

丰茂股份 (301459)

证券研究报告
2024年05月17日

橡胶传动带“小巨人”，出口+后市场+品类拓展打开成长空间

丰茂股份：橡胶零部件专精特新“小巨人”

丰茂股份是一家专业从事精密橡胶零部件研发及产业化的国家级专精特新重点“小巨人”企业，主要产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件，传动系统部件是公司的主力产品。

主营传动系统部件，“进口替代、出海竞争”双轮驱动

截至23年年底，公司汽车板块业务营收占公司营收的90%以上，产品主要面向整车配套市场和售后服务市场。前装市场聚焦市场容量大的燃油车市场，同时在新能源车方向上也有布局。后装市场随汽车车龄及里程数增长，存在持续的市场需求。

在俄乌战争、外资撤离以及主要竞争对手盖茨和康迪业务收缩的背景下，公司迎来发展机遇期，LN、FWH VOSTOK 等客户订单需求持续增长，高毛利率的海外业务拓展使得公司的盈利能力进一步提升。

公司已取得米其林境内独家品牌授权以及除北美地区以外的全球品牌授权，借助米其林品牌认可度带动传动业务规模扩张。

下游应用空间广阔，非车业务储备增长空间充足

公司非车业务覆盖工程机械、家电卫浴及非道路用车等领域，近年来营收占比不断提升。工业机械项目开发力度加强，随着项目生命周期内的产值逐渐释放，我们预计非车业务有望逐步放量。

“空气弹簧”蓄势待发，开启第二成长曲线

公司及时跟进汽车行业的变化趋势，积极布局新能源汽车领域。同时引进空气弹簧相关技术人员，空气弹簧正处于试制阶段。伴随空气悬架市场的进一步开拓，有望开启第二成长曲线。

盈利预测与投资评级

预计公司2024-2026年整体营业收入有望达10.52/13.44/16.74亿元，对应2024-2026年归母净利润有望达1.85/2.38/2.92亿元，当前PE19/15/12X。参考可比公司25年PE均值水平，给予公司25年19X PE，目标价56.43元。公司作为国内橡胶传送带领域领军企业，主业凭借国产替代、米其林授权等陆续拓展国内外市场，多元布局工业传动带、空气弹簧等打开第二增长曲线，在未来业绩有望较快增长。

风险提示：宏观经济不景气引致的汽车行业下滑风险、新能源汽车技术发展带来的风险、境外市场销售风险、主要原材料价格波动的风险、主观性风险、市场开发和管理风险、应收账款回收风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	608.03	801.58	1,052.28	1,344.20	1,674.39
增长率(%)	9.62	31.83	31.28	27.74	24.56
EBITDA(百万元)	150.21	206.16	222.17	276.20	334.93
归属母公司净利润(百万元)	102.25	138.18	184.65	237.52	291.79
增长率(%)	46.03	35.14	33.63	28.63	22.85
EPS(元/股)	1.28	1.73	2.31	2.97	3.65
市盈率(P/E)	34.66	25.65	19.19	14.92	12.15
市净率(P/B)	9.75	3.33	1.74	1.56	1.38
市销率(P/S)	5.83	4.42	3.37	2.64	2.12
EV/EBITDA	0.00	13.91	7.83	5.28	3.53

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/橡胶
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	44.3元
目标价格	56.43元

基本数据

A股总股本(百万股)	80.00
流通A股股本(百万股)	18.97
A股总市值(百万元)	3,544.00
流通A股市值(百万元)	840.24
每股净资产(元)	13.77
资产负债率(%)	28.15
一年内最高/最低(元)	66.20/29.41

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

王彬宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070005
wangbinyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 丰茂股份：橡胶零部件专精特新“小巨人”	5
1.1. 深耕橡胶行业二十余年，技术实力国内领先	5
1.2. 产品覆盖三大板块，市场份额不断扩增	5
1.3. 股权结构稳定，管理团队技术背景深厚	6
1.4. 营收、净利持续增长，三大主营业务增长强劲	7
1.5. 募投项目：传动带、张紧轮的产能扩张和技术研发	9
2. 传动系统部件占主导，“进口替代、出海竞争”双轮驱动	9
2.1. 聚焦汽车领域，传动系统部件占主力	10
2.1.1. 前装市场：橡胶零部件市场广阔，传统燃油车为主要客户	10
2.1.2. 后装市场：市场容量大，易损件催生增长动力	12
2.2. 大客户贡献稳定，海外客户占比不断提升	13
2.3. 竞争市场格局改善，进口替代优势凸显	13
2.3.1. 国内橡胶零部件行业起步晚，外资垄断市场	13
2.3.2. 进口替代空间广阔，性价比优势助力抢占市场	14
2.4. 境外市场需求释放，海外版图不断扩张	15
2.5. 获米其林品牌授权，站在巨人的肩膀上	16
2.6. 海外竞对研究：从盖茨与康迪看丰茂未来成长空间	17
2.6.1. 盖茨：后装市场业务规模大于前装，盈利能力可观	17
2.6.2. 康迪泰克：工业业务板块强势，汽车板块逐渐退坡	18
3. 下游应用空间广阔，非车业务储备增长空间充足	19
3.1. 下游应用空间广阔，非车业务市场容量大	19
3.2. 产品多点布局，非车业务加速成长	21
4. “空气弹簧”蓄势待发，开启第二成长曲线	22
4.1. “双碳”背景下，进军新能源汽车领域	23
4.2. 前瞻布局空气弹簧，开启第二成长曲线	23
5. 盈利预测	25
6. 风险提示	26

图表目录

图 1：丰茂股份发展历程	5
图 2：丰茂股份公司股权结构（截至日期：2024 年 3 月 31 日）	7
图 3：丰茂股份 2019-2023 年营收	8
图 4：丰茂股份 2020-2023 年归母净利润	8
图 5：丰茂股份 2020-2023 年各业务收入占比	8
图 6：丰茂股份 2020-2023 年收入构成（单位：百万元）	8
图 7：丰茂股份 2019-2023 年毛利率与净利率	8
图 8：丰茂股份 2019-2023 年主要产品的毛利率变动	9
图 9：丰茂股份整车配套市场燃油车与新能源车营收占比	10

图 10: 我国汽车车龄结构	12
图 11: 全球各地区后装市场规模 (单位: 亿欧元)	12
图 12: 丰茂股份前五大客户营业收入占比	13
图 13: 丰茂股份 2020-2023 年主要产品市场份额	15
图 14: 丰茂股份境内外年度销售收入及毛利率 (单位: 万元)	15
图 15: 丰茂股份境外市场分地区营收 (单位: 万元)	15
图 16: 2023 年米其林与大陆集团业务销售额对比 (单位: 亿欧元)	16
图 17: 2023 年盖茨分终端市场营收占比	17
图 18: 2019-2023 年盖茨营收及调整后 EBITDA 利润率	18
图 19: 2019-2023 年盖茨分部门调整 EBITDA 利润率	18
图 20: 康迪泰克销售收入及 EBITDA 利润率 (单位: 百万欧元)	19
图 21: 康迪泰克分地区营收占比	19
图 22: 康迪泰克整车配套、工业及售后市场营收 (单位: 百万欧元)	19
图 23: 中国工业机械行业营收及增长率	20
图 24: 中国农业机械行业营收及增长率	20
图 25: 中国家电卫浴每百户人均拥有量	20
图 26: 丰茂股份新能源项目客户数量及定点项目数量 (个)	23
图 27: 丰茂股份空气弹簧产品示意图	24
表 1: 丰茂股份传动系统部件及示意图	5
表 2: 丰茂股份流动管路系统部件	5
表 3: 丰茂股份密封系统部件	6
表 4: 丰茂股份核心技术人员主要研究成果 (研究结果统计截至 23H1)	7
表 5: 丰茂股份拟募集资金金额及用途 (万元)	9
表 6: 丰茂股份传动系统部件及示意图	10
表 7: 丰茂股份产品整车平均用量及单价	10
表 8: 丰茂股份整车配套市场产品容量 (万辆、万件、万米)	11
表 9: 丰茂股份主要零部件在燃油车及新能源车的配套使用情况	11
表 10: 丰茂股份售后配套市场空间	12
表 11: 丰茂股份国内外主要竞争对手	13
表 12: 丰茂股份主营业务毛利率与同行业上市公司比较	14
表 13: 丰茂股份海外主要客户情况介绍	16
表 14: 丰茂股份细分领域橡胶零部件应用	20
表 15: 丰茂股份非车业务产品应用领域及示意图	21
表 16: 丰茂股份下游行业主要产品投产情况 (截止日期: 2023 年 12 月 8 日)	22
表 17: 丰茂股份工业项目模具开发情况	22
表 18: 丰茂股份整车市场收入中燃油车与新能源车占比 (万元)	23
表 19: 丰茂股份售后市场收入中燃油车及新能源车占比 (万元)	23
表 20: 目前空气悬架主要配置车型及价格	24
表 21: 丰茂股份在研项目预算 (万元)	24
表 22: 公司分业务盈利预测 (亿元)	25

表 23：可比公司 PE 表（Wind 一致预测）（截止日期：2024.4.30） 26

1. 丰茂股份：橡胶零部件专精特新“小巨人”

1.1. 深耕橡胶行业二十余年，技术实力国内领先

公司深耕橡胶行业，逐步成为橡胶传动带行业龙头。公司成立于 2002 年 7 月，设立之初主要经营流体管路系统、密封系统等橡胶零部件业务；2006 年形成了传动系统部件、密封系统部件两大业务领域的产品结构；2008 年，成为比亚迪合格供应商，传动系统部件业务由汽车售后服务市场拓展进入整车配套市场；2012 年，与博世、舍弗勒等知名汽车零部件企业开展合作；2021 年，接受米其林委托，使用其授权品牌对外销售，并于同年成为国家级专精特新重点“小巨人”企业；2022 年，启动空气悬架系统项目；公司于 2023 年 12 月在深交所创业板上市。

图 1：丰茂股份发展历程



资料来源：公司官网、招股说明书、天风证券研究所

1.2. 产品覆盖三大板块，市场份额不断扩增

聚焦精密橡胶零部件，23 年传动系统部件板块营收占比达 68%。公司产品主要分为三大板块，①**传动系统部件**：包括传动带、张紧轮部件；②**流体管路系统部件**：进气系统管路、冷却系统管路和其他系统管路等介质传输管状零部件；③**密封系统部件**：包括制动系统密封件、油封密封件和其他密封件等防泄漏或防杂质侵入的密封原件。公司产品主要应用于汽车领域，覆盖工业机械、家电卫浴等领域，其中传动系统部件 23 年营收占比 68%。

表 1：丰茂股份传动系统部件及示意图

类别	产品	产品介绍	示意图
传动系统部件： 应用于汽车、工业机械等领域	同步带	通过带齿与轮的齿槽相啮合来传递动力，具有传动准确、传动平稳、能吸振、噪音小等优点。	
	多楔带/V 带	通过带与带轮的摩擦传动驱动动力，具有结构紧凑、运转平稳、可同时传动多个带轮等优点。	
	张紧轮/惰轮	张紧轮为发动机传动系统提供合适的恒定张力，起到降噪、维持传动带张力稳定的作用。 惰轮通过改变传动带的带段长度和各附件的包角以提高传动效率。	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 2：丰茂股份流动管路系统部件

类别	产品	产品介绍	示意图
----	----	------	-----

流体管路系统部件：应用于汽车和工业机械的动力总成、底盘和车身三大模块

涡轮增压进/出气管	应用于发动机进气系统，将发动机排气歧管的废气传递至涡轮增压器，后将涡轮增压器中压缩的热空气送入中冷器。	
中冷器进/出气管	应用于发动机进气系统，将经过涡轮增压器增压的高温空气传递至中冷器，后将经过中冷器冷却后的高压低温空气送入发动机中。	
空滤器进/出气管	应用于发动机进气系统，将经过滤清器过滤的洁净空气传递至进气歧管，为发动机燃烧提供空气。	
散热器管	通过传输冷却液将发动机工作产生的热量传递至散热器降温，并将散热后的冷却液传送回发动机。	
冷却水管	应用于发动机冷却系统，将发动机冷却液传输至冷却系统循环，达到冷却发动机的效果。	
卫浴水管	应用于卫浴设备内部，如粉碎机、抽水马桶、排水管道等，起到传输液体的作用。	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 3：丰茂股份密封系统部件

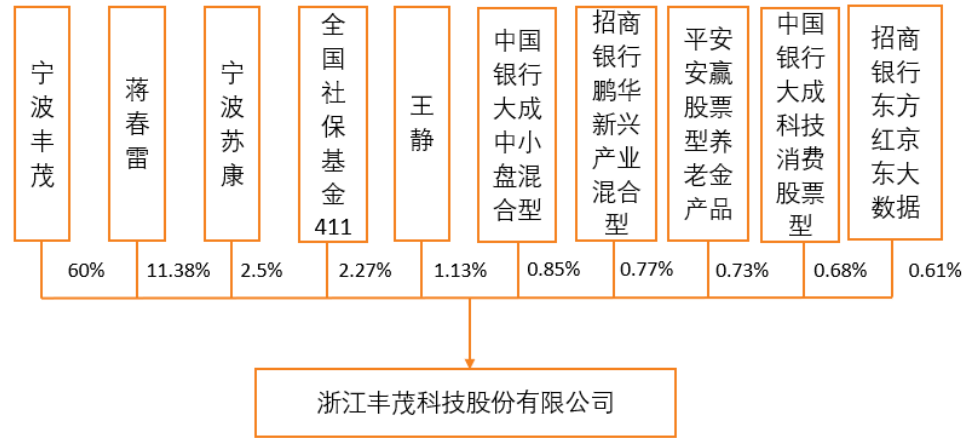
类别	产品	产品介绍	示意图
密封系统部件：应用于汽车、农业机械、家电卫浴等领域	制动隔膜	应用于制动系统的膜片式制动气室中，起到密封气路和传递空气压力的作用。	
	前/后轮油封等	应用于传动系统和动力系统，将传动部件中需要润滑的部件与出力部件隔离，不至于让润滑油渗漏。	
	防尘罩	随制动气室推杆或盘式制动器推杆收缩或延展而变形，起到保护、防尘、密封作用。	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.3. 股权结构稳定，管理团队技术背景深厚

公司股权结构稳定，蒋春雷、王静夫妇及其子蒋淞舟为共同实际控制人。公司控股股东为丰茂控股，蒋春雷、王静夫妇及其子蒋淞舟系共同实际控制人。蒋春雷现任公司董事长，直接持有公司 15.17% 股份，通过丰茂控股和苏康企管间接持有公司 43.33% 股份。王静现任公司董事兼行政总监，直接持有公司 1.5% 股份，通过丰茂控股间接持有公司 12% 股份。蒋淞舟通过丰茂控股间接持有公司 26.4% 股份。

图 2：丰茂股份公司股权结构（截至日期：2024 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind、天风证券研究所

管理团队技术背景深厚，专注先进技术研发。截至 23H1，公司董事长蒋春雷主要负责“辅助传动系统研发”、“三元氟胶管研制和开发”等多个研发项目，作为发明人形成专利 49 项，其中境外发明专利 2 项。王军成作为董事兼总经理，主要负责“环保型花纹汽车多楔带”、“发动机前端附件弹性多楔带系统的应用与技术推广”等多个研发项目，形成专利 6 项。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有研发与技术人员 137 名，占员工总数的比例为 14.18%。

表 4：丰茂股份核心技术人员主要研究成果（研究结果统计截至 23H1）

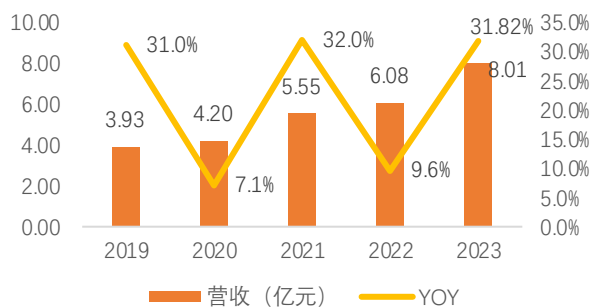
核心技术人员主要研究成果		
姓名	职位	主要研究成果及对公司研发的贡献
蒋春雷	董事长	1、负责“辅助传动系统研发”、“三元氟胶管研制和开发”等多个研发项目 2、作为发明人形成专利 49 项，其中境外发明专利 2 项 3、作为起草人参与《同步带传动汽车同步带物理性能试验方法》GB/T10716-2012、《同步带传动安装技术规范》GB/T30172-2013 等多项标准
王军成	董事、总经理	1、负责“环保型花纹汽车多楔带”、“发动机前端附件弹性多楔带系统的应用与技术推广”等多个研发项目 2、作为发明人形成专利 6 项 3、作为起草人参与《带传动术语第 1 部分：基本术语》GB/T6931.1-2020、《工业用多楔带》HG/T4494-2013 等 10 余项标准
董勇修	董事、副总经理	1、负责“模压 PK 多楔带开发”、“汽车混动发动机 BSG 附件多楔带开发”等多个研发项目 2、作为发明人形成专利 8 项
曹有华	副总经理	1、负责“制动气室橡胶隔膜”、“内氟外硅涡轮增压管”等多个研发项目 2、作为发明人形成专利 6 项 3、作为起草人参与《汽车涡轮增压器用橡胶胶软管规范》ISO17324:2014、《汽车涡轮增压器用橡胶胶软管规范》GB/T33381:2016 等 10 余项标准

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.4. 营收、净利持续增长，三大主营业务增长强劲

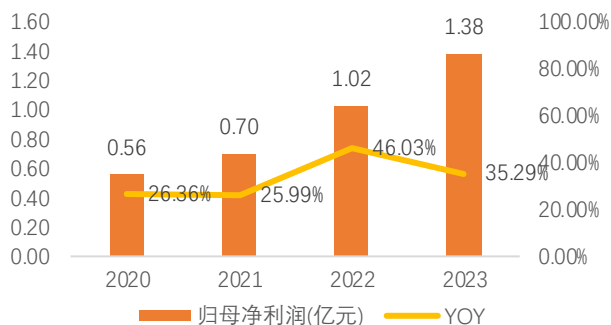
公司营收、归母净利持续增长。2019-2023 年公司营业收入稳步增长，CAGR 为 19.5%。2021 年公司营收同比增长 32%，归母净利同比增长 26%，公司传动系统销售收入增加，主要系受海外疫情反复持续，境外品牌商客户增加对公司采购，叠加配套车型销量增长或配套份额提高引致流体管路系统部件销量增长。2022 年公司营收同比增长 9.6%，较上年增速有所下滑，原因有进气系统管路及密封系统产品销量下降。2023 年，公司营收较上年同期增长 31.82%，主要系俄乌战争导致俄罗斯汽车零部件市场严重供不应求，公司核心产品出海竞争优势明显；KAH 配套份额提高，采购订单增加；ASSP 新项目量产，公司配套的流体管路系统产品销量增加，共同引致公司整体收入增长较快。

图 3：丰茂股份 2019-2023 年营收



资料来源：2023 年年报、招股说明书、天风证券研究所

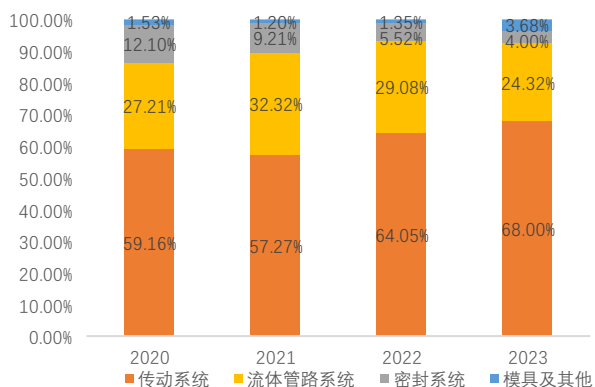
图 4：丰茂股份 2020-2023 年归母净利润



资料来源：2023 年年报、招股说明书、天风证券研究所

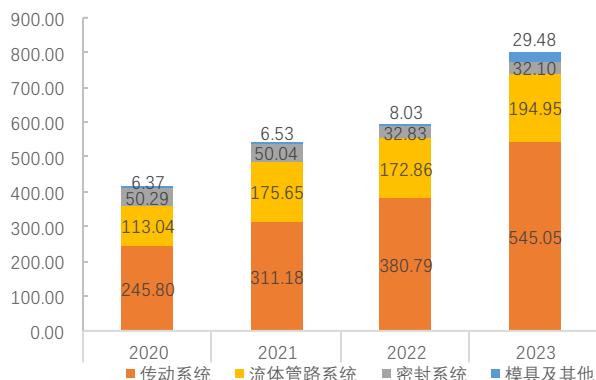
三大主营业务增长动力强劲，传动系统占营收超一半。传动系统：2021-2022 年公司传动系统产品销售收入同比增长 26.60%、22.37%，增速较为稳定；2023 年海外订单持续增加，传动系统产品销售持续增长。**流体管路系统：**2023 年占公司营收的 24.32%。流体管路占比下滑，业务收入提高。主要系随着一汽解放等整车客户冷却系统管路新项目陆续实现定点销售，公司流体管路系统产品销售收入快速增长。**密封系统：**2023 年占公司营收的 4%

图 5：丰茂股份 2020-2023 年各业务收入占比



资料来源：2023 年年报、招股说明书、天风证券研究所

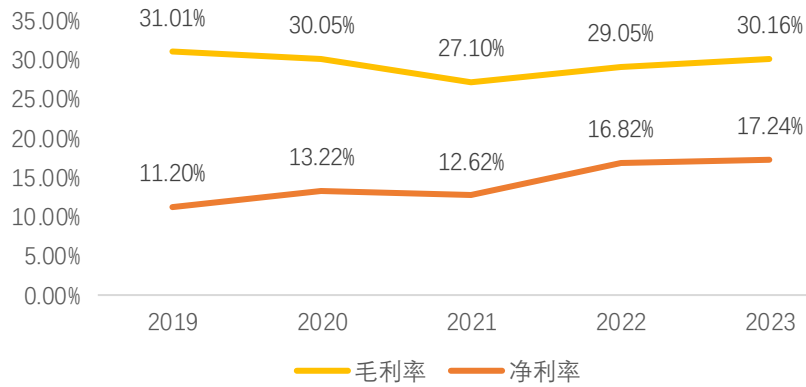
图 6：丰茂股份 2020-2023 年收入构成（单位：百万元）



资料来源：2023 年年报、招股说明书、天风证券研究所

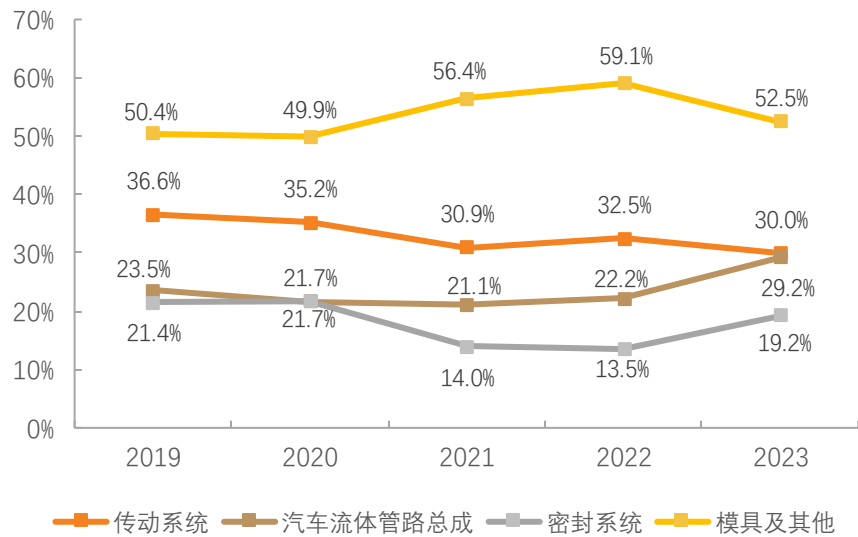
受产品结构、地区结构等变动等因素影响，毛利率持续攀升。2020 至 2023 年，公司销售净利率分别为 13.22%、12.62%、16.82%和 17.24%，销售毛利率分别为 30.05%、27.10%、29.05%和 30.16%。公司毛利率提升主要系较高毛利率的传动系统营收占比提升以及来自海外的营收占比提升所致。

图 7：丰茂股份 2019-2023 年毛利率与净利率



资料来源：2023 年年报、招股说明书、天风证券研究所

图 8：丰茂股份 2019–2023 年主要产品的毛利率变动



资料来源：招股说明书、2023 年年报、天风证券研究所

1.5. 募投项目：传动带、张紧轮的产能扩张和技术研发

募投项目聚焦传动部件板块产能扩张及技术研发。2023 年 12 月公司于深交所创业板上市，募投项目聚焦传动带、张紧轮的产能扩张和技术研发。①产能扩张：募投资金将用于传动带智能工厂建设项目与张紧轮扩产项目，从而扩大公司产能，丰富产品类型，提升产品性能，实现规模效应，满足日益增长的市场需求；②技术研发：研发中心建设项目的顺利实施有助于提升公司的生产工艺水平与产品开发能力，提高产品生产效率和稳定性，使公司技术水平始终处于行业领先地位。

表 5：丰茂股份拟募集资金金额及用途（万元）

项目名称	拟募集资金投资额
传动带智能工厂建设项目	29,511.73
张紧轮扩产项目	8,493.56
研发中心升级建设项目	5,564.16
合计	43,569.45




资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2. 传动系统部件占主导，“进口替代、出海竞争”双轮驱动

2.1. 聚焦汽车领域，传动系统部件占主力

产品主要应用于汽车领域，服务整车配套和售后市场。公司主要从事精密橡胶零部件研发、生产及销售，主要产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等，广泛应用于汽车、工业机械、家电卫浴等领域。截至 23 年年底，汽车领域占公司营收的 90%以上，公司产品服务于整车配套及售后服务市场，其中，汽车传动带、张紧轮等传动系统部件为公司主力产品。

表 6：丰茂股份传动系统部件及示意图

类别	产品	产品介绍	示意图
传动系统部件： 应用于汽车、工业机械等领域	同步带	通过带齿与轮的齿槽相啮合来传递动力，具有传动准确、传动平稳、能吸振、噪音小等优点。	
	多楔带/V 带	通过带与带轮的摩擦传动驱动动力，具有结构紧凑、运转平稳、可同时传动多个带轮等优点。	
	张紧轮/惰轮	张紧轮为发动机传动系统提供合适的恒定张力，起到降噪、维持传动带张力稳定的作用。 惰轮通过改变传动带的带段长度和各附件的包角以提高传动效率。	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.1.1.前装市场：橡胶零部件市场广阔，传统燃油车为主要客户

汽车橡胶零部件市场广阔。在汽车成本结构中，根据招股说明书中披露的数据，橡胶零部件占 6%左右，其中汽车非轮胎橡胶制品占 2%左右。若按照每辆车 10 万元计算，则每辆车上的非轮胎橡胶件价值为 2,000 元左右。2022 年，我国汽车产量为 2,702.1 万辆，据此测算，我国整车配套市场非轮胎橡胶件年需求市场约为 540 亿。

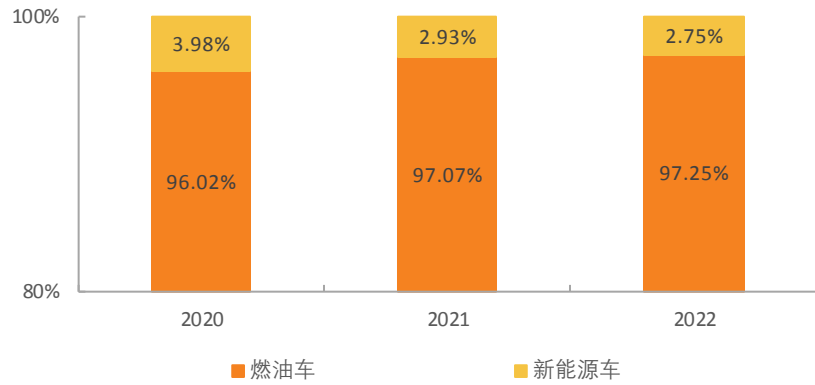
表 7：丰茂股份产品整车平均用量及单价

产品	整车平均用量	平均价格
汽车传动带	1.5 条/辆	10-20 元/件
张紧轮	1.5 件/辆	35-40 元/件
流体管路部件	20 米/辆	10-60 元/件
制动密封件	7 件/辆	4-5 元/件
油封密封件	25 件/辆	1-2 元/件

资料来源：公司公告、天风证券研究所

整车配套市场以传统燃油车为主。截至 23 年年底，公司产品主要供应于燃油车，占营收 90%以上，新能源车营收占比较低。纯电动和燃料电池汽车由于不再装有发动机和变速箱等传统燃油汽车驱动装置，与之配套的非轮胎橡胶零部件，如传动系统部件（汽车传动带、张紧轮）等影响较大。但是，目前新能源汽车渗透率较低，燃油车销量和保有量占据市场绝对主流地位，同时其他流体管路系统部件和密封系统部件仍可配套纯电动和燃料电池汽车使用，且进气系统管路配套比例提高，冷却系统管路单车用量和售价均提高，因此，新能源汽车的发展对公司存在多元化影响。

图 9：丰茂股份整车配套市场燃油车与新能源车营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 8：丰茂股份整车配套市场产品容量（万辆、万件、万米）

类别	项目	2020	2021	2022
汽车新增产量		2522.5	2608.2	2702.1
传动带	单车平均用量		1.5 件/辆	
	市场容量	3,783.75	3,912.30	4,053.15
张紧轮	单车平均用量		1.5 件/辆	
	市场容量	3,783.75	3,912.30	4,053.15
流体管路部件	单车平均用量		20 米/辆	
	市场容量	50450	52164	54042
制动密封件	单车平均用量		7 件/辆	
	市场容量	17,657.50	18,257.40	18,914.70
油封密封件	单车平均用量		25 件/辆	
	市场容量	63,062.50	65,205.00	67,552.50

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 9：丰茂股份主要零部件在燃油车及新能源车的配套使用情况

产品类别	传动燃油汽车	混合动力汽车	纯电动和燃料电池汽车
传动系统			
其中:传动带	单台车平均用量 1.5 件;均价 10-20 元/件	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异	不使用
张紧轮	单台车平均用量 1.5 件;均价 35-40 元/件	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异	不使用
流体管路系统			
其中:进气系统管路	单台车平均用量 2 米;均价 40-60 元/件	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异;涡轮增压进气系统管路配置需求较燃油车更高	不使用
冷却系统管路	单台车平均用量 3.5 米;均价 10-15 元/件	单台车平均用量是燃油车的 2-3 倍、每米均价提高 50%-100%	单台车平均用量是燃油车 2-3 倍;纯电动车每米均价提高 50%-100%、燃料电池车提高 200%-300%
其他	天窗排水管路为例,单台车平均用量 2 米;均价 10 元/件	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异
密封系统			

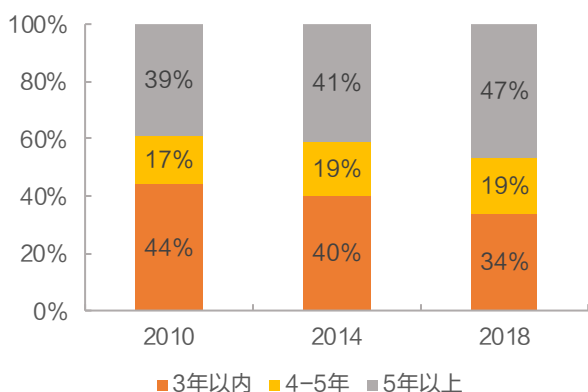
其中:制动密封件	单台车平均用量 7 件;均价 4-5 元/件	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异
油封密封件	单台车平均用量 25 件;均价 1-2 元/件	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异
其他	○ 型圈为例,单台车平均用量 160-200 个;均价 0.5-2 元/件	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异	单台车平均用量、均价与燃油车无明显差异

资料来源:公司公告、天风证券研究所

2.1.2.后装市场:市场容量大,易损件催生增长动力

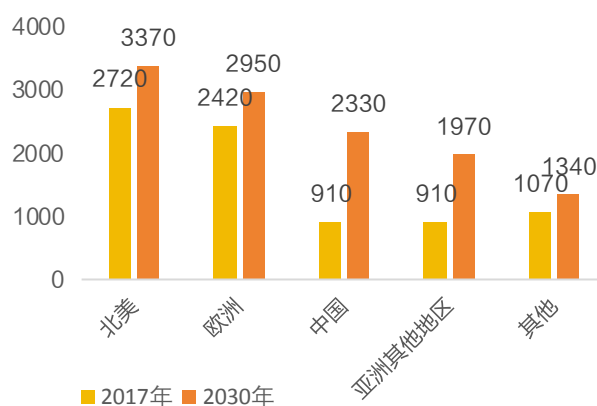
售后服务市场增长潜力充足,呈现持续增长趋势。售后服务市场具有周期性较弱、产品需求稳定等特征,随着汽车保有量的不断增长、存量汽车平均使用寿命的增加以及消费者改装意识的增强,售后服务市场需求呈持续增长趋势,有望成为行业重要组成部分。

图 10:我国汽车车龄结构



资料来源:德勤《2020 中国汽车后市场白皮书》、招股说明书、天风证券研究所

图 11:全球各地区后装市场规模(单位:亿欧元)



资料来源:麦肯锡、招股说明书、天风证券研究所

表 10:丰茂股份售后配套市场空间

类别	项目	2020	2021	2022
汽车保有量(亿辆)	汽车保有量(亿辆)	2.8	3.02	3.19
	其中:商用车	2942	2714	-
传动带	单车平均用量		1.5 件/辆	
	平均更换率		15%	
	市场容量	6,322.50	6,795.00	7,177.50
张紧轮	单车平均用量		1.5 件/辆	
	平均更换率		15%	
	市场容量	6322.5	6795	7177.5
制动密封件	单车平均用量		7 件/辆	
	平均更换率		商用车 100%	
	市场容量	20,594.00	18,998.00	-
油封密封件	单车平均用量		25 件/辆	
	平均更换率		商用车 167%	
	市场容量	122,828.50	113,309.50	-

资料来源:公司公告、天风证券研究所

售后服务市场主要集中于传统燃油车领域。截至 23 年年底,公司售后服务市场主要集中在传统燃油车领域,营收占比 90%以上。公司凭借多年的行业技术积累和整车配套经验,加大对境内外汽车售后服务市场的开拓力度,配套博世、LNDISTRIBUTION LLC、舍弗

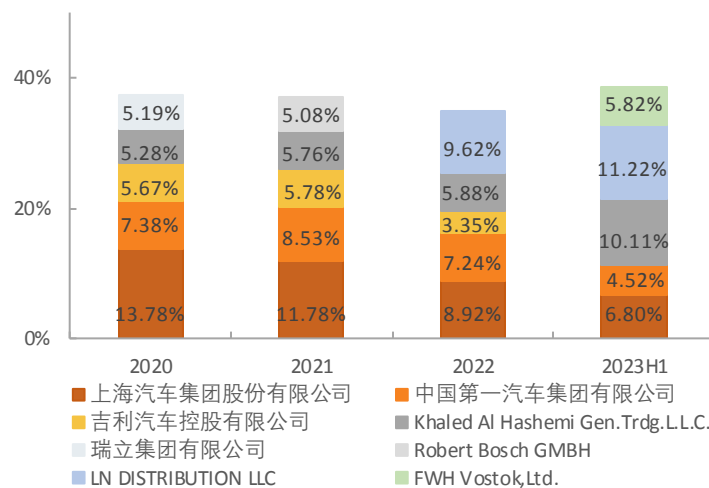
勒、迈乐、费比、米其林等国际知名汽车零部件品牌商客户，同时国内售后服务市场经销商客户集中度稳步上升，客户结构不断优化，销售规模持续增长，规模效应逐步体现。

易损件需定期更换，后装市场需求持续攀升。随车龄增加，车辆部分易损件进入更换周期，车辆的养护需求频率明显增加。例如，皮带、链条、变速箱油等在 6 万公里内通常不需要保养，但超过 6 万公里（约 3 年左右）后保养需求将逐渐显现；车龄在 8-10 年时，密封、减震等系统中的部分橡胶零部件将逐渐失效，产生更换需求。随着国内汽车销售市场逐步回暖、人均汽车保有量持续提升、汽车向轻量化趋势发展以及汽车“老龄化”不断加深等现象出现，将为汽车橡胶零部件行业带来持续的市场需求。

2.2. 大客户贡献稳定，海外客户占比不断提升

前五大客户营收贡献占比超 30%，新增海外订单较多。截至 23H1，公司已发展成为上汽集团、一汽集团、吉利汽车等国内外知名整车厂，及 LNDISTRIBUTION LLC、米其林等知名汽车零部件企业的合格供应商，前五大客户营收贡献超过 30%。受俄乌战争影响，欧美车企及零部件供应商纷纷撤离俄罗斯市场，同时因俄罗斯本土汽车零部件企业发展落后，无法满足市场的需求，关键零部件出现严重短缺的情况，公司在 2021-2023 年新增主要客户 LNDISTRIBUTIONLLC、FWHVostok,Ltd 均为俄罗斯公司，公司凭借稳定的产品质量和优质的客户服务，新增较多采购订单。

图 12：丰茂股份前五大客户营业收入占比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.3. 竞争市场格局改善，进口替代优势凸显

2.3.1. 国内橡胶零部件行业起步晚，外资垄断市场

国内传动系统高端部件呈现外资垄断格局。汽车零部件核心产品传动系统部件性能要求高，技术难度大，具有较高的市场进入壁垒，国内高端整车配套市场长期被康迪、盖茨、岱高等外资品牌垄断，进口替代和出海竞争大。我国由于橡胶零部件生产行业起步较晚，行业内中小企业较多，难以匹配行业客户需求。

表 11：丰茂股份国内外主要竞争对手

公司	公司简介
康迪（德国）	康迪(Conti)是全球非轮胎橡胶和塑料技术领域的主要制造商，主营为汽车、机械、化工、矿业等行业提供橡胶零部件及解决方案。
哈金森（法国）	哈金森(Hutchinson)总部位于法国，主要生产和销售航空、铁路、汽车工业的橡胶制品。服务于标致、雪铁龙、奥迪、大众、宝马、VOLVO 等汽车企业。

盖茨 (美国)	盖茨(Gates)是全球最大的动力传动带及汽车配件制造商。公司提供数百种轿车和卡车的零部件, 以满足全世界汽车制造商的各种设计需要。
阪东化学 (日本)	阪东化学(Bando)主要产品为工业动力和输送传动带, 产品广泛应用于汽车、工业、建筑、化学合成成品等领域。
欧皮特 (德国)	欧皮特(Opti)是一家高品质动力传动皮带制造商。目前在欧洲有六家生产工厂。
岱高 (美国)	岱高(Dayco)是世界上最大的汽车传动带生产商之一, 其正时传动带销量排名全球第一, 配套整车厂客户包括德国大众、美国通用、一汽大众、上海大众等。
舍弗勒 (德国)	舍弗勒(Schaeffler)在轴承解决方案、直线和直接驱动技术具有领先地位, 也是汽车行业发动机、变速箱和底盘应用领域高精密产品与系统的知名供应商。
莱顿 (加拿大)	莱顿(Litens)主营汽车动力传动系统及零部件的设计及制造, 在多个国家设立有工厂、研发中心或办事处等。

国内主要竞争对手

三力士股份有限公司(002224.SZ)	主营传动带, 按照应用领域分为工业 V 带、农机 V 带和汽车 V 带, 产品应用于工业、矿山、农机、汽车等领域。
元创科技股份有限公司	主要经营农用、工程、雪地、特种及高性能全地形橡胶履带和橡胶履带板, 为多家重工机械和农用机械厂家配套。
浙江三维橡胶制品股份有限公司(603033.SH)	主营橡胶制品和轨道交通业务, 其中橡胶制品主要包括输送带和 V 带。2020 年橡胶 V 带销售收入占比 17.57%, 占比较低。
河南省金久龙实业有限公司	专业生产经营橡胶传动带, 主要产品有汽车 V 带、农机带、普通 V 带、输送带等。
尉氏县久龙橡塑有限公司	主营三角胶带, 经营平型传动带、输送带、各种胶管、农用轮胎、汽车 V 带、橡胶杂件以及工业用布、帘子布、化工橡胶辅料、机械制造等各类产品。
浙江保尔力胶带有限公司	专业生产各种橡胶传动带, 主要产品包括包布 V 带、切割式 V 带和输送带。
宁波伏龙同步带有限公司	传动带产品专业制造销售商, 主营同步带轮、工业同步带、汽车同步带。

资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

表 12: 丰茂股份主营业务毛利率与同行业上市公司比较

公司名称	2020	2021	2022	2023H1
三力士	39.03%	29.48%	22.02%	24.69%
中鼎股份	22.65%	22.51%	20.87%	21.17%
鹏翎股份	23.17%	22.29%	22.15%	21.00%
川环科技	30.61%	25.21%	23.46%	24.96%
天普股份	42.49%	37.83%	33.40%	35.30%
可比公司均值	31.59%	27.46%	24.38%	25.42%
丰茂股份	30.09%	26.50%	28.78%	31.09%

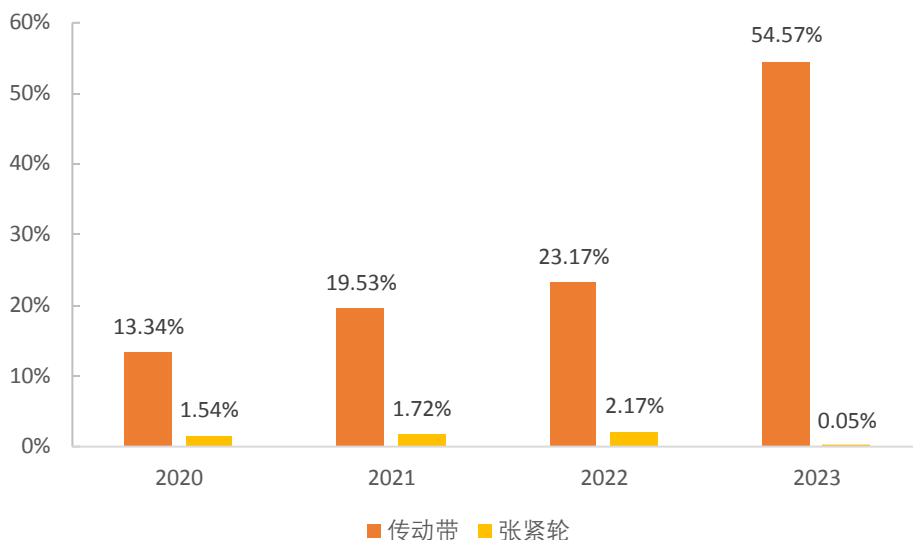
资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

2.3.2.进口替代空间广阔, 性价比优势助力抢占市场

国产配套占比提高, 进口替代成长性强。 凭借持续的研发投入和技术升级, 公司生产的传动系统部件性能不断提升, 与国外竞争对手产品技术差距逐渐缩小, 部分产品技术指标可相其媲美, 国内部分合资和自主品牌整车厂已逐渐由外资品牌配套转为公司国产配套, 截至 23 年年底, 公司传动系统部件已配套上汽通用五菱、上汽大通、一汽集团、吉利汽车

等主流品牌多款车型，公司主要产品市场份额占比逐年提升。

图 13：丰茂股份 2020-2023 年主要产品市场份额

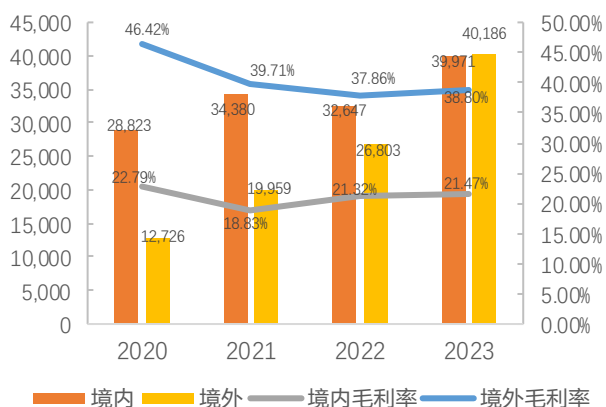


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.4. 境外市场需求释放，海外版图不断扩张

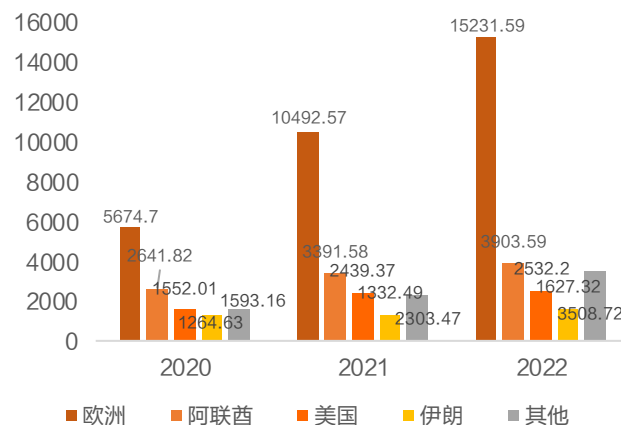
技术叠加成本优势，市场竞争力强。技术方面，随着我国装备制造能力的迅速提升，公司致力于高端精密橡胶汽车零部件的国产化，不断加强与整车厂需求适配的产品研发，以及强化与华南理工大学、重庆大学等高校的产学研合作，同世界先进水平的橡胶零部件制造技术差距越来越小；劳动力成本等方面，我国企业具有较明显的竞争优势。同时，由于俄乌战争国际政治形势的影响，公司具备较强的海外市场竞争力。

图 14：丰茂股份境内外年度销售收入及毛利率（单位：万元）



资料来源：2023 年年报、招股说明书、天风证券研究所

图 15：丰茂股份境外市场分地区营收（单位：万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

国际客户斩获颇多，海外市场稳中有增。公司产品积极推向境外市场，配套纳威斯达、康明斯等境外整车配套客户，及 LNDISTRIBUTION LLC、米其林等国际知名汽车零部件品牌商，其中，LNDISTRIBUTION LLC 为俄罗斯汽车售后服务供应商，受俄乌战争影响，为寻求供应链稳定，寻求国内替代，2022-2023 年已成为公司第一大客户。同时，公司获得米其林传动系统部件的国内独家品牌授权及除北美地区以外的全球品牌授权，境外售后市场需求持续增加。2023 年，公司境外营收比例占 50.1%，近年来首次超过境内。2021-2023 年公司境外毛利率分别为 39.71%、37.86%、38.80%，境外毛利率显著高于国内水平。

表 13：丰茂股份海外主要客户情况介绍

公司名称	公司介绍
博世（德国）	是全球第一大汽车技术供应商，主要从事汽车与智能交通技术、工业技术、消费品和能源及建筑技术产业
舍弗勒（德国）	全球范围内生产滚动轴承和直线运动产品的领导企业，也是汽车行业知名的发动机、变速箱、底盘应用领域高精密产品和系统的供应商之一
LNDISTRIBUTION LLC（俄罗斯）	俄罗斯知名汽车零部件分销商，业务主要集中在俄罗斯及周边国家
费比（德国）	独立售后市场的全球领先专家，针对乘用车和商用车提供超过 44,000 种技术配件，适用于所有常见的欧洲乘用车及商用车的专业维修
迈乐（德国）	成立于 1958 年，总部位于德国，是欧洲地区汽车售后市场最大的品牌商之一
HUNTER PART CO LTD（伊朗）	主要从事汽车零部件的销售。
CIOYES（美国）	专注于发动机正时链驱动系统和产品的设计、开发、制造和配送。

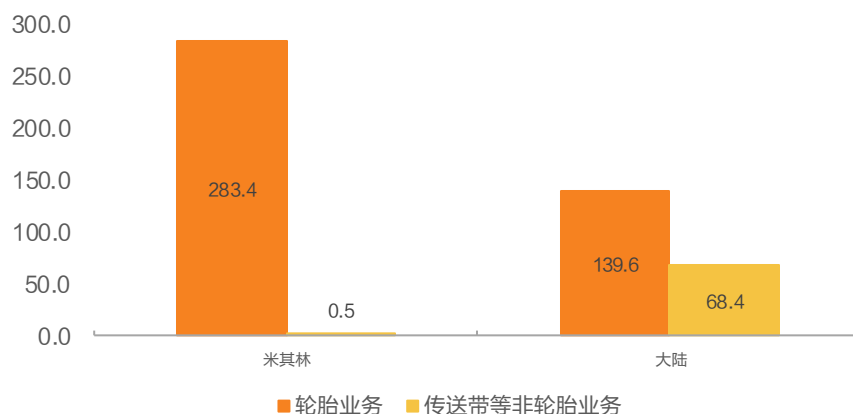
资料来源：招股说明书、中信保、天风证券研究所

2.5. 获米其林品牌授权，站在巨人的肩膀上

与米其林合作程度逐步加深，加快出海步伐。2021 年下半年，公司接受米其林委托，自主设计、开发、生产传动带产品，并在中国境内独家使用其授权品牌对外销售。2022 年 5 月，米其林公司进一步品牌授权，准许公司在欧盟、亚洲、南美等部分国家销售产品，境外售后市场需求持续增加。凭借米其林的品牌认可度，经销商体系有望快速铺开，带动规模扩张。

米其林基于竞争部署，拓展非轮胎市场份额。就轮胎业务而言，米其林集团 2023 年销售额为 283.4 亿欧元，在全球轮胎巨头业绩中排名第一；其主要竞争对手大陆集团旗下轮胎子集团 2023 年销售额为 139.6 亿欧元，排名世界第四。但近年来全球各大轮胎巨头均在积极开拓非轮胎业务增长点：大陆集团旗下负责橡胶零部件的康迪泰克子集团 2023 年销售额为 68.4 亿欧元，而米其林的传送带及相关服务产品仅为集团带来 0.5 亿欧元销售额。米其林重视包括传送带、皮带产品在内的高技术柔性复合材料领域并积极部署，2023 年非轮胎业务销售额同比增长 10%，对集团抵消销量疲软和外汇不利的负面影响有积极作用。

图 16：2023 年米其林与大陆集团业务销售额对比（单位：亿欧元）



资料来源：米其林与大陆集团公司公告、天风证券研究所

米其林同丰茂合作旨在拓展非轮胎业务市场份额。皮带作为汽车传动系统中的关键部件，市场进入壁垒高，丰茂通过引进国际技术专家提高自身研发实力，凭借优异的产品技术性能、本土化和成本优势逐步实现了相关产品的进口替代，打破了国内市场中外资品牌的垄断格局并出海竞争。我们认为米其林与丰茂持续展开深度合作，旨在借助丰茂在皮带领域的足够实力，竞争非轮胎业务领域的市场份额。

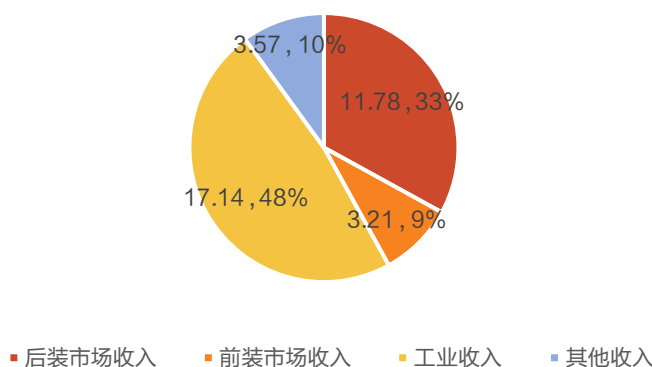
2.6. 海外竞对研究：从盖茨与康迪看丰茂未来成长空间

2.6.1. 盖茨：后装市场业务规模大于前装，盈利能力可观

盖茨产品业务与丰茂高度重合，形成竞争关系。盖茨是一家创新、精心设计的动力传输和流体动力解决方案的全球制造商。盖茨为不同的替换商以及原始设备制造商提供产品组合。盖茨参与工业和消费市场的许多领域，包括工业非公路终端市场，如建筑和农业、工业公路终端市场，如运输，多元化工业、能源和资源、汽车和个人移动。生产部门主要分为动力传输部门，产品有同步带、v带，无级变速器、micro-v带、输送带、金属驱动组件等；流体动力部门，产品有液压软管，油管和相关组件、热管理软管、工业流体输送软管、石油和天然气软管等。

盖茨后装市场空间大、可扩展空间大。根据盖茨 2023 年报，盖茨市场的动力传输及流体动力产品均占全球市场 5%左右的份额，市场高度分散，仍有较大的扩展空间。盖茨 2023 年后装市场收入实现 11.78 亿美元、前装市场收入实现 3.21 亿美元、工业收入实现 17.14 亿美元，分别占比 33%、9%、48%。

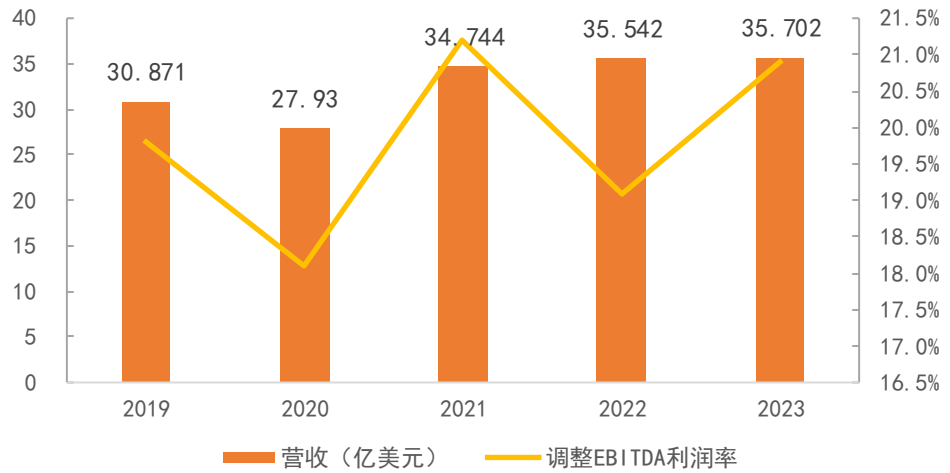
图 17：2023 年盖茨分终端市场营收占比



资料来源：盖茨 2023 年业绩报告、天风证券研究所

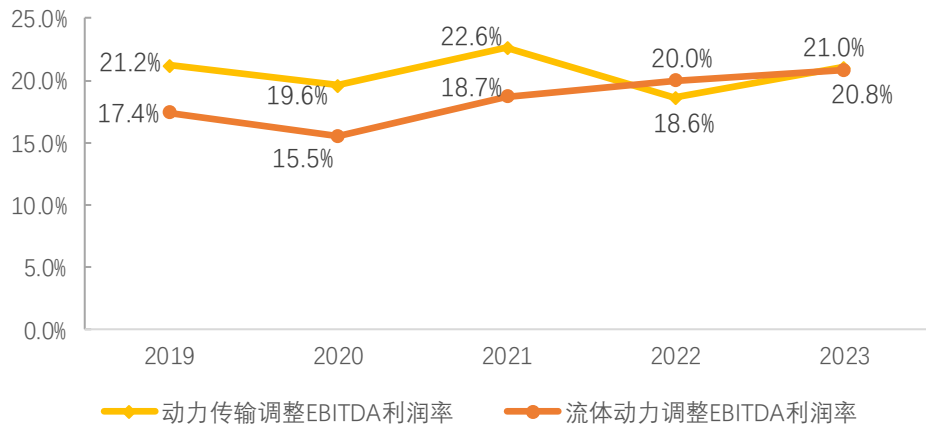
盖茨盈利水平可观，彰显广阔前景。盖茨 2023 财年营收 35.702 亿美元，同比增长 0.5%，其中核心收入同比增加 0.7%，净利润率 7.2%，同比增长 40 个基点。其中，营收同比增长较低的原因在于价格高引起销量下降，净利润率增长则得益于更高的营业收入。近五年盖茨的营业收入平稳缓和增长，调整后 EBIT 利润率达到 20.9%，盈利水平可观。分部门看，近两年盖茨动力传输部门收入占比相较于前几年有所下降，流体动力部门收入占比有所上升。2023 财年动力传输营收 21.912 亿美元，同比增加 0.8%，核心收入同比增加 1.7%，调整后 EBITDA 利润率为 21.0%；流体动力营收 13.79 亿美元，同比下降 0.1%，核心收入下降 0.8%，调整后 EBITDA 利润率为 20.8%。即使销量均有所下降，汽车、公路市场的扩张拉动动力传输收入上升，商业计划执行和供应链效率提升带动调整 EBITDA 利润率的上升。

图 18：2019-2023 年盖茨营收及调整后 EBITDA 利润率



资料来源：盖茨 2019-2023 年业绩报告、天风证券研究所

图 19：2019-2023 年盖茨分部门调整 EBITDA 利润率



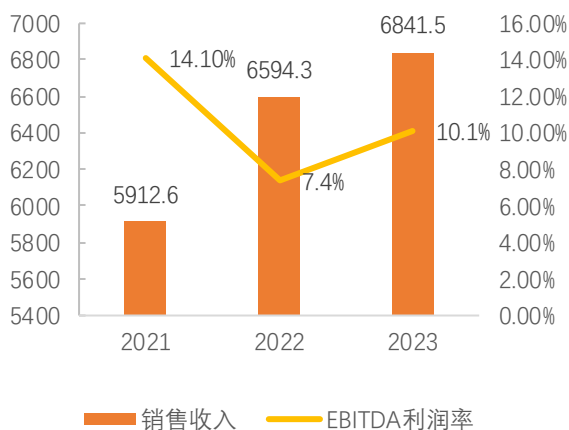
资料来源：盖茨 2019-2023 年业绩报告、天风证券研究所

盖茨替代市场兴起、价格优势较弱。根据盖茨 2023 年报中对风险的披露，在中国、印度和东欧等新兴市场，售后替换市场仍处于萌芽阶段。盖茨在这些地区更专注于建立整车配套市场，以便建立品牌知名度。随着这些地区售后市场规模增加，盖茨产品存在较大的替代风险。盖茨以高价销售优质产品，如果客户不再愿意为盖茨的产品和服务支付溢价，利润可能会受到影响。盖茨面临的最大的定价压力来自汽车的原始制造商。所有的汽车制造商都在最初的投标过程和投标期间寻求降价。如果盖茨不能通过提高运营效率、减少支出或推出新产品来抵消降价，这些降价可能会对盖茨的运营结果产生较大不利影响。

2.6.2.康迪泰克：工业业务板块强势，汽车板块逐渐退坡

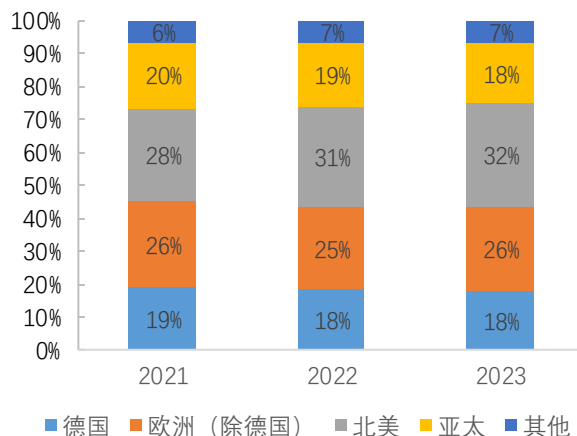
康迪产品线覆盖面广，与丰茂股份业务领域重合度高。康迪泰克是德国大陆集团（主营业务为汽车、轮胎、橡胶零部件等）旗下负责橡胶零部件的企业，其产品线主要包括胶料与片材、输送带系统、液体运送、动力传动、印刷技术与胶辊、密封系统、表皮材料、悬置与抗震解决方案、汽车技术、轮胎等十大板块，广泛应用于汽车、能源管理、机械和设备工程、工程、矿业及其他重要工业行业，与丰茂股份存在较高的业务重合度。

图 20：康迪泰克销售收入及 EBITDA 利润率（单位：百万欧元）



资料来源：康迪泰克年报、天风证券研究所

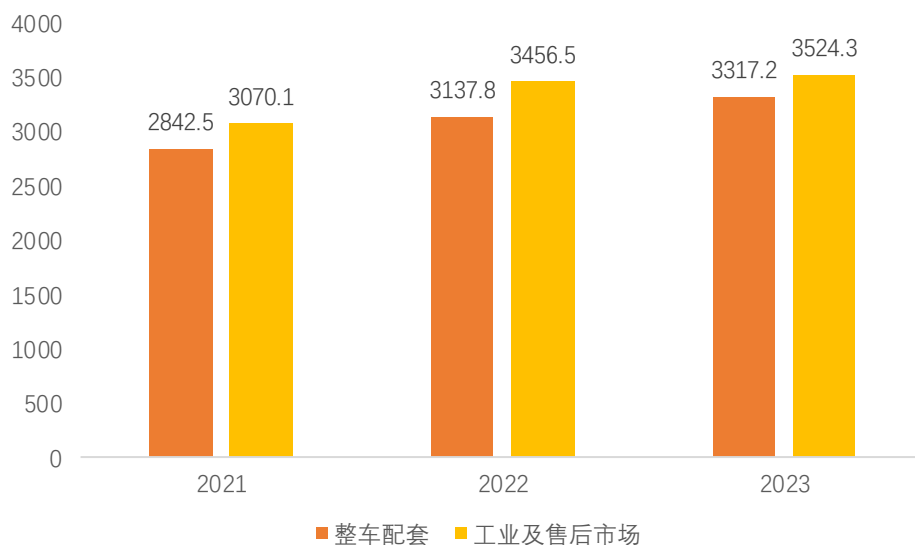
图 21：康迪泰克分地区营收占比



资料来源：康迪泰克年报、天风证券研究所

康迪亚太地区市场收缩，价格优势逐渐消失，利好丰茂股份境外业务拓展。康迪泰克将全球划分为五大商业市场：北美、欧洲（除德国）、亚太、德国及其他区域，2023 年营收占比分别为 32%、26%、18%、18%、7%，亚太市场营收占比同比下降 1.8%，主要系俄乌战争影响，2023 年康迪泰克出售了俄罗斯市场业务。与此同时，为应对销量下滑带来的影响，2023 年康迪泰克通过提升产品售价以保证全年营收。康迪泰克亚太地区市场的收缩叠加价格优势的逐渐消失，为丰茂股份等同类竞品的业务拓展提供了空间。

图 22：康迪泰克整车配套、工业及售后市场营收（单位：百万欧元）



资料来源：康迪泰克年报、天风证券研究所

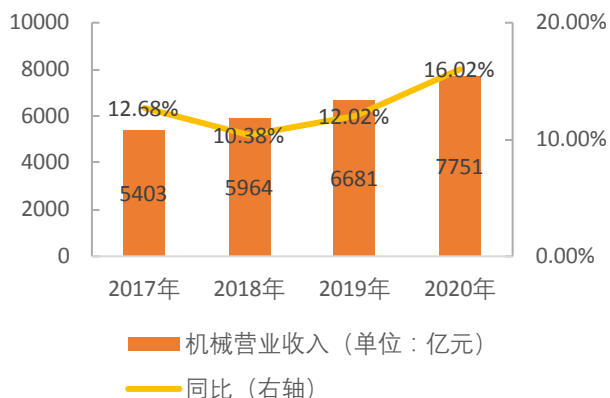
业务战略进一步向工业领域聚焦，汽车业务将独立运营。康迪泰克将持续聚焦于其工业业务，计划在中期将工业业务的销售占比从目前的 52%左右提高到 60%，并将调整后的息税前利润率提高到 9%至 11%左右。康迪泰克的长期目标是实现工业业务销售占比达到约 80%；另一方面，康迪泰克宣布，原始设备解决方案事业群（除表面材料外的康迪泰克汽车业务）预计将于 2025 年完全独立，后续选择包括引入投资者、成立合资企业或对外出售。

3. 下游应用空间广阔，非车业务储备增长空间充足

3.1. 下游应用空间广阔，非车业务市场容量大

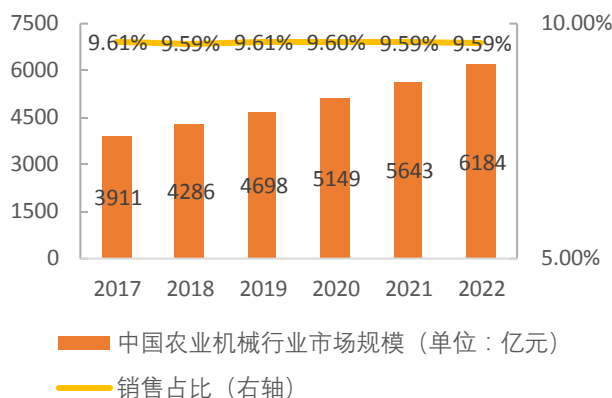
下游行业市场容量大，橡胶零部件应用广泛。公司下游非车领域业务主要集中于工程机械、家电卫浴、非道路用车等板块。近年来，我国工业、农业快速发展，城市轨交系统不断完善，人均可支配收入提高，带动橡胶零部件在工程机械、家电卫浴、高铁轨交等领域需求扩增。除此之外，橡胶零部件产品在电力、石油化工、冶金矿山、水利工程、纺织、体育器械、医药等行业中也有着广泛的应用，我们认为未来公司业务仍有拓展方向及增长空间。

图 23：中国工程机械行业营收及增长率



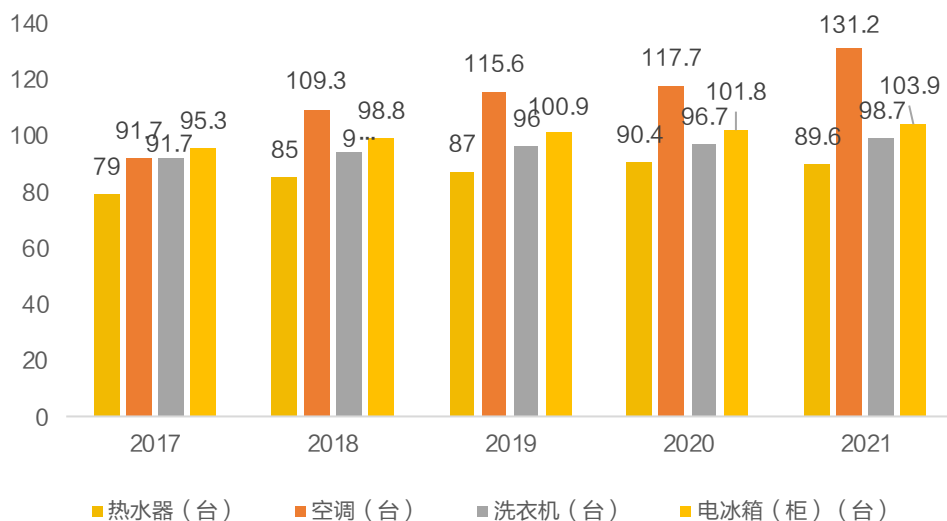
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 24：中国农业机械行业营收及增长率



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 25：中国家电卫浴每百户人均拥有量



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 14：丰茂股份细分领域橡胶零部件应用

领域	细分领域	橡胶零部件应用
工程机械	工业领域的非道路用车及机械设备	工业机械：主要的产品设备包括液压挖掘机、装载机、起重机、压路机、推土机、塔机等机械上的橡胶零部件及售后配套市场
工程机械	农业领域的非道路用车及机械设备	农业机械：主要包括耕整地机械、种植施肥机械、田间管理机械、收获机械、农产品初加工机械等上的橡胶零部件及售后配套市场
家电卫浴	传统家电、家用厨房电器具、个人护理类产品、卫浴洁具类产品	满足家电卫浴对静音、减震、密封等性能方面的橡胶零部件

高铁轨交	高铁和城市轨道行业	用于轨道车辆密封、防风防水、降低运行过程中的振动和噪音等功能的橡胶零部件
其他	电力、石油化工、冶金矿山、水利工程、纺织、体育器械、医药等行业	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3.2. 产品多点布局，非车业务加速成长

非车业务产品多点布局，工程机械营收占比增长较快。公司积极开拓非道路用车、工业机械、家电卫浴等非汽车领域的业务，迎合非道路用车市场的快速增长，加大非道路用车传动带等零部件的开发；同时，借助区域产业优势，加大在工业（纺织机、安防系统、工业机器人、数控机床、空压机、物流输送线等）、农业（割草机、大型收割机等）、家电（吸尘器、跑步机、洗衣机等）及摩托车领域的技术研究、新产品开发和市场开拓力度，摆脱对汽车市场的依赖。近年来，工业机械、家电卫浴收入持续增长，尤其工业机械增长迅速，2020-2023 年复合增长率达到 76%。

表 15：丰茂股份非车业务产品应用领域及示意图

产品	产品介绍	应用领域	示意图
同步带	通过带齿与轮的齿槽相啮合来传递动力，具有传动准确、传动平稳、能吸振、噪音小等优点。	工业机械等领域	
多楔带/V带	通过带与带轮的摩擦传动驱动动力，具有结构紧凑、运转平稳、可同时传动多个带轮等优点。	工业机械等领域	
张紧轮/惰轮	张紧轮为发动机传动系统提供合适的恒定张力，起到降噪、维持传动带张力稳定的作用。 惰轮通过改变传动带的带段长度和各附件的包角以提高传动效率。	工业机械等领域	
涡轮增压进/出气管	应用于发动机进气系统，将发动机排气歧管的废气传递至涡轮增压器，后将涡轮增压器中压缩的热空气送入中冷器。	工业机械的动力总成、底盘和车身三大模块	
中冷器进/出气管	应用于发动机进气系统，将经过涡轮增压器增压的高温空气传递至中冷器，后将经过中冷器冷却后的高压低温空气送入发动机中。	工业机械的动力总成、底盘和车身三大模块	
空滤器进/出气管	应用于发动机进气系统，将经过滤清器过滤的洁净空气传递至进气歧管，为发动机燃烧提供空气。	工业机械的动力总成、底盘和车身三大模块	
散热器管	通过传输冷却液将发动机工作产生的热量传递至散热器降温，并将散热后的冷却液传回发动机。	工业机械的动力总成、底盘和车身三大模块	
冷却水管	应用于发动机冷却系统，将发动机冷却液传输至冷却系统循环，达到冷却发动机的效果。	工业机械的动力总成、底盘和车身三大模块	
卫浴水管	应用于卫浴设备内部，如粉碎机、抽水马桶、排水管道等，起到传输液体的作用。	工业机械的动力总成、底盘和车身三大模块	
制动隔膜	应用于制动系统的膜片式制动气室中，起到密封气路和传递空气压力的作用。	汽车、农业机械、家电卫浴等领域	
前/后轮油封等	应用于传动系统和动力系统，将传动部件中需要润滑的部件与出力部件隔离，不至于让润滑油渗漏。	汽车、农业机械、家电卫浴等领域	

防尘罩 随制动气室推杆或盘式制动器推杆收缩或延展 汽车、农业机械、家电卫浴等领域
而变形，起到保护、防尘、密封作用。



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 16：丰茂股份下游行业主要产品投产情况（截止日期：2023 年 12 月 8 日）

市场领域	客户名称	新项目名称	所处阶段
非道路用车	云内动力(000903.SZ)	张紧轮、传动带	已量产
非道路用车	康明斯	传动带	已量产
非道路用车	道依茨	传动带	已量产
非道路用车	全柴动力(600218.SH)	张紧轮、传动带	已定点，样件开发中
非道路用车	广西玉柴动力股份有限公司	张紧轮、传动带	已量产
非汽车领域	德昌科技(605555.SH)	吸尘器传动带	样品开发中
非汽车领域	富佳股份(603219.SH)	吸尘器传动带	样品开发中
非汽车领域	慈星股份(300307.SZ)	纺织机传动带	样品开发中
非汽车领域	杰克股份(603337.SH)	缝纫机传动带	小批量供货
非汽车领域	大华股份(002236.SZ)	摄像头传动带	样品开发中
非汽车领域	上工申贝(600843.SH)	缝纫机传动带	样品开发中

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

工业机械项目开发力度加强，产值持续释放。随着新客户、新项目开发力度加强，公司获取的新项目定点增多，对应模具同步开发及定点量产数量也呈现逐年增加趋势。项目开始量产后，在技术储备及市场开拓积淀下，产值逐渐释放，我们认为后续非车业务有望逐步放量。

表 17：丰茂股份工业项目模具开发情况

客户	项目	模具数量	开发进展	预期实现收入
New World Products Limited	法国新世界橡胶杂件	8	2020 年开始量产	在整个生命周期内平均每年可增加 65 万元左右产值
常州梵高机电有限公司	常州梵高纺织机械工业带项目	15	2020 年开始量产	在整个生命周期内平均每年可增加 30 万元左右的产值
金华市安耐橡塑机电有限公司	金华安耐数控机械工业带项目	10	2020 年开始量产	在整个生命周期内平均每年可增加 150 万元左右的产值
泉州市鲤城竣元贸易有限公司	泉州竣元园林机械工业带项目	10	2021 年开始量产	在整个生命周期内平均每年可增加 25 万元左右的产值
HPS, INC	HPS RFQ-6705 防尘罩项目	11	2021 年开始量产	在整个生命周期内平均每年可增加 20 万元左右的产值
金华市安耐橡塑机电有限公司	金华安耐数控机械工业带项目	23	2022 年开始量产	在整个生命周期内平均每年可增加 15 万元左右的产值
浙江海途凯胶带有限公司	海途凯工业带项目	144	2022 年开始量产	在整个生命周期内平均每年可增加 120 万元左右的产值
上海汉唐传动系统有限公司	上海汉唐陶瓷机械工业带项目	8	正在开发	在整个生命周期内平均每年可增加 100 万元左右的产值

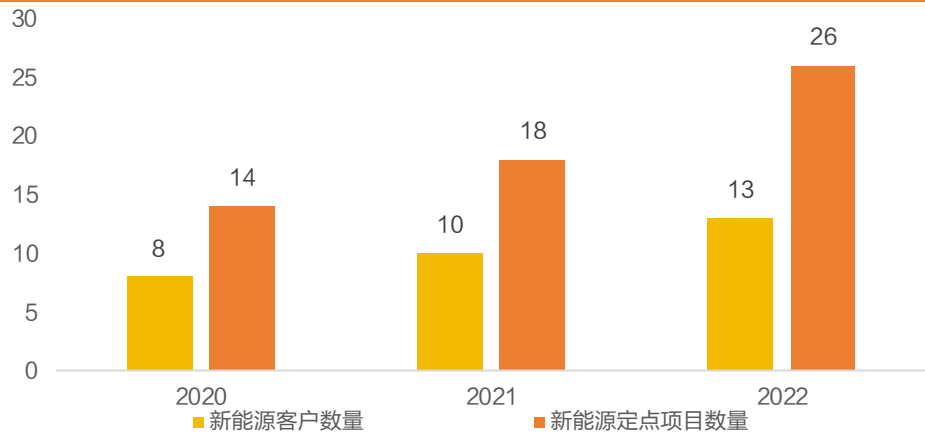
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

4. “空气弹簧”蓄势待发，开启第二成长曲线

4.1. “双碳”背景下，进军新能源汽车领域

新能源汽车产品配套体系稳步构建。公司凭借多年的行业技术积累和整车配套经验，积极在新能源汽车领域进行技术和产品储备，为后续新能源汽车配套产品持续稳定发展奠定了基础。目前，公司在新能源汽车领域已布局多个产品系列，已进入比亚迪、上汽大通、吉利汽车等新能源汽车配套体系。

图 26：丰茂股份新能源项目客户数量及定点项目数量（个）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 18：丰茂股份整车市场收入中燃油车与新能源车占比（万元）

项目	2020 年度		2021 年度		2022 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
燃油车	21548.85	96.02%	26718.17	97.07%	26539.09	97.25%
新能源车	893.76	3.98%	807.65	2.93%	750.79	2.75%
整车市场收入	22442.6	100.00%	27525.82	100.00%	27289.88	100.00%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 19：丰茂股份售后市场收入中燃油车及新能源车占比（万元）

项目	2020 年度		2021 年度		2022 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
燃油车	17786.5	99.99%	24,293.24	99.99%	28748.87	99.90%
新能源车	1.26	0.01%	1.25	0.01%	28.17	0.10%
售后市场收入	17787.77	100.00%	24294.5	100.00%	28777.04	100.00%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

4.2. 前瞻布局空气弹簧，开启第二成长曲线

4.2.1. 行业端：需求提升明显 + 国产化降本，空气悬架市场加速扩容。

需求提升明显 + 国产化降本，空气悬架市场加速扩容。随着消费者对驾驶体验的要求增高，能够同时兼顾汽车驾驶舒适性与通过性的空气悬架成为各车企企提升产品竞争力的手段之一，除传统的高端汽车品牌外，包括蔚来、红旗、北汽、上汽大众、极氪等车企均在今年推出了搭载空气悬架的车型。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 2171.7 万辆计算，渗透率达 2.6%。此外，一套国产化空悬系统价格约为 8000-9000 元，我们认为，根据目前配置空气悬架的国产车型价格趋势，随着空悬产品价格的下降，空悬有望加速渗透至 20 万元左右车型。

空气悬架系统是以空气弹簧为主要弹性元件的主动悬架。空气弹簧作为空气悬架的核心部件，除了抗酸碱、抗磷化、抗臭氧等基本材料要求外，还必须适应较大的温度区域且耐弯曲。在制造工艺方面，空气弹簧对密封性能要求严苛，且结构复杂。

表 20：目前空气悬架主要配置车型及价格

品牌	车型	上市时间	价格(万元)	配置情况
蔚来	ES7	2022.06	43.8-51.8	标配
	EC7	2022.12	45.8-54.8	标配
理想	L7	2024.03	30.18-35.98	标配
	Mega	2024.03	52.98	标配
小鹏	X9	2024.01	35.98-41.98	标配
智己	LS7	2023.02	28.98-39.98	部分版本标配
岚图	Free	2023.08	26.69	标配
极氪	001	2024.02	26.9~32.9	部分版本标配
星途	星际元 ES	2023.12	22.58~33.98	标配

资料来源：IT之家、汽车之家、各公司官网、天风证券研究所

4.2.2 公司端：从自研空气弹簧出发，拓展空气悬架业务板块。

从自研空气弹簧出发，拓展空气悬架业务板块。公司作为橡胶传动带行业龙头企业之一，在橡胶制品行业拥有丰富的生产经验以及材料配方优势，同时结合现有客户渠道目前空气弹簧已处于小批量试制阶段。

公司目前在空气悬架方面研发智能空气悬架挤出-缠绕式空气弹簧与商用车底盘驾驶室空气弹簧两个项目。智能空气悬架挤出-缠绕式空气弹簧项目执行期内，申请发明专利 5 项以上，标准 1 个，发表论文 3 篇，建成挤出-缠绕式空气弹簧示范生产线 1 条。以研发更舒适的空气弹簧，突破“卡脖子”技术为目标，实现高端空气弹簧国产化替代。商用车底盘驾驶室空气弹簧项目执行期内，实现销售收入，达到 OE 需求且完成主机厂的配套，培养研究生或工程师 2 名，吸纳就业 100 人以上，以高端品牌质量为目标，提高空气弹簧性能，达到甚至超越国外三大品牌产品的水平。目前两个项目均处在研发阶段，空气弹簧生产线正处于在建状态，工程进度 10.86%。商用车底盘驾驶室空气弹簧整体预算 850 万，占在研项目整体预算 4,328 万的 20%。

图 27：丰茂股份空气弹簧产品示意图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

表 21：丰茂股份在研项目预算（万元）

项目名	在研项目预算（万元）	
	金额	占比
超高强度聚氨酯碳纤维传动带研发	1,368.00	31.61%
高性能变速带项目研发	450	10.40%
高性能汽车工业多楔带项目研发	500	11.55%
高性能汽车胶管项目研发	300	6.93%
后处理系统胶管研发	400	9.24%

商用车底盘驾驶室空气弹簧	850	19.64%
涡轮增压器进出气胶管研发	300	6.93%
新能源模压制品研发	64	1.48%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

5. 盈利预测

汽车领域：公司主要产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等，广泛应用于乘用车和商用车等汽车领域。考虑到公司利用乘用车产品技术经验，加大对技术要求更高的商用车领域产品的开发及应用，商用车配套收入呈现良好的发展趋势；同时，公司凭借多年的行业技术积累和整车配套经验，积极在新能源汽车领域进行技术和产品储备，部分产品已初步获得市场认可，进入市场推广阶段。我们预计 2024-2026 年公司汽车领域总业务收入有望达 4.00/4.99/6.24 亿元。

汽车售后服务：考虑到随着我国和全球汽车保有量及汽车平均车龄的增加，汽车售后服务市场需求持续增加，对公司传动系统、密封系统等产品的售后需求逐步加大。我们预计 2024-2026 年公司汽车售后服务市场业务收入有望达 5.24/6.55/7.86 亿元。

汽车整车配套：考虑到国内部分合资和自主品牌整车厂已逐渐由外资品牌配套转为公司国产配套；同时，公司产品积极推向境外市场，配套纳威斯塔、康明斯等境外整车配套客户。我们预计 2024-2026 年公司汽车整车配套市场业务收入有望达 0.87/1.31/1.84 亿元。

工业机械：考虑到我国基础工程建设的持续加大投入，以及我国农业机械行业的市场规模不断扩大，我们预计 2024-2026 年公司工业机械领域业务收入有望达 0.06/0.08/0.10 亿元。

家电卫浴：考虑到国家居民平均每百户家电卫浴拥有量保持增长态势。我们预计 2024-2026 年公司家电卫浴领域业务收入有望达 0.35/0.51/0.71 亿元。

其他业务：公司的其他业务收入占比小。我们预计 2024-2026 年公司其他业务收入有望达 10.52/13.44/16.74 亿元。

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年整体营业收入有望达 10.52/13.44/16.74 亿元，同比增速分别为 28%/22%/26%。

表 22：公司分业务盈利预测（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	5.61	7.23	10.52	13.44	16.74
YOY	8%	29%	28%	22%	26%
汽车领域总营收	2.88	3.20	4.00	4.99	6.24
YOY	18%	11%	25%	25%	25%
汽车领域--售后服务	2.73	4.03	5.24	6.55	7.86
YOY	-1%	48%	30%	25%	20%
汽车领域--整车配套	0.30	0.51	0.87	1.31	1.84
YOY	49%	72%	70%	50%	40%
工业机械	0.04	0.05	0.06	0.08	0.10
YOY	-24%	27%	30%	25%	20%
家电卫浴	0.14	0.23	0.35	0.51	0.71
YOY	20%	67%	55%	45%	40%
其他业务	6.08	8.02	10.52	13.44	16.74
YOY	10%	32%	31%	28%	25%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计丰茂股份 2024-2026 年归母净利润有望达 1.85/2.38/2.92 亿元，对应当前 PE 19/15/12X。参考可比公司三维股份、中鼎股份，公司 PE 较低，业绩成长性较好，参考可比公司 25 年 PE 均值水平，给予公司 25 年 19X PE，目标价 56.43 元。公司作为国内橡胶传送带领域领军企业，主业陆续拓展国内外市场，多元布局工业传动带、空气弹簧等打开第二增长曲线，在未来业绩有望较快增长，首次覆盖给予“买入”评级。

表 23：可比公司 PE 表 (Wind 一致预测) (截止日期：2024.4.30)

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE		
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
三维股份	149	2.32	1.48	3.58	5.33	6.22	41.6	27.9	24.0
中鼎股份	173	9.64	11.31	14.10	17.05	22.05	12.3	10.1	7.8
		PE 的平均值					27.0	19.0	15.9
丰茂股份	33	1.02	1.38	1.85	2.38	2.92	17.66	13.73	11.18

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

宏观经济不景气引致的汽车行业下滑风险：公司产品主要应用于汽车整车配套市场和售后服务市场，若未来宏观经济形势恶化或增速放缓，将会对公司的经营业绩产生不利影响。

境外市场销售风险：2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年，公司境外销售收入占主营业务收入的比重分别为 30.63%、36.73%、45.09%和 50.13%，若公司主要境外市场实施提高关税等贸易保护政策，或未来美伊争端持续升级，将对公司销售规模、经营业绩和财务状况带来不利影响。

主要原材料价格波动的风险：公司产品的主要原材料为胶料、橡胶助剂、线绳/纱线和纺织物等，其占产品生产成本的比重较大。2020 年下半年至 2022 年，受国内宏观经济复苏、海运物流费用上升等诸多因素的影响，公司主要原材料的采购价格波动上涨。未来如果公司主要原材料价格持续大幅上涨，将对公司盈利能力带来不利影响。

新能源汽车技术发展带来的风险：2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年上半年，公司新能源汽车领域销售收入分别为 895.02 万元、808.90 万元、778.96 万元和 799.35 万元，金额较小。若公司不能及时跟进汽车行业的变化趋势，将对公司主营产品需求造成较大不利影响。

主观性风险：文中测算具有一定主观性，仅供参考。

市场开发和管理风险：如果公司在同步研发、工艺技术等方面无法达到整车厂的要求，将可能存在公司新产品无法顺利通过客户采购认证、无法顺利开拓新市场的风险。若公司的产品设计研发能力和生产经营管理效率无法持续紧跟终端客户的需求，则公司仍将面临因不能及时满足下游客户需求而导致的经营业绩波动风险。

应收账款回收风险：2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年上半年，公司应收账款净额分别为 9,740.64 万元、10,733.93 万元、13,363.35 万元和 16,640.29 万元，应收账款金额及占流动资产比例相对较高。如果公司主要客户出现推迟支付或无力支付款项的情形，公司将面临应收账款不能按期收回或无法收回从而发生坏账损失的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	142.70	630.99	1,636.80	1,913.73	2,202.23
应收票据及应收账款	133.63	198.06	228.17	322.18	359.70
预付账款	6.20	7.64	9.07	13.16	14.08
存货	170.13	179.43	306.85	295.87	469.14
其他	47.41	162.26	168.05	164.96	167.24
流动资产合计	500.07	1,178.38	2,348.94	2,709.90	3,212.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	130.87	159.59	140.18	120.77	101.37
在建工程	39.79	54.04	64.04	74.04	84.04
无形资产	28.75	28.96	27.08	25.19	23.31
其他	34.79	96.22	62.60	68.53	54.69
非流动资产合计	234.19	338.81	293.89	288.54	263.41
资产总计	734.26	1,517.18	2,642.84	2,998.44	3,475.80
短期借款	5.01	0.00	1.00	1.00	1.00
应付票据及应付账款	308.03	382.28	510.29	631.54	794.86
其他	21.34	26.49	56.89	53.07	75.64
流动负债合计	334.37	408.77	568.18	685.60	871.50
长期借款	0.00	4.90	20.00	20.00	20.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.66	22.29	20.98	21.63	21.30
非流动负债合计	19.66	27.19	40.98	41.63	41.30
负债合计	370.69	451.61	609.16	727.24	912.80
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	113.63	657.45	1,440.90	1,440.90	1,440.90
留存收益	189.94	328.13	512.78	750.30	1,042.09
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	363.58	1,065.58	2,033.68	2,271.20	2,562.99
负债和股东权益总计	734.26	1,517.18	2,642.84	2,998.44	3,475.80

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	102.25	138.18	184.65	237.52	291.79
折旧摊销	20.22	25.65	21.29	21.29	21.29
财务费用	(0.72)	(2.74)	(10.56)	(16.49)	(19.32)
投资损失	0.63	(1.09)	0.00	(0.20)	(0.20)
营运资金变动	(45.90)	(71.71)	10.33	28.11	(14.58)
其它	(10.94)	47.19	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	65.54	135.48	205.71	270.23	278.98
资本支出	50.20	60.10	11.31	9.34	10.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(79.28)	(286.12)	(21.31)	(19.14)	(20.13)
投资活动现金流	(29.08)	(226.02)	(10.00)	(9.80)	(9.80)
债权融资	7.73	5.32	26.66	16.49	19.32
股权融资	0.00	563.82	783.45	0.00	0.00
其他	(3.78)	1.61	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	3.95	570.75	810.11	16.49	19.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	40.41	480.21	1,005.81	276.93	288.50

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	608.03	801.58	1,052.28	1,344.20	1,674.39
营业成本	431.40	559.81	730.28	934.22	1,167.05
营业税金及附加	3.67	6.17	5.26	6.72	8.37
销售费用	23.95	30.81	42.09	53.77	66.98
管理费用	17.88	24.23	31.57	40.33	50.23
研发费用	25.74	36.21	44.20	56.46	70.32
财务费用	(2.73)	(5.43)	(10.56)	(16.49)	(19.32)
资产/信用减值损失	(5.38)	(7.14)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
公允价值变动收益	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.63)	1.09	0.00	0.20	0.20
其他	5.93	0.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	108.20	155.17	206.44	266.40	327.96
营业外收入	5.76	2.66	3.00	3.00	3.00
营业外支出	0.01	1.10	0.02	0.02	0.02
利润总额	113.95	156.72	209.42	269.38	330.94
所得税	11.70	18.54	24.77	31.86	39.14
净利润	102.25	138.18	184.65	237.52	291.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	102.25	138.18	184.65	237.52	291.79
每股收益(元)	1.28	1.73	2.31	2.97	3.65

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	9.62%	31.83%	31.28%	27.74%	24.56%
营业利润	40.48%	43.41%	33.05%	29.04%	23.11%
归属于母公司净利润	46.03%	35.14%	33.63%	28.63%	22.85%
获利能力					
毛利率	29.05%	30.16%	30.60%	30.50%	30.30%
净利率	16.82%	17.24%	17.55%	17.67%	17.43%
ROE	28.12%	12.97%	9.08%	10.46%	11.38%
ROIC	71.46%	69.09%	79.17%	95.74%	147.24%
偿债能力					
资产负债率	50.48%	29.77%	23.05%	24.25%	26.26%
净负债率	-37.87%	-58.76%	-79.45%	-83.34%	-85.10%
流动比率	1.42	2.78	4.13	3.95	3.69
速动比率	0.94	2.35	3.59	3.52	3.15
营运能力					
应收账款周转率	5.05	4.83	4.94	4.88	4.91
存货周转率	3.99	4.59	4.33	4.46	4.38
总资产周转率	0.92	0.71	0.51	0.48	0.52
每股指标(元)					
每股收益	1.28	1.73	2.31	2.97	3.65
每股经营现金流	0.82	1.69	2.57	3.38	3.49
每股净资产	4.54	13.32	25.42	28.39	32.04
估值比率					
市盈率	34.66	25.65	19.19	14.92	12.15
市净率	9.75	3.33	1.74	1.56	1.38
EV/EBITDA	0.00	13.91	7.83	5.28	3.53
EV/EBIT	0.00	15.37	8.66	5.72	3.77

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