119,489 | 96.42% | 13.69% | 49.98% |
| 2023.06 | 251,685 | 88.16% | 20.15% | 128,196 | 84.34% | 22.84% | 50.94% | 123,489 | 92.30% | 3.35% | 49.06% |
| 2023.07 | 261,105 | 60.96% | 9.21% | 134,783 | 66.42% | 12.69% | 51.62% | 126,322 | 55.52% | 2.29% | 48.38% |
| 2023.08 | 274,086 | 57.54% | 8.90% | 145,627 | 76.14% | 13.60% | 53.13% | 128,459 | 40.70% | 1.69% | 46.87% |
| 2023.09 | 286,903 | 42.76% | 9.88% | 151,193 | 59.25% | 12.18% | 52.70% | 135,710 | 27.99% | 5.64% | 47.30% |
| 2023.10 | 301,095 | 38.42% | 9.85% | 165,505 | 60.44% | 13.65% | 54.97% | 135,590 | 18.56% | -0.09% | 45.03% |
| 2023.11 | 301,378 | 31.07% | 5.05% | 170,150 | 49.37% | 12.54% | 56.46% | 131,228 | 13.10% | -3.22% | 43.54% |
| 2023.12 | 340,178 | 45.00% | 12.98% | 190,754 | 70.41% | 15.26% | 56.07% | 149,424 | 21.82% | 13.87% | 43.93% |
| 合计 | 3,012,906 | 66.21% | — | 1,574,822 | 72.84% | — | 52.27% | 1,438,084 | 51.98% | — | 47.73% |

资料来源：新浪财经、财联社、天风证券研究所

公司新获阿维塔电子油泵产品定点项目，逐步参与 CHN 行业合作新模式。阿维塔 (AVATR) 是智能电动汽车 (SEV) 全球品牌，由长安汽车 (C)、华为 (H)、宁德时代 (N) 三方联合打造，是长安汽车与华为强强联合的结晶。一方面，长安汽车作为央企子公司，历史底蕴与造车底蕴深厚，品牌销量表现出色，2023 年前三季度，长安汽车累计销售车辆 186.9 万辆，同比增长 11.2%，在市场上竞争力很强，联合这样的优质企业，是华为增加汽车行业认可的高效方式；另一方面，华为作为智驾与智能座舱领域的龙头企业，利用其先进技术，或是长安汽车加速电气化与智能化时代转型的有效解决方案。2023 年 11 月，华为与

长安汽车签订备忘录，通过华为成立新公司、长安入股的方式，深度聚焦智能网联汽车的智能驾驶系统及增量部件的研发、生产、销售和服务。未来，阿维塔优先享受该新公司的技术利好，加速朝着国际化智能电动汽车品牌迈进。

图 20：阿维塔 12 未来智能豪华轿车



资料来源：阿维塔汽车官网、天风证券研究所

“华为系”电动汽车新品牌，阿维塔带来全新的智驾体验。阿维塔 12 定位于未来智能豪华轿车，拥有领先行业的“智能+豪华”属性，通过搭载宁德时代 CTP 高性能高安全三元锂电池，拥有至高 700km 的长续航水准，在 800V 高压快充技术加持下，充电 20 分钟电量最高可达 80%，依托长续航和高效补能彻底解决续航焦虑；通过搭载基于 Harmony OS 4 打造的鸿蒙座舱，以及 HUAWEI ADS 2.0 高阶智能驾驶系统，带来更具前瞻性的智能优势，营造更好的智能驾驶体验。通过 CHN 合作模式，阿维塔系列车型集合华为的智能软件能力、长安汽车的高端制造能力、宁德时代的电池能力，成为当下先进技术的集中表现体。公司电子油泵产品应用在阿维塔车型上，作为纯电动汽车冷却润滑模块的核心部件，利于电驱系统高效运转、长续航节能。

表 3：阿维塔 12、Model Y 和蔚来 ES6 对比

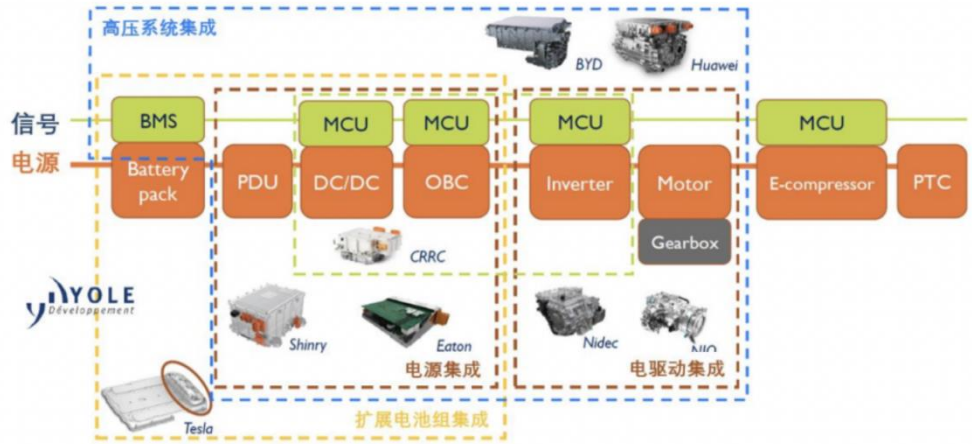
| 参数 | 阿维塔 12 | Model Y | 蔚来 ES6 |
|-------------|--|-----------------------------------|--|
| 价格 | 30.08-40.08 万元 | 25.89-36.39 万元 | 33.8-42.6 万元 |
| 级别 | 纯电中大型车 | 纯电中型 SUV | 纯电中型 SUV |
| 内在 | 配备 35.4 英寸的 4K 一体远端屏+15.6 英寸的悬浮式中控屏 | 配备 15 英寸中央触摸屏 | 配备 10.2 英寸 HDR 数字仪表+12.8 英寸 AMOLED 中控屏+6.6 英寸后排 HDR 多功能控制屏 |
| 驾驶辅助/智能配置 | 华为鸿蒙座舱系统和华为高阶智能驾驶系统 ADS2.0（可实现高速 NCA、城区 NCA 等功能） | Autopilot 自动辅助驾驶（自动辅助导航驾驶和自动辅助变道） | NIO Pilot 自动驾驶辅助系统（可实现多方位预警、ACC 自适应巡航和高速、拥堵自动驾驶辅助等功能） |
| CLTC 纯电续航里程 | 650km/700km | 554km/615km/688km | 490km/625km/930km |
| 充电效率 | 最高支持 800V 超充，可以做到“充电二十分钟，续航 350km” | 支持 400V 快充，最快“充电 10 分钟，续航 148km” | 支持 400V 快充，0.5h 快充 50% 电能，6-10h 慢冲充满电能 |
| 电驱动单元总功率 | 230kW/425kW | 220kW/357kW/331kW | 360kW |

资料来源：阿维塔官网、特斯拉官网、蔚来官网等、天风证券研究所

3.3. 展望“全电时代”，电驱“三合一”迎来风口

全面电驱动势在必行，新能源汽车电驱动系统继续向集成化趋势发展。《节能与新能源汽车技术路线图 2.0 版》的最新规划提出了“全面电驱动”的技术方向，构筑中国汽车产业新的技术架构和产业链布局。电动化技术路径和动力电池的采用，都需要电驱动系统的配合，通过集成开发关键零部件，“电机+电控+减速器”三合一系统将大量减少零部件数量、显著降低系统体积和重量，提高电驱动系统工作效率、降低噪音、增强可靠性，提升纯电动汽车的整体体验。基于“大三电”的集成，未来电动压缩机和热管理单元也存在封装总成的可能性。

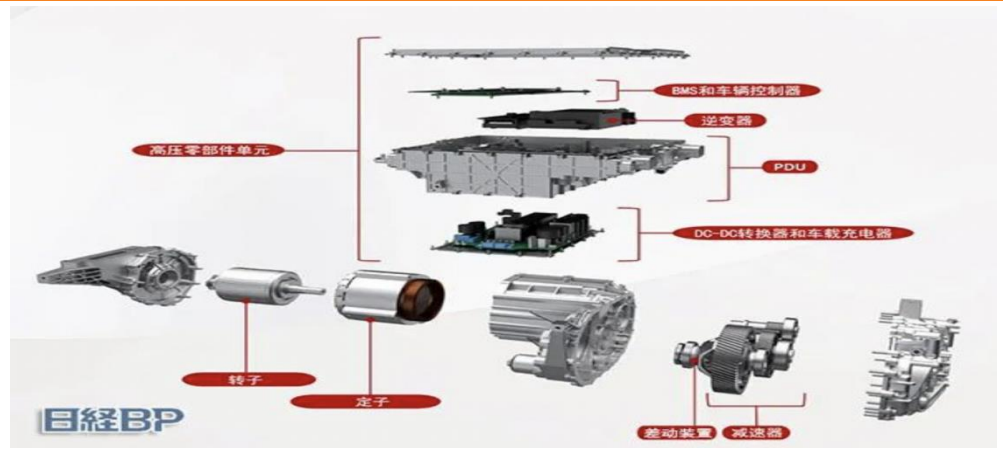
图 21：新能源汽车电驱动系统集成方案技术路径



资料来源：有驾、YOLE、天风证券研究所

“三合一”系统平台电压升级，开拓电子油泵需求。如果要进一步提高充电效率，需要进一步提升系统电压。800V 高压平台具有较多性能优势，一方面可提升充电效率、减少系统能量损耗；一方面提高电压将减小传输电流，达到降低线束体积的效果。而 800V 高压平台使得电驱动各部件需朝着高电压升级，且面临着更高电压所导致的安全、热管理等方面的挑战。油在高压环境中的绝缘性好、不导磁、凝固点低、沸点高等优点成为替代水的绝对优势。

图 22：比亚迪“八合一”电驱总成



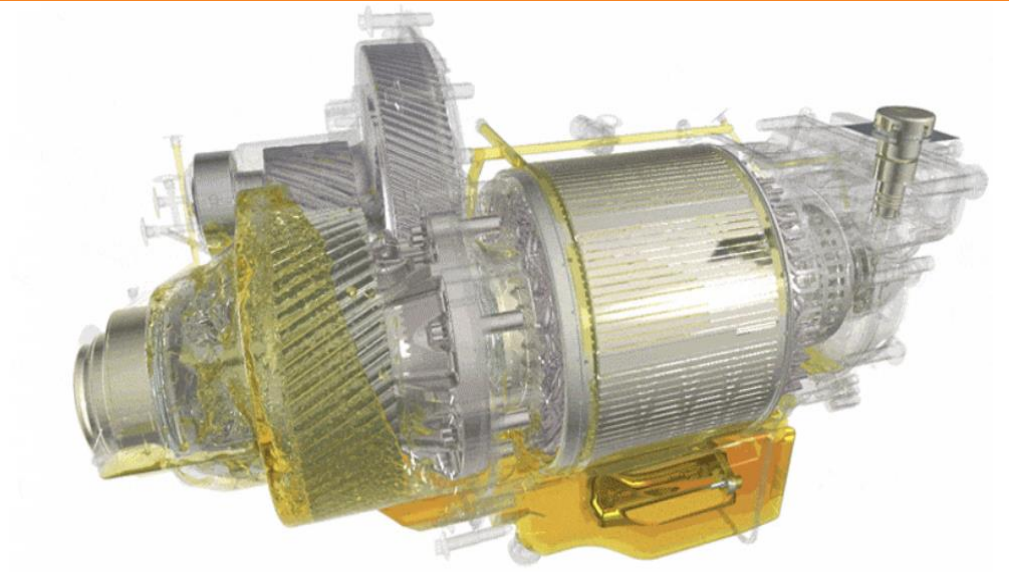
资料来源：NE 时代、日经 BP、天风证券研究所

3.4. 扩产项目上马，核心零部件自产替代加速

电机是电子油泵的价值量核心部件，直流无刷电机是良好选择。电子油泵主要由电子控制

系统、电机、泵组成，产品整体单价在 250-300 元左右，电机成为油泵产品降本增效的重中之重，特别是因直流无刷电机具有可靠性强、效率高、可接受指令调整输出功率等优点，利于油泵节能、高效输出，是电子油泵的最核心部件。

图 23：电子油泵内部结构



资料来源：电车纵横公众号、天风证券研究所

电子油泵订单情况良好，公司加快核心零部件自产替代。2023 年 1-10 月中国纯电动汽车产销累计分别完成 516.7 万辆和 516 万辆，累计分别增长 20.9%和 25.2%；中汽协预计 2024 年中国新能源汽车销量将达 1150 万辆，同比增长 20%，市场增长前景乐观。公司电子油泵新获阿维塔项目定点，已向比亚迪、一汽、上汽等大牌厂商配套生产电子泵类产品，订单充足。由此，公司 2023 年上马“年产 350 万台新能源电子泵智能制造项目”，募投项目 100%达产后可新增新能源电子油泵 300 万台/年及电子水泵 50 万台/年的生产能力。同时公司控股子公司深圳东兴昌生产电机产品，2022 年末公司电机产能为 650 万台/年；为自产自给电子油泵产量扩增，2023 年公司通过“高效节能无刷电机项目”，拟新增 400 万台电机的年生产能力。

表 4：公司电子泵类项目情况

| 客户 | 项目 |
|------|------|
| 阿维塔 | 电子油泵 |
| 比亚迪 | 电子泵 |
| 吉利汽车 | 电子泵 |
| 理想汽车 | 电子泵 |
| 上汽 | 电子泵 |

资料来源：查股网、公司公告、天风证券研究所

图 24：公司 2023 年增产项目

| 年产 350 万台新能源电子泵智能制造项目 | | |
|-----------------------|-------------------------------------|---|
| 泵类产品 | 现有产品 | 募投产品 |
| 具体产品 | 柴油机机油泵、汽油机机油泵、变速箱油泵等 | 电子油泵、电子水泵 |
| 主要应用领域 | 商用车内燃机、传统能源乘用车发动机等、部分混合动力新能源乘用车 | 混动新能源车、纯电动新能源车、氢燃料电池车 |
| 客户分布/潜在客户 | 国内外主要整车企业/动力总成企业 | 佩卡集团、智新科技股份有限公司、江苏阿姆特新能源科技有限公司、精进电动科技股份有限公司、重庆青山工业有限责任公司、柳州松芝汽车空调有限公司、青岛岳达新动新能源科技有限公司、康明斯公司、盛瑞传动股份有限公司、上海新动力汽车科技股份有限公司等 |
| 高效节能无刷电机项目 | | |
| 电机类产品 | 现有产品 | 募投产品 |
| 具体产品 | 直流无刷电机、直流减速电机、直流有刷电机、激光雷达电机等 | 车用电机（含电子泵电机）、EPS 电机、关节模组电机、工业智能装备电机 |
| 主要应用领域 | 家用电机、电动工具类电机、按摩椅类电机、少部分车用电机 | 车用电机为主，其他领域为辅 |
| 客户分布/潜在客户 | 激光雷达电机用户、家用电机用户、电动工具类电机用户、按摩椅类电机用户等 | 湘油泵内部配套、车用或其他领域用户 |

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

我们对公司的盈利预测基于以下核心假设：

1) 可变排量泵业务方面，公司可变排量泵技术节省能耗优势突出，可大幅提升发动机工作效率。目前，公司可变排量泵技术上达到国内领先，国际先进水平，已经切入多个海内外众多客户，与混动领域龙头比亚迪进行合作，有望使可变排量泵产品销量持续增长。未来公司将持续与比亚迪进行合作，带动营收和毛利率的抬升。

2) 电子泵业务方面，公司坚持贯彻“电动化、新能源化”的战略目标，已经取得多项电子泵类产品的专利技术，产品范围涵盖汽车电子水泵、电子油泵、新能源汽车电池冷却水泵。公司持续扩产电子泵产品，并自产电机等核心零部件，有望供应比亚迪海洋网系列并核心供应长安阿维塔系列等纯电车型。电驱三合一趋势下，电子泵有望成为未来“纯电时代”的必需品，我们看好该业务发展。

根据 wind 数据，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.26/2.57/3.10 亿。采用相对估值法，选择可比公司为拓普集团、三花智控、伯特利，可比公司平均估值约为 20.87。

表 5：wind 可比一致预期情况（截止 2024 年 4 月 24 日）

| 可比公司 | 2024E 归母净利润（亿） | 2024E PE |
|------|----------------|----------|
| 拓普集团 | 29.56 | 22.56 |
| 三花智控 | 38.91 | 21.04 |
| 伯特利 | 12.05 | 19.01 |

资料来源：Wind、天风证券研究所

公司在新能源领域业务快速扩张+在估值从相对较低的传统燃油车切换至更具优势的新能源领域的双重逻辑下有望迎来戴维斯双击。公司与比亚迪等龙头车企的合作也有望为公司打开混动市场空间，与阿维塔等纯电品牌绑定将进一步打开公司电子泵业务增长新曲线。我们看好湘油泵，给予湘油泵 2024 年 23X PE，对应 59.15 亿市值，目标价 28.52 元，维持“买入”评级。

5. 风险提示

技术应用进度不及预期：在新能源汽车技术的快速迭代的背景下，技术应用进度有待加强

市场竞争加剧：若公司不能及时跟进电动化行业发展趋势，会面临市场竞争力下降的风险。

新能源汽车行业复苏不及预期：新能源汽车行业复苏对公司的产品的拉动不及预期。

原辅材料价格波动风险：公司生产成本中原材料占比较高，如果原材料价格大幅上涨，可能对公司经营生产造成不利影响。

可转债募集项目建设不及预期：公司现有的人员组织架构体系面临生产和经营规模迅速扩张的挑战，难以完全把握电动化趋势带来的发展机遇。

23 年业绩快报是初步测算结果，具体财务数据以公司披露年报为准。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 311.63 | 270.22 | 155.27 | 200.30 | 425.10 | 营业收入 | 1,621.53 | 1,624.40 | 1,940.90 | 2,503.77 | 2,991.50 |
| 应收票据及应收账款 | 545.72 | 610.68 | 588.61 | 876.08 | 873.93 | 营业成本 | 1,214.51 | 1,217.27 | 1,418.22 | 1,852.79 | 2,204.74 |
| 预付账款 | 19.00 | 21.70 | 25.34 | 33.16 | 38.99 | 营业税金及附加 | 12.14 | 11.27 | 14.67 | 18.35 | 21.76 |
| 存货 | 375.76 | 400.39 | 384.35 | 673.48 | 554.23 | 销售费用 | 24.29 | 24.76 | 29.11 | 37.56 | 44.87 |
| 其他 | 311.64 | 250.24 | 350.14 | 340.28 | 372.27 | 管理费用 | 58.44 | 62.14 | 69.10 | 90.14 | 107.69 |
| 流动资产合计 | 1,563.76 | 1,553.22 | 1,503.72 | 2,123.30 | 2,264.52 | 研发费用 | 104.79 | 117.53 | 147.12 | 190.29 | 254.28 |
| 长期股权投资 | 144.46 | 137.50 | 137.50 | 137.50 | 137.50 | 财务费用 | 28.52 | 11.76 | 13.31 | 5.66 | 3.08 |
| 固定资产 | 668.32 | 764.98 | 670.92 | 576.86 | 482.80 | 资产/信用减值损失 | (12.94) | (7.25) | (10.00) | (10.06) | (9.10) |
| 在建工程 | 115.59 | 93.20 | 93.20 | 93.20 | 93.20 | 公允价值变动收益 | 0.35 | 0.05 | 15.15 | (7.63) | 3.81 |
| 无形资产 | 64.37 | 68.76 | 64.25 | 59.74 | 55.23 | 投资净收益 | (1.11) | (4.92) | 0.19 | 0.41 | 0.80 |
| 其他 | 52.40 | 129.52 | 76.58 | 85.85 | 97.14 | 其他 | (20.59) | 11.75 | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 非流动资产合计 | 1,045.14 | 1,193.96 | 1,042.45 | 953.16 | 865.88 | 营业利润 | 213.13 | 180.04 | 254.71 | 291.71 | 350.59 |
| 资产总计 | 2,624.05 | 2,767.07 | 2,546.17 | 3,076.45 | 3,130.40 | 营业外收入 | 0.29 | 0.42 | 0.70 | 0.70 | 0.70 |
| 短期借款 | 398.62 | 361.91 | 61.79 | 228.93 | 0.00 | 营业外支出 | 6.11 | 1.22 | 1.24 | 2.86 | 1.77 |
| 应付票据及应付账款 | 404.04 | 382.84 | 522.47 | 657.17 | 754.92 | 利润总额 | 207.31 | 179.24 | 254.17 | 289.56 | 349.51 |
| 其他 | 161.87 | 139.27 | 157.65 | 182.25 | 161.64 | 所得税 | 18.41 | 4.86 | 21.87 | 24.92 | 30.08 |
| 流动负债合计 | 964.53 | 884.01 | 741.91 | 1,068.36 | 916.56 | 净利润 | 188.90 | 174.38 | 232.30 | 264.64 | 319.44 |
| 长期借款 | 115.64 | 225.52 | 0.00 | 17.20 | 0.00 | 少数股东损益 | (1.85) | 4.79 | 6.56 | 7.47 | 9.02 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 190.75 | 169.59 | 225.74 | 257.17 | 310.42 |
| 其他 | 76.03 | 72.16 | 71.92 | 73.37 | 72.48 | 每股收益(元) | 0.92 | 0.82 | 1.08 | 1.24 | 1.49 |
| 非流动负债合计 | 191.67 | 297.67 | 71.92 | 90.57 | 72.48 | | | | | | |
| 负债合计 | 1,162.14 | 1,186.39 | 813.82 | 1,158.92 | 989.04 | 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 少数股东权益 | 15.95 | 20.74 | 25.28 | 30.47 | 36.74 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 160.61 | 208.79 | 208.07 | 208.07 | 208.07 | 营业收入 | 15.08% | 0.18% | 19.48% | 29.00% | 19.48% |
| 资本公积 | 501.56 | 442.52 | 442.52 | 442.52 | 442.52 | 营业利润 | 11.15% | -15.53% | 41.48% | 14.53% | 20.18% |
| 留存收益 | 813.88 | 925.85 | 1,082.28 | 1,260.84 | 1,476.50 | 归属于母公司净利润 | 14.35% | -11.10% | 33.11% | 13.92% | 20.71% |
| 其他 | (30.09) | (17.22) | (25.80) | (24.37) | (22.47) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,461.91 | 1,580.68 | 1,732.34 | 1,917.53 | 2,141.36 | 毛利率 | 25.10% | 25.06% | 26.93% | 26.00% | 26.30% |
| 负债和股东权益总计 | 2,624.05 | 2,767.07 | 2,546.17 | 3,076.45 | 3,130.40 | 净利率 | 11.76% | 10.44% | 11.63% | 10.27% | 10.38% |
| | | | | | | ROE | 13.19% | 10.87% | 13.22% | 13.63% | 14.75% |
| | | | | | | ROIC | 16.14% | 11.60% | 13.92% | 17.36% | 17.24% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债率 | 44.29% | 42.88% | 31.96% | 37.67% | 31.59% |
| 净利润 | 188.90 | 174.38 | 225.74 | 257.17 | 310.42 | 净负债率 | 17.72% | 22.68% | -1.43% | 5.28% | -17.28% |
| 折旧摊销 | 82.66 | 92.66 | 98.57 | 98.57 | 98.57 | 流动比率 | 1.63 | 1.77 | 2.03 | 1.99 | 2.47 |
| 财务费用 | 32.57 | 20.77 | 13.31 | 5.66 | 3.08 | 速动比率 | 1.24 | 1.32 | 1.51 | 1.36 | 1.87 |
| 投资损失 | 1.19 | 4.92 | (0.19) | (0.41) | (0.80) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (18.23) | (290.78) | 148.21 | (417.47) | 152.66 | 应收账款周转率 | 3.38 | 2.81 | 3.24 | 3.42 | 3.42 |
| 其它 | (145.62) | 136.11 | 21.71 | (0.15) | 12.83 | 存货周转率 | 5.12 | 4.19 | 4.95 | 4.73 | 4.87 |
| 经营活动现金流 | 141.47 | 138.06 | 507.35 | (56.63) | 576.76 | 总资产周转率 | 0.64 | 0.60 | 0.73 | 0.89 | 0.96 |
| 资本支出 | 190.04 | 168.05 | 0.24 | (1.45) | 0.89 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 3.17 | (6.97) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.92 | 0.82 | 1.08 | 1.24 | 1.49 |
| 其他 | (575.87) | (254.26) | (30.35) | 17.11 | (7.71) | 每股经营现金流 | 0.68 | 0.66 | 2.44 | -0.27 | 2.77 |
| 投资活动现金流 | (382.66) | (93.17) | (30.11) | 15.66 | (6.83) | 每股净资产 | 6.95 | 7.50 | 8.20 | 9.07 | 10.12 |
| 债权融资 | (49.71) | 46.27 | (511.55) | 165.45 | (249.53) | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | (53.26) | (50.01) | (80.63) | (79.45) | (95.61) | 市盈率 | 18.75 | 21.09 | 15.84 | 13.91 | 11.52 |
| 其他 | (12.24) | 6.59 | 0.00 | (0.00) | 0.00 | 市净率 | 2.47 | 2.29 | 2.10 | 1.90 | 1.70 |
| 筹资活动现金流 | (115.21) | 2.85 | (592.18) | 86.00 | (345.14) | EV/EBITDA | 10.75 | 8.30 | 9.03 | 8.69 | 6.63 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBIT | 13.55 | 10.80 | 12.18 | 11.44 | 8.42 |
| 现金净增加额 | (356.41) | 47.75 | (114.94) | 45.03 | 224.80 | | | | | | |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |